

第2回「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」議事要旨

日 時	平成 23 年 12 月 16 日（金）午前 9 時 45 分～11 時 30 分
場 所	日本証券業協会 第 1 会議室
出 席 者	秦座長ほか各委員
議 案	1. 経済産業省 プレゼンテーション 「ベンチャー企業政策について」 2. 池田委員(関東ニュービジネス協議会 会長) プレゼンテーション 「関東ニュービジネス協議会からの提言」 3. 意見交換
配付資料	資料 1 「ベンチャー企業政策について」 資料 2 「関東ニュービジネス協議会からの提言」

【議事概要】

議事に先立ち、事務局より、本日より参加の委員の紹介と、前回の本懇談会で寄せられた①リージョナル銘柄の廃止時の銘柄数、②エマージングにおける最近のエンジェル税制の適用実績、③グリーンシート銘柄の相続時の時価評価方法、④相続税支払い時の物納にグリーンシート銘柄を充てることの可否、の4点について回答が行われた後、委員より以下の発言があった。

- ・ グリーンシート銘柄の相続時の取扱いは、ケース・バイ・ケースであり、非常に不明確な印象である。グリーンシート銘柄制度の相続時における解釈についても本懇談会のテーマの1つとして、もう少し具体化できるとよいのではないか。

また、一定以上の取引実績があれば、取引価格を時価と見なすことができることは、流動性の確保が重要であるという非常に大きなテーマを示唆しているのではないか。

1. 経済産業省 プレゼンテーション 「ベンチャー企業政策について」

経済産業省 坂本新規事業調整官より、資料1に基づき、同省におけるベンチャー企業への取組み等について、以下のとおり説明が行われた後、質疑応答・意見交換が行われた。

【坂本新規事業調整官より説明・報告】

- 経済産業省におけるベンチャー支援施策の中でも、直接金融に関わる部分を中心に説明するが、まずはベンチャー企業の日本経済における役割とベンチャー企業支援の政策的意

義について紹介したい。資料1の1ページは、ベンチャー企業の従業員数の変化を時系列で表したグラフである。ベンチャーキャピタルから出資を受けた未上場ベンチャー企業を見ると、設立1年目では、約8割が10人以下の従業員数であるが、設立5年目には、従業員数51人以上が約4割と急拡大をしている。また、主要なベンチャーキャピタルから出資を受けたベンチャー企業約1,400社で約14万人、1社当たりで約100人という非常に大きな雇用創出をしているというデータもある。雇用創出は、GDP成長等と並ぶベンチャー企業の果たしている大きな役割であると考えられる。

- ▶ 2ページは、ベンチャー企業における雇用の増減を社齢（設立年数）別で表したグラフである。設立から5年目までのところで非常に大きく雇用を伸ばし、5年目から10年目で、少し雇用を伸ばしている。一方、10年目以降の企業では、純減となっている。創業からそれほど年数の経過していないベンチャー企業が雇用を創出し、成熟してくると雇用を減らしていくという産業の新陳代謝が明確に表れているといえる。雇用創出の意義や、我が国の産業のイノベーションを促進し、経済の活性化を図る意義において、ベンチャー企業の創出・成長を支援することは非常に重要であると経済産業省では認識している。そのため、特に90年代後半以降、資金調達面を中心に、起業を容易にするための制度設計や法律の改正を重ねてきた。
- ▶ 4ページでは、経済産業省の政策を、目的ごとに分類・マッピングしている。「1. 創業者（アントレプレナー）の創出・育成」では、日本では起業文化が根付いていないとよく指摘されていることもあり、ドリームゲート事業やフォーラムの開催により、創業者の創出・育成に注力している。「2. 創業拠点の提供」では、円滑な起業を後押しするためのインキュベーションの提供等を実施している。「3. 起業・成長資金の供給」では、起業・成長のための資金を如何に円滑に供給するために、融資・出資等の制度整備等に取り組んでいる。
- ▶ その中の一例として5ページでは、中小企業基盤整備機構のファンド出資事業について紹介している。これは、GP（無限責任組合員）である民間のベンチャーキャピタルが組成するベンチャーファンドに対して、同機構がファンド総額の50%を上限に出資をする仕組みである。出資対象となるベンチャー企業や出資の割合について、一定の要件は設けられているが、各ファンドがどこに投資をするかについては、基本的に民間のベンチャーキャピタルが判断することとなっている。同機構は、LP（有限責任組合員）として、ファンドの組成における資金の量的補完や、公的資金の参入により民間資金の呼び水効果をもたらすといった役割を果たしている。6ページは、これまでの出資事業の実績である。ファンド総額の約4割強の1,300億円程度が同機構からの出資であり、それが呼び水効果

となり、全体で約 3,000 億円の資金がベンチャー企業に供給されている。

- ▶ 7 ページでは、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法の改正により 2009 年（平成 21 年）に設立された、株式会社産業革新機構における出資事業について紹介している。同機構は、国からの出資である 920 億円と、民間からの出資である約 100 億円で、政府保証枠の 8,000 億円を加えた、約 9,000 億円の投資枠でスタートした。更に、平成 23 年度予算及び補正予算で、500 億円の出資、1 兆円の政府保証枠が新たに追加されているので、それを加味すると約 2 兆円が、個別のベンチャー企業等に対する投資枠として準備されている。なお、先ほどの中小企業基盤整備機構のスキームとは異なり、産業革新機構は、直接出資をするスキームを取っている。これにより、組織的にスピーディーな意思決定が行え、更に、ファンドの規模が大きいため、例えば 1 件で数百億円といった大型の案件にも対応可能となっている。8 ページには、同機構の具体的な出資先の一部が列挙されている。最近では、今年の夏頃、シリコンバレーで日本人が設立した「miselu」というベンチャー企業に対して、投資をしている。
- ▶ 9 ページでは、エンジェル税制について説明している。同制度は、個人投資家によるベンチャー企業への投資を後押しするため、平成 9 年に創設された。米国等では、アーリーステージのベンチャー企業において、個人のエンジェル投資家の果たしている役割が大きいと言われているが、日本ではまだまだエンジェル投資の規模は大きくない。そこで、その後押しのために作られたのがエンジェル税制であり、創設以降、度重なる拡充を行ってきた。例えば直近の平成 20 年度の改正について紹介すると、これまではベンチャー企業へ出資をした場合、投資時点の優遇措置としては、ベンチャー企業への出資額を同じ年の他の株式譲渡益から控除できる仕組みのみであったが、これでは、他企業への株式投資を行っている個人投資家しかメリットが得られないため、よりメリットを拡げるため、その年の総所得金額からベンチャー企業への出資額を控除できる制度を創設した。
- ▶ 11 ページは、エンジェル税制を活用した投資額の推移と、エンジェル税制の適用を受けた企業数の推移を表したグラフである。投資額については、ベンチャー投資全体の推移同様、やや下降線であるが、エンジェル税制を活用した企業数は、先ほど紹介した 20 年度の税制改正以降、非常に大きく伸びている。しかしながら、まだまだ低い水準であり、エンジェル税制のメリットが大きくなったこと等を広く周知することで、更なる同制度の活用を促したいと考えている。
- ▶ 12 ページでは、海外投資家が日本のベンチャーキャピタルに対して出資をした場合の課税の特例について紹介している。これは、主に海外投資家の資金を呼び込むため、平成 21 年度の税制改正において導入された制度である。これまでは、海外投資家が日本のフ

ファンドに対して出資をした場合、一旦日本で課税され、その後、当該海外投資家の居住国で、もう一度課税されることとなっていたが、一定の要件に該当する海外投資家については、日本では非課税とすることとした。13 ページも海外投資家の資金を日本のベンチャー投資に呼び込むための取組みである。具体的には、海外の機関投資家と国内のベンチャーキャピタルをマッチングするイベントを各国で展開をしており、例えば、今年1月、2月には香港・サウジアラビア・バーレーン等でイベントを行う等、制度整備以外の面でも海外の資金を呼び込む活動を続けている。

- ▶ 14 ページでは、まだ準備中であるが、中小企業基盤整備機構におけるデータベース構築事業について紹介している。本事業は、ベンチャーキャピタル及びファンドの情報と、その投資先であるベンチャー企業の情報を、一定のフォーマットでデータベース化するものである。当該データベースを使うと、簡単な検索により、ベンチャーキャピタルであれば、投資先企業の選定に、機関投資家等であれば、パフォーマンス情報等を参考に、投資先のファンドの選定に利用できる仕組み作りを行っているところである。データベースが完成すれば、国内のみならず海外の投資家からの、日本のベンチャーキャピタル投資におけるベンチマークとして機能することが期待できる。米国では、民間企業が同様のデータベースを整備し、海外展開を行っている。こうしたデータベースの整備により、ベンチャーキャピタル・ベンチャー企業への資金の流れをより潤滑にしていきたいと考えており、できる限り早く一般公開できるよう、準備を進めている。
- ▶ 15 ページ以降では、最近のベンチャー企業を取り巻く環境とそれに対する政策課題をまとめている。例えば、15 ページのベンチャーキャピタルの投融資額と、新興市場のIPOした社数のグラフを見ると、2004年から2006年は、どちらも比較的高い水準で推移していたが、その後、IPOの社数が減少し、連動してベンチャーキャピタルの投融資額も急落している。各年度のベンチャーキャピタルの組成額と設立ファンド数を見ても、IPOが落ち込む流れに連動して、ファンド組成額や設立ファンド数も落ち込んでおり、厳しい環境が読み取れる。
- ▶ こうした厳しい投資環境下では、投資効率が悪化し、パフォーマンスが上がらない。そういった状況におけるベンチャーキャピタルのファンドの規模や構成を見ると、ファンドの規模が縮小しているだけでなく、保険会社や年金基金といった、機関投資家の出資割合が非常に縮小しており、それを補う形で、GPであるベンチャーキャピタルの出資割合が大きくなっており、ややいびつな出資者構成になっている。こうした状況では、ベンチャー企業は、成長するための十分な資金をなかなか調達できず、言わばリビングデッド化してしまう。その結果、ベンチャーキャピタルにおいても、収益が悪化し、更にベンチャー

投資が落ち込むという悪循環に陥っている状況が見られる。

- ▶ また、ベンチャー企業投資の Exit 戦略について日米を比較すると、日本では、IPO による Exit が 2005 年から 2010 年にかけて減ってきており、それを補う形で、会社経営者自身による買戻しが増えている。一方米国では、IPO は長らく落ち込んでいるが、その分を M&A が補う構図となっており、日米の対照的な姿が見てとれる。
- ▶ こういった状況で、こういった政策を打っていくべきかについて考えると、まず、ベンチャーキャピタルのパフォーマンスが上がらないため、ベンチャー投資が落ち込み、年金基金等の機関投資家とベンチャーファンドの間で、投資規模のミスマッチが生じている。また、パフォーマンス悪化により、機関投資家は、個別のベンチャーファンドへの投資リスクを直接引き受けることが難しくなっている。これにより、機関投資家の潤沢な資金がベンチャーファンドに流れない。そのため、個別のベンチャーファンドと、潤沢な資金を持つ機関投資家をつなぐ役割を果たすファンド・オブ・ファンズを立ち上げるための政策的な後押しができないかを検討している。出資に当たっては、ベンチャー企業に対する経営支援能力（ハンズオン能力）が高いベンチャーキャピタルを厳選する必要があると考えており、ベンチャーファンドへの出資におけるゲートキーパーとしての役割をファンド・オブ・ファンズに期待している。
- ▶ 19 ページでは、海外のベンチャー支援政策の一例について紹介している。やや古い例であるが、90 年代の前半のイスラエルにおいて、YOZMA という政府系ファンド・オブ・ファンズがあった。これは、国内外の機関投資家の資金をベンチャーキャピタルやベンチャー企業に流すための施策であり、具体的には、政府 100% 出資でファンド・オブ・ファンズを作り、国内外のベンチャーキャピタルと共同投資を行うことで、海外ベンチャーキャピタルのノウハウや海外ネットワークの国内ベンチャーキャピタルへの移転を促しながら、ベンチャー企業の支援を行った。YOZMA は、ベンチャー企業支援施策の大きな成功例としてよく挙げられる。韓国でも YOZMA を参考にした KVIC というファンド・オブ・ファンズがあり、一定の成果を挙げている。
- ▶ 20 ページでは、日本のベンチャー投資において種類株式の活用をいかに促していくかというテーマの研究会の報告書を最近取りまとめたため、それについて紹介している。米国のシリコンバレーでは一般的に利用されている種類株式は、日本においては税務上や会社法上の解釈が不明確であるため、その利用があまり進んでいないといった問題点が指摘されていた。そこで、税務上の取扱いにつき、普通株式と種類株式は別のものであり、価格体系も別のものとなる、言わば二物二価であることを税務当局に確認し、解釈を明確化した。また、会社法における種類株式の取扱いに関して、ベンチャー投資において特に重

要視される合併等対価の優先的な分配権の定款への掲載可否についても、当該報告書内で論じている。種類株式は、米国では10倍ルールと言われる等、普通株式よりも相当高い価格で発行される。それにより、経営者の持分をそれほど希薄させずに、効率的に資金調達ができる。また、ベンチャーキャピタルにとっても、合併等対価の優先的な分配権等、付与される優先的な権利内容により、投資リスクを一定程度抑えながら投資が行えるといったメリットがあり、非常に便利な投資ツールであるといえる。これをきっかけに、種類株式が日本のベンチャー投資に定着していくことを期待している。更に、事例が蓄積されて、その利用方法や、株式価値の算出方法等についての一定の相場観が構築され、ますます使いやすくなるのではないかと期待している。

▶ 21 ページでは、本懇談会に対する要望事項等をまとめた。グリーンシート銘柄制度は、未上場株式の流通制度を整備することで、リスクマネー供給を促進するとともに、ベンチャーキャピタルや他の投資家の換金場を提供するというコンセプトで平成9年に始まった。その後、新興市場の登場や上場基準の緩和等により、ベンチャー企業を取り巻く環境も、少しずつ整えられてきているが、未上場のベンチャー企業に対するリスクマネーの供給は未だ不十分であると言わざるを得ない。そのため、グリーンシート銘柄制度に当初求められていた機能や役割は、ますます重要性を増している。見直すべき点を見直すことで、グリーンシート銘柄制度が本来の役割を発揮していけるよう、前向きに議論を進めていただきたい。

- ここ数年、IPOの環境が悪くなっている。そういった中でグリーンシート銘柄の魅力を上げるため、様々な取組みを行っているが、一証券会社で実現できる対応は限定されているのが現実である。そこで、ベンチャー企業の株式についても、店頭取扱有価証券として証券会社が扱えるようになっていくことを踏まえ、可能であればグリーンシート銘柄に限らず、こうした株式を扱っている証券会社に対して、何らかの資金的・制度的なバックアップを検討していただきたい。現在、ほとんどの証券会社は、遠巻きにグリーンシート銘柄制度を眺めている状況であるが、何らかのバックアップがあれば、参入のきっかけになるのではないかと。

ベンチャー企業に直接資金が流れることも、もちろん重要であるが、それをExitする際には証券会社を取り扱うことになる。その際に、様々な投資家に出資を広げていくことは、証券会社の重要な役割である。入口である発行部分だけでなく、出口であるExit部分についても、何らかの施策を御検討いただけるとありがたい。

- グリーンシート銘柄や店頭取扱有価証券を扱う証券会社に対する支援策とは、具体的にどのようなものをイメージしているのか。

- ・ 現状、グリーンシート銘柄の流動性が高まらない点が特に気になっており、結果的にそれがグリーンシートの発展を妨げてきた側面があると考えている。そこで希望したいのは、PTSの整備である。昨年5月までは、グリーンシート銘柄の取引の多くは日本証券代行のPTSを利用していましたが、予算や実際の利用率の問題で、同社はPTSを廃止した。PTSがあることで、証券会社としてもグリーンシート銘柄を扱いやすくなっていたが、これが完全になくなってしまうと、電話やEメールで受けた注文を、直接証券会社の社員が突合し、約定させるという古めかしい相対売買の形式しか方法がない。これでは、通常の株式の仲介を行っている証券会社は特に、グリーンシート銘柄を取り扱えないだろう。そこで、PTSを整備するための資金的な支援や運営する組織を作してほしい。

かつてPTSを運営していた日本証券代行によると、コスト面が最大の問題であるという。同社は、PTSの整備により、グリーンシート銘柄制度が活性化し売買が増えれば、システム開発から行っても採算が取れるとPTS事業を始めたが、それが実らず、コスト負担に耐えられないため廃止したとのことである。

- ・ 先ほどのプレゼンテーションに出てきた様々なデータ等は、現場での実感と一致している印象である。例えば、エンジェル税制については利用者が見込めないと想像していたが、その通りの結果になってきた。ベンチャーキャピタルのファンドは、年限10年で組成されているケースが多く、延長されれば12年程度となるが、日本におけるベンチャーキャピタル産業の育成について考えるには、もう少し長めの15年タームで見ていく必要があると考える。最近15年間を振り返ってみると、データにある通り、非常に惨たんたる状況である。現場の感覚からすれば、日本国内におけるベンチャーキャピタル産業が、3分の1から5分の1ぐらいに縮小した印象である。しかし、残った3分の1から5分の1について、15年間で積み上げてきた経験には、非常に大きなものがあり、再スタートを切る条件が揃ってきたと考えている。

ベンチャー企業やベンチャーキャピタル関連の政策では、経営支援というコンセプトが頻出する。しかし、実際の経営には、様々なケースが無限にあり、対応しようと政策を細かく工夫したり、短期的に政策をどんどん変えたりすると、内容が複雑化してしまう。その結果、この15年間に積み上げてきた日本のベンチャー政策は、非常に複雑なものになっており、ベンチャー経営者側からすればどう利用すればよいのか、非常に分かりづらくなっている。例えば名称を見ても、「創造」、「新事業」、「進出」、「エンジェル」、「～支援」等、非常に多くのものがあり、更に、その1つ1つに細かな注釈や有効期限が設定されており、非常に複雑である。

ベンチャー政策は、「企業家感覚」のある内容とすることが重要であり、現在は、経営支援から、企業家感覚のある政策への転換が必要な時期に差し掛かっているのではないかと

経営支援のための政策は、事細かに分断され、時間の経過とともに複雑化し続けていく。しかし、「企業家感覚」としては、できる限りシンプルな制度がよく、シンプルなものでなければ実際には利用できない。例えばエンジェル税制については、複雑化ではなく、改廃によるシンプル化が必要ではないか。

ベンチャーキャピタルは、ファンドの形式ではあるが、その実態は企業経営そのものであり、ベンチャーキャピタリストとは、ベンチャーファンドを運用する金融業者ではなく、企業家感覚にあふれた資本を扱う者でなければならないと考える。総じて、ベンチャー政策を、複雑化の流れから、企業化感覚にあふれたシンプル化の方向に転換すべきであると考える。

- ・ アーリーステージのベンチャー支援の現場感覚を申し上げたい。2年ほど前には、このままでは日本のベンチャー企業は滅びてしまうのではないかと危惧しており、起業を増やすための活動を続けていたが、昨今、状況が非常に大きく変わってきた印象がある。例えば資金の出し手を見ても、いわゆるインキュベーターが増えてきた。ベンチャー企業にも様々な事業領域があり、バイオ系や機械関係には巨額の投資が必要になる場合もあるが、IT系の場合、技術革新の恩恵により、10年前には数十億円かけなければ実現できなかったようなことが、今では数百万円で可能となっているため、起業の敷居が非常に下がっている。例えば、グリーという現在の時価総額が数千億円にのぼる企業があるが、その元手は、創業者が独学で習得したプログラミングと、数十万円のサーバーだという。IT系の場合、インキュベーターが数百万円出資するだけで、製品のプロトタイプぐらいまでは実現できるようになっており、非常に活発な印象がある。

大学生向けにファイナンスの講演を行った際に、希望の就職先を聞いてみたところ、その場では、楽天やDeNAといったメガベンチャーが、銀行や大企業を押さえ、最も人気を集めていた。それに外資系投資銀行が続き、その次には、自ら起業したいという声が多かった。その講演を行った学部は起業家が非常に多く、そうした周囲の企業家を見て、起業に目が向いたのだろう。例えば、名門大学の工学部の大学院等で同様の調査をすると、起業した人が周囲にほとんどいないため、起業に目が向いてないという結果が返ってくるが、周囲に起業家が多い環境では、起業に目が向くようである。更に別の場において、少し質問の仕方を変え、まずは大企業に就職したいかを尋ね、その後、大企業に一度就職するが、将来的には起業したいかを尋ねてみたところ、前半の質問には6割程度、後半の質問には3割程度の者が「はい」と答えた。少なくとも、自分が大学生の頃は、周囲に起業を考えている者は一人も居らず、銀行や大企業ばかりに人気が集まっていた。最近の新卒・難関試験合格者の就職の厳しさや、大企業が一気に傾いた事例の裏返しかもしれないが、今の学生には非常に危機意識があり、自分たちで何かするという意識を持った者が増えて

いる印象である。そういった者は、まだ全体の比率としてはごく小さな割合かもしれないが、上場する企業の数を考えて見ても、いきなり何万人も起業家が増加する必要はない。メガベンチャーになるような会社が、1年に1社ぐらいずつ登場するだけでも、日本経済の雰囲気は大きく変わるだろう。ベンチャーへの投資額やIPO数などのデータで見ると、ベンチャー企業の世界は、この数年どんどん悪くなっているように見えるかも知れないが、ベンチャーに参入しようとする者が増えてきているという意味では非常によくっており、希望を感じている。

- ・ 税制を含めた様々な政策が、非常に複雑であるという指摘があった。我が国は世界最大級の政府債務を抱えていることから、税制上の恩典も補助金も、真に政策的な必要性があるかとの観点から、厳しい要件を附さざるを得ない。このような財政状況の下では、むしろ「カネ」を必要としない支援を工夫していくことも必要ではないか。

いずれにせよ、ベンチャー企業など成長分野へリスクマネーを供給する道を整備していく施策は最重要で、成長戦略にも明示的に記されている。また、先般、国家戦略会議でも、野田総理大臣から成長マネーの供給拡大をはかるべきである、とのコメントがある等、かなり政府内でも盛り上がった議論が行われている。もちろん、こうした波にうまく乗ることで、予算面や税制面の措置をより使いやすいものにすべく努力していきたいと考えている。

- ・ 先ほど、いわゆるリーンスタートアップと言う、あまり資金を必要としない起業が増えているという話があった。若者が起業に果敢に取り組んでいることに、個人的には相当期待している。

2. 関東ニュービジネス協議会 プレゼンテーション

関東ニュービジネス協議会 池田委員より、資料2に基づき、未上場企業の資金調達状況と、それを踏まえたグリーンシート銘柄制度、直接金融、証券会社への要望等について、以下のとおり説明が行われた後、質疑応答・意見交換が行われた。

【池田委員より説明・報告】

- 関東ニュービジネス協議会では、会員企業が2社グリーンシートに公開しており、また個人的に出資に携わった企業があり、グリーンシート銘柄制度の実態を相当把握している立場であると言える。結論から申し上げますと、グリーンシート銘柄が5,000銘柄程度指定されるようになることを希望しており、そのために実践してきたことについて、論理的というよりも体験的に説明させていただきたい。

- ▶ 歴史のある中小企業が事業変革やイノベーションといった方法で、社内新規事業の立ち上げを行う際に、グリーンシート銘柄制度を利用できないかと考え、創業 20 年、30 年といったある程度歴史ある企業をグリーンシート銘柄に登録したが、最終的には廃止や倒産となった経験がある。また、グリーンシート銘柄制度の利用について、某証券会社の一担当者に相談したところ、グリーンシート銘柄になった会社は、上場できなくなるのでやめるべきであると言われた経験もある。その理由は投資家の管理等の様々な問題により、本来排除すべき投資家が株主として入ってくる可能性があるためだという。
- ▶ 資料 2 に入りたい。関東ニュービジネス協議会の会員数は、個人を含めて約 450 であり、目的別、機能別に約 15 の委員会と約 10 の研究部会がある。会の性格上、会員企業の出入りは激しく、大きく成長した企業は経済同友会等に移ってしまうし、メリットを感じない企業は退会してしまう。それでも、全体的には活発な印象である。
- ▶ 現在は、全国の県単位で協議会を設立していくための活動をしている。地方経済には閉塞感があるが、もし地方経済がほとんど機能しなくなれば、若者が県外に出てしまい、ますます地方経済が傾き、日本経済が潰れてしまう。そこで、既存のビジネスの事業変革やイノベーションにより、雇用の場を増やし、地方を自立・回転させるよう努めている。先ほどのベンチャーに関する議論の中で、IT 系の一部に勢いがあるという意見があったが、日本には、製造業・サービス業を始め、数多くの業種があり、そのほとんどがひどい閉塞感に陥っているという現状をまず認識する必要がある。そして、このような現状に対して、グリーンシート銘柄制度は打開の可能性を秘めていると考えている。
- ▶ 資料 2 の 4 ページでは、未上場企業の資金調達状況について説明している。銀行、信用組合、信用金庫、日本政策金融公庫、信用保証協会等からの間接金融による資金調達が中心である。一方、直接金融については、個人のエンジェル投資家の株式投資とあるが、これは実際には親族や友人等の縁故出資がほとんどである。他には、会員企業の仲間内で出資を行うこともあるが、これも信頼関係に基づく出資である。関東ニュービジネス協議会では、エンジェル税制に基づいたファンドを作っているが、様々な条件による制約により、投資はそれほど大きくない。グリーンシート銘柄制度による資金調達を行った会員企業も 2 社あるが、予定額の 3 分の 1 から 4 分の 1 程度の資金しか集まらず、準備のための経費分程度しか調達できなかったという。
- ▶ 5 ページではグリーンシート銘柄制度の問題点と必要性について述べている。まず、グリーンシート銘柄制度による資金調達は、以前は一般投資家からの出資も多少あったが、現在は事実上縁故のみとなっており、制度を通さずに直接投資する場合と何ら変わらない。それから、維持経費の高さが挙げられる。3,000 万円の調達予定が 1,000 万円程度しか集

まらない等、調達額が低いにも関わらず、公開時に約1,000万円、公開後も、監査人への報酬等を考えると年間1,000万円弱のコストが必要になり、全く調達額に見合わない。言わば金利100%の資金調達のような状況である。また、知名度及びブランド価値が低い。先ほどのグリーンシート銘柄になればIPOが難しくなるという話にも現れているが、ブランド力どころか、社会的な認知度、信用度が低いとさえ言える。更に、税制との不連動性も挙げられる。相続税や贈与税の計算における時価評価において、取引価格がほとんどの場合時価と見なされないため、税制上のメリットも特にない。株式の流通についても、成長性が見られるごく一部の銘柄を除き、売買が成立すること自体が皆無に近い。

- ▶ こうした点の対策として、5つほど提案したい。①グリーンシート銘柄への投資にインセンティブを与えるため、税制面の優遇を与えること。②グリーンシート銘柄企業を増やすため、グリーンシート公開時や維持に関する費用について、補助金や助成金を手当てすること。③日本証券業協会や監査法人が、グリーンシート銘柄の信頼性をアピールする広報活動を行うこと。現在、公認会計士に仕事がなく、大リストラが起きている。もし、グリーンシート銘柄が5,000銘柄になれば、その全てに監査の仕事が増えるため、多数の会計士の職業救済になるだろう。会計監査を受けている中小企業やベンチャー企業はまだ少ないので、監査コストさえ廉価にできれば、極めて前向きな救済事業になるのではないかと。④株価評価の正当性を裏付ける制度の構築については、純資産ベースとなると思うが、いずれにしても、もう少し具体性がほしい。最後に、⑤グリーンシート銘柄を取扱う証券会社の増加を図るであるが、グリーンシート銘柄を5,000銘柄にするという大命題の下、大手証券会社全てに窓口を置いていただければと思う。大手証券会社からすれば、少々の補助金が得られたとしてもほとんどメリットはないかもしれないが、未来投資のような意味合いで、業界を挙げて前向きに取り組めば、後押しとなるのではないかと。
- ▶ 6ページにある直接金融や証券会社に期待する機能・要望等に関しては、まず、エンジェル税制の使い勝手をよくするため、グリーンシート銘柄に投資した場合の制度の拡張を提案したい。具体的には、優遇枠の拡大と法人への適用、すなわちエンジェル投資の寄付金扱いである。法人への適用（法人枠の創設）は、補助金等の負担が発生しないうえに、大きな効果が上がるのではないかと。例えば、エンジェル税制の認定制等を設定し、認定された企業がエンジェル投資を行った場合には、その投資額を経費として認めるような仕組みが考えられる。
- ▶ また、グリーンシート銘柄専用ファンドの創設についても提案したい。関東ニュービジネス協議会のエンジェルファンドのようなイメージで、各証券会社で1～2億円のグリーンシート銘柄専用ファンドを作れば、活性化につながるのではないかと。その代わりとして、

5,000社以上のベンチャー企業や中小企業のグリーンシート銘柄制度の参画と、当該企業の株が流通する仕組みを作ること为目标に掲げてはどうか。

- ・ 中小企業、ベンチャー企業等、どのような区分であっても、投資対象となるような企業を新たに5,000社出す気概で努力すべきであるという点については、同感である。しかしながら、グリーンシート銘柄となる必然性はあるのか。東証マザーズや大証ジャスダックといった新興市場の上場会社が5,000社増えればよいのではないか。

証券取引所が上場基準をどんどん引き下げることで門戸を広げる一方で、グリーンシート銘柄制度については、全く別物の青空市場とすることがあるべき姿であると考えていた。しかし、グリーンシート銘柄の発行会社に適時開示を強制（インサイダー取引規制の適用）するといった制度改正により、指定の敷居を上げてしまったため、比較的流動性のあったリージョナルを廃止に追い込み、残ったグリーンシート銘柄も立ち往生してしまっている。グリーンシート銘柄になるとIPOが難しくなるというのは、証券会社の偏見であるという意見もあるが、現実問題として、どういった投資家がグリーンシート銘柄を買っているか不明確な以上、反社会勢力の排除等の観点で、グリーンシート銘柄としてある程度流通した企業のIPOは難しいだろう。

このように、現在のグリーンシート銘柄制度は、ベンチャー企業の成長を阻害してしまっているのではないかと考えている。

- ・ ベンチャー企業の支援の一環で、新興市場の上場に携わると、ベンチャー企業にはとても耐えられないほど、会社の整備に様々なコストが必要となることが実感できる。上場で得た資金を用いた成長により、コストを吸収できればよいが、もし赤字に転落すれば、金融機関から見放されてしまう現状を考えると、証券取引所の上場企業が増えるよう目指すだけでなく、別の資金調達手段がほしいところである。

また、青空銘柄、ベンチャー企業、中小企業への投資は、一定程度の緊張感を持って行ってほしいと考えている。市場に出ていないベンチャー企業や中小企業の育成に携わっていると、突然の業績悪化や不正の発覚に直面することがあるが、投資家がこれらを事前に見抜くのは非常に難しい。会計監査が入れば必ず見抜けるというわけではないが、少なくともけん制効果は期待できるだろう。グリーンシート銘柄への投資は、ベンチャー投資と言うよりも、縁故のエンジェル投資に近い。そういうステージの売買等が行われる場は必要ではないか。

- ・ 現在の東証マザーズの改革は、マザーズ市場が初めてでき上がった際のルールを確認しているだけにすぎないと考えている。取引所が自主的にマザーズのルールを変質してきた

結果、現在のような市場になったのだが、今後、統廃合が進み巨大化している世界の証券市場と真っ向から競争していくことを考えると、やはり自身も巨大な勢力にならざるを得ない。それを踏まえると、マザーズが当初目指したような、規模は非常に小さいが、株主全員で協力したいという会社を応援する市場にはなり得ないのではないか。上場準備のために監査法人や証券会社を選ぶ際には、上場案件そのものが非常に減少しているため、専門性は失われており、どうしても大手に頼らざるを得ない。そうした場合には、価格交渉はほとんど不可能であり、規模の小さな会社では負担しきれないコストとなるだろう。例えば最近、5万円から10万円の単位で個人からの出資を集める某匿名組合に、ニーズが集まっているが、この会社を支援したいという個人のニーズについては、別の場所で吸収していく必要があると考える。

ところで、ある程度歴史のある企業や、中小企業、ベンチャー企業が事業変革を考える際には、相続や事業承継が深刻な問題となっている。もしグリーンシート銘柄制度がこれらの問題について何ら助けとならないのであれば、そもそも存在する意味がないのではないか。取引が多くなれば、取引価格が時価として評価される可能性があることを考えると、いかに流動性を高めていくかを考える必要があるのではないか。

それから、改革を考えるに当たっては、税制と一体的な動きにする必要があるだろう。お金を有効活用することへの意識はますます高まっているため、税制との連動については、グリーンシート銘柄制度について考えるに当たり、避けては通れない問題だろう。

また、ベンチャーキャピタルのような高い専門性を有する会社が調査・確認を行っている以上、会計監査等に係る報酬額については、もっと抑制できるのではないか。第三者から資金を得る以上、粉飾や反社会的勢力との関与はあってはならないが、企業規模の考慮や、データベースの整備等のインフラの整備により、発行体のコストを抑えられるのではないかと考える。いずれにしろ、スムーズな運用のため、ネットに対応できる仕組みの整備が必要だろう。また、海外展開を考えると、たとえ中小企業やベンチャー企業であっても、会計監査を受けることは不可欠である。こういった内容を考慮・周知しつつ、最終的には、税との一体的な連動性を考えて制度設計していくことが必要なのではないか。

- ・ 先ほど、IT分野でのリーンスタートアップに関する意見があったが、地域の住民が自分の地域の企業に出資して支援できる仕組みを作っていくことを考えると、どうしても東証マザーズ等の新興市場の規制の厳格化に直面する。リーンスタートアップのような流れを、日本でもっと盛り上げていく必要性を考えると、グリーンシート銘柄制度をそのために活用するという考えられなくはないだろう。また、相続税への対応等、税制面でのメリットの付与も考慮すべきだろう。

- ・ベンチャー政策について、制度をシンプルで、分かりやすいものにすべきであるという意見があったが、グリーンシート銘柄制度についても同様のことが言えるのではないか。一般投資家の立場からでは、なぜグリーンシート銘柄制度が必要であるのか、そもそもの制度の必要性が理解できないだろう。先ほどの意見のように、グリーンシート銘柄は、縁故による調達がほとんどであり、一般投資家はほとんど参加していないということであれば尚更である。制度の抜本的な必要性から検討していくことで、分かりやすく、安心して投資できる市場にしていってはどうか。

※ なお、次回会合は、平成 23 年 12 月 22 日（木）に開催予定である旨、説明が行われた。

以 上