

第3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 22 日 (木) 午前 9 時 45 分～11 時 30 分
場 所	日本証券業協会 第 7 会議室
出 席 者	秦座長ほか各委員
議 案	1. 安達委員 (日本ベンチャーキャピタル協会 会長) プレゼンテーション 2. 片岡委員 (みどり証券 取締役投資銀行部長) プレゼンテーション 3. 意見交換
配付資料	資料 1 「第3回グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会 プレゼンテーション資料 (日本ベンチャーキャピタル協会)」 資料 2 「グリーンシート銘柄制度への取り組みについて」

【議事概要】

1. 安達委員 (日本ベンチャーキャピタル協会 会長) プレゼンテーション

日本ベンチャーキャピタル協会 安達委員より、資料 1 に基づき、最近のベンチャーキャピタル業界の動向と、それを踏まえたグリーンシート銘柄制度や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。

【安達委員より説明・報告】

- 資料 1 に沿って進めたい。日本ベンチャーキャピタル協会は、1999年の東証マザーズの誕生等によるベンチャーキャピタル (以下「VC」という。) への期待感の高まりから、2002年に発足した。VC業界のステータスやポジションをアピールしていくことを主な活動内容としており、VC各社の活動や意見を統合し、それを様々な方面に発信している。本格的なVCの活動が日本で始まったのは有責法が施行された1998年以降であると考えているが、ここ数年間は、業界全体が縮小傾向にある。現在の最優先課題は、VCの投資先であるベンチャー企業やファンドの出資者である機関投資家との信頼関係の再構築であり、それを進めている。
- ファンドに対する規制は世界各国で行われているため、VCの意義・必要性について一貫して各国政府に働きかけていく必要があると認識しており、ここ数年間グローバルな活動にも取り組んでいる。具体的には、アジア 6 カ国とのVCフォーラムを昨年から開催しており、来年以降も継続していく予定である。また、「Global VC Congress」というVCの国際会議が、昨年より米国のVC協会の提唱で始まった。VCビジネスは、一国の閉じ

た世界では完結しない様相となっており、投資先のベンチャー企業がグローバルに活動展開することも、VCそのものがグローバルに資金調達をすることも当然あり得るため、グローバル展開の必要性について、言及されている。

- ▶ CVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）とは事業会社系のVCという意味であり、日本では20年程度の歴史がある。大手メーカーを中心に、新しい商材や技術を求めるための社内の開発部隊のような位置付けであり、これらと既存のVCとの連携を強化しているところである。米国のベンチャー企業は、既存の大企業に助けられて実績を挙げているが、日本の場合、言わば大企業がベンチャー企業の足を引っ張っているような状況にあり、外部のベンチャー企業の技術を積極的に導入する機運は高まっていない。これがネックとなって、IPOやM&Aが成立しない現状を打破するため、CVCとの連携強化等の対策を進めている。
- ▶ 4ページの年間投融資額とファンド組成金額の推移についてであるが、どちらも2006年、2007年をピークに、縮小傾向にある。年間投融資額は、転換社債等を含めた数字であり、2009年を底に2010年には上向いているが、それでもピーク時の3分の1強という非常に厳しい数字である。なお、米国のベンチャー企業への年間投資額は日本の約25倍あり、ストックに相当する累計投資残高についても、米国の約30兆円に対して、日本は9,000億円程度となっており、30倍以上の開きがある。日米のGDP比は約1対3であるが、VC業界に関しては更にその10倍程度の開きがある。一方、年間のファンド組成金額は、2009年、2010年と2年連続で500億円に満たない非常に低調な数字で推移している。ファンドを組成して、次の投資を展開するスキームであるため、近い将来の投資額を占う重要な数字であるが、このような状況である。
- ▶ 5ページでは、VC業界の問題点について9点挙げている。①リスクマネーの枯渇であるが、2008年のリーマン・ショック以降、機関投資家はVCファンドへの投資に非常に消極的になっている。また、ビジョンを持った優秀な起業家は出てきているものの、②有能な人材の流動性が非常に低く、もう少し流動性を高くしたいと非常に強く思っている。③新興市場の不振であるが、平成23年度の新興市場におけるIPO社数は、12月22日時点で27～28社と記憶している。最近数年間は、20社弱で推移していたことを踏まえるとやや改善しているが、それでもピーク時の年間160～170社と比較すると、非常に低迷している。④ベンチャー企業と取引しない大企業についてであるが、大企業は前例主義・実績主義であり、更に、東証1部上場企業との取引しか実績と考えていない印象を受けるため、ベンチャービジネスの厳しさの大きな要因となっている。⑤圧倒的に少ないエンジェルについてであるが、米国のシリコンバレーでは、おそらく日本の数百倍のエンジェル投資家が存

在しているのではないか。更に、シリコンバレーでは、成功した起業家達が、個人資金を使ってメンター（アドバイザー）として次の世代の起業家を育成しており、この点でも日本とは大きな違いがある。⑥ファンド規制強化は、世界全体の流れとなっている。現時点の欧米では、基本的にファンド全てについて規制強化する流れとなっているが、全米VC協会の活動が実を結び、昨年、米国で成立したドッド・フランク法（金融改革法）の対象から、VCファンドは除外された。⑦大企業の自前主義であるが、日本の大企業は基本的にR&D（研究開発）を自社で行う姿勢をとっている。これに対してシリコンバレーでは、オープン・イノベーション（自社技術に他社の技術やアイデアを組み合わせる）が非常に進行している。⑧会社法の見直しについてであるが、社外取締役の義務化等、規制強化の方向に向かっている。会社法は、資産1兆円超の大企業と資産が10億円程度のベンチャー企業が、ほとんど同じように適用される基本法であるが、成長段階に応じた規律が必要ではないかと訴えている。最後に、⑨資本市場はまだ未熟であり、なかなかベンチャー投資に目を向けてもらえないことで苦しんでいる状況にある。しかしながら、各種実績を見ても、回復に向かいつつあることを実感している。

- ▶ 6ページであるが、IPO総数自体はまだ少ないが、目を引く上場の成功事例もいくつか出てきたため、アピールしていきたいと考えている。また、最近ソーシャル・メディア系を代表に、少額資本で起業できる環境が整ってきたことに伴い、新しい起業家が増え、日米共に少額のインキュベーション・ファンドが伸びているのが最近の傾向である。「CVCとの協業活性化」であるが、リーマン・ショックやグローバル化の進展による日本の製造業の空洞化により、外部の技術を積極的に導入しようとする流れが生じてきた。今後、M&Aが増えてくれば、更に望ましいと考えている。「ベンチャー業界のグローバル化」についてであるが、日本市場だけでは成長は難しいことや、アジアの新興国で中間所得層が一気に増えていることから、アジア市場を中心に海外展開を積極的に進めるベンチャー企業が非常に増えており、積極的にそれを支援している。また、最初から海外で起業する事例も増えているため、ベンチャー業界でも、短期的には日本市場の空洞化が進む恐れがあるが、中長期的には、グローバルで大きくなった企業が日本に戻ってくると考えている。
- ▶ 7ページの「【VC出資のKSFと社会的意義】(I)」についてであるが、個人的には「技術力」の優先順位は、一番下であると考えている。技術力やサービス内容は差別化要素につながるため重要であるが、やはり経営者がリーダーシップと相手や顧客の話を聴く力を持っているかどうかが最重要であると考えている。続いて、仮説と検証を繰り返して、市場の変化に対応していく「変化対応力」は、グローバル対応とも関係しており、非常に重要であると言える。更に、社会的意義の観点から、コンプライアンスの徹底も非常に重要であ

る。VCは、こうした点を判断材料として投資を行っている。

- 米国の商工会議所（ACCJ）の資料によると、1996年以前に設立した企業、すなわち2006年時点で創業10年以上の企業は、310万人分雇用を喪失したという。一方、1996年～2006年の間に新規に設立した企業は、5年間で121万人の雇用を生んだという。新産業・雇用創出におけるベンチャー企業の重要性がよくわかる。
- 8ページの「【VC出資のKSFと社会的意義】（Ⅱ）」はVC業界全体の意見ではないが、日本は資源を有していないため、テクノロジーと人材で新しいビジネスモデルを構築していく必要があると考える。環境エネルギー問題は、世界中で取り沙汰されており、「グリーンテクノロジー」が成長分野であることは疑いない。一方、少子高齢化は、世界中で日本が最も深刻に直面している大きな課題であり、これに対応するため、バイオ／ヘルスケア産業の重要性が増すだろう。また、IT等の様々な技術による第一次産業（農業／水産業／林業）の再生を、VCとしても応援したいと考えている。最近10～20年の日本経済や貿易を牽引してきたのは、自動車産業であることは間違いないが、それも転換点に差し掛かっている。日本の国力を高めるためにも、自動車産業の次の大黒柱の役割を担う製造業が必要であると考えます。
- 9ページでは、グリーンシート銘柄制度に係る問題点を列挙した。まず、グリーンシート銘柄制度単体について考えるのではなく、新興市場全体のあり方について整理し、その中でのグリーンシートの位置付けについて議論すべきであると考えます。残念ながら、ほとんどの機関投資家は、新興市場の銘柄に関心を持っておらず、IPOの事例があっても投資していないのが現状である。そのため、個人投資家が上場初日に少々取引するものの、どんどん取引が減少していくというのがIPOの実態である。まずは新興市場全体のあり方をきちんと整理した上で、どうすれば機関投資家の投資対象となるか、そのためには何をすればよいかに注意しながら、グリーンシート銘柄制度の位置付けを考えていくべきではないか。東京と大阪の両証券取引所の統合を一つの機会として、検討する価値が十分にあるテーマであると考えます。
- 新興市場はハイリスク・ハイリターンであり、多産多死な市場であると考えます。東京証券取引所の東証マザーズ活性化案でも、かなりメリハリの利いた市場の出口の方針が明確に示されているが、ハイリスク・ハイリターンである以上、やむを得ないだろう。新興市場の全ての上場企業が本則市場に移るわけではなく、退出せざるを得ない企業も当然あり得るので、ルールを明確にさせる必要がある。その上で、グリーンシート銘柄制度の機能・役割をもう一度考える必要があるのではないかと。

- ▶ VCは、グリーンシート銘柄制度に対して、非常に関心が薄く、ベンチャー企業のイグジットや次のステップの選択肢として同制度の活用を考えたことはほとんどない。グリーンシート銘柄のようなスモールキャップの振興を目指すのであれば、税制面や金銭面等で強力なインセンティブを与える制度により、投資者のモチベーションを高める必要があるのではないか。
- VCは、グリーンシート銘柄制度をベンチャー企業のイグジットの手段として考えていないのが現状であるとのことであるが、特に問題ないのではないかと。有望なベンチャー企業が続々と登場し、成長していくことで、日本経済が発展していくことが大きな目標であるが、それを目指すプロセスで、グリーンシート銘柄制度が何か画期的な役割を果たす必要はないのではないかと。大きな目標を達成するためには、グリーンシート銘柄制度が様々な意味で変わる必要があるのか、他の手段でも達成できるのか、どうお考えだろうか。
 - 基本的には同感であるが、グリーンシート銘柄制度から次のステップへのつながりについて、もう少し明確に打ち出せるのであれば、一定の効果があるのではないかと。グリーンシート銘柄制度に米国のピンクシートに匹敵する規模感があり、次のステップへのつながりが明確であれば、VCとしてもベンチャー企業の成長段階に応じた活用が検討できるが、現状ではあまりにも実績がない。
 - 米国において、ピンクシートでの資金調達、ナスダック等での新規公開の前提になっているという事実は全くない。現在は、様々な事情によりナスダックの公開件数が昔と比べて減っているが、いわゆる成長型ベンチャー企業は、直接ナスダックでの上場を目指すのが、昔から一貫した王道となっている。ピンクシートには、確かに非常に多くの銘柄数があるが、ベンチャー市場と捉えられるのかについては疑問が残るところである。
 - ベンチャー振興は、IPOの件数を増やすことと同義に語られることが多い。しかし昨年、米国の市場において過去1年間に公開した企業約180社をピックアップしてみたところ、日本の一般の人が米国のベンチャーとしてイメージしがちな「時価総額の大きなテック系のベンチャー」は非常に少なかった。そのほとんどは、ファンド（リミテッド・パートナーシップ）や、中国・ロシアの企業、不動産やホテルなどの非テクノロジー系の企業であり、「米国の企業で、かつ時価総額500億円以上の企業」という条件を満たすものは、リンクトインというSNS系の会社1社だけであった。（その調査の後、ネットでクーポンを販売するグルーポンも上場した。）米国でも、革新的なイノベーションを起こす新興企業が次から次へと上場しているわけではない。

イグジットに関しても、前回のプレゼンテーションによると、IPOばかりの状態から

M&Aがほぼ100%の状態に移るのに約30年間という時間を要している。これは、「ベンチャー企業の買収は、ベンチャー企業が増えることによってこそ発生する」からではないか。ベンチャー企業は急成長の過程で生じた隙をM&Aによって補う必要が発生するし、ベンチャー企業が引き起こすイノベーションによって変革を迫られた既存企業もM&Aが必要になる。しかし、日米の事例を見ても、変化の無い業界にいる既存企業がベンチャーをM&Aするといった事例はほとんど見かけない。いくら投資家側の都合でM&Aでのイグジットが必要であろうが、企業は必要性の無いものは購入しない。様々な意味でベンチャー企業を増やし成長させること自体が解決策になるのではないかと考える。

- ベンチャー企業のイグジットとして、M&Aが増え、その分IPOが減っているのは、SOX法の影響が出ていることも大きな理由として挙げられるだろう。IPOの件数自体も、2002年頃から大幅に減少しているが、これは上場のコスト面の負担が重くなった影響も大きいだろう。また、資金力をつけたベンチャー企業が他のベンチャー企業を買収していることも、十分に考えられるだろう。いずれにしろ、VCの資金回収の場がないというのは大きな問題だろう。

- 上場企業がM&Aを行いにくくなっている大きな原因は、開示制度の厳格化にもあるのではないか。日本の証券市場は、最近の10～15年の間に、「タイムリー・ディスクロージャー」を不必要に厳しく解釈し、数多くの開示規制の強化を行ってきた印象である。一方、米国のタイムリー・ディスクロージャーは、急いで開示すべき内容と、開示なくてよい内容の範囲をきちんと決めている印象である。例えば、買収の経過や結果等について、包み隠さず会計上の数値に落として速やかに開示しなければ上場企業としての責務を果たせないというのは、やや厳しすぎるのではないか。こうした日本の上場企業を取り巻く環境が、M&Aが難しい、できない状況を作り出していったのではないか。

グリーンシート銘柄制度にも同様のことが言えるのではないか。ベンチャー企業を育てるには、「企業家感覚」のある施策が重要であると前回指摘したが、ベンチャー支援制度の強化の一環のような感覚で、タイムリー・ディスクロージャー等の様々な制度を整備していた結果、行き過ぎた規制となり、更にそれを上場企業が過剰適用したため、その弊害が波及しているのではないか。現在のグリーンシート銘柄市場は、ディスクロージャーの義務付けや証券会社による気配の公表等、非常に高コストな体質となっている。それよりも、規制が緩く、自由度が高いが、ある程度のリスクを承知して投資する必要がある市場を目指すべきではないか。

- 規制を厳しくすると、使い勝手が悪くなる。しかし、規制を緩くすると、別の弊害が生じてくる。どこでバランスを取るのか、非常に難しいだろう。そのためには、グリーンシート銘柄制度をどういう形で、どのように位置付けるのかをまず考える必要がある。

- ・ グリーンシート銘柄制度の活用を考える上で、ベンチャー側が最も懸念するのは、反社会的勢力（以下「反社」という。）が株主として入ってくる危険性と、その場合でも証券取引所に上場できるのかという点だろう。グリーンシート銘柄の取引に限らず、証券会社は、取引相手の顧客が反社でないことを確認していると思われるが、その後、顧客が第三者に有価証券を譲渡することについては、特に法律等で禁止されていないはずである。グリーンシート銘柄は、日本証券代行の取扱いとなっているようであるが、名義書換請求があれば、当然名義書換えが行われるだろう。そのため、反社がグリーンシート銘柄を手に入れる可能性は、十分に考えられるだろう。こういった場合でも、未公開の段階での出来事であるため、証券取引所への上場の妨げとはならないというのであれば、デメリットにはならないが、上場に差し支えるということであれば、グリーンシート銘柄制度を活用しようとするベンチャー企業経営者はいないだろう。
- ・ 東京証券取引所の上場審査においては、その企業がグリーンシート銘柄であったかといった点で、審査内容や結果に差が生じることはない。反社との関与については、会社の経営活動や意思決定への関与の重要性で判断しており、例えば株主に1人反社が含まれているという事実のみをもって上場不可とはしていない。一部にそういった誤解もあるようであるが、実態に応じて実質的に審査・判断していることをご理解いただきたい。
- ・ 納得感のある考え方である。例えば資本政策として安定株主をきちんと抑えることで、反社が株主となる可能性を最小限に食い止める等、企業側でできることはあるだろう。逆に、安定株主比率が低く、多くの株が流通しているような企業は、反社が大株主となる可能性を有している。そういった企業の上場は難しくなるか、またはそれをネタに反社から不正な要求をされる危険性があるのではないか。
- ・ グリーンシート銘柄の取引をする顧客（投資家）が反社でないかのチェックももちろん行っているが、それ以前に、グリーンシート銘柄への登録を希望する企業があれば、現在の経営陣、その親族、株主、重要な取引先等が反社と関与していないか、調べられる範囲できちんと調査をした上で、本格的な手続きに入っている。また、公募増資の準備を進める際に、当社に口座を開設する必要があるが、同開設前に厳重な審査を行っている。そのため、反社が公募増資に参加する可能性はほとんどないと言える。

また、グリーンシート銘柄の取引を行うには、基本的にはいずれかの証券会社に口座を開設している必要があるが、どの証券会社も反社に関するチェックを行っている。グリーンシート銘柄には譲渡制限が付されていないため、証券会社を通じなくとも譲渡は可能であるが、株券自体は全て日本証券代行に預け入れられているため、名義書換えのためには同社に対して、名義書換請求を行う必要がある。その段階で、同社においても反社に関するチェックが行われる。名義書換がきちんと行われないう限り、株主としての権利を主張で

きないことを考えると、グリーンシート銘柄についても、上場銘柄と同様に、反社が株主として入り込む余地は、非常に限られていると言える。これまでの事例においても、上場において反社との関与が問題になったケースは存じ上げない。

- ・ 本来、グリーンシート銘柄制度は、未上場企業の株式を取り扱うために整備されている。新興市場を含めて、上場株式と未上場株式とでは、制度面の違いがあつて当然であるし、むしろお互いに差別化を図るべきであると考えている。

ある企業が上場を目指す過程では、グリーンシート銘柄企業を含む未上場企業では対応していないような様々な事項を要請しており、そのような対応が完了したうえで上場を実現している。最近の新規上場社数は回復の傾向は見えるものの低迷しており、上場しても十分な流動性が伴わないケースも少なくない、というのがマーケットの現状であり、市場関係者により様々な活性化策が打ち出されているところである。グリーンシート銘柄制度の活性化として、流動性の向上、銘柄数の増加といったことを目指していると考えているが、未上場企業を投資対象とする投資家が、どの程度存在しているのかを踏まえながら論点を置くべきではないか。

2. 片岡委員（みどり証券 取締役投資銀行部長） プレゼンテーション

みどり証券 片岡委員より、資料2に基づき、グリーンシート銘柄企業の各種財務情報等と制度への意見、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。

【片岡委員より説明・報告】

- ▶ 当社は、ベンチャー企業や中小企業向けの財務コンサルティングを中心に行うコンサルティング会社を前身としている。ベンチャー企業が、資金調達を原因として、成長の壁にぶつかる局面を何度も目の当たりにしてきたため、ベンチャー企業の資金調達を多様化し、更に成長していく手助けをしていくことを当社の経営理念としている。平成8年には、まだグリーンシート銘柄制度が無かったため、企業が自主的にインターネット上で開示を行うことで資金の出し手を募る、米国の私設流通市場のような仕組みを始めた。当該システムを運営している間に、日本証券業協会がグリーンシート銘柄制度が始まったため、それを本格的に扱う証券会社に転身し、現在に至る。グリーンシート銘柄制度を活用して、ベンチャー企業や中小企業の資金調達を支援することを事業の中心としている。
- ▶ 資料2の5ページは、当社が代表取扱い会員となったグリーンシート銘柄数の推移である。平成17年をピークに、現在まで右肩下りの推移となっているが、逆に平成10年のスタ

ート時から平成 15 年頃までは急激に伸びている。基本的には、IPO の状況に連動する傾向にあり、急激に伸びていた時期は、いわゆる IT バブルの時期であり、上場予備軍がグリーンシート銘柄制度に入ってきていたのだと考えている。その後の様々な事件により、証券市場、特に新興市場の投資家離れにより、グリーンシート銘柄の新規登録も減っていったことが示されている。

- ▶ 6 ページは、当社が取扱いをした公募増資による資金調達額の推移である。ピークは平成 16 年であり、銘柄数とは 1 年ずれているが、概ね連動している。ピーク時には、1 社当たり 1 億円を超える資金調達ができており、非常に活況であったが、その後、急激に落ち込んでいった。
- ▶ 7 ページは、グリーンシート銘柄企業の売上高、経常損益、時価総額、公募増資による資金調達額に関するグラフであり、4 ページの表と併せて御覧いただきたい。経常損益については、赤字の会社が約 4 分の 1 あり、景気全体の落ち込みの影響を受けていると言える。時価総額についても、グリーンシート市場の株価が低迷しているため、3 億円未満の会社が非常に多くなっており、グリーンシート銘柄企業からも不満の声が上がっている。しかしながら、そもそも売買がほとんど行われていないため、適正な水準であるのか、判断が難しいところである。公募増資による資金調達額は、1 億円未満の調達額の会社が約 9 割を占めているが、これは 1 億円未満の公募増資であれば、有価証券届出書の提出が必要ないためである。
- ▶ 9 ページでは、当社が支援してきたグリーンシート銘柄企業の特徴についてまとめている。当社は、企業の成長を応援する長期安定株主を集めることに主眼を置いてきた。これは、グリーンシート銘柄制度は、短期売買目的で存在しているわけではなく、長期安定株主として、事業に資金を供給するために存在していると考えているためである。そのため、発行企業の顧客、取引先、提携先、役員社員、経営者の知人・友人等の縁故に近い者による募集を進めてきた。これによって、言わばエンジェルに近い投資家層を拡大してきたと考えている。また、グリーンシート銘柄企業の関係者である法人・個人に出資を仰ぐことで、単なる資本戦略だけではなく、事業戦略も視野に入れた支援を期待でき、より成長を促進できるのではないかと考え、このような方針を取ってきた。
- ▶ また、非常に規模の小さい企業の支援のため、外部専門家の専門能力の活用についても取り組んできた。特に情報開示の態勢が不十分な企業が多いため、公認会計士・税理士等の外部の会計専門家と契約し、ディスクロージャーを担保する体制を整えてきた。しかしながら、最近では、自社で開示資料を作成するグリーンシート銘柄企業が増えている。

- ▶ 10 ページは、当社のグリーンシート銘柄の審査基準である。形式基準と実質基準の二つに大きく分かれており、実質基準は、独自の審査の規定として設けているものである。まず①事業の社会性についての審査であるが、社会に有用な事業として、その事業の成長に社会的な価値が見出されること、株主、役員及び取引先などの関係者が、反社会的な組織又は活動にかかわっていないこと等について確認している。②事業の成長性についての審査では、マーケットの規模、成長性、マーケット内の競争優位性とそれを支える企業内部又は外部の経営資源などによって、事業が成長できると認められること。合理的なシナリオとしての事業計画が策定され、成長の意思が明確であるとともに、ビジネスモデルとして収益性が認められることといった点について確認している。③リスクについての審査については、創業当時から審査の中心としてきた。上場会社の場合、上場申請の前段階で、細部にわたる審査を証券会社が行い、万全な形にしてから上場している。しかし、グリーンシート銘柄制度は、その水準に至らない企業であっても、参加し、資金調達できる制度であると考えてきた。その際に重要であるのは、リスクの程度をきちんと投資家に示すことで、投資判断に十分な材料を与えることであると考えている。そのためのポイントとして5点挙げている。
- ▶ 12 ページでは、グリーンシート銘柄制度の今後について考えていることを羅列した。まず、グリーンシート銘柄制度は必要な制度であると考えている。グリーンシート銘柄制度がスタートしてから、延べ209社が登録しているが、これは、東証マザーズや旧大証ヘラクレスの同期間における延べ新規上場会社数と同程度の水準である。また、グリーンシート銘柄として当社が取扱った企業の募集総額は、約98億円あり、1社当たりでも7,000万円弱となる。企業規模や成長ステージを踏まえて考えると、決して小さい金額ではないと考えている。更に、現在のグリーンシート銘柄の株主総数は約1万人であり、制度開始時からの述べ人数で見れば、この数倍の数の投資家が、実際にグリーンシート銘柄に投資した経験があると考えられる。このように、ごく少数の証券会社のみが取扱っているわりには、一定程度利用されてきた実績があり、ニーズが存在しないとは考えにくい。今後、グリーンシート銘柄制度のあり方について議論するに当たっては、制度の廃止よりも、使い勝手の向上を念頭に置いていただきたい。
- ▶ 改善を要する点としてはまず、①流動性の問題がある。そもそも流動性が必要なのか、悩ましいところであるが、もし流動性が必要ということであれば、PTSの整備や証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の保管振替制度の利用等が有効だろう。
- ▶ ②新興市場との明確な差別化についても必要だろう。グリーンシート銘柄企業は、上場企業でも、非公開企業でもない、曖昧な位置付けとなっている。規制が緩く、自由度が高

いが、ある程度リスクを承知して投資する必要がある市場を目指してはどうかという意見があったが、そういった考え方もあるだろう。③エンジェル税制については、もっと使い勝手の良い制度に変更していただけるとありがたい。④相続税における取扱いについては、グリーンシート銘柄には株価があり、売買もできることを踏まえ、もう少し明確な位置付けとしていただきたいと思っている。

- ・ グリーンシート銘柄制度の存在意義はどこにあるのか。新興市場との関係や位置付けをどのように考えるか。また、流動性が非常に低いという問題を考えるに当たって、どのような投資家をターゲットとして想定するのかという論点もあるだろう。こういった点について、総合的に議論を深めていきたいと考えている。
- ・ グリーンシート銘柄についても、ほふりの保管振替制度の対象とした方が好ましいのではないかという点については異論ないが、何か制度的な制約によって実現できないのか。
- ・ 制度的な制約ではないと理解している。
- ・ グリーンシート銘柄制度の運営において、PTSの導入が必須であるならば、必要とする個社で独自に設計・導入すればよい。また、ほふりの取扱いとすることが好ましいのであれば、独自にほふりと交渉すればよいし、ほふりが経営判断として取扱いを拒否するのであれば、取扱いを強制するのはやや理不尽だろう。

また、資料2の12ページにある新興市場との差別化についても、具体的に何を要望しているのか理解しかねる。

- ・ PTSについては、実際に日本証券代行為PTSを運営していたことがあるが、コスト面の問題により廃止せざるを得なかった経緯がある。もっと多くの証券会社が参加する仕組みとなれば、コスト面の負担も許容できる水準になると考え、提案した次第である。
- ・ グリーンシート銘柄制度の創設当初は、縁故以外の一般投資家による投資も一定程度行われていた。これは、創設当初にはステップアップ（証券取引所への上場）の可能性が多少なりともあったからであるが、実際には、大きくならない会社ばかりであったため、一般投資家は離れていってしまった。それから、エンジェル税制の使い勝手の悪さも大きな問題点だろう。最近指定されたグリーンシート銘柄は、全てオーディナリー区分であり、そもそもエンジェル税制の対象にならないため、税制面のインセンティブが期待できない。

それから、流動性の問題について指摘されているが、グリーンシート銘柄は、縁故による募集がほとんどであるため、流動性は最初から期待できない。制度そのものをまず変えていかなければ、流動性の改善にはつながらないだろう。グリーンシート銘柄制度への参

加にインセンティブを与えなければ、グリーンシート銘柄市場の拡大・定着につながらないのではないか。

- ・ グリーンシート銘柄制度にどのような機能を持たせるか、また、流通市場として機能させるべきなのかといった点について考えることが今後の議論の焦点になると認識している。例えば、新興市場への上場の前段階での資金調達の機能を持たせることで制度が成り立つのかといった点についても、考えてみなければならぬだろう。
- ・ グリーンシート銘柄制度を維持するための社会的コストは、どの程度なのか。金額によっては、現状維持という選択も考えられるかもしれない。政府の補助金の有無や、日本証券業協会の人員体制についてお教えいただきたい。
- ・ グリーンシート銘柄制度の運営に係るコストとしては、取引価格や気配の公表に係る、ホームページやデータ授受システムの運営コスト、当該業務に係る人件費、TD-net への掲載に係る費用が必要である。これらの費用は、日本証券業協会の予算にて負担されており、補助金等の支援は受けていない。

※ なお、次回会合は、平成 24 年 1 月 31 日（火）に開催予定である旨、説明が行われた。

以 上