第4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 24 年 1 月 31 日 (火) 午前 10 時～12 時
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. グリーンシート銘柄発行会社 (株旅籠屋) からのプレゼンテーション 2. グリーンシート銘柄制度の見直しに関する検討
配付資料	資料 1 「グリーンシート登録の経緯と効果」 資料 2 「グリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しを行うための論点について」

【議事概要】

議事に先立ち、事務局より前回の本懇談会で寄せられた、グリーンシート銘柄制度の維持に係る本協会のコストについて回答が行われた。また、本年 1 月に発生したグリーンシート銘柄制度に係る未公開株の勧誘被害事件について説明が行われた後、以下の発言があった。

- ・ 無登録での金融商品取引業の営業は、倫理に欠ける行為であり、刑事罰も定められている。そのような行為に、社長自身が関与していたのは非常に問題であるという点については同感であるが、協会としての判断は、より実質的に詐欺的な要素があったという認識に基づいて下されたものであるのか、可能な範囲で教えていただきたい。
- ・ 証券会社の社長個人が逮捕されたと報道されているが、法人としての金融商品取引業登録以外にも、特定の金融商品取引業を行う場合、その社長にも金融商品取引法における外務員登録の義務があるため、まずその点が問題だろう。また、(株)日本 TMI をグリーンシート銘柄として指定し、グリーンシート銘柄であることを悪用して勧誘・資金回収を行ったため、刑法第 60 条の共同正犯により逮捕されていると考える。これらを踏まえ、グリーンシート銘柄の専業経営の証券会社の代表者が、このような事案に関わったということは、重大な問題であると認識している。

1. グリーンシート銘柄発行会社 (株旅籠屋) からのプレゼンテーション

(株)旅籠屋 甲斐社長より、資料 1 に基づき、同社のグリーンシート銘柄制度との関わりと、それを踏まえたグリーンシート銘柄制度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。

【甲斐氏より説明・報告】

- 資料1に沿って進めたい。当社は1994年に設立し、1999年の秋にグリーンシート銘柄として登録され、公募増資を行った。現在のグリーンシート銘柄では、最も登録期間の長い企業になっている。
- 当社は、米国を中心に世界各国に無数に存在にしているモーテルのような宿泊施設の運営を行っている。モーテルは、日本ではあまり良いイメージがないが、本来は、主として車を交通手段としている方が、非常に安価で気軽に利用できるロードサイドの宿泊施設という意味である。私は米国のモーテルを泊まり歩いた経験があり、日本にもこうした宿泊施設があればと強く思い、起業した。最初は資金調達も含め、苦労が多かったが、現時点で34店舗まで増えている。また、3～4年前から、高速道路のサービスエリア、パーキングエリアにも出店しており、現在は3店舗運営している。
- さて、グリーンシートに関してであるが、初めて公募増資を行った1999年前後の状況を4ページにまとめた。1号店がオープンしたのは1995年7月であり、私自身が支配人を務めていた。欧米には、約1,000店以上のモーテルを経営するビッグチェーンが10程度あり、米国だけでも数十万軒の店舗があるビッグビジネスであるが、日本ではそういったチェーンの存在を含めて、あまり知られていない。日本と米国とでは国土の大きさが全く違ううえに、日本は公共交通機関が非常に充実しているため、米国よりも自動車への依存度も低い。モーテルのスタイルが日本で受け入れられるのか不安もあったが、幸い非常に歓迎され、日本にもこうした宿泊施設への非常に大きな潜在需要が存在していることを確信した。そこで、こうした宿泊施設を一つのインフラとして全国に広げていくため、チェーン展開の準備を始めた。しかし、全く先例のないビジネスであり、更に当時はまだ赤字経営であったため、融資をしてくれる金融機関は全く見つからなかった。
- チェーンビジネスにおいて、フランチャイズ型の場合には、ロイヤリティ等の収入が本部にあるが、直営型の場合、本部には基本的に収入がない。そのため、各店で少しずつ本部の経費を賄い、会社全体をプラスにしていく必要があるが、このためにはある程度の店舗数が必要になるため、黒字化と事業の発展を考えるのであれば、もっと店舗数を増やさなければならない。店舗数を増やすためには、自力で建築資金等を調達して、所有店を増やす方法もあるが、所謂「建て貸し」という、遊休地を持っている方に建築費を負担していただき、それを借りて経営をする方法が一般的である。この方法であれば、資金がなくても店舗数を増やせるが、会社の信用力の問題、要は本当に家賃を払えるのかという問題で具体化できなかつた。事業としては非常に将来性があると確信を持てたにも関わらず、資金調達ができないため、事業を拡大できなかつた。

- ▶ そういった時期に、新聞等でも話題になっていたグリーンシート銘柄制度を知り、相談を持ち掛けたところ、グリーンシート銘柄制度への登録と公募増資の実施を提案された。それから3カ月足らずの間にデューデリジェンスと過去3期分の会計監査を受け、投資家向けにプレゼンテーションを行い、公募増資を行った。その結果、3倍近くの倍率で申込みが集まり、9,900万円の資金が増資という形で手元に入った。その資金により、3店舗を直営のスタイルでオープンすることができ、その実績がある程度認められたため、5号店を「建て貸し」のスタイルでオープンした。その後現在に至るまで、「建て貸し」のスタイルで店舗を増やしている。また、グリーンシート銘柄制度への登録をきっかけに、中小企業金融公庫（当時）や信用金庫からの融資、第三者割当増資、中小企業金融公庫からの成長新事業育成特別融資といったものを相次いで実現させ、資金の調達と事業の拡大を行っていった。グリーンシート銘柄制度への登録による資金調達ができなければ、日本におけるロードサイドホテルのビジネスモデルをここまで具体化できなかったと考える。
- ▶ 7ページは、グリーンシート銘柄登録前後から現在に至るまでの売上、店舗数、経常損益の推移である。グリーンシート銘柄に登録した後も、しばらくは赤字が続いたが、10店舗程度まで増えたところで、経常利益や最終利益が黒字に転じた。重要なのは、8ページのキャッシュフローの状況であり、新規のベンチャー企業の典型的なキャッシュフローの流れを示しているのではないかと考えている。当初は、「建て貸し」ではなく自己資金で店舗を増やすために、投資活動のキャッシュフローが大きなマイナスになっている。営業活動のキャッシュフローは、ほとんどプラスマイナスゼロであるので、投資活動に必要なキャッシュフローは財務活動、増資や借入れにより賄ってきた。その後は「建て貸し」により、当社自身が投資をしなくとも出店ができるようになったため、投資は非常に限定的になった。最近では、1億円前後の営業活動のキャッシュフローを安定して稼いでいる。
- ▶ 9ページは、株主資本の推移である。営業活動のキャッシュフローが安定してプラスであるため、一昨年に減資を行い、これまでの累積損失を一掃した。今後、安定して配当が出せると見込んでおり、昨年秋、初めて配当を行った。1999年にグリーンシート銘柄に登録して公募増資を行った際、プレゼンテーションの場に30名程度の投資家の方にお越しいただき、200名程度の方に公募増資に応じていただいた。それまで、親族数名しかいなかった株主が、一挙に200名を超えたことになる。私は、拡大縁故増資には大反対であり、公募増資に応じていただいた方も、これまで面識のない個人投資家の方がほとんどであった。公募増資に応じていただいた方との関係はずっと続いており、そういう方々の小さなお金が集まって、約1億円の増資ができたことに対して、非常に恩義を感じている。ところが、10ページの株価の推移を見ると、公募増資当初は5万円だった株価は、一時は25万円前後まで上がったが、最近では6万円台となっている。株主の方には、まだ1店舗しか

営業していなかった、非常に先行き不透明な時期に、貴重な資金を投じていただいたにも関わらず、手数料を考慮するとキャピタルゲインとしては全く報われていない。そのため、せめて配当という形で報いたいと長らく考えていたが、昨年ようやく実現できた次第である。

- ▶ 11ページでは、グリーンシートに登録したことによる当社のメリットをまとめている。まず、困難だった事業資金を調達できたことが最大のメリットである。公募増資により9900万円を調達した後、不足分を賄うため、多くのベンチャーキャピタルを回ったが、非常に失望させられた。当時は所謂ITバブルであり、メディアに取り上げられる等、多少の知名度はあったが、大手のベンチャーキャピタルは、いずれも5～7年以内に株式公開をしないのであれば、ベンチャーキャピタルとして出資はできないという回答であった。グリーンシート銘柄制度の最大の利点は、個人投資家が出資する点である。大手の金融機関の子会社は、リスクマネーを出せない。最終的なリスクを背負えるのは個人投資家であり、個人投資家が自らの判断で新しいビジネスに投資できる場を作ることは、本当に重要であると痛感した。次に、社会的信用力のアップが挙げられる。グリーンシート銘柄登録と、会計監査を受けたことにより一定の信用ができ、それが後押しとなって中小企業金融公庫（当時）や信用金庫からの融資等が実現できたことは間違いないだろう。
- ▶ それから、経営の透明性が増したことが、長期的に見れば最も大きなメリットであると考えている。グリーンシート銘柄になると、様々な開示義務が課せられるため、もう少し緩和してはどうかという意見もあるようであるが、私は反対である。四半期決算をまとめたり、会計監査を受けたりすることは、企業の経営を健全に進めていくうえで非常に重要であり、決してマイナスではない。適時開示や会社内容説明書の作成は、確かに煩雑ではあるが、経営の透明性は非常に向上する。それから、株主総会を開催すると、株主の方から様々な質問が寄せられる。これは、いい意味で刺激になり、経営に緊張感が生まれる。形式的な順法ではない、社会貢献のモチベーションの大きな源泉になっていると考えている。
- ▶ 12ページでは、当社に限らず、世間全般としてのメリットについてまとめた。事業資金の調達と経営の健全化は共通のメリットとして挙げられるだろう。それから、株式公開の予行演習という面が挙げられる。ベンチャー企業の場合、社長個人が創業者であるため、「自分の」会社という思いが強い。しかし、不特定多数の者が株主となれば、それは許されないため、考え方を変えていかなければならないが、一朝一夕では変えられない。証券会社や株主の方から、耳の痛いことを含めて様々な意見・質問が寄せられることで、だんだんそういう意識に変わっていき、会社の体制も見直されていく。IPOの前に、グリーンシートというステップを踏んでおくのは、非常に有意義ではないかと考える。それから、

日本経済の発展を考えると、新しいビジネス、新しい会社が増えていくことは、非常に大切であると考えている。私の持論であるが、ベンチャー企業は小さな大企業ではない。会社が大きくなると、どうしても小回りがきかなくなり、様々な意味で、できることが限られてくる。事業環境は刻一刻と変化しており、絶えず新しいニーズが生まれている。しかし、法律を含めた社会の規制は、後追いでしか整備されないため、そうした規制の不備・問題に声を上げて変えていくことが、ベンチャー企業の最も大きな存在意義だと考える。それから、「投資本来のシステムやマインドの育成」とあるが、これは、短期売買でキャピタルゲインを得る投資だけではなく、投資した資金により、新しいビジネスが起こっていくことを長期的な視点で温かく見守っていく投資もあるのではないかとということである。当社の株主である個人投資家の方も、グリーンシート銘柄への投資だけを行っているわけではないが、そういった方の資金の一部がベンチャー市場に投じられるのは、自分の資金を何か社会のために生かしたいというマインドがあるからだろう。短期売買を否定するわけではないが、目先の利益にこだわらず、長期投資で新しいビジネスが起こっていくことをサポートしたいという投資家の「温かい資金」の受け皿は必要である。グリーンシート銘柄制度が、そういった位置付けを果たしていた時期もあったが、現在は、そういう投資家の方はグリーンシート銘柄制度から離れてしまっているか、そういう投資マインドが冷めてしまっており、非常に残念である。

- ▶ 13ページでは、私の目から見たグリーンシート銘柄制度の問題点についてまとめた。まず、公募増資の際には強気の事業計画を出すのが、増資が終わると下方修正してしまう、無責任というか、不誠実な企業が存在する。こうしたことは、その会社の信用だけではなく、個人投資家のマインドを冷やしてしまい、市場全体の価値を損ねてしまう。それから、安易な登録抹消である。具体的には、会計監査の適正意見が得られないといった、何かしらの理屈をつけてグリーンシート銘柄登録を抹消する会社も、後を絶たないようである。グリーンシート銘柄であることを踏まえて出資した投資家のことを軽視した、不誠実な対応であり、経営者自身の見識等を疑いたくなる。また、グリーンシート銘柄企業の中にも、証券取引所に上場していった企業がいくつかあるが、そういった市場では、グリーンシート銘柄登録当初の、先行き不透明な時期に投資した際の価格よりも、安い金額で株式が売買されている。グリーンシート銘柄であった頃に、リスクを取って出資した投資家の立場からすると、やりきれないだろう。これは、取引所市場の値付けの問題と、グリーンシート銘柄制度には全く連続性がないことが原因ということであるが、グリーンシート銘柄市場をもっと育てていくことを考えれば、何か対応すべきではないか。
- ▶ 2点目として、流動性があまりにも低い。この原因としては、グリーンシート銘柄制度から個人投資家が離れていってしまっていることが挙げられる。たくさんの個人投資家が

リスクを取って、ベンチャー企業に投資をしていくというスタイルこそがベンチャー市場の一番基本であり、そういう形で発展していくべきではないかと考えるが、このような現状である。それから、取扱証券会社があまりにも少ないことがあげられる。当社には、大手の証券会社からIPOの提案をもちかけられることも時々あるが、グリーンシート銘柄を取り扱わない証券会社にIPOの幹事をお願いすることはあり得ないと考えている。そういった証券会社に、グリーンシート銘柄を取り扱わない理由について伺うと、グリーンシート銘柄は非常にリスクが高いとのことである。株式投資にリスクは付き物であるし、開示義務等の規制もかかっている以上、理由にはならないだろう。それよりも、グリーンシート銘柄の取扱いによる手間やコストに見合った収益が上げられないというのが本当の理由ではないかと考えている。日本のリーディングカンパニーである大手証券会社には、瑣末な損得ではなく日本経済全体のことを考えて、グリーンシート銘柄市場を育てていただきたい。グリーンシート銘柄市場が日本経済の将来の命運を握っているのだという気概を持っていただけないことが悔しくてならない。

- ▶ 最後に、グリーンシート銘柄制度への要望と提案である。まず、登録してすぐの公募増資をできないように規制してはどうか。グリーンシート銘柄制度を資金を募ることだけに利用し、資金を集め終わればすぐに逃げていく（登録抹消する）ような事例が続けば、グリーンシート銘柄制度そのものが廃れていってしまう。登録後、一定期間の情報開示を行うことで、ようやく資金調達ができる仕組みとすることも考えられるのではないかと。2点目は、登録時の審査についてである。財務諸表だけを見ても、その会社の将来性や健全性は判断できないと、中小企業の経営者として実感している。情緒的であるが、その会社の将来性や健全性を計りたければ、その会社の社員の表情や意欲を見るべきであると思ふ。形式的な審査ばかりではなく、もう少し違った視点で、健全で将来性がある会社を発掘し、育てていただきたい。3点目に、大手証券会社の積極的なサポートを要望したい。また、メディアを巻き込んで、ベンチャー投資をもっとPRし、啓蒙していただきたい。最後に、新興市場の整理・集約である。日本には、それぞれの取引所に新興市場があるが、大半の市場は上場企業が増えず、売買も行われていないと聞いている。整理・集約も検討し、ベンチャー市場を本当の意味でも盛り上げていただきたい。

- ・ 貴社はグリーンシート銘柄制度への登録を期待する本来の会社であり、様々な経営課題がある中、これまで非常にうまく制度を活用して成長してきた会社という印象である。

さて、たとえ少額でもその企業を応援するための投資をしたいという投資家層は、20年前と比較して、ずっと多くなってきていると考えている。しかし、そういった層を吸い上げる仕組みが欠けており、特にグリーンシート銘柄市場からそういった層が欠けつつある

という問題意識がある。しかしプレゼンテーションのとおり、大手の証券会社はそういった投資家や発行体とは取引をしていない。コスト的に少額投資とは見合わない点や、世界との競争に注力している点を踏まえると、大手証券会社に対応を迫るのは、様々な意味で難しい印象である。同様の内容は、大手監査法人にも言えるので、ベンチャー市場を盛り上げていくには、やはりスモールユニットの活性化のための専門の証券会社と公認会計士によるサポートが必要ではないかと考える。グリーンシート銘柄市場という専門市場から、そうした専門性の集団が居なくなりつつあることは、危惧すべきだろう。プレゼンテーションでは、監査人については特に触れられていなかったが、監査人による支援についてもお話を伺いたい。

- ・ 監査人も非常に重要であると認識している。当社の場合、グリーンシート銘柄として登録する準備の際に御紹介いただいた監査法人に、最初の数年間はお世話になっていたが、契約を打ち切った。理由としては、いきなり厳格な開示を迫られても対応できないため、少しずつ改善を進めていくようお願いしていたが、徐々にその監査法人自体の力量不足を認識していったためである。4年程前から、別の監査法人と契約しているが、その監査法人には非常に満足している。上場維持費の問題が挙げられていたが、当社の場合、グリーンシート銘柄制度の登録に係る年間の諸経費は数百万円程度であり、決して高いとは考えていない。現在契約中の監査法人には、ファイナンス・リース取引の取扱いや税効果会計といった非常に難解な会計手続きについても、当社の事業に対する考え方を踏まえた上で、懇切丁寧に御指導・御指摘いただき、非常にありがたく思っている。
- ・ 2点質問したい。公募増資後における事業見通しの無責任な下方修正と、形式的な財務数値だけに頼らない審査の重要性について御指摘されていたが、貴社の事業内容は、所謂ハイテクベンチャー等と比べて、予測可能性が高い印象である。所謂ハイテクベンチャーの場合、新製品を出す予定であったが、開発が遅れたといったことは、当然起こりうる。こうした不確定要素の多い業態の存在も含めて、無責任な下方修正について指摘されているということであれば、やや穿った見方であるが、比較的事業の予測可能性が高い業態しかグリーンシート銘柄市場に登録できなくなるのではないかと考えるが、如何だろうか。
2点目は、新興市場の整理・集約について指摘されているが、この整理・集約の対象にはグリーンシート銘柄市場も含まれているのか。
- ・ 確かに当社のような事業は比較の見通しが立てやすいが、基本的にベンチャー企業の将来見通しは、非常に幅が大きいものであると考える。そこで、事業見通しを幅で示すという考え方もあるのではないか。将来の見通しや売上げ目標を立てない経営は如何なものかと唱えられることもあるが、経営者の感覚からすると、このような状況で、ましてやベンチャービジネスで、3年後、5年後の事業計画をはっきり出せるとは考えられない。それ

を正直に開示したければ、全部でこれだけの不確定要素があり、これが全て裏目に出ればこれだけの赤字になるが、全てうまくいけばこれだけの利益が出ると、幅を持って開示するしかないだろう。

2点目については、グリーンシート銘柄市場には、個人投資家の長期的な資金の受け皿となるというコンセプトを守っていただきたいと強く思っているため、整理・統合により、そうしたコンセプトが損なわれるようであれば、別の仕組みとして、このまま運営していただきたいと個人的には思う。全ての証券会社を取り扱っており、誰でも本則市場と同様に売買できる新興市場は、グリーンシート銘柄制度の本来の持ち味とはややそぐわない印象である。

2. グリーンシート銘柄制度の見直しに関する検討

事務局より、資料2に基づき、これまでの本懇談会において寄せられた意見と、それを踏まえたグリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しに関する論点について説明が行われた後、以下のとおり質疑応答・意見交換が行われた。

- ・ 事務局より示された4つの論点は、最初の1点目の論点である、グリーンシート銘柄制度に何を求めるのかという点に尽きるのではないかという考え方もあるが、ひとまず、それぞれについてこれから議論していきたい。グリーンシート銘柄制度に何を求めるのかについては少々漠然としており、どういった会社をグリーンシート銘柄制度のターゲットにするのか、投資家層をどう想定するのか、また、それに対する証券会社のサポートについてどう考えるのか等、残りの3つの論点と重なる部分が当然あるが、まずは現状のグリーンシート銘柄制度の問題点を踏まえた上で、これからどのように改善していくのか考えていきたい。
- ・ 現状のグリーンシート銘柄制度が機能しているかどうかは別として、日本の場合、グリーンシート銘柄でなければ、そもそも証券会社は非上場株式を取り扱えない。日本の非上場株式の流通の仕組みは、あまりにも不十分であると考ええる。

一方、欧州等の場合、ご存じのとおり、証券取引所は上場市場の他に、かなり大きなPTSを運営しており、そこで非上場株式の取引が行われている。これらを踏まえて考えると、非上場株式の流通が実質的に阻害されるような状況、すなわちグリーンシート銘柄制度のような何らかの枠組み内の非上場株式しか取り扱えないという前提が維持される限り、改善等の対応を考えなければならない。逆に、グリーンシート銘柄制度を廃止するという方向性にしていくのであれば、証券会社が非上場株式をきちんと取り扱えるよう整備する必要があるだろう。そうしなければ、非上場のままでは株式が流通しないが、上場する

とコストがかかりすぎるといふ極端な現状は解消できないだろう。

- ・ 今の意見に基本的に同感である。

さて、グリーンシート銘柄制度に何を求めるのかという問いに対する端的な答えは「自由」であると考えます。現状では、グリーンシート銘柄制度自体が金融商品取引法に組み込まれているため、金融商品取引法が定める禁止行為や開示義務を順守している会社に、更に余計な規制を課して排除するような制度設計は避けるべきである。

他方、上場廃止銘柄を取り込んでいくことも、極めて重要であると考えている。この問題は上場市場の信用性にも関わる諸問題の一因となっており、そういった枠組みが十分でないため、証券取引所は上場廃止に踏み切れないのではないかとこの憶測もあると聞いている。既にあるグリーンシート銘柄制度という枠組みを活用するため、できる限り自由な制度にしていくのはどうか。

- ・ 「自由」には、グリーンシート銘柄制度自体を廃止することも含んでいるのか。
- ・ 私は届出制をイメージしている。日本の株式会社数を考えると、どんな銘柄でも自由に売買してもよいとするのは現実的ではないため、ある証券会社が「この銘柄をグリーンシート銘柄としたい。」と届出を出せば、売買が可能になる仕組みをイメージしている。開示義務等については、法に抵触しなければ問題ないと考えます。

- ・ 中小企業一般について、世界と競争していくためにはどうすればよいかという観点で方策を考えていかなければならない時期に差し掛かっている。しかし、世界と競争するために、日本を放り出して世界へどんどん進出していけば、日本経済が揺らいでしまう。実際に、ほとんどの中小企業は赤字であり、法人税を納めるどころではない状況であるが、面白い技術や経営マインドを持っているし、そういった方を応援したいという方や、そういう人のお金を集めている方も結構多い。株式投資という方法を取っているかはわからないが、少なくともリスクを背負ってでも起業家を応援しようとしてくれる個人と、そういった者の応援を受けることで内発的な新しい事業が育ち、既存事業が蘇る。このようなマーケットにしていくには、グリーンシート銘柄制度の仕組みをどのようにしていけば良いのかを考えていくことは、非常に重要だろう。

しかし現状では、資金を自由に動かすためのインフラがあまりにも少なすぎるのではないかと。また、資本主義経済の下で生活しているにも関わらず、電話1本で詐欺に引っ掛かってしまう高齢者が多発するというのは、投資教育の基本すらできていないということではないか。いずれにしろ、内発的な動きを生かしていくためにも、その地域の会社を応援していけるような、投資参画型のマーケットを作っていく必要があるのではないかと。

監査法人は、監査を実施する立場であると同時に、情報の正確性を担保し、情報の非対称性を是正する立場であると考えます。しかし、大手監査法人は、実際には世界との連携に

ばかり目が向いており、国内の中小企業には見向きもしていない。一方、個人の会計士では、スモールなマーケットを支援していく動きが出てきているので、こうした層を、グリーンシート銘柄制度で吸い上げていきたいところである。鶏と卵の関係であるが、マーケットにブランド力がないため取引が行われず、取引が行われなため活性化が進まず、ブランド力も付いてこない。しかし、このサイクルをどこかで断ち切り、新しいマーケットを作っていく必要があるのではないか。

- ・ 先ほど「自由」という方針が提案された。基本的にはこれに大賛成であるが、リスクに見合ったメリット、経済合理性があるからこそ、自由に行動するのだろう。未公開株が自由に取引されるのはなぜかという根源に立って考えると、大抵の場合、会社法上の譲渡制限が外れている、要は公開会社だからだろう。では、譲渡制限を外す経済合理性とは何なのか。前回、反社会的勢力が株主として入ってくる可能性について言及されたが、どんなにチェックをしても限界はあるだろう。譲渡制限を外すことには、かなりのコストと一定のリスクが伴うと考えられる。

戦後からの譲渡制限の歴史をひもとくと、まずGHQが譲渡制限の付与を完全に禁止したものの、日刊新聞法により新聞社だけがその例外となった。それから四十数年後の商法改正により、譲渡制限を自由に付すことが可能となった。これにより、現在はほとんどの未上場企業が自社株に譲渡制限を付している。これは日本人特有の閉鎖性や付和雷同性が理由ではないかとも考えたが、米国人弁護士に確認したところ、米国のシリコンバレーのベンチャー企業も、設立時にはほぼ必ず譲渡制限を付しているということである。それにも関わらず、セカンド・マーケットやシェアズ・ポストで、未公開会社の株式が頻繁に取引されていることについては、その米国人弁護士は、その段階では、おそらく譲渡制限が外されているためではないかと推測していた。実際に、米国における上場企業の有価証券届出書に当る「S-1」を何社かについて調べてみると、グーグルでは、上場の数年前から譲渡制限を外していた。一方アマゾンを見ると、上場寸前まで譲渡制限が付されていた。アマゾンは今では超大企業だが、上場当時は、5500万ドル程度の調達しかしていない。やはりその程度の企業規模では、開示や内部統制の拡充に係る人件費等のコストと比較した経済合理性がないのだろう。まとめると、設立時には、誰が株主になるか分からないという状況はベンチャーにとって非常に負担であるため閉鎖会社とするが、上場企業と何ら変わらない体制が整っている超巨大未上場企業の場合には、株式を自由に取引できたほうが株主の利便性にも資するため、譲渡制限を外すこともあるようである。

これを踏まえると、小さいままの会社の譲渡制限をあえて外させて、取引可能にすることの経済合理性がどの程度あるのかという疑問が生じる。巨大な未上場ベンチャー企業がどんどん出てこない限り、いくら未公開株の取引制度を作っても、銘柄が増えず、活性化

されないのではないか。

- ・ 私は、活性化しなければ意味がないという発想は、パターンリズム的（本人の意志に反した介入・干渉）な考え方であり、賛同しかねる。何かをしようとしてもできないということが問題なのであり、それを可能にさえすれば、活性化を目指さなくとも良いのではないかと考える。

経済合理性に基づく考え方には賛成である。どんな制度改革を行っても、例えば来年のグリーンシート銘柄市場の売買金額が1兆円超になることはないだろう。しかし、何か問題があるのだろうか。取引したくともできない方に、取引できる仕組みを提供することこそが重要なのであり、計画経済のように活性化という結果ばかりを求める必要はないのではないかと。

- ・ 活性化が必須であると申し上げたつもりはない。前回、グリーンシート銘柄制度の維持に係る社会的コストについて確認したが、決して高い金額ではないし、国からの補助金もないようであるので、制度を見直してもうまく行かないようであれば、それでも致し方ないという考えである。

- ・ 活性化が必須であるとは考えていないが、活性化しようとしている国民的活動を妨げないような制度にする必要があるだろう。

さて、日本における「未公開」は、英語では「プライベート（private）」と表現するようである。プライベートな活動と社会的活動の両方が、個々人の経済活動にとっても国民経済にとっても重要であることは当然であるとするならば、未公開企業の経済活動も、国民経済的に重要であることになる。しかし未公開企業が様々な活動をしようすると、法律等により制限を受けてしまううえに、多数の制度が混在しており、全体的な明確さを欠いている。このような事態をまずは解消すべきではないか。

グリーンシート銘柄制度に関しては、上場なのか、未上場なのか、また、プライベートなのか、青空なのか等、概念整理が十分ではない印象である。更に、証券取引所の新興市場の乱立を代表に、税務的に、制度的に、市場ルールの、証券会社や監査法人の行動的に等、様々な要素が極めてもつれ合った状況になっているのではないかと。そこを脱却する意味でも、グリーンシート銘柄制度の見直しに当たっては、極めてシンプルで分かりやすい制度になるよう注意すべきではないか。

- ・ 私は、様々な制度があっても良いのではないかと考えている。米国は、日本よりも資本市場として栄えていると考えられるが、第1回の本懇談会のプレゼンテーションでも取り上げられたとおり、ピンクシートやセカンド・マーケット等、様々な制度が混在している状況にある。

先ほどのプレゼンテーションでは、ベンチャー企業の資金調達の手段が狭まっているの

ではないかという批判があったが、むしろこの10年間で代替的な資金調達手段が非常に多く出てきた印象である。グリーンシート銘柄市場は、株式を取引する場であるので、第一種金融商品取引業者としての規制を受けるのは致し方ないところだろうが、1つ面白い例を紹介したい。「ミュージックセキュリティーズ」という会社があり、最初は音楽の原盤権への投資を事業内容としていた。金融商品取引法の改正により、集団投資スキームとして規制されるようになったため、現在は第二種金融商品取引業者として活動している。300万円程度の資金調達の支援から始めた事業であり、正直なところ当初は、このような少額の調達をビジネスにして、うまくいくのかとも思ったが、現在ではそこそこの利益が出ているようである。この会社の従業員のかなりの割合が公認会計士であり、資金調達そのものだけでなく、会計周りのコンサルティングも行うビジネスとして成立しているようである。

もう一つ、「maneo (マネオ)」という会社の例を紹介したい。これは調達側から見てエクイティではなくデット（借入金）で、投資家から集めた資金を貸し付けるファンドを組成するスキームであり、同じく第二種金融商品取引業者として活動しているが、どんどん残高が積み上がっているようである。また、世界的にもソーシャルファンディングというカテゴリの資金調達が、ネットの発達とも相まって、盛り上がっているようである。このように、必ずしも株式でなければベンチャー企業の資金調達ができないというわけでは決してなく、実際に様々な試みがなされている。こうした様々な試みにより誕生した仕組みが競争し合い、戦っていけば良いのではないか。

- 少々誤解が生じているようであるが、シンプルな考え方に基づく制度であれば、様々なものがあって良いと考えている。しかしながら、フォローするだけでも膨大なコストがかかってしまうような制度は如何なものかと思う。シンプルな制度が最も多様性を許容すると考えられるため、シンプルだからこそ多様なものを包含できるという流れで整理が進むことを期待している。
- グリーンシート銘柄制度には、創設時に過大な期待を持たせすぎたのではないか。急成長を果たし、いずれは本則市場に上場するという前提の企業であれば、マザーズ等の新興市場への上場に向かうべきだろう。グリーンシート銘柄市場に向かうべきであるのは、そういった企業ではなく、ある程度長いスパンで投資してくれる多くの協力者（株主）が必要な企業であり、そういった企業を救える場としてグリーンシート銘柄市場を捉えれば良かったのだが、如何せん、IPOのための予行演習と位置付けられていた印象である。グリーンシート銘柄制度を見直すに当たっては、そうした特性や社会的なニーズにうまく対応できるよう、一種の割り切りをしながら仕組みを作っていく必要があるのではないか。
- 本日のプレゼンテーションでも言及されていたが、事業の将来性や経営ビジョンには自

信を持っているにも関わらず、資金調達の問題でそれを実現できない企業は、日本の中だけでも数多く存在していると考えられるため、数百万円、数千万円の資金の調達に借入以外の別の仕組みがあれば有用だろう。プレゼンテーションでは「温かい資金」と表現されていたが、そういう資金の潜在的な出し手は、増えてきている印象であるが、その受け皿がないため、彼らと企業とをうまくつなげていないというのが現状である。グリーンシート銘柄制度には、本来はその役割を担ってほしかったが、現状ではその役割を果たしていない。もう少し仕組みを見直すことで、そういうお金がうまく企業に流入していくようにできないかと考えている。

- ・ 東京証券取引所では、上場基準の規則改正を提案中である。成長企業向け市場であるマザーズでは既に改革を行ったが、現在予定しているのは、中堅・中小企業向け、すなわち本則市場、とりわけ市場第二部の改正である。

これまでの上場基準は、企業が右肩上がりの成長を遂げているという前提で策定されており、市場第二部でも、その前提で企業の収益性を評価する数値基準が設けられていたが、最近の経済の状況の変化を考慮し、上場後に安定的に利益を計上できる企業を上場対象とする審査基準になるよう、見直しを行っている。このような発想をグリーンシート銘柄制度に当てはめて考えると、制度成立時とは前提が変わっているという点について、注意すべきではないかと考える。また、制度の活用の仕方という意味では、必ずしも全てのグリーンシート銘柄が上場に向かう必要はなく、グリーンシート銘柄市場に留まる、あるいは上場市場からグリーンシート銘柄市場に移る等、様々なパターンが考えられるのではないかと。

上場とグリーンシート登録とでは、全く位置付けが異なる。上場市場は、誰でも自由に取引を行う場であり、上場会社は公の場に株式を出すことになる。一方、グリーンシート銘柄市場では、市場開設者のような役割を果たしているのは特定の証券会社であり、参加者が限られている。このような性格の違いを理解した上で、議論を進めていく必要があるのではないかと。また、その延長線上として、グリーンシート銘柄市場は、証券会社が主催する市場ということであれば、その証券会社がどのように利用したいのか、どう変わればより利用しやすくなるのか、という観点で考えていくのが重要ではないかと。利用するうえでの弊害が見つかるようであれば、制度を変えていけば良いし、現状の制度のまま利用しやすくする方法もあるかもしれない。

- ・ 未公開の株式を取り扱うには、証券会社としてもある程度の経済合理性が必要であると考えられるが、その一方で、市場仲介者としての使命感を持って取り組んでいただきたいと思います。

- ・ 反社会的勢力の排除のために事業会社が支払わなければならないコストは、想像がつかない水準である。未公開の事業会社が、現在の取引相手や第三者割当の相手方が反社会的勢力であるかどうかについて、証券会社・銀行・規制当局等の支援無しで確認するのはまず不可能だろう。もしグリーンシート銘柄の発行会社全てが反社会的勢力の排除に努力しなければならぬとすると、膨大なコストを課すことになるのではないか。

グリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しに当たり、反社会的勢力排除等の観点で、上場の妨げになるような枠組みにならないように留意すると謳うのは、対外的にも社会的にも極めて美しい、素晴らしい方向性であるが、反社会的勢力の排除には膨大なコストが必要であり、それでも完全排除は不可能である点を鑑みると、本当に合理的であるのか、やや疑問が残る。

※ なお、次回会合は、平成 24 年 2 月 15 日（水）に開催予定である旨、説明が行われた。

以 上