

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

平成 24 年 1 月 31 日

日 本 証 券 業 協 会

本資料は、第 1 回から第 3 回までの「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」（以下「G S 懇」という。）における、委員等からのプレゼンテーションや意見交換の内容を踏まえ、グリーンシート銘柄制度（以下「G S 制度」という。）の抜本的な見直しを行うための論点を整理したものである。なお、論点の項番は、その順番に検討を進めていくことを想定している。

＜前提となる確認＞

現行の G S 制度をどのように評価するか。

- ◆ 定量的・定性的な現状確認を行ったところ、G S 懇において、G S 制度を利用しても発行会社は十分な資金調達ができない（募集金額と比較して調達できた金額が少ない）点、一部を除きほとんどの G S 銘柄について売買が行われていない点、新興市場等へ上場できた G S 銘柄の発行会社は 11 社にすぎない点等が認識された。したがって、現行の G S 制度はその役割を果たしておらず、同制度の大幅な改正若しくは代替的な制度の構築が必要と考えられる。

◎ これまでの G S 懇における委員等からの御意見等

- ・ 現状では、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。
- ・ 関東ニュービジネス協議会会員企業において、G S 制度による資金調達を行った 2 社は、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。また、一般投資家からの出資も多少あるものの、事実上縁故による出資のみとなっており、発行体が直接募集を行う場合と何ら変わらない。
- ・ 知名度及びブランド価値が低い。
- ・ 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。
- ・ G S 銘柄制度をシンプルで、分かりやすいものにすべきであるとする。一般投資家の立場からでは、その必要性を理解できないだろう。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。
- ・ VC は、G S 制度に関心が薄く、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制度の抜本的な見直しを行うための論点について

1. GS制度に何を求めるのか。

- ◆ どのような未上場株式について、証券会社を介した流通（資金調達）の枠組みが必要であるか。（当該枠組みのメインターゲットを従来どおりベンチャー企業とするか。）
- ◆ GS制度に代わる新たな枠組みとして、未上場株式の流通に関する新たな制度を構築する必要があるか。

【現行】

新興市場へ上場するためのステップの場であるとの考え方が従来の主な共通認識であった。したがって、GS銘柄の対象は、主に所謂ベンチャー企業と理解されている。（平成23年末現在、エマージング16銘柄、オーディナリー33銘柄）

◎ これまでのGS懇における委員等からの御意見等

- ・ GS制度は、未上場株式の流通制度を整備することで、リスクマネーの供給を促進するとともに、ベンチャーキャピタルや出資した投資家の換金場の場を提供するというコンセプトで平成9年に始まったと認識している。
- ・ 米国において、ピンクシートでの資金調達が、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。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。
- ・ ピンクシートにおけるOTC QX区分の基準内容は非常に厳しく、一種の上場基準のような内容が課されている。上場するのと何が違うのかという疑問が生じるが、外国の会社がずいぶん利用しているようである。この理由は、サーベンス・オクスレイ法の内部統制報告の対象となること（SEC登録）を避けるためと考えられる。
- ・ GS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り、GS制度の位置付けを考える必要がある。
- ・ GS銘柄にベンチャー企業が多く指定されることを希望しているが、現行のGS制度では問題点が多い。
- ・ GS制度は、その役割を果たしておらず、また未公開株詐欺に関する未上場株式の投資勧誘の説明を煩雑にすることから、廃止するべきと考える。
- ・ 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、GS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、GS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、残った銘柄も立ち往生してしまっている。

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

- ・ 地方において、地域の企業を応援しようという意欲のある投資家が参加できるようなマーケット作りを考えていく必要があるのではないかな。

2. GS制度（若しくは代替的な制度）の銘柄の流通をどのように考えるか。

- ◆ 新たなGS制度（若しくは代替的な制度）の銘柄（以下、「新銘柄」という。）に投資できる（証券会社が投資勧誘できる）投資家をどのように考えるか。
- ◆ 新銘柄を経由して証券取引所に上場する場合に、反社会的勢力の排除等の観点で、当該上場の妨げになるような枠組みにならないよう留意する必要がある。
- ◆ 所謂、未公開株詐欺の問題に留意する必要がある。
（以上、論点3とあわせて検討する。）

【現行】

全ての投資家に対し、証券会社（取扱会員等）はGS銘柄を投資勧誘することが可能である。

◎ これまでのGS懇における委員等からの御意見等

- ・ 米国でも未公開株詐欺が大きな社会問題となっている。一方で、ピンクシートに1万もの銘柄が集まり、シェアズ・ポストのような、さらにその枠の外にある仕組みが許容されている。これは、詐欺的なものと未上場企業を、区分けする考え方が一貫して取られているからではないか。詐欺の撲滅の手段としては、犯罪者の罰則強化が有効と考えている。
- ・ GS銘柄に一定以上の取引実績があれば、同銘柄の相続税額等算出において取引価格を利用できる可能性があるとの考え方は、同銘柄の流動性の確保が重要なテーマであることを示唆しているのではないかな。
- ・ 関東ニュービジネス協議会の会員企業（未上場企業）に出資している個人投資家は、（エンジェル投資家ではなく、）親族や友人等の縁故出資がほとんどである。
- ・ みどり証券は、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、GS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。そもそも流動性は必要なのか。
- ・ GS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、大きくなりえない会社ばかりであったため、一般投資家は離れてしまった。現在では、縁故による出資がほとんどであり、流動性に期待はできない。
- ・ 日本では、エンジェル投資家が圧倒的に少ない。
- ・ 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、反社会的勢

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

力の排除等の観点で、G S 銘柄としてある程度流通した企業の証券取引所におけるIPOは難しいのではないかと考える。

- ・ 証券取引所の上場審査において、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、過程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、重要性で判断しており、実態に応じて、実質的に審査・判断している。

3. 新銘柄の義務（主に情報開示）について、どのように考えるか。

- ◆ 新銘柄の発行会社の負担、上場制度との違い、投資家属性にあわせた投資情報の必要性を踏まえ検討する必要がある。
- ◆ 過剰な義務にならないよう考慮する。
(以上、論点2とあわせて検討する。)

【現行】

G S 銘柄は、会社内容説明書の作成、インサイダー取引規制解除のための適時開示等を義務としている。

◎ これまでのG S 懇における委員等からの御意見等

- ・ 米国のフェイスブックやグーグルの株式は、34 年法上の登録を行っておらず、規則144Aの取扱いにより譲渡制限が付されていると考えられるが、一定の投資家間で大量に売買が行われている。
- ・ 調達額が低いにも関わらず、指定時に約1,000万円、その後も、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。
- ・ 青空銘柄、ベンチャー企業、中小企業への投資は、突然の業績悪化や不正の発覚に直面すること等もあり、一定程度の緊張感を持って行ってほしいと考えている。G S 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。
- ・ 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。
- ・ 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G S 制度へ波及しているのではないかと考える。現在のG S 銘柄は、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。比較的、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。

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

4. 証券会社の役割をどのように考えるか。

【現行】

その取扱いを希望する証券会社（取扱会員等）は、G S 銘柄について、届出時の審査義務、売買価格等の公表、会社情報の開示の指導等の役割を担っている。また、取扱会員等のみG S 銘柄の投資勧誘が可能となっている。なお、多くの証券会社の最良執行方針において、G S 銘柄を取扱わない旨が記載されている現状である。

◎ これまでのG S 懇における委員等からの御意見等

- ・ 米国では、証券会社が気配を提示したり、投資家に対して勧誘をしたりすること自体に、どの銘柄であれば認めるといった制限が一切ない。有価証券であれば、証券会社が気配を提示し、勧誘するのは当然であるという前提で、あらゆる制度が規定されている。もともと証券会社は、有価証券の売買を仲介するのが社会的責務のほうである。
- ・ G S 銘柄を取扱う証券会社の増加を図るため、全ての大手証券会社に窓口を置いて欲しい。大手証券会社からすれば、ほとんどメリットは無いと考えるが、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んで欲しい。

以 上