

第6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 3 月 14 日（水）午前 10 時～11 時 50 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	○ 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	・ 「グリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しの方向性について」

【議事概要】

○ 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、配付資料「グリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しの方向性について」（以下「資料」という。）に基づき、「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」、「1. G S制度に何を求めるのか」、「2. G S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」について説明が行われた後、グリーンシート銘柄（以下「G S」という。）制度の抜本的な見直しと、新たなG S制度（若しくは代替的な制度）（以下「新制度」という。）のあり方について、以下のとおり質疑応答・意見交換が行われた。

- ・ 資料の6ページにおいて、「新制度の設計に当たっては、取得可能な投資家に一定の条件を付すこと」とあるが、この表現の趣旨は理解できるものの、「投資家の種類や属性を限定する」といった意味に誤解されるおそれがあるのではないかと。本懇談会において、投資家に確認書を徴求すべきではないかという旨の意見や、特定投資家市場の存在を鑑みると、投資家の属性により取扱いを分けるのは如何なものかという旨の意見が挙げられていたことを踏まえ、表現を見直すべきではないかと。
- ・ 「種類や属性を限定する」について、もう少し詳しく御説明いただきたい。
- ・ 例えば、ある証券会社に口座を開設してから、○年以上経過しており、○円以上の資産を有している者といった、一律的な規制を課すという趣旨に誤解されかねないという意味である。
- ・ 「一定の条件を付す」以外に、何か修正案は考えられるだろうか。
- ・ インサイダー取引規制の適用に関する論点とも関わってくるが、現行のG S制度は、全ての投資家に対して投資勧誘が可能という前提で設計しているため、それを見直す意味で「一定の条件を付す」と表現している。「一定の条件」の具体的な内容（どのような投資家が新制度に適合するのか。）については、本懇談会における今後の議論次第であると認

識しているが、報告書を取りまとめる段階までにもう少し推敲したい。

- 例えば「投資勧誘に当たって一定の手続きを踏む」という表現が考えられる。
- 指摘のあった内容については、報告書の作成・取りまとめ段階において考慮することとしたい。
- 資料のタイトルにもある「グリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しの方向性」の「抜本的な」の範囲について確認したい。以前に「自由化」を目指してはどうかという意見が挙げられていたが、これは非上場株式を第一種金融商品取引業者（以下「一種業者」という。）であれば自由に取り扱えるようにするイメージであると理解している。こういった理解で良いのか、それとも、取引所集中義務的な考え方で、非上場株式をG S市場のような場所にまとめて集めるイメージなのか、あるいは、様々な取引の場を許容するイメージなのか、どのように考えればよいのか。
- 私見であるが、現行の金融商品取引法（以下「金商法」という。）は、非上場株式について、日本証券業協会（以下「日証協」という。）が勧誘を禁止していない銘柄と、勧誘を禁止している銘柄とで区別している印象である。仮に日証協が全ての非上場株式の勧誘を解禁すれば、「勧誘が禁止されている銘柄」は理論的には存在しなくなるが、これは現実的ではないだろう。従って、実効性は別として、日証協の規則等による一定の審査や手続きを経た非上場企業株式を勧誘可能としてはどうかと考えている。
- 一定の規制の下であれば、取引方式自体を自由化するという考え方も視野に入れて検討してはどうか。例えば、ベンチャー企業との取引が多い証券会社が、優れたベンチャー企業をピックアップするためにインターネットを活用する等、様々な可能性や取引の場が広がり、競争がおこり、全体の取引量が増加するのではないか。「グリーンシート」という名称には、一定のブランドイメージが染み付いている。制度を改善していくに当たり、「グリーンシート」という名称を用いず、（「金商法上の取扱有価証券です」といった一般名称で説明した上で、例えば〇〇証券が取扱う銘柄は「〇〇市場（いちば）銘柄」といった）様々なブランドができるようにし、それらを競わせるという考え方もあるのではないか。
- 少々誤解が生じている感があるが、金商法は、日証協が取得勧誘を禁止している銘柄と禁止していない銘柄（何らかの手続きを経たうえで取得勧誘できる銘柄）とを区別しているものの、禁止していない銘柄の取引方法については、何ら規定していない。例えば、ある証券会社が特定の証券会社以外は参加できないような非上場株式の流通の仕組みを作ったとしても、一つの取引方法であり、金商法上の問題はないと考える。
- 今の意見に同感であるが、先ほどの意見は、「日証協が取得勧誘を禁止している銘柄と禁止していない銘柄がある」という金商法の規定そのものを撤廃すべきではないかという趣旨だろうか。

- ・ グリーンシート制度に関わらず、一般の非上場株式について「日証協が取得勧誘を禁止していない銘柄」の範囲を広げることができれば、より多くの発行会社を取り込むことができ、取引量の増加につながるのではないかと。実際に米国では、セカンド・マーケットやシェアズ・ポストにおいて活発に非上場株式の取引が行われており、クラウドファンディングのような、創業から間もないベンチャー企業が多数の一般の方達から資金を集める取組みも普及しつつある。現在のG S制度や見直しの方向性では、こういったイノベーションは期待できないことが問題意識としてある。
- ・ 日本でもクラウドファンディングは実現できており、G S制度の議論とはそれほど関係がないテーマではないか。
- ・ 日本においてクラウドファンディングは、寄付や売買予約、匿名組合出資のような形式を取ることは行えるが、株式では行えないと理解している。米国では、株式等の証券による取組みが（「Jumpstart Our Business Startups Act」通称「JOBS Act」という法案の審議により）始まっている。日本では、一種業者でなければG S等を含む全ての株式を取り扱うことができず、更に、発行会社は重い開示義務を負うことになる。一方、所謂匿名組合等を取扱う第二種金融商品取引業では、日証協等への申請は不要であり、発行会社が厳しい開示義務を負うことなく、クラウドファンディング等が行われている。このように、規制が比較的緩やかな匿名組合出資等が第二種金融商品取引業者によって取扱い可能なのに、株式という、よりわかりやすい手段のほうが資金を集めにくくなっている規制の枠組みそのものに問題があるのではないかと。これについて、日証協の規則の見直しにより是正できるのであれば、検討してはどうか。
- ・ 例えば有価証券の少額募集や私募は、G Sでなくとも可能である。実際に、日本ではG Sとして指定されておらず、上場もしていない海外企業の募集を日本の証券会社が日本で行っている事例もある。G S制度は非上場株式の流通のための仕組みであり、そういった目的のための制度ではないと認識している。
- ・ G S制度の見直しは、証券、取引方法、投資家、取扱証券会社のそれぞれの種類について、どのように考えるかという四次元マトリクスの問題であると考えている。本懇談会の報告書においては、どの部分についてどのような議論を行ったのか、明確化を図る必要があるのではないかと。

現行制度下において、ベンチャーキャピタルは、譲渡制限の付された膨大な銘柄数の非上場株式から、投資対象を見つけ出し、選別しなければならず、多大な困難が伴っている。それを打破する必要性についても、十分に言及する必要があるのではないかと。例えば、「広く一般の国民が、様々な非上場企業の株式を、自由に取引可能とするための基盤整備のため」、あるいは、「非上場株式の流通の円滑化のため」といった、金商法の理念・方向性と逆行していないことを示す表現を用いることにより、本懇談会の打ち出す基本的な方向

性の位置付けを明確にしてはどうか。これにより、新制度は、こういった会社が発行する、こういった種類の有価証券の、こういった種類の資金調達や流通を、こういった手続きにより実現する制度であるのか、明確に伝わるのではないかと考える。

- ・ 趣旨は理解できるが、それほど細かい条件を本懇談会で検討し、具体化するのは難しいだろう。「非上場株式の取引の仕組みに対する社会的要請に応えるため、制度を整備する必要があるのではないか」という程度の主張では、やや弱いだろうか。
- ・ もう少し言葉を補う必要があると考える。非上場株式の増資、相続、譲渡といった経済活動は、金額こそ小さいものの、国民全体という視点ではむしろ日常的・一般的であり、上場を特殊な世界と考えることもできるのではないか。金融とそれほど関わりのない、一般の国民に対しても明確に位置づけや目的が伝わるよう留意して制度設計を行い、広く知らしめる必要があるのではないか。
- ・ G S制度を利用することで、可能となることについて確認したい。例えば、開示等を全く行っていない企業であっても、一種業者が関与する私募等を行うことが可能か。
- ・ 所謂プロ私募や少人数私募を含め、私募を行う際に、有価証券届出書の提出は不要であるため、開示書類も求められない。しかしながら、日証協の自主規制規則において、店頭有価証券の投資勧誘を原則として禁止しており、その特例として適格機関投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘、一般投資家に対する店頭取扱有価証券の募集等に係る投資勧誘及びG S銘柄の投資勧誘が認められている。店頭取扱有価証券やG S銘柄の私募等において、証券会社は会社内容説明書等を使用して投資勧誘を行う必要があり、これまで、このような位置付けでG S制度が運営されてきたが、様々な問題点が散見されるため、本懇談会において抜本的な見直しの議論が行われているところである。
- ・ そうであるならば、極端な例であるが、創業直後で監査等を一切受けていない会社が、一種業者を利用して資金調達を行うことは出来ないという理解でよい。現行の日証協の店頭取扱有価証券に係る制度は、開示等についてある程度厳格に行われて企業を想定した規定振りになっていると認識している。創業直後のベンチャー企業の資金調達に、一種業者は関与できないという理解でよい。
- ・ 適格機関投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘という位置付けであれば関与できる。
- ・ ベンチャーキャピタルの中でも、適格機関投資家ではない社は複数存在している。一般的なベンチャーファイナンスは、上場企業ではない事業会社や所謂エンジェル投資家を相手方として行われる場合も多いが、これに一種業者が関与することはできないという理解でよい。
- ・ 会社内容説明書等がない状況で、少人数私募において、証券会社が一般投資家に対する投資勧誘を行うことが可能かという趣旨であれば、現行の規則では、一種業者はそれを行

うことができない。

- ・ 一般的なベンチャーファイナンスでは、適格機関投資家以外の者からも資金の出し手を募っていくことになるが、これを一種業者等のプロが支援する仕組みが、ベンチャー企業側から見れば、現状では全く整備されていないことについて、強い問題意識がある。
- ・ 本日の論点には、「証券会社の役割」というテーマも含まれているが、それに関連し、ベンチャーファイナンスに証券会社が関与できる方向性を検討すべきではないかという問題提起と理解すればよい。
- ・ そうである。
- ・ 現行のGS制度は、証券会社が投資勧誘を行うという前提で制度設計が行われており、一般投資家に対して第三者である証券会社が投資勧誘を行うには、最低限の投資判断材料を提供する必要があるのではないかと考えている。現行制度はこのような観点で、適格機関投資家向けと一般投資家向けを区分して制度設計が行われている。
- ・ 現行制度の考え方は理解しているが、制度上の矛盾が生じているのではないか。例えば匿名組合を利用した出資を募る場合、ある程度の開示は必要になるものの、監査証明等は不要なはずである。一方、一種業者が株式により資金を集める場合には、厳しい要件がクリアされていなければ、関与できないというのが問題意識である。一般投資家向けの規制がもう少し緩和されれば、様々な方法での資金調達やコスト削減のイノベーションが発生するのではないかと期待している。
- ・ 一定の品質保証と言うか、資金調達を行う会社の情報を十分に投資家に与えない状況で、投資勧誘が行われても問題ないのかというのも重要な観点ではないか。非上場株式の流通を促す観点で、一般投資家を対象とした場合、情報開示として最低限何が必要か、十分に議論していただきたい。
- ・ 金商法において、投資家のリスク負担能力や投資知識等を考慮した投資勧誘を行うことが義務付けられているため、そこから逸脱しない範囲であれば、適格機関投資家ではない者に対しても出資を募る仕組みの整備を検討できるのではないか。現状では、一定の要件を満たさない限り、一律に投資勧誘を行えないため、ベンチャー企業の資金調達のうち、すくい切れていないニーズがたくさんあるのではないか。

(事務局より資料に基づき、「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。」、「4. 証券会社の役割をどのように考えるか。」について説明が行われた。)

- ・ まずは論点3について議論したい。
- ・ 現行の金商法は、日証協が投資勧誘を禁止している銘柄と、禁止していない銘柄とを区別し、禁止していない銘柄についてインサイダー取引規制を適用している。インサイダー

取引規制が適用されないようにすることが理想的であるが、これは難しいということであれば、インサイダー取引規制の適用に係る考え方を見直してはどうか。現行のインサイダー取引規制は、極めて技術的に作られており、例えばある発行会社に重要事実として列挙されている事項が発生した場合、当該発行会社が2以上の報道機関に通知するといった公表の要件を満たすための手続きを積極的に行わない限り、たとえ全国民が当該事実を把握していたとしても、公表されたとは判断されない。これは制度設計の明らかな問題点であると考えているが、それを理由に無視できるものでもないだろう。

したがって、証券会社がある会社を新制度の銘柄として指定しようとする場合、当該会社に対して適時開示を行うことを一義的に要請させ、拒否された場合には、投資勧誘の対象者が内部者又は情報受領者でないことを確認したうえで、投資勧誘を行うという制度設計を考えている。内部者については、当該会社の役員や経理部長等、かなり明確に判別できる。一方、情報受領者については、明確な線引きは難しいため、注文を受ける際に、内部者から重要事実を受領していない旨の誓約書を提出させるといった方法が現実的ではないか。そもそも、GS制度や新制度の銘柄に対して、インサイダー取引規制を適用する必要性自体を疑問視しており、仮にインサイダー取引規制の適用を撤廃しても、何ら問題ないと考えているが、現実に応用されてしまっている以上、証券会社がインサイダー取引を助長していることにはならないよう、一定の義務を課すことを提案している。

それから、会社内容説明書には、一定の意味があると考えるが、新制度において、その作成義務を担うべきであるのは、発行会社ではなく証券会社であると考える。

- ・ 東京証券取引所のマザーズ市場においてもやや不明確な点であるが、スタートアップの際の募集において、必要な情報開示を定義したうえで、実績等といった、会社情報の開示の必要性を明示する必要があるのではないか。会社法の規定では1年以内に決算を行うこととされているため、事業年度の設定の仕方によって、極端な例では、1か月分の決算を2回行うことで、2期分の財務書類を用意できてしまう。この財務書類について監査を受けるとしても、（創業から）1か月の段階であれば、資産の部には現金、資本の部には株式しかなく、監査しようがないことも考えられる。これまでの情報開示のルールは、既に事業内容が稼働している会社を想定して作られており、これから事業を開始する段階の会社に、どのような内容を開示させるのかという問題がある。これは、インタangibleアセット（無形資産）の価値算定とその証明にも関わってくる問題であるため、スタートアップの際の情報開示について、どの程度の期間が経過したら開示を求めるのかといった点について、議論しておく必要があるのではないか。個人的には、スタートアップの際に新制度を利用する必要はなく、創業段階の募集は関係者のみで行い、ある程度経営が軌道に乗ってからについては、多くの投資家が参画できるよう、オープンな仕組みとするのが本来

の姿ではないかと考える。

- ・ 現行制度では、一般投資家に対して投資勧誘を行う場合、スタートアップの段階でも会社内容説明書を提示する義務がある。また、会社内容説明書についても、1年以上の期間に係る監査証明が必要であるため、創業直後の企業がG S制度を利用して一般投資家から資金を集めることはできない。しかしながら、適格機関投資家に対してであれば、会社内容説明書等を提示する必要はなく、投資勧誘が可能となっている。創業時の資金調達は、所謂縁故募集が殆ど殆どであると聞いており、一般投資家に対して投資勧誘を行うケースはそれほど想定できないのではないかと考えている。
- ・ 「一般投資家」の定義について確認したいが、不特定多数という意味ではなく、適格機関投資家に該当しない者という理解でよいか。例えば非上場の大企業であっても、一般投資家に含まれるのか。
- ・ 後者を想定しており、現行規則もそのような建付けとなっている。
- ・ そうであるならば、例えば数千億円の純資産がある等、明らかにリスク負担能力がある非上場の大企業が相手方であっても、一種業者は、監査済みの会社内容説明書等を提示できない限り、投資勧誘できないということか。
- ・ そうである。その例における大企業が適格機関投資家ではなく、一般投資家である限り、投資勧誘できない。
- ・ 明らかにリスク負担能力等がある者に対してであっても、一律に定められた要件を満たさない限り、投資勧誘できない制度になっていることへの問題意識から申し上げている。
- ・ 現行の金商法では、例えば有価証券の残高が10億円以上といった一定の条件を満たした法人も、金融庁長官に届出を行うことで適格機関投資家になることができる。
- ・ 多額の資産を有していても、適格機関投資家の届出を行っていない者は少なくないだろう。こういった者が、適格機関投資家ではないという理由で除外されてしまうのは如何なものか。
- ・ 証券会社による一般投資家向けの投資勧誘に一定の規制が必要であるのは、不特定多数の者を相手に投資勧誘を行うため、投資勧誘の対象となる銘柄の発行会社からすれば、これまで全く面識のない者も含まれるためである。当該発行会社とよく面識のある者に出資を募りたいのであれば、例えば相手方を49人以内に抑えれば少人数私募として資金調達を行うことができるので、当該発行会社の自由意思に委ねれば良いだろう。しかし、証券会社による一般投資家向け投資勧誘で、不特定多数の者に出資を募るのであれば、当該発行会社に関する最低限の開示書類が必要になるのではないか。
- ・ 現状のG S制度のように、縁故募集的な私募が殆どということであれば、そもそも制度そのものが不要という論理展開になるのではないか。
- ・ 一般的にベンチャー企業は中小企業であり、成長を目指すため、オーナーが議決権の大

半を掌握し、主体的に経営を行っているのが実態ではないか。株式による出資を広く募れば、当該企業に一定の規模がない限り、オーナーの持ち分は少なくならざるを得ないため、そもそもベンチャー企業の経営者に、広く一般投資家を対象とする株式による資金調達のニーズがあるのだろうか。

- ・ 米国では、設立から1年未満のベンチャー企業が、数十億円の資金調達を行った事例が多数ある。日本においても、最近の事例では、ライフネット生命保険が創業から間もないにも関わらず約132億円の資本を集め、上場も達成した。日本では、法律上、業として株式を取扱えるのは第一種金融商品取引業者だけであり、未公開株については取扱いが原則禁止だったとすれば、そうした巨額な資金調達に関して今まで見過ごされて来たニーズが相当規模あってもおかしくないと考えている。

一般投資家向けの投資勧誘を、完全に自由化すべきであるとは考えていないが、現行制度は、それほど資金やリスク負担能力を有していない者を対象として問題ない水準を設定している印象である。これでは、適格機関投資家ではないが、一定以上の資金やリスク負担能力を有している者をカバーしきれていないのではないかな。

- ・ そういった問題意識であれば、TOKYO AIM のような特定投資家向け市場を活用すれば解決するのではないかな。募集を行う場合には、有価証券届出書を作成・提出する必要があるため、証券会社が関与・支援することになる。また、募集を行うのであれば、将来的には上場を目指すことになるだろう。開示を全く行わないが、多くの投資家に出資を募り、多額の資金を集めたいということであれば、無理があると考える。
- ・ 米国では実際に、そういった資金調達が行われているのではないかな。米国の規制は、どのようになっているのか。
- ・ 米国の場合、自衛力認定投資家という日本の特定投資家に酷似したカテゴリーがあり、当該投資家を対象とした投資勧誘が、募集に該当しないものとして行われている。日本でも同様に、特定投資家向けの投資勧誘は募集には該当しないため、特定投資家向けの投資勧誘を行い、TOKYO AIM のような特定投資家向け市場に上場すれば、米国において自衛力認定投資家から資金を集め、ピンクシートに登録するのとはほぼ同様である。
- ・ ベンチャーキャピタルの実感としては、何らかの制度的な問題により、ベンチャー企業が資金調達に難儀しているという印象はない。
- ・ 何らかの規制の存在により、様々な方法による資金調達が実現できないということであれば、不要な規制を排除するべきではないかという主張であると理解している。しかしながら、そういった実態があるとは想定し辛い印象である。

非上場株式の取引という観点で、発行会社側に何を義務づけるべきなのか。現行のG S制度では、情報開示という観点で、会社内容説明書の作成や適時開示を要求しているが、新制度においても、同様の義務を課す必要があるだろうか。

- ・ 監査を受けていない財務情報を基に、投資勧誘を行うことは禁止すべきではないか。上場企業に限らず、非上場企業であっても、おしなべて情報開示を行わなければならないというのが法の基本的な考え方であるが、罰則規定がないため、非上場企業は情報開示を行っていないというのが日本の現状である。そのため、情報開示を行うというのが前提であり、世界を視野に入れるのであれば、開示された情報が正しいことを担保する会計監査は不可欠であると考えている。それから、開示や会計監査の具体的な内容として、何期分の会計監査を求めるのか、遡及監査を認めるのか、スタートアップから何カ月程度の実績を求めるのか、といった点についても検討する必要があるのではないかと考える。無形の部分を含めた、本当の会社価値を開示できれば理想的であるが、実際には難しいため、実績の考え方をきちんと議論しておく必要があると考える。
- ・ 旧リージョナル区分の銘柄の発行会社は、監査済みの財務諸表を開示していたのか。
- ・ 有価証券報告を提出している会社が殆どであり、更に、日証協の自主規制規則において、店頭取扱い有価証券に該当するための要件として、監査証明を求めているため、問題ないと考ええる。
- ・ 旧リージョナル区分が存在していた時期にはできていたことが、新制度ではできなくなるという事態は避けたいところである。
- ・ 同様の問題意識を共有している。旧リージョナル区分の銘柄の発行会社は、有価証券報告書を作成し、会計監査を受けているため、開示上の問題はないだろう。現行のG S制度の指定銘柄の発行会社についても、日証協の自主規制規則において、1年以上の事業活動が続けたうえで会社内容説明書を作成し、会計監査を受けることを最低要件とすることで、情報開示とその信頼性を担保している。
- ・ G S制度について、会計監査を義務付けている点を評価している。縁故による出資を募る事例を数多く見てきたが、そもそも決算書や事業計画書すら作成しない、作成したとしても、その信頼性が担保されていないといった杜撰なケースが幾つもあった。会計監査が行われていれば、出資者は安心感が得られ、第三者の目が入ることで会社経営にも緊張感が生まれる。しかし、開示義務が重くなったことにより、開示や監査に必要なコストが膨れ上がり、調達できる資金と見合わなくなったため、衰退していったのが現行のG S制度であると認識している。これを踏まえ、できる限り低コストで合理的に、決算書類や事業計画書に一定の信頼性を担保していただきたい。

それから、ベンチャー企業という観点では、上場を目指す道筋を阻害しないようにするという考え方ではなく、実際に上場するかどうかは別として、新制度を利用することで、上場に必要なステップを踏むことができ、上場しやすくなるように制度設計を行うべきで

はないか。確かに新興市場の上場基準は緩和されているが、決して低いハードルではないだろう。縁故よりももう少し広い範囲で資金を募ることができる市場を整備することで、上場への架け橋としてはどうか。

- ・ 議論の進め方について意見を申し上げたい。資料の6ページにおいて(G S 銘柄は)「比較的投資リスクが高い」とあるが、上場銘柄がフルで投資家保護が図られているという前提で、それと比較してどのように投資リスクが高いのか、また、そもそも投資リスクとは具体的に何を指しているのかを明確にする必要があると考える。

仮に発行会社の事業に対するリスクを指しているのであれば、上場銘柄であってもG S 銘柄とそれほど差はなく、とりわけ旧リージョナル区分の銘柄であれば、何ら差がないだろう。これについては、適合性の原則の観点で判断し、リスク負担能力の十分な投資家には販売し、不十分な投資家には販売しない(勧誘しない)こととすれば解決する問題であり、制度設計の問題ではないだろう。

一方で、投資家保護という視点からのリスクということであれば、投資家保護は、十分な情報開示と不公正取引の防止により担保されると一般的に考えられていることを踏まえ、最低限必要な事項をどのように設定するのか、投資家保護の観点でやや劣るということをも十分に説明する前提で投資勧誘を認めるのか、それについて何らかの別の方法で補うのか、などといった点について、議論すべきではないか。これまで議論されていた監査についても同様であり、監査を受けていない発行会社も新制度の対象とするのであれば、その代替として何を求めるのか、求めないのであれば、投資勧誘可能な範囲をどのように設定するのか、といった論点になるのではないか。このように、リスクの内容そのものを検討し、その内容に応じて議論を進めるべきではないか。

- ・ 証券会社の役割を含めた議論に移りたい。現行のG S 制度では、取扱証券会社が指定銘柄の審査、売買気配・取引価格の報告といった義務を担っているが、新制度ではこれをどのように考えるのか。また、取扱証券会社の制度をどのように考えるのかといった論点があるだろう。
- ・ 所謂勝手売買(売買される銘柄の発行会社が関知しない状況での取引)を想定するのであれば、何らかの義務を課すという考え方そのものが矛盾しているのではないか。情報開示は重要な観点であるが、あくまで勝手売買を認めないという前提においてである。

先ほどから新制度を利用する発行会社にとってのメリットという観点で、新制度の制度設計を考える意見が多いが、新制度の制度設計について考えるに当たっては、現に非上場株式を保有している投資家の売却処分機会が、金融商品取引法と日証協の自主規制規則によって、事実上奪われている状況に対する問題意識を忘れてはならない。従って、一定の範囲で勝手売買を認めるべきであり、それに伴い、義務を課すという考え方を払拭する

べきであると考える。

- ・ 現行のG S制度には、取扱会員と準取扱会員という区分があるが、これを参考に、主体的に投資勧誘を行うのか、単に注文を取り次ぐのかによって、証券会社の役割を分けて考えてはどうか。現行のG Sの投資勧誘は、適合性の原則や投資家保護の観点から、かなりハードルが高く、最近発生した不祥事を鑑みると、そういった不安要素をクリアできる、ある程度厳格な制度でなければ、証券会社が取り組むのは難しいだろう。また、費用負担の問題も関係してくるだろう。現行よりも費用対効果が改善されるよう、制度設計を行わなければ、結局殆ど利用されないことになりかねないと危惧している。
 - ・ 現行のG S制度における取扱会員と準取扱会員とは、それぞれどのような概念か。
 - ・ 取扱会員も準取扱会員も、G Sの投資勧誘については行うことができる。取扱会員は、新たにG Sを指定するため、本協会へ届け出を行った者であり、その際には当該銘柄の審査を行うことが義務付けられている。G S制度は、投資勧誘を可能にするための制度であり、顧客からの注文を取扱会員や準取扱会員へ取り次ぐだけであれば、全ての証券会社が行うことができる。
 - ・ 注文を取り次いでも買い手が見つからず、結局売却できないのが実態である。G Sの投資勧誘を、取扱会員と準取扱会員に限定する必要はないのではないか。
 - ・ G Sの取扱いには、一定のコストが必要であるが、売買しようとする者は殆どいないため、正直に申し上げて、採算が取れない。こうした採算の問題がネックで、取扱証券会社が増えないだけであり、投資勧誘可能な証券会社を広げることにについては、反対意見はないのではないか。
 - ・ 所謂問題のある証券会社を排除する必要はないだろうか。
 - ・ 取扱会員に関する制度を設けても、会社ぐるみの不正であれば、日証協の審査によりそれを見抜くのは、ほぼ不可能ではないか。未然に防止・排除するよりも、見つかった場合には徹底的に排除するという考え方のほうが現実的ではないか。
 - ・ 新制度を、非上場株式の流通のための制度と考えるのか、一つの市場として考えるのか、悩ましいところである。一つの市場として考えるのであれば、大手証券会社を含め、証券会社全体をどのように巻き込んでいくのか、また、投資家保護をどのように確保するのかという点が非常に重要になってくるだろう。それをクリアしたうえで、流動性の確保といった議論に発展してくるのだと考えている。
- 一方、単なる非上場株式の流通のための制度と考えるのであれば、どの証券会社でも扱えるよう、最低限のインフラや制度を整備するが、それを利用するかどうか、また、投資家の適合性といった取り組みのあり方については、各証券会社の判断に委ねることになる

だろう。例えばベンチャー企業の銘柄に特化した証券会社、旧リージョナル区分のような銘柄に特化した証券会社等、それぞれの特色を出し、制度を発展させていくイメージになるのではないか。

- ・ 証券会社の役割をどのように考えるのか、どのようなインフラを整備する必要があるのか、といった議論を行うためにも、まずは新制度の位置付けを明確にしていきたい。これまで、殆どの証券会社は、採算性等を理由とした経営判断により、G Sを取り扱ってこなかったが、新制度の位置付けさえ明確になれば、証券会社全体としての役割という観点で、証券会社各社が自社にできることを検討するだろう。
- ・ 非上場株式を現金化したい、自由に取引したいというニーズが存在しているのは事実であり、そのための仕組みが一定の資金調達にも利用できるのであれば、尚有意義だろう。こうした社会的な要請に応える仕組みが、現状の日本には存在しないため、その整備について考えるというのが、本懇談会における議論の原点であると考えている。これまでのG S制度に期待されていた役割・位置付けにやや固執した印象を受ける意見が散見されるが、非上場企業の株式を流通させるための仕組みをどのように整備するかという観点で議論を進めるべきであると認識している。

論点4では、その仕組みにおいて、証券会社はどういった役割を果たすべきであるのかについて、意見を伺いたい。現行のG S制度のように、売買気配・取引価格の公表や、新規指定銘柄の審査を義務付けてしまうと、コスト負担が厳しいようであるが、では、証券会社としてできることはどんなことだろうか。

- ・ 非上場企業の株式の取扱いという観点では、当社では店頭取扱有価証券として、複数の銘柄を取り扱ってきた実績がある。ベンチャー企業の育成という観点でも、I P Oの事例に限らず、日証協が定める非上場株式の取扱いの範疇において、取り組みを行ってきた。当社に限らず、証券界は、各証券会社の考えに基づき、非上場株式の取扱いを行ってきたと認識している。
- ・ それをもう一段進めるための提言を伺いたかったところである。

- ・ 証券会社が取り扱える非上場株式の定義を若干緩めるという方向性で議論が進んでいるようであるが、もう一つ、例えば日証協が適合性を認める場合等を要件として、取引方法に関する例外規定を設けてはどうか。具体的には、市場には新しいビジネスモデルを生み出す力があるので、提案があったビジネスモデルを日証協が審査し、問題ない場合には新たな取引方法として認められる旨の規定を設けることを御検討いただきたい。

それから、「ブランドの自由化」について提案したい。「グリーンシート」という名称を使い続けるべきであるのかという論点とも関係してくるが、例えば、現行のG S制度に

含まれるような、ある意味一般的な銘柄の取引については、「グリーンシート」という名称を利用するが、それ以外の銘柄には「グリーンシート」という名称を用いず、取扱証券会社が設定したブランドを利用することができる、といったイメージである。

以上、新しい裁量の余地を残しておくこと、ブランドの自由化を認めることの2点を提案したい。

- ・ 「ブランドの自由化」について、もう少し詳しく御説明いただきたい。
- ・ 規則に定められているのか、単なる市場慣行であるのかは存じ上げないが、現行のGS制度に指定されている銘柄は、「グリーンシート」という名称を利用しなければならないことになっていると認識している。非上場企業の取引について、様々なニーズがあると考えているが、本懇談会においてその全てを把握し、カバーするのは無理だろう。そういった想定していなかったニーズや、市場メカニズムが生み出した新しい取引の仕組みを吸収できる余地を残し、それらが競争し合えるような仕組みを整備するべきではないかという趣旨である。
- ・ 不要な規制を課すことなく、様々な取引の仕組みが出てくることに寛容な制度設計を行うべきであるという趣旨だろうか。
- ・ そうである。更に、「グリーンシート」という名称には、良くも悪くも現行制度の様々なイメージが染み付いているため、利用を義務付けないでいただきたいという趣旨である。
- ・ 柔軟な制度設計という方向性を支持したい。しかしながら、証券業界としてどの程度の許容範囲を認めるのかについては、業界としての政策判断が必要だろう。例えば、A証券会社が取扱証券会社となっているマーケットでは、売買気配が公表されており、適時開示も行われているが、B証券会社のマーケットではそういったことが全く行われず、他社に注文を取り次がない等、支離滅裂な対応が取られる可能性もある。業界全体としてどうあるべきかを考える必要があるのではないか。

それから、証券会社の役割としては、発行会社との関係も重要な観点になると思う。例えば、新制度の銘柄であるためには、監査を受ける必要があるということなのであれば、証券会社は、監査を受けるよう促す必要があるだろう。もし発行会社の都合により、突然監査を受けることを止めてしまい、新制度の銘柄でなくなってしまうと、当該銘柄に投資した多くの投資家は、売却が難しくなり、迷惑することになることもあるかもしれない。そのような発行会社への働きかけは、上場の場合には証券取引所が担う役割であるが、GS銘柄の場合は、取扱証券会社の役割と言えるだろう。

- ・ 非常に重要な指摘である。今の例とほぼ同様のケースを目の当たりにしたことがあるが、売却のしようがなく、非常に困っていたという実態がある。投資家保護の観点から、突然の退出を防止し、もし発生した場合にも一定の流通を可能とするための手当てについて、

検討が必要ではないか。

- ・ 証券会社が取引の場を提供し、その運営を担う仕組みである以上、長期的な制度運営を実現するためには、証券会社の負担の軽減は不可欠である。先ほど、会社内容説明書の作成義務を証券会社が担うべきであるという意見が挙げられたが、会社内容説明書が作成するためには、発行会社の協力が不可欠である。発行会社から寄せられた情報を信じて、証券会社が会社内容説明書を作成した結果、例えば粉飾等が発覚した場合、その責任を第一義的に取るべきであるのは、証券会社ではなく発行会社自身だろう。先ほどの会社内容説明書の作成義務を証券会社が担うべきではないかという趣旨の発言は、どのような意図に基づいてのものか、お聞かせいただきたい。
- ・ やや混乱しているが、ひとまず、有価証券報告書を作成している会社については、証券会社が付加的な情報を用意する必要はないだろう。問題は有価証券報告書が作成されていない場合であるが、この場合、現行制度では、証券会社が発行会社に対して会社内容説明書の作成を要請することになるが、拒否された場合には、証券会社の責任により、当該発行会社の会社説明書の作成を認めても良いのではないか。有価証券報告書、発行会社自身の作成による会社内容説明書、証券会社の作成による会社内容説明書の3段階を想定するイメージである。
- ・ 証券会社の役割に関する議論において、取扱会員制度は不要ではないかという意見が挙げられたが、最近、所謂問題のある証券会社や、当該証券会社による不祥事が散見される。もし取扱会員制度を廃止してしまうと、例えば不適切な勧誘等が横行しても、有効な対策を取れなくなる可能性があり、結果として投資家に多大な迷惑をかけることになりかねない。こういった事態に備えた制度設計が必要な事情が存在していることを、議論の前提として御理解いただきたい。

以 上