

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

平成 24 年 3 月 14 日

日本証券業協会

<前提となる確認>

現行のGS制度をどのように評価するか。

- ◆ GS懇において、現行のGS制度を定量的・定性的な現状確認を行ったところ、同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売買が行われていない点、新興市場等へ上場できたGS銘柄の発行会社は11社にすぎない点等が確認された。したがって、現行のGS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。

【GS懇における検討結果（事務局案）】

本懇談会においては、上記内容につきコンセンサスが得られた。なお、今後取りまとめられる本懇談会の報告書では、過去の規則等改正により上場会社並みの規制をかけたことで、旧リージョナル区分の売買のような、所謂勝手売買が行われていた仕組みが排除されることとなり、主に投資家からの社会的要請があるにも関わらず、大きなミスマッチが生じた点も確認された旨記載することとする。

◎ 第3回までのGS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、GS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。
- ・ GS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、GS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。

◎ 第4回、第5回のGS懇における委員等からの御意見等

- ・ GS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と。急成長を果たし、い

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

ずれば本則市場に上場するという前提の企業であれば、所謂新興市場への上場を目指すべきだろう。GS制度は、IPOのための予行演習と位置付けられていた印象である。

- ・ 「前提となる確認」において、旧リージョナル区分の地方における使い勝手の良さについても記載してはどうか。ほとんど資金調達を行わず、上場を目指すこともないが、ある程度株式を流通できる仕組みがほしいという社会的要請があるにもかかわらず、上場会社並みの規制をかけたことで、大きなミスマッチが生じた点について加筆してはどうか。
- ・ 現行のGS制度は、発行会社にとっては、一定のメリットはあるものの、負担もかかる制度であり、既存株主にとっては、自らの株式を売ろうにも、証券会社の仲介が無ければ、買い手を見つけることすらできず、世界に例を見ないような規制が入っているため、結局売却先を見つけられないという状況になっている。

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

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。

【GS懇における検討結果（事務局案）】

本懇談会においては、ピンクシート等の非上場株式の流通状況の確認を行い、米国において、一般的にピンクシートがナスダック等へのステップ市場であるという認識がない点や所謂ベンチャー企業は直接ナスダック等へ新規上場を目指しているケースが多い点が報告された。このような認識のもと、我が国の現状を考察した場合には、現在、各証券取引所に開設されている、所謂新興市場の上場基準は財務基準（売上高、利益、純資産）を求めているものも多く、上場可能な発行会社の規模に関しては柔軟化が進展し、所謂上場市場へのステップ市場としての役割を期待してGS制度を創設した、平成9年当時とは環境が大きく変化している。

また、本懇談会では様々な市場関係者と意見交換を行ったが、平成17年のインサイダー取引規制等の適用に伴う規則改正により、現在、実質的に証券会社がGS銘柄として取扱うことが不可能となった、地域密着型企業が発行する株式の所謂勝手売買を可能とする必要があるとの委員等の意見が多数を占めた。一方、現行のGS制度を利用する主な対象として想定されている、所謂ベンチャー企業の株式の発行や流通については、引き続き証券会社が介在し、非上場会社の資金調達等に資することにつき、委員等から異論は無かった。

以上を踏まえると、GS制度の見直し後の新たな制度（以下「新制度」という。）では、現行の主な役割であると共通認識されている、上場市場へのステップ市場としての位置付けを殊更に謳う必要はなく、過去の規則等改正において不可能となった、勝手売買が可能となるような制度となることも留意したうえで、利用する発行会社の事業内容等にコンセプトを置かず、非上場会社の発行・流通に幅広く利用されるよう制度設計を行うこととする。

【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）

◎ 第1回から第3回までの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

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

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、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、制度面の違いがあって当然であるし、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。
- 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と。

◎ 第4回、第5回のGS懇における委員等からの御意見等

- GS制度には端的に「自由」を求める。現状では、GS制度自体が金融商品取引法に組み込まれているが、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すような新たな制度設計は避けるべきである。
- 制度自体の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。
- 形骸化した、適時開示規制やインサイダー取引規制の適用の撤廃により、旧リージョナル区分の復活を強く打ち出すべきであると強く感じる。
- GS懇においてプレゼンテーションを行った今村証券とみどり証券では、そもそも取り扱っている発行会社が全く異なっており、それぞれのビジネスモデルも異なっている。

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

どちらかを否定する必要はないと考える。

- ベンチャー企業のための市場等、限定された目的を設定してしまうと、柔軟性に欠ける仕組みになってしまう。非上場株式の売買ができるようにする仕組み程度の認識で制度を整備すれば、例えば、ベンチャー企業が成長過程の選択肢の1つとして利用する等、汎用性のある仕組みとなるだろう。

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

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。）

【GS懇における検討結果（事務局案）】

本懇談会において、現行のGS銘柄が縁故者に対する募集により資金調達が行われる事例が多く、かつ、売買が殆ど行われていないことから、そもそも、非上場株式を流通させる必要性について指摘があった。この点については、発行時に取得した投資家における状況に応じた換金の必要性、流通面が機能することに伴う発行面の利用拡大や取得価格の相続税等評価への利用可能性及び株主優待の取得ニーズが委員等より挙げられ、本懇談会において、このような社会的要請に応える非上場株式の売買を可能とする枠組みが必要であるとのコンセンサスが得られた。

また、上場株式が公の場で自由に売買されることが可能である一方で、投資判断材料の提供体制の点から、非上場株式の流通については、（現行のGS銘柄のように）実際に取得する投資家が狭い範囲になりやすく、比較的投資リスクが高いことが指摘され、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を十分に検討する必要がある点についてコンセンサスが得られた。

その他、例えば、現行のGS銘柄では譲渡制限を付されていないことが指定条件となっているが、非上場株式は会社法上の譲渡制限が付されていることが一般的であり、かつ、実際にはそのような株式の売買が行われている事例が多数あることを踏まえ、新制度の設計に当たっては、幅広い発行会社の利用や流通を目指す観点から、譲渡制限を付されている非上場株式の売買（投資勧誘）も必要な手続きを踏まえたうえ、可能となるよう検討する点についてコンセンサスが得られた。

なお、流通性が向上することにより、反社会的勢力と関係を有する可能性が高まるとの意見が挙げられたが、新制度が本協会の管理下にある点及び証券会社が投資勧誘を行うことにより非上場株式の売買が可能となる制度であるため、顧客は証券会社に口座開設を行う必要があり、口座開設時には、必ず本人確認・反社会的勢力該当性に係る審査が行われ、同顧客が反社会的勢力であることが判明した場合には口座開設を行わない点から、反社会的勢力の排除については、現行のGS制度同様に手当されることとなることが確認された。

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

【現行】

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

◎ 第1回から第3回までのG S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。
- ・ G S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。
- ・ 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、G S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。
- ・ G S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いってしまった。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。
- ・ 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。

◎ 第4回、第5回のG S懇における委員等からの御意見等

- ・ 上場市場とG S制度では、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流通させることになる。一方、G S制度において、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。このような違いを理解した上で、議論を進めていく必要がある。
- ・ 非上場株式は、上場株式よりもリスクであるため、参加可能な投資家をきちんと線

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

引きした市場とするべきだろう。

- 発行会社が常に買い取り等に応じてくれるとは限らない以上、やはり、非上場企業株式の流通市場は必要だろう。ある程度株価が下がったとしても、売買すらできない状況の方が問題である。
- 反社会的勢力の排除については、シンプルに考えればそれほど問題ないのではないか。反社会的勢力は、基本的に証券会社に口座を開けないし、証券会社は、反社会的勢力の口座を発見した場合には、口座を閉ざさなければならないこととなっている。以上により、証券会社が取引に介在するという原則が貫かれている限り、反社会的勢力が簡単に入ってくることはないはずである。
- 譲渡制限の有無と非上場企業の株式の売買の可否は、関連付ける必要のないテーマではないか。
- 自由化の方向で、制度設計を考えるべきであると考えている。その趣旨からすれば、譲渡制限が付されていない株式しか取引できないとするのではなく、譲渡制限が付されている株式であっても、取引可能とする方向で制度設計を考えるべきではないか。

グリーンシート銘柄制度の抜本的な見直しの方向性について

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。

◎ 第1回から第3回までの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ルーポンの株式は、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合は必要ではないか。
- ・ 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。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。

◎ 第4回、第5回のG S懇における委員等からの御意見等

- ・ 過去において、上場会社の規制をそのまま非上場企業にも適用することが健全であるという短絡的な考え方にに基づき、非上場株式に上場株式と同じような規制をかけていったことが、非上場株式の流通を冷やしてきたことの根本的な原因になっている。
- ・ G S銘柄に指定されても小規模な売買や資金調達しかできないにも関わらず、非常に重いコスト負担を強いられることは、重要な論点だろう。
- ・ 流通が整備されなければ、購入した株式を売却することができず、多くの顧客が迷惑

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

を被ることになるという点は消費者側のマインドだろう。

- ・ インサイダー取引規制は、本来は高度な流通市場における非常に特殊な不公正取引規制であり、高度な流通市場が存在している銘柄に対してのみ適用すべきである特殊な規制である。それをほとんど流通のないGS市場に適用してしまったことから、様々な弊害が発生したのだと考えている。適時開示制度がなければ、詐欺が横行するという考え方は、全くの誤解ではないか。

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

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、GS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GS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、GS銘柄を取扱わない旨が記載されている現状である。

◎ 第1回から第3回までのGS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はずである。
- ・ GS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