

第7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 6 月 7 日（木）午後 4 時 30 分～5 時 50 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	○ 「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」 報告書の取りまとめについて
配 付 資 料	・ 「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書（案）

【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検討に係る懇談会』報告書（案）」（以下「報告書案」という。）に基づき説明が行われた後、以下のとおり質疑応答・意見交換が行われた。

- ・ 2点確認したい。まず、報告書案本文5ページの「新たな枠組み」と金融商品取引法（以下「金商法」という。）との関係についてであるが、現行のグリーンシート（以下「GS」という。）銘柄は、金商法上の取扱有価証券と事実上同義であるが、「新たな枠組み」は取扱有価証券には該当しないものも含んだ枠組みと理解しているが、相違ないか。

それと関係して2点目であるが、新たな枠組みは、第一部である取扱有価証券、すなわちGS銘柄と、それ以外の第二部、すなわち「新たな枠組み」という二部構成のようなイメージの枠組みになるのか、それとも、現行のGS銘柄制度を廃止し、先ほどの第一部に該当するかもしれないようなものも含めて第二部の「新たな枠組み」として扱うのか、どのように考えればよいのか。

- ・ 1点目の金商法との関係については、報告書案において適時開示や会社内容開示といった論点が挙げられているが、今後、これらの具体的な検討が進んだ段階で整理される事項ではないかと考えている。

2点目についても、今後の具体的な制度設計に関する検討において整理される事項であり、現段階では結論は出していないが、報告書案において会社内容説明書が必要である旨の方向性について提言していることから、それが覆らない限りにおいては店頭取扱有価証券に該当すると思われる。現行の規則では、店頭取扱有価証券の一般投資家に対しての勧誘は発行時のみ可能とされているが、今後これを踏まえて流通時の投資勧誘についても検討していくことになると思われる。

- ・ 2点質問したい。報告書案では「新たな枠組み」について、会社内容説明書等による開示義務を課すという前提であるにもかかわらず、投資家の範囲を限定しようとしている。これは適時開示義務を緩和するための手当てと理解すればよいか。

それから、「新たな枠組み」が保有している株式の処分の機会を与えるための仕組みであると考え、投資勧誘に必要な会社内容説明書の作成を発行会社の役割とした場合、当該発行会社による既存株主の保有している株式の売却の阻止が可能になってしまうため、本当に問題ないのか疑問が残る。

会社内容説明書の作成を義務づける点については、新たに取得する投資家の保護という観点からは非常に望ましいことであるが、報告書案本文7ページの「発行会社が作成した会社内容説明書『等』の使用を義務付ける方向」の「等」は具体的に何を想定しているのか確認したい。

また、会社法上の大会社の場合、会計監査人による監査を受けており、更に当該会社の株主は計算書類や事業報告書を入手できることから、そういったものを会社内容説明書の代替として認めることや、必ずしも無限定適正意見であることを求めないといった考え方も取り得るのではないかと考える。

- ・ 本懇談会における検討結果では、適時開示を緩和する方向性で今後の具体的な制度設計の議論を行うこととなっていると認識している。投資勧誘の対象となる投資家を限定する趣旨は、御認識の通り、そのために考えられる手当てである。一方で、これを「限定された投資家」と表現してしまうことにより、「新たな枠組み」の目的である非上場株式の発行・流通における幅広い利用と平仄が合わないのではないか、という指摘が考えられる。しかし、「限定された投資家」の意味するところは、発行体と何か馴染みがあるという共通点を有しており、そういった者を想定するのであれば、発行体による適時開示が行われずとも投資勧誘可能と整理している。

続いて、報告書案本文7ページの「等」についてであるが、これは有価証券報告書を想定している。第5回の本懇談会における今村証券㈱のプレゼンテーションによれば、過去に旧リージョナル区分が存在していた頃、所謂勝手売買のニーズは、有価証券報告書を提出しているような比較的大きな企業の株式に集まっていたと報告されていた。また、第6回においても、会計監査を受けることにより第三者の目が入り、社内体制の整備について、一定の水準が確保されることが期待できる旨の意見があった。以上を踏まえ、有価証券報告書を提出している継続開示会社を想定し、会社内容説明書「等」としている。会社法上の計算書類等の利用は報告書案において想定していないが、今後の具体的な制度設計に関する議論における検討項目として挙がる可能性も考えられる。

- ・ 例えばある発行会社の所在地や事業エリアと同じ地域に住んでいる者であれば、当該発

行会社について様々な情報を得られると考えられることから、そういった者を投資勧誘の相手方とする限りにおいては、当該発行会社に適時開示義務を課す必要はないのではないかという論理であると理解している。

- ・ 「新たな枠組みの方向性」は非常に好ましいと感じているが、実現可能性は別として、更にもう少し創造的なことを考えている。例えば会社情報の開示について考えると、無限定適正意見を得た財務情報のみを開示することで、投資家に対する明確さを担保しているのが上場制度ではないか。「新たな枠組み」における同開示については、今後具体的な検討を行うこととされているが、例えば、限定付適正意見しか得られなかった財務情報や必ずしも一般に公正妥当ではない会計処理により作成された部分のある財務情報であっても、そのリスクの存在とその内容を開示することで売買可能とすることも考えられるのではないか。

もう一点、情報の重要性について考えると、経営規模の小さい発行体ほど、僅かな情報の公表が経営に影響する可能性が高い。例えば個人商店や零細企業といった、非常に地域に密着した発行会社の場合、特にその危険性が高いと考えられる。発行会社や投資家が何ら意識していない状況について、十分に配慮する必要があるのではないか。

- ・ 金商法におけるインサイダー取引規制は、所謂会社関係者が、職務によって知り得た重要情報に基づき取引を行った場合等、適用のための様々な条件・制約が付されており、違反となるシチュエーションが限定されている。しかし、同規制の適用条件について、詳細に理解している一般投資家は極めて少数だろう。例えば「新たな枠組み」が同規制の対象となる場合には、その事実のみ広く知れ渡り、実際に適用される状況が限定されていることについて認識されない可能性がある。新しい制度を構築し、目的通りに運営していくためには、大多数の一般投資家に誤解が生じないよう、平易な表現・説明で周知を図ることが非常に重要ではないか。
- ・ 先ほどの御意見は、「新たな枠組み」において、従来の上場市場等における株式取引とは全く異なる局面の株式取引も想定できることから、投資家が安心して自由に参加できるような投資環境を整備するための配慮が必要ではないかという趣旨と理解した。
- ・ 「新たな枠組み」は金商法上の取扱有価証券には該当せず、当然、金商法のインサイダー取引規制の対象からも外れると理解していた。どのように考えればよいのか。
- ・ 今後の具体的な制度設計に関する検討において整理される事項であり、現段階では結論は出ていないが、そういった結論も考えられるだろう。
- ・ 地方の中小企業や個人事業者の税務申告には、所謂青色申告、白色申告という区分があり、青色申告を行えば様々な税務上の特典を受けることができる。白・青の区分は、決算

書というよりも申告書の信頼性に基づいていると理解しているが、多くの非上場株式の取引は、こうした申告書に基づき算定された株価により行われているのが実態ではないかと認識している。「新たな枠組み」において、こうした実態を踏まえ、例えば青色申告書の別表から勘定明細までを開示することで会社内容説明書の作成を免除する等、現実的な手当てを検討する必要があるのではないかと認識している。有価証券報告書や会社内容説明書の作成を求め、更に会計監査を義務付けることが果たして現実的なのか、やや疑問が残る。

- ・ 報告書案1ページにおいて、制度を新設したり見直しを図ったりすると、他の様々な制度・場面に波及する可能性があることから、制度趣旨や利用状況を想定して、制度の新設や見直しを図るべきか、詳細に検討する必要があると認識している。

先ほど青色申告制度を活用してはどうかという旨の御提案があったが、同提案も他の制度への影響を含めて慎重に検討する必要があると認識している。なるべく使い勝手がよい制度にするためにも、今後の具体的な制度設計に関する検討については、十分に時間をかけて進めていきたいと考えている。

- ・ 本日のこれまでの意見を伺うと、報告書案本文7～8ページの「③会社内容開示」と「④適時開示」に議論が集中している印象であるが、当該箇所には、複数の論点が混在して記載されているのではないかと認識している。

ひとつめは、どのようなタイミングで情報を開示するかという論点であり、これについては、定期的に開示することで容認することも、所謂タイムリーディスクロージャーを求めることも考えられるだろう。ふたつめは、開示する情報の内容という論点であり、有価証券報告書を提出している発行会社であれば有価証券報告書を、それ以外の発行会社は、同書に準じた会社内容説明書を作成する旨が整理されている。

しかし、これらの論点と、その伝達方法、即ち証券会社の投資勧誘時における説明や情報提供は、別の論点ではないかと認識している。伝達方法については、証券会社から投資家への直接交付を徹底することも考えられるが、例えばホームページ等への掲載であっても、投資家が当該情報を閲覧できるという点では相違ない。両者の差異は、情報提供の徹底度合いだけであり、会社内容説明書の作成、投資家への提供が必要だからといって、直ちに証券会社の使用を義務付けると整理するのは、やや論理が飛躍している印象がある。

それから、監査報告書の添付を求める方向性については、これは入口（「新たな枠組み」への銘柄指定時）における要件を想定していると思うが、流通時の適格性の要件についても検討したほうがよいのではないだろうか。会計期間を重ね、監査を受け続けることにより、適正意見から意見不表明等になることも当然考えられることから、例えば適正意見でなくなった場合には流通を止めるなどといった手当てについても検討する必要があるのではないかと認識している。取引所の上場基準でも、意見不表明等になった場合の手当てをしており、今後

の検討においてよく考える必要があると思う。

また、会計基準については、有価証券報告書を提出している発行会社であれば、一般的な日本の会計基準に則り財務諸表が作成されているが、例えば「中小企業の会計に関する指針」の対象となるような会社の場合は、その指針に基づいた財務諸表しか作成していないため、負担軽減の観点から、その財務諸表でも要件を充たすという手当てをすることもあり得るのではないか。

- ・ 御指摘の内容を整理して検討させていただきたい。
- ・ 今後「新たな枠組み」について具体的な制度設計のための検討を行うことになるが、現状のG S 銘柄制度やG S 銘柄の今後の取扱いについて、報告書案において一切言及されていない点が気になるところである。方向感等について、多少なりとも言及してはどうか。
- ・ 報告書案の全体像を見れば、「新たな枠組み」が構築された際の現行のG S 銘柄制度の取扱いが自ずと見えてくるよう配慮して方向感を示したつもりであるが、最終的な結論は、今後の具体的な制度設計に関する検討において整理されると考えられることから、現段階で確定的な内容を記載することは難しいため、このような全体像となっている。

今後、仮に現行のG S 銘柄制度を廃止すると整理された場合においても、市場関係者や制度利用者に十分に配慮し、一定の経過期間を設けるといった対応をとることになると考えられる。

- ・ 監査論には期待ギャップという概念があるが、これは、公認会計士や会計監査に対して過大な機能・役割を期待した結果生じるものである。報告書案の7ページにおいても、「発行会社の社内体制の整備に一定の水準が確保される」等、監査に対して大きな期待を寄せる旨の記載があるが、監査とは本来、経営者が作成した財務諸表に対して監査意見を述べることであり、社内体制の整備といった効果は間接的・付加的なものであり、第一に期待すべきものではない。例えば、設立初期段階で内部統制も整備されていないベンチャー企業等の財務諸表に対しては、大手監査法人等が監査を行い、監査報告書を出すことは必ずしも期待しにくい。まずは、上場準備の一環として社内体制の整備を進め、一定の水準以上の内部統制が確立されていることを前提として、監査を受けるのが一般的であると考えられる。こういった過程を飛ばし、いきなり監査報告書を求められた場合、一般的な監査法人はまず確実に難色を示すだろう。所謂、疑わしい会社の監査に関わる公認会計士であれば監査報告書の作成を引き受けるかもしれないが、むしろ、それによる弊害や潜在的なリスクが懸念されるところである。監査報告書の添付義務については、考え直す必要があるのではないか。

それから、「新たな枠組み」は、幅広い利用、即ち非上場株式の流通の増加を目的とし

ているとのことであるが、日本の株式会社のほとんどは監査を受けていないため、会社内容説明書と監査意見の添付を要件として求めた場合、殆どの発行会社は「新たな枠組み」を利用できないのではないかと懸念される。今後具体的な制度設計に関する議論が行われるとのことであるが、現在のイメージでは、会社内容説明書は現行のG S 銘柄制度と同レベルのものであり、監査意見の添付は必須要件であるのか。少なくとも会計監査によって、発行会社のリスクの度合いや将来性を担保することは期待できないだろう。そういった判断は、投資家に委ねられるものではないか。例えば、設立して間もない発行会社の場合には免除する等、監査報告書の添付については、ケース・バイ・ケースで考えていくことは想定できないか。

- ・ 監査により、発行会社の社内体制に一定の水準が確保されることや、外部の目が入ることによる牽制効果が期待できる点については、本懇談会においても指摘されており、特に異論もなかったため、報告書案に反映されている。また、「新たな枠組み」における会社内容説明書は、現行のG S 銘柄制度において求めている会社内容説明書のレベルを想定している。

本日、所謂青色申告制度の活用や「中小企業の会計に関する指針」の想定等、いくつかの御意見が挙げられているが、これらはこういった発行会社を「新たな枠組み」のターゲットにするかという論点に集約できるだろう。前回までの議論では、主に旧リージョナル区分の発行会社のように、有価証券報告書を提出している一定以上の規模の発行会社のイメージであったと認識している。また、現行のG S 銘柄制度に指定されているような会社についても、「新たな枠組み」を利用できるようにすることを想定し、このような記載となっている。

- ・ そうであるならば、報告書本文5 ページに例示列举されたニーズの殆どを満たすことができないのではないかと懸念される。

1 期分の監査を行うためには、内部統制の整備状況の事前調査等を踏まえると、それよりも長い期間が必要になるだろう。これでは、殆どのニーズが零れ落ちてしまうのではないかと危惧する。

- ・ 御意見には一理あるが、前回までの議論では、監査報告書が添付された財務諸表は最低限必要であるという方向性になっていたと認識しており、このような記載となっている。
- ・ 私も非上場会社を多く見てきており、その中には有価証券報告書を作成し、正式な監査を受けている会社も何社かあったが、非上場株式への投資判断のための情報という観点では、有価証券報告書も監査証明も殆ど価値がない印象である。これは、当該非上場会社の経営規模等に配慮が行われる結果、極めて形式的で限られた情報しか開示されないためである。参考までに、私が非上場会社の経営の健全性を確認する際には、株主総会が実際に

開催されているか、取締役会が実際に開催しているか、勘定内訳明細を含めた青色申告書全体の閲覧・コピーに応じてくれるかの3点により、情報の不十分性を補っている。開示について厳格な制度を設けずとも、証券会社による弾力的なカバーで補うことは可能でないか。

また、例えば監査証明を要件とするのではなく、常勤役員のメンバーに税理士や公認会計士といった専門家が含まれることを要件とすることも考えられるだろう。

- ・ 実際に監査を受けている多くの非上場会社は、全体の1%未満ではないか。適合性の原則の観点で、例えばきちんと判断能力がある投資家が相手方の投資勧誘であれば、監査報告書を不要とする、又はM&Aなどの際のデューディリジェンスにおいて監査法人等によって行われるのと同等のレビュー等でも容認する等、何らかの手当てを御検討いただきたい。
- ・ 御指摘の点については、今後の具体的な制度設計における検討事項とさせていただきたい。しかしながら、日本証券業協会の自主規制機関としての立場や、「新たな枠組み」が証券会社の投資勧誘に基づく制度であることを踏まえると、証券会社による投資勧誘を認める前提として、投資判断に十分な情報を提供できるかという観点についても十分に考慮して、制度設計を行う必要があると認識している。

(今後の予定)

- ・ 報告書案について、6月12日まで、委員の意見を募る。寄せられた意見内容を踏まえ、秦座長の一任で最終報告書を取りまとめる。
- ・ 最終報告書について、6月19日に開催予定の日本証券業協会 自主規制会議、証券戦略会議及び地区評議会においてその内容の報告を行い、同日中に同協会の会員通知及びHPへの掲載により公表する。更に、翌20日に開催される同協会会長の記者会見において配布する。
- ・ その後、日本証券業協会の自主規制部門において、報告書において提言された方向性を踏まえ、具体的な制度設計に関する検討を行う。検討の開始時期やメンバーについては現在のところ未定であるが、実務に携わる証券会社のメンバーを中心に検討を行う予定である。

以 上