

「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書（案）

2012 年 6 月 7 日

グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会

目次

1. はじめに.....	1
2. GS制度の現状とその要因	2
3. 新たな枠組みの必要性.....	5
4. 新たな枠組みの方向性.....	6
5. おわりに.....	11
別紙1 新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る工程表（抜粋）	12
別紙2 設置要綱.....	13
別紙3 委員名簿.....	14
別紙4 検討の経過.....	15
別紙5 グリーンシート銘柄制度の概要.....	16
別紙6 グリーンシート銘柄制度に関する定量的データ	22
別紙7 米国における未公開株取引.....	28
別紙8 グリーンシート銘柄制度の運用に関するQ & A（抜粋）	35

＜本報告書における略語＞

- ・GS銘柄： 日本証券業協会における「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」第2条第5項に規定する「グリーンシート銘柄」をいう。
- ・GS制度： 同協会が管理・運営を行っている、同規則に基づく、「グリーンシート銘柄」に関する制度
- ・GS会社： GS銘柄の発行会社

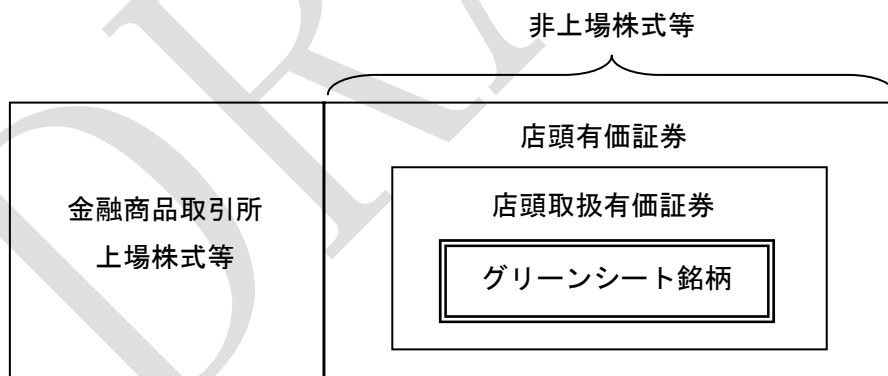
1. はじめに

G S制度¹は、多様な投資家の取引ニーズに対応するため、関係各方面からの証券会社による非上場株式等の売買、投資勧誘を解禁する必要がある旨の提言を受けて、平成9年7月に創設された、証券会社による非上場株式等の投資勧誘及び売買の制度であり、その後日本証券業協会において必要な見直しを行いつつ、運営を行ってきている。

平成22年12月、金融庁において「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」が公表され、新興市場等の信頼性回復・活性化の具体的施策が提示された。これを受け、金融庁及び市場関係者による「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」が設けられ、取り組むべき諸課題について幅広く検討が重ねられた結果、平成23年6月、「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る工程表」が公表された。同工程表の「今後の取組」において、G S制度の現状を踏まえ「日証協は、平成24年3月までを目処に、グリーンシートの役割・あり方について、非上場企業の資金調達機能を担ってきた経緯、本工程表に基づく新興市場に関する取組の状況を踏まえ、抜本的な見直しを行う」こととされた。

そこで、日本証券業協会では、平成23年9月に、同協会会長直轄の私的諮問機関として「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」（以下「本懇談会」という。）を設置し、平成24年6月まで7回にわたり検討を行った。本報告書は、本懇談会における検討結果を取りまとめたものである。

【参考：非上場株式等の区分のイメージ】



※1 非上場株式等は、日本証券業協会の規則により、以下のとおり規定されている。

- ・ 「店頭有価証券」とは、取引所金融商品市場に上場されていない株式等をいい、原則、証券会社は顧客へ「店頭有価証券」の投資勧誘を行ってはならない。
- ・ 「店頭取扱有価証券」とは、「店頭有価証券」のうち、その発行会社が一定水準の会社情報の開示を行っているものをいう。

※2 本懇談会では、証券会社による「株式」の投資勧誘を前提として検討を行った。

¹ 別紙5「グリーンシート銘柄制度の概要」参照

2. G S 制度の現状とその要因

本懇談会では、G S 制度に関して、近年の状況を中心に定量的・定性的情報²を確認したうえ、その要因について市場関係者との意見交換を行い、以下の内容を整理した。

(1) G S 制度の現状

G S 制度の現状については、以下のような状況が確認される。

- 新規に指定される銘柄数が減少しており、かつ、同銘柄数より指定を取消される銘柄数が上回っている状態が継続しているため、指定銘柄数も減少している。
(直近3年間の新規指定銘柄数：21 銘柄、指定取消銘柄数：47 銘柄、
平成23年末時点の指定銘柄数：49 銘柄)
- G S 銘柄に指定されている期間が1年にも満たない³発行会社が散見され、その中には募集等を一度も行わない事例もある。
(直近3年間の新規指定21 銘柄のうち、
平成23年末時点で指定取消となった銘柄数：13 銘柄
(うち、指定期間が1年未満の銘柄数：9 銘柄))
- 上場会社と比較して募集金額が少額にも関わらず、調達できた金額が同募集金額の半分にも満たない事例が多数見られ、十分な資金調達ができていない。
(直近3年間の新規指定銘柄のうち、募集を行った14 銘柄による計50回の募集の、
平均募集金額：約7,400 万円、平均調達金額：約1,300 万円(充足率：約17%)、
調達金額が募集金額の半分に満たなかった銘柄数(募集回数)：10 銘柄(43 回))
- 全体の売買代金及び売買高が僅少かつ減少し続けている点や、一部を除き、その指定期間中に売買のあった日数が1桁台の銘柄が大半である点を踏まえると、流通(換金)性は低い。
(直近3年間における、
売買代金：約18.6 億円
(平成21年：約15.6 億円、平成22年：約2.0 億円、平成23年：約1.0 億円)
売 買 高：約1,781 万株
(平成21年：約589 万株、平成22年：約771 万株、平成23年：約420 万株)
直近3年間の新規指定21 銘柄のうち売買が1回も行われていない銘柄数：14 銘柄)
- G S 銘柄を取扱う証券会社は少数でありかつ減少し続けている。
(G S 銘柄を取扱う証券会社数、平成20年末時点：14 社、平成23年末時点：10 社)

² 別紙6「グリーンシート銘柄制度に関連する定量的データ」参照

³ 日本証券業協会の規則では、G S 銘柄の募集等の取扱い等を行った証券会社は、原則、当該募集等に係る払込日又は受渡日以後6ヵ月を経過する日までの間、同銘柄について指定の取消しの届出を行うことができない。

- 所謂新興市場等へ上場した発行会社の数は 11 銘柄であり、G S 制度創設時から現在までの指定銘柄数（210 銘柄）と比較すると少数（5.2%）である。

こうした現状を踏まえ、（2）以下では、その要因を分析する。

（2）上場へのステップとしての位置付けに係る問題

平成 9 年 6 月、証券取引審議会報告「証券市場の総合的改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために―」において、新規産業の育成のためにも、幅広い企業に証券市場での資金調達機会を認めていく必要があるとして、投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点から、「未上場・未登録株の証券会社による取扱いについては、取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認めることが適当である」とされた。具体的には、適切なディスクロージャー、取引の公正性の確保、適切な価格情報の提示を骨子とするルール整備が求められたことを受け、日本証券業協会の規則改正により、証券会社による非上場株式の投資勧誘が解禁されることとなり、気配公表銘柄制度が創設された。G S 銘柄とは、この気配公表銘柄の呼称であったが、平成 15 年 4 月、同協会の規則において「グリーンシート銘柄」の定義を設けることとなった。また、平成 17 年 4 月の同協会の規則改正の際には、G S 制度を「一定の要件を満たした場合に非上場株券等について投資勧誘を認める制度」と改めて位置付けている。

「新規産業の育成のため」との目的から、従来より、G S 制度は取引所金融商品市場へのステップの場であるとの考え方が主な共通認識であったが、所謂ベンチャー企業を対象とした区分である「エマージング」銘柄の新規指定銘柄数及び指定銘柄数は近年減少傾向にあり、同制度がベンチャー企業の資金調達手段として殆ど利用されていない。この要因としては、G S 株式が一般投資家間で幅広く流通することにより、将来的に取引所金融商品市場への上場時において、株主の属性チェックといった上場審査に対する懸念等があり、また、G S 会社の資金調達に際し、G S 銘柄を取扱う証券会社が投資勧誘を積極的に行うことなく、G S 会社自らが縁故者等と交渉し、投資家を探している実態があり、証券会社の仲介機能が発揮できていないことが挙げられる。

加えて、G S 制度は、創設時より、G S 銘柄の指定に財務基準（売上高、利益、純資産）を設けておらず、証券会社の仲介機能をもって、赤字企業の資金調達等に資することを特徴としているが、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審査基準は財務基準を設けていないものも複数存在し、インフラ環境等が整備されている取引所金融商品市場において、赤字企業の新規上場が可能となっている。したがって、G S 制度が創設された平成 9 年当時から、その環境は大きく変化しており、非上場会社が同制度を利用するインセンティブは低下していると考えられる。

（3）G S 会社のコスト負担

G S 制度が非上場会社の資金調達手段として利用されていない現状の 1 つの要因として、実際に資金調達可能な金額と比較して、同制度の利用に伴うコスト負担が過大であるとの

意見がある。特に会社情報の開示義務について、一般的に、発行会社が適時開示を可能とするためには社内の開示体制の整備が不可欠であり、現在のG S会社の業績や資産規模等、G S制度の発行・流通の実態等を踏まえると、同整備に係るコスト負担は過大であるとの意見が相当数寄せられた。

（４）譲渡制限株式の排除

G S銘柄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との報告があり、G S銘柄の指定条件が利用に当たっての障害になっている可能性がある。

3. 新たな枠組みの必要性

本懇談会では、上記2を踏まえ検討を行い、概ね以下の結論に至った。

(1) GS制度の位置付けの整理

本懇談会では、気配公表銘柄制度の手本とした、ピンクシート等の非上場株式の流通状況の確認を行い⁴、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の場であるという認識が正しく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。

発行会社の資金調達の観点からは、取引所金融商品市場へのステップの場としての役割を期待されたGS制度であるが、上記2(1)を踏まえると、現在までに、その役割を果たしているとは考え難いとのコンセンサスが得られた。

(2) 非上場株式の発行・流通に関するニーズ

そもそも、証券会社の投資勧誘により、投資家の非上場株式の売買を可能とする制度の必要性を改めて検討したところ、投資家における状況に応じた換金の必要性、株主優待の取得ニーズ、流通面が機能することに伴う発行面の利用拡大及び取得価格の相続税等評価への利用可能性等の社会的要請があるとの意見が強く、以下の具体的な事例が挙げられ、日本証券業協会の規則において、同事例を受容するための措置が必要とのコンセンサスが得られた。

- 東日本大震災で被災した企業の資金調達ニーズ、及びそのような企業の従来からの取引先等による復興支援を目的とした投資ニーズ
- 将来の上場益を目的とした投資ニーズ
- 地方において影響力が大きい発行会社の株主優待の取得ニーズ
- 銀行が担保として取得した非上場株式の処分ニーズ
- ベンチャーファンドや上場会社が保有することとなった非上場株式の処分ニーズ
- 非上場株式を承継取得した相続人による、相続税の納付に伴う同株式の換金ニーズ
- 取引所金融商品市場への上場を視野に入れた企業による、運転資金の調達ニーズ

したがって、本懇談会では、同事例を含む、非上場会社及び投資家等の様々なニーズに応えるべく、従来のGS制度のイメージ・目的には必ずしもとらわれない、非上場株式の発行・流通に幅広く利用される枠組み（以下「新たな枠組み」という。）を講ずるべく、その具体的な方向性を検討することとした。

⁴ 別紙7「米国における未公開株取引」参照

4. 新たな枠組みの方向性

本懇談会では、新たな枠組みの方向性を検討し、以下の点について概ね意見集約が行われた。

(1) 基本的な考え方

G S制度を利用する主な要件として、発行会社については、G S銘柄に譲渡制限が付されていない等の指定条件、会社情報の開示義務が、また、証券会社については、G S会社に対する適当性の審査、売買価格等の公表、会社情報の開示指導等の義務が課されている。これは、取引所金融商品市場へのステップの場としての位置付けから、同市場に準じた発行・流通を前提とする、投資家保護を目指した規制であると考えられる。

しかしながら、非上場株式の売買は、証券会社と投資家、若しくは、投資家間で行われる散発的・非継続的な相対売買であり、例えば、取引所金融商品市場におけるディーリングのように、短期間の反復的な売買による利益獲得を求めることは基本的に想定し難く、取引所金融商品市場と同程度の流動性が積極的に求められているとは考え難い。新たな枠組みについては、このような非上場株式の発行・流通の状況を踏まえ、投資家保護の観点に十分留意したうえで、関係者にとって可能な限り利便性の高いものとする方向で検討することが望ましい。

(2) 発行会社に関する検討

① 指定条件

2 (4) のとおり、会社法上の譲渡制限が付された非上場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、幅広い発行会社の利用や流通を目指す観点から、譲渡制限が付されている非上場株式の売買（投資勧誘）も会社法上の必要な手続きを踏まえたいうえ、可能となるよう検討する。また、その他のG S銘柄の指定条件である、株主名簿管理人への事務委託や株券の様式の適合についても併せて検討する。

② 勝手売買

平成 17 年 4 月、証券取引法（現行、金融商品取引法）においてG S銘柄が「取扱有価証券」と規定され、インサイダー取引規制等の対象となったことに伴い、日本証券業協会の規則上、全てのG S会社において、同規制の解除のために行う重要事実の公表（以下「適時開示」という。）義務が課されることとなり、G S制度への能動的な関与が必要となった。それ以前には、株主が一定程度広がっている事例が多くあると考えられる、「継続開示会社」⁵の発行する非上場株式について、証券会社の投資勧誘を介し、一般投資家が購入することが可能であった。このように、会社法上の譲渡制限の付されていない株式については、発行会社自身が流通の促進に積極的であるか否かにかかわらず、相続の必要等に応じた換金

⁵ 金融商品取引法第 24 条第 1 項の規定に基づき有価証券報告書を提出しなければならない発行会社をいう。

ニーズや株主優待の取得ニーズは一定程度見込まれ、証券会社は同ニーズに基づく投資勧誘が可能であった（以下「勝手売買」という。）。実際、地域密着型企業を対象として平成17年3月まで存在した、GS制度の「リージョナル」区分銘柄の勝手売買は、現在のGS銘柄と比較して盛んであった。

新たな枠組みでは、自社株式の流通促進に積極的ではなく、将来的に取引所金融商品市場へ上場する予定が無い非上場会社であっても、「継続開示会社」の株式について、証券会社の投資勧誘を介する勝手売買を可能とする方向性で検討するべきとの意見が多かった。

③ 会社内容開示

日本証券業協会の規則におけるGS銘柄の会社情報の開示義務については、主に会社内容説明書⁶等の提出（以下「会社内容開示」という。）義務と適時開示義務があり、前者については、気配公表銘柄制度の創設当初から、証券会社による非上場株式の投資勧誘を解禁するために、適切なディスクロージャーが必要との観点から導入された。

金融商品取引法上、少人数私募⁷等において、届出を必要とせずに、適格機関投資家以外の投資家（以下「一般投資家」という。）に対する証券会社の投資勧誘が認められているにも関わらず、現行のGS銘柄を含む店頭取扱有価証券の私募等における投資勧誘を行う場合には、証券会社に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ている。これは、発行会社の事業内容等を全く知らない一般投資家を保護する観点から、証券会社が投資勧誘を行うに当たって、適切なディスクロージャーによって、必要な投資判断材料を提供することを目的とした措置である。

また、会社内容説明書の要件として、記載される直前事業年度の財務諸表等に対し、適正である旨の監査報告書が添付されている必要があるが、職業専門家である第三者の監査法人等の監査を受けることにより、発行会社の社内体制の整備に一定の水準が確保されることも効果として考えられる。加えて、現行の日本証券業協会の規則においては、実務上の運用により、季節変動性や所属するマーケットの慣習等の影響を受けながら、発行会社が事業活動を行った結果が投資判断材料として必要であると考えられており、原則、直前事業年度1年間を必要としている⁸。

以上を踏まえ検討したところ、新たな枠組みにおいても、証券会社による投資勧誘には何らかの投資判断材料の提供は必要であり、GS銘柄と同様、証券会社に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で今後具体的な検討を行う。

⁶ 日本証券業協会の規則に規定している、有価証券報告書の「企業情報」の記載事項に準拠して記載されている、証券会社等が投資勧誘を行う際の説明用資料をいう。

⁷ 新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘で「募集」に該当しないもののうち、50名未満の者に投資勧誘を行うものをいう。

⁸ 別紙8「『グリーンシート銘柄制度の運用に関するQ&A』（抜粋）」参照

④ 適時開示

日本証券業協会規則上の会社情報の開示義務のうち適時開示義務については、平成 15 年 12 月の金融審議会金融分科会第一部会の報告において、基本認識として「グリーンシートは、未だ認知度が低く、中小企業の一般的な資金調達とはなっていない。ただ、グリーンシート銘柄への投資家は、ほとんどが縁故増資に応じた個人であり、それまで株式投資の経験に乏しく長期保有傾向が強いため、逆にいえば、潜在的にグリーンシート公開が可能な全国の膨大な数の中小企業が、今後実際に活用するようになれば、新たな個人投資家の裾野が大きく広がる可能性がある。」としたうえで、改革の方向性として「グリーンシートは、ビッグバン改革に際しての店頭市場と同様、証券取引法に規定して国民の認知度を高め、不公正取引ルールを適用して信頼性を高めることが先決である。一方、ディスクロージャーについては、現在と同じく証券業協会の自主規制によることを基本にして、参入障壁を高めず自由度を維持していくべきである。」とされたことを受け、平成 17 年 4 月に導入された。しかしながら、これまでの非上場株式の流通については、2（1）のとおり、G S 銘柄を含め、一般投資家が広く参加している状態とは言えず、当面、取引所金融商品市場と同程度の売買が行われることは考え難い。新たな枠組みを利用する発行会社の適時開示義務については、このような実状を踏まえて、今後具体的な検討を行う。

（3）投資家に関する検討

日本証券業協会の規則上、募集等により非上場株式（店頭取扱有価証券）を取得した投資家は、発行会社による適時開示が行われていない状態で、証券会社等を介し、適格機関投資家を相手方とした譲渡が可能である一方、一般投資家を相手方とした譲渡は制限されている。これは、譲渡の相手方（適格機関投資家）が有価証券投資に係る専門的な知識・経験を有していることに基づくものである。⁹

こうした観点から、現在の G S 銘柄の投資家を見ると、G S 会社の取引先や、役職員の縁故者等がほとんどであり、また、旧リージョナル銘柄への投資家は、地域の電鉄会社等住民によく知られた会社の利用者が多かったとされる。上記 3（2）の事例においても、発行会社に何らかの馴染みのある法人・個人が売買の中心になると考えられるが、このような投資家は、G S 銘柄の投資勧誘において制度上想定している、全く不特定多数の一般投資家とは異なり、同じく一般投資家であっても、個別の発行会社の特性に応じて、主体的に当該会社情報に関する知識・経験を取得することが可能な投資家として整理することもできると考えられる。

そこで、新たな枠組みを利用する発行会社の株式の流通（投資勧誘）は、限定された投資家間においてのみ可能とし、また、当該限定の要件については、個別の発行会社の特性

⁹ 平成 17 年 4 月の日本証券業協会の規則改正に際し、店頭有価証券の流通面及び募集等の取扱場面での投資勧誘について、適格機関投資家以外の対象につき、継続検討事項としている。

に応じて、外形的な基準¹⁰及び適合性の原則等が適用される方向で今後具体的な検討を行う。なお、(2) ③のとおり会社内容開示義務を課す前提であれば、資金調達時の投資家の投資判断材料は現行と同程度、担保されることとなるため、今後の検討は主に流通段階について行う。

(4) 証券会社に関する検討

証券会社が新たな枠組みを利用する発行会社の株式を取扱う場合に求められる役割については、G S制度で求められていた适当性の審査、売買価格等の報告、会社情報の開示の指導等の義務を整理する必要があると考えられる。その上で、限定された投資家間での流通という流通範囲の担保や、また、投資家保護の観点から、新たな枠組みにおける不公正取引の排除についても、証券会社に一定の役割を求める必要があると考えられる。

更に、G S制度について、悪用された事例が生じたことを踏まえ、悪意のある者により未公開株詐欺や顧客資産の流用等に利用される可能性を考慮し、今後の具体的な制度設計においては、証券会社の品質を一定程度担保する規制の導入を検討する必要がある。¹¹

(5) その他の検討

① フェニックス銘柄制度について

日本証券業協会における「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」では、G S制度の他、フェニックス銘柄制度について規定されている。上場廃止後の換金制度として創設された趣旨を踏まえつつ、受け皿市場としてのフェニックス銘柄制度についても検討すべきとの意見があった¹²。

② 反社会的勢力の排除

非上場株式の売買が幅広く行われることにより、新たな枠組みを利用する発行会社に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、新たな枠組みが日本証券業協会の管理下にある点、及び、同制度を利用する投資家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る点から、反社会的勢力の排除については、現行のG S制度同様に手当されることとなることが確認された。

¹⁰ 地域による限定、取引関係の有無による限定などが考えられる。

¹¹ 例えば、新たな枠組みにおいて取扱いを希望する証券会社に対して、日本証券業協会において、運営・責任体制等に問題がないか、取扱開始時やその後の状況の変更に応じた確認を行うといった規制が考えられる。

¹² フェニックス銘柄制度については、「新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた工程表」(⑨上場廃止銘柄の受皿)における今後の取組みにおいて、①同銘柄の指定基準、取扱期間、②仮に上場廃止となる銘柄が増加する場合に備えて、既存の取引所のシステムやP T Sの利用、清算体制の整備、開示・売買管理体制等を日本証券業協会において検討することとされている。

(6) 新たな枠組みの方向性イメージ

		新たな枠組みの方向性	GS制度
制度目的		非上場会社及び投資家等の様々なニーズに応えるべく、非上場株式の発行・流通に幅広く利用されることを目的とする。	取引所金融商品市場へのステップの場として位置付けられている。
想定される流通の程度		様々なニーズに基づく散発的・非継続的な売買需要を満たす水準を想定している。	取引所金融商品市場に準ずる水準を目指している。
会社内容開示		証券会社による投資勧誘において、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。	証券会社による投資勧誘において、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ている。
適時開示		今後、具体的な検討を行う。	発行会社に適時開示を義務付けている。
投資家	発行	限定された投資家のみ	一般投資家を含む全ての投資家
	流通	限定された投資家間のみ	一般投資家を含む全ての投資家
取扱う証券会社の役割等		相対取引であることを前提に、限定された流通範囲の担保や不公正取引排除といった投資家保護等の観点から、証券会社の品質を一定程度担保する規制を導入する。	・ 適当性の審査義務 ・ 売買価格等の報告義務 ・ 会社情報の開示の指導義務 ・ 外形的な指定基準なし。

注) 上記の新たな枠組みの方向性は、本懇談会において、今後の日本証券業協会における制度設計において留意する必要があるとした内容である。

5. おわりに

以上のとおり、本懇談会は、GS制度の果たしてきた役割等に基づき問題点を整理すると共に、今後必要とされる非上場株式の発行・流通の新たな枠組みの方向性等を取りまとめた。今後、日本証券業協会において、更に具体的な検討を行うこととなるが、本報告書で取りまとめた方向性を踏まえつつ、利用者の利便性、投資家保護の観点及び実務的な問題点を十分に考慮のうえ、柔軟な検討が行われることを期待する。

併せて、将来的には、新たな枠組みが幅広く利用されることにより、様々な理由で非上場株式等を保有するに至った保有者の換金ニーズや、限定された投資家における資金運用手段の多様化ニーズ、更には、ベンチャー企業を含む地場企業や中小企業など様々な発行会社の多様な資金調達・資本政策ニーズに、証券会社が応えていくようになることを期待する。

以 上