

1. 会合名	新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会（第3回）
2. 日 時 場 所	平成 25 年 6 月 3 日（月） 14:30～16:00 東京証券会館 5 階 第 1 会議室
3. 議 案	○ 地域等における資本調達を促す仕組みに関する追加的討議
4. 主な内容	○ 地域等における資本調達を促す仕組みに関する追加的討議 事務局より、地域等における資本調達を促す仕組みに関する論点案について説明が行われた。 続いて、今村委員（今村証券㈱代表取締役社長）より、グリーンシート銘柄制度への一考察について、安部委員（ふくおか証券㈱代表取締役副社長）より、九州における資金調達の現状と課題について、それぞれプレゼンテーションが行われた。 これまでの説明及びプレゼンテーションを踏まえ、大要以下のとおり、意見交換が行われた。 ・企業に資金が供給され、設備投資や雇用を生み出し、会社を成長させ、経済の発展に貢献していくという観点からは、発行市場も重要な役割を担っていると考えられる。 ・グリーンシート銘柄制度が機能しなくなった原因は、発行市場に偏重したことではなく、むしろ、取引所金融商品市場のような証券市場に近づけようとしたことにより、結果的に規制が強まり、発行会社のコスト負担が増えたことによるのではないか。 ・発行市場に重きを置くか流通市場に重きを置くかという限定はしない方が良いのではないか。流通面もしっかりと整備されているものにこそリスクマネーが供給されるという側面もある。また、非上場株式に関する制度は、上場市場ほど厳格な制度にする必要はないのではないか。詐欺的な行為等は防ぎつつも、より柔軟な枠組みを検討できないか。 ・グリーンシート銘柄に係る資金調達の殆どがいわゆる縁故募集により実施されたとの指摘に関し、中小企業に投資する投資家は、「株式取引」よりも、その「企業への投資」自体に関心を持って、取引をしている。企業にとっても、そのような投資家が安定的な株主になることはメリットになっているのではないか。 ・グリーンシート銘柄制度の創設当時は、赤字企業は取引所に上場できないなど、取引所が定める上場基準も現在ほど緩和されていなかった。このため、取引所市場と同程度の制度整備がされた、現在の東証マザーズや福証Q-B o a r dに近い制度を創設しようとして、種々の規律を設

けたことなどが、制度が機能しなくなった原因ではないか。現在は、当時と比べて環境が変わっており、全く新たな制度設計を検討すべきである。

- ・グリーンシート銘柄制度では、創設当初から、個人投資家が主たる投資家として参加する制度であること等に鑑み、開示情報の提供の観点から、取引所上場会社と同様に、有価証券報告書と同程度の内容を記載する会社内容説明書の作成・開示が必要との議論がされ、規制を導入してきた経緯がある。
- ・グリーンシート銘柄等の取扱会員数が減少している理由は、証券会社にとって、売買手数料や引受手数料などの面で特段の経済合理性がないからではないか。
- ・取扱会員制度により、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うことができる証券会社が限定されているが、同制度が流通市場の発展を阻害した要因となっているのではないか。証券会社には、もっと自由に投資勧誘・取引をさせることは考えられないか。
- ・リスクマネー供給に関する議論では、ハイリスクであり、かつ、開示を行う体制が上場企業ほどには整っていないという企業の株式について、どうやって投資家に信頼してもらうかという視点が必要になるのではないか。証券会社がゲート・キーパーとして適切に関与することにより、詐欺的な事業者等が排除されるという仕組みが考えられないか。
- ・投資した企業の成長性の有無についての判断は投資家の自己責任の範囲であると考えられるが、他方で、調達した資金を当初の説明と違うものに使っていたというような詐欺的な事例までが全て自己責任であるとは、世間一般も考えていないように思う。ゲート・キーパーに期待されるのは、そういう発行者の排除。今回及び前回のプレゼンテーションで説明のあった、グリーンシートやクラウドファンディングの実務でも、証券会社等はそうした役割を果たしている。ゲート・キーパーの役割といった点については、自主規制等で柔軟に規定する形もあり得よう。
- ・プロ向け市場等も参考に柔軟な制度設計を行うことも考えられるのではないか。ただし、プロ向け市場においても証券会社が J - A d v i s e r として、いわばゲート・キーパー的に企業の上場適格性維持をサポートすること等がキーになっている。
- ・証券会社が青空銘柄を原則投資勧誘できないことが非常に障害になっており、青空銘柄であっても投資勧誘を認めてもよいのではないか。以前、

	問題のある増資をした企業の銘柄の売り推奨を行い、最終的にその企業は倒産した事例があったが、このように流通市場での投資勧誘・取引を通じて、発行市場の問題点に対し意見を言うことができるので、健全性の向上にも繋がるのではないかと。 ・グリーンシート制度のようなものを活用し、リスクマネーを供給することの意義は大きいと、証券会社の実務においては、リスクの高いものについては投資家にきちんと説明する義務が有るといふ、説明義務や適合性の原則との関係をどのように整理するかが問題になる。 ・グリーンシート創設当初の議論では、しかるべき証券会社が扱うものは、きちんとしたものではなくてはならないといった発想で、上場市場に近い厳しい規制の下、証券会社に危ないものは取り扱わせないものだったが、むしろ多少リスクなものこそ、しっかりとした証券会社が取り扱うことで、市場の健全性を保とうという発想もあるのではないかと。 ・フェニックス銘柄については、日証協の定める規則により、届出時の条件等として、例えば、公認会計士等による財務諸表等に対する適正意見や、虚偽記載等で上場廃止になった場合には、開示体制の不備等が改善等されていることが求められている。このため、そうした企業の株式がフェニックス銘柄の指定を受けることは難しく、非常に多くの株主（投資家）が未だに存在するにもかかわらず、証券会社が実質的に取引に関与できない状況になっている。むしろ、そうした企業の株式等も証券会社が仲介して関与できる仕組みにした方が投資者保護に繋がるのではないかと。 【今後の予定】 次回の最終会合において、これまでの議論を取りまとめることとなった。 以 上
5. その他	特になし ※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	自主規制本部 エクイティ市場部 (03-3667-8481)