

グリーンシート市場の活性化

A Suggestion for Improving the Green Sheet Stock Market

2004年 9 月

齊藤 聡 Satoshi Saito

グリーンシート市場の活性化

A Suggestion for Improving the Green Sheet Stock Market

齊藤 聡

Satoshi Saito

Abstract

Due to profitable reasons for securities firms, only about 150 companies go public each year. This number must be increased by creating new types of securities companies to support companies which try to go public.

Recently, the Internet has made it easier to retrieve information, which has steadily increased the number of individual investors. This is proven by the fact that trading of new public offered stocks is very active now.

The Corporation Law and the Securities Act are revised each year, becoming more like the American style. It is now possible to freely reorganize your corporations according to drastic, social and economical changes. The Security Act whose purpose is to protect the investors, is now emphasizing more on information disclosure and fair trading. Besides that, three new markets and the Green Sheet market for venture businesses have been founded in the past two years. Therefore, no systematic problems exist for going public presently.

If the Japanese stock markets are trying to follow the American system, they should also study the subsystems supporting the entire system and improve them in a way as to be accepted in Japan. The purpose to revise the law codes is not only to encourage the market competition but also to expect new types of securities companies to be founded. Since there are a number of companies hoping to go public in Japan, if the above mentioned problem was solved, there should be more companies on the new stock markets.

Not many investors are interested in the Green Sheet stock market system, for this market is not very active. In order to solve this, more prospective growing companies should be invited to go public in this market. The more profit the investors get, the more active the market becomes. This eventually will help the Japanese economy to grow.

I. 現代の証券市場の問題点

1999年以降、ベンチャー企業向けの新興市場が相次いで開設され、起業家による資金調達が可能になった。また、政府は、米国の会社法にならない日本の商法を改正し、起業に関する法的制約が緩和された。これで、株式公開が容易になるはずである。しかし株式公開を達成した企業は、昨年・一昨年と新興三市場（ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス）で150社程度にとどまっている。これは1999年以前と何ら変化がない。ベンチャー企業向けの市場ができたことで、株式公開を希望する企業は、増加した。株式公開を希望する企業は、監査法人と契約し、幹事証券会社とコンサルティング契約をする。多大な時間とコストを費やすのである。その社数は、監査契約が約4,000社、コンサルティング契約が約5,000社と言われている。しかし、実際に株式公開計画を実現できずに、目的を達していない。なぜなのだろうか。日本のベンチャー向けの株式公開手続の問題点を見つけ、改革をする必要があるのではないか。

問題点は、制度上の問題よりも、経済的な問題と思われる。制度上は、米国会社法を取り入れ商法改正を行ったので、現在はほとんど自由になっている。制度のみを取り入れても、間接金融中心に動いてきた日本経済を簡単に方向転換できないのである。制度が成り立っているその経済的背景を分析し、修正しなければ、実用とはならない。

米国では、「大きな企業の株式公開」には「大きな証券会社」が、「小さな企業の株式公開」には「小さな証券会社」が主幹事を務める分業体制が確立されている。それに対し日本では、株式公開のノウハウが、大手・準大手証券会社に集中してしまったことが一因とされる。「小さな企業の株式公開」は、大手証券会社では、採算性から優先順位が低くなり、順番が回ってこない状態なのである。頻繁に売買が発生する時価総額の大きい企業は手数料も膨大となる。逆に中小ベンチャー企業の株式公開は、リスクが大きい割には規模も小さく採算が悪い。採算に乗る企業でないと証券会社からは敬遠されるのである。経済原則からすると当然である。我が国でも証券会社の構造が米国並みの棲み分け分業体制が構築されない限り、ベンチャー企業にとって株式公開というステージはあまりにも遠い存在になる。

銀行を中心とした間接金融中心の時代は終わりを迎えている。ベンチャー企業でも、リスクに合ったリターンを提供することにより、証券市場を利用して資金調達可能となる状況を作らなければならない。会社を起業しやすい環境を整え、特に資金調達手段を米国並みに多

様化しなければ、国際競争に打ち勝つことはできない。新たな会社が成長し、その結果日本経済が活性化するのである。同時に、それは投資家とわが国に大きな利益をもたらすのではないだろうか。

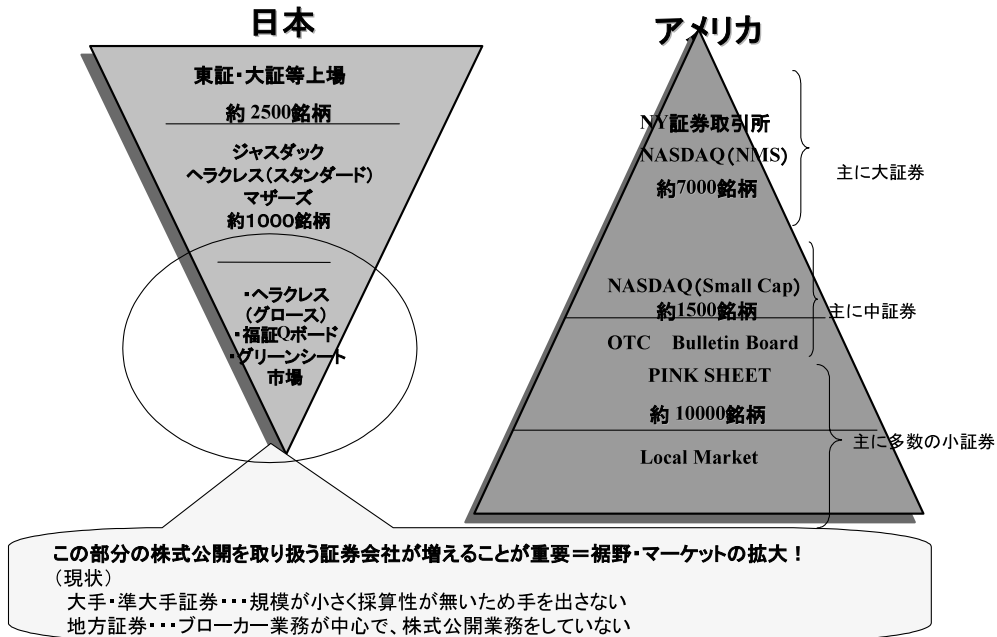
資金の出し手となる投資家にも、ベンチャー企業投資は資産形成のよい機会となるのである。現在の年間150社程度の市場登録では、投資機会を失っている。規模が小さいほどリスクは高まるが、そのリスクを十分理解することで、大きな資産形成のチャンスもあるのである。株式市場はベンチャー支援の場ではない、しかし、投資家にとって魅力のある金融商品として成長性のある企業への投資機会を提供できれば、その結果、企業は株式市場から資金調達により発展し、さらには国益につながることに期待される。現在、新興三市場では、時価総額は50億円以上の会社为中心である。また、グリーンシート市場といわれる市場では、時価総額1億円以下の零細企業を中心となっている。この中間に位置する時価総額5～20億円程度の中小企業の株式公開を中心に扱う証券会社は現状存在しない。制度上の変更が不要である現代のグリーンシート市場を活性化することで、ベンチャー企業向けの株式市場を整備することができる。これが近道である。この分野は日本経済にとって今後重要な役割になるのではないだろうか。

以下では、米国の市場の現状をまず把握する。続いて、新興三市場と株式公開部門の証券会社の実体を調査し、その収益分析を行い、何が問題なのか考えたい。そして、新興三市場の下部に位置するグリーンシート市場の実体も捉え、機能していない理由を分析したい。そして、機能させるための手法を考案していきたい。

II, 証券市場の現状

1, 日米の証券市場

日米の証券市場の比較



(IPO 証券資料より)

上記の図は、日米の証券市場の仕組みを簡単に表している。日本では、大企業の約2,500銘柄が、東京・大阪証券取引所に上場しており、その下の新興三市場に約1,000銘柄が株式公開されている。グリーンシート市場はほとんど機能していない状態である。米国では、ニューヨーク証券取引所とナスダック市場（全米証券業協会が運営している店頭市場）に株式公開している企業は約7,000社もある。そして、その下のピンクシートといわれる市場では、約10,000社の株式が取引されている。さらに、その下に相対取引のローカル市場が存在する。日本は、日米の経済規模の差以上に、証券市場が活性化されていないことが分かる。

米国のように、多くの中小企業の株式がローカル市場で取引引きされる中で、成長とともに上部の市場に取引の場をあげていくことが通常ではないだろうか。日本のように、一部の大企業の株式のみ取引引きされる市場は問題がある。このままでは、中小企業やベンチャー企業は、証券市場から資金調達ができないのである。

米国は、株式公開する会社も多いが、逆に、廃止となる会社や公開を自らやめる会社

(going private) も多い。基準が明確に示され、その市場での扱い方で、投資家は状態を知ることができる。日本も見習うところがあるのではないか。特に、商法が改正され企業買収が容易になれば、株式公開企業を買収することにより、実質的に株式公開する手法が増加するかもしれない。この手法は、日本では裏口公開と呼ばれほとんど行われていないが、ルールが定まれば、この手法を使う会社が出てくると思われる。制度の改正は、そこから派生する経済活動に注意していく必要があるのである。

投資家サイドから見ると、投資先がバラエティーに富んでおり、そのたくさんの選択肢の中から選択できた方が良い。投資家の自己責任において、リスクを取れる範囲内で、大きなリターンを目指して投資をすることが行われることが望ましい。それには、大企業ばかりではなく、ベンチャー企業への投資があっても良いのではないだろうか。但し、投資家にはリスクについて開示しなければならないし、その販売方法にルールが必要である。

2. 現在の株式公開の実体

(1) 証券会社の株式公開に関する収益性

2003年度株式公開の最大企業と最小企業

銘柄	予想売買委託手数料 (売買代金×0.5%×2) (円)	市場	主幹事	株価 (円)	出来高 (株)	時価総額 (百万円)	概算売買代金 (円)
セイコー エプソン	16,733,588	東証1部	日興	3,260	513,300	640,149	1,673,358,000
アーティスト ハウス	530,000	マザーズ	東海東京	279,000	213	2,348	53,000,000

株式公開により、幹事証券は引受手数料とその後の売買による売買手数料が収益となる。上記の事例は、2003年度に実際に株式公開した企業の中で最大の銘柄と、最小の銘柄である。あくまで感覚的に状況を知るため、非常に簡単に、株式売買委託手数料を比較すると、証券会社の概算収入の予想が簡単につく。実に30倍以上の開きがある。株式公開に関わる事務は、大企業ほど大きくなるが、30倍の差はつかない。大企業を株式公開させた方が、収益的に有利なのである。ベンチャー企業を株式公開させるには、幹事証券としての指導が必要で、高給をとる専門家を充てなければならない。規模の大小はあまり関係なく、1社にかかるコストはあまりかわらない。人件費中心の固定費である。1年間に株式公開させることができる会社数は限られてくる。小さい会社を株式公開させようとすると赤字になるのである。日本の証券会社で、株式公開の実績のある会社は、大手と準大手が中心である。換言すると、株式公開のノウハウは、大手と準大手に集中しており、公開させることができる会社数は限定されてしまう。そこで、時価総額(株式数×株価)の大きい株式公開を優先させる。証券会

社の収益の大部分を売買手数料に依存している以上、採算性の悪い時価総額の小さい会社を株式公開させることは、会社の業績を悪化させることになるのである。日本の中小証券会社には、株式公開のノウハウはなく、ほとんど株式公開の業務をしていない。株式の売買手数料に依存した経営を行っている。ここに、問題があるのである。

引受手数料とは、株式公開時に、証券会社が、会社から株式（新株または大株主からの売）を買い取る手数料である。新たな銘柄を投資家に買ってもらうために、経費が掛かり、売れ残ることもあり、リスクがある。通常10%以上の手数料を取る。この手数料では、リスク対比収益性が低いので、経営を維持できない。そこで、株式売買委託手数料が見込める銘柄の公開に、現在の証券会社は、取り扱いを絞り込んでいるのである。また、株式売買委託手数料は、その後の、市場で売買が発生した時点での手数料である。この部分は、ネット売買では非常に安くなってきてはいるが、証券会社にリスクはなく、会社規模が大きい銘柄は、多数の売買が見込め収益性が高くなる。

具体的事例で説明すると、時価総額の大きい株式公開を2001年以降で探すと。電通の約6,000億円、マクドナルドの約4,500億円、約セイコーエプソンの約5,000億円がある。小さなベンチャー企業の時価総額はせいぜい50億円なので、これらが大企業と比較すると、時価総額は1%以下にすぎない。これらの会社の株式が公開されることにより証券会社に入る売買委託手数料の時価総額に比例して小さくなるのである。むしろ公開までの指導の手間はベンチャー企業の方が相対的にかかるので、採算の悪いことは容易にわかる。

次の表は、2003年度の新興三市場の株式公開による資金調達額と手数料である。証券会社の手数料は各社料率が違うが、一律に5%で算出してある。大雑把ではあるが、感覚的に現状がつかめると思う。手数料は、証券会社によって異なるが、引受手数料は5%~15%くらい、株式売買委託手数料は1%くらいである。証券会社には、最低でも引受手数料（5%~15%）は入る。また、株式売買委託手数料は、その後の売買での手数料のため、規模の大きな会社（公開後の時価総額が大きい会社）ほど大きくなる傾向がある。表では、確実に株式公開の幹事証券に入る引受手数料（最低の5%で算出、小規模な会社ほど高くなり12%程度が多いらしい）で計算してある。株式売買委託手数料は、業界全体ではどこかに入るが、幹事証券に入るとは限らない。しかし、営業努力により、幹事証券が新株を投資家に売るときに、その証券会社が投資家を顧客として獲得できることが多いことは想像がつく。

表から分かるように株式公開を1社以上送り出した証券会社は、18社しか存在しないということである。大手と準大手しかノウハウを持たないことが確認できる。そして、予想手数料が3億円を超えている証券はその半分以上の7社のみである。年間数社しかない株式公開部門でも、専門性が高く、給料の高い専門スタッフを必要とする。その人件費を考えると、非常に苦しい台所事情が想像できる。引受手数料のみでは、経営が成り立たないのである。

そのため、利益の上がる時価総額が高くなると予想される会社しか株式公開できないのである。一方で、公開を目指す会社は、この費用を負担しなければならず、そのコストは当然大きくなる。

証券業界全体の経済性を考えると、証券会社間で規模に見合った棲み分けが必要である。また、投資家サイドから見ると、リスクとリターンの関係を十分に理解した上で、ベンチャー企業から大企業まで幅広い選択肢の中なら、投資先を選択できる市場が必要である。

大手・準大手を中心とする新興三市場での収益性

2003 年新興三市場 調達額と証券会社手数料			
主幹事	証券会社手数料(調達額×5%)	調達額	取扱社数
野村證券	¥3,224,087,000	¥64,481,740,000	18
日興ソロモン(G)	¥1,803,400,250	¥36,068,005,000	15
大和証券 SMBC	¥1,627,575,000	¥32,551,500,000	16
新光証券	¥621,067,500	¥12,421,350,000	15
三菱証券	¥403,525,000	¥8,070,500,000	5
UFJ つばさ証券	¥346,055,000	¥6,921,100,000	6
みずほインベスタ	¥310,200,000	¥6,204,000,000	1
いちよし証券	¥210,240,000	¥4,204,800,000	3
クレディスイフ	¥178,000,000	¥3,560,000,000	2
東海東京証券	¥151,400,000	¥3,028,000,000	3
みずほ証券	¥143,255,000	¥2,865,100,000	3
SMBCフレンド	¥135,000,000	¥2,700,000,000	1
エイチ・エス証券	¥129,315,000	¥2,586,300,000	4
東洋証券	¥86,125,000	¥1,722,500,000	3
KOBE 証券	¥81,200,000	¥1,624,000,000	2
HSBC証券	¥52,800,000	¥1,056,000,000	1
コスモ証券	¥17,500,000	¥350,000,000	1
明光ナショナル証	¥15,625,000	¥312,500,000	1
合計	¥9,536,369,750	¥190,727,395,000	100

(注：あくまで、調達額×5%は概算であり、実際の手数料は各証券会社により異なる)

(2) 2003年度後半の新規公開銘柄

新規公開株の株価が順調である。最近3ヶ月間(2003年12月10日～2004年3月8日)で公開した銘柄は、44銘柄あるが、全ての初値が公募価格を上回っている。最高は、「プラネット」で、公募価格135千円に対し、初値は420千円と3.1倍になった。そして、12銘柄が倍以上になり、34銘柄が20%以上の初値がついている。非常に人気があるため、証券会社は抽選で新株を割り当てている。何十倍もの倍率である。リスクを承知で、高いリターンを期待する投資

グリーンシート市場の活性化

家は多数存在し、この要望を満たす投資商品の提供は日本経済を発展させることになる。

これらの新規公開銘柄のほとんどは、ベンチャー企業で、東証一部上場銘柄に比較し、規模が小さく投資家のリスクは高い。リスクがあっても、投資家は、高い収益率に注目し、投資してきているのである。成長に重点を置き、完全を要求しないで、リスクとリターンとの関係を十分に理解し、投資家が各自で企業を分析し投資判断している。企業は、企業内容を開示することが重要である。事実、個人投資家のほとんどは、証券会社の営業員を通して株を売買するのではなく、自分でインターネット等により情報を得て、インターネットで株式の売買注文をしている。

時代の変化とともに、大量の情報をリアルタイムで提供できるようになってきた。資本主義体制では、株式会社がその経済の中心となる。株式会社が経済社会の基本構造の歯車なのである。情報を的確に投資家に提供でき、投資家はリスクと自分の負担できるリスクとを天秤に掛け投資できる市場が必要とされている。株式を購入すること、イコール投資であるが、その意味を株式教育することも大切である。株式投資を、競馬や競輪と同様に考えている人や投機と同様に考える人があまりにも多いことに驚かされる。

新規上場銘柄の初値動向

銘柄	公募価格（円）	初値（円）	値上率（倍）
ブラネット	135000	420000	3.11
セキアードキャピタルジャパン	470000	1210000	2.57
オプト	750000	1850000	2.46
ブレインナビ	103000	238000	2.31
イーウェーブ	280000	630000	2.25
シーズクリエイト	270000	600000	2.22
マクロミル	700000	1510000	2.15
東洋	330	700	2.12
総合医科学研究所	650000	1360000	2.09
アイティユー	400000	820000	2.05
やすらぎ	8500	17200	2.02
日本プリメックス	800	1600	2.00
京王ズ	90000	179000	1.98
エムピーテクノロジーズ	780000	1510000	1.93
アップカレッジ	275000	527000	1.91
東誠不動産	240000	450000	1.87

(3) 市場の棲み分け

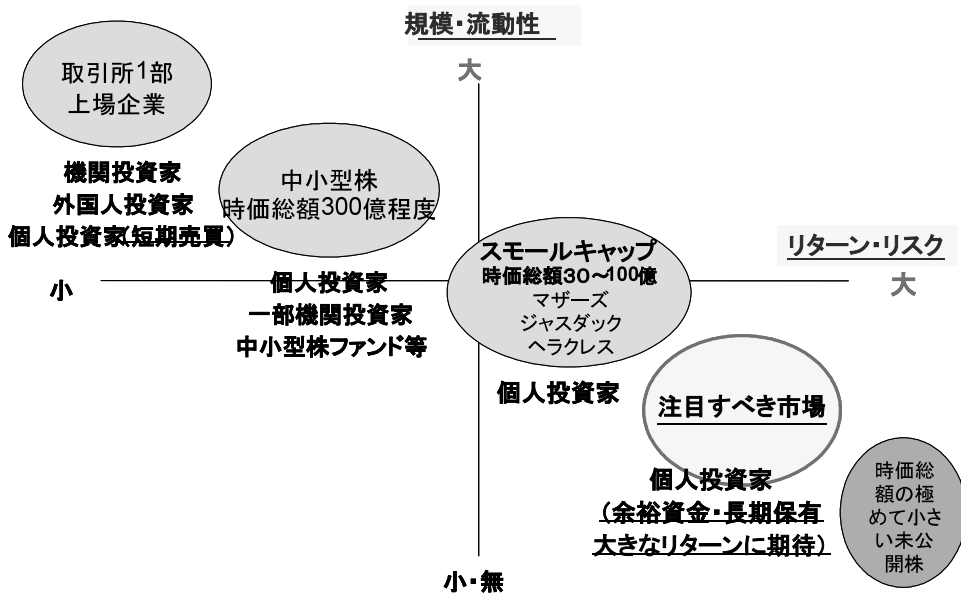
次の図は、企業の規模と株式の流動性を縦軸に、リターンとリスクを横軸に取ったもので、現在の日本の市場を表している。縦軸を見ると、東証一部市場の大企業は、発行株式数が多く、流通株式も多いので、毎日株式取引が行われ、株を現金化したいときにいつでも現金かでき流動性が高い。東証二部の企業になると、流動性が小さくなり、毎日取引が成立するとは限らない。ジャスダック市場は、通常、株に値が付いているが、中には毎月、社員持株会が購入する時のみしか売買が成立しない流動性が極めて低い銘柄さえある。現金化したくても、できないのである。さらに、現在のグリーンシート市場では、まさに零細企業（時価総額5億円以下の企業が中心）の取引の場となっており、売買が成立することがまれである。横軸のリスクとリターンは、当然リスクの少ない東証一部銘柄は、規模が大きく、何か好材料があっても、株価が急上昇する可能性は小さい。一方、小企業になればなるほど、ちょっとしたチャンスで企業が成長する可能性があり、また、倒産する可能性もある。リスクとリターンは隣り合わせである。

企業の時価総額で見ると、新興三市場は、30億円から400億円と言ったところで、それ以下はほとんど見あたらない。また、東証に上場している銘柄は、小さくても300億円以上の時価総額が普通である。現在のグリーンシート市場に株式を登録している企業は、時価総額は数億円以下の極めて小さい企業の集まりとなっている。事実上、現在のグリーンシート市場では、資金調達難しい。時価総額、10億円から30億円の企業向けの市場がないことに気がつくであろう。私は、この部分にベンチャー企業が位置していると考え。この部分の企業に対する市場を育成すれば、ベンチャー企業の資金調達がかなり容易になり、成長のチャンスを与えることができる。時価総額20億円前後の会社というのは、家族経営の会社から、組織で動く会社に発展し、従業員が増え、従業員全員の顔や性格が把握できなくなる規模である。会社が、個人の経営から組織で動く経営に発展する時期に重なり、株式を公開し、パブリックとすることは意味のあることになる。

この部分に市場を作ることは実は非常に簡単である。現在のほとんど機能していないグリーンシート市場を活性化させるだけで良いのである。新たな制度や仕組みは不要である。現在、大手・準大手証券会社は、グリーンシート市場をほとんど無視しているのが実情である。グリーンシート市場から、ジャスダックに指定替えになった銘柄は、わずかに2社である。倒産や廃業をした銘柄も数多い。悪いイメージが定着してしまっている。制度があっても機能していないのである。

グリーンシート市場の活性化

企業規模・流動性とリスク・リターンの関係

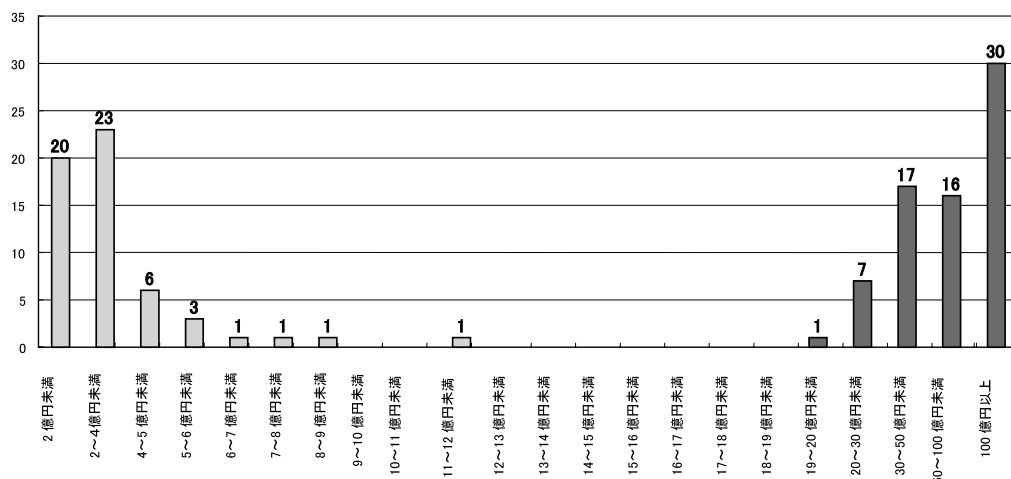


現在のグリーンシートは、時価総額の極めて小さい未公開株の欄に入り、市場性がほとんどない。

(IPO 証券資料より)

次に、縦軸に銘柄数、横軸に時価総額を取ると次ページのグラフとなる。グリーンシート銘柄については、2003年11月30日現在、日本証券業協会グリーンシートホームページのデータを基に当社にて算出を行い、時価総額の算出に当たっては、2003年11月末の売買価格もしくは気配値を採用したものである。グリーンシート指定後、売買が成立していない銘柄で売気配が存在しない銘柄については買気配を採用し、新興三市場上場銘柄については、2003年4月1日～2003年12月31日までの新規上場銘柄のうち初値時価総額を採用した。このデータ作業をしていて感じたことは、現在のグリーンシート市場というのは、極めて小さい企業の株式を売買する市場で、売買はほとんど成立していないことである。流動性はないのである。このような市場を日本証券業協会が、当初から狙った分けではなく、グリーンシートを専門に取り扱ってきたある証券会社の戦略が小さい会社を取り扱ったことにある。制度上の成約はないのである。グラフから時価総額、10億円から30億円の企業がぽっかり抜けていることに気がつくであろう。新興三市場の一步手前の企業はここに位置すると思われる。この部分の企業に、直接金融市場からの資金調達手段が必要と考える。

グリーンシート銘柄・新興3市場上場銘柄の時価総額



3. 現在の日本のニーズと投資家のニーズ

(1) 情報障害の崩壊

インターネットの普及や急速なIT化により、情報が極めて容易に伝達可能になった。情報収集に手間が掛からなくなり、コストが劇的に下がり、情報障害がなくなったのである。また、インターネットによる検索市場が発達し、比較市場が生まれた。ネットワークが価値を創造しているのである。このことで、個人投資家が金融情報を容易に集められるようになり、自己責任において、自らが銘柄を選択できるようになってきたのである。

インターネットは、投資家の株式売買スタイルに変化をもたらした。証券会社からの情報中心の売買から、顧客自らが集めた情報中心の売買へ、軸が移動したのである。投資家主権の確立といえる。ここで忘れてならないのは、企業からの正確な、リアルタイムの情報提供である。市場は、情報開示の制度を整備しなければならない。

(2) 資金調達

資金調達は、日本は、大銀行による間接金融中心で、直接金融は大企業の方法であった。バブル崩壊後、銀行が不良債権問題で弱体化し、倒産銀行が出る中で制度的には、急速に直接金融が可能になるように整備されてきた。企業の活動の規則を定めた商法改正により、会社組織を自由に変更できるようになった。また、投資家を守る証券取引法が改正され、情報の開示の義務付けの強化や公正を確保するための制度改革が進んでいる。顧客に対する対応も、適合性の原則に則り、勧誘方法が証券会社では徹底されている。資金調達の比率を直

接金融に移す素地はできているのである。国際競争が激しくなる中、日本の間接金融に頼った金融制度は改められるべきである。そのためにも、制度上、経済上の問題点を解決していく必要がある。

資金調達コストを考えると、従来型の銀行からの間接金融のほうが、金額が小さい場合有利である。特に、中小企業は必要資金の金額が少ないので直接金融で資金調達するメリットに乏しいかもしれない。しかし、コスト面以外の期間（長期資金・短期資金）のミスマッチや株価に対する周囲の協力者の支援状況を考えると、直接金融にも良いところは十分にある。

（３）運用手段の多様化

リスクが高いが、リターンも高い商品を待ち望んでいる投資家は存在する。投資家は、様々な投資商品を待っているのである。安全確実な商品を欲する人もいれば、そうでない人もいるのである。多様な商品提供は、投資家に満足感を与える。企業の情報を開示することで、隣り合わせのリスクとリターンを自己責任で分析してもらい、次世代の日本を担う企業への投資を活性化して欲しい。

直接金融の市場の裾野を広げることは、バブル崩壊で不良債権を抱える金融機関が疲弊する間接金市場に代わるものとなる。日本の高度成長期は、政府主導の銀行指導による間接金融で資金を産業界に供給してきた。この仕組みが崩壊した今、代替する金融システムが待たれている。たくさんの選択肢を用意し、投資家が選択できる開かれた市場を作るべきである。

Ⅲ、 グリーンシート市場

時価総額 5 億円から 10 億円の規模の会社が、株式を公開できる場（上場ではないことに注意する）として最適な市場が、グリーンシートと思われる。現在は、少し違った使われ方をしており、イメージが悪いが、制度的には、前述のような問題点を解決するのに十分な市場と考える。

グリーンシートは、上場予備軍の株取引の場で、高い投資リターン（しかし、高リスク）を求める人々が存在するため、市場として成立するのである。

1、 グリーンシート市場とは

グリーンシートとは、日本証券業協会が、未公開企業の株式を売買するために、平成 9 年 7 月からスタートさせた制度である。未公開企業への資金調達を円滑ならしめ、また投資家の換金のを確保する目的で、証券取引法上の有価証券市場とは異なったステータスで運営されている。以下は、日本証券業協会のホームページから、グリーンシートに対する説明の抜粋である。

「ジャスダック市場にも証券取引所市場にも上場されていない未公開企業は、証券取引法等による義務付けがある公開企業に比べて企業内容の開示が十分に行われていないところが多いことから、日本証券業協会では、未公開企業が発行する有価証券について証券会社が投資家に対して投資勧誘を行うことを原則として禁止しています。

しかし、未公開企業の中にも、公開企業並みの企業内容の開示（ディスクロージャー）が行われ、投資家が相応の投資判断材料を入手することができる企業があります。そのような未公開企業が発行する有価証券については、売り・買いの気配を継続的に提示する証券会社に限って投資勧誘を行うことができることとしました。

日本証券業協会では、売り・買いの気配及び売買の内容について証券会社から報告を受け、それらをサイト上及び紙媒体で公表しています。サイトも紙も、グリーン地です。この公表媒体が「グリーンシート」であり、ここに掲載される銘柄を「グリーンシート銘柄」と呼んでいます。なお、「グリーンシート」の名称は、アメリカのピンクシートを範としつつ、若い樹木が若葉を次々と芽吹きながら大きく成長していくように、ここに名を連ねる企業も若々しくいきいきと活動・成長していくようにとの願いを込めてグリーンとしました。」

市場創設の考え方は、非常に共感を覚え納得がいく。しかし、現状をみると、数社の証券会社が極めて小さい企業を相手にほとんど私募の状態で資金調達をしている状況である。約100社程度の中小・零細企業の株式を取り扱うだけで、思うようにグリーンシート市場は活性化していない。時価総額のより大きい、ジャスダックへあと一歩というような企業が株式を公開できる場にしなければならない。つまり、証券取引法に則った厳格な基準は満たせないため、ジャスダックへの株式上場はまだできない。しかし、企業内容の開示には積極的で、成長している会社である。その企業内容開示姿勢と成長性を、特定の証券会社が（グリーンシート銘柄はこの特定の証券会社以外では売買できない）、企業内容の開示を行っているため、株価の気配を継続的に提示できるレベルの会社の株式を、店頭取引での売買を認めることで、投資家から資金調達が可能にすることである。株式公開の準備に掛かる費用が低額に抑えられるので、会社の規模が小さくても負担に公開コストの負担に耐えられる。ここでは、ジャスダック等の新興三市場と全く法的位置づけが異なることに注意しなければならない。グリーンシートでの売買は、株式公開ではあるが、株式上場ではないのである。

2. グリーンシート銘柄になるには

(1) 店頭取扱有価証券

グリーンシート銘柄となるには、店頭取扱有価証券に該当している必要がある。店頭取扱有価証券とは、日本国内で発行する有価証券（株式、新株引受権証券、新株予約権証券、新株予約権付社債券）を対象に、証券会社が投資勧誘を行うに足るとして日本証券業協会の規

則（公正慣習規則第2号）において定める主に一定レベル以上のディスクロージャーを行う要件を満たしているものである。

具体的には、有価証券を発行する会社が、以下の内容を満たしていることが必要である。

- ①証券取引法の規定に基づき、有価証券報告書を継続的に提出しているか、有価証券届出書を提出している会社。但し、有価証券報告書、有価証券届出書に、監査法人が発行する監査報告書が添付されており、その総合意見が適正であるものに限られる。
- ②公認会計士または監査法人による監査（証券取引法に準ずる監査、商法特例法に準ずるまたは基づく監査）が行われ、かつ、その総合意見が適正または適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等を証券会社が勧誘を行う際の説明資料（会社内容説明書）として利用できる会社。

規則において定める要件を満たしていれば、発行会社や証券会社により特段の手続きをとることなく店頭取扱有価証券に該当することとなる。しかし、店頭取扱有価証券に該当するだけでは証券会社による投資勧誘はできない。証券会社が、この店頭取扱有価証券のうち、日本証券業協会に対し届け出を行った上で、その証券会社が継続的に売り気配と買い気配を提示していくことが必要である。

つまり、株式公開しようとする会社は、その会社が発行する財務諸表等に監査法人等の適正意見をもらい、その株式等を取り扱う証券会社が、日本証券業協会に届け出を出し、売買の気配を提示していくことで、グリーンシート銘柄となるのである。

幹事証券の役割が大切であることがわかる。この幹事証券にかかるコストが問題になるのである。

（２）具体的な準備

グリーンシートへの公開が簡単なことをイメージしてもらうため、その流れを以下に示す。

① 短期調査

会社の内容を外部の者が、把握し、情報を開示するための準備として、監査法人が短期調査（ショートレビュー）を行う。監査法人による株式公開のための調査報告書を作成するための第一歩となる。監査法人が実施し、作成する。費用は通常100万円程度で、会社の負担となる。

② 事前調査

会社の財務諸表、契約資料、営業資料等の基本的資料から、証券会社が事前調査を行う。調査項目は、主に、法令順守状況の確認、株式公開上における問題点の有無である。改善点や指摘事項を書いた提案書が証券会社から提示される。この段階では、費用はさほどかからない。

③ 証券会社の取扱審査

改善・指摘事項を確認したあと、証券会社の取扱審査に入る。このあたりから、証券会社等とコンサルタント契約をして正式に準備を始める。取扱審査とは、審査の質問に回答する形式で行われる。株主調査、契約調査、知的財産権調査、監査内容の確認、成長性とリスクの確認等がその内容である。会社内容を情報開示するために、ディスクロージャー書類の作成を行う。証券アナリストの調査や社内組織の整備も行われる。

④ 申請準備

日本証券業協会への申請書類とその資料の作成とチェックが行われる。主幹事証券会社がチェックすれば、現状では、日本証券業協会の審査はほとんど通ると考えて良い。そのため、同時に、公募や売出等の財務局との調整や予定取扱証券会社向けのロードショーを行い、取扱い会員の形成を行う。

⑤ グリーンシート銘柄への指定

日本証券業協会へ申請する。10営業日後に仮承認が降り、15営業日後にグリーンシート銘柄に指定される。平行して、株価の仮条件の決定を行い、ブックビルディングが開始される。グリーンシート銘柄に指定後、投資家の説明会が開催される。そして、株式申込が行われ、募集が終了する。払込が行われ、増資が完了する。

⑥ 売買開始

払込から約1ヶ月後に、株式の売買が開始される。(証券会社が決め、別の方法もある)

(4) 投資家に歓迎されると想定される取扱銘柄の条件

一般投資家は、リスクが大きいながらも参加してくることを期待するには、純資産が一定以上あるなど資産性、収益性がある会社、また、現在成長しており、今後とも、取扱商品・サービスに、成長性、市場性が見込める会社である等の特徴が必要である。そして、その中に設立間もなく、現在は赤字で収益あるが、潜在的に市場性があり、急成長が期待できるベンチャー企業も対象として含まれる。

具体的には、以下の会社がグリーンシートでの銘柄に適していると考える。

日本証券業協会が定める公正慣習規則第2号(情報開示体制、法令遵守、会計監査の意見等)に該当する。

グリーンシート公開時の想定時価総額が5億円を上回ると判断できる事業計画を持っている会社。投資家保護の観点から、最低限の規模を維持・拡大している。

ジャスダック等の上位市場への上場スケジュールを有し、それを望んでいる。投資家からすると、この市場の指定替えの時に株価の上昇が期待できる。

株式公開事務をこなせる人材を確保できる。

グリーンシート市場の活性化

類似会社の分析から判断し、上位市場への上場時に、時価総額が30億円を超える事業計画に信憑性がある。

複数の証券会社が申請会員として取り扱うことができる。（1社では、流動性が乏しくなり、投資家に迷惑を掛ける）

経営者の人格が、株式公開企業の経営者としてふさわしいこと。また、役職員に会社を向上させる意欲がある。

リスク情報を含む企業情報を開示することが可能な体制を整えている。

株式公開予備軍となる企業数は、帝国データバンクの資料によると、1,347社ある（2年以内の株式公開を予定していると回答した会社）。また、上場・株式公開のコンサルタント契約を締結している会社が、約5,000社。監査法人が上場向けに監査を行っている会社が、約4,000社。ベンチャーキャピタルの出資している会社が、約10,000社。株式事務受託契約を信託銀行等と契約している会社が、約10,000社。株式公開を目指している会社は、非常に多いのである。その中で、毎年公開できる会社数は、約150社のままで良いはずがない。新たな市場を作らずに、証券会社の経済的な意味での体制を変更することで、これらの需要に対応することができるのである。

3. グリーンシートと他のベンチャー企業向け市場の比較

時価総額の小さい企業が適する市場の比較

	福証 Q ボード	大証ヘラクレス（グ ロース）	グリーンシート（エマージング銘柄）
時価総額	形式基準：3 億円以上	形式基準：多様	現状；2～4 億円が標準的に多い（10 億以上も存在）
監査	証取法	証取法	証取法 （会社内容説明書にて 1 億円未満の募集を行う場合は商法特例法）
監査期間	2 期以上	2 期以上	2 期以上 （1 億円未満の資金調達 は 1 期で可）
参加者	取引所会員 21 社	取引参加者 97 社	銘柄別に取扱会員（証券会社）が参加
社内体制	上場企業に対し各種責任 管理体制の構築は必要条件	上場企業に対し各種責任管理体制の構築は必要条件	社内管理体制は未整備であってもアウトソーシング等によりディスクロージャーを行える確認がとれれば可
費用	人員増加等で 1 億円以上が一般的	人員増加等で 1 億円以上が一般的	1 千万円程度（アウトソーシングによる資料作成やディスクロージャー体制などが可能）
準備期間	2 年以上が一般的	2 年以上が一般的	6 ヶ月～1 年、のち上位市場へ準備
公開の実現性	時価総額が小さく主幹事証券会社の選定が問題	時価総額が小さく主幹事証券会社の選定がやや問題	証券会社と歩調を合わせながら進むので、公開の確率が高い
投資家	やや広く IR	広く IR	企業に興味のある周囲から IR
募集方法	証券会社による引受	証券会社による引受	証券会社による引受 又は Best Effort

上記は時価総額がまだ小さいベンチャー企業向けの市場を比較した表である。福証Qボー

ドと大証ヘラクレス（グロース）は、証券取引法に基づく有価証券市場で、グリーンシート（エマージング銘柄）は、日本証券業協会の管理する取引（80条2項2号）に基づく有価証券市場である。グリーンシート市場が他の市場に比較して、社内体制整備、費用面で有利なことが分かる。グリーンシートは、日本証券業協会が管理する取引のため規制が緩く株式公開が容易なのである。但し、投資家保護の観点から、審査が容易という意味ではない。形式的な無駄なコストが掛からないと言う意味である。

4. グリーンシート市場のメリットと課題

（1）メリット

グリーンシートの株式公開は、以下のようなメリットが考えられる。

- ①短期間での株式公開と公開コスト：費用は1千万円程度と上場と比較すると90%程度カット可能。現在上場準備中の企業がステップとして利用する場合、追加コストはほぼ無い。準備期間も6ヶ月程度で公開が可能な場合もある。
- ②流通性の実現によるインセンティブアップ：グリーンシート市場で価格が公表されると、ストックオプション等を保有する従業員が会社の価値を株価で見ることができ、インセンティブ向上に寄与する。また、株主にとっても流通性は重要である。
- ③資金調達と外部株主との早期対話機会：未上場段階で、比較的広範囲の資金調達が可能となり、更に外部投資家層との早期接触が可能となるため、新興三市場への上場前からIR（インベスター・リレーションズ）、情報開示に積極的に対応できる。
- ④将来に備えた体制、書類の作成準備：上位市場に上場することをターゲットに、グリーンシート指定期間に、社内管理体制、コンプライアンス体制などの上位市場の上場に向けた整備を行うことができる。グリーンシートでは、上場ほど社内管理体制等が確立されていなくても、ディスクロージャーが行える体制が確認できれば、株式公開が可能である。また、上場に必要資料もグリーンシートで開示を行っていく中で準備が可能となる。また、監査法人の監査を受けるので、各種アドバイスが受けられる。
- ⑤企業の信頼性の向上：日本証券業協会が開設する株式公開市場に指定される＝ディスクロージャーを4半期毎に行うことや監査法人の会計監査を受けることにより、企業の信頼性は向上する。
- ⑥公開前規制の対象外：グリーンシート銘柄は各種公開前規制（ロックアップ等）の対象外なので、ベンチャーキャピタル等はグリーンシート公開直前に出資した企業の株主も規制無く売却が可能である。そのため企業は出資を受けやすくなる。
- ⑦エンジェル税制：平成16年度からグリーンシート銘柄はエンジェル税制の対象となる。

(2) 課題

グリーンシートには以下のような課題があり、これらの問題の解決が望まれる。

- ①取扱証券会社の参加数が少ない：グリーンシート銘柄は、銘柄毎に取扱証券会社が決定されるため、多くの証券会社の賛同を得ることが重要である。証券会社は、当該銘柄の取扱証券会社とならない限り、投資家からの売買注文に応じることが出来ない。この参加証券会社が現在は極めて少ない。
- ②流動性が低い：取扱証券会社が少ない場合、流動性に限界がある。そのため、募集においても取扱証券会社が少ない場合、流動性の観点から、投資家から敬遠される。
- ③知名度が上場と比較し低い：上場と比較し知名度はない。今後は上昇すると考えられるが、現在では、グリーンシートに株式公開しても注目されない。
- ④グリーンシートのイメージが悪い：現在、グリーンシートに株式公開している銘柄が上位のジャスダック市場へと成長とともに上場した例が極めて少ない。また、グリーンシートに公開していた会社が、業績悪化で廃止になった例が多い。

IV. まとめ

証券会社の収益上の経済的な問題で、株式公開数が年間150社程度に留まっている。この部分を改善しなければならない。個人投資家はインターネットによる情報検索が容易になり、着実に増加している。最近の新規公開の状況を見ても、成長性のある新規公開企業に対する投資需要が旺盛なことは明らかである。商法（会社法）や証券取引法は、毎年のように改正され、米国流の法律になってきた。基本的には、かなり自由に会社の組織変更が可能である。最近の急激な時代の変化に追従できるようになったのである。投資家保護を目的とした証券取引法は、情報開示・公正確保というコア部分を押さえながら、商法改正と同様に改正が続いている。ベンチャー企業向けの新興三市場やグリーンシート市場が創設され、株式公開市場の制度上の問題は解決している。米国の市場を真似るならば、その制度を支えている他の部分にも着目し、改善を加えなければならない。大手と準大手に集中している株式公開事務を中小の証券会社にも広げなければならない。得意な分野のみに特化した証券会社の設立を可能にすることにより、小回りの利く時代の変化にあった動きが初めて可能になる。2004年度の証券取引法の改正では、証券会社の最低資本金が1億円から50百万円に引き下げられる予定である。外国証券会社の最低資本金も同様に50百万円に引き下げられる予定である。これらの改正の趣旨は、競争を促すだけでなく、米国のような株式公開事務に特化した証券会社、営業員を持たないでインターネットのみで株式の売買を行う証券会社等の現在の隙間を埋める証券会社の誕生を待ち望んでいるのではないだろうか。

株式公開を目指す銘柄の発掘や株式公開事務に特化し、多数の人員を必要とし、コンピュ

ーターの設備投資が必要な株式の販売を直接手がけなければ、かなり小規模な所帯でも証券会社としての運営は可能である。既に存在し、個人投資家の間で幅広い顧客を獲得しているネット証券と業務提携すればよいのである。相互にメリットがある提携となる。新規公開株人気には波があるが、ネット証券からすると新規公開株の割当が多ければそれを売りに新たな顧客を獲得することが可能である。一方、株式公開事務専門の証券会社は、公開事務に徹することで、少ない人数でその取扱件数を増加させることができる。

成長力があってもまだ、企業規模が小さく時価総額が小さい会社は、大手・準大手証券から相手にされなかったが、小規模の専門証券なら十分に採算にのるため、株式公開事務を引き受けることができる。株式公開を希望する会社数は非常に多く、ボトルネックとなっているこの部分を解決すれば、より多くの株式公開企業を誕生させることができる。間接金融に頼ってきた日本の資金調達も、改善できるのである。銀行の融資スタンスの影響を受けないで、企業の計画通りの資金調達も夢でないのである。

現在の新興三市場を見ると、ベンチャー企業の株式をリスク承知で買いにきている。投資家は、インターネットで公開する企業の情報を集め、自己責任において証券会社の営業員の勧誘なしに、ネット証券で株式売買を楽しんでいる。証券取引法は、情報開示と取引公正を強化している。正確な情報を得られる体制とその伝達スピードが上がることで、個人投資家も自己責任において株式の売買の判断を独自にできるのである。

グリーンシートは、その流動性の低さゆえに投資家から敬遠されてきた。しかし、これは一部の証券会社があまりに小さい企業をグリーンシートの対象としたためにそのイメージが市場に定着しただけである。日本証券業協会は、現在よりも時価総額の大きな企業がグリーンシートに株式公開することを歓迎するであろう。時価総額が小さくても採算に合う証券会社が、優良な新規公開銘柄をグリーンシート市場に提供することで、イメージを払拭すればよいのである。マザーズもナスダック・ジャパン（現ヘラクレス）も初期に株式公開した銘柄の不祥事で市場全体のイメージを損ねてしまい、その回復に時間が掛かっている。投資家の信頼を勝ち取るためには、従来のグリーンシートにない、優良な銘柄を株式公開させていかねばならない。グリーンシート市場を有効に利用することで、日本の株式市場の全体規模を拡大し、証券市場からの資金調達を可能にすることができる。間接金融から直接金融への手助けにもなる。銀行の不祥事で、資金供給が止まり、経済が停滞している現状を考えるとグリーンシート市場の発展に期待したい。

グリーンシート市場の活性化

・参考資料：

(ア) 参照ホームページ：

- ・ <http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20020806-2b.pdf>：証券市場の改革促進プログラム（金融庁）
- ・ <http://repositories.cdlib.org/boaltwp/9/>：Behavioral Economics and the SEC（university of California, Berkley）
- ・ <http://www.mof.go.jp/singikai/kokusaika/siryoku/a141125/a141125b.pdf>：日本の証券市場のグローバル展開（東京証券取引所）
- ・ <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2001/002.html>：証券市場活性化対策について（経済連理事会資料）
- ・ <http://www.jsda.or.jp/html/greensheet/>：日本証券業協会のグリーンシートのHP
- ・ <http://www.vimex.co.jp/torihiki.asp>：ディーブレイン証券のHP
- ・ <http://www.tokyoipo.co.jp/grinfo.htm>：東京IPOのHP
- ・ <http://www.matsui.co.jp/greensheet/>：松井証券のHP
- ・ http://www.azsa.or.jp/b_info/ipo/200301/ipo_200301_01.html：あずさ監査法人のグリーンシート関連のHP
- ・ http://www.datadeta.co.jp/guest/00_data/08_keiei/60812001001.htm：中小企業経営研究会のHP

(イ) 書籍

- | | |
|-------------------------------------|-----------|
| ・ グリーンシート 直接金融市場革命 常識を覆す革新的経済システム | 出縄良人文芸社 |
| ・ ベンチャー市場株式公開マニュアル 新日本監査法人公開業務本部/編 | 中央経済社 |
| ・ 米国証券市場の変貌と証券政策 | 石原定和 千倉書房 |
| ・ 法務担当者のための証券取引法 | 松井秀樹 商事法務 |
| ・ 証券取引法入門 近藤光男/著 吉原和志/著 黒沼悦郎/著 | 商事法務 |
| ・ 金庫株の税・会計・法律の実務Q&A 自己株式 各種届出書類モデル付 | |
| 山田&パートナーズ/編著 優成監査法人/編著 | 中央経済社 |

(ウ) その他

- ・ IPO証券の配布資料
- ・ 各証券会社のパンフレット