

グリーンシート銘柄について

松尾 順介

近年プライベート・エクイティが注目されているが、このプライベート・エクイティとは、未公開株の意味であり、一般には上場・公開銘柄以外の株式を指している。しかし、現実には、プライベート・エクイティの発行企業には、ベンチャー企業、成熟企業、およびディストレスト（経営悪化ないし破綻）企業などが含まれ、投資家側にとっても、また取扱う証券会社にとっても相当広がりのあるものとなっている。また、現在稼働している主なプライベート・エクイティ関連業務としては、①委託売買および値付け業務、②引受業務、③運用業務が挙げられ、これによってノウハウやビジネス・モデルも異なるものとなっている。

このようにプライベート・エクイティといっても相当な広がりのある領域が形成されているが、ここではいわゆるグリーンシート銘柄を取り上げる。グリーンシート銘柄とは、九七年七月に証券業協会が気配公表銘柄制度を導入し、一部の未公開銘柄について発行および流通の場を提供することとなったが、その対象となった銘柄である。このグリーンシート銘柄の制度的枠組を紹介した上で、これらの銘柄について積極的に取り組んでいる事例を紹介する。

1 グリーンシート銘柄の制度的枠組

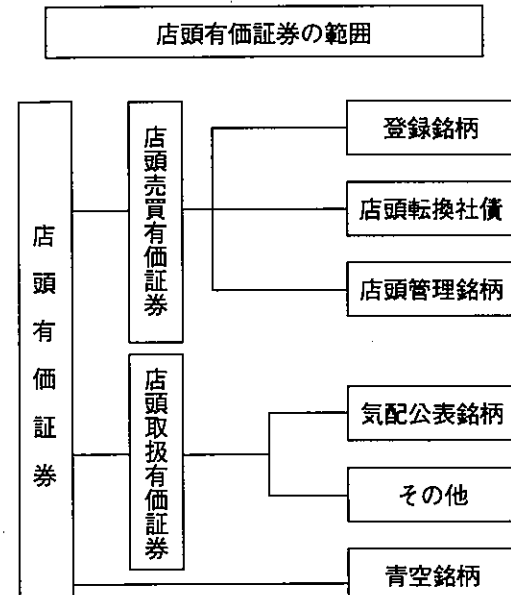
日本証券業協会は、一九九七年七月、証券取引法第七五条に規定された登録を必要とする店頭売買有価証券

(いわゆる店頭銘柄) 以外についても、一部の銘柄を店頭取扱銘柄と規定し、証券会社の投資勧誘を認めた。これらの銘柄は、九九年七月から米国のピンクシートに因んで、通称グリーンシート銘柄と名づけられており、協会への届出の上、気配公表を行うことが認められている(図1)。この制度は、従来極めて流動性に乏しかった未公開銘柄に流動性を付与し、ベンチャー型企業に資金調達を提供する目的で導入されたとされている。

まず、これらグリーンシート銘柄は、(a) 有価証券報告書の継続提出企業であるか、(b) 公認会計士または監査法人による証券取引法監査または商法監査で適正ないし適法とされた、財務諸表等が投資勧誘上の会社内容説明書として利用できる企業であることとされている。この会社内容説明書とは、有価証券届出書の第一部「証券情報」の「事業概況等に関する特別記載事項」および第二部「企業情報」の記載事項に準拠して記載されていること、さらに財務諸表は財務諸表規則に準拠して記載されることと定められており、有価証券報告書とはほぼ同等の内容をもつものとなっている。

次に、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うおとす証券会社は、発行会社の会社内容説明書等を当該発行会社の決算期毎に更新するとともに、これを取扱部店に備え置き、顧客の縦覧に供するとともに公衆の縦覧に供することと定められている。また、当該銘柄の発行会社の経営に重大な影響を与えるお

図1 店頭取扱有価証券の範囲



(出所) 証券業協会のHPより。http://www2.jsda.cr.jp

そのある事項等を証券会社が知った場合には、これを顧客に説明するとともに、証券業協会に報告することが定められている。

第三に、有価証券届出書の提出を要する募集の取扱い等を行う場合、証券会社は顧客に対し、「目論見書」を交付し、当該店頭取扱有価証券および発行会社の内容を十分説明することと定められ、有価証券届出書の提出を要しない募集の取扱い等を行う場合は、当該店頭取扱有価証券の「証券情報」を追記した会社内容説明書を「目論見書」として使用し、顧客に対し、発行会社の内容を十分説明することとされている。また、取扱証券会社は有価証券届出書または目論見書を取扱部店に備え置き、顧客の縦覧に供する。

第四に、これら銘柄の投資勧誘は、公正慣習規則第九号に定める規則(協会員の投資勧誘、顧客管理に関する規則)を遵守することと定められている。

第五に、不公正取引の防止については、証券業協会規則に定める店頭取引に関する禁止行為等の規定を遵守することとされており、証券取引法の不正取引行為の禁止(一五七条)、風説の流布等の禁止(一五八条)、類似市場開設等の禁止(一六七条の二)、などが適用されるが、相場操縦的行為の禁止(一五九条)やインサイダー取引規制(一六五条等)は適用除外とされている。

第六に、気配の提示については、売り・買い気配を継続的に証券会社の取扱部店の店頭等において提示するとともに、週一回以上当該気配を更新すること、また直近の気配を毎週月曜日に証券業協会に報告することが定められている。さらに、売買の報告については、証券会社が所定の様式により、証券業協会に報告することとされている。そして、証券業協会は、報告された気配公表銘柄の売買の内容について公表することとしている。

2 市場の現況と改革案

まず、グリーンシート銘柄とされているのは、表1に示されたように四五銘柄あり、所在地別では、東京一二銘柄、大阪六銘柄のほか、富山八銘柄、福井四銘柄、石川二銘柄などとなっており、北陸三県だけで一四銘柄となつてゐる。このことは、グリーンシート市場創設の目的として、ベンチャー型企業に資金調達の場を提供することが掲げられているが、実際には地域密着型の成熟企業が多く含まれていることを物語っている。

次に、取扱証券会社であるが、表二に示されたように一七社あるが、ほとんどは中堅・中小証券である。また、東京七社、大阪一社のほか、石川三社、富山四社、福井一社となっており、北陸三県だけで八社が取扱証券会社となつてゐる。

さらに、出来高をみると、それほど頻繁な売買が行なわれているとは言えない状況が続いている。因みに、今年五月一日から七日までの約定をみても、売買が成立したのは四五銘柄中九銘柄に過ぎず、合計八〇一八株に過ぎない。

このようにグリーンシート市場の現状は、ベンチャー型企業の株式に流動性を付与し、資金調達の場を提供するという目的とは異なり、むしろ地域密着型企業の株式が細々と売買される市場という感が強い。そこで、証券業協会は、二〇〇〇年一月「グリーンシート市場の活性化を目指して」と題する中間報告を発表し、さらに四月には「市場改革の行動計画Ⅱ」を発表している。これらの報告書や行動計画では、グリーンシート銘柄の流通を促進するため、市場をエマージング市場（ベンチャー型新興成長企業向け市場）、リージョナル市場（地域密着型企業向け市場）、フェニックス市場（上場廃止・登録取消企業向け市場）に区分し、取扱銘柄も普通株式だけでなく、種類株式、CB、WB、SPC株式、PFI株式、会社型投信、会社型不動産投信などに拡大すること

表1 気配公表銘柄一覧

気配公表銘柄	所在地	取扱証券会社名
旭精工(株)	大阪府堺市	エヌシーエス証券
(株)金沢名鉄丸越百貨店	石川県金沢市	今村証券・竹松証券・坂本北陸証券
カワセコンピュータサプライ(株)	大阪府大阪市	明光ナショナル証券
北日本放送(株)	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券
(株)ケセラ	岐阜県大垣市	ディーブレイン証券
(株)ケア・フロント	神奈川県横浜市	ディーブレイン証券・泉証券
(株)廣貴堂	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券
(株)高知銀行	高知県高知市	エヌシーエス証券
山陽放送(株)	岡山県岡山市	エヌシーエス証券
(株)シー・エイ・ティ	大阪市淀川区	ディーブレイン証券
(株)島崎製作所	東京都荒川区	丸宏大華証券
(株)鈴鹿サーキットランド	三重県鈴鹿市	エヌシーエス証券
センコー産業(株)	香川県高松市	香川証券
(株)大正銀行	大阪市西区	エヌシーエス証券
太平(株)	富山県西礪波郡	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券
太平化学製品(株)	埼玉県川口市	新光証券
(株)但馬銀行	兵庫県豊岡市	エヌシーエス証券
立山開発鉄道(株)	富山県富山市	今村証券・富証券・荒町証券・島大証券・坂本北陸証券
チッソ(株)	大阪市北区	新光証券
(株)テスコ	神奈川県相模原市	未来証券
電子システム(株)	愛知県名古屋	ディーブレイン証券
戸出物産(株)	富山県高岡市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券
(株)富山第一銀行	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券・エヌシーエス証券
富山地方鉄道(株)	富山県富山市	今村証券・荒町証券・島大証券・富証券・新林証券・坂本北陸証券
奈良交通(株)	奈良県奈良市	エヌシーエス証券
(株)にっぱん	東京都港区	明光ナショナル証券
日本海ガス(株)	富山県富山市	富証券・今村証券・荒町証券・島大証券・新林証券
(株)日本起重機製作所	東京都中央区	今村証券・竹松証券
(株)旅館屋本店	東京都台東区	ディーブレイン証券・泉証券
(株)パフ	東京都中央区	ディーブレイン証券・泉証券
バルク(株)	東京都新宿区	ディーブレイン証券・泉証券
福井鉄道(株)	福井県武生市	今村証券
(株)福邦銀行	福井県福井市	今村証券・益茂証券
(株)ブルックランズ	栃木県宇都宮市	ディーブレイン証券・泉証券
(株)ホクコン	福井県武生市	今村証券・竹松証券
北陸鉄道(株)	石川県金沢市	今村証券・竹松証券・坂本北陸証券
北陸産業(株)	福井県鯖江市	今村証券・竹松証券
毎日放送(株)	大阪府大阪市	エヌシーエス証券
三國商事(株)	東京都港区	つばさ証券

三菱マテリアル建材(株)	東京都新宿区	エヌシーエス証券
ユニメディカル(株)	東京都千代田区	ディーブレイン証券
(株)ララ	東京都江東区	ディーブレイン証券・泉証券
(株)ラ・アトレ	東京都港区	ディーブレイン証券
YKK(株)	東京都千代田区	エヌシーエス証券・富証券・今村証券
(株)和歌山銀行	和歌山県和歌山市	エヌシーエス証券
合計 45銘柄		気配公表銘柄 届出証券会社数 17名

(出所) 証券業協会のHPより。http://www2.jsda.or.jp

表2 取扱証券会社一覧
(2000.4.3現在)

証券会社名	取扱部店
荒町証券	本店
泉証券	本店
今村証券	全店
エヌシーエス証券	全店
香川証券	本店
坂本北陸証券	全店
島大証券	全店
新光証券	全店
新林証券	本店
竹松証券	全店
つばさ証券	本店営業部
富証券	本店
ディー・ブレイン証券	本店
益茂証券	本店
丸宏大華証券	本店営業第2部
未来証券	本店
明光ナショナル証券	本店

(出所) 表1と同じ。

としている。また、気配公表・売買報告については、月二回の報告を改め、週一回報告のWE E K L Y銘柄と毎日報告するD A I L Y銘柄とに区分した上で、グリーンシート銘柄を証券保管振替制度の対象株券とし、受渡決済はジャスタック・サービスにおいて集中的に受渡決済を行なうことを提言している(ジャ

3 地場証券の取り組み

このようなグリーンシート銘柄に対する証券会社の取り組みとして、ひとつは地場証券の取り組みが挙げられる。前述のように、グリーンシート銘柄には北陸三県の地域密着型企业が数多く含まれているが、そもそも九七年に気配公表銘柄制度が導入された時、北陸三県の地場証券七社が最初に気配公表を開始し注目を集めた。なかでも今村証券はいち早く北陸鉄道、福井鉄道、富山第一銀行など一銘柄の気配を公表し、これに益茂証券(福井)が続き、その後荒町証券(富山)、島大証券(同)、竹松証券(金沢)、富証券(富山)、新林証券(富山)が続いたのである。このように北陸の証券会社が積極的に気配公表を開始した背景として、戦後早い時期から未公開の地元銘柄の気配公表を行っていたことが挙げられる。すなわち、証券業協会の北陸地区協会が毎日地元新聞社に気配値を配信し、北國、北日本、福井、富山、北陸中日などの地元新聞はこれを地元銘柄として発表していた。そして、協会発表のものになる気配値は地場証券が協会に報告していたわけであるが、ただし気配公表銘柄制度が導入されるまでは、青空市場の扱いであったために正式に認知されたものではなく、証券会社が積極的に投資勧誘することは禁じられていた。したがって、証券業協会は、何度もこの気配値の配信を中止しようとしたが、歴史的な経緯や証券会社側の要望に押される形で続いてきた。それが九七年になって、気配公表銘柄制度ができたことで、この制度を通じて気配公表を行うことになったわけである。その際、北陸三県にまたがる営業網を持っていた今村証券が率先して気配を公表したことが、隣接二県の地場証券を刺激し、相次ぐ気配公表となつたといわれている。

北陸で率先して気配公表を行なった今村証券は、大正一〇年創業の金沢の老舗証券会社であり、平成一〇年末時点で資本金二億二〇〇万円、従業員数一三〇人、株式売買高二億一、五六三万株(九九〇億円)などの点で北

陸地区第一位を誇っている。店舗は金沢の本社ほか、小松・福井・加賀など四支店と四営業所を有し、北陸三県をカバーしている。

同社が他の地場証券に先んじて気配公表を行うことができたのは、従来から北陸の地元銘柄の八〇九割の気配公表を行ない、売買の取扱を行なってきたという⁽²⁾伝統とともに、独自のシステム構築を積み重ねてきたことが挙げられる。というのは、気配公表銘柄制度のもとに気配公表を行なうためには、前述のように有価証券報告書または会社内容説明書を店頭に備置し、直ちに投資家に提示しなければならぬが、最新の書類を財務局からコピーし、店頭に備置するのは実際地方の証券会社にとってかなり煩瑣である。しかし、同社ではイントラネットを構築していたため、その中にすべての書類をファイリングすれば、社員一人一台の携帯パソコンによって客先でも顧客にこれらを示せる体制が出来ていたのである。さらに、気配値の根拠になる売り株数や買い株数を入力することで、顧客に対して価格の根拠を常時示す体制も整えられたのである。このようなシステム構築は、同社社長本人が一九七〇年代から一人で基礎を作り、その後も自前の資金一億円強とスタッフ（現在六人）を使って構築していったものであり、IBMからも引き合いが来るなどかなりの技術力だといわれている。

このような地域密着型銘柄の場合、投資家層は大半が個人投資家で、投資目的としては株主優待を旨ととする場合が目立つといわれている。例えば、北陸鉄道の場合、無配ではあるが、九二五株（約三三三万円）でフリーパスが交付されるため、年間一二万円分利用すると三・六%の利回りとなる。そこで、入学卒業時期に売買が活発化するといわれている。また、発行会社側も旧来型の成熟産業であり、新たに上場や公開を目指しているところはほとんどなく、増資のニーズも弱いとみられる。したがって、証券会社側も気配公表を行なうものの積極的に営業活動は行なっておらず、時折新聞広告や折込みを入れる程度で、顧客に対しては業績の説明を行なう程

度という。そのため収益寄与度はまだまだ小さく、今後もこれを手掛けていく証券会社は、北陸三県でも一、二社に絞られてしまっているのではないかと見通しも聞かれた。

また、新規の銘柄開拓については、取り組みは行なっているものの、まず有望な企業が少ないことが障害となっており、地元で一定の評価を得た銘柄が中心にならざるを得ない。さらに、一定の評価を得たステータス企業の場合、譲渡制限がつけられている場合が多く、売買できないことも障害となっている。他方、ベンチャー型企業の場合、すでにベンチャー・キャピタルや銀行、あるいは地元の中小企業育成基金などが十分な資金を供給している場合が多く、グリーンシート市場を使って公募をするより、これらの資金を利用するほうが有利で労力も省けるというのが実情となっているため、ほとんど可能性がないという見方も示された。

4 専門証券会社の取り組み

前述のように、ベンチャー型企業がグリーンシート市場に資金調達を見出す可能性は小さいという見方があるものの、あえてこのような試みを行ない、未公開株専門証券会社に特化しているのが、ディー・ブレイン証券である。ディー・ブレイン証券は、公認会計士や弁護士からなるコンサルティング会社ディー・ブレインを親会社として、ベンチャー企業の未公開株式を流通させることを目的として、九七年七月に気配公表銘柄制度の導入と軌を一にして設立され、事業内容は①VIMEX登録企業の株式の募集・売上の取扱ならびにその売買、②VIMEX登録・株式公開コンサルティング、③エクイティ関連業務コンサルティング、④買取・合併・事業提携等の事業評価・仲介・コンサルティング、④未公開株式投資を含めた資産運用コンサルティング、となつて

いる。ここでいうVIMEXとは、Venture Investment Mart Exchange system（ベンチャー投資マーケット取引シス

表3 VIMEX登録企業一覧

会社名	業種
バルク	時間貸駐車場運営
ブルックランズ	インターネットロジスティックス
パフ	WEBによる就職情報サービス
ララ	住宅リフォーム
ケア・フロント	病院経営代行サービス、ケアハウス運営
旅籠屋本店	ロードサイドホテルチェーン
ラ・アトレ	不動産の販売・仲介・賃貸・管理
クイズノスジャパン	(00/3/31登録取消)
電子システム	システム設計・販売
クセロ	ソフトウェア開発販売
シー・エイ・ティ	(00/6/14登録取消)
ユニメディカル	医療・医薬品素材の製造販売
アスコット・コム	電子認証システム構築

(出所) ディー・ブレイン証券のHPより。http://www.vimex.co.jp

の手数料を徴収することとなる点も指摘できる(因みに、ディー・ブレイン証券の場合は一二%といわれている)。

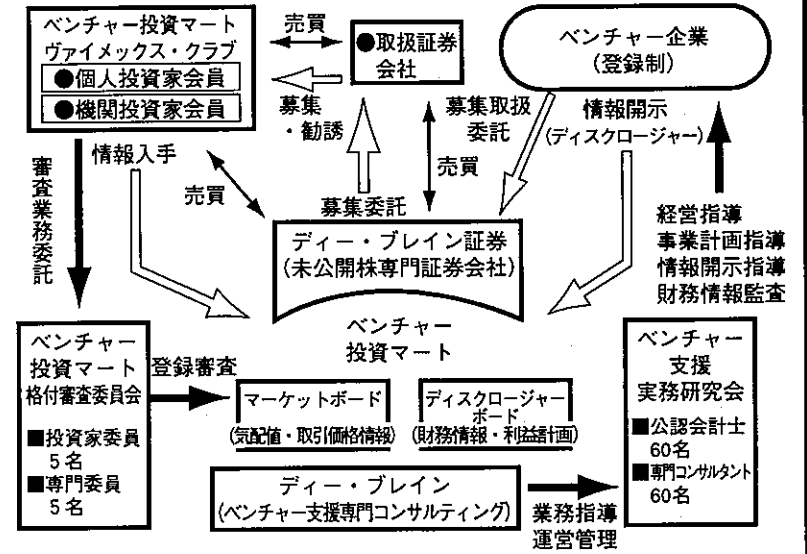
録基準は金融資産五〇〇万円以上)が九〇%で、法人登録は一〇%程度、また個人登録の三〜四〇%は富裕層とされている。

他方、ディー・ブレイン証券では、インターネットを通じた公募増資の受付業務も始めており、九九年九月住宅リフォーム会社のララがその第一号(増資額七、八〇〇万円、公募株数一、三〇〇株、発行価格六万円)となった。そして、直近の二〇〇〇年六月にはアスコット・コムの新株発行(増資額九、九九〇万円、三三三株、発行価格三〇万円)の募集取扱を行なっている。ただし、このようなベンチャー型企業の新株発行の募集取扱については、必ずしも活発に行なわれているとは言えず、その背景として、前述のように、めばしい企業にはベンチャー・キャピタルや銀行などがすでに十分な資金提供を行なっているという点が指摘できるとともに、このような小規模な増資でも募集取扱証券会社は、採算を維持するために一定の手数料を徴収せざるを得ず、結果的に資金調達額に対して高率

テム)の略であり、会員制で投資家を募った上で、同社が選別したグリーンシート銘柄を登録し、ディー・ブレイン証券ないし取扱証券会社を通じて投資家が売買する仕組みである(図2)。その際、登録には監査実務委員会による審査が課せられるとともに、登録された銘柄でも一定期間に事業の改善がなされない場合は登録取消となることもある(表3)。また、VIMEXでは気配値・取引価格および出来高情報を公開するマーケットボードおよび財務情報を公開するディスクロージャー・ボードがネット上に設置され最新の情報を知ることが出来る仕組みとなっている。さらに、同社では未公開株の格付けを行なっている。格付け記号は、最上位AAAから最下位Dまでとなっており、A以上であることがVIMEXの登録基準となっている。

このVIMEXには、三、八〇〇(七月七日現在)の会員登録があり、九九年秋以降は一ヶ月に二五〇件以上の登録が行なわれているという。そのうち個人登録(登

図2 VIMEX (ベンチャー投資マート) とは



(出所) ディー・ブレイン証券HPより。http://www.vimex.co.jp

まとめ

以上、グリーンシート市場について、その制度的な枠組を踏まえた上で、ビジネスモデルの相異なる二つの証券会社の取り組みを紹介した。その結果、グリーンシート市場は地域密着型成熟企業の流通市場という側面が強く、当初目的としたようなベンチャー型企業に資金調達の間を提供するという役割を十分果たすには到っていないものと思われる。しかし、VIMEXの登録件数が増加していることから推測されるように、このような銘柄に対する個人投資家の関心は強まっており、投資需要は大きいものと思われる。現在、募集取扱にかかる高率の手数料や煩瑣な手続きが障害となつているとすれば、私募形式の発行によつてこれらの障害を緩和できる可能性があると考えられる。その際、募集・引受業務と運用業務を結びつけ、新株をプライベート・エクイティ・ファンドで運用することも考えられ、すでにこのような取り組みも行なわれている。そこで、今回はプライベート・エクイティ・ファンドの取り組みを考察する。

注

(1) このような地元銘柄の売買を、大阪では昭和証券が取扱っていた。

(2) このような銘柄の取扱には、証券事故を未然に防止するため、本券確認が重要であり、本券確認には一定のノウハウや発行会社とのネットワークが必要であるといわれている。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)