

厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度

坂下
晃

1 はじめに

グリーンシート銘柄制度は、日本証券業協会（以下、「日証協」という）が非上場企業の株式を売買するため、一九九七年七月に開始した制度で、発足して一二年を経過する。

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の間を提供する目的で導入された⁽¹⁾。

しかしながら、グリーンシート銘柄制度の存在感が近年低下しているのではないかと考えられる。登録企業の数や売買代金はここに来て大きく減少、株式上場を果たした企業の株価もさえない。登録維持のコストに苦しむ企業の退出例が相次ぎ、制度そのものの意義さえ問われ始めた⁽²⁾という指摘もあるところである。

本稿では、最近におけるグリーンシート銘柄の概要、銘柄数・売買高、資金調達の状況、運営の実態等を把握することにより、ベンチャー型企業にリスクマネーを供給し、さらには金融商品取引所上場へのステップアップ銘柄として機能しているのか等の問題点を探ることとしたい。

2 グリーンシート銘柄制度の概要

日証協は、証券会社に対し、取引所の非上場企業はディスクロージャーが十分に行なわれていない場合が多い

(1)

ため、非上場銘柄の投資勧誘を原則として禁止している。

しかし、非上場企業の中にも、公開企業並みのディスクロージャーが行なわれている企業もあり、そのような非上場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で
きることにしている（図1参照）。

金融商品取引法では、取引所に上場していない有価証券のうち、証券会社が投資勧誘を行なうことができるものとして日証協の規定するディスクロージャー等一定の要件を満たしているものを店頭取扱有価証券としている。グリーンシート銘柄は、店頭取扱有価証券、優先出資証券又は投資証券のうち、証券会社（以下、「取扱証券会社」という）が日証協に対して届出を行ない、指定を受けたうえで、その証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示している銘柄をいう。

（1）銘柄区分

グリーンシート銘柄は、その銘柄を発行する会社の特長により、次の3つに区分される。

① エマージング

取扱証券会社による審査を行なった結果、成長性を有する等によりグリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分

② オーディナリー

取扱証券会社による審査を行なった結果、グリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分

③ 投信・SP

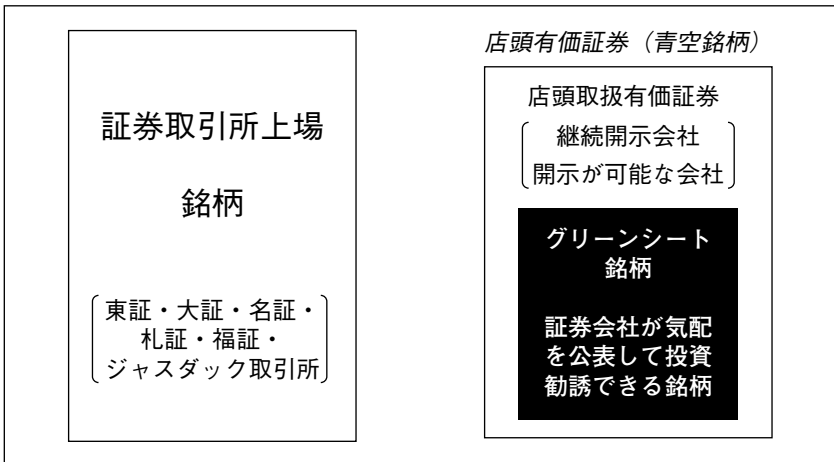
優先出資証券及び投資証券のうち、証券会社において審査を行なった結果、グリーンシート銘柄として適当であると判断するものを指定する銘柄区分

○八年三月までは、他にフェニックス銘柄区分が存在した。
○七年一二月、金融庁が「金融・資本市場競争力プラン」において、フェニックス銘柄区分のグリーンシート銘柄制度からの分離、フェニックス銘柄の指定基準の緩和、証券保管振替機構における受渡決済業務の取り扱い等を要請したことを受けて、日証協は○八年三月、フェニックス銘柄区分をグリーンシート銘柄制度から分離してフェニックス銘柄制度とするとともに証券保管振替機構の利用を導入した。これにより、上場廃止銘柄を保有する投資家に換金の場を提供するとともに上場廃止企業の再生を支援することとした。

(2) 取扱証券会社による審査

グリーンシート銘柄としての条件は、株式事務を株主名簿管理人に委託していること、券面が一定の様式に適合してい

図1 有価証券の区分



(注) グリーンシート銘柄には、この他、優先出資証券及び投資証券も対象とされていますが、図中では割愛しております。

(出所) 日本証券業協会

ること及び譲渡制限が付されていないことが求められる。

取扱証券会社は、次の事項について審査を行なった上で銘柄区分に該当する銘柄として適当であると判断しなければならぬ。

- ① 法令順守状況を含めた社会性
- ② 適時開示体制の整備状況
- ③ 財務諸表又は連結財務諸表に継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事業又は状況に関する重要な注記がなされておらず、かつ、公認会計士又は監査法人が作成する監査報告書において当該事業又は状況に関する重要な事項が除外事項とされていないこと及び追記情報として記載されていないこと
- ④ 事業計画が合理的な根拠に基づいて作成されており、かつ、その基礎となるビジネスモデルに収益性が認められること
- ⑤ 当該発行会社の属するマーケットの特性、その中での競争力及びそれを支える経営資源等を勘案し、事業の成長性が認められること
- ⑥ 当該銘柄に投資するにあたってのリスク

審査及び判断を行なった証券会社は、審査及び判断に責任を負う。

このように、グリーンシート銘柄については銘柄の届出を行なう取扱証券会社が、幹事証券会社として審査責任を有することになる。

3 ディスクロージャー

グリーンシート銘柄制度では、取引所市場における上場基準にあるような業績や財務に関する数値基準を持たないが、ディスクロージャーに関しては次の通り一定レベル以上を要求している。これは、非上場会社であるからといって投資判断に必要な情報が投資家に対して適切に提供されないまま投資勧誘を行なうことはできないという考え方からきている。

① 取扱証券会社がグリーンシート銘柄の投資勧誘を行なうに際しては、直前事業年度にかかる有価証券報告書又は会社内容説明書^③により、投資家に対し、発行会社の内容を十分説明しなければならぬ。また、取扱証券会社は有価証券報告書又は会社内容説明書をグリーンシート銘柄の投資勧誘を行なう取扱部に備えおき、投資家の縦覧に供しなければならない。

② 公衆縦覧

日証協は、有価証券報告書又は会社内容説明書を公衆の縦覧に供している。

また、取扱証券会社は、有価証券報告書又は会社内容説明書を投資勧誘を行なう取扱部に備えおき、縦覧に供することとなっている。

③ タイムリー・ディスクロージャー

グリーンシート銘柄の届出を行なうに際して、取扱証券会社は、発行会社から企業情報の適時・適切な開示及び日証協が行なう事情聴取等に積極的に協力する旨の同意書を添えており、年一回の会社説明書等の作成だけでなく、タイムリー・ディスクロージャーを行なわなければならない。金融商品取引法上のインサイダー取引規制も課せられている。

4 投資勧誘

日証協は、取扱証券会社に対しグリーンシート銘柄の投資勧誘にあたっては、上場銘柄の投資勧誘で求められるもの以上に、次の義務を課している。

① 取引開始基準

顧客の投資経験、顧客からの預り資産その他取扱証券会社で必要と定める事項について、取引開始基準を定め、この基準に適合した投資家から受託できる。

② 契約締結前交付書面、確認書の徴求

グリーンシート銘柄の取引を初めて行なう投資家に対し、「契約締結前交付書面」を交付し、十分説明を行なう。交付書面には金融商品取引法に定められた記載事項のほか、グリーンシート銘柄の性格、取引の仕組み、取扱証券会社における取引方法、情報の周知、投資に当たってのリスク等について分かりやすく記載しなければならぬ。また、投資家の判断と責任においてグリーンシート銘柄の取引を行なう旨の確認を得るため、「グリーンシート銘柄の取引に関する確認書」を徴求する。

③ 会社内容の説明

取扱証券会社は、投資勧誘を行なうに際しては、直前事業年度にかかる有価証券報告書又は会社内容説明書により、発行会社の内容を十分説明しなければならない。

④ グリーンシート銘柄であることを明示

投資家からグリーンシート銘柄の取引の注文を受ける際は、その都度、その有価証券がグリーンシート銘柄であること及び銘柄区分を明示しなければならない。

5 気配の提示・報告・公表、売買報告・公表

取扱証券会社は、取引を行なおうとする際の売買価格の参考となる売り・買い気配を、投資勧誘を行なう店舗等において、銘柄ごとに、毎営業日（エマーシング区分は毎営業日）か週一回の頻度で提示する。

日証協は、取扱証券会社から直近の気配報告又は売買報告を取扱部店における気配表示と同じ頻度で受け、日証協のグリーンシート専用ホームページと紙媒体で公表する。

6 グリーンシート銘柄の現状

(1) 銘柄数（〇八年五月現在）

銘柄数は、表1のとおり〇四年が九六銘柄（エマーシング七〇、フェニックス八、リージョナル一七、投信・SPC一）とこれまで最高数であったが、〇六年に制度が廃止されたリージョナル、〇八年に制度が変更されたフェニックスを除くと七一銘柄となる。新規の指定数は、〇四年は三〇銘柄、〇五年は一九銘柄、〇六年は一五銘柄、〇七年は三銘柄、〇八年（四月まで）は六銘柄と取引所市場の新規公開銘柄の減少と同様の傾向にある。〇八年五月現在では、エマーシング・三七銘柄、オーデイナリー・四〇銘柄、投信・SPC・一銘柄の合計七八銘柄である。

① 地域分布

二四都府県に分布、主要な県は東京都二二社（内、エマーシング一一）、愛知県八社（内、エマーシング二社）、神奈川県五社（内、エマーシング二社）、静岡県五社（内、エマーシング五社）、地区別には、関東三三社、中部一八社、近畿一二社、九州六社、その他九社である。

② 業種分布

銘柄は、一五業種に分類される。主な業種は、サービス業二七社、小売業九社、建設業八社、卸売業八社、情報・通信業六社、不動産業六社である。

(2) 資金調達状況

グリーンシート銘柄制度が一九九七年七月発足して以来の資金調達状況は、八件約五四億一千万円であり、一件平均六千一四〇万円、最大三億円、最小三八七万円である。

(3) 売買高・売買代金(単位…一株、一円)

ここ数年の売買高と売買金額の推移は次のとおり。

表1 グリーンシート銘柄数の推移

年	銘柄数合計	エマージング	オーディナリー	フェニックス	リージョナル	投信・SPC
1997年末	22銘柄	—	—	—	—	—
1998年末	32銘柄	—	—	—	—	—
1999年末	41銘柄	—	—	—	—	—
2000年末	43銘柄	15銘柄	—	4銘柄	24銘柄	—
2001年末	40銘柄	18銘柄	—	4銘柄	18銘柄	—
2002年末	63銘柄	41銘柄	—	4銘柄	18銘柄	—
2003年末	77銘柄	54銘柄	—	5銘柄	17銘柄	1銘柄
2004年末	96銘柄	70銘柄	—	8銘柄	17銘柄	1銘柄
2005年末	90銘柄	68銘柄	14銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2006年末	90銘柄	54銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年1月末	87銘柄	52銘柄	27銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年2月末	88銘柄	52銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年3月末	84銘柄	50銘柄	26銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年8月末	83銘柄	47銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年9月末	83銘柄	47銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年10月末	82銘柄	46銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年11月末	81銘柄	45銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2007年12月末	79銘柄	43銘柄	28銘柄	7銘柄	—	1銘柄
2008年1月末	81銘柄	41銘柄	31銘柄	8銘柄	—	1銘柄
2008年2月末	80銘柄	40銘柄	31銘柄	8銘柄	—	1銘柄
2008年3月末	79銘柄	40銘柄	38銘柄	—	—	1銘柄
2008年4月末	79銘柄	38銘柄	40銘柄	—	—	1銘柄

*フェニックス区分にあった銘柄は2008年3月31日よりオーディナリー区分へ変更されました(出所) 日本証券業協会

7 グリーンシートからの上場企業

○七年一〇月までにグリーンシートから八社が取引所に上場している。東証・マザーズ四社、大証・ヘラクレス一社、札証・アンビシヤス三社、福証・Qボード一社である。

8 P T S

グリーンシート銘柄は日本証券代行（株）が〇三年七月から稼動したP T S 「JSA-Step」が気配報道システムと自動約定システムを持ち、業者間取引の仲介を行なっている。同社のホームページを開くと「グリーンシート銘柄取扱情報」には銘柄情報、出来高・売買代金、出来高の詳細、開示資料等、取引規制銘柄、売買停止、注意銘柄・管理銘柄指定等の通知が掲載されている。

日本証券代行（株）によれば、P T Sの運営は、取扱証券会社からの端末利用料、清算料により賄われているが現在の銘柄数と取扱証券会社数では、運営コストをカバーできないようである。

9 問題点

グリーンシート銘柄における現状を見ると、開設当初の理念である「非上場企業にリスクマネーを供給する直接金融市場の活性化」とは残念ながら距離があるといわざるを得ない。そのため、グリーンシート市場が抱える問題点を整理してみたい。

	2005年	2006年	2007年
売 買 高	11,422,046	16,066,392	10,543,899
売買金額	1,739,984,591	3,129,898,827	1,122,634,650

(1) 発行会社

発行会社にとってもグリーンシート銘柄届出のための監査を含めた初期費用が約一千万円、維持費用が年五百万円かかる、さらには大手監査法人がリスクの高さからグリーンシート銘柄を敬遠となれば、上記6(2)でみたようにIPOによる調達額平均が、六一四〇万円であるのと比べて二の足をふむことにならざるを得ない。特に、最近の市場全体の低迷の影響でIPOが難しくなってきた中ではこの傾向に拍車がかかることになる。⁽⁶⁾

(2) 取扱証券会社

取扱証券会社は一六社と、全証券会社三三社の約5%程度の少数の証券会社しかグリーンシート市場に参加していない。取扱証券会社は、発行会社の会社内容説明書の更新・提出及びタイムリー・ディスクロージャーを行なわなければならない。また、その発行会社に対し、会社内容説明書及びタイムリー・ディスクロージャーについて責任を持って指導しなければならないし、発行会社に対する審査責任を有する。取引所市場における幹事証券会社とは異なるものの、審査責任を負える証券会社は限られると考えられる。また、大手証券会社の参加が非常に少ない。グリーンシート銘柄を取り扱うことに対しては、IPOにしても調達金額が少なく、日常的に発行会社とコンタクトを取るにはコスト面から割に合わないという見方があるとともに、金融商品取引所への直接上場を方針としているようである。

これまで、グリーンシート銘柄をリードしてきたのが一九九三年に設立された、未公開株専門に特化しているディー・ブレイン証券である。同社では、前述の日本証券代行(株)のPTSの前身ともいべき会員制で投資家を募った上で、選別したグリーンシート銘柄を登録し、取扱証券会社を通じて投資家が売買するVIMEX

(ベンチャー投資マーケット取引システム)を導入したのをはじめ、グリーンシート銘柄の九〇%の代表取扱い員となっている。⁽⁷⁾⁽⁸⁾

同社では、グリーンシート銘柄における株式公開では、「拡大縁故募集」と称する発行会社に関係がある取引先や顧客という身近な投資家に長期安定株主になってもらうことにより、新興株式市場にありがちな短期売買志向の個人株主とは異なる層の株主作りを提案している。ベンチャーキャピタルやエンジェルが容易にグリーンシート銘柄に参画しないことからの新しいアイデアかと思われる。わが国にはリスクを取れる投資家が限定される中では相当の困難を伴うと予想される。縁故先に株式を割り当てることは長期保有にもつながり望ましいこととは言えるが、グリーンシート銘柄指定後のマーケットメイクには玉不足というトレードオフの問題があると指摘する向きもある。いずれにしても同社が株式公開を目指す発行会社関係者に対する支援業務を継続し発展させることはグリーンシート銘柄制度のみならず、わが国のベンチャー企業の育成に大きな意味合いがあるが、しかし、言葉で言うほど簡単ではないだろう。今後とも、いかに無理なく、また、当然のことではあるがコンプライアンスに注力して、バランスのよい株主作りや、実践的な上場準備を行なうことで、グリーンシート銘柄を取引所上場へのステップアップにつなぐ大きなパイプを構築することが出来るかが注目される⁽⁹⁾ところである。また、同社では、毎月第一木曜日に「ICHIMOKU会」と称する異業種交流会や各種のセミナーを開催している。⁽¹⁰⁾異業種交流会は、「成長を志す企業の交流を通じて、参加者相互の事業発展に寄与すること」を目的に掲げており、株式公開を目指す企業向けに地道な活動を続けている。株式公開専門証券会社として同社が果たす役割は大きい⁽¹¹⁾が、本年五月には同様に株式公開業務を行なうキャタリスト証券が新規に参入してきた。グリーンシートの発行市場にとっては歓迎すべきことといえよう。

グリーンシート銘柄制度の発足が、日本版金融ビッグバンと相前後していたこともあり、徐々にではあるが株式公開という専門性を有する証券会社が幾つか誕生していることの意義も、証券業が免許制から登録制に規制緩和された成果の一つとして重要であると考ええる。

一方、流通市場での証券会社の参加にもさびしいものがある。大手ネット証券会社も取扱証券会社として参加しており、参加の当初は売買高の増加も見られたが、その後、新興株式市場が冷え込む中で、より小型のグリーンシート銘柄に対する投資家の投資意欲が見られないことや、注目を浴びるような銘柄が少ないこと、さらには受渡決済制度が保管振替機構を通さないこと等、投資家を呼び込むところには至っていない。

10 おわりに

日証協は、証券会社が投資勧誘可能とする有価証券は会社説明書のように、若干、適用が緩やかであってもディスクロージャーを求めることを基本原則としている。このため、かつて、ディスクロージャーが適用されていないリージョナル銘柄区分はグリーンシートから除外された経緯⁽¹²⁾がある。この点について、タイムリー・ディスクロージャーの要請にこたえるためには、企業側は相応のコストをかけて体制整備を行わなければならない。本来、取引所等で取引されていない企業の株式であっても、それに投資したいという投資家のニーズがあれば、適正な価格を気配として提示したり、投資勧誘を行なったりすることは、証券会社の社会的責務なのではないか、このように、リージョナル区分の廃止と法令上必要とされない開示という本質的な問題についての強い批判がある。⁽¹³⁾

また、一昨年のライブドア問題以降、新興株式市場全体が冷え込み新規公開銘柄数が大きく減少する中で、ジ

ヤスダック証券取引所と大阪証券取引所の統合問題が、具体的なテーマになってきている。わが国には新興株式市場の数が多く、日本版金融ビッグバン以降の激しい市場間競争が行なわれる中でも整理統合は進展してこなかった。その中で、今後の方向性に大きな一石が投じられたわけで、これを契機としてベンチャー企業育成のための新興株式市場が効率的に機能する方向に進むように期待したい。日証協では今後、新興株式市場のあり方を議論する専門委員会を設け、証券界をあげて市場振興策を議論する意向と報道されているが、この議論の過程においては、ベンチャー企業への資金供給や取引所上場へステップアップできる上場準備段階としてのグリーンシート銘柄制度の活用とその位置づけについても検討項目に含めて、包括的な議論が行なわれるように期待したい。取引所市場と区分されたベンチャー企業等への直接金融の是非やステップアップのための制度は本来的に必要なのかという是非に始まり、制度を必要とするなら、そこにおける投資家は一般投資家か特定投資家なのか、それとも両者を対象とするのか、ベンチャーキャピタル・エンジェルを取り組むにはどうするのか。また、ディスクロージャーのあり方はどうすべきか。運営主体はこれまでどおり日証協なのか取引所なのかPTSなのかというように様々な問題がある。

繰り返しになるが、梗塞状況にあるグリーンシート銘柄制度を、もう一度開設の理念をみつめて、存在の是非も含めて再検討することは決して無意味ではないと考える。わが国経済の今後を占うのに開業率を高め、ベンチャー企業を育成・発展させることが必要なのは論を待たない。しかしながら、ベンチャー企業の育成・発展に資本市場はどう応えるのか、掛け声は大きいが内容・実績がともなって来ていない感を受ける。今一度、原点に立ち戻っての議論を期待したい。世界には試行錯誤しながらも大きな成功を収めつつある市場も存在する。グリーンシート銘柄制度より少し前の九五年に開設されたロンドン証券取引所(LSE)のAIM(Alternative

Investment Market) が、表2のように登録会社数が一六八二社(〇七、六現在)で、投資家は個人投資家も参加するが機関投資家を中心である。本年に入り登録会社の伸びは落ちてきているようであるが、市場自体はここ数年大きな成長・発展を遂げている。東京証券取引所が、ロンドン証券取引所と共同で、わが国のアーリーステージの新興企業、アジアの成長企業を上場対象としたプロ向けに限定した市場を開設すべく、AIMにおけるNomadというアドバイザー制度を導入して、世界のリスク資金を呼び込むべく準備を進めていることにも注目したい。

注

(一) 「証研レポート」一五八四号二

〇〇〇年七月 松尾順介「グリ

表2 ロンドン証券取引所AIM (Alternative Investment Market) の概要

特 徴 等	・ロンドン証券取引所が1995年に開設した新興企業向け市場。登録基準が緩やかで、アドバイザー制度を採用していることが特徴。
登 録 会 社 数	・1682社 (国内1353社、外国329社) (2007年9月末時点) ・新規上場が盛んな一方、企業の自主廃止や企業買収等に伴う登録廃止も多い (2007年1月～9月：新規登録217社、登録廃止169社)。 ・AIMの時価総額の約3割は鉱物、石油、ガス等の資源株。
投 資 者	・機関投資家を中心 (約57%)。但し、個人投資家も参加。
登 録 制 度	・本則市場と異なり、UKFSAによる上場審査・管理はない。取引所ではなく、取引所に承認された民間のアドバイザー (Nomad) が登録審査を行い、取引所への登録により、取引可能となる。 ・Nomadなしでは、取引所への登録・売買不可。Nomadが不在になると売買停止、不在が1ヶ月継続すると登録廃止。
登 録 基 準	・利益額、時価総額、事業実績等の要件はない。Nomadがコーポレート・ガバナンス等につき実質審査を行う。
開 示 規 制	・新規発行時に公募 (一般投資家100人以上への勧誘) を行わない限り、法定開示義務はない。取引所規則により、AIM登録時の発行開示、半期毎の継続開示、及び株価に影響する情報の適時開示の義務あり。 ・AIM企業に重大な開示義務違反があった場合、Nomadの辞任等により、登録廃止に至ることがある (取引所がAIM企業に対して直接登録廃止処分を行うことはほとんどない)。
Nomadの監督等	・Nomadの資格要件や業務内容は取引所規則で定められており、取引所の監督に服する。取引所は、Nomadに対する処分権限あり。 ・Nomadを務めているのは、証券会社、法律事務所、監査法人等 (2007年8月末時点で90社弱)。

(出所) 金融庁金融審議会金融分科会第一部会関係資料

ーンシート銘柄について」

- (2) 日本経済新聞 二〇〇八年三月一八日・一九日
- (3) 会社内容説明書とは、有価証券報告書の「企業情報」の記載事項に準拠して作成される。
- (4) 金融商品取引法上の「特定投資家」を除く。
- (5) 日本経済新聞 〇八年三月一九日
- (6) デイー・ブレイン証券会社では、①グリーンシート指導時のコストとして、初度調査一〇〇万円、一二ヶ月で銘柄指定の場合のグリーンシート指導料月額三〇万円、グリーンシート銘柄指定及び募集時のコストとして審査料一五〇万円及びグリーンシート銘柄指定後のコストとして継続ディスクロージャー指導料月額二〇万円、グリーンシート銘柄指定維持料月額六万円としている。また、松井証券ではホームページでグリーンシート公開のコストは約七五〇万円程度としている。
- (7) 松尾順介 前掲書に詳述
- (8) 代表取扱会員とは、日証協「グリーンシート銘柄に関する規則」に規定する、取扱会員の総意により定める取扱会員を代表する会員で、いわゆる幹事証券会社と同じような意味合いである。
- (9) 金融商品取引所への直接上場では、法定開示に加え、取引所規則による開示が求められる。
- (10) エンジェル証券も幅広く異業種懇談会を開催している。その他ベンチャー企業を対象とした異業種交流会は他の証券会社においても見られる。
- (11) 例えば、松井証券は、三三銘柄の取扱証券会社であるとともにグリーンシート銘柄に関心がある企業をデイー・ブレイン証券に紹介するを行なっている。また、ジェット証券は二二銘柄の取扱証券会社である。

(12) 日証協は、〇五年四月の規則改正で、それまでのリージョナル区分の規定を削り、それまで発行会社が、銘柄の届

出・指定の意向がなくディスクロージャーが十分でない銘柄（詳細は、松尾順介「前掲書参照」を除いた。

(13) 大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」資本市場クォーターリー ○五年Spring号

参考文献

- ・ 「グリーンシート 直接金融 市場革命」出縄良人 文芸社
- ・ 「グリーンシート銘柄について」松尾順介 証研レポート一五八四号 二〇〇〇年七月
- ・ 「グリーンシート制度の見直しとその問題点」大崎貞和 資本市場クォーターリー ○五年Spring号
- ・ 金融庁資料
- ・ 日本証券業協会ホームページ・資料

(さ) かけた あきら・客員研究員)