

グリーンシート制度の見直しとその問題点

大崎 貞和

要 約

1. 2005年4月に施行された証券取引法改正では、取引所未上場、店頭未登録の株式を登録するグリーンシートの登録銘柄が、「取扱有価証券」と位置づけられ、取引の概要等を記載した書面の交付、売買・気配の報告、協会による相場表の公表及び証券会社への通知などの法律上の義務が課されるとともに、相場操縦やインサイダー取引の禁止といった不公正取引規制が及ぼされることになった。
2. 同時に、日本証券業協会のグリーンシートに関する規則が改正され、タイムリー・ディスクロージャーの義務が新たに課されるとともに、「リージョナル」区分が廃止されることになった。
3. 今回の制度改革は、グリーンシートの活性化を狙いとするものとされるが、ベンチャー企業の育成という観点からは、グリーンシートを「活性化」する必要があるとは考えられない。しかも、制度の整備が、従来「リージョナル」区分に位置づけられた銘柄の売買の可能性を狭めるという本末転倒とも言うべき結果を生んでいる。

I. グリーンシートとは

2004年6月に成立した証券取引法改正の未施行部分が、2005年4月1日から施行された。改正の内容は、課徴金制度の導入、取引所取引原則の撤廃と最良執行義務の導入などバラエティに富んでいる¹。その中の一つとして、グリーンシートをめぐる制度の見直しがある。

グリーンシートとは、「金融ビッグバン」を控えた1997年7月から解禁されたいわゆる「未公開株」（取引所上場も店頭登録もしていない企業の株式）取引の場である²。米国で未公開株に関する気配情報が掲載されているピンクシートを一つのモデルとして創設された。日本証券業協会が管理し、地方の中堅企業を対象とする「リージョナル」、成長

性あるベンチャー企業を対象とする「エマージング」、経営破綻などで上場が廃止された企業を対象とする「フェニックス」といった銘柄区分が設けられてきた。

グリーンシート銘柄は、ディスクロージャーや不公正取引規制など投資家保護のための仕組みが充実している上場・店頭登録銘柄とは異なり、投資に伴うリスクが大きい。このため、証券会社に対して、投資勧誘にあたっての説明書の交付と確認書の徴求、証取法上の目論見書使用が必要ない場合の会社内容説明書の交付、などが義務づけられている。

グリーンシート銘柄に関しては、証券取引所の市場のように売買を集中して行う仕組みはとられていないが、2003年7月から日本証券代行が、金融庁の認可を得てグリーンシート銘柄の業者間取引の仲介を専門的に行う多角的取引システム（MIF）を開設している。

II. グリーンシート制度見直しの内容

1. 証券取引法改正の内容

今回施行された証券取引法改正に伴うグリーンシート制度の見直しは、グリーンシートに対する国民の認知度を高めるとともに、不公正取引ルールの適用などによって信頼性を高めることを狙いとしている。

具体的には、証券取引法上、新たに「取扱有価証券」という概念が設けられ、取扱有価証券については取引の概要等を記載した書面の交付、売買・気配の報告、協会による相場表の公表及び証券会社への通知などの法律上の義務が課されるとともに、相場操縦やイン

サイダー取引の禁止といった不公正取引規制が及ぼされることになった（証取法 40 条 1 項、79 条の 2、3、4、159 条、166 条等）。

2. 協会規則改正の内容

一方、日本証券業協会でも、改正法の施行に合わせた規則改正を行った。その主要内容は、グリーンシート銘柄に「適時開示情報システム（TDnet）」を通じたタイムリー・ディスクロージャー（適時情報開示）の義務を課し、売買停止などの売買管理を行うなど投資家保護のための制度整備を図るとともに、「リージョナル」区分を廃止し、「エマージング」区分と同じ要件を満たすが事業の成長性という要件のみが欠ける銘柄を対象とする

図表 1 協会規則によるグリーンシート制度見直しの内容

項目	具体的な内容
投資勧誘規制の緩和	<ul style="list-style-type: none"> 銘柄審査と気配提示を行う取扱会員以外の証券会社によるグリーンシート銘柄の投資勧誘を認める。 青空銘柄の適格機関投資家に対する投資勧誘を認める。
適時開示義務の導入と不公正取引防止のための措置	<ul style="list-style-type: none"> グリーンシート銘柄にもタイムリー・ディスクロージャーの義務を及ぼし、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示を要求する。 協会がグリーンシート銘柄の売買監理を行う。 協会による発行会社に対する照会、資料徴求制度、売買停止制度を導入する。
登録要件の見直し	<ul style="list-style-type: none"> グリーンシート銘柄は株式の譲渡制限を行わないものとし、既存の銘柄についても、規則改正後 1 年以内の定款改正を求める。
区分の見直し	<ul style="list-style-type: none"> 成長性を求めるエマージング区分、上場廃止銘柄を指定するフェニックス区分に加えて、事業の成長性を求めるという要件を欠く銘柄のためのオーディナリー区分を設ける。 エマージング区分の銘柄が会社内容説明書に記載した業績計画数値で示した事業の成長性の 5 割以上が達成されていない場合、オーディナリー区分に移行する。 リージョナル区分の銘柄はタイムリー・ディスクロージャーを行わないことから、区分を廃止し、銘柄の登録を取り消す。 廃止時点でリージョナル区分に指定されていた銘柄は、消極的な投資勧誘のみを認める。
適時開示義務の導入と不公正取引防止のための措置	<ul style="list-style-type: none"> グリーンシート銘柄にもタイムリー・ディスクロージャーの義務を及ぼし、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示を要求する。 協会がグリーンシート銘柄の売買監理を行う。 協会による発行会社に対する照会、資料徴求制度、売買停止制度を導入する。
運営費用の負担	<ul style="list-style-type: none"> グリーンシート制度運営に係る費用を発行会社及び取扱会員に負担させる。

（出所）日本証券業協会資料より作成

「オーディナリー」区分を新たに設けるといったものである（図表 1）。なお、「エマージング」区分に登録された銘柄が、計画通りに事業を成長させられない場合、「オーディナリー」区分に移行することが想定されている。

同時に、これまで顧客に対する投資勧誘を禁止するとともに会員間の流通を目的とする売買を自粛するとされてきた、取引所上場、店頭登録、グリーンシートのいずれでもない「青空銘柄」については、適格機関投資家に限って投資勧誘を認めることとした。

成長性あるベンチャー企業が位置づけられる「エマージング」区分とは異なり、地方の老舗企業が中心の「リージョナル」区分の発行企業は、投資家向けに積極的な情報開示を行うインセンティブに乏しいものと考えられる。しかし、これまで「リージョナル」区分であった銘柄も、タイムリー・ディスクロージャーを行わない限り青空銘柄となる。そこで、その場合には、当分の間、適格機関投資家以外に対する「消極的な」投資勧誘（規則では「限定的な」投資勧誘と呼ぶ）が認められることになった。

Ⅲ. 制度見直しへの疑問

1. グリーンシートの活性化は必要か？

以上のような制度改正によってグリーンシートの「活性化」が期待されるというわけだが、一連の改正は、その目的についても、内容についても、大きな疑問が残る。

第一に、その目的とされるグリーンシートの認知度向上、「活性化」はそもそも必要なのだろうか。

かつて、わが国の株式市場は、新興ベンチャー企業に対して極めて冷淡であった。株式発行による資金調達、一握りの大企業だけの特権と考えられていた。1980年代に入って株式店頭市場の制度改革が行われるまでは、

未上場企業が株式の公募を行うことは、認められていなかったのである。店頭市場の制度整備が進んだ後も、公式の形式基準に加えて、3期連続黒字などを要求する実質基準が設けられるなど登録のハードルは高かった。このため、会社の設立から株式公開（IPO）までに20年以上を要するのが当然とされていたのである。

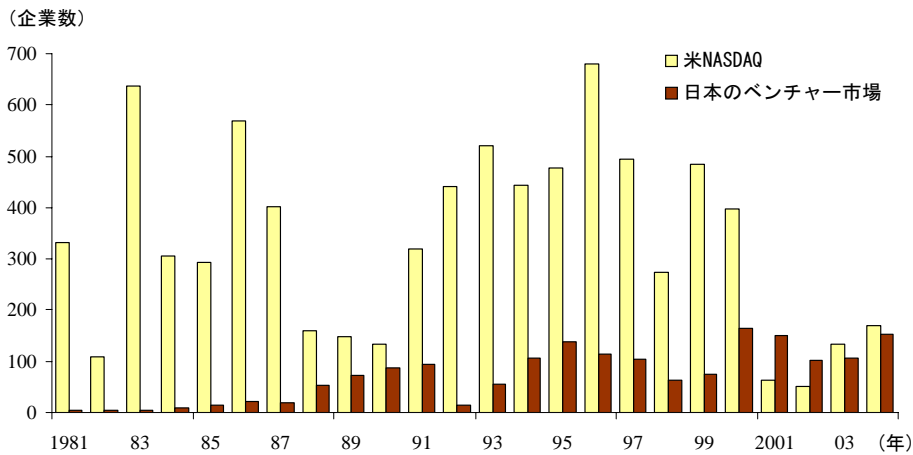
こうした状況は、1999年に米国ナスダック市場を運営する全米証券業協会（NASD）とソフトバンクが共同でナスダック・ジャパン構想を発表し、新興企業の獲得をめぐる市場間競争に火が点いたことで一変した。

2004年12月に取引所に転換したジャスダック（旧株式店頭市場）、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックスなどが、成長性あるベンチャー企業に広く門戸を開き、1980年代には年間20~70社程度に過ぎなかったIPOの件数は、毎年100~150社を維持し、ネットバブル崩壊後不振に陥った米国市場を上回った年もある（図表2）。創業から3年程度の短期間でIPOを行うケースもみられるようになり、株式上場のハードルは著しく低くなった。

しかも、ベンチャー・キャピタルによる未公開企業への投資が活発であり、成長性の高い企業が、設立時を含め、新興企業向け市場への上場基準を満たせない段階で株式発行による資金調達を行うことも、それほど難しくなくなっている。このような現状を踏まえれば、ベンチャー企業の資金調達支援という政策目的のために、ことさらにグリーンシートの活用を促す必要はないだろう。

グリーンシートを活性化するためには、個人を含む幅広い投資家が安心して参加できる取引の場とすることが必要であり、そのためには取引所取引並みのタイムリー・ディスクロージャー制度や不公正取引規制が必要だというのが今回の制度改革の背景にある論理である。しかし、取引所の新興企業向け市場に

図表2 日米の新興企業向け市場における IPO 件数の推移



(注) 日本のベンチャー市場は、1998年までは株式店頭市場の計数。99年以降はジャスダック、マザーズ、ヘラクレス(旧ナスダック・ジャパン)、セントレックス、アンビシャス、Q-BOARD市場の合計。
(出所) ナスダック資料、各取引所資料より野村資本市場研究所作成

おいてすら、粉飾決算や経営者によるインサイダー取引といった不祥事が後を絶たない。取引所市場へ上場できない企業に、個人を含む幅広い投資家の資金を誘導することには、新たな不祥事の発生などの大きなリスクが伴う。個人投資家によるベンチャー企業への投資の途が閉ざされていたかつてとは異なり、新興企業向け市場で活発な売買が行われている中で、あえてそうしたリスクを冒す必要があるとは思えない。

2. 自由度を奪う過剰規制

第二に、今回の制度改革は、グリーンシートの自由度と柔軟性を奪う過剰規制であると言わざるを得ない。

タイムリー・ディスクロージャーの要請に応えるためには、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。このことの問題点は、リージョナル区分の廃止に端的に表れている。リージョナル区分の銘柄は、1997年の制度改正以前から、証券会社による投資勧誘の禁止という制約の下で細々と取引されてきたものである。株主優待の無料乗車券を入手したいとして投資を希望する個人がいる地方の私鉄などが多い。これらの

銘柄は、今後、青空銘柄と位置づけられ、適格機関投資家以外への勧誘が禁じられるようになることで、結果的には、1997年の改革で広がった取引の可能性を、再び狭められることになる。

そもそも、グリーンシート制度の根底にある、一定の基準や条件を満たさない企業の発行した株式について、証券会社による投資勧誘や業者間取引を一律に禁じるという考え方は、いわば協会員である証券会社による集団的な取引拒絶ではないだろうか。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、それに投資を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。

しかし、1997年の改革は、不合理な制度を若干改めたが、いわばハードルを低くしただけで、ハードルを越えられない(あるいは越えたくない)銘柄は取引拒絶の対象となるという根本的な仕組みの問題点を改めるには至らなかった。

今回の制度改正は、青空銘柄の適格機関投資家向け勧誘を解禁したという点については評価できるものの、従来の制度の根本的な問

題点にほとんど目を向けることなく、グリーンシート銘柄の発行者の義務だけを強化してしまったのである。

確かに、青空銘柄について、十分な情報開示が行われていないとする見方にも一理あるが、青空銘柄の発行者は、証券取引法の規定を遵守しているのであり、仮に、情報開示が不十分との評価があるとしても、それは法令違反の結果では全くなく、法令上必要とされていない開示を行っていないだけだということを忘れてはならない。

IV. 米国の状況

米国には、わが国のグリーンシートに対応するような未上場株式取引のための仕組みとして、NASD が運営する OTC ブリテンボード (OTCBB) や Pink Sheets LLC が運営するピンクシートがある。

証券取引委員会 (SEC) の規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラー (証券会社) に対して、証券の売買気配を公表する際には、発行者が作成した目論見書、年次報告書などの開示書類を確認することを義務づけている。これらは、あくまで法定の開示義務の範囲内のことであり、例えば、ブローカー・ディーラーは、発行者に対して、法定開示書類の登録届出を行う際に、自社へも送付するよう要請することなどが求められるのみである。

また、NASD の規則 6530 は、OTCBB 登録証券の発行者は、証券取引所法の継続開示義務を遵守している者に限られるとしている³。

これらの規制は、ブローカー・ディーラーが、気配の提示という形で、投資家に対する投資勧誘を行う場合のみ適用される。つまり、売却 (購入) を希望する投資家が存在する場合に、その注文を売り (買い) 気配として提示するだけであれば、開示書類が公表されているかどうかを確認することすら必要とはされない。

ピンクシートの場合、少なからぬ数の銘柄が、こうした考え方にに基づき、何らの情報開示も行われないうまま、取引されてきた。2004 年 10 月になってピンクシート社は、上場や OTCBB への登録を全く行ったことのない銘柄に関する気配提示が新たに行われる場合には、法定の情報開示がなされていることを確認するようブローカー・ディーラーに対して要請した。2005 年 2 月には、この要請が、2004 年 10 月以前から気配の提示されている銘柄にも広げられることとなった。

このように、米国においても、未上場株式の取引に関する情報開示を充実させようとする動きはみられるものの、それらはあくまで法定開示義務の範囲内の話であり、法定の義務を越えて情報の開示を求めるといった対応はとられていないのである。

V. おわりに

今回の制度改正は、グリーンシートの「格上げ」と受け止められ、グリーンシート銘柄の取引に積極的な一部の証券会社の間では肯定的に評価されているようである。しかし、本当に「格上げ」されなければならないのは、取引の場ではなく、取引されている株式やその発行者である。

新産業を創出する活力あるベンチャー企業が成長していくことは、国民経済の発展に資する有意義なことである。現在グリーンシートに登録されている銘柄の発行企業が成長し、ジャスダックや東証マザーズといった新興企業向け市場、あるいは東証一部に株式を上場するようになれば、それは大変結構なことである。しかし、今回の制度見直しは、それ自体がグリーンシート登録企業の成長につながるものではない。企業の実態には何の変化もないのに、取引の場だけが「格上げ」されて、かえって「リージョナル」区分銘柄のように「置き去り」にされるものも出てくる

というのでは、本末転倒ではないだろうか。

世に「屋上屋を重ねる」という言葉があるが、今回の改革は、それに類した、しかし、屋根の上ではなく下の空間を塞ぐ「庇の下に庇を作る」とでも呼ぶべき内容だと言わざるを得ないのではなかろうか。

¹ 拙稿「市場の基盤整備を図る改正証取法の成立」
資本市場クォーターリー2004年夏号2頁以下参照。

² 拙稿「動き出す『未公開株』取引」資本市場クォーターリー1997年秋号22頁以下参照。

³ 1999年4月以前は、こうした制約は設けられていなかった。