調査報告

グリーンシートとディー・ブレイン証券

齋　藤　達　弘

この論文では，中小企業にエクイティ・ファイナンスの機会を広げようとした，グリーンシート（未公開株の気配公表銘柄制度）と未公開株取引の専業第一号のディー・ブレイン証券の歩みについて報告する．ディー・ブレイン証券は 1997 年 7 月にグリーンシートとともに誕生し，その牽引者として期待された．2010 年 9 月，そのディー・ブレイン証券から創業者の出縄良人が去り，2010 年 11 月，ディー・ブレイン証券はみどり証券と商号を変更し，その名前は消滅した．失敗に終わったと言ってもいいであろうグリーンシートとディー・ブレイン証券の歩みは，金融庁が金融ビッグバンの一部として手がけた十数年にわたる壮大な社会実験だったと位置付けることができよう．

1.　はじめに

グリーンシートとは，一定の条件を満たした未公開株（証券取引所未上場かつ株式店頭市場未登録の株式）の気配公表銘柄制度である．その制度は発行や流通の機能を備えていることから，グリーンシート「市場」とよばれることが多い.[1]

その一定の条件とはディスクロージャーついてのつぎのような要件である．

(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.

これらの要件を満たすとき，証券会社（幹事証券）は，日本証券業協会に対して届け出を行い，継続的に売り気配と買い気配を提示することになる．齊藤（2004）はグリーンシートへの公開

この研究は科学研究費補助金（基盤研究 (C)，課題番号 23530431）の助成を受けている．ここに記して深謝する．

[1] http://www.jsda.or.jp/shiraberu/greensheet/seido/gaiyou/index.html

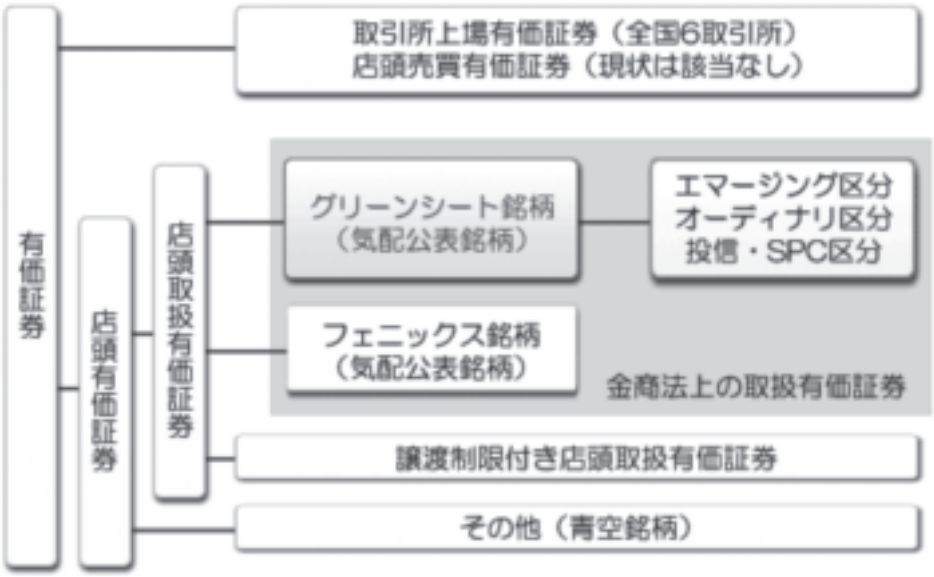

図 1. 日本証券業協会の規則上のグリーンシートの位置づけ

http://greensheet.midori-sec.co.jp/index.php?module=About&action=AboutTop
なお，みどり証券が消滅し，この図が掲載されていたサイトは閉鎖されている．

は容易であることを強調している．

グリーンシートは，1997 年 7 月から，日本証券業協会が「非上場企業への資金調達を円滑ならしめ、また投資家の換金の場を確保する目的で、金融商品取引法上の取引所金融商品市場とは異なった（証券取引法上の有価証券市場とは異なった）ステータスで運用」している（図 1 を参照）．当初から「グリーンシート」とよばれていたわけではない．『日経金融新聞』（1999 年 8 月 5 日付）はつぎのように伝えている．

> 日本証券業協会（日証協）は未公開株式の気配値公表に緑色の用紙を使い始めた。米国では桃色の用紙が使われており、未公開株市場や銘柄自体が一般に「ピンクシート」と呼ばれる。日証協も親しみやすい通称をつけることで、同市場の取引量増加につなげたい考えだ。
>
> 未公開株の気配値公表は九七年七月に始まった。現在は地方の証券会社を中心に全国十五社が、ベンチャー企業など約三十社を対象に原則月二回気配値を公表している。各証券会社から銘柄ごとに気配値の報告を受けて、日証協はすべての銘柄をまとめて掲載した一覧表を証券会社や投資家などに配布している。これまでは白い用紙に掲載していたが、「他の書類の中でも目立つように」（業務部）と、七月公表分から緑色に変えた。緑色は日証協のシンボルカラーでもある。

1997 年 7 月，グリーンシートとともにディー・ブレイン証券が誕生している．ディー・ブレイン証券の母体は，太田昭和監査法人を退職した出縄良人（以下，敬称を省略する）が設立したコンサルティング会社，株式会社ディー・ブレインである．ディー・ブレイン証券が誕生したその当時，30 年ぶりに設立された民間証券会社で（金融業界以外からの証券業への参入は

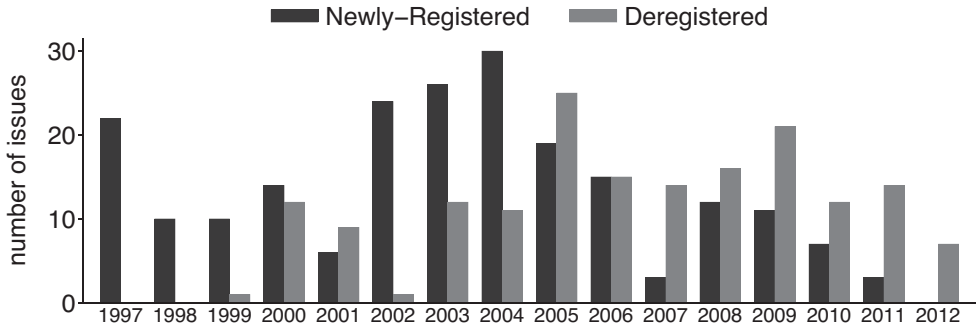

図 2. グリーンシート銘柄の新規登録数と登録取消数

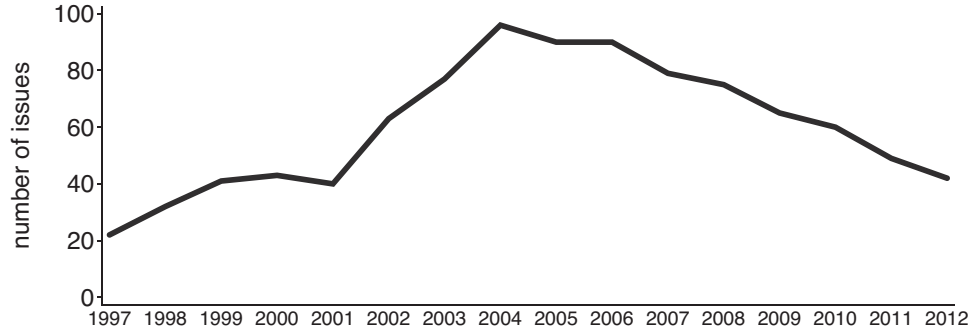

図 3. グリーンシート銘柄数

免許制になった 1965 年以降初めて），しかも未公開株取引の専業第一号として話題になった．ディー・ブレイン証券はグリーンシートの牽引者として期待された．

それから 13 年後の 2010 年 9 月 29 日，出縄良人はディー・ブレイン証券の社長を辞任することになる．同時に，ディー・ブレイン証券の取締役も，子会社のディー・ブレイン・コンサルティングの代表取締役と取締役も辞任している．代わって，ディー・ブレイン証券の新社長には，取締役業務管理部長の石川善雄が就任した．そして，ディー・ブレイン証券の第三者割当による新株式発行（4,000 万円）を引き受け，筆頭株主となった株式会社山科ファンドが推薦する取締役を受け入れ，新体制になり，ディー・ブレイン証券は「みどり証券」と社名を改めた．グリーンシートにとって重要と思われる，このニュースは日経テレコン 21 を検索してもヒットしない．13 年の間に，グリーンシートもディー・ブレイン証券も影の薄い存在になってしまっている．

この論文では，中小企業にエクイティ・ファイナンスの機会を広げようとした，グリーンシートとディー・ブレイン証券との歩みについて報告する．グリーンシートについて，まとまった報告は，管見の限りでは，齊藤（2004）や大崎（2005），下境（2006），澤山（2008a，2008b，2009）などと少なく，ディー・ブレイン証券から出縄良人が去り，ディー・ブレイン証券の名前が消滅したいま，ここ十数年の間に何が起こったのかを整理しておくことには一定の意義が

あるだろう．

2.　グリーンシート

図 2 にグリーンシート銘柄の新規登録数と登録取消数を，図 3 にグリーンシート銘柄数を示している．2004 年まで新規登録数が登録取消数を上回り，図 3 に示すように，グリーンシート銘柄数も増加し続けている．ピーク時は 100 に迫る，96 銘柄が登録している．しかし，そのピークを境にして，登録取消数が新規登録数を上回るようになり，グリーンシート銘柄数は減少し続けている．2011 年末には 49 銘柄にまで落ち込んでいる．登録抹消はその後も続いていて，回復の兆しは見えない．

グリーンシートが当初の期待とは異なり低迷することになった大きな要因は，大崎（2005）が指摘するように，2005 年 4 月の制度改正にある．それは規制強化だった．ここでは，グリーンシートが設立される 1997 年に遡って経緯を辿り，2005 年 4 月の制度改正について述べることにする．

その当時，未公開株を顧客に投資勧誘してはいけない，流通を目的とした店頭取引は自粛するという規則が設けられていた．未公開株の議論は，1996 年 11 月に第 2 次橋本龍太郎内閣が 6 つの改革の一つとして提唱した金融改革，いわゆる金融ビッグバンに始まる．金融ビッグバンの動きは速く，2 か月後，『日本経済新聞』（1997 年 1 月 5 日付，朝刊）はつぎのように報じている．

> 大蔵省は証券会社に未公開株式の発行・流通業務を解禁する。証券会社は未公開株式を投資家に販売できるようになり、未公開企業も公募増資などを活用した資金調達の道が広がる。規制緩和で上場、店頭登録に続く「第三市場」を整備し、成長力の高いベンチャー企業の発掘・育成を促すとともに、証券会社の業容拡大につなげることも狙う。日本版ビッグバン（金融制度改革）の一環として、九七年度にも実施する。
>
> 現在、証券会社が株式の公募や売り出しなどの発行業務を取り扱えるのは上場か店頭登録の株式だけだ。証券会社が未公開株式を顧客に積極的に販売することも禁じられている。いずれも大蔵省の行政指導で、証券業界が自主的に規制している。大蔵省は九七年度中にも、この行政指導を取りやめ、規制撤廃の方向を証券界に伝える。ただ、個人投資家を保護するため証券会社が取り扱える未公開株式は、財務指標などを情報公開する企業に限る考え。
>
> 規制緩和措置を受け、証券業界では未公開株式の売買情報を共同で投資家に提供したり、中小証券が地元の有望銘柄の株価を独自に店頭で提示し、顧客からの売買注文に応じるなど、市場整備に向けた動きが加速する見通し。
>
> (中略)
>
> 日本でも株式公開基準に達していないが、成長性が高く、資金需要のおう盛な企業は多いため緩和措置が定着すれば、「米国と同じような規模の未公開株式市場ができる」との見方もある。投資家にとっても早期に成長企業への株式投資がしやすくなり、株式公開後のキャピタルゲイン（値上がり益）や配当が期待できるようになる。

グリーンシートが「上場、店頭登録に続く「第三市場」」として期待されていることが伺える．

ちなみに，現在，新興とよばれている株式市場が開設されるのはその後のことだ．東京証券取引所がベンチャー企業向けの新市場「マザーズ」を創設するのは 1999 年 11 月 11 日，大阪証券取引所とナスダック・ジャパンが新興企業向け市場「ナスダック・ジャパン」を開設するのは 2000 年 6 月 19 日である．

しかし，行政指導を取りやめ，規制を撤廃したからといって，すぐに市場が立ち上がることはなく，課題は残されていた．『日経金融新聞』（1997 年 1 月 14 日付）はつぎのように指摘している．

> 制度面でまず問題になるのが情報開示と監査だ。現在、未公開企業でも五億円以上の公募増資を実施する場合は、公開企業と同様に財務内容などを記載した目論見書の提出が必要。それ以外は投資リスクを判断できるような情報開示の仕組みがないため、新たな開示方法が必要になる。だが、目論見書の開示だけでも監査費用が通常一千万円以上もかかり、小規模の企業には荷が重い。「負担の少ない簡易監査のガイドラインを整備すべきだ」（大崎貞和・野村総合研究所副主任研究員）との指摘もあり、大蔵省は対応を検討中だ。
>
> 気配値表示もルール整備が不可欠だ。現在でも地場証券などが顧客の要望があれば応じるという「消極姿勢」で、未公開株の取引を仲介している。気配値を新聞に公表しているケースもあるが、出処不明で数カ月前に成立した価格を示している例も多い。積極的な投資勧誘を解禁した際に、このレベルでは混乱を招きかねないため、「どの証券会社がどんな意味で出す気配値なのかを明確にする必要がある」（大蔵省証券市場課）。
>
> ルールが整備されても、解禁後にどれだけの規模の市場ができるかは未知数だ。大手証券は「経営効率に合わない」（企画担当者）とし、未公開株取引へ向けた動きは鈍い。一部には大手証券を中心に業界主導で、未公開株取引のための「第三の市場」を整備すべきだという考え方もあるが、「大手証券が第二店頭と第三の市場に銘柄を振り分けていくという事態に陥り、成功は難しい」（大崎氏）などの批判が出ている。

ここで指摘されている情報開示や監査費用，大手証券の未参入は後々まで解決されることはなく，グリーンシートを苦しめることになる．

設立から 1 年を経たグリーンシートを『日経産業新聞』（1998 年 10 月 2 日付）は「未公開株市場よちよち歩き」と題してつぎのように書いている．

> 信用収縮の動きが広がる中で、未公開株（店頭取扱有価証券）市場が一向に立ち上がらない。ビッグバン（金融大改革）の一環として証券会社に未公開株の投資勧誘が解禁されたのは昨年七月。現在三十銘柄の気配値が公表されているが、売買高は極めて少ない。
>
> 日本の未公開株市場は現在、業務届け出証券会社十三社に対して気配公表銘柄は三十銘柄。未公開企業の登録条件は、公認会計士の監査を受け、会社内容説明書を提出するなど、ディスクロージャー（情報開示）が十分なされていることだ。ディー・ブレイン証券は一吉証券、泉証券、コスモ証券の三社とネットワークを構築し、ＶＩＭＥＸ（ベンチャー投資マート取引システム＝ヴァイメックス）会員に共同で募集勧誘や売買注文の受け付けができる仕組みを作った。
>
> 仕組みは整ったものの、仕事は少ない。一吉証券では「業務を始めて以来、今年一月に一回売り注文が入っただけ」（法人事業部）と、閑古鳥を嘆く。一吉は増資の事務代行もまだしておらず、事実上、事業と言える状況にない。商いが薄くて換金性が乏しく、上場銘柄より倒産リスクも高いため、なかなか信頼を勝ち得ない。

表1

協会規則によるグリーンシート制度見直しの内容

大崎（2005，図表1）の再掲である．

項目	具体的な内容
投資勧誘規制の緩和	• 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	• 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。 • 協会で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	• 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	• 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	• 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。 • 協会で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	• 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。

未公開株売買の業務届け出証券十三社は中堅ばかり。大手不在が市場の規模拡大を妨げる要因ともなっている。気配公表銘柄も、本当に資金が必要なベンチャー企業よりも、地方銀行や地方の放送局・電鉄会社など、地元で“名士”扱いされる「青空銘柄」が多い。

「青空銘柄」とは，店頭有価証券のなかの店頭取扱有価証券（グリーンシート銘柄）以外の店頭有価証券で，一般的に証券会社で取り扱われてなく，取引を行う場合は投資家が自分で相手方を見つけて売買交渉をしなければいけない銘柄の俗称である．大崎（2014）によると，金沢市の今村証券や福井市の益茂証券は，グリーンシートが創設される以前から，地元で知名度が高く，伝統ある企業の「青空銘柄」の売買を仲介していた．

2004年6月に証券取引法が改正され，その施行に合わせて，日本証券業協会は規則を改正した.[2] その主要な内容を表1に示している．大崎（2005）は，この改正について，そもそも，グリーンシートの認知度向上や活性化は必要なのか，と疑問を呈している．つまり，このときすでに，ジャスダックや東証マザーズ，大証ヘラクレスなど，ベンチャー企業に対して資金調

[2] http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/index.html

達の門戸が開かれているのだから，ことさらにグリーンシートを活用する必要はないという主張である．『日経金融新聞』（2005 年 4 月 8 日付）は「グリーンシート機能不全」という見出しを付けて，つぎのように指摘している．

> 未上場株取引制度「グリーンシート」の四月の規則改正で、情報開示などの規制が強化された。投資家保護は避けられない課題だが、ベンチャー企業の経費負担が増えるのも確か。規模の小さい企業が多いだけに、小粒でも成長する企業に資金を導く本来の役割が損なわれているとの意見が増えている。
>
> 「緩やかな規制が成長期のベンチャー企業に適していたが、改正で利点がなくなった」。企業の新規公開を支援するＩＰＯ証券（東京・中央）の黒田喜久社長は不満そうな表情で話す。同社は主幹事第一号として昨年十一月、システム開発のジェイ・クリエイション（東京・千代田）をグリーンシートに登録。年内に二号案件を予定していたが、取りやめた。
>
> 昨年六月の証取法改正でグリーンシート銘柄は「取扱有価証券」と位置づけられ、四月からインサイダー取引規制などを導入した。日本証券業協会の規則も見直され、東京証券取引所の適時情報閲覧システム「ＴＤネット」を利用した情報開示と開示担当者の設置を企業に義務づけた。
>
> いずれも投資家保護が狙いだが、企業側の負担は重くなる一方だ。
>
> (中略)
>
> 野村資本市場研究所の大崎貞和研究主幹は「未上場企業は確かにリスクが高い」としながらも、「グリーンシートの出発点はベンチャー企業の機動的な資金調達を可能にすることだったはず。これでは制度が使われなくなる恐れもある」と指摘する。

2005 年の改正は「グリーンシートの自由度と柔軟性を奪う過剰規制」だという大崎（2005）の指摘のとおり，すでに図 2 と図 3 に示したように，これ以降，グリーンシートは縮小していく．

グリーンシート発足から 10 年の節目に，『日本経済新聞』（2008 年 3 月 18 日付，朝刊）は

> 未公開株取引制度、グリーンシートの存在感が低下している。日本証券業協会が運用を開始してから十年たったが、登録企業の数や売買代金はここにきて大きく減少。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。

と，そして，『日本経済新聞』（2008 年 3 月 19 日付，朝刊）は，

> 大手監査法人はリスクの高さからグリーンシート銘柄を敬遠。会計士の不足から監査費用が上昇しており、監査を含めた初期費用はおよそ一千万円、維持費用は年五百万円かかる。一社あたりの公募調達金額は平均六千万円で調達資金は十年で底をつく計算だ。「資金調達だけを考えるならノンバンクから借りた方がまし」との声も出る。
>
> 証券会社と取引所の両方が審査する上場と違い、グリーンシートは証券会社のみが審査し、日証協は形式的な確認をするだけだ。だが大手証券は採算割れを理由に参加せず、主幹事は実質的にディー・ブレイン証券一社に限られる。売買の取り次ぎも松井証券など十数社にすぎない。ディー・ブレインの出縄良人社長は「エンジェルやベンチャーキャピタルなど専門投資家が参加しなかったのが誤算」と漏らす。

と現状認識を示している．「制度そのものの意義」はその後も問われ続けることになる．

3.　ディー・ブレイン証券

出縄良人は，1997 年 7 月のディー・ブレイン証券の設立時，取締役ではあるものの，代表取締役ではなかった．設立時の代表取締役は美沢臣一である．大和証券で株式公開業務を担当していた美沢臣一を，出縄良人が口説き落としたと言われている．美沢臣一は，ディー・ブレイン証券の経営について，『日経産業新聞』（1998 年 10 月 2 日付）において，「毎月一，二社の事務代行を継続することが損益黒字化の条件」，「売買手数料は当てにできない」（発行金額の 8% を取る発行手数料で稼ぐほかはない）と語っている．

1 年後の 1998 年 6 月，出縄良人はディー・ブレイン証券の取締役を退任している．理由は，ディー・ブレイン証券と，親会社であるコンサルティング会社，ディー・ブレインは独立性を高めるべきだとの考えからだ．

その後，グリーンシートを利用した株式公開ビジネスは停滞し続けることになる．その一方で，アメリカの証券会社が日本に進出するにあたり，ディー・ブレイン証券の買収を提案し，ディー・ブレイン証券の株主にとっては買収に応じたほうがいいのではないか，という検討を進めていた．出縄（2003，37–38 頁）につぎのような記述がある．

> それで，ディー・ブレイン証券の当初の思いが実現できるのだろうか？　中小企業の資金供給インフラの構築に外資の力が必要なのだろうか？　役員を辞めた私ではあるが，（株）ディー・ブレインはディー・ブレイン証券の 2 割を保有する筆頭株主だ．1999 年 2 月末，私は株主を代表し経営陣に対して株主懇談会の開催を要請した．
> (中略)
> 私は，米国証券会社との交渉を経営陣に委ねることにした．ここで反対しても，私は役員から降りているし，20% のシェアしかないディー・ブレインは，法的には絶対的な支配権を持たない株主だ．ディー・ブレイン証券が私の思いと異なる証券会社になってしまうのであれば，こちらの持株も売却して，また，別に当初の理念を貫く新たなディー・ブレイン証券をつくればよいのだ．
> ところが，翌月の 3 月の中旬になって，経営陣は，米国証券会社との交渉を諦めると言い出した．時間切れが理由だというのだ．
> 証券会社には資本金規制が定められている．当時，証券免許制から登録制に移行した証券会社制度であったが，自己資本が 1 億円を下回った時点で，大蔵省から証券業登録の返上，すなわち廃業を求められてしまう．ディー・ブレイン証券の 1999 年 3 月末の自己資本は 1 億 700 万円．月間で 900 万円ほどの経費がかかっており，まさに廃業すれすれの状態だったのだ．

出縄良人は，1999 年 3 月末にディー・ブレイン証券の取締役に復帰し，代表取締役会長に就任している．美沢臣一は 1999 年 6 月の定時株主総会において退任し，ディー・ブレイン証券を去り，トランス・コスモス株式会社に転じている．

日本証券業協会は 2002 年 10 月 8 日に『独自性を発揮したグリーンシートの発展をめざして（グリーンシート実務者勉強会報告書）』を発表している.[3] そこにはつぎのように書かれて

[3] http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105_kabushiki/

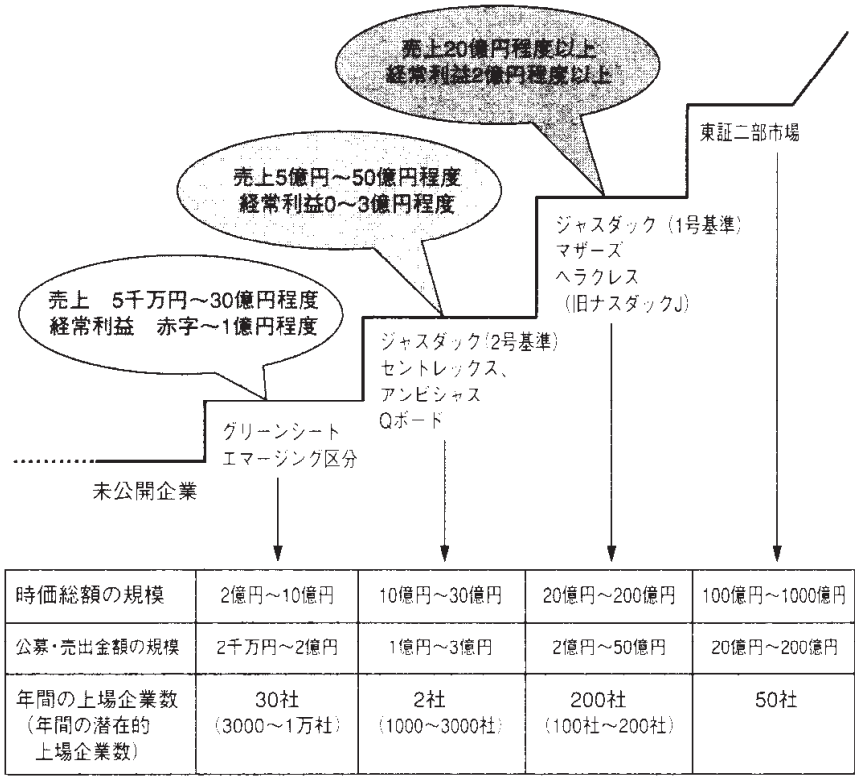

図 4. 株式公開のステップ

出縄（2003，71 頁）の再掲である．

いる．

グリーンシートに期待されているのは、証券会社による投資勧誘を介在させることによる、投資家にとっての未公開有価証券の売買の仕組みの提供（流通機能）及び未公開会社にとっての資金調達の場の提供（発行機能）である。

このうち流通機能について、流動性を向上させるためには、発行会社が一般の投資家に対して一定の浮動株を放出し、また、証券取引所等が定める株主数基準や時価総額基準などを設定することが必要となるが、グリーンシート銘柄、特にエマージングに属する銘柄は発行済株式数が少ないために放出できる株式数が限られ、また、その資金調達額から一定の株主数の範囲に留まる可能性が強い。さらに、将来上場を目指す発行会社への投資スタイルは原則として長期保有が前提となり、短期売買目的の投資スタンスを持つ投資家が少なからず存在するであろうジャスダック市場や証券取引所市場での状況とは大きな違いがある。このことから、流通機能を充実していくとしても、それによる流通量の増大にはおのずと限界があるものと考えられる。

今後のグリーンシートの改革においては、未公開有価証券への中長期的な投資を前提としつつ投資家の換金・投資ニーズに応え得る（つまり、流通量の増大を第一目標として追求することはしない）未公開有価証券の売買の場及び未公開会社がより円滑に資金調達を行える場としての機能を提供していくことを目指すこととする。

この勉強会には，ディー・ブレイン証券の代表取締役会長兼社長として出縄良人が参加している．グリーンシートの設立から5年が経過したころに，グリーンシートについては，流通機能よりも発行機能を重視しようと確認されている．株式公開のハードルを下げようとする方向性は，ディー・ブレイン証券にとって追い風となったに違いない．

出縄良人の強気は図4に示されている．1年間に株式を公開する予備軍は3,000社から10,000社あると想定している．これは，図2と図3に示したように，2002年から2004年にかけては，新規登録数が増加していることを受けている．出縄良人は2004年にインタビューにおいてつぎのように述べている.[4]

――従来は顔のみえない投資家が売買を目的にしていたのに対し、グリーンシートは「ご縁」で株主になり、事業を応援するのが目的ということですね。

これまでの証券会社の大きな収入源は流通市場における株式売買手数料です。このため、時価総額が大きければ大きいほど流通する株式は多くなり、売買も活発化することから、証券会社としてうまみがあります。その点、グリーンシートに登録する会社は先述したように２～３億円なので、食指が動かないわけですよ。でも、本当に直接金融で資金を必要としているのはビッグカンパニーより、中小企業の方でしょう。つまり、なぜ中小企業が上場できにくいのかといえば、上場基準にあるというより、証券会社の事業構造に原因があり、“ミスマッチ”が起きているからです。

――そのミスマッチを解決する市場がグリーンシートということなんでしょうが、今後、どれくらいの中小企業がこの市場に公開されるとみておられますか。

日本の企業数からいって、１０年後には１万社になっていてもおかしくないとみています。逆に、それくらいに広がっていなければ、日本経済は盛り上がらず、かつてのような輝きを取り戻すことは難しいのではないでしょうか。そのためには、ディー・ブレイン証券だけではおのずと限界があるので、銀行と提携することを考えています。その第１弾として、今年５月に「みなと銀行」（兵庫県神戸市）と業務提携しました。

――証券会社ではなく、銀行と手を組むのですか？

はい。その理由は、第１に今年１２月に銀行の証券仲介業が解禁されること、第２に我々のやっている業務は証券会社より、むしろ地銀・信用金庫さんの方が近いからです。グリーンシートというのは、一握りのベンチャー企業のためにあるのではなく、ごく普通の中小企業が経営革新していくための“ツール”です。そういう企業は証券会社のお客様というより、銀行の融資先でしょう。今回みなと銀行さんとの提携は、同行が取引先をディー・ブレイン証券に紹介し、私どもがグリーンシートに公開するまでをお手伝いさせていただくというものです。この“輪”を地道に広げていけば、１０年後に１万社では少ないかもしれません。

ところが，出縄良人の強気とは裏腹に，ディー・ブレイン証券の経営は順調というにはほど遠い状態だった．ここでは，ディー・ブレイン証券の財務データが入手できた2002年以降を中心に整理することにする．

図5に当期純利益（損失）を，図6に純資産を，図7にキャッシュ・フローを示している．2002年から当期純損失は減少し，2006年に当期純利益を確保したものの，それ以降，ふたたび当期純損失を計上し続けている．営業活動によるキャッシュ・フローもマイナスが続いている．ディー・ブレイン証券の経営が順調だった時期は2005年から2007年までの3年ほどだ

[4] http://www.tkc.co.jp/senkei/backnumber/0406/interview.htm

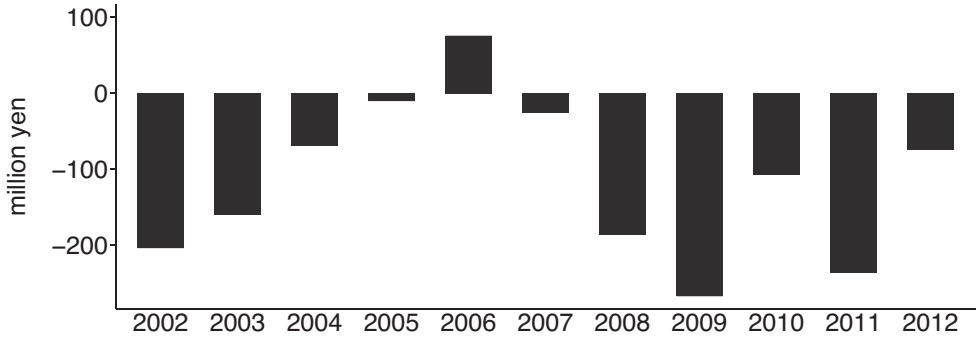

図 5. 当期純利益又は損失

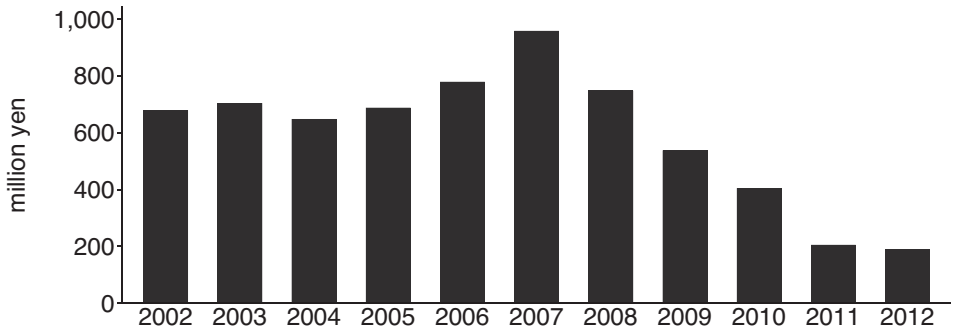

図 6. 純資産

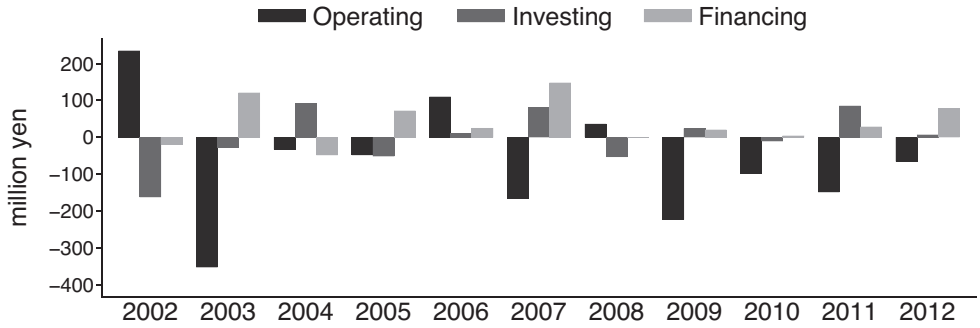

図 7. キャッシュ・フロー

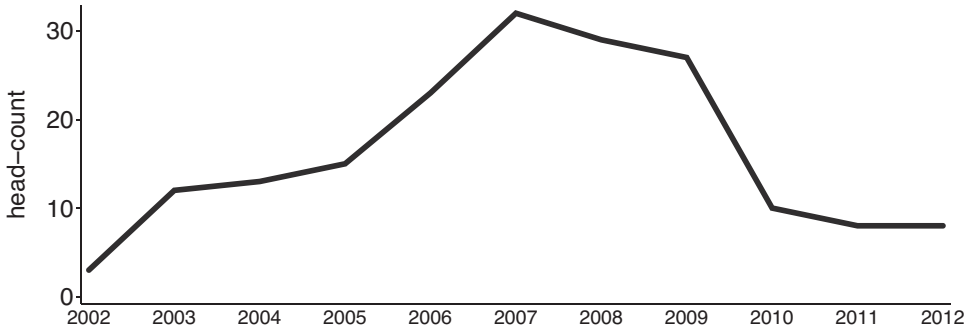

図 8. 従業員数

と言える．2000 年 10 月，ディー・ブレイン証券は増資により約 7 億 3,000 万円を資金調達している．そのため，純資産は 6 億円を超える水準で推移しているが，2007 年をピークに，当期純損失が純資産を減少させ，2011 年にはわずかに 2 億円を上回る水準にまで落ち込んでいる．図 8 にディー・ブレイン証券の従業員数を示している．業務を拡大する 2002 年から 2007 年までの間，従業員は数人から 30 人を超えるまでに増加した．しかし，その後，従業員数は減少する一方で，2009 年の 27 人から 2010 年の 10 人へと縮小している．再び廃業の危機が迫っていた．

2010 年 9 月 29 日，出縄良人はディー・ブレイン証券の社長を辞任することを発表する．出縄良人は 2010 年 9 月 29 日のブログでつぎのように回顧している.[5]

> 夢は 20 万社にエクイティファイナンスを広げること
>
> 思えば、多くの方の期待を背負ってディー・ブレイン証券を設立したのは 13 年前、1997 年 7 月のことでした。中小企業にエクイティファイナンスのインフラを広げたいとの一心で、グリーンシートと地方新興市場を活用する株式公開に全力を傾けて参りました。夢は全国の中小企業の 10 %にあたる 20 万社に株式発行による資金調達を広げること。中小企業が借入金依存体質から脱却して純資産比率を高め成長するための体力をつけることで日本経済を力強く再生させたいと思ったのです。
>
> 1,500 名を超える株主の皆様に支えられ、これまでに当社は累計で 150 社を超えるグリーンシート企業の株式公開を主幹事としてリードして参りました。グリーンシートから証券取引所に上場した会社は、経営統合によるものも含めて 14 社を数え、当社自身も上場引受主幹事業務に参入。夢は実現できるかに見えました。

そして，2010 年 10 月 25 日のブログでは，株主総会におけて，株主から「今振り返ってみて反省すべき点は何か」という質問に対する回答を述べている.[6]

> 今振り返ってみて反省すべき点は何かのご質問。反省すべき点は言い尽くせないほどあります。もっと多くの証券会社を巻き込める手だてはなかったか。ＶＣがグリーンシートを使って投資やＥＸＩＴに使っていただけるように工夫ができなかったか。そして最大の反省点は、グリーンシートを「市場」に近付けてしまったこと。当初はＶＩＭＥＸというディー・ブレイン証券の私設取引の場であったものを、金融庁と日本証券業協会と交渉をして、どんどん制度を整備して市場に近付け、その結果、コスト負担の重い仕組みになってしまったのです。それでいて流動性が低いことが評価につながらず、中途半端な市場になってしまった点は否めません。グリーンシートは「市場」ではなく、未上場企業が証券会社を通じてコミュニティ型投資とＶＣ投資を受けやすくなるインフラとして整備すべきだったのかもしれません。過去は取り戻せませんが、未来は作れます。グリーンシートは未来に向けて、この反省を踏まえて改善をすることができるはずなのです。それは当事者としてはみどり証券がやりますが、私もまた客観的な立場で、意見を積極的に述べていきたいと思っています。

出縄良人は「最大の反省点は，グリーンシートを「市場」に近付けてしまったこと」と述べて

[5] http://d.hatena.ne.jp/yoshi_denawa/20100929

[6] http://d.hatena.ne.jp/yoshi_denawa/20101025

いる.[7] しかし，出縄良人が構想していた事業は「市場」を創設することだった．出縄（2003, 55 頁）はつぎのように述べている．

> Going Public とは，ディスクロージャーが行われて，一般投資家が誰でも投資参加でき，公募増資などが行われることを言う．グリーンシートで行われていることは，世界の常識から考えれば，明らかに Going Public= 株式公開なのだ．店頭市場が証券取引法の改正で「上場」となった今，グリーンシートが新たな店頭の公開市場であることは言うまでもない．

「市場」ではないインフラが何を意味し，どのように構想されるのかはわからない．出縄良人は 2010 年 10 月に出縄&カンパニー（出縄公認会計士事務所）を設立し，日本企業との提携による事業展開に関心をもつ海外企業を呼び込むビジネスを展開している.[8]

4.　みどり証券への TOB

みどり証券は FX 事業への転換を図ったものの業績は芳しくなかった．2012 年 12 月 26 日，「出縄ホールディングス、みどり証券の株式に対する公開買付を開始」というニュースが流れた．買付者の出縄ホールディングスは，出縄良人が対象者株式を取得し，保有することを主たる目的として設立した株式会社である．出縄ホールディングスは，みどり証券の過半数の株式の取得を目的として，みどり証券の合意を取り付けて，つぎのように TOB を発表した．

> 買付期間は、平成 24 年 12 月 27 日から平成 25 年 1 月 30 日まで（20 営業日）。
> 買付価格は、普通株式一株につき 53 円。
> 買付予定数は、1,406,400 株（下限 1,333,300 株、上限 1,406,400 株）。
> 買付総額は、74 百万円。

出縄良人は 2013 年 1 月 4 日，「「再起と復活」・・・平成 25 年元旦の誓い！」と題したコラムをつぎのように発表した.[9]

> みどり証券・・・旧社名：ディー・ブレイン証券は、私が 1997 年に創業し、1999 年 3 月から 2010 年 10 月まで 11 年半に渡り代表を務めていた会社である。ディー・ブレイン証券は、独立公認会計士のネットワーク組織を構築し、小規模企業の株式公開主幹事を専業とする証券会社であった。
>
> 特に福岡証券取引所 Q-Board と札幌証券取引所アンビシャスでは、2003 年から 2008 年までに新規上場した 22 社のうち 13 社の主幹事を務めた。そして、日本証券業協会が管理する未上場株式の発行流通の場「グリーンシート制度」においては、9 割を超える主幹事シェアで市場をリードしてきた。グリーンシートは、増資を通じて 155 社に及ぶ中小企業の資金調達を支え、その調達金額の総額は 100 億円を超える。中小企業にエクイティファイナンスのインフラを広げたその社会的意義は大きい。

[7] 出縄（2013）は「IPO 専業証券会社を目指し，福証 Q-Board および札証アンビシャスにおいて引受主幹事業務が急増した際に，グリーンシート銘柄の主幹事業務をおろそかにし，市場衰退の原因をつくった責任は重い」と述べている．

[8] http://denawa.com/index.php

[9] http://profile.allabout.co.jp/w/c-97674/

ところが 2006 年に年間 188 社を数えた日本国内の新規上場企業数は 2009 年には 19 社に激減。上場準備企業向けの証券市場と性格づけられていたグリーンシートも新規指定銘柄数が大幅に減少した。その結果、株式公開を専業とするディー・ブレイン証券の業績は急速に悪化。私はその責任をとって 2010 年 10 月 25 日に代表を辞したのである。

私の退任後、第三者割当増資によって 44 %のシェアを持った筆頭株主は経営体制を刷新。FX を新規事業として業績回復を図ろうとする。しかし、それもうまくいかず、業績は回復しない。

退任２周年を経て、転機が訪れた。この株主が株式売却に意向を示し、私は出縄ホールディング（株）を新設。TOB によりみどり証券の過半数のシェアを取得することにしたのである。来る２月６日に予定されている株主総会後に私は取締役会長に就任する。社長にはソーシャルレンディング大手 AQUSH を立ち上げたエクスチェンジコーポレーション副社長の大前和徳氏を迎える。ディー・ブレイン証券 11 年の経営を通じて学んだことは多い。同じ轍は踏まない・・・！

出縄良人は「ディー・ブレイン証券の過去の経営を振り返り、その失敗の要因を分析するとともに、大前氏と築く新たな金融インフラビジネスについて語りたいと思う」とコラムを結んでいる．

2013 年 4 月，出縄良人はクラウド・ファンディング（Crowd Funding）を専業とする日本クラウド証券を設立する．クラウド・ファンディングとは，資金を募集するプロジェクトや企業に対して，主にインターネットを通じて幅広く個人が応募する小口の資金が流れる仕組みのことである．出縄良人は再び，中小企業の成長を支えるインフラづくりに復帰した.[10]

5.　まとめ

この論文では，中小企業にエクイティ・ファイナンスの機会を広げようとした，グリーンシートとディー・ブレイン証券の歩みについて報告した．それは，金融庁が金融ビッグバンの一部として手がけた，十数年にわたる壮大な社会実験だったと位置付けることができよう．ディー・ブレイン証券の創業者である出縄良人は「金融庁と日本証券業協会と交渉をして、どんどん制度を整備して市場に近付け、その結果、コスト負担の重い仕組みになってしまった」と回顧している．実験は失敗に終わったと言ってもいいだろう．

2010 年 12 月 24 日，金融庁は『金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン（最終版)』を発表した.[11] その別紙「新興市場等の信頼性回復・活性化策の検討について」の冒頭に「我が国においては、金融商品取引所が開設する新興市場の取引高や新規上場企業数が激減し、成長可能性を有する新興企業の資金調達需要に新興市場が充分に応えているとは言えない状況にある」と書かれている．そして，金融庁は取り組むべき課題として

① 新興市場への上場準備に至るまでの枠組みの不足
② 上場審査段階における信頼性の不足や負担感の存在
③ 上場後の企業に対する支援等や企業からの情報発信の不足

[10] http://www.independents.jp/data/resource/2013/07/post-25.html
[11] http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5.html

④ 新興市場の位置づけが不明確

をあげている．「上場前の企業の新興市場への上場促進」を掲げ，グリーンシートの活用促進として「グリーンシート銘柄に指定されている間に良好な開示実績等を有する場合には、新興市場への上場の際に審査を簡略化する等のメリットを付与し、上場に向けた企業の負担を軽減する」と提案し，一定の質が確保された上場前の企業のリスト化として「ベンチャーキャピタルが出資している企業や有価証券届出書を提出した実績のある企業のリストを作成、公表する」と提案している．しかし，一方で，2008（平成 20）年版度『中小企業白書』（170–171 頁）はつぎのように述べている．

> エクイティ・ファイナンスの特徴として、企業は返済義務のない資本性資金の導入により財務基盤を強化できる一方、資本を外部の主体から導入した場合、株主構成が変化し、投資家である株主からは詳細な財務内容の開示等を求められることが挙げられる。
>
> 我が国の中小企業の大多数は、代表者やその一族が株式の大半を所有する、いわゆるオーナー企業である。「中小企業向け調査」によれば、中小企業の 7 割において代表者及びその一族が 50 %以上の株式を保有しており、従業員規模が小さくなるほどその割合は高くなる。この所有構造が中小企業のエクイティ・ファイナンスへの関心に影響を与えている可能性がある。
>
> 企業の株主構成における、代表者及びその一族の比率ごとに、ファンドからの資金調達を行わない理由を見ると、「金融機関からの調達で十分」という理由とともに、「株式公開を志向していない」「現状の方が経営の自由度が高い」と考える企業の割合が高い。また、代表者持ち株比率が高いほど、「同族会社を維持したい」と考える企業の割合が高くなっていることが分かる。

エクイティ・ファイナンスへのニーズは小さく，エクイティのメリットを「返済義務のない資金」と位置付けている現状では（資本コストについての認識が不足しているようでは）グリーンシートの活性化は望めないだろう．

参考文献

大崎貞和，2005,「グリーンシート制度の見直しとその問題点」,『資本市場クォータリー』（野村資本市場研究所）2005 年春号.

大崎貞和，2014,「グリーンシートの盛衰とその功罪」,『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）2014 年 1 月号，37–45.

齊藤聡，2004,「グリーンシート市場の活性化」,『産能大学紀要』第 25 巻第 1 号，47–66.

澤山弘，2008a,「裾野拡がる新規公開株（IPO）企業の実像」,『産業企業情報』（信金中央金庫総合研究所）19–8.

澤山弘，2008b,「地域ベンチャーファンドの可能性」,『産業企業情報』（信金中央金庫総合研究所）20–1.

澤山弘，2009,「中小企業の成長と株式公開」,『信金中金月報』（信金中金 地域・中小企業研究所）2009 年 2 月号，46–67.

下境芳典，2006,「ベンチャー企業のグリーンシート登録に伴う効果の計測」,『イノベーション・マネジメント』（法政大学イノベーション・マネジメント研究センター）No. 3，103–121.

出縄良人，2003,『グリーンシート 直接金融革命』文芸社.

出縄良人，2013,「グリーンシート市場はなぜうまくいかなかったのか」,『金融財政事情』2013 年 7 月 15 日号，24–30.