

調査の 窓から

誰が為に金は成る！？ 進路変更を迫られるグリーンシート市場

「グリーンシート市場研究①」

この2ヶ月間で、県内グリーンシート市場の先駆者とも言える2社が相次いで市場からの撤退を表明し、大きな話題を呼んだ！

具体的には、「100シリーズ」のガイドブック等の発刊で知られる株チャイルドフードが7月20日に開催された取締役会にてグリーンシート銘柄としての取扱廃止の申出を行なう旨を決議。更に翌月にも県内初のグリーンシート銘柄指定を受けた株エコワールド沖縄が必要な会社情報の開示を行なえる状態に無い事を理由に、同銘柄指定取消の届出が行なわれる事となったのだ。その一方で、現在も銘柄指定を続ける県内企業は計3社。しかしながら、これら銘柄企業の中で最も古い取扱開始日は平成17年4月と、登録してまだ間もない新規参入組だ。

経営判断の一つとして市場撤退を表明する企業がある半面、次々と新規株式公開を図る動きも見られる等、昨今、県内グリーンシート市場を巡る進退の動きが活発化の様相を呈している。市場では一体何が起きているのだろうか！？

グリーンシート銘柄指定取消を決定した県内企業

会社名	株エコワールド沖縄
所在地	沖縄市諸見里 3-1-5
代表取締役	高良 憲
設立	平成11年3月
業務内容	太陽電池の企画設計、製造ほか
銘柄区分	エマージング
取扱開始日	平成15年5月21日
調達資金額	78,050千円
調達資金の用途	研究開発費及び運転資金
指定取消	平成18年9月2日
指定取消理由	会社情報の開示が行われなかったため

会社名	株チャイルドフード
所在地	那覇市上之屋 1-19-17-2F
代表取締役	中元 英機
設立	平成15年1月
業務内容	出版事業、人材事業ほか
銘柄区分	エマージング
取扱開始日	平成15年11月26日
調達資金額	55,500千円
調達資金の用途	営業活動費、組織体制整備等の運転資金
指定取消	(予定)平成18年9月27日
指定取消理由	事業戦略上プライベートカンパニーとなる事を選択

～グリーンシートとは？～

まず始めに、グリーンシートについて説明したい。

グリーンシートとは、日本証券業協会が非上場企業の株式等を売買するために、平成9年7月からスタートさせた制度で、ベンチャー企業や中小企業等の資金調達を円滑にし、投資家の換金の手を確保する事が主な目的となっている。

グリーンシート市場への株式公開は、主幹事証券会社による審査を通さなければならない。

審査項目について大まかに説明すると、事業が社会に役立つもので、リスクを含めた情報公開体制が整っており、確立されたビジネスモデルで事業の成長性が見込めるかどうかはその審査対象だ。

この審査を経て、銘柄指定を受けた企業は右記4つの銘柄区分に振り分けられ、取扱証券会社を介した公募増

資又は売り出しが行われ、グリーンシート市場の流通市場売買が開始される流れとなっている。

銘柄区分	詳細
エマージング	証券会社の審査の結果、成長性を有すると判断された企業
オーディナリー	証券会社の審査の結果、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
投信・SPC	投資証券及び優先出資証券のうち、審査の結果、グリーンシート銘柄として適当であると判断されたもの
フェニックス	上場廃止となった企業のうち、流通性を確保する必要があると判断された株券

※参考 「グリーンシート銘柄に関する規則(平13.1.17)」
一公正慣習規則第2号-第4条

●グリーンシート銘柄～審査項目

1. 法令遵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象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象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当たってのリスク

※「オーディナリー」に区分する場合は第4号及び第5号、「投信・SPC」に区分する場合は第3号～第5号を、それぞれ除く。

(参考:「グリーンシート銘柄に関する規則(平13.1.17)」—公正慣習規則第2号—第7条)

尚、上記の審査項目から見て取れるが、グリーンシートの特徴として上位市場(ジャスダックや東証マザーズ等)で定められる様な上場基準が数値として示されていない。

例えば、ジャスダック市場の上場基準で言えば、上場時時価総額は10億円以上(自己株式を除く)、経常利益は5億円以上を必要とする。ところがグリーンシート銘柄の審査には数値としての基準が定められていない為、事業規模の小さいベンチャー企業や中小企業でも利用しやすい制度となっているのだ。さすがに債務超過状態は認められないものの、監査報告書や財務諸表についても直前一期分を用意すればOKで、もしもその期が赤字となっていたとし

ても、将来的に収益改善を示す事が出来れば銘柄指定を受ける事が出来る。気をつける点は、上場会社と同等の情報開示体制を整える事だ。

これら審査の項目を兼ね備えた場合、グリーンシート公開まで最短で3ヶ月、それから募集期間等を含めると4～5ヶ月間と、他市場と比べかなりスピーディーな資金調達を実現できる。

※時価総額・・・株式各銘柄の終値に上場株式数を掛けた数値の事。発行企業の価値や市場の規模を評価する指標となる。〔三省堂「デイリー新語辞典」より〕

～重たい開示負担～

以上が、グリーンシート市場の大まかな内容となっているが、それではなぜ、市場撤退を表明する企業が現れるのか!?これには、グリーンシート市場のデメリットが影響している点は言うまでも無い。

市場撤退を表明する企業の大きな要因としては、厳格な情報開示体制の構築及びそのコスト負担が挙げられる。

確かに、決算内容を含めたガラス張りの経営体制はメリットとしての側面も有する。しかしながら、それら体制を構築し、会社内容説明書の作成や監査法人への監査報酬、証券会社への審査報酬、その他諸経費等を含め、公開に必要な費用はナント1,000万円近くかかるのだ。更に、株式公開後も銘柄管理料や、継続ディスクロージャーサポート料、監査法人の監査報酬、名義書換代理人費用等への維持コストとしても、毎年1,000万円近くの資金を投じ続けなければならないのである。

例えば、株式公開により1億円の資金調達を実現した場合で考えると、単純計算で10年以内にその経費は消えて無くなる事となる。更に、調達した資金を設備投資や人員増強、研究開発費等の運転資金として使用する事を鑑みれば、数年内には調達資金以上の収益効果を上げるか、

最低でも年間1,000万円以上のキャッシュを稼ぎ出す体制を構築する必要があるだろう。また、ベンチャー企業や中小企業にとって従業員は一人でも何役もこなす等、重要なポジションを占める事が多いが、情報開示に伴う事務負担が非常に煩雑となる為、その事務作業に集中せざるを得なくなり、結果として通常業務に支障を来す可能性も否定出来ない。

グリーンシート市場へ株式公開する企業は主にベンチャー企業や中小企業が対象であり、1,000万円という費用は決して安くはない。ましてや資金調達を目的に株式公開をしたのであれば、そのコスト負担は相当重たいはずであり、逆の視点で捉えれば、年間1,000万円近くのコスト負担が苦にならない企業であれば、そもそも公開する意味はあるのだろうか!?

事実、県内グリーンシート市場に於いて(株)エコワールド沖縄及び(株)チャイルドフードが市場撤退を表明したが、その理由について県内報道によると、両社ともに開示コスト負担を挙げている。(平成18年8月11日、同31日:琉球新報)

～法改正による規制強化が背景に～

この様な市場撤退の動きについては、平成 17 年 4 月に施行された証券取引法の改正によるグリーンシート銘柄の規制も大きく影響している。この規則改正は情報開示担当者の設置や東証の情報閲覧システム「TD ネット」を利用した業績予測修正や重要情報の適宜開示の義務付け等、個人投資家保護を目的とした規制強化が図られており、コスト及び事務負担は以前よりも格段に重くなった。これにより、グリーンシート市場のメリットを見出せない、コスト及び事務負担に耐えられない企業が撤退する動きを見せているのである。

●主な規則改正内容

- ・インサイダー取引規制が導入
- ・情報開示担当者の設置を義務付け
- ・東証の情報閲覧システム「TD ネット」を利用した業績予想修正や重要情報の適宜開示を義務付け
- ・リージョナル区分を廃止し、オーディナリー区分を新設
- ・エマージング銘柄は業績計画数値による区分移行ルールを導入



実際、規則改正が行なわれた平成 17 年 4 月以降のグリーンシート指定取消銘柄一覧リストの指定取消理由を確認すると、「適法意見の監査報告書提出されず」若しくは「事業戦略上プライベートカンパニーを選択」が大部分を占めている。有価証券報告書に於ける財務諸表については、公認会計士又は監査法人の監査証明(独立監査人の監査報告書)を受ける為、当然ながらその監査を受けるには相応の費用が必要だ。また、事業戦略上プライベートカンパニーを選択した企業に於いては、グリーンシート市場でのメリットを見出せず、経営判断の一つとして市場撤退の方針を示した格好と言える。(次週へつづく)

調査部 松堂

●指定取消理由集計 (平成 17 年 4 月以降)

指定取消理由	件数
事業戦略上プライベートカンパニーを選択	8
適法意見の監査報告書提出されず	4
会社情報の開示が行われなかったため	1
公正慣習規則第 2 号に抵触したため	1
合計	14

●グリーンシート指定取消銘柄一覧

(平成 17 年 4 月以降)

銘柄名	所在地	業種	取扱開始日	指定取消日	取扱期間	指定取消理由
TDO グラフィックス(株)	東京都	電子部品卸	H15.2.17	H18.9.8	3 年 7 ヶ月	適法意見の監査報告書提出されず
(株)エコワールド沖縄	沖縄市	太陽電池製造	H15.5.21	H18.9.2	3 年 4 ヶ月	会社情報の開示が行われなかったため
(株)エクセルシア	鹿児島県	有害物質無害化処理事業	H15.3.3	H18.9.1	3 年 6 ヶ月	適法意見の監査報告書提出されず
野外科学(株)	北海道	技術コンサルタント	H14.10.31	H18.8.21	3 年 10 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
(株)旅館栢の樹亭	長野県	旅館業	H16.10.23	H18.7.22	1 年 9 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
(株)フォス	岐阜県	わさび製造装置製造	H14.9.9	H18.6.3	3 年 9 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
(株)大泰	東京都	西安料理チェーン展開	H13.5.23	H18.4.1	5 年 11 ヶ月	公正慣習規則第 2 号に抵触したため
(株)スペリオール	愛知県	情報システム開発	H14.12.13	H18.3.6	3 年 3 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
東海金属工業(株)	静岡県	機械部品加工	H16.9.2	H18.2.27	1 年 6 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
(株)日本環境美化協会	東京都	環境衛生サービス FC	H15.11.11	H18.2.27	2 年 4 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
(株)レッド写真サービス	大阪府	DPE 店舗運営	H13.6.21	H17.10.3	4 年 4 ヶ月	適法意見の監査報告書提出されず
アイピーオー(株)	東京都	パッケージソフトウェア開発	H16.6.21	H17.9.14	1 年 3 ヶ月	適法意見の監査報告書提出されず
(株)アータライブ	東京都	アートイベント企画運営	H15.8.14	H17.5.19	1 年 9 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択
(株)アライブ	新潟県	機械類の販売及びリース	H15.2.18	H17.4.13	2 年 2 ヶ月	事業戦略上プライベートカンパニーを選択

(参考:グリーンシート王 HP「<http://navi.heteml.jp/gr/toppage.cfm>」)

(参考:日本証券業協会・グリーンシートHP「<http://www.jsda.or.jp/html/greensheet/>」)