

株主コミュニティ制度の課題と改革

株式会社野村総合研究所

未来創発センターフェロー 大崎貞和氏

株主コミュニティ制度の導入に際しては、その制度設計に関わり、現在は、日本証券業協会主催の「株主コミュニティ制度に関する懇談会」の座長を担当している立場から、本制度の課題および改革の方向性、さらには今後の展望などについて報告する予定である。

この制度は、非上場株式の取引を限られた範囲で可能にするために 2015 年に創設された。証券会社が銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、そこに参加する投資家に対してのみ投資勧誘が認められている。この制度の意義としては、以下の点が挙げられる。

- ① 企業側に情報開示等に伴う過大な負担を求めることなく、限られた範囲ではあっても、非上場株式の換金・流通を可能にしている。
- ② 企業側が希望すれば、株主コミュニティ内での資金調達の可能性があるほか、株主コミュニティでの実績を踏まえて株式上場へ進むことも考えられる。
- ③ 地方創生への貢献も考えられる。

したがって、この制度が利活用されることによって、非上場株式市場が拡大し、市場構造が重層化することが期待される。

他方、米国では、近年 IPO や上場銘柄数の減少が指摘される反面、「ユニコーン」と呼ばれる、大規模に成長した未公開ベンチャー企業が増加しており、非上場株式取引のニーズが高まっている。

元々米国では、取引所に上場しない企業の株式が店頭取引で流通しており、現在では OTC マーケットにおいて多数の銘柄が登録されている。特に OTC ピンクの上場銘柄数は 8000 銘柄を上回っている。更に、近年、シェアズ・ポストやナスダック・プライベート・マーケットなど非上場株式売買の仕組みが登場し、非上場株式市場の多様化・重層化が進んでいる。

今後日本において非上場市場を活性化させるための論点として、以下の点が挙げられる。

- ① 米国では非上場かつ法定情報開示義務を負わない形での資金調達手段を多様化する制度改革が提案されており、日本でも同様の発想からの制度改革がありえるのではないかと。
- ② 日本では、IPO は活発だが、上場後短期間で流動性が失われ、追加の資金調達も難しくなりやすい。そこで、非上場のまま成長を続け、社員株主などの保有株換金を容易にする仕組みを設けるといった考え方もあるのではないかと。
- ③ クラウドファンディングと株主コミュニティを結び付けるといった活用法も広がるのではないかと。

証券会社による株主コミュニティ制度の取組

今村証券株式会社

取締役社長 今村九治氏

今村証券は、1921年創業、金沢市に拠点を置き、北陸3県に10店舗を展開するジャスダック上場の証券会社である。当社は、グリーンシート銘柄の取り組みにおいてパイオニアであり、長年の経験を有している。その背景には、当社がグリーンシート導入以前からいわゆる「青空銘柄」の取り組みを進めていたことが挙げられる。北陸では、以前から非上場株式の取引が盛んで、北陸鉄道、富山地方鉄道、YKKなどの株式が取引されていた。特に、バスや電鉄会社の場合、株主優待として無料乗車券が交付されており、通学用として優待券が使えることから、子弟の高校進学を機に買付、卒業時に売付というパターンが多く見られた。また、地元銀行でも戦後の株式民主化運動の際に個人株主が増えたことから、相続などによる売却ニーズが生じた。さらに、北陸では戦後復興期に公益企業が設立される際、銀行融資が十分に受けられなかったことから、株式発行による資金調達が発達に行われ、これも流通市場を形成する要因となった。また、これらの青空銘柄の株価が地元新聞に掲載されてきたことも、流通市場の形成に大きく寄与した。当社はこのような青空銘柄での取組を基盤として、1997年にグリーンシート導入後は、積極的にグリーンシート銘柄、とりわけリージョナル銘柄について取組を進めた。

このような業務基盤を土台として、当社は株主コミュニティ制度の制度設計に関わってきた。現在、株主コミュニティ制度における同社の取り組みは、9銘柄に達している。

ただし、この制度を取り扱う上で、証券会社としては様々な課題にも直面している。特に以下の点が挙げられる。

- ① 銘柄によっては売買が低調であるため、流動性が低い。特に、売り注文はあっても買い注文が出てこないために売り手が延々と待たされることが多い。
- ② 発行会社が新株発行に消極的であり、現在の北陸地方では、ほとんど発行市場はないに等しい状況である。当社は、地元企業にアプローチしているものの、反応は芳しくない。この背景には、発行会社が株価の変動を好ましく思っていないことがあろう。実際、過去の出来値よりも低い価格での売買については、発行会社が難色を示すことが多く、了解を取らねばならない場合が多い。その際、自社株の価格変動が露骨に忌避されることもある。
- ③ 勧誘行為が禁止されていることも障害となっている。現在、コミュニティ参加者が著しく少数の銘柄もあるが、投資家が自発的に参加申し出するのを延々と待ち続けるしか手段がない。また、本制度においては、発行会社が存在する地域の投資者のみがコミュニティ

に参加することによって、適時開示をクリアするというたてつけであったものが、徐々にそのたてつけが崩れて、クラウドファンディングによって出来た会社が広範囲に株主を広げることをも容認する流れが出来つつある。これは詐欺的会社を野放しにする可能性を秘めており、大いに問題となろう。

本報告では、証券会社の立場から、この制度の取組の現状を踏まえ、その利点と課題、今後の展望などについて報告する予定である。

株主コミュニティ制度の概要と現状

日本証券業協会

常務執行役 自主規制本部長 山内公明氏

株主コミュニティ制度とは、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として、2015年(平成27年)5月に創設された非上場株式の流通取引・資金調達の制度である。つまり、証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに自己申告により参加する投資家に対してのみ投資勧誘を認める仕組みである。株主コミュニティの参加者としては、その会社関係者のほか、新規成長企業等の成長を支援する投資家や、地域に根差した企業の株主優待を期待する方など、非上場株式の取引意向のある方等が想定されている。株主コミュニティの組成・運営を行おうとする証券会社は、本協会に事前の届出を行い、運営会員としての指定を受ける必要がある。株主コミュニティは自主規制規則により、主に次のような規制がある。

- ① 証券会社は、株主コミュニティ銘柄として取り扱おうとする株式とその株式を発行する会社及び事業の実在性、法令順守状況を含めた社会性や反社会的勢力との関係等を審査し、適当と認めたもののみ、株主コミュニティを組成することができる。
- ② 証券会社は、投資家の方が株主コミュニティへの参加を申し出た場合のみ、株主コミュニティへの参加手続を行うことが認められている。
- ③ 証券会社は、株主コミュニティへの参加者に対してのみ株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行うことが認められている。
- ④ 証券会社は、株主コミュニティ銘柄名や会社のウェブページの URL 等の基本的な情報を公表する。

本報告では、このような制度概要とともに、この制度の利用状況や課題などについても説明する。