

「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書
～株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けて～

2019年1月15日

日本証券業協会
株主コミュニティ制度に関する懇談会

目次

はじめに.....	1
1. 本懇談会における検討の前提と課題.....	3
(1) 検討の前提.....	3
(2) 市場関係者におけるニーズ等の洗出しにより確認された課題.....	3
2. 株主コミュニティ非参加者に対する情報提供の在り方について.....	5
(1) 非参加者からの情報提供依頼に対する対応について.....	5
(2) 非参加者への価格情報等の提供について.....	6
(3) 運営会員の業務を行いやすくするためのセーフ・ハーバーについて.....	7
3. 株主コミュニティへの参加勧誘の在り方について.....	7
(1) 対象顧客を外形的に限定できれば参加勧誘を可とする案.....	8
(2) 「オブザーバー制度(仮称)」について.....	9
4. 投資者にとってのわかりやすさの向上について.....	11
(1) 有価証券報告書の提出会社か否か等による区分.....	12
(2) 発行者の意向や目的に応じた区分.....	13
(3) 発行者の目的に応じたカテゴライズとオブザーバー制度の複合案.....	13
(4) 発行者の設立年数等に応じた区分.....	14
(5) 設立年数等による区分の具体案としての「Start-UP銘柄応援制度(仮称)」.....	15
(6) 小括.....	16
5. その他に示された意見・提案.....	17
(1) 運営会員における発行者審査の在り方について.....	17
(2) 株式投資型クラウドファンディングとの連携について.....	17
(3) 上場廃止銘柄の受け皿機能について.....	18
(4) 証券保管振替機構の利用について.....	19
(5) その他.....	19
おわりに.....	20

はじめに

「株主コミュニティ制度」(以下「本制度」という。)は、取引所金融商品市場に上場されていない株式(以下「非上場株式」という。)の取引・換金ニーズに応えるとともに、非上場株式のみを発行する企業の資金調達ニーズにも応えることができる一方で、高度の流通性を付与することに伴って必要となる開示義務等の発行者の負担を軽減するために、流通性を制限しながらも投資者保護を図る仕組みとして、2015年(平成27年)5月に創設された制度である。

本制度は、証券会社が銘柄毎の株主コミュニティを組成し、投資勧誘を行うことができる範囲を当該株主コミュニティの参加者に限定すること、また、投資者による当該株主コミュニティへの参加を自己申告とすることで、銘柄毎の株主コミュニティ内に限って、投資者が非上場株式の取引を行える仕組みとなっている。また、株主コミュニティ銘柄にはインサイダー取引規制が適用されないことから、発行者は適時開示を行う義務を負っていない。これは、投資者が自己申告により参加するという仕組みによって株主コミュニティ銘柄の流通性が一定程度に制限されていると認められていることによるものである。

このような制度設計が行われた背景としては、本制度の前身となる「グリーンシート銘柄制度」の問題点を挙げることができる。2013年(平成25年)12月に公表された金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書(以下「リスクマネーWG報告書」という。)では、グリーンシート銘柄制度の問題点について、「近年、利用企業が減少し、売買も大幅に低迷している状況にある。」と言及したうえで、その要因を、「新興市場における上場基準の引下げにより、上場市場の補完的役割としての存在意義を見出しにくくなってきていることや、それにもかかわらず、発行者に対して上場企業と大差ない負担(インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務や、上場企業に準じた開示義務)が課されていること」にあると指摘している。そのうえで、同リスクマネーWG報告書では、「地域に根差した企業などの非上場株式については、一定の取引ニーズ・換金ニーズが存在している」ことを示したうえで、リスクマネー供給促進策の一環として、グリーンシート銘柄制度の問題点を踏まえた新しい制度を創設することにより、さまざまな非上場会社が発行する株式の流通の場を提供するという方向性が示された¹。

リスクマネーWG報告書で示された前述の内容を踏まえて、本制度は、新たな非上場株式

¹ 2013年(平成25年)12月25日「金融審議会『新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ』報告書」
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html)

の取引等に関する制度として、2015年(平成27年)5月に創設された²。その後、近年の政府の成長戦略等³においても、本制度の活用による新規・成長企業等へのリスクマネーの供給促進や地域経済への貢献等が謳われており、さまざまな役割が果たせる制度として、市場関係者から期待が寄せられている。

しかしながら、制度創設から3年が経過した現状において、本制度の利用は未だ一部の地域や業態にとどまっているという状況にある。

このような状況を踏まえ、本制度の更なる利活用に向けた意見交換を行うことを目的として、2018年(平成30年)3月に「株主コミュニティ制度に関する懇談会」(以下「本懇談会」という。)が設置された。

本懇談会では、非上場株式に対する市場関係者のニーズ及び認識を共有するため、各委員及びゲストスピーカーからのプレゼンテーション等を経て、発行者、投資者及び仲介業者等の目線から問題及び課題の共有・洗出しを行い、それらの課題等に対応するための改善策の検討を行った。

本報告書は、本懇談会において行われた検討内容を取りまとめたものである。

²本制度の創設を受けて、グリーンシート銘柄制度は2018年(平成30年)3月末をもって廃止されている。

³『『日本再興戦略』改訂2015』(2015年6月30日閣議決定)、「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」(2015年6月30日)、「平成27事務年度 金融行政方針」(2015年9月18日金融庁公表)、「平成29事務年度 金融行政方針」(2017年11月10日金融庁公表)において言及されている。

1. 本懇談会における検討の前提と課題

(1) 検討の前提

本懇談会では、本制度の更なる利活用に向けて、市場関係者(投資者、発行者、証券会社)における利便性向上のための対応を図れないかという観点での検討を行うにあたり、発行者における本制度の利用による新たな負担を発生させないために、以下の2点を前提として議論が行われた。

- ① 現行制度を変更する場合であっても、既存の株主コミュニティの取扱いに支障が出ないようにすること。
- ② 引き続き、外部監査を必須要件とせず、インサイダー取引規制の適用対象外とすることにより適時開示を不要とするといった、発行者にとって負担がない制度設計を維持すること。

(2) 市場関係者におけるニーズ等の洗出しにより確認された課題

本懇談会では、前述の前提を踏まえ、市場関係者から示されたニーズや課題をもとに、本制度に期待できるものは何か、また、それらの期待に対して現状の制度が十分に答えられていない要因はどのような点にあるかについて、以下のとおり洗出しを行った。

① 「投資者」の立場から

個人の投資者における非上場株式の取引ニーズや新規・成長企業の応援ニーズは、本制度と同時期に制度化された「株式投資型クラウドファンディング」の取扱実績が着実に増加していることを踏まえると、必ずしも低くないと考えられる。⁴

しかしながら、現在取り扱われている株主コミュニティ銘柄は、特定の地域で既に事業が定着している企業が大宗を占めており、個人の投資者が思い描く新規・成長企業とのイメージ・ギャップがあるのではないかといった課題がある。

さらには、株主コミュニティを運営する証券会社(以下「運営会員」という。)から提供される情報が限られているため、本制度の詳細はおろか、その存在が投資者にほとんど認知されていない現状にある。

また、ベンチャー・キャピタルやコーポレート・ベンチャー・キャピタル(以下「VC等」という。)の視点からは、非上場会社への投資を行った後のエグジット(資金回収)の場として利用できる可能性があり、例えば、一定の期間内にIPOやM&Aという形態

⁴ 2018年11月末時点での株式に係る発行価額の総額：16億4,644万5,000円
同時点での新株予約権に係る発行価額の総額：2億3,695万円

でのエグジットに至らなかった場合であっても、相応の価値が見いだせる非上場株式を売却する場としての利用が想定できるという意見があった。このような売却時には、VC等が自ら売却先を探すのが通例であるが、本制度を通じて株式を売却できるのであれば、VC等が本制度を利用する利点となり、本制度としても、更なる利活用につながることを期待できる。

しかしながら、VC等の間でも本制度の存在が十分に認知されていないとの指摘があった。

② 「発行者」の立場から

発行者においては、既存株主への売買機会や、従業員持株会等による買付けの場を提供する目的で本制度を利用している実例がある。特に、過去に上場経験がある等の理由で株主が全国に分布する発行者においては、本制度を通じて、株主を自社の営業エリア内に集約させる効果を実現している事例もある。

また、発行者からは本制度の開示負担が少ない点を評価する意見もあった。

その一方、本制度の認知度が低く、かつ、株主コミュニティへの参加が投資者の自己申告に限られている状況では、発行者が自身の株主コミュニティについて自ら周知活動を行わない限り、前述のメリットが十分に享受できるほどの参加者を確保することが難しいといった意見もあった。

③ 「証券会社」の立場から

証券会社による株主コミュニティの運営において、現行の規則では、株主コミュニティに参加していない者(以下「非参加者」という。)には投資勧誘はもとより株主コミュニティへの参加に関する勧誘(以下「参加勧誘」という。)も禁止されている。また、非参加者への情報提供も制限されていることなどから、本制度を積極的に取り扱うインセンティブが働きにくいといった指摘があった。

これら市場関係者間の意見や指摘を踏まえると、証券会社による参加勧誘や情報提供が厳格に制限されていることで、本制度の認知度向上や運営会員の増加につながらない現状を生み出し、ひいては、本制度を利用する投資者が一部にとどまっていることや、発行者が制度利用のメリットを享受しにくく、制度の利用促進につながらないといった状況を生み出していると考えられる。

このような問題を解決するにあたっては、「非参加者への情報提供の在り方」と「参加勧誘の在り方」といった制度的課題の解消を図ることが最も重要であるとの認識に至った。

同時に、本制度の更なる利活用を目指すためには、本制度の認知度の低さを解消する必要もあり、そのためには、周知活動をより充実させるとともに、本制度自体の「わかりやすさの向上」も重要な観点であると考えられる。

このような共通認識のもと、本懇談会では、以下の各論について検討を行った。

2. 株主コミュニティ非参加者に対する情報提供の在り方について

本制度では、株主コミュニティ銘柄に関して運営会員が提供できる情報の範囲が、株主コミュニティの参加者に対するものと非参加者に対するものとで明確に区分されており、非参加者に対しては、日本証券業協会（以下「本協会」という。）自主規制規則「株主コミュニティに関する規則」において公表が義務付けられている基本的な情報以外の情報は提供できないこととされている⁵。

これは、運営会員が非参加者に対して、発行者の会社情報等、株主コミュニティ銘柄に関する幅広い情報を提供することが、勧誘の一環として捉えられる可能性があるとの考え方によるものである。

しかしながら、公表が義務付けられている基本的な情報以外の情報においても、勧誘に該当しない情報もあり得ると考えられ、これらを一律に非参加者に対して提供してはならないとするのは、規則としてあまりにも制限が強いとの指摘がなされた。

本懇談会では、こうした前提を踏まえ、運営会員による非参加者に対する情報提供について、その内容や方法が株主コミュニティへの勧誘行為に発展しない範囲において適切に行われるよう、以下のような検討が行われた。

(1) 非参加者からの情報提供依頼に対する対応について

本懇談会の席上、運営会員より、非参加者から株主コミュニティ銘柄に関する情報の提供を依頼された場合、顧客対応に苦慮する局面があるとの指摘があった。

例えば、株主コミュニティに参加していない顧客から発行者に関する情報の提供を求められた場合、当該情報が、発行者のウェブサイト上などで一般に公表され誰でも入手できる環境にあるものだとしても、規則遵守の観点から当該情報の提供を躊躇せざるを得ないとのことであった。

このような場面において、当該顧客が非参加者であることのみを理由として情報を提供しない、または、発行者のウェブサイト等、情報の掲載元の案内のみに留まることはあ

⁵ 「株主コミュニティに関する規則」第12条第2項

まりにも画一的な対応であり、顧客サービスとしての柔軟性を欠いているとの指摘があった。

本懇談会では、非参加者からの求めに応じて公表済みの情報を提供するという運営会員による受動的な情報提供は、単なる情報提供の範囲を逸脱するものではないとの見方が大宗を占めたことから、今後、このような観点を踏まえて、情報提供の制限について、規則改正の検討を行う必要があると考えられる。

なお、本件については、提供制限を解除すべき公表情報をどのように整理するかといった論点も示された。これに対する見解として、発行者が広く一般に提供する目的で作成した情報であれば、公知のものであるか否かにかかわらず、非参加者の求めに応じて提供することは問題ないとの考え方も示された。いずれの場合においても、発行者から提供された情報に誤りや虚偽があった場合には、その情報を投資者に提供した運営会員の責任も問われかねないため、情報の取扱いは慎重に行うべきと考えられる。

また、このような対応を行う場合には、非参加者からの依頼であっても、運営会員による情報提供が過剰となり、結果的に勧誘に該当することがないように注意する必要がある。

(2) 非参加者への価格情報等の提供について

非参加者が、株主コミュニティに参加するか否かを判断する場面において、その銘柄がどの程度の価格で取引されているかは重要な判断材料となると考えられる。

本協会は、運営会員に対して、自社で取り扱う株主コミュニティの約定価格や参加者数などを含む取扱状況を週次で報告することを義務付けており、報告を受けた内容を取りまとめて公表している。

しかし、非参加者が当該運営会員の店頭掲示やウェブサイト等を通じて株主コミュニティ銘柄に興味を持った場合、当然、当該運営会員に対して現在の価格等の情報を問い合わせることが想定される。

こうした場面においても、前述(1)の情報提供依頼に対する対応と同様、柔軟性を欠いた対応をすべきではないと考えられ、また、そもそも、約定価格は結果的に本協会のウェブサイトにおいて公表される情報であることから、運営会員が非参加者の求めに応じて提供することに問題があるとは考えにくいとの見解が示された。

ただし、約定価格が過去の事実を伝達することに過ぎない一方で、株主コミュニティ内で受け付けた注文の具体的な価格(以下「注文価格」という。)を他者に提示することについては、「参加すればいくらで売れる、買える」という将来的な売買の期待値を提供す

ることにもなりかねず、勧誘に該当する可能性があるとの意見があった。

これに対し、勧誘への該当性は、その情報の提供方法によるところが大きく、上記(1)と同様に非参加者からの求めに応じて提供するのであれば、注文価格を提示しても勧誘には該当しないのではないかとの意見もあった。

いずれにせよ、非参加者に対して受注を前提とするような情報提供を行うことは、本制度の趣旨を逸脱するものであることから、仮に、注文価格を非参加者に提供することを可能とするのであれば、その提供方法等について慎重に検討を行うべきである。

(3) 運営会員の業務を行いやすくするためのセーフ・ハーバーについて

前述の(1)、(2)で挙げた場合以外にも、運営会員においては、勧誘への該当性の判断が困難であることから、顧客対応が消極的とならざるを得ない場面が多々あると想定されるため、勧誘に該当する行為を明確に区分する必要があるのではないかとの指摘がなされた。

一般に、勧誘行為への該当性については、実際に行われる行為毎に個別具体的に判断されるものであるため、あらゆる行為を網羅したうえで明確な線引きを行うことは困難であると考えられる。

しかしながら、本制度の趣旨を損なわずに制度の更なる利活用を促すためには、どのような方法でどのような情報を提供することが許容されるかを明らかにすることは、運営会員にとって有用であることから、具体的な例を示す必要があるものと考えられる。

3. 株主コミュニティへの参加勧誘の在り方について

前述の1.(2)で示された制度的課題を解決するための主要な観点として、投資者が株主コミュニティへ参加するための方法が自己申告のみとなっており、運営会員による参加勧誘が禁止されていることから、参加者の拡充が困難な制度となっていることが挙げられる。すなわち、既存株主を多く抱える企業や消費者向けの財・サービスを提供している知名度の高い企業等、一定の要件が揃った企業でない限り、参加者の拡充が見込みづらい状況にある。

本制度は、あくまでも非上場株式の一定の取引・換金ニーズに応える場として設計されたものであって、一般の投資者が広く参加するものではなく、また、取引が頻繁に行われることも想定されていない。

このような事情を踏まえると、無制限に株主コミュニティへの参加勧誘を可能とすれば、本制度の趣旨を覆すことになり、ひいては、本制度下での取引がインサイダー取引規制の適用

対象となることで、発行者に対して適時開示義務を課す必要が生じる可能性が懸念される。

したがって、参加勧誘の在り方については、流通性の制限を保つことと、本来参加が想定されている者による参加の拡充を図ることの双方のバランスに配慮する必要がある。

こうした前提のもと、本懇談会では、株主コミュニティへの参加勧誘の在り方について、以下のような検討が行われた。

(1) 対象顧客を外形的に限定できれば参加勧誘を可とする案

2014年(平成26年)6月17日付けで、本協会「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」により公表された「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について～『非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ』報告書～」では、株主コミュニティに参加する投資者として、「当該発行者の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先といった当該発行者の関係者のほか、当該非上場株式を取引する意向のある者、例えば新規・成長企業等への資金供給により成長を支援する意向のある者や、地域に根ざした企業等当該発行者の財・サービスの提供を受けている(又は受けようとする)ことから株主優待等を期待する者等が想定される。しかし、投資グループ⁶に加入できる者を外形的に限定することは困難である」とされている。

確かに、非上場株式の取引意向や新規・成長企業への応援意向を外形的に判断することは困難であると考えられ、役員・従業員の親族、継続的な取引先等についても明確に線引きを行うことが困難である。一方で、株主コミュニティ銘柄の発行者の役員、従業員であるか否かは顧客カード等によりある程度判断することが可能であり、既存株主であるか否かについては、自社で保護預りしている場合以外は確証をもって判断することが困難ではあるものの、当該情報に関する顧客の自己申告を疑うべき積極的な理由はないと考えられる。

したがって、役員・従業員及び既存株主に対して、株主コミュニティへの参加勧誘を可能とすることは問題ないと考えられる。

また、株主コミュニティにおいて既存株主への参加勧誘を行うことができるようになれば、証券会社が非上場株式に対する公開買付けに係る公開買付代理人を務める際に、対象となる非上場株式の株主コミュニティを組成することで、円滑な公開買付けが可能となるとの考え方が示された。

⁶ 新たな非上場株式の取引制度を検討した際の仮称。現在の株主コミュニティを指す。

このほか、米国の自衛力認定投資家制度を参考として、一定額以上の金融資産を有する者等に対してのみ、株主コミュニティへの参加勧誘を可能としてはどうかといった意見もあった。

(2) 「オブザーバー制度(仮称)」について

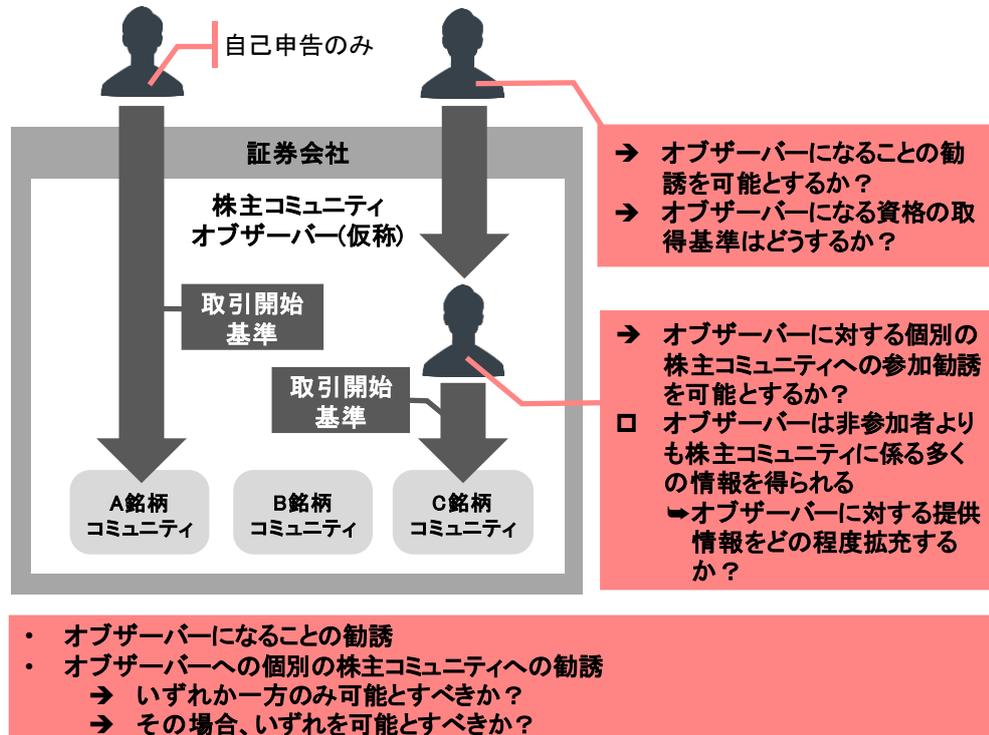
株主コミュニティへの参加は、株主コミュニティ銘柄の発行者をある程度認知している投資者からの自己申告によって行われることが本制度の基本的な仕組みとなっている。

一方、非上場株式を自身のポートフォリオに加えることを検討している投資者や、具体的な銘柄を知っているわけではないものの、自身が居住等する地域の企業又は新規・成長企業を応援するための投資ニーズを持った投資者等、潜在的に株主コミュニティへの参加意向を持つ投資者が存在することは、強く推認される場所である。

それらの投資者にとって、運営会員から公表されている限定的な情報のみでは、個別の株主コミュニティへ参加するか否かの判断が難しい、あるいは、そもそも制度を認知していない場合が多いと考えられる。

本懇談会では、こうした潜在的ニーズを持った投資者層に対して運営会員から本制度の利用を呼びかける方法として、銘柄毎の株主コミュニティに参加する前段階の顧客ステータスを創設して、一定程度の銘柄情報の提供を認める仕組み(以下「オブザーバー制度」と仮称する。)を導入することは適当であるかどうかについて検討を行った。

【イメージ図】



このような仕組みを設ける場合、運営会員から非参加者に対してオブザーバーへの参加勧誘を可能とするか否か、また、オブザーバーとなった顧客に対して個別の株主コミュニティへの参加勧誘を可能とするかについての検討が必要であり、加えて、提供可能とする情報をどの程度拡充するかや、オブザーバーとなるための基準と個別の株主コミュニティ銘柄における取引開始基準は同一でよいか等についても検討を要する。

これらの点について、勧誘の可否に対しては、オブザーバーに対する個別の株主コミュニティへの参加勧誘を可能としたうえで、オブザーバーになること自体も運営会員から勧誘することができる仕組みとした場合、結局は個別の株主コミュニティへの参加勧誘を一律可能とすることと変わりがないのではないかと指摘があった。

一方で、オブザーバーを経て個別の株主コミュニティに参加する場合、その顧客はオブザーバーになる際と、個別の株主コミュニティへ参加する際の両方で判断を行うことになるため、それぞれの行為を明確に区分することが可能であり、オブザーバーになることへの勧誘と個別銘柄の株主コミュニティへの参加勧誘が時間的に隣接して行われた場合でも問題が生じることは少ないとの意見もあった。

この他、顧客の区分が増えることにより、制度全体がわかりにくくなるといった懸念もあり、制度を複雑化させる可能性があるのであれば、参加勧誘可能なケースや対象を具体例

として示したほうがわかりやすいのではないかとの意見があった。

その一方で、制度を利用する投資者側の目線で考えると、少ない情報で投資対象を絞り込まなければならない現行制度は実際の参加に踏み切りづらいと感じるが、その前段階として情報を収集できるステータスが創設されれば、参加のハードルを下げる効果が期待できるといった意見や、技術やアイデアがあるにもかかわらず縁故による資金調達しか行えない企業にとっては、そのような企業への投資ニーズを持つ投資者に対しての情報提供の場にもなり得るとの考え方も示された。

なお、運営会員によっては、オブザーバーという新たな顧客管理区分が増えることで、システム対応や社内でのオペレーション変更などが発生し得るため、仮にオブザーバー制度を創設する場合であっても、制度の利用は運営会員毎の判断にゆだねられるべきとの意見があった。

以上のとおり、本案は賛成・反対の両論が多く示されたことから、継続検討事項とすることが適当と考えられるが、今後、実際に制度化することを視野に入れるのであれば、本懇談会で示された意見について十分に配慮する必要がある。

4. 投資者にとってのわかりやすさの向上について

前述の1. (2)で挙げられた制度的課題を解決するためのもう一つの主要な観点は、投資者による本制度に対する認知度の低さにあると考えられる。

本制度は、運営会員が自社の全顧客に対して投資勧誘を行うことを前提としていない制度である以上、知名度そのものの向上については、本協会や運営会員による適切な情報提供等によって図られる必要があるものと考えられるが、制度自体の知名度の向上が図れた場合でも、制度の仕組みが投資者にとってわかりやすいものとならない限り、投資者が株主コミュニティへの参加の一步を踏み出すことにはつながりにくいと考えられる。

そのような意味では、前述のオブザーバー制度に関する議論でも想定されたような、非上場株式への投資に興味のある投資者や非上場会社への応援ニーズを持った投資者等にとって、多種多様な銘柄が混在する状況では、自身のニーズに合った投資対象を選択しにくいといった問題が生じ得ると考えられる。

こうした問題を改善するための方策として、運営会社が取扱う株主コミュニティ銘柄を各銘柄の特性に応じてカテゴライズすることで、非参加者が株主コミュニティに参加するための判断を行いやすくするという方法が考えられる。

本懇談会では、具体的に以下のようなカテゴライズ案が示され、それぞれに対して意見が

示された。

(1) 有価証券報告書の提出会社か否か等による区分

株主コミュニティ銘柄の発行者が有価証券報告書を提出しているか否か、又は対象となる銘柄が店頭取扱有価証券であるか否かで区分をすることにより、投資者保護の観点からも異なる規制を設けることができると考えられ、かつ、本制度独自の新たなカテゴリを設けるよりも、既にある定義を用いて区分することにより、わかりやすさの確保や制度の複雑化が回避できるのではないかとの意見があった。

具体的には、前述の3.(1)で示されたように、投資者に対する勧誘を一部可能とする場合であっても、当該勧誘を可能とするのは有価証券報告書の提出会社が発行する銘柄のみに限るといった例が示された。

一方、法定開示義務を負っている発行者が発行する株式の取扱いについてのみ規制を緩和するという区分の仕方は、発行者における制度利用負担を極力軽減することを目指した本制度とは、制度の方向性が合致しないのではないかとも考えられる。

なお、有価証券報告書の提出の有無によりカテゴリズを行ったうえで参加勧誘を可能とする案についても検討が行われた。検討の場において、投資者の属性を限定せずに勧誘可能とする場合には、適正な開示と価格情報の提供が必要と考えられるが、本制度は、株主コミュニティ内で提示されている注文価格を非参加者に提示することは想定されておらず、勧誘可能な条件を満たしていないのではないかとの意見があった。また、証券会社が一般の投資者へ自由に投資勧誘を行うことができる制度であったグリーンシート銘柄制度は、発行者が有価証券報告書の提出会社等であることを要件の一つとしていたところであるが、その流通性に鑑み、制度発足時には適用されていなかったインサイダー取引規制が適用されることとなった経緯を踏まえると、本制度において有価証券報告書提出会社であることのみをもって一般の投資者への自由な参加勧誘を可能とすると、流通性が増すことによりインサイダー取引規制が適用され、結果として制度の使い勝手が悪化する懸念があるとの指摘があった。

このほか、本協会自主規制規則「店頭有価証券に関する規則」において有価証券報告書提出会社であり、かつ、直前期の財務諸表に適正意見が付されている店頭有価証券等を「店頭取扱有価証券」と定義しているが、これによりカテゴリズすることは一般の投資者にとっては馴染みがなく、分かりやすさ向上の観点からは適さないと考えられる。

(2) 発行者の意向や目的に応じた区分

発行者によっては、自社の株式が広く全国に拡散することを望まない場合や、反対に全国各地に株主を抱えている場合などさまざまなケースが考えられ、また、株式の集約や事業承継等、特定の目的のために比較的短期間に限って制度を利用したいといったニーズも想定される。

現行制度の枠組みの中でも、一定の地域に居住していることを参加の要件とすることや、株主コミュニティの目的に合わせて組成期間を限定する等、発行者の意向や目的に応じて当該株主コミュニティに一定の制限を加えることが禁止されているわけではない。各々の株主コミュニティを発行者の意向や目的別にカテゴライズすることにより、投資者のわかりやすさを向上できるのではないかとの考え方が示された。

例えば、以下のようにカテゴライズすることが考えられる。

① 「地域株主コミュニティ」

銘柄の本店所在地等に応じて参加できる投資者の居住地を限定する。

② 「地域無限定の株主コミュニティ」

上場廃止銘柄や株式投資型クラウドファンディング銘柄などを対象とし、参加者も全国の投資者とする。

③ 「目的別株主コミュニティ」

株式の買集めやVC等によるエグジットなど、目的別に株主コミュニティを設置する。目的別のケースでは、その目的によって当該株主コミュニティ内の売買の方向を限定する(買集め実施者のみが買付けを行い、その他の投資者は売付けのみを行う場合、または、VC等が売付けのみを行い、その他の投資者は買付けのみを行う場合等)ことや、目的達成後には株主コミュニティを解散するなどの制限を加えれば、その後の流通も限定的となることから、取引開始基準を緩和することも考えられる。

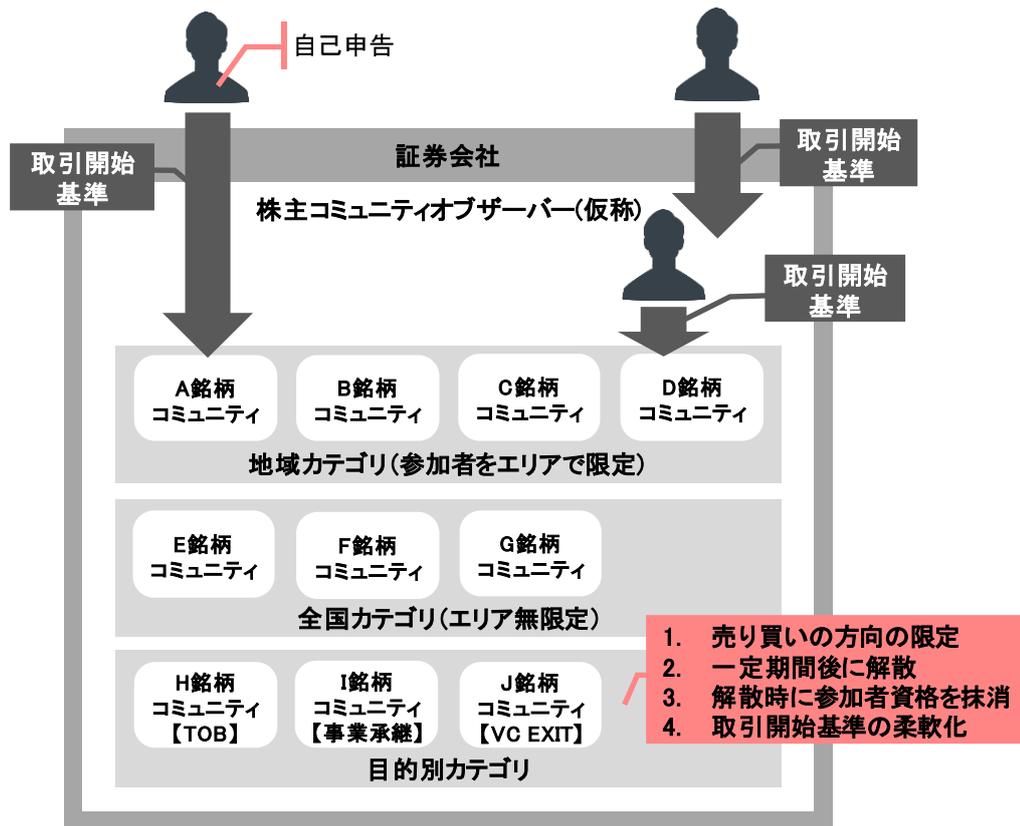
なお、このようなカテゴライズ、特に、③の目的別株主コミュニティを設定するケースにおいては、株主コミュニティを組成した後にその目的が変化し、当初のカテゴリを逸脱してしまう可能性も考えられることから、実現する場合には、どの程度の粒度でカテゴライズを行うのかについて検討する必要がある。

(3) 発行者の目的に応じたカテゴライズとオブザーバー制度の複合案

参加勧誘の在り方の見直し効果に加えて、投資者の投資目的や資力等に鑑みて適

切なカテゴリへの参加を促すことが可能となり、投資者による株主コミュニティの選択を行いやすくする効果が期待できるのではないかとの考えから、前述(2)の発行者の意向や目的に応じた区分と前述3. (2)のオブザーバー制度を組み合わせる複合案について検討した。

【イメージ図】



このような案については、制度全体が三層構造となって複雑となるため、かえって分かりにくいという意見があり、市場関係者それぞれの立場によって、肯定的な意見と否定的な意見が示された。

本案に限らず、複数の考え方を取り入れると、制度が複雑化し、わかりやすさを低下させる可能性があることに注意する必要がある。

(4) 発行者の設立年数等に応じた区分

株主コミュニティに対しては、近年の政府の成長戦略等で挙げられたとおり、新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進や地域経済への貢献に資することが期待されているところであるが、新規企業と長年にわたり営業活動を行ってきた企業では、投資者が投

資する際、将来に対する期待感と過去の実績に対する信頼感のどちらを志向するかといった考え方に違いがあり、その投資目的も自ずと異なると考えられる。

しかしながら、これらの銘柄が区分されることなく混在する場合、投資者がそれぞれの投資スタンスに合わせて投資対象とする株主コミュニティ銘柄を選択することが困難になることが予想される。

このようなことから、発行者の設立年数等、何らかの指標を基に株主コミュニティを2つのグループに区分することで、投資者が投資先を選択する際の一助となるのではないかと考え方が示された。

ただし、この考え方を実現する場合には、設立年数等で区分した結果、どのような取扱いの差異を設けるべきであるかについても具体的な検討を行う必要がある。

(5) 設立年数等による区分の具体案としての「Start-UP銘柄応援制度(仮称)」

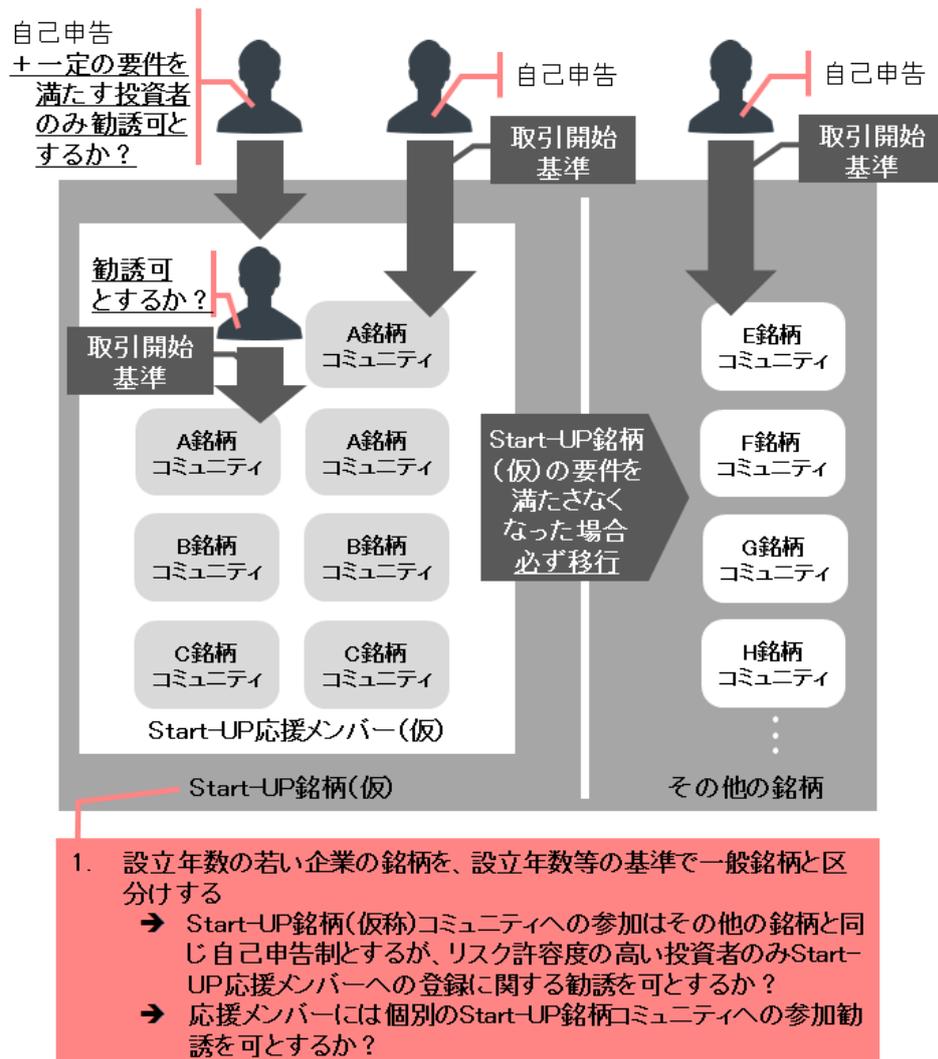
前述(4)の発行者の設立年数等に応じた区分について、具体的な取扱いの差異を設ける場合の一例として、「Start-UP銘柄応援制度(仮称)」という仕組みが実施できないかについて検討を行った。

この仕組みは、設立年数の若い企業を「Start-UP銘柄(仮称)」としてその他の銘柄と区分し、当該区分された株主コミュニティ群について、運営会員による参加勧誘等を柔軟に行うことができる顧客区分として、前述3.(2)のオブザーバー制度の一形態として「Start-UP応援メンバー(仮称)」を創設するという案である。

本案は、新規・成長企業への応援ニーズを呼び込む効果を期待できることに加え、カテゴリ化により投資者にとってのわかりやすさを向上できるのではないかと考えた考え方によるものである。

また、こうした仕組みは、個人の投資者だけでなくVC等が参加する動機ともなりうることから、新規・成長企業にとってのメリットの提供に加え、リスクマネー供給促進といった観点でも効果的であると考えられる。

【イメージ図】



なお、Start-UP応援メンバーへの登録に係る勧誘対象は、例としてVC等やエンジェル投資家をイメージしているが、具体的な制度改善策として検討を行う場合には、勧誘対象の要件をどのように設定するのか等、より詳細な検討を行う必要があると考えらえる。

(6) 小括

これらのカテゴライズ案に対しては、カテゴリの特性を鑑みて参加勧誘や情報提供の在り方等に差異を設けるといった運用や、特定の銘柄の株主コミュニティ参加者に対して、同一カテゴリである別の株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする等、発展的な運用の可能性も期待することができるが、カテゴリの設け方を誤ると、かえって複雑な仕組みと

なる可能性がある点に留意が必要である。

また、実際に何らかの基準でカテゴリ化したとしても、結果的に各株主コミュニティが同じカテゴリに集中するようなことがあっては意味がなく、そもそも、現時点においては、株主コミュニティ銘柄の数が限られているため、個別の銘柄毎にリスクや特性を精査して投資判断を行うことは十分可能であるとの意見もあった。

これに対しては、本制度の更なる利活用を目指すうえで、今後、さまざまな性質の株主コミュニティが組成されることも念頭に置く必要があり、将来的な制度の利便性の向上を考えれば、何らかの形でカテゴリ分けを行うことは有用であるとの意見が示された。

5. その他に示された意見・提案

その他、以下のような意見や提案が示された。

(1) 運営会員における発行者審査の在り方について

引受業務を行っていない証券会社にとっては、株主コミュニティ銘柄の審査体制の構築が運営会員参入のハードルとなっているとの意見があった。

この点に関しては、最終的な審査責任は運営会員に帰属することを認識しつつ、一部の審査項目については、外部の専門家の評価に依拠することも認められるとの考えが示された。

なお、審査項目は規則において定められているが、各項目の具体的水準等を定めている規定ではないこともあり、運営会員としての責務を果たしている限り、たとえ発行者の経営状況が悪化したとしても、そのこと自体をもって直ちに運営会員の責任が問われるものではないことが確認された。

なお、ワンショット利用(少数の買い手が会社内容を理解したうえで、短期的に買付けを行うようなケース等)の場合には、継続的に株主コミュニティを運営する場合に比して事業の継続性に対するリスク審査は限定的になると考えられることから、各証券会社が独自に定める審査基準については、継続的に運営する場合の審査基準と差異があってもよいものと考えられるとの意見も示された。

(2) 株式投資型クラウドファンディングとの連携について

本制度と時を同じくして、株式投資型クラウドファンディングが整備されているが、この制度は流通機能を有しておらず、基本的には募集終了後に投資者が当該株式の取引・

換金を行う場は存在しない。しかし、本制度を利用することにより、このような募集終了後の取引・換金ニーズに応えることが可能となることから、両制度の連携は市場関係者からも期待されているところである。

現行制度下においても、株式投資型クラウドファンディングによって資金調達を行った発行者の銘柄に係る株主コミュニティは、運営会員が確保できれば、その組成が可能である。しかしながら、現在、株式投資型クラウドファンディングを取り扱っているのは株式投資型クラウドファンディングの専門業者⁷のみであり、これらの専門業者は株主コミュニティを組成・運営することができないため、実際に株主コミュニティの組成まで至ったケースがないのが現状である。

このような状況を踏まえ、両制度の連携について検討を行った。

株式投資型クラウドファンディングは、一回の募集において株主が多数発生することになり、場合によっては 500 名を上回る投資者から資金調達を行っているケースも存在する。このような銘柄の株主コミュニティを組成することで、その後の流通により株式がさらに分散し、株主が 1,000 名を超えた場合等には、発行者に対して予期せぬ形で有価証券報告書の提出義務が発生する可能性があることが懸念点として挙げられる。

しかしながら、このような銘柄の株主コミュニティを組成したとしても、そもそも、本制度自体が一定の流通性に留めることを前提とした制度設計であり、今後もその前提を維持して制度の改善を図ることのであれば、本制度との連携によって直ちに著しい流通量の増加が起こるとは考えにくく、また、そのような可能性がある場合であっても、特段、規則などで制度間の連携を制限する必要はないとの見解が示された。

一方で、株式投資型クラウドファンディングによって資金調達した企業が株主コミュニティの組成へ進まない要因として、当該企業の事業の継続性やビジネスモデルが確立されていない等、本制度に馴染む銘柄が少ないのが実態であるとの意見もあった。

いずれにせよ、株式投資型クラウドファンディングと本制度の連携を図るうえでは、両制度の親和性を高めるための規制の在り方について、引き続き検討を要するものと考えられる。

(3) 上場廃止銘柄の受け皿機能について

本制度においては、過去に上場廃止となった銘柄の株主コミュニティが組成され、現在も一定程度の流通性を維持しながら、既存株主への換金の場の提供等といった発行

⁷ 金融商品取引法第 29 条の4の2第9項に規定する「第一種少額電子募集取扱業者」

者のニーズを満たしているという実例が存在する。

このような事実を踏まえると、上場廃止後も引き続き流通の場を提供する必要がある銘柄については、現時点で、証券会社と発行者の双方から制度利用の意向が全く示されていないフェニックス銘柄制度よりも、本制度が受け皿となることが現実的であると考えられる。

(4) 証券保管振替機構の利用について

株主コミュニティ銘柄の発行者においては、自社の株式の流通の場が提供されることによって一定程度の株主の異動が発生するため、自社における株主管理や残高管理が負担となっているケースがある。また、証券会社にとっても売買や決済を処理するためのシステム投資が必要となる場合もあるため、これらの負担を回避する方法として、証券保管振替機構(以下「保振」という。)を利用することができないかとの要望があった。

しかしながら、保振を利用する場合は、発行者における一定の金銭的コストの負担が生じることとなるため、株主管理や残高管理の労力と比して負担の軽減につながるかどうかは明確でない部分がある。

なお、株主コミュニティ銘柄は、保振が定める機構取扱対象株式等ではないことから、保振を利用する場合には、保振の業務規程の改正が必要となる。

(5) その他

本制度の利便性向上の観点等から、税制面で、株主コミュニティ銘柄に係る譲渡損失及び配当所得並びに上場株式等の譲渡所得及び配当所得の損益通算を可能とすることなどを望む意見もあった。

おわりに

ここまで述べてきたように、本懇談会では、非上場会社が発行する株式の取引・換金といった場面において、本制度がより利用しやすい制度となり、発行者や投資者によって更に活用されていくための方策について、全9回にわたる会合にて検討を行い、専門的な知見を有するさまざまな立場の委員等から、多岐にわたる示唆や提案が示されたところである。

これらの提案については、賛成・反対の両論が示されているものも多く、また、実際に制度化するにあたっては更に精緻な検討を要する事項も残されているものの、現行の制度設計によって、将来的に期待できる本制度の更なる利活用が阻害される可能性があるのであれば、本制度の適切な改善を要することは論を待たない。

今後、本制度の具体的な改善策を検討するうえでは、その実現性や自主規制としての在り方といった観点も踏まえて、より実務的な検討が重ねられるべきである。その際には、本懇談会で示された多様な示唆や提案が大いに活用されるとともに、新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進等に資する資金調達機能も活用することにより、本制度が地域経済に貢献し、さらには、非上場株式の潜在的な可能性を引き出すようなものとなることを期待する。

以 上

資料一覧

- 資料1 本懇談会設置要綱
- 資料2 本懇談会委員名簿
- 資料3 本懇談会議論の経過

以上

「株主コミュニティ制度に関する懇談会」設置要綱

平成 30 年 3 月 26 日

日本証券業協会

1. 設置の目的

本協会は、平成 27 年 5 月、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場としての、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな非上場株式の取引制度として「株主コミュニティ制度」（以下「本制度」という。）を創設・運営しているところである。

本制度は、非上場株式の一定の取引・換金ニーズに応えつつも、投資者の範囲を制限することにより、投資者保護と発行者の開示義務等の負担の軽減を両立する仕組みとしている。

しかしながら、近年の政府の成長戦略等において、本制度の活用による新規・成長企業等へのリスクマネーの供給促進や地域経済への貢献等が謳われているにもかかわらず、その利用は未だ一部の地域や業態にとどまっている状況である。このため、現行制度が、どのような新たな役割を果たしうるのか、また、そのための課題は何かについて、関係者との間で認識を共有する必要があると考えられる。

このような問題意識を踏まえ、非上場株式に対する関係者のニーズ及び認識を共有し、本制度の更なる利活用に向けた課題・問題点の洗い出しと具体的な方策等についての意見交換を行うため、「株主コミュニティ制度に関する懇談会」（以下「本懇談会」という。）を設置する。

2. 検討事項

本懇談会は、次の事項について意見交換を行う。

- ① 非上場株式に対する市場関係者（発行者、投資者及び仲介業者等）のニーズ及び認識
- ② 本制度を利活用する場合の課題・問題点と現行制度の改善策

3. 構成・運営

- ① 本懇談会は、会員の役職員、有識者及び市場関係者の役職員により構成する。
- ② 本懇談会には、座長を置く。
- ③ 本懇談会には、オブザーバーを置くことができる。
- ④ 本懇談会の座長は、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

4. 事務の所管

本懇談会の庶務は、自主規制本部エクイティ市場部が担当する。

以 上

株主コミュニティ制度に関する懇談会委員名簿

平成 31 年 1 月
日本証券業協会

座長	大崎 貞和	(株式会社野村総合研究所)	未来創発センター	(一)
委員	有吉 尚哉	(西村あさひ法律事務所)	パートナー	(一士)
〃	石井 宏明	(有限責任監査法人トーマツ)	パブリック	(一士)
〃	今村 九治	(今村証券株式会社)	代表取締役	(社長)
〃	金澤 光俊	(みずほ証券株式会社)	コーポレートファイナンス部 ヴァイスプレジデント	(一)
〃	呉 雅俊	(一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会)	常務理事	(一)
〃	佐藤 完	(三菱商事株式会社)	財市場務チームリーダー	(一)
〃	高山 茂樹	(大和証券株式会社)	IBソリューション課	(一)
〃	柘植 裕人	(富士通株式会社)	事業開発室	(一)
〃	泊 健一	(徳島合同証券株式会社)	代表取締役	(社長)
〃	藤本 毅	(みらい証券株式会社)	審査部	(一)
〃	本田 佳則	(株式会社野村資産承継研究所 野村証券株式会社)	研究部コンサルティング課 ソリューション&サポート部 ソリューション・マーケティング課	(一) (一) (一)
〃	松尾 順介	(桃山学院大学)	経営学部	(教授)
オブザーバー	池田 直隆	(株式会社東京証券取引所)	上場グループ課	(一)
〃	原田 知明	(金融庁)	監督局証券課 地域証券監督調整	(一)
〃	安松 志郎	(金融庁)	企画市場局市場課	(一)

以上 16 名
(敬称略 五十音順)

株主コミュニティ制度に関する懇談会

議論の経過

- | | | |
|-----|--------------------|---|
| 第1回 | 平成 30 年
4月 19 日 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 本懇談会の設置趣旨等について 2. 事務局説明 <ul style="list-style-type: none"> ○ 株主コミュニティ制度について 3. 自由討議 |
| 第2回 | 5月 23 日 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 主な検討事項・論点(案) 2. プレゼンテーション及び意見交換 <ol style="list-style-type: none"> (1) 柘植委員(富士通株式会社) <ul style="list-style-type: none"> ○ 富士通のCVC活動について (2) 呉委員(一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会) <ul style="list-style-type: none"> ○ VCにおける新規・成長企業等に対する投資と株主コミュニティ制度への期待 |
| 第3回 | 6月 27 日 | <ul style="list-style-type: none"> ・ プレゼンテーション及び意見交換 <ol style="list-style-type: none"> (1) 木下委員(三菱商事株式会社) <ul style="list-style-type: none"> ○ 投資活動における株主コミュニティの活用可能性について (2) 今村委員(今村証券株式会社) <ul style="list-style-type: none"> ○ 地域に根差した企業株式の売買等について |
| 第4回 | 7月 13 日 | <ul style="list-style-type: none"> ・ プレゼンテーション及び意見交換 <ol style="list-style-type: none"> (1) 金澤委員(みずほ証券株式会社) <ul style="list-style-type: none"> ○ 一定規模の株主数により売買機会の提供が必要な企業株式の売買等 (2) 泊委員(徳島合同証券株式会社) <ul style="list-style-type: none"> ○ 株主コミュニティの可能性 |
| 第5回 | 9月 26 日 | <ol style="list-style-type: none"> 1. プレゼンテーション及び意見交換 <ul style="list-style-type: none"> ・ 本田委員(株式会社野村資産承継研究所) <ul style="list-style-type: none"> ○ 事業承継等での株主コミュニティ制度の利用について 2. 事務局説明及び意見交換 <ul style="list-style-type: none"> ○ 中間論点整理 |

- | | | |
|-----|--------|--|
| 第6回 | 10月24日 | <ul style="list-style-type: none"> ・ プレゼンテーション及び意見交換 (1) 藤本委員(みらい証券株式会社) <ul style="list-style-type: none"> ○ 株主コミュニティ制度について (2) ゲストスピーカー 横田常務取締役管理本部長(株式会社武井工業所) <ul style="list-style-type: none"> ○ 弊社における株主コミュニティ制度 |
| 第7回 | 11月22日 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 中間論点整理に関する事務局説明及び自由討議 (1) 事務局説明 <ul style="list-style-type: none"> ○ 中間論点整理後の意見・議論の再整理及び検討事項について (2) 自由討議 |
| 第8回 | 12月10日 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 事務局説明及び意見交換 ○ 「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書(案)について |
| 第9回 | 12月19日 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 事務局説明及び意見交換 ○ 「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書(案)について |

以上