

株主コミュニティ制度

小 谷 融

はじめに

第1章 グリーンシート制度

第2章 株主コミュニティ制度

おわりに

はじめに

新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、平成27年5月に金融商品取引法等の改正および日本証券業協会の自主規制規則の整備により「投資型クラウドファンディング」および「株主コミュニティ」¹の二つの制度が創設された。

投資型クラウドファンディングは、新規・成長企業へのリスクマネーの円滑な供給に資することを目的として創設された非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度である。このクラウドファンディングとは、一般に、新規成長企業等があるプロジェクトを行うために必要な資金を、インターネットを通じて多数の者から少額ずつ集める仕組みをいう。

他方、株主コミュニティは、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。この株主コミュニティとは、運営会員である証券会社が非上場株式ごとに株主コミュニティを組成し、これに参加する投資家に対してのみ投資勧誘を行う仕組みをいう。

前者の投資型クラウドファンディングは、金融商品取引法において利用されない代表的な制度の一つといわれている。これは、法令を超える行為規制あるいは業務管理規制が日本証券業協会の自主規制規則に規定されていることによる。一方、後

¹ 株主コミュニティ制度は、日本証券業協会の自主規制規則である「株主コミュニティに関する規則」に定められている。

者の株主コミュニティは平成27年8月28日に、日本証券業協会から株主コミュニティの運営を行う運営会員（証券会社）が指定され、同年9月3日には株主コミュニティ銘柄の店頭取引が始まった。しかし、その状況は、制度の目的とされている非上場株式の流通取引・資金調達には程遠いものである。

本稿では、動き出した株主コミュニティ制度の今後の動向を予測するため、グリーンシート制度が廃止され、それに代わって株主コミュニティ制度が創設された経緯および株主コミュニティ制度の現状と課題を述べていきたい²。

第1章 グリーンシート制度

1. グリーンシート制度の創設

証券取引所への未上場、店頭登録市場（日本証券業協会）³への未登録の株式については、相対的にリスクが高いにもかかわらず十分なディスクロージャーが行われていないものが多い等の事情から、日本証券業協会の自主規制規則により証券会社の投資勧誘や募集の取扱いが禁止されていた。このため、グリーンシート制度が導入される以前における未上場・未登録株式の流通は、上場・登録廃止となった銘柄や株主優待がある地方の鉄道・バス会社等について、証券会社が積極的に勧誘は行わず、気配値段の公表と受け身の取次ぎを行う形での取引が行われるにとどまっていた⁴。

しかしながら、わが国証券市場が多様な資金調達・運用ニーズに対応していくためには、米国のような多重構造の市場⁵を確立していく必要があるとして、証券取

²執筆にあたり、今村証券株式会社（金沢市十間町25番地）今村九治社長から平成27年11月5日に、グリーンシート銘柄制度および株主コミュニティ制度についての説明を受けた。また、今村氏は日本証券経済研究所「証券レビュー」第55巻第4号（平成27年4月号）～第6号（平成27年6月号）「北陸証券界の歴史を語る－今村九治氏証券史談－」において、これらのことを語られている。

³平成16年12月13日、それまで日本証券業協会が株式会社ジャスダックを通じて運営してきた店頭登録市場（JASDAQ 市場）がジャスダック証券取引所に改組された。これにより、日本証券業協会が金融商品取引法に基づき運営してきた店頭売買有価証券市場は存在しなくなった。したがって、現在、店頭売買有価証券市場は法律上の存在でしかない。

⁴平成9年5月16日証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティー報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」4（1）。

⁵グリーンシート制度は、米国の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モデルとして創設された。

引審議会総合部会市場ワーキング・パーティーが平成9年5月16日に、「信頼できる効率的な取引の枠組み」と題する報告書を取りまとめた。そこにおいて、「成長を目指す中小企業やベンチャー企業の資金調達のニーズに適切に対応して、円滑な資金供給を行うとともに、資金運用者に対して当該株式の流通の場を提供し、資金回収の機会を与えていくことは、今後の証券市場に期待される重要な機能の一つである。」との提言がなされた。これを受け、日本証券業協会は同年7月に、店頭有価証券関連規則の一部を改正し、「会社内容説明書」の作成が行える店頭取扱有価証券等について、証券会社が気配情報等の報告を継続的に行うこと等を条件に、投資勧誘や募集の取扱いを行うことを可能とした。この制度がグリーンシート制度といわれるものである。

平成12年7月には、地方の中堅企業を対象とする「リージョナル」、成長性が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3つの銘柄区分が設けられた⁶。このうち「リージョナル」区分は、グリーンシート制度発足以前から売買されていた非上場の店頭取扱有価証券銘柄をこの制度に組み込んだものである。

2. 平成16年改正証券取引法

グリーンシート制度が創設されたが、グリーンシートの認知度は低く、中小企業の一般的な資金調達の間とならなかった。このため国民のグリーンシートに対する認知度を高める必要があった。また、上場有価証券、店頭登録有価証券の公開有価証券以外の有価証券については、証券取引法上、その市場に関する特別の規定はなく、グリーンシート銘柄も日本証券業協会の規則において取扱いが定められているものであった。このような状況を踏まえ、金融審議会は平成15年12月24日に、「市場機能を中核とする金融システムに向けて」と題する報告書⁷を公表した。そこでは、「グリーンシート市場について、日本証券業協会が行う業務として証券取引法上の位置付けを明確にし、不公正取引ルール適用などの投資者保護ルール等を整備すること

⁶現在のグリーンシート銘柄は、「エマージング」、「投信・SPC」（投資信託やREIT向け）、「オーディナリー」（それ以外の企業向け）の3区分となっている。「リージョナル」は平成17年4月に廃止、「フェニックス」は平成20年に改組されグリーンシート銘柄から独立した。

⁷同報告書においては、市場間競争の制度的枠組み、ディスクロージャー制度、市場監視機能・体制、投資サービスにおける投資者保護、投資教育、銀行・証券の連携強化等が取りまとめられている。

により、この制度の認知度を高め、その健全な発展を図るべきである。」との提言がなされている。

この金融審議会報告書を受け、平成16年6月9日に「証券取引法等の一部を改正する法律」(平成16年法律第97号)が公布された。改正証券取引法では、グリーンシート銘柄を店頭売買有価証券とは別のものとして位置付け、企業の成長段階や規模に応じた市場規制を設けることとされた⁸。具体的には、グリーンシート銘柄を「株券、新株予約権付社債その他内閣府令で定める有価証券(証券取引所に上場されている有価証券及び店頭売買有価証券を除く。)のうち日本証券業協会の規則において売買その他の取引の勧誘を行うことが禁じられないもの」として、「取扱有価証券」という概念が設けられた。また、グリーンシート銘柄である取扱有価証券について、次の規定が適用されることとされた。なお、これらは平成17年4月から施行されている。

- ① 契約締結前の取引の概要等に関する書面の交付義務
- ② 協会の日本証券業協会に対する売買価格等の報告義務、日本証券業協会による売買価格等の公表、日本証券業協会の内閣総理大臣に対する売買価格等の報告義務
- ③ 仮装・馴合売買等の株価操縦取引やインサイダー取引の禁止といった不公正取引規制

3. リージョナル区分の廃止

平成16年改正証券取引法を受け、日本証券業協会は平成17年3月に、規則を全面改正し、新たに「店頭有価証券に関する規則」(公正慣習規則第1号)を制定するとともに、「グリーンシート銘柄に関する規則」(公正慣習規則第2号)を改正した。具体的な内容は次のとおり。

- ① 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(準取扱会員)によるグリーンシート銘柄の投資勧誘を認める。また、青空銘柄の適格機関投資家に対する投資勧誘を認める。
- ② 適時開示義務の導入と不公正取引防止のための措置

⁸ 高橋康文編著『平成16年証券取引法改正のすべて』第一法規 平成17年 85頁。

グリーンシート銘柄に四半期報告を含む上場会社並みの適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）について、取扱会員である証券会社が責任を持って発行会社（非上場企業）の指導を行うとともに、TDnetを利用して開示する。

適時開示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。成長性のあるベンチャー企業が位置付けられる「エマージング」区分と異なり、地方の老舗が中心の「リージョナル」区分の発行者は、投資家向けに積極的な情報開示を行うインセンティブが乏しいことから適時開示は行わないこととされた。このため「リージョナル」区分を廃止し、銘柄の登録を廃止するとされた。

また、日本証券業協会でグリーンシート銘柄の売買監理を行うとともに、日本証券業協会による発行者に対する照会、資料請求制度、売買停止制度を導入する。

③ 銘柄区分の見直し

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、「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「オーディナリー」区分を設ける。

銘柄区分の見直しにより廃止された「リージョナル」区分銘柄は、非上場の証券取引法適用会社が多かった。これらの会社法上譲渡制限の付されていない株式⁹については、発行者自身が流通の促進に積極的であるか否かに関わらず、相続の必要等に応じた換金ニーズや株主優待の取得ニーズが一定程度見込まれることから、いわゆる勝手売買といわれる証券会社による投資勧誘が行われていた。

「リージョナル」区分廃止時に同区分に指定されていたのは、金沢名鉄丸越百貨店、北日本放送、廣貫堂、センコー産業、太平、立山開発鉄道、戸出物産、富山第一銀行、富山地方鉄道、奈良交通、日本海ガス、福井鉄道、福邦銀行、ホクコン、北陸鉄道、YKK、パレスホテルの17銘柄で北陸地方に本社のある銘柄が多く含まれていた。これら地方の老舗企業は、適時開示を行い「オーディナリー」区分に移行しないと、青空銘柄となり、証券会社はこれらの銘柄の投資勧誘を行うことができなくなる。このため、経過的な措置として、当分の間、機関投資家以外にも、限定的な

⁹ただし、今村証券株式会社では譲渡制限株式である北陸放送株式会社株式等の店頭取引も行っていたとのこと。

投資勧誘（投資勧誘なしに顧客から受けた買いまたは売りの注文に対応する売りまたは買いの投資勧誘）を行うことができることとされ、現在に至っている（日本証券業協会店頭有価証券に関する規則制定付則3項4項）。

なお、北陸地方に旧「リージョナル」区分銘柄が多いのは、今村証券今村九治社長によると、「戦後、日本を復興しなければならないということで、電鉄会社、テレビ会社、その他いろいろな企業が設立された。しかし、金融機関が融資しないことから、富山県選出の佐伯宗義代議士が、新株発行による資金調達が必要だということを後押ししていた。そのようなこともあって、北陸地方は株式を発行しての資金調達が盛んであった。その流れの中で、青空市場で株式が流通していった。」とのことである。

この平成16年証券取引法改正とそれに伴う日本証券業協会の規則改正は、グリーンシートの信頼性向上が目的とされたが、発行者が適時開示を行わない「リージョナル」区分が廃止される一方、ベンチャー企業にとっても、証券取引所と変わらない情報開示のコスト負担が必要となり、グリーンシート離れを促す結果となった¹⁰。これ以降、グリーンシートの銘柄数は次第に減少していくことになる。

なお、この「リージョナル」区分の廃止が、その後に株主コミュニティ制度の創設に繋がっていくこととなる。

4. グリーンシート制度の課題

グリーンシートの指定銘柄数は平成16年の96銘柄をピークに減少を続け、平成26年3月時点では35銘柄、また、年間売買代金も減少し、平成25年は約1億円、さらに取扱証券会社も平成26年3月時点で9社という状況であった。このような状況では、グリーンシート制度はその目的・役割を果たしているとは言い難いものであった。その要因としては、次のことが指摘されている¹¹。

- ① グリーンシート銘柄の株式が一般投資家間で幅広く流通することにより、将来的に証券取引所への上場時において、株主の属性チェックといった上場審査

¹⁰大崎貞和「再出発するグリーンシート」『金融ITフォーカス』平成26年1月号 11頁。

¹¹平成24年6月19日日本証券業協会グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会報告書」2（2）、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」第1章2。

に対する懸念があること。

- ② グリーンシート銘柄の発行会社の資金調達に際し、グリーンシート銘柄を取扱う証券会社（取扱会員）が投資勧誘を積極的に行うことなく、発行者自らが縁故者等と交渉し、投資家を探している実態があり、証券会社の仲介機能が発揮できていないこと。
- ③ 各証券取引所に開設された新興市場等における上場審査基準の引下げなどの環境変化を背景に、非上場企業がグリーンシート制度を利用するインセンティブが低下していること。
- ④ 制度創設以来、グリーンシート銘柄を取扱う証券会社が限られており、制度普及のために裾野の広い取組みが困難になっていること。
- ⑤ グリーンシート制度における売買代金が減少する一方、会社情報の定期的な開示（会社内容説明書）や適時開示、インサイダー取引規制など、制度利用にあたって非上場企業に求められる対応が重い負担になっていること。
- ⑥ 一方で、地域に根差した企業等の非上場株式については、一定の取引ニーズや換金ニーズが存在しているものの、現状、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式については、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として証券会社による投資勧誘が行えないこととされており、こうしたニーズに的確に応えられていない実情があること。

5. グリーンシート廃止への動き

上記4の状況を踏まえ、政府や国会あるいは日本証券業協会等において、新規・成長企業へのリスクマネーの供給の促進に関する次のような議論がなされていった。

- ① 平成25年6月14日閣議決定「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」

同閣議決定では、いわゆるアベノミクスにおける金融政策、財政政策に続く3本の矢である成長戦略として、個人からベンチャーへの資金の流れを一層太くすること等により、産業の新陳代謝を促すことで開業率が廃業率を上回る状態にすること等を目指すとした。そのための施策の一つとして、技術やアイデアを事業化する段階でのリスクマネーの供給を強化するとともに、地域のリソースを活用するための方法の一つとして、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みを検討するとしている。

② 平成25年6月14日閣議決定「規制改革実施計画」

同閣議決定では、リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出のため、クラウドファンディングの活用およびグリーンシート制度の見直しについて検討することとされた。

③ 平成25年6月24日日本証券業協会「『新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会』における議論の整理」

同懇談会において、クラウドファンディングの現状および活用・展開の可能性を踏まえた枠組みの整備にあたっての論点の整理、および新規・成長企業の資金調達ニーズや地域の鉄道会社等の非上場株式に対する地元における個人等の保有・取引ニーズに的確に答えていくという観点からのグリーンシート制度の再構築のあり方に関する論点の整理が行われた。

④ 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」

上記閣議決定で挙げられた課題を受け、アーリーステージの企業から上場を目前に控えた企業、さらには上場後の企業まで、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討が行われた。アーリーステージの企業の資金調達については、クラウドファンディングと新たな非上場株式の取引制度¹²の検討がなされている。

⑤ 平成26年5月30日（法律第44号）「金融商品取引法等の一部を改正する法律」

上記④金融審議会報告書を踏まえ、投資型クラウドファンディングの利用促進、新たな非上場株式の取引制度による新規・成長企業へのリスクマネーの供給促進等に係る法改正が行われた¹³。

⑥ 平成26年6月17日日本証券業協会「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ報告書」

日本証券業協会では、上記④金融審議会報告書での幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等の議論等を受け、「非上場株式の取引制度等に関す

¹²この新たな非上場株式の取引制度が株主コミュニティ制度となっていく。

¹³同改正金融商品取引法では、新規上場に伴う負担の軽減、上場企業の資金調達の円滑化等による新規上場の促進や資金調達の円滑化等、ファンド販売業者に対する規制の見直し、金融指標に係る規制の導入、電子化された株券等の没収手続の整備による市場の信頼性確保等に係る改正も行われている。

るワーキング・グループ」を設置し、非上場株式の取引の実情、そのニーズおよび政策目的を踏まえ、非上場株式の取引制度について検討がなされた。

6. グリーンシート制度の廃止と株主コミュニティ制度の創設

日本証券業協会は平成27年5月19日に、上記5⑥のワーキング・グループにおける検討結果に基づき、会員（証券会社）が非上場株式に係る投資勧誘等について遵守すべき必要な事項を定めるため、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」および「株主コミュニティに関する規則」を制定するとともに、「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」等の一部改正を行った。これにより、グリーンシート制度は平成30年3月31日をもって廃止され、それに代わるものとして株主コミュニティ制度が平成27年5月29日に創設された。

株主コミュニティ制度は、グリーンシート制度を代替するものである。したがって、株主コミュニティ制度が導入されると、グリーンシート制度は廃止されることになる。廃止されるとそのグリーンシート銘柄の発行者にとっての展開は、次の3つのことが考えられる¹⁴。

- ① 株主コミュニティ制度において、証券会社によって投資グループを組成する。
- ② 証券取引所への上場を目指す。
- ③ 青空銘柄となる。

上記①および②については、それぞれ準備に時間を要する。また、③の青空銘柄になると、日本証券業協会の自主規制規則により、証券会社による投資勧誘は行われなくなり、これに伴い投資家はその銘柄の取引を行うことは実質的に困難となる。同時に、投資家は会社法に基づいて開示される情報以外に、その発行会社に関する情報を入手することが難しくなる。

日本証券業協会では、上記のことを踏まえ、制度廃止に伴う影響の投資家への周知方法と制度廃止に伴う経過措置について、平成27年5月19日「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」の一部を次のように改正している。

- ① 平成30年3月31日をもってグリーンシート制度が廃止となることおよびその影響について、取扱会員は、発行者および投資家その他の関係者に対する十分

¹⁴平成26年6月17日日本証券業協会「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ報告書」4（4）。

な周知を行う等、混乱を生じさせないための実効的な対応を行わなければならない。

- ② その経過措置の期間中は、新たな非上場株式の取引制度への移行を円滑にするため、日本証券業協会はグリーンシート銘柄として新たな指定は行わず、またそのための新たな届出も受け付けない。
- ③ グリーンシート銘柄に係る会社内容説明書等の公衆縦覧は、平成30年3月31日をもって終了する。

第2章 株主コミュニティ制度

1. 株主コミュニティ制度の概要

株主コミュニティ制度は、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場としての、グリーンシート制度に代わる新たな非上場株式の取引制度である。その仕組みは次のとおり。

- ① 非上場株式の投資勧誘を行おうとする証券会社は、日本証券業協会から「運営会員」としての指定を受けなければならない。
- ② 運営会員は、非上場株式に関し銘柄ごとに「株主コミュニティ」を組成する。
運営会員は、株主コミュニティの組成にあたって、発行者およびその行う事業の実在性、財務状況、法令遵守状況を含めた社会性、反社会的勢力への該当性、運営会員と発行者との利害関係等を厳正に審査しなければならない。
その前提として、運営会員と発行者との間で株主コミュニティを組成することについての合意が必要である。運営会員が発行者の同意なく勝手に株主コミュニティを組成することはできない。
- ③ 株主コミュニティへの参加・脱退は、投資者（顧客）からの申出による。

運営会員は、投資家から株主コミュニティへの参加の申出を受けた場合を除き、株主コミュニティへの参加の手続を行ってはならない。また、運営会員は、株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行ってはならない。

参加者としては、その発行者の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業等への資金提供により成長を支援する意向のある投資家や、地域に根差した企業の財・サービスの提供を受け

ている（または受けようとする）ことから株主優待を期待する者などが想定されている。

- ④ 運営会員は、株主コミュニティ銘柄に関する詳しい財務情報等を発行者から取得し、参加者に提供しなければならない。参加者以外に情報を提供することは禁止されている。
- ⑤ 株式コミュニティ銘柄の店頭取引は、株主コミュニティの参加者間または参加者と運営会員との間で行わなければならない。

運営会員は、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。このため、運営会員は、株主コミュニティに参加していない投資家に対し、株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行うことはできない。

なお、グリーンシート制度には金融商品取引法のインサイダー取引規制が適用されていたが、株主コミュニティ制度はインサイダー取引規制およびそれに関連する適時開示の適用対象外とされている。これは、株主コミュニティ制度は、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズや換金ニーズに応える場として設計されたものであり、また、一般の投資家が広く参加するものではなく、取引が頻繁に行われることが想定されていないことによる。

2. 株主コミュニティ組成銘柄

平成28年9月30日現在、株主コミュニティ銘柄を組成している運営会員と各々の銘柄は次のとおりである。

＜今村証券株式会社（金沢市）運営会員指定日：平成27年8月28日＞

株式コミュニティ組成銘柄（11銘柄 組成日：平成27年8月28日）

- ・ 北陸鉄道株式会社（参加者数：175名）、株式会社金沢名鉄丸越百貨店（参加者数：5名）、北陸放送株式会社（参加者数：2名）、富山地方鉄道株式会社（参加者数：32名）、株式会社廣貫堂（参加者数：1名）、北日本放送株式会社（参加者数：2名）、YKK株式会社（参加者数：4名）、立山黒部貫光株式会社（参加者数：9名）、株式会社福邦銀行（参加者数：3名）、株式会社ホクコン（参加者数：1名）、福井鉄道株式会社（参加者数：1名）

＜島大証券株式会社（富山市）運営会員指定日：平成27年10月26日＞

株式コミュニティ組成銘柄（5銘柄 組成日：平成27年10月28日）

- ・ 富山地方鉄道株式会社（参加者数：56名）、立山黒部貴光株式会社（参加者数：11名）、YKK 株式会社（参加者数：25名）、北日本放送株式会社（参加者数：10名）、株式会社廣貴堂（参加者数：6名）

＜みらい證券株式会社（東京都中央区）運営会員指定日：平成28年6月17日＞

株式コミュニティ組成銘柄（2銘柄）

- ・ 株式会社武井工業所（参加者数：22名、組成日：平成28年7月1日）
- ・ 株式会社旅籠屋（参加者数：0名、組成日：平成28年9月23日）

3. 株主コミュニティの組成

このように、株主コミュニティ制度は、運営会員は北陸の地場証券、銘柄は北陸の地場企業のグリーンシート制度における旧「リージョナル」区分銘柄により動き出した。これは次のことに起因している。

- ① グリーンシート制度における旧「リージョナル」区分銘柄は、平成16年の改正により廃止されたが、経過的な措置として、当分の間、機関投資家以外にも、限定的な投資勧誘（投資勧誘なしに顧客から受けた買いまたは売りの注文に対応する売りまたは買いの投資勧誘）を行うことができることとされ、現在に至っている（日本証券業協会店頭有価証券に関する規則制定付則3項4項）。また、旧「リージョナル」区分銘柄は北陸地方の地場企業が多かった。

しかし、グリーンシート制度は平成30年3月31日をもって廃止され、同日をもってグリーンシート銘柄の取引ができなくなる。したがって、この「旧リージョナル」区分銘柄の限定的な投資勧誘特例の取扱いもなくなる。これ以降、旧「リージョナル」区分銘柄は青空銘柄となり、証券会社による投資勧誘はできなくなる。

- ② 株主コミュニティの運営会員は、発行者に係る情報を取得しなければならない。その情報は、発行者が金融商品取引法の有価証券報告書提出会社にあつては当該有価証券報告書等、それ以外の発行者にあつては会社法に基づく計算書類および事業報告となっている。

金融商品取引法適用会社の有価証券報告書は公衆縦覧されている。しかし、それ以外の発行者の計算書類等を入手するには、運営会員である証券会社が発行者の株主でない場合、発行者が株主コミュニティ銘柄になることを合意して

いる必要がある。すなわち、非上場企業で金融商品取引法適用会社である旧「リージョナル」区分銘柄であれば、発行者の合意がなくても発行者に係る情報入手することができる。

- ③ 株主コミュニティの運営会員は、株主コミュニティを組成しようとする場合には、「発行者が反社会的勢力でない旨」を、発行者との間で書面による契約を締結しなければならない。この規定に従えば、運営会員は、発行者が株主コミュニティ銘柄になることを合意していなければ、この契約を締結することができず、株主コミュニティを組成することができない。

しかし、例外として、グリーンシート制度における旧「リージョナル」区分銘柄について株主コミュニティを組成しようとする場合には、当該銘柄の発行者が反社会的勢力に該当せず、かつ、反社会的勢力と関係がないことを運営会員が確認しているときは、この規定は適用しないとされている。

運営会員が株主コミュニティ銘柄を設定するためには、原則として、①発行者についての審査、②参加者への発行者の情報提供のための情報収集、③発行者との間の反社会的勢力に関する契約の締結等が求められる。したがって、運営会員と発行者との間で株主コミュニティを組成することについて合意することが必要である。発行者にとって、株主コミュニティ銘柄になることについて何らかのメリットがないと、運営会員との合意は成立しない。今村証券や富山証券が組成した株主コミュニティ銘柄は、すべてが旧「リージョナル」区分銘柄であり、上記のとおり、発行者に連絡せず、合意を得ていないものであっても勝手に組成することが可能なものである。また、今村証券の「株主コミュニティに関する取扱要領」においても、今村証券は金融商品取引法上の有価証券報告書を作成していない発行者の株主コミュニティは組成しないとしている。

なお、今村証券の今村九治社長によると、「これらの発行者については、グリーンシートへの登録は発行者の合意を得ることなく勝手に行ったが、株主コミュニティの組成については、事前に発行者に対して報告を行った。」とのことである。

このように北陸の今村証券と島大証券により、グリーンシート制度において特例として認められていた旧「リージョナル」区分銘柄が株主コミュニティ銘柄として店頭取引が開始された。しかし、投資家に地域に根差した地場企業の非上場株式について取引・換金ニーズがあったとしても、その企業が非上場株式の発行を通じて

資金調達を行うことについてのインセンティブがなければ、新たな運営会員の届出や株主コミュニティ銘柄の組成はありえない。

4. 株主コミュニティ銘柄の取引実績

株主コミュニティへの参加者が多いのは北陸鉄道と富山鉄道となっている。この二つの株主コミュニティ銘柄の購入者は、株主に対する特典である株主優待乗車証の取得を目的としている¹⁵。子供が遠方の高校に入学すると同社株式を購入し、卒業すると売却するというものである。ちなみに、北陸鉄道の株主優待乗車証の交付基準は次のとおり。実際の取引も、この株主優待制度の最低基準の株式数で行われている。

<北陸鉄道>

- ・ 750株以上1,155株未満 電車全線 1枚 記名式
- ・ 925株以上1,155株未満 自動車全線 1枚 記名式
- ・ 1,155株以上2,310株未満 全線 1枚 記名式
- ・ 2,310株以上 全線記名式1枚、全線持参人式1枚を交付

株主コミュニティ銘柄の店頭取引は、株主コミュニティの参加者間または参加者と運営会員である証券会社との間で行われる。実際には、北陸鉄道株式の例でみると、今村証券が1株2,200円で参加者から買取り、それを1株2,300円で参加者に売付けている¹⁶。この買い(2,200円)と売り(2,300円)の差額が今村証券の手数料相当額となっている。この手数料相当額の水準は、今村証券今村九治社長によると、「上場企業の端株に係る仲介手数料程度。」とのことである。他の組成銘柄の株式に係る取引形態もすべてこの北陸鉄道と同様であり、参加者間の取引はない。

<北陸鉄道：運営会員 今村証券 組成後最初の取引と最近の取引>

(約 定 日)	(約定価格)	(約定株数)	(約定金額)
平成27年9月3日	2,200円	925株	2,035,000円
平成27年9月3日	2,300円	925株	2,127,000円

¹⁵銀行株式や一部事業会社株式には、株主優待以外に東京証券取引所上場への期待がある。

¹⁶日本証券業協会「株主コミュニティに関する規則」により、運営会員は自社が取扱っている株主コミュニティ銘柄の店頭取引等の状況について、毎週月曜日に、日本証券業協会に報告しなければならない。また、報告を受けた日本証券業協会はその内容を公表している (<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/toriatsukai/index.html>)。

平成28年 9 月23日	2,200円	925株	2,035,000円
平成28年 9 月23日	2,300円	925株	2,127,000円

今村証券と参加者間との売買価格の2,300円と2,200円は、今村証券今村九治社長によると、「グリーンシートの旧「リージョナル」区分銘柄当時に行われていた価格である。取引価格は固定しており、企業における不祥事や大きな損失が発生しなければ、その価格を変更することはない。」とのことである。参加者の取引目的が配当¹⁷や売却益ではなく、株主優待乗車証であることがその背景となっている。ちなみに、北陸鉄道の最近5か年の主な連結財務諸表ベースの経営指標は次のとおりである¹⁸。

	営業収益 (百万円)	経常利益 (百万円)	当期純利益 (百万円)	1株当たり純資産額 (円)
平成24年 3 月期	14,762	140	255	1,049
平成25年 3 月期	14,614	85	317	1,135
平成26年 3 月期	14,172	72	216	1,198
平成27年 3 月期	14,009	19	347	1,328
平成28年 3 月期	15,130	974	905	1,566

なお、北陸鉄道の平成28年 3 月期の有価証券報告書によると、同社の最近5年間の事業年度別最高・最低株価は、平成24年 3 月期から28年 3 月期まで、各事業年度とも最高・最低は2,250円となっている。この株価は金沢市内における証券会社の気配値（日刊新聞掲載）を記載しているとのことである。確かに、金沢市で発刊されている北國新聞や北陸中日新聞では、「北陸・中京の証券」（今村証券調べ）¹⁹として、上場銘柄とともに地場の青空銘柄の価格についても掲載されている²⁰。すなわち、今村証券の株主コミュニティ参加者との間の売り（2,300円）買い（2,200円）約定価格の仲値（2,250円）が気配値とされているということである。

¹⁷北陸鉄道は無配が長く続いていたが、平成28年 6 月29日の株主総会では、「北陸新幹線金沢開業、インバウンド増大および原油価格下落といった複数の要素で近年稀にみる業績を上げた」として、1株につき15円の配当を決議している。

¹⁸北陸鉄道株式会社平成28年 3 月期有価証券報告書。

¹⁹グリーンシート制度が始まる以前から、日本証券業協会北陸地区協会が新聞社と今村証券を仲介し、同協会から気配値を新聞社に伝えていた。現在は、日本証券業協会北陸地区協会が気配値を各新聞社に通知するのではなく、今村証券が直接通知していることから今村証券調べとなっている。

²⁰富山市の北日本新聞では島大証券調べとなっている。

5. 募集または私募の取扱い

株主コミュニティ制度の目的は、地域に根差した企業等の非上場株式の発行を通じた資金調達を支援することである。流通取引については、グリーンシート制度の特例であった旧「リージョナル」区分銘柄が株主コミュニティ銘柄として取引が始まった。しかし、株主コミュニティ銘柄の資金調達については見通しが立っていない。

日本証券業協会の「株主コミュニティに関する規則」では、株主コミュニティの運営会員である証券会社は、株主コミュニティ銘柄の募集または私募の取扱いを行うに際しては、発行者の事業計画の妥当性、当該募集または私募の取扱いにより調達する資金の使途の妥当性、当該運営会員である証券会社が当該株主コミュニティ銘柄について過去に取扱った募集または私募において調達した資金の使途状況、発行者の財務状況、発行者の法令遵守状況を含めた社会性等について厳正に審査を行わなければならないとされている。したがって、この審査を厳正に行えば、運営会員による株主コミュニティ銘柄の募集または私募の取扱いが認められているところである。

しかし、この「株主コミュニティに関する規則」に従い定められた今村証券や富山証券が策定した「株主コミュニティに関する取扱要領」では、株主コミュニティ銘柄の募集等の取扱いは行わないとしている。これは、今村証券の今村九治社長によると、「まだ、今村証券に十分な審査能力が備わっていないことから、当面、募集等の取扱いは行わないこととした。」とのことである。また、「グリーンシート制度が機能しなかった原因の一つに、地場証券は流通市場には熱心であったが発行市場に関心がなかった。一方、ディー・ブレイン証券は発行市場に熱心であったが流通市場に関心がなかったことにある。株主コミュニティ制度を機能させるために、早く募集等の取扱いを行いたい。」との発言もあった。

中小企業に直接金融による資金調達の方法を教えるのは地場証券である。地場証券会社に募集等に係る審査能力に課題があるのであれば、中小企業を良く知る地方銀行や信用金庫と協調すれば課題を解決することができるのではないか。

おわりに

投資型クラウドファンディングは、規制緩和により、新規・成長企業へのリスクマネーの供給を促進するために導入された制度である。しかし、金融商品取引法改正後に制定された内閣府令や日本証券業協会の自主規制規則である「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」がその運用に厳格な要件や措置を課している。このため、投資型クラウドファンディングのうち株式型は、金融商品取引法上の制度で利用されない代表的なものとなってしまった²¹。また、クラウドファンディングで資金調達を行った非上場株式を限定的に流通させる場合に、株主コミュニティ制度の利用が考えられていたが、そもそも株式型クラウドファンディングによる資金調達の見通しがないことから、株主コミュニティ制度の利用もありえないことになる。

他方、株主コミュニティ制度も、日本証券業協会の自主規制規則「株主コミュニティに関する規則」において、投資型クラウドファンディングと同様、厳格な行為規制あるいは業務管理規制があることから、株主コミュニティの組成は、上述のとおり、グリーンシート制度における旧「リージョナル」区分銘柄の株主コミュニティ制度銘柄への移行しか考えられない。したがって、株主コミュニティ制度の今後は現状維持が限度であろう。

この背景は、株式投資に係るわが国の風土、投資家の自己責任原則が徹底されていないことにたどり着く。規制緩和により新たな制度が創設されても、過度な投資家保護が求められ、使い勝手の悪い制度になってしまう。バランスのとれた投資家の自己責任原則と投資家保護が求められるところである。また、そもそも株主コミュニティ制度は、グリーンシート制度の特例として店頭取引が認められ、それなりに取引のあった旧「リージョナル」区分銘柄をグリーンシート制度の見直しとして本則に戻すことを検討したが、インサイダー取引規制やそれに関わる適時開示規制から戻すことができないとして、その代わりにグリーンシート制度を廃止し、新たに設けられたものなのかもしれない。そうであれば、株主コミュニティ制度は現状でその目的を達したことになる。

²¹松尾直彦「発言」金融商品取引法研究会研究記録第52号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」日本証券経済研究所 平成27年8月27日 13頁。