

# 株主コミュニティ制度フォーラム 講演録

## 3. 株主コミュニティ制度について

日本証券業協会 常務執行役 自主規制本部長 山内 公明

### 1. 非上場株式に関する新たな制度の総論

本日株主コミュニティ制度をご紹介するにあたっては、まず非上場株式に関する新たな制度の総論を申し上げた後に、本制度における規則等の内容についてご紹介したいと思います。

本協会では、非上場株式は一般的に情報開示が十分でない、監査法人等による監査を受けていない、又は流通手段がないことなどを勘案して、投資者保護の観点から、証券会社による非上場株式の投資勧誘を原則禁止しております。しかしながら、そのような株式でも一定の取引需要が存在しており、これを実現するための例外的な仕組みを整備することは、一定の意義があると考えております。そのような実需に応える仕組みとして、新たに株式投資型クラウドファンディング制度とあわせて株主コミュニティ制度が整備されました。

株式投資型クラウドファンディングは、専ら、発行会社が新株を発行して資金を調達するという場面で用いられますが、株主コミュニティ制度は、主として非上場株式の流通・売買の機会を提供する仕組みです。もちろん、限られた参加者を対象とした株主コミュニティによる募集等も可能となっております。また、株式投資型クラウドファンディングで取得した株式は、これを売買・流通する場がありませんが、当該銘柄の株主コミュニティをあわせて組成することにより、一定の流動性を確保するといった連携も可能であると考えております。

本日のテーマである株主コミュニティは、株式投資型クラウドファンディングとともに、これまでの政府の取組みにおいて言及されております。これらを受け、本協会では全国的に同制度の周知活動を展開するとともに、金融庁が主催する「地域の成長マネー供給促進フォーラム」でも同制度の紹介をさせていただいております。当初はあまり反応がよくなかったのですが、およそ2年間の周知活動や同フォーラムでの紹介を通じ、最近では発行会社や証券会社等から積極的に興味を示していただけるようになりました。

### 2. 株主コミュニティ

#### (1) 株主コミュニティ制度の必要性と主な特徴等

それでは、本日の本題である株主コミュニティ制度についてご説明申し上げます。非上場株式についての投資勧誘は自主規制により原則禁止されていることは、先ほど申し上げたとおりですが、一方で、一定の要件を満たした非上場株式については、現行のグリーンシート銘柄制度によって資金調達及び流通手段を提供してきたという経緯があります。先ほど池田市場企画管理官からご説明いただいたとおり、グリーンシート銘柄制度は平成30年3月末をもって廃止する方針が決定されており、同制度の問題点を解決しつつ、これに代わる非上場株式の取引ニーズに応える仕組みとして、株主コミュニティ制度が創設されました。

資料11頁のグラフは、グリーンシート銘柄制度が創設された1997年から今年7月まで、各年末時点の銘柄数と年間売買代金をグラフ化したものです。棒グラフが銘柄数であり、最高で96銘柄まで至

っております。また、折れ線グラフは年間売買金額を示しており、30億円を突破した時期もありました。このようななか、グリーンシート銘柄制度をさらに発展させるにあたっては、不公正取引の排除が課題となり、2005年4月にインサイダー取引規制が適用され、発行会社に対してタイムリー・ディスクロージャーの義務が課されることとなりました。規制の適用自体は意義のあるものだと考えておりますが、結果的にはこれを境として、銘柄数、売買金額ともに減少の一途を辿ってきたということです。

このようなグリーンシート銘柄制度の利用低迷の教訓を受け、新たな非上場株式の取引制度を持続可能とするためには、インサイダー取引規制の対象外とする制度設計が鍵であると考えられました。インサイダー取引規制の適用対象とすべきか否かのポイントは、その制度にどの程度の流通性を想定するかによるとされております。そのため、証券会社が組成する株主コミュニティの参加者に取引の範囲を限定することにより、一定の取引・換金ニーズに応えられる程度の流通性にとどめる仕組みとする必要がありました。そこで、株主コミュニティへの参加は取引意向がある方からの自発的な申出によるものとし、証券会社による株主コミュニティへの参加勧誘を禁止することにより、金融庁長官告示で「流通性が制限されていると認められる有価証券」としての適用を受け、株主コミュニティ銘柄はインサイダー取引規制の適用除外とされました。

株主コミュニティ制度の特徴を分かりやすく3つにまとめて申し上げますと、まずはインサイダー取引規制がかからないこと、次に会社法ベースの企業情報の提供で足りること、それから、投資勧誘の相手先がその銘柄の株主コミュニティの参加者に限られるということです。これらは証券取引の仕組みそのものとして見るとかなりユニークな制度ではありますが、発行会社の立場から見れば、利用コストがほとんどかからない仕組みであると言えます。

株主コミュニティの参加者として見込まれるのは、発行会社の役職員やその家族、株主、取引先、その発行会社の事業の利用者、顧客などが想定される場所ですが、このような方々を念頭に置くと、当該制度の利用が見込まれる場面としては、資料14頁に掲げたような例がいくつか考えられます。現時点で特に当てはまる事例としては、鉄道・バス等の地元密着型企业や、発行会社のことをよく知る人々による売買が見込まれる企業の発行する株式の取引であります。

## (2) 株主コミュニティの基本的な仕組み

次に、株主コミュニティに関する本協会の自主規制規則について、主な内容をご紹介します。

### ○ 勧誘の範囲等

まず、投資勧誘が認められる相手先の範囲ですが、証券会社は、新規顧客はもとより既存顧客であっても、株主コミュニティに参加している者にしか、その株主コミュニティ銘柄の投資勧誘をしてはならないとされております。したがって、株主コミュニティに参加していない投資家に対しては、その株主コミュニティ銘柄の投資勧誘ができない仕組みとなっております。

また、株主コミュニティ銘柄の取引は、その銘柄の株主コミュニティの中でのみ取引が認められております。したがって、株主コミュニティに参加していない方同士での取引は認められず、仮に当該証券会社の顧客であっても、株主コミュニティに参加していなければ、その銘柄の取引はできないということです。

投資勧誘や取引だけではなく、株主コミュニティの参加者になっていただく場面でも、一定の制約があります。証券会社が株主コミュニティへの参加を勧誘することは、新規顧客、既存顧客を問わず認められておりません。これは先ほどご紹介した、本制度の根幹をなす金融庁長官告示の趣旨に基づ

く措置でございます。なお、株主コミュニティに参加している投資者が仮に脱退したいと言った場合でも、その申出は自発的な意思によるものと整理されております。

#### ○ 基本情報の公表

ここで、一般の方々には株主コミュニティの存在をどのように知ることができるか、また、参加の意思をどのように判断することができるかが、課題となります。そこで、株主コミュニティを運営する証券会社は、銘柄名やその発行会社のホームページ、株主優待の内容など、一定の情報を公表することとされております。例えば、当該情報を証券会社のウェブサイトで公表したり、ポスター等を店頭に掲示することなどが考えられます。また、証券会社による勧誘は禁じられておりますが、株主コミュニティを組成された発行会社みずからが、自社の役職員や株主等に対し、お伝えしていい程度の情報をお知らせすることも可能かと思えます。このような方法により、当該銘柄に関わりのある一定の方々には、株主コミュニティへの参加意思を判断する手がかりとすることができます。

#### ○ 発行会社に関する審査

次に、株主コミュニティを組成する銘柄の発行会社にも、一定の要件が課されています。証券会社は、発行会社が当該要件を満たしているか審査をしなければならないとされていることも、規則の中での重要な規定の1つです。審査項目は、資料20頁の(1)で掲げているとおり、事業の実在性や法令遵守状況、反社会的勢力の該当性などがあります。また、株主コミュニティが組成された後に当該株式の募集や私募の取扱いを行うということがあれば、資料20頁の(1)の項目に加えて(2)の項目についても審査する旨を規則で規定しております。また、証券会社において審査を可能とするための体制整備が必要であることは、申し上げるまでもないこととさせていただきます。

反社会的勢力の排除に向けた取組みについてはさらに規則で厚く規定しており、当該発行会社が反社会勢力でないことの確約などについて、書面により契約を締結すること、また、仮に契約に反して発行会社が反社会的勢力に該当又は関係を持っていることが判明した場合には、株主コミュニティは解散しなければならないこととしております。

#### ○ 株主コミュニティ参加者への情報提供等

資料22頁は、株主コミュニティ銘柄に関する情報の投資家への提供について整理したものです。株主コミュニティに入っていない方に対しては、先ほどご紹介したとおり、証券会社が一定の情報を公表することにより、当該情報を知っていただくことができます。このような情報を見て株主コミュニティへの参加を希望する方には、証券会社は、その銘柄の発行会社の事業年度や定時株主総会の開催時期などの基本的な情報、また、その発行会社に関する更なる情報提供を受ける方法についての情報などを提供することとしております。さらに、株主コミュニティに参加された方に対しては、開示書類に相当するものを発行会社から入手し、提供する仕組みとなっております。

資料23頁は、投資家に対するリスク等の説明とその確認についてどのような規則になっているかを図解したものです。株主コミュニティに入ろうとする方に対しては、証券会社は、株主コミュニティ銘柄のリスクや注意点を書いた書面をお渡しして、その内容を説明したうえで、投資家自身の判断と責任で取引を行うことを記した確認書を受け取ることをとしています。既に株主コミュニティに入っており実際に取引を行おうとする方には、金融商品取引法に基づき契約締結前交付書面を交付し、また、発行会社の開示書類の内容について説明を求めることができる旨を投資家に伝達することとしております。

資料 24 頁は、先ほどご紹介した契約締結前交付書面の記載事項をリストアップしたものです。左側が法令で規定されている部分、右側が本協会の自主規制規則で規定した部分であり、双方記載する必要がございます。詳細につきましては、後ほどご確認いただければと存じます。

#### ○ 証券会社の体制整備及び運営会員としての指定

次に、株主コミュニティを運営する証券会社の体制整備についてお話しします。株主コミュニティを運営しようとする証券会社は、株主コミュニティを取り扱うために必要な社内規則を制定しなければなりません。あわせて、それに基づく体制整備も必要となります。また、当該社内規則の内容を「取扱要領」として取りまとめ、これを公表することを求めています。投資家はこの取扱要領の公表をもって、その証券会社がどのような仕組みで株主コミュニティを運営しているかを確認し、参加意思の判断材料としていただくことにしています。

また、株主コミュニティを運営しようとする証券会社は、本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、あらかじめ、本協会に届出をする必要があります。私どもは、この届出に不備がなければ基本的には指定させていただくこととなりますが、当該証券会社が法令諸規則に違反するなどの理由がある場合には指定しないこともあり、また、指定を受けている証券会社であっても、法令違反に該当する事由が生じた場合には、指定を取り消すことがあります。そのような状況を本協会が確認するための事情聴取や資料請求等の対応についても、規則で定めております。

#### (3) 取扱状況

ここからは、制度の取扱い状況についてご紹介します。現在は資料 27 頁に記載された 16 銘柄が株主コミュニティ銘柄として取り扱われており、その構成も、かつてのグリーンシート銘柄やフェニックス銘柄のほか、新しい銘柄も 2 銘柄ほどあり、内容はバラエティに富んでいるのではないかと思います。

取引実績のある銘柄は残念ながら 16 銘柄中 8 銘柄ということで半分程度にとどまっておりますが、スタートからおよそ 2 年 2 か月が経ち、累計売買金額は 10 億円となりました。これは、規模感としては相当なものと考えております。

資料 29 頁のグラフは、株主コミュニティ銘柄とグリーンシート銘柄の売買高を比較したものです。このグラフを見ていただければ一目瞭然ですが、既に株主コミュニティ銘柄がグリーンシート銘柄の売買高を上回っているということが見て取れるかと存じます。

#### 3. 最後に

私からの説明は以上となりますが、本協会では株主コミュニティのウェブサイトも用意しておりますので、同制度について更にお知りになりたい方がいらっしゃいましたら、こちらをご参照いただければと存じます。当該ウェブサイトでは、実際の取引内容についても公表しております。また、株主コミュニティ制度の概要をサマライズしたリーフレットも作成しておりますので、適宜ご活用いただければと思います。

今後、皆様方とともに本制度の利活用をさらに推進させていただき、地域経済への貢献など、期待された役割を果たしつつ、フィデューシャリー・デューティーの推進やSDGsへの貢献にも通じる持続可能な制度として定着していくことを期待しております。