

## 株主コミュニティ制度フォーラム 講演録

### 4. プレゼンテーション①「非上場株式制度の現状と展望」

株式会社野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員 大崎 貞和 氏

私からの講演テーマは「非上場株式制度の現状と展望」と題しておりますが、現状については既に金融庁や協会の方々からお話しいただいたので、補足として、いくつか申し上げたいと思います。

まず申し上げておきたいのは、株主コミュニティ銘柄はインサイダー取引規制が適用されないということです。これは大変妥当なことであり、この制度改正ができたことは、非常に良かったと思っています。ここでご注意いただきたいこととして、インサイダー取引規制が適用されないと聞くと、そこは全くの無法地帯なのではないかと勘違いされるかもしれませんが、そうではありません。

これは日本の金融商品取引法の制度のあり方に係る根本的な問題かもしれませんが、日本のインサイダー取引規制は非常に形式的な規定の仕方となっており、例えば「未公表」の重要事実というものについて、「未公表」とは何かということが極めて形式的に定義されているのです。このため、会社が適時開示を行おうとしない場合、形式的には、特定の情報が永遠に未公表のまま残ってしまうということが起こり得ます。これは常識的にみれば極めて変な話であり、日常感覚には全く合わないのですが、テクニカルにはそういうことが起きる可能性があるということです。

例えば、ある特定の情報について、一般の方々が新聞などを通じて既にその情報を知っていたとしても、会社の役員や従業員、あるいはその会社の方と非常に親しい方々が、その情報を会社から直接入手し、かつ、その会社が適時開示という手続をとっていないければ、新聞を読んで偶然その情報を知った方はよいのですが、会社からその情報を直接入手した方は、未公表の重要事実を知っている状態がずっと続いてしまうということがあり得るのです。そうすると、そのような方は全く売買ができません。売買を行えば、インサイダー取引規制違反になってしまいます。これは全く悪質な行為でないにもかかわらず、形式的には、違反ということになりかねないのです。

証券取引等監視委員会がそのような売買について本当に摘発するかどうかはまた別の問題ですが、形式的には違反であるということになれば、そのような危うい取引はできません。これは、非常に非合理的なことです。また、株主コミュニティ制度の対象銘柄のような、それほど幅広く流通することは想定されず、かつ、会社としても幅広く流通させたいという強い意思がない銘柄にまで、「会社に対して適時開示を是が非でもやってください、やらないとインサイダー取引規制が解除されないので困ります」などと強く言うことは、これも非合理的な話であるため、現実的な意味で、株主コミュニティ制度は非常に良い制度となっています。

全くの無法地帯ではないというのは、金融商品取引法にはインサイダー取引規制以外にも、不正取引を行ってはならないという趣旨の規定があり、あるいは、風説の流布というものは禁じられています。このため、株主コミュニティ銘柄についても、本当に悪質な不正行為が万が一行われた場合には厳しく取り締まられることとなり、決して、投資家保護の観点からいい加減であったり、危ないものではないということをお申し上げておきたいと思います。

また、先ほど協会の方から、株主コミュニティの対象となり得る銘柄には様々な種類があるとのこと説明がありましたが、これは非常に良いご説明だったと思います。今までの制度の問題点は、非上場

株式を取引するという事は、非常に将来性があり成長していくベンチャー企業の株式だから取引するのであり、それ以外のパターンはないという思い込みが強過ぎたのではないかと思います。しかし、現実問題として今の日本の取引所市場の上場基準は非常に緩くなっており、そのこと自体良いか悪いかの議論もあるとは思いますが、将来的にどんどん成長して世界に羽ばたく会社を目指すという場合、上場はそこまで非現実的とは言えない選択肢です。ただ、全ての会社がそうしなければならないかという、そんなことは全くありません。成長を志向する企業経営もあれば、安定的に、しかしステークホルダーの期待に添えていくという企業経営も大いにあり得ることであり、成長するか潰れるかしか選択肢がないかのように考えることは、非常におかしいと思うのです。そういう意味で、急成長を遂げるベンチャー企業型のパターンではなく、企業としての歴史を積み重ねていこうという会社にとっては、今の市場制度はやや使いにくいところがあります。したがって、株主コミュニティという限られた枠組みの中で流通する可能性があり、また、株主コミュニティの中で取引を行う方々を対象として資金調達を行う場があることは、非常に有意義だと思うのです。

また、適時開示がなされないということは、決算短信が出てこないということです。そうすると、決算情報は3か月ほど遅れて、有価証券報告書や事業報告から知ることとなります。「それでいいのか」とかと言う人もいますが、成長志向の会社と安定志向の会社では株価形成が異なるということを考えていただければ、ご理解いただけると思います。例えば、地元密着の鉄道会社の株価を考えたとき、買う人の立場から見れば、まずは配当をいくらか貰いたい、加えて優待乗車券が欲しいと考えると思います。そうすると、配当金額及び優待乗車券の金銭的価値が利回りとして妥当な水準だったら、買っていいという判断になります。言ってみれば、会社の資産価値はあまり関係がありません。配当政策にしても、そのような会社は上場企業とは違って安定的に配当していく場合が多いので、一期一期、ましてや四半期の決算で配当が動くことはほとんどないと思われまます。そうなれば、少々決算情報が遅かったとしても、配当金額や優待乗車券の金銭的価値はある程度試算できるため、買付のための投資判断は十分可能です。その意味では、適時開示がなされないで投資家保護上問題があるという意見を、このような会社に杓子定規に当てはめることはおかしいことであり、かつ、株主コミュニティに参加している投資家の皆様には、必要な情報が提供されるように協会規則で定められているため、その点も大きな問題はないと考えられること、この2つを補足しておきたいと思いません。

私はこの株主コミュニティ制度ができて、限られた範囲ではありますが、非上場株式がある程度流通する可能性ができたということで、日本はアメリカの状況に一步近づいたのではないかと思います。アメリカの株式市場は重層的で、上にはいわゆる取引所市場があり、その下には広い裾野が形作られています。そのことがアメリカの株式投資を非常に分厚いものとしており、金融庁の方からもお話があったように、個人金融資産の安定的な成長に繋がっているのだと思います。よく言われているのは、まず取引所市場があって、その下に、昔の店頭市場であるナスダックがあり——ナスダックは現在、取引所市場となっています——更にその下に、OTCブリティンボードというのがございます。これは日本の市場制度を考えるうえで非常に示唆的なことですが、OTCブリティンボードは、実は、日本のグリーンシート銘柄制度とほぼ同じ運命を辿っています。OTCブリティンボードは当初4,000銘柄からスタートし、それから6,400銘柄まで増えて非常に成長しましたが、その後、不祥事が起きたこともあってSECの規則が変わり、法定情報開示・継続開示をしなければならないことになりました。これは、法律の本則ではそこまで求められていたわけではありませんが、OTCブリティンボードの取引が盛んであるため、投資家保護上必要であるという判断でした。しかしながら、

これによって銘柄数が激減し、当初 4,000 銘柄でスタートしたものが、直近では 35 銘柄まで減少してしまいました。

では、OTCブリティンボードが事実上消滅してしまったことにより、アメリカにおける非上場株式の取引がなくなってしまったのかということ、全くそんなことはありません。実際には、非常に重層的かつ活発に取引が行われています。資料 5 頁は、現在のアメリカで非上場株式取引の仲介を一番手広く行っている会社、OTCマーケットの現状でございます。これは、かつてのピンクシートを取り扱っていたところが今ではOTCマーケットという会社となり、昔のピンクシートのように、様々な銘柄の気配を提示しているものです。いくつかある区分の中で、OTCピンクと区分されているものが昔のピンクシートに該当するものという意味かと思いますが、この区分には、2016 年 1 月時点で 8,369 銘柄もございます。つまり、このような裾野の銘柄だけで 8,369 銘柄もあり、多数の非上場会社の株式が取引されている実情があるということです。

アメリカでは現在、上場企業数が非常に減少しております。皆さんは、アメリカの株式市場は好調であり、かつ、主要企業は非常に成長しているということをイメージしているかと思います。また、株価も史上最高値であるといったことを聞きますが、上場企業の数を見ると非常に減少しており、新規公開の数も減少しています。これはどういうことかと言うと、会社の数は減少している一方で規模は大きくなっており、かつ、相当なスピードで成長していく企業だけが、上場の方向性へ向かっているということです。そうでない方向性を目指す会社は、必ずしも上場という形はとらず、例えば先ほどご紹介したOTCマーケットなどで株式が流通している場合もあります。よくお聞きする言葉としてユニコーンというものがあるかと思いますが、最近流行りのFinTechやその他IT技術を売り物にしている会社の場合、日本では一部上場企業と同程度の企業規模になってから、初めてIPOということになります。それまでの間はどのようにしているかと言うと、非公開の会社のため、当然、取引所では取引されません。しかし、そのような会社ほど急成長を目指しますから、役員にストックオプションを配ったりもします。そういうことになれば、中には、途中で会社を辞めたいから今までのストックオプションを現金化したい、あるいは、勤めている間に家を買いたいので自分の会社の株を売りたい等、様々なニーズが出てきます。そのような取引ニーズに応える仕組みも生まれてきており、これは日本の株主コミュニティ制度と非常に似ているかと思いますが、例えば、セカンドマーケットや、シェアズポストという名前を聞きます。なお、セカンドマーケットはナスダックに買収され、ナスダック・プライベート・マーケットという名前となり、取引所自身が非上場株式を取り扱っています。これは日本の感覚からすると少し分かりにくいと思いますが、そのような取引は、かなり活発に行われています。取引所上場だけではない様々な仕組みがあることが、アメリカ市場の強みであり、全体として非常に堅牢な市場となっているのだと思います。私としては日本にもそのような方向性を志向してほしいと考えておりますので、株主コミュニティ制度は、重層的で重厚な市場に向かっていくための重要な一歩であると感じております。

今後の展望としては、まず、新たに生まれた株主コミュニティ制度をうまく活用し、新しい形の株式流通ニーズや取引ニーズに応じていく必要があるのではないかと思います。また、そのようなニーズに応じていくことによって、ベンチャー企業や中堅・中小企業の方が、いわゆるマザーズ上場とは異なるこの制度を使ってみようという考えに至り、その結果、株式市場の裾野が広がっていくことが期待できると思っております。ただし、そのためには、まだまだ取り組むべきことがたくさんあります。例えば、今、アメリカではトランプ大統領が、中堅・中小企業が資本市場にもっとアクセスできるようにする必要があるという考え方のもと、様々な規制緩和、特に情報開示の規制緩和を行うべき

であると提言されています。これと似たような発想の制度改正を日本でも検討すると、大変面白いのではないかと思います。

また、現在は株主コミュニティへの参加を証券会社が勧誘することが禁じられております。確かに、証券会社が株主コミュニティへの参加を大々的に勧誘したことにより、株主コミュニティの中に1億人も参加者いるということになれば、実態として不特定多数と変わらないではないかということになります。しかしながら、株主数が一定以下に抑えられる範囲内である場合に限れば、株主コミュニティへの参加について証券会社がある程度の情報提供を行うことを認め、株主コミュニティの存在そのものを周知しやすくする、あるいは、株主コミュニティへの入り方を分かりやすくしていくような制度改正があってもよいと思います。

今の日本では、IPOはアメリカに比べるとむしろ活発な状況です。ただ、件数が非常に多い一方で、規模は時価総額で見ると非常に小さくなっています。大変残念なことに、最初は結構いい値がつくのですが、しばらくすると値段が下がって流動性も失われてしまいます。IPOを行う会社の経営者の方は、「IPOすると資金調達ができます」などとよく言われるようですが、実際には、二度と資金調達ができなくなってしまう会社も数多くございます。これは非常に残念なことであり、会社にとっても市場にとっても、経済全体にとっても不幸なことであります。会社としては、それこそストックオプションも使っていれば、いつまでも換金機会がないというわけにいかないという問題もありますので、換金の場はあるけど全面的な上場ではない、真ん中のような仕組みを持つことは非常に有意義であり、そのような仕組みとして、株主コミュニティ制度は使えるのではないかと思います。例えば、社員の株主だけを株主コミュニティのメンバーにするということも考えられます。

それから、現在はクラウドファンディングという仕組みが認められるようになり、私の知る限りでは既に3社ほどが本格的に取り組まれていて、今後、少しずつ増えていくのではないかと思います。クラウドファンディングで出資した方は、もちろん最初は長期保有を念頭に出資するでしょうが、諸事情により換金したくなることは、当然出てくると思います。そのような時に、上場しなければ売れないということではなく、株主コミュニティで換金の場を提供する。これも非常に重要なことであり、今後、そのような方向に進んでいけば良いのではないかと考えております。