

株主コミュニティ制度フォーラム 講演録

6. パネルディスカッション

- モデレーター 桃山学院大学経営学部 教授 松尾 順介 氏
- パネリスト 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
今村証券株式会社 代表取締役社長 今村 九治 氏
株式会社旅籠屋 代表取締役社長 甲斐 真 氏
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 常務理事 呉 雅俊 氏

はじめに

(桃山学院大学 松尾教授)

我が国では昨今、起業や新規ビジネスの創出を促すためのリスクマネーの供給を促進することの重要性に対する意識が非常に高まっております。株主コミュニティ制度はこうした議論の中で、非上場株式の取引・換金ニーズに応え、ひいては非上場企業の資金調達の支援につながることを期待して創設されました。

証券市場の発展というマクロ的な観点から考えると、このような上場前の企業の資金調達、流通取引の制度は非常に重要であります。日本証券業協会においてもこの制度の利用拡大に向けた各種の取組みが行われており、先ほども制度の概要をご紹介いただきました。ところが、残念ながら現時点においては、この制度が十分に周知され、存在感を持ったとは言えない状況です。このような状況は、今後の証券市場の発展という観点から見直されるべきものだと考えております。

本パネルディスカッションでは、株主コミュニティ制度について各パネリストのお立場からご議論いただき、認識を共有させていただくことで、この制度の今後の利用拡大に向けた新たな解決の糸口を見出せればと考えております。

テーマ①「非上場企業のための新たな資金調達・株式取引制度」

(桃山学院大学 松尾教授)

まずは旅籠屋の甲斐様より、発行会社としてのお立場から、株主コミュニティ制度のメリットやデメリットについてコメントをいただきたいと思います。

(旅籠屋 甲斐社長)

当社は1999年にグリーンシートに登録して公募増資を行いました。来年の春にグリーンシートが廃止になってしまうということで、昨年に株主コミュニティを組成して現在に至ります。株主コミュニティに行くかどうかは、非常に迷いました。当時、選択肢は3つありました。1つ目はIPO、2つ目は株主コミュニティ、それから3つ目はプライベートカンパニーに戻る、という選択肢です。

1つ目のIPOについては、当社にとって、ほとんど魅力がありません。東証一部に上場しているから旅籠屋に泊まろうというお客様はいないので、上場企業であるというステータスは必要ありません。資金調達についても、今現在は金利が低いこともあるので、間接金融である銀行に融資をお願いすることが可能です。ま

た、IPOは維持費が非常にかかります。当社の事業規模に対して維持費が数千万円かかるようでは、当社の最終利益に匹敵する金額になるので、IPOはどう考えても会社のためにならないと判断しました。

逆に、プライベートカンパニーに戻る場合、非公開化には株式の譲渡を制限するための特殊決議が必要となります。株主からの買取請求が発生した場合、会社として買取金額の上限も決まっており、会社として買取れない場合には、取締役が買取らなければなりません。このハードルをクリアすることは、非常に難しいことです。

消去法として残った選択肢が株主コミュニティでした。率直に言わせていただくと、株主コミュニティを積極的に評価して選んだわけではありません。ほかの2つに進めないために選んだということです。当社はグリーンシートに登録したときに、株主が200人くらい増えました。そのほとんどは、私が会ったこともない人たちです。当社の株式を取り扱っていた証券会社は、その後、拡大縁故増資と言って、取引先や縁故のある人たちを中心に株主を募っていましたが、当社が登録した1999年当時は、そうではありませんでした。株主向けの事業説明会をして、全く会ったことのない個人投資家の方々に説明を行い、200名以上の方に株主となっていただきました。そのときに投資していただいたお金が本当にありがたかったので、そのような方々にとっての換金・流通市場を失ってしまうことは非常に忍びなく、とにかく流通の場を残したいと思ったことが、株主コミュニティを選んだ理由です。

(桃山学院大学 松尾教授)

引き続き、発行会社の資金調達の観点から、呉様にご説明をお願いいたします。

(日本ベンチャーキャピタル協会 呉常務理事)

今、ベンチャー企業への投資額は、日本ではようやく2,000億円を超えてきたところです。昔は700億円ほどしかなく、その半分は海外の投資先に行ってしまうので、日本国内では300~400億円しかありませんでした。その頃と比べると、投資額が2,000億円を超えたということは、業界の中では結構話題になっています。ただし、アメリカでは5兆円から7兆円に上がり、中国ではもう5兆円まで増えているので、そういった意味では、まだまだ日本はベンチャー企業等への投資額が非常に少ない状況です。

ただ、投資額が増えても投資先の出口がIPOしかないということになれば、どうしても資金循環の流れは止まってしまいます。M&Aも少しずつ出てきていますが、やはりまだ、IPOに行かなければならないというイメージが強過ぎます。IPOを目指すのは構いませんが、先ほど甲斐社長が言われたとおり、会社経営においては、IPOが本当に良いことなのかどうか、選択するときに必ず来ると思います。しかし、そのときにIPOしか出口がないということでは、資金循環の流れがどこかで詰まって、資金が回転なくなってしまうことも十分考えられます。そのような意味でも、流通市場をきちんと整備しておかなければ、非上場企業への投資は増えてこないのではないかと強く思っています。業界の中では、1兆円あれば日本経済はかなり活性化するとされているので、もっともっと増やしていくには、やはり出資側と流通側の両輪がうまく回って、バランスしていくような状態をつくるのが望ましいと思います。

先ほど甲斐社長からお話がありましたが、投資家としての出口がなくなるということは、まさに資金循環の流れが詰まる大きな要因であり、本当に何とかしなければならぬ問題です。また、我々のようなベンチャーファンドは、大体10年で運用しています。ファンドというものは、金額や期間の限度があるから健全な運営ができるのであって、これを野放図にすると何をするか分かりません。決められた期間の中で結果を出さなければならないので、最後にはどこかのタイミングで売らなければならなくなりますが、ほとんどの株は思うように売れません。セカンダリーファンドに買われることが発行会社にとって本当に良いことなのかというと、これも実は疑問があります。株主コミュニティのようなところで、この会社をさらにサポートしていこうという方に次

を引き受けていただけると、非常に良いのではないかと考えています。

実は、ベンチャーキャピタルは3割成功すれば万々歳と言われていています。7割は失敗しているということですが、その7割の投資先が全て潰れているのかというと、全くそんなことはありません。10年間の途中でうまく結果を出さなかったということであり、我々としても責任はありますが、会社自体は生きています。まだそこまで成長できなかったという会社はたくさんあるので、上場できなかった会社としてレッテルを貼るよりは、次へのチャンスを伸ばしていく、あるいは、本当に上場がいいのかどうかを考えながら経済活動をしていくことが重要であり、そのようなエクイティの循環がもっと起こってくればよいと思っています。東京のベンチャー企業は皆「上場を目指すぞ！」と言いますが、地域に行くと、そうでもない企業は結構多いです。我々から見ても、あまり上場を考えない方がよいのではと思う会社がたくさんありますが、今の状況では、我々投資ファンドは、出口がなければ投資ができません。そこが問題ですが、出口がないところにも投資をして、地域経済を育てていこうと考える投資家も必ずいるはずで、そのあたりを上手くバランスして回していくことが全体の活性化につながっていくと思うので、この株主コミュニティ制度には非常に期待しています。

(桃山学院大学 松尾教授)

ただいまのお話を踏まえて、他のお二方にも一言ずついただきたいと思います。

(野村総合研究所 大崎主席研究員)

先ほど甲斐さんから、消極的な選択肢として株主コミュニティ選んだというお話がありましたが、そういう選択肢があること、これが積極的な意義だと思います。それこそ無理に上場していたら、それは会社にとっても市場にとっても、本当に良い結果になったのだろうかということを強く感じるので、そういう選択肢があるということを、ぜひ他の会社にも知ってもらいたいです。

(今村証券 今村社長)

私は、グリーンシート銘柄制度が衰退した根本的な理由は、流通市場が整備されず、なかなか発展しなかったということに尽きると考えています。その意味では、呉さんの出口がないというお話は非常に重要なご指摘です。株主コミュニティ制度も、我々のような地方の証券会社だけではなく、大きな証券会社でも広がりが出てくればよいと思いますが、どちらかという、昔からグリーンシート銘柄を取り扱っていた証券会社が今の株主コミュニティ銘柄を細々と取り扱っている程度であることが、大きな問題だと思っています。

テーマ②「証券会社の新たなビジネスチャンスとしての株主コミュニティ制度」

(桃山学院大学 松尾教授)

株主コミュニティ制度の利用拡大のためには、証券会社において株主コミュニティの制度運営を新たなビジネスチャンスとして捉えていただくということも、必要不可欠かと存じます。まずは、今村証券の今村様より、株主コミュニティに関する御社の取組みや経営方針についてご説明いただいたうえで、株主コミュニティのメリットと課題についてお話いただけますでしょうか。

(今村証券 今村社長)

まず、私どもは、グリーンシート銘柄制度ができた当初に手を挙げて取扱いをはじめ、そこから制度が定着していった次第ですが、参入した証券会社の中には、発行市場におけるサービスを手厚くして手数料を稼ぎ、その後の流通市場には力を入れないというやり方も見られたため、だんだんおかしくなってきたのではないかと思います。そこにインサイダー取引規制や適時開示の問題が加わり、私どもが取り扱っていた銘柄は、

発行会社がいずれも適時開示をしないという方針を取ったために取扱いができなくなり、グリーンシートから撤退しました。同じような理由で他社もどんどん撤退したため、グリーンシート銘柄の商いは急激に減少し、この状況を何とかしようということで業界内でも議論がなされた結果、株主コミュニティ制度ができ上がりました。今回も当社が最初に手を挙げて取扱いをはじめましたが、グリーンシートのときに取り扱っていた銘柄と、ほぼ同じ銘柄を今も取り扱っています。先ほど協会からの説明で、株主コミュニティ銘柄の累計売買金額が10億円になったという話がありましたが、当社の売買金額はそのうち67%、6億7,000万円ほどであり、多くが当社の売買ということになります。金融庁は、この株主コミュニティ制度が地方再生にも利用できると考え、利用拡大に向けて旗を振っているようです。協会がやる気がなくなると金融庁がやる気を出してきて、協会もやらざるを得なくなるというところがあります。いろいろな形で刺激があつて、新聞などでも取り扱われることが多くなりました。そのようなこともあつて、当社の株主コミュニティ制度による売買金額は、以前よりも増えたように思います。

株主コミュニティ制度のメリットは、新しい顧客層の開拓ができることです。当社の場合、やはり交通機関の優待パスがほしいという要望が多いですが、そういう方々は株式の値上がりを狙うのではなく、優待券がほしいという方であり、全然違ったスタイルのお客様が出てきています。

また、地方の銘柄を持っていらっしゃるお客様について申し上げますと、実は、鉄道会社や放送会社などにおいて、戦後大きな資本が必要となったときに、当時は銀行も疲弊していたのでお金を貸してもらえず、仕方がないので地方のお金持ちに直接頭を下げて頼み込み、株を持ってもらったということがありました。最初のお金持ちはそのまま売らずにいるのですが、その子孫になると、やはり売りたいという方が出てきます。そのようなときに市場がなければ売ることができず、出口がないということになります。その出口として、私どもは十分に社会的な使命を果たしていると思っており、これもメリットの一つだと思います。

次に、課題としては、発行市場と流通市場という問題があります。当社の取扱いは、今のところ流通市場だけとなっています。発行市場もやろうと思つて何社か接触したことがありますが、ベンチャー企業の多くは、まだ海のものとも山のものとも分からず、銀行もお金を貸せないような状況です。そのような会社を、当社がリスクをとり責任を持って取り扱えるかという、これは非常に難しい問題があります。今村証券が、この会社がいいと思つて勧めているというイメージが出ると、もしその会社が潰れたとき、お客様はその会社を勧めた今村証券が悪いと言う可能性もあります。私ども地方の証券会社としては、そういうことが非常に怖いのです。また、第三セクターのようなところへ行って「株主コミュニティ制度に入りませんか」とお声がけしてみても、なかなか乗ってきてももらえません。これは何故かという、株主が増えると株主管理が大変だということです。このような問題があるため、発行市場はなかなかうまくいきません。

流通市場については、現在私どもの方で特に問題なく取り扱っておりますが、コミュニティという言葉が雁字搦めになっていて、少し動きにくい状況となっています。コミュニティというのは、今村証券があり、その周りの目が届くようなところにいるお客様だけを対象としなさいと言われていたようにも聞こえます。これが流通市場でもやや足かせになっており、課題であると思います。

(桃山学院大学 松尾教授)

今のお話は、個別の証券会社の課題というよりも、制度設計・制度運営上の課題という点に結びついていくのかなという感じもいたしました。そこで、続きまして、野村総研の大崎様より、この制度の創設に携った金融分野の研究者としてのお立場から、リスクマネー供給の促進に当たって、株主コミュニティ制度を通じて証券会社に期待する役割と、運営会員の増加に向けて課題と感ぜられる点を、特に制度の面からお話いただければと思います。

(野村総合研究所 大崎主席研究員)

私が一番気になっている点は、株主コミュニティへの参加を証券会社が勧誘することは問題であるという、この制度の厳しさです。これがやはり、大きな障害だと思っています。一方で、インサイダー取引規制を外す趣旨は、限られた範囲でしか流通しないからであるということ、これはもったもな話であり、上場会社と同じくらい流通しているのにインサイダー取引規制が課されないようでは、非常におかしな話になってしまいます。ただ、その制限のかけ方には、証券会社が勧誘しないということ以外にも何かあるのではないかと思います。例えば、株主数が一定以下であれば勧誘を可能とするなど、いろいろなやり方があると思っています。参加の勧誘を認めなければ、あまりにも広がりが欠けてしまいます。広がらないことに意味があるということも分かりますが、そのためには別の制限の仕方があると、強く思います。このような点を変えていくことで、既に取り扱っている証券会社以外にも、少しはビジネスチャンスがあると考えていただくことが大事だと思います。また、現在、クラウドファンディングを行う新しい会社が増えています。これは專業業者という形をとっているケースが多く、專業業者の方だと、その後の流通には基本的に関与できません。そこで、專業業者が最初の資金調達を取り扱い、その後の流通については別途、いわゆるフルの証券会社にやってもらうという考え方は、大いにあるわけです。そのような連携をして、クラウドファンディングでつくった株主の換金の場を株主コミュニティで提供すると、もっと広がりが出てくると思います。

(桃山学院大学 松尾教授)

今のお二方のお話について、他の方から何かコメントはございますか。

(旅籠屋 甲斐社長)

私は、グリーンシート銘柄制度が踏んだ轍を株主コミュニティ制度が踏まないという確証がありません。数年前に開かれたグリーンシート銘柄制度のあり方を検討する懇談会で、私はグリーンシート銘柄制度をこのまま残してほしいと強く話しました。発行会社としては適時開示や四半期報告など、いろいろな制約はありますが、これは逆で、そういうものをクリアできない会社が、不特定多数の人から出資を仰ぐのかと思っています。当社は専任のスタッフを置いているわけでもなく、私や総務担当の常務が2人で開示の作業をやっていますが、決して難しい業務ではありません。開示を行うことは公器の会社として当然であり、それを緩くするという事は、本来あるべき姿からは逆だと思います。だから、グリーンシート銘柄制度よりも株主コミュニティ制度のほうが良いというのは、私にはよく分かりません。

それから、これはグリーンシートのときに証券会社の方にも再三申し上げましたが、当時、大手証券会社の方が、「IPOしませんか」と言って当社に何度も来られました。そのときはいつも、「そんなことの前には、グリーンシートをなぜ扱わないんだ」と申し上げましたが、その返事は、「いや、玉石混交でいかがわしい会社があるから」、それから2つ目は、「利益が上がらない」というものでした。「本当に小規模な証券会社ならともかく、日本経済を背負って立つ大手の証券会社が、グリーンシートを扱って一体どれだけの損が出るんだ。日本経済の今後のことを考えたら、少々足が出たってこれを支えていくべきではないか」と、私は強く主張しました。どうして株主コミュニティ制度をやっているのは3社だけなんですか。大手証券会社はどうしてやらないんですか。そこが解決されなければ、この制度は絶対に実のあるものにならないと思います。それをサポートするのが、日本証券業協会や金融庁の役目ではないんですか。今村社長は、グリーンシートのときも最初に手を挙げて、制度を支えられました。これをやるのは、日本を代表する証券会社ではないんですか。仏つくって魂入れる、そこが抜けています。皆、ベンチャー、ベンチャーと言います。リスクマネーが大事だと言います。日本経済のためには、新陳代謝が必要だと言います。大きな会社の方は、そこに魂を入れてください。

(桃山学院大学 松尾教授)

大手証券会社のお話が出てきましたが、大崎様、一言よろしいでしょうか。

(野村総合研究所 大崎主席研究員)

まず申し上げておきますが、私自身は証券会社の人間ではありません。弁解するわけではありませんが、グリーンシート銘柄制度ができたときに、グリーンシートはすばらしい、今村証券もすばらしいという論文も書いています。私は正直、大手証券会社のビジネスをプランする方にも、ぜひ真剣に参入を検討してほしいと今この場でも申し上げたいと思います。どうやって入っていくのかという具体的な詰めは当然要ると思いますが、無視をするのは、やはり良くないと思います。

(桃山学院大学 松尾教授)

先ほど、グリーンシート銘柄制度の開示規制がクリアできないのは、会社の経営者の問題もあるというご指摘がありましたが、この点について、呉様はどのようにお考えでしょうか。

(日本ベンチャーキャピタル協会 呉常務理事)

僕は甲斐さんに大賛成で、株式会社であるかぎり最低限のことは絶対にやらなければならないところを、制度を緩めて誰にでもできるようにしてしまう方が、逆におかしな話だと思います。株式会社をやるなら公器として責任を持たなければならない、それができなければ他の経営手法もあるので、いろいろな多様性の中から、使える制度の1つとして使おうとするのであれば、それは大事な点かなと思っています。

(野村総合研究所 大崎主席研究員)

そのお考えもよく分かります。一方で、適時開示が要らないということも大事だと思っています。発行会社としてはそれほど流通を望んでおらず、ましてや、今後のファイナンスも望んでいないケースもあります。それは何ら悪いことではなく、発行会社で会社法上やるべきことは、全部やっつけらっしゃるわけです。グリーンシート銘柄制度はそのうえに、更にいろいろな要求を付加していました。それはやはりよろしくないで、もう少し柔軟かつ多様な制度にしていかなければならないと思います。

テーマ③「新規・成長企業や地域に根差した非上場企業へ投資することの魅力」

(桃山学院大学 松尾教授)

非上場企業への投資リスクを適切に認識したうえで、非上場企業の育成、応援をしたいと考えるような投資家の存在は不可欠です。まずは、非上場企業への投資を行うベンチャーキャピタルのお立場から、呉様より、非上場企業の株式を保有することの意義と注意すべき点についてコメントを頂戴したいと思います。

(日本ベンチャーキャピタル協会 呉常務理事)

リスクについては言わずもがなですが、まずはハイリスク・ハイリターンであり、換金したいときにできるわけではないということです。それから、今後どうなるか分からないけど非常に魅力があるという会社であれば、その会社のサポーターとして株主となり、サポーターとしての立場をきちんと弁えてもらいたいと思うところがあります。ビジネスプランが変わったり、予定通りにいかないことは多々あるので、長期的な目線で常に見ておかなければ、期待を裏切られるのかなという感じがします。発行会社も、株主に対して自分たちの状況をどのように開示していくかということが重要です。上場会社でも予測を外すのですから、予測が外れたときは、何故外れたか、次はどうするのかということを繰り返し説明し、それに対して株主がきちんと応えていくという

ことが理想的だと思います。我々ベンチャーキャピタルが株を持つときは、売上が上がるかどうか分からないというリスクはとりますが、サポーターですから、経営に口を出し過ぎてもかえってうまくいきません。サポーターは、経営者がきちんと経営できるように、しっかりとサポートしていくという立場で見ていかないといけないのかなと思います。

(桃山学院大学 松尾教授)

先ほどからクラウドファンディングの話が度々出ていますが、クラウドファンディングでも、サポーターという存在のありがたさを指摘している会社が非常に多く、今のお話と関連して印象的でした。続きまして、投資家側の直接の窓口となる証券会社として、今村様より、投資家の制度利用促進に向けた課題についてお話しいただけますでしょうか。

(今村証券 今村社長)

株主コミュニティ制度ができ上がった過程には大崎さんも当然関与されていますが、私も結構発言してこのような制度になりました。地方の会社があって、地方の証券会社がある。そのような場合には適時開示がなくても、その地方の人は地方紙などを通して、その発行会社のことをよく知っていると思います。だから、その会社がどんな会社かということをよく知っている地方の人たちのコミュニティをつくることによって、適時開示は要らないということを担保しようというところから、この株主コミュニティ制度が始まっています。このため、検討段階では、その会社がある地方の人でなければ、その会社のコミュニティには入れないとするのも考え方の一つとしてあったようです。そのような経緯から、私どもの会社は北陸3県に店舗があるので、北陸3県に在住の方しか株主コミュニティには入れないというたてつけにしました。

先ほどの協会の制度説明では、クラウドファンディングで発行された株式を株主コミュニティに移していけばよいという話がありましたが、これは、株主コミュニティ制度の当初の趣旨からは少しずつ変わってきています。そこが問題です。私どもも、「株主コミュニティ制度を利用して資金調達しませんか」と勧誘に行った会社がありますが、その会社からは「いや、自分たちは全国展開をしようとしているんだ。だから、北陸3県の株主しか認めないということであると、この制度は使えないのではないか」と言われました。株主コミュニティという名前も二転三転していましたが、金融庁が、適時開示の問題をどうクリアするかということが一番大事であり、会社のことをよく分かっている人しかコミュニティに入れないようにすべきだという考えを示したため、株主コミュニティ制度という名前になりました。株主コミュニティを全国に広げていくと、適切な取扱いを行わない証券会社が参入してきたり、発行会社を通じて詐欺的な行為が行われる可能性もあり、そのあたりをどう担保するかが非常に問題です。ある株主コミュニティ銘柄に関して、その発行会社が所在する地方でしか売買されていなければ問題ないのですが、ついこの前、東京で投資詐欺の問題が現実になりました。そういう意味では、やはり地方の銘柄はその地方で取り扱うということが本来の形なのではないかと思います。私ども今村証券は北陸3県できっちりやっている会社なので、お客様の信頼がなくなったら大変です。だから、制度を広げるのは良いですが、変な証券会社や発行会社が出てきて問題が起こらないよう、ぜひその点も考えていかなければいけないと思います。

(桃山学院大学 松尾教授)

今のお話は、広げることの難しさと、広げることによって課題が出てくるというご趣旨だと思いますが、制度設計の柔軟性と難しさについて、大崎様、一言いただけますでしょうか。

(野村総合研究所 大崎主席研究員)

私は、コミュニティにはいろいろな次元のものがあると思っています。地域というのも1つのコミュニティです

が、例えば、業界の関係者にとっては非常に有名な会社だけど関係がない人はあまり知らないとか、あるいは、業界が違ってビジネスでつながっている関係者同士は知っているとか、いろいろな次元があるので、地域だけに限定することはないと思います。さらに言えば、例えば北陸3県に昔住んでいて、その会社のことを非常によく知っているけど、今は神奈川県にお住まいの方を排除するというのも、どうかと思います。

(今村証券 今村社長)

そのような場合は、うちも排除していません。

(野村総合研究所 大崎主席研究員)

そうですね。だから、それぞれの株主コミュニティの運営会社の切り方で、この範囲であれば大丈夫だろうと考えてコミュニティをつくっていただくのが、1つの解決策かと思います。それこそ、いわゆるサイバーの世界では、住んでいる場所や職業とは全然別のつながりがあります。例えば、あるゲームをやっている人たちは、そのゲームについて分かっている人が世界中にいるけど、私はやったことがないので全然分からない。そういうつながりも、1つのコミュニティだと思います。

(桃山学院大学 松尾教授)

確かに、先ほどから出ているクラウドファンディングはネット上のコミュニティであり、地域とは全く関係ないと思います。甲斐様からも、コミュニティという考えについて、発行会社のお立場から一言よろしいでしょうか。

(旅籠屋 甲斐社長)

グリーンシートに登録したときにつくづく感じたことは、本当にどうなるかも分からない会社に究極のリスクマネーを出してくれるのは、個人だということです。稟議書に印鑑をつくようなお金は、リスクマネーとは言えません。だから、もうこのお金は失ってもいいよと、自分だけ後悔すればいいよと、そういう個人が最初にお金を出してくれます。そういう意味では、やはり個人投資家がたくさんいたグリーンシートは、非常に貴重だったと思います。グリーンシートの良かったところは、発行市場と流通市場が一体だったということです。ベンチャービジネスを始めた立場から見ると、流通市場というのは発行市場を成立させるためにどうしても必要なものです。出資した株が売れないようでは、つまり、今のクラウドファンディングが流通市場を伴っていないということは、将来を考えると非常に難しいと思います。

最初に出資してくれた個人投資家の方は、確かにサポーターだと思っています。当時、20年近く前に株主となっていたいただいた方の多くは、いまだに当社の株主です。株主総会にも毎年10人くらいの方が来ますが、何をおっしゃるかという、「IPOするな。IPOすると、旅籠屋さんのいいところなくなるよ」とおっしゃいます。発行会社としては、やはり公募増資したときのお金ありがたいわけです。その後の市場の中での売買というのは、全然ありがたくないんですね。でも、そういう流通市場がないと発行市場が成り立たないので、存在意義はよく分かります。

私はグリーンシートの特に初期段階のような、みんながサポーターとなってこの会社を温かく見守って応援していこうという、そういう市場がなくなってしまうのは非常に残念でした。日本がだんだん成熟して、こういう市場が発展していくと、日本のお金の回り方、個人の投資の仕方や考え方が非常によくなると期待していたので、とても残念です。

(桃山学院大学 松尾教授)

最後に総論として、この制度の今後の改善点や課題など、一言ずつお話しただければと思います。

(日本ベンチャーキャピタル協会 吳常務理事)

本日議論を聞いていて、これは非常に良い制度ですが、本当に活用していくためには、いろいろなことを考えなければならないと思いました。皆が何かにチャレンジするために欠かせないのがエクイティ市場であり、我々はベンチャーキャピタルとして何を果たさなければならないか、常に考えているつもりです。流通市場はやはり広げた方がいいと思いますが、そのためには、発行会社の責任と投資家の責任がもう少し明確にならなければいけないと思います。また、仲介業者の発展がなければこの制度は広がらないので、仲介業者にとっての利益ややりがいなど、そういうものをうまく積み上げていくということが何より大事だと思っています。ベンチャーキャピタルも多様ですが、投資家は多様であるべきだと思うので、皆が多様性を認め合うことで、この流通市場ももっと広がっていくことを期待しております。

(旅籠屋 甲斐社長)

つい先週、当社の株主コミュニティを運営している証券会社の社長ともお話ししましたが、やはりシステム投資は非常にお金がかかるようです。多くの証券会社が株主コミュニティ制度に取り組みやすくするために、協会や金融庁が何か共通のシステムをつくるなど、そういうサポートをぜひお願いしたいと思っています。

(今村証券 今村社長)

東京証券取引所にプロ市場というのがありますが、つい最近行った東証の懇談会でも「東証のプロ市場と株主コミュニティをうまくドッキングすることは考えられないのか」という話をしました。もう少しパワーを1つにまとめたらどうかと思います。

(野村総合研究所 大崎首席研究員)

本日、いろいろな意味で株主コミュニティ制度のいい点と問題点が浮き彫りになったと思いますが、今さらながら思うのは、やはり根本的な問題は、2005年の法改正で取扱有価証券制度を作って、無理やり適時開示を義務づけたこと、この1点だと思っています。先ほど甲斐社長がおっしゃったように、適時開示が当然だということと、適時開示を法的義務にしないということは、十分両立し得ると思います。昔のグリーンシートでも、どんどん開示するという会社とあまり開示しない会社が両立しており、本当はそういう柔軟な制度をつくるべきだと思います。私はこの前のディスクロージャー・ワーキングでも、取扱有価証券制度を廃止する法改正をするべきだということを強く言いましたが、まるでインサイダー取引をやっていいと言っているかのようにとられて結局認められず、やむを得ずこのような制度になっているということです。ただ、こういう制度になっている以上、この制度をフル活用することを皆で考えていきたいと強く思っております。

(桃山学院大学 松尾教授)

今後の株主コミュニティ制度の発展を考えるためには、発想の転換が非常に重要だと思います。今までは、非上場株式の制度はベンチャー育成やリスクマネー供給のためなどの固定観念がありましたが、必ずしもそうではなく、安定的な企業の利用を促すなど、もっと多様な活用の仕方があるのではないかという気がいたしました。そのような意味では、従来の固定観念に捉われない見方が必要だと思います。

また、他の仕組みとの合わせ技で活性化することも大事だと思います。何度も話に出てきたように、

クラウドファンディングとの組み合わせや、あるいは、少し大胆な意見ですがプロマーケットとの組み合わせ、さらに、現在上場企業でもそれほど流通性がない銘柄を、株主コミュニティの方に指定替えしていただくというような、上から下へということもあり得るのかなという感じがいたしました。そのような意味では、いろいろな合わせ技が検討されて然るべきかと思います。

今後とも株主コミュニティ制度について皆様方に温かく見守っていただくのみならず、強い支援を期待して、本日のパネルディスカッションを終えさせていただきます。