

# 株主コミュニティ制度の現状と課題

松尾 順介

はじめに

本誌一七〇三号（二〇一七年八月）の拙稿「非上場株式および「TOKYO Pro Market」において、株主コミュニティ制度に関する取組として、今村証券の取組を紹介した。その後、同制度については、一月八日、日本証券業協会主催の「株主コミュニティ制度フォーラム」が開催され、筆者はパネルディスカッションの司会を担当し、各分野の講演者、パネラーの方々から多くの知見を賜る機会を得るとともに、このフォーラムと相前後して、同制度の関係者にインタビューをさせていただく機会も得ることができた。そこで、本稿では、引き続き株主コミュニティ制度の取組について、その現状と課題を考察する。

## 1 株主コミュニティ制度の現状

周知のように、株主コミュニティ制度は、二〇一五年五月、日本証券業協会によって創設され、運営されている。

この制度の要点は、①証券会社が非上場株式の「株主コミュニティ」を組成する、②当該株式に投資しようとする投資家がそのコミュニティに参加する、③株主コミュニティを組成・運営する証券会社は、日証協による指定制を受ける、④証券会社は株主コミュニティに参加している投資家に対してのみ勧誘可能、⑤株主コミュニティ

への参加の勧誘不可、というものである<sup>(1)</sup>。

同協会では、株主コミュニティの参加者としては、「その会社の役員、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供給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（又は受けようとする）ことから株主優待を期待する方などの非上場株式の取引意向のある方<sup>(2)</sup>」を想定している。

また、同協会の資料では、株主コミュニティ制度の利用場面として、①地元企業（鉄道・バス会社など）の株主優待がほしい、②相続した非上場株式を売却したい、③非上場会社において事業承継を行いたい（同制度を利用して、証券会社を通じて事業承継を行う）、④非上場会社として資金調達を行いたい、⑤株式投資型クラウドファンディングで発行された株式を取引したいという場面を挙げている<sup>(3)</sup>。

したがって、同制度は、必ずしも成長企業への資金調達だけを目的としたものではなく、二〇一八年に廃止予定のグリーンシート制度の受け皿という側面もあると考えられるが、証券市場のすそ野の拡大を企図している制度ととらえることができる。

なお、この市場の約定数量および金額の推移は、以下の通りである（図表1参照）。

次に、同制度の売買回転率（株数ベース）は、以下である（図表2参照）。

これらのデータからも明らかのように、同制度の現状は、①約定数量・金額は増加しているものの、まだ低位にある。②売買回転率はかなり低位にある、③銘柄数も少ない、④参加者数が少ない銘柄が目立っている、という点である。ただし、⑤株主コミュニティとグリーンシートの売買代金を比較すると、ほぼ前者が後者を上回るようになっている（図表3参照）。

図表1 株主コミュニティ制度における証券会社別約定数量および金額の推移

	今村証券(H27.8.28指定)		島大証券(H27.10.26指定)	
	約定数量(株)	約定金額(円)	約定数量(株)	約定金額(円)
2015年	21,730	42,420,000	13,062	28,729,185
2016年	157,214	298,557,900	188,086	142,456,862
2017年(11月10日現在)	156,050	341,580,500	212,624	148,938,004
計	334,994	682,558,400	413,772	320,124,051

	みらい証券(H28.6.17指定)		計	
	約定数量(株)	約定金額(円)	約定数量(株)	約定金額(円)
2015年	—	—	34,792	71,149,185
2016年	6,000	585,000	351,300	441,599,762
2017年(11月10日現在)	34,022	6,252,000	402,696	496,770,504
計	40,022	6,837,000	788,788	1,009,519,451

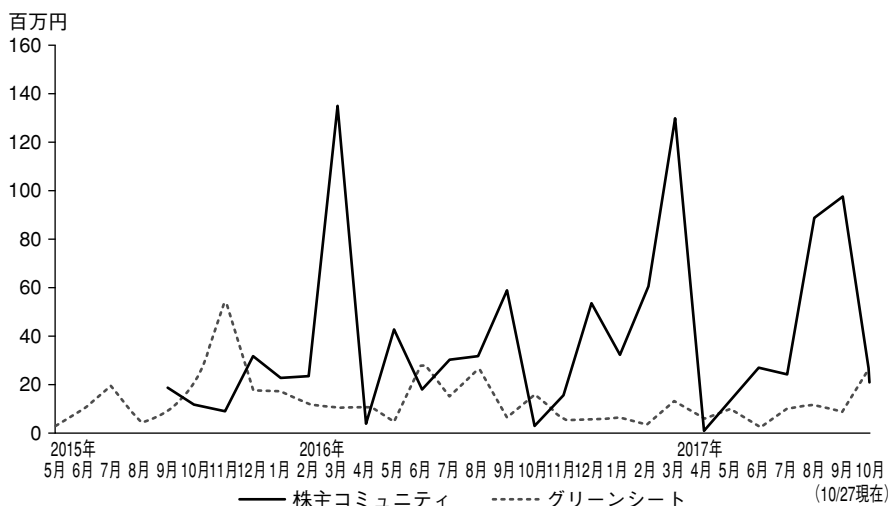
(出所) 日証協のデータによる。

図表2 株主コミュニティ制度銘柄の売買回転率

年	発行済株式数	回転率(%)
2015年	311,450,739	0.01
2016年	314,998,359	0.11
2017年	318,306,959	0.08

(注) 発行済株式数の計算については、一般に流通していない種類株は除いた。  
(出所) 日証協データと各社の開示書類より作成。

図表3 株主コミュニティとグリーンシートの売買代金の比較



(出所) 山内公明「株主コミュニティ制度について」(日本証券業協会主催「株主コミュニティ制度フォーラム」2017年11月8日、配布資料)、29頁。

このような課題を今後どのように克服し、存在感のある市場へと発展させていくのが課題である。特に、銘柄数が少ないという点は、それゆえに周知性が低く、新規銘柄が増加しない要因となり、逆にそのために、周知性が低いままに推移するという悪循環を生みだしているように思われる。したがって、まず銘柄数の増加が優先課題と思われる。

## 2 証券会社の取組

現在、この制度に関する取組を進めているのは、今村証券、島大証券、みらい証券の三社である。このうち今村証券の取組については、すでに紹介したので、本稿では割愛し、その後インタビューする機会を得た、みらい証券の取組を紹介する。

みらい証券株式会社は、一九九八年、日本アジア投資株式会社の一〇〇%子会社として設立された。設立当時の名称は、未来証券株式会社であり、二〇〇八年に現在の名称に変更している。同社は、創業者である故今原禎治氏（名誉会長）のジャフコおよび日本アジア投資の株式上場の実績をもとに、日本におけるプライベート・エクイティ市場を育てるべく設立された。したがって、同社はプライベート・エクイティ業務のパイオニアとして、各ステージの企業に対して、成長資金を供給するとともに、資金調達や株主構成に関するアドバイザリー業務を行っている。具体的には、アドバイザリー／アレンジメント業務（M&Aアドバイザリー、公募・私募の資金調達アレンジメント）、資本政策に関するコンサルティング、IPOコンサルティング、資産証券化やオフバランス化のアレンジメント）、未上場株式流動化／二次買取（未上場株式・社債の流動化サポート業務、セカンダリー投資ファンドの運営業務）、MBO／企業再生（資金提供・投資事業組合の組成、アレンジメント）、IPO（引

受およびコンサルティング)、グリーンシート指定(グリーンシート銘柄の審査手続、届出、募集・売出、売買)、さらに株主コミュニティの運営である。

同社では、現在五社の株主コミュニティの取扱いを行っている。同社の取扱い銘柄は、図表4の通りである。なお、これら五社のうち、武井工業所はフェニックス銘柄、旅籠屋および三国商事は、グリーンシート銘柄の指定を受けた経験を有しているが、他の二社はフェニックス銘柄およびグリーンシート銘柄以外の銘柄であり、この点が同社の特徴であり、実質的に初の株主コミュニティ運営会社であるという自負を持っている。

同社が株主コミュニティ制度の運営に取り進む背景として、日本の株式市場が構造的に逆ピラミッドになっていることが挙げられる。ここでいう逆ピラミッドとは、東証一部の上場銘柄数に比して、ベンチャー市場とされるマザーズやジャスダック銘柄数はその半分程度となり、TOKYO Pro Marketや株主コミュニティ制度の銘柄数は、取るに足らない数字となっている。これは、アメリカや中国の市場構造がピラミッド型であり、裾野が広がっているのと対照的であることが指摘される。同社は、このような構造を少しでも変化させることを企図しており、その潜在的なニーズは十分存在すると判断している。

同社によれば、国内のベンチャー・キャピタルの投資額は、欧米に比して少ないだけでなく、その投資先の約七割は上場できず、いわば「塩漬け」状態に陥っている。さらに、創業者や経営者に対して株式買戻しを要求するような場合さえ散見されるという。このような投資先企業が株主コミュニティ制度を利用すると、同制度の市

図表4 みらい証券の株主コミュニティ運営状況  
(2017年11月10日現在)

銘柄名	組成日	参加者数
株式会社武井工業所	2016年7月1日	255
株式会社旅籠屋	2016年9月23日	240
株式会社Kips	2017年4月10日	31
日商平野株式会社	2017年6月1日	1
三国商事株式会社	2017年10月1日	42

(出所) 日本証券業協会、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/toriatsukai/index.html>

場規模は飛躍的に拡大すると予想される。具体的には、各県で二社が同制度を利用すると、全国合計一〇〇社に達し、一定の存在感を持つようになる。さらに、この中から上場企業が出るようになる。投資家の注目度も高まるようになる。

同社では、株主コミュニティ組成によるメリットとデメリットを次のようにまとめている（図表5参照）。

同社は、株主コミュニティの開始の手続について、次のように説明している。

- ① みらい証券による審査・実在性、財務状況、監査状況、法令順守状況など
- ② 反社会的勢力の排除・関係の有無、排除の仕組とその運営状況
- ③ 株主コミュニティ参加者への情報提供…有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、それらが無い場

図表5 みらい証券の提示する株主コミュニティ制度のメリットとデメリット

	メリット	デメリット
発行会社	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資金調達ができる（募集、私募又は売出しも可）</li> <li>・公的な制度のもと、株式の流動化を行うことができる。</li> <li>・株主以外の会社のサポーターもコミュニティメンバーに参加できる。</li> <li>・譲渡制限があっても株主コミュニティが組成できる。</li> <li>・情報開示を株主コミュニティ内に制限できる。</li> <li>・新規株主に対し、反社会的勢力の排除はもちろんのこと、コミュニティメンバーも制限できる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主コミュニティ組成に向けての審査料、年間運営手数料がかかる。</li> <li>・発行株式の譲渡制限がある発行会社では、譲渡承認手続きが増える場合もある。</li> <li>・株主コミュニティ参加者への情報開示の対応が必要となる。</li> </ul>
投資者	<ul style="list-style-type: none"> <li>・非上場株式の購入・売買の機会が増える。</li> <li>・運営会社（証券会社）がエスクローサービスを行うので、受け渡し事故がない。</li> <li>・未上場株詐欺にひっかからない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主コミュニティに参加するにあたり、口座開設料がかかる。</li> <li>・コミュニティに参加しても、すぐに株主になれない場合もある。</li> <li>・財産評価基本通達において、売買実例価額による方法（時価評価）に該当していない。</li> </ul>

（出所）みらい証券株式会社「株主コミュニティ制度について」2017年9月、による。

合、会社法に基づく計算書類および事業報告

上記に加え、その他運営会員が必要と認める情報

また、同社は、株主コミュニティにかかる主な費用と期間について、次のように説明している。同社は、これらの費用と期間は、TOKYO Pro Marketに比して、いずれも安価で、短期間と説明している。

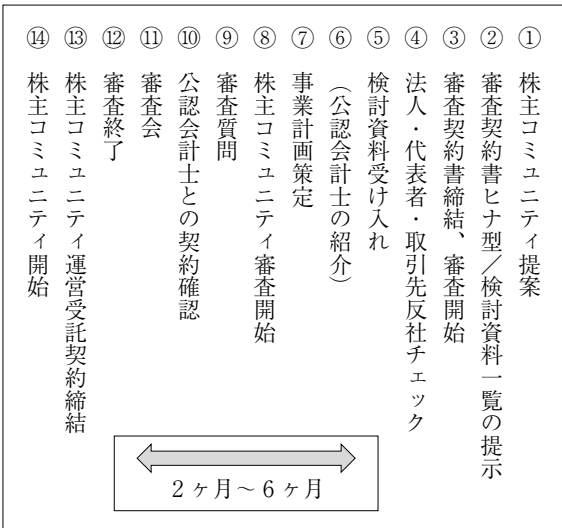
① 発行会社・初回審査料、年間運営手数料、審査期間 二か月

① 株主コミュニティ参加者・口座開設料 有料、取引手数料 無料、振込手数料 参加者負担

さらに、株主コミュニティ運営までのスケジュールについては、以下のように説明している（図表6参照）。

同社によると、証券会社として株主コミュニティを取り扱う際の課題として、そもそも株主コミュニティ制度の周知性が低いことが挙げられる。したがって、まずこの制度の周知性を高める必要があることが指摘される。また、勧誘規制が挙げられる。現状では、コミュニティのメンバーに対して勧誘することは可能であるが、メンバー以外に参加を証券会社が勧誘することができない。さらに、証券会社が関与した発行会社主体の会社説明会の開催についても、勧誘に該当するかどうか規制上、明確でない。この点について、何らかの規制上の改善ないし工夫が必要である。他

図表6 株主コミュニティ運営までのスケジュール



(出所) みらい証券、前掲

方、発行会社としては、資金調達市場としての機能が十分でないことが課題となっている。

今後、同社としては、株主コミュニティの拡大・発展のための経営戦略として、株式型クラウドファンディング・プラットフォーム運営会社との連携を進めていくとしている。株式型クラウドファンディングが発行市場の機能を担い、株主コミュニティが流通市場の機能を担えば、両者は相互補完的な関係を形成でき、発行会社にとって十分メリットがある。発行会社にとっては、既存の取引所市場よりも低コストで、上場市場に等しい機能が享受できるからである。このような取組によって、日本一の株主コミュニティ運営会社を目指すとしている。

### 3 制度利用会社の取組

ここでは、株主コミュニティ制度を利用する会社として、株式会社旅籠屋を取り上げる。

株式会社旅籠屋は、東京都台東区に本社を置く、一九九四年設立（一号店創業一九九五年）のホテルチェーンである。同社創業者は、現在の代表取締役の甲斐真氏である。同氏は、メディアでもしばしば取り上げられる<sup>(4)</sup>とともに、経営者としての活動や思いを著書として刊行している<sup>(5)</sup>。

同社のビジネスは、アメリカのモーテルをモデルとし、幹線道路や高速道路のロードサイドにミニホテルを多数店舗展開しており、このように多店舗展開しているのは、同社が日本で唯一であるという。現在、東北から九州にかけて六二店舗を運営している。顧客は、子供連れのファミリー、単独ないしグループのツーリング、ビジネス客などであり、シンプルな素泊まりの自由な空間をリーズナブルな料金（平日、親子四人で一室一万円）で提供している。

同社の事業目的は、①旅行者が気軽に安心して泊まれる自由で経済的な宿泊施設の提供」、②「地域に調和す



る資産活用事業の創出と堅実で自立した生活基盤の確保」であり、そのコンセプトは、「素泊まり」、「街道沿い」、「小規模運営」、「チェーン展開」である。したがって、同社の運営するホテルには、①客室はプライバシー重視のゆとりあるスペースとし、必要十分な設備を提供する、②飲食サービスなど付加的なサービスは提供しない、③住み込みの夫婦による運営とし、施設規模もその範囲とする、④客室の常備品や使い捨て品は必要最小限とし、不合理な無駄を省く、⑤ルート別価格、値引きなどを行わず、明朗な料金システムを設定する、といった特徴がある。

また、同社の出店は、土地のオーナー（個人または法人）が建物の建築費（一億～一・二億円前後）を負担し、同社の設計・監理の下で建物（木造二階建て、一二～一四室）を新築した上で、同社とオーナーの間で、当該物件の賃貸借契約（二〇年契約）を締結し、同社が年間八〇〇～一〇〇〇万円の家賃（固定）をオーナーに支払うというものである。その際、ホテルのメンテナンス費用や運営費も同社が負担するため、オーナー側の表面利回りは、年八～九%となる。

同社での甲斐社長へのインタビュ内容は、以下の通りである。

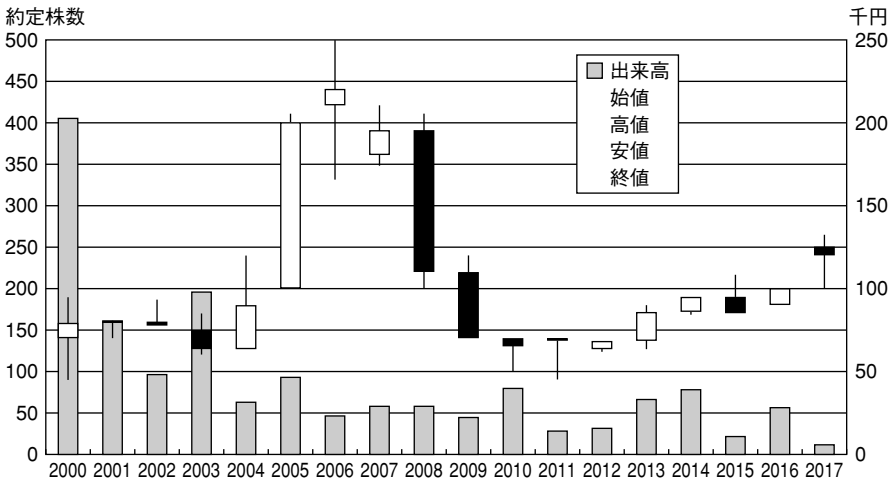
① 創業以来、店舗展開を継続し、約二〇年間増収を維持しているものの、創業当初は、信用不足のために金融機関からの融資が受けられず、資金調達に苦戦した。さらに、同社のビジネスモデルはオーナーの資金によって建設費を賄う点に特徴があり、初期投資が節約できるものの、信用力がなく応じる地主はなかなか見つからなかった。多店舗展開した場合、一〇店舗程度を出店しなければ黒字転換できない見通しであったため、自力で店舗を増やす必要があったが、自己資金が底をついており、目的が立たない状態が続いた。その際、偶然グリーンシート市場の情報を得て、ここでの公募増資を試みた。その際、ディーブレイン証券がグリーンシート

指定を担当し、約一億円を調達できた。もしグリーンシート市場がなければ、今日の同社のビジネスは存在しなかったといえる。

- ② グリーンシートに指定されたことによって、株主は約二〇〇名となった。なお、この間の株価の推移は、図表7の通りである。グリーンシートに指定されたことによって、会社が公的な存在となり、情報開示や説明責任を問われるようになることを痛感した。会計の整備などは、確かに面倒な面はあるものの、会社の状況把握のために不可欠であり、公開会社であるかどうかに関係なく、経営の基本であることを自覚した。情報開示は、会社の在り方を透明化し、会社の在り方を改善すると考えている。グリーンシートが低迷した要因として、情報開示が強化されたことが指摘されることもあるが、もしそうだとすれば、それは経営者の在り方として間違っていると一言を言える。

- ③ グリーンシートの廃止には、反対してきた。むしろ、グリーンシートの社会的地位を向上させるべきであっ

図表7 旅籠屋の株価推移



(注) 2016年9月5日までは、グリーンシートでの約定価格であるが、それ以降は株主コミュニティでの約定価格である。

(出所) 同社HP、[http://www.hatagoya.co.jp/000\\_Honbu/IR.htm](http://www.hatagoya.co.jp/000_Honbu/IR.htm)

た。実際、グリーンシートの株主には、長期的に会社を支援しようという安定株主が多く、それが利点であったが、その点が十分に理解されていなかった。

④ グリーンシートの拡大を阻害した要因として、次の点が指摘できる。まず、大手証券会社は、IPOに熱心な反面、グリーンシートを積極的に取り扱おうとしなかった。そこには、採算が取れないことや玉石混交でリスクだという理由が挙げられるが、前者の理由は、大手証券としての社会的責任の放棄であり、後者の理由はベンチャー育成という観点から間違っている。ベンチャー育成にとって、重要なことは、「玉」があるかどうかであって、「石」が混じっているかどうかではない。その意味では、ベンチャー・キャピタルもリスクをとっているかどうか疑問である。むしろリスクマネーを提供する主体は、個人投資家ではないか。また、行政も投資家保護を重視するせいかな、そのベンチャー育成は「石」の排除に偏ったものとなっているとともに、規制も画一的で、柔軟性に乏しいものとなっている。

⑤ 株主コミュニティ制度については、そもそもグリーンシートを拡大すべきであるという意見を持っている。したがって、今でもグリーンシートのほうが望ましいと考えているが、グリーンシートが廃止となり、その代替措置として株主コミュニティ制度が導入されたので、これに移行した。その際、IPOなども検討したが、デメリットのほうが大きいと判断し、IPOは選択しなかった。

#### まとめ

以上、インタビュー調査に基づき、株主コミュニティ制度現状を概観し、その課題などについても関係者の意見を紹介した。

今後、同制度がどのように展開するかについて、今の段階で断定的なことは言えないが、これらのインタビュー調査結果とともに、冒頭で紹介した日証協主催の「株主コミュニティ制度フォーラム」での議論等を筆者なりに整理し、私見を付け加えると、以下の三点が重要な鍵になると考えられる。

まず、同制度については「多様性」という観点が重要である。

株主コミュニティ制度の場合、「地域に根差した企業等の資金調達を支援する」ことが制度の趣旨として謳われているが、必ずしもこれに拘泥せず、多様な企業のニーズに応えるプラットフォームとしての魅力を発揮することが工夫されるべきであろう。その中には、地域密着の伝統的な企業だけでなく、IPOを志向する成長型ベンチャー企業、あるいは急成長を志向しないライフスタイルビジネス、場合によっては、ベンチャー・キャピタルの出資を受けつつもIPOに至らない企業なども対象となるものと思われる。

さらに、近年上場企業の中で、MBOなどによって自ら上場廃止を選択する企業が目立っている。また、低流動性銘柄のなかには、上場がステータス・シンボルとしての意味しかない銘柄も含まれているように見受けられる。このような企業のなかには、株主コミュニティ制度やTOKYO Pro Marketのほうがよりふさわしい銘柄もあるのではないだろうか。その場合、このような銘柄が株主コミュニティ制度やTOKYO Pro Marketに移行するよう促すことも銘柄数を増やすための工夫の一つと考えられる。

このような手法によって、将来、この制度を利用する会社が拡大し、その動機や目的が多岐にわたった場合、投資家の目線からは雑然とした印象を与えるようになる可能性がある。その場合、制度利用会社の動機や目的によって、いくつかのボードに分け、各銘柄の特徴を明示することも選択肢となるものと考えられる。

次に、「コラボレーション」という点である。具体的には、複数の市場を組み合わせることでシナジー効果を

発揮できる可能性がある。例えば、株式投資型クラウドファンディングと株主コミュニティを組み合わせること  
で、発行市場と流通市場の連携が図れ、市場機能の向上が期待できる。特に、最近株式投資型クラウドファン  
ディングについては、プラットフォームの新規参入が相次いでおり、Fundimo、GoAngelが活動を開始しており、  
次々に資金調達企業が現れている。<sup>(6)</sup>このように、株式投資型クラウドファンディングで株式発行した企業の株主  
にとつて、株主コミュニティ制度は、流動性を提供することができる。

第三に、「支援」という点である。株主コミュニティ制度の取扱銘柄の株主は、当初から高い流動性を期待し  
ておらず、むしろ長期・安定的な株主であると考えられる。また、株主数もそれほど多くなく、文字通り「コミ  
ュニティ」が形成され、これらの株主は、単なる利回りや値上がり期待だけでなく、会社を支援する支援者の面  
もあると考えられる。したがって、発行会社からすると、自社を長期にわたって支援してくれる株主づくりが可  
能になる面がある。このことは、取引所上場会社では必ずしも容易ではなく、むしろ近年の高頻度売買やアルゴ  
リズム取引などの拡大を見ると、より困難になっていると言わざるを得ない。このように考えると、株主コミュ  
ニティ制度は、このような支援者が形成できるという点において、貴重な特長を有しているといえるだろう。

(謝辞) 本稿を作成するに際して、上島健史氏(みらい証券株式会社)、大峯伸一氏(同)、甲斐真氏(株式会社旅籠屋)、山本  
龍一氏(日本証券業協会)から貴重なご教示およびデータ提供を賜りました。また、日本証券業協会主催「株主コミュ  
ニティ制度フォーラム」(二〇一七年一月八日開催)のパネルディスカッションの司会を担当した際、同フォーラムの講師お  
よびパネリストをご担当いただいた、今村九治氏(今村証券)、甲斐真氏(旅籠屋)、池田宜睦氏(金融庁)、山内公明氏(日  
本証券業協会)、大崎貞和氏(野村総合研究所)、呉雅俊氏(日本ベンチャーキャピタル協会)から有益なご教示をいただき

ました。感謝申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（一七連二五九：Locavestingの考え方に基づく関西、中・四国地域経済圏の地域再生のための金融方策の研究）としての研究成果です。

注

- (1) 株主コミュニティ制度の詳細については、日証協HP「株主コミュニティ」参照。  
<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/index.html>
- (2) 日本証券業協会HP、参照。 <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/seido/seidogaiyou/index.html>
- (3) 日本証券業協会HP、参照。 <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/leaflet.pdf>
- (4) 例えば、テレビ東京「ガイアの夜明け」二〇〇八年八月四日放送など。
- (5) 甲斐真『旅籠屋孤軍奮闘中』創英社、二〇〇七年。
- (6) 日証協は、二〇一七年四月以降、株式投資型クラウドファンディングでの資金調達について月次別のデータを公表している。 <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucrowdfunding/foriatsukai/index.html>

(まじお じゅんすけ・客員研究員)