

1. 会合名	株主コミュニティ制度に関する懇談会（第3回）
2. 日時	平成30年6月27日（水）14:00～15:20
3. 議案	<p>1. プレゼンテーション及び意見交換</p> <p>(1) 木下委員（三菱商事株式会社）</p> <p>○ 投資活動における株主コミュニティの活用可能性について</p> <p>(2) 今村委員（今村証券株式会社）</p> <p>○ 6・27株主コミュニティ制度に関する懇談会での私見</p>
4. 主な内容	<p>1. プレゼンテーション及び意見交換</p> <p>(1) 木下委員（三菱商事株式会社）</p> <p>○ 投資活動における株主コミュニティの活用可能性について</p> <p>木下委員より、三菱商事株式会社の投資活動等について概ね以下のとおりの説明がなされた。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・以前は「商権確保」を主目的としていたが、現在はバリューチェーン全体を俯瞰し、投資先の競争力強化、企業価値向上を支援することにより、商権確保のみならずサービス対価獲得、配当、連結収益の拡大と多様に変化している。投資は事業経営のための手段として位置づけられている。 ・投資対象は1件当たり10億円以上のものが多いイメージであるが、近年はスタートアップ企業への投資も出始めている。 ・投資先のモニタリングは事業グループが自主管理しているが、定型の経営計画書の提出を求めるなど、細かい管理を行っている。 ・投資資産の入れ替えは、投資先の事業のライフサイクルを踏まえて入れ替えを加速している。 ・投資活動のエグジットの場面でIPOやJV（ジョイントベンチャー）パートナーへの売却の場合は株主コミュニティ制度の活用は想定されないが、第三者への売却の場合であれば、株主コミュニティを活用する検討余地もあるものの、現状では流動性が低く、地域を軸とした制度となっていることから、活用が難しい。 ・活用が想定し得るケースとして、売却サイドでは、比較的規模が大きい非上場企業における安定株主の獲得や事業承継を行う場合、購入サイドでは、スタートアップ企業が参画している場合、これらへの投資を通じて企業価値の向上を図る場合が考えられる。 ・いずれにせよ、本制度の知名度向上とともにステークホルダーのインセンティブ向上が不可欠である。 <p>木下委員のプレゼンテーションを踏まえ、各委員の意見交換が行われた。</p> <p>【主な意見】</p> <p>➤モニタリングが重要であるということだが、モニタリングには、監視だけではなくアドバイザーやサポートの提供も含まれると理解してよいか。</p> <p>⇒ご理解のとおりである。昨今ではビジネスの中心が事業会社側へ移っている中、経営に深く関与するという部分への意識がより強まっている。単に投資をしてビジネスをピックアップするだけではなく、その投資にどのような意味があるのかが問われている。外部からの目線も厳しく、我々も評価を受ける立場にある。</p> <p>➤持ち株の売買は頻繁に行われているのか。また、モニターの仕方は持ち株の比率や投資比率、事業の内容により異なるのか。</p> <p>⇒売買の頻度について、投資期間という意味では、その長さはセクターにより異なっている。明確なものはないが、開発系では10～20年など長期間に亘るものが多く、それ以外のものは色々なケースがある。定型的なモニタリングにつ</p>

いては、セクターや持ち分比率による差別化は特段行っていない。

- モニタリングにより投資先企業の収益力が維持されるということであるが、事業のライフサイクルがピークアウトしたときに、貴社の傘下から外れてモニタリングを受けられなくなった場合、当該企業の収益力は落ちることになるのか。
⇒ご指摘のように投資先との関係上、結果的にはやむなく売却が遅れた事例もあったと感じる。当社から独立しても企業価値が高められるよう、投資先企業とコミュニケーションをとりつつ、Exitを図る必要性を感じる。

(2) 今村委員（今村証券株式会社）

○ 6・27 株主コミュニティ制度に関する懇談会での私見

今村委員より、資料1に基づき、株主コミュニティの銘柄審査、投資家への情報提供、流通の現状、制度改善に対する意見について、プレゼンテーションが行われるとともに、意見交換が行われた。

【主な意見】

- 株主コミュニティ銘柄の株価情報が地元新聞に掲載されることは、投資家が興味を持ち、制度の利用拡大に繋がるという点において、非常に重要であると考えられる。
- 株主コミュニティの参加顧客から売買の意向を受けた際、取引価格は証券会社から提示するのか。
⇒当社（発表者）の場合は、ご指摘のとおりである。当社は、売買の需給バランスを考慮して株価を決定し、顧客に取引価格を提示している。その際、株価の変動を望まない発行者も存在するので、株価を変動させる場合には、当該発行者にも話をしている。
- ⇒当社（発表者とは別の証券会社）の場合は、売買の需給関係により株価が変動している。その要因として、例えば、一定の条件までであれば劣後する値段でも売買を希望する顧客や、買増しをしたい既存顧客が存在することなどがあげられる。
- 株価について、旧グリーンシート銘柄であれば、同銘柄として指定を受けていた際の終値が存在するが、全くの新規銘柄として株主コミュニティを組成する場合には、新しく株価を決定する必要がある。その際の株価の適正性の確保は難しい。
- 現状では、株主コミュニティ制度を利用したプライマリーの可能性を視野に入れた発行者はないということか。
⇒魅力のある企業は、大手証券会社や地方公共団体等からも資金を集めることができる。また、長年続いている企業には、株価の変動や株主の異動のメリットはないと考えられる。したがって、株主コミュニティを利用しようという魅力ある企業は、なかなか現れない。証券会社から声をかけて、消極的ながらも検討を始める会社があるという程度である。
- 相続に伴う株式の移動を考えた場合、税制面の整理は重要である。
⇒株主コミュニティ銘柄は売買が少ないため、現在、当該銘柄の取引価格を税制上の公示価格とすることは認められていない。この取扱いについては、相応のメリットもあるが、株主コミュニティ銘柄の取引価格が公示価格として認められるのであれば、売買は更に増加すると考えられる。
- 株価の新聞掲載により取引が増加しているということだが、特定の銘柄のみ売買が多いことを鑑みると、株価の新聞掲載に起因しない理由があるのではないかと。
⇒当該銘柄は地元の鉄道会社であり、子供や孫の入学・卒業にあわせて株主優待の定期券を期待して株式の売買を行うというように、一定の需要が存在していることが理由である。また、発行者の業績が改善したことも、取引増加の理由の一つと考える。
- 株主コミュニティ制度は様相が異なる企業の様々な取引ニーズを包含できる可能性があり、カテゴリーを分けたうえで取扱方法を変えることについても、今後、

	<p>議論していただきたい。</p> <p>⇒有価証券報告書の開示の有無は、重要な区別の一つである。</p> <p>⇒高度な開示が行われているのであれば譲渡制限を付さない又は緩くても良いが、そうでない場合には譲渡制限は厳しくとしかるべきと考える。非上場株式の取引制度全体の中でのバランスも考える必要がある。</p> <p>⇒譲渡制限を付けて取引を行う事例は、過去にはグリーンシート銘柄制度の下でも存在していたので、臨機応変に対応できると考える。</p> <p>⇒株主コミュニティ制度は、仮に発行者が乗り気でない場合でも、投資家の取引ニーズがある銘柄を流通させるための制度であり、発行者への過度な負担は避けるべきである。グリーンシート銘柄制度も、発行会社における適時開示の過度な負担により、制度の利用が低迷することとなった。</p> <p>➤欧米では、最近では電子プラットフォーム型の取引制度が発展しており、調達も流通も、電子プラットフォームを念頭に置いたものを考える必要がある。</p> <p>➤「コミュニティ」にはローカルなものもネット上のものも存在する。地域という観点は大事ではあるが、インターネットでも、「住人」という概念がある。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	<p>特になし</p> <p>※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。</p>
6. 本件に関する問合せ先	<p>自主規制本部 エクイティ市場部（03-3667-8481）</p>