

1. 会合名	株主コミュニティ制度に関する懇談会（第5回）
2. 日時	平成30年9月26日（水）16:30～18:00
3. 議案	<p>1. プレゼンテーション及び意見交換</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 本田委員（株式会社野村資産承継研究所）</li> <li>○ 事業承継等での株主コミュニティ制度の利用について</li> </ul> <p>2. 事務局説明及び意見交換</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 中間論点整理</li> </ul>
4. 主な内容	<p>1. プレゼンテーション及び意見交換</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 本田委員（株式会社野村資産承継研究所）</li> <li>○ 事業承継等での株主コミュニティ制度の利用について <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 本田委員より、株式会社野村資産承継研究所における事業承継への取組みの現状並びに株主コミュニティ制度の活用方法及び課題点等について、大要以下のとおり説明がなされた。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当社は、事業承継に係るコンサルティングサービスの提供、関連分野の研究及び実践並びにセミナーの実施等を行っている。</li> <li>・ 事業承継に関する経営者の悩みは、自社株式の相続税負担が大きいこと、自社株式の分散により株主管理負担が大きくガバナンスが不安定であること、譲渡承認請求や株式買取請求のリスクがあることなど、多方面に及んでいる。</li> <li>・ 事業承継の際に株主コミュニティ制度を活用して売出し又は増資を行うと、オーナーの株式持ち分が減少して相続税負担が減少する効果や、第三者が株主となることによる監視効果、納税資金の確保等の効果が期待できる。一方、問題点としては、第三者が株主となる不安、有価証券報告書等の開示を行うことへの拒否反応、募集を行う際の手続負担、株主コミュニティの組成・運営コスト等が考えられる。</li> <li>・ 株主管理・集約という側面では、株主コミュニティ制度を活用して既存株主から株式の買い集めを行うと、運営会員が一定程度の株主管理を行うことにより、発行者の管理負担を軽減することができるほか、既存株主への換金ニーズへも対応することができる。また、株主コミュニティへの参加条件次第では、安定株主を確保するといった効果も期待できる。一方、問題点は、どのようにして株主を株主コミュニティへ誘致するかである。</li> <li>・ 株主コミュニティ制度の利用拡大に係る課題点として、運営会員における発行者審査及びシステム構築の負担が大きいことや、株主コミュニティへの参加勧誘ができないことが挙げられる。対応案としては、審査要件の緩和や証券保管振替機構（以下「保振」という。）を利用すること、米国の自衛力認定投資家のように一定の資産要件を満たす投資者の参加勧誘を可能とすること、損益通算や特定口座等に係る税制面について上場株式等と同様の取扱いを可能とすることが挙げられる。</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> <p>本田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><b>【主な意見】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 協会規則に定められている発行者の審査はどの程度のものを想定しているのか。また、保振の利用については、業務規程の改正等を行う必要はあるものの、法的規制はないと考えられるが、実際にはどうか。</li> <li>➔ 具体的な審査項目は、発行者及びその行う事業の実在性、発行者の財務状況等6項目である。規則上の義務として掲げる以上は、当然、厳正に審査をするよう規定されているが、財務状況については数値基準を設けておらず、事業の実在性においても将来性の有無の審査まで求められてはいない。定量的に示すことはできないが、引受審査に係る自主規制規則の条文</li> </ul>

	<p>と同様、「厳正に」という文言が使われているものの、多少のニュアンスや見るべき観点が異なるのではないかと考えている。</p> <p>⇒ 保振の利用については、法的規制はないが、保振を利用することになれば、発行者のコーポレートアクションに際して適時開示と同等の通知が求められることとなり、開示について一定の態勢整備がなされていることが担保されなければ、利用は難しいと考えられる。また、株主コミュニティ制度は発行者のコスト負担が少ない制度設計となっているが、保振を利用する場合には、発行者においても一定のコスト負担が生じることとなる。</p> <p>➤ 税務上、株主コミュニティにおける売買価格は時価として認められていないため、損益通算や特定口座等について上場株式と同様に扱うことは難しいと考える。</p> <p>➤ 発行者が株主コミュニティの組成後に倒産すれば、運営会員は責任を問われかねず、地域の証券会社にとっては信用の失墜に繋がることとなる。したがって、地域で株主コミュニティを運営する証券会社にとって審査は重要であり、当社も複数名のアナリストを擁して慎重に審査を行っているが、慎重に行わざるを得ない結果、そのほとんどが途中で頓挫してしまうというのが実情である。</p> <p>➤ 株主コミュニティの値付けや運営の実務については分からない点が多い。実際はどのように対応しているのか。</p> <p>⇒ 当社は旧グリーンシート銘柄を引き続き株主コミュニティ銘柄として取り扱っているため、値付けの方法やシステムはそのまま引き継いでいるが、グリーンシート銘柄制度と相違がある部分は、別途対応を行っている。実質的なリスクについてはグリーンシート銘柄である頃から大きく変わらないものの、当然、株主コミュニティの組成に当たっては、発行者の審査を行っている。また、個別銘柄特有のリスクについては、契約締結前交付書面等に記載し説明を行っている。</p> <p>➤ 既存株主から非上場株式の買い集めを行う際、買い集め先の投資者には、必ず株主コミュニティに参加してもらわなければならないのか。</p> <p>⇒ 売り手と買い手との間で直接売買を行う場合は株主コミュニティを通じなくても行うことができるが、証券会社が買い集めに対応する売却勧誘を行うことのできる範囲は、株主コミュニティ内に限られている。</p> <p>➤ 財務状況の審査において公認会計士に資料を作成してもらう場合、証券会社が審査の最終的な責任を取るという前提であれば、公認会計士が作成した資料の信頼性について、証券会社は更に精査することまでは求められないと考えてよいか。</p> <p>⇒ 基本的に財務諸表は会社自身で作成するものであり、非上場企業の財務諸表の正確性については、どこまで信頼できるかという問題は残る。審査資料の作成を引き受けるか否かは、それぞれの公認会計士の判断によるものと思われる。</p> <p>➤ システム構築の負担とは、具体的にどのようなコストを想定しているのか。</p> <p>⇒ 具体的な数値はないが、弊社の顧客管理のシステム等を変更するには少なからずコストが発生する。</p> <p>⇒ 単純な売買の管理であれば表計算ソフトでも十分対応できるが、売買報告書や銘柄コードの管理等を含めると、複雑なシステムが必要になると考えられる。</p> <p><b>2. 事務局説明及び意見交換</b></p> <p>○ 中間論点整理</p> <p>事務局より、これまでの意見交換等を踏まえた論点について、大要以下のとおり説明が行われた。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ これまでの検討を踏まえると、参加勧誘が行えないことで、参加者が拡充</li> </ul>
--	--

せず取引に厚みが出ないため、企業や大口株主による制度利用も進んでいない状況にあると整理できる。また、企業による制度利用が限定的であるがゆえに、投資者にとって魅力的な企業も少なく、投資者の積極的な参加の更なる足かせとなっているという一連の構造的な問題があると考えられる。

- ・ 参加勧誘の在り方について、例えば以下のような案は考えられるか。

- ①制度創設時に想定された参加者層（会社の役職員・顧客・取引先等）であることが顧客カード等から外形的に確認できる投資者については、参加勧誘を認める。
- ②制度全般に興味がある投資者について、個別の株主コミュニティへの参加の前段階として中間的なステータス（以下「オブザーバー」と仮称することとする。）を設け、参加勧誘や一定の情報提供を認める。
- ③既に特定の株主コミュニティに参加している投資者については、同一業種や隣接地域の株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする。
- ④流通性の制限という観点に着目し、株主数が一定未満の発行者の銘柄については参加勧誘を可能とする。

※上記はいずれも事務局案

- ・ 参加者や利用企業から見たわかりやすさを充実するために、企業群や利用場面ごとの区分けを行ってはどうか。また、区分けをする場合どのようなカテゴリーが考えられるか。カテゴリに応じて情報提供の内容、審査の深度、流通の取扱い等に差異を設けることは合理的か。
- ・ 現行規則において、非上場株式は原則投資勧誘禁止としながら、株主コミュニティを含むいくつかの例外を設けている。非上場企業が資金調達を行う場合、どのようなニーズ（募集金額の規模や勧誘対象となる一般投資家の人数、地域性の高さなど）に対して株主コミュニティは有効であると考えられるか。
- ・ 株主コミュニティの非参加者に対する情報提供について、顧客からの求めに応じて情報提供を行うことは、株主コミュニティ制度の趣旨を逸脱するものではないと整理できるか。
- ・ M&Aや事業承継を目的とした一回限りの株主コミュニティの利用や株式投資型クラウドファンディングなど他の資金調達制度との連携、電子プラットフォームの導入等について、どのように考えるか。

事務局による中間論点整理を踏まえ、各委員の意見交換が行われた。

#### 【主な意見】

- 法人投資家の参加を促す方法として、オブザーバー制度という提案は非常に面白い。ベンチャー・キャピタル（以下「VC」という。）がオブザーバーとなり、必要に応じて株主コミュニティに参加するといった利用が考えられる。
- オブザーバー制度のように複雑な仕組みとするのではなく、もっとシンプルな制度にすべきではないか。この制度はVC等を前提としているのであろうが、さまざまな企業に対して一律に適用することは難しいと感じる。本制度の改善については、協会等がどこまでリスクを許容するかを明確にしたうえで検討を行わなければ、分かりづらい制度になってしまうと考える。例えば、発行体の倒産のリスクに応じて銘柄を2種類に分けたらどうか。
  - ⇒ オブザーバーに対して株主コミュニティの参加勧誘を認め、オブザーバーとなることへの勧誘自体も可能であるとする、個別の株主コミュニティへの参加勧誘が可能となることと大差ないと考えられるが、これについてどのように考えるのか。
  - ⇒ 海外では、投資家がプロであるから適時開示は不要と考えるアプローチもあるため、株主コミュニティ制度においても、VCのようなプロに近い投

	<p>資者であれば、参加勧誘や投資勧誘がほぼ可能な制度としてもよいのではないかという考え方もある。しかし、株主コミュニティ制度は、適時開示義務のない非上場銘柄であっても投資者がその地域性などから対象企業について一定程度の認識があるという前提の下、コミュニティの範囲内で、特定の銘柄のみの投資勧誘を可能とする制度であり、投資家がプロであるか否かという観点で取り扱いに差異を設けることは行っていない。こういった制度に、投資家の区分に応じた勧誘可否の基準を加えると、制度自体が複雑になってしまう恐れがある。</p> <p>➤ 株主コミュニティ制度に新規・成長企業等へのリスクマネーの供給促進と、地域経済への貢献という大きな2つの目的を持たせているが、これらは分けて考えるべきではないか。例えば、本制度は地域経済の貢献を主目的とし、リスクマネーの供給促進については、取引所の新興市場に委ねてよいのではないかと考える。様々な目的を一つの制度に求めているところから考え直す必要があるのではないか。</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>