

1. 会合名	株主コミュニティ制度に関する懇談会（第6回）
2. 日時	平成30年10月24日（水）15:30～17:00
3. 議案	<p>1. プレゼンテーション及び意見交換</p> <p>(1) 藤本委員（みらい証券株式会社）</p> <p>○ 株主コミュニティ制度について</p> <p>(2) ゲストスピーカー</p> <p>（株式会社武井工業所 常務取締役管理本部長 横田 一人 氏）</p> <p>○ 弊社における株主コミュニティ制度</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) 藤本委員（みらい証券株式会社）</p> <p>○ 株主コミュニティ制度について</p> <p>藤本委員より、みらい証券株式会社における株主コミュニティ銘柄の取扱状況及び株式投資型クラウドファンディングとの連携並びに株主コミュニティ制度（以下「本制度」という。）の改善要望について、概ね以下のとおり説明がなされた。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当社は現在株主コミュニティ銘柄を8銘柄取り扱っており、フェニックス銘柄又は旧グリーンシート銘柄であった6銘柄に加え、新たに2銘柄を組成し運営している。新たに組成した2銘柄には譲渡制限が付されている。銘柄全体で見ると、株主の半数が株主コミュニティの参加者（銘柄全体の株主約1,400名に対し参加者約700名）となっており、運営開始から現在までの約定件数は60件、約定金額は約1,300万円である。売買実績の多い銘柄は、株主優待制度の利用や持株会の影響があると考えられる。</li> <li>・ 株式投資型クラウドファンディングとの連携について、企業のステージ別の利用方法や課題は次のとおりであると考えられる。 <ul style="list-style-type: none"> <li>① スタートアップ企業 <p>事業の継続性や企業の存続性に懸念があり、ビジネスモデルが練りこまれていないため、株主コミュニティを組成するにあたっては、事業計画や今後の資金調達手段を審査する上で困難な点がある。また、情報開示体制や経理処理体制が確立されていない企業も見受けられる。なお、ベンチャーキャピタルへのヒアリングでは、顔の見えない不特定多数の株主が多い企業への出資にはネガティブな反応であった。</p> </li> <li>② 成長段階にある企業 <p>事業拡大や他社との競争により事業部門の強化が重視され、管理部門が脆弱である可能性があるほか、監査法人による監査が行われていない場合における財務諸表の信頼性をどのように担保するのかといった審査上の難点がある。また、買いの需要が売りの需要を上回り、約定することが難しいといった懸念もある。</p> </li> <li>③ エグジットを行う企業 <p>エグジットを行う企業については、IPOとM&amp;Aの場合に本制度の利用価値があると考えられる。IPOに先立ち、主幹事証券から不特定多数の株主を整理することが求められる場合があり、M&amp;Aでは、株式を買い集める場としてのニーズがある。特に公開買付（以下「TOB」という。）が行われる際に、本制度を利用するニーズがあると考えられる。ただし、株式等売渡請求制度や株式併合によるスクイーズアウトを行う場合は、本制度を利用する必要はなくなる。</p> </li> <li>④ 安定成長企業 <p>安定成長企業については、財務内容や業績の良好な企業は株式集約の場として本制度の利用価値があると考えられる。また、自社株買いや持株</p> </li> </ul> </li> </ul>

会による買付けも考えられる。

- ・本制度の改善について、これまでの懇談会でも審査の在り方に関する言及があったが、審査基準を緩和しても責任は依然として証券会社にあるため、実務的に審査基準を緩和することはできないと考える。ただし、ワンショットの利用の場合は、例えば、通常の売買と異なり少数の買い手が発行者をよく理解したうえで買い付ける場合等では、大幅な審査基準の緩和が可能なケースもあると考えられる。
- ・株価情報については、協会のホームページで公表しているため、非参加者に対して提供することに特段の問題はないと考える。

藤本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。

#### 【主な意見】

- 譲渡制限が付されている銘柄について、取引の意向があれば、その都度取締役会で審議するというのか。また、同時に2件の取引の意向があった場合、一方だけが承認されたときにクレーム等はないのか。  
⇒譲渡制限がある銘柄については今のところ売買実績がないが、注文があった場合は、その都度、発行者の取締役会で譲渡の承認について審議する必要がある。また、譲渡不承認とする場合は、発行者が自ら買い取るか、指定買取人の指定を行う必要がある。
- 貴社はスタートアップ企業に対しビジネスモデル等の支援を行っているようだが、手数料は取っているか。また、場合によっては出資を考えているのか。  
⇒それなりの労力を要するケースではコンサルティング料をいただく必要があるが、当社のマンパワーの問題もあり、支援は2、3社程度に限られる。当社が直接出資することは考えていない。
- 譲渡制限が付されている銘柄は、近い将来、譲渡制限を外して流動性を高めることを考えているのか。  
⇒上場等、次の段階に上がりたいという意向がある会社では、将来的に譲渡制限を外すことを考えている場合もある。
- 株主コミュニティを組成することにより、将来投資に参加する可能性のある層を集める意味もあるのかもしれない。  
⇒取引先へのアピールとして株主コミュニティを利用している会社もある。
- 株式投資型クラウドファンディングで資金調達をした企業を対象に、本制度についてインタビューを行ったことがあるが、本制度の知名度は低く強い関心はなかった。貴社には本制度に関する問い合わせやアプローチはあるか。  
⇒株式投資型クラウドファンディングの取扱業者においては、本制度は既存株主の投資ポートフォリオの組替えの場となり、新しい投資者を募ることもできるため、受け皿としての関心が強い。ただし、発行者においては、現時点では実際に本制度を利用するニーズはあまりないようである。
- 株価情報の提供については、投資勧誘に該当する恐れがあるという理由から、現在、非参加者には行えないこととなっているが、株価情報の提供についてのみでなく、そもそも、どこまでが投資勧誘に該当するのかを明確にする必要があるのではないか。  
➤株価情報の提供は、勧誘に当たるのか。  
⇒平成8年に行政改革委員会規制緩和小委員会により公表された「規制緩和に関する論点公開」をきっかけに、当時、非上場株式の気配値を公表することが即座に投資勧誘になることはないという整理された経緯がある。
- TOBにおいては、証券会社が顧客に対してTOBの実施に係る案内などを行うことがあるが、非上場の銘柄が対象の場合、当該行為は協会規則の投資勧誘禁止の規定に抵触するのか。  
⇒有価証券報告書提出会社以外の非上場会社の株券等に金商法のTOB規制はかからないが、TOBの対象銘柄を売却することも投資判断の一つとして考え

	<p>ると、売りの勧誘も投資勧誘に該当する可能性がある」と保守的に考えていることが多いのではないかと。</p> <p>⇒その点についても整理する必要があるのではないかと。上場会社がTOBを行う際の投資者への情報提供のみでは投資勧誘という認識はないはずである。単純にTOBが実施されていることを周知する目的であれば、非上場株式であっても同様と考える。</p> <p><b>(2) ゲストスピーカー 横田常務取締役管理本部長 (株式会社武井工業所)</b></p> <p>○ <b>弊社における株主コミュニティ制度</b>      本会合のゲストスピーカーである株式会社武井工業所の横田常務取締役管理本部長より、資料1に基づき、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。</p> <p><b>【主な意見】</b></p> <p>➤貴社の株主コミュニティ参加者の殆どは、本社のある茨城県周辺にいるのか。      ⇒かつて上場していたことにより株主が全国に分散しているため、必ずしもそうではない。売り手は遠方におり、買い手は持株会が中心となっているが、それ以外の買い手には近隣の投資者が多いように感じる。当社の株主コミュニティは参加者の地域を限定していないが、営業地盤のある地域の人に株主になってもらいたいと考えている。      ⇒地域を限定して運営していない株主コミュニティであっても、発行者の営業地盤である地域の顧客に限定して参加勧誘することができるのなら、地域の人に株主になってもらいたい会社にとって良い買い手を見つけることができるのではないかと。</p> <p>➤貴社の株式の売買高は、上場廃止以前やフェニックス銘柄当時と比較して近年高くなっているようだが、業績や財務キャッシュフローの良さが株式の取引に影響しているのか。それとも、本制度がニーズにマッチした結果か。      ⇒確かに負債額は減少しており、財務内容が改善しているが、財務の改善が取引の増加につながっているかどうかはわからず、正確な取引量増加の原因はわからない。ただし、株主コミュニティへの移行時に、説明会等で既存株主に対して、当社の株式を売買するためには株主コミュニティを運営する証券会社に口座開設して参加者となる必要がある旨を念入りに周知したことによる影響は大きいのではないかと考える。</p> <p>➤株主コミュニティにおけるファイナンスは考えているか。      ⇒現時点でファイナンスは考えておらず、借り入れた資金を年度内で返済し、負債総額も徐々に圧縮しながら営業している。</p> <p>➤本制度は、当初「地域」と「旧制度からの受け皿」という2つのキーワードを基に設計されたが、同時期に株式投資型クラウドファンディングが制度化され、このような制度とも連携して株主コミュニティを活用できるのではないかと、この見方が出てきたことから、今回皆様にご議論いただいているところである。また、本制度について投資勧誘に関する厳正な規制が敷かれているのは、インサイダー取引規制の適用除外とするために一定の流動性ととどめる必要があることが最大の理由となっている。現在は、株主コミュニティでの流動性をとどめるために、自己申告による参加以外は認めない制度としているが、果たしてそれしか方法がないのかという点が、今回の最大のキーワードである。発行者自らが周知するという方法もご紹介いただいたが、仲介業者として担える、または担うべき役割は何かという事を、本懇談会で整理できれば良いと考えている。</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	自主規制本部 エクイティ市場部 (03-6665-6770)
---------------	--------------------------------