

非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向

松尾 順介

はじめに

二〇一四年の金融商品取引法改正によって、投資型クラウドファンディングの利用促進が図られるとともに、株主コミュニティ制度が導入された。これらの制度は、非上場株式による資金調達を促すとともに、その流通市場を整備する企図があると思われる。

現在、投資型クラウドファンディングに関しては、株式型クラウドファンディングを専門に取り扱う証券会社として、日本クラウドキャピタルが新規参入し、資金調達の事例が見られる。また、株主コミュニティ制度に関しても、今村証券、島大証券、みらい証券の三社が取組を進めている。

また、二〇一二年に導入された、Tokyo Pro Marketについても目新しい動向が見られる。例えば、沖縄県名護市に拠点を置いて活動する、OKINAWA J-Adviserの取組は、地域密着型の証券市場創設の試みとして、注目に値するものである。

そこで、本稿では、株主コミュニティ制度およびTokyo Pro Marketについて、最近の動向と取組について紹介し、その意義や課題を検討する。

1 株主コミュニティ制度

二〇一四年の金商法改正によって新たな非上場株式取引制度が導入され、日証協によって「株主コミュニティ制度」として運営されることとなった。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と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。⁽¹⁾この市場の約定数量および金額の推移は、図表1の通りである。

現在、この制度に関する取組を進めているのは、前述の通り、今村証券、島大証券、みらい証券の三社である。このうち今村証券にインタビューする機会を得たので、同社の取組を紹介する。

今村証券は、一九二二年創業、金沢市に拠点を置き、北陸三県に一〇店舗を展開するジャスタック上場の証券会社である。同社は、グリーンシート銘柄の取組においてパイオニアであり、長年の経験を有している。その背

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(2015. 8. 28指定)	島大証券(2015. 10. 26指定)	みらい証券(2016. 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)	約定数量(株)	約定金額(円)		
2015年	21,730	42,420,000	13,062	28,729,185	—	34,792	71,149,185	
2016年	157,214	298,557,900	188,086	142,456,862	6,000	585,000	351,300	441,599,762
2017年 (7月21日現在)	87,730	191,035,500	142,100	86,505,000	16,012	3,207,000	245,842	280,747,500
計	266,674	552,013,400	343,248	257,691,047	22,012	3,792,000	631,934	793,496,447

(出所) 日証協のデータによる。

景には、同社がグリーンシート導入以前からいわゆる「青空銘柄」の取組を進めていたことが挙げられる。北陸では、以前から非上場株式の取引が盛んで、北陸鉄道、富山地方鉄道、YKKなどの株式が取引されていた。特に、バスや電鉄会社の場合、株主優待として無料乗車券が交付されており、通学用として優待券が使えることから、子弟の高校進学を機に買付、卒業時に売付というパターンが多く見られた。また、地元銀行でも戦後の株式民主化運動の際に個人株主が増えたことから、相続などによる売却ニーズが生じたようである。さらに、北陸では戦後復興期に公益企業が設立される際、銀行融資が十分に受けられなかったことから、株式発行による資金調達が行われ、これも流通市場を形成する要因となった。今村証券は、これらの非上場株の気配公表を行い、これが地元新聞に掲載された。同社はこのような青空銘柄での取組を基盤として、一九九七年にグリーンシート導入後は、積極的にグリーンシート銘柄、とりわけリージョナル銘柄⁽²⁾について取組を進めた。

このような業務基盤を土台として、同社は株主コミュニティ制度の制度設計に関わってきた。株主コミュニティ制度における同社の取組は、図表2の通り一一銘柄である。

同社の指摘によれば、株主コミュニティ制度の課題は以下である。

まず、銘柄によっては売買が低調であるため、流動性が低いことである。特に、売り注文はあっても買い注文が出てこないために売り手が延々と待たされることが多い。

次に、発行会社が新株発行に消極的であり、現在の北陸地方では、ほとんど発行市場はないに等しい状況だといふ。同社は、地元企業にアプローチしているものの、反応は芳しくないようである。この背景には、発行会社が株価の変動を好ましく思わないという点が指摘される。実際、過去の出来値よりも低い価格での売買については、発行会社が難色を示すことが多く、了解を取らねばならない場合が多い。その際、自社株の価格変動が露骨

に忌避されることもあるという。

第三に、勧誘行為が禁止されていることも障害となっている。現在、コミュニティ参加者が著しく少数の銘柄もあるが、投資家が自発的に参加申し出するのを延々と待ち続けるしか手段がない。また、営業の現場では銘柄に関する説明と勧誘を截然と区別することは難しく、現場での対応には神経を使わざるを得ない。

以上のように、株主コミュニティ制度が非上場株式市場として機能するためには、まだまだ課題が多く残されているが、二〇一六年末時点での累計売買金額は五億一二七四万円に達している。

2 Tokyo Pro Market

まず、Tokyo Pro Marketは、二〇〇八年の金融商品取引法により、プロ向け市場として導入されたTOKYO AIMを母体としており、この

TOKYO AIMは、東京証券取引所とロンドン証券取引所の共同出資によって設立された。その後、ロンドン証券取引所が出資を引き上げたことから、同市場は、二〇一二年に現在のTokyo Pro Marketと改称された。Tokyo Pro Marketの要点は、①上場基準として数値基準なし、②上場申請から承認までの期間は一〇営業日、③上場前に監査期間は最近一年間、内部統制報告書および四半期開示は任意、④主な投資家は特定投資家（いわゆるプロ投資家）、⑤J-Adviser制度の採用（東証が認証したJ-Adviserが、上場審査を実施するとともに、上場後は担当す

図表2 今村証券の株主コミュニティ運営状況

銘柄名	組成日	参加者数
北陸鉄道株式会社	2015年8月28日	278
株式会社金沢名鉄丸越百貨店	2015年8月28日	9
北陸放送株式会社	2015年8月28日	2
富山地方鉄道株式会社	2015年8月28日	47
株式会社廣貫堂	2015年8月28日	1
北日本放送株式会社	2015年8月28日	2
YKK株式会社	2015年8月28日	9
立山黒部貫光株式会社	2015年8月28日	10
株式会社福邦銀行	2015年8月28日	4
株式会社ホクコン	2015年8月28日	1
福井鉄道株式会社	2015年8月28日	1

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

る上場企業の情報開示やファイナンスの手続きなどをサポートする)、などである。⁽³⁾

現在、Tokyo Pro Marketには、一八社が上場しており、その内訳は図表3の通りである。

これら一八社のうち、沖縄に本社を置く二社についてインタビュー調査を行なうことができたので、以下その内容を紹介する。

まず、株式会社碧は、那覇市に本社を置く、一九九九年創業のレストランチェーンであり、資本金五五〇〇万円、現在沖縄を中心に八店舗（沖縄六店舗、東京・大阪に各一店舗）を運営し、従業員数七八名である。また、二〇一六年九月期の売上高一〇七三百万円、経常利益六一百万円となっている。さらに、発行株式数は、普通株式五九万株であり、現社長と前社長の持ち株数

図表3 Tokyo Pro Marketの上場銘柄一覧

上場日	銘柄名	本社	業種	担当J-Adviser名	コード
2017/6/30	(株)トリプルワン	東京都	電気機器	フィリップ証券(株)	6695
2017/3/3	(株)やまぜんホームズ	三重県	建設業	フィリップ証券(株)	1440
2016/7/7	(株)ピースリビング	徳島県	不動産	フィリップ証券(株)	1437
2016/6/23	コンピュータマインド(株)	神奈川県	情報通信	フィリップ証券(株)	2452
2016/6/17	(株)歯愛メディカル	石川県	医療機器	フィリップ証券(株)	3540
2015/11/25	(株)トライアンプコーポレーション	東京都	情報通信	フィリップ証券(株)	3651
2015/10/15	WBFリゾート沖縄(株)	沖縄県	観光業	(株)OKINAWA J-Adviser	6179
2015/9/11	(株)デンタス	徳島県	医療機器	(株)OKINAWA J-Adviser	6174
2015/8/18	(株)動力	愛知県	建設業	フィリップ証券(株)	1432
2015/3/23	(株)TSON	愛知県	不動産	フィリップ証券(株)	3456
2015/1/27	(株)シンプレクス・ファイナンシャル・ホールディングス	東京都	金融	(株)OKINAWA J-Adviser	7176
2014/10/20	(株)イー・カムトゥルー	北海道	情報通信	フィリップ証券(株)	3693
2014/7/15	(株)はかた匠工芸	福岡県	繊維製品	フィリップ証券(株)	3610
2014/7/14	中央インターナショナルグループ(株)	佐賀県	保険業	(株)OKINAWA J-Adviser	7170
2013/9/4	(株)アドメテック	愛媛県	医薬品	フィリップ証券(株)	7778
2013/6/4	(株)碧	沖縄県	サービス	(株)OKINAWA J-Adviser	3039
2012/9/25	(株)新東京グループ	千葉県	サービス	フィリップ証券(株)	6066
2012/5/28	五洋食品産業(株)	福岡県	食料品	リーディング証券(株)	2230

(出所) OKINAWA J-Adviserの資料による。

はいずれも二七万株（四五・七六％）、計五四方株で、発行済み株式の九三・五二％を占めている。Tokyo Pro Marketでの直近の株価は、一〇〇〇円（二〇一七年四月）となっている。⁴

同社の運営するレストランの特徴は、店舗運営を女性のみとし、「気くばり」を重視した接客で差別化を図っている点である。同社は、このような接客姿勢と「中より上」の価格帯（約一万円程度）によって、沖繩を拠点に、東京・大阪、さらには海外展開を目指している。そのためには、知名度を向上させる必要があり、PR手段のひとつとして、Tokyo Pro Marketに上場したといふ。

上場の効果については、それを定量的に計測することは必ずしも容易ではなく、知名度向上だけを考えれば、いわゆる「口コミ」の方が有効という見方もできる。実際、接客の現場での情報収集では、「口コミ」による来店率が高く、上場していることは、ほとんど知られていないからである。しかし、人材採用活動においては、上場の効果は明らかであるという。特に、海外での採用活動では、外国人採用において入国管理上の手続きが必要であるが、その際上場会社であるために、手続きが簡素化されるといふメリットを享受できる。現在、沖繩には、中国、台湾を中心に多数の観光客が到来し、これらの観光客に対応するためには、外国人雇用が不可欠となっているが、入管手続きがその際のハードルになっているという。これが簡素化されることは、店舗運営と展開上、有効であるという。また、人材募集においても、上場会社であることは、応募者側の判断材料となっている面があり、海外のみならず、県内の採用でもプラス材料であるという。

他方、資金調達面では、上場することで金融機関からの信頼度が向上し、借入による資金調達が容易だったという。同社は上場後、三菱東京UFJ銀行を幹事金融機関とし、沖繩銀行、琉球銀行も参加したシンジケートローンで一〇億円を調達している。このような大規模な資金調達が可能になったことも上場のメリットであるとい

える。

なお、Tokyo Pro Market上場の課題としては、まず上場コストが挙げられる。コストの内訳としては、内部管理体制に係るものと監査法人の監査費用とに大別されるが、合計二五〇〇〜三〇〇〇万円程度と考えられる。ただし、同社では、将来のための必要な投資という捉え方をしている。内部管理体制の整備は、同社が今後成長する上で不可欠な基盤作りである一方、監査費用を払うことで社内体制整備に関する助言を受けることもでき、メリットがあるという。また、このような社内体制整備は、取引先企業や金融機関に対する信頼性向上の点でも有益であることも認識されている。また、同市場の投資家が特定投資家に限定され、個人投資家のハードルが高く、個人にとって利用しにくい市場となっていることも課題であるとされる。レストランチェーンは、典型的な個人客相手のビジネスであり、顧客と株主を一体化して、顧客基盤を固め、リピーター拡大を狙うことも考えられるが、現在の制度では難しい。その意味では、特定投資家の規制を緩和するなどの制度改革が必要であるだろう。

次に、WBFリゾート沖縄株式会社は、豊見城市に本社を置く、一九九〇年設立の旅館・ホテルおよびレンタカー運営会社であり、資本金二〇〇万円、現在那覇市、豊見城市、石垣島などにおいて、ホテル六店舗とレンタカー五店舗などを運営し、従業員九二名である。二〇一七年三月期の売上高は、二五一四百万円（内、ホテル事業一六九〇百万円、レンタカー事業六三三百万円、その他一九二百万円）、経常利益八〇百万円となっている。さらに、発行株式数は、普通株式四万株であり、大株主（個人）の持ち株数が単独で三万九九〇〇株となっており、発行済み株式の九九・七五%を占めている。残り一〇〇株はグループ内の別会社による保有である。Tokyo Pro Marketへの直近の株価は、一万七〇〇〇円（二〇一六年三月）となっている。⁽⁵⁾

同社の母体は、大阪市に拠点を置き、沖縄の恩納村のリゾートマンション販売会社であるが、同マンション販

売終了に伴い、一旦活動を休止したが、二〇〇三年四月にホテル事業及びレンタカー事業を展開すべく活動を再開し、現在に至っている。同社はかねてより上場を視野に入れており、国内だけでなく、香港や台湾での上場も検討していたという。その背景には、同社が二〇一二年に豊見城市瀬長島においてホテルを建設した際、その総工費二五億円のうち、約一八億円余りを銀行借入れによって調達したものの、不足額の資金調達に苦勞し、代替的な資金調達チャネルの必要性を痛感した経験があるためだという。この時は、他行からの借入等によって完工にこぎつけたものの、これが上場という選択肢を検討する契機となり、結果的にTokyo Pro Market上場を検討するに至った経緯である。上場を選んだ理由は、沖縄の観光業では他に上場会社がなく、第一号の上場となるだけでなく、地域密着型の上場企業というイメージをPRできると考えたという。さらに、Tokyo Pro Marketを選択した理由は、①監査対象期間が短い等の理由で比較的上場がしやすい、②売り出しの基準が低いことから、支配権を維持したまま、上場基準の体制を整えて次のステージを検討できる、という二点が主な理由であるという。

上場の効果は、一定程度のPR効果はあり、メディアの取材も増えるとともに、採用面でも新卒の応募者数が増加したという。特に、前述の通り、外国人採用においてビザの取得が容易になり、手続き書類も簡素化されるところにも、取得に要する日数も通常の半分程度に短縮化したとされる。

ただし、同社もTokyo Pro MarketにおけるIPOは企図しておらず、もしIPOを検討するならば、東証の本則市場やマザーズなど、より上位の市場を目指すことになるという。その理由は、Tokyo Pro Marketは、特定投資家に限定されているため、実質的には流動性がなく、資金調達市場としての機能に期待できないことが挙げられると考えられる。

また、Tokyo Pro Marketの課題としては、上場コストが相対的に高く、年間二五〇〇～三〇〇〇万円程度を負担しているという。このうち監査費用は八〇〇～九〇〇万円程度であるが、コンプライアンス関係、経理関係、IR関係にそれぞれ人員を配置する必要があり、総額としては上記の金額を負担することになるという。これらの負担は、前述のように将来のための投資という側面もあり、例えば経理のスキルアップが見られるなどの効果もあるものの、企業規模や上場の効果から考えると、かなり大きな負担となっていることは否定できない。もっとも監査に関しては、内地の監査法人に依頼している関係で、往復の所要時間などがかかることもあり、どうしても割高になる面があることである。

さらに、これらの二社のJアドバイザーを担当しているのは、沖縄に本社を置く、OKINAWA J-Adviserである。同社は、Tokyo Pro Marketを活用したユニークなビジネスモデルを構想しており、今後のTokyo Pro Marketの展開を考える上で参考になるものと思われるので、同社のビジネスモデルを以下紹介する。

同社は、二〇一二年七月、沖縄県の金融特区活性化事業において、TOKYO PRO Marketの審査機関を作ること(を)を目的に、金融特区に指定されていた名護市に沖縄県産業振興公社の全額出資(資本金一〇〇〇万円)によって設立された。その後、県内金融機関等からの出資を得て、現在の資本金は二億円となっている(内、同公社と沖縄振興開発金融公社の出資割合は五〇%、その他として琉球銀行、沖縄銀行、沖縄海邦銀行、沖縄セルラーなど)。また、名護のほか那覇、福岡、東京、大阪にも拠点を置いている。さらに、同社の業務は、J-Adviserとしての株式上場審査・支援事業のほか、コンサルティング事業(内部統制構築支援、経営改善支援など)、調査・評価事業(企業価値評価、技術評価など)、J-事業(ビジネスマッチングやイベントなど)によるビジネスパートナーやビジネスチャンスとの出会いの場の提供)を手掛けている。なお、同社は、コアを株式上場審査・支援業務

としながら、これら四事業を相互に関連させることで顧客企業の成長を促進させることができるとしている。

同社の特徴は、地方活性化のひな型としての「OKINAWA型上場モデル」を提案していることであろう。その具体例は、前述の株式会社碧の上場の際、同社が審査業務を担当し、財務面や内部統制について上場の適格性を調査・確認するだけでなく、地元のおきなわ証券が口座を開設し、取引先を中心に、地元企業が特定投資家として同社株式を購入し、同社の株主となった。さらに、上場による信用力向上は、前述のように金融機関から融資を受ける上でも役立ち、シンジケート・メンバーの拡大、金利の引き下げ、連帯保証の解消などにつながったという。このモデルは、沖縄だけでなく、徳島の株式会社デントラスの上場においても活用され、地域完結型の上場モデルとして、各地で適用可能であるとされている。

また、特定投資家には、上場会社や資本金五億円以上と見込まれる会社などが含まれることから、Tokyo Pro Market上場会社は、一方で地域の特定投資家から支援されると同時に、他方では自ら特定投資家として支援する側に回ることも可能であり、地元会社同士が相互に支援し合う関係も形成可能である。これは、沖縄の伝統的な個人相互掛金制度である「模合」⁶の企業版と捉えることもできるだろう。

さらに、特定投資家には、適格機関投資家が含まれることから、匿名組合や有限責任事業組合などのファンドを設立し、これがクラウドファンディングによって個人投資家から資金調達することも可能であり、現在クラウドファンディング・プラットフォームの設立も視野に入れているという。

また、Tokyo Pro Marketの場合、非居住者であれば個人・法人を問わず、市場での株式の売買が可能となっていることから、海外投資家を呼び込むことも検討しているという。現在、沖縄だけでなく、国内主要都市や観光地には、中国・台湾・韓国などから多数の観光客が押し寄せてきている現状を考えると、観光客がリピーターと

なり、やがては株主となる可能性もあるという。

同社は、沖縄がアジアの主要都市を結ぶハブに立地していることから、将来的には香港、上海、台湾、シンガポールとの連携関係の強化も視野に入れていくという。具体的には、Tokyo Pro Market上場企業による海外取引所での重複上場を促進し、資金調達市場としての機能向上を図るというアイデアである。ただし、クロスボーダーの重複上場の場合、異なる言語での情報開示、会計基準の相違、決済や証券事務など、様々な面で解決しなければならぬ課題もあり、ハードルは高いが、沖縄の潜在的な可能性を考えれば、このような構想は魅力的な要素を持っている。

まとめ

以上、株主コミュニティ制度およびTokyo Pro Marketの現状を概観し、その課題について現場の担当者の意見を紹介した。

そこから得られた知見を整理すると、これらの市場の課題は、投資家、発行会社および仲介業者など市場参加者に関するものと、制度面に関するものに大別される。

前者については、それぞれの市場参加者の属性などを調査し、考察する必要があるため、別稿を期したいが、後者については、どの市場においてもさらなる規制緩和ないし規制改革の必要性があるものと思われる。

その一方で、現行の制度のままでもさまざまな工夫によって、市場活性化が図られる可能性がある。

その一つとして、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、Tokyo Pro Marketの特定投資家に匿名出資組合を加え、当該組合によって株式型クラウドファンディングで募集すれば、

個人投資家と呼び込むことが可能となる。

また、OKINAWA J-Adviserが提案しているように、地域密着型モデルを構築することも重要なアイデアであろう。同社は沖縄モデルとしているが、これは他地域でも応用可能なモデルと思われる。

いずれにしても、このような市場の活性化は、今後の日本のベンチャーファイナンスや地域活性化にとって不可欠な要因であり、本稿で紹介したような取組が重ねられることが期待される。

(謝辞) 本稿を作成するに際して、今村久治氏(今村証券株式会社)、木谷伸久氏(同)、又吉日登志氏(株式会社碧)、近藤雅之氏(WBFリゾート沖縄株式会社)、高山征嗣氏(OKINAWA J-Adviser)、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。期して感謝申し上げます。

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://marketjsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/index.html>
- (2) 同社による青空銘柄およびグリーンシート銘柄の取組については、同社社長へのインタビュー、「北陸証券界の歴史を語る―今村九治氏証券史談(中)」「証券レビュー」第五五巻五号、二〇一五年五月、に詳しい。
- (3) Tokyo Pro Marketの制度概要については、日本取引所グループHP「Tokyo Pro Market」参照。
<http://www.jpix.co.jp/equities/products/tpm/outline/index.html>
- (4) 同社「発行者情報」参照。<http://www.heki.co.jp/company/ir/index.html>

(5) 同社「発行者情報」参照。 <http://wbfresort-okinawa.com/ir-news>

(6) 模合については、与那堅亀『沖繩の模合』沖縄文教出版、一九七五年、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)