

グリーンシートと株主コミュニティ制度

（非上場市場の歴史的考察）

松尾 順介

本稿では、一九九七年に創設されたグリーンシート銘柄制度および同制度の廃止に伴って導入された株主コミュニティ制度について、その創設から現在に至る歴史的経緯を考察する。

拙稿「二〇二三a」および拙稿「二〇二三b」で考察したように、戦後日本の非上場株式市場（店頭市場）の歴史的な展開をみると、非上場株式市場が拡大すると取引所市場に移行するというサイクルが繰り返されたことがわかる。

第一のサイクルは、一九五一年に店頭売買承認銘柄制度の発足から一九六一年の取引所第二部開設に至る時期である。戦後復興期から高度成長期にかけて店頭売買承認銘柄の銘柄数が増加するとともに、売買も活発になった。この制度は、ソニーやホンダのような当時の新興企業に対して資金調達の間を提供したといえるが、結果的にこの制度は取引所第二部として、事実上取引所市場に吸収された。

第二のサイクルは、二部市場開設後から二〇〇四年のジャスダック証券取引所開設に至る時期である。二部市場開設後の店頭市場については、一九六三年に店頭登録制度が導入されるが、銘柄数も約一〇〇銘柄程度の横ばい状態で、かつてのような活況は見られない状況が長く続くが、一九八〇年代以降には制度整備が進展するとと

もに、市場の拡大が見られるようになった。特に、一九八三年の「新店頭市場」といわれる制度改革は、その重要な契機であると思われる。この「新店頭市場」は、銘柄数などが増加し、市場としても拡大し、その名称もJASDAQと改められるが、これもまたジャスダック証券取引所として取引所化された。

以上の考察を踏まえると、二〇〇四年のジャスダック取引所以降の非上場株式市場として注目されるのは、グリーンシート銘柄制度と株主コミュニティ制度である。両者はいずれも日本証券業協会によって管理・運営されており、その点においては従来の店頭売買承認銘柄制度や店頭登録制度と形式的に同じである。しかし、大きな相違点は、かつての非上場市場は成長・拡大し取引所化していったのに対し、グリーンシート銘柄制度は、そのような展開を示すことなく廃止され、その後の株主コミュニティ制度についても、現時点においてはかつての非上場株式市場のような拡大を示していないという点である。

したがって、本稿では、このような相違が生じた背景を考察するとともに、今後非上場市場が拡大するための条件について検討する。

1 グリーンシート制度創設（一九九七年）

一九九六年十一月、当時の橋本総理は金融システム改革（日本版ビッグバン）の取り組みを開始したことから翌一九九七年二月、通産省も産業構造審議会の産業金融小委員会も審議を再開した。ここではベンチャー企業の資金調達に関連して、店頭登録市場の抜本的改革や未登録・未上場株式の流動性確保などが盛り込まれた。同年六月公表の同小委員会中間報告には、円滑なリスクマネー供給のための環境整備として、店頭市場の活性化に向けた更なる改革とともに、未登録・未上場株式への投資を促進する観点からの市場整備が掲げられた。

さらに、一九九七年三月に公表された、政府の規制緩和推進計画（再改定）においても「多様な資金調達、運用ニーズに対応するため、早期に未登録・未上場株式などの投資勧誘を解禁する必要がある」との提言が示された。

これを受けて日本証券業協会は、同年四月「未登録・未上場株式などの投資勧誘および企業内容開示などについての要綱」において、気配公表銘柄制度を創設し、条件付で未登録・未上場株式などの投資勧誘を解禁することを決定した。

また、一九九六年六月に設置された証券取引審議会総合部会では、総合的な視点から市場改革が審議され、一九九七年六月に公表された「証券市場の総合的改革」では、取引所集中義務の撤廃、先物オプション取引の整備、株式手数料自由化および店頭市場の見直しなどと並んで、「未上場・未登録株式の証券会社による取扱いについては、取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認められることが適当」という提言が示された。⁽¹⁾

これらの一連の流れを受けて、同年七月、日本証券業協会は、「店頭取扱有価証券」についての定義を新設し、会社内容および気配の提示などの取扱いを定めるため、所要の規則改正などを行った。これらの規則改正によって導入されたのが、「グリーンシート制度（気配公表銘柄制度）」であり、この制度によって取扱い対象となるのが「グリーンシート銘柄（気配公表銘柄）」である。⁽²⁾

まず、これらグリーンシート銘柄は、①有価証券報告書の継続提出企業であるか、②公認会計士または監査法人による証券取引法監査または商法監査で適正ないし適法とされた財務諸表などが投資勧誘上の「会社内容説明書」として利用できる企業であることとされた。ここでいう「会社内容説明書」とは、有価証券届出書の第一部「証券情報」の「事業概況などに関する特別記載事項」および第二部「企業情報」の記載事項に準拠して記載さ

れていること、さらに財務諸表は財務諸表規則に準拠して記載されることと定められ、有価証券報告書とほぼ同等の内容をもつものとされた。

次に、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うとする証券会社は、発行会社の「会社内容説明書」などを当該発行会社の決算期毎に更新するとともに、これを取扱部に備え置き、顧客の縦覧に供するとともに公衆の縦覧に供することと定められた。また、当該銘柄の発行会社の経営に重大な影響を与えるおそれのある事項などを証券会社が知った場合には、これを顧客に説明するとともに、証券業協会に報告することが定められた。

第三に、有価証券届出書の提出を要する募集の取扱いなどを行う場合、証券会社は顧客に対し、「目論見書」を交付し、当該店頭取扱有価証券および発行会社の内容を十分説明することと定められ、有価証券届出書の提出を要しない募集の取扱いなどを行う場合は、当該店頭取扱有価証券の「証券情報」を追記した会社内容説明書を「目論見書」として使用し、顧客に対し、発行会社の内容を十分説明することとされた。また、取扱証券会社は有価証券届出書または目論見書を取扱部に備え置き、顧客の縦覧に供することとされた。

第四に、これら銘柄の投資勧誘は、公正慣習規則第九号に定める規則（協会の投資勧誘、顧客管理に関する規則）を遵守することと定められた。

第五に、不正取引の防止については、証券業協会規則に定める店頭取引に関する禁止行為などの規定を遵守することとされており、証券取引法の不正取引行為の禁止（一五七条）、風説の流布などの禁止（一五八条）、類似市場開設などの禁止（一六七条の二）、などが適用される一方、相場操縦的行為の禁止（一五九条）やインサイダー取引規制（一六五条など）は適用除外とされた。

第六に、気配の提示については、売り・買い気配を継続的に証券会社の取扱部店の店頭などにおいて提示する

とともに、週一回以上当該気配を更新すること、また直近の気配を毎週月曜日に証券業協会に報告することが定められた。さらに、売買の報告については、証券会社が所定の様式により、証券業協会に報告することとされた。そして、証券業協会は、報告された気配公表銘柄の売買の内容について公表することとされた。

2 導入後の整備拡充

このグリーンシート制度は、その活性化を図る観点から、導入後さまざまな改正が加えられた。以下、時系列に沿って列挙すると以下の通りである。

一九九九年六月には、グリーンシート銘柄に係る気配および売買の協会への報告ならびに協会への公表の頻度について、月一回から月二回にするなどの改正が行われた。

同年八月に公表された「市場改革の行動計画―改革のスピードアップ」において、未登録株式の流通促進（グリーンシート市場の活性化）が掲げられたことを受けて、同年一〇月に「グリーンシート市場活性化ワーキング」が設置され、二〇〇〇年一月、その検討結果は「グリーンシート市場の活性化を目指して（中間報告）」として取りまとめられた。この件と結果のうち、実現可能な項目から早急にその実現を図るため、先の報告および公表の頻度を月二回から週一回とするなどの規則改正が行われた。また、同年二月には、報告頻度の増加に対応するため、気配公表会員がインターネットを通じて直接協会の気配公表システムに入力できるようシステム構築が行われ、運用が開始された。

二〇〇〇年七月には、「エマーシング」（ベンチャー・新興企業）、「フェニックス」（上場廃止・登録取消企業）、「リージョナル」（前二者に該当しない企業）の三市場区分が導入されるとともに、気配公表頻度の向上が図られ、

毎日気配を公表する銘柄が創設された。

二〇〇一年八月には、グリーンシート銘柄が正式公開市場に公開する場合、公開前規制の適用除外とするなど、より利便性の向上のための整備が進められた。

二〇〇二年一月、グリーンシート銘柄となるための条件として、従来二期の財務諸表について監査証明の添付が要求されていたが、直前一期の監査証明で足ることとされた。

また、二〇〇二年八月には、金融庁の「証券市場の改革プログラム」においてグリーンシートの拡充を検討するよう協会に対して要求することが掲げられたことを受けて、改革に向けて関係者へのヒアリングを行うとともに、関係者を中心としたグリーンシート実務者勉強会が設置され、検討が重ねられた結果、同年二月「独自性を発揮したグリーンシートの発展をめざして」と題する報告書が取りまとめられた。この報告書を受けて、二〇〇三年三月には、①グリーンシート銘柄の銘柄区分として「投信・SPC」（投資証券および特別目的会社が発行する優先出資証券）を新たに設ける、②取扱会員による当該銘柄の発行会社に対する審査（法令遵守状況を含めた社会性、適時開示体制の整備状況、事業の成長性および当該銘柄に投資する際のリスクなど）、③四半期報告書を含むタイムリー・ディスクロージャーなどの規則改正が行われ、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示が求められるようになった。

二〇〇三年七月には、会員が投資勧誘を行うことができる店頭有価証券について、譲渡制限の要件を少数人数募および適格機関投資家向け私募で求められる法令の要件と同様とされた。

さらに、同年一二月、金融審議会金融第一部会「取引所のあり方に関するワーキンググループ」において、グリーンシートの活性化について取り上げられ、今後グリーンシート銘柄に対する行為規制の適用を含めた活性化

策が盛り込まれた。特に、証券取引法上の規制（不正取引規制など）を一定程度課すとともに、現行と同程度のディスクロージャーを行うことを明確にすべきであることが示された上で、ディスクロージャーについては証券業協会の自主規制に委ねることが提示された。このことは、のちの改正の背景となるものである。

二〇〇四年四月および六月、税制改正によって一定のエンターテインメント区分がいわゆるエンジェル税制の適用対象とされた。

二〇〇五年四月施行の改正証券取引法において、グリーンシート銘柄が「取扱有価証券」として法律上定義されるとともに、インサイダー取引規制などの不正取引規制が適用されることとなった。これを受けて、二〇〇四年一二月、日本証券業協会エクイティ市場委員会の下部機関として「グリーンシート制度の見直しに関するワーキング・グループ」が設置され、グリーンシート制度の位置づけ、インサイダー取引規制などの適用に関する制度整備、青空銘柄の投資勧誘に関する考え方について検討が重ねられ、二〇〇五年三月、全面的な規則の新設・改正が行われた。このことは、その後のグリーンシート制度の展開を考える上で重要な転機となったものとされるが、その具体的な改正点は以下の通りである。

二〇〇六年三月には、フェニックス区分の取扱いおよびエマージング区分からオーディナリー区分への移行基準の見直しが行われ、従来のリージョナル区分が廃止され、事業の成長性を欠く銘柄のための区分としてオーディナリー区分が設けられた。さらに、二〇〇八年三月には、上場廃止後の換金制度の整備の一環として、フェニックス銘柄区分がグリーンシート銘柄制度から分離された。

なお、このフェニックス区分の分離の背景としては、二〇〇七年四月、取引所上場廃止銘柄を保有する投資家に対し、投資家保護を図りながら換金場の場を提供するとともに、上場廃止企業の再生を援助できる仕組みの整備

と店頭有価証券の投資
 勧誘規制の見直しを目
 的として、エクイティ
 市場委員会の下部組織
 として「取引所上場廃
 止銘柄などの流通に関
 する制度整備ワーキン
 グ・グループ」が設置
 された。同年一二月、
 同ワーキング・グルー
 プは、検討結果を取り
 まとめた「上場廃止銘
 柄の円滑な流通を促進
 するための制度整備に
 ついて」と題する報告
 書が公表された。これ
 によれば、従来の上場
 廃止銘柄はフェニックス

図表 1 日本証券業協会規則によるグリーンシート制度見直しの内容

項目	具体的な内容
投資勧誘規制の緩和	<ul style="list-style-type: none"> ・銘柄審査と気配提示を行う取扱会員以外の証券会社によるグリーンシート銘柄の投資勧誘を認める。 ・青空銘柄の適格機関投資家に対する投資勧誘を認める。
適時開示義務の導入と不公正取引防止のための措置	<ul style="list-style-type: none"> ・グリーンシート銘柄にもタイムリー・ディスクロージャーの義務を及ぼし、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示を要求する。 ・協会でグリーンシート銘柄の売買管理を行う。 ・協会による発行会社に対する照会、資料超級制度、売買停止制度を導入する。
登録要件の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・グリーンシート銘柄は株式の譲渡制限を行わないものとし、既存の銘柄についても、規則改正後1年以内の定款改正を求める。
区分の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・成長性を求めるエマージング区分、上場廃止銘柄を指定するフェニックス区分に加えて、事業の成長性を求めるという要件を欠く銘柄のためのオーディナリー区分を設ける。 ・エマージング区分の銘柄が会社内容説明書に記載した業績計画数値で示した事業の成長性の5割以上が達成されていない場合、オーディナリー区分に移行する。 ・リージョナル区分縮銘柄はタイムリー・ディスクロージャーを行わないことから、区分を廃止し、銘柄の登録を取り消す。 ・廃止時点でリージョナル区分に指定されていた銘柄は、消極的な投資勧誘（注1）のみを認める。
運営費用の負担	<ul style="list-style-type: none"> ・グリーンシート制度運営に係る費用を発行会社および取扱会員に負担させる（注2）。

(注1) ここでいう「消極的勧誘」とは、例えば、投資勧誘なしに顧客から買い注文が入ったにもかかわらず、これに対応する売り物が無い場合に株主（所有者）に売ってもらうように働き掛けることを指す。

(注2) 従来、グリーンシート運用関係費用はすべて協会の一般会計で担われており、発行会社や取扱会員からは費用徴収されていなかったが、2005年4月より発生するTDnet利用料（年額96,000円・当時税抜き）や証券コード付番に係る費用は発行会社負担となった。

(資料) 日本証券業協会の資料による。

(出所) 大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」（『資本市場クォーター』2005年春、所収、2頁。ただし、若干の加筆・修正を加えた。

ス区分において換金の場が提供されてきたが、ディスクロージャー体制などの不備によって上場廃止となる銘柄については、グリーンシート制度のディスクロージャーが強化されたため、この制度が利用できず、投資家に換金の場を提供できなくなることから、新たな受け皿として、現行のグリーンシートとは分離した制度を設ける必要があるとされた。これを受けて、二〇〇八年三月、規則の一部を改正し、新たな「フェニックス銘柄制度」が創設された。

このフェニックス銘柄制度の創設以降、大きな規則改正は行われなかったものの、グリーンシート銘柄の減少が続き、グリーンシート制度そのものに対する見直しの動きが高まった。このような事態を背景として、二〇一一年九月、日本証券業協会は「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」を設置し、検討を重ね、二〇一二年六月に報告書を取りまとめた。ここでは、まずグリーンシートの銘柄数や売買高・売買金額などの低下についての分析が行われ、その要因として以下の点が指摘されている。①グリーンシート銘柄制度は指定基準に財務基準を設けず、赤字企業の資金調達に資する点特徴であるが、各証券取引所に開設された新興市場でも同様の特徴を有するものが存在するようになり、非上場企業がグリーンシート銘柄制度を利用するインセンティブが低下した、②発行会社の業績や資産規模や株式の発行・流通状況を踏まえると、適時開示義務など発行会社のコスト負担が過大である、③非上場株式は譲渡制限が付されていることが一般的であるため、譲渡制限を付さないというグリーンシート銘柄制度の指定条件が発行会社にとっての障害となっているというものである。

以上の検討を踏まえた上で、同報告書は次の結論を提示している。

- ① 発行会社の資金調達の観点から、同制度は取引所金融商品市場へのステップの場としての役割を果たしていない。

② 非上場会社および投資家などにはさまざまなニーズ⁽³⁾があり、それに応えるためには、従来のグリーンシート銘柄制度のイメージ・目的には必ずしもとらわれない、非上場株式の発行・流通に幅広く利用される新たな枠組みの具体的な方向性を検討する必要がある。

最後に、この新たな枠組みの方向性として、下記のイメージを提示した。なお、ここでは、適時開示については、今後、具体的な検討を行うものとされた。

その後、二〇一三年一月には、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方などに関するワーキング・グループ」報告が公表され、株式投資型クラウドファンディング

図表2 新たな枠組みの方向性イメージ

		新たな枠組みの方向性	GS制度
制度目的		非上場会社および投資家などのさまざまなニーズに応えるべく、非上場株式の発行・流通に幅広く利用されることを目的とする。	取引所金融商品市場へのステップの場として位置づけられている。
想定される流通の程度		さまざまなニーズに基づく散発的・非継続的な売買需要を満たす水準を想定している。	取引所金融商品市場に準ずる水準を目指している。
会社内容開示		証券会社による投資勧誘において、発行会社が作成した会社内容説明書などの使用を義務付ける。	証券会社による投資勧誘において、発行会社が作成した会社内容説明書などの使用を義務付けている。
適時開示		今後、具体的な検討を行う。	発行会社に適時開示を義務付けている。
投資家	発行	限定された投資家のみ	一般投資家を含む全ての投資家
	流通	限定された投資家間のみ	一般投資家を含む全ての投資家
取扱う証券会社の役割など		相対取引であることを前提に、限定された流通範囲の担保や不正取引排除といった投資家保護などの観点から、証券会社の品質を一定程度担保する規制を導入する。	<ul style="list-style-type: none"> ・ 適当性の審査義務 ・ 売買価格などの報告義務 ・ 会社情報の開示の指導義務 ・ 外形的な指定基準なし。

(注) 上記の新たな枠組みの方向性は、本懇談会において、今後の日本証券業協会における制度設計において留意する必要があるとした内容である。

(出所) 日本証券業協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書、2012年6月19日、10頁。

グの制度を整備するとともに、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな制度として投資グループ（現在の株主コミュニティ）の制度を整備することなどが提言された。これを受けて、二〇一八年一月、グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄に関する規則の一部改正などが行われ、同年四月をもってグリーンシート銘柄制度は廃止された。

3 グリーンシート市場の推移

二〇一八年四月にグリーンシート銘柄制度は約二〇年の歴史を閉じたが、この間の市場の推移を概観する。まずグリーンシート銘柄の市場規模の推移を概観する。その際、同時期に創設された他市場と比較すると以下の通りとなる。

これを見ると、二〇〇三年までは、マザーズ、ナスダック・ジャパンなどの銘柄数を上回っており、店頭市場を別とすれば、新興市場をリードする存在であったことがわかる。しかし、二〇〇五年以降は、グリーンシート銘柄数が減少傾向に転じた半面、マザーズや大証ヘラクレスが伸長するとともに、いわゆる「新興市場ブーム」の下で地方証券取引所の開設した新市場が徐々にではあるが、銘柄数を伸ばす一方、逆にグリーンシートの存在感が低下していったといえる。

次に、グリーンシートと他市場との売買株数および売買代金を比較したものが図表4であり、それを比率で表すと図表5となる。なお、グリーンシートの場合、売買株数に比べると売買金額が相対的に低く、二ヶ台の株価となるが、これはグリーンシート銘柄にチツソが含まれていたことが大きく影響していると考えられる。同銘柄は、売買株数の約九割を占めており、同社株価は最高値でも三一円（二〇一〇年）であった。したがって、売

買株数を見ていくと、JASDAQやマザーズとは比較にならないが、大証ヘラクレスとは同規模であり、また二〇一〇～一一年ごろまでは、地方証券取引所の新興三市場をかなり上回っている。ただし、それ以降、新興三市場がいずれも売買株数を増加させると、グリーンシートはその後塵を拝するようになる。

第三に、グリーンシート銘柄について、より詳しく区分別の推移をみると、以下の図表6となる。

これを見ると二〇〇一年を除いて二〇〇四年まではほぼ一貫して増加傾向を示したのに対し、二〇〇四年の九六銘柄をピークに減少傾向に転じ、その後一貫して減少していることがわかる。したがって、減少の要

図表3 グリーンシートと他の新興市場との銘柄数の比較

年	グリーンシート	店頭／JASDAQ	ナスダック・ジャパン／大証ヘラクレス	マザーズ	TOKYO PRO Market	名証セントレックス(現ネクスト)	福証Q-Board	札証アンビシャス
1997	22	834	—	—	—	—	—	—
1998	32	856	—	—	—	—	—	—
1999	41	868	—	2	—	0	0	—
2000	43	886	40	29	—	0	0	0
2001	40	926	82	36	—	1	0	1
2002	63	939	101	43	—	0	0	1
2003	77	943	103	72	—	0	1	1
2004	96	944	110	122	—	5	2	2
2005	90	1,080	124	150	—	18	4	2
2006	90	1,126	155	185	—	31	8	6
2007	79	1,151	172	195	—	32	10	11
2008	75	1,095	169	196	—	30	10	11
2009	65	1,038	149	183	—	28	10	10
2010	60	998	—	179	—	27	10	10
2011	49	963	—	176	—	22	10	9
2012	38	921	—	180	3	17	11	8
2013	36	876	—	191	6	14	9	5
2014	32	843	—	205	9	13	10	5
2015	22	791	—	220	14	13	12	6
2016	18	756	—	228	16	13	14	6
2017	11	748	—	247	22	13	14	8
2018	0	725	—	275	29	12	16	9

(資料) 日本証券業協会および各取引所資料より作成。

因としては、二〇〇五年の全面的な制度改正が指摘でき
る。

また、区分別にみると、エマーシング区分とリージョ
ナル／オーディナリー区分では、やや減少傾向に違いが
見られることもわかる。エマーシング区分では、二〇〇
四年を境に減少傾向に転じ、二〇〇五年六八銘柄に対し、
二〇〇六年五四銘柄（減少率二〇・六％）、翌二〇〇七
年には四三銘柄（同二〇・四％）、さらに二〇〇八年に
は三一銘柄（同二七・九％）、二〇〇九年には二二銘柄（三
二・三％）となり、この四年間に六八銘柄から二二銘柄
となり、約七割の銘柄が減少したことになる。逆に、リー
ジョナル／オーディナリー区分では、二〇〇四年一七銘
柄から二〇〇五年一四銘柄に減少したものの、二〇〇六
年には二八銘柄と倍増しており、その後も二〇〇七年二
八銘柄から二〇〇八年四三銘柄へと五三・六％増を記録
している。この区分が減少に転じるのは二〇一〇年から
であり、その後はエマーシング区分同様に一貫して減少
傾向を示している。このことは、二〇〇五年の制度改正

売買株数・売買代金の比較

(単位：千株、千円)

大証ヘラクレス		名証セントレックス (現ネクスト)		福証Q-Board		札証アンビシャス	
売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
1,308,549	9,674,806,463	9,985	237,339,922	39	16,985,107	35	9,400,720
1,602,828	13,326,854,520	30,897	204,398,757	65	6,462,043	237	31,362,762
1,695,269	6,188,056,214	23,643	48,675,509	54	2,959,302	171	6,652,007
797,201	2,218,134,298	18,710	14,304,409	12	452,359	145	1,561,917
859,146	914,965,444	17,718	14,086,093	27	431,486	157	851,655
—	—	9,894	14,776,287	11	338,230	100	988,395
—	—	21,846	6,281,896	45	1,461,514	733	1,188,054
—	—	45,176	42,986,409	806	4,379,107	2,760	18,168,746
—	—	94,624	55,172,150	11,618	66,401,688	8,184	5,677,979
—	—	372,569	26,589,467	8,325	11,070,556	6,160	6,478,465
—	—	517,968	34,577,954	5,270	3,358,174	81,902	67,188,058
—	—	27,461	12,269,893	2,428	1,263,859	58,145	49,096,126
—	—	40,087	18,921,399	5,710	3,972,951	159,901	290,215,666
—	—	229,303	425,327,017	10,955	12,157,753	267,880	200,769,281

の影響が、リージョナル／オーディナリー区分の発行会社よりもエマージング区分の発行会社にとってより大きなものとなった。特に適時開示の負担は、そのような体制が整っていない新興企業には相当のコスト増となったと考えられる⁽⁴⁾。この制度改正については、当初一部にはグリーンシート銘柄の位置づけが向上あるいは昇格したという肯定的な評価も見られたものの、発行会社の負担を徒に大きくするだけの過剰規制とする批判的な評価も示された⁽⁵⁾。結果的にはこの規制が市場縮小の要因になったという認識がその後共有され、株主コミュニティ制度創設の地盤となったと考えられる。

4 株主コミュニティ制度創設と展開(二〇一五年)

グリーンシート銘柄制度の銘柄数が減少するとともに、その売買も低調に推移したことから制度の見直しが課題となるとともに、二〇一三年六月に閣議決定された「日本再興戦略」JAPAN is BACK」では、「個人からベンチャーへの資金の流れを一層太くすることに加え、中

図表4 グリーンシートと他市場の

年	グリーンシート		フェニックス		JASDAQ		マザーズ	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	11,422	1,739,985	—	—	38,647,339	29,558,168,000	10,612,002	20,571,037,000
2006	16,066	3,129,899	—	—	23,100,722	36,890,666,000	3,746,481	21,977,973,000
2007	10,544	1,122,635	—	—	13,988,247	17,409,379,000	1,136,310	13,403,129,000
2008	12,033	1,079,033	6	260	12,167,584	6,838,978,000	1,754,846	6,057,358,000
2009	5,894	1,569,554	48	5,866	9,345,326	4,135,565,000	1,275,373	3,829,377,000
2010	7,713	209,861	29	3,914	7,780,105	4,901,938,000	1,041,272	3,698,603,000
2011	4,206	103,383	381	2,852	11,627,351	5,515,978,000	2,278,151	4,480,827,000
2012	1,682	45,210	133	4,435	11,347,660	5,101,575,000	2,470,387	3,274,099,000
2013	5,899	108,271	109	13,657	13,237,308	11,091,149,000	10,631,593	27,841,013,000
2014	4,070	109,406	178	150,758	37,019,052	23,871,811,000	23,035,432	34,968,861,000
2015	8,994	165,909	173	66,540	37,077,973	18,117,235,000	16,053,604	23,059,265,000
2016	9,620	158,647	29	2,243	29,715,104	12,135,673,000	16,838,945	29,640,306,000
2017	11,415	117,032	—	—	31,788,110	17,942,615,000	19,187,800	27,408,857,000
2018	4,846	38,299	—	—	30,165,391	18,240,724,000	14,775,667	23,828,660,000

(注) 2018年のグリーンシートの数字は、同年3月末のものである。また、データの入手可能な2005年以降に限定した。

(資料) 日本証券業協会および各取引所のデータによる。

図表 5 グリーンシートと他市場の売買株数・売買代金の比率

(単位：%)

年	グリーンシート/ JASDAQ		グリーンシート/ マザーズ		グリーンシート/ 大証ヘラクレス		グリーンシート/ 名証セントレックス (現ネクス)		グリーンシート/ 福証QBoard		グリーンシート/ 札幌フンビヤス	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	0.03	0.01	0.11	0.01	0.87	0.02	114.4	0.7	29,509	0.07	32,646.5	18.5
2006	0.07	0.01	0.43	0.01	1.00	0.02	52.0	1.5	24,700	0.25	6,764.9	10.0
2007	0.08	0.01	0.93	0.01	0.62	0.02	44.6	2.3	19,491	0.36	6,167.4	16.9
2008	0.10	0.02	0.69	0.02	1.51	0.05	64.3	7.5	100,685	2.66	8,277.5	69.1
2009	0.06	0.04	0.46	0.04	0.69	0.17	33.3	11.1	21,894	1.37	3,755.8	184.3
2010	0.10	0.00	0.74	0.01	—	—	78.0	1.4	70,000	2.28	7,683.3	21.2
2011	0.04	0.00	0.18	0.00	—	—	19.3	1.6	9,415	0.29	573.9	8.7
2012	0.01	0.00	0.07	0.00	—	—	3.7	0.1	209	0.04	60.9	0.2
2013	0.04	0.00	0.06	0.00	—	—	6.2	0.2	51	0.01	72.1	1.9
2014	0.01	0.00	0.02	0.00	—	—	1.1	0.4	49	0.04	66.1	1.7
2015	0.02	0.00	0.06	0.00	—	—	1.7	0.5	171	0.27	11.0	0.2
2016	0.03	0.00	0.06	0.00	—	—	35.0	1.3	396	0.76	16.5	0.3
2017	0.04	0.00	0.06	0.00	—	—	28.5	0.6	200	0.29	7.1	0.0
2018	0.02	0.00	0.03	0.00	—	—	2.1	0.0	44	0.04	1.8	0.0

(資料) 日本証券業協会および各取引所のデータによる。

略) 民間企業などによるベンチャーや新事業への投資を行いやすくする。こうした取り組みにより、産業の新陳代謝を促すことで、開業率が廃業率を上回る状態にし、開業率・廃業率が米国・英国レベル(一〇%台)になる「ことを目指す」ことが目標として掲げられた。⁶⁾これを踏まえて、同年六月、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方などに関するワーキング・グループ」を設置し、同年一二月に報告書を提出した。そ

ここでは、投資型クラウドファンディングの利用促進とともに非上場株式の取引・換金のための枠組みとして、「新たな非上場株式の取引制度」の整備が提言された⁽⁷⁾。なお、同報告書では、新たな取引制度について、証券会社が投資勧誘を行える範囲を銘柄毎に組成・管理された「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当であることが明記されるとともに、上場株式の原則通り、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であるとの方針が提示された。したがって、発行者の開示義務についても、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度ほどの開示義務を課す必要はないとの判断が示された⁽⁸⁾。

図表6 グリーンシート銘柄の推移

年	エマージング		リージョナル/ オーディナリー		フェニックス		投信・SPC		合計	
	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率
1997	—	—	—	—	—	—	—	—	22	—
1998	—	—	—	—	—	—	—	—	32	—
1999	—	—	—	—	—	—	—	—	41	—
2000	15	—	24	—	4	—	—	—	43	—
2001	18	20.0%	18	-25.0%	4	0.0%	—	—	40	-7.0%
2002	41	127.8%	18	0.0%	4	0.0%	—	—	63	57.5%
2003	54	31.7%	17	-5.6%	5	25.0%	1	—	77	22.2%
2004	70	29.6%	17	0.0%	8	60.0%	1	0.0%	96	24.7%
2005	68	-2.9%	14	-17.6%	7	-12.5%	1	0.0%	90	-6.3%
2006	54	-20.6%	28	100.0%	7	0.0%	1	0.0%	90	0.0%
2007	43	-20.4%	28	0.0%	7	0.0%	1	0.0%	79	-12.2%
2008	31	-27.9%	43	53.6%	—	—	1	0.0%	75	-5.1%
2009	21	-32.3%	43	0.0%	—	—	1	0.0%	65	-13.3%
2010	20	-4.8%	39	-9.3%	—	—	1	0.0%	60	-7.7%
2011	16	-20.0%	33	-15.4%	—	—	0	-100.0%	49	-18.3%
2012	14	-12.5%	24	-27.3%	—	—	0	—	38	-22.4%
2013	15	7.1%	21	-12.5%	—	—	0	—	36	-5.3%
2014	12	-20.0%	20	-4.8%	—	—	0	—	32	-11.1%
2015	6	-50.0%	16	-20.0%	—	—	0	—	22	-31.3%
2016	4	-33.3%	14	-12.5%	—	—	0	—	18	-18.2%
2017	1	-75.0%	10	-28.6%	—	—	0	—	11	-38.9%
2018	0	-100.0%	0	-100.0%	—	—	0	—	0	-100.0%

(資料) 日本証券業協会の資料より作成。

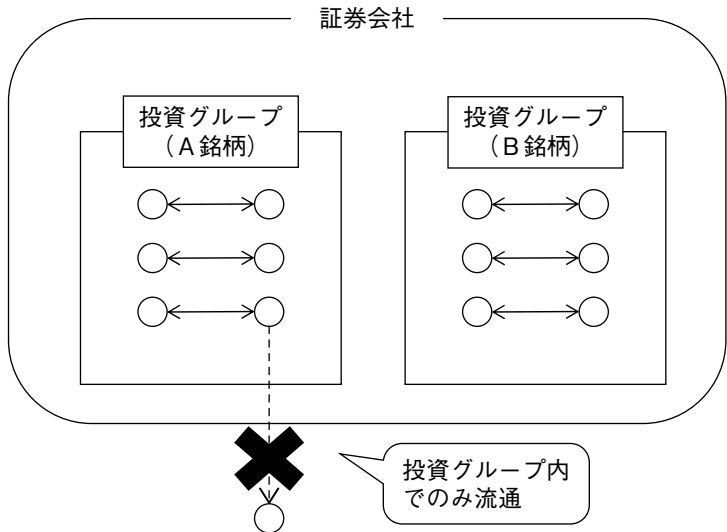
このような経緯に沿って、二〇一三年一〇月、日本証券業協会は「非上場株式の取引制度などに関するワーキング・グループ」を設置し、同年一月から翌二〇一四年五月まで一回に及ぶ検討会合を開催し、二〇一四年六月「株式投資型クラウドファンディングおよびグリーンシート銘柄制度のあり方について」と題する報告書を公表した。

同報告書は、株式投資型クラウドファンディングとグリーンシート銘柄制度の代替案との二つを柱とするものであるが、ここでは後者についての論点を取り上げる。

まず、非上場株式取引の現状として、①グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄などについては、上場会社並みのディスクロージャーを条件として投資者への投資勧誘が認められている、②グリーンシート銘柄制度およびフェニックス銘柄

制度があるものの二〇〇七年ごろから大きく落ち込んでいる、③無登録業者による非上場株式の投資勧誘による

図表7 「株式投資型クラウドファンディングおよびグリーンシート銘柄制度などに代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」で示された投資グループのイメージ



(出所) 「株式投資型クラウドファンディングおよびグリーンシート銘柄制度などに代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」2014年6月17日、45頁。

詐欺事案が横行し、被害も増加しているという三点が指摘されている。

次に、グリーンシート銘柄制度の問題点として、前述の「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書（二〇一二年六月）によって指摘された問題点を踏まえた上で、新たな非上場株式の取引制度の内容として、以下の一二項目の構想が提示されている。

① 投資グループ

発行会社の開示義務の負担を軽減すると同時に、投資者および発行会社のニーズに対応するためには、市場のような高度の流通性を付与することを回避する必要がある。そこで、証券会社が銘柄毎に「投資グループ」を組成し、証券会社による投資勧誘と株式流通の範囲を当該「投資グループ」加入者に限定する。これによって、株式の流通性を一定の取引・換金ニーズに対応できる程度に留めることで、高度の流通性の付与を回避する。その際、投資グループへの加入は、投資意向を有する投資者からの自己申告（申出）を基本とするとともに、当該非上場株式の取引の特性やリスクについて、当該証券会社が当該投資者の納得・了承を得る仕組みとする。

② インサイダー取引規制の適用

前述の金融審議会報告書において、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当との判断が示されたように、インサイダー取引規制の適用対象外とする。これによって適時開示義務を発行者に課す必要がなくなり、発行者の負担が軽減される。ただし、そのためには前記の投資グループの範囲に限定した取引制度が「流通性が制限されていると認められる有価証券」（金商法第六七条の一八第四号）に該当することを明示する手当てが必要である。

③ 発行者による会社情報の提供

この取引制度が独自に求めずとも既に発行者が作成している書類とすることを原則とする。具体的には、①発行者が有価証券報告書を作成・提出している場合は、当該有価証券報告書、②会社法に基づく事業報告書および計算書類など、③募集などの取扱いを行う場合は、募集事項などに関する内容が記載された書面（例えば、会社法第二〇三条第一項に基づき、募集株式の引受けの申込みをしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。この場合、調達資金の用途に関する事項を追加すべきと考えられる）を添付、④その他、当該証券会社において必要と認める情報、である。

④ 証券会社から投資グループ加入者（投資者）への会社情報の提供

投資グループの加入者（投資者）に対して証券会社による投資勧誘を認めることにしても、投資判断に必要な情報が当該証券会社から投資者に提供されるべき点は、現行の制度と変わるところではない。したがって、証券会社は、発行者から提供を受けた会社情報を投資グループの加入者（投資者）に提供すべきである。その際、提供の方法としては、文書の交付および電磁的方法による提供（電子ファイルの提供、ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保など）が考えられる。また、発行者に関する会社情報の提供は、投資勧誘の一環として捉えられることから、その提供は当該投資グループの加入者（投資者）に限定して行われるべきであり、投資グループに加入していない者に提供することのないよう措置を講じるべきである。例えば、証券会社が管理する投資グループの加入者（投資者）のみが閲覧できるウェブサイトで会社情報を閲覧・取得可能な状態にしている場合においては、発行者から更新または追加された会社情報の提供を受けた際、速やかにウェブサイトにおいて更新または追加されたことが容易に分かる形で掲載する。

⑤ 投資者の投資グループへの加入および脱退

投資者の投資グループへの加入は、投資意向を有する投資者から証券会社への自己申告（申出）によることを基本とする一方、申告を受けた証券会社は当該投資者の適合性を確認する必要がある。また、脱退についても同様に自己申告（申出）による。さらに、投資グループに未加入の投資者に対しては、投資グループへの加入を勧誘することは適当でない。

⑥ 投資者におけるリスクなどの認識の確認

証券会社が組成・管理する投資グループへの加入を初めて申し出た投資者から「確認書」を徴求することにより、投資グループにおける非上場株式の取引に当たってのリスクなどの認識を確認することが適当である。なお、ここでいうリスクとは、①流通範囲の制限の存在、②取引は相対ではなく、投資グループを組成する証券会社を通じて行うこと、③インサイダー取引規制の適用外であること、④金商法に基づく開示や、上場会社のような適時開示が行われないこと、⑤取引の参考となる気配（相場）が存在しないことが多いこと、⑥会社法上の譲渡制限が付されている場合には、取引を行っても、発行者による承認が得られない（株主としての権利の移転が認められない）場合があること、⑦発行者自身またはその周辺の状況により、取引する株式の価値が大きく失われるリスクがあること、⑧投資グループにおいて買い付けた非上場株式は、中長期的な保有を原則とすること、である。

⑦ 契約締結前交付書面の交付およびこれによる説明

証券会社は投資者に対して契約締結前交付書面を交付するとともに、この記載内容について説明する必要がある。なお、この書面には、投資グループの対象銘柄に係る注文や取引の状況に関する情報などを閲覧したり問い

合わせたりすることができるよう、加入者（投資者）が当該証券会社に連絡する方法として、インターネット上のURL（加入者専用サイトにおいて閲覧させる場合にはログインなど閲覧するための方法など）、電話番号または電子メールのアドレスなどを記載しておく。

⑧ 投資グループを組成する銘柄の選定

グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄ほどの条件を求める必要性は低いと考えられるものの、投資判断に必要な発行者に関する情報が乏しい非上場株式の流通を証券会社が取り扱うことには変わりがないため、証券会社が非上場株式の投資グループを組成するに当たっては、少なくとも、当該非上場株式の発行者およびその事業の実在性、法令遵守状況を含めた当該事業の社会性および反社会的勢力との関係の有無について確認を行う。

⑨ 証券会社に関する情報の提供

非上場株式の投資勧誘および取引を取り扱う証券会社は、投資者からの信頼を確保することが重要である。そのため、現行のディスクロージャー誌などの公衆縦覧の義務に加え、自社のホームページ上にこれらを掲載することにより、より多くの投資者が閲覧することができる状態に置くことを義務付ける。

⑩ 投資グループ内で行われる募集の取扱いなど

証券会社が投資グループにおいて非上場株式の募集の取扱いを行う場合は、上記の①から⑨までに加え、調達資金の用途などについて確認することとする。なお、この募集の取扱いを行う期間中、これを行う証券会社は、自社のホームページにおいて、当該非上場株式の発行者名の明示および当該発行者のホームページのトップページへのリンクの設定のほか、当該募集などの取扱いなどを行っている旨およびその申込期間を加えて明示し、投資グループに加入していない者に対しても明らかにする。また、この募集については、日本証券業協会の自主規

制規則である引受規則が適用される。さらに、当該証券会社は、この募集において調達された資金使途状況を一定期間確認し、その状況に関する情報を投資グループに加入する投資者に提供する。なお、証券会社は発行会社が過去一定期間内に調達した資金の使途状況について確認を行い、当該使途状況に変更がある場合には当該変更の内容に係る情報を投資グループに加入する投資者に提供するなどの対応を求める。

⑪証券会社における業務管理体制の整備

投資グループを組成・管理する証券会社は、前述の求められる措置を適切に履行し、新たな制度の下での非上場株式の取引に対する投資者の信頼を確保するよう、業務管理体制を整備する。具体的には、前記の③から⑩までの内容ならびに非上場株式の取引、受渡し方法および条件などについて規定した「取扱要領」を策定するとともに、当該証券会社においては、当該取扱要領の手続を適切に遂行するために必要な体制を整備しておく。

⑫日本証券業協会による管理

投資グループを組成しようとする証券会社は、当該組成の前に、前述⑪の取扱要領を、自主規制機関である本協会に提出する。また、投資グループを組成した後、取扱要領に変更が生じた場合は、その都度、本協会に提出する。なお、非上場株式の取引の状況について、制度の利用状況の把握などの観点から日本証券業協会に報告する。

なお、同報告書では、グリーンシート銘柄制度の廃止に伴う経過措置も検討された。廃止後のグリーンシート銘柄の選択肢は、①新たな非上場株式の取引制度において投資グループが組成される、②取引所金融商品市場への上場を目指す、③何らのステータスも与えられないいわゆる青空銘柄となる、の三つであり、特に③の場合には、今後の取引が実質的に困難となるため、特段の注意喚起が必要であり、これについて証券会社がホームページ

ジ、契約締結前交付書面、株主総会関係書類、投資者宛の書面に記述するなどにより、発行者および投資者をはじめとするグリーンシート銘柄制度の参加者に混乱を生じさせないための実効的な対応が求められる旨が明記され、三年程度の経過措置を設けることが提示された。

同報告書の内容は、概ね以上である。この報告書が取りまとめられた後、日本証券業協会は

「株主コミュニティに関する規則」を制定するとともに、「グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄に関する規則」などの一部を改正し、二〇一五年五月より施行された。その際、グリーンシート銘柄制度に代わる、新たな取引制度は「株主コミュニティ制度」とされた。

この株主コミュニティ制度は、前述の報告書に沿って、その枠組みが規制されており、株主コミュニティとは、「地域に根差した非上場の企業などの株式を売買したり、その株式の発行により資金を集める仕組み」としている。また、ロゴマークも採用された(図表8参照)。このロゴマークは、「地域に根差す株主コミュニティ」というコンセプトから、木をモチーフにデザインされ、たくさんの人が集まりコミュニティが活性化

図表8 株主コミュニティのロゴマーク



株主コミュニティ

(出所) 日本証券業協会ホームページ。

おける株式取引の推移

募集・私募の取扱いの状況		売出しの取扱いなどの状況			
募集価格の総額 (単位：円)	発行価額の総額 (単位：円)	取扱件数 (単位：件)	売出株式数 (単位：株)	売出価格の総額 (単位：円)	払込金額の総額 (単位：円)
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
2,000,000,000	2,000,000,000	—	—	—	—
191,600,000	191,600,000	—	—	—	—
176,350,000	176,350,000	—	—	—	—
232,320,000	232,320,000	1	297	14,850,000	14,850,000

していく様子が表現されている。また、暖かい印象を伝えるために、オレンジをベースに、モチーフである木を連想させる緑をアクセントに配色された。

5 株主コミュニティ制度の推移

このような経緯を経て創設された株主コミュニティ制度であるが、創設当初は、順調に拡大・発展しているとはいいがたい状況であった（図表9参照）。

これを見ると、二〇一五年から二〇一七年の三年間は、運営会員数三社、運営銘柄数一〇一六銘柄であり、売買株数三・五万株〜四四万株程度、売買代金〇・七億円〜五・五億円程度であり、同期間のグリーンシート銘柄制度の数字を比較すると、売買金額では、株主コミュニティ制度の銘柄には値高株が含まれていたこともあり、グリーンシート銘柄を上回っているが、銘柄数と売買株数では、かなり下回る水準に留まったことがわかる。

このような状況を踏まえ、株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けた意見交換を行うことを目的として、二〇一八年三月に「株主コミュニティ制度に関する懇談会」が設置され、二〇一九年一月に同報告書が

図表9 株主コミュニティ制度に

年月日	運営銘柄数 (単位：銘柄)	運営会員数 (単位：社)	店頭取引の状況		募集・私募の取扱いの状況	
			約定数量 (単位：株)	約定金額 (単位：円)	取扱件数 (単位：件)	新規発行株式数 (単位：株)
2015	11	2	34,792	71,149,185	—	—
2016	13	3	351,300	441,599,762	—	—
2017	16	3	439,856	551,013,504	—	—
2018	20	5	1,980,662	499,065,016	—	—
2019	19	6	2,673,092	500,798,270	—	—
2020	21	6	2,339,842	497,624,796	1	1,000,000
2021	29	7	3,692,380	991,391,272	6	101,574
2022	39	8	9,147,100	1,377,891,868	7	1,041
2023 (11月17日現在)	40	9	2,737,228	1,069,021,016	5	145,282

(出所) 日本証券業協会の資料による。

図表10 株主コミュニティ制度と
グリーンシート銘柄制度の比較

	銘柄数	売買株数	売買金額
2015	12%	0.4%	42.9%
2016	59%	3.7%	278.4%
2017	89%	3.9%	470.8%

(注) 数字は、株主コミュニティ制度の数値／グリーンシート銘柄制度の数値である。

(資料) 日本証券業協会の資料による。

取りまとめられた。同懇談会では、①現行制度を変更する場合であっても、既存の株主コミュニティの取扱いに支障が出ないようにすること、②引き続き外部監査を必須要件とせず、インサイダー取引規制の適用対象外とすることにより適時開示を不要とするといった、発行者にとって負担がない制度設計を維持することという二点を前提として検討が重ねられ、主として①株主コミュニティ非参加者への情報提供のあり方、②参加勧誘のあり方、③わかりやすさの向上の三点が課題として指摘された。

①非参加者への情報提供については、情報提供の内容や方法が勧誘行為に発展しない範囲において適切に行われるよう検討が重ねられた。具体的には、非参加者からの求めに応じて公表済みの情報を提供するという受動的な情報提供は、情報提供の範囲を逸脱するものではないという意見、約定価格について、運営会員が非参加者の求めに応じて提供することに問題があるとは考えにくいとの見解が示され、具体的な例をセーフハーバーとして示す必要性についても言及された。

②参加勧誘のあり方については、無制限に参加勧誘を可能にすれば、流通性が向上し、インサイダー取引規制の対象となることが懸念されたため、参加者の拡充とのバランスに配慮した検討が重ねられ、発行会社の役員、従業員、既存株主などのように対象顧客を外形的に限定できれば参加勧誘を可とする案やオブザーバー制度（仮称）を設け、株主コミュニティに参加する前段階の顧客ステータスを創設する案が示されたが、いずれも成案を見るには至らなかった。

③投資者にとつてのわかりやすさの向上については、株主コミュニティ銘柄を各銘柄の特性に応じてカテゴラ

イズすることで、非参加者が株主コミュニティに参加するための判断を行いやすくするといった方法が検討され、カテゴリ分けは有用との見方が概ね支持されたものの、具体的なカテゴリ分けについては成案が得られなかった。なお、同懇談会では、株主コミュニティ制度と同時に導入された株式投資型クラウドファンディングとの連携についても検討されるなど、新しいアイデアも示されたが、具体的な制度改正に至らなかった。ただし、この懇談会は、市場関係者が非上場株式市場の活性化について、より踏み込んだ議論を行うひとつの契機となり、二〇二〇年一月に「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」が設置されることになる。

同検討懇談会は、従来の「店頭銘柄」ないし「店頭市場」ではなく、「非上場株式」という呼称を採用し、その活性化をテーマとした点で画期的であった。⁹⁾ また、同検討懇談会は、前述の懇談会の検討結果を踏まえただけでなく、非上場企業の資金調達の日滑化と手段の多様化、成長資金の日滑な供給に向けた非上場株式などの発行・流通市場の見直しという国内的な政策課題、さらには米国におけるレギュレーションDの活発な利用、英国での株式投資型クラウドファンディングの活発化などの海外の情勢も背景的要因となっていた。したがって、ここでの検討内容は、単に株主コミュニティ制度の活性化に留まらず、より広い枠組みで検討が重ねられ、二〇二一年六月に同検討懇談会報告書が取りまとめられた。

同検討懇談会における具体的な検討内容としては、①今後拡大が見込まれる特定投資家向け発行・流通市場の制度整備、②株主コミュニティ制度・株式投資型クラウドファンディング制度の改善であった。

①に関して、今後上場を目指す企業などには資金調達ニーズがある一方、起業経験者、富裕層、VC・CVC、PE、事業会社、機関投資家、会社関係者など、地元企業などには資金提供ニーズがあることから、リスク許容度のある投資家向けの発行・流通市場の整備について賛同が得られたが、その際には発行者に係る情報の提供・

公表の負担や証券会社の審査の負荷、投資者保護とのバランスを考慮した現実的な制度設計が望ましいという意見が示された。

②に関して、株主コミュニティ制度については、ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者や富裕層などのリスク許容度の高い投資家に参加勧誘を解禁すべきであるという意見が出され、株式投資型クラウドファンディングについては、^aその投資上限規定(年間五〇万円以下)は投資意向があるリスク許容度の高い投資家にとつては過度な規制である、^b少数人数私募の人数通算規定のため、株式投資型クラウドファンディング後、半年以内に少数人数私募で資金調達ができないことは問題である、^c株主コミュニティ・株式投資型クラウドファンディングの有価証券届出書の提出基準および株式投資型クラウドファンディングの発行可能総額基準の引上げによって資金調達を促進すべき、といった意見が示された。

このような意見を踏まえて、同報告書では、今後の改善案として、以下の点が挙げられた。

まず、特定投資家私募制度については、現在TOKYO PRO Marketでしか利用できない特定投資家私募を非上場株式やファンドなどでも利用可能とする。

次に、株主コミュニティ制度については、①特定投資家を参加勧誘対象とする、②株主コミュニティ銘柄の会社関係者などは、株主コミュニティへの参加を取引の条件として投資勧誘を可能とする、③既存株主による売付けに係る投資勧誘は、株主コミュニティに参加していなくとも可能とする、④有価証券報告書などで企業内容を開示している銘柄における参加勧誘対象者を拡大するというものである。

第三に、株式投資型クラウドファンディングについては、①投資家の投資上限額(五〇万円)について、特定投資家の投資上限額の見直し、②株式投資型クラウドファンディング単体で年間一億円調達可能とするための発

行総額の算定方法の見直し、③少人数私募の人数通算期間の短縮（六か月→三か月）というものである。

上記の報告書の結論を踏まえて、二〇二二年四月、「店頭有価証券などの特定投資家に対する投資勧誘などに関する規則」などが制定された。そこでは、株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の特例として、会社関係者などや既存株主への投資勧誘が追加された。

このような議論の進展とともに、二〇二〇年以降の株主コミュニティ制度の規模は、拡大傾向がみられる。二〇一九年と二〇二二年を比べると、銘柄数は一九銘柄から三九銘柄と倍増し、運営会員数も六社から九社に増加した。取引状況については、売買株数は約二六七万株から約九一五万株と三倍以上増加し、売買代金も約五〇億円から約一三八億円へと二倍以上増加した。

グリーンシート銘柄制度の規模が最も拡大したのは二〇〇六年であるので、その時点の数値と二〇二二年の株主コミュニティ制度の数値を比較すると、銘柄数では四三%、売買株数では五七%、売買金額では四四%と概ね半分程度の規模にまで近づいたといえる。

このような拡大の背景としては、①二〇二〇年から取扱件数は少ないながらも増資案件が見られるようになり、資金調達ニーズに対応できるようになってきたこと、②株式投資型クラウドファンディング運営業者が株主コミュニティ銘柄をオンライン上で売買できるサービスを提供し始めたこと、③大手証券会社が運営会員に加わったことなどが挙げられる。また、地方証券取引所との連携も開始され、今後の展開が注目される。

まとめ

本稿では、戦後日本の非上場株式市場が取引所化したという歴史的な展開を踏まえて、グリーンシート銘柄制

度および株主コミュニティ制度の推移を考察した。冒頭でも述べたように、グリーンシート銘柄制度は、取引所化するという展開を示すことなく廃止され、その後の株主コミュニティ制度についても、現時点においてはかつての非上場株式市場のような拡大を示していない。

このような相違が生じた背景として、いわゆる「新興市場ブーム」が指摘できる。一九九九年六月に米国のナスダックとソフトバンクが日本においてナスダック・ジャパンを創設したことを皮切りに、東京証券取引所は同年一月にマザーズを開設した。さらに、地方証券取引所でも、二〇〇〇年四月には札幌証券取引所がアンビシャス、同年五月には福岡証券取引所がQ-Board、同年一〇月には名古屋証券取引所がセントレックス（現在はネクススト）を開設した。これらの新興市場は、既存のジャスダックとともに非上場銘柄の獲得競争を展開することとなった。このような市場間競争は、かつての証券市場においては見られない事態であった。その結果、実質的な上場基準の引き下げが進行し、非上場市場が拡大する余地は相対的に縮小し、その存在意義も低下した。

さらに、偶発事象とはいえ、一九八八年六月に発覚したリクルート事件では、非上場の株式譲渡が問題視され、世間の関心を集めた。そのため上場前の株式取引について慎重な姿勢が見られるようになり、発行会社側も非上場の株式取引が上場の際の障害となることを懸念するようになり、非上場市場への逆風となったことも非上場場の拡大の妨げとなったと考えられる。

このような要因が重なったため、従来のような非上場市場の拡大が見られなくなったといえる。

このような事態の変化を踏まえると、今後の非上場市場の拡大にとって重要な点は、いわば「未上場市場」から「非上場市場」に転化できるかどうかという点であろう。つまり、従来の非上場市場は、いわば取引所のすそ野として位置づけられており、あえて言うならば「未上場市場」であり、取引所の上場基準が引き下げられれば、

自ずからその存在余地は縮小せざるを得なかった。そう考えると、非上場市場がその存在余地を見出すとすれば、取引所市場の下に位置する未上場市場ではなく、取引所とは別個のエコシステムの上に存在する非上場市場というあり方を追求するほかないと思われる。具体的には、地域に特化した銘柄、ソーシャル・ビジネス、ファミリー・ビジネス、スタートアップ銘柄など、独自性のある銘柄を対象とした市場の形成、さらに株式投資型クラウドファンディングとの連携などの取り組みが重要であろう。その意味では、株主コミュニティ制度の基本的なコンセプトは、このような方向性を有するものであり、その制度改革が注目されるが、単に制度改革だけでなく、このような非上場市場を支える投資リテラシーの高い投資者層を育成することも不可欠な条件であると思われる。

〔謝辞〕本稿を作成するに際して、日本証券業協会から貴重な資料を提供していただくとともに、関係者の方々からさまざまなご助言やご教示をいただきました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二三連二九五・デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性Ⅱ）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために」一九九七年六月二三日、一〇頁。
- (2) グリーンシートという名称は、米国のピンクシートにちなんだものであるが、あえて「グリーン」という色が選ばれた理由は、関係者の話では、グリーンは新緑ないし若葉を表しており、成長の期待が込められていたという。
- (3) これらのニーズとして、具体的には以下が列挙されている。

- ・東日本大震災で被災した企業の資金調達ニーズ、およびそのような企業の従来からの取引先などによる復興支援を目的とした投資ニーズ
 - ・将来の上場益を目的とした投資ニーズ
 - ・地方において影響力が大きい発行会社の株主優待の取得ニーズ
 - ・銀行が担保として取得した非上場株式の処分ニーズ
 - ・ベンチャーファンドや上場会社が保有することとなった非上場株式の処分ニーズ
 - ・非上場株式を承継取得した相続人による、相続税の納付に伴う同株式の換金ニーズ
 - ・取引所金融商品市場への上場を視野に入れた企業による、運転資金の調達ニーズ
- (4) グリーンシート制度運営に係る費用が発行会社および取扱会員の負担となったが、金額は軽微であり、これはグリーンシートからの退出の理由にはなっていないと思われる。
- (5) 大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」(『資本市場クォーターリー』二〇〇五年春、はこの制度改革を「自由度を奪う過剰規制」としている(四頁)。
- (6) 閣議決定「日本再興戦略―JAPAN is BACK」二〇一三年六月一四日、二六頁。
- (7) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方などに関するワーキング・グループ報告」二〇一三年二月二五日、二～八頁。
- (8) 前掲、六～八頁、参照。
- (9) 「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会第一回議事録」二〇二〇年十一月三〇日、二一頁、参照。
- (10) 日本クラウドキャピタルは、二〇二二年一月からFUNDINGNO MARKETによる売買を開始した。同社HP、参照。

https://fundinnocom/about_shareholder_community

- (11) 二〇二三年二月八日現在の運営業者は、以下である。今村証券株式会社（指定日二〇一五年八月二八日）、島大証券株式会社（同二〇一五年一〇月二六日）、株式会社しん証券さかもと（同二〇二三年二月八日）、大山日ノ丸証券株式会社（同二〇一八年一月一八日）、徳島合同証券株式会社（同二〇二二年六月二〇日）、野村証券株式会社（同二〇一九年七月一七日）、株式会社FUNDINNO（同二〇二一年二月一日）、みずほ証券株式会社（同二〇一八年三月七日）、みらい証券株式会社（同二〇一六年六月一七日）
- (12) 名古屋証券取引所「東海地区における株主コミュニティ制度の活性化に向けたサポート業務の提供開始について」『月刊資本市場』二〇二三年一月、N. 四四九、五五頁、参照。

参考文献

- ・松尾順介 「二〇二三 a」「取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度―株式店頭市場の歴史的考察」『証研レポート』N. 一七四〇、二〇二三年一〇月、一〜三〇頁
- ・松尾順介 「二〇二三 b」「新店頭市場」とジャスダック証券取引所―非上場株式市場の歴史的考察」『証研レポート』N. 一七四一、二〇二三年一二月、一〜三五頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）