

非上場株式市場とスタートアップ支援

～プライマリー市場とセカンダリー市場の連携～

松尾 順介

はじめに

拙稿「二〇二四」および「二〇二五」において、株主コミュニティ制度の現状について報告した。その際、①運営会員（証券会社）、②売買金額、③新規銘柄数、④私募による増資件数といった面において増加・拡大傾向がみられることが確認された。

その主な点は、以下の通りである。

① 運営会員については、二〇一五年の株主コミュニティ制度発足当初の運営会員は、今村証券および島大証券の二社であり、翌二〇一六年にみらい證券が指定を受け、三社に過ぎなかったが、現在では九社に達するとともに、株式投資型クラウドファンディング運営会社FUNDINNOや大手証券会社の参入もみられるようになっている。

② 売買金額については、二〇二〇年までの売買金額は年間四～五億円程度であったが、二〇二一年九・九億円、二〇二二年一四億円、二〇二三年はやや減少したものの一一・六億円となっており、この三年間はおおむね二～三倍の規模となっている。

③ 新規銘柄については、二〇二〇年以降、新たに二二銘柄がコミュニティを組成した。これは毎年四〜六銘柄が新規に組成されるペースであるとともに、業態も農業・食品、医薬品、IT関連、出版、エネルギー、航空など多様化している。なお、これら新規銘柄のうち一八銘柄の運営会員は、FUNDINNOとみらい證券の二社である。

④ 私募については、二〇二〇年以降、三三件の私募発行が行われ、累計二七億五三九五万三五円、年平均五億五〇七九万七円ペースでの資金調達が行われているので、本稿でより詳しく考察する。

以上のように、それぞれの面において増加・拡大傾向がみられるものの、いまだに顕著に存在感が大きくなったとはいえない状況にあるとともに、スタートアップ支援という観点からも十分な役割を果たしているとはいえないものの、株主コミュニティ制度には潜在的な可能性があると考えられる。

そこで、本稿では近年株主コミュニティ制度を利用して私募による資金調達を行った会社および取扱証券会社にインタビュー調査を行う機会を得たので、その結果を紹介するとともに、今後の同制度の改善についてスタートアップ支援の観点から検討する。その際、プライマリー市場における私募とセカンダリー市場である株主コミュニティ制度の連携が要点であると考えられるため、この点について発行会社、証券会社および制度自体の課題について検討する。

1 株主コミュニティ銘柄発行会社による私募資金調達

図表1に示された通り、株主コミュニティ銘柄の発行会社による私募資金調達は、二〇二〇年五月のI&H株式会社A種類株式を嚆矢として、その後の約五年間で総額二七億五三九五万三五円となっており、年平均五億五

図表1 株主コミュニティにおける資金調達（運営会員別・時系列）（2025年4月10日現在）

（単位：円、％）

運営会員	資金調達の形態	銘柄名	発行決議日	発行価額等の総額	運営会員別の合計	比率
みらい證券	私募	I&H株式会社 A種種類株式	2020年5月20日	2,000,000,000		
みらい證券	私募	フレッシエデザート株式会社	2021年1月19日	40,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2021年4月27日	54,450,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2021年6月24日	29,100,000		
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2021年9月6日	13,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2021年9月24日	34,800,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2021年11月25日	20,250,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2022年1月25日	27,450,000		
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2022年3月8日	11,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2022年4月25日	12,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2022年9月27日	4,500,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2022年10月25日	1,500,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 B種優先株式	2022年12月22日	8,550,000		
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2023年3月7日	4,500,000		
みらい證券	私募	株式会社温故知新	2023年4月18日	202,500,000		
みらい證券	私募	株式会社温故知新	2023年6月23日	15,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2023年10月26日	10,000,000		
みらい證券	私募	株式会社温故知新	2023年11月27日	27,150,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2023年12月26日	8,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年1月23日	6,400,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年2月13日	2,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年2月13日	5,600,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年4月23日	15,600,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年5月28日	3,200,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年6月26日	3,200,000		

次ページへ続く

運営会員	資金調達の形態	銘柄名	発行決議日	発行価額等の総額	運営会員別の合計	比率
みらい証券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2024年7月10日	3,000,000		
みらい証券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年8月27日	1,600,000		
みらい証券	私募	トキエア株式会社 F種優先株式	2024年10月22日	2,800,000	2,567,150,000	93.2
FUNDINNO	私募の取扱い	アソ・コンサルテイング株式会社	2022年9月9日	111,350,000		
FUNDINNO	私募の取扱い	アストロポ株式会社	2024年7月16日	72,700,035	184,050,035	6.7
徳島合同証券	募集の取扱い	株式会社日和フーズA種配当劣後株式	2023年2月22日	320,000		
徳島合同証券	募集の取扱い	株式会社日和フーズB種配当劣後株式	2024年5月1日	990,000		
徳島合同証券	募集の取扱い	株式会社日和フーズB種配当劣後株式	2024年10月1日	1,440,000	2,750,000	0.1
合計				2,753,950,035		
年平均				550,790,007		
合計 (I&H株式会社A種種類株式を除く)				753,950,035		
年平均 (I&H株式会社A種種類株式を除く)				150,790,007		

(資料) 日本証券業協会「株主コミュニケーションでの資金調達」

<https://marketjsda.or.jp/shiyo/kabucommunity/seido/meigara/choratsuhml>

〇七九万七円となっている。

ただし、この図表からも明らかのように、種類株式を用いた、小口分散的な資金調達もみられるとともに、前記のI&H株式会社の割合が大きいため、これを除くと、年平均一億五〇七九万七円に過ぎず、銘柄ごとに集計すると図表2となる。また、全体の大きな割合をみらい証券が占めており、案件数では三三件中二八件で八四・八%に達し、金額では二七億五三九五万三五円のうち二五億六七一五万円で九三・二%に達しており、ほぼみらい証券のみがこの分野の担い手となっていることがわかる。なお、みらい証券の取り組みについては後述する。

図表2に示された通り、発行会社別にみると、I&H株式会社が圧倒的な金額を占めており、二〇億円、七二・六%となっている。そのほかは、トキエア株式会社二億五一〇〇万円、九・一%、株式会社温故知新二億四

四六五万円、八・九%、アン・コンサルティング株式会社一億一三五万円、四・〇%、アストロラボ株式会社七二七〇万三五円、二・六%、フレッシュデザート株式会社四〇〇万円、一・五%、株式会社FARMIGO二一五〇万円、一・一%、株式会社日和ファーム二七五万円、〇・一%となっている。

2 各社の自己資本と私募資金調達

これらの資金調達金額と各社の自己資本の内訳をみると、図表3のようになる。なお、図表1および2では、アン・コンサルティング株式会社のデータが記されているが、同社に関するデータが得られず、また現在は株主コミュニティも解散されていることから、ここでは省略した。

① I & H株式会社…同社の二〇二三年五月期の資本金四二億三一四七万四〇〇円、資本剰余金三七億七六九五万三〇〇円、利益剰余金五億三五万四〇〇円であり、⁽¹⁾資本金に占める私募資金の割合は四七・三%、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は二五・〇%である。なお、同社は、二〇二五年三月一日付で株式会社スギ薬局を存続会社、I & H株式会社を消滅会社と

図表2 株主コミュニティにおける資金調達（発行会社別）
(2025年4月10日現在)

(単位：円、%)

発行会社名	運営会員	発行価額等の 総額 (a)	合計に占める 割合
I&H株式会社	みらい證券	2,000,000,000	72.6
トキエア株式会社	みらい證券	251,000,000	9.1
株式会社温故知新	みらい證券	244,650,000	8.9
アン・コンサルティング株式会社	FUNDINNO	111,350,000	4.0
アストロラボ株式会社	FUNDINNO	72,700,035	2.6
フレッシュデザート株式会社	みらい證券	40,000,000	1.5
株式会社FARMIGO	みらい證券	31,500,000	1.1
株式会社日和ファーム	徳島合同証券	2,750,000	0.1
合計		2,753,950,035	100.0

(資料) 日本証券業協会「株主コミュニティでの資金調達」

<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/meigara/shotatsu.html>

する吸収合併を実施した。⁽²⁾

② トキエア株式会社…同社の二〇二二年三月期の資本金一億円、資本剰余金一〇億九六六二万円、利益剰余金マイナス五一二六万五〇〇円であり、⁽³⁾資本金に占める私募資金の割合は二五一・〇%と高いが、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は二一・〇%であり、⁽⁴⁾私募資金を資本剰余金に組み込んだものと思われる。

③ 株式会社温故知新…同社の二〇二四年一月期の資本金一〇〇〇万円、資本剰余金三億一八八〇万円、利益剰余金四四七六万九〇〇円であり、⁽⁴⁾資本金に占める私募資金の割合は二四四六・五%と極めて高くなるが、これは二〇二三年一月二七日付の減資⁽⁵⁾によって、資本金一億五八四〇万円が一〇〇〇万円に減少したことが影響している。⁽⁶⁾したがって、資本金および資本剰余金に占める私募資金調達の割合は七四・四%となるものの私募の依存度はかなり高く、後述するように同社の私募資金調達のニーズは高いようである。

④ アストロラボ株式会社…同社の二〇二四年五月期の資本金一億円、資本剰余金二億三二五九万九〇〇円、利益剰余金△二億八七〇四万三〇〇円であり、⁽⁷⁾資本金に占める私募資金調達の割合は七二・七%、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は二一・九%となる。

⑤ フレッシュデザート株式会社…同社の二〇二四年七月期の資本金二七〇一万円、資本剰余金二〇〇〇万円、利益剰余金△一億二七五万五円であり、⁽⁸⁾資本金に占める私募資金の割合は一四八・一%、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は八五・一%である。

⑥ 株式会社FARMIGO…同社の二〇二五年三月期の資本金は二四二五万円、資本剰余金一九二五万⁽⁹⁾円であり、資本金に占める私募資金の割合は一二九・九%、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は七二・

四％である。

⑦ 株式会社日和ファーム…同社の二〇二四年度の
資本金は一〇〇〇万円であり、資本金に占める私
募資金の割合は二七・五％である。

以上の数値を集計すると、上記銘柄の発行会社の
資本金合計に占める私募資金合計の割合は六一・
二％、資本金および資本剰余金合計に占める私募資
金合計の割合は二七・六％となる。また、各社の比
率の平均値は、それぞれ九一・五％、五〇・〇％で
あり、中央値は六五・三％、四八・七％である。

ただし、I & H株式会社の私募資金調達額が突出
しているため、同社を除いた数値をみると、資本金
合計に占める私募資金合計の割合は六一・二％、資
本金および資本剰余金合計に占める私募資金合計の
割合は三二・八％となる。また、各社の比率の平均
値は、それぞれ九二・六％、五〇・〇％であり、中
央値は九七・六％、七二・四％である。

いずれにしても、私募資金調達は、これら株主コ

私募資金調達

(単位：円、％)

利益剰余金 (d)	純資産合計	負債合計	総資産	a/b	a/(b+c)	備考
500,354,000	8,508,490,000	79,435,037,000	87,943,527,000	47.3	25.0	2023年5月期
-51,265,000	1,145,354,000	15,326,000	1,160,681,000	251.0	21.0	2022年3月期
45,769,000	374,569,000	713,936,000	1,088,506,000	2446.5	74.4	2024年1月期
-287,043,000	44,556,000	266,109,000	310,665,000	72.7	21.9	2024年5月期
-127,550	-80,540,000	578,908,000	498,367,000	148.1	85.1	2024年7月期
-15,755,959	27,744,041	94,036,286	121,780,327	129.9	72.4	2025年3月13日現在
n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27.5	n.a.	2024年4月現在
191,931,491	10,020,173,041	81,103,352,286	91,123,526,327	61.2	27.6	
31,988,582	1,670,028,840	13,517,225,381	15,187,254,388	58.7	50.0	
-7,941,755	209,562,500	422,508,500	793,436,500	269.2	48.7	
-308,422,509	1,511,683,041	1,668,315,286	3,179,999,327	236.9	32.8	
-61,684,502	302,336,608	333,663,057	635,999,865	236.9	50.0	
-15,755,959	44,556,000	266,109,000	498,367,000	219.9	72.4	

ミューニティ銘柄企業の資金調達にとって重要な位置づけとなっているといえるだろう。また、これらの私募は、基本的に株主コミュニティをベースとしたものであり、株主コミュニティ制度がこれら企業の資金調達に貢献していることも示唆される。

以下では、株主コミュニティ銘柄企業のうち私募での資金調達実績のある会社二社および同制度において私募に取り組んでいる証券会社一社に対し、その取り組みの現状や課題についてインタビュー調査を行う機会を得たので、その内容を紹介する。

3 株式会社温故知新の事例

① 株主コミュニティ制度を利用するに至った背景や理由

二〇一一年設立の同社は、ホテルの運営および運営サポートを事業としており、すでに「瀬戸内リゾート 青風」（愛媛県松山市）など、個性的なホテルなどの施設を展開し、急成長企業として注目され

図表3 各社の自己資本と

発行会社名	発行価額等の総額 (a)	資本金 (b)	資本剰余金 (c)	内資本準備金	内その他資本剰余金
I&H株式会社	2,000,000,000	4,231,474,000	3,776,953,000	3,743,737,000	33,215,000
トキエア株式会社	251,000,000	100,000,000	1,096,620,000	593,310,000	503,310,000
株式会社温故知新	244,650,000	10,000,000	318,800,000	—	318,800,000
アストロラボ株式会社	72,700,035	100,000,000	231,599,000	15,249,000	216,349,000
フレッシュデザート株式会社	40,000,000	27,010,000	20,000,000	20,000,000	—
株式会社FARMIGO	31,500,000	24,250,000	19,250,000	19,250,000	—
株式会社日和ファーム	2,750,000	10,000,000	n.a.	n.a.	n.a.
合計	2,753,950,035	4,502,734,000	5,463,222,000	4,391,546,000	1,071,674,000
平均値	377,514,291	643,247,714	910,537,000	878,309,200	267,918,500
中央値	72,700,035	27,010,000	275,199,500	20,000,000	267,574,500
合計（I&H株式会社を除く）	642,600,035	271,260,000	1,686,269,000	647,809,000	1,038,459,000
平均値（I&H株式会社を除く）	107,100,006	45,210,000	337,253,800	161,952,250	346,153,000
中央値（I&H株式会社を除く）	56,350,018	25,630,000	231,599,000	19,625,000	318,800,000

(注) アン・コンサルティング株式会社に関しては、データが入手できず、また現在は株主コミュニティも解散しているため省略した。

(資料) 「発行価額等の総額」は、図表1および2同様、日本証券業協会のデータによる。また、株式会社FARMIGOについては、同社からの情報提供、株式会社日和ファームについては、『会社四季報』（未上場会社版）2025年度による。それ以外については、帝国データバンク財務情報による。

ている。⁽¹⁰⁾

同社は、私募での資金調達を実施した経緯があり、外部株主に対して出口機会を提供する必要があった。その際、M & Aや自社株買いなどの選択肢の中から、IPOによる上場を選択することを考えたが、引受証券会社や監査法人が見つからなかった。その背景として、IPOを希望する企業が多いため、証券会社等が対応しきれない事情があったように見受けられる。また、IPOを実施する場合、上場手続きが煩瑣であるだけでなく、事務処理量も多く、同社としても対応が難しい面もあった。特に、同社は数社の子会社を有している関係で、監査などの手続きや費用面の課題も大きかった。そこで、通常のIPOではなく、TOKYO PRO Marketへの上場も検討し、かなり準備も進め、費用も負担したが、同市場にはほとんど資金調達実績も流動性もないだけでなく、今後の監査費用などもかなり大きくなることが予想される反面、メリットとしては金融機関からの融資が受けやすくなる程度の効果しかないようであり、あまり魅力的ではないと判断されたため、TOKYO PRO Market上場は断念し、株主コミュニティ制度を利用する方向に変更した。この方が資金調達や出口機会提供の可能性が高いように思われたからである。なお、株主コミュニティ制度の存在は、TOKYO PRO Market上場を準備する過程で知ったものであり、上場を考えていた際には、その存在を知らなかった。

② 株主コミュニティ制度の利点や難点あるいは課題

株主コミュニティ制度における同社株式の売買高はかなり多い方であるものの、問題点は売り物がない点である。既存の株主のうち売り手は数名であるが、買い手はその数倍に達している。したがって、公表データの売買高のうち、既存株主の売りによる売買は、相当少ない。他方、同社としては、多数の買い手からの引き合いがあ

ることから、第三者割当を行い、当該株式を転売することで買い手のニーズに対当し、その出来高を株主コミュニティの売買高とした。このように買い手のニーズが積み上がった段階で増資を行うという取り組みをすでに二回ほど行っており、同社の投資資金ニーズは大きいので、今後も買い手のニーズが積み上がった段階で、この取り組みを行うことを検討している。ただし、ここで課題となるのは、現状の株主コミュニティ制度においては、勧誘規制があるため外部の投資家に勧誘できず、投資勧誘が既存の株主コミュニティのメンバーに限られてしまうことである。したがって、会社側からPRすることも考えられるが、規制面の適否が不確実であり、実際は行っていない。また、いわゆるイタ情報といわれるような売買関連情報が公開されず、いわばブラックボックスになっていることも問題である。このような状況で売買が活発化することはそもそも考えられず、規制の根拠も理解できない。

③ 私募の資金調達の利点や難点あるいは課題

同社としては、成長資金調達のニーズは大きく、毎年一〇〇億円程度に達している。現状では、それほど支障なく銀行融資を低利で受けることができる状況にあるものの、銀行融資に依存すると自己資本比率が下がり過ぎることから、エクイティ・ファイナンスには十分なメリットや必要性があり、資本増強の必要性を感じている。その際、株主コミュニティを利用したエクイティ・ファイナンスには魅力がある。なお、現状では、株主数は一〇〇名程度であるため、株主管理面にはそれほど支障は感じていない。例えば、株主総会についても、それほど出席者数は多くない。ただし、今後株主数が多くなると、信託銀行などに代行委託せざるを得なくなるかもしれない。他方、私募を行うに際しては、人数、資金額および頻度など、通常よく指摘される難点があり、大幅な緩

和が必要であるとともに、出口機会の提供が課題である。逆にいえば、出口機会の提供なしに私募は成り立たない。当然のことながら、プライマリー市場とセカンダリー市場は密接にリンクしている。したがって、非上場会社の私募市場を拡大するには、制度的にセカンダリー市場を整備する必要がある。

4 株式会社FARMIGOの事例

① 株主コミュニティ制度を利用するに至った背景や理由

同社は、二〇二〇年に株式会社マイファームと千葉エコ・エネルギー株式会社の二社による合併会社として設立された農業ベンチャーであり、ソーラーシェアリング（太陽光発電×農業）を個人の直接投資で実現し、持続可能な未来を共につくることを目指している。なお、前者のマイファームは「自産自消（自分でつくって自分で食べる）」ことのできる社会を目指して、体験農園や農業学校の運営、農産物の生産、流通販売事業、自治体・法人コンサルティング等に取り組む会社であり、二〇〇七年に設立された。また、同社は二〇二三年一月にTOKYO PRO Marketに上場し、日本初の農業ソーシャルビジネスの上場であったが、二〇二四年一月に上場を廃止した。⁽¹²⁾ 他方、後者の千葉エコ・エネルギー株式会社は、千葉大学発の環境・エネルギー系ベンチャー企業であり、同社の営農型太陽光発電に関する取り組みを行っている。二〇一二年設立である。

同社が株主コミュニティ制度を利用するに至った経緯は、親会社であるマイファームの経営者とみらい證券の社長とは交流があり、その関係で株主コミュニティ制度を利用するに至った。なお、前述の親会社のマイファームのTOKYO PRO Market上場および上場廃止は、同社の株主コミュニティ組成（二〇二一年六月一日）後であるため、同社の株主コミュニティ制度の選択とは直接関係はないが、マイファームが東証グロース市場への上場

を目標としているのに対し、同社は上場を重視せず、非上場を維持したまま資金調達が実施できるという観点から株主コミュニティ制度を選択した。他方、同社は株式投資型クラウドファンディングの運営会社を選択することも検討したが、デューデリジェンスの難度、株主数の著増、さらに同社のミッションポリシーに無理解な株主を排除できないなどの理由で断念した。

② 株主コミュニティ制度の利点や難点あるいは課題

同社は、すでに私募によるA種優先株発行を五行行い、合計約二五〇〇万円を調達しており、その株主数は約五〇名、合計株数一七〇〇株である。ただし、コミュニティのメンバー数は、その二倍程度である。

同社は、農業とソーラーシェアリングを組み合わせているところに特徴があるが、このような会社においては銀行融資が受けにくいという背景がある。その理由としては、農業とソーラーシェアリングという相異なる業態に対して、二種類のデューデリジェンスを行わねばならないが、通常の金融機関の場合、農業分野への融資対応は容易ではない。また、農業系金融機関は、農業関連の融資には対応できるが、ソーラーシェアリングへの対応が難しい。そこでエンジェル投資家からの出資も検討したが、簡単ではなかった。したがって、株主コミュニティ制度を利用した資金調達を選択することになった。その際、株主コミュニティを組成した証券会社は、投資家集めの面で優れており、同社に適合した投資家を集めてくれた。特に、同社の場合、通常の非上場株の投資家のようにIPOなどによる大幅な株価上昇を期待する投資家は適当ではなく、むしろ同社の取り組みを応援したい、あるいは安定的な配当を期待する投資家を集めてくれたと考えている。その背景としては、証券会社には、このようなビジネスを応援したいという顧客ネットワークがあるものと推測される。

現在、同社は優先株主へのリターンとして、配当三%を目標として設定するとともに、株主優待として野菜セットを株数に応じて毎月送付している。したがって、一口五〇万円（二万円×二五株）の投資に対して、年間配当一・五万円と野菜セット約三・六万円（売価ベース三〇〇〇円×一二ヶ月）、合計約五万円程度となり、実質的には一〇%程度となる。実際、同社株主の多くがこの野菜セットに魅力を感じて投資したようである。なお、この野菜セットは、マイファームと連携して地域のこだわり野菜をパッケージしており、ファン作りにつながっていると思われる。また、将来的には、野菜だけでなく、電気を供給することも視野に入れている。

なお、現在の課題としては、以下の点が挙げられる。

まず、同社の場合、株主還元を重視していることもあり、かなりの配当負担がかかっていることが挙げられる。金額的には、銀行金利の三〜四倍になる。また、株主優待として送付している野菜セットの送付手続きも負担である。現在、送付手続きは、マイファームに委託しているものの、年間四〇〇万円程度のコストがかかっている。ただし、エクイティの財務上の重要性と返済不要であるという利点は認識しており、単純にコストだけでは判断できない。また、野菜セットのような株主優待は、同社の支援者あるいはファン作りの要諦をなすものであり、極めて重要である。

次に、株主コミュニティの維持費用として、年間約一二〇万円を証券会社に支払っており、これは、同社の規模からするとコスト要因となっている。ただし、証券会社に支払う手数料があまりに安価であると、この制度が維持できないため、公共インフラ維持の側面があることも認識している。なお、妥当な手数料率については、明確な基準があるわけではないため、最終的には証券会社と発行会社双方の納得感が重要である。

第三に、勧誘規制があるために、株主層拡大の可能性が制約されており、その結果として低流動性状態を脱す

ることができないことも課題である。特に、流動性が低い状況では、売却を希望する株主から株式の買戻しを要求される懸念もある。同社の場合、環境や農業に関心を持つ投資家層を中心とした、ファン作りのような丁寧な勧誘が適当であり、そのチャンネルも有している。

③ 私募の資金調達の利点や難点あるいは課題

私募については、前述のように同社は既存の金融機関からの融資が受けにくい状況にあったため、資金調達手段として有効な手法であったといえる。ただし、株主へのリターンだけでなく、各種のコストは負担となっている。

他方、私募規制に関しては、通常は人数、金額および頻度などが私募発行の制約条件となつていることが指摘されるが、現在の同社の資金ニーズからは、これらの点は特段の制約条件とはなっていない。ただし、将来的に会社規模が拡大し、資金ニーズが巨額化すれば制約条件になる可能性はある。

なお、資金調達コストとして募集手数料が挙げられるが、同社の場合、私募での投資家の内、約半数は証券会社の営業努力によって集めたものであり、残りの半数は同社が自力で集めたものであることから、今後発行会社が私募投資家を自力で集められるならば、証券会社の依存度を下げることができるため、低コストでの私募を行うことも考えられる。ちなみに、証券会社が集めた金額に対する手数料率が八%である。

5 みらい証券の取り組み

同社は、株主コミュニティ制度銘柄における私募資金調達を二〇二〇年五月、最初に手掛けたパイオニアであ

るとともに、私募案件三三件のうち二八件、八四・八%、金額ベースでは二七億五三九五万三五円のうち二五億六七一五万円、九三・二%を担当している(図表1参照)。これは社数ベースでは、八社のうち五社、六二・五%に相当している(図表2参照)。

① 株主コミュニティ銘柄のファインディング

株主コミュニティを組成に際しては、多くは同社からの働きかけによるものであるが、会社側からの問い合わせもある。その場合は、個人的な関係がベースとなっていることが多い。また、投資期間が満期を迎えた案件については、ベンチャー・キャピタル側からの紹介もある。同社としては、株主コミュニティ制度に対する潜在的なニーズは高いと考えている。今後、東証の上場基準に適合しない銘柄や上場を維持できない銘柄の受け皿として、株主コミュニティ制度が利用されるようになると、株主コミュニティの銘柄数が増える可能性もあると思われる。

② 株主コミュニティの運営費

株主コミュニティ銘柄企業からはコミュニティ運営費を徴求している。逆に、株主コミュニティ銘柄の売買に関しては、売買手数料は徴求していないため、この運営費が主たる収入となっている。株主コミュニティ銘柄については、売買価格の調整など、売買ニーズのマッチングに手間がかかることが運営費の根拠になっている。

③ 株主コミュニティ銘柄の売買状況

どの銘柄についても売り注文が少ないことが特徴となっており、売り注文があるとすれば、発行会社に対して見切りをつけた場合や相続関係の売却ニーズである。また、買い注文は、当該銘柄がメディア等で話題になった場合は、問い合わせや引き合いが多くなるが、通常は株主の入れ替えニーズによる売買、特に持株会による売買が多い。

④ 株主管理と投資家選び

株主コミュニティ銘柄企業については、株主数が増えることによって株主管理が煩瑣になる可能性があるため、株主数の増加を懸念する傾向がある。特に、非上場銘柄については、証券代行業務の外部委託に関して、コストなどの点から難しい面がある。また、株主コミュニティ銘柄企業においては、当該企業に適した投資家を株主に選びたいというニーズを持っている場合が多いため、証券会社としてはこのニーズに対応する必要がある。特に、株価上昇によるキャピタルゲインだけを目的とする投資家を敬遠し、当該会社を支援する投資家を株主に選びたいと考える企業もある。また、歴史のある企業においては、高齢化した株主の若返りを図りたいと考える企業もある。

⑤ 私募の取り組み

株主コミュニティ銘柄の私募案件に取り組む際に重要な点は、以下である。

まず、発行条件の決定においては、基本的に銀行融資よりも高い調達コストになるという点を踏まえた上で、

発行会社の納得が得られるような条件設定を提案する必要がある。したがって、募集手数料等の設定についてもある程度柔軟な対応が必要となる。

次に、募集先の選定については、発行会社のビジネス内容やミッションポリシーなどに適合した投資家を選定する必要があるが、証券会社としても十分に投資家の属性や投資方針を把握しているとは限らないため、必ずしも容易ではなく、丁寧な説明と勧誘が不可欠である。

第三に、発行後の株主管理については、通常のIPOとは異なり、ロックアップ条項などは設定されないため、株主異動が生じる可能性はある。ただし、発行後の株主異動についての捉え方は、会社によって差があるように見受けられる。

なお、私募案件に取り組んだ経験をもとに課題を挙げると、以下である。

第一に、上限金額の規制については、大きな資金ニーズを有している会社にとってはかなりの制約になっている。したがって、引き上げる必要がある。なお、金額や人数については、いわゆる通算規程が適用されると有価証券届出書の提出義務が発生するため、発行会社の負担が大きくなることも課題である。

第二に、人数要件についても同様に制約条件となっている。これについても引き上げが望まれる。例えば、現状では、勧誘対象者ベースで人数上限が設定されているが、いわゆる「仕上がりベース」（実際の出資者数）に変更するだけでも実務的にはかなりの緩和効果があると考えられる。

第三に、発行手続きについては、簡素化が望まれる。特に、小口の発行を頻繁に実施するような場合は、その都度煩瑣な手続きが必要となる。ただし、このような場合は、株主総会で発行枠を承認した上で、取締役会で機動的に発行することで対応している。

6 課題

以上のように、私募によるプライマリー市場拡大とセカンダリー市場である株主コミュニティの拡大は、相互補完的な関係にあり、今後株主コミュニティ制度の拡大にとって、私募の拡大は重要であるとともに、スタートアップ支援に貢献するものであると考えられる。したがって、以下では発行会社、証券会社および株主コミュニティ制度自体の課題を整理する。

まず発行会社にとって、私募資金調達においては、次の三つの要件があると考えられる。

① 資金調達ニーズの充足…私募による資金調達コストは、融資などに比して割高であるものの自己資本の重要性は大きい。そのためには、私募規制の緩和などの措置が必要である。

② 株主数拡大の抑制…私募であってもエクイティファイナンスを実施すると、株主数が増加するため、様々な面で株主管理が課題となり、スタートアップ企業にとっては人的・コスト面の負担となる可能性がある。また、将来的な上場を視野に入れた場合、株主数は障害となる可能性もある。

③ 株主選択ニーズ…企業経営者側には、自社に適した株主を選択したいというニーズがある。特に、非上場会社の特徴は、経営者が株主を選べる点であり、スタートアップ企業においても同様である。

なお、これらの要件は、トレードオフ関係にあり、特に①と②および③とは、背馳する面が強いと思われる。いわば解を見出しにくい連立方程式のような関係となっている。

次に、証券会社については、このような取り組みに注力するに際しては、以下の課題があると思われる。

① 銘柄発掘の困難さ…資金調達ニーズを有するとともに、成長性や社会貢献などの面で特長ある企業を発掘することは容易ではない。特に、小規模の証券会社においては、マンパワーやネットワークなどの面において制

約がある。

② 私募の取扱いにおける出資者集めの困難さ…非上場会社に出資する投資家は限定的であるとともに、会社側も出資者を選好したいというニーズを有している場合もあり、そのマッチングは容易ではない。

③ ビジネスとしての採算性…私募案件は小口であるのみならず、売買に関しては勧誘禁止原則などの制約のもとに取り組みを進めていく必要があり、証券会社にとって収益面において必ずしも魅力的とはいえない面がある。

したがって、①や②の困難さは、結果的にビジネスとしての収益性確保に帰結するように思われる。

第三に、株主コミュニティ制度自体の課題としては、以下が挙げられる。

① 周知性の低さ…しばしば制度の周知性の低さが指摘され、それが売買等の市場機能の低さにつながることも、逆に市場機能の低さゆえに周知性も高まらないという悪循環に陥っているといわれる。TOKYO PRO Marketとは異なり、株主コミュニティ制度には、運営主体の知名度や東証上場というブランド性があるわけではないため、周知性を高めるには、銘柄数や流動性などの市場機能を高める以外に方途はないと思われる。そのためには、勧誘規制の見直しなど、規制改革の必要がある。

② 流動性の低さ…取引所市場では、キャピタルゲインまたはインカムゲインを目的とした純投資が中心であるが、株主コミュニティ銘柄の売買では、株主優待目的、相続に係る譲渡、既存株主の入れ替えなど、むしろ純投資以外の目的での売買が中心となっている。したがって、流動性を向上させるには、純投資を呼び込む必要がある。そのためには、投資対象として魅力的な銘柄のファインディングが不可欠である。

③ 発行会社の多様性…最近の株主コミュニティ銘柄をみると、伝統的な地域銘柄に加えて、成長型スタート

アップや環境・社会貢献型企業など、かなり多様化が進展している。中には、非上場を堅持することを標榜している会社もみられる。このような傾向は、魅力的な銘柄が増えることを示唆するものであり、株主コミュニティ制度にとって好ましいものと考えられるが、逆に銘柄の多様化が進むことは、一律な規制を難しくする面もあるように思われる。

以上のような課題を解決することは容易ではなく、例えば日本証券業協会においては、すでに検討会合が重ねられており、本年一月より金融庁と合同で「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」が開催されている。⁽¹³⁾

以下は、私見であるが、スタートアップなどの新規ビジネスを支援するという観点から、私募による資金調達や株主コミュニティ制度を活用するためには、魅力的な銘柄のファインディングが不可欠であり、個々の企業の特徴やミッションポリシーに合致した支援の在り方を企画する必要があるだろう。その際、このような取り組みは、単独の証券会社、特に地方の中堅・中小証券には、マンパワーやネットワークという点で難しい面がある。したがって、地方金融金融機関や各種の行政機関が連携するようなコンソーシアムが必要であろう。⁽¹⁴⁾ また、メディア戦略も重要と思われる。すでにこのような取り組みは、各地で進められており、萌芽的な段階にあるとはいえ、一定の成果がみられることから、将来的な可能性が示唆される。このような取り組みについての考察については、別稿を期したい。

〔謝辞〕 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。また、松山知樹氏（株式会社温故知新）、石原北斗

氏（株式会社FARMIGO）、藤本毅氏（みらい證券株式会社）および日本証券業協会エクイティ市場部から多くの有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 帝国データバンク財務情報による。
- (2) 同社HP、「合併に関するお知らせ」（二〇二五年二月一九日付）、参照。
https://ih-inc.co.jp/news/2024/ir_250219_01.html
- (3) 帝国データバンク財務情報による。
- (4) 帝国データバンク財務情報による。
- (5) 同社HP、参照。
<https://by-onko-chishin.com/company>
- (6) 減資の理由は公表されていないが、資本金を一億円未満とすることで、中小法人としての法人税等の税務上のメリットが享受できることが推測される。
- (7) 帝国データバンク財務情報による。
- (8) 帝国データバンク財務情報による。
- (9) 同社からの情報提供による。
- (10) 「High-Growth Companies Asia-Pacific 2025」 「Financial Times」 Mar. 18, 2025、参照。
<https://www.ft.com/content/98982fa6-e6cc-4e3d-85b6-fee9adc50252>

- (11) 同社プレスリリース「東京証券取引所TOKYO PRO Marketへの上場に関するお知らせ」(二〇二三年一月二七日)、参照。

https://myfarm.co.jp/news/20231127_press-release_ipo/

- (12) 日本取引所グループ「上場廃止の決定：(株) マイファーム」(二〇二四年一月二九日)、参照。

<https://www.jpix.co.jp/news/1021/20241129-18.html>

- (13) 同懇談会の議事内容について以下を参照。

<https://www.fsa.go.jp/singi/startup/index.html>

<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/index.html>

- (14) 内閣官房新しい地方経済・生活環境創生本部事務局・内閣府地方創生推進室「令和六年度 地方創生への取組状況に係るモニタリング調査結果」地方創生に資する金融機関等の特徴的な取組事例」、二〇二五年三月、二〇～二二頁、参照。ここでは、今村証券、大熊本証券、長野証券、三豊証券、大山日ノ丸証券による「産学官金＋証連携による地域の枠を越えた中小・ベンチャー企業育成事業」が紹介されている。

https://www.chisou.go.jp/sousei/pdf/2503_research_kinyu1.pdf

さらに、今村証券など五社は、このような「伴走型支援」の取り組みによって令和六年度「地方創生に資する金融機関等の『特徴的な取組事例』」として、地方創生担当大臣から表彰されている。今村証券HP、参照。

<https://www.imanura.co.jp/ir/pdf/20250314chihousousei.pdf>

参考文献

- ・拙稿「三〇二四」[株主コミュニティ制度の新たな展開―運営会員と売買高を中心に―]『証研レポート』No. 一七四六、二〇二四年一〇月、一一～五二頁
- ・拙稿「三〇二五」[株主コミュニティ制度の拡大―新規銘柄を中心に―]『証研レポート』No. 一七四八、二〇二五年二月、一七～四二頁

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授)