

地域密着型の証券ビジネスについて

平成26年3月18日



株式会社資本市場研究所きずな

地域事業へのリスクマネー供給

インターネット環境が整備され、グローバルな取引ルールやインフラが共通化されることで、今や日本国内に居ても海外証券投資が容易になっているが、そんなグローバル化の進展する時代にあって、あえてローカルの地域密着型の証券ビジネスについて考えてみたい。

まず、地域密着型証券ビジネスとは何かだが、最も簡単に言い切ると、地域にあるファイナンス・ニーズ(リスクマネー調達)を地域投資家の投資ニーズとマッチングさせることだろう。地域にその営業基盤を持つ証券会社を中心に、その資金需給の仲介者的機能を果たすのだが、既存の証券ビジネスである地域企業のIPOなどは、広く全国の投資家に販売するし、証券会社としての装備も重いので、ここでは除く。もっと仲介者として取組みやすい事例として、次の様な案件を想定してみた。

【想定する案件】

X県において、長年地元の介護・医療事業をおこなって

きたA社が、新たにサービス付高齢者住宅建設・運営を計画しているが、必要資金は8億円。そのうち4億円は地元銀行であるB行が貸し付けるローンで調達(証券化でのデット調達)、残りの必要資金4億円を同施設の証券化で地元住民や地元企業から調達したい(証券化でのエクイティ調達)。A社はその調達を地元証券会社のC社に依頼した。なお、エクイティ部分の想定利回りは7%。

【証券会社C社の対応】

・ファイナンス・ニーズをA社が建設・運営するサービス付高齢者住宅の証券化とし、投資家を地元住民等として、C社は証券化スキームを検討。最も開示負担や証券化組成時のコストが軽微で済むGK-TK(合同会社-匿名組合出資)方式を選択。ローン及び出資の期限は7年と設定。

・まず、合同会社を設立し、B行から借り入れるローンの4億円、地元投資家から集める匿名組合出資の4億円を前提に、施設の建設・運営に必要な費用、ローンの利払い、投資家への予定配分などのキャッシュ・フローと施設の評価方法を定めた合同会社の投資運用方針を決定。これを

基に、地元投資家から合同会社への匿名出資を募る。

・上記の募集は、金商法に定めるところ集団投資スキームであるが、投資対象が不動産や事業そのものである場合、スキームを保有する投資家の数が500名以下なら私募の扱いとなり、金商法上の継続開示義務は負わないので合同会社の運営費用も軽減できる。このケースの場合、匿名組合出資単位を100万円とすれば私募の要件が確保できる。つまり、C社は地元投資家から、同施設を証券化した私募ファンドを募集することとなる。

・C社の役割としては、この私募ファンドの組成という投資銀行的業務と、私募ファンドの扱いという金融商品販売業務の2つのビジネスを同時に実行することとなるが、その為に第二種金融商品取引業の登録が必要になる。

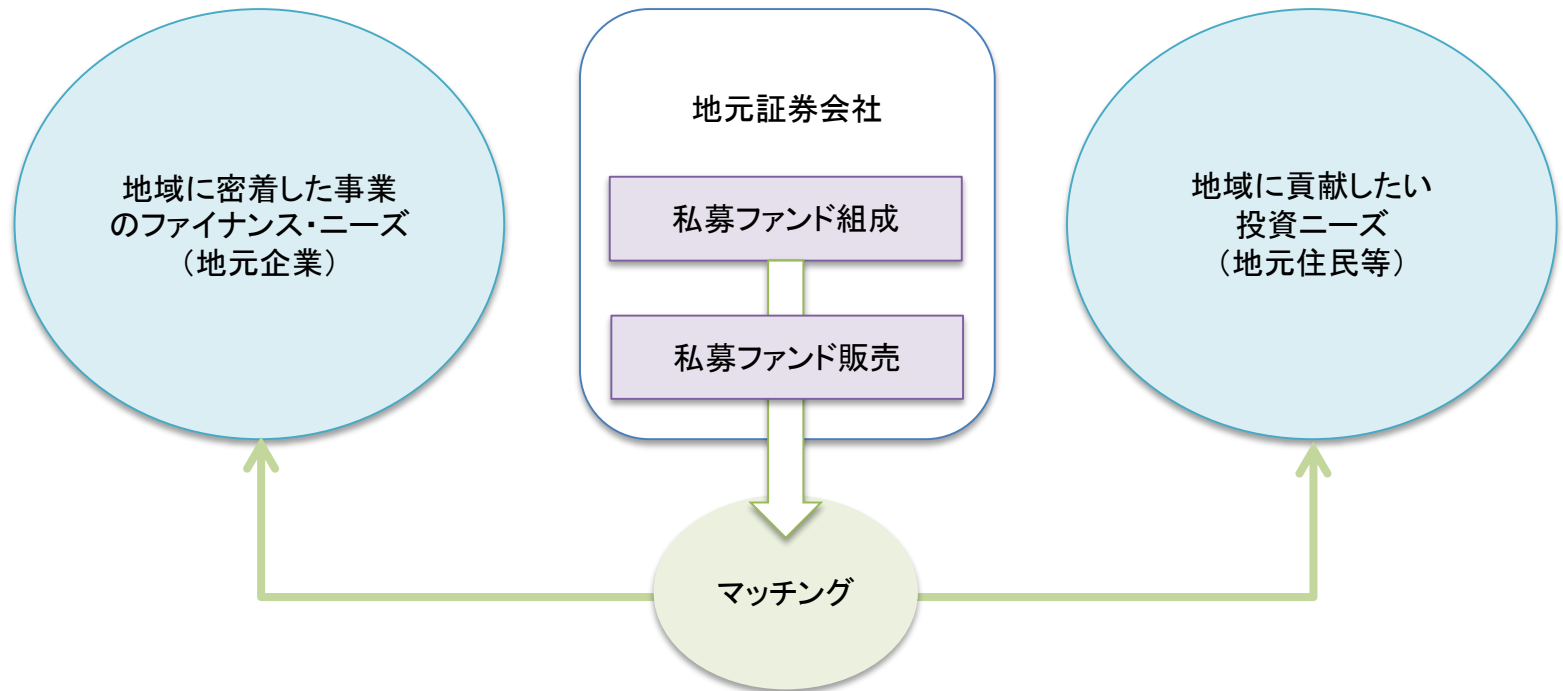
・私募ファンドの販売者としてC社が負う規制は、投資リスク等を記載した契約締結前書面・契約内容を記載した契約時締結書面などの交付義務や、広告・行為規制などがあるが、証券会社本来の規制内容を超えるものではない。

【留意点など】

・施設の運営は実質的にはA社が行うが、施設保有や事業のキャッシュフローの管理は合同会社が行う。その為、合同会社の財務上の管理は、投資家保護の目的で第三者的に利害関係のない地元会計士などに依頼するケースが多い。

・地元企業の運営、地元金融機関の関与などが、情報の少ない地元個人投資家にとってある種の信用補完になっている。

地域密着型ファンドのイメージ



地元企業へのリスクマネー供給

次は、それぞれの地方において地域企業のリスクマネーニーズに対し、どの様に自らのビジネスとして対応していくかということを取りあげる。なお、地方にあっても企業が取引所に上場してしまえば、それは市場から広く全国の投資家を対象としてファイナンスを行うことが可能となるので、それまでを地域密着型証券ビジネスとして見直してみたい。

【地域密着型IPO(新規株式公開)支援】

地域の企業は、地元の証券会社が最も知るところだ。しかし、実際の地元企業のIPOにあたっては、地方証券ではIPOに必要な審査機能がないところが多く、大手証券などにIPO案件として紹介し、IPO時の公募株の一部配分を受けるにとどまるケースが多かった。しかし、IPOは上場審査以外に、企業を上場に向けて準備させるコンサルディングや企業価値を判断していくことも重要で、これらを地方で行う会計系コンサル会社などが増加している。彼らを利用することで、上場審査を他の証券会社に頼ったとしても、IPO前・IPO後の地元企業との関係を強め、IPOそのもの

も地方証券が主体的に対応することが可能となる。地域密着型IPOとは、IPO業務全般のアンバンドルに他ならないが、地元証券会社が全体をコントロールするといったことが重要だ。

【プロ向け市場の活用】

地元企業が最終的にIPOを目指すとしても、成長の途中に、地元企業や金融機関などから資本を調達していくことがある。その調達をスムーズに行う場として、プロ向け市場の活用が期待される。現状では、プロ向け市場(TOKYO PRO MARKET)が制度として定着してると言い難いのと、この市場に対応する為のJ-Adviser制度が証券会社にとって高負担に見える。しかし、2012年に設立された上場支援専門家などを利用することで、通常業務の延長で同市場に参加することも可能となっている。

【今後整備される非上場株式の取引制度の利用】

地方における地元企業株式の流通の場を整備する目的で、証券業協会においてグリーンシート市場の見直しが行われていたが、代替策として“非上場株式の取引制度”が

検討されている。これは、現在のグリーンシート市場が求めている会社内容説明書では、有価証券報告書に準じて作成される為、企業側の負担が重い、取引を仲介する証券会社側の取扱基準もネックになって、市場全体が縮小へと向かった。その為、企業側の情報提供による負担を軽減する代わりに、証券会社が対象とする企業の売買を可能とする投資家を限定し(投資グループを証券会社が組成)、その範囲で企業の情報を提供していく制度だ。見方を変えると、証券会社が対象となる企業毎に私設取引市場を作っていくイメージに近いかも知れないが、参加する投資家・企業・取り扱う証券会社とも其々をよく知る地域性が重視されそうだ。

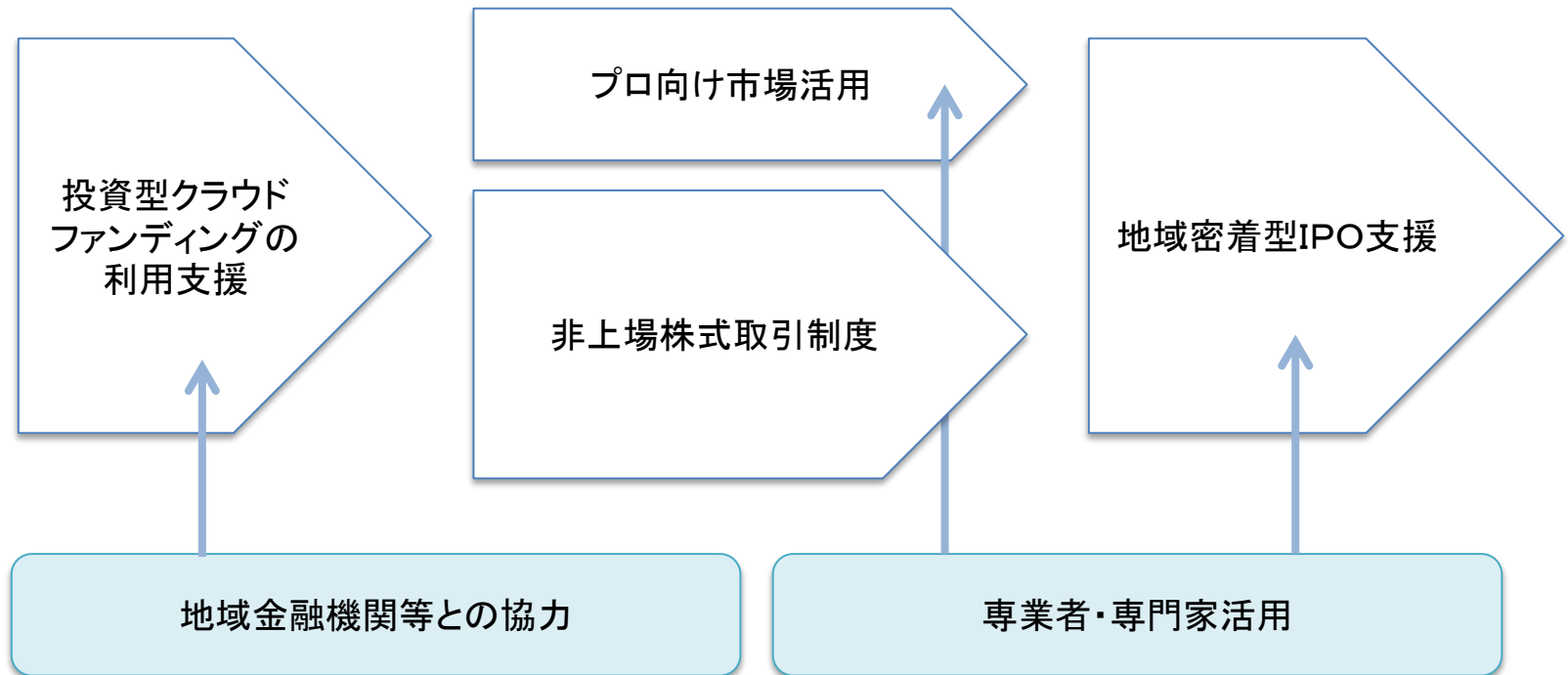
【今後整備される投資型クラウドファンディングの利用支援】

現在制度整備が行われようしている投資型クラウドファンディングは、投資形態が現株にせよファンド形式であっても金融商品取引業の特例業務として準備されている。実際の取扱いにあたっては、企業に対するデューデリジェンスを行う必要があり、企業や経営者をよく知っている

ということも一つの基準になる。よって、取扱い基準などは地元金融機関や地域のベンチャーファンドと協力して行っていけば、地元企業の未公開企業のファイナンスに繋げていくことが可能となる。むしろ証券会社としての役割は、企業の株式そのものや投資家への業務情報提供の管理にあるように思われる。

以上を総じて見直せば、地元企業のそれぞれの成長段階に合わせたリスクマネー供給への協力といった側面が浮かびあがるが、これらは地域金融機関の課題でもある。言い換えるなら、地方証券会社としての地域密着型市場誘導業務への取組みとも言える。

地域密着型市場誘導業務のイメージ



地域密着型M&Aビジネス

地域密着型のM&A関連ビジネスについて見直してみたい。地域において証券会社が、地元企業とどのようにビジネスしていくか取り上げているが、地域に基盤を持つ証券会社の強みのうち、地元企業の個人株主の多くは地元住民であることを利用する。このメリットで、地元企業のM&Aプロセスの中で、いくつかの役割を地域証券会社が担っていくことが出来る。そのM&Aの大概で基本的なプロセスは、次の様になっている。

①買い手・売り手探し⇒②対象企業の精査⇒③両社の条件すり合わせ⇒④M&Aの統合実務

この中で地域証券会社の関与の可能性を、地元の上場企業と非上場企業の2つの場合に分けて考えた。

【地元上場企業M&A】

M&Aは、商社や金融機関・M&A専門家や

コンサルタント会社などアドバイザー・ビジネスとして取り組むところが多いが、上場会社のM&Aでは、④の実務の中で証券会社にしか出来ない事がある。対象となる上場企業のTOB(公開買付)だが、対象が地元企業なら株主も地元株主が多い場合もあり、当該M&Aの内容を既存株主に浸透させるためには、地元証券会社の方が既存株主の利便性は高い。地元企業の地元株主に対して、M&A目的を丁寧に説明したり、株式を一時的に保管しTOBの応じた株主へ資金決済を行うのは、本来地域に密着した証券会社の仕事であるべきだ。

なお、これらを効果的に行っていくためにも、地元証券会社として日頃から地元企業の地元株主との関係づくりに関与していくべきだ。最近では地方に拠点を置く上場企業が、地元でのIR活動に重点を置く傾向が強まっており地域密着型TOBを進めるにはフォローとなっている。このことは、同時に地元証券会社が地元上場企業との接点を多く持つことにもなる。

【地元非上場企業M&A】

M&Aは買い手10に対して売り手1と言われるような完全な売り手市場である。その為、M&A専門業者も売却企業発掘に重点を置き、地域金融機関などが進める顧客企業への“事業承継”ビジネスも、M&Aが一つの目標になっている。翻って、地域証券会社では地元企業の経営者などが投資家として主要な顧客となっている場合も多い。あくまでも投資家としての接点だろうが、彼らの経営者としての事業戦略に触れるケースもあり、M&Aプロセス①における買い手や事業提携先探しに、地元証券会社がアドバイザーとして関与していくことも可能だろう。その際には、M&Aアドバイザーとして次の2つの事が必要だろう。

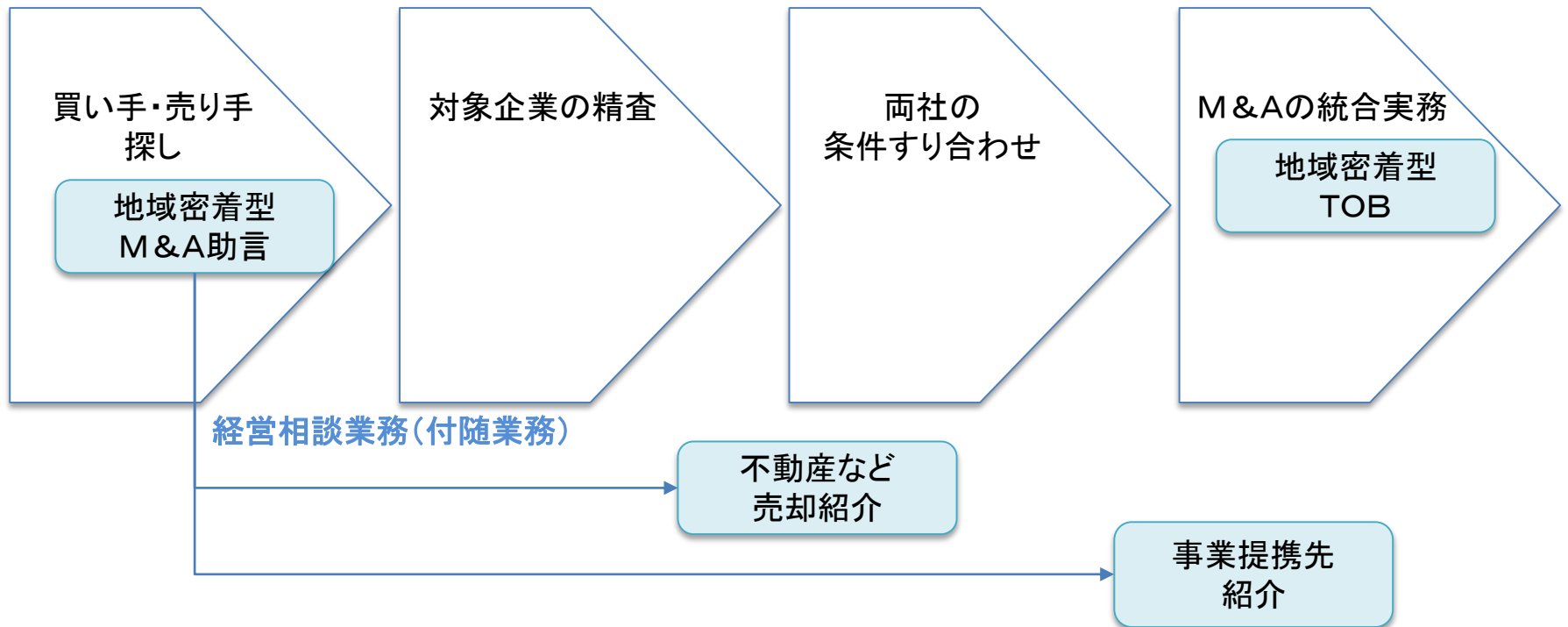
- ・買い手探しなどを自ら行うのではなく、M&A専門業者や他の金融機関などとの情報交換可能なネットワークを活用すること。

- ・M&A以外の他のソリューション、例えばビジネスマッチングなどの対応を可能としておくこと。

特にビジネスマッチングについては、地方銀行が進めるように広く地元中小企業ビジネスの拡大を行うことを目指すのではなく、提携先を探すとか、不動産の売却などに関与することに絞っていけば、地域密着型M&Aビジネスの効率を上げることも可能だ。なお、証券会社がこれらの業務を実際に行っていくためには、金融商品取引法に定める第1種金融商品取引業者の付随業務として届け出る必要がある。また、他の業法に触れる可能性がある仲介に関しては、紹介業務として整理が可能となる場合もある。いずれにせよ、地域密着型M&A業務を進めていくためにも他のソリューションをもっているということが、地元企業経営者との関係を深めていく。

大手・準大手証券では、よくミドルマーケットの開拓ということが言われるが、地元法人・企業に運用商品を販売する以外に地元企業のM&Aを狙っている。しかし、地元企業の経営相談業務は、本来経営者との関係が深い地域証券会社に強みがあるはずだ。

M&Aプロセスと地域密着型M&Aビジネス



地域密着したIR活動の在り方

地域証券会社が地元企業へソリューションを提供する地域密着型証券ビジネスを取り上げたが、その背景となるのが地元投資家との関係の強さだ。

これを活用する方法として、地元密着型IR (Investor Relations) 活動として今回取り上げたいが、一般的にはIR活動は上場会社の対投資家への情報提供やコミュニケーション活動を指す。この投資家層とは、主に海外投資家と金融機関など国内機関投資家、そして個人投資家だが、今までは上場会社にとって海外投資家や機関投資家に対して、事業戦略や企業実態への理解を求める会社説明会開催やアニュアルレポートなどでの情報発信がIR活動の中心だった。

しかし、最近の傾向としては、個人投資家へのIR活動を活発化する上場企業も増えてきており、個別企業による個人向け会社説明会の開催も相次いで実施されるようになってきている。この増加理由の一つとして、消費財を生産する上場企業などが、個人向けIR活動を通じて自社製品の販売拡大と個人株主作りの相乗効果である程度成功していることが上げられる。

また個人向け会社説明会は、地方での開催も増えてきており、地方の証券会社が集客や説明会開催場所を提供するケースも目立ってきた。

上場企業側にとっては、地域の投資家ニーズを最も把握しているのは地域証券会社ということになるので、今後も地域でのIR活動への支援を求める動きは増加しそうだが、地域証券はこれを通常の営業活動に利用するのは勿論、今一歩進んで上場企業のIR活動協力で得た情報やノウハウを地元企業への支援活動に活用していくことが考えられる。実際のIR活動実務は、IR専門者が仕切ることが多いが、地域証券は地元投資家のニーズ把握ということに集中できるし、またこれが企業側に対する強みともなっていく。

そもそも証券会社は、企業と投資家を資本市場機能を使って仲介する業者であるが、上場企業のIR活動を地域投資家に密着した形で進めていけば、同じような形で地元中堅企業が必要とするIR活動に対応していくことも可能となる。その企業が例へ非上場企業であっても、交通や放送など地元の社会インフラに関係し地元住民の利用と関心度が高い企業であれば、地元密着のIR活動を必要とするだろうし、地元投資家のニーズを背景として、その地元企業に

対するソリューションを提供することが可能になる。

今後制度整備が予定される新たな非上場株式の取引制度では、このような地方での中堅企業株式の店頭取引を地元証券会社が行うことを想定し、次の様な基本的な方針が金融審議会報告書(2013年12月)に示されている。

○証券会社が、銘柄毎に“投資グループ”を組成＝投資グループの構成者として想定されているのは、役員・従業員若しくはその親族、既存株主、継続的な取引先、対象企業から財・サービスを受けている者

○投資グループの限られたメンバーに対して、証券会社は投資勧誘を行うことが出来る

○証券会社が、“投資グループ”を管理。その範囲で、一定の取引・換金ニーズに応える

○開示義務は、現在のグリーンシートより軽く、インサイダー取引規制の対象外となること

詰めていけば、地域証券会社による地域密着型店頭取引

市場の復活を想定した仕組みとなっている。

以上のように、地域証券会社が地域密着型IR活動への協力を進め、地元非上場企業の株式取引への関与も強めていけば、

・地元企業などが行う地域に密着した事業のファイナンス・ニーズに対して、地元投資家から資金を集めること

・地元企業の成長に合わせてリスクマネー供給の場を導く、地元証券会社主体の市場誘導業務を行うこと

・地元企業のニーズの合ったM&A業務を地域金融機関などと協力して行うこと

などの地域密着型証券ビジネスを進める基盤が整っていくことになるのではないだろうか。

地域密着型IR活動の活用

