

発行市場と個人投資家 ～リスクマネー供給者としての個人



2019年9月5日
株式会社資本市場研究所きずな

発行市場の状況

株式などの発行市場において、個人投資家は本来リスクマネーの供給者として期待されている。それは、ファンドの運用者などと異なり期間収益に捉われず長期のリスクを負えるからだが、現状ではどの様に係わるようになっていくか、現在の発行市場の在り方とともに見直してみたい。

まず、発行市場の状況は次の様になっている。(東京証券取引所の上場会社資金調達統計資料、日本証券業協会の統計資料等より)

◇上場企業の株式発行によるファイナンス:

2018年の調達総額は1兆6,237億円だが、その内、個人投資家が係る割合が大きい公募増資は、4,016億円となっている。近年は、公募増資による資金調達が減っているが、リーマンショック直後の2009年には5兆円近くあって市場需給の圧迫要因となっていた。また、新株予約権付社債の海外発行分は6,802億円だが、これは新株予約権の行使価格が時価より大きなプレミアムを付けて発行される為、

流動性の高い銘柄に限られ、主な投資家も海外ファンドとみられる。第三者割当や新株予約権の権利行使によるものは其々2千億円程度で、これらは特定の取引先や投資家に割り当てられるものが多い。なお、市場への影響が大きい公募増資や新株予約権付社債の海外発行は、今年に入っての半年間で、各3百億円程度で例年に比べ大きく縮小している。

◇上場企業の社債発行によるファイナンス:

2018年の調達総額は7兆77百億円だが、近年は低金利を背景に比較的高水準の発行が続いている。この内、個人向け社債は8,315億円で、電力会社や電鉄・銀行・ソフトバンクグループなどが主な発行者となっている。今年前半の個人向け社債発行は7,025億円で、このうち5000億円はソフトバンクグループによるものだ。(同社の前年発行は4000億円)

◇上場リートによる資金調達:

公募及び新規上場を含めて2018年の調達総額は6,872億円(インフラファンドを含む)で、近年は概ね5千億円～

8千億円程度の募集が行われている。この上場リートの募集では、個人投資家中心に募集されるケースが多く、個人が上場リートによる資金調達の大きな受け皿となっている。今年前半については、3,405億円の調達と例年並みのペースで進んでいる。

◇その他、市場機能の利用によるもの:

特定投資家市場としてTOKYO PRO Marketがあり現在30社が上場されているが、個人からのリスクマネー供給はない。また、証券会社が行う株主コミュニティでは証券会社5社において19銘柄が取扱われているが、株式の売買のみで募集は行われていない。

◇クラウドファンディングによる調達:

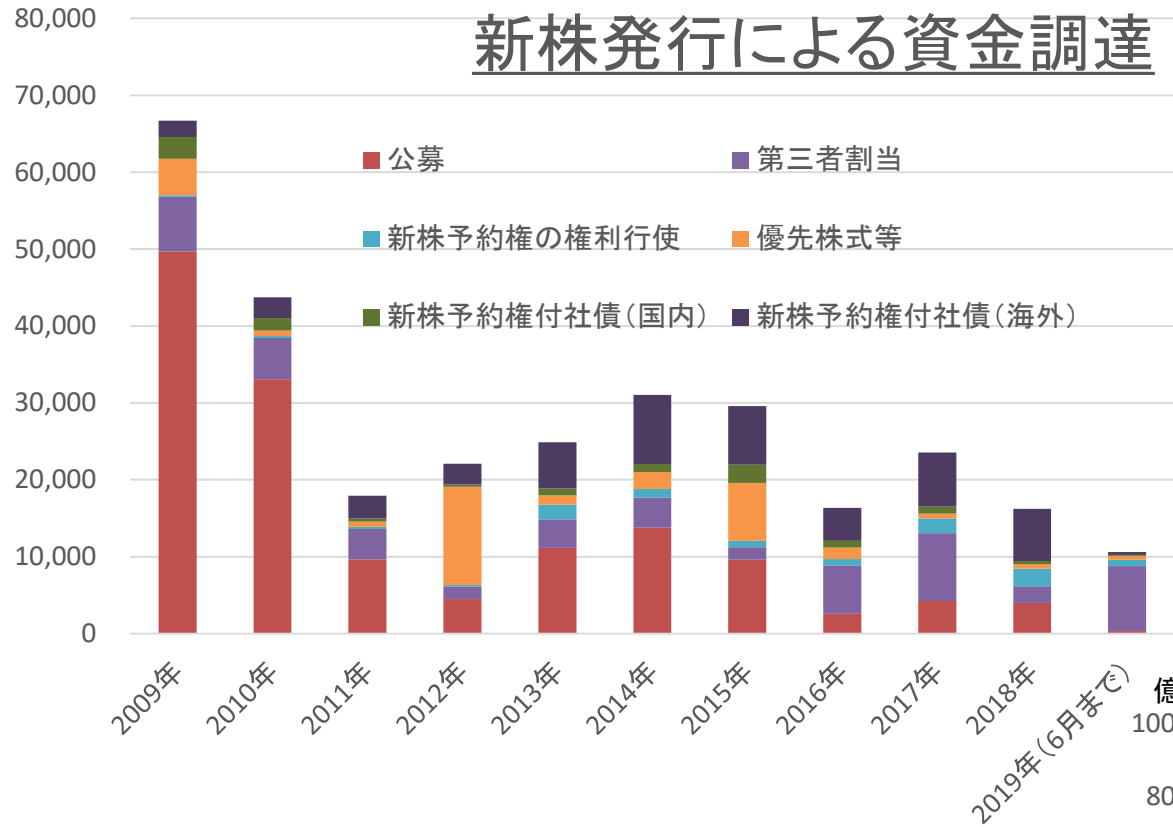
株式投資型は2018年に14億3千万円を集めており、今年前半は3億9千万円に止まっている。ファンド投資型については2018年に12億円をあとめており、今年3月末の運用残高が22億9千万円となっている。なお、ソーシャルレンディングと呼ばれる貸付型ファンドは、今年3月までの1年間で延べ1,530億円募集されており、3月末時点の運用

残高は1,370億円、延べ出資者数が38万人である。一方、利益分配金若しくは償還金の延滞額が266億円(延滞率19.4%)となっている。

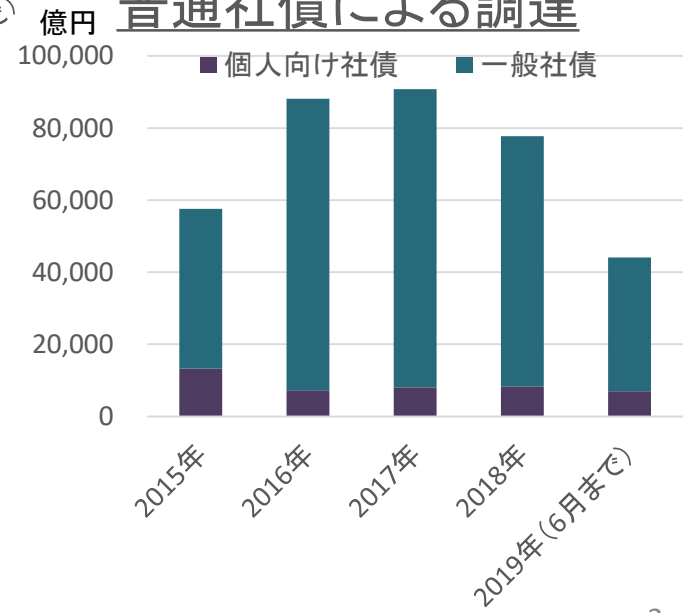
以上の様に、発行市場において証券会社やファンド業者が行う募集活動(対面、インターネット)により、個人はリスクマネーの供給者としての役割を果たしている。

億円

新株発行による資金調達



普通社債による調達



エクイティファイナンス・ルールの沿革

上場企業のエクイティファイナンスは流通市場の需給関係に大きな影響を与える。バブル期においては上場企業の不要なエクイティファイナンス(公募増資、転換社債発行などで、設備投資等企業成長の為ではなく、運用資金など不急な資金を調達)によって、市場の需給が大きく歪み、行政(当時は大蔵省)による株式等の発行規制(1990年4月)が行われた。その後、1996年4月までに証券業協会による自主規制を含めてエクイティファイナンスに関するものは撤廃された。

その後、銀行や証券会社が破綻した金融危機やITバブル、リーマンショックなど市場環境は大きく変動したが、問題となったのは上場企業による株式等の第三者割当についてだった。公募増資や転換社債発行(新株予約権付)社債などの発行では証券会社が自主規制ルールによる引受審査を実施するが、第三者割当においては上場企業の意図により株式等を割当てることが出来る。しかし、既存株主にとって、支配株主が変わったり大幅な希薄化をもたらすような第三者割当増資は株主としての権利を害する

ものだ。この様な第三者割当の濫用を防ぐ目的で、東京証券取引所の上場規程が以下の様に改正された。

上場会社による第三者割当増資について、原則として、

- ①希釈化率が300%を超えるときは、株主の利益を侵害するおそれが少ないと認められる場合を除き、上場廃止。
- ②希釈化率が25%以上となる時、又は支配株主が異動することになるときは、原則、独立した第三者委員会等からの客観的な意見の入手、又は株主総会の決議など株主の意思確認を求める。

また、業績が低迷した上場企業が「箱企業」化して不当な資金集めや身代わり上場に利用されたり、大規模な公募増資が増資インサイダー事件を引き起こしたりした状況を受け、日本取引所自主規制法人は2014年10月に上場企業の資金調達に関するガイドラインとして、「エクイティファイナンスのプリンシプル」を策定した。これは上場会社のみならず証券会社・弁護士・公認会計士・コンサルタント等の市場関係者にも遵守を求めたもので、以下の様な原則(プリンシプル)だ。

- 第1 企業価値の向上に資する: 調達する資金が有効に活用されて収益力の向上につながることや、実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上の実現が十分に期待されること。
- 第2 既存株主の利益を不当に損なわない: ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等について十分に配慮されたもの。
- 第3 市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない: 個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とは言えない取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得るようなスキームとなっていないこと。
- 第4 適時・適切な情報開示により透明性を確保する: 開示資料等における説明が分かりやすく具体的で、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること。

この他、大規模な公募増資の代替として期待されたライツオファリングだが、一部に資金用途を明確にしないで実施したケースや大株主の権利行使方針が変更されたケースなどがあったため、ノンコミットメント型(証券会社の引受

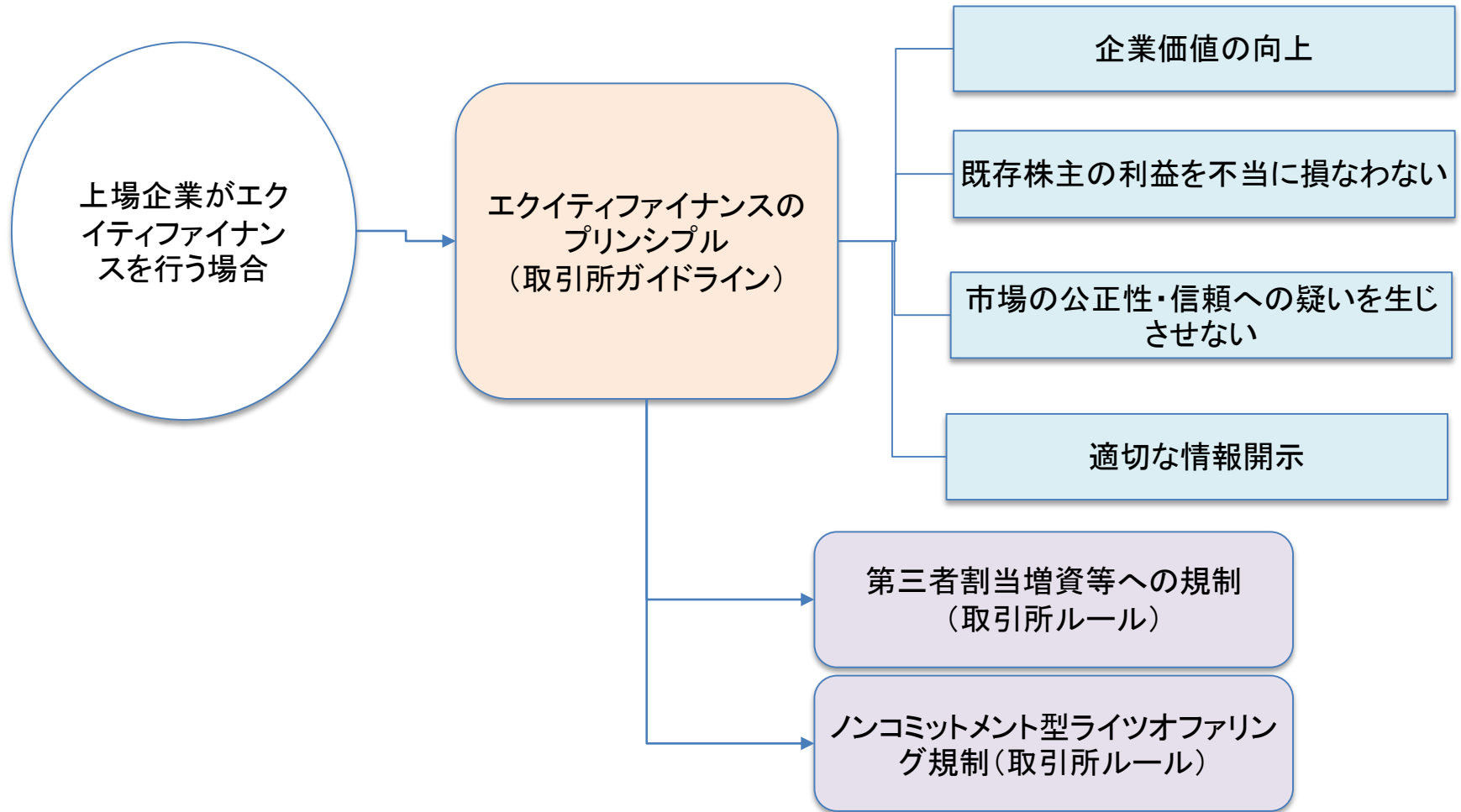
行為がない)ライツオファリングについては、東京証券取引所の新株予約権証券の上場基準が次のように改正された。

先ず増資の合理性に係る評価手続きとして、

- ①証券会社(取引参加者)による増資の合理性についての審査か、
- ②株主総会決議などによる株主の意思確認が必要とされた。また、経営成績及び財政状態に係る基準として、直近2年間連続して利益が出ていない場合や直近の決算期日で債務超過の場合は新株予約権の上場を不可とした。

一方、証券会社のルールとしては、定期的に行使価額を時価の9割程度に見直す上場会社の新株予約権等を引き受ける場合には、資金用途など調達目的が企業価値を向上させることなどを確認し、市場の需給を大きく歪めないよう権利行使に関しては一定の量的制限をする自主規制ルールを2007年に定めている。

エクイティファイナンス・ルールの概要



リスクマネーの供給者としての個人

IPO(新規株式公開)は、個人投資家にとって最も関心の高い株式募集だろう。その理由としては、新しい上場企業として大きく成長する可能性があること、また新規公開時に募集株式が大きく値上がりする可能性もあることだ。理想的には個人はリスクマネーの供給者として、新規公開企業株式の長期保有が望ましいのだろうが、市場の注目は新規上場する際の初値に集まり勝ちで、2018年のIPO銘柄では募集価格の倍以上に初値がついたものは40銘柄ある。初値の高騰はIPOのバロメーターの様に言われるが、そもそもの募集価格とIPO株式の配分の在り方などが問題となる。

これらは、IPO主幹事証券会社が大きく関与しているが、価格決定については主幹事が機関投資家などへのヒアリングを実施した上で仮条件を決定し、ブックビルディングによって投資家需要を見定めた上、募集価格が決定される。初値が高いことは様々な投資家や市場の注目を集めるが、IPO時における価格決定プロセスが適正に働いているのかどうか問題となる。その背景となるのはIPO

株式の傾向として新規公開時から1~2ヵ月程度は取引が盛況だが、その後は取引の減少とともに株価低迷傾向となりがちなことだ。なるべく適正な募集価格を望むのであれば、IPO株式に対する重要が多い場合などは上記の価格決定プロセスを複数回繰り返すとか、既存株主から過熱する需要を冷やす目的での株式供給(売出し)を行うなどの主幹事証券としての工夫があっても良いだろう。個人の長期に渡るリスクマネーを引き付ける仕組みとしてIPO株価は重要だ。また、IPO株式の投資家への配分については特定顧客への利益供与的配分を避ける目的で、日本証券業協会による自主規制(株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則)が1997年に定められている。新規公開に際して行う個人顧客への配分については、特定の顧客への過度な集中配分及び不公正な配分を行ってはならないものとし、原則として個人顧客への配分予定数量の10%以上について抽選により配分先を決定するものされた。

また個人投資家のリスクマネー供給として公募増資などでその役割を果たす場合が多く、概ね募集総額の5~7割程度が個人に配分されている。これは、公募増資などの主

幹事では大手証券会社とその役割を果たしており、多くの個人営業部店に公募株等を販売したいという営業戦略上の課題と、ブックビルディング等で需要喚起した機関投資家需要は、公募増資後の需要として一部残しておきたいという戦略上の課題を考慮していると見られる。

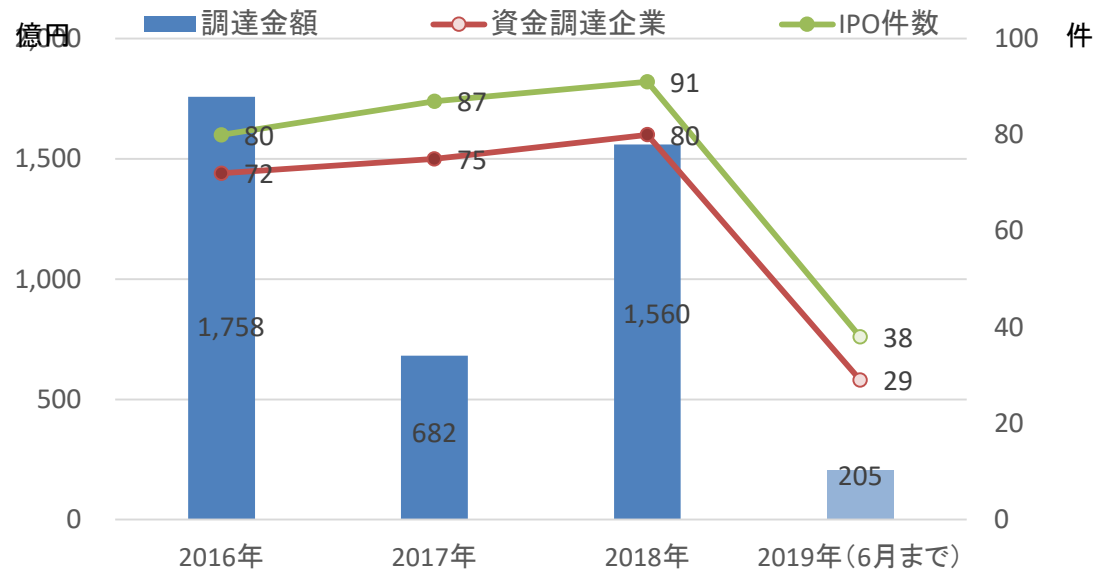
公募において個人の特徴的な動向が出ているのが上場リートだが、下図は上場リートの資金調達(新規上場を含む)と個人のネット売買金額を比較したものだ。個人投資家の売り越し額が、調達額の5割程度まで達しており、証券会社において個人に販売された新発リートの相当部分が売却されていることが推測される。なお、上場リートの個人での保有者数は本年2月時点で82万人となっており、過去3年間で約20万人増加していて、個人におけるリート投資の裾野は拡大しているようだ。

IPOや公募増資・上場REITの資金調達は、発行時における個人への募集比率が高いが、募集後、短期的な値幅取りに利用されている部分もあり、長期的な投資ニーズに十分対応していると言えないケースも、ある。その結果、

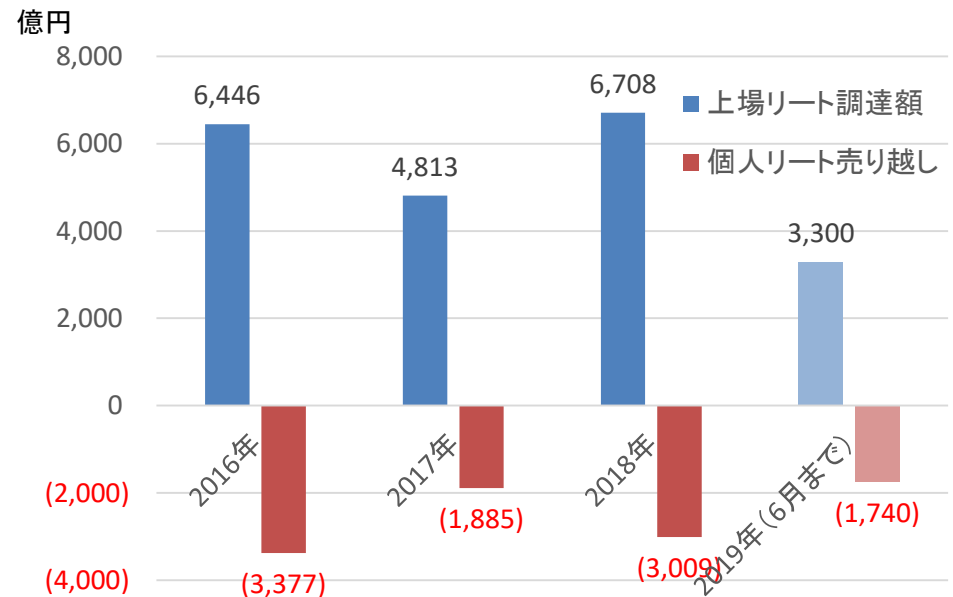
リスクマネーとしての個人の投資資金が十分に活かされていない可能性がある。

これに対して私募ファンドや私募債などは、自主規制ルールにより販売者の審査厳格化や投資家への情報提供強化などがされており、個人のリスクマネー供給方法として活用されても良いように思われる。

IPOによる資金調達



上場リークの調達と個人の売却



個人が主体となる新たなファイナンスの可能性について

個人の資金をリスクマネーとして一層活用する為の方法について、いくつか前向きに考えてみたい。

◇IPOを含めた新株等の公募における主幹事機能の強化と販売取扱者拡大:

例えばIPOにおいて主幹事証券の機能を強化させる為、約8%程度とされる新株募集時の実質的手数料(発行価格(募集価格)と発行価額の差で、投資家が負担)は、通例ではその四分の一が主幹事証券、他の四分の一が幹事団で分配し、残り半分が実質的な販売者に分配されるが、これを主幹事証券に9割方配分し、販売手数料は1割程度でも良いのではないか。その代わりに、主幹事証券は他の証券会社の引受審査に協力しながら広く投資家ニーズを集めることに徹する。また、通常の既上場企業の公募増資においては、この手数料配分について、主幹事証券が投資家需要を勘案し販売者受取部分を手厚くするケースもあって良いだろう。現状では、IPOも含めて公募増資では数社の引受証券会社で販売し、その中で主幹事証券が過半数以上を販売することが通例となっている。これを

広く募集を行う“公募(公募)”として行う新たな引受証券会社の出現に期待したい。

◇電子募集の活用による募集活動に伴うコスト削減と広域募集の推進:

少額電子募集はクラウドファンディングのことだが、これだと原則募集金額(1億円未満)や投資家当たり募集金額上限(50万円未満)が限られており、企業側が支払う手数料も現状で15%程度と高い。また、クラウドファンディング業者側のコストも調達金額が少ない為にインフラ・募集推進コストを十分賄えていないようだ。ベンチャー企業の資金調達ではクラウドファンディングが有効かもしれないが、中堅企業のリスクマネー調達や上場企業の社債による資金調達などでは、証券会社による電子募集取扱業務(金商法第29条の2第1項第6号に定義)を活用しても良いのではないかと考える。例えば、上場企業の社債であれば発行スキームや信用リスクなどに関する情報開示は比較的個人投資家にも分かり易く、電子募集を利用すれば通常の対面に係る販売コストを削減しながら広範囲の募集を実行することも可能となる。また、対面営業での募集と電子募集をリンクして行うことができれば、更に投資家

ニーズを効果的に集約することも出来る。なお、本年5月31日に公布された改正金商法では、利益配分を約束したトークンは電子記録移転権利(そうでないトークンは改正資金決済法上の新規仮想通貨)となって第1種金商業者の電子募集業務となる予定だ。(来年の4月以降か)

この金商法上のトークンであれば、株式や社債と異なり会社法上の制約を受けないので、企業や投資家の要望を取り入れて設計することが可能となる。

◇地方の中堅企業向けのリスクマネー調達手段として、クラウドファンディングと株主コミュニティを利用したハイブリット調達のスキーム構築:未上場の地方中堅企業の資金調達手段として、当初クラウドファンディング(以下、CF)を実行して、同時に企業側はCFプラットフォームを利用して株主コミュニティへの参加を投資家へ促す。株主コミュニティ組成後、証券会社はコミュニティメンバーに対する企業情報発信を行うとともに、企業のファイナンスニーズに応じてコミュニティ内での投資勧誘を行う。

CFプラットフォーム側は、証券会社の企業に対する審査・モニタリング機能を利用することが出来るし、証券会社側はコミュニティ参加の為のプロモーション等を実質的に

CFプラットフォームに頼ることが可能となる。

以上は、現状の各ファイナンス手段の現状の課題を解消することに主眼をおいて可能な取組みを検討してみた。いずれにしても、個人のリスクマネー供給機能を一層利用することに証券会社としての新しいビジネスがあるのではないだろうか。

個人主体の新たなファイナンス手法

