

発行市場の現状と問題点、 そして今後の可能性を考える

平成24年3月5日



株式会社資本市場研究所きずな

発行市場に対する投資家のイメージとその機能

教科書的に言えば、資本市場は流通市場と発行市場から成り立っていて、其々が両輪として機能することで日本市場が支えられている。しかし、一般の投資家が発行市場を意識することは稀なことだ。日々接する流通市場の株価や企業のディスクロージャーといったリアルタイムな情報に比べ、発行市場の情報はIPO(新規株式公開)や公募増資など、どちらかと言えばイベント的なものに限定されているが、最近はこれらの情報も減少している。投資家にとって、発行市場との距離は少し遠のいているよう思われる。

一方、企業にとって資金調達の間である発行市場は、最も期待している市場の機能だろう。この発行市場と流通市場のそれぞれが活性化することで、企業も投資家もメリットを受ける資本市場となる。そうあってこそアジアの中核市場としての役割を、日本のマーケットが担い続けることが出来る。

投資家目線で相互の関係を簡単に言い切るなら、発行市場は株式や債券を流通市場に供給するのだから、

これらが投資家にとって魅力あるものになっているかが最も重要な事だ。理想は投資家のニーズを反映した発行市場だろうが、現状は如何だろうか。

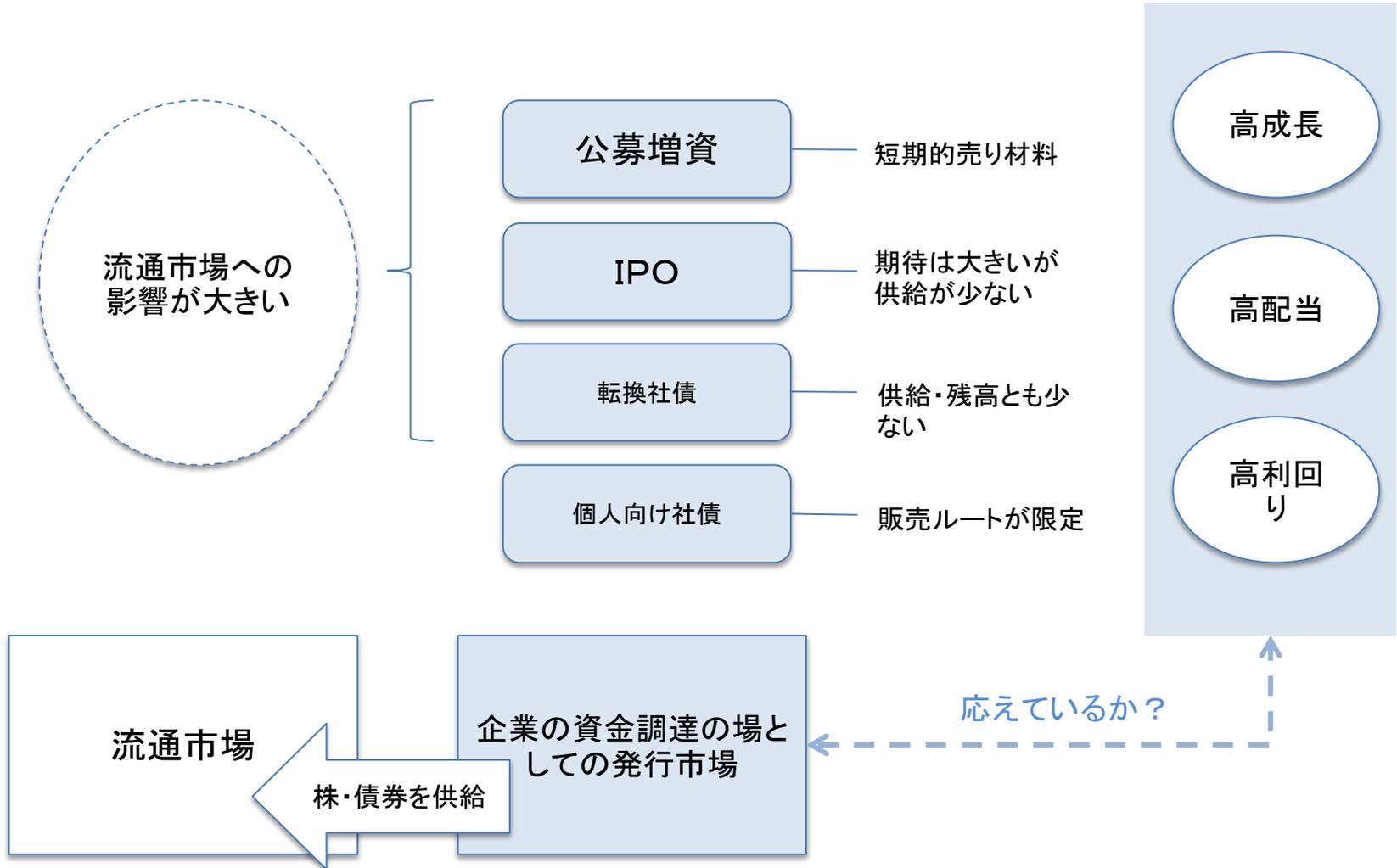
例えば、個人の投資家は抱く発行市場のイメージは、IPOが中心になりやすいが、新規公開企業数は多少回復しているものの未だ低水準で、実際に投資家がIPO株を手にするケースは少ない。また、IPOより大量の株式を供給する公募増資に関して、新規投資による成長期待よりは短期的な売り材料と捉える事が多いのではないだろうか。

債券の発行市場に関しては、更に個人投資家から距離が遠い。確かに、金融機関の個人向け劣後債などが販売されているが、個人向け社債の供給がそれ程拡大している訳でもなく、また転換社債に至っては発行量とともに残高も減少していて市場規模の縮小が続いている。

今の株式や社債の発行市場のあり方と、投資家が求めているニーズとの乖離の原因はいったい何処にあるのだろうか。特に個人投資家が求める高成長・高配当・高利回りといった株式や債券を流通市場に供給する仕組みとして、今一度発行市場を見直すことも必要ではないのだろうか。

発行市場のイメージ(個人投資家)

投資家の期待



エクイティ発行市場の現状と問題点

2008年のリーマンショック以降、日本の株式市場の回復が遅かったのは日本企業が世界経済の影響を最も受けやすかったからという説明がされるが、本当にそれだけだろうか。株式市場での新株の供給を見てみると、2009年は公募増資だけで約5兆円とバブル最盛期である1989年の5.8兆円に次ぐような大量の新株が市場に供給された。続く2010年も、3.3兆円と高水準の発行が続くが、昨年は大震災と欧州債務危機から市況が低迷したため、約9千億円まで公募増資は減少した。流通市場からの資金の吸収と供給を、単純化して見てみると、公募増資から自社株取得を差し引いた金額は、2009年が49,292億円、2010年が23,998億円の市場からの資金吸収に対して、2011年が7,400億円の資金供給となっている。需給面からみると、昨年は大きく改善された。

しかし、2009年・2010年の公募増資の状況は、金額がバブル期並みだったことに加え現在の株価は当時の3~4分の1程度なので、その影響はバブル期よりも大きな市場インパクトがあったはずだ。

過去を振り返れば、バブル期における大量新株供給の

反省から、1990年代前半の発行市場ではファイナンス規制(公募分のみ)が行われていた。その概要は次の3点だ。

【発行量に関する規制】公募増資なら、発行済み株式総数の15%まで、転換社債なら20%までの潜在株数

【収益性に関する規制】公募増資なら、ROE8%以上かその見込み、増益基調の確認を、主幹事証券が大蔵省や協会に説明

【利益配分に関する規制】株主への実質配分を増やすことを公約し、その遵守状況についても公表

勿論、発行市場における規制など無い方が良いが、発行市場における発行規律(既存株主や市場への影響をどう考えるか)は、発行企業・引受主幹事証券其々が持つべきだろう。現在のエクイティの発行市場では、主に以下の様な問題とその対応がある。

OIPO数が少ない。

過去の新興企業に関する不正会計処理や引受証券の不祥事から、上場予定企業に対する審査を厳格化する方向に

あったが、取引所と主幹事及び監査法人間の関連情報のやり取りを円滑化し、上場までの審査プロセスを明確化しよう取引所・証券業協会中心に検討されている。また、上場後に小規模な新興企業を支援していく策としては、取引所自らがアナリストレポート作成を支援したり、一部ディスクロージャー負担の軽減なども行われている。一方、IPO企業の裾野拡大の為の取組みは、ベンチャーキャピタルの投資先のリスト化や、グリーンシート市場の活性化など上げられているが、関係者が限られているので個別の議論となり、IPO裾野拡大の可能性まではまだ距離がありそうだ。

○大規模な公募増資などに関して規制がない。

海外の機関投資家などからは、既存株主の了承もなく発行済みの2割を超える公募増資が、取締役会だけで発行されるのは、おかしいのではないかと指摘がある。しかし、日本の会社法では新株の発行も既存株の消却も資本政策に関しては基本的に取締役会に授権されている。発行したい企業を証券会社が止めることは出来ないが、どの数量まで引受けるのかは証券会社・それを上場させるのは取引所の判断なので、引受ルールや上場ルールにより発行数量を制限することは可能だ。実際、発行済みの25%超の第三者割当増資に関しては、取引所規則等での実質的規制が

始まっている。

○国内の転換社債市場が縮小している。

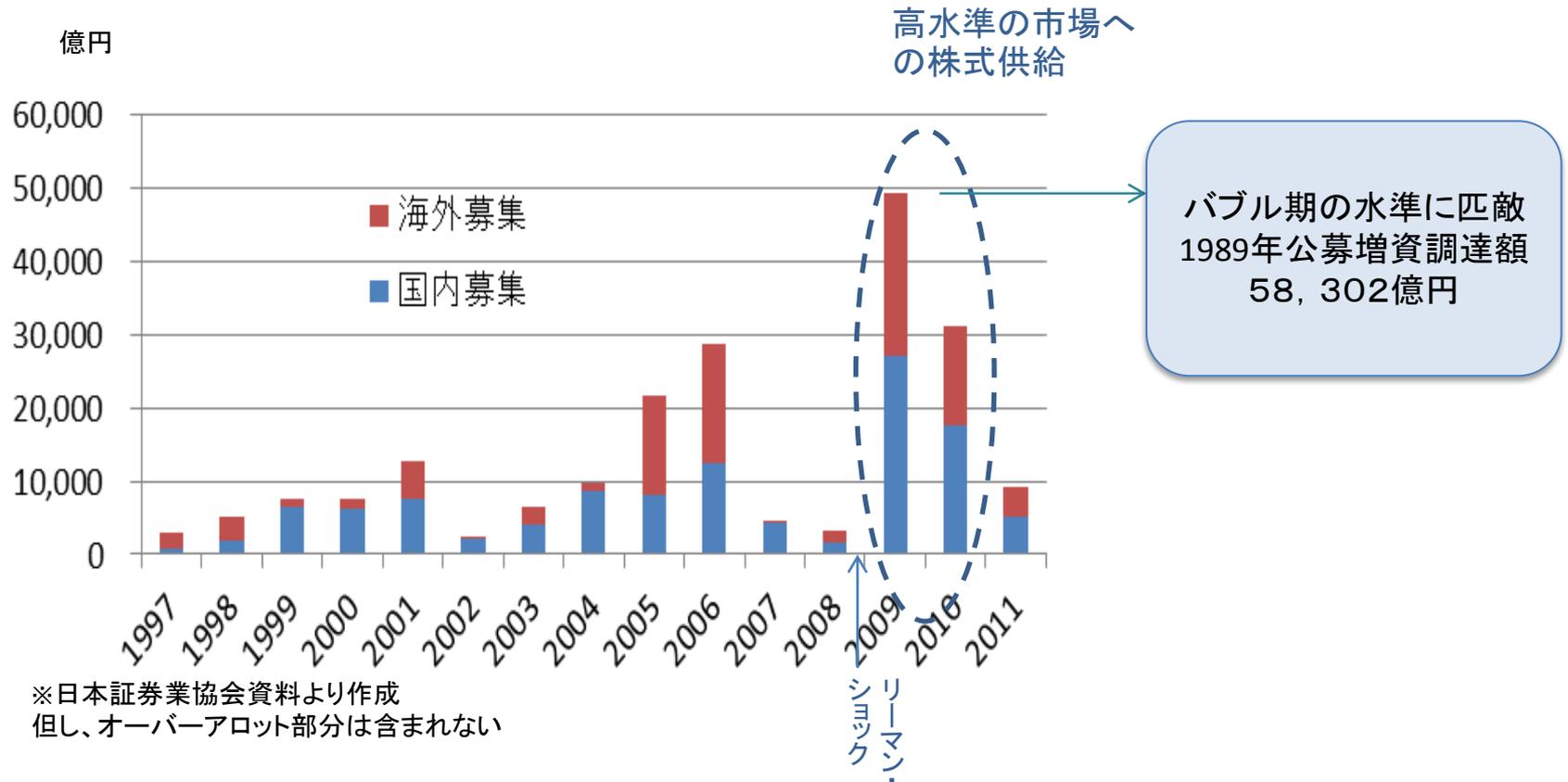
国内発行の転換社債(新株予約権付社債)のマーケットは、IFRS(国際会計基準)の影響で新株予約権部分の時価会計処理が必要と考える企業が増えたことや、国内での上場・個人への販売には格付作業が必要なことから、その発行数量が減少している。つまり、上場企業にとって公募増資よりも負担が重いファイナンス方法となっているが、反対に既存株主から見て希薄化の負荷は公募よりも軽いと考えられている。また、海外での転換社債発行は格付け不要な場合が多いが、株主からみて販売先の投資家層が分かり難く、裁定取引への懸念が払しょく出来ていない。特に、新興企業などが利用した転換価格を定期的に見直すような下方修正条項付転換社債の発行は、市場インパクトが大きく過去に問題となった。

○小規模な企業の公募ファイナンスが行い難い。

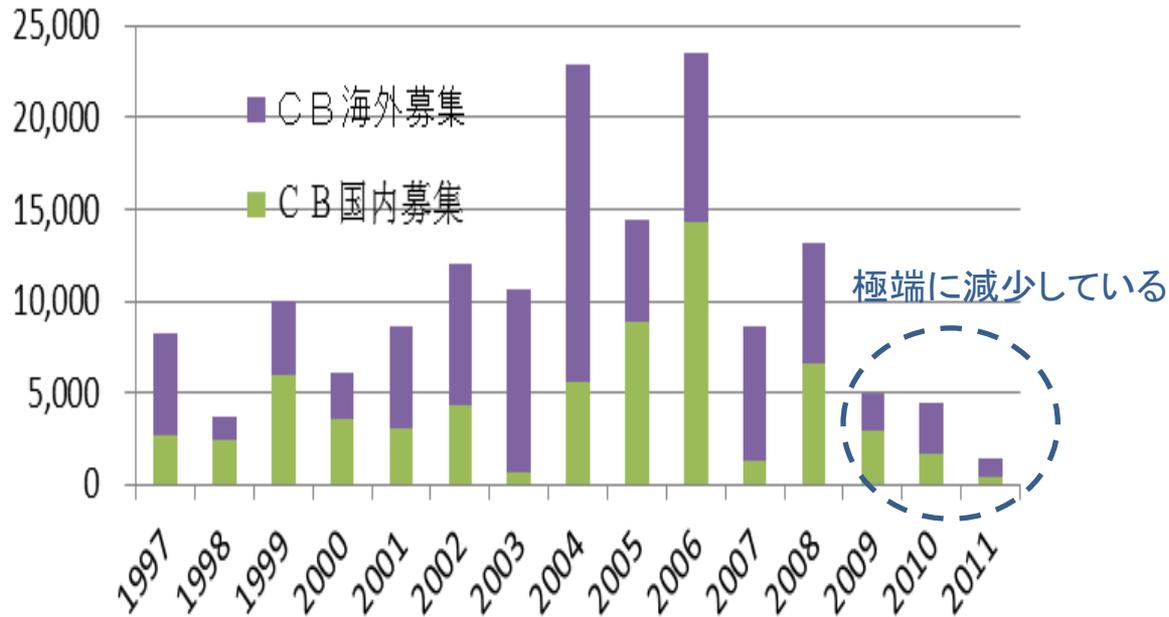
大規模な企業の発行済みの2割を超えるような大規模の公募増資が、市場での問題になる一方、時価総額の小規模な上場企業にとって、現状の公募ファイナンスは行い難い。これは、小規模な為に現在国内の転換社債発行に

必要な格付けが事実上取得できないことと、小規模な金額の公募増資を引き受ける証券会社数が限られることによる。例えば、時価総額10億円の企業が、2億円の公募増資を行いたいと考えた場合、引受機能が完備された全国の販売網でこれを扱うのは難しいと考える大手証券が多いのが現状ではないだろうか。反対に、中堅以下の証券会社では引受機能が限定されていて、引受け手として対応できていないのも現実だ。

公募増資の推移



CB発行の推移

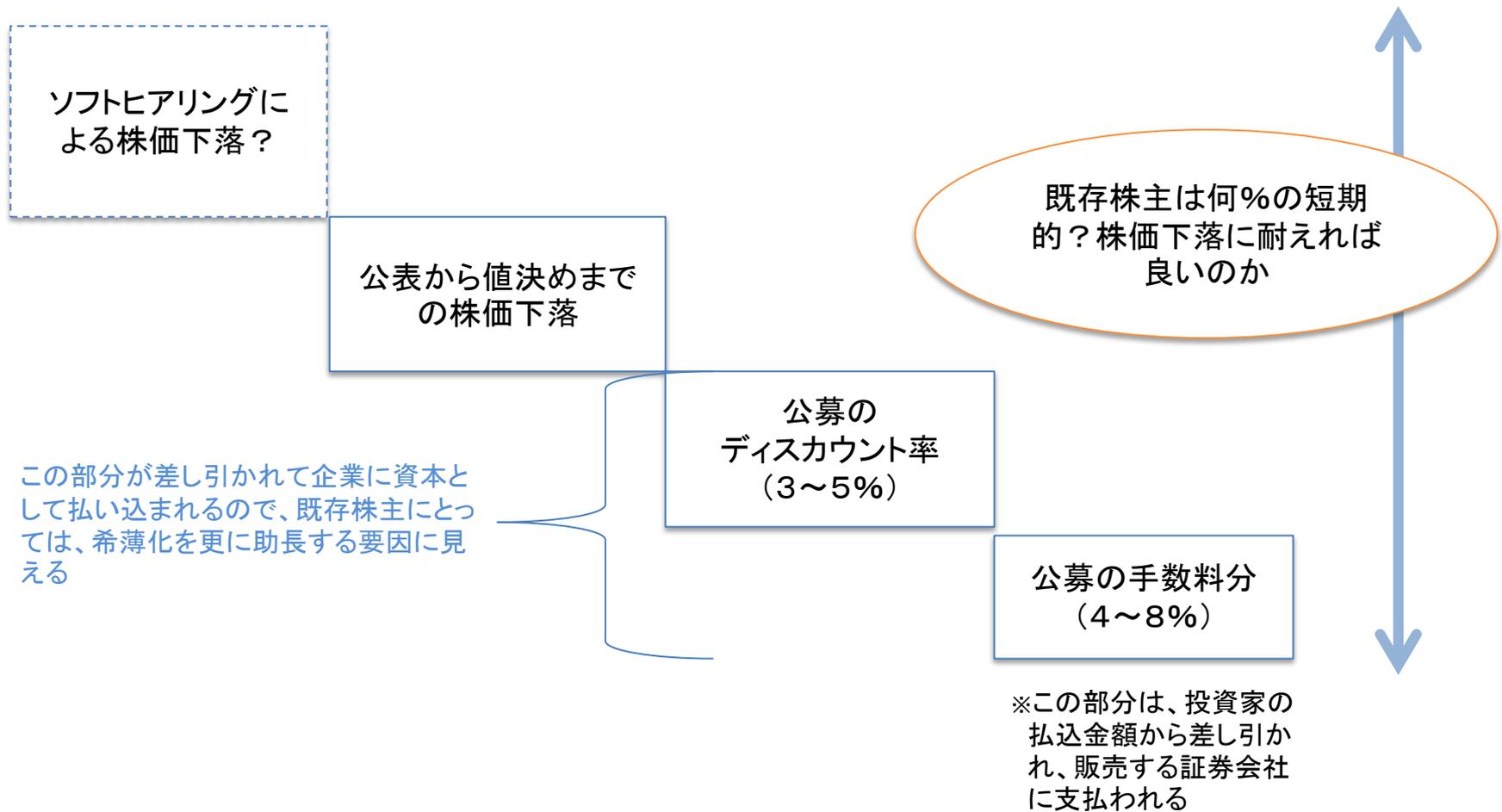


CB発行の利点

直接市場に株式
が供給されない

転換株価を時価よ
り高めに設定

公募増資に対する既存株主の損失イメージ



社債市場の現状と問題点

昨年の社債市場は大きく揺れた。金融危機後は、低金利が定着して発行する企業からみると好環境だったが、大震災による原発問題で、社債発行の2割程度を占めていた電力会社による発行が停止するケースが相次いだ。また社債市場全体について、発行企業数や残高は増加しているもの下図の様に社債発行市場そのものが拡大傾向にあるとは言い難い。

投資家が望むような高利回りの社債発行は、低金利の日本ではそもそも難しい事なのだろうか。特に個人にとって、為替リスクを負わないである程度の利回りが確保できる社債は、新たな投資家層を生む可能性があるが、現在の日本市場でハイイールドボンド(格付けがBBB未満)が発行される可能性は小さい。

今の証券会社の店頭では、一般の消費者が利用するような企業の発行でなければ、BBB格付けの社債の販売さえ難しい。為替リスクは負うが、信用リスクを極端に避けようとするのが、営業現場の感覚となっているが、これは個人投資家などが発行企業の信用情報に触れることが少ない為だろう。

そもそも、社債に関しては価格発見機能のある流通市場の現状を改革すべきという考え方が日銀や金融界などから示されているが、発行市場の機能についても投資家が望む情報の充実が求められている。

現在、証券業協会において開催されている“社債市場の活性化に関する懇談会”では、問題別に4つの部会が設置され具体的な改善策が検討されているが、その問題の中心となることについて平易に書くと以下の様になる。(標題は部会名そのまま)

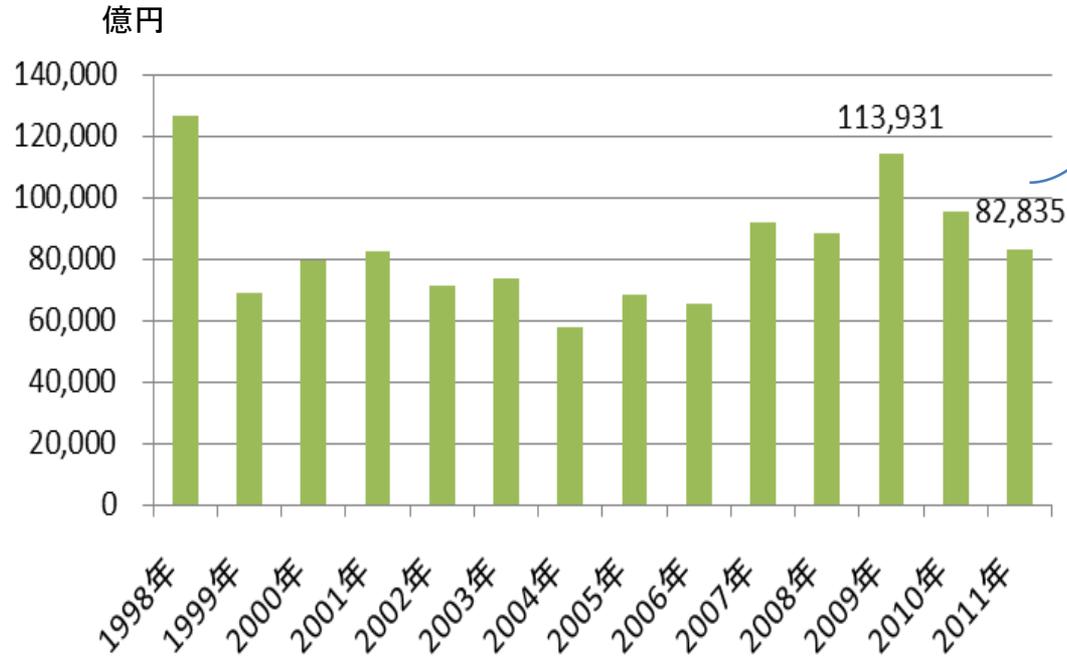
【社債の価格情報インフラの整備等】流通市場活性化の為には、社債を売買する投資家を増やすのが当然のことだが、その為実際に売買されている価格を投資家間で共有・公表する仕組みを検討してる。欧米の社債の売買価格情報システムを参考に議論されているが、米国のシステムにより個人投資家の社債売買が増加したとされている。

【社債管理のあり方等】現在、社債の社債管理会社が無くとも利払いや償還金の手続きをする財務代理人がいれば社債は発行可能だが、低格付け企業が発行する為には投資家の為企業財務内容をチェックしている社債管理会社の機能充実が必要になる。

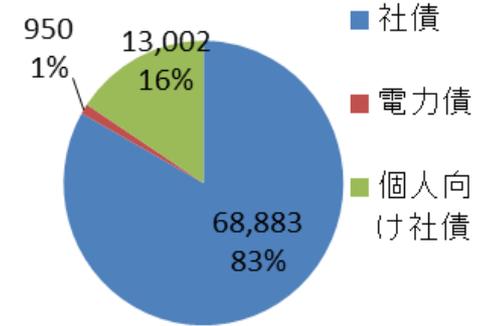
【コベンツの付与及び情報開示等】企業が金融機関等から借入れを行う場合、一括返済条件が付くことがあるが、社債の投資家がこれを知らない場合、不利になるケースがある。これを避ける為、借入に関する一括返済条件(利益や純資産の維持など)を投資家に開示すべきとの考え方がある。

【証券会社の引受審査の見直し等】現在の証券会社の引受審査では、決算などの開示資料が出されるたびに引受審査としてチェックする必要があるが、この為、一時的に発行出来ない時期がある。企業側はこの改善策を求めている。

社債の発行推移



2011年社債発行の内訳



※数字は億円単位

みんなの発行市場である為に

発行市場の拡大こそが市場全体の拡大に繋がる。当然のことかも知れないが、供給されなければ利用(投資)されない。その為には、出来るだけ多くの企業が利用可能なファイナンス・スキームが提供され、それに投資する新たな投資家層が増えていくのが望ましい。例えば、ライツ・オフアーリングや低格付け債の発行などがファイナンスする企業の裾野を広げる可能性がある。また出来るだけ多くの投資家が、企業のファイナンス商品に投資する機会が増えるような仕組みも、検討されて良いのではないだろうか。公募とは、広く募ることだが、現実のファイナンスは引受主幹事に販売活動が集約しがちだ。より多くの証券会社が参加可能なファイナンスの仕組みがあれば、投資家がファイナンス商品に接する機会も増え、結果として発行市場の拡大に繋がる。

現在、ファイナンスの引受主幹事は資本金が30億円以上、幹事で5億円以上という証券会社の最低資本金規制があるが、投資家の需要がある分だけ販売する証券会社であれば規制には該当しない。投資家のニーズを広く集める方法としては、この販売証券会社の活用が考えられる。また、

証券会社にとって負担が重いファイナンス実務や引受審査部分について、弁護士やアドバイザー・会計コンサルなど外部の専門家を使う分業化や、中心となる1社の機能を複数証券会社で利用する共同化は、現在でも可能な方法だ。更に一步進めて、ファイナンス実務と引受審査の主要な部分を行い証券会社にファイナンス商品を仲卸しするような專業会社が認められれば、発行市場に關与する証券会社数を増やし、結果として投資家の拡大も期待できる。

最後に、リテール証券会社が進化していく為の戦略上のキーワードとして”協働”を上げたい。証券業務は多様化した分、専門化も進んでいるが、ファンドや債券・デリバティブにおいて、益々他社機能の利用する機会が増えるだろう。また、保険やローン商品の取扱いも仲介業務として進展し、銀行系証券の一部に見られる相互仲介業方式も強化される。更に他の事業者等と証券仲介業務を通じて繋がっていくことも、業務拡大の中心的な戦術になる可能性がある。個人投資家のニーズに応える為、サービスの多様化が必要で、その為に他社機能を利用する協働だが、顧客に直接対応する窓口である強みがあればこそ、協働のメリットを享受しながら次の進化を果たすリテール証券であると考えている。

引受けプロセスと分業もしくは共同化イメージ

