

地方企業等へのリスクマネー供給と証券会社 ～協会の自主規制改正の意義



2020年5月4日
株式会社資本市場研究所きずな

リスクマネー供給の政策とその現状について

現在、日本証券業協会において地方企業等へのリスクマネー供給の円滑化を目的に、非上場株式の取引に関する自主規制改正が検討されている。規制緩和として、株式コミュニティ制度を利用した資金調達を容易にすること、プロ私募はプロの定義を緩和すること、クラウドファンディングを併用した私募を認めることなどだ。これは、政府の「骨太方針2019」(2019年6月)において“地域に根ざした企業等における、株主コミュニティ制度などを利用した、株式による資金調達の円滑化を図る。”とされた政策目標を受けたものだ。

まず、地域企業等へのリスクマネー供給の現状を見直してみたい。(各概要は下図)

【株主コミュニティ】

資金調達実績は現在(2020年3月)のところない。なお、2015年8月に取扱いが開始され、直近(2019年12月30日現在)の取扱状況は、運営する証券会社6社、19銘柄、延べ参加者数3,377人、累計売買金額は20億円を超えた。

現状は、電鉄会社などの株主優待目的の取得や持株会などに利用されている。

【クラウドファンディング】

投資型クラウドファンディングとして金融商品取引法では少額電子募集業務として定義付けされ、2015年5月から制度が開始されている。株式投資型は第1種金商業者、ファンド投資型は第2種金商業者(ファンド業)に分かれている。

【プロ私募】

機関投資家(プロ)へ非上場株式を勧誘することは可能だが、この制度の立て付けは機関投資家自ら対象となる企業内容を調査し情報取得も行えるという前提なので、取り次ぐ証券会社の審査・情報提供義務はない。現在、協会で検討されているのは、このプロの範囲を適格機関投資家でないベンチャーキャピタルや海外富裕層・エンジェル投資家に拡大することだ。なお、適格機関投資家等特例業務(プロ向けファンド)ではプロが調査・判断して投資するものに対して少人数(49名以下)であれば一般投資家も参加できるという構成になっていたが、2016年3月から

規制強化されて投資可能な投資家は、一定規模以上の企業が富裕層若しくは会社関係者等に制限された。

【ソーシャルレンディング】

貸金業で借り手に資金を貸し、金商法(ファンド事業＝第2種金商業)でインターネットを使って投資家から資金を集めるスキームで、借り手としては地域の中小不動産業者や再生可能エネルギー開発業者なども多かった。ただし、貸金業法による借り手保護の為、投資家への借り手情報や資金用途などの情報提供が十分ではなかった。その為、元利金の遅延率(2019年9月末で19%)が高まっており、トップ企業だったmaneoグループは事業再生中(詳細は外部調査委員会の調査報告書3月19日公表)である。

【不動産流動化スキーム】

不動産の大規模開発はリート(私募を含む)に組み入れることが多いが、数億円から数十億円の不動産案件もファンド化して投資家から資金を集めている。コンパクトシティやヘルスケア施設・ホテルなどの事業収益から投資家には分配金が支払われる。不動産特定共同事業法の改正(2018年12月)で不動産クラウドファンディングも可能となり、

中堅の不動産業者が取り組み始めており、今後が注目される。

地方企業等へのリスクマネー供給の仕組み

(2019年12月末時点)

【株主コミュニティ】

資金調達案件は実績無し

運営証券会社 5社

コミュニティ組成銘柄数19社

(※北陸地方などの地元有力企業や元クリーンシート銘柄が多い。売買金額が多いのは、北陸電鉄、YKK、富山地方鉄道など)

※数値は日本証券業協会資料より

(●色は、第二種金融商品取引業協会資料より)

【株式投資型クラウドファンディング】

92案件

調達額29億円

(※2019年までの累積)

業者数 5社

(※既存証券会社の関与なし)

【ファンド投資型クラウドファンディング】

440案件

調達額55億円

(※2019年までの累積)

業者数11社

(※既存証券会社の関与なし)

【プロ私募】

適格機関投資家私募及び適格機関投資家特例業務(プロ向けファンド)があるが、地方企業に対するリスクマネー供給で証券会社が主導するケースは多くはない

【ソーシャルレンディング】

4,251案件、運用額1,726億円、業者数 21社(※2019年9月末)

【不動産流動化スキーム】

私募リートや私募ファンド、不動産クラウドファンディング等

株主コミュニティの活用について

地域企業が株式コミュニティを利用して株式で資金調達することは現在でも可能だ。先ず、利用されていない要因を考える為に、証券会社が現制度を使って勧誘を行う場合の対応概要について見直したい。

①株主コミュニティの組成

証券会社は株主コミュニティを組成しようとする企業について、事業の実在性や財務内容など審査しなければならない。次に実際に株主コミュニティを組成するが、この際、コミュニティ参加を投資家に勧誘することが原則できない。2019年8月からは、既存株主や役社員に対しての参加勧誘が可能となっている。

②株式の募集等

企業が発行する新株式の募集又は私募の取り扱いで、証券会社が株主コミュニティ参加者に勧誘することは可能だが、その為には資金使途や事業計画の妥当性などを精査した審査対応を行うことが必要となる。

③投資家への情報提供

原則として株主コミュニティ内では企業に関する情報を共有する必要がある。例えば計算書類や事業報告など株主が取得できる情報は、株主コミュニティ参加者なら誰でも閲覧できるようにしておくことが求められている。また、この制度や企業に関するリスクに関して、証券会社が契約締結前書面で事前に周知しておくことも必要だ。実際の新株式の募集等に際しては、勧誘を行う対象者が株主コミュニティ参加者なら、募集等に関する情報を記載した「証券情報」も共有される。

以上の証券会社の勧誘対応で最も問題になるのが、この制度が証券会社の勧誘行為を制限していることだ。株主コミュニティ参加者には投資勧誘することができるが、そもそも株主コミュニティ制度への参加を勧誘することが原則できない。この参加勧誘禁止の規制対象外として、取引先など企業のよく知る者を認めるべきとの議論が協会で行われている。

次に株式等の募集を取り扱うとき、証券会社は審査を行うことが求められるが、基本的には引受審査や商品審査などの自主規制に準じた対応になるため態勢整備が必要

で、証券会社としての負担が重くなることが想定される。その為、現時点では審査態勢が必ずしも求められていない
少人数私募やプロ私募などが活用できないかが協会での
検討の中心になっている。

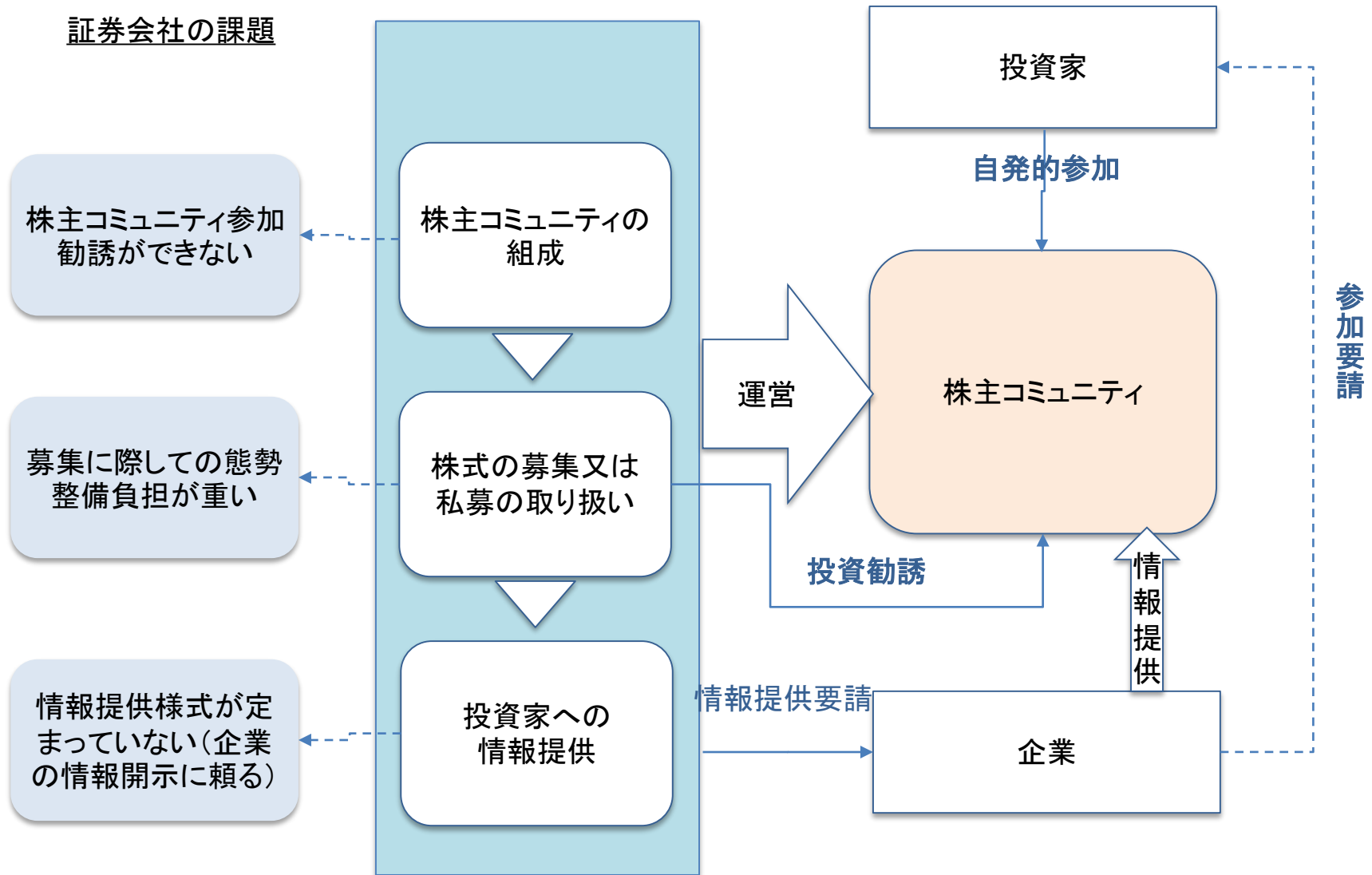
更に問題なるのは、企業側の情報開示の問題だが、株
主コミュニティ組成企業の中には既に有価証券届出書提
出企業があつて継続開示義務を負っている。この場合、募
集等での情報開示も比較的容易だ。一方、監査法人によ
る会計監査が行われていない企業では、有価証券届出書
など継続開示対応が出来ないので、少人数私募やプロ私
募による資金調達が現実的と考えられている。この私募
の利用では、募集に関する情報も現行制度では株主コミュ
ニティ間で共有する必要があり、あり、その場合50名未満
への勧誘という私募の定義を逸脱するリスクがある。その
為、株主コミュニティ組成企業の株式を私募で勧誘する場
合の、コミュニティ内募集情報の制限方法などが協会で検
討されている。

株主コミュニティ制度において新規株式発行で私募を活
用していこうということは、一つのアイデアとして評価できる

が、現行制度でも可能な募集又は私募の取り扱い実績が
ない理由は、何が要因かという検討も必要ではないかと考
える。募集であろうが私募であろうが、企業内容を調べ、
資金調達使途や目的、事業の継続性などを審査した上で
投資家に勧誘し、その審査ポイントをモニタリングし、状況
を投資家に情報提供するのは金商業者の基本となる。な
お、地元企業のことを最も知っているのは金商業者は、地
元証券会社ということも言える。

株式コミュニティを利用した資金調達

証券会社の課題



クラウドファンディングと私募の問題

新規・成長企業へのリスクマネー供給の為に2015年5月より少額電子募集取扱業務として制度整備(金商法)された投資型クラウドファンディングだが、実務に関しては株式による募集が日本証券業協会、ファンドは第2種金融商品取引業協会の各自主規制ルールに委ねられている。

その利用状況は第1章下図に示したが、この制度が十分機能してるとは言いがたい。例えば、株式型について見てみると、2019年12月までの累積調達額29.3億円、同成立案件数92件、投資者数17,499人(協会資料より)となっており、これを専業4社で行っている。調達金額に対して15%程度の手数料を専業者が得るとしても、継続的クラウドファンディング業務を行って行くために不十分な収益と言わざるを得ない。また、投資家数も他のクラウドファンディングに比べると著しく少ない。

クラウドファンディングが一般的な言葉として定着している中、この様な状況であることは投資家が株式投資型クラウドファンディングを利用することのメリットや魅力が

少ないと感じていることが大きいのではないかと推測される。確かに、未公開株式に対する投資家はファンドとは異なり期限が有るわけではないし、購入型クラウドファンディングと異なり、投資家が製品を手にする事も概ねない。投資家はその企業の成長性や事業コンセプトに対して期待してるので、その意味ではエンジェル投資家である。協会では株主コミュニティでの資金調達におけるエンジェル税制適用要望が検討されているが、株式投資型クラウドファンディングでも同様の措置が必要では考える。(金融庁の令和2年度税制改正要望では、特定新規中小会社が発行した株式を取得した場合の課税の特例に係る拡充が挙げられている。)

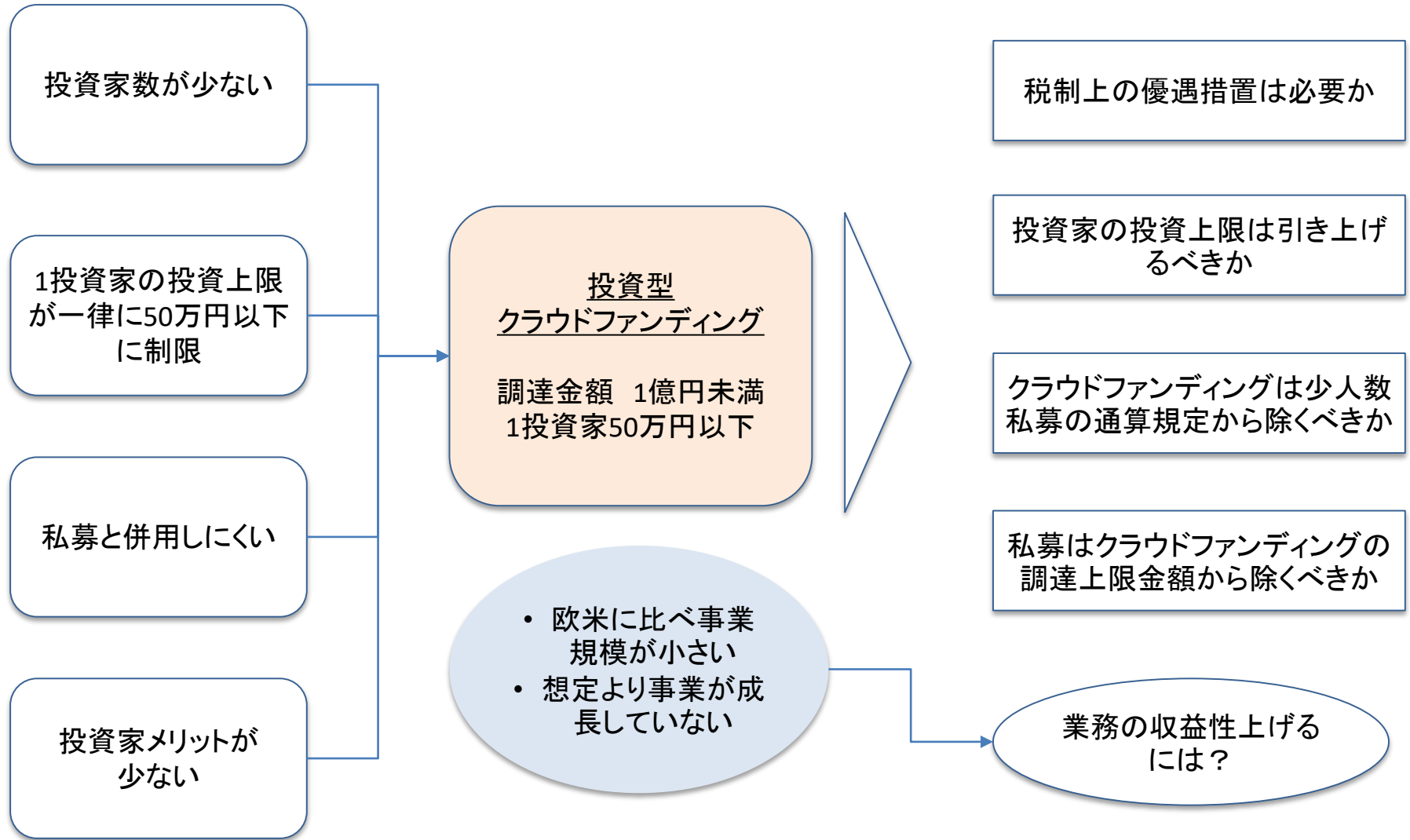
次に制度改善策として期待されているのは、投資家一人当たりの投資上限が50万円(銘柄ごと)を引き上げることだ。元々投資型クラウドファンディング制度策定時に参考にされた米国や英国の制度では、年収や金融資産の一定割合(例えば5~10%程度)を投資上限とするもので、リスクの高い未公開株投資に対して投資家が負えるリスク負担を個々の投資家の資産状況に応じて定めたものだった(米国は上限金額はあるが、引き上げられる予定)。この

投資上限を引き上げる制度改正要望を出すことが協会でも検討されている。

3つ目は、投資型クラウドファンディングと私募を併用して企業が資金調達を行う場合の障害についてだが、少人数私募における取得勧誘50名未満(半年間の通算)規定により、一旦不特定多数に勧誘を行うクラウドファンディングを実施してしまえば、例え1名であっても少人数私募を実施することが出来ない。この場合、半年以上期間を空ける必要がある。また、また企業が先に1億円以上の調達を行う私募を行ってしまえば、1億円未満(年間)という投資型クラウドファンディングの通算規定に抵触して1年以上はクラウドファンディングの実施を行うことが出来ない。協会での議論としては、これらが企業の機動的資金調達の弊害となっている可能性もあるので制度改正要望(法令等)として検討している。(ファンド投資型も同様)

投資型クラウドファンディングと私募の併用は現時点でも行われていることで、一層利用しやすくするのは望ましいことだが、投資家から見た投資型クラウドファンディングの魅力を上げる工夫も必要ではないかと考える。

投資型クラウドファンディングの問題



証券会社のリスクマネー仲介機能についての可能性

証券会社によるリスクマネー仲介機能として最も注目を集めるのはIPO(新規株式上場)による資金調達だろう。この業務はIPO希望企業に対する上場コンサルティング・審査・取引所との調整等を数年に渡って行うので、業務負担が重く、対応できる証券会社は限られている(東証の主幹事候補は17社)。

その他の仲介手段としては、今回協会で議論されている私募や株主コミュニティがあり、プロ向け市場としてのTOKYO PRO Market(以下、TPM)も上げられる。リスクマネーの供給を株式に拘らなければ、私募債、私募ファンド(事業型ファンド)など一定の利益分配や期限を設けたものもある。また、一般投資家の参加は限定されたが、適格機関投資家等特例業務(プロ向けファンド)も利用可能だ。IPOでは、ほぼ自社内のリソースで業務遂行するのに対して、これらの手段では外部専門家の機能を利用することも多い。

今回の協会の議論で、私募と株主コミュニティ制度や投資型クラウドファンディング制度を複合させて検討したこと

は双方の問題点を緩和するにはいいアイデアと思うが、両制度以外で、証券会社による地方企業等へのリスクマネー供給に利用できる各制度の可能性についても考えたい。

まずTPMだが、上場支援・上場審査を行うJ-Adviserは、東証が認めれば証券会社でなくとも行うことができる。実際に実績のあるJ-Adviser5社のうち3社が証券会社ではなく、J-Adviser側も上場させることが現状では主目的の市場になっているが、一部には関係者や特定投資家から資金を集めるケースも見られ、この場合は証券会社が関与する。TPMを利用した企業の資金調達において、審査機能はJ-Adviser、バリエーションや特定投資家ニーズの集約は証券会社と分担していけば双方の課題解消に役立つことも考えられる。

次に私募債・私募ファンドだが、対象となる企業や事業そのものに対して、審査・モニタリング・投資家への情報発信の強化を求める自主規制(社債券の私募等の取扱い等に関する規則(2017年4月)、事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則(2018年1月))が制定されているが、

現時点で対応できている証券会社は限られている。しかし、この自主規制に対応していくことで地方企業等の株式以外での資金調達にも応じることが出来るし、事業承継や地元不動産流動化案件への関与でもより幅広い対応が可能になる。

地域企業のリスクマネーへの供給に証券会社がIPO以外で関与する場合、TPMと非公開株式の制限された取引(株主コミュニティ、私募)で認められた投資家に勧誘するか、ファンド化(事業資産の流動化を含む)したものを第2種金融商業者として販売する方法が考えられる。また、投資家ニーズを知る上で、クラウドファンディング(株式投資型、ファンド投資型、不動産流動化対象)との併用もメリットはある。

地方証券会社は、地域の特性を活かして新たなビジネスモデルをどの様に構築していくか金融行政からも注目されているところだが、地域企業を最もよく知るというアドバンテージを活かして、各方法を有効に利用し、地域企業にリスクマネー供給を仲介するためには、TPMや各クラウドファンディング業者等との提携が必要だ。また、各方法

利用の基盤となるのは証券会社としての審査機能だが、多くが参加した民営化案件などで行った引受審査機能をベースに、各方法の自主規制に合わせて審査機能の多機能化を図ることが望まれる。

証券会社の地域企業へのリスクマネー仲介機能

