

資本市場におけるリスクマネー供給について

～郵政3社IPOを機に考える個人の役割

平成28年1月4日

株式会社資本市場研究所きずな



発行市場における個人の役割

11月に新規上場した日本郵政グループ3社では、63社のリテール証券が新規公開株式を引受け、引受免許がない地方証券会社でも販売委託(引受責任はなく、販売された分だけの取扱い)で参加したので、オール・リテール証券の観があった。これは、昨年、3社のIPO検討に際して、財務省や郵政民営化委員会で① 広く国民に販売する。② その為に、可能な範囲で多くの証券会社等に販売させる。といった基本方針が決定されていたためだ。

この様な取組みは、日本の発行市場(資本市場におけるリスクマネー供給)では大型民営化以外では無かったことだが、そもそも発行市場における個人の役割について、改めて見直してみたい。

先ず、発行市場において、個人投資家がどの様に参加しているかについて、7月~9月期の大手・ネット・中堅で代表的な証券会社では次の様な募集シェアを占めている。(※日本証券業協会統計資料より募集金額全体における

個人のシェア)

◇野村証券=株式等の公募・売出し62.7%、IPO78.4%、J-REIT52.5%、新株予約権付社債76.9%

(同社の株式等の公募・売出し6,062億円、IPO94億円、J-REIT331億円、新株予約権付社債618億円)

◇SBI証券=株式等の公募・売出し84.8%、IPO94.8%、J-REIT90.8%

◇いちよし=株式等の公募・売出し94.0%、IPO74.3%、新株予約権付社債83.3%

勿論、発行市場においては株式等を主幹事として取り仕切る大手証券の引受金額が圧倒的に大きい。ただ、全体でみても発行市場における個人投資家の存在感は大きく、株式等の公募・売出しで6~7割程度、IPOで8~9割程度、J-REITで5~6割程度が個人募集で消化されている。

この傾向の背景には、発行者である上場企業側と募集活動を行う証券会社側それぞれのニーズがある。例えば、

企業側では新規に発行する株式等を出来るだけ多くの投資家に持ってもらいたいし、証券会社としては主要な顧客層である個人投資家に対して、手数料が稼げる募集商品を販売したいというニーズが強い。

因みに引受証券会社が受け取る手数料率(総手数料ベース)は、株式等の公募・売出しでは2~5%程度、IPOでは5~8%程度、J-REITや新株予約権付社債では2~4%程度となっており、募集金額が小さい場合や、商品性が複雑な場合は手数料率は高くなる傾向にある。

なお、発行市場における大口投資家である機関投資家の需要については、引受証券会社間で需要情報を共有したり、発行企業などへ通知する取組みが欧米では一般的だか、これは需要を正確に把握する為に引受証券会社間の需要見込みの重複を避ける為に行われている。日本では、機関投資家の需要が殆どの社債発行においてはこのような取組みが行われるケースが増えているが、株式などではまだである。

従って、発行市場における公募ファイナンスにおいて、

個人投資家の需要把握は引受証券会社にとっての重要なポイントとなっているが、通常の公募増資などとIPOでは個人の投資に対する考え方も大きく違っており、公募ファイナンスのそれぞれの形態や、企業の内容、調達資金の効果などで、個人の投資ニーズは異なってくる。

資本市場の構成

株式や債券等の流通市場

取引所取引

- 【株式】各取引所上場市場(含む、プロ向け)
- 【債券】プロ向け市場
- 【ファンド】ETF、J-REIT(含むヘルスケア、インフラ)

店頭取引(証券会社媒介)

- 【債券】国債、社債、外国債券
- 【株式】(株主コミュニティ制度)

相対取引

- 【ファンド】私募リート
- 【株式】当事者間の未公開株

資金調達の為の発行市場

公募ファイナンス

- ・公募増資(IPOを含む)
- ・ライツオファリング
- ・大株主等の売出し(IPOを含む)

特定者への割当て

- ・第三者割当
- ・株主割当て

自己募集(第二種金融商品取引業)

- ・私募ファンド
- ・私募リート

少額電子募集

- ・ファンド(第二種少額電子募集取扱業)
- ・株式(第一種少額電子募集取扱業)

個人投資家は、
どの様に関与し
ているか？

公募ファイナンスの概要と課題

公募ファイナンスは、郵政3社のIPOの様に出来るだけ多くの個人から募集していくのが理想かもしれない。

しかし、現実にはそうなっていない事と、発行市場で消化できる金額と企業側が必要としている調達資金額について、主幹事証券の調整が本当に有効に機能しているかの需給ギャップ問題がある。

例えば、IPO(新規株式公開)なら通常では企業規模の小さく、新規の資金需要も既上場企業に比べ少額のものが多い。また、大株主の保有株数についてはロックアップが掛かっているケースも一般的で、個人投資家から見ても潜在的売り圧力は小さく見える。従って、新規上場企業のビジネスモデルが評価できるならば株価次第ということになる。その株価についても、IPO価格を決定するブックビルディング(投資家需要の積み上げによる価格決定方式)の前の想定発行価格の算定においては、同業他社の株価を参考にするもののIPOディスカウント(流動性が無いと

というのが幹事証券側の主な理由)という考え方を取るケースも多く、公開価格が低めに抑えられることも多い。それ故、新規公開株式には個人投資家の需要が殺到することとなる。この為に、個人への配分の10%以上は抽選する自主規制ルールがあり、ネット証券でも販売しやすい。

一方公募増資については、個人投資家からみて、時価の数%下で、市場で既に流通している量の数ヵ月分が一度に発行される為、目先の需給関係悪化のイメージが強い。この状況をカバーする為には新たな投資需要を引受証券会社等が掘り起こす必要があるが、重要なのは資金使途とそれから想定することができる業績効果だろう。これらは、J-REITの様に分かり易い増資効果もあれば、事業計画や設備投資計画全体からみないと分かりにくいものもある。

この事を個人投資家に伝えていくのは、現在のネット証券での公募ファイナンス販売方法では難しく、やはり対面営業による証券会社の営業員からの説明が中心となる。また、引受証券会社の戦略として、海外投資家や機関投資家などの需要を前提とする場合もあるが、それでも半数以上は個人投資家の需要喚起を見越したものだ。

なお、発行する株式数は希薄化率(既発行の株数に対して)として公表されているが、15~20%の比率で発行されるケースが多く、これはバブル崩壊後にエクイティ・ファイナンスが規制されていた時の名残りに思えるが、実際は5%であっても40%であっても発行時点の流動性(出来高など)や資金用途から想定される新しい需要などを主幹事証券が勘案し、発行企業をリードしていくべきものだと考える。その様なリードが為されず単なる引受競争に走ると、発行市場における需給関係が歪み、増資インサイダー事件のようなことの素地を生む。

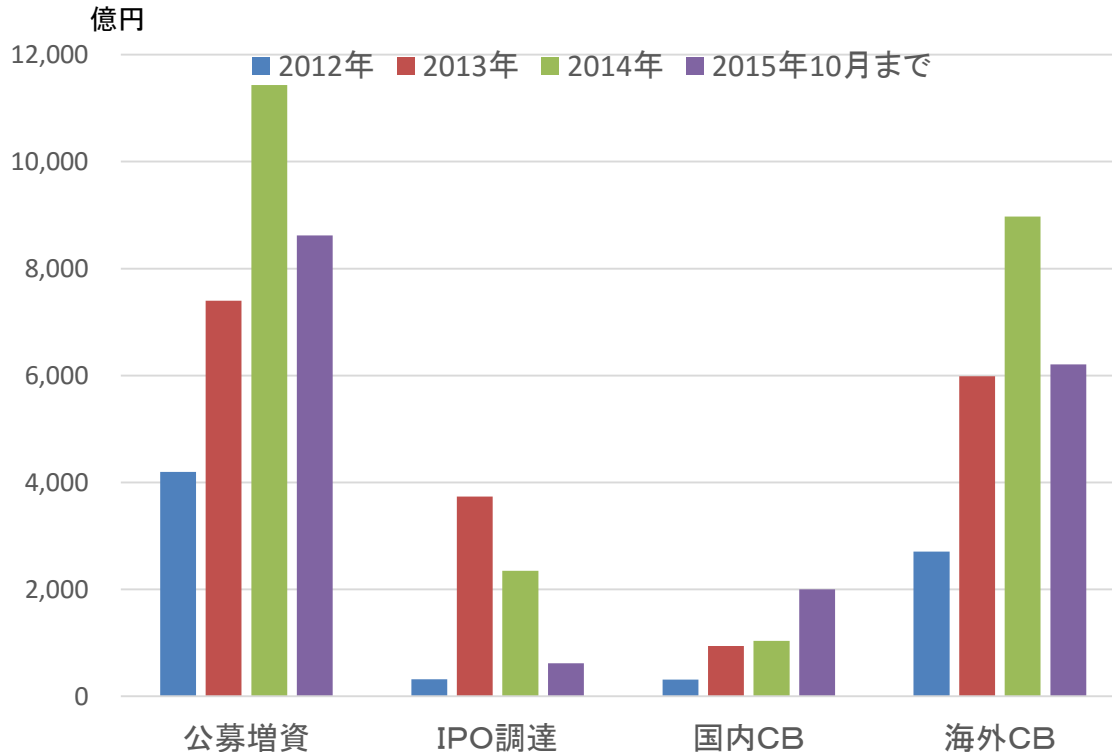
新株予約権付社債の場合、新株予約権部分の価値を費用化したり時価査定する会計処理が上場企業で多く用いられている影響が発行企業に出ている。その為、新株予約権の価値を低く抑える都合上、行使価額が時価の30~40%上で決定されることも多い。これは殆ど株価のボラティリティに近いのだが、オプション投資や貸株対応が出来なければ、個人投資家としては利用しにくい。それでも、国内で公募で発行されたものの多くは取引所に上場されるので、個人にも機関投資家等の需要を前提とした投資は可能だが、発行企業にとっては調達コストは上場の為

の格付け費用等、他の調達方法よりかかることになる。その為、新株予約権付社債を海外で発行することで、費用を押さえようとする企業は海外発行を選択することも多く、この場合は海外投資家の需要のみで発行されている。

大型の公募増資が相次いだ2009年(公募増資、約5兆円)、2010年(同、約3.3兆円)には海外の投資家からも日本市場における公募ファイナンスの在り方の見直しを求め声が相次ぎ、既存株主に配慮したファイナンス手段としてライツ・オファリングの制度整備がなされた。この方法は、株主全員に新株予約権を付与することで株主に複数の選択肢を与えることが出来る。株主は付与された新株予約権を行使しても良いし、売却することも出来る。当然、新株予約権を付与される前に売却も可能だし、反対に保有株数以上に上場された新株予約権を買いますことも出来る。勿論、新規の投資家が上場新株予約権を購入して行使することも可能だ。

但し、ノンコミット型で証券会社の審査なしに発行されたものの中に増資目的が分かりにくいものが有ったり、証券会社の行使勧誘プロセスが未だ明確化していないので、制度としてはまだ定着していない。

公募ファイナンスの状況



※東証統計資料：上場会社資金調達額より

IPO
個人需要が殺到しやすい
個人への配分の10%以上は抽選

公募増資
新たな需要喚起が必要
調達資金の効果

新株予約権付社債
コスト面から海外発行に流れがち
国内発行は回復傾向

ライツオ・ファリング
ファイナンスとしての審査は必要
証券会社実務が定着していない

リスクマネー供給における個人の役割

未公開企業や不動産・社会インフラ(ヘルスケアや再生エネルギー施設等)に対して、個人が投資する方法は、エクイティ(株式等)として直接投資するか、ファンドを利用して間接的に投資することとなる。

未公開企業への個人のリスクマネー供給で代表的なものは、地縁・血縁によるもの以外はエンジェル投資家ということになるが、下図にあるように投資総額では米国の1%にも満たない。典型的なエンジェル投資家像は、ベンチャー企業で成功した企業家が新たなベンチャービジネスに対して初期のエクイティ投資を行うものだが、この動きを促進する為にもエンジェル税制が重要だ。成功した企業家がIPOなどで得た利益を使ってベンチャー企業にリスクマネーを投資していくというのが米国などの典型的なエンジェル投資家像だが、その為には米国や英国の様にIPO等で得たキャピタルゲインがベンチャー企業への投資によって減税できる仕組みが有効だと言われている(経済産業省「起業・ベンチャー支援に関する調査」野村総研による最終報告書[平成27年3月])。日本の場合、上限約1000

万円までの所得控除が、単年度の株式譲渡益からの控除となっているが、エンジェル投資家の利用は2割程度で、手続きの煩雑さを指摘する声も多い。

一方、個人投資家がファンドを利用して未公開企業等へ投資する場合、ファンド組成や維持コストから私募となるケースが多く、1つのファンドでは事業等(施設などの不動産を含む)への投資では500名未満、株式等への投資であれば50名未満の個人の参加となる。なお、個人がプロ投資家として扱われるのは、次の様な段階になっている。

◇適格機関投資家＝有価証券残高10億円以上で証券会社に1年以上口座開設、ファンド投資残高が10億円以上の業務執行組員(12月1日現在、37名。因みにベンチャーファンドの該当数は45業者)

◇特定投資家＝純資産が3億円以上かつ証券会社に1年以上口座開設、ファンド投資残高が3億円以上の業務執行組員(証券会社等への申出を行う必要あり)

◇プロ向けファンド(適格機関投資家特例業務)での個人参加＝投資性資産が1億円以上かつ証券会社に1年以上口座開設、特例業務届出者の親・子会社等の役職員

等)。また、ベンチャーファンドに限り、一定の投資経験や見識を有する個人の範囲を広く認めており、上場会社の役員や企業財務等の経験者も認められている。

この部分の個人参加は平成27年度金商法改正で規制強化された部分だが、実態を伴わない投資事業有限責任組合の排除や、参加する少数の個人の為にも情報提供強化が業者に課せられている。なお、プロ向けファンドにおける個人の出資割合は全体の2%に過ぎず、ベンチャーファンドに良く利用される投資事業有限責任組合も同じく2%となっている。(ファンドモニタリング調査:金融庁平成27年10月)

上記が、エンジェル投資やプロ投資若しくはそれに付随する投資であるのに対して、全くの一般的な個人が参加するものとして、本年6月から制度が開始された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がある。株主コミュニティ制度の概要は本誌11月号Topicsで紹介したが、証券会社における各企業毎の株主コミュニティ管理を前提にした店頭取引に近い。但し、このコミュニティ内であればコミュニティ参加の個人に対して未公開株式等の募集

を行うことも可能である。

また、投資型クラウドファンディングは、株式が証券会社など第一種、ファンドは第二種商品取引業となっている。現時点では実績が未だ無いが、ファンドの募集情報を自社Web上で公表した場合、電子募集(クラウドファンディング)に該当する可能性があり、既存ファンド業者が11月末まで電子募集にも対応する変更登録申請を行ったところで、今後実態が判明する。

エンジェル投資家の 日米比較

	日本	米国
投資家数	約1万人	約23万人
年間投資額／件	約100～300万円	約5000万円
年間投資総額	約200億円	約2.5兆円

「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」
平成20年経済産業省委託調査

エンジェル税制

上限約1000万円以下の
所得控除

若しくは

その年の株式譲渡所得
からの控除

米国や英国の様な成功
した企業経営者のキャ
ピタル減税ではない

プロ投資と個人の関係

個人の適格機関投資家
(金融資産10億円以上、届出義務)

個人の特定投資家
(金融資産3億円以上、証券会社
等に申出)

**プロ向けファンドに出資可能
な個人**
(金融資産1億円以上、証券口座開
設1年以上)
(適格機関投資家特例業務の届出
者の親・子会社等の役職員)

ベンチャーファンド特例

- 上場会社の役員
- 会社の財務等に1年以上携わった役職員等

いくつかの可能性はイノベーションなのか

今後、個人が日本の資本市場において、どの様にリスクマネー供給に係っていくかについて考えてみたい。

先ず第2章で取り上げた公募ファイナンスに於ける変化であるが、証券業界として強化されるべき2つのテーマがある。

一つ目は、「個人投資ニーズの正確な把握」であるが、今まで上場企業のファイナンス情報はインサードなので公表までは個人投資家に需要をヒアリングすることが出来なかった。その為、個人投資家需要は、主幹事証券の担当部署の推測に頼ることが多かった。勿論、上場企業側の資金需要があることが大前提だが、個人投資家需要がファイナンス全体のキーになることもあり、需要把握に正確さが増せば引き受けるキャパシティも向上する。その方法としては、ビックデータなどを活用したフィンテックとしての個人投資家需要推計などがあるかも知れない。

二つ目は、「個人の潜在的投資ニーズの掘り起し」である。

現在、個人の投資ニーズ掘り起しは、リテール証券会社の営業員による対面での勧誘活動で行われるのが殆どだが、大型のファイナンスで海外では行われているロードジョー(企業による事業計画やファイナンス効果の説明会、現在の日本では開示規制や広告規制などで実施出来ない。)が、国内での個人向けにネット上で実施されていけば個人の投資ニーズを喚起する契機になる可能性が高い。その為の開示ルール緩和(自主規制も含めて)に期待したい。

また制度として定着しているとは言い難いライツオフリングについては、証券会社が行使勧誘に關与するプロセスを明確にして、取り扱うことが証券ビジネスとして認識されていけば、大規模(発行済みに対して20%以上の発行となるような)ファイナンスの手法として定着していく可能性もある。

一方、未公開株投資など個人にとってよりリスクの高い投資が今後どう変化していくかだが、アベノミクスの成長戦略として「新規・成長企業へのリスクマネー供給増加」を目論んで制度整備された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の今後の進展が注目される。始まったばかりの株主コミュニティ制度は、まだ簡単な流通の場の提供に過ぎないが、会社側が個人投資家や関係者を株主コミュニティに集め、株主コミュニティを運営する証券会社が増資や売出しの勧誘を行うことが定着していくことも望まれる。

投資型クラウドファンディングに関しては、まだ実例がないが、ミュージックセニユリティーズ等既存のクラウドファンディング業者は、第二種金融商品業（ファンド業者）として電子募集を行っていくことを表明しており、私募ファンド業者の一部や投資運用会社なども、この電子募集業務に対応していくと見られている。

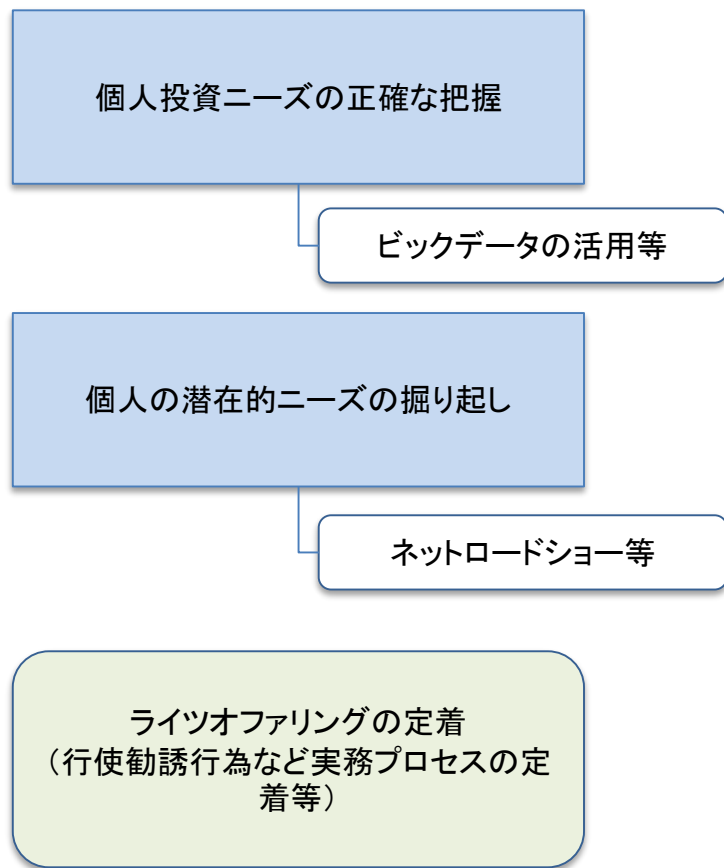
ファンド業者などにとっては、この電子募集業務は直販に近いイメージがあるようだが、投資家への情報提供は既存の開示制度（金商法）で行わなければならない。これに対して投資型クラウドファンディングは、少額電子募集取扱業として既存の開示制度は適用されない（調達総額1億円未満）で、株式なら日本証券業協会、ファンドなら第二種金融商品取引業協会の自主規制ルールによる情報提供を行う。その為、ネット上で投資需要を掘り起こすようなマーケティングが活動も可能だが、投資家一人当たりの投資

金額は50万円以下としなければならない。

プロ向け市場（Tokyo Pro Market）においても新しいファイナンス方法が試み始められており、上場企業の地元証券会社によって、特定投資家を相手にしたファイナンスの募集活動が10月に実施された（法的名称が特定投資家私募・私売出し）。

例えば、株主コミュニティ制度を利用して企業に関係する個人からリスクマネーを集め、次にプロ向け市場に上場して、成長の為の資金を特定投資家から調達し、成長を加速させながらマザーズ等の上場を目指す企業が増えてくれば、各市場での個人のリスクマネー供給も活発化していく可能性がある。その為に仲介者としての証券会社の役割は、一層大きくなっていくことが予想される。

公募ファイナンスにおける個人 (引受証券会社の課題として)



段階的な個人リスクマネー供給イメージ

