

2013 年 12 月 27 日 全 5 頁

成長に寄与するリスクマネー創出へ一歩

金融審「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書公表

調査本部
常務執行役員 岡野進

[要約]

- 2013 年 12 月 25 日、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書が公表された。
- 我が国は、世界で通用する技術やアイデアがあると言われていたにもかかわらず、起業や新規ビジネスの創出という側面に弱さがあるとの問題意識のもと、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、及び④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」について検討が行われた。
- 技術革新を核にした生産性の上昇なしに超高齢社会の課題を解決していくことはできない。ベンチャーをはじめ、技術革新に取り組む企業活動を支えるため、金融面から、資金調達にかかわる規制を改革していくことは重要であり、長期的視点から事業リスクを取る資金供給主体を増やし強化していく政策にも取り組むべきである。

はじめに

金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、2013 年 6 月から 11 回にわたり審議を行い、アーリーステージの企業から上場を目前に控えた企業、更には上場後の企業まで、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討を行った。具体的な検討範囲は、①「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方」、②「事務負担の軽減など新規上場の推進策」、③「上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し」、及び④「その他、近年の金融資本市場の状況に鑑み、必要となる制度の整備」である。検討結果は、2013 年 12 月 25 日、[金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書](#)に取りまとめられ、公表された。筆者もワーキング・グループのメンバーとして審議に参加した。今回の報告書の概要とポイントとなる部分について意義や強調点について論じてみたい。(以下、報告書の章立てとは異なる)

（１）クラウドファンディング

初期段階のベンチャー企業にとっては、事業のリスクを取る株式による資金調達は大事であるが、現状ではクラウドファンディングで調達することは事実上困難である。例えば日本証券業協会の自主規制規則によって、会員証券会社は非上場株式の募集又は私募の取扱いが原則禁止されているので、会員証券会社がベンチャー企業の非上場株式による資金調達を取り扱うことはできない。また、現行の金融商品取引法の下では、株式の募集又は私募の取扱いを行うことができる第一種金融商品取引業者の参入要件が第二種金融商品取引業者のそれに比してより厳格であるので、現在、基本的に取り扱われていない状況にある。

しかし、経済成長の大きな要素である技術革新、産業構造の変化を担うベンチャー企業の育成は大切な課題である。米国では「JOBS 法」により、ベンチャー企業によるクラウドファンディングを可能にすることになった。こうした外国の制度改正の動きも参考にしつつ、ファンド形態・株式形態の双方を含めた投資型クラウドファンディングに係る制度整備を進めることで、新しいベンチャー企業へのリスクマネー供給の促進を図るべきだろう。

報告書では、「第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第一種金融商品取引業者』と、また、第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第二種金融商品取引業者』とそれぞれ位置付け、財産規制等を緩和する」、「日本証券業協会の現行の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額のものについては、既存の第一種金融商品取引業者又は特例第一種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当」としている。

こうした規制緩和措置の一方で、詐欺的行為がまかり通らぬようにする制度的手当も忘れられてはならない。そのためには、クラウドファンディングの仲介者に対して「発行者に対するデューデリジェンス及びインターネットを通じた適切な情報提供等のための体制整備、並びにインターネットを通じた発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付ける」という点は重要である。仲介者の体制整備に実効性を持たせるためには、自主規制機関に加入し、自主規制機関が機能することが必要であろう。現状の第二種金融商品取引業協会の加入率は低く、なんらかの加入促進措置が取られるべきであろう。今回の報告書では「第二種金融商品取引業の登録を受けようとする者が自主規制機関に加入しない場合には、当該者に対して、自主規制機関による自主規制を考慮した社内規則を整備することや、当該社内規則の遵守を確保するための体制を整備することを義務付ける」としている。このほかにも加入を魅力的とする方策があれば積極的に取り上げるべきであろう。

（２）保険子会社ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資促進

保険会社の議決権保有制限（いわゆる 10%ルール）には、ベンチャーキャピタル子会社を通じて行うベンチャー企業への出資に係る特例が設けられているが、ベンチャー企業が成長し、中小企業の基準を超えると当該特例の対象外となり、そうした場合、新たに資金需要が生じても、追加出資に応じられないという規制から生じる問題がある。保険会社の資金運用は長期的視点で行うことが可能であり、一定の範囲でのリスクテイクも可能であることから、ベンチャーキャピタルの資金ソースとして適していると思われる。今回の報告書では「上場までの間に限り、追加出資に応じることができるよう、特例の要件を緩和」が盛り込まれた。適切な方向性であると思われる。

報告書では「その他ベンチャー企業支援を巡る諸課題」として、日本のベンチャーキャピタルや資金をめぐる問題点の指摘を行っている。ベンチャー企業への投資はハイリスク・ハイリターンであり、また長期投資として取り組まれるべきものであろう。審議の過程では「銀行子会社のベンチャーキャピタルの場合、典型的に 4 年ぐらいのサイクルで、きのうまで融資をやっていた方がきょうから出資をし、エクイティをやって、またあしたから融資に戻るわけで、本来的にこれは機能しないのではないか」との見方も出されていた。こうした問題意識は、日本固有のものではなく、筆者も数年前に米国のベンチャーキャピタリストから同様の話を聞いた経験があり、長期的視点でベンチャーを育てていく資金づくりは容易ではないということであろう。市場メカニズムは大切であるが、出過ぎない程度に官がリードを取るという形も頭から否定すべきではないと考える。

また「我が国における出口は IPO に偏重しているといわれており、」「ベンチャー企業支援の出口については、M&A も含め、多様な選択肢が確保されていることが望ましい」との指摘も報告書に盛り込まれた。この通りであるが、企業内研究開発の重要性も一概に否定されてはならず、あくまで多様化、選択肢の拡大という文脈で理解されるべきであろう。

（３）新規上場に伴う負担の軽減

成長企業の新規上場を促し、株式市場で資金調達を可能にしていくことも重要なリスクマネー供給策であろう。その方策として、今回のワーキング・グループでは、①新規上場に伴う負担の軽減、②新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げが取り上げられた。

新規上場に伴う負担の軽減に関しては、新規上場時に提出する有価証券届出書には、過去 5 事業年度分の財務諸表の記載が必要とされているが、過去 2 事業年度分の財務諸表のみの記載とするよう見直す、新規上場後の負担の軽減について、「新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば 3 年間について、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当」（その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大

きいと考えられる企業を除く）との負担軽減策が盛り込まれた。新規上場を検討している中小企業の関係者からは、こうした軽減策が企業内での上場に向けての意識づくりにも役立つ面があるとの指摘がある。ただし、大企業の場合には、監査免除による金銭的メリットは大きくないし、逆に市場全体への影響は大きいので内部統制報告書の監査を義務付けるのは妥当だと思われる。その際、規模だけでなく、組織の複雑さという点も念頭に置いておくべきかもしれない。また過去の財務諸表については、企業情報の周知に重要な役割を果たすアナリストの企業分析にとって支障とならないようにしていくことを考慮する必要があるだろう。

新興市場の新規上場時における最低株主数基準の引下げは、各金融商品取引所において、新規上場時の審査基準について必要な見直しを促すということで、きわめて妥当であろう。

（４）上場企業の資金調達の円滑化

ワーキング・グループにおいて、この項目が取り上げられた問題意識は、「上場企業の資金調達に要する期間が長いことや、増資を予定している企業と投資者との間の相互理解が深まっていないことが、増資公表企業の株価を不安定にしている」ということである。報告書では、増資公表後の価格安定を図る方策として、「特に周知性の高い企業」の普通株式や投資証券（REIT等）などの発行については、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合には、現行の金融商品取引法の待機期間を撤廃することが挙げられた。これは、「特に周知性の高い企業」についてはふだんから一般のメディアやアナリスト・レポートなどを通じて十分に「企業情報」が行き渡っており、仕組みが単純かつ標準的な普通株式や投資証券（REIT等）などであれば、増資公表に伴い「証券情報」を周知させるのも容易であるからである。投資判断に与える影響が限定的と考えられる場合には、待機期間を撤廃しても問題がないということはいえよう。ただし、これはこうしたケースでは待機期間をなくすことを義務付けるものではなく、あくまで発行企業が実際の事情を勘案しながら待機期間を決めることができるということになるだけである。機関投資家への販売を主にする場合、待機期間を撤廃することのデメリットは小さいと思われるが、個人投資家への販売を主にするような場合、情報の周知のために期間を取った方がよい場合もありうるだろう。これは各々のケースで適切な期間設定が行われるようになることを期待したい。

また、ワーキング・グループでは「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化も必要であるとの認識で一致した。いわゆる「プレ・ヒアリング」や定期的なアナリスト・レポートの発行などである。この中で、「投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まる」という点が指摘されているが、そうした事情に照らしても「リサーチ」を、企業情報を周知させる重要な手段として、金融規制のなかに取り込んでいくことが必要となるかもしれない。

（５）流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

このほか、今回の報告書で、これまでの枠組みと大きな変更となる可能性があるのが、現行

の金融商品取引法の下では、有価証券報告書等に虚偽記載があった場合、提出会社の損害賠償責任については、無過失責任とされているのを、民法上の損害賠償責任の一般原則に従い、過失責任とするよう見直すという点である。ただし、提出会社が自己の無過失の立証責任を負うこととする、としている。

一方で、損害賠償の請求権者として、取得者だけでなく、虚偽記載によって、譲渡したものが不利益を被る場合もあり、これも請求権者に含めるべき、となった。実際に、MBOなどを有利に行うため虚偽記載によって株価を低くなるように誘導しようとする可能性もあるので、妥当な措置であると思われる。

（６）おわりに

日本においてリスクマネーの供給の方策を充実していくことは、日本の経済成長の促進のためにも必要なことである。技術革新を核にした生産性の上昇なしに超高齢社会の課題を解決していくことはできない。このときの金融のあるべき姿という観点から、直接的な資金調達にかかわる規制を改革していくことは重要である。同時に、長期的視点から事業リスクを取る資金供給主体をどう増やしていく、強化していくのか、という政策にも取り組むべきである。特に日本の場合、個人資金が「意識的」に、本源的な事業リスクを取る資金提供を行うような金融構造へと向かっていくことが必要であると思われる。それが「貯蓄から投資へ」の意味であろう。