

リテール証券会社のリスクマネー仲介機能 ～業務上の課題と地域密着型としての業務高度化の可能性について

令和4年10月1日



株式会社資本市場研究所きずな

リテール証券会社の高度化は可能か

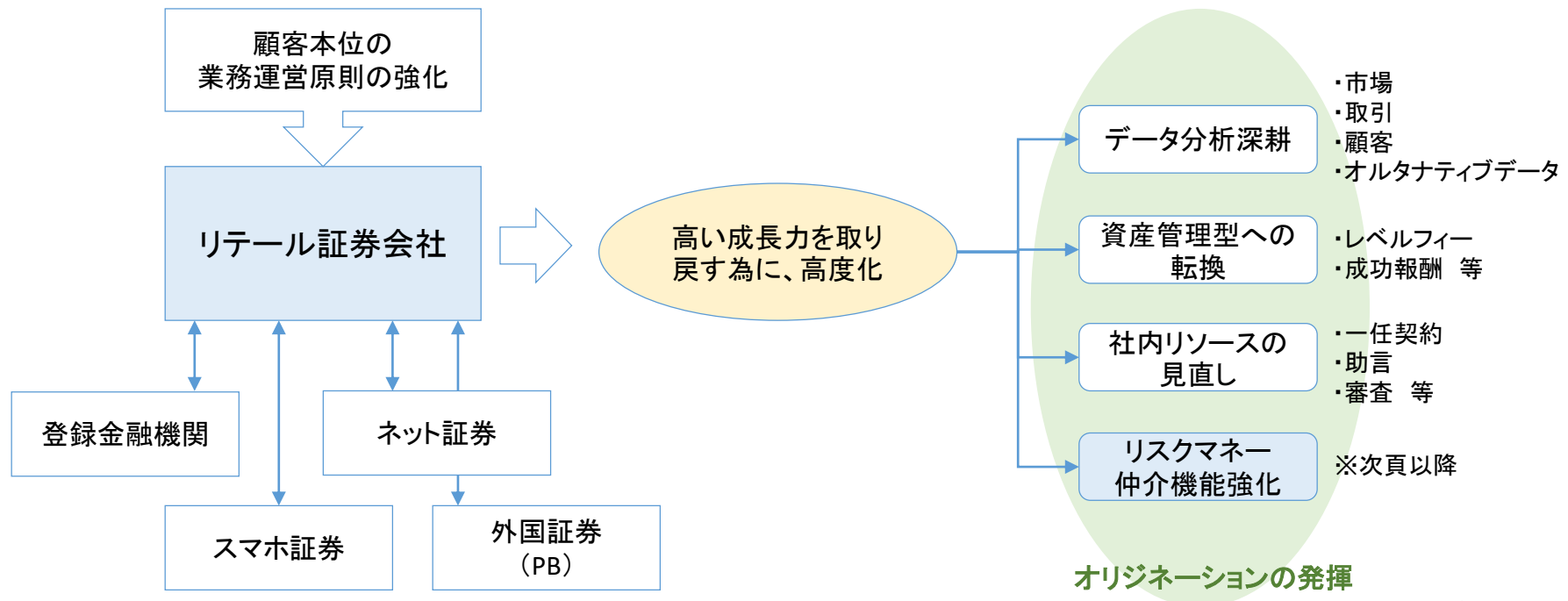
最近“資産運用会社の高度化”という言葉が行政側が使う様になってきましたが、これは”顧客利益最優先で業務を行いながら運用力も国際的に見て遜色ない“資産運用会社に成長することが期待されるということです。

一方、リテール証券会社にとっての高度化とは何でしょうか。

金融ビックバン以降、ネット証券の興隆・銀行窓販解禁など取引や金融商品販売に関する競争環境は厳しくなる一方、個人投資家層の拡大に伴って顧客本位の業務運営原則は強化されています。また、最近ではスマホ証券の様に小口取引サービスを廉価コストで提供するところもあります。

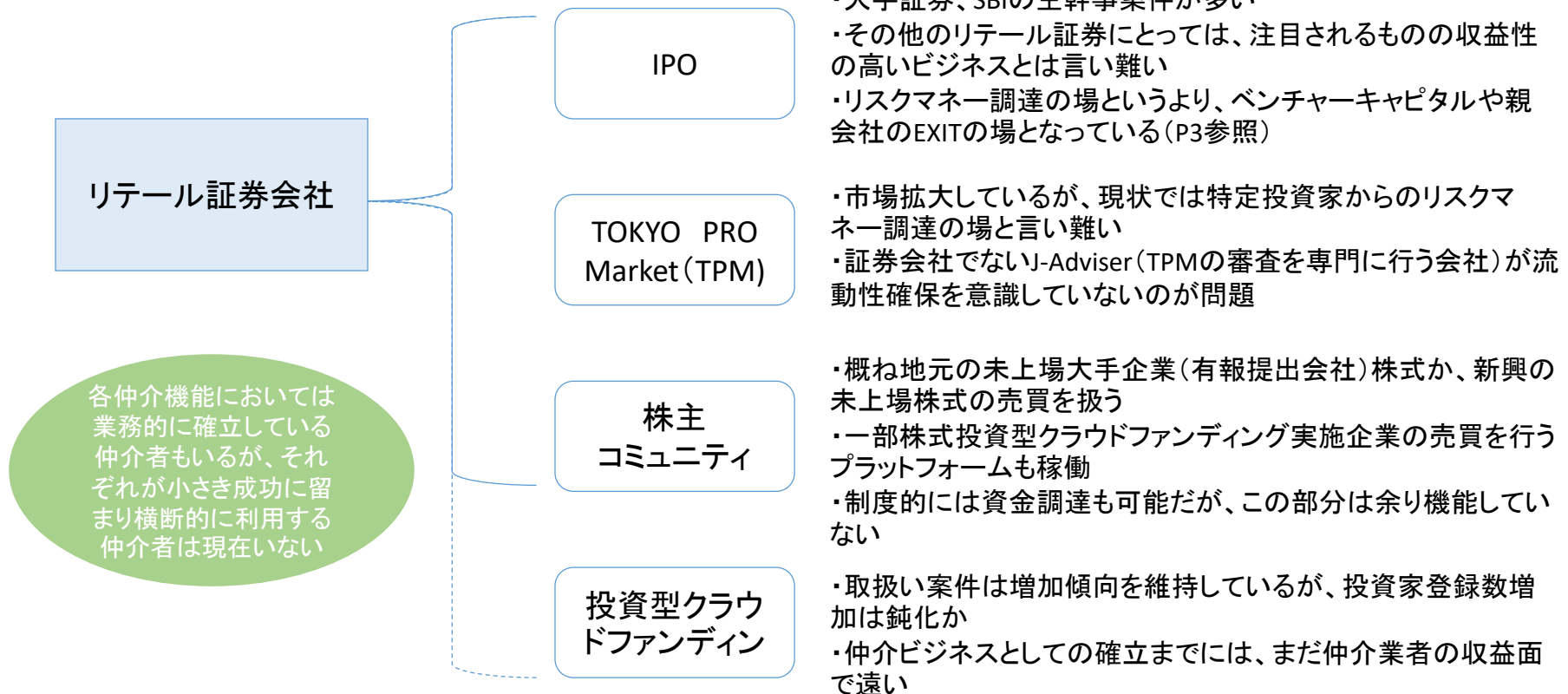
リテール証券会社における高度化が、顧客本位の業務運営原則を遵守しながら、同時に証券会社としての高い収益性と成長力を確保していくことだとするのなら、レベルフィー（残高連動型手数料）だけで問題は解決しません。また、今後拡大が期待される個人投資家層は資産形成層なので、ディスカウンターなど競争相手も多く成長力の支えになるとは言い難い状況です。

仮に、高度化が可能だとすると、それはサービスや取引にオリジネーションを発揮する部分ではないでしょうか。



リスクマネー仲介機能について

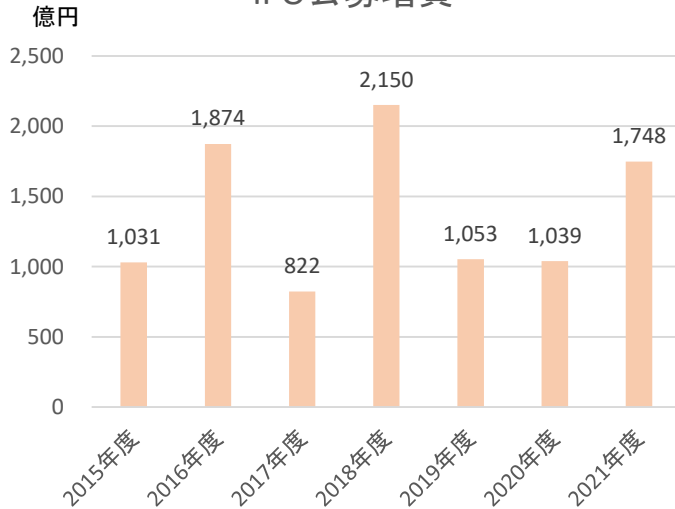
アベノミクス以降、新規・成長企業へのリスクマネー供給の為の政策支援は続いています。
先ず、IPO企業を増やそうということでしたが、一部に監査法人難民などが伝えられていますが、基本的には増加していますし、多少市況の影響もありますが今後も期待できます。
また、特定投資家市場のTOKYO PRO Marketは上場企業数が50社を超え、多少のファイナンスも実施されており市場として成り立ってきました。
株主コミュニティについても、参加企業数や取扱証券会社が増えています。
投資型クラウドファンディングについては、少し評価が難しいですが、専門者をフィンテック・ベンチャーと見做せば、成長してきていると言えます。



IPOでのリスクマネー供給

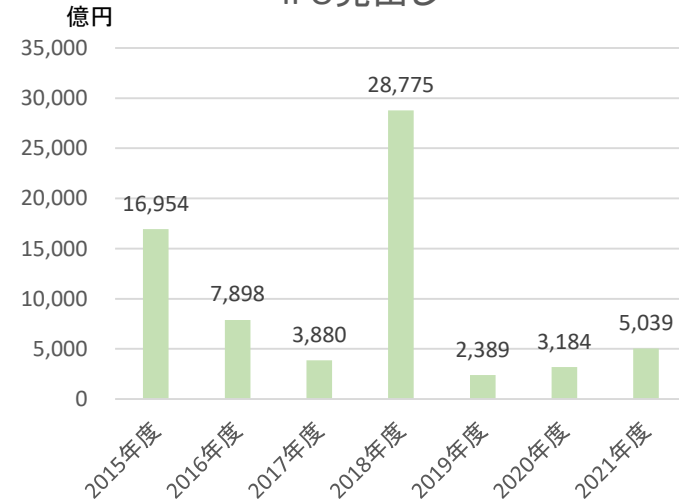
日本の新規上場企業の資金調達額は、米国・アジア主要市場に比べて絶対額が少ない

IPO公募増資



むしろ、親会社やベンチャーキャピタルなどの投資回収の場となっている

IPO売出し



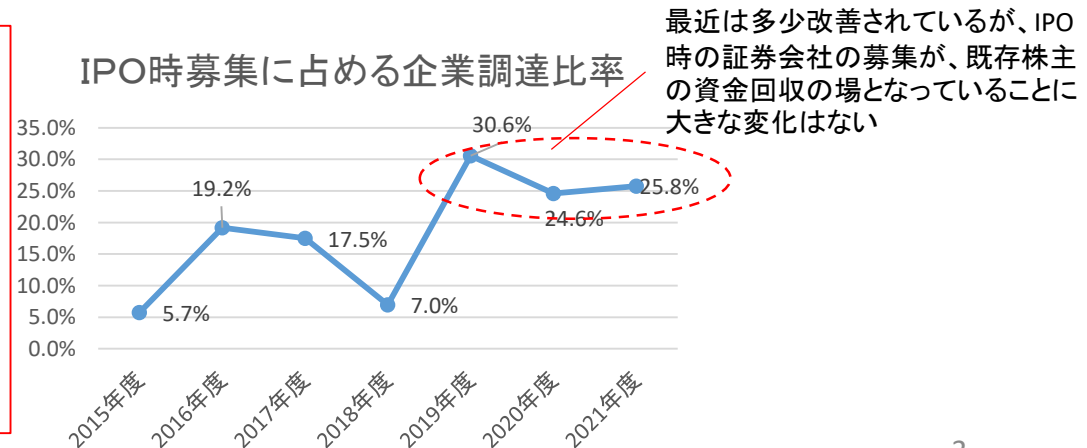
IPOは、新規・成長企業へのリスクマネー供給の大きな手段として期待されかつ確立もしていますが、実態はVCなどのEXITとなっている現状です。

このことを受けて、

- ・IPO価格決定プロセスの見直し
- ・SPAC制度の検討

など行われていますが、基本的な問題は、IPOにおいてもリスクマネー供給が十分に機能していないということです。

IPO時募集に占める企業調達比率



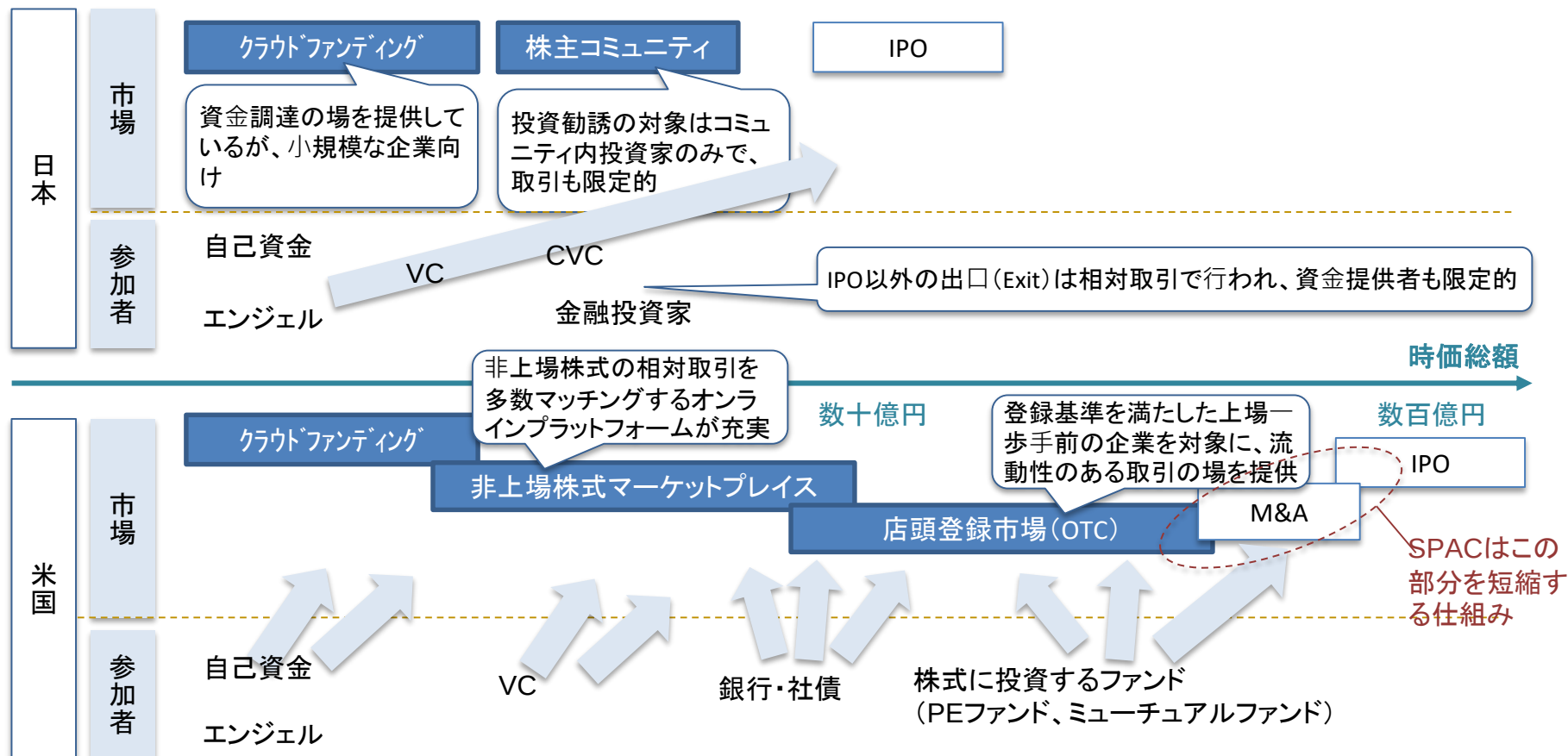
最近は多少改善されているが、IPO時の証券会社の募集が、既存株主の資金回収の場となっていることに大きな変化はない

求められているリスクマネー仲介機能

以下の図は、日米の非上場株式の流通市場比較(2021年3月 第8回成長戦略会議資料より)ですが、非上場株式へのリスクマネーの流れである ➡ が、日本の場合にはVCからIPOまでのEXITに限られているのが現状です。

つまり、非上場株式へリスクマネーの流れが多様化し増えることが政策的にも求められていて、証券会社にとっても多面的なリスクマネー仲介機能を整えていくことが期待されています。

米国と日本の非上場株式の流通市場の比較



※成長戦略会議(第8回)基礎資料より作成(一部追加記載)

取りあえず、特定投資家対応から

今夏にも個人の特定投資家定義や手続きが緩和され、この拡大した特定投資家のリスクマネーを非上場株式への投資に向けるための新制度（店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則）が、2022年7月より日本証券業協会において整備されています。

リスクマネー仲介機能の整備の為に、先ず個人の富裕層などを想定した特定投資家や新制度への対応から始められることをお勧めいたします。

【関係法令】

「金融商品取引業等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)」

※2022年7月1日施行

個人の特定投資家
要件の弾力化

※先ず、この部分の社内体制整備から

※特定の職業経験や資格があれば、
純資産1億円以上若しくは年収1000
万円以上などで要件緩和

【自主規制ルール】

店頭有価証券等の特定投資
家に対する投資勧誘等に関
する規則【新規則】

※非上場の国内の株券等、私募投資信託等について、特定投資家に対する投資勧誘に関する規定を整備
※顧客への情報提供等（特定証券情報・発行者情報の提供等）、リスク説明、取扱協会員の指定、発行者に対する審査などの自主規制を以下に整備

取扱協会員の
指定

※内部管理体制等が整備されていることを協会が確認した証券会社のみが取扱い可能

発行者・銘柄に対
する検証・審査

※投資勧誘を行う顧客の範囲について検証
※発行者の実在性、事業計画等の審査を求める

反社会的勢力
排除

※反社会的勢力排除のための規定

特定証券情報/発
行者情報の提供
又は公表

※投資勧誘に際し、特定証券情報を提供又は公表
※保有者等に対し、事業年度ごとに発行者情報を提供又は公表

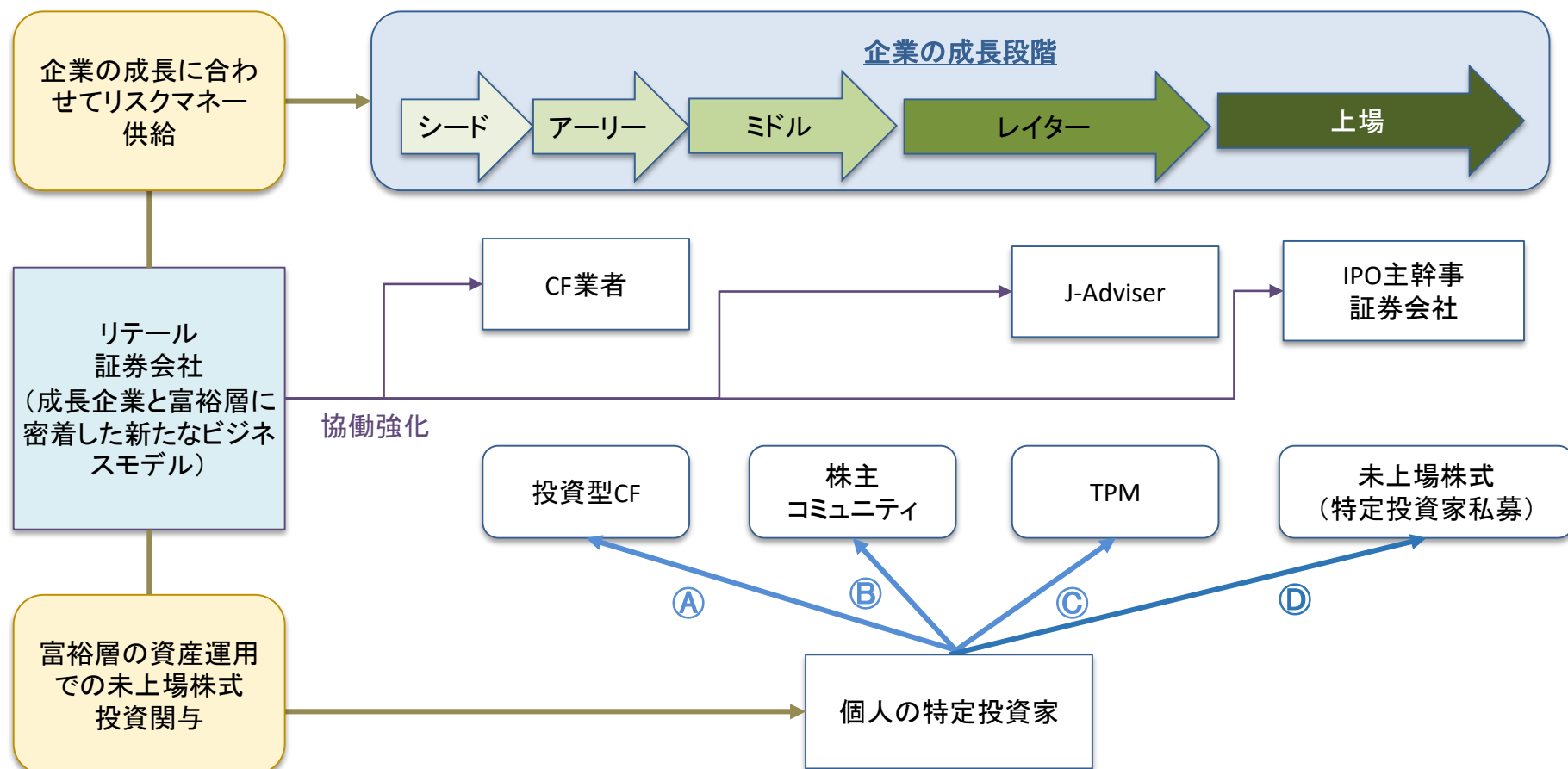
リスク・重要事項
説明の充実

※取引開始時に有価証券ごとに一般的なリスクの説明及び確認書の徴求
※投資勧誘時に個別銘柄ごとに想定顧客や当該銘柄に係るリスク・重要事項の説明

リスクマネー供給のエコシステムとしての可能性

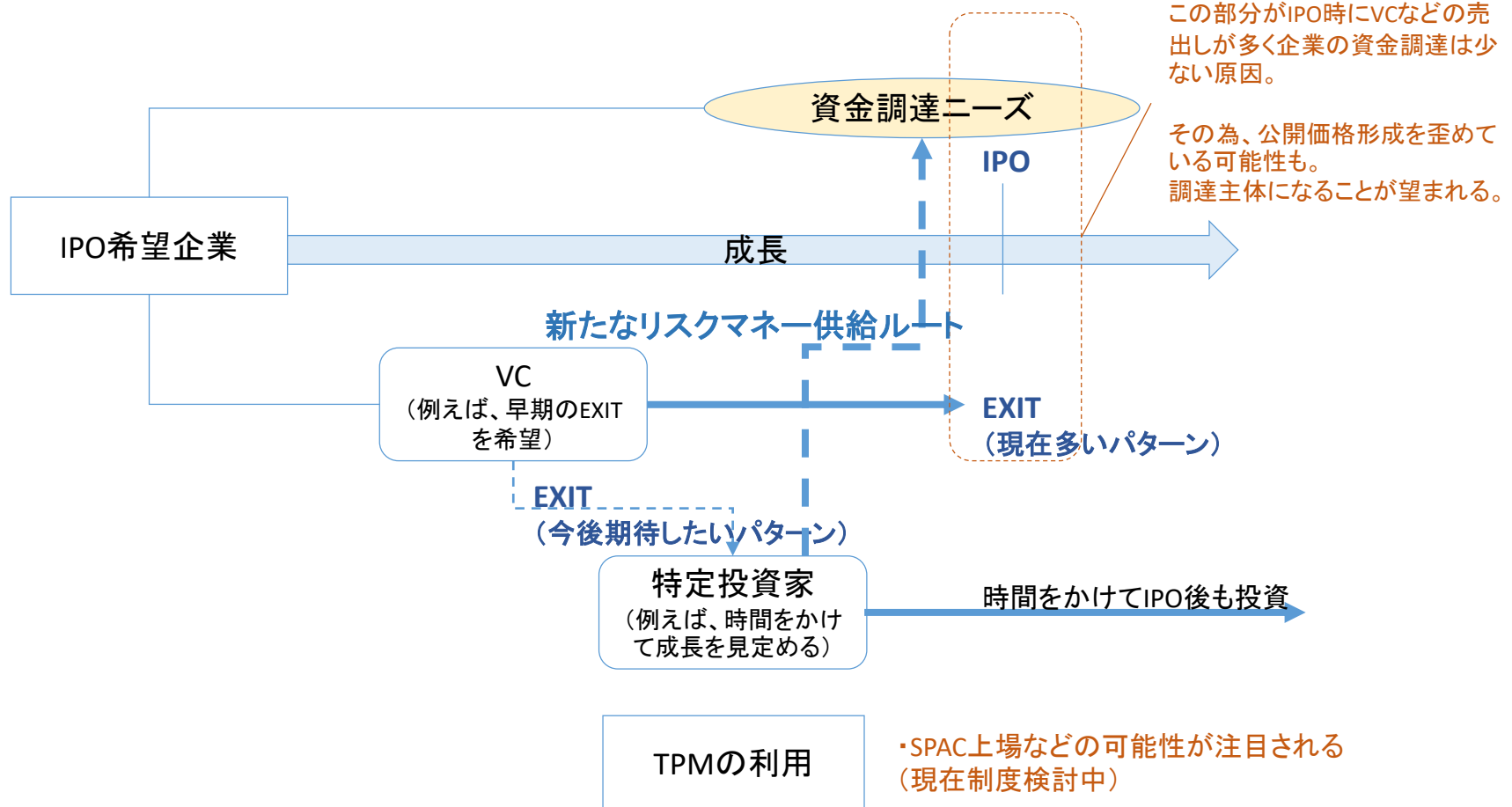
新たな特定投資家関連制度の利用は、リスクマネー供給のエコシステムを証券会社を中核にして成り立たせる可能性があります。例えば、想定される特定投資家のリスクマネー供給ルートとしては、①投資型CFで資金を集める新規・成長企業への投資②株主コミュニティ組成企業への投資③TPM上場企業への投資（※現在も可能）④未公開株式への特定投資家私募を通じた投資など4つのルートが考えられますが、いずれの個人の特定投資家による投資も証券会社に開設された口座を通じて行われることになります。

なお、IPO直前期やIPOを延長している企業への特定投資家による纏まった資金での投資（親会社やVCなどからの株式買取りを含む）なども想定され、企業側の上場時期選択や資金調達自由度も増すこととなります。



特定投資家制度改革はIPO業務にも影響を与える

今回の特定投資家制度改革は、IPO業務にも影響を与える可能性があります。
例えば、IPO予定企業に出資するVC（ベンチャーキャピタル）の保有する株式を、IPO前に特定投資家に売却することで、VCは早期のEXITを計ることが出来ます。また、特定投資家側が新たにリスクマネーを提供することで、IPO前に成長を加速させていくことも可能となります。



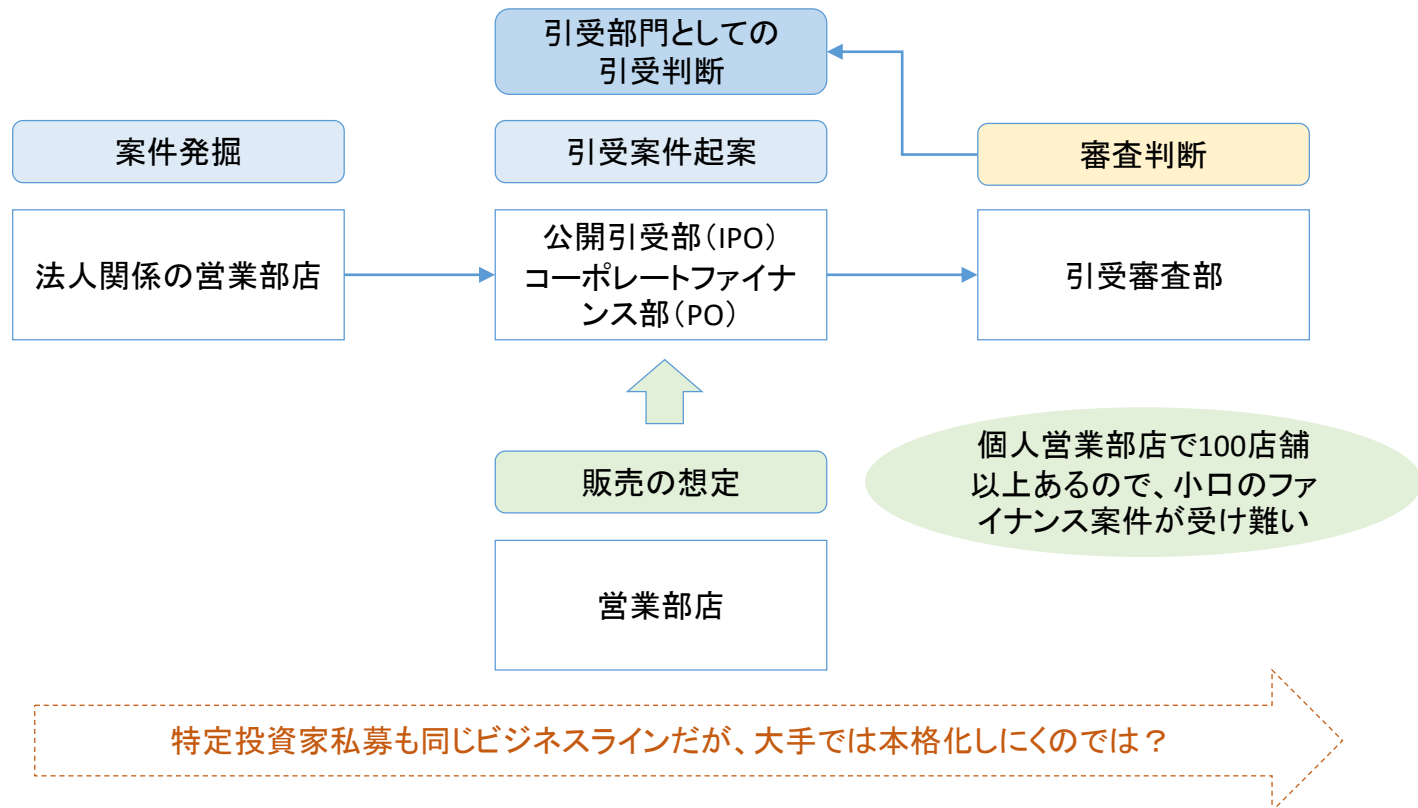
大手証券会社のリスクマネー仲介機能と課題

現状の日本におけるファイナンス市場（IPO、POなど）は、概ね大手証券会社の体制を原型に成り立っているといっても過言ではありませんが、その為、引受や審査などこの部門において多くの人的資源が必要とされ、数億円から十数億円などの案件は小型案件として敬遠されがちでした。

今回の特定投資家への取組みは、新規・成長企業へのリスクマネー供給増加という政策目的もあるので、大手証券会社もある程度対応してくと予想されますが、5月24日に日本証券業協会で実施された“証券会社が仲介するプライベートプレースメントに関する情報交換会”のプレゼン状況を見ますと、ユニコーンに近い様な未上場企業への国内外のファンドを想定した大口の投資案件を想定しているように伺えます。

つまり、現状の大手証券会社において、新規・成長企業の為に新たな特定投資家私募を積極的に行うことが現時点では考えにくい状況でもあります。

【野村證券】大手証券イメージ



地域密着型というビジネスモデル

リテール証券会社において、大手証券会社とは異なる地域密着型というビジネスモデルがあっても良いのではないのでしょうか。

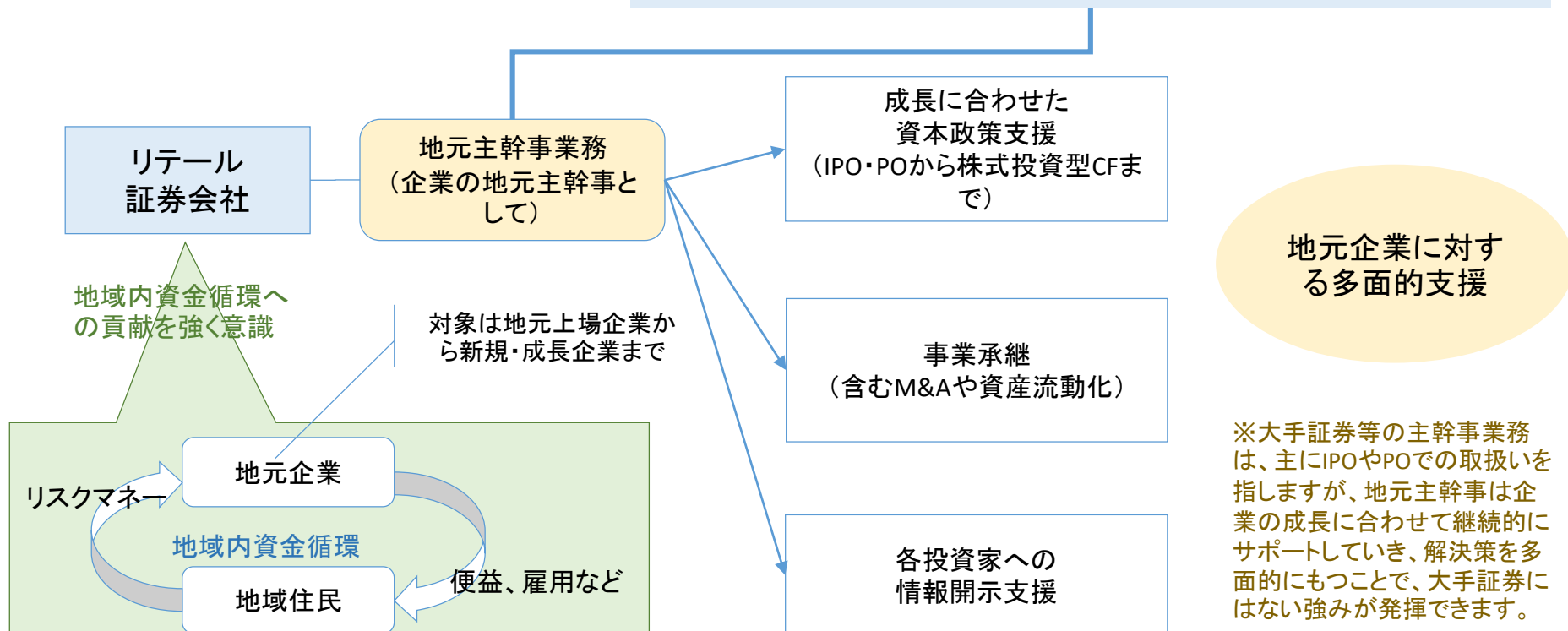
リテール証券会社は、現在、個人投資家を想定した“顧客本位の業務運営原則”の強化が求められており、顧客密着型の営業姿勢が強まっていますが、顧客の経営する地元企業が必要とする株式の売買やリスクマネー調達にも間接・直接に関与（オリジネーションを発揮）していく地域密着型のリテール証券は、証券会社としての新たな事業領域を開発していくことにもなります。

例えば

担当は地元トップ
(例えば支店長)

業務支援は本社
企画・業務支援

案件実行は必要に応じて
外部機能利用



地銀系証券会社の実情と課題

地域密着型証券の機能を考えた時、投資家である地域住民とリスクマネーを求める地元企業双方に近い立場は、地元の地銀系グループである地銀系証券会社であります。

地銀系証券会社においては、一時、IPOに取り組む動きもありましたが、現在はIPOに関しては大手証券への紹介業務が中心で、主幹事業務に取り組むところはありません。従って、POなどにおいても主幹事機能(特に審査機能)はなく、今後のリスクマネー仲介においては、新たな態勢整備が必要になります。

加えて、地銀本体の営業部店の影響が地元企業に強く及ぶようなケースもあり、今後銀証連携がスムーズに行われるためには、地銀そのものが地元企業へのリスクマネー仲介に独自のビジョンを持つ必要があります。

嘗ては、大手証券に準じて引受部門・審査部門を整備したところも多かったが、主幹事として機能しなかったため、現状は組織的縮小へ

法人名称	引受部門	審査部門
子会社化方式	北洋証券	なし
新設方式	七十七証券	なし
新設方式	とうほう証券	なし
新設方式	めぶき証券	なし
TT方式	とちぎんTT証券	なし
新設方式	ぐんぎん証券	なし
子会社化方式	ちばぎん証券	なし
新設方式	きらぼしライフデザイン証券	なし
TT方式	浜銀TT証券	なし
子会社化方式	第四北越証券	なし
TT方式	ほくほくTT証券	なし
子会社化方式	八十二証券	なし
TT方式	十六T証券	なし
新設方式	静銀ティーム証券	なし
新設方式	百五証券	なし
新設方式	京銀証券	なし
TT方式	池田泉州TT証券	なし
子会社化方式	南都まほろば証券	なし
子会社化方式	中銀証券	なし
子会社化方式	ひろぎん証券	なし
TT方式	ワイエム証券	なし
新設方式	四国アライアンス証券	なし
TT方式	西日本シティTT証券	なし
子会社化方式	FFG証券	なし
新設方式	九州FG証券	なし
子会社化方式	おきぎん証券	なし

現状では、オリジネーションを発揮して地元企業へリスクマネーを仲介する機能はない

※ごく一部には、TPMや株主コミュニティへの対応を行っているところもある。

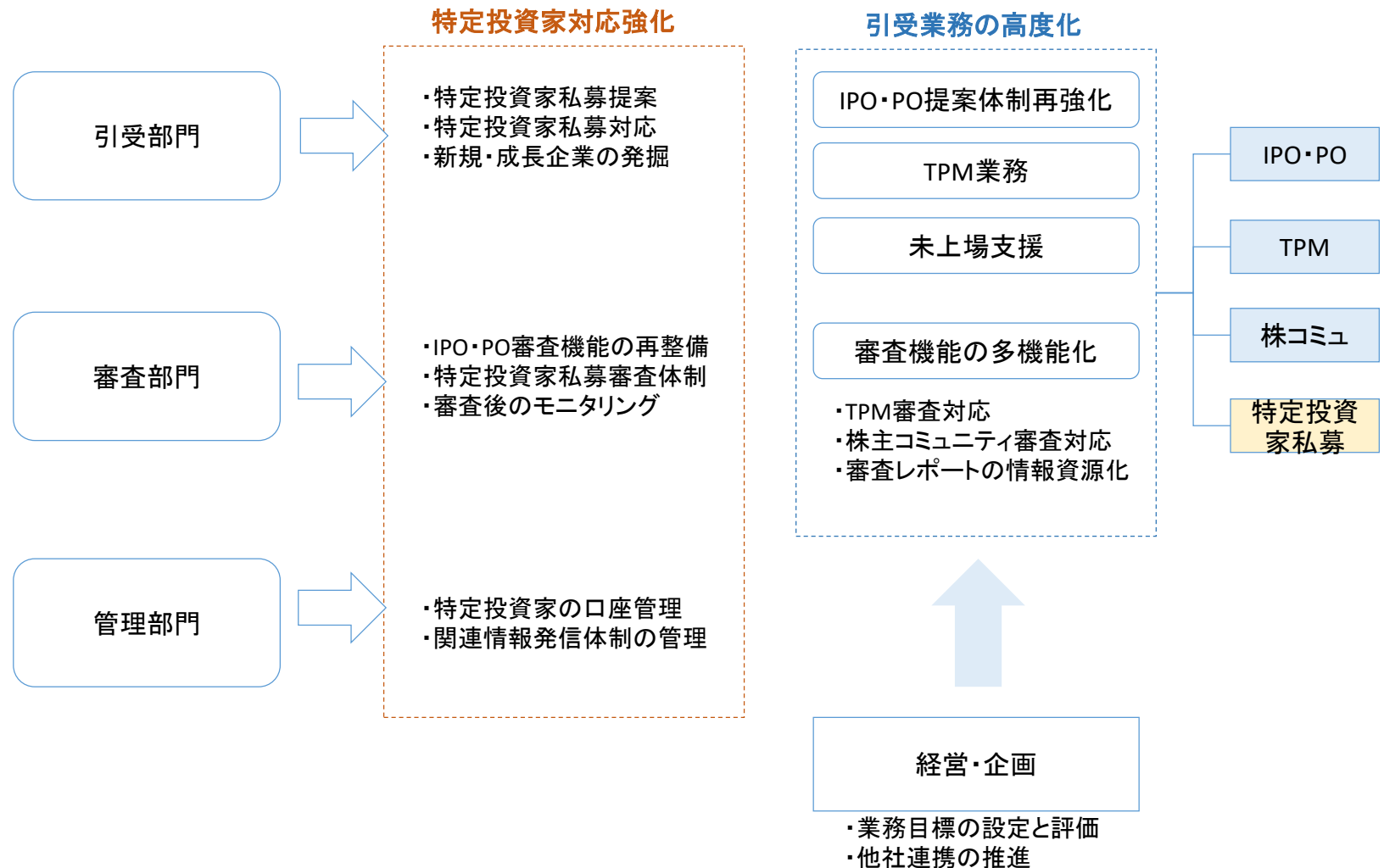
リスクマネー仲介の為の新たな態勢整備が必要

親地銀の新たなリスクマネー仲介戦略が必要だが---

引受関連業務の高度化とリソース活用

現状の引受関連業務を、新たな特定投資家関連業務に適合させたり、一步すすんでTPMや株主コミュニティの利用まで進める様に高度化することをお薦めします。

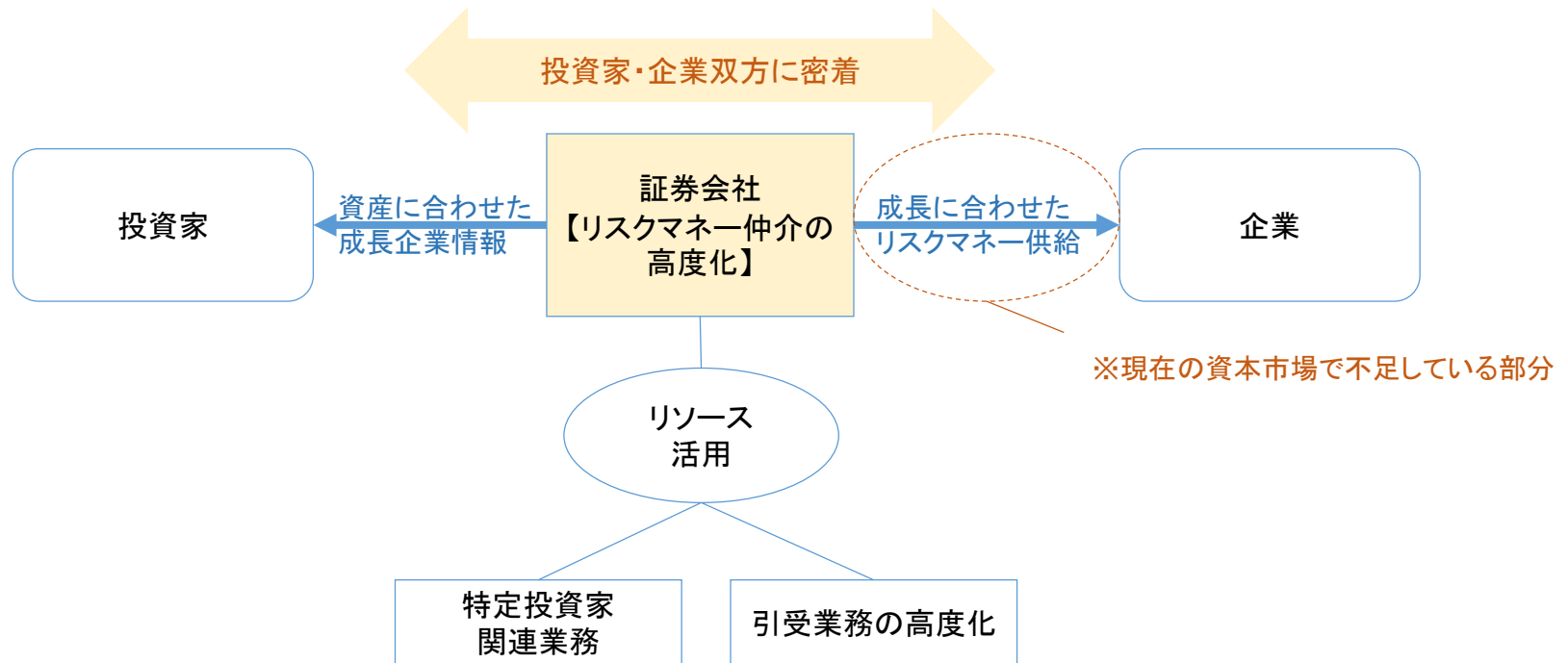
そうすることで、今までのコスト部門とされていた部署を収益性の高い業務へ関連付けていくことが可能になり、人的リソースの有効な活用に繋がります。



リスクマネー仲介の高度化の可能性

リスクマネー仲介の高度化のポイントは、企業側からみると自社の成長に合わせてリスクマネーを仲介してくれることで、その為に企業に密着して最適資本政策を提案してくれる証券会社が必要です。

リテール証券会社にとって、個人投資家に対しては顧客本位の業務運営原則の強化が求められて、より投資家に密着した対応が求められていますが、リスクマネー仲介の高度化の態勢整備を行えば、リスクマネーを求める企業もまた密着すべき顧客です。



リスクマネー仲介の高度化への課題

リスクマネー仲介の高度化の実践は、各社のリソースに合わせて全体像をデザインすることから始まりますが、その為の課題としては、以下の3点が考えられます。

・引受業務の多機能化：IPO・POだけではなく、特定投資家私募を通じてTPM、株コミュ、クラウドファンディングまで利用する体制整備が望まれます。

・審査業務の多面的対応：実質的に主幹事証券として審査機能することが重要ですが、他社機能を利用することも有効です。問題は、多面的な審査業務を行いながら独立した審査判断を行うことが出来る体制作りです。

・投資家需要集約とプライシング機能整備：IPO価格決定プロセスの見直しではないですが、価格決定機能は重要ですが、その背景にある投資家需要をどう読んでいくかも重要です。

以上の3点について、三位一体のリスクマネー仲介機能をどう自社に合わせてデザインしていくかが大きな課題です。

※各機能でのアウトプットが明確であれば、引受業務は多機能化します。

引受業務の
多機能化

審査業務の
多面的な対応

自社に合った三位一体
の仲介機能

投資家需要集約と
プライシング機能
整備

※審査業務で必要なことは、独立した審査判断を行う体制と、審査資源の活用です。
※具体策については、弊社提言“地域密着型の証券会社における審査機能強化について”2021年2月をご参考ください。

※基本は両方ともデータ集約と分析力ですが、特定投資家との関係を構築していく中で、新たな側面も見える可能性があります。

競争と協働体制の確立（イメージ図）

現在のIPO・PO市場は、ほぼ大手証券・SBIで大きなシェアを占めておりますが、本資料で述べてきたような取組みは、現状の彼らの組織体制では敢えて取組みにくい部分でもあります。（既存の社内既得権益等が出来上がっているため等）

例えば、複数のリテール証券会社によって、リスクマネー仲介の競争と協働体制を作ってみてはというのが、最後の提案になります。このリスクマネー仲介機能について、各社で競争する部分と協働で利用する機能を明確にしていくことで、リテール証券会社としての機能向上と資本市場の拡充に繋がっていくものと信じております。

