

新規株式公開における地域銀行の役割

船 岡 健 太
森 祐 司

要 旨

本稿では、証券取引所と地域銀行の連携が本格的に始動することに先立ち、これまでの20年間のデータを用いて、地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、どのような特徴を有し、また新規株式公開を実施する市場について、ジャスダック、マザーズ、および地方証券取引所など、どの市場を選択していたのかに関する分析を実施した。本研究における主要な発見事項は、以下のとおりである。地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、①都市銀行をメインバンクとする新規公開企業に比して、資金需要が小規模な成熟企業という特徴を有する。②新規公開市場の選択に関しては、ジャスダック市場を選択していることが多く、地方証券取引所への新規上場についても貢献していることが示唆される。資金需要が旺盛な若いグロース企業が数多く上場するマザーズ市場における新規公開企業の輩出に関しては貢献していない。③当該新規公開企業の株式を多く保有している場合、主幹事証券会社として大手3社が選択されていることが多い。

目 次

- | | |
|----------------------------|-----------|
| I. はじめに | III. 先行研究 |
| II. 2000年代における地域銀行の新たな取り組み | IV. 実証分析 |
| 1. 地域銀行の収益環境の悪化と新しい取り組み | V. おわりに |
| 2. 地域銀行の証券子会社の設立 | |

I. はじめに

本研究では、新規株式公開における地域銀行¹⁾の役割について分析を行う。近年、証券取引所と地域銀行が地方企業の新規株式公開支援

で連携協定を結ぶ事例が少なくない²⁾。このような連携は、地域銀行が有する情報を活用することにより地方企業を発掘したい証券取引所と非金利収入を拡大したい銀行の目的が一致することにより実現している。証券取引所と地域銀行の連携が本格的に始動することに先立ち、本

稿において、地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、どのような特徴を有し、また新規株式公開を実施する市場として、ジャスダック、マザーズ、あるいは地方証券取引所など、どの市場を選択していたのかに関する研究を実施するものである。日本におけるメインバンクは、融資先に対して大きな影響力を有している存在であった（Hoshi and Kashyap, 2001）。直接金融の広がりにより、メインバンクの影響力はバブル経済期等に比して小さくなっていることが考えられるが、本稿のサンプル期間（1998-2017年）においても、特に地域銀行は融資先企業の株式保有比率が高いケースが多く、一定の影響力を有していると考えられ、新規公開を行う時期や上場市場の選択などに関して、メインバンクの意向が働いていることが考えられる。

本稿の構成は以下のとおりである。次節においては2000年代における地域銀行の新たな取り組みについて紹介する。第Ⅲ節では、先行研究の記述を行う。第Ⅳ節においては、実証分析を実施する。最後の第Ⅴ節では、総括と今後の課題について述べる。

Ⅱ．2000年代における地域銀行の新たな取り組み

1. 地域銀行の収益環境の悪化と新しい取り組み

2000年代の地域銀行の収益環境は極めて厳しいものであった。少子・高齢化が進み、人口減少・事業所や企業の減少が目立つ地方は低成長経済に陥り、貸出需要が上向く兆しは見えなかった。さらに、1990年代後半からの不良債権

処理によって利益水準は低迷していく中で、金融ビッグバンによる規制緩和の進行やセーフティネットの整備なども進められた。第二地銀の中では経営が悪化した銀行も少なくはなく、統合・再編が活発に行われるようになり、統合・再編された地域銀行だけでなく、再編と無縁だった地域銀行においても人員の削減はもちろん、支店の統廃合など経費削減と収益性向上に向けた経営改革に注力していくことになった。地域銀行全体の当期利益は、1990年代半ば以降赤字基調で推移していたが、その主な要因は不良債権処理に伴う損失として定義される信用コストが増大していたことにあった。当期純利益が改善していくのは信用コストが減少するようになる2004年度からであった。

しかし、そのような地域銀行の収益性の改善は、1990年代とは内容が異なるものとなってきた。すなわち、地域銀行の業務の柱は預貸業務であるが、預貸率は顕著に低下していった。その背景にあるのは、少子高齢化・人口減少による地方の事業会社の減少である。さらに、メガバンクも大手優良企業の貸出需要の減少により、地方の中小・中堅企業にも貸出先を求めて積極的に営業展開するようになった。その結果、下位業態である地域銀行との貸出競争が激しくなり、貸出による収益は顕著に低下していったのである。さらに低金利政策も長期化し、貸出金利水準は顕著に減少していった。また、長期金利も低下していったことから、国債投資を中心とする地域銀行の証券投資からの収益も減少することになった。こういったことから、地域銀行の総資金利ザヤは2000年代は減少する一方で推移している。

一方、2000年代の金融行政の方針は、金融機関の健全性の確保は当然のこととしても、金融

図表1 地域銀行のトランザクション貸出の推移

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
動産・債権譲渡担保融資（ABL融資）	件数	6,473	11,169	11,857	7,547	6,747	6,009	3,902
	金額	788	1,263	1,307	1,265	1,205	1,312	1,332
コベナント融資（財務制限条項を活用した商品による融資）	件数	474	1,153	1,834	1,681	2,525	3,242	3,155
	金額	278	833	1,500	1,784	3,930	6,192	7,173
クレジット・スコアリング（SBCS）貸出	件数	136,015	191,682	250,127	211,854	－	－	－
	金額	10,886	18,867	26,293	24,425	－	－	－
シンジケート・ローン	件数	4,101	5,525	7,778	7,507	－	－	－
	金額	17,343	21,010	30,807	28,329	－	－	－

(注) 単位：件、億円。

〔出所〕 金融庁『平成21年度における地域密着型金融の取組状況について』および小野（2011）から作成。

図表2 地域銀行の地域密着型金融における証券関連業務の実績推移

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DDS	件数	6	38	42	37	17	34	71
	金額	55	216	164	142	76	197	240
DES	件数	27	26	22	29	12	20	31
	金額	173	242	186	249	49	202	149
企業再生ファンドへの出資額・活用額	金額	106	157	145	143	104	257	172
企業育成ファンドへの出資額・活用額	金額	79	128	186	147	125	240	79

(注) 単位：件、億円。

〔出所〕 金融庁『平成21年度における地域密着型金融の取組状況について』および小野（2011）から作成。

機関のビジネスモデルの再構築を図ることにもあった。地域金融機関においても不良債権処理の先行きに見通しがつくようになってくると、今後のビジネスモデルとして「リレーションシップ・バンキング」（いわゆるリレバン）の徹底を打ち出してきた³⁾。

リレバンの拡大による地域金融機関の収益性の回復とともに中小企業向け貸出の確保を図ったのである。その後、リレバンは「地域密着型金融」という名の下で、機能強化が推進されることになり、2度の「アクションプログラム」を経た後には恒久的に推進されることになった。

「地域密着型金融」とは、「金融機関が顧客と

の間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル」（金融審議会金融分科会第二部会報告「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」）であるとされ、「その本質は、長期的な取引関係により得られた情報を基に、質の高い対面交渉等を通じて、早い時点で経営改善に取り組むとともに、中小企業金融における貸出機能を強化することにより、金融機関自身の収益向上を図ること」（金融庁）にあるという。このような地域密着型金融を機能強化する中で、リレバンの対極にあるトランザクション・バンキング（あるいは貸出）も強化さ

れていくことになった。トランザクション貸出の主な手法としては「クレジット・スコアリング貸出」, 「動産・債権担保融資 (ABL)」, 「シンジケート・ローン」, 「コベナント融資」があげられる⁴⁾。これらトランザクション貸出は、上述のような金融庁の後押しもあり、2000年代初頭以降徐々に拡大してきている (図表1)。

また、地域密着型金融という枠組みの中では、地域の中小企業の支援のための様々な金融技術も導入・展開するようになってきた。中小企業再生支援協議会と連携しての再生計画策定のほか、個別の会社の事情に応じて、Debt Debt Swap (DDS) や Debt Equity Swap (DES) の活用による財務状況を改善しての事業再生支援や、事業再生ファンドへの出資・活用を通じての財務支援なども実績が作られるようになってきたのである (図表2)。このように、従来型の貸出中心の業務だけでなく、厳密に言えば証券業務 (あるいは投資銀行業務) の領域にまで踏み込んだ展開も、地域銀行では少しずつ見られるようになってきたのである。

もちろん、その実績は地域銀行の収益構成の中ではまだ微々たるものに過ぎず、トランザクション貸出や証券関連業務は、まだようやく始まったばかりの段階に過ぎないと言えるかもしれない。しかしながら、従来型の法人向け貸出は、量的な拡大は困難であり、少ない優良な貸出先を取り合うような激しい競争にさらされている結果、従来のような方法では銀行経営が立ち行かなくなることも十分予想されている (たとえば堀江 (2009) など)。結局は、従来型の貸出業務 (リレバン貸出) をさらに洗練することのほかに、トランザクション貸出や証券業務などでも収益化を図り、基幹業務化するように注力する必要があるということであろう。

地域銀行の貸出以外の収益源としては非金利収入、すなわち手数料収入業務がある。代表的な例として為替業務があるが、2000年代以降で中心となったのはなんといっても投資信託や生保商品の販売業務 (いわゆる窓販業務) であろう。特に投信窓販は、金融ビッグバンで地域銀行にもたらされた規制緩和の中で、最も顕著な成果をもたらしたものと評価できる (森 (2008) など)。ただし、回転売買に誘導したり、毎月分配型投信の投入と販売拡大など、金融機関の販売姿勢が近視眼的で「長期的な顧客資産の積上げ」に必ずしも貢献していなかった点は、厳しく批判されてきたことも銘記すべき事実である。しかしながら、今後の新たなビジネスモデルを模索する地域銀行にとっては、このような顧客の資産管理・運用支援・アドバイスも業務の重要な柱の一つとして認識する契機にはなったと言えるだろう。

2. 地域銀行の証券子会社の設立

近年、地域銀行の証券子会社設立が続いている (図表3)⁵⁾。その設立目的は、概ねリテール向けの資産預かり業務の強化を主なものとし、住宅ローンや遺産相続など幅広く、顧客ニーズに対応した金融サービスを自行グループで提供するためである⁶⁾。顧客の金融リテラシーが向上し、ニーズがさらに多様化・高度化していく中では銀行では対応できないケースも多くなってくる。証券子会社に金融商品販売に特化した専門職員を配置し、幅広い金融商品と高度なコンサルティング・サービスを提供することが競争に勝ち抜く条件にもなっているのである。優良顧客の囲い込みには競合他社に奪われないように顧客満足度の向上が必要だが、そのためには銀行本体だけでなく証券子会

図表3 近年の地域銀行系証券子会社の設立の動向

親会社名	証券子会社		親会社名	証券子会社	
		設立／完全 子会社化			設立／完全 子会社化
静岡銀行	静銀ティーエム証券	2000年12月	東邦銀行	とうほう証券	2015年8月
八十二銀行	八十二証券	2006年4月	第四銀行	第四証券	2015年10月
山口 FG	ワイエム証券	2007年7月	山陰合同銀行	ごうぎん証券	2015年10月
広島銀行	ひろぎんウツミ証券	2007年7月	群馬銀行	ぐんぎん証券	2016年2月
常陽銀行	常陽証券	2007年11月	東邦銀行	とうほう証券	2016年4月
横浜銀行	浜銀 TT 証券	2008年5月	ほくほく FG	ほくほく TT 証券	2017年1月
百五銀行	百五証券	2009年8月	沖縄銀行	おきぎん証券	2017年3月
中国銀行	中銀証券	2010年5月	七十七銀行	七十七証券	2017年4月
千葉銀行	ちばぎん証券	2011年10月	栃木銀行	宇都宮証券	2017年5月
伊予銀行	いよぎん証券	2012年2月	京都銀行	京銀証券	2017年5月
福岡銀行	ふくおか証券	2012年4月	九州 FG	九州 FG 証券	2017年6月
池田泉州銀行	池田泉州 TT 証券	2013年9月			

〔出所〕 各社 HP より作成。

社と一体となった対応が必要になってきたのである。

近年、証券会社や信託銀行などでは、ラップ口座の提供による資産運用・管理サービスを提供し、大きな収益を上げてきている。このようなラップ関連ビジネスにも地方銀行は参入してくるようにもなった⁷⁾。このような包括的な資産運用管理サービスのためには、商品提供すべしというものではなく、顧客の資金運用ニーズを的確にとらえ、ライフプランニングまで含めたアドバイスが必要となろう。また商品提供においては、金融（投信）商品の上流から下流までのシームレスなサービス、すなわち顧客・潜在顧客のニーズをマーケティングし、企画・設定から多種類ある販売チャネルを用意して、様々なレベルのコンサルティング・サービスを自由に提供できる体制がより競争力を高めるものとなるが、その意味では、親密先の大手

銀行系や大手証券会社系の投信会社の商品であっても（既に販売面では競合先になっている可能性もあるために）、地方銀行の満足のいくものにならなくなってきたと見られる。このような背景があるために、図表4にあるように、地域銀行は証券子会社だけでなく、投信子会社⁸⁾までも設立する動きが出てきているのである⁹⁾。

日本電子計算（2017）は、地方銀行の証券子会社の収益構造は、トレーディング収益が最も比率が高く、募集手数料（投信）はその次の収益源であることを示唆している。確かに、現状ではまだトレーディング収益に依存せざるを得ないと見られるが、証券子会社を設立した各地方銀行の目的はそれを中核業務にするものではないであろう。親銀行と連携しながら、中長期的には個人投資家に向けた資産運用関連ビジネスを基幹業務に据えたいと考えていると見られ

図表 4 近年の地域銀行系資産運用子会社の設立

親会社名	投信子会社	設立		株主
		設立		
横浜銀行	スカイオーシャン・アセットマネジメント	2014年11月	横浜銀行34%，三井住友信託銀行21%，京都銀行15%，群馬銀行15%，東京 T Y フィナンシャルグループ15%	
群馬銀行				
京都銀行				
東京 TYFG				
千葉銀行	ちば銀アセットマネジメント	1986年 3 月* ¹	ちばぎんグループ100%	
中国銀行	中銀アセットマネジメント	1987年11月* ²	中国銀行グループ100%	
静岡銀行	(コモンズ投信)* ³	2007年11月	静岡銀行22.4%	
地方銀行11行	オールニッポン・アセットマネジメント	2015年 8 月	東海東京フィナンシャル・ホールディングス 33.3%，地方銀行含む11行（各行約6.1%）	
山口 FG	ワイエムアセットマネジメント	2016年 1 月	山口フィナンシャルグループ90%，大和証券グループ本社10%	

(注) * 1：投資運用業（投資信託委託業）」の登録は2015年1月、* 2：投資信託委託業務の届出は2013年11月、* 3：コモンズ投信は静岡銀行の持分法適用会社であるが、子会社ではない

〔出所〕 各社 HP より作成。

る。

さらに日本電子計算（2017）は、今後の地方銀行の証券ビジネスについて、「地域密着型証券ビジネス」と称し、興味深いシナリオを提示している。先の地域密着型金融を地域の個人顧客に推し進めた「個人版地域密着型金融機関（リレーションシップバンク）」として、地域の個人の投資拡大に貢献する可能性をあげている。前節で取り上げた地元企業支援をさらに発展させたものとして、「地元の上場企業に投資するファンドの組成」を行ったり、「地方銀行がノンリコースローンを提供し、事業に必要なエクイティ部分を証券子会社がファンドとして地元住民から調達」するなど、地域社会から支持されやすい取組が考えられるという。また、「株主コミュニティ制度やプロ向け市場などを利用して、地元の未公開会社の株式取引に関与」することで、前節で示したように地方銀行が注力する事業承継、M&A や起業支援、第二

創業支援などに寄与していくのではないかと示唆している。

これらは、地方銀行における「地域密着型証券ビジネス」の一つの可能性を示すものではある。しかし、地域金融の現状から考えてもその実現は遠い道のりであることも指摘できよう。ただし、繰り返す言うように従来型の地方銀行の預貸ビジネスが行き詰っている以上は、また地域社会の（潜在的な）ニーズにも応える上でも、この可能性を否定できないのも事実であろう。その意味では、地元の中小企業の企業金融動向の現状を様々な面から分析、把握していくことは重要である。

Ⅲ．先行研究

本節では、先行研究のレビューを実施する。まず、主幹事証券会社の決定要因について検証している研究を概観する。Fernando, Gatchev

and Spindt (2005) は、1970年から2000年にかけてのアメリカのデータを用いて、株式発行企業とアンダーライターのマッチングに関する研究を実施している。新規株式公開においては、新規公開時の資金調達額および時価総額は主幹事証券会社のレピュテーションと正の関係があると述べている。また、上記の発行規模と企業規模をコントロールした上で、新規公開企業のクオリティを示す説明変数として、企業の創立から新規公開までの年数、ベンチャーキャピタルの投資先企業であること、利益額が正であることなどを選択し、これらの変数がアンダーライターの選択にどのような影響をおよぼしているのかについて検証している。これらの企業のクオリティを示す変数はそれぞれ被説明変数である主幹事証券会社のレピュテーションにプラスに有意な結果を示し、質の高いリスクの小さな新規公開企業の主幹事証券会社は、レピュテーションの高い投資銀行であることが多いというエビデンスを提示している。アンダーライターのレピュテーションに関する尺度は、Carter and Manaster (1990)および Megginson and Weiss (1991) で用いられた手法が用いられている¹⁰⁾。レピュテーションの高い投資銀行が主幹事を務めた場合、当該新規公開企業の業績予測を行うアナリストの人数が増加することも併せて記されている。

Brau and Fawcett (2006) では、最高財務責任者 (Chief Financial Officer : CFO) に対する質問票の送付による調査を行っている。この2003年に実施された調査は、アメリカの計336企業 (新規公開に成功した企業=87, 新規公開の申請後に撤回を行った企業=37, 新規公開の申請をしたことがない企業=212) のCFOの回答から構成されている。新規公開から次の

増資までの間において主幹事証券会社を変更するケースを対象に分析を行った Krigman, Shaw and Womack (2001) で用いられた質問票と同じものが Brau and Fawcett (2006) においても採用されている。各項目を5点満点 (1 = 重要ではない ; 5 = とても重要) とする質問票の集計結果において、新規公開時の主幹事証券会社の選択時の重要な項目で得点が高かった上位三つは、「総合的なレピュテーション (4.39)」、「リサーチ部門／アナリストのクオリティとレピュテーション (4.25)」、「業界に関する専門知識およびコネクション (4.24)」である (カッコ内は回答の平均値)。同調査では、まだ新規公開を実施していない企業 (新規公開の申請をしたことがない企業) が数多く含まれているが、これらの新規公開未実施企業においては、実施済み企業に比して、「プライシングとバリュエーション」および「費用構造」について重要性が高いと回答している。この結果を受けて、新規公開未実施企業はアンダーライティングのプロセスについて若干懐疑的なのではないかと記している。

Loughran (2008) では、1980年から2002年のアメリカのデータを用いて、地方企業の新規株式公開におけるリードアンダーライター (主幹事証券会社) の選択に関する分析を行っている。Carter and Manaster (1990) におけるアンダーライターのレピュテーションに関するランクが8以上 (最高値は9) の場合をトップティアの投資銀行とし、地方企業および小規模都市企業の新規公開においては、このトップティアの投資銀行が主幹事証券会社を務めるケースは非常に少ないという実証結果を提示している¹¹⁾。トップティアの投資銀行が、地方企業のアンダーライティングを回避する理由とし

て以下の2点を提示している。1点目は、発行会社の情報を集めることについて困難であり、かつコスト高であること。2点目は、投資銀行の顧客が地方企業についてはなじみがないことが多く引受株式の販売が困難であることを挙げている。

Takahashi (2018) は、2004年から2012年の期間における日本の新規株式公開のデータを用いて、発行会社のボードメンバーのキャリアに関する特徴がアンダーライターの選択におよぼす影響について分析を実施している。分析結果として、新規株式公開企業の取締役会のメンバー中に証券会社あるいは証券会社を子会社を持つ金融機関において働いた経験を有する者が含まれている場合、その証券会社が主幹事を務めていることが多いというエビデンスが提示されている。この実証結果については、主幹事証券会社の母体行による新規公開企業に対する融資実績、および主幹事証券会社自身による新規公開企業の株式保有よりも大きな影響が存在することが併せて報告されている。また、取締役会の構成員が二つの証券会社と関係を有する場合は、プレステージの高い証券会社が主幹事として選択され、この傾向は新規公開企業の資金調達額が小規模である場合において、より顕著に観察されるということも指摘している。

次に同一主体の金融機関が融資とアンダーライティングの両者を実施するケースにおいて、利益相反のようなマイナス面が生じるのか、それとも情報が有効に活用されることによるプラス面が発生するのかについて分析している研究を紹介したい。Drucker and Puri (2005) は、1994年から2001年におけるアメリカの既上場企業の増資を対象に分析を実施している。増資実施日の6か月前と6か月後の1年間に於いて融

資を実施した金融機関¹²⁾は、増資時の主幹事証券を獲得していることが多いことを報告している。このように融資とアンダーライティングが同時期に行われる企業の多くは、負債比率が高く、スタンダードプアーズ社のレーティングにおいて投資不適格の格付け(BB以下)を受けているという特徴も記されている。同一主体の金融機関より融資と引受のサービスを同時期に受けた上記特徴を持つ企業は、サービス提供側の金融機関において情報に関する範囲の経済性が働き、増資時の引受手数料率が低減するベネフィットを享受することができると主張する。Drucker and Puri (2005) においては、新規株式公開企業については分析対象となっていない。

Bharath et al. (2007) では、1989年から2001年のアメリカにおけるアンダーライティングのデータを用いて、過去の融資関係が株式発行時の主幹事証券会社の選択にどのような影響をおよぼすのかについて分析している。同研究では、株式発行を新規株式公開と新規公開後の増資の両者を比較しており、増資時よりも新規株式公開において、過去に融資実績がある場合、その融資を実施している金融機関と同系列の金融機関主幹事を務めていることが多いことを発見している。この結果の解釈については、増資時よりも新規株式公開時のほうが投資家と発行会社間における情報の非対称性が大きいため、新規株式公開時において発行会社は、融資実績を有する銀行と同系列のアンダーライターが引受を行うことによる保証効果を期待するケースが多いのであろうとしている。また、この影響については、過去5年間の融資実績を表すダミー変数よりも融資回数および融資額の合計のほうがインパクトが強いことも報告してい

る。

Neuhann and Farzad (2018) では、グラス・スティーガル法において設けられていた金融機関内の商業銀行部門と証券部門間のファイアウォールが緩和され、20条証券子会社 (Section 20 subsidiary) による総収益に占める引受収益の上限が10%から25%に引き上げられた1996年の前と後の時期に着目した分析を実施している¹³⁾。1996年の緩和以降に融資とアンダーライティングの両者を実施する金融機関が引受を行った企業は、当該企業の情報に関する範囲の経済性が金融機関において働くことにより、新規株式公開に到達するまでの所要年数が短く、外部資金を早期に獲得できることから生産性¹⁴⁾にプラスの影響をもたらすことを報告している。また、このような資金供給先企業の情報に関する範囲の経済性が働くことは、リスクの高い企業の信用力を評価する力が高まるとし、融資と引受の両者が行われている企業の株価や売上高のボラティリティは、融資のみが実行されている企業に比して、大きいという実証結果も記されている¹⁵⁾。

Kutsuna, Smith and Smith (2007) は、1995年から1999年の間にジャスダック市場において新規公開を行った企業を対象に分析を実施している。新規公開企業と主幹事証券会社のメインバンクが同じである場合、その新規公開企業は比較的若く小規模であるという特徴を有していることを発見している。新規公開企業のメインバンクとアンダーライターのメインバンクが同じであれば、アンダーライターは銀行が保有している質の高い当該企業の情報を入手することができ、早期の資本市場へのアクセスが可能となると述べている。また、小規模な商業銀行は証券会社のメインバンクであることがな

いため、小規模な商業銀行をメインバンクとする企業は上記のような資本市場への早期のアクセスが実現せず、小規模な商業銀行が立地するエリアは、新規公開企業が少ないということも記している。

IV. 実証分析

本稿におけるサンプル企業は、1998年から2017年にかけてジャスダック (2004年12月の証券取引所以前は店頭登録市場)、マザーズ、ヘラクレス (ナスダックジャパン含む)、および地方証券取引所 (本則およびベンチャー市場を含む) において新規株式公開を実施した企業を対象としている¹⁶⁾。図表5は、分析対象企業を市場別および地域別に分類を行ったものである。東京都に本社を置く企業は984社であり全体の約6割を占める。東京都以外に本社を置く企業は679社であり、全体に占める比率は約4割となっている。外国籍の企業が6社存在する。

図表6では、東京都以外に本社を置く企業679社と東京都に本社を置く企業984社の比較を行っている。本稿が注目する東京都以外に本社を置く企業は、東京都の企業に比して、業歴が長く、やや規模が大きいという状況を看取することができる。

上場時の資金調達額¹⁷⁾ (平均値) については、非東京企業が16.57億円であるの対して、東京企業が28.18億円であり、非東京企業の新規公開のディールサイズは小規模であることがみとれる。公募株式数を新規公開承認時の発行済株式数で除した公募比率は、非東京企業のほうが有意に大きい。これは自己資本比率が小さな企業 (負債比率が大きい企業) は、新規公

図表5 本社所在地別の新規株式公開企業数（1998-2017年）

	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	地方証取	地域別計	比率（％）
東京都	435	388	133	28	984	58.96
北海道	13	4	4	11	32	1.92
東北計	21	4	0	1	26	1.56
関東計	108	33	15	8	164	9.83
中部計	50	10	1	4	65	3.89
愛知県	50	14	7	17	88	5.27
近畿計	34	9	10	0	53	3.18
大阪府	64	32	39	4	139	8.33
中国計	22	7	3	6	38	2.28
四国計	9	2	1	0	12	0.72
九州沖縄計	28	16	3	15	62	3.71
外国籍企業	0	5	1	0	6	0.36
合計	834	524	217	94	1669	100.00

〔注〕 1998年から2017年において新規株式公開を実施した企業が対象。地方証取（地方証券取引所）は、東京証券取引所および大阪証券取引所以外の証券取引所に単独上場した企業（本則およびベンチャー市場ともに）をカウントしている。2017年のマザーズにおけるテックポイント社のJDR（日本預託証券）を含んでいる。東北＝青森、岩手、宮城、秋田、山形、福島。関東＝茨城、栃木、群馬、埼玉、千葉、神奈川。中部＝新潟、富山、石川、福井、山梨、長野、岐阜、静岡、三重。近畿＝滋賀、京都、兵庫、奈良、和歌山。中国＝鳥取、島根、岡山、広島、山口。四国＝徳島、香川、愛媛、高知。九州沖縄＝福岡、佐賀、長崎、熊本、大分、宮崎、鹿児島、沖縄。

〔出所〕 ディスクロージャー実務研究会編『株式公開白書』各年版より作成。

開時に多くの公募増資を行うとする山田(2011)と整合的である。

ベンチャーキャピタルの保有比率は、東京企業が有意に大きい。これは東京に拠点を置くベンチャーキャピタルが多いことに加えて、東京に有望なベンチャー企業が数多く存在していることが影響していると思われる。

大手3社（野村・大和・日興）が主幹事の比率は、非東京企業が有意に大きい。日本各地に支店を多く持つ大手証券会社は地方の新規公開企業を発掘する力が高いのかもしれない。

上記の非東京企業である679社のうち、メインバンクが地域銀行である企業（204社¹⁸⁾）と都市銀行である企業（442社）の比較を図表7に記している¹⁹⁾。ここでは新規株式公開時の目論見書における取扱銀行の最上段に記されている銀行をメインバンクとした。公募を実施しない企業（8社）については取扱銀行の記載がな

いため、『会社四季報』に初めて記載された際の取引銀行のトップに記載されている銀行をメインバンクとした。地域銀行については、前述のとおり、全国地方銀行協会所属の地方銀行のほか第二地方銀行協会所属の第二地銀を含めている。

図表7を概観すると、地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、都市銀行をメインバンクとする企業に比して、規模の大きさを示す総資産額や売上高などについては有意な差はないものの、上場所要年数が長く、成長性を示す時価簿価比率²⁰⁾が低いという特徴を有していることを看取することができる。自己資本比率については、都市銀行をメインバンクとする企業が有意に高い。

新規公開のディールに関する数値についても、地域銀行をメインバンクとする企業は、都市銀行をメインバンクとする企業に比して、資

図表 6 新規株式公開企業の特徴 (東京以外と東京に本社を置く企業の比較)

	非東京本社企業 (679)		東京本社企業 (984)		検定
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	t 値
	中央値		中央値		z 値
パネル A : 新規株式公開企業の特徴に関する基本統計量					
自己資本比率 (%)	36.93	20.2	43.55	27.8	-5.63***
	33.70		41.95		-6.02***
経営者年齢	53.32	11.42	48.65	12.03	8.02***
	54.00		47.00		9.02***
従業員数	247.06	410.48	206.37	493.62	1.83*
	155.00		86.00		-8.67**
企業年齢	24.41	23.26	15.67	21.03	7.83***
	20.10		11.02		12.65***
総資産額 (億円)	81.17	124.72	79.77	256.53	0.15
	41.90		23.28		8.04***
売上高 (億円)	108.54	6.19	94.18	7.54	1.47
	58.82		34.58		7.28
経常利益率 (%)	2.51	61.2	6.08	51.57	-1.25
	6.26		8.16		-5.02***
公開価格による時価総額	92.82	286.13	163.70	484.32	-3.74***
	43.48		58.80		-6.46***
時価簿価比率 (%)	12.12	132.83	16.50	61.64	-0.80
	3.28		6.19		-11.24***
VC 保有比率 (%)	9.58	12.87	12.87	43.77	-2.22**
	4.58		5.25		-1.00
大手 3 社が主幹事の比率 (%)	61.86		54.07		3.16***
大手 4 社が主幹事の比率 (%)	64.36		60.26		1.69*
パネル B : 新規株式公開のディールに関する基本統計量					
初期収益率 (%)	64.16	93.54	88.73	112.87	-4.83***
	27.50		54.45		-4.55***
上場時調達額 (億円)	16.57	32.66	28.18	80.2	-4.08***
	8.53		10.85		-5.38***
売出比率 (%)	9.63	6.86	9.67	8.54	-0.09
	8.95		8.49		1.06
公募比率 (%)	15.38	13.34	13.34	7.22	5.18***
	13.89		11.99		1.66*
主幹事シェア (%)	69.1	10.35	70.61	11.76	-2.76***
	67.5		70		-3.05***
引受証券会社数 (社)	8.07	2.40	8.34	2.64	-2.12**
	8.00		8.00		-1.98**

(注) t 値は平均値の差の検定に基づく t 統計量である。 z 値はマンホイットニーの U 検定に基づく z 統計量である。大手 3 (4) 社が主幹事の比率 (%) については、比率の差の検定に基づくカイ二乗統計量である。*** 1 % で有意, ** 5 % で有意, * 10 % で有意。

[出所] ディスクロージャー実務研究会編『株式公開白書』各年版より作成。

図表7 新規株式公開企業の特徴（非東京において地域銀行と都市銀行をメインバンクとする企業の比較）

	地域銀行がメイン バンクの企業（204）		都市銀行がメイン バンクの企業（442）		検定
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	t 値
	中央値		中央値		z 値
パネルA：新規株式公開企業の特徴に関する基本統計量					
自己資本比率（％）	34.17	19.08	38.46	20.66	-2.59***
	31.30		35.25		-2.53**
経営者年齢	54.06	9.28	52.85	12.43	1.37
	54.00		53.00		1.51
従業員数	262.99	334.97	236.03	447.80	0.85
	166.00		152.00		2.20**
企業年齢	27.81	34.21	22.71	16.24	2.03**
	23.10		19.08		2.87***
総資産額（億円）	82.94	123.71	75.37	113.63	0.74
	43.46		39.28		1.34
売上高（億円）	121.44	196.88	99.93	136.22	1.41
	60.23		57.54		0.92
経常利益率（％）	6.97	9.46	0.72	73.86	1.75*
	6.24		6.34		-0.37
公開価格による時価総額	64.65	79.59	88.86	170.44	-2.46**
	38.04		45.95		-2.19**
時価簿価比率（％）	5.10	9.36	7.74	15.60	-2.59***
	2.79		3.63		-2.63***
メインバンクの持株比率（％）	1.49	0.10	0.83	0.06	5.52***
	1.18		0.00		6.11***
VC保有比率（％）	9.54	13.46	9.86	11.66	-0.31
	4.82		4.72		0.28
大手3社が主幹事の比率（％）	63.73		60.41		0.81
大手4社が主幹事の比率（％）	65.20		63.35		0.45
パネルB：新規株式公開のディールに関する基本統計量					
初期収益率	50.61	87.23	72.09	97.96	-2.80***
	20.10		31.25		-2.93***
上場時調達額（億円）	13.18	18.46	17.83	37.68	-2.11**
	7.77		8.74		-1.89*
売出比率（％）	9.67	7.13	9.78	6.87	-0.19
	9.00		9.00		-0.41
公募比率（％）	16.14	9.76	15.06	7.54	1.40
	15.00		14.00		0.41
主幹事シェア（％）	69.10	10.61	69.51	9.56	0.49
	70.00		68.00		0.23
引受証券会社数（社）	7.71	2.16	8.14	2.32	-2.32**
	7.00		8.00		-2.77***

（注） t 値は平均値の差の検定に基づく t 統計量である。 z 値はマンホイットニーの U 検定に基づく z 統計量である。大手3（4）社が主幹事の比率（％）については、比率の差の検定に基づくカイ二乗統計量である。*** 1%で有意, ** 5%で有意, *10%で有意。

〔出所〕 ディスクロージャー実務研究会編『株式公開白書』各年版より作成。

金調達額についても小規模であり、バリュエーションが難しい場合に高くなることが多い初期収益率は有意に小さいことが示された²¹⁾。この地域銀行をメインバンクとする企業の初期収益率が低水準であることは、成熟性などの特徴が影響を与えているであろうことに加えて、地域銀行の株式保有の高さ（平均値でみると地域銀行の株式保有比率=1.49%に対して都市銀行=0.83%）による保証効果が働いている可能性も考えられる²²⁾。Ogura (2017) では、日本のデータを用いて、新規株式公開時の銀行による株式保有は、保証効果が働くことにより、初期収益率の間に負の関係があることを報告している。

ベンチャーキャピタルの保有比率および大手証券会社为主幹事である場合の比率については有意な差はない。引受証券会社数は、地域銀行をメインバンクとする企業が小さい。これは資金調達額が小規模であることが影響していると思われる。

上記より、地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、資金需要が小規模な成熟企業という特徴が浮かび上がる。

図表8では、新規公開市場としてジャスダック市場を選択する場合の決定要因に関するプロビット分析を実施している。被説明変数は、上場市場としてジャスダック市場を選択している場合に1、そうでない場合は0をとる二項変数である。銀行がおよぼす影響を確認するために、地域銀行あるいは都市銀行がメインバンクである場合に1をとるダミー変数、ダミー変数と負債比率の交差項²³⁾、およびダミー変数と銀行の株式保有比率の交差項の三つの説明変数を設定した（後述のマザーズ・ヘラクレス市場、地方証券取引所を選択市場とする分析において

も同様に設定）。この後者の二つの変数が大きい場合は、貸出額が多いことが考えられ、多くの株式を保有している状況であることを示し、銀行の影響力が大きいことが予想される。

分析結果をみていくと、地域銀行に関する変数は、負債比率との交差項を除き有意にプラスとなる状況を確認することができる。都市銀行に関する変数はいずれも非有意であり、地域銀行をメインバンクとする企業の多くは、新規公開時の市場としてジャスダックを選択していることが多いことが示唆される。

忽那 (2008) は、ジャスダック市場は過去の店頭市場であった名残から、他の市場と比較して成長志向が低い、比較的成熟した企業が好んで選択する一方で、東京証券取引所のマザーズ市場は比較的成長志向の高い企業に選択される傾向にあることを指摘している。鈴木 (2005) では、ジャスダックに比して、上場基準が緩やかな市場であるマザーズおよびナスダックジャパン（後のヘラクレス）において新規公開を実施した企業のアンダープライシングの水準が大きいことを報告している。

このような市場の特徴をコントロールするために用いた企業年齢、総資産、ROA²⁴⁾はプラスに有意であり、ベンチャー企業向けのマザーズやヘラクレスに上場する企業に比して、ジャスダックに上場する企業は、企業年齢が高く、規模が大きく、収益性が高いことが示された。成長性を示す時価簿価比率はマイナスに有意な影響をおよぼしている。

図表9は、新規公開市場としてマザーズあるいはヘラクレス市場を選択する場合の決定要因に関するプロビット分析の結果を示している。被説明変数は、上場市場としてマザーズあるいはヘラクレス市場（ヘラクレス市場の前身であ

図表 8 新規公開市場の選択に関するプロビット分析（ジャスダック）

被説明変数	上場市場 = ジャスダック					
地域銀行ダミー	0.221*					
	(0.117)					
地域銀行ダミーと負債比率の交差項	0.002					
	(0.002)					
地域銀行ダミーと株式保有比率の交差項	0.206***					
	(0.060)					
都市銀行ダミー	-0.173					
	(0.113)					
都市銀行ダミーと負債比率の交差項	-0.002					
	(0.002)					
都市銀行ダミーと株式保有比率の交差項	0.061					
	(0.052)					
企業年齢 (自然対数)	0.332*** (0.075)	0.337*** (0.075)	0.321*** (0.075)	0.336*** (0.075)	0.340*** (0.074)	0.333*** (0.075)
総資産 (自然対数)	0.421*** (0.054)	0.415*** (0.054)	0.403*** (0.054)	0.415*** (0.054)	0.427*** (0.055)	0.408*** (0.054)
ROA	0.014*** (0.005)	0.014*** (0.005)	0.015*** (0.005)	0.014*** (0.005)	0.014*** (0.005)	0.014*** (0.005)
時価簿価比率	-0.009** : (0.005)	-0.009** : (0.005)	-0.009** : (0.005)	-0.009** : (0.004)	-0.009** : (0.004)	-0.009** : (0.005)
定数項	-4.392*** (0.462)	-4.337*** (0.461)	-4.226*** (0.463)	-4.172*** (0.468)	-4.310*** (0.460)	-4.242*** (0.464)
観測企業数	679	679	679	679	679	679
Prob > χ^2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pseudo- R^2 (%)	18.52	18.37	19.55	18.39	18.35	18.29

(注) *** 1%で有意, ** 5%で有意, * 10%で有意。カッコ内は標準誤差を示す。

るナスダックジャパン市場)も含んでいる)を選択している場合に1, そうでない場合は0をとる二項変数である。

1999年に東京証券取引所にマザーズ, 2000年に大阪証券取引所にナスダックジャパン(後のヘラクレス²⁵⁾)が開設された。両市場ともに従来の市場第1部および第2部とは異なり, 利益の額など過去の実績に関する数値基準を求めないベンチャー企業向け市場である。ヘラクレス市場は2010年10月にジャスダック市場と統合することにより廃止となったが²⁶⁾, マザーズ市場

は2012年以降においては新規公開企業を最も多く輩出している市場である²⁷⁾。

このようなベンチャー企業向け市場としての特徴を有するマザーズあるいはヘラクレス市場を新規公開企業として選択している場合の分析結果は, 上記のジャスダック市場を選択対象とする図表8の結果とは対照的に, 地域銀行に関する変数はマイナス, 都市銀行のダミーと負債比率との交差項についてはプラスに有意の影響があることを確認することができる。ただ, 都市銀行ダミーと株式保有の交差項についてはマ

図表9 新規公開市場の選択に関するプロビット分析 (マザーズ・ヘラクレス)

被説明変数	上場市場 = マザーズ・ヘラクレス					
地域銀行ダミー	-0.467*** (0.128)					
地域銀行ダミーと負債比率の交差項		-0.006*** (0.002)				
地域銀行ダミーと株式保有比率の交差項			-0.230** (0.080)			
都市銀行ダミー				0.352*** (0.120)		
都市銀行ダミーと負債比率の交差項					0.003* (0.002)	
都市銀行ダミーと株式保有比率の交差項						-0.141** (0.061)
企業年齢 (自然対数)	-0.438*** (0.077)	-0.448*** (0.077)	-0.436*** (0.078)	-0.444*** (0.077)	-0.455*** (0.077)	-0.438*** (0.078)
総資産 (自然対数)	-0.419*** (0.055)	-0.405*** (0.054)	-0.389*** (0.054)	-0.403*** (0.054)	-0.419*** (0.055)	-0.385*** (0.054)
ROA	-0.007 (0.005)	-0.07 (0.005)	-0.007 (0.005)	-0.007 (0.005)	-0.007 (0.005)	-0.007 (0.005)
時価簿価比率	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.006 (0.005)
定数項	4.412*** (0.442)	4.297*** (0.437)	4.103*** (0.434)	3.933*** (0.441)	4.189*** (0.433)	4.050*** (0.436)
観測企業数	679	679	679	679	679	679
Prob > χ^2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pseudo- R^2 (%)	20.63	20.26	20.51	20.03	19.44	19.66

(注) *** 1%で有意, ** 5%で有意, *10%で有意。カッコ内は標準誤差を示す。

イナスに有意の状況が示された。保有株式が多い場合、ジャスダックに比してボラティリティの高いマザーズおよびヘラクレス市場を回避したい意向が働くのかもしれない²⁸⁾。

コントロール変数についても、ジャスダックを選択する場合に比して、企業年齢と総資産はマイナスに有意に影響しており、若い規模の小さな企業がマザーズおよびヘラクレスに上場している状況が看取される。

図表10は、プロビット分析による地方証券取引所への上場を選択した場合の決定要因を示し

ている。ここでは、2000年に新潟証券取引所と広島証券取引所が東京証券取引所と合併、2001年に京都証券取引所が東京証券取引所と合併したことに考慮し、北海道および九州・沖縄の94社を対象としている。被説明変数は、上場市場として札幌証券取引所あるいは福岡証券取引所を選択している場合に1、そうでない場合は0をとる二項変数である。両地方証券取引所における本則市場とベンチャー企業向け市場（札幌証券取引所はアンビシャス、福岡証券取引所はQボード：両市場ともに2000年に開設されてい

図表10 新規公開市場の選択に関するプロビット分析（地方証券取引所：札幌・福岡）

被説明変数	上場市場 = 地方証券取引所（札幌・福岡）					
地域銀行ダミー	0.793** (0.382)					
地域銀行ダミーと負債比率の交差項	0.010** (0.005)					
地域銀行ダミーと株式保有比率の交差項			-0.085 (0.106)			
都市銀行ダミー			-0.608 (0.386)			
都市銀行ダミーと負債比率の交差項					-0.009 (0.006)	
都市銀行ダミーと株式保有比率の交差項						-0.075 (0.292)
企業年齢 (自然対数)	0.375 (0.269)	0.404 (0.268)	0.521** (0.261)	0.414 (0.261)	0.425* (0.258)	0.477* (0.255)
総資産 (自然対数)	-0.356*** (0.135)	-0.430*** (0.142)	-0.349*** (0.132)	-0.355*** (0.135)	-0.349*** (0.134)	-0.357*** (0.133)
ROA	-0.007 (0.012)	-0.004 (0.011)	-0.002 (0.011)	-0.005 (0.011)	-0.003 (0.011)	-0.002 (0.011)
時価簿価比率	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
定数項	0.619 (0.919)	1.203 (0.918)	0.814 (0.899)	1.225 (0.909)	1.106 (0.892)	0.927 (0.892)
観測企業数	94	94	94	94	94	94
Prob > χ^2	0.00	0.00	0.04	0.02	0.03	0.06
Pseudo- R^2 (%)	13.79	13.63	10.08	11.90	11.47	9.55

(注) *** 1%で有意, ** 5%で有意, *10%で有意。カッコ内は標準誤差を示す。

る)の両者を対象としている。

地域銀行に関する変数は、ダミーと負債比率との交差項がプラスに有意の結果が示され、地方証券取引所への上場に関して地域銀行は一定の役割を果たしている状況が示唆される²⁹⁾。株式保有比率の交差項が有意でないことについては、株式の保有比率が高い場合においては、流動性の低い地方証券取引所を回避したい意向があるのかもしれない。都市銀行に関する変数はいずれも有意ではない。

コントロール変数については、総資産がマイ

ナスに有意に影響しており、規模の小さな企業が地方証券取引所において新規公開を実施していることが示唆される。

図表11は、主幹事証券会社として3大証券会社（野村・大和・日興）を選択する場合の決定要因についてプロビット分析を実施したものである³⁰⁾。被説明変数は、主幹事証券会社として3大証券会社を選択している場合に1、そうでない場合は0をとる二項変数である。コントロール変数としては、主幹事証券会社の選択に関する決定要因について分析を実施している

図表11 主幹事証券会社の選択に関するプロビット分析

被説明変数	主幹事証券会社 = 3 大証券会社 (野村・大和・日興)					
地域銀行ダミー	0.134 (0.113)					
地域銀行ダミーと負債比率の交差項		0.153 (0.063)				
地域銀行ダミーと株式保有比率の交差項			0.127** (0.051)			
都市銀行ダミー				-0.151 (0.108)		
都市銀行ダミーと負債の交差項					-0.002 (0.002)	
都市銀行ダミーと株式保有比率の交差項						0.009 (0.049)
企業年齢 (自然対数)	0.161** (0.065)	0.138** (0.066)	0.138** (0.066)	0.157** (0.108)	0.166** (0.065)	0.166** (0.067)
資金調達額 (自然対数)	0.440*** (0.118)	0.450*** (0.057)	0.459*** (0.120)	0.447*** (0.117)	0.449*** (0.117)	0.442*** (0.118)
時価総額 (自然対数)	0.013 (0.119)	-0.001 (0.002)	-0.007 (0.121)	0.004 (0.118)	-0.001 (0.118)	0.003 (0.119)
定数項	-3.223*** (0.487)	-3.177*** (0.439)	-3.224*** (0.489)	-3.087*** (0.488)	-3.106*** (0.486)	-3.179*** (0.486)
観測企業数	679	679	679	679	679	679
Prob > χ^2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pseudo- R^2 (%)	8.39	9.01	8.95	8.45	8.51	8.24

(注) *** 1%で有意, ** 5%で有意, * 10%で有意。カッコ内は標準誤差を示す。

Fernando, Gatchev and Spindt (2005) に従って企業年齢、資金調達額、および時価総額（公開価格ベース）を用いた。

注目する銀行に関する変数は地域銀行ダミーと地域銀行の株式保有比率の交差項がプラスで有意となった。銀行は新規公開実施後においても株式保有比率をさらに高めることが多く（岡村, 2013）、当該新規公開企業の株式を多く有している場合、上場後におけるアナリストのフォローなどの手厚いサポートを期待して、レピュテーションの高いアンダーライターに引き受けてもらいたいという意向が働いているのかもしれない。

コントロール変数については、企業年齢と資金調達額がプラスに有意に働いており、大手証券会社が、リスクが小さく、多額の引受手数料を獲得できる案件を獲得できていることが示唆される。

V. おわりに

本稿では、証券取引所と地域銀行の連携が本格的に始動することに先立ち、地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、どのような特徴を有し、また新規株式公開を実施する市場としてどの市場を選択していたのかに関する分析

を実施した。本研究における主要な発見事項は、以下のとおりである。地域銀行をメインバンクとする新規公開企業は、①都市銀行をメインバンクとする新規公開企業に比して、資金需要が小規模な成熟企業という特徴を有する。②新規公開市場の選択に関しては、ジャスダック市場を選択していることが多く、地方証券取引所への新規上場についても貢献していることが示唆される。資金需要が旺盛な若いグロース企業が数多く上場するマザーズ市場における新規公開企業の輩出に関しては貢献していない。③当該新規公開企業の株式を多く保有している場合、主幹事証券会社として大手3社が選択されていることが多い。

地方銀行の証券子会社が将来的に新規株式公開の主幹事業務への参入を目指すといった報道も確認することができる³¹⁾。先行研究のレビューでは、融資と引受が同時期に行われることは、利益相反のようなマイナス面よりも、情報生産によるプラス面が多いというエビデンスが提示されている。取引企業との距離においてアドバンテージを持つ地域銀行による融資とその証券子会社によるアンダーライティングが同時に実施されれば、より精度の高い情報が生産され³²⁾、上場までの所要年数が短くなるなどの効果が表れる可能性が考えられる。このような検証については、将来的にサンプル数が一定数確保できた段階で実施することとしたい。

【謝辞】

本稿の作成にあたりましては、高山浩二、高橋秀徳、松原剛司、姚智華の各先生より有用なアドバイスをいただきました。ここに記して感謝申し上げます。

注

- 1) 本論で「地域銀行」は、全国地方銀行協会所属の「地方銀行」のほか第二地方銀行協会所属の「第二地銀」も含めて定義している。両者を区別する場合はその都度説明する。
- 2) 例えば、「東証は（2017年7月）25日、ほくほくフィナンシャルグループ傘下の北陸銀行、北海道銀行と、地域企業の株式上場を支援するといった基本協定を結んだ。東証が企業のIPO支援で地銀と提携関係を結ぶのは初めて。直接金融・間接金融にかかわらず企業の成長を促していく」（『日本経済新聞』2017年7月26日朝刊）。北陸銀行も2017年7月に東京証券取引所と地方企業の新規株式公開支援で連携協定を結んでいる（『日本経済新聞』2017年10月25日朝刊）。西日本シティ銀行は、2017年12月に資本市場に関する連携で東京証券取引所と基本協定を結んでいる（『日本経済新聞』2018年1月26日朝刊）。地方証券取引所においても同様の動きがみられる。2017年11月に福岡証券取引所は九州・沖縄の地銀12行と地域企業の上場支援で協力協定を結んでいる（『日本経済新聞』2017年12月7日朝刊）。
- 3) 渡部（2010）によると、リレーションシップバンキングの概念が日本の金融監督行政に正式に導入されたのは2003年であったという。
- 4) トランザクション貸出、リレーションシップ貸出の実証研究のサーベイについては小野（2011）で詳細に行われている。
- 5) 地方銀行の証券ビジネスに関する文献については、二上（2010）があげられる。
- 6) 直近では十六銀行と東海東京フィナンシャル・ホールディングス（FH）が共同出資の証券子会社設立を合意している。これまで東海東京FHは多くの地方銀行と提携し、証券子会社を設立してきたが、十六銀行の場合は、資本提携を視野に包括提携を行うものとしており、店舗譲渡の検討まで含め、より踏み込んだ内容となっている（日本経済新聞社、2018）。
- 7) 福岡銀行は野村ホールディングス傘下の資産運用会社と提携し、ファンドラップの提供を開始している。
- 8) オールニッポンアセットマネジメントは地方銀行7行と東海東京FHを中心に設立されたが、プロパー資金の有価証券運用支援であったり、人材育成が主な目的であるという。
- 9) 森（2016）においては地域銀行の資産運用関連業務と投信子会社設立について論じている。
- 10) 例えば、Carter and Manaster（1990）では、株式発行時の発行時の募集広告である墓石広告（tombstone）に記されている投資銀行の順番を基準としている。
- 11) Loughran（2008）における企業の定義は、以下のとおりである。都市企業＝以下の10都市に本社を置く企業。ニューヨーク、ロスアンゼルス、シカゴ、ワシントン・バルチモア、サンフランシスコ、フィラデルフィア、ボストン、デトロイト、グラス、ヒューストン。地方企業＝本社が、100万人以上の49都市から100マイル（約161キロ）以上離れている企業。小規模都市企業＝上記以外の企業。
- 12) 商業銀行あるいは投資銀行が融資と引受の両者を行う

- ケースが分析対象となっている。Bharath et al. (2007)においても同様である。
- 13) 20条証券子会社については掛下 (2015) に詳しい。
 - 14) 生産性の尺度については, Imrohroglu and Tuzel (2014) が提唱する TFP (total factor productivity) が用いられている。
 - 15) 商業銀行における引受業務の実施に関する研究の包括的なサーベイである Drucker and Puri (2007) は, アメリカにおいては商業銀行による利益相反は生じていないとする説得的な研究が提示されているとする一方, アメリカ以外の国を対象とする研究では, 商業銀行による利益相反の有無に関しては, 研究によって主張が異なるとしている。
 - 16) TOKYO PRO Market 市場における新規株式公開は含めていない。
 - 17) 資金調達額にはオーバーアロットメントオプションによる売出分を含んでいる。オーバーアロットメントオプションとは, 主幹事証券会社が既存株主から株式を借り受け, 需要動向に応じて, 当初の予定売出株式数を超過して売り出すことができる制度である。日本では, 2002年に導入されている (船岡, 2007)。
 - 18) メインバンクが地域銀行である企業204社のうち地方銀行をメインバンクとする企業が170社, 第二地方銀行が34社である。
 - 19) 非東京企業 (679企業) のうちメインバンクが地域銀行 (204社) および都市銀行 (442社) 以外の33社のメインバンクは, 信託銀行, 商工中金, 信用金庫などである。
 - 20) 時価については公開価格による時価総額, 簿価については新規上場期における直近の純資産額 (連結ベース) を用いた。
 - 21) 初期収益率は, 公開価格で新規公開株式を取得し, 売買開始日において売却を行った投資家が得られるリターンを示す。初値は公開価格を上回ることが多い。この現象は, 新規公開企業からみると, 公開価格の過小値付け (アンダープライシング) が生じているとされ, 本来であれば調達可能であった資金を獲得できなかった現象として捉えられる。
 - 22) 岡村 (2013) では, 1995年と1996年に店頭市場 (現ジャスダック市場) で新規公開を実施した企業を対象とした分析において, 新規公開時の10大株主リストに登場する銀行すべての持株比率の合計が, 公開時の4.29%から公開後の6.66%まで2.37%増加していることを報告している (数値は中央値)。公開後のデータに関しては, 新規公開から何年後を対象としたものなのかについては記されていない。
 - 23) メインバンクによる貸出額に関する比率を用いることが望ましいが, ここではデータの制約により, 総資産に占める負債全体の比率を用いている。
 - 24) ROA は, 経常利益を総資産 (いずれも連結ベース) で除して求めている。
 - 25) 2002年にナスダックと大阪証券取引所の提携が解消され, 同年12月にニッポン・ニュー・マーケット・ヘラクレスに名称変更されている。
 - 26) 統合が行われた2010年はマザーズ上場企業のエフオーアイ社の粉飾決算が表面化し, 新興市場に対する信用が大きく失墜した年であった。このような状況を背景に, ヘラクレスとジャスダックの統合の理由については, 当時の新聞記事に以下のような記述がなされている。『新興市場の信頼回復』という大義を掲げる今回の統合だが, 背景には市場間競争に直面する大証の切実な事情もある。国内市場の再編論があることは大証も意識しており, 『デリバティブ (金融派生商品)』に加えて新興市場でも国内最大の地位を確立すれば, 再編でも有利な位置に立てる』 (大証幹部) とみる』『日本経済新聞』2010年10月9日朝刊。
 - 27) 2011年までの13年間はジャスダック市場の新規公開企業数が最も多かった (早瀬・後藤, 2015)。
 - 28) 忽那 (2008) では, ジャスダック市場に比して, マザーズおよびヘラクレス市場のボラティリティが高いことが報告されている。
 - 29) 地方銀行から福岡証券取引所への出向者による新規公開企業の発掘活動が影響している可能性が考えられる。福岡証券取引所では, 同取引所の活性化を進める「福岡証券取引所活性化推進協議会」が地元財界の後押しにより1998年に設置された (現在も継続中)。同推進協議会の委員には九州, 沖縄および山口の地方銀行12行の頭取や会長が委員として名を連ねている。これらの地方銀行からの出向人材が上場準備企業の開拓を行っていることについて同取引所の専務理事である小西雄二氏は以下のように述べている。「手厚い地元財界からの支援の一つに, 出向者の多さが挙げられると思います。これは他の取引所にはないと思います。しかし, うちには九州電力から二人, 福岡と西銀から一人ずつ, 西部ガスから一人。福岡県庁から一人の合計六名の出向者がいます。営業部隊は全員銀行からの出向者です。平成一五年に営業部を作って, 銀行員の人を上場準備企業の開拓をしてもらっています。当初は, 福岡と西銀, そして福岡シティからの出向者で三人いたんですが, 西銀と福岡シティが合併して一人欠けちゃったので, 九州電力から来ている人に入ってもらって, 三人で営業してもらっています」 (深見・二上, 2017)。
 - 30) 被説明変数を4大証券 (野村・大和・日興・みずほ) としても結果に大きな差は生じない。
 - 31) 「九州フィナンシャルグループは2020年にも有価証券の元引受業務に参入する。主幹事証券会社として新規株式公開や上場企業の公募増資を支援し, 地域の活性化につなげる。地銀系証券がこうした業務を手掛けるのは全国でも珍しい。独自色を打ち出して非金利競争を有利に進める狙いだが, 実現には従業員教育などいくつかのハードルも残る」 (『日本経済新聞』2017年10月25日朝刊)。九州フィナンシャルグループは, 肥後銀行と鹿児島銀行との経営統合により2015年10月に設立された金融持株会社。本研究のサンプルにおいては, 地域銀行の証券子会社が新規株式公開において主幹事を務めたケースは存在しない。主幹事ではない引受シンジケート団に地域銀行系証券会社が含まれているケースは存在する。
 - 32) 情報共有することについての顧客の了解などが求められることは言うまでもない。

参 考 文 献

- 岡村秀夫 (2013),『日本の新規公開市場』東洋経済新報社.
- 小野有人 (2011),「中小企業向け貸出をめぐる実証分析：現状と展望」『金融研究』2011年8月, pp.95-144.
- 掛下達郎 (2015),「米国大手商業銀行グループの引受業務への進出」証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』第11章, pp.365-404.
- 忽那憲治 (2008),『IPO 市場の価格形成』中央経済社.
- 鈴木健嗣 (2005),「上場・廃止基準が新規公開費用に及ぼす影響：新興三市場の比較」『現代ファイナンス』Vol.17, pp.3-26.
- 二上季代司 (2010),「地方銀行の証券ビジネス」『証研レポート』1660号, pp.1-8.
- 日本経済新聞社 (2018),「『地域金融の新モデル作る』十六銀行と東海東京」『日本経済新聞』2018年3月23日朝刊.
- 日本電子計算 (2017),「地方銀行の証券ビジネス」『JIPs DIRECT』No.052, pp.5-8.
- 早瀬巧・後藤潤一郎 (2015),「国内新興市場のIPOの現状と制度について」『証券アナリストジャーナル』第53巻第8号, pp.6-14.
- 深見泰孝・二上季代司 (2017),「九州証券界の歴史を語る—九州証券座談会(下)—」『証券レビュー』第57巻第11号, pp.80-132.
- 船岡健太 (2007),『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』中央経済社.
- 堀江康熙 (2009)「高齢社会の進行と地域金融機関経営」『経済学研究』75(5・6), pp.1-38.
- 森祐司 (2008),「地域銀行の投信窓販に関する範囲の経済性」『証券経済研究』第64号, pp.129-147.
- 森祐司 (2014),『地域銀行の経営行動—変革期の対応—』早稲田大学出版部.
- 森祐司 (2016),「地域銀の投信子会社設立, 経営変革委への第一歩」『金融ジャーナル』2016年12月, pp.84-89.
- 山田和郎 (2011),「新規株式公開時の公募株式比率, 売出株式比率の決定要因とその影響」『経営財務研究』第31巻第2号, pp.56-75.
- 渡部和孝 (2010),「日本の金融規制と銀行行動」『フィナンシャルレビュー』平成22年第3号(通巻101号), pp.119-140.
- Brau, J. C. and Fawcett, S. E. (2006), Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, *Journal of Finance* 61, pp.399-436.
- Bharath, S., Dahiya, S., Saunders, A. and Srinivasan, A. (2007). So What Do I Get? The Bank's view of Lending Relationships, *Journal of Financial Economics* 85, pp.368-419.
- Drucker, S. and Puri, M. (2005). On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting, *Journal of Finance* 60, pp.2763-2799.
- Drucker, S. and Puri, M. (2007). Banks in capital markets. In B.Espen Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Vol.1* (pp.189-232). Amsterdam, The Netherlands: Elsevier/North-Holland.
- Fernando, C. S., Gatchev, V. A. and Spindt, P. A. (2005), Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other, *Journal of Finance* 60, pp.2437-2469.
- Hoshi, T. and Kashyap, A. (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*. The MIT Press, Cambridge, MA.
- Imrohoroglu, A. and Tuzel, S. (2014), Firm-level Productivity, Risk, and Return, *Management Science* 60, pp.2073-2090.
- Krigman, L., Shaw, W. H. and Womack, K. L. (2001), Why do Firms Switch Underwriters? *Journal of Financial Economics* 60, pp.245-284.
- Kutsuna, K., Smith, J. and Smith, R. (2007), Banking Relationships and Access to Equity Capital Markets: Evidence from Japan's Main Bank System, *Journal of Banking and Finance* 31,

- pp.335-360.
- Loughran, T. (2008), The Impact of Firm Location on Equity Issuance, *Financial Management* Spring, pp. 1 -21.
- Meggison, W.L. and Weiss, K.A. (1991), Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, pp.879-903.
- Neuhann, D. and Farzad, S. (2018), Do Universal Banks Finance Riskier But More Productive Firms? *Journal of Financial Economics* 128, pp.65-85.
- Ogura, Y. (2017), The Certification Role of Pre-IPO Banking Relationships: Evidence From IPO Underpricing in Japan, *The Japanese Economic Review* 68, pp.257-278.
- Takahashi, H. (2018), Affiliation Ties and Underwriter Selection, *Small Business Economics* 50, pp.325-338.
- 船岡健太 (九州産業大学商学部准教授・
当研究所客員研究員)
森 祐司 (下関市立大学経済学部教授)