

地方銀行の証券子会社によるIPO支援 ―九州FG証券のチャレンジを事例として―

船岡 健太
姚 智華

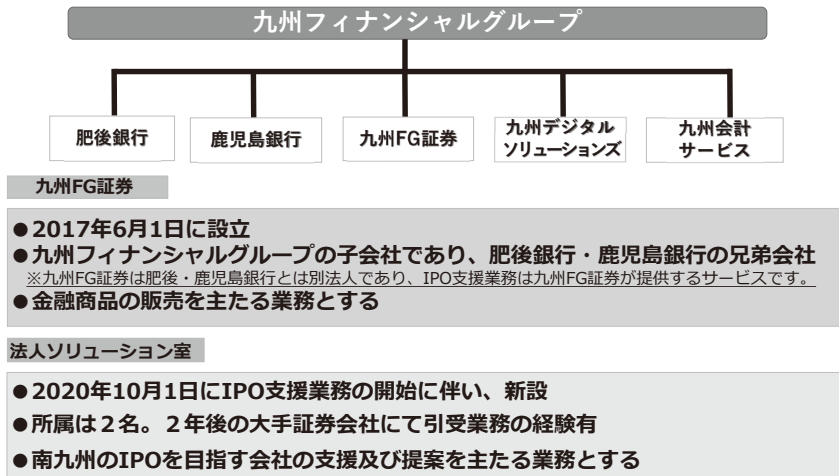
一、はじめに

本稿では、九州フィナンシャルグループの証券子会社である九州FG証券によるIPO支援について紹介を行う。九州フィナンシャルグループは、熊本市と鹿児島市にそれぞれ本店を置く地方銀行である肥後銀行と鹿児島銀行が、二〇一四年一月一日に経営統合に関する基本合意書を締結し、二〇一五年一〇月一日に設立された銀行持株会社である。

九州フィナンシャルグループは、同社と肥後銀行、鹿児島銀行、九州FG証券、九州デジタルソリューションズ、九州会計サービスなどの連結子会社一九社の計二〇社で構成されている（図表1参照）。九州FG証券は、肥後銀行および鹿児島銀行の兄弟会社となる。九州FG証券は二〇一七年六月一日に設立され、二〇一八年一月二二日に熊本支店、鹿児島支店、宮崎支店の開設が行われている。

本稿の構成は以下のとおりである。まず次章において、九州FG証券によるIPO業務参入への

図表1 九州フィナンシャルグループの主要企業と九州FG証券の概要



〔出所〕 九州フィナンシャルグループ（2022）（※上部分）、九州FG証券提供資料（※下部分）。

取り組みについて、ヒアリングを行った内容をもとに記述する。九州FG証券のIPO支援は同証券の法人ソリューション室で実施されている。同室はIPO支援業務の開始に伴い二〇二〇年一月一日に新設された部署である。第三章では、この九州FG証券法人ソリューション室が実施するIPO支援のチャレンジについて、第二章と同じく聞き取りを行った内容を中心に紹介する。続く第四章では、同一金融グループが融資とともに株式引受を行う場合における情報の共有の効果について考察している主要な学術研究のレビューを行う。最後の第五章では、地方銀行の証券子会社によるIPO支援に関する今後の展望について記す。

二、九州FG証券のIPO業務 参入への取り組み

九州FG証券におけるIPO支援実施部署である法人ソリューション室は、二〇二〇年一〇月の設立より現在まで、室長である鹿児島銀行出身の白坂大輔氏と室員の肥後銀行出身の富田直樹氏の二名で構成されている。以下においては、両氏より聞き取りを行った内容を中心に記述を行う。⁽²⁾

九州FG証券によるIPO支援の始まりについては、融資先企業において株式上場を志したとしても、銀行に上場に関するノウハウが存在しなかったため、上場を実現することができないケースが大半であったことが出発点であるという。⁽³⁾ 銀行員の多くは、融資の審査による与信の判断は経験により体得しているものの、IPOを目指すに

あたつての株主の保護を目的とするガバナンス等の整備に関する経験知は持っていないという。

九州FG証券では、二〇一七年における設立初期段階よりIPOの引受に関する準備が進められていた。このことについて、当時の新聞は以下のように伝えている。「九州フィナンシャルグループ（FG）が二〇一八年一月に開業予定の証券子会社を通じて二〇二〇年にも有価証券の元引受業務に乗り出す。主幹事証券として同業務を手掛けることを目指しており、地銀系証券では珍しい。地場企業の公募増資や新規株式公開（IPO）を支援し、雇用創出や産業の新陳代謝を促す」⁽⁴⁾。

元引受業務を実施していない証券会社が、新たに同業務を行おうとする場合は、金融商品取引法で規定されている金融商品取引業における業務の種別に関して、元引受業務を新たに実施することについて金融庁に対して届出を行い認可を受ける

必要がある。⁽⁵⁾ 元引受業務の認可について財務省九州財務局に事前相談を行ったところ、求められる組織の体制やクリアにする必要がある点について示されたという。主だった点は以下の四点である。①大手証券会社の引受審査部門において二年以上の経験を有する職員の配置、②財務の健全性の確保、③資本金三〇億円の充足、④引受審査部門を独立したものにすること。

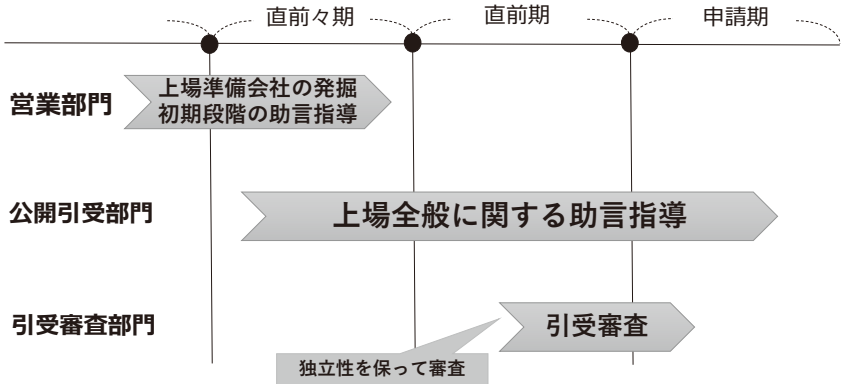
元引受業務の開始にあたって金融庁より認可を受けるために必要となるこれらの点に関する充足は、九州FG証券が自前で新たに設立された証券会社であっただけに、ハードルの高さを感じたという。地方銀行が証券子会社を設立する場合、地域の既存証券会社の株式を買い取ることにより子会社化する、あるいは総合証券会社との共同出資により設立するというケースが多いが、九州FG証券は自前で設立を行ったという特徴を有してい

る。

九州財務局より求められた事項に対する九州FG証券の対応を以下に記す。まず①への対応として、二〇一七年から二〇二〇年にかけて、およそ二年半に渡り、⁽⁶⁾ 白坂氏と富田氏はそれぞれ異なる東京の大手証券会社のIPOの引受審査部門においてトレイニーとして派遣されている。大手証券会社における引受審査の経験者を採用することも検討されたが、その経験者の絶対数が少ないというに加えて、銀行の融資先企業でIPOに関心を持つ企業を上場に導くという九州FG証券の達成目標を考えた場合、銀行業務を経験し、銀行のリソースをよく知るプロパー行員をIPOの専門家として育成することが望ましいという結論に至り、二人の派遣が決まったという。

証券会社においてIPOに携わる部門が複数ある中、引受審査部門における経験が優先された理

図表2 IPOにおける主幹事証券会社の役割



〔出所〕 EY新日本有限責任監査法人編（2022）。

由を記しておきたい。図表2は、証券会社のIPOに携わるセクションである営業部門、公開引受部門、引受審査部門それぞれのIPO前における関与の時期を示している⁷⁾。まず営業部門がIPOに関心を持つ企業を発掘し、初期段階での助言指導を行う。その後、公開引受部門がIPOに向けた準備全般に対する指導助言として、上場スケジュールおよび事業計画の策定、資本政策の策定、社内管理体制の整備等に関するアドバイスをを行う。この公開引受部門の助言指導が終わる頃、引受審査部門による引受審査が実施される。主幹事証券会社としてIPOに関与する場合、これらの三つの部門を必要とするが、営業部門および公開引受部門の設置がなくとも、引受審査部門が備わっていれば幹事証券会社としてシンジケート団に加わることができる。将来的に九州FG証券がIPOの主幹事証券会社を担う前段階の活動とし

て、下引受⁽⁸⁾および幹事証券会社として経験を踏むことが想定されていることより、引受審査部門における経験者の配置が優先された⁽⁹⁾。

②に関しては、元引受を行うにあたっては、発行会社から株式を買取った後、投資家に販売することができず、引き受けた株式を証券会社で抱え込まざるを得なくなる状況が生じる可能性があることから、財務の健全性の確保が求められるというものである。九州財務局に相談した頃、九州FG証券は設立間もなく、顧客基盤の構築について発展途上の段階にあったことから、当期純損益がマイナスの状況にあった⁽¹⁰⁾。このことより、黒字への転換および、継続的かつ安定的な収益の確保を見通せる状況を確立することが必要であると伝えられたという。

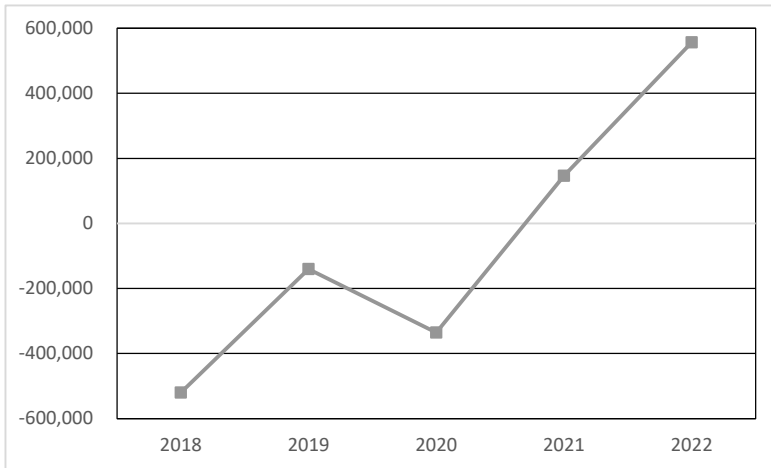
九州FG証券における純損益は、最初の決算期（二〇一八年三月期）より二〇二〇年三月期まで

の設立第一期から第三期までは赤字であったが、二〇二一年決算より黒字転換を果たしている（図表3参照）。直近の二〇二二年三月期における純利益は五億円を超え、これは前年の約三・八倍の規模となるものであり、継続的な収益基盤の確立が進みつつある状況にある。

③については、主幹事証券会社として元引受を行う金融業者の最低資本金は三〇億円と金融商品取引法において規定されている⁽¹¹⁾。この規定を充足すべく、九州FG証券は二〇一七年の設立当初より資本金を三〇億円としている。資本金の充足に関連する自己資本規制比率の数値についても確認しておく、九州FG証券の直近（二〇二二年三月期）における自己資本規制比率は五〇・二・六%であり、この水準を維持していれば特段の指摘を受けることはないと考えているという⁽¹²⁾。

④に関しては、引受審査の過程で入手した未確

図表3 九州FG証券の当期純損益の推移



(注) 縦軸（当期純損益）の単位：千円。決算月は3月。2018年3月期は、2017年6月1日開始である。

〔出所〕 九州FG証券各期決算公告より作成。

定のM&Aに関する計画等のインサイダー情報が営業部門に行き渡らないようにするための九州FG証券内におけるチャイニーズウォールの確立である。これらの四点に加えて、今後において、引受に関する営業部門および公開引受部門の設立、引受を行った株式等を顧客に販売する際にリスク等について十分な説明ができる体制を確立¹⁴⁾した後、IPOの主幹事務の開始を検討したいとしている。

三、九州FG証券による IPO支援

(1) 法人ソリューション室の誕生

白坂氏と富田氏の両氏が東京における引受審査の研修から九州に戻った直後は、主幹事証券会社として活動できる体制が整うまでは、引受シンジ

ケート団を構成する幹事証券として活動すること
を考えていたという。しかし、九州企業によるI
POは、福岡の企業が年に一〜三社くらい、その
他の地域の企業が三・四年に一社程度であること
を考えると、引受業務では大きな収益は見込めな
い。また、主幹事ではない幹事証券では、企業に
対してIPOについて直接的に働きかけることは
なく、受け身の姿勢になってしまうと考え、地域
の企業に対するIPOの啓蒙活動に力を入れよう
ということになり、二〇二〇年一〇月に法人ソ
リューション室が誕生した。

二〇二〇年一〇月の法人ソリューション室の発
足当初は、IPOに関心を持つ企業に関する情報
が銀行から上がってくると想定していたが、その
ような状況ではなかったという。銀行の融資先と
しての企業は、負債を調達しているのであり、株
主資本の調達であるIPOについては、間接金融

を主とする銀行の中心的な業務ではないため、そ
もそも銀行には相談しづらかったという状況が
あった。また、銀行全体としてもIPOに関心を
持つ企業の情報を集約する体制が整っていなかっ
たという。

銀行からの紹介を期待するのではなく、白坂氏
と富田氏は、自分達自身で企業を回ることが大事
であると考え、一般社団法人熊本創生企業家ネッ
トワークに参加をしたり、独自に各機関や企業へ
訪問することを始めた¹⁶⁾。このようにIPOのニー
ズを探る中、一つ発見事項があったという。その
発見事項とは、IPOについてわずかなからでも
関心を持つ企業は、所在地や規模などで共通項が
多い企業がIPOすると、「IPOというのとは、
それほど遠いところにあるものではなく、自分達
もできるかもしれない」と感じる人が多いとい
うことである。アーバンライク社（熊本県荒尾

市)が二〇二二年七月二八日に、東京証券取引所 TOKYO PRO Market 市場に新規上場した際に、このことを感じたという。このことより、IPOを目指す九州の企業を増やすためには、九州企業のIPO実績が大事であるという思いを新たにしたらと両氏は述べている。

(2) 南の太陽(鹿児島県肝属郡東串良町)

へのIPO支援

九州FG証券法人ソリューション室において、どのようなIPO支援を行っているのかについて、大隅半島に位置する東串良町・肝付町において事業活動を行う南の太陽社(向井和郎代表)を例として紹介したい。同社は二〇〇五年に設立された保育事業および高齢者福祉事業を主事業とする企業であり、白坂氏が鹿児島銀行において法人向け融資を行っていた頃の融資先企業の一つで

あった。鹿児島銀行の融資先企業として取引が始まった二〇〇八年においては、従業員数は五名で、まだ保育事業は実施しておらず、高齢者福祉事業におけるショートステイが一九床、年間の売上高が四千万円くらいであったという。現在では、株式会社南の太陽として従業員数が一〇〇名を超え、グループ全体でも二〇〇名を超えたという。

組織の規模が大きくなるとガバナンス体制をしっかりと整えないと組織が回らないこと、組織体制を整えることができれば、その先にIPOという選択肢もあるかもしれないと伝えたという。また、南の太陽社の主事業である保育事業および高齢者福祉事業の拡張においては、施設の増設が不可避であり、従来の銀行を通じた間接金融ではなく、上場企業となることにより、エクイティによる長期性の資金の調達を可能にすることは、今後

の成長に大きなプラスとなることについてアドバイスを提供している。この白坂氏の助言を契機として、向井代表はIPOについて関心を持ち始めた。本気でIPOを目指すのであれば、IPOを志す企業に対して福岡証券取引所がサポートを提供する九州IPO挑戦隊^{福岡}へ入隊することを勧めた白坂氏のアドバイスに応じて、向井代表は入隊に関する申請を行うことを決めた。二〇二二年六月三日に福岡証券取引所で実施された九州IPO挑戦隊第一四期生として、向井代表は入隊式に出席するにいたっている。

九州IPO挑戦隊に入ることにより、監査法人と接点ができたり、IPOに関連する多様な人と接する機会が増え、IPOの実現に対して数々の資源を獲得するにいたっているという。また、向井代表は、福岡証券取引所が提供している福証IPOアンバサダー制度の利用を検討しているとい

う。同制度は、過去に福岡証券取引所においてIPOを果たした企業の経営者よりアドバイスを受けることができる二〇二二年五月に開始されたサービスである。

図表4は、九州FG証券におけるIPO支援の内容について、同証券が作成したIPO支援に関する説明用資料である。新規上場に関する申請を行う年をX年として、X+三年がフェーズ一であり、南の太陽はこのフェーズ一の段階にあるという。上場に向けて動き出した最初の年であるフェーズ一では、「課題の抽出」および「課題解決策の検討・取組」が最も大事であるという。現在、課題の一つである従業員の勤怠管理および給与計算のデジタル化について、九州フィナンシャルグループのグループ企業である九州デジタルソリューションズとともに取り組んでいる。

保育園事業では、朝の特定の時間に保護者より

図表4 九州FG証券における各フェーズのIPO支援

- 弊社にご依頼いただいてから上場までの過程を4つのフェーズに分けて工程管理し、きめ細かくサポート。
 ➤ 九州フィナンシャルグループの総合金融力による全面的なサポート

参考

フェーズ1「課題の抽出」と「課題解決策の検討・取組」により会社のフレームワークが決まるため、時間をかけて取り組むべき最重要事項

フェーズ1 X-3年	主幹事証券・監査法人の紹介	資本政策のご相談	内部管理体制の整備
	課題の抽出	課題解決策の検討・取組み	運用トライアル
フェーズ2 X-2年	運用実績積上げ期間		審査提出書類の作成サポート
フェーズ3 X-1年	主幹事証券公開指導・引受審査に係るサポート		上場申請書類の作成サポート
フェーズ4 X年	証券取引所審査に係るサポート		ファイナンスに係る助言

地域密着型の証券会社として密接にサポート

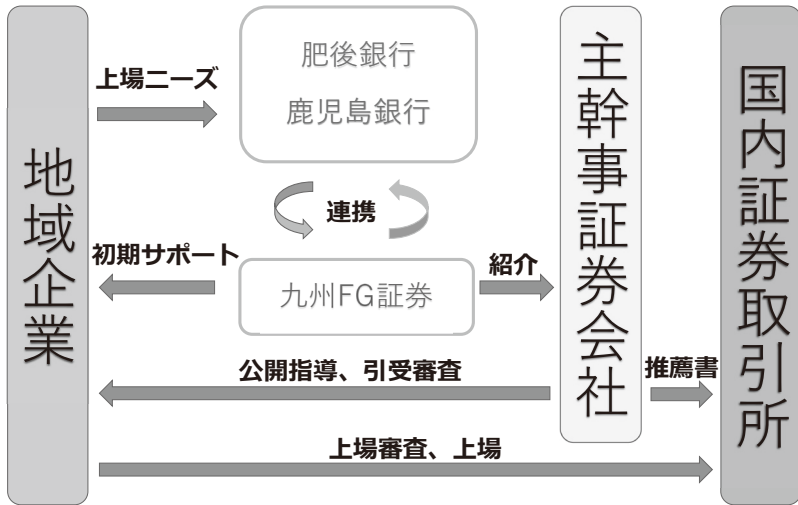
- 貴社の経営理念、経営目標、経営方針を念頭に、最適解を共に検討。
- 大手証券やコンサル会社にはない、「すぐに相談できる近くの証券会社」という利便性・地域性を有し、密接なサービスを提供。
- 審査上の観点を網羅したチェック項目を設け、効率的に課題解決策を提案。
- 定例的な報告会の実施や関係部署にまで足を運び、適切にサポート。

〔出所〕 九州FG証券提供資料。

入る、「子供が発熱したので、今日は休ませてくださいませす」というような連絡への対応業務に関するDX化について検討しているという。一人の園児の欠席は、送迎や食事の手配などに影響をおよぼす。欠席に関する連絡をネットで受け付け、欠席に伴い必要となる各セクションの対応について効率化することを可能にするシステムができないかについて向井代表より相談を受けているという。DX化については、経費精算をスマートフォンでできるようにすることも検討中であるという。資本政策に関しても、ベンチャーキャピタル等の外部株主の導入なども検討していると白坂氏は述べる。監査法人については、九州FG証券の紹介により内諾しているという。

南の太陽は、おおよそ三年後を目途として、福岡証券取引所のベンチャー企業向け市場であるQボード市場におけるIPOを目標としている。今

図表5 九州FG証券のIPO支援業務における各機関のつながり



〔出所〕 九州FG証券ホームページ。

後においては、元引受業務の実施に関する認可を金融庁から受け、幹事証券としての経験を経た後、主幹事を担うことができる組織体制が整う見通しが立てば、九州FG証券が主幹事証券会社としてサポートすることも検討したいという。

福岡証券取引所は、肥後銀行および鹿児島銀行と、二〇一七年一月二〇日に「地域における企業の株式上場に向けた成長支援に関する協力協定」を締結しているということもあり、九州FG証券が主幹事証券会社として新規参入することに対して歓迎の意を表しているという。白坂氏および富田氏は、「IPOニーズに対してリソースが不足している九州において、九州FG証券が九州の企業を地場の取引所である福証上場へと導き、九州の投資家の皆様に株主として支えていただくという形を実現させ、九州の発展に貢献したい」と述べている。

図表5は、現在の九州FG証券のホームページに掲載されている「九州FG証券のIPO支援業務における各機関のつながり」である。地域のIPOを目指す企業が証券取引所へ上場するまでの過程で、九州FG証券をはじめとする各機関とのつながりが描かれている。現状の公表ベースでは、九州FG証券が主幹事証券会社を紹介するという支援が紹介されている。現在の主業務はIPOコンサルティングであるが、今後において、下引受、幹事証券として段階的に経験を積み、将来的には九州FG証券が主幹事証券会社を担うことができる体制を整えていきたいという。

四、銀行と証券会社の情報共有の効果に関する学術研究

銀行とその証券子会社のような同一の金融グ

ループ間において、融資と引受の両者が行われる場合、情報が有効に活用されることによりプラスの効果が生まれるのか、それとも利益相反のようなマイナスの影響が生じるのか、二つのケースが考えられる。以下において、同一の金融グループにおいて融資と株式引受の両者が行われたケースを対象とする主要な学術研究を論文の発表年順に紹介する。

先行研究のキーワードは、「情報に関する範囲の経済 (informational economies of scope)」である。「範囲の経済」に関して、情報の経済学を扱う標準的なテキストである Milgrom and Roberts (一九九二) では、「一つの企業で複数の製品が生産されたときに、それぞれ同量の製品を別々の企業で生産するよりも総費用が低下すること」と説明されている。この説明に照らし合わせ、情報に関する範囲の経済とは何かを考えると、

商業銀行における融資の与信を行うための情報収集と投資銀行で引受を行うにあつてのデューデリジェンスのために必要となる情報取得を同一の金融グループで行うと、この両者を異なる金融機関が別々に行う場合よりも情報獲得に要するトータルのコストが低下すると理解することができる。先行研究では、この情報生産に関するコストの低下および情報優位性を顧客（融資先・引受先）のプラスとなるように金融機関は行動したのかという問いに焦点を当てて分析が実施されている。

Drucker and Puri (2005) は、一九九六年から二〇〇一年の間に実施された既上場企業の公募増資のサンプルを用い、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を分析対象とした実証研究を実施している。同一の金融機関において、公募増資の引受を行う前に融資を行ってい

る場合は、増資時の引受スプレッド⁽¹⁸⁾が低下するという実証結果を報告している。金融機関は、公募増資前の事前の融資において対象企業の情報を既に取得していることより、金融機関内において情報に関する範囲の経済が働き、公募増資引受にかかるコストが低下することにより、引受スプレッドが低くなるとしている。

さらに同研究では、投資適格債の格付けを持たない企業においては、増資時の引受スプレッドが小さくなることに關して、事前融資の影響がより大きいという実証結果を提示している。投資適格債の格付けを持たない企業においては、事前融資で得た私的情報の有用性がより高いという解釈が述べられている。

Suzuki (2010) は、二〇〇〇年から二〇〇六年における日本の既上場会社の公募増資を対象とする実証研究を実施している。銀行が二〇%以上出

資している証券会社を銀行系引受証券会社と定義し、この銀行系証券会社が公募増資時の主幹事証券会社である場合における発行会社が負担する発行コストについて分析が行われている。

同研究の主だった結果は以下のとおりである。

銀行系証券会社であることを示すダミー変数および親銀行の増資実施企業における融資のシェアは公募価格のデイスカウント率¹⁹⁾に対して有意な負の影響を持つことを報告している。これは親銀行の融資行動によって発行会社の私的情報を多く獲得していることが、発行会社の質を保証するシグナルとなる保証効果によるものであるとしている。

一方で、親銀行の不良債権比率の高さを示す変数は、デイスカウント率に対して有意なプラスの影響を確認しており、主幹事証券会社の親銀行が多くの不良債権を抱える場合は利益相反仮説が支持されるとしている。

引受スプレッドに関しては、主幹事証券会社の親会社が銀行であるダミー、同親会社の銀行による株式保有、銀行融資の比率が、引受スプレッドに対してプラスの有意な影響があることが示されている。銀行系証券会社を主幹事とする場合、情報に関する範囲の経済が働くことにより、その顧客は低いコストで引受や親銀行会社より融資のサービスを受受することができる可能性を有している。このことから、銀行系証券会社は、他の証券会社よりも主幹事のポジションを維持しやすい状況にあり、増資実施企業に対して大きな交渉力を有していると考えることができる。この交渉力の強さが、大きな引受スプレッドにつながっていると捉えることができる。また、主幹事証券の親銀行が株式を保有している場合は、この交渉力をより増強させると解釈することができる。

Neuhann and Saidi (2018) では、アメリカの

グラス・ステイ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、二〇条証券子会社 (Section 20 subsidiary) による引受収益が総収益に占める比率の上限が一〇%から二五%に引き上げられた一九九六年の前と後の時期に着目した分析を実施している。⁽²⁰⁾ 一九九六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が金融機関において働くことによりIPOに到達するまでの所要年数が短いという実証結果を報告している。

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、融資のみが実施されている企業に

比して大きいというエビデンスも記されている。

Akiyoshi (2019) は大和証券S M B C合併事業の解消データを用いて銀証分離が顧客企業に与える影響を検証している。大和証券S M B Cは、一九九九年四月に大手投資銀行グループの大和証券グループ(六〇%)と大手商業銀行グループの三井住友フィナンシャルグループ(四〇%)の出資で設立された投資銀行である。大和証券S M B Cが引受、三井住友フィナンシャルグループ(S M F G)が貸出を行うという引受・貸出一体型のサービスを顧客企業は享受していた。

一九九九年から二〇〇九年にかけて大和証券S M B Cが公募増資の引受を行った企業を対象とする実証研究では以下の結果が報告されている。S M F Gと顧客企業の関係の強さを示す変数として、銀行からの借入金におけるS M F Gからの借入金⁽²¹⁾が占める比率が用いられ、この変数が大きい

ほど、公募増資における公募価格のディスカун
ト率の低減をもたらすというエビデンスが提示さ
れている。大和証券S M B Cは、公募増資の引受
において、S M F Gが融資における審査で入手し
た同企業の私的情報を共有している。このことは
公募増資企業の質について保証するものとなり
（保証効果の実現）、企業価値の不確実性に対する
投資家の懸念を和らげ、発行価格を高めるとして
いる。

しかし、Drucker and Puri (2005) で示された
公募増資前の融資が引受スプレッドの減少をもた
らす効果をもつというエビデンスはAkiyoshi
(2019) では確認されていない。この理由につい
ては、大和証券S M B Cが融資のプロセスで築い
た独占的な地位を利用して、高い引受手数料を引
き出していた可能性について言及している。²²⁾

五、おわりに

今回のヒアリングの中で、九州F G証券のI P
O支援実施部署である法人ソリューション室の室
長である白坂大輔氏は、地方銀行のエクイティ業
務の展望に関して以下のように述べている。「今
後において商業銀行業務の縮小が進むことが予想
される状況において、地方銀行は、地元の企業と
伴走することによって頂いていた収益を、これま
でのような貸出金の利息ではなく、エクイティの
供給によるキャピタルゲインへと転換していくこ
とが大事である」。

九州F G証券では、現在、白坂氏と富田氏の二
名体制で五社の企業に対してI P O支援を実施し
ている。支援先と直接に向き合って、じっくり話
をすることを大事にしており、訪問頻度も高いこ

とから、多くの企業を担当することは難しいと思われる。IPOを実現することにより、上場企業としての信頼を獲得し、永続的に経営を行えるよう、優秀な人材の確保につなげたいという企業が多いという。このような生き残りをかけてIPOを目指す九州の企業を九州FG証券で全力でサポートしたいと白坂氏と富田氏は述べている。同証券に対して、IPOを志す企業より支援を希望する声は一定数あり、これらの企業に対しては人員の増加が実現するまで待つてほしいと伝えているという。

今後、上場へ高い意欲を持つ企業と九州FG証券が伴走することにより、一つ一つIPOを実現させ、IPOを果たした企業が成長軌道に乗ることができれば、雇用の創出等において、地域経済の発展に大きく貢献するものとなる。また、九州FG証券のIPO支援に関するチャレンジは、

先駆的な事例であり、証券子会社等でエクイティ業務を検討する地方銀行にとって参考となるものと思われる。

前章で概観した先行研究では、商業銀行の証券業参入は、情報に関する範囲の経済が働くことにより、顧客の株式発行コストを低減させる効果をもたらしことが報告されている。地方銀行はメガバンクよりも地元の企業との間の情報の非対称性が小さいため、銀証兼業のメリットは、メガバンクを対象とする先行研究のエビデンス以上に期待できると考えることができる。²⁴⁾ 本年六月にファイアールオール規制（証券会社とグループ銀行等の間の顧客の非公開情報の共有規制）の緩和が行われたこともプラスに働くと思われる。

しかし、先行研究では、金融グループが情報を共有することによるプラスの効果だけでなく、独占的な地位を利用して高い引受手数料を引き出して

いるという利益相反が生じている可能性を示唆する実証結果も検出されている。地方銀行は営業エリアにおいて一定の貸出金シェアを有していることが多い²⁶⁾。このような営業地域に強い基盤を持つ地方銀行は、メガバンク以上に顧客に対して大きな交渉力を有していることが少なくない。顧客との関係性の観点では、地方銀行はメガバンク以上に利益相反が生じる可能性を秘めていると捉えることもできよう。地方銀行同士のアライアンスにおいて、そのシナジー効果の追求が行われる状況では、グループ間の複数の金融機関と取引を持つ企業に対して利益相反が生じていないかについて監視するセクションの重要性はより高いと思われる。

※ 本稿は、JSPS科研費21K01646の助成による研究成果の一部である。

(注)

(1) 二〇一七年六月一日に九州FG証券設立準備株式会社として設立され、二〇一七年一月二十九日に九州財務局から第一種金融商品取引業としての登録を取得し、二〇一七年二月一日に九州FG証券株式会社へと社名変更が行われている。九州FG証券の株式については、設立当初から現在まで九州フィナンシャルグループが一〇〇%保有している。

(2) 二〇二二年七月一五日に九州FG証券本社（熊本市西区春日）において両氏に対して聞き取りを行った。大変お忙しい中、ヒアリングに応じて下さったことに心より感謝申し上げます。聞き取りに基づく部分を含めて、本稿のすべての内容におけるあり得べき誤りはすべて筆者達に帰するものであることを記しておく。

(3) IPO企業のメインバンクについて調査している船岡・森（二〇一八）では、一九九八年から二〇一七年におけるIPO企業一六六九社のうち東京以外に本社を置く六七九社のうち地域銀行（地方銀行および第二地方銀行）をメインバンクとする企業は二〇四社（三〇・〇四%）であることを報告している。非東京エリアのIPO企業でも、その七割のメインバンクはメガバンクであり、地域銀行をメインバンクとするIPO企業は三割にとどまっている。

- (4) 『日本証券経済新聞』二〇一七年一月二五日期刊。近年の九州フィナンシャルグループの開示書類においても、IPO支援業務力を入れていく姿勢について、同グループの代表取締役社長である笠原慶久氏による次の言葉を確認することができる。「新たなサービスの創出に向けた動きは、グループ各社ですでに加速しています。たとえば、九州FG証券株式会社では、従来の資産運用サービスの加えて、地元企業に対するIPO（新規株式公開）の支援に取り組んでいます。九州において上場企業の数に限られる中、地元企業を育てて、その中から一社でも多くIPOに結びつけることで、地域経済の活性化に寄与するという社会課題の解決が大前提です。九州FG証券ではIPOの専門人材の育成を進めており、今後グループ各社との連携を深めながら可能性を追求していきます」（九州フィナンシャルグループ、二〇二一）。同じ九州の地銀系証券会社である西日本シティ銀行証券についてもIPOの主幹事業務に参入することを表明している（『日本経済新聞』二〇二二年三月二十九日期刊）
- (5) 金融商品取引法第二十一条第四項において「元引受契約」の定義が記されている。引受業務の具体的な運営に関する規則については、日本証券業協会による「有価証券の引受け等に関する規則」、および「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則」において定められている（日本証券業協会、二〇一八・二〇二二）。九州FG証券の元引受業務の実施に関する届出については、ヒアリング時点においては、まだ行われていない。
- (6) 具体的な期間としては、白坂氏が二〇一八年一月～二〇二〇年三月、富田氏が二〇一七年九月～二〇二〇年七月に派遣されている。
- (7) この部分の記述については、EY新日本有限責任監査法人編（二〇二二）に依拠している。
- (8) 主幹事証券あるいは幹事証券より委託を受けてIPO株式の販売を行う場合、下引受となり、主幹事証券および幹事証券が担う元引受と区別される。
- (9) 現在、九州FG証券では、二名の職員を東京大手証券会社の公開引受部門にトレイニーとして派遣しており、二〇二三年四月に九州に戻る予定であるという。
- (10) 九州FG証券の財務数値については、同証券の決算公告より抽出している。
- (11) 金融商品取引法施行令第十五条の七。主幹事ではなく幹事証券会社として元引受を行う金融業者の最低資本金は五億円と規定されている。
- (12) 九州FG証券「業務及び財産の状況に関する説明書（二〇二二年三学期）」より抽出した値である。

- (13) 金融商品取引法第四六条の六第二項において、「金融商品取引業者は、自己資本規制比率が百二十パーセントを下回ることのないようにしなければならない」と規定されている。
- (14) 小規模であったり社歴が短いIPO企業の株価変動リスクについて当該IPO株式を購入する顧客に対して十分な説明を行うことができる体制の確立である。
- (15) 前述のように、現在、九州フィナンシャルグループの職員二人が大手証券会社の公開引受部門ヘトレイニーとして派遣されている。この二人の職員が九州に戻ると、引受審査業務を経験した白坂氏・富田氏に加えて、九州FG証券に公開引受部の機能が備わることになり、主幹証券業務を行う体制確立に向けて前進することになる。実際に主幹業務を行うには、必要な組織体制が整ったとしても、自社アナリストの配置、有価証券届出書等のドキュメンテーションの作成機能、公開価格の算定機能、機関投資家へのロードショー実施のノウハウなど、準備すべきことはまだ数多くあると白坂氏は述べる。
- (16) IPOに関心を持つ企業の探索について、当時の新聞は以下のように伝えている。「白坂大輔室長は熊本の企業家ネットワークなどに顔を出して『何でも相談してくださ』と経営者に声をかけ、上場候補を探す。(二〇二〇年)
- (17) 一二月初旬までに鹿児島や熊本で約三〇社を回った」(『日本経済新聞』二〇二〇年二月二五日期刊)。
- 九州IPO挑戦隊は、三五年のうちにIPOを果たしたいという明確な目標を持つ企業を対象に、IPO実現にあたって必要とされる経営力や組織力を涵養するために、福岡証券取引所、監査法人、証券会社等が、二年度に渡って必要なサポートを実施して、短期間のうちに入隊企業を上場適格基準に近づけるプログラムである。これまでに、二〇一一年入隊の第一期生から二〇二一年六月入隊の第三期生までにおいて計六三社が入隊している。この六三社のうち、エストラスト(山口県下関市)、東武住販(山口)、フロンティア(福岡県福岡市)、Lib Work(熊本県山鹿市)の四社がIPOを果たしている。福証IPO挑戦隊に関するデータを提供くださった福岡証券取引所営業部長の加来英彦氏に深く感謝いたします。
- (18) 公募価格から発行会社に払込まれる金額を差し引いた値(引受人の対価)を公募価格で除すことにより求められる。引受手数料の大きさを示す値であり、小さいほど発行会社の資金調達額は増加する。
- (19) 増資株式の購入者が当該株式の売買が可能となる日の前日の終値から公募価格を差し引いた値を公募価格で除すことにより求められる値であり、この値が小さいほど、資金

調達額が増加するので、発行会社にとっては望ましい。

(20) 二〇条証券子会社については掛下（二〇一五）に詳しい。

(21) 当時のSMFG傘下の銀行であった三井住友銀行、関西アーバン銀行、などと銀行からの融資残高が足し合わされた値が用いられている。

(22) この引受手数料に対するプラスの影響と情報に関する範囲の経済が働くことによるマイナスの影響の両者が相殺されることにより、SMFGの融資関係の強さを示す変数が引受手数料率に対して有意な影響を持たないのではないかとしている。

(23) 坂部・兼谷（二〇二二）は、「IPO後に株価が低調な企業の場合は、後に続くスタートアップのIPO意欲をしなければならぬ」と指摘する。

(24) 第四章における先行研究のサーベイでは、既上場会社における公募増資時の発行価格のディスカウント率が小さくなるという実証結果が存在することを確認した。このエビデンスが示唆するIPOにおける銀証の情報共有の効果として、公開価格の過小値付けの水準が低減することが期待される。IPO時の公開価格の過小値付けについては、公正取引委員会が、二〇二二年一月に公表した報告書において、「証券会社が優越的な地位を利用して公開価格を過小に値付けしている商慣習が独占禁止法違反の恐れがある」と

いう指摘を行った。現在、日本証券業協会が、IPOにおける公開価格の設定方法に関する見直しを行っている。

(25) ファイアーウォール規制の緩和については金本他（二〇二二）および金本（二〇二二）に詳しい。

(26) 例えば、今回の事例で取り上げた肥後銀行と鹿児島銀行の二〇二一年三月期における熊本県および鹿児島県における貸出金のシェアはともに四七・一％であり、これは地方銀行六二行のうち七・八番目の高さである（金融ジャーナル社、二〇二二）。

（参考文献）

- 掛下達郎（二〇一五）、「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』第一章、pp.36-44。
金本悠希・横山淳・鈴木利光・小林章子（二〇二二）、「ファイアーウォール規制の見直し—情報授受規制を緩和する一方、弊害防止措置の実効性を強化—」大和総研。
金本悠希（二〇二二）、「ファイアーウォール規制に関する内閣府令等の改正—上場企業等に関する情報共有規制を緩和—」大和総研。

九州フィナンシャルグループ（二〇二二）、「二〇二二統合報

告書（二〇二〇年四月一日～二〇二一年三月三十一日）」。九州フィナンシャルグループ（二〇二二）、「二〇二二統合報告書（二〇二一年四月一日～二〇二二年三月三十一日）」。

金融ジャーナル社（二〇二二）、「金融マップ二〇二二年版ー四七都道府県金融勢力図ー」金融ジャーナル社。

公正取引委員会（二〇二二）、「新規株式公開（IPO）における公開価格設定プロセス等に関する実態把握について」。

坂部能生・兼谷将平（二〇二二）、「IPO、成長の加速課題に」『日本経済新聞』二〇二二年八月一〇日朝刊。

日本証券業協会（二〇一八）、「有価証券の引受け等に関する規則」。

日本証券業協会（二〇二二）、「『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則」。

日本証券業協会（二〇二二）、「『公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ』報告書」。

船岡健太・森祐司（二〇一八）、「新規株式公開における地域銀行の役割」『証券経済研究』第一〇二二号、pp.21-41。

EY新日本有限責任監査法人編（二〇二二）、「IPOをやさしく解説！上場準備ガイドブック（第五版）」同文館出版。

Akiyoshi, F. (2019), Effects of Separating Commercial and Investment Banking : Evidence from the Dissolution of a Joint Venture Investment Bank, *Journal of Financial Economics* 134, pp.703-714.

Drucker, S. and Puri, M. (2005), On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting, *Journal of Finance* 60, pp.2763-2799.

Milgrom, P. and Roberts, J. (1992), *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, Inc. (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳『組織の経済学』NTT出版、一九九七年)。

Neuhann, D. and Saidi, F. (2018), Do Universal Banks Finance Riskier But More Productive firms? *Journal of Financial Economics* 128, pp.66-85.

Suzuki, K. (2010), Do the Equity Holding and Soundness of Bank Underwriters Affect Issue Costs of SEOs? *Journal of Banking and Finance Journal* 34, pp.984-995.

（ふなおか けんた・九州産業大学商学部教授
当研究所客員研究員）

（よつ ちか・北九州市立大学経済学部専任講師）