No.095
Feb.25
2021

JIPs DIRECT

NEWS LINE
証券会社関連の動向 …… 01
証券関連業務に関する行政の動き …… 01
JIPs LINER
「NTT DATA Innovation Conference 2021」出展報告 …… 02
証券事業部 組織改定のお知らせ …… 03
PICK UP TOPICS ー証券トレンドー
暗号資産高騰の背景について …… 04
JIPs FOCUS
改めて見直すIPOへの期待と課題
～ 新興企業へのリスクマネー供給と個人投資家誘因の役割 …… 05

NEWS LINE | ビジネスニュース

◆ 証券会社関連の動向

外債投資　2020年の外債投資買越額が20.7兆円と4年ぶりの高水準(2/5)

―今年1月買越額も2.5兆円で、年金基金などが外債投資を積み増している

バックアップ　日本取引所グループは、2022年夏に株式売買システムのバックアップ拠点を関西に新設へ(1/29)

―首都圏での大規模災害を想定した対応

米市場混乱　米スマホ証券のロビンフッドは、ゲームストップ株などの購入取引を一時停止(1/29)

―一連の動向について米SECが調査し、米議会が2月18日公聴会を開催へ

新設PTS　SBIホールディングスと三井住友フィナンシャルグループは、株式などを取引する私設取引所を2022年春にも大阪に開設へ(1/28)

―ブロックチェーンを利用したデジタル証券も2023年を目途に取り扱う予定

新TOPIX　東証は2022年4月の市場区分見直しに合わせて、TOPIX構成銘柄を見直しへ(1/27)

―流通時価総額100億円未満の企業を2022年10月以降段階的に構成比率を下げ、2025年1月末までに完全除外

スマホ・ラップ　スマホ証券のスマートプラスは、ファンドラップ支援サービスを9月目途に開始(1/26)

―自社サービスのロボアドシステムをファンドラップに活用

銀証連携　新生銀行は、マネックス証券と証券分野で包括提携へ(1/26)

―2022年を目途に、新生銀行は全ての投信口座をマネックス証券に移行し、顧客への営業活動に特化

◆ 証券関連業務に関する行政の動き

・世界に開かれた国際金融センターの実現について(2/3)
　―以下、「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」(令和2年12月8日閣議決定)の施策の取り組み
　　▶税制面でのボトルネックの除去
　　▶新規海外運用会社等への英語対応
　　▶規制面でのボトルネックの除去(簡素な手続き)
　　▶在留資格関連の利便性向上
　　▶金融創業支援・生活支援
　　▶情報発信の強化
・「金融商品取引所等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」等に対するパブリックコメントの結果等について(2/1)
　―店頭FX取引のカバー取引について、金融商品取引清算機関の利用を促進する観点から、取引証拠金の代用有価証券等として、金融機関から保証を受ける権利(LG:Letter of Guarantee)を追加
　―2月1日から施行
・「トランジション・ファイナンス環境整備検討会」を経済産業省、環境省、金融庁で共催(1/29)
　―着実な低炭素化・脱炭素化に向け、移行段階に必要な低炭素技術に対して、トランジション・ボンドまたはローンによる資金調達を行う際に、事業会社、証券会社、銀行、評価機関等が必要となるガイドラインを示すことが検討会の目的
　―トランジション・ファイナンス基本指針骨子案公表
・「サステナブルファイナンス有識者会議」を金融庁に設置(1/21)
　―以下を検討
　　▶金融機関によるサステナブルファイナンスの推進
　　▶金融資本市場を通じた投資家への投資機会の提供
　　▶企業による気候関連開示の充実

◆「NTT DATA Innovation Conference 2021」出展報告

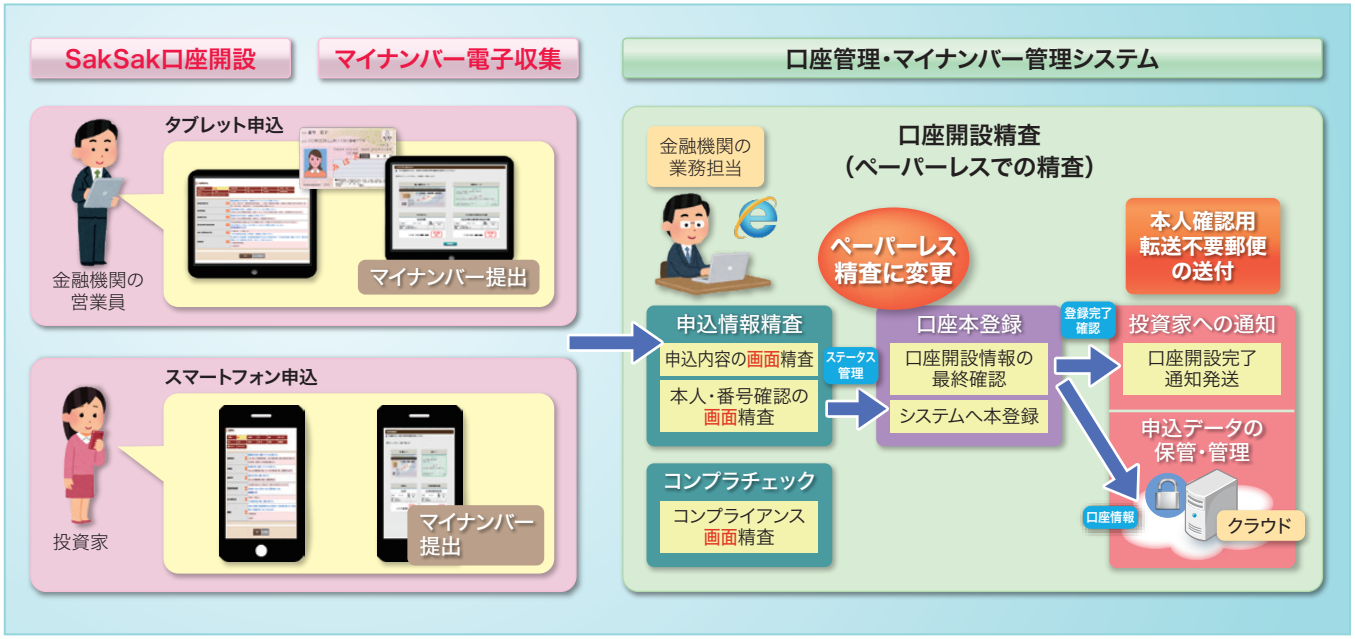
毎年ご好評いただいております「NTT DATA Innovation Conference 2021」に今年も出展いたしました。
今回はコロナの影響でオンライン開催となり、弊社からは「口座開設ペーパーレスソリューション」をご紹介いたしました。

オンライン展示会の様子

展示概要

本展示では、広く金融機関に向けたDX（デジタルトランスフォーメーション）ソリューションとして、「口座開設ペーパーレスソリューション」をご紹介しました。

証券DXを推進し、ペーパーレス・事務レスを実現することで口座開設にかかるコストの削減に寄与します。また、営業員はタブレットを活用して、いつでも・どこでも・簡単にお客様の口座開設手続きが可能となります。



展示会および当ソリューションにつきましては、担当営業または下記までお問い合わせください。

日本電子計算株式会社　証券事業部　証券営業統括部　【東 京】TEL：03-5210-0155　【名古屋】TEL：052-951-4302

◆ 証券事業部 組織改定のお知らせ

弊社証券事業部は、2月1日に組織改定を行いました。「証券DX統括部」を新設するとともに、「証券開発技術統括部」と「運用サービス統括部」を「運用基盤統括部」として統合いたしました。これまで取り組んできたソリューションとともに、DX施策を推進し、更なる事業拡大をしてまいります。

■ 目　　的

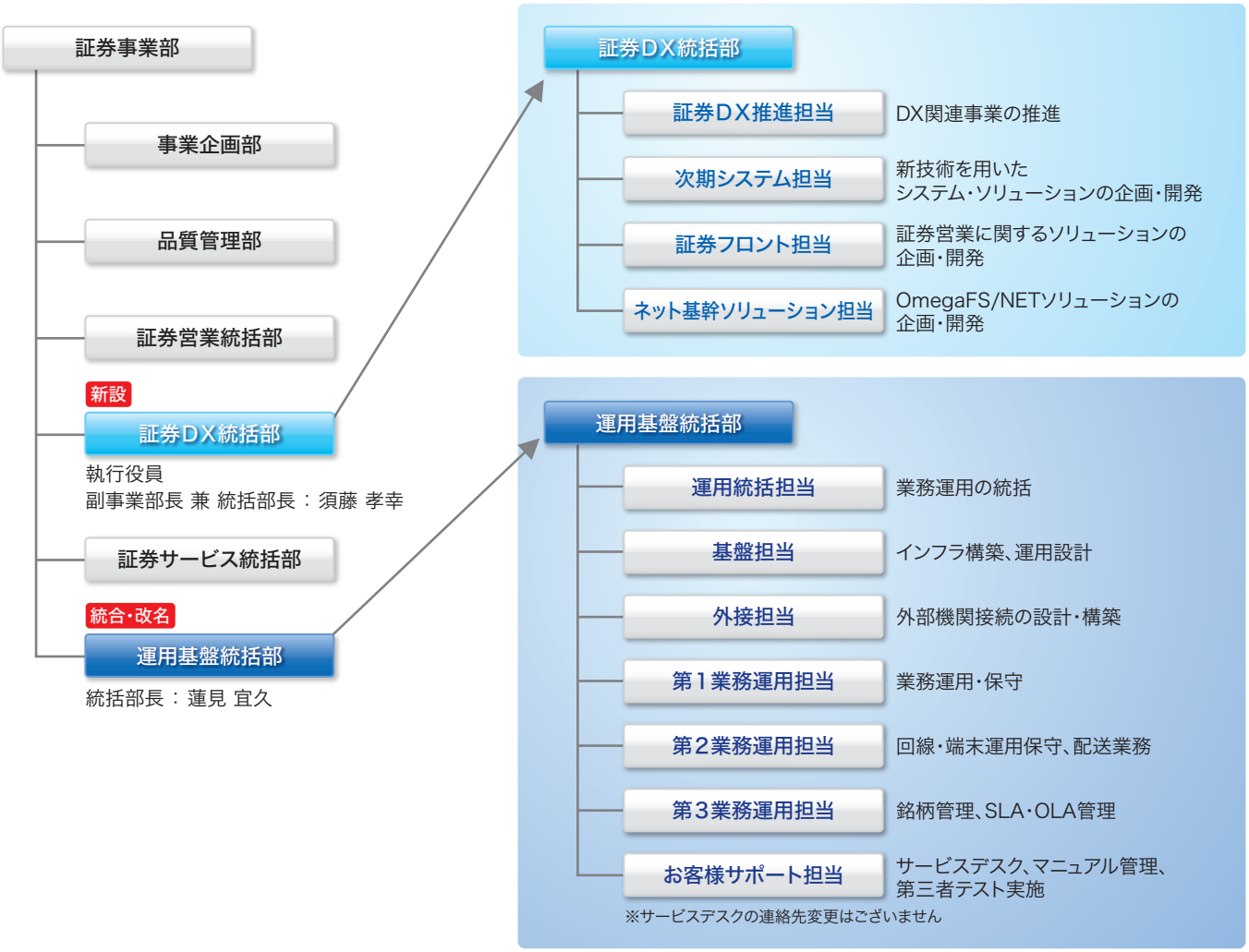
証券業界を取り巻く環境も、「ビジネスモデルの変革」が求められています。弊社が目指す方向性も、お客様のビジネスモデル変革に向けて、ITと業務を一体化したソリューションを創造し、提供してまいります。

今後、更なる証券サービスの進化を目指し、デジタルトランスフォーメーション（DX）技術の活用をこれまで以上に推進すべく組織改定を行います。業務における事務レス・ペーパーレス、営業スタイルの変革を実現し、証券・金融業界の更なる発展に貢献いたします。

■ 内　　容

「証券DX統括部」を新設するとともに、「証券開発技術統括部」のインフラ・外部機関接続部門および「運用サービス統括部」の2部署を「運用基盤統括部」として統合し、改名いたしました。

■ 新組織図



◆ 暗号資産高騰の背景について

暗号資産が大きく動いている。暗号資産の約6割強を占めるビットコインの値動きを見ると、昨年年初は1ビットコインが約80万円弱であったが、10月から価格の上昇トレンドが明確になり、110万円程度から約2か月で200万円を超えた。更に12月中旬から上昇ピッチが上がり、今年1月10日には420万円を一時的に超えたが、その後は一旦調整的な動きとなり約310万円程度まで下げた。しかし、2月には再び上昇し始め、2月16日時点で5万ドル(約527万円)の大台を初めて突破した。

暗号資産に対する一般投資家の認識は、「経済活動の裏付けが無い」とのイメージが強かった。今までも、ごく一部においては決済に利用されたり、暗号資産関係のETF上場の可能性が話題になったことがあったが、今回の上昇には、海外の一部機関投資家による暗号資産買付が契機となっている。この暗号資産上昇の主な背景について、2点挙げられる。

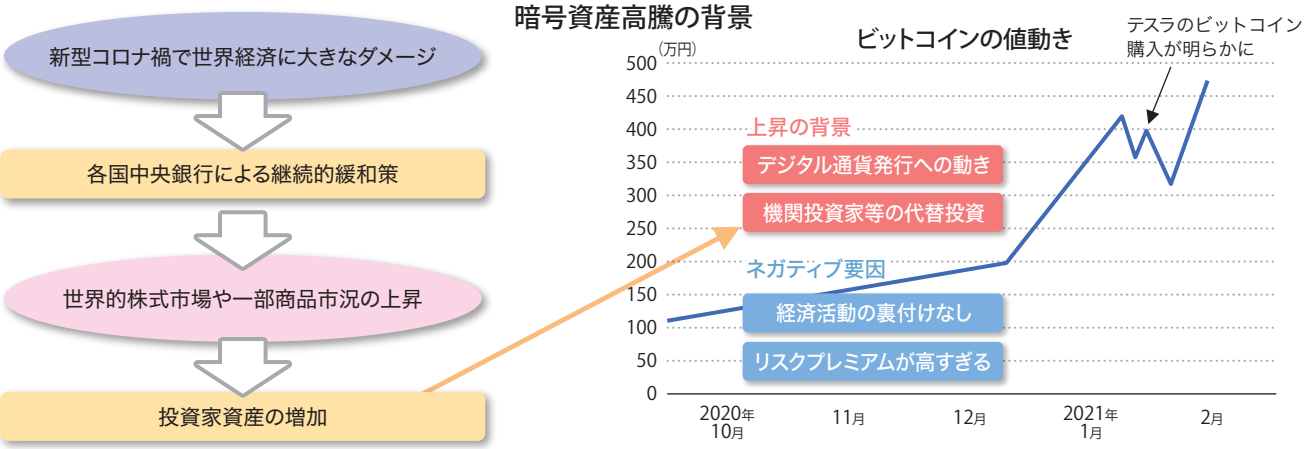
1点目は、主要国の中央銀行において、デジタル通貨発行への動きが出始めたことだ。例えば、昨年10月に日銀によるデジタル通貨発行の取組方針が公表され、今春に実証実験開始が報じられている。また、11月に開催された中央銀行フォーラムにおいて、欧米中央銀行よりデジタル通貨発行に関する前向きな発言が報じられた。(中央銀行が発行するデジタル通貨と暗号資産の関連性はないが、暗号資産全体の底上げ理由になったとされている。)これらの動きを受けて、国内外の主要銀行でもデジタル通貨・ステイブル通貨の発行に向けた動きが顕在化したが、ビットコインなど一部の暗号資産が将来的に決済通貨となる可能性について、このような動向が一部の投資家達の想起を促したとの市場関係者の見方もあった。

2点目は、一部の機関投資家や企業による代替資産投資として、暗号資産への投資を始めたことだ。巨額の資金を運用するファンドにおいて、既に金や土地など全運用資産の数%を代替資産投資に向けているが、発行数が限定されているビットコインなどの暗号資産も代替資産投資の対象として有望とみる機関投資家が増えてきた。このような状況に加え、昨年11月にはペイパルが全加盟店でビットコイン決済を可能にする方針を示したことや、1月初めには米投資会社 One River Asset Managementが暗号資産専門の運用会社を立ち上げるため、ビットコインなどの買付を大規模に行ったことが報じられたことなどが急騰の背景となった。

一方、ネガティブ要因として第一に挙げられるのは、一部決済に利用されるものの、暗号資産そのものの価値が実際の経済活動に基づいていないことだ。また、価格が主に需給関係で決まっていることや、値動きが激しいためリスクプレミアムが非常に高く、一般の投資対象商品としては扱い難いことなどが取引の不安要素である。今回の高騰局面が一旦収まったのは、1月12日に英金融当局による暗号資産取引に対するリスク警告が伝わったことが契機となった。

ビットコインは1月後半の調整局面後、2月に入り再び上昇傾向となった。2月8日にテスラが保有資産の多様化目的で15億ドル購入したことが明らかになったことや、テスラ製品の購入でビットコインの支払いを受け付けることも発表したため、一気に2割以上再急騰している。このビットコイン高騰に引上げられるように、他の暗号資産も上昇しているものが多い。

新型コロナ禍で世界経済は大きなダメージを受けたが、そのために各国中央銀行は積極的な資金供給策を続けており、エコノミスト達の見通しではこの緩和策が続くということがコンセンサスになっている。世界的な株式市場の上昇も、一部商品市場の高騰も、この影響を受けているが、世界的な規模で膨らんでいる資産運用の中で、代替投資として暗号資産を見直している一部の動きが今回の高騰の背景としては大きいと見られている。



◆ 改めて見直すIPOへの期待と課題 ～ 新興企業へのリスクマネー供給と個人投資家誘因の役割

■ IPOに関する関係者の期待
■ IPOにおける証券会社の役割
■ IPOに関する課題
■ IPOの進化・増加の可能性について

■ IPOに関する関係者の期待

資本市場における最も関心の高いテーマとして新規公開株(IPO:Initial Public Offering)があり、2020年の東京証券取引所(以下、東証)におけるIPOは、新型コロナ禍で一時新規公開は中断したものの、92社とここ最近の上場数水準を維持した。また、海外市場においてはDoordashやAirbnbのIPOが話題となったり、SPAC(Special Purpose Acquisition Company:特別目的買収会社)やダイレクトリスティングなどの動向が市場関係者の関心を集めている。このIPOに関して、期待されていることと、それを実現するための課題について見直したい。まず、各市場関係者のIPOへの期待は次のようなものだ。

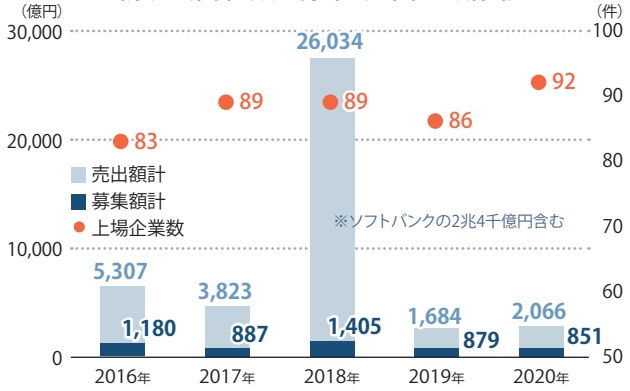
【行　政】2013年から始まったアベノミクスにおいて、新規・成長企業へのリスク供給を増加させるための政策が実行されているが、その一環としてIPOに関しても推進する取り組みが行われている。例えば、新規公開を目指す企業が必要とする監査法人の不足(いわゆる監査難民)解消を目的とする報告書が2020年3月に取りまとめられている。また、日本のIPO市場に関してリスクマネー供給機能として十分かという指摘もあり、今後のIPO増加への施策が期待される。KPMG(世界的な会計コンサル)によるIPO調査レポートによると、2020年の市場別IPO資金調達額では、NASDAQが5.5兆円、香港証券取引所が5.2兆円、上海証券取引所が5.1兆円、ニューヨーク証券取引所が3.3兆円。これに対して大型案件・件数とも少なかった東証は0.3兆円となっている。

【企　業】新規公開で企業が最も期待するのは、資金調達上のメリットである。上場時及び上場後も、広く投資家から資本調達できることや、公開会社として取り扱われることで銀行借入条件が有利になる。また、上場及び情報開示を継続的に行うことで信用力が向上し、取引先とのビジネスや人材採用上のメリットも大きい。

【投　資　家】IPOに対する個人投資家の興味は2つあり、一つは上場時に幹事証券会社によって行われる募集・売出し株式の割当への期待であり、もう一つは新規・成長企業への投資機会である。IPO割当については、個人投資家にとっての抽選割当分への当選願望が高く、投資機会の方はIPO企業への高い成長性予想が個人の投資行動を誘因している。また、一部の機関投資家についてはIPOや新興市場株式が内規で買えないが、上場前のロードショー(IPO企業による個別説明会)に応じる機関投資家においては、独自の投資判断で上場後の投資に積極的になるケースもある。

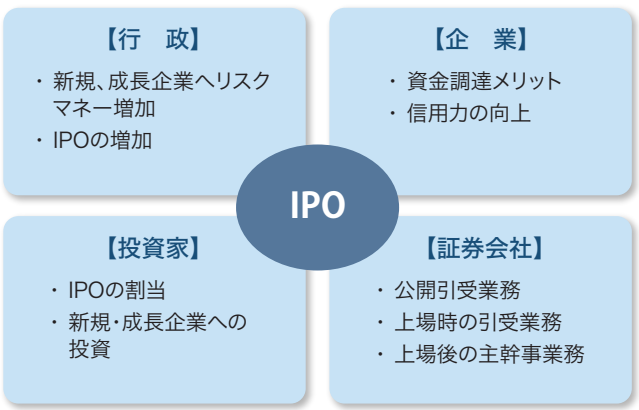
【証券会社】市場仲介者として、上場企業へは投資家のリスクマネーを供給し、投資家へは成長企業への投資を促す機能が期待されている。実際の証券業務は3段階に分かれており、上場を希望する企業に対して取引所の上場審査や上場企業として相応しい体制作りを支援する公開引受業務、上場時の機関投資家向けロードショーを支援したり公開価格決定などに関与するプライシングやビックビルディング業務、上場後の資本政策などに関与していく主幹事業務などに分かれる。

新規公開社数と募集・売出金額推移



※日本証券業協会、統計資料「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」より作成

IPOに関する関係者の期待



■ IPOに関する課題

注目企業の上場予想や初値状況などIPO市況の活況が伝えられているが、市場関係者の期待が高いIPOに関して課題となる点について考えてみたい。

●成長のためのリスクマネー供給として十分機能しているのか

5頁の下左グラフに、IPO時における募集（新株式の発行による企業の資金調達）と売出（ベンチャーキャピタルや親会社など既存株主の株式売却）の金額を示した。2020年のIPO企業が調達した資金851億円に対して、既存株主が回収した資金は2,066億円となっている。つまりIPOに際して投資家調達した資金の内、更なる成長のために利用される部分は3分の1以下となっている。この傾向は、過去においても同様で、海外市場のIPOに比べて企業の資金調達比率が著しく低く、日本でのIPOを通じたリスクマネー供給量も海外に大きく見劣りしている。つまり、日本のIPOの現状は、新規・成長企業へのリスクマネー供給の場としての機能より、既存株主や出資していたベンチャーキャピタルの投資資金回収の場としての役割が強い傾向にある。

●企業にとって初値が高いことは良いことなのか

IPO企業の初値状況は常に話題になり、2020年の初値は公開価格に対して平均232%（92社、下左図）となったことは、同年のIPOが好調だった証左として報じられている。確かに初値はその時の株式市況に大きく左右されるが、高い初値がIPO企業において必ずしも好ましいこととは限らない。例えば、公開価格の5倍の初値は、新株を発行する企業にとってもし公開価格を引き上げれば5倍の資金調達が可能だったこと、若しくは株式数の発行が5分の1で済んだことかもしれない。また、投資家にとっては、IPO割当を受けた者は勿論好ましいだろうが、投資資金が突然5倍になると多くは短期的利益確定に走る可能性があり、割当を受けなかった投資家は高すぎる株価に投資を見送るケースが増えるかもしれない。一般的に初値/公開価格が高くなると市場の注目が集まりやすく短期的な上昇局面となるケースが多い。2020年の初値は、公開価格の5倍以上となったものが9社あったが、公開価格未満は22社あり、一部では適正な公開価格への取り組みも始まっている。

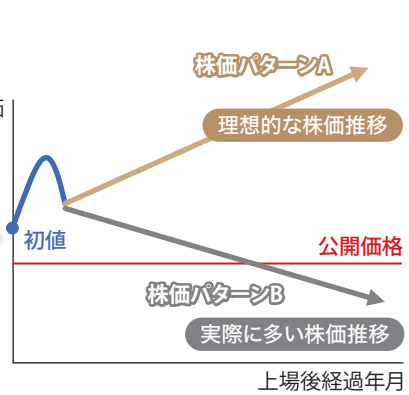
●個人投資家にとって望ましい方式なのか

新規・成長企業への投資として多くの投資家がIPOに対して高い関心と投資ニーズを持っている。そのため、できるだけ多くの投資家にIPOの分配を公正かつ適正に行うべきとの考え方の基に定められた証券業協会の自主規制ルールにより、基本的に個人顧客への配分のうち10%以上は抽選によらなければならない、とされている。しかし、個人投資家が応募するIPOの抽選が望ましい方式か否かについては、主幹事証券会社とその他の引受証券会社とでは当選確率に大きな差があるため、議論の余地がある。例えば、2020年のIPOにおける主幹事証券会社が引受けたシェア（募集・売出・オーバーアロットメント（以下、OA）の合計に対するもの）の平均は86.9%（92社分）で、その他の引受証券会社5～10社程度が残りを販売するため、主幹事証券会社とその他引受証券会社の抽選部分の当選確率は大きく異なる。

IPO後の株価状況

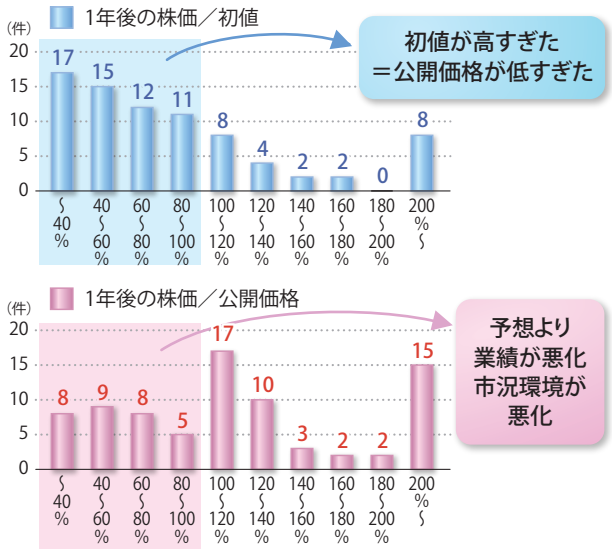
2020年の初値状況

初値/公開価格	上場企業数
100%未満	22
100～200%	31
200～300%	19
300～400%	5
400～500%	6
500%以上	9
最大値	1,190%
最低値	75%



上場して1年後の株価
（2019年のIPO銘柄79社より）

左グラフ100%割れで考えられる主な要因



■ IPOにおける証券会社の役割

IPOにおける証券会社の最も大きな役割は上場時における引受業務であるが、具体的にはIPO企業の公開価格決定に深く関わり、上場に向けて投資家に販売していく。

東証が認めるIPOの主幹事候補証券会社は17社(2021年2月現在)とされているが、2020年の主幹事実績は、大手証券5社およびいちよし証券、エイチ・エス証券、SBI証券、東海東京証券の9社となっている。下左グラフに2020年における主幹事証券会社及び引受証券会社が引受けたIPO金額(公開価格決定時ベースの引受シェアより算出)を左から募集金額が多い順に示した。

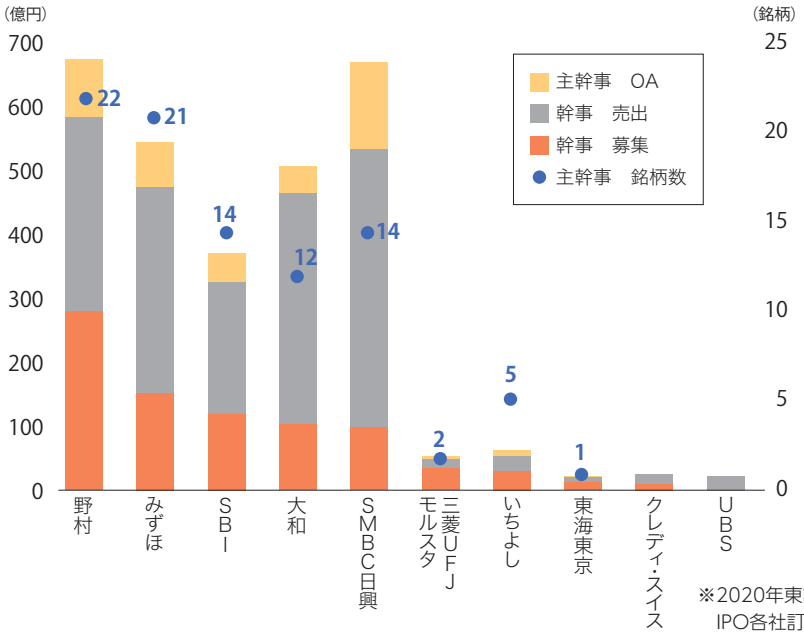
公開価格決定の考え方(株式公開価格算定基準)やプロセス(スケジュール・モデル)は証券業協会の報告書(「会員におけるブックビルディングのあり方等について」2007年11月))で示されており、プロセスは以下のとおり(下右図)。

①想定価格決定:上場申請後、上場承認を受けるまでの間に当初の有価証券届出書に記載する想定価格をIPO企業と主幹事証券会社で検討。
②ロードショー:機関投資家に対してIPO企業が通常1週間程度実施。主幹事証券会社は、機関投資家側をヒアリングし、その需要等を把握。
③仮条件の決定:当初の想定価格をベースにロードショーでのヒアリング内容を加味し、仮条件を決定。概ね5～10%程度の価格の幅をもって決定。
④ブックビルディング:仮条件により各引受証券会社は約1週間程度で投資家需要を積み上げ(ブックビルディング)、その状況は主幹事証券会社に集約。
⑤公開価格の決定:ブックビルディングの結果を受け、IPO企業と主幹事証券会社の間で公開価格に関する合意がなされ、引受証券会社各社によるIPOの募集を実行。

このIPO時における主幹事証券会社業務を前提にして、IPO希望企業に対して取引所上場に向けたコンサルティングを行っていくのが公開引受業務だが、取引所の上場審査を想定した指導が行われるとともに、監査証明を行う監査法人との協力も重要になっている。また、法定開示(金商法)・適時開示(取引所)への対応も支援していく。なお、上場コンサルティングについては会計事務所系コンサルティング会社やディスクロージャー支援会社などが関与するケースもあるが、投資家視点を持つことや取引所との接点があることが証券会社の公開引受業務の強みとなっている。取引所への上場申請時には、主幹事候補証券会社として推薦書を取引所に提出する役割をスムーズに果たすためにも、準備段階の早いうちからIPO希望企業に関与していくことが望ましい。

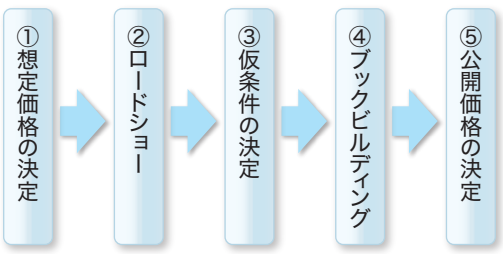
IPO後においても、IPO時の主幹事証券会社が企業側から主幹事証券として取り扱われることが多いが、企業のファイナンスやM&Aにおいて真先に相談に乗るポジションとして証券会社側のメリットは大きい。証券会社にとって、IPOは単に企業を上場させる市場誘導だけではなく、上場後の企業の成長に合わせて資本政策に関わっていく役割も期待されている。

2020年東証IPO各幹事証券の引受金額上位10社



※2020年東証IPO92社(経由上場・テクニカル上場除く)
IPO各社訂正届出書より作成

公開価格決定プロセス



■ IPOの進化・増加の可能性について

今後のIPOの進化やIPO数の増加の可能性について考えてみたい。

■SPACやダイレクトリスティング（直接上場）は日本でも可能か

米国市場（ニューヨーク証券取引所、NASDAQ）では2020年に460社が上場し、その内半数がSPACとなっている。SPACは、それ自体は実際の事業を持たず、企業の買収を約束して、その調達目的に上場する。この方法を利用すると成長企業は上場し、資金調達するまでの時間やコストを大幅に圧縮することができる。但し、実際の企業への投資は上場後のSPACに一任することや投資先の情報が投資家にとって不十分となる可能性もある。この方法が日本でも導入可能か東証が2008年に検討したが、ルール上の問題で見送られたようだ。代替方法としては、ベンチャーファンド市場（東証）がある。このベンチャーファンドを上場して一般の投資家から資金を集め成長企業に投資すること自体はSPACと同じだが、かつて2銘柄上場していたものの、運用パフォーマンスが悪く運用資金が減少したため上場廃止された。しかし、米国でのSPACの盛況を受けて、野村ホールディングスとスパークス・グループが共同で非上場企業に投資できる投資法人を立ち上げ、1～2年の私募運用後、東証のベンチャーファンド市場に上場させることを公表した。

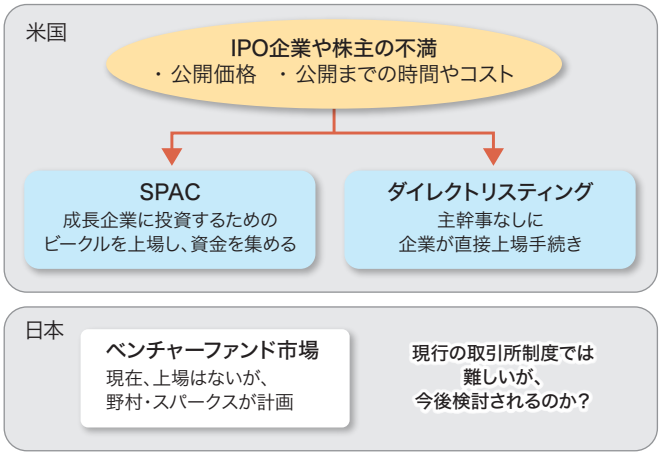
ダイレクトリスティングについては、IPO時の公開価格やコスト等に関して企業や既存株主の不満があり、既に制度整備された米国で事例が出始めている。但し、日本において、成長企業がIPOでダイレクトリスティングを利用することは、現状では難しいと見られている。その主な理由は、公開価格や流動性確保のための株主づくりに誰が責任を持つのかということで、現行の取引所制度や自主規制ルールでは証券会社の関与が必須となっているからである。

■今後IPO数は増加していくのか

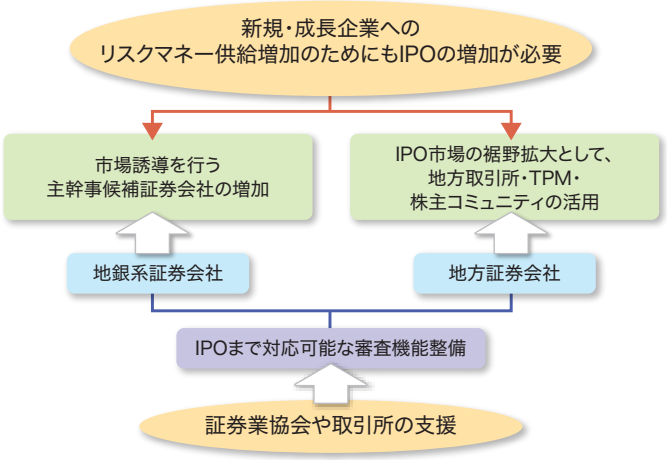
東証のIPO数で見ると、ここ5年は90社前後で推移している。これに対して米国は前述のとおり460社、香港証券取引所は140社、上海・深圳両証券取引所は383社となっている（2020年）。日本市場の命題としては、IPO数を増やし、市場を通じて新規・成長企業へのリスクマネー供給を増やすことが求められているが、その施策として主に2点の方法が考えられる。1点目は、IPOへの市場誘導を行う主幹事候補証券会社を増加させることで、東証の総合取引参加者数88社に対して主幹事候補証券会社リスト17社（実質的には成長企業の主幹事業務は10社程度）は少ない。例えば、メガバンク系の証券会社ではIPO案件を増加させているところがあるが、親銀行による成長企業の発掘と子会社証券による市場誘導の協働は機能しており、これを地方銀行と地銀系証券会社のIPO業務モデルとすることが考えられる。2点目は、IPOの裾野拡大として地方取引所・TOKYO PRO Market・株主コミュニティの活用が考えられるが、地方証券会社がこれらを活用して地元の新規・成長企業へのリスクマネー供給に関わりIPOまで繋げる機能整備が望まれる。以上2点について、IPOにも対応できる審査機能を地銀系を含む地方証券会社が整備してくことが望まれ、そのためには証券業協会・取引所の支援が必要である。

IPOのみならず我が国の資本市場の裾野拡大のためにも、証券会社でのIPO業務整備拡大が望まれる。

SPAC・ダイレクトリスティングの日米の対応



IPO増加の可能性



【編集・発行】日本電子計算株式会社　証券事業部
URL https://www.jip.co.jp/ 〒102-8235 東京都千代田区九段南1丁目3番1号
【お問い合わせ・ご要望】TEL：03-5210-0153　FAX：03-5210-0221
E-mail shoken_contact@cm.jip.co.jp

Trusted Global Innovator
NTT DATA Group
NTT DATA

●掲載される情報は日本電子計算（株）（以下JIP）が信頼できると判断した情報源を基にJIPが作成・表示したものですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、JIPは保証を行っておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。 ●本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。 ●本文およびデータ等の著作権を含む知的財産権はJIPに帰属し、事前にJIPへの書面による承諾を得ることなく本資料および複製物に修正・加工することは固く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは固く禁じられています。 ●JIPが提供する証券・金融業界情報、市場情報は、あくまで情報提供を目的としたものです。以上の点をご了承の上、ご利用ください。