

# IPO市場のインフラのために ブティック型証券会社にチャレンジ！



## 三田証券株式会社

門倉 健仁  
代表取締役社長

山崎 清史  
公開引受部長

昨今、いわゆる「主幹事証券難民」現象が起こっていると言われています。その背景にあるのは、IPOを目指す会社にとって逆風となる証券業界の変化。この変化に対応すべく、三田証券株式会社はIPO支援に立ち上がりました。目指しているのは、少数精鋭のブティック型証券会社。効率の良い体制を整えてIPO市場を支えていきます。

## IPO支援参入の意義

### IPO支援業務はいつ頃から始めたのですか？

門倉 弊社は創業1949年で、ウェルス マネジメント業務を中心に、投資銀行業務、株式・債券業務、貸金業務、不動産関連業務、ディーリング業務など事業の多角化を図り、20期連続で黒字を継続。幅広く業務を分散させたうえで、当社独自のユニークな商品やサービスを数多く産み出し、業績を安定化させてきました。IPOに関しては、2021年に主幹事業務のライセンスを取得しました。

ちょうどこの頃、政府の成長戦略会議等でIPO時の公開価格に関する議論があり、公開価格を高くてできるだけ多

く資金調達をしたいオーナーからは、主幹事証券会社の想定価格が低いのではないかとの声も上がっていました。

### IPOの公開価格は、主幹事証券会社が決めるのですか？

門倉 そこは3段階あって、まず主幹事証券会社がアナリストの意見なども踏まえて想定価格を算定し、その後、ロードショーで機関投資家の意見を聞いて上限と下限を決めます。ここまでが主幹事の役割で、これらの想定価格が目論見書に記載されます。その後、実際の投資家候補の人たちに注文を取り、ブックビルディングをして公開価格が決まります。



門倉 健仁 代表取締役社長

公開価格は主幹事証券会社が決めるわけではないですが、目論見書の想定価格が参考にされますので、主幹事証

券会社の意図が反映されやすいのです。

私たちはリテール業務が中心ではありませんので、リテール寄りの値付けをする必要はなく、比較的中立的な立場で値付けを行うことができると考えています。私たちは2020年頃からIPO参入の検討を始めましたが、当時、オーナーの方々から「三田証券さんなら、適正な価格で値付けができる新しいプレイヤーになれるのではないかと」、主幹事参入をすすめていただく機会が増え、これが大きな後押しになりました。

2021年に主幹事業務をスタートしてご相談を受けるようになって、一般市場を目指しているもののその願いが叶わなくなっている会社、または、本来一般市場を目指せる会社であるのですが、一定規模以上の会社を中心に取扱う証券会社に相談されて主幹事契約にうまく結びついていない会社さんが多いことに気づきました。いわゆる「主幹事証券会社難民」と言われる現象ですが、この中にTOKYO PRO Market（以下TPM）の潜在ニーズが多くあると感じ、今年の1月末にJ-Adviserを取得しました。主幹事とJ-Adviserはほぼセットで導入した形です。

## 証券業界の変化

なぜ「主幹事証券会社難民」という現象が起こっているのですか？

山崎 2021年頃、証券業界には環境の変化が起こっていました。証券会社の売買手数料が低下傾向で、リテールビジネスが難しくなっており、証券会社は生き残りをかけて採算性を上げる必要がありました。私はもともと大手証券会社で主幹事業務を担当していたのですが、証券会社にとってIPOビジネスは収益性が高いとは言えず、IPOの規模が小さいと赤字になってしまいます。黒字が見込める一定規模以上の会社に絞ると、対象から外れる会社も出るようになって、これ

が「主幹事証券難民」を生んだ理由の一つと考えています。

また、時価総額のバリュエーションは類似会社を参考に算定し、最近上場した会社が類似会社の候補になりやすいのですが、コロナ禍以降、新興株が上がっていないので、時価総額が高く算定できないのです。結果として、一般市場の上場基準を満たさない会社が出てしまいました。

IPOを目指している会社さんは全体で約3,000社あると思いますが、そのうち1,000社程度は主幹事も監査法人も決まっていますが、残りの2,000社程度がこの変化についていけないのではないかと思います。

## TPM上場時から一般市場を狙う

IPOを目指す2,000社程度が、一步を踏み出せない状態にあるということですね。三田証券さんへの相談も増えていますか？

門倉 弊社にも、ひっきりなしに「主幹事証券会社を探している」という相談が持ち込まれます。監査法人や他の証券会社からも紹介されますし、月に10件以上の相談があります。

他の証券会社を回ってダメで、弊社ならと相談に来られますが、シミュレーションをすると一般市場の上場基準に合致しない会社さんが多いです。そうした会社さんの中から、TPMに行くの良いと思う会社さんを選んで「一般市場の前にいかがですか」とご紹介しています。

### どういった会社さんにおすすめしていますか？

**門倉** 私どもの一番の強みは、TPMから一般市場まで一貫して導けることですので、一般市場を目指す会社さんに特化しています。今も商談中ですが、TPMに上場した後に、これくらいのタイミングで一般市場を目指しましょうと、一般市場上場までのスケジュールとステップをセットで提案しています。

TPM上場に向けた指導でも、一般市場を狙うレベルの整備を考えていきますし、デューデリジェンスも一般市場と変わらない数百項目あるチェックシートを使って行っています。

一般市場を目指しているお客様ですので、一般市場への上場を想定した準備をするという考えに賛同していただいています。

### 三田証券さんのIPO支援及び海外進出支援等の特徴を教えてください。

**門倉** 弊社は投資銀行業務に強みがあって、M&AやTOB(株式公開買付け)など事業規模の拡大や企業価値向上を目的としたアドバイスができます。また2年前にシンガポールに子会社を設立しましたので、クロスボーダーのサービスが可能となりました。海外企業の東証上場の支援においては、シンガポールやベトナム企業のIPO相談を受けています。

クロスボーダーM&Aでは、シンガポール、ベトナム、中国、インドもカバーできます。中国や台湾などアジア圏で大きなM&Aデールを締結した実績もあります。海外を視野に入れている会社さんはぜひご相談いただきたいです。

## 少数精鋭のブティック型にチャレンジ

### IPO支援の体制は、どのように考えていますか？

**山崎** 少数精鋭の効率的な運営で、損益分岐点を低くすることを考えています。体制としては、大手証券会社でIPO公

開引受や引受審査を経験したメンバーや、公認会計士、社労士等の有資格者でIPOのプロ集団を結成し、専属の営業部隊は置かず、営業と指導を一つの事業部署で行なってい

## シンガポールにグループ会社を持ちクロスボーダー案件に強みを発揮 クロスボーダー M&A では、シンガポール、ベトナム、中国、台湾、インドもカバー



ファンド・マネジメント  
三田キャピタル・プライベート・リミテッド



クロスボーダー・ディールを中心とした  
投資銀行業務  
三田グローバル・アドバイザーズ・プライベート・リミテッド



税務会計業務全般  
EJC Group



ます。この営業を別動隊として置かない体制が意外とお客様に受けが良く、私たちは取引所と事前相談を行いながら、本当に上場ができるか否かの目線でお話をするので、実質的な内容がストレートに伝わるのだと思います。

これはグローバルではよくある体制で、例えばニューヨークではブティック型（専門家集団）の小規模な証券会社が、外部の弁護士や会計士を使いながらリスティングだけを行っています。日本でもそうした効率的な体制を志向していかないと、様々な規模のIPOをカバーできなくなってしまうのです。私たちにとってもチャレンジですが、この体制を確立させたいと思っています。

### 三田証券さんが、IPOの新しい証券のインフラを築こうとしているのですね？

山崎 もちろんインフラは私たちだけではできません。他の証券会社さんがやらなくなったところを支えていこうと、他の主幹事証券会社やJ-Adviserの方とリレーションを取って、情報交換をしながら進めています。

### 監査難民問題に対して、中小監査法人が体制を整えている状況に似ていますね。

山崎 同じだと思います。監査難民問題は、公認会計士協会を中心に中小監査法人の体制整備を進め、新しいプレイヤーの参入が見られました。証券業界も、同様に新しいプレイヤーを作っていかなければいけないと感じています。私たちにとってはライバルになりますが、もう少し新しいプレイヤーが参入して、みんなで切磋琢磨して受け皿になるのがいいのかなと思いますね。主幹事証券会社もJ-Adviserも、採算を取りながら貢献していくのは難しいですが、でもベンチャー企業を育てるために、日本経済のためにも必要だと思っています。



山崎 清史 公開引受部長

### TPMへの上場を考える経営者の皆さんへメッセージをお願いします。

山崎 TPMへの上場は、J-Adviserの支援を受けながら、一般市場と同様に財務や経理、開示などを行うことができます。それで監査法人の監査証明がある決算書が作れますし、知名度・信用度も上がって人材採用も有利になる非常に有用なシステムだと思います。

上場というのは、事業を伸ばす一方、管理体制もしっかりする必要があり、両方を一気にやらなければいけないので相当難しいと思います。コストをかけて管理体制を整えながら「利益も伸ばしてください」と、我ながら無茶なことを言っているなと思いますが、「頑張ります!」という社長さんが多いと感じています。事業面と管理面の両輪を力強く回すためにも、ぜひTPMを活用して次のステップを目指していきましょう。

(文 = 江川裕子 写真 = 朝岡吾郎) 2024/2/22



### 三田証券株式会社

1949年（昭和24年）創業。ユニークなアイデアと金融技術を駆使して、「直接金融の担い手」として75年の実績を持つ。富裕層向けのウェルス・マネジメント業務を中心に、投資銀行業務、株式・債券業務、貸金業務、不動産関連業務、ディーリング業務など事業の多角化を図り、20期連続で黒字を継続。2021年よりIPO支援スタート。2022年、シンガポールに子会社設立。外国進出の支援、クロスボーダー M&Aの仲介など企業の成長に貢献している。