

金融危機後の米国証券引受業務に関する一論点

小林 陽 介

一、はじめに

二〇一九年八月一三日付のバロンズ誌に「IPOはこれまで以上に多くの銀行に依存している。これは株式にとつてどのような意味を持つだろうか」と題する記事が掲載された。⁽¹⁾ この記事は、二〇〇八年の世界金融危機以降、IPOにおける主幹事（引受業者）の数が増加傾向にあることを報告し、発行体企業に対するウォール街の交渉力低下を指摘している。金融危機後の米国証券市場や

証券業務をめぐることは、プライベート・エクイティの台頭、ユニコーン企業の増加・巨大化、私募市場の拡大、債券分野での電子取引プラットフォームの成長など、様々な面で変化が生じてきていることが明らかにされつつあるが、⁽²⁾ この記事は証券引受業務においても何らかの変化が生じていることを示す興味深い内容を含んでいるといえる。そこで本稿では、記事の元となった論文である Dunbar and King [2019] の内容を紹介したあと、証券引受業務の歴史的展開を踏まえつつ、引受構造の変化や発行体と主幹事との力関係につ

いてどうアプローチしたらよいかについて若干のコメントを行うこととしたい。

二、金融危機後のIPO引受業務の変化

Dunbar and King [2019] の論文は、二〇〇二年から二〇一七年を対象期間として、米国のIPOにおいて複数のブックランナーが起用されるケースの増加とブックランナーの構造がIPOの結果にもたらす影響を検討している。二〇〇二年には平均で一・三四社のブックランナーが起用されていたが、二〇一七年には平均で三・六九社のブックランナーが起用された。著者らは、この増加の大半が「受動的な」ブックランナー、すなわちIPOのプロセスで主導的な役割を果たす主幹事 (lead-left) ブックランナーより報酬が低いも

の、引受ランキング作成の際には主幹事と同じクレジットが与えられるブックランナーの増加によるものであるという⁽³⁾。著者らの計算では、主幹事ブックランナーの数はこの間一・二八(二〇〇二年)から一・四七(二〇一七年)とあまり上昇していないのに対して、非主幹事 (non-lead) のブックランナーの数は〇・〇六(二〇〇二年)から二・二二(二〇一七年)へと大きく増加した。非主幹事によって引き受けられる株式の割合は、一・七%(二〇〇二年)から三三・八%(二〇一七年)へと大きく上昇した。こうした変化をどのようにとらえたらよいか。この研究では、発行体企業と主幹事との間の力関係の変化に注目する。発行者である企業は、新規公開にかかるコストをできるだけ小さくしたいと考える。したがって引受スプレッドが低く、初期収益率が低いことを望む⁽⁴⁾。また、IPO後はより多くのアナリストに

フォローされることを希望し、上場後の増資（S E O）の際には主幹事に対してより強いポジションに立つことを望む。他方、主幹事を担うブックランナーは、より高い報酬を得たいと考え、引受スプレッドが高いことや引受株数が多いことを希望する。また、初期収益率が高いこと^⑤、および初期収益率に調達資金を乗じた金額である「テーブルに残されたお金（Money Left on the Table）」が多いことを望む。加えて、主幹事はS E Oにおいても主幹事の地位を確保したいと考えている。このように発行体企業と主幹事とはしばしば相反する利害を持つが、ブックランナーの構成は両者の交渉を通じて決まるとされる。

著者らは、データの分析から、①主幹事が追加される場合・非主幹事が追加される場合の双方とも初期収益率は低下するが、前者の方がより大きく低下すること。②主幹事を追加するケースと非

主幹事を追加するケースとで引受スプレッドに与える影響を比較すると、双方ともスプレッドを低下させるが、前者でより大きくスプレッドを低下させること。③（主幹事であるか非主幹事であるかにかかわらず）ブックランナーの数が増えればI P O後のアナリストによるフォローは増加するが、非主幹事が追加される場合の方がより多くのフォローが生じること。④主幹事として追加されるケースではS E Oの際に主幹事が変更される可能性が高くなることを確認した。

以上から、発行体企業は、（主幹事であるか非主幹事であるかにかかわらず）ブックランナーの追加を志向するのに対して、主幹事はより少ない主幹事であることを志向し、シンジケートにブックランナーが追加される際には非主幹事として追加されることを望むと想定される。著者らは、I P Oのサイズ、企業収益、発行体の年齢、P Eや

VCから資金提供を受けているか等を発行体企業の交渉力を示す代理変数とし、業界ランキング、市場シェア、オールスター・アナリストの数等を引受業者の交渉力を示す代理変数とし、期間を通して後者が安定的に推移してきたのに対して、前者が急激に上昇してきたことを指摘する。相対的な交渉力は発行体優位にシフトしてきており、非主幹事ブックランナーの利用増加は発行体と主幹事との間の妥協として現れた現象と分析される。

二〇〇八年の世界金融危機以降、米国証券市場や証券業務においては様々な変化が生じているが、Dunbar and King [2019]の研究は、証券引受業務においても重大な変化が生じていることを示す点で興味深いものであると言えよう。この研究が示唆するように、主幹事の交渉力が相対的に低下したとすれば、それにはどのような背景があるのかが次の関心事となりうるが、これに関して著

者から明確な指摘はない。他方、歴史を振り返ってみれば、証券引受業務の構造は、この研究の対象とされていない二〇〇二年以前においても、資本市場の構造変化や制度・規制枠組みの変化の中で変貌を遂げてきたことが知られている。以下では、そうした米国における証券引受構造の歴史的な展開を概観することで、発行体企業と主幹事との力関係の変化を生み出す要因について考えてみることにしたい。なお、以下の議論はIPOのケースに限定せず、増資・社債発行のケースも含めて包括的に議論される点に留意されたい。

三、証券引受構造の歴史的展開

(1) 証券引受のピラミッド構造

歴史的に企業証券の発行は、主幹事投資銀行によって組織されるシンジケート団によって引受・

販売されてきた。主幹事となる投資銀行は、SEC登録に必要となる登録書類の作成をはじめとして、引受会議の開催、SECへの登録準備、格付け機関への説明、シンジケートメンバーに対する発行説明会などの業務をこなす一方、シンジケートに招聘する業者の選定、個々の業者への引受シエアの割り振り、引受コミッションの配分などの重要事項を決定してきた。シンジケートの構成（どういった業者を何社招聘するか、ライバルを共同幹事に迎えるかといった事項）は、証券の売れ行きの見通しに基づいて決定された⁽⁶⁾。主幹事に求められる能力は、そうしたシンジケートを組織する力であつて、主幹事自身は必ずしも自ら販売分門を持つ必要はなかつた。事実、ウォール街で最も格式の高い投資銀行として知られたモルガン・スタンレーは、一九七一年までフルタイムのセールスマンが一人もいなかったといわれる。

アメリカ投資銀行業の研究で有名なサミュエル・エイズは、投資銀行業界に特有の階層構造を描き出している⁽⁷⁾。彼は、一流有名企業・機関投資家とつながりを有し、ウォール街の引受業務において指導的役割を果たす少数の業者をスペシャル・ブラケット（ないしはバルジ・ブラケット）、スペシヤル・ブラケットに次ぐ大手業者であるメジャー・ブラケット、案件によって臨時でメジャーの扱いを受けるメジャー・アウト・オブ・オーダー（もしくはメジャーレット）、一般投資家への小口の分売力を有し、メジャーの地位を狙う立場にあるサブ・メジャーといったように業界がピラミッド型の階層構造になっていること、そうした構造が新聞紙上に掲載される「墓石広告」から見て取れることを指摘した（図表参照）。このような階層構造は一九六〇年代半ばまでは極めて安定していたといわれる。その要因としては、

金融危機後の米国証券引受業務に関する一論点

図表 証券引受業界の階層構造を示す墓石広告

*This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of these Securities.
This offer is made only by the Prospectus.*

\$500,000,000

American Telephone and Telegraph Company

\$150,000,000 Seven Year 7% Notes, due December 1, 1977

\$350,000,000 Thirty-Two Year 8.70% Debentures, due December 1, 2002

Interest payable June 1 and December 1

Prices

**Notes 100% and Accrued Interest
Debentures 100% and Accrued Interest**

Copies of the Prospectus are obtainable from the undersigned.

MORGAN STANLEY & CO.

Incorporated

DILLON, READ & CO. INC.	THE FIRST BOSTON CORPORATION	KUHN, LOEB & CO.
MERRILL LYNCH, PIERCE, FENNER & SMITH		SALOMON BROTHERS
<i>Incorporated</i>		<i>Incorporated</i>
BLYTH & CO., INC.	DREXEL HARRIMAN RIPLEY	duPONT GLORE FORGAN
	<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>
EASTMAN DILLON, UNION SECURITIES & CO.	GOLDMAN, SACHS & CO.	HALSEY, STUART & CO. INC.
	<i>Incorporated</i>	
HORNBLOWER & WEEKS-HEMPHILL, NOYES	KIDDER, PEABODY & CO.	LAZARD FRERES & CO.
	<i>Incorporated</i>	
LEHMAN BROTHERS	LOEB, RHOADES & CO.	PAINÉ, WEBBER, JACKSON & CURTIS
<i>Incorporated</i>		
SMITH, BARNÉY & CO.	STONE & WEBSTER SECURITIES CORPORATION	WERTHEIM & CO.
<i>Incorporated</i>		
WHITE, WELD & CO.	DEAN WITTER & CO.	BACHE & CO.
	<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>
BEAR, STEARNS & CO.	A. G. BECKER & CO.	CBWL-HAYDEN, STONE INC.
	<i>Incorporated</i>	
DOMINICK & DOMINICK,	EQUITABLE SECURITIES, MORTON & CO.	HALLGARTEN & CO.
<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>	
HARRIS, UPHAM & CO.	E. F. HUTTON & COMPANY INC.	W. E. HUTTON & CO.
<i>Incorporated</i>		
F. S. MOSELEY & CO.	JOHN NUVEEN & CO.	R. W. PRESSPRICH & CO.
<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>
L. F. ROTHSCHILD & CO.	SHEARSON, HAMMILL & CO.	SHIELDS & COMPANY
	<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>
SPENCER TRASK & CO.	G. H. WALKER & CO.	WALSTON & CO. INC.
<i>Incorporated</i>	<i>Incorporated</i>	
ALLEN & COMPANY	AMERICAN SECURITIES CORPORATION	ALEX. BROWN & SONS
<i>Incorporated</i>		
DICK & MERLE-SMITH	ESTABROOK & CO., INC.	THOMSON & McKINNON AUCHINCLOSS INC.
TUCKER, ANTHONY & R. L. DAY		WEEDEN & CO.
		<i>Incorporated</i>

November 11, 1970.

[出所] Hayes [1971].

商業銀行業務と投資銀行業務の兼営を禁止したグラス・ステイガル法（一九三三年銀行法）により潜在的参入者の参入が事実上排除されていたこと、六〇年代前半までは証券引受業務の量が相対的に安定していたため、劣位にある業者が上位に向かう動きを活発化させる土壌がなかったことが指摘される。⁽⁸⁾

(2) 資本市場の構造変化

一九六〇年代半ば以降、資本市場の構造変化によって投資銀行業の伝統的な階層構造は徐々に変化していく。⁽⁹⁾ 第一に、企業部門の外部資金調達への依存度が高まり、証券発行市場が拡大した。第二に、年金基金・生命保険会社・投資信託に代表される機関投資家が成長し（機関化現象）、発行市場・流通市場の両面において影響力を高めた。これらの変化によって、長らく安定していた投資

銀行業の階層構造が揺り動かされていく。

企業による証券発行の増加に伴う引受額の急増は、引受シンジケートにとって分売力の価値を高めることとなった。公募証券発行の増加と一件当たり規模の大型化によってシンジケートに参加する業者の数が増加するなか、一般投資家への販売力を武器とする業者が起用されるようになり、中には最上層部にまで食い込むものも出てきた。とりわけ注目されるのが個人投資家への販売力を武器として躍進を遂げたメリルリンチである。同社は、卓絶した小売販売力を武器に、発行体企業や既存の主幹事に自社を共同幹事に加えるよう説得し認めさせたのである。実際、一九六九年には、米第三位の電力会社コンソリデイトッド・エッジソン社による八〇〇万ドルの社債発行に際して初めて共同幹事の座を獲得した（このときの共同幹事はファースト・ボストン、モルガン・スタン

レー、キダー・ピーボディ)。翌七〇年には、同社の一億二五〇〇万ドルの起債の主幹事となり、また米最大の電信電話会社A T Tによる一億ドルの社債発行でも共同幹事に食い込んだ。¹⁰⁾

機関投資家の成長と影響力の増大の中で頭角を現してきたのがソロモン・ブラザーズである。同社の基本方針は、機関投資家との証券の大口取引（ブロック・トレーディング）を通じて、多数の機関投資家を顧客として確保し、その機関投資家への分売力を武器として証券引受分野でも業務量を拡大していくというものであった。一九七九年のI B Mによる一〇億ドルの起債で共同主幹事の座を獲得したことは、その象徴的な事例として記憶されている（このときの共同主幹事はメリルリンチ）。I B Mの主幹事は伝統的にモルガン・スタンレーが務めてきた。しかし、この案件ではI B Mの意向に反してモルガン・スタンレーが単独

主幹事に固執したために主幹事の地位を失ったとされる。企業の外部資金調達の増加や機関投資家の比重の高まりといった資本市場の構造変化のなかで、発行体企業と主幹事との力関係は変化していったのである。

(3) 制度・規制枠組みの変化

制度・規制上の変化もまた証券引受構造に大きな影響を与えうる。特に有名なのが一九八二年の一括登録制の導入である。¹¹⁾ 公募証券発行は多くの書類作成が必要であり、多大な時間と費用を要していた。その内容は、一九三四年の証券取引所法によって継続的に開示される内容と重複する部分が多く、無駄の多さも指摘されてきた。そこで、SECは、情報開示制度における三三年証券法と三四年証券取引所法との重複を排除し効率性を高めるため、一九六七年から両者の統合化に取り組

んできた。そうした取り組みは、八二年の統合開示制度の採用によって一応の完成を見たが、これと同時に採用されたのが一括登録制であった。

この制度のもとでは、一定の要件を満たした企業を対象として、二年以内に合理的に発行が予想される証券について、その額、発行方法、引受人などをあらかじめSECに登録しておけば、その枠内でいつでも証券の発行が可能になる。¹²⁾ そのため、登録届出書の効力発生から二年間は発行決定と同時に募集を開始することでき、発行会社は有利なタイミングを捉えた迅速な証券発行が可能となったのである。

一括登録制の導入は、伝統的なシンジケート方式による消化の衰退をもたらすことになった。まず、公募販売期間の大幅な短縮化がもたらされた。例えば、同制度の最初の発行例であるA T Tの二〇〇万株の発行は一日で完了した。また、G

M A C (自動車会社G Mの販売金融子会社)の二億五〇〇万ドル四年物ノートの発行も一日で完了したとされる。発行体の意思決定と同時に販売が開始される一括登録制の下では、かつてのように大規模なシンジケートを組織する時間的余裕がないため、主幹事は単独で引き受けるか、シンジケートを組織する場合でも小規模なもので対応せざるを得なくなった。この過程で中小・地方業者の引受業務からの排除が進んだといわれる。主幹事が自らすべての証券を買い取る(ボート・デイル)場合には、大量の証券在庫を抱えるための資本力とともに、機関投資家を相手に短期間で大口販売する(ブロック・トレーディング)能力が不可欠となった。このような引受業務の変貌は、これに対応するための販売力・トレーディング力、資本力を有する業者の台頭を促すものとなり、引受業務の集中化が進んだとされる。主幹事

に求められる能力が変化していく中で、引受構造自体もまた変化していったのである。

証券引受構造の歴史を概観してみると、そこから見ていくのは資本市場の変化や制度・規制枠組みの変化に応じて、発行体企業と主幹事との関係もまた変化してきたことである。この点は、金融危機後の力関係・交渉力の変化を分析する際にも活かせる視点であろう。資本市場自体がどのように変化してきているかという全体的な観点に加えて、規制強化の影響に関する具体的な分析を踏まえることによって包括的に接近することが有効であろう。

四、おわりに

本稿では、米国IPOにおいて複数のブックランナーが起用されるケースの増加とブックラン

ナーの構造がIPOの結果にもたらす影響を検討したDunbar and King [2019] の議論をみてきた。この研究は、世界金融危機以降、発行体企業と主幹事銀行との間の力関係が変化してきたことを指摘し、証券引受業務においても重大な変化が生じていることを示唆する点で興味深いものである。他方、米国証券市場の歴史を振り返れば、証券引受構造の変化や発行体と主幹事との力関係の変化はこれまでも観察されてきた。そして、それは資本市場の構造変化や制度・規制枠組みの変化の中で生じてきたことをみてきた。

二〇〇八年の金融危機の衝撃は、世界的な金融規制の強化をもたらした。バーゼルⅢの国際的な枠組みでは自己資本規制の強化・厳格化のほかレバレッジ規制や流動性規制などがあり、米国においてはそれらにより強化された導入やリスクの高い業務を直接制限するボルカールールなどがあつ

た。資本市場の構造においても、私募市場の拡大やIPOの減少、プライベート・エクイティの台頭、ユニコーン企業の増加・巨大化といった事態が進行している。金融危機後の米国証券引受業務の変化についても、こうした様々な変化の分析を踏まえた総合的な視点からアプローチされることが有効であろう。

〈参考文献〉

- 井手正介・高橋由人「一九七七」『アメリカの投資銀行：ウォール街を支える人々』日本経済新聞社。
- 小畑二郎「一九八八」『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社。
- 小林陽介「二〇一九」金融危機後の米国社債市場の流動性をめぐる議論について『証券経済研究』第一〇八号。
- 佐賀卓雄「一九八七」『一括登録制度と証券業』大阪市立大学証券研究年報』第二号。
- 「一九九一」『アメリカの証券業：変貌過程と規制緩和』東洋経済新報社。
- 「二〇一九」『アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について』『証券経済研究』第一〇八号。
- 「二〇二〇」『アメリカ株式市場の変貌とプライベート・エクイティ（PE）』『月刊資本市場』No.44。
- 松井和夫編「一九八八」『シリーズ世界の企業・金融』日本経済新聞社。
- 若園智明「二〇一九」『米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場』『証券経済研究』第一〇七号。
- Auerback J. and S. L. Hayes [1986]. Investment Banking and Diligence: What Price Deregulation?, Harvard Business School Press. (入江恭平・佐合絃一・佐賀卓雄訳「一九八八」『投資銀行業の変貌：一括登録制の導入とその影響』同文館出版)。
- Childs M. [2019]. "IPOs Depend on More Banks Than Ever. What That Means for Stocks". Barron's. Aug. 13, 2019.
- Dunbar C. G. and M. R. King [2019]. "Multiple Bookrunners, Bargaining Power, and the Pricing of IPOs" Apr. 20, 2019.
- Hayes S. L. [1971]. "Investment Banking: Power Structure in Flux", Harvard Business Review, Mar.-Apr.
- Hayes S. L., A. M. Spence and D. V. P. Marks [1983]. Competition in the investment banking industry, Harvard University Press. (宮崎幸一訳「一九八四」『アメリカの投

資銀行：『ピラミッド構造と競争』東洋経済新報社。

(注)

- (1) Childs [2019]。
- (2) 例えば、佐賀 [二〇一九] および [二〇二〇]、若園 [二〇一九]、小林 [二〇一九] などを参照。
- (3) 本論文では、主幹事 (leadleft) と同程度 (主幹事が引き受ける株式の九〇%以上) の株式を引き受けるブックランナーを主幹事 (leads) と定義し、その他のブックランナーは非主幹事 (non-leads) と定義する。
- (4) 初期収益率 (初値－公開価格) / 公開価格 が低いことは、過少値付けの程度が低いことを意味するため、発行体企業にとっては望ましい状態であるといえる。
- (5) 主幹事にとって過少値付けの程度が大きいことは、企業の株式発行をより容易に行うことができ、さらにそのマーケットメイクを通じて追加的なトレーディング収益を得る可能性が高まることを意味する。
- (6) 井手・高橋 [一九七七]、II を参照。
- (7) Hayes [1971]。Hayes, Spence and Marks [1983] (宮崎 訳 [一九八四])、第一章。
- (8) 松井編 [一九八八]、六〇頁。
- (9) 小畑 [一九八八]、第三章。

(10) 井手・高橋 [一九七七]、二四二頁。

(11) 統合開示制度および一括登録制については、佐賀 [一九八七] と [一九九一] 第四章および第五章を参照。Auerback and Hayes [1986] (佐合・入江・佐賀訳 [一九八八]) は、一括登録制の導入とその影響を包括的に論じている。

(12) 登録が発効済みであっても発行可能な証券を棚に積んでおくというイメージから、この制度は Shelf Registration と呼ばれた。

(こばやし よつすけ・東北学院大学経済学部専任講師)
 (当研究所客員研究員)