

# オンライン投資銀行をめぐる

伊豆 久

## 1 はじめに

インターネットに代表される情報技術革命は米国の証券市場をどこまで変えるのだろうか。証券取引所に関しては、PTS/ATSの台頭によって取引所が独占的な流通市場ではなくなつてすでに久しく、新しいところでは、オンライン・ブローカーのEトレード社が電子オプション取引所(ISE)を来年開設の予定である。ブローカー業務に関しては、すでに個人の注文の三割はオンライン経由で発注されており、今年末にはその口座は1000万に達すると予想されている。また、情報開示においても、電子的形態での目論見書の作成・送付が認められ、SECのEDGARシステムでは簡便な開示資料閲覧が可能である。さらには証券犯罪においても、SECは昨年10月、電子掲示板などを利用した相場操縦を摘発している。

このように、証券市場のあらゆる面でオンライン革命が進んでおり、しかもそれは、既存のシステムの効率化というより、従来の制度、組織、業者、慣行のリストラクチュアリングという形で進行している。そして、こうした動きが、最近、投資銀行業務にまで広がつつある。インターネットを武器にIPO(新規株式公開)などを手掛けるオンライン投資銀行がそれである。所詮はインターネット・バブルの一コマとの見方が有力ではあるが、投資銀行業務や発行市場に変革をもたらす可能性を指摘する声もある。以下、オンライン投資銀行の現状について紹介する。

## 2 ウィット・キャピタル社の躍進

オンライン投資銀行に先鞭をつけたのはウィット・キャピタル社(Wit Capital, <http://www.witcapital.com>)である。九六年三月、ニューヨークの小さな地ビール会社だが、インターネットを利用して自ら公募増資を行い、さらに電子掲示板上に自社株の売買市場を設立することに成功した。<sup>(1)</sup>証券会社も取引所も介在させることなく、株式を公開し、その流通市場を自前で作ったのである。SECが条件付きながらOKサインを出したこともあり、インターネットがウォールストリートに代替しうることを示したとして、世界中の注目を集める事件となった。ビール会社オーナーは、殺到する問い合わせに新しいビジネスチャンスを確認し、証券法専門の弁護士だったという経歴も活かして、オンライン専門の投資銀行ウィット・キャピタル社を設立(九六年四月)したのである。その後、同社は、ウォールストリートの有力人材を次々とスカウトすると同時に資金を調達し、今年三月末時点でIPOなど約60件の案件を取り扱うに至っている。

同社の特徴は、一言で言えば、インターネットを使って個人投資家に新規公開株式を配分するところにある。米国では伝統的に、新規発行株式は、引受証券会社によって機関投資家に優先的に配分されてきた。個人投資家は、上場後の市場で買うしかなく、初値天井で損失を被ることも少なくない。これに対してウィット社は、IPOの引受シジケートに参加し、個人投資家に上場前の公開株式取得への道を開いたのである。

その手順は次の通りである。①投資家は、ウィット社の会員となる(口座を開設する)。②会員には、ウィット社が参加するIPO銘柄の案内がメールで自動的に送付される。(ウィット社は、口座を開設していない人も含んだメーリングリスト・サービスを発行しており、自分のアドレスを登録しておけば、誰でも案件があるたびに同様のメールを受け取ることができる) ③関心をもった会員は、リンクされている仮目論書を読み、申し込み

を行う。ただし、口座に一〇〇ドル以上の残高が求められる。④主幹事と発行会社で公開価格が決定され、またウィット社での配分が決まると、メールで通知される。⑤決済日に受渡決済がなされる。

では、申し込みが同社の配分株数を上回った時はどうするのだろうか。同社は、原則として申し込みメールの先着順方式をとっているが、長期保有株主の形成を発行体（と主幹事証券会社）にアピールするため、短期売却を抑制するポイント制を付加している。すなわち、IPO銘柄の買入実績株数をプラスにカウントする一方で、六〇日以内に売却したり口座から移したりした場合には、ポイントをマイナスするのである。

ウィット社は以上のような方法で、IPOの他、公開後の公募増資、私募（適格投資家であるかの審査がなされる）、ベンチャーキャピタルなど、これまで事実上機関投資家に限定されていた（発行）市場に、個人投資家が参入することを可能にしたのである。

とは言え、当初は、その販売力が未知数だったため、主幹事証券会社からウィット社への割当株数が少なく、実際にウィット社から個人投資家に配分された新規発行株式はごくわずかだったと伝えられている。しかしながらその後、元ソロモン・スミス・バーニー副会長のロバート・レッシン氏を会長兼CEOに、元チャールズ・シュワブ副会長のロナルド・レッドモンド氏を社長兼CEOに迎えるなど、証券界の大物を次々に迎え入れることで、参加案件を増やすと同時に、すでに一〇件近くの共同幹事入りも達成している。

### 3 WRハンブレクト社の挑戦

ウィット社のインターネット利用が今のところ販売チャンネル中心なのに対して、WRハンブレクト社（WR Hambrecht, <http://www.wrhanbrecht.com>）は、公開価格と配分先の決定そのものを「ネット化」しようとしている。今年六三歳になるビル・ハンブレクト氏は、ハイテク産業に強い中堅投資銀行ハンブレクト・クイスト社（Hambrecht & Quist）の創業者としてその名を知られていたが、九六年に退社、新しく証券会社WRハンブレクト社を設立した。

同社が「オープンIPO」と呼ぶシステムは、主幹事となった銘柄の公開価格および配分をインターネットを使った入札（ダッチオークション方式）で決定するというものである。同社は九八年七月に発足したばかりであるが、今年に入って最初の単独主幹事を獲得（ワイン製造のラベンズウッド・ワイナリー社）、二月から四月にかけて実際に入札をおこなっている。入札の仕組みは、①参加資格は、同社またはオープンIPOに参加している他のオンライン・ブローカーに口座を持ち、かつ、適合性と信用リスクを判断するための「オープンIPO参加契約」を結んでいること。②投資家一人につき、一〇〇株から公開株数の最高一〇%まで入札可能である。ただし、一定の投資家数を確保するため、大口落札者に対しては、一定比率で落札株数をカットすることがありうる。③WRハンブレクト社は公開価格レンジを発表しているが、それはあくまで参考値であり、投資家はそれ以上でも以下でも入札することができる。④オークション終了以前なら、入札の取消・変更も可能。⑤公開株式は全株数がオークションで配分される。⑥取得株式に関して特段の売却制限などはない、などとなっている。

これまでロードショーとブックビルディングは機関投資家のみを対象としてきており、公開株式の価格と配分は、事実上、機関投資家と投資銀行（と発行体）だけで決められ<sup>(2)</sup>きた。それを全投資家のオークションに委ねることで、発行市場に直接的に市場メカニズムを導入しようというわけである。従来ウォールストリートでは、公開後半年から一年の間インデックスを五%程度上回るパフォーマンスを上げるIPOが、理想的なIPOとされてきた。しかしそのためには、公開価格を市場実勢より割安に設定することが必要になる。発行会社にとっては

その分調達資金が少なくなるが、公開後の価格急落による信用失墜に比べればわずかなコストと見なされてきた。しかしながらそうになると、割引価格で発行される公開株は短期間で高い収益率を上げることになり、しかもその割当は、引受証券会社の優良顧客である機関投資家に優先的になされてきたのである。

WRハンブレクト社の試みは、こうした慣行に対する挑戦と位置づけられている。発行体は市場実勢価格で株式を公開でき、個人投資家は公開株に平等な条件でアクセスすることが可能となる。しかも、インターネットを利用することで、同社は引受手数料をこれまでの六〜七%から三〜五%程度に引き下げるとしている。

#### 4 評価と展望

本稿で紹介した二社の他にも、同様の業務を始めるEオフリング社や、証券会社なしの直接公募増資の情報ネットワーク<sup>(3)</sup>などが注目を集めており、投資銀行におけるネットの役割は無視できないようになってきている。これに対応して、大手投資銀行も、自らの子会社や提携先のオンライン・ブローカーを使って公開株の販売を行うところが現れ始めている<sup>(4)</sup>。

では、こうしたオンライン投資銀行の展開をどのように考えればよいのだろうか。第一には、これまでのIPO等の発行市場のあり方に対する強い批判の存在である。かねてより投資銀行と機関投資家中心の発行市場のあり方に一般個人投資家は不満を抱いていたが、最近特に、スピニング (spinning) やフリッピング (flipping) といった不正不適切な取引の存在が取り沙汰されるようになった。スピニングとは、引受証券会社が新規公開株を取引先企業役員や有力顧客に優先的に割り当てる行為を、フリッピングはそれを取引初日など短期間で売り抜けることを指す<sup>(5)</sup>。どちらもそれ自体で違法行為となるわけではないが、そうした特殊な利益を特定の投資家のみ

が受けてきたことに強い批判が浴びせられたのである。こうした現状に対して、情報技術の飛躍的な発達がいわば「民主化」を可能にしたと言える。そしてSECも新しい技術の利用に前向きであり、例えば、九七年七月三〇日付けのノー・アクション・レターでは、それまでは、テレビやラジオなどの媒体を使うことが禁じられ、対面 (ライブ) でなければならぬとされてきたロードショーに関して、一定の条件の下でインターネット上でおこなうことを認めている。となると、発行市場への参加者数を制限する技術的理由はなくなる。まさしく、ネットを活用する証券会社の決まり文句へ Level the Playing Field (均等な競争条件の実現) <sup>V</sup>が謳い上げられているように、技術の発達による個人投資家の参加が、機関投資家や大手証券会社の特権と裁量性を排除し、公平な市場を作り出そうとしているのである。このように、まずは、情報技術革命が、機関投資家と個人投資家、投資銀行の裁量と市場メカニズムに関する既存の枠組みを変えようとしているという図式で、現状を整理することができるであろう。

第二に、しかし、こうした「インターネット革命」論に対して疑問を呈する向きも少なくない。ウィット社にしても、インターネットは、主に、新しい (とは言え、実効性よりも話題性先行の) 販売チャンネルとして利用されているにすぎず、その投資銀行業務の中心は大手証券会社で活躍してきた従来型の人材に依存している。どこが新しく、どこが旧来型なのかは、冷静に判断する必要がある。さらに、WRハンブレクト社のダッチオークションの試みも、個人参加の入札制度にしたからといって価格が「適正化」するとは限らない。日本の経験が証明した通りである。また、個人投資家に直接IPOに参加させることの危険性を懸念する意見も多い。機関投資家に比べて企業評価能力に劣り、かつ分散投資も困難な個人に、流通市場での評価を経ていない企業に投資させることは余りにリスクだからである。投資家保護のためには、適切な能力を欠いた投資家をハイリスクな取引

から排除することも必要との見方も有力である。

第三に、オンライン投資銀行が、最近の証券市場全体のネット化とも言うべき状況の中で誕生している点である。オンライン投資銀行の扱う銘柄は、インターネット関連企業が中心であり、また、そうした銘柄は特にネット経由で注文を出している投資家に好まれている。同時に彼らは、インターネットを日常的に利用する人たちでもあるため、そうした企業の中心的顧客層ともなっている。つまり、オンライン投資家は、ネット企業の最良の顧客であると同時に株主となり、両者の間をこれまたインターネットを活用する証券会社が仲介しているのである。ネットを軸に企業、消費者、投資家、証券会社がぐるぐる回っており、そうした潮流がダウ平均一万ドル乗せの大きな原動力ともなりながら、いわばインターネットの、ネットによる、ネットのためのV市場を形成しつつあるのである。オンライン投資銀行ももちろんそれに十分意識的であり、それらが取り上げる企業は、ネット関連のリテールビジネス中心であり、そのため、例えばウィット社がアナリストをリクルートする場合も、それはインターネット分野担当者に絞られていたのである。

問題は、これをどう評価するかという点である。もちろん一つの見方は、ネット・バブルが生じているというものである。情報通信技術の目覚ましい発達を認めるとしても、現在の株価は行き過ぎており、しかもその後には増大するデイトレーダー (day trader) 手数料の低いオンライン・ブローカーを使つて回転売買をおこなう個人投資家) が存在している。彼らのネット評価をそのまま公開価格に取り入れることになれば、発行会社にとって喜ばしいのは当然としても、長期的に考えれば市場にとってプラスではないという見方である。

その反対に、情報革命の影響をより大きく捉える考え方も存在する。現在のネット関連企業の株価の妥当性は措くとしても、産業構造ばかりか個人の生活スタイル、そして何より証券市場のインフラストラクチャに対するインターネットのインパクトは極めて大きい。ネット・ブームは、流行歌やファッションや景気などの一時的循環的なブームではなく、印刷技術や自動車の発明が世界を変えたのと同様の、不可逆的な変化をもたらしつつある。現在のウィット社等の試みが成功するかどうかはともかく、インターネットが、既存の投資銀行業務をアンバンドリング (分解) し、その再構築を迫る可能性を否定できない。委託手数料の自由化とオンライン・ブローカーの登場によって、ブローカー業務が、激しい価格競争を伴いながら、資産管理業務、注文取次業務、クリアリング業務等に分解したのと同様に、引受業務においても、企業の発掘、発行条件の設定、投資家への紹介、販売、引受リスクの負担、諸手続の負担、公開後のマーケットメイクやリサーチ、など、これまで一体化していた業務が一旦分解され、再編成に向かうことも長期的にはあり得ないことではない。いずれにせよ、証券市場における情報技術革命はまだまだ始まったばかりである。

(1) スプリング社に始まるインターネットを利用した資金調達については、大崎貞和「インターネット・ファイナンス」日本経済新聞社、一九九七年、参照。また、拙稿「米国地ビール会社のインターネット・ファイナンスをめぐって」『証研レポート』一五三七号、一九九六年八月、参照。

(2) 米国 (と日本) における公開株式の価格決定・配分方法については、五内川拓史・近藤哲夫・大谷貞教「株式公開制度の改革に向けた提言」『財界観測』一九九五年六月号、参照。

(3) 企業の (証券会社を介在させない) 直接増資の場合、投資家にとっても発行体にとっても、最初のネックとなるのは相互の情報交換ルートが存在しないことであるため、そうした情報を仲介するサイトが数多く作られている。それらについては、ウェルチ助教 (UCI A) のサイト (<http://www.agsm.ucla.edu/ipo>) のリンクが便利である。

(4) 投資銀行とオンライン・ブローカーとの提携関係 (子会社を含む) は以下の通り (Wall Street Journal, Sept. 9, 1997)。

△大手投資銀行▽

△インターネット・ブローカー▽

モルガンスタンレー・ディーンウィッター

デイスカバー・ブローカレッジ・ダイレクト

ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット(DLJ) DLJダイレクト

ソロモン

フィデリティ・インベストメンツ

クレディスイス・ファーストボストン

シュワブ

JPモルガン

シュワブ

ハンブレクト・クイスト

シュワブ

ロバートソン・ステイブンス

Eトレード

なお、配分方法は、例えばDLJダイレクトでは口座残高10万ドル以上の顧客を、シュワブでは富裕顧客や売買頻度の高い顧客を優先しているとされるが、そもそも、こうした大手投資銀行のIPOでのオンライン・ブローカーの利用は話題作りにすぎず、実際の配分株数はごくわずかに過ぎないとも言われている。

(5)

スピニング、フリッピングについては、ウォールストリートジャーナル紙が九七年一月二二日付けで大々的に取り上げた。それによると、公開株式割当の連絡もまま、取引初日になって公開価格との差額だけが、近々公開が見込まれる会社役員の一任勘定口座に振り込まれるといったこともあるという。主幹事獲得のためのハサービスの一環である。またフリッピングについては、五内川他、前掲論文、五九一六〇頁も参照。

〔付記〕

本稿脱稿後、ウォールストリートジャーナル紙(三月三〇日)が、ゴールドマンサックス社がウィット社に二五〇〇万ドル(持株比率二二%)を出資すると報じた。また同紙によると、ウィット社は今年中に株式を公開する予定。