

米国のIPO手数料問題をめぐって

伊豆 久

1 はじめに

一本の論文が米国証券界に波紋を投げかけている。IPO（新規株式公開）市場の研究者として著名なJ・リッター氏（フロリダ大）が昨年秋、大学院生と連名で発表した論文⁽¹⁾（以下、（同）論文と表記）が、中規模クラス
のIPOの九〇%以上で、投資銀行の引受手数料が七%ちようどとなっていることを指摘したのである。偶然の
一致とするには比率が高すぎるが、もしカルテルが存在するとすれば、明らかな違法行為である。七%への集中
という事実は、以前より周知の事実ではあつたが⁽²⁾、今回は、集団訴訟、当局による調査も開始されたと伝えられ
ており、事態の推移が注目される⁽³⁾。

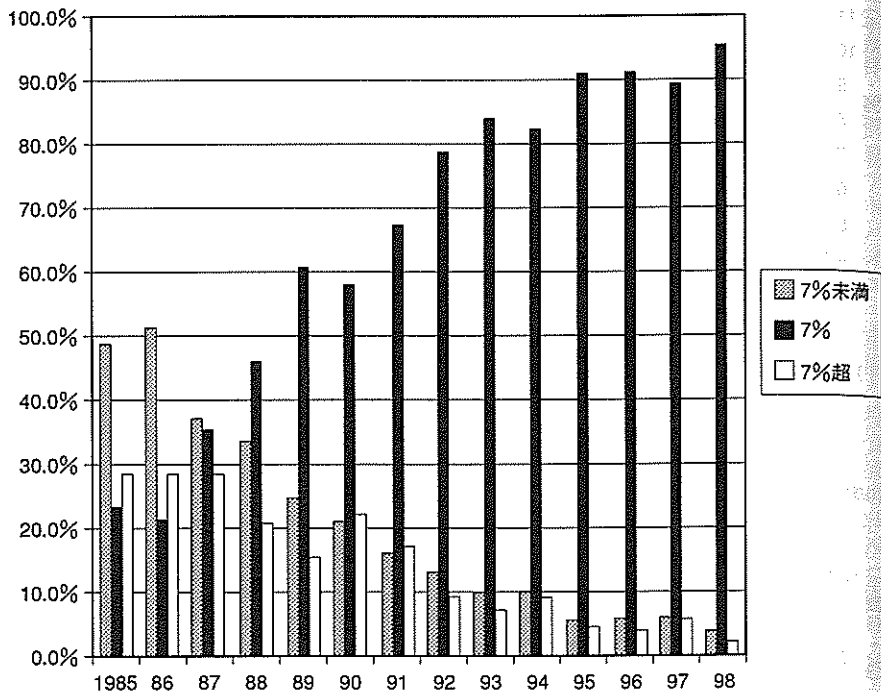
しかし、同論文の主旨は、カルテルの有無にではなく、手数料競争がはたらない特殊な市場としてのIPO
ビジネスの特徴の検討にある。同じく投資銀行業務であっても、M/A関連業務や債券の引受、公開後の増資引受
業務では激しい手数料割引競争が展開されている。それゆえ、七%への集中がたとえカルテルの結果だとしても、
カルテルがなぜ他の業務には存在せず、IPOだけで可能なのか、という疑問が残るからである。IPO業務の
特徴は何か、以下、そうした観点から同論文を紹介することとしたい。

表1 発行額・引受け手数料別のIPO件数の推移 (1985-1998)

年	2000-7999万ドルのIPO			8000万ドル以上のIPO			合計		
	7%未満	7%	7%超	7%未満	7%	7%超	7%未満	7%	7%超
1985	38	18	22	16	1	3	54(55%)	19(19%)	25(26%)
1986	92	38	51	42	8	8	134(56%)	46(19%)	59(25%)
1987	51	49	39	29	4	3	80(46%)	53(30%)	42(24%)
1988	16	22	10	13	3	0	29(45%)	25(39%)	10(16%)
1989	13	32	8	13	2	0	26(38%)	34(50%)	8(12%)
1990	13	37	14	12	0	0	25(33%)	37(49%)	14(18%)
1991	26	109	27	46	2	0	72(34%)	111(53%)	27(13%)
1992	25	155	18	62	4	1	87(33%)	159(60%)	19(7%)
1993	26	223	18	68	10	0	94(27%)	233(68%)	18(5%)
1994	18	153	16	35	5	0	53(23%)	158(70%)	16(7%)
1995	14	248	12	53	12	0	67(20%)	260(77%)	12(3%)
1996	21	348	14	74	26	2	95(20%)	374(77%)	16(3%)
1997	15	256	16	59	30	1	74(20%)	286(76%)	17(4%)
1998	6	158	3	45	23	0	51(22%)	181(77%)	3(1%)
1985-87	181(46%)	105(26%)	112(28%)	87(76%)	13(12%)	14(12%)	268(52%)	118(23%)	126(25%)
1988-94	137(14%)	731(75%)	111(11%)	249(93%)	26(10%)	1(0%)	386(31%)	757(60%)	112(9%)
1995-98	56(5%)	1,010(91%)	45(4%)	231(71%)	91(28%)	3(1%)	287(20%)	1,101(77%)	48(3%)
小計	78	398(100%)	87(76%)	13(12%)	14(12%)	114(100%)	268(52%)	118(23%)	126(25%)
小計	181	979(100%)	26(10%)	276(100%)	276(100%)	386(31%)	757(60%)	112(9%)	1,255
小計	139	1,111(100%)	91(28%)	325(100%)	325(100%)	287(20%)	1,101(77%)	48(3%)	1,436

(注) サンプルは、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額2000万ドル以上の買取り受け方式でのIPO、3203件。データの出所は、セキュリティーズ・データ社。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。発行額は、米国GDPデフレーターを用いて97年購買力で表されている。手数料は、7%未満、7%、7%超の3つのカテゴリに分類されている。
(出所) Hasan-Chi Chen and Jay R. Ritter, "The Seven Percent Solution", op. cit.

図1 IPO(中規模)の手数料

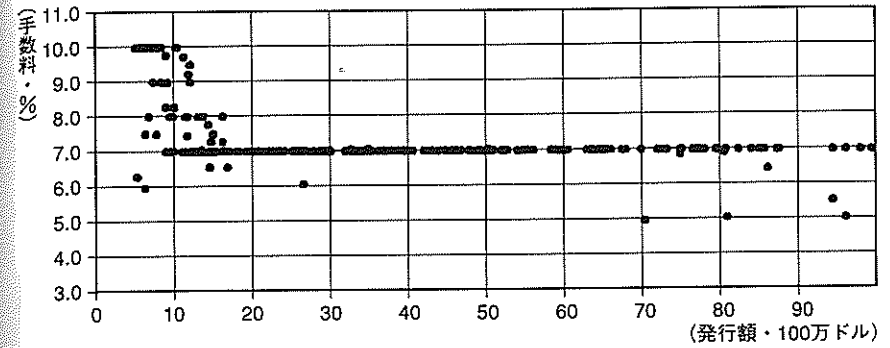


(注) サンプルは、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額2000万ドル以上8000万ドル未満の買取り受け方式でのIPO、2488件。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。発行額は、米国GDPデフレーターを用いて97年購買力で表されている。手数料は、7%未満、7%、7%超の3つのカテゴリに分類されている。
(出所) 表1に同じ。

2 七%への集中

表1は、一九八五年から九八年のIPOの引受け手数料の推移を示したものである。公開額が八〇〇万ドル以上の場合には、引受け手数料七%未満の案件が、七割から九割を占めている。しかし、公開額が二〇〇万ドルから八〇〇万ドル未満の中規模の企業の場合を見ても、直近三年間では実に、案件の九一%で手数料が七%丁度となっている。同期間の一一一件のIPOのうち、一〇〇件⁽⁴⁾で手数料が端数もなくピツタリ七%となっているのは、偶然と言うにはいかにも不自然である。そもそも引受業務に関しては規模の経済がはたらくはずである。

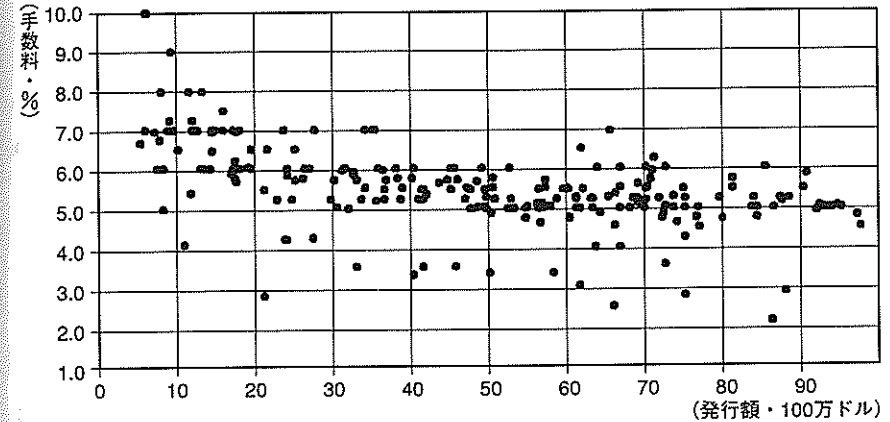
図2 500万ドル以上1億ドル未満のIPOの手数料分布 (1998年)



(注) サンプルは、1998年におこなわれた、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額500万ドル以上1億ドル未満の買取引受け方式でのIPO、278件。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。発行額が500万ドルで手数料が11.11%だった1件は図に表示されていない。

(出所) 表1に同じ。

図3 500万ドル以上1億ドル未満の公開後増資の手数料分布 (1998年)



(注) サンプルは、1998年におこなわれた、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額500万ドル以上1億ドル未満の公開後増資、228件。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。

(出所) 表1に同じ。

発行体への財務アドバイザー、市場や投資家の状況に関するアドバイザー、書類の作成などの諸手続、ロードショーなどのマーケティング、公開後のアナリストによるフォローなどから成るIPOビジネスのコストは、公開株式総額の大きさに関わらずおおよそ一定と考えられる。したがって、IPOの規模と手数料(率)は反比例するはずである。その上、発行会社の規模が大きくなれば一般的に引受リスクも小さくなることからすれば、規模の経済はさらに強まるはずである。

こうしたことは、二〇〇〇万ドル以下のケースと八〇〇〇万ドル以上のケースであれば確認することができる。図2が示すように、二〇〇〇万ドル以下では、手数料は七%を上回るケースが多くなり、八〇〇〇万ドルを越えると、七%を下回るケースも現われる。また、こうした傾向は、公開後の増資(follow-on offering)の場合には、より鮮明である。発行額が大きくなるにつれて手数料が減少しており、かつ、IPOの場合にくらべて手数料は大きく分散している(図3)。

にもかかわらず、二〇〇〇万ドルから八〇〇〇万ドル規模のIPOでは、規模の経済がはたらかずに、一〇%近い案件で手数料が七%となっているのである。

また、IPOの繁閑に反応していないことも経済学の常識とは相反する。例えば、八七年のブラックマンデー以降、IPOは件数・額ともに約三分の一となっている。IPOビジネスへの需要が激減したのであるから、手数料の引下げ競争が激化したとしても不思議ではない。しかし、そうした徴候は全く見られなかったのである。

3 カルテル?

なぜ丁度七%になっているのだろうか。

引受け業者の間で談合がなされていると仮定すれば、話は単純である。証券業協会規則では手数料カルテルが禁止されている⁽⁵⁾といえ、業界内では「(IPO手数料は)聖杯であり、価格競争を許すくらいなら自分の喉を掻き切ったほうがましだ⁽⁶⁾」といった考え方が根強いのも周知の事実である。競争激しい証券界にあつて、IPO手数料は、今や最後の砦の観すらある。そこに何らかのカルテルが存在するとすれば、七%への集中は不思議でも何でもない。しかし、それは明らかな違法行為であり、司法省もこうした疑いから調査を開始したと伝えられている。

その一方で、プライドの高いインベストメントバンカーがそのような違法行為を、しかも秘密保持の難しい多数が関与する引受業務で本当に行ってきたのか、といった疑問も出されている。あるいは、仮にカルテルが存在したとしても当局がそうと断定するに足る証拠は存在しないだろうという見方もある。九四年のマーケットメーカー問題の場合は、奇数の呼値が少ないという統計的事実(そしてそれが指摘されるとすぐに奇数の呼値が増え始めたという事実)が示されただけでなく、狭いスプレッドを提示する新参のマーケットメーカーに対してなされた強迫まがいの電話の録音テープが存在したのである。しかし、今回はそうしたものが存在する可能性は小さいと見られている。また、IPOには多くの有力弁護士がかかわっていることから、今回の訴訟は前回ほど大かりなものにはならないだろう、とのがつた見方もある⁽⁷⁾。

4 戦略的プライシング?

カルテルの有無をめぐるこれ以上の議論はここでは措くとして、他にも手数料の集中を説明する方法がないわけではない。手数料に関する明確な協定や協調が存在したというより、慣習的になんとなく七%に収斂したというのが本当のところではないのか、という見方である。つまり、事前の打ち合わせではなく、個々の投資銀行の個別の価格戦略によって、結果的に七%への集中が生じたのではないかと考え方であり、同論文の著者もその可能性が高いとしている。事前かつ集団的に価格が決定されれば談合となるが、個別証券会社の戦略的な価格決定によって結果的に価格が一致する(Implicit Collusion)のであれば違法とは言えない。例えば、価格の引下げによつても顧客を増やすことができず、とすべての投資銀行が判断しているとすれば、パイを小さくする価格競争が生じなくとも不思議ではない。その場合には、個々の投資銀行の「合理的な」行動によつて価格の収斂が生じる可能性がある。

5 問題の所在

しかし、談合によるとしても、戦略的プライシングだったとしても、それだけでは七%への十分な回答と言えない。どちらにもいくつかの重要な疑問が残るからである。第一に、手数料が固定しているのが中規模(二〇〇万ドルから八〇〇万ドル)のIPOだけで、二〇〇万ドル以下の小口の、あるいは八〇〇万ドル以上の大型のIPOで、カルテルなり戦略的プライシングが機能していないのはなぜか。第二に、確かに現在七%という数字への著しい収斂が生じているが、八五年から八七年にかけては手数料に集中傾向はみられない。すなわち、八〇年代末になつて集中化が進んだ理由は何か。第三に、談合にせよ、戦略的プライシングにせよ、そうした行動が可能になるためには、市場参加者の数が一定に限られる必要がある。多数の供給者と多数の需要者が存在する状況では、そうした行動はおよそ不可能であり、言い換えれば、相当の参入障壁がIPOビジネスには存在することになるが、それは一体、何か。そして第四に、なぜ他の投資銀行業務では価格競争が生じてい

表2 引受けシンジケートの幹事数(1985-1998)

		幹事数				平均
		1	2	3	4以上	
中規模 IPO						
1985-1987	小計 398	146	184	55	13	1.9
	件数 (%)	37%	46%	14%	3%	
	発行額 (%)	36%	44%	16%	4%	
1988-1994	小計 979	137	648	182	12	2.1
	件数 (%)	14%	66%	19%	1%	
	発行額 (%)	12%	65%	21%	2%	
1995-1998	小計 1,111	46	581	415	69	2.5
	件数 (%)	4%	52%	38%	6%	
	発行額 (%)	4%	47%	41%	8%	
合計	合計 2,488	329	1,413	652	94	2.2
	件数 (%)	13%	57%	26%	4%	
	発行額 (%)	12%	53%	30%	5%	
大規模 IPO						
1985-1987	小計 114	12	48	22	32	2.9
	件数 (%)	11%	42%	19%	28%	
	発行額 (%)	8%	32%	22%	38%	
1988-1994	小計 276	27	86	93	70	2.9
	件数 (%)	10%	31%	34%	25%	
	発行額 (%)	8%	26%	29%	37%	
1995-1998	小計 325	5	47	107	166	3.8
	件数 (%)	1%	15%	33%	51%	
	発行額 (%)	1%	8%	25%	66%	
合計	合計 715	44	181	222	268	3.3
	件数 (%)	6%	25%	31%	38%	
	発行額 (%)	5%	18%	26%	51%	

(注) サンプルは、オーバーアロットメント・オプション行使前の段階で発行額2000万ドル以上の買取引受け方式でのIPO、3203件。発行額は、米国GDPデフレーターを用いて97年購買力で表されている。クローズドエンドファンド、不動産投資信託(REIT)、ADRを除く。2000万ドル以上8000万ドル未満を中規模、それ以外を大規模に分類している。幹事会社が1社なら幹事団は1、共同主幹事が1社なら、幹事団は2となる。

(出所) 表1に同じ。

るのか。言い換えると、公開後の増資引受けやM/A業務では競争の激化が手数料の低下を招いているにもかかわらず、IPOビジネスの主幹時獲得競争は手数料競争を引き起こさないのはなぜなのか。すなわち、戦略的プライシングだとしても、それぞれの投資銀行が、IPOにおいては手数料の引下げが顧客獲得に有効でない、と判断した理由はどこにあったのか。

こうした疑問に答えようとすると、談合や戦略的プライシングの有無だけでは不十分と言わざるを得ない。IPOビジネスそのものの特殊性、投資銀行業務の構造変化を検討する必要があるのである。

6 価格弾力性の低さと評判の役割

IPOにおいて手数料競争が機能していない理由の一つは、発行企業は手数料引下げに反応しないと投資銀行に信じられているからであろう。需要の価格弾力性が低い商品は、経済活動全体の中では珍しいわけではない。そして、そうした商品には共通した特徴がある。それを整理してみよう。

一つには、提供される商品の良し悪しを評価する能力が、顧客の側に欠けている場合である。顧客に評価できないほど財・サービスの内容が専門的であるケースや、日常的に繰り返して消費されるような商品でないために消費者が商品価値を学習できないケースなどである。つまり、商品内容を十分に評価できないため、価格が唯一の評価基準となり、その結果、価格を引き下げても需要の拡大に結びつかないのである(「安かろう悪かろう」といった判断はその典型)。

二つめに、顧客にとって、当該商品が決定的な重要性をもっており、失敗した場合の損失が大きく、かつ取り返しがつかないようなケースである。こうした場合、少々手数料を引き下げたからといって、顧客への訴求力は

表3 IPO主幹事の選択理由¹⁾

質問：理由の上位三つをチェックして下さい。

	1位	2位	3位
引受け業者の証券業の経験と「コネクション」	20.8%	17.4%	8.1%
引受け業者の全体としての評判と地位	18.9%	37.0%	24.3%
株式に関係しないサービス (M&Aアドバイスや債券など)	0.0%	2.2%	5.4%
手数料	0.0%	0.0%	2.7%
プライシングと「予想」評価価格	5.7%	10.9%	5.4%
リサーチ部門・アナリストの質と評判	22.6%	19.6%	27.0%
マーケットメイク、トレーディングデスク、流動性提供サービス	0.0%	2.2%	10.8%
引受け業者の顧客ベース (機関投資家)	1.9%	4.3%	10.8%
引受け業者の顧客ベース (個人投資家)	0.0%	4.3%	5.4%
選択の余地なし	18.9%	0.0%	0.0%
その他 ²⁾	11.3%	2.2%	0.0%
	100%	100%	100%

1) 1993年から95年にかけてIPOをおこなった企業のうちの180社にアンケートを送付した結果をまとめたもの。回答率は34%。

2) 案件を成功させるためのコミットメント、引受け業者との以前からの関係、厳しい市況での資本調達能力、投資銀行部門の創造力、以前のIPOの公開後のパフォーマンス、別の引受け業者との関係、など。

(出所) Laurie Krigman, Wayne H. Shaw and Kent L. Womack, "Why Do Firms Switch Underwriter?", Working Paper (Dartmouth College), Feb. 1999.

限界的なものでしかない。
 そして、IPOも消費者である発行企業にとってこうした性格をそなえたサービスだということが出来る。IPOは発行体にとって、専門的な内容もち、はじめての経験であって、やり直しがきかず、失敗の許されないものである。そこでは、主幹事の選定において手数料の大小は重要な要素とはみなされない。あるいは、手数料の割引を要求することで、万一公開価格を切り下げられるといったことになれば、発行体にとってはかえってマイナスである。

自分でIPOのサービス内容を事前に評価することができなくなると、投資銀行の選択は業界内の評判 (reputation) に頼らざるを得なくなる。その場合には、現在は引受能力が低下しつつある投資銀行であつても過去の業績・名声によって主幹事を獲得することが可能となり、反対に新興投資銀行はなかなかビジネスチャン

スをつかめないことになる。このことがIPOビジネスにおける高い寡占度、高い参入障壁の大きな理由になっていると思われる。

しかし、公開後の増資になると(あるいはその他の投資銀行業務においても)、IPOに見られた性格のいくつかは失われてしまう。発行体は、公募増資を一度経験しているため、投資銀行の引受業務についてある程度は学習することができている。また、何度目であつても増資が重要な仕事であることには違いないが、IPOにくらべるとその決定的な重要性が低下することは否めない。公開後の増資では一定の価格競争が働いているのはこうした事情によるものと考えられる。

7 共同幹事数の上昇とアナリスト・カバレッジの増大

価格競争がおこなわれたいとはいえず、幹事獲得に何の競争も存在しないわけではない。固定価格であつてもサービスの付加価値を上げる競争が展開されているはずである。論文は、そのサービスの中心をアナリスト・カバレッジの増大に見ている。

最近のIPOの特徴を引受シンジケートの構成からみると、二つの変化を指摘することができる。一つは参加証券会社の総数が減少傾向にあることであり、もう一つは単独主幹事案件が減り、共同幹事 (Co-manager) のつく案件、さらには共同幹事の数が増えていることである。従来、シンジケートの存在理由は、引受けリスクの分散と分売能力の向上にあると言われてきた。一社だけでは、売れ残りリスクを負担しきれず、かつ老舗投資銀行は自前の販売網をもたなかったからである。しかし、大手投資銀行の自己資本は今日では巨額に上り、相当の大型案件でなければ単独でリスクを負担しきれないということはないはずである。また、機関化の進展は多数の販

売拠点を不要にする一方で、最近では自前のリテール網を備えた投資銀行も多い。こうした点から考えればシンジケート参加証券会社の数が縮小しつつあるのは当然のことと思われる。

その一方で、シンジケート団の中の幹事部分のみを見ると逆の現象が生じているのである。八五年―八七年度のIPOでは、その三七%が共同幹事なしの単独主幹事であったが、単独案件は、その後、一四%（八八年―九四年）、四%（九五年―九八年）と減っている。反対に幹事数三の案件が増え、平均でも幹事数が同期間に、一・九%、二・一%、二・五%と上昇している（表2）。

シ団全体が縮小する中で幹事証券会社の増加という現象について、論文は、アナリスト・カバレッジの増加を目的としたものではないかと推測している。表3が示しているように、発行体企業の投資銀行の選択基準においては、リサーチの充実が、投資銀行の評判や名声とならんで大きな位置づけを与えられている。また、統計的にも、幹事会社が一社増えることによって、当該公開企業の収益予想をアナリストがおこなう回数が〇・三六回ないし〇・五五回増えることが確認されている。⁽⁹⁾つまり、引受け手数料は七%のままであっても、発行企業は、共同幹事証券会社の増加によって、自社をカバーするアナリストの数を増やすことができ、市場へのアナウンス、それゆえ自社株の流動性を高めることができている、と推測できるのである。

公開会社のニーズがアナリストによるカバーにあるとすると、IPOにおいては、評判の高いアナリストを多数抱えている投資銀行に圧倒的な強みが生じ、そうでない投資銀行にとっては、IPOビジネスに参入する上で大きな参入障壁となっているのである。だとすれば、七%の手数料のうち、〈超過利潤〉の部分については、アナリストの〈超過報酬〉、あるいは有力アナリスト獲得のためのコストにまわされている可能性が高いとも言えるであろう。

8 リサーチの重要性と市場の細分化

リッターらの論文は以上のように、手数料での競争がなされていない反面、アナリスト・カバレッジの増大という形でサービスの競争が展開されていると指摘しているが、そのことの意味を筆者なりにもう少し敷衍してみよう。

アナリストのリサーチが重要視され、アナリスト全体の数が増えてくると当然、担当業種の細分化が生じる。例えば、ハイテク産業担当から、さらにその内でも情報通信産業担当へ、さらにその中のインターネット産業担当へとといった具合にある。となると、IPOビジネスにおいてアナリスト・リサーチが最重要だとの仮定に立てば、アナリストの担当業種が細分化されるのに応じて、IPO市場そのものが細分化されていくことになる。ヘルスケア産業に関するリサーチはネット関連企業のIPOには使えないからである。その結果、A業種のIPOに強い投資銀行だからといって、必ずしもB業種のIPOにも強いとは言えない、といった現象が生じる。IPO市場そのものが分断され、そのことは、多くのブティック型のIPO投資銀行を可能とすると同時に、細分化された市場での寡占化をもたらすことになりやすいと考えられる。

このことの意味は、幹事証券の選択で投資銀行の販売力が重要視される場合と比較すると理解しやすい。証券の販売という観点からすれば、販売する証券がA業種のものであるか、B業種のものであるかの違いは、（リサーチの場合と比較して）大きな意味をもたない。したがって、販売力のある証券会社が業種横断的なシェアを獲得し、ニッチが存在する余地ははるかに小さくなるのである。⁽¹⁰⁾リサーチ重視型でも販売力重視型でも、IPO市場が寡占的市場となるといふ結果は同じであつても、その理屈と態様は異なるのである。

以上、引受手数料における価格競争の不在という点からIPOビジネスの特徴について、リッターらの論文によりながら二、三の論点を紹介してみた。しかし、これでも、はじめに指摘した疑問のすべてに答えられたわけではなく、とりわけ、八〇年代末から急速に七％への収斂が進んだ理由については説明できていない。その点については、八〇年代以降のIPO市場の拡大や、その一方で債券引受市場における手数料引下げ競争の激化を背景にした、いわゆるバルジ・ブラケット（名門投資銀行）のIPO市場への本格参入など、投資銀行業界全体の変遷を視野にいれた検討が必要となる。それについては次号でとりあげることとしたい。

(1) Hsuan-Chi Chen and Jay R. Ritter, "The Seven Percent Solution" (<http://bear.cba.ui.edu/ritter/index.html>), *Journal of Finance*, July 1999 (forthcoming).

(23)

(2) "Overcharging underwriters", *The Economist*, June 27, 1998; "Street's Incredible Unshrinking Spread", *Wall Street Journal*, April 10, 1997.

(3) "Coincidence or Collusion", *Business Week*, Nov. 9 1998; "IPO Firms Face Probe of 7% Fee", *Wall Street Journal*, May 3, 1999; "In IPO Inquiry, Echoes of Nasdaq Case Go Only So Far", *Wall Street Journal*, May 4, 1999.

(4) 九五年からの四年間のIPO一一件のうち手数料が七％丁度でなかったのは一〇一件であるが、これもさらに割り引いて考える必要がある。例えば、公開価格が一株一三・五ドルの場合、手数料が九四セント（六・九六三％）、九五セント（七・〇三七％）のケースがある。七％と丁度となる九四・五セントが端数のために避けられた結果、七％

丁度ではなくなった可能性が高い。こうしたケースも七％に含めるとすれば、一〇二件のうち三八件は七％手数料となり、七％でなかったのは一一二件のうちわずかに六三件（五・六七％）となるのである。さらに、手数料が七％を下回っていたうちの一件は、仮目論見書段階では公開額が八〇〇万ドルを上回っており、また、七％を上回っていたうちの五件は同じく二〇〇万ドルを下回っていたという。つまり、手数料が決定される時点をとれば、これらは母集団から除かれるべき案件である。その他、データ提供機関のミスの修正などを含めて考えれば、九五年以降の二〇〇万から八〇〇万ドルのIPOで手数料が七％丁度でなかったのは、わずか四％だと著者は指摘している。NASD Rule 2710(c)(1)は、その報酬が公平さを欠きあるいは合理的でない公募の引受に参加することを禁止している。また、NASDは、昨年一月、改めて、引受け報酬にベンチマークは存在せず、手数料に関する会員間の協議は明確に禁止されていることを再確認する会員通知（NASD Notice to Members 98-88, Oct. 1998）を発出した。

(24)

(6) あるインベストメントバンカーの言葉（*op. cit.*, *Wall Street Journal*, April 10, 1997）

(7) *op. cit.*, *Wall Street Journal*, May 4, 1999.

(8) 公開価格を低目に設定しておけば、公開後の値上がりが期待されることから、投資銀行はオーバアロットメント・オプションの行使による手数料収入を追加的に得られ、公開株を配分した優良顧客にも喜んでもらえる。手数料を割引いてもそのような方法で利益を補填することも可能だということが、発行体をして値引交渉を躊躇させる一因になっているとも考えられる。同論文十一頁。

(9) 同論文九頁。

(10) この点、拙稿「米国地方証券会社の「個性」—証券業におけるニッチの存在根拠—」『証研レポート』一九九七年二月号、参照。