

大手投資銀行とIPO

伊豆 久

1 はじめに

本誌先月号拙稿「米国のIPO手数料問題について」では、IPO手数料の収斂について、IPOビジネスの特徴からその原因を探ってみた。本稿ではやや視点を変え、大手投資銀行と中堅・地方投資銀行との事実上の棲み分けという観点から、その原因を考えてみたいと思う。従来、米国の大手投資銀行は、IPOのような高コストであると同時にリスクも高い分野には消極的であった。それより、フォーチュン誌にランキングされるような大企業の主幹事となって債券発行業務などを行うことが一流投資銀行の証とされてきたのである。そのため、投資銀行の業界構造の分析においても、重点は債券市場の構造変化との関連に置かれていたといつてよい。しかし、八〇年代半ば以降とりわけ九〇年代に入つて、大手投資銀行もIPOに積極的にかかわるようになってきている。にもかかわらず中規模IPOの手数料に価格競争ははたらいっていないのである。その原因の一つを、本稿では、大手投資銀行の行うIPOビジネスの特徴から検討してみたい。

(19)

2 投資銀行業界の構造変化

これまでの研究⁽¹⁾により、一九八〇年代までの投資銀行業界の構造を確認しておこう。

六〇年代までの米国投資銀行業界には、今日とは異なるいくつかの特徴が存在した。スペシャルブラケット（あるいはバルジブラケット）と呼ばれる少数の業者を頂点とする堅固なピラミッド構造が存在していたこと、発行体との関係において、経営者同士の個人的つながりが大きな意味をもっており、かつその関係は長期固定的であったこと、などである。引受け業者は、モルガンスタンレー、ファーストボストン、クーンロープ、デイトンリードから成るスペシャルブラケットを先頭とし、メジャーブラケット、メジャーアウトオーダー、サブメジャーの順で、明確な四ランクに序列化されていた。

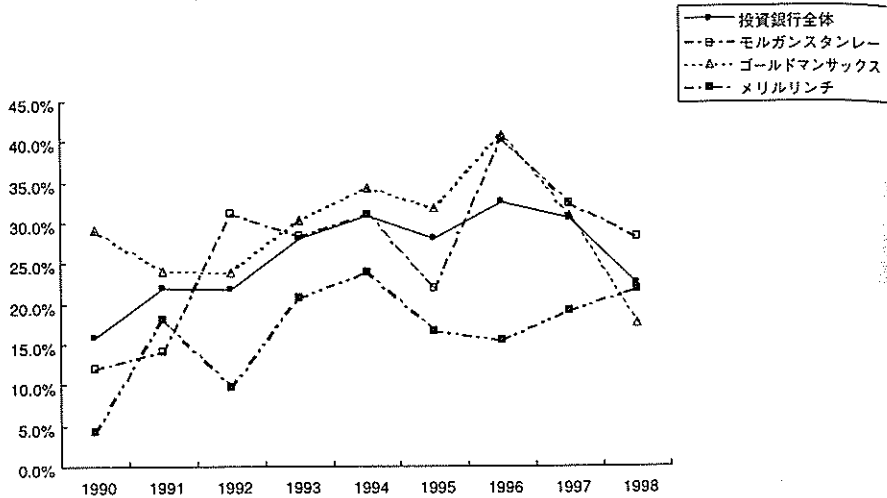
ところが六〇年代に入つて米国の企業金融においても外部金融の役割が高まり証券の発行額が大きくなってくると、主幹事の獲得において販売力が大きくモノを言うようになる。特に、公益事業では競争入札発行が義務づけられていたこともあり、高い販売力をもつ業者が競争入札での実績を武器に、引受け業務全体で勢力を伸ばしていったのである。それが、当時「恐るべき四人組」と呼ばれたメリルリンチ、ソロモンブラザーズ、ブライスイーストマンディロン、リーマンブラザーズの四業者である。とりわけメリルリンチは多くの店舗をもつことによつて、ソロモンブラザーズは機関投資家向けの販売力を高めることによつて、モルガンスタンレーとの対決姿勢を鮮明にしながら、次々と案件を獲得していったのである。

さらに、八二年に一括登録制度が導入されたことにより、債券は引受けシンジケートを組むことなく短時間で引受け販売されるようになる。その結果、引受け業務においては、発行体との個人的な関係よりも、分売能力やトレーディング能力、それらを支える資本力が重要な要素となる。同時に、激しい価格競争が展開され、手数料が大幅に低下していった。こうした過程で、クーンロープやデイトンリードといった老舗はスペシャルブラケットとしての地位を失つたのである。

その結果、現在では、バルジブラケットという概念そのものが消失したとも言われている。①発行体が案件ご

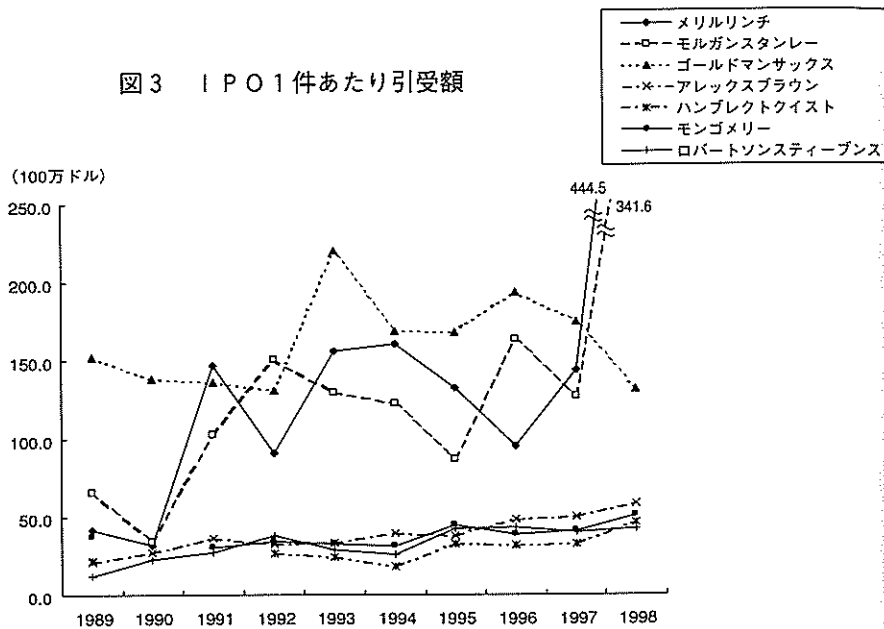
(20)

図2 引受手数料に占めるIPO手数料の比率



(出所) Investment Dealers' Digest 各号より作成。

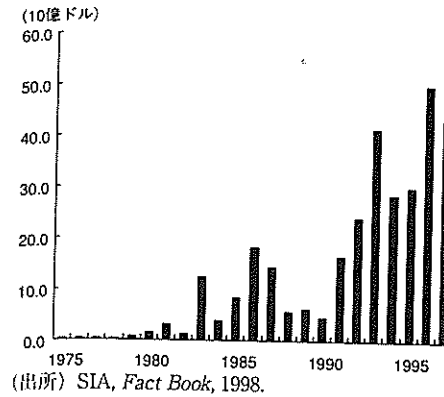
図3 IPO1件あたり引受額



(注) 96年のみクローズドエンドファンドを含む。

(出所) Investment Dealers' Digest 各号より作成。

図1 IPO市場の拡大



(出所) SIA, Fact Book, 1998.

3 IPO市場と大手投資銀行

当然のことながら、IPO市場は株価動向との関連性が強い。株式の死とまで言われた七〇年代の低迷期から、八〇年代にはかなりの拡大を見せるが、それも八七年のブラックマンデーによって大きな打撃を受けることになる。そして九〇年代には長期間の上昇相場を背景にIPOも増加を続けている。ただ、企業の証券発行全体(公募)に占めるIPOの比率は、九七年でも三・二%に過ぎない。発行市場において債券が圧倒的なウェイト(八二・二%)を占めているからである。とは言え、投資銀行のビジネスという観点から見れば、今日、IPOは決してかつてのような周辺の業務ではない。図2は投資銀行の引受け手数料全体に占めるIPO手数料の割合を示したものであるが、九〇年の一五・七%から、最近ではおよそ三割にまで達している。

とに投資銀行を変えることが常態化し、②債券市場の細分化が進み、ジャンクボンドではDLJが強く、モルガンスタンレーもMBSやABSでは弱いといった凸凹があること、③取り扱った発行額の大きさ、獲得した引受け手数料の大きさ、資本金の大きさなど、どの指標を取るかによってランキングが異なってしまうこと、④JPモルガンなど銀行の進出が著しいこと、などがその理由である。⁽²⁾では、このような変化を遂げた今日の投資銀行業界において、IPOビジネスはどのような位置にあるのだろうか。次に大手投資銀行とIPOの関係について見てみよう。

これは投資適格債の引受け収入のほぼ倍、債券の引受け手数料全体に匹敵する数字である。発行額が小さいにもかかわらず手数料収入が大きいのは、言うまでもなく手数料（率）が高いからである。対照的に債券引受け業務では、前述のように、激しい手数料割引競争が展開されてきた。このことも、従来、リスクが高いゆえに消極的だったIPOビジネスに大手投資銀行が積極的に参入しはじめた理由の一つと考えられる。しかしながら、では、本誌先月号で紹介したように九〇年代に入って中規模IPOの手数料が急速に七%へと収斂していったのはなぜだろうか。大手の参入が手数料の引き下げ圧力を高めることにならなかった理由はどこにあるのだろうか。

一つの仮説は、IPOの規模による棲み分けが進んだということである。図3は、投資銀行別のIPOの規模を見たものであるが、ここから大手投資銀行と中堅投資銀行とは対象としているIPOの規模が異なっていることがわかる。しかも、八九、九〇年には（ゴールドマンサックスを除いて）、それほどの違いがなかったにもかかわらず、その後徐々に格差が大きくなっている。すなわち、八〇年代中頃から大手投資銀行もIPOに参入し、当初は、中堅投資銀行と同じ規模の案件も手がけざるを得なかったものの、九〇年代に入ると大手は大型IPOに特化するようになり、結果的に、中規模クラスのIPOは中堅投資銀行によって多くが占められるようになり、その部分で手数料の集中が進んだと考えることができる。

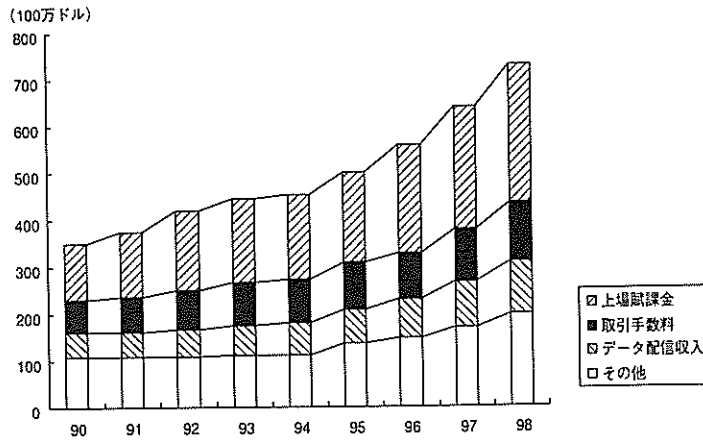
この仮説の妥当性を判断するためには、不足しているデータの検討その他まだ多くの作業が必要であるが、以下では、九〇年代に大手投資銀行が注力した大型IPOの性格について考えてみたいと思う。というのは、公開額が年平均で四億ドルを越える（九八年モルガンスタンレーの場合）となると、IPOといっても、成長途上にある企業の新規株式公開という通常のIPOのイメージからは大きくかけ離れているからである。

4 大型IPOの性格

中堅投資銀行のIPOが三、四千万ドルあたりに集中しているのに対して、大手投資銀行のそれは平均で一億五千万ドルに達する。超大型案件が扱われているためであるが、そのため一件あたりの平均引受け額が大きくなり、かつ、そうした案件はコンスタントには生じないため、年ごとの引受け額のばらつきが大きくなるのである。そして、額の大きさだけでなく、その業務の性質においても、こうした案件は、中堅・地方投資銀行が手がける通常の株式公開とは異なった業務と考えるべきであろう。というのもそこでは、新興企業の株式公開というよりは、大企業から分離（スピントフ）された一部のIPOや、（米国よりも外国を中心とした）民営化企業のグローバルな株式公開業務が中心となっているからである。例えば、昨年公開されたコノコ社（Conoco）の場合、公開額四四億ドル、引受け手数料は一億五八〇万ドルというIPO史上最高の大型案件であったが、この一件で主幹事のモルガンスタンレー・ディーンウィッターは昨年一年の同社のIPO引受け手数料収入の四五%を稼ぎ出している。しかしこれは、中小企業が成長して公開を果たしたというものではない。それならこうした超大型案件とはならない。このIPOの内容は、総合化学メーカーデュポン社がライフサイエンス部門に注力するため、そのエネルギー部門（コノコ）を切り離した⁽⁵⁾というものであった。こうしたスピントフ型のIPOの引受けは、それ単独のビジネスというより、大企業のリストラクチャリングへのアドバイス業務の一環として行われるのが普通である。したがってそれはむしろMA関連業務に近いビジネスと見るべきであろう。

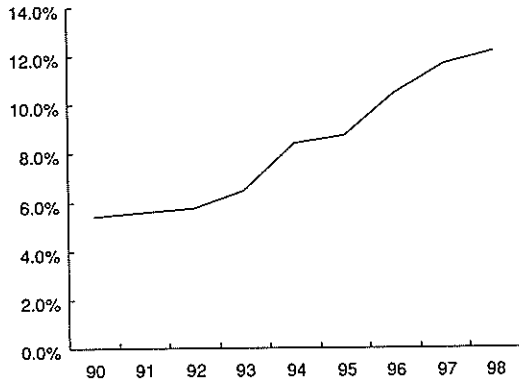
また、国営企業の民営化は、途上国に対するIMFの構造調整、あるいは大きくは冷戦の終結をも背景に九〇年代にますます広まったが、大手投資銀行は、そうして生まれる公益企業などのグローバルなIPOを取り扱っている。民営化企業は巨大企業であるため、途上国の証券市場だけでは吸収しきれない。例えば、九三年にCS

図4 NYSEの収入構成



(出所) NYSE, Annual Report 各号より作成。

図5 外国企業のシェア (対全NYSE上場企業数)



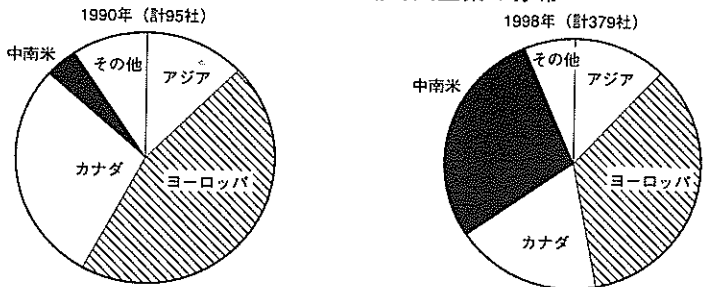
(出所) NYSE, Fact Book 各号より作成。

5 大型IPOとNYSEの国際化

ファーストポストンとメリルリンチが引受けたアルゼンチンの元国営石油会社YPF社の公開額は一二億ドルに達し、それはアルゼンチンの株式市場の時価総額の三六%に相当するとい⁽⁶⁾う。そこでこうした大企業の株式公開は、ニューヨーク証券取引所(NYSE)他、グローバルなIPOとなり、その主幹事の多くを米国の大手投資銀行が占めるのである。こうした民営化企業のIPOが、まだ記憶に新しい九〇年代のエマージングマーケットブームのコアをなしていたのである。そして、こうした業務では、巨額の資本力だけでなく、世界規模のネットワーク、IMFや各国政府との強いコネクションが大きな意味を持つてくると推測される。大手三社が、IPOランキングで圧倒的な強さを示すようになったのはそのためである。

民営化企業のIPOを取引所の側から見てみよう。NYSEの収入構成(図4)を見ると、空前の活況が続いているにもかかわらず取引手数料収入は伸びず、NYSEはむしろ発行市場(上場賦課金)で稼いでいることがわかる。しかも、上場企業の中で外国企業の占める割合が九〇年の五・四%から昨年には一二・二%にまで上昇している(図5)。最近、NYSE(やナスダック)の世界戦略が注目を集めているが、その背景の一つをここに垣間みることが出来る。さらに、ここで確認しておきたいのは、NYSEに上場している外国企業は、世界的に展開している優良大企業を中心というわけではないことである。NYSE上場外国企業の地理的分布を見ると(図6)、ヨーロッパやカナダのウエイトが低下し、かわって中南米が大きく伸びていることがわかる。その多くは元国営企業が占めていると推測される。東京証券取引所に上場している外国企業が名前の知られた欧米の大企業を中心としているのと対照的である。米国ではあたかも、中南米諸国で進められてきた経済構造改革において

図6 NYSE上場外国企業の分布



(出所) NYSE, Fact Book 各号より作成。

IMFが国営企業の民営化をアドバイスし、大手投資銀行がその株式公開業務を担い、市場開設者であるNYSEが上場賦課金を手にするという、〈分業体制〉ができてきているかのようである。⁽²⁷⁾

大手投資銀行のこうしたIPOビジネスが、中堅投資銀行のそれと競争関係にないのは明らかである。単に規模が違うだけでなく、その性格が異なっているからである。九〇年代に入って投資銀行業務において「IPO」に分類されるビジネスの比重が高まったにもかかわらず、中規模クラスのIPOでは価格競争がはたらかず、反対にますます「ヘビ」への集中が進んだ原因の一つは、以上のような米国IPO市場の二極化にも存在するのではないかと思われる。

- (1) サミュエル・ヘイズ他(宮崎幸二訳)『アメリカの投資銀行』東洋経済新報社、一九八四年、井手正介・高橋由人『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社、一九七七年、小畑二郎『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社、一九八八年、Riva Atlas, "The bulge racket", *Institutional Investor*, Jan. 1997、遠藤幸彦『ウォール街のダイナミズム』野村総合研究所、一九九九年。
- (2) *op. cit.*, "The bulge racket".
- (3) 業界誌のある記事は、現在の引受け業者が生き延びるためにやらねばならない

だけ多くの案件にcomを付けること、(第二に)できるだけ多くのキャッシュ、最低でも五億ドルを調達すること、(第三に)既に公開されている優良企業から新しい超優良銘柄を削り取ること、(第四に)国有的情報通信会社を民営化すること、である。やっではないけないのは、それ以外のことすべてだ(Investment Dealers' Digest, Jan. 11, 1999, p.19)つまり、IPOのターゲットを示すキーワードは、インターネット、大型、スピンオフ、民営化通信会社の四つだけだろうか。

- (4) *Investment Dealers' Digest*, Feb. 1, 1999, p.19.
- (5) 九八年五月十一日付デュポン社プレスリリース (www.dupont.com) より。
- (6) Ivan Cinton and Peter Schoenke, "Roosting for Another Record Year for IPOs", *Investment Dealers' Digest*, Feb. 21, 1994, p.15.

(7) 民営化を扱った論文がNYSEのワーキングペーパーとして発行されるのも、こうした文脈で理解することが出来る。

William L. Megginson and Jeffrey R. Netter, *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, NYSE Working Paper 98-05, Dec. 1998.