

ポストビッグバンの 投資銀行業務の在り方について

川 村 雄 介

要 旨

金融環境の激変の中で、規制緩和、IT革新の進展したポストビッグバンの投資銀行業務に期待されるのは、発行体、投資者双方に対するトータルな財務ソリューション機能である。

伝統的引受業務のうちデット引受については、従来にも増した精緻な市場分析と条件決定の適確さに加え提案能力と販売力がポイントになる。また、IT化に伴ってネット起債への対応も必要である。エクイティ引受に関しては、新規公開業務への注力、条件決定能力の涵養、グローバル・オファリングへの対応、販売力の強化とともにここでもネット・ファイナンスへの備えが重要課題である。いずれの業務にあっても手数料水準等の低下傾向の中で、より高付加価値のビジネス展開が望まれる。

新しい投資銀行業務については、証券化関連業務とM&A、および性格的には伝統的業務であるがIPOに注目したい。証券化関連業務では法制面の整備と銀行不良債権処理の一巡が証券化の意味内容を変質させつつあり、証券業者にとっての本格的展開を可能とする環境を作り出している。証券化関連業務は金融取引のunbundleを特徴とするが、証券業者としては再証券化とセカンダリー市場の整備が課題であるし、unbundleした各取引を再度統合していくサービス提供の意義も大きい。なお、この分野に限らず、インベスタードリブンの業務が増加しているが、これが直ちに発行サイド軽視を意味するものではない点に留意すべきであろう。

M&AとIPOは急成長分野であって、いずれも今後の投資銀行の中核業務である。前者についてはクライアントベースの拡充とクロスボーダー取引への取り組みが検討課題であるし、後者については条件決定等のレベルアップとともにリサーチ機能の充実がテーマである。

再編後の大銀行グループとの競争が予想される近い将来においては、これらを複合的に展開しつつシナジー効果を生み出すようなビジネスモデルが望まれる。

目 次

I. 投資銀行業務の変質とその方向性

II. 伝統的業務—引受業務の検討—

1. デット・ファイナンス

2. エクイティ・ファイナンス

III. 新しい投資銀行業務

1. 証券化関連ビジネス

2. 複合的投資銀行業務

I. 投資銀行業務の変質と その方向性

経済・産業構造が大きく変換し日本版ビッグバンが実行に移されている中で、わが国における伝統的な投資銀行業務は過渡期の段階から新たなパラダイムに移行しつつある¹⁾。この背景を要言すると、①金融環境を巡る大きな環境変化、②諸々の規制緩和、③いわゆるIT時代の到来、④グローバル化の進展、⑤プライマリー市場とセカンダリー市場の融合的なリンケージの進展、等である。

まず、企業金融を巡る環境変化として指摘しておく必要があるのは、資金調達における内部資金の比重増大である。1970年代の主要企業の企業金融の内訳は、内部資金がおおむね4割、外部資金が約6割であったが、次第に各企業が自己金融力を高めていく中で1990年代になると内部資金のウエイトが9割弱に上昇する反面で外部資金への依存度は1割強にまで激減している。一方、87年度—97年度の10年間で国民総支出(GDE)ベースの設備投資は38%増とこの間のGDE増加42%を下回り、特に92年度—97年度では低成長とはいえGDEが7%増となっているのに対して、設備投資は5%弱のマイナスであ

った。ここから推量されるのは、大企業についてはかつてのような設備投資原資を求める旺盛な資金調達ニーズは予想しにくく、かつそれ以外の必要資金の過半は内部資金で賄うという構造である。

今ひとつのポイントがいわゆる間接金融から直接金融へのシフトである。1970年代の企業資金調達の内訳は、借入れが3割強、社債・株式が1割強であったが、1990年代になると借入れの割合が1割を切る反面で、社債・株式の比重はおおむね2割に著増している²⁾。

加えて、株式持合いの解消といわれる企業の銀行離れ、銀行の経営悪化等からのメインバンク制の弱化も見逃せない現象である。

これらの点から、企業の外部調達に関しては証券発行が借入れにとって変わっていくことが想定されるものの、大企業についてはその積極的な外部調達ニーズ自体が減少しているものと考えるべきであろう。今後、大企業は企業戦略としての事業再編・リストラクチャリングやゼロからの投資に替えての既存企業・事業の買収・提携等に注力していくものと予想される。ただし、これからの産業の担い手として期待される中小規模のベンチャー企業についてはそのファイナンスニーズの高まりが期待され、資金調達の主流は直接金融、とりわけエクイティ・

本稿執筆にあたっては、大和証券SBキャピタル・マーケット株式会社、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社、野村証券株式会社の関係者をはじめ証券会社、銀行の多くの先達から貴重なご示唆をいただいている。ここに篤く御礼申し上げる次第である。なお、言うまでもなく、本稿の内容・検討結果の責任は筆者一人に帰すべきものである。

ファイナンスを中心としたものとなろう。従って、投資銀行業務は、大企業の事業再構築戦略に応えるサービスの提供とIPOへの積極的関与に軸足を置いていく必要がある。

次に規制緩和であるが、周知のようにここ数年、金融・資本市場の自由化、規制緩和措置が次々に実行されている。投資銀行業務に関連したものだけでもその規制緩和は広範多岐にわたっており、数年前とは様変わりになっている。いわゆる証券化関連の一連の法手当てを始め、投資信託制度や決済、新市場関連の整備が行われたのみならず、商法、証券取引法、銀行法、独占禁止法の改正も実施されている。これらによって、銀行・証券会社双方の業務分野の拡大・多様化と有価証券概念の拡大、金融持株会社の解禁、また株式委託手数料を始めとした諸手数料の自由化も実施に移されている。投資銀行業務について新たなビジネスモデルの構築が不可欠の重大テーマとなってきたのである。

第3に、高度情報化社会への技術進歩とインフラ整備が急速に進み、取引のコンピュータ・ネットワーク化と商品開発のレベルアップが投資銀行業務の要になってきている。すでに1970年代からコンピュータ技術革新は日進月歩であったが、1990年代にはハード面でのダウンサイジングや演算スピード、容量の格段の進歩に加え、ソフトウェアの高度化と使い勝手の改善が眩目すべきテンポで進められている。

コンピュータは今や通信・情報の手段と計算・分析の機能が結びつき、商品開発能力を飛躍的に高めたのみならず、グローバルなマーケットをネット上に現出させるにいたっている。デリバティブや証券化関連業務は無論のこと、伝統的証券のプライシングや募集・売出業務にも高度情報化への対応が不可欠となってきてい

る。顧客ごとのきめ細かいオーダーメイド商品の提供もこの分野の発展に負うところ大である。また、いわゆる金融業務のunbundlingは、先述した企業金融の構造変化と規制緩和によって胎動していたものが、IT技術の加速度的発展によってさらに促進させられている。なお、投資銀行業務の高度情報化は、他のビジネスにおけるのと同様に、コストの低減、先行者メリットの拡大をもたらすと同時に、新商品・新業務のライフサイクル短縮化を招来するものである点に注意を要する³⁾。今後の投資銀行業務にとって、高度情報化への取組みは業務遂行上、欠くことのできない要請であり、これへの投資、開発能力がこの分野の帰趨を制するといっても過言ではあるまい。

第4がグローバリゼーションである。国内顧客がグローバル化しているのみならず、グローバル・スタンダードを自ら生み出している海外の投資銀行との競争にさらされる時代となっている。また、金融仲介手段や金融商品、さらにはマーケット等のファシリティもグローバル化している。今日までのところ、日本のホールセール証券会社のグローバル化は10年間近い業績低迷、次段階のビジネスモデルへの逡巡等から、海外業者に遅れをとっていることは否めない。グローバル化への対応はIT対応と同様に中途半端なレベルは許されない。グローバルハウスとして発展する道を選択するのか、ローカル業者に留まるのか、向こう2、3年以内に戦略を明確にする必要に迫られているものというべきである⁴⁾。

これらの与件のもと、第5に、従来型のプライマリー市場とセカンダリー市場を峻別する発想のみでは、今後の対応に行き詰まる恐れなしとしない。すなわち、プライマリーの発行条件

等は常にセカンダリーを意識したものでなければならず、またセカンダリーに対しての良質の投資物件を提供しうるプライマリーにおけるオリジネーション、業務開発能力が重要となる。このような両市場のリンケージはかねてから存在していたが、上述の諸環境の急進展は二つの市場への連続的関与をいっそう強めていくものと理解すべきである。この点は投資銀行業務の先端分野のみならず、伝統的分野においても組織・人事対応上、非常に重要なテーマを提示するものである。

以上の諸点から導き出されるのは、従来型のリレーションシップ・マネジメント (RM) を中心とするいわゆる法人総合取引の比重低下と広義の金融業務のunbundleであり、ITを駆使したディールバイディールの対応の重要性増大とインベスタードリブンの視点の大切さである。そのうえで、各業務のシナジー効果を生み出しうる複合化 (re-bundle) を実現していくことが重要と考えられる。今後の投資銀行業務のコアコンピタンスは、かかる変化を先取りもしくは即応したところに求められよう。より高付加価値の業務開発能力と真に質の高い提案能力が問われていくことになる。換言すると、投資銀行業務を「オリジネーターとインベスター双方に対するソリューションビジネス」として明確に位置付けることが重要なのである⁵⁾。

こうした問題意識のもとに、本稿では伝統的業務の再検討と新しい投資銀行業務の象徴として、特に証券化関連業務に焦点を当てた検討を行っていくこととする。

なお、投資銀行業務の検討はその業務内容とともに、組織論、人事論からのアプローチが不可欠であるが、本稿では紙幅の関係もあり前者の分析に留めた。後者については、遠からずそ

の検討結果を発表していく所存である⁶⁾。

Ⅱ. 伝統的業務

—引受業務の検討—

超低金利政策が継続されている環境下、普通社債が大量に発行されるとともに、株式等のエクイティ・ファイナンスも98年暮ころを底に増加に転じている。

他方、一連の規制緩和と競争激化で引受手数料はデット、エクイティともに全体としてみると低下傾向にある。引受業者にとっては、従来にも増して不断の注意深いマーケットウォッチと適確なプライシングなしには収益を上げ得ない状況になっている。加えて、付加価値が高く顧客ニーズに合致した高収益分野への注力も重要課題といえる。

また、外資系証券業者が市場におけるプレゼンスを高めるとともに、99年10月からは銀行系証券会社によるエクイティ引受が解禁された。

1. デット・ファイナンス

国内普通社債の発行は、規制緩和の進展、金融制度改革等に伴う新規参入の促進、超低金利政策の持続、の3者が相俟って、96年度以降大量発行が続いており、98年度は11兆円弱と過去最高額に、既発債の償還が一巡し前年比減となった昨年度でも約7兆6000億円と史上3番目の水準となっている⁷⁾。

普通社債は、従来の電力債を主力とする市場がより多様な発行体が参加するものに変ってきている。

最近の普通社債発行状況からは、引受証券会社に対して少なくとも次に記す3点のインプリケーションを見出すことができる。

表 1

金額単位：億円

		発行企業別		総計	年限別				格付別			
		電力等	その他		短期	中期	長期	超長期	AAA	AA	A	BBB
91年度	金額	18,550	5,517	24,067	2,050	3,647	18,370	0	21,820	1,600	397	250
	件数	43	19	62	5	12	45	0	52	6	2	2
92年度	金額	22,650	15,550	38,200	9,390	7,000	21,810	0	28,260	5,600	4,300	40
	件数	46	60	106	28	25	53	0	59	21	25	1
93年度	金額	15,100	15,090	30,190	9,910	13,880	3,700	2,700	18,900	6,760	4,020	510
	件数	30	59	89	30	43	12	4	39	22	25	3
94年度	金額	16,350	16,200	32,550	6,690	16,980	4,330	4,550	17,780	8,450	4,890	1,430
	件数	36	81	117	42	53	13	9	42	26	39	10
95年度	金額	17,050	39,986	57,036	6,306	32,405	9,975	8,350	21,100	17,950	14,546	3,440
	件数	34	233	267	43	177	30	17	40	81	115	31
96年度	金額	13,900	42,796	56,696	7,196	29,090	14,110	6,300	17,250	22,476	14,780	2,190
	件数	32	344	376	72	224	59	21	51	140	149	36
97年度	金額	20,350	69,144	89,494	11,381	31,033	31,980	15,100	29,600	35,899	23,435	560
	件数	45	520	565	123	247	151	44	91	231	233	10
98年度	金額	23,200	82,295	105,495	21,745	39,875	34,405	9,470	32,030	41,750	31,370	345
	件数	62	575	637	160	297	145	35	85	233	312	7
99年度	金額	15,230	60,315	75,545	17,275	30,930	24,390	2,950	19,690	21,880	27,755	6,220
	件数	53	378	431	112	190	116	13	66	100	211	54

(条件決定ベース)

※電力等にはNTT、東京交通債券を含む。

※年限の短 期＝1～4年

中 期＝5～7年

長 期＝8～12年

超長期＝12年超、である。

出所：ディールウォッチ

大和SBCM

ブルンバーク データより作成。

(1) 概況

(i) 一般事業債

ここでは、伝統的な主幹事関係が発行体の事情に即した精緻な提案、プライシング、手数料設定が重視される傾向を強め、この点から流動化している点に留意しておくべきであろう。銀行社債の発行にあたってすらも、当該発行銀行系列の引受業者は相当に厳しい交渉を求められており、提示条件次第では非系列が主幹事になる可能性も否定されていない。将来的には、事業債、銀行社債、さらには電力債を問わず提案能力が引受競争にとってコアになっていくことはほぼ確実であろう。ここで今一つ無視できない要素が販売力である。マーケットを把握することとは、最終的には投資家を発掘していくことである。事業債等の引受にあたっては、いか

に幅ひろく投資家を把握しているかという販売力の強弱が大きく作用する。

(ii) 個人向け社債

次に個人向け社債への対応である。98年度以降、普通社債全体に占める個人向け社債の比重が急速に高まっている⁸⁾。個人向け社債について最も重視されるのは、リテール販売力である。この点、全国的に幅広い店舗・販売網を有する伝統的証券会社、特に大手証券会社が有利であ

表 2

単位：億円

	個人向け社債	構成比	総社債発行額
1995年	2,700	4.7%	57,036
1996年	2,850	5.0%	56,696
1997年	2,720	3.0%	89,494
1998年	8,270	7.8%	105,495
1999年	12,240	16.2%	75,545

出所：大和SBCMデータより作成。

る。広範なリテール販売網のない銀行系証券会社は、シンジケート団や販売団に友好・銀行系列のリテール特化型の中小証券会社を加えることで対応しているが、全体的には大手3社が圧倒的な実績をあげている。また、この分野では、相当金額のBBB格レベルの発行が行われているが、このような銘柄に対するプライシングには周到な検討を要するのみならず、個人投資家向けという特性から発行体への積極的なディスクロージャー指導や顧客へのより慎重な勧誘態度が求められている。

なお、個人向け社債の引受手数料は一般にリテール販売のコスト・手間を考慮してホールセールディールより高めに設定されている。募集期間も2週間程度とホールセール向けより長い。これらの点からは、個人向けはホールセール向けに比べて高収益でリスクセンシビリティが低いと考えられがちであるが、リテール販売では長期間、地道で目細かい営業活動を必要とし、現状のホール・リテールの手数料較差がこうした営業コストの差を十分反映しているものか否か、疑問なしとしない。また、募集期間の長さがリスクの大きさと同義となりうる。満期前の転売も容易ではない。証券会社のリテール戦略としては、競合商品としての投資信託等との関連に留意しながら、また自社の販売力やセカンダリーのプレースメント力を勘案しながら推進していく必要があるものといえよう。

(iii) 低格付社債

これについては3点指摘しておく。一つは、相応のスプレッドをのせることで一定ロットの起債が可能になったため、銀行系証券会社によるターゲット的な取り扱いも散見されるようになったこと、いま一つは上述した個人向け社債とリンクする部分が多いこと一伝統的証券会

社が相対的に有利一、そして第三がリパッケージ的な一種の仕組み債券の工夫である。これはディールバイディールで高収益をあげうる分野であるが、そのためには、周到なリスク管理とクレジットアナリシスが不可欠となる。

(2) 銀行社債の発行

規制緩和との関連で注目された起債は、普通銀行による国内普通社債の発行解禁である。99年秋から普銀による国内普通社債の発行が認知され、99年度中に普通銀行による普通社債の発行額は1兆300億円に達した。

各銀行は今後とも継続的な発行を予定しており、発行額の大きさから判断すると早晚銀行社債の流通市場が形成されていくものと予想されるところ、かかる状況が、既存の金融債市場に対して大きな影響を及ぼすことは間違いなく、引き続きその動向に注目していく必要がある⁹⁾。

(3) 手数料の変化

引受手数料は、全体としては大幅な引き下げ傾向にあるが、発行体の格付けによっては逆に引き上げも行われている。

AAA格社債の手数料は、ほぼ全年限で引き下げられてきている。高格付け債の発行市場では、引受証券会社間の競争が激化しており、実勢から乖離したビッドも散見される中で、手数料引き下げについて業者サイドは是非無く受容せざるを得ない状況にある。従って、わずかのプライシングミスが引受損益に重大な影響を及ぼすことのみならず、シンジケート団内の販売力の弱い業者からの応諾拒否や玉の返還による募残の積み増し問題も発生しかねない。また、これらにより最近では、シ団社数の絞込みの傾向が強くなっている。

他方、低格付け債の分野では手数料の引き上げが行われている。BBB格クラスの社債、とりわけ個人向け社債では、慎重かつ徹底した引受審査と投資家に対する入念なリスク説明を要し、かつ販売コストも高い。また、ホールセール向けにあっても、機関投資家のポートフォリオ基準に合致しないケースが多いため、通常の社債に比べて相当の販売努力を必要とする。これらの点から、傾向的に低格付け債にあつては、引受手数料の引き上げが行われたのである。

以上のように、社債の信用リスクに応じた手数料較差が定着しており、引受業者としては、1) 高格付け社債におけるタイトなプライシングに耐えうる販売力と機動的・弾力的な起債方式の選択、シ団運営 2) リテール販売網の整備・強化、が今後とも重要課題となろう。

(4) インターネット起債

2000年1月、アメリカのフレディ・マック債の主幹事は、起債にあたりプライストークからディスクロージャー、販売に至るまでをインターネット上で行った。いわゆるネット起債の誕生である。その後、他の大手引受業者も次々にネット起債を開始し、1月だけでもファニーメイ債100億ドル、世界銀行30億ドル、OTE 8億ユーロ、アルゼンチン4億ユーロと同月の合計ネット起債額は邦円換算で約2兆円あまりにのぼった。ネット起債は株式のブローカー取引で盛行するネット取引の動向に照らしても早晚導入が予想されたものであり、メリットとして起債の迅速化、投資家のより正確かつ広範な把握、起債作業効率の向上が図れるものと考えられていた。フレディマック債以降の成功はかかる予想の正しさを証明したのと言えよう。

ネット起債は我国でも注目され、証券各社の

検討が進められていたが、2000年4月、大和証券SB・キャピタル・マーケット（大和SBCM）主幹事の住友銀行第3回債（5年、発行額1000億円）において、国内初のシンジケート作業に限定したインターネットを活用した起債が実施された。具体的には、シ団のプライストーク集計、発行条件の登録、シ団の販売希望額の集計、販売分担額の連絡、追補目論見書の登録（ファックスを併用）、募集開始時刻の連絡、募集完了の確認、均一価格リリースの連絡の諸作業をネット上で完結させたものである。この方式は発行体にとってはプライストークの状況をネット上で瞬時に確認できるメリットがあるほか、シ団メンバーに対しては主幹事からの起債連絡・情報の受け取りが時間的に公平となる、起債手続きの時間が短縮され引受リスクが軽減される、といった利点を与えた。さらに主幹事にも起債作業の時間短縮による引受リスクの軽減および起債事務の簡素化というメリットをもたらした。

なお、6月には政策投資銀行が日本の政府保証外債として初めて欧米市場でネット起債を実施している。これは国内法に準拠した発行ではないが、今後に大きなインパクトを与えるものと考えられる。ちなみに同債の主幹事証券会社は外国業者であった。

このような動きのなかで、5月には証券取引法の一部改正が行われ開示用電子情報処理組織による手続きの特例が設けられた。改正法は2001年6月から順次施行される予定であり、わが国でも本格的なネット起債のための法的枠組みが整備されたものといえる。

将来的にネット起債が拡大していくと広範な伝統的販売ネットワークを持たない業者にも大きなビジネスチャンスが生まれうる反面で、引

受手数料の一段の引き下げや実質的な直接発行を招来する可能性もある。かかる事態の下では、クレジットアナリシスやリサーチ力の強弱がこれまで以上に重要視されていこう。当面は従来型の起債方式とネット起債が並存することが予想されるが、遠からずネット起債が引受業務と仲介業者の在り方を一変させる可能性も否定できないものと考えられる。

(5) 今後の課題

公募普通社債引受業務に関しては、まずもって先に指摘した精緻なマーケット分析に基づくプライシングの適確さ、販売力の強固さ、提案能力の向上等に加え、円滑な募集・販売体制の確立が重要課題である。マスセールスを前提とする公募社債引受ビジネスは、引受手数料が趨勢的に低下していく傾向の中で、実態的にはセカンダリーのディーリングビジネスに近づきつつある。現実には円滑なディールにあつては、実質募集時間は数十分である。また、高格付発行体は、引受業者のセカンダリー収益を勘案して低い引受手数料を要求している側面もある。しかもネット取引が頻繁に行われるようになると、かかる傾向がより促進される可能性も高い。引受業者としては、迅速・低コストの引受販売体制を整えていく必要がある。

相対的に高収益のMTNビジネスや、ターゲットディールへの注力、さらには高付加価値の仕組み的債券の開発も不可欠である。

加えて、電子取引化に即応するためには、引受サイドのみならずセカンダリー部門、販売部門の体制整備や決済系の対応も十分でなければならない。

また、国際的なデット・ファイナンスでは、一部のサムライ債を除いて本邦証券業者は外資

から相当のビハインドに後退している。特に、グローバル・オファリングについてはほとんど実績をあげられていない。先述したように顧客とマーケットがグローバル化している今日、伝統的分野でも本格的な引受・販売体制の整備が望まれるところである¹⁰⁾。

かかる状況に円滑に対応するためには、人材の確保・育成とともに、各業務の担い手を組織上どう位置付けるか、が重大テーマとなる。

2. エクイティ・ファイナンス

1999年度は、事業会社による株式時価発行の増加により、国内エクイティ・ファイナンスは96年度以来の高水準に、株式のみをみると1990年代で最高額の7468億円であったが、資金調達ニーズは企業群によって相当の違いをみせた。端的には、株式公開後の期間が比較的短い企業のファイナンスが盛んであった半面、公開後、時日を経た成熟企業にあつてはエクイティ・ファイナンスよりもデット・ファイナンスへのシフトがみられた。また、銀行系証券会社によるエクイティ取り扱いが、99年10月より解禁され、その動向も注目されている。さらに、最近においては、相応の規模のエクイティ・ファイナンスで、グローバル・オファリング指向がみられ、これへの対応状況も引受業者にとって重要課題となっている。

(1) 発行企業の特徴

99年度の株式公募・売出では、最近5年以内に新規公開した企業によるものが件数、銘柄数で大半を占め、金額ベースでも32パーセントに達している¹¹⁾。さらに、JR東日本、NTTの各売出(JR5216億円、NTT1兆2162億円)を除外すると、これら新興企業群は金額でも64パーセン

表 3

		件数 (%)	銘柄数 (%)	金額 (%)
(1)	1999年度実績	268 (100)	190 (100)	35,163億円 (100)
	内1995年4月以降の公開銘柄	194 (72)	113 (59)	11,341億円 (32)
(2)	(1)よりJR東日本、NTT売出しを除いたもの	266 (100)	188 (100)	17,785億円 (100)
	内1995年4月以降の公開銘柄	194 (73)	113 (60)	11,341億円 (64)

出所：日本経済新聞、ブルンバーグ、大和SBCMデータより作成。

トのシェアになる。99年度における株式発行が
かかる新興企業をリード役として推移したことは
明確であり、他方成熟企業の多くは1. で述べ
たデット・ファイナンスにシフトしてきている。
こうした姿は既にアメリカでみられている
現象であり、日本においても成長企業の資金調
達はエクイティで、成熟企業の資金調達はデッ
トで、というパターンが定着しつつあるものと
考えられる。

(2) 銀行系証券会社の参入

99年10月より、いわゆる日本版ビッグバンの
一環として、銀行系証券会社によるエクイティ
引受業務が解禁された。関係各社は事前に人
員・組織の強化、勧誘にいたらぬ限度でのマー

ケティング等に注力した。いまだ参入から間
もなく、明確な結論は導きにくいだが、既公開、
新規公開、転換社債等のいずれもメジャープレ
イヤーとはなっていない。株式関連の引受シェ
アは銀行系証券の合計でも1, 2パーセント、
従来から従事していた転換社債等のシェアは相
対的に高いもののそれでも5パーセント強にす
ぎない¹²⁾。銀行系証券の社債引受分野への参入
が短期間に相当の成果をあげたことと対照的で
あった。

エクイティ・ファイナンスにあつては、その
投資家の主力は個人投資家であり、概ね70～80
パーセントがリテールサイドで消化されている。
従って、リテール販売網を有しない銀行系証券
会社にとっては、現状の販売体制、販売方法を

表 4 銀行の証券子会社のエクイティ引受実績

既公開（店頭経由上場除く）

	銘柄数	調達額 (億円)	引受額 (百万円)						
			大和	野村	日興	3社シェア(%)	銀行系	シェア(%)	その他
1999年4月	8	459	3,130	10,308	5,595	41.48%	0	0.00%	26,853
1999年5月	7	395	4,429	16,505	3,828	62.69%	0	0.00%	14,739
1999年6月	10	453	4,687	22,967	7,848	78.39%	0	0.00%	9,785
1999年7月	16	6,105	71,894	249,871	75,400	65.05%	0	0.00%	213,345
1999年8月	27	1,112	15,048	56,278	13,840	76.56%	0	0.00%	26,068
1999年9月	20	1,622	20,692	44,388	51,606	71.95%	0	0.00%	45,488
1999年10月	23	1,437	8,499	54,571	7,965	49.43%	1,261	0.88%	71,419
1999年11月	27	13,777	189,001	205,633	448,221	61.18%	7,257	0.53%	527,560
1999年12月	12	746	9,703	40,724	6,537	76.36%	2,257	3.03%	15,377
2000年1月	11	1,226	18,308	13,503	51,887	68.27%	731	0.60%	38,128
2000年2月	35	2,547	53,298	68,928	72,271	76.36%	3,241	1.27%	56,981
2000年3月	17	760	9,293	33,224	16,464	77.61%	1,893	2.49%	15,111
合計	213	30,639	407,981	816,899	761,462	64.83%	16,641	N.A.	1,060,855

※銀行系証券は10～3月期において、約0.81%のシェアを占めている。(11月の調達額にはNTT第5次売出を含む。)

出所：日本経済新聞、ブルンバーグ、大和SBCMデータより作成。

採用しているのみでは、今後の伸びにも限界があるものと思われる。この点では、銀行再編による関連・系列証券会社の統合等による影響が焦点の一つになっていこう。

(3) グローバル・オフアリング

1999年度においては本邦企業の海外公募・売出しを伴ういわゆるグローバル・オフアリングが24件、約1兆円に上った。金額的にはJR東日本とNTTの2本がほぼ半分を占めたが、実施企業は銀行、ノンバンク、メーカー、ソフト関連企業と広範にわたっている。グローバル・オフアリングでは、一般的には国内外を複数のトランシェに分け、各トランシェにブックランナー(リジョナル・ブックランナー)を置き、全体のブックを一元管理して当該ディールを取りまとめるグローバル・コーディネーターを設置する。需要の把握方式としては、ブックビルディングを採用している。また、ブックビルディングの実施に際しては、仮条件を決定するためのプレマーケティングを行うことが多い。これは、ブックビルディングに先だって仮条件(一般的にあるゾーンもしくは複数の価格帯である)そのものの決定に、より正確な市場マインドを反映させるために行われるものである。さらに、多岐にわたる投資家層ごとに精緻なダイヤモンドを把握するため、一般投資家と機関投資家で別個にブックビルディングを実施し、後者については個別投資家を明らかにしたうえで指定した配分を行うトランスベアレンシー方式が採用されている。なお、グローバルなブックの集計・管理を効率的に遂行するため、最近では国内業者でもブックビルダー等の専用ソフトウェアを設置するようになってきている。

このようなグローバル・オフアリングのグロ

ーバル・コーディネーターの権限・責任と収入は非常に大きく、今後のエクイティ・ファイナンスの枢要な収益源になっていくものと予想される。

(4) 電子オフアリング

デットファイナンスでも言及した、インターネット等の電子媒体を活用した公募・売出しはエクイティ・ファイナンスにおいても具体的スケジュールに上ってきている。この分野は1996年以降、すでに米国で広く実施されているが、日本においても先に述べた証券取引法改正による制度基盤整備が行われたところである。ネット・オフアリングをコアコンピタンスとする米系業者の日本国内展開が本格化しているほか、自らのIPOをネットで実施する証券会社も現れており、既存の引受業者もこの分野における確な対応が不可欠となってきた。なお、ネット・ファイナンスの普及は競争上、コスト上、引受手数料の低下に直結しうる点に留意を要する。

(5) 引受業者の課題

エクイティ・ファイナンスの手数料は、この数年間、全体的には5パーセント強と然程に大きな変動は見られないが、一時期高収益であった大型のグローバル・オフアリングの手数料は傾向的に低下している。この分野においても伝統的業務の手数料水準低下と競争激化・発行体のノウハウ蓄積により、高手数料水準の維持が難しいものとなっている。

このような中で、引受業者として取り組むべき主要課題は、①新規公開営業の強化、②精緻なブライシング能力の涵養、③グローバル対応、④販売力の強化、である。若干、敷衍しておく。

先述したように、今後エクイティ・ファイナンスの主力となるのは公開後間も無い企業群であるものと考えられる。従って現在のIPO業務の成果が数年後のエクイティ・ファイナンスにただちに影響する。新規公開営業の巧拙がこの分野の成果を決定づけるものと言うべきであろう。次に、ブックの広範な正確性、DCF等によるプライシングの納得性、オプション理論に基づくプライシングの精緻化等、優れた人材とシステムをいかに確保・充実していくか、特にグローバルに通用しうるかかる社内インフラの整備、が喫緊のテーマである。さらに、グローバル取引との関連では、国内業者の海外からの撤退による大きな影響が出てきており、現状では外資系業者や外資と提携した業者の優位性が目立ってきている。今後、グローバル・オフリングは大型案件に限らず普及していくことが予想され、また、セカンダリー市場のグローバル化が加速している状況下で、プライマリー市場も一層かかる傾向を強めていくものと考えられる。日系各社はグローバル・ハウスとして残るのか、ローカル業者に徹するのか、の選択を迫られているものと言うべきであろう。最後に販売力の強化であるが、これは特に外資系、銀行系などリテール販売力の弱い証券会社にとって重要課題である。銀行の再編・統合により関係証券会社のリテール販売力強化が見込まれるが、単純な「足し算」とならないところにこの課題の困難性があり、より統一的な販売体制と戦略の構築が急がれるべきであろう。ただし、いわゆるネット・ファイナンスが定着するようになると、この面の弱さは相当程度、補完される可能性もある。なお、分社化等を採用した各社については、リテール部門との協業を再検討しておく必要があるものと思われる。

(6) 小結

投資銀行業務は、いわゆるソリューション・ビジネスとして位置付けられるが引受業務もその例外ではない。企業金融に対する高度で精緻な調査・分析・提案能力が従来と比較にならないほど不可欠の要請となっているのみならず、こうしたアドバイザー能力は社債、株式等の個々の引受業務単独ではなく、Ⅲで検討するように顧客発行体の資本政策全般にわたる、M&Aやストラクチャード・ファイナンスをも勘案したレベルのものが求められている。

従来の株式持合い構造等の伝統的かつ基本的に日本国内に閉じた取引社会にあっては、発行企業との取引関係—たとえば株主関係や「営業協力」の濃淡等—が引受業務についてもきわめて大きな影響力を持っていたが、かかる固定的幹事関係は急速に流動化しつつある。従って今後はグローバルな広がりを伴う財務ソリューション能力がいっそう問われると考えるべきであろう。

また、各手数料は長期間の固定・高止まりを許されまい。投資家サイドの情報化、高度化も急速である。競争が激化するなかでは、マージンの低下と商品スキームのライフサイクル短期化は不可避となる。かかる観点からは、特に債券引受にあっては従来のリーグテーブル最重視のスタンスが変化する兆しもみられている¹³⁾。いずれにしても、不断のソフト、ハードの開発と広範強固な販売力が引受業務におけるプライオリティとなることは確実であり、こうした努力や投資に耐えられない業者は退出を余儀なくされよう。

以上の観点からみると、外資系証券会社のプレゼンスが高まる中で、日系証券会社も（好決算をも背景に）大手3社中心に新たな組織・陣

容整備等の対応を急いでいるところであり、今後の動向が注目される。

Ⅲ. 新しい投資銀行業務

1. 証券化関連ビジネス

最近顕著な伸びを示し、いわゆる金融のアンバンドリングの典型として、また新たな高付加価値証券ビジネスとして、学問的にも実務的にも大きな注目を集めている分野である。

ここでは、広く有形、無形を問わず企業等の有する資産のキャッシュフローを裏付けとし、これを何らかの仕組みを活用して企業等から分離させたうえでその信用力をバックとした有価証券を発行して投資家に販売する業務を証券化関連ビジネスと位置付けておく。なお、証券化に関連して「流動化」の用語が使われるケースも多いが、本稿では「流動化とはストラクチャード・ファイナンスの一種として仕組みは証券化と類似するが、公募のセカンダリー市場を前提にしない相対的証券化」と定義づけたい。特に断りがない限り証券化には「流動化」を含めて議論していく。

かかる業務の黎明は、古く昭和恐慌下の地方銀行救済のための債権流動化策としての1931年の抵当証券法制定に遡ることが出来るし、住宅ローン債権の流動化を目的とした1974年の住宅抵当証券制度も存在した。しかしながら、いずれも間接金融に閉じた中でいわばその便法として誕生した経緯もあり、かつ証券市場の発達が充分でない状況下では米国型の証券化関連ビジネスのような発展は見られなかった。

その後、バブル期において米国的ABSのスキームの研究・紹介が盛んとなり、官民あがての検討がすすめられ、他方不動産の小口販売の手

法として擬似証券化的商品も登場した。しかしながら、これらもバブル崩壊に伴う弊害が先行し日本における証券化ビジネスの定着にはいまだ距離のあるものであった。

漸くにして日本の証券化関連ビジネスが本格的な展開を示し、証券業者のコミットメントが強くなってきたのは90年代半以降、とりわけここ2、3年間である。その要因は第一に証券化ビジネスに関連する法的整備が急速に進んだこと、第二に発行体のニーズが増大したこと、そして第三に仲介業者が海外現地法人等で相当の経験・実績を積みこの業務への練度が増したこと、である。

(1) 法制整備と発行推移

従来の証券化に際しては、法的に大きな問題点が多数存在していた。例えば、証券化の仕組みに不可欠のSPVについては実体ある会社を前提とする商法の会社法規定が障害となり、資産を背景に生み出された金融商品の多くは証券取引法上の有価証券とみなすには否定的に解釈される場合が多く、証券化にあたっての第三者対抗要件についての民法の諸規定は不十分かつ非効率であった。さらに信託法制も証券化に充分対応しているものとは言い難かった。これらの諸問題に対処するためには、既存の関係諸法の改正・手当てのほかに、証券化にフォーカスした新たな立法が望まれるところでもあった。

こうした中で、まず93年6月に特定債権法(特定債権等に係わる事業の規制に関する法律)が施行され、リース・クレジット債権の証券化を促進した。同法は公告による対抗要件の具備を認容したもので、特定債権を証券化することによりノンバンクのファンディングに資しようとするものであった。96年には同法関連の省令

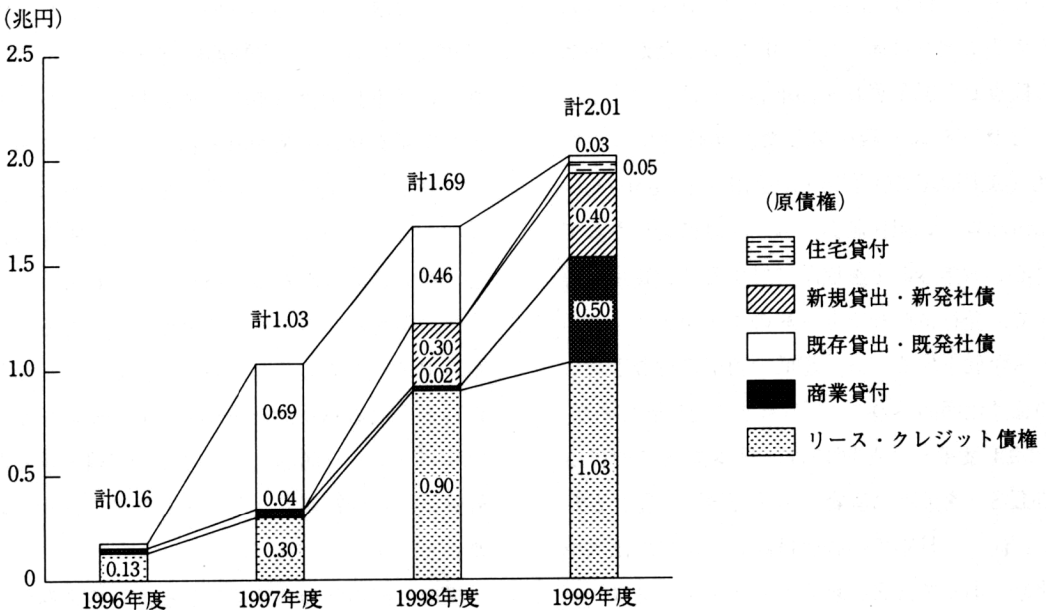
改正が行われて、日本国内におけるABSの発行が認められるに至った。この分野の証券化は同法の制定によって大きく伸び、99年度においては国内ABS発行額の約半分、1兆310億円の発行がみられている（図1）。

次に98年9月にはいわゆるSPC法（特定目的会社の証券発行による特定資産流動化に関する法律）が施行され証券化関連ビジネスの裾野を大きく拡大することとなった。特定債権法が証券化対象資産をリース・クレジット債権に限定していたのに対して、SPC法は対象を指名金銭債権と不動産に拡大し、これらを特定目的会社（SPC）を利用して流動化する仕組みを定めたものであった。オリジネーターが対象債権をSPCに譲渡し、SPCはこれらをバックとして優先出資証券、特定社債券、特定CPを発行するスキームである。同法の適用を受けるスキームでは、会社要件が簡素であり、税制上もメリッ

トを享受できる。SPC法の成立は、企業の財務体質強化のための資産圧縮ニーズの高まりの中で活用され、2000年3月末で金融監督庁に登録されたSPCの数は前年同期比6倍の39件、証券発行計画の総額は2兆円を超えた。

SPC法の成立は日本の証券化の大きな発展を期待させるものであった。ただし、同法では対象債権が比較的限定されているうえに、そもそもの立法の実質的な目的が金融機関の不良債権処理に置かれたため、不動産証券化の分野ではあまり活用されてこなかった。98年10月には、債権譲渡特例法が施行され、法人の金銭債権について民法の特例として債務者の承諾なしの債権譲渡の登記に第三者対抗要件を具備させることとなった。さらに、2000年5月にはSPC法の改正法が公布され、同年秋から施行される運びとなっている。改正法は法律名も「資産の流動化に関する法律」であり、SPCへの譲渡対象債

図1 国内ABS発行額推移



出所：大和SBCMストラクチャード・ファイナンス部データより作成

権の範囲を財産権一般にまで拡大している。SPC自体の規制も簡素化されたうえ、信託スキームを活用するための特定目的信託制度も導入された。この改正SPC法によって証券化ビジネスのインフラは一応の整備がなされたものと評価できよう。なお、同時に証券投資信託法の改正も行われ、投資信託の主たる運用対象が有価証券のみならず不動産等にも拡大された。不動産投資信託の解禁であり、この面からの証券化促進も進展が予想される。

こうした間に、実務面でも着実な発展がみられている。98年秋以降、日本リースの事業再構築に関連した証券化について、東京地方裁判所は当該証券化における原債権の譲渡を真の売却として認め、格付け機関のムーディーズは同証券をAaaとした。

さらに98年12月には新発債券を引当としたCBO (Collateralized Bond Obligation, 社債担保証券) が発行された。これは金融機関の経営危機問題から発するいわゆる貸し渋り問題対策として、低格付け企業のファンディングニーズに応えることを目途とした手段であったが、同様の観点から98年暮れ～99年春にかけてはABSが発行ラッシュの観を呈した。同時期には、約3000億円のCDO (Collateralized Debt Obligation, ローン担保証券) も成功裏に発行されている。99年春の金融機関に対する公的資金の導入で、発行体の社債発行等のファンディングニーズが低下する一方、超低金利下の投資家からの証券化商品へのニーズは高まりを見せていた。

99年度第一四半期には、日本国内におけるCMBS (商業不動産貸付担保証券) が発行された。従来、日本の不動産は高レベルの地価水準問題もあってIRRが低く、キャッシュフローから組成することを基礎とする証券化ビジネスに

は大きな困難を伴ったが、地価下落が進む一方で金融機関の貸し渋りもあったところに証券化の制度インフラ整備と仲介者の練度向上が相俟ってCMBS発行をみたものである。2000年初頭には発行者の不動産のオフバランスニーズはピークに達した。これらの結果、日本におけるABSの発行状況は図1のようになっている。また、不動産の証券化については図2に示したとおりである。

(2) 証券化関連ビジネスの意義

(i) 従来の証券化

従来、少なくとも90年代後半までの国内証券化関連ビジネスの主たるプレイヤーは金融機関であった。前述の金融の証券化略史を若干敷衍しておく、70年代～80年代半までの住宅限界金融は金融機関の、80年代後半～90年代初頭の不動産小口化商品は不動産ディベロッパーと金融機関の、90年代半以降の法的整備が進められる中の証券化はむしろ流動化に軸足を置かれ、これも金融機関中心のものであった。特に、90年代後半における金融機関経営危機とBIS対策、さらには不良債権や破綻金融機関処理のツールとして証券化的手法が取られてきたのである。

これらの「証券化」の目的を要言すれば、①オフバランス・ニーズへの対応、②融資の代替・補完にあったものであり、いずれも顧客ベースや業務範囲の中心は金融機関の主たるビジネスドメインであったといえる。また、証券化の外形を取るバルクセールや海外のSPCを使ったパッケージ商品等については実績を積んだ外資系証券会社が大きなプレゼンスを見せていた。

従前、国内証券会社はむしろ海外の証券化商品の輸入販売や¹⁴⁾、海外の現地法人を通じた証

図2 最近の国内不動産証券化

	事 例	発行時	オリジネーター	不動産価額 (億円)	不動産	主幹事	格付機関
1	ネットワークキャピタル	99.4月	住友銀行	271	全国の20支店	大和SBCM	JCR
2	高輪アパート	99.6月	東京建物	65	貸アパート	富士証券	S&P
3	サムクエスト	99.6月	住友不動産	459	オフィスビル5棟	大和SBCM/興銀証券	Moody's
4	アヴィスアセット	99.8月	三井エンジニアリング	53	倉庫	さくら銀行	JCR
5	アズチエステート	99.8月	ユニチカ	210	オフィスビル	三和証券	Moody's
6	ニューショッピングセンター	99.9月	マイカル	956	ショッピングセンター10ヶ所	パリバ	Moody's
7	スターキャピタル	99.10月	日本生命	186	オフィスビル5棟	野村証券	Moody's
8	パシフィックセンチュリー	2000.2月	パシフィックセンチュリー	73	貸アパート	ジャーディンフレミング	
9	ネオバス川崎	2000.1月	第一勧業銀行	26	オフィスビル	DKB証券	
10	大森海岸開発	2000.2月	朝日ビール	210	ビール工場	大和SBCM	JCR
11	MMプロパティーズ	2000.2月	森永製菓	250	森永本社ビル	DKB証券	R&I
12	AMCOベンチャー	2000.2月	ジャパンエナジー	739	ジャパンエナジー本社ビル	JPモルガン	Moody's
13	ネストファンディング	2000.2月	NEC	900	NEC本社ビル	大和SBCM	Moody's
14	フォレスト	2000.2月	ジャスコ	300	土地及びショッピングセンター	DKB証券	
15	M'sフォート	2000.3月	森ビル	348	貸アパート	興銀証券	S&P
16	プリムクエスト	2000.3月	住友不動産	1022	オフィスビル	大和SBCM	Moody's
17	アーバニティキャピタル	2000.3月	日本生命	177	オフィスビル	大和SBCM	Moody's
18	ミレニアムキャピタル	2000.3月	第一生命	176	オフィスビル	興銀証券	Moody's
19	共同住宅	2000.3月	スターズ	3	貸アパート	スター証券	
20	ミレニアムレジデンス	2000.3月	三井不動産	140	コンドミニウム	さくら証券	Moody's
21	レッドライオンズキャピタル	2000.3月	安田生命	190	オフィスビル、従業員寮	JPモルガン	
22	キリマンジャロ	2000.3月	伊藤忠	100	オフィスビル	日興SSB	S&P
	合 計	—	—	6854	—	—	

出所：大和SBCM ストラクチャード・ファイナンス部資料より作成

券化に従事しており、国内証券化への目立った関与は特定債権法の制定以降である。が、これも高格付けの割に大量の募残が常態化するなど、問題なしとしなかった。

(ii) 今後の証券化

元来、金融の証券化の意義は、伝統的には一つの金融取引として構成されていたトランザクションを複数の構成要素に分解 (unbundle) したうえで再構築し、新たな金融商品やマーケットを創出していくストラクチャード・ファイナンスたるところにある。こうした組成技術により発行体の企業全体としての信用リスクを分離したうえで、包括的な伝統的企業金融では困難もしくは不可能であった資産のみに着目した低コストなファンディングを行うことを可能と

すべきものである。上述した90年代央までの国内証券化の大宗が、外形こそ証券化であっても証券業者が主体的に関与すべき投資銀行業務としての本来的証券化ビジネスとは若干意味合いが異なった所以である。

特定債権法の制定・改正は、ノンバンクに対して本来的証券化による高格付け＝低コストの資金調達に道を開くものであり、証券業者の業務展開に資するものであった。その後の一連の証券化立法がかかる方向性をいっそう推し進めたことはいうまでもない。

unbundleされた取引は、大別すると、オリジネーション、ストラクチャリング、アンダーライティング (セールスを含め)、クレジットエンハンシング、に分類できるが、証券業者にとつ

ではこれらのいくつかの部分に特化したビジネス展開が可能であるとともに、全体のアレンジ・コーディネーションにも関与しうるものである。

前者に関しては、例えば不動産の証券化にあたっては、少なくとも現状では証券業者によるオリジネーションに対する積極的関与は適策ではあるまいが、金銭債権の証券化については信用補完以外のほとんどの取引にコミットしうる。

また、後者のアレンジメントビジネスこそは、発行企業の事業計画や企業コンピタンス全体を俯瞰したうえでの資金調達モデルの提供という、今後の投資銀行業務のコアとなるべき業務である。伝統的な引受業務であれ、証券化であれ、投資銀行業務は発行企業等に対する財務を中心としたビジネス・ソリューションを提供すべきものである。発行体の事業計画の端緒から関与し、当該発行体の全体的財務ニーズを汲み上げ、そのソリューションを提示・実行する方途として証券化を活用していく必要がある。場合によってはプレーンな伝統的引受業務が適合していることもあろうが、大半のケースでは複数の取引形態を提供していくべきこととなる。なぜならば、大企業の事業再構築ニーズには伝統的なbundleした金融・証券取引のみでは対応しえないからであり、ノンバンク等の低コストファイナンスには従来型の融資や引受業務では応えがたいからである。

証券業者としては、伝統的業務と証券化関連業務を有機的に結びつけながら、発行体の事業再構築ニーズ等へのソリューション型投資銀行業者として機能することで、より高付加価値のビジネスを展開していくべきこととなる。

(3) 証券化関連ビジネスの論点と課題

(i) re-securitizationへの対応

一般的に証券化における潜在的な原債権市場として注目される分野は、住宅貸付債権である。証券化が高度に発展している米国にあってはモーゲージの証券化が全ての証券化の基礎であり出発点であったし、現在においても巨大な証券化市場を形成している。日本においても住宅ローンの残高は200兆円に迫る規模であり、一見、この分野の証券化ニーズは高いように思われる。

しかしながら、証券業者としては3つの点に留意しておく必要がある。第1は、原債権の保有者は基本的に銀行等の金融機関である点である。業務規制の大幅緩和もあり、これらの金融機関は住宅ローンのオリジネーターとして存在するのみならず、自らが、あるいは関連証券子会社等を通じて、そのストラクチャリング、クレジット・エンハンシング、アンダーライティングまでをワンセットで行う公算が高い。かつての融資代替的、バランスシート改善型証券化におけるのと同様の図式が想定され、証券会社サイドからのアプローチには少なからぬ困難性が予想されるのである。第2は金融の大きな変動期における住宅貸付け債務者からのプリペイメントリスクの統計的処理法は、米国においてすらいまだに十全の技術的解決にいたっていないと指摘されていることである。そして第3は、日本の住宅ローンは米国のように超長期の固定貸し出しはほとんどなく、変動金利や10年以下の固定金利貸し出し中心である点である。すなわち、金融機関の貸し出しスタンス自体が期間リスクヘッジの可能ないわばALMとして合理的であって、米国型の借り手が無償で期限前償還の選択権を与えられているところに大きな証券化ニーズが存在する環境と異なる点である。

これらの諸点に照らすと、いたずらに住宅ローンの規模のみに注目してこの分野の証券化に大きな期待を寄せるのはいささか早計であるものと思われる。

むしろ、住宅貸付との関連では米国の政府支援機関（GSE）が発行するモーゲージ・パススルー証券をリパッケージしたCMOやREMICに大きなヒントを見出すべきであろう。これらの証券化関連商品は、ベイスルー証券の仕組みをもとに、モーゲージやモーゲージ・パススルー証券をプールしてそのキャッシュフローを一定の順序で異なるクラスの証券に割り振ることによって、いくつかの償還期限の異なる証券を作り上げるものである。1983年のFHLMC（連邦住宅金融抵当金庫）のCMOを嚆矢とする。特に、モーゲージの第一次証券化というべきパススルー証券をリパッケージするタイプはre-securitization（再証券化）に他ならない。この分野では日本においても2000年から住宅金融公庫のローン債権の証券化が開始された。同公庫の一次的証券化の引受業務そのものは、入札方式を採用したこともあってビジネスとしてはほとんど成り立たない手数料水準になっている。当面は同様のビディングが行われることが予想され、一次的証券化は証券業者にとっては魅力的な業務とは言いがたい。

そこで、今後はかかる一時的証券化商品のリパッケージ、再証券化を進め、複数のトランシェを多様な投資家に販売していくCMO的なアプローチが重要テーマとなろう。こうした一次的証券の再証券化はCBOで既に実績があるところでもあり、また一次的証券の原債権は広く金銭債権全般が対象になりうるのである。こうした展開こそが米国において次段階の証券化を加速させたものであり、日本の投資銀行業務にとつ

てもオリジネーター、投資家双方の拡散・深堀を進めうる意義あるビジネスと理解すべきである。

（ii）セカンダリー市場の整備

証券化が本格的に発展するためには、相対の資産流動化に留まらず、活発なセカンダリー市場が形成されてベンチマークが生まれ、あるいは何時でもオファー、ビッドが出されている状況が必要である。日本の証券化の販売マーケットは、実態的にはせいぜい30～40程度の法人投資家から形成されているといわれている。ABSについては、自ら組成したものに対して値付けを行っている業者は相当数にのぼるが、いまだ充分な流通市場が形成されているものとは言い難い。

活発なセカンダリー市場が形成されるためには、同類の証券化商品の発行残高が増加することとともに、当面は業者が自社組成商品の枠を越えて積極的にマーケット・メイクを実施していくことが重要である。マーケット・メイクは少なくとも当初は相応のリスクを伴いかつ手間を要し、個別のアービトラージ等の収益は別として、全体としてみると必ずしも高い収益を生み出すものではない。が、中長期的に証券化ビジネスを大きく育てていくためには、セカンダリー市場の拡充が不可欠であり、仲介業者の取り組み姿勢がその帰趨を決めるといっても過言ではあるまい。この点では大手証券の一部が他社案件の値付け業務をも手がけ始めたことが注目される¹⁵⁾。

いま一つセカンダリー市場との関連で留意すべきことは、証券化は原債権者の有したリスクを最終投資者に転嫁していくプロセッシングであり、この点に充分配慮した対応を行わなければならない点である。すなわち充分なディスク

ロージャーとこれを補完すべき商品に対する分析・説明の重要性である。証券化商品は伝統的な証券と異なり仕組みやキャッシュフローが複雑である。投資者自体に相当の審査体制が整備されていれば格別、一般的に投資の是非を判断するためには、当該証券化商品の必要十分なアナリシスが提供されなければならない。特に、今後、市場の厚みを増していくために、個人投資家の参加が重要課題となっていく中ではかかる分析・説明が不可欠となり、いわば証券化アナリストの養成・拡充が大きなテーマとして検討される必要がある。

(iii) インベスタードリブンのパラダイムとは伝統的投資銀行業務でも証券化関連ビジネスのような新しい投資銀行業務でも、従来のリレーションシップ・マネジメント中心の発行体ドリブンのパラダイムはセカンダリー市場・投資家ドリブンに変化してきていると指摘されている。いわゆるmarketizationの進展や株式持合い解消、セカンダリー発のプライシングの定着等、インベスタードリブンを促進する要件は多々あり、かかる基本認識は間違いのない方向であるといえよう。証券化関連ビジネスにあっても、(ii) で述べたように伝統的業務に劣らずセカンダリーとの係わり合いが重要であり、仲介業者たる投資銀行もこの点に十分な認識を持つておく必要がある。

ただし、「べき論」としてはこのとおりであるとしても、実際問題として直ちにRMに軸足を置いた主幹事競争の比重が小さくなるといえるかについては疑問である。大きな方向が徐々にインベスターサイドを重視したものに移っていくにしても、しばらくは発行サイドへのアプローチが相当の重きを占めることは否定できまい。もっともその場合でも、全くセカンダリーを無

視した条件設定では、ディールとして成功しえないことは言うまでもない。

いずれにしても、かつて伝統的業務でみられたようなプレースメント偏重のスタンスでは、証券化関連ビジネスが立ち行かなくなることは間違いない。組織的にも発行サイドと投資家サイドの中間に位置するような、シンジケーション部のような存在が重要になっていくものと思われる。

(iv) 投資銀行グループとしてのトータル・サービス

証券化関連ビジネスは、先述したように伝統的にはワンセットであった金融取引をunbundleし、各パーツ取引にそれぞれの専門業者が最新のIT技術の寄与で複雑な計数処理を行いながら高度なサービスを提供していくものである。これによって、従来不可能と考えられた新たな金融サービスが実現され、リスクの分有を図りつつ低コストでより合理的な投資銀行業務の展開が図れることとなった。こうしたワンセット取引の分解に、証券業者のビジネスチャンスを見出すことができるようになったわけである。

が、一方で大手証券会社は分社化や持株会社化等の手法を活用しながら、グループ経営による総合金融サービス提供者としての指向も強くみせている。傘下にはファイナンス付与・信用補完機能を有する企業や金銭債権のオリジネーター・ブローキング業者もある。従って、これらグループ各社のクオリティを高めていくことで、方法によってはオリジネーションから販売までをセットで、グループとしてトータル・サービスを提供しうる可能性もある。無論、bundleした各パーツについては、広くグループ外を含めて当該パーツを最も効率的に遂行できる業者を選定すべきであるが、(iii) で述べたRM的

観点も斟酌すると、unbundleした各業務を再度グループ全体でbundleしていくことで、財務ソリューションの一体的提供という新しい証券ビジネスモデルの構築も検討に値することとなる。ただし、こうした総合的金融サービスの提供は大規模な統合再編を進めている銀行グループの目するところでもある。いかに、投資銀行業務でかかる総合化のキャスティングボードを取れるかが、今後の大手証券グループの課題であろう。かつての銀行・証券の業際問題は、ビッグバン後においてはかかる競争状況として顕現していくことが予想されるのである¹⁶⁾。

なお、金融取引等のIT化との関連では、オリジネーション候補から投資家サイドまでのニーズをコンピュータサイト上で結びつけるようなネットワーク化も検討していく価値が高いと思われる。すでに都市銀行にあっては、ネットを活用した中堅企業向けのサポートサービスを広範に展開しているが、このような発想は証券化関連業務に対しても大きな意義を有する¹⁷⁾。中堅企業は、一方で証券化による実質発行体候補でありつつ他方では有力な投資家候補でもある。また、ネットの活用は証券化関連商品のPTSの市場の形成にも寄与しうるのであるし、従来どちらかといえばセカンダリーサイドで先行している趣のあるネットワーク化のプライマリーにおける全面的展開も進めていくべきであろう。

2. 複合的投資銀行業務

(1) M&A

世界的にM&Aの件数、金額が増加傾向にある中で、日本においても近年このマーケットは急拡大しており、投資銀行業務における重要な位置をうかがいつつある。90年代半から日本企業が関与したM&Aの件数は著増しており、特

にin-inディールの高い伸びが目立つところとなっている。規模的にも、例えば99年中には銀行再編に関連した3000億円規模の取引(in-in)や大手自動車会社への6000億円を超える資本提携(out-in)など、大型化も目立つようになっている。

加えて銘記すべきは中堅企業や店頭企業が関与するM&Aが大きく伸長していることである。93年における当該ディールは17件であったが、99年には118件に達している¹⁸⁾。

このような急成長の背景には、証券化におけるのと同様に、法制度面での整備がすすんだことを見逃してはならない。すなわち、99年には商法ならびに租税特別措置法の改正によって株式交換・株式移転制度が導入され、ノンキャッシュM&Aに大きく道が開かれたのである。

日本企業がM&Aを利用する従来の主たる理由は、リストラ策としての不採算部門の処理や連結決算対策からの子会社オフバランスにあった。しかし、近年ではこうした理由に加え、より戦略的な事業再構築策としてM&Aが活用されるようになってきた。具体的には、その意義について、「経営資源再構築の判断・実行に要するスピードの観点から、M&Aが適した手法」「成長分野の環境変化のスピードは速く、新規分野への進出はM&Aによるべき」「本業への付加価値、新規ノウハウの獲得のために必要」といった指摘が少なからぬ企業からなされている¹⁹⁾。

米国において、M&Aは投資銀行業務の中核をなすものであり、上記の趨勢を勘案すれば日本においても証券業者による投資銀行業務の主要メニューとなるべき分野である。大手証券会社を中心に、国内各地におけるホールセールサイドとリテールサイド連携によるセミナー、外交等を通じて活発な顧客発掘が進められている

とともに、外国のM&A業者やファンドと提携した事業展開も活発である。人材面でも人数・能力ともに相当の充実が図られている。ただし、クロスボーダーの超大型案件では外国業者の独壇場に近いのが実態であり、また国内の候補企業の発掘では従来からの堅固な取引関係を有する金融機関に一日の長がある。前者に関しては、相当の対策を講じても自前では追いつけない公算が高い。国内証券業者自らが外国の有力業者に対してM&Aを行っていくような対応が必要である²⁰⁾。後者に関しては特にIPO営業を通じた積極的対応が不可欠である。この点では地方拠点の人員補強とレベルアップが課題となろう。

現状の国内業者によるM&Aは基本的にはアドバイザーフィー・ビジネスである。競争激化が進めば当然フィーの水準低下を招来する。今後の方向としては、自らがプリンシプルとなるディーラー的な手法も考えられるが、極めてハイリスクである点に注意を要する。むしろ後述するような諸業務のシナジーによる高付加価値化を指向すべきであると考えている。

(2) 新規公開業務

IPOが着実に進んでいる²¹⁾。IPO業務は基本的には伝統的な引受業務のコロラリーといえる面が強く、証券化関連業務やM&Aで指摘したような意味での新しい投資銀行業務とはいえない。しかしながら、II.2.(1)で触れたように今や公開企業の引受業務の成否を帰する業務であるのみならず、インターネットの活用等でも最先端の動きを示しつつある²²⁾。加えて99年には東証マザーズが設立され、2000年4月には札証にアンビシャス市場が、5月には大証にナスダックジャパン市場が開設されるなど、公開を目指す企業の選択肢が広くなるとともに市場間競

争も激しくなっている。公開要件も緩和される方向にある。こうした中で、いわゆるネット関連バブル相場の消長が話題を集めたところでもあった。証券会社各社もIPOの体制整備を進め、この分野には相当に注力しているが、今後とも、1) プライシングの精緻化、2) 会社評価のレベルアップ、特にアナリストの養成・拡充、3) より機動的で精緻なブックビルディングの確立、4) 投資家層の拡充等を進めていくことが課題であろう。

が、IPOビジネスはかかる固有の将来性とともに、投資銀行業務全般へのシナジー効果をもたらしうることにより注目しておく必要がある。証券化やM&Aにあつては当事者の両サイドの候補であり、IPO業務を推進していくにあたつてはこうした問題意識のもとにさまざまなアイデアを複合的に展開した提案外交が重要となろう。

(3) 複合的投資銀行業務によるシナジー効果

今後の投資銀行業務はこれまで検討してきた伝統的業務と新しい業務のそれぞれで高度化したサービスの提供が不可欠となるが、さらに一歩進んで各業務を個別に行うのみでなく、シナジー効果をもたらすような複合的な業務運営が大きなテーマとなっていこう。周知のとおり、伝統的分野では諸手数料の引き下げが急であるが、新規の分野であっても競争の激化に伴い遠からず収益性は低くならざるを得ない。投資銀行業務として高水準の収益性をリテインするためには、伝統的業務と新規業務を重疊的・複層的に展開して高付加価値サービスを提供し続ける必要がある。その具体的なイメージを例示すると以下のとおりである。

- 大規模公開会社Aは多数の子会社を有するが、その中の郊外型マンション運営会社Xと多糖菌糸体ラボセンターYを事業再構築の観点から売却したいと考えている。また、ASP事業を新たに大規模展開するために、自社構築ではなく有望な既存企業複数の買収を検討している。ただし、両社の売却益と手持ち資金のみではASP事業用の買収には不十分である。

一方、未公開会社Bは、オフィスビルの運営では歴史・実績があり自社物件も相当数保有しているが、将来の株式公開を念頭に都心のオフィスビル業務から郊外のマンション管理・運営業務にシフトするため、A社の子会社Xを買取りたいと考えている。ただし、手持ちのキャッシュは潤沢ではなく、期間損益も低水準である。銀行借入れも充分には取れない。

さらに、バーチャルコマース事業の展開で急成長している新規公開会社Cは、最先端の抗癌剤をラインナップするためにA社のバイオ子会社Yを取得したいが、足元のキャッシュフローは不十分であり大きな資産もない。ただし、株価は高水準であり証券投資やデリバティブへの関心も強い。なお、一部の銀行は一定の上乗せ金利での融資には前向きである。

- 証券業者αは、B社のX購入資金捻出方法としてB社保有のオフィスビルを証券化してその一部をC社に販売するとともに、C社にはその高株価を生かして株式交換方式でYを取得することを提案した。一方でA社に対しては、ASP事業展開用

の買収資金として他社株転換可能債を発行させている。この一連のディールはアドバイザーに留まらずファイナンスをつけたM&Aと証券化によるファンディングを活用したM&A、さらには法制度改正を利用したノンキャッシュのM&Aである。いずれも出口はM&Aであるが、ここに至るまでには多様な投資銀行的手法をとっている。すなわち、通常のM&A斡旋・助言手数料に加え、証券化による収益、EBの引受手数料等がオンしている。また、B社の公開マンドートにつながっていく可能性も高いといえよう。

以上のような図式的取引は相当に単純化したケースであるが、このように伝統的業務と新たな業務を有機的に結び付け、提供業務の高付加価値化を進めていくところが高度な財務ソリューション提供を本旨とする今後の投資銀行業務の在り方であるものと思われる。そして、このような業務展開を可能とするためには、各業務のレベル向上は勿論であるが、幅ひろいクライアント・ベースを整備し、かつそれをシステム化、ネットワーク化していくことが重要なポイントとなっていくのである。

注

- 1) 投資銀行業務もしくは投資銀行の定義は必ずしも明確ではない。一般的にはホールセール業務であって、主に顧客企業等への資金調達等の財務サービスを提供しつつ、法人・機関投資家との証券売買の受発注、自己勘定での投資等を行っている業務もしくは業者と理解されている。具体的には、証券引受、IPO、M&A、ストラクチャード・ファイナンス、株式・債券等の法人ブローカレッジ・ディーリング等の諸業務を指しているものとされる、いわゆる発行市場と流通市場の通有性が高まる中で、かかる理解は正鵠を射ているものと考えるが、本稿では特に企業等に対する財務ソリューションを展開していくもの—基本的に発行市場サイドのビジネス—を投資銀行業務・投資銀行と位置付けている。

- 2) こうした事実を示唆する統計は多いが、ここでは日本銀行『主要企業経営分析』によった。
- 3) この点では、近時、知的資産の保護がとみに注目されており、いわゆるビジネスモデル特許が重要な課題になっている。これは米国のプロパテント政策を軸にグローバルな広がりを持ってきており、関係企業の取り組み姿勢いかんで投資銀行業務の国際競争力を大きく左右する可能性もある。
- 4) 2000年に入り、野村証券、大和証券SBキャピタル・マーケット、日興ソロモン・スミス・バーニーの大手3社が海外、特にロンドンの円債ビジネス拡充のための組織・人員強化を積極化している点が注目される。
- 5) 大手3社は組織等に大きな相違があるものの、いずれも基本的にはこうした方向を模索しているものと考えられる。
- 6) (財)資本市場研究会に設置された、「欧米投資銀行の変遷調査」に関する研究会(佐賀卓雄座長)において調査・分析が進められているところである。
- 7) 別添表1。なお、2000年度の第1四半期の国内普通社債発行額は1兆9690億円とほぼ前年同期なみの水準である。
- 8) 別添表2。
- 9) 2000年度は4-6月で5650億円の発行をみている。
- 10) 前出(注5)なお、当然ながら海外拠点の整備・拡充のみならず、拠点間をグローバルに結び付けブックを一元管理するための、プロダクトごとの「横軸」を明確にしていける必要がある。
- 11) 別添表3。
- 12) 別添表4。
- 13) ただし、大手証券会社においてはたとえ社債引受の収益性そのものが高くなくても、リーグテーブル上位を維持することに伴う波及効果は大きいとの考え方が主流である。つまり、リーグテーブルの上席アビランス保持は一種のコストである、との見解である。
- 14) 初期の例としては、1980年代前半にGNMAモディファイド・パススルー証券を当時の証券取引法上の外債と解釈することで日本国内において取り扱ったケースがある。
- 15) 野村証券はABSについて10-20社の他社案件についてもマーケットメイク業務を開始することとした。当面は満期一括償還型を対象とするが、徐々にパススルー型にも拡充する計画といわれる。
- 16) 1980年代の銀行・証券業際論議の過程では、いわゆる「金融革命」の標語のもとに大手銀行、大手証券が夫々総合金融機関化を指向し、一定の制度的桎梏の中で相当の提携等が行われた。ただし、当時は人事制度の抜本的な改変にまでは至っていなかった。
- 17) 例えば、住友銀行の中堅企業向けサポートシステム、『バリュエネット』などが参考になろう。
- 18) 「MARR」2000年8月号(レコフ事務所)のデータによる。
- 19) 成熟企業のM&A等の実態分析「21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について」(21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会)平成12年6月。
- 20) すなわち、通常の提携のレベルでは必ずしも十分な効果を期し難いと考ええる。限界的なケースやニッチへのアプローチであれば格別、クロスボーダーの大型案件に主体的にコミットしていくためには、資本参加を含むより徹底した対応が必要である。
- 21) 最近の動向、データについては、旬刊商事法務No.1564「キャピタル・マーケット・レビュー」大和SBCM編20006/30が参考になる。
- 22) 例えば、マネックス証券はその新規公開(市場は東証マザーズ)に際して公募の過半をインターネットを通じて個人投資家に販売していく意向と伝えられている。

(長崎大学教授)