

<b>Title</b>	米大手投資銀行の業務展開(4) : Citigroup(中)
<b>Author</b>	神野, 光指郎
<b>Citation</b>	経営研究. 73(2); 47-80
<b>Issue Date</b>	2022-08-31
<b>ISSN</b>	0451-5986
<b>Textversion</b>	Publisher
<b>Publisher</b>	大阪公立大学経営学会
<b>Description</b>	

Osaka Metropolitan University

## 米大手投資銀行の業務展開 (4) －Citigroup (中)

神 野 光 指 郎

はじめに

- 1 業績の推移
- 2 マーケット関連業務 (以上、前号)
- 3 資本市場関連業務 (本号)
- 4 リテール関連業務 (以下、次号)

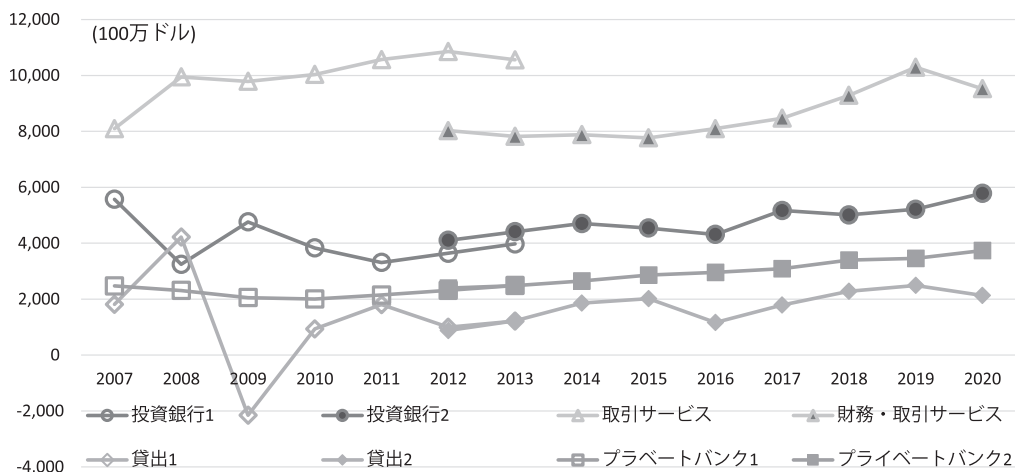
おわりに

### 3 資本市場関連業務

#### 3.1 資本市場関連業務の業績推移

機関銀行部門で最大の収入源になっているのは銀行業であった。マーケット関連業務同様、銀行業の中には多様な業務が含まれており、Citi では 2011 年まで銀行業 (banking) という

図 11 資本市場関連業務の収入内訳



注) 2014 年から系列が大幅に変更されたため、同じ名前のものは 1 と 2 で区別している。後半の系列で 2012 年と 2013 年の数値は 2014 年公表分。貸出はヘッジ取引をネットした数値になっている。

出所) Citigroup, Form 10-K より著者作成。

くくりにしていなかった。本稿ではこの銀行業を資本市場関連業務と呼ぶ。

図 11 は資本市場関連業務の収入内訳である。2014 年からの系列を見ると、財務・取引サービスが最大の収入源になっている。既述のように、これに証券サービスを加えたものが、以前の系列では取引サービスと呼ばれていた。重複部分から、取引サービスの大部分が財務・取引サービスであったことが分かる。財務・取引サービスが資本市場関連業務で最大の収入源になっていることは、Citi がこの活動を戦略の核に位置づけていることをよく表している。

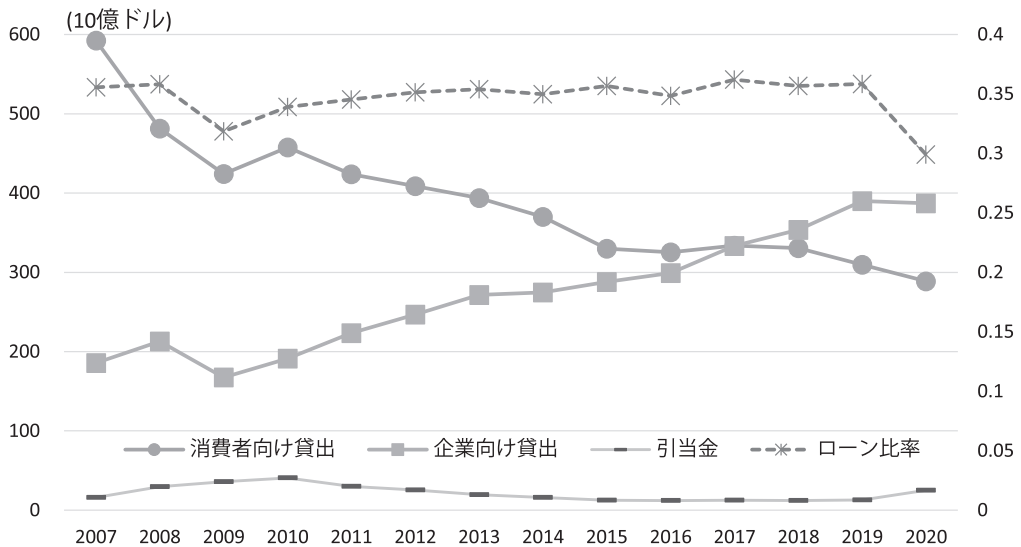
次に大きい収入源は投資銀行業である。系列の前後に若干の差があるが、その理由は不明である。他の項目では前後の差がほとんど無いところを見ると、取引サービスの一部から移管された可能性が考えられる。いずれにせよ、それほど大きい差ではない。この投資銀行業は、危機後に不調を経験するものの、2012 年からは順調に収入を伸ばしている。

それに続くプライベートバンクは、2010 年代の増収基調がさらに安定している。このプライベートバンクが機関銀行部門の中に配置されているのは、富裕層向けのサービスと、資本市場関連業務、中でも投資銀行業務との関係性の深さを考慮してのことであろう。競合他社でも、富裕層向けサービス部門が資本市場関連業務を担当する部門内に配置されている訳ではないが、それらの連携を強めている。

最後の企業向け貸出は、おそらく利鞘の動きと信用コストの影響で、他の項目より収入の変動がやや大きくなっている。しかし、2010 年代は基本的に増収傾向にある。

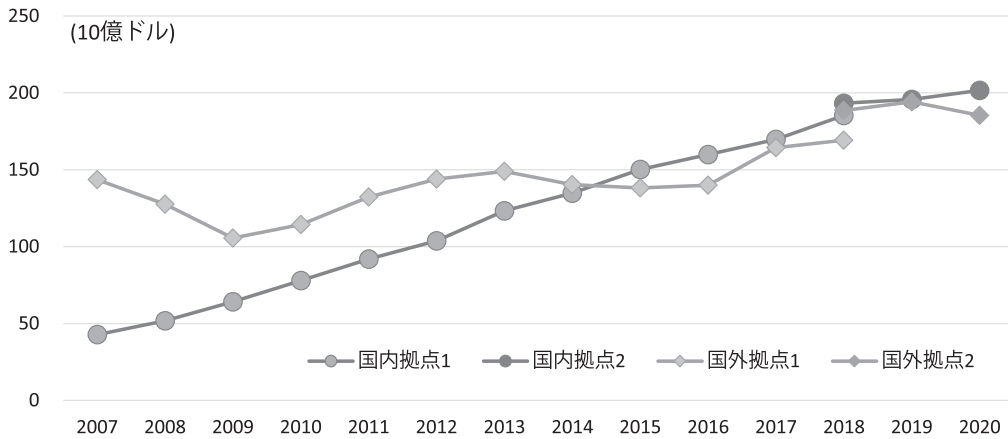
図 12 で企業向け貸出がグループ全体の中で占める比重を確認しておく。総資産に占める貸

図 12 貸出の部門内訳



注) 連結貸借対照表の注記の数値を利用。ローン比率のみ右目盛り。  
出所) 図 11 に同じ。

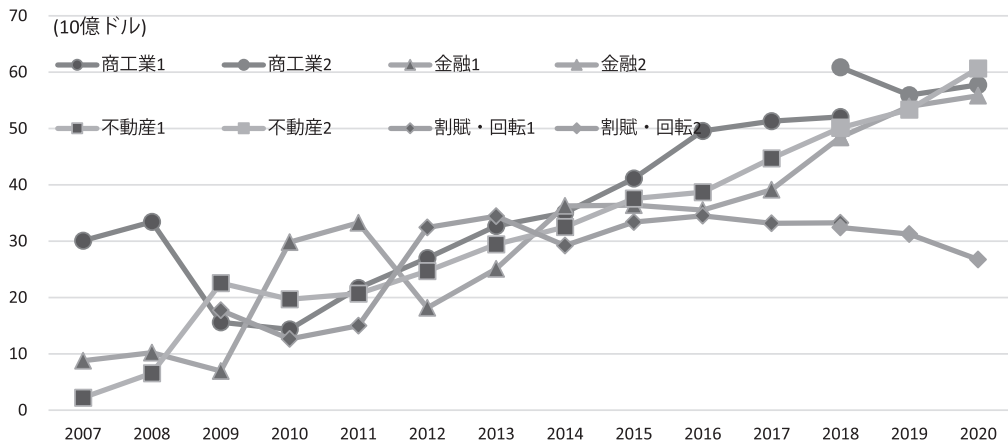
図 13 企業向け貸出の内内外訳



注) 図 12 の企業向け貸出合計の数値は全て未収金を差し引いた金額。2018 年公表分まで拠点の内訳後に未収金が差し引かれていたが、2019 年からは内訳の段階ですでに未収金が差し引かれていたため、系列を 1 と 2 に分割した。系列 2 で 2018 年の数値は 2019 年公表分。2018 年の重複部分で系列 2 の数値の方が大きくなっているのは、消費者向けローンから企業向けローンへの項目移転があったためと考えられる。

出所) 図 11 に同じ。

図 14 国内拠点企業向け貸出の内訳



注) リースという項目もあったが、金額が小さかったためこの図では省略した。系列を 1 と 2 に分割した理由は図 13 に同じ。商工業貸出と金融の 2007 年の数値は 2008 年公表分。2007 年は両者が商工業貸出として合算されていた。割賦・回転信用の項目は 2009 年に登場。同年には商工業貸出から割賦・回転信用が分離されただけでなく、不動産への分類替えもあった。2012 年には前年から振り分けの大幅な変更があった。同年における金融の減少と割賦・回転の増加はその影響が大きい。2012 年公表分だけを見ると、金融は前年から増加、割賦・回転は前年から減少している。

出所) 図 11 に同じ。

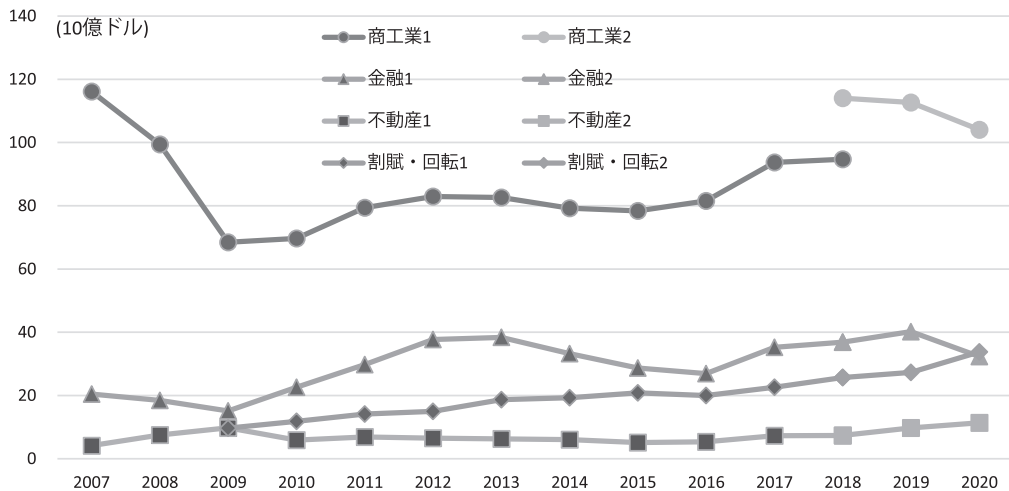
出の比率は2020年に大きく低下したのを例外に、ほぼ横ばいで推移してきた。その内訳を見ると、消費者向けが図の対象期間に金額を半減させている。逆に企業向けは同じ期間に倍増している。ここから、図11にある貸出収入が増収傾向にあるのは、ローン残高の積み上げを反映していると結論づけることができる。

図13は企業向け貸出を、国内拠点からの貸出と、国外拠点からの貸出に分割したものである。これを見ると、残高の伸びに貢献しているのは、主に国内拠点からの貸出ということになる。もちろん、貸出の記帳場所が、借入主体の所在と対応しているとは限らず、拠点別の内訳にはそれほど意味が無い可能性も考えられる。

そこで貸出の項目内訳を確認しておく。まず、図14が国内拠点の内訳である。データの一貫性に問題はあるが、商工業貸出、金融機関向け、不動産関連がほぼ横並びで増加していると考えられる。2020年だけを見ると、不動産関連が最大の項目になっている。この項目は、Citiが戦略の核に据える財務サービスとの距離が遠いように思われる。一方で、割賦・回転信用は2010年代後半に横ばいから減少傾向に入り、他の項目から取り残されている。

図15は国外拠点の内訳である。こちらでは商工業貸出が圧倒的な大きさである。そのためこの項目だけを国内拠点の数値と比較すれば、2020年でも国外拠点が国内の倍近くになっている。ただし、国内拠点のような伸びは見られない。一方、割賦・回転信用は緩やかながら一貫して増加している。そして、2020年にはついに国外拠点の数値が国内拠点を上回った。これら商工業貸出と割賦・回転信用は、財務サービスとの関係が少なくとも不動産関係よりは深

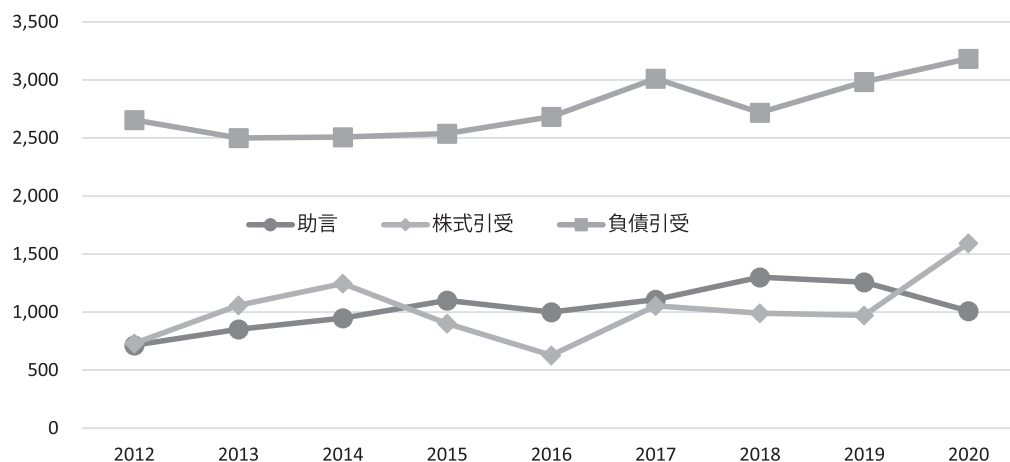
図15 国外拠点企業向け貸出の内訳



注) リースと政府・公的機関という項目を、金額が小さかったため省略した。割賦・回転信用の項目は2009年に登場。やはり商工業貸出から分離され、同年に商工業貸出から不動産への分類替えもあった。2012年に国内拠点で見られたような金融と割賦・回転信用の分類替えは見られなかった。

出所) 図11に同じ。

図 16 投資銀行業の収入内訳



注) 2012 年と 2013 年の数値は 2014 年公表分。

出所) 図 11 に同じ。

表 7 グローバル投資銀行業務における Citi の地位

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>グローバルM&amp;A</b>											
順位	5	5	8	6	6	5	6	5	4	4	4
金額	313,130.3	367,376.8	238,130.4	370,694.1	408,370.4	532,415.3	586,969.5	458,539.9	759,811.5	733,571.0	572,973.0
シェア	17.0	15.8	11.7	18.2	16.6	16.8	18.1	15.4	21.6	23.7	19.2
<b>グローバル株式・株式関連</b>											
順位			3	5	5	6	5	4	4	4	5
金額			51,498.8	50,878.5	60,094.7	44,978.5	29,864.7	42,956.4	41,879.6	39,481.0	61,229.0
シェア			8.2	6.4	6.8	5.2	4.6	5.5	6.0	5.8	5.7
<b>グローバルIPO</b>											
順位			5	7	6	6	4	3	5	5	8
金額			7,012.3	9,403.0	14,468.4	8,134.0	5,341.6	9,797.2	8,371.7	7,917.0	7,760.0
シェア			6.0	5.7	5.8	4.3	4.1	5.5	4.2	4.6	3.5
<b>グローバル負債</b>											
順位			4	4	3	3	2	1	2	2	2
金額			322,098.5	334,030.9	358,699.0	343,213.7	382,338.0	468,917.8	369,255.7	379,886.0	529,673.0
シェア			5.8	6.0	6.3	6.5	5.5	6.5	5.6	4.9	5.2
<b>米高利回り企業負債</b>											
順位			5	5	5	4	5	5	7	3	3
金額			28,143.5	26,185.9	24,863.8	21,056.5	19,132.3	21,124.4	9,953.3	21,657.0	29,320.0
シェア			8.6	7.8	8.1	8.3	8.5	7.5	5.9	8.1	7.3
<b>グローバル・ローン (ブックランナー)</b>											
順位			3	3	3	3	3	3	3	3	3
金額			254,437.2	199,264.3	218,886.8	241,709.7	248,526.1	223,806.7	254,959.6	271,452.4	243,270.4
シェア			7.4	7.2	5.9	6.0	6.1	6.3	6.2	6.0	6.1
<b>米レバレッジド・ローン (ブックランナー)</b>											
順位			5	4	6	6	6	7	7	5	6
金額			45,127.2	50,646.2	66,411.1	52,785.4	41,427.1	53,749.5	87,515.6	66,458.7	46,249.9
シェア			6.2	6.8	5.4	4.6	4.8	5.8	5.8	4.8	4.7

注) 金額は単位 100 万ドル、シェアは単位%。M&A は Citi が手がけた案件の金額で、完了案件の数値を利用している。それ以外の金額は Citi が手がけた発行の代わり金。

出所) Refinitiv (Thomson Reuters) の M&A Financial Advisory Review、Global Equity Capital Markets Review、Debt Capital Markets Review、Global Syndicated Loans Review より著者作成。

いと考えられる。

以上のように、Citi は金融危機後に貸出の軸足を消費者向けから企業向けに移してきた。その中でも、国内では不動産関連が伸びているものの、国外をあわせると商工業貸出と割賦・回転信用の比重が大きい。これは、Citi が大手多国籍企業向けの財務サービスを戦略の核に位置づけていることと整合的である。

続いて、図 16 で投資銀行業の収入内訳を確認しておきたい。商業銀行系はもともと負債に強みを持っていることが多いが、Citi の場合はその中でも負債への偏りが大きい。投資銀行業の中では、負債関連の取引が財務サービスと最も近いと考えられるため、Citi の戦略との整合性という点では妥当な結果といえる。しかし違う見方をすれば、財務サービスを梃子にすることによって十分には株式引受や M&A 助言に食い込むことが出来ていないのかもしれない。

表 7 で Citi の投資銀行業務における地位を見ると、M&A では 2010 年代に若干順位とシェアを高めている。この分野では財務サービスを核とする大手多国籍企業との関係が功を奏したのかもしれない。しかし、株式ではシェアの上昇が見られず、中でも IPO ではシェアの低下傾向すら見られる。2020 年に株式関連の収入が増えたのは、株式発行自体が増えたことによる部分が大きいと考えられる。

一方、負債関連では、グローバル負債で Citi は 2016 年以降 2 位以上を確保している。しかし、順位が上がってもシェアが高まっている訳ではない。高利回り債でも、7 位まで後退した 2018 年を除くと、順位の上昇がシェアの上昇にはあまりつながっていない。ローンに至っては、3 位を維持する中で、シェアはやや低下した。レバレッジ貸出でもやはりシェア低下が見られる。2019-2020 年に収入が増えているのは、こちらも債券発行の拡大によるものであろう。

以上から、Citi が大手多国籍企業との財務サービスを軸とする取引で強みを持つのは間違いない。Horwood *et al.* (2018) は次のように指摘している。2017 年のように世界中のほとんどの地域で経済が比較的好調な時期にはその強みが存分に発揮される。しかし、比肩するものがないほどグローバルな規模の活動を維持するにはそれだけ費用がかかる。したがって、世界同時成長という燃料が尽きると、高価なエンジンだけが残る (Horwood *et al.*, 2018)。そして実際に、その後グローバル化への逆風が強まっている。

2019 年には米中貿易摩擦が激化する中で、第 2 四半期に Citi の M&A 助言収入が前年同期比 36% 減少した。これについて、Citi の取引先である多国籍企業は貿易摩擦に敏感であると指摘されている (Demos, 2019)。これに対して第 3 四半期の業績発表では、CEO の Michael Corbat が、中国は米大豆の輸入を減らしているが、その分を他から輸入しており、Citi はそこでも活動しているという例を挙げて、Citi はまだ貿易摩擦から利益を得ていると主張していた (Benoit and Eisen, 2019)。

2020 年にコロナの流行が始まると、第 1 四半期に Citi の利益が前年同期比で 46% 減少した。

Citi が手掛ける世界中の政府や多国籍企業向けの資金移動業務が、コロナによる経済封鎖で急激に縮小し、国際ネットワークが持つコロナへの脆弱性が露呈したと指摘されている (Benoit, 2020a)。その一方で、コロナ流行の初期には多くの企業が資金繰りに奔走し、投資銀行業界にとってはそれが追い風になった。Citi は負債発行のアレンジを数多く手掛けただけでなく、企業による多額の回転信用枠引き出しにも対応した<sup>1)</sup>。

このように、一つの悪材料が、Citi の手掛ける全ての業務に打撃を与えるとは限らない。それでも、高価なエンジンを抱えながら、株主からは収益性の向上を求められている。財務サービスを軸とする大手多国籍企業へのサービス提供で、さらなる収益の引き上げが難しいのであれば、別の収益源を探す必要がある。貸出で国内拠点からのものが増えているのは、単に記帳場所の問題だけではなく、Citi が国内業務の強化を目指していることの反映かもしれない。米国内にはレバレッジド金融やベンチャー金融の機会が多く、その機会をつかめば収益の引き上げを期待できるであろう。

そこで以下では、投資銀行業務を取り巻く環境、その中における財務サービスの位置づけ、および Citi による収益拡大に向けた取り組みについて、もう少し掘り下げて見ていく。

### 3.2 投資銀行業務の効率化に向けた動き

2010 年代には長らくディーラーに建値を電話で問い合わせなければならなかった企業債の流通市場で、電子化が急激に進展した。その流れは発行市場にも波及している。流通市場の電子プラットフォームがディーラーにとって業務の効率化を可能にする手段としての性格を持つように、発行市場における電子化もそうした側面を持つ。2016 年に創業した Origin は、私募発行過程を簡素化するためのプラットフォームである。発行主体は、Origin を使って目標条件をディーラーに提示する。ディーラーは一カ所で借り手の情報を把握でき、発行主体は幅広いディーラーにコンタクトできる (McLellan, 2017)。

このように、Origin はディーラーの中抜きを最初から想定していない。しかしディーラーの競争条件には影響する。そもそも Origin のような仕組みが求められたのは、大手ディーラーが ROE 改善のために、対象顧客や取り扱い商品を絞り込んだからである。Origin を利用すれば、狭い範囲の投資家としかつながりを持たないディーラーでも、私募負債発行の分売に参加し、高価なインフラ構築無しに負債資本市場業務を手掛けることができる。これにより発行主体は投資家層を広げることができる (Lee, 2016)。

Origin はその後、参照条件シートの創出と、合意条件入力、確認、最終合意書類作成を自動化する機能を立ち上げ、2019 年 7 月にはスウェーデンの不動産会社がその機能を利用した初めての債券を発行した (Lee, 2019c)。さらに 2021 年には Origin の自動書類作成機能を使ってノートがそのままルクセンブルグ取引所に上場された。発行者は上場先を選択する以外に作業は必要なかった。発行過程が効率化されるのであれば、大手ディーラーにとっても恩恵



がある。この Banque Internationale a Luxembourg による発行でディーラーを務めたのは Deutsche Bank であった<sup>2)</sup>。

同様のプラットフォームで、公募発行にも対応するものに、Overbond がある。このプラットフォームを通じて、投資家は発行者に IOI を送ることができ、発行者は需要についての確信に基づいて発行を行うことができる。これについて同社 CEO の Vuk Magdelinic は「我々のやっていることはディーラーが望むことに沿っている。彼らは顧客カバーモデルが変化していることを知っている。我々のプラットフォームはより効率的な発行者と投資家のカバーが可能だ」と語っている (Lee, 2017)。

Overbond は、流通市場で取引機会を発見するためのツールである Algomi が果たしている役割を、発行市場に持ち込んだものと表現されている (Lee, 2017)。しかし、発行市場と流通市場は完全に切り離された存在ではない。実際、Overbond は 2017 年に COBI Matching を立ち上げ、流通市場のサービスに乗り出した。このサービスは AI で投資家の行動パターンを追跡し、買い手に最適な債券を推奨するものである (Penn, 2019)。その後も、ディーラーが損失を出す可能性を抑制しながら RFQ への反応を増やしたり、投資家が割安な債券を特定できるような分析サービスを開始している<sup>3)</sup>。

Overbond はカナダ中心であるが、欧州では Investor Access が普及している。このプラットフォームは 2016 年後半に Ipreo という会社が立ち上げた。Investor Access では投資家が注文を入力し、配分の通知を受けることができる。価格設定の過程で、投資家は 1 日の内に何度も注文を調整するが、それが電話、メール、チャットなど多様な手段で行われるとエラーの可能性が高まる。Ipreo の市場グループ責任者だった Bill Sherman は「我々のところに最初にやってきて、注文のやりとりと割当てによりよい解決策はないかと聞いてきたのは銀行だ」と証言している (Lee, 2017)。

Ipreo には IssueNet という商品もあり、これを使ってシンジケート参加銀行は注文票の照合を迅速に行うことができる。これに Investor Access が加わった訳であるが、こちらには大手の一部、特に米投資銀行が加わらなかった。その一因は、Ipreo に Goldman が出資していることが挙げられている (Sanderson, 2017b)。しかし、2018 年には IHS Markit が Goldman と Blackstone から Ipreo を買収した (Prang, 2018)。それでも Bank of America (以下 BoA)、Citi、JP Morgan (以下 JPM) は Investor Access を利用せず、独自にブック・ビルディング用のプラットフォーム構築に取り組むと表明した (Sanderson, 2018)。

米銀 3 社主導で開発されたのは DirectBooks というプラットフォームで、Neptune 技術を利用し、投資家の注文管理システムに直接統合できることを売りにしている (Mackenzie and Sanderson, 2018)。当初は懐疑的な見方もあったが、2019 年に正式に組織立ち上げが公表された際にはスポンサーが 9 社になっていた (DirectBooks, 2019)<sup>4)</sup>。その後も順調に参加銀行数を増やしており、2022 年 1 月には 19 社になった。また、当初は投資適格債から始め、その

後に対象となる市場の範囲を広げている。機能も案件の公表機能から提供を開始し、順次、発注・割当情報の通信、ヘッジ指示、最終書類作成の機能が追加されている (DirectBooks, 2021; DirectBooks, 2022)。

IHS Markit の Ted Douglas は、DirectBooks と協力する用意があると発言したが、後にそれは米市場だけについての話だと釘を刺した (Cox, 2020)。一方、IHS Markit は 2020 年に Investor Access を thinkFolio と統合した。thinkFolio は投資管理プラットフォームでポートフォリオ・モデル作成、注文管理、取引、現金・外貨管理、法令遵守、ポジション・取引記録などの機能を提供している (IHS Markit, 2020)。これら一連のツールは API 接続で FIX メッセージを交換すると説明されている。この API 接続は外部にも開放されるようになっており、IHS Markit は特に米市場で利用が拡大することを期待している (IHS Markit, 2021)。

このように DirectBooks と Investor Access は直接競合している。Overbond に加え、他に Liquidnet なども発行市場での情報交換を簡素化するプラットフォームを運営しており、互換性、接続性の問題が生じている。互換性がなければ、複数のシステムを使って発行市場に参加することになり、利便性が削られる (Decuyper, 2021)。それでも米銀主導で DirectBooks が開発された一因には、特定のプラットフォームによる独占への懸念があったと見られる。例えば Investor Access に参加しないある銀行は、高額でも債券業務に不可欠になっている Bloomberg の例を挙げていた (Mackenzie and Sanderson, 2018)。

しかし、投資銀行が発行市場の効率化を求める最大の動機は経費削減である。2015 年には投資銀行の経費率が 70-80% になっており、それは持続不可能と指摘されていた。一つの対処法が、大規模な販売部隊を自ら抱えず、共通のプラットフォームを利用することであった (Lee, 2016)。プラットフォームの乱立が利便性の障害となり、発行会社と投資家の利用が広がらなければ、投資銀行にとっては経費削減が制限される。逆に、特定のプラットフォームが競争に勝ち抜き、利用者を集めれば、当初は投資銀行の共同保有であったとしても、将来的には独立性を高めることになる。IHS Markit にしても、統合前の Markit には上場前に BoA、Citi、Deutsche Bank が株主として参加していた<sup>5)</sup>。

このように、投資銀行にとって共通プラットフォームの存在は、普及が不十分であるとコスト削減に繋がらず、普及しすぎると脅威になる側面がある。そもそも投資銀行は完全な電子化、自動化を求めている。MarketAxess の Open Trading 責任者 Rich Schiffman は、「銀行は現状維持に強い利害を持っている。債券市場の支配的仲介業者として」との不満を口に出している。MarketAxess もかつて発行市場の仲介を手掛けていたが、2004 年に閉鎖することになった (Bowman, 2018)。

発行市場で特に自動化の障害になっているのは割当の決定である。投資家は発行過程の不透明性に不満を抱いており、DirectBooks 立ち上げが明確になったのを機に、運用業界団体の The Credit Roundtable が多様な提案を市場関係者向けに公開書簡で送付した。その中には、

目論見書の早期提供や価格設定時の最終注文簿公開に加え、ブック・ビルディング状況と案件規模の頻繁な情報更新が含まれていた (Smith, 2020)。

発行過程の透明性が高まれば、投資家の需要と、発行証券の条件および金額が、同時進行で調整され、需給が素早く適正な水準に落ち着くと期待される。しかし、投資家は希望通りの割当を受けられないことを想定し、過剰な注文を出す傾向にある。そうすると、真の需要が見えにくくなり、発行証券をどのように配分すべきかという問題が生じる。そのため、バイサイドにも自動化への抵抗を感じるところがある。例えば運用会社 Loomis, Sayles の Christine Kenny は以下のように証言している。

「ブック・ビルディングは自動化できるが、割当はそうではない。システムを構築できるが、すべきかどうかとは違う。以前に1億ユーロ以上の注文を出したことがないのに、ある顧客が2億ユーロの注文を出してくると、システムでは理由が分からない。これはバイサイドに影響する。やりとりして、フィードバックして、流通市場でもそれに従って行動すると、それが全て扱われる方法に反映される。割当が全て電子化されれば、それまでの努力はどうなるのか」(Bowman, 2018)。

セルサイドの側からも「ロードショーに参加したり、フィードバックをくれる投資家を優遇することに問題を感じない。そうしない投資家の割当をゼロにしても問題を感じない」との声が上がっている (Bowman, 2018)。このように、割当は投資銀行と、そのバイサイド側の重要な顧客との紐帯となっている。そして、上記の Kenny による発言のように公言されることは少ないと考えられるが、その関係には流通市場での取引も含まれるのである。

大手米銀が Investor Access に対抗して DirectBooks を立ち上げた真の理由は分からない。Investor Access が欧州の規制に対応し、注文の記録と配信だけではなく、割当の公開も行うことが理由かもしれない<sup>6)</sup>。あるいは、投資家との関係や申し込み超過への対応が米と欧州では異なるため、大手米銀が欧州基準で構築されたシステムを嫌った可能性も考えられる<sup>7)</sup>。いずれにせよ、投資銀行が避けなければならないのは、発行会社と投資家から中抜きされることであり、そのためには特定のプラットフォーム運営会社に電子化、自動化の主導権を握られることがあってはならない。

それでも、電子化、自動化が進むにつれ、投資銀行の顧客に対する交渉力に影響が及ぶことは避けられない。国際資本市場協会会長の Spencer Lake は、自動化された一次市場も運営する流通市場プラットフォームがあれば、標準的な案件で匿名投資家のプールへのアクセスを望む借り手には大きな恩恵になると指摘している。また Overbond の CEO、Vuk Magdelinic は「洗練された独自の価格、ポートフォリオ調整タイミングの分析力を持って、目標条件についての IOI を積極的に出す大口投資家との対話を促進すれば、発行者との関係を深め、彼らが発行前に確信を構築するのに役立つ」と話している (Lee, 2017)。

こうした流通市場と発行市場をまたいだ発行会社と投資家との対話促進は、ディーラー迂回

の可能性を高めることになる。流通市場での需要に反応して証券を発行できれば、発行会社はディーラーの販売力に頼る必要が小さいし、投資家の需要を把握できるのであれば、ディーラーの助言に依存する必要もなくなる。MTN プログラムなどを通じて頻繁な調達を行う発行会社には特にそれが当てはまる。また、投資家の側でも、必要な証券の入手について発行会社に発行を促すことができれば、投資銀行に割当を求める必要が低下する。

電子化、自動化により投資銀行を迂回して取引が成立する可能性が高まっているのは負債の分野に限らない。株式では Dealogic Connect が Investor Access と同様の発注システムを提供している (Lee, 2017)。また、SquareBook は、上場を目指す企業が、注文獲得、価格設定、割当を全て自動的に行う仕組みを提供している。このプラットフォームでは投資家行動のデータを蓄積しており、発行会社はその行動履歴に応じて割当を決定することができる。もちろん、投資家と発行会社との情報交換も可能である (Baker, 2019)。

さらに Nivaura は、証券発行の契約書類を機械が読み込める形式で自動的に作成する仕組みを開発した。これにより、データの移転に伴う再入力が必要がなくなり、発行からその後の運営にかけて、全ての事務作業を自動化できるようになる<sup>8)</sup>。この仕組みはクラウド上にあるモジュラーであり、これに Nivaura が提供するブック・ビルディングなどのモジュールを組み合わせることもできるし、外部のソフトと統合することもできる (Lee, 2019a)。こうしたオープン構造は、プラットフォーム間の互換性問題を解決する糸口になり得る<sup>9)</sup>。

以上のように、電子化、自動化の領域は急速に広がっている。これに応じて、仲介過程から完全に投資銀行を排除することは困難であるとしても、迂回できる範囲は拡大していく。米大手投資銀行が流通市場における電子化の流れに対応し、あらゆるチャネルを利用してフローを獲得しながら、投資家のポートフォリオ構築と調整、およびそのために必要な取引の執行を支援する活動に重点を置いていることは、発行市場における脱仲介を阻止する役割も果たしていると考えられる。

しかし、流通市場業務だけでは脱仲介を阻止するのに不十分である。投資の世界では非公開市場の重要性が高まっており、M&A にも同じ事が当てはまる。中でも Axial は下位中間市場に焦点を当て、売り手と買い手のマッチングをデートアプリの原理によって実現している。ほとんどの買い手は小規模事業に特化した投資会社であるが、フォーチュン 500 企業による参加もある (Sherman, 2015)。ターゲットとなるのは、2017 年の例を見ると、事業サービス、SaaS、医療 IT、配送・物流、製造業となっている<sup>10)</sup>。これらの案件には、業界内の統合だけでなく、大手による事業変革に向けた買収も含まれていると考えられる。

Axial は小規模事業の資金調達にも利用されるようであるが、成長企業向け投資プラットフォームには The Growth Stage がある。参加は無料で調達資金の 1% を支払えばよいため、投資会社からの助言や支援を必要としない場合は、成長企業にとって安価な調達手段になる。このプラットフォームには、潜在的な顧客を見つける目的で、会計や法務などのコンサルタント会

社が会費を支払って参加しているが、投資会社や投資銀行は参加していないとのことである (Lee, 2018a)。

投資銀行にとって成長企業の調達ラウンドを主導し、IPO や M&A につなげていく活動が極めて重要になっている。この活動自体は資産管理部門が手掛けていることが多いと考えられるが、IPO であれば引受に参加し、その後の案件にも関与する機会が得られる。出口が M&A であっても、買い手との接点になり得る。つまり、投資銀行の仲介活動は公開市場と非公開市場をまたいで行われている。マッチングのサービスが普及していけば、非公開市場の領域でも脱仲介の可能性が高まることになる。

### 3.3 財務サービスと顧客関係

既述のように財務サービスが Citi のビジネスモデルにおいて核になっている。この方針は金融危機後に当時の CEO であった Vikram Pandit が決めたものである。ローンでリスクを取るなら、取引サービスで長期関係を求めるという考えがその基底にあった。かつては国毎に提供していたサービスを 2002 年に統合し、金融危機後には 104 カ国の拠点に渡って手掛ける他社を圧倒する規模のサービスになっていた。当時の取引サービス部門には財務サービスと証券サービスが含まれていたが、他の部門が損失を計上する中、同部門の収入は 2005-2008 年に年率 25% の伸びであった。そのため、金融危機後の復活に向けた成長の牽引力に位置づけられた (Segal, 2009)。

財務サービスには顧客向けと信を伴うことが多い。しかし、バーゼルⅢでは L/C と輸入金融は資本要求が大きくなるにもかかわらず、収益性は低い。銀行は証券化の利用を進めようとしていたが、機関投資家はリターンが小さくて参照プールの審査コストに見合わないを見ていた。Citi の貿易金融責任者 John Ahean によると、2014-2015 年にかけて、リターンが低いという理由で貿易金融の一部から撤退する銀行が出てきていた。そうした状況でも、貿易金融を重視し続けていたのが HSBC、Standard Chartered、Deutsche Bank、そして Citi などこの分野での有力銀行であった (Verma, 2016)。

2016 年には商品価格の下落と銀行の国際業務縮小で、新興国に深刻なドル不足が生じていた。大手の多国籍企業も無縁では無く、自社の資金繰りには問題が無くても、供給連鎖のどこかで影響が発生する。そのため当時はサプライチェーン金融の利用が拡大していた (Long, 2016c) <sup>11)</sup>。こうした困難な状況でサービスを継続することが、企業との関係を強化することになる。その関係は、顧客企業の戦略全体に及ぶ。

Citi の欧州中東アフリカ CEO の Jim Cowles は顧客関係について、「25 年前なら顧客との戦略についての対話は、もっぱら M&A のことと理解された。年が経つにつれ、それがまず ECM に広がり、金融危機で流動性が問題になると DCM に広がった。今日、戦略についての対話で我々にとって大きな役割を占めるのは TTS だ」と、財務サービスの重要性を強調して



いる。そして、財務サービスを中心とする Citi の強みについて、「多国籍企業にとって、Citi の一貫性が有用である。我々は彼らのネットワークを全体として見て、彼らが生産性を上げるための現金管理ソリューションを提示できる。それができる銀行は他に無い。グローバル銀行でも我々と同じネットワークは持たない。地元銀行は商品が洗練されていない」と説明している (Fitzgeorge-Parker, 2016)<sup>12)</sup>。

グローバルな拠点を維持するコストは高まる一方で、利益は縮小傾向にあり、多くの銀行は金融危機後に国際業務を縮小した。2016 年に Standard Chartered コルレス銀行業責任者 Anurag Bajaj は「真のグローバル銀行の数は減った。より多くの機関がコア市場に集中している」と話している。これに対して Citi の TTS 責任者 Naveed Sultan は「自分の経験から、銀行は現地に根をはる必要は無い。しかしその地域で存在感がなくてはならない。コルレス経由で顧客に対応するのは、直接対応するのと同じでは無い。大きな規模である必要は無いが、現地に実物拠点を持つことは不可欠だ。デジタルネットワークの拡張は、現地にいることを無意味にするものではない」と拠点の重要性を強調している (Long, 2016e)。

しかし、顧客関係を維持するのに、広範な拠点網を持つだけで十分という訳では無い。Euromoney 誌の 2016 年貿易金融調査によると、拠点網の広さで Citi と並ぶ HSBC は、上位顧客との取引で 35% しか占めず、顧客からのサービスの質に対する評価では上位 10 に入っていなかった (Verma, 2016)。財務サービスに限らず、この時期に大手の投資銀行は、重要な顧客それぞれが銀行サービスに対して行う支払いの内、できる限り多くを獲得することに注力するようになっていた。Citi の場合、金融機関では大口顧客の 90% 以上が、銀行業、取引サービス、マーケットの 3 分野全てで Citi と取引している<sup>13)</sup>。また、COO の Carolyn Sheridan は「支払い、外為、財務は収斂している。我々は三つ全てで首位を目指す。どれか一つの足を欠けば、我々は関係を見直す」<sup>14)</sup> としており、非金融企業でも状況は変わらないと考えられる。

つまり大手投資銀行は優良顧客との包括的かつ継続的な取引を重視しているということである。そのため財務サービスのように、企業の日々の活動に密着したサービスが銀行にとって強力な武器になる。財務サービスは最も古いサービスの一つに数えられるであろうが、デジタル支払いが企業分野に浸透し始めたことでその役割が変化した。上記の TTS 責任者 Sultan は「今ではデータとデジタル・サービスを使って、最新の助言を運転資本などの分野について提供する必要がある。現金管理は商品販売から関係性に变化した」と変化について語っている (Horwood, 2018)。

Citi は 2015 年から中核銀行手続きのデジタル化を加速させた。Smart Forms を導入し、口座開設や情報蒐集で、繰り返しの入力欄には自動入力され、手作業での入力を極力減らすようになった<sup>15)</sup>。また、モバイル化に対応し、サービスをより深く顧客の活動に埋め込んでいる。CitiDirect BE Mobile と Tablet の利用顧客数は 2013 年の 900 から、2016 年の 25540 まで増加し、モバイルを利用した顧客による取引の承認は 2016 年に前年から 240% 増え、合計

1兆8400億ドルに達した<sup>16)</sup>。TTS責任者Sultanは「紙なしサービス開始で口座開設と維持が顧客にとってかなり楽になった。当社は口座開設手続きが良い顧客体験になるようにしている。現在、取引の97.5%をSTPで実行している」と顧客体験の重要性について語っている<sup>17)</sup>。

企業側でデジタル化の基盤が整うと、そこに多様なサービスを載せることができる。Citiは2018年にHighRadiusと提携し、総合受取勘定プラットフォームを開発すると発表した。これはHighRadiusのAIと機械学習技術を利用し、まだ受け取り処理が終わっていない請求書と、顧客から受け取った支払いの照合作業を自動化するサービスである<sup>18)</sup>。同年には、企業が自社の取引全てについて、支払いの処理状況をリアルタイムで監視し、コルレス手数料を把握できるサービスも開始している<sup>19)</sup>。TTS責任者Sultanは、景気サイクルにかかわらず投資の維持と事業の構築にコミットしてきたことがCitiの強みであり、他社が同じものを複製するのは非常に難しいとの自信を語っている (Morrell, 2019)。

それでも、財務サービスで顧客を完全に囲い込めると期待することはできない。2015年にEuromoney誌が実施した現金管理サービスについての調査によると、現金管理は確かに粘着性が強く、回答企業・金融機関2万社近くの56%が5年以上同じ銀行の現金管理サービスを継続していたが、変更も恒常的に検討されており、回答者の50%は過去12ヶ月以内に他の銀行に提案要求を送っていた。提案要求を受ける銀行は多くの場合、その送り主と何らかの接点を持っており、それは現金管理が他の取引獲得につながる可能性を持つと同様、他の取引が現金管理獲得につながる可能性もあることを示唆している。また、一時は技術を提供することが取引獲得の鍵と考えられていたが、2015年の段階ですでに標準になっているものも多く、モバイル・アプリでは差別化要因にならないと指摘されている (Long, 2015)。

2015年には銀行のシステム障害が頻発し、バックアップの必要性が強く意識されるようになった。Microsoft事業開発担当Peter Hazouによると、障害の多くは古いシステム利用が原因だが、銀行は現状のIT費用も非常に大きいため、多くは刷新できずにいた。負担に耐えかねて業務を縮小、あるいは撤退する銀行が出てくると、顧客はさらに困難な状況に直面する。シンガポールのDBS銀行取引サービス責任者John Laurentsは「金融危機後に供給業者を一つに集約していた企業は、問題に直面してプランBが必要になった。現在は企業が銀行関係の多角化を目指している。特定地域では地域のサービス業者を求めることが多い」と話している (Long, 2016a)。

実際に、2017年のEuromoney誌による現金管理調査では、回答企業の76%が最も重要な取引相手を現地の銀行と考えていた。その結果、アジアに強みを持つDBSやBank of Chinaが世界全体でも市場シェアを高めるようになった (Long, 2017)。しかし、複数の取引銀行を持つことは顧客に別の課題を突きつける。Standard Charteredの取引銀行業商品管理責任者George Nastは「支払いが異なる通信回線を通じて送られると、システムが非常に複雑になる」と指摘している (Long, 2016a)。そのため独自のシステムを利用する銀行は取引獲得に

において不利になる可能性がある。他方でシステムの互換性が高まれば、それは顧客による複数銀行の併用や、取引先の変更が容易になることを意味する。

例えばラテンアメリカの場合のように、現地の大手銀行が自国市場以外の活動を縮小し、自国企業が求めるアジアでのサービスにも乗り出さない場合は、Citiなどのグローバル展開を行う銀行が、現地の基本的な金融支援を提供することなしに、現地企業から現金管理や外為業務のほとんどを獲得することはあり得る。それでもラテンアメリカの大手銀行にとっては、他国の銀行と提携し、顧客向けのサービスであたかも単一銀行と取引しているかのような体験を提供することが容易になっている (Dwyer, 2017)。

他の地域ではグローバル銀行にとって手強いライバルが存在する。アジアでの DBS や Bank of China はその一例である。欧州系の銀行も、本国と周辺地域、また銀行によってラテンアメリカやアジアでの強みを持つ場合もある。調査会社 Coalition の Eric Li によると、過去 10 年で一部の北米銀行が貿易金融から後退したのに対して、欧州系銀行はアジア貿易拡大をにらんで逆に投資を強化し、貿易金融の金額では欧州系の銀行が米銀の数倍になっているとのことである (Saigal, 2020a)<sup>20)</sup>。

北米での競争は Citi にとってさらに厳しく、ライバルは財務サービス以外で Citi の上を行くことが多い。BoA は Merrill Lynch との統合後に社内が混乱を極めるが、2011 年にグローバル企業・銀行部門を創設し、企業銀行、投資銀行、財務サービスを 3 本柱とする組織統合を行った。ターゲットは大手の多国籍企業に集中し、顧客の本社と現地子会社の両方に対応できるようにしている。その企業関係の鍵となるのが財務サービスである。財務サービス責任者 Ather Williams は「取引サービス提供者の役割はますます戦略的になっている。財務担当者は運転資本についてより戦略的に考えるようになっており、それが我々のような会社にとって強みになっている。我々は外為プラットフォームを提供し、DCM と組んで流動性を管理し、合併後の財務活動統合など M&A 助言に追加の要素を持ち込むことができる」と語っている (Baker, 2017)。

JPM は 2010 年代に入って取引銀行業で Citi や HSBC に対抗すると決定した。そして 2016 年に Coalition が財務サービス収入の順位を公表し始めてから、HSBC と並ぶ 2 位になっている。グローバル・プラットフォームを構築して、かつては国毎に構築していたシステムを順次移管し、ある場所での入力グローバルに複製されるようにすることで、顧客の利便性を高めると同時に、JPM にとってのコストを削減した。支払いサービスは高度にモジュール化され、顧客のニーズに応じて必要な機能が組み立てられると同時に、顧客のシステムに埋め込むこともできるようになっている (Bippart, 2018)。

JPM の特徴は、以前から小売り向け支払い処理業務に注力しており、先陣を切ってその業務を財務サービスと統合したことである。これは単に二つの事業でインフラを共有するというだけでなく、成長する E コマース向けに包括的なサービスを提供するためである (Lee, 2019b)。



Eコマース業者は創業時から国際的に展開し、多通貨を取り扱うことが多い。銀行にとっては高度な財務サービスが必要であると同時に、国毎の規制やリテール支払いの慣行にも対応しなければならない (Long, 2016d)。JPM は 2019 年に商業銀行業の対象を欧州とアジアに拡張すると発表し、現地の中間市場開拓を目指し始めた (Saigal, 2020a)。これは財務サービスに加えて、小売り支払い処理業務でもグローバル化を進める戦略の一環であると考えられる。

2020 年には Goldman も財務サービスを開始した。まず米市場で業務を立ち上げ、それを欧州と日本にも広げている。継ぎ接ぎの古いシステムとは異なり、リテール業務の Marcus と同じくクラウド上に最新のシステムを開発したことを他社に対する強みとして Goldman は打ち出している。ただし、Goldman は後発であるため、いきなり既存大手に取って代わることは考えていない。取引銀行業商品・販売責任者 Eduardo Vergara は「大手企業は複数の銀行と取引する。我々は追加の銀行として参入しようとしている。伝統的な銀行では解決できない問題を解決できる。そして徐々に財布でのシェアを高めていく」との方針を語っている (Bowman, 2020)。

このように 2010 年代には財務サービスが銀行にとっての主戦場ようになってきた。BoA の欧州中東アフリカ取引サービス責任者 Matthew Davies は「10 年前なら夏のインターン生はみんな主な関心が投資銀行チームに入ることだった。我々のチームに関心を持つ人間はほとんどいなかった。その傾向は逆転した」と語っており、人材獲得面でもその重要性が高まった (Saigal, 2019)。フィンテックというリテールの印象が強いが、財務サービスはリテール金融と企業向け取引を包摂しており、2010 年代の後半には技術開発の最前線になっている。

現在では、財務管理システムが API を使って、外部ソフトにデータへのアクセスを許可し、支払い、請求書送付、現金プール化などを全てリアルタイムに実行することが可能になっている。Swift gpi や各国での高速支払いシステムといったインフラも整備されてきた。そのため、特定地域にのみ強みを持つ銀行や、新興フィンテック企業でも競争への参入が容易になっている。一方で企業は可能であれば地域や技術ニーズに応じて異なる相手と取引しようとする (Saigal, 2020a; Saigal, 2020b)。

もちろん、Citi はこの分野で技術革新を主導しており、人材の経験蓄積もあって、競合相手に対する強みが失われている様子はない。コロナの流行によって、企業顧客との関係がむしろ強まったケースも多い<sup>2)</sup>。それでも、Citi が安泰という訳ではない。技術投資の継続とグローバル拠点網の維持はコストが高い。世界的なサプライチェーンの寸断が継続すれば、Citi にはかなり打撃となるはずである。さらに、財務サービスは、それを他の取引獲得につなげていかなければ、競合他社に対する収益性での劣位を克服することは期待できない。

### 3.4 投資銀行業務での Citi の競争力

#### 3.4.1 グローバル銀行のジレンマ

これまで見てきたように大手投資銀行にとって財務サービスが顧客関係において中心的な役割を果たすようになった。その要因には、支払いデジタル化の普及に加え、それと並行して企業内で財務担当者の重要性が高まったこともある。その顕著な例が M&A への関与である。かつて財務担当者は M&A の作業で最終段階まで蚊帳の外にいた。それが、2010 年代になると早期から関与するようになった。なぜなら、現金管理ツールの発達で、財務担当者はグループ内に眠る利用可能な資金源を発掘し、軌道分析に基づいて合併後のキャッシュフロー計画も作成できるからである (Long, 2016b)。かつては、財務サービスで企業との関係を深めても、経営トップが意思決定を行う M&A や IPO などの取引獲得につながる期待は小さかったが、その状況が変化したのである。

Citi はかなり早い段階でこうした傾向に対応したといえる。2009 年には企業・投資銀行業の組織を統合し、現金管理から IPO に至るまで、目標とする顧客との包括的な関係構築を目指すようになった<sup>22)</sup>。その後は既述のように国外リテール活動を縮小する一方で、ホールセール活動では展開する地域の範囲と取り扱い商品の種類を維持した。金融危機により、他の大手銀行が強みを持つ地域や商品以外を切り落とすようになる中、Citi は残された唯一のグローバル銀行になった。2010 年代の半ばにはその効果が財務サービス以外にも表れ始めた。2015 年前半の Dealogic による投資銀行収入ランキングにおいて、Citi は M&A で 4 位、ECM で 5 位を獲得した。その 2 年前には、これらの業務で Citi は強みを持っていないと考えられていた (Lee, 2015)。

グローバル活動は P&G などの老舗の多国籍企業だけでなく、BlackRock や新興企業の Delivery Hero といった会社にも高く評価されている (Horwood *et al.*, 2018)。2017 年は業績も好調で、Citi の資本市場オリジネート責任者 Tyler Dickson は、珍しく世界同時成長が実現したため、Citi が強さを発揮するのに良い年だったと振り返っている<sup>23)</sup>。表 7 を見ると、Citi は 2017 年にグローバル負債で首位、IPO で 3 位を獲得している。その後はグローバル化への逆風が強まるが、全体的に見ると Citi の地位が低下している様子はない。

しかし、2018 年には Citi の投資銀行収入が JPM の 60% 未満になっており、Citi は投資銀行業界で二線級になっていると指摘される (Dummett, 2019)。顧客からは高い評価を得て、業務ごとのリーグ表で、トップ争いとまではいなくても、それなりの実績は上げている。それにも関わらず、二線級と見なされるのには、金融危機後に実行したリストラと、その中でホールセール向けの既存の取扱商品をグローバル規模で維持すると決定したことが少なくとも部分的に影響している。

上述のように金融危機後はどの銀行も自社が強みを持つ地域や商品に特化するようになったが、大手が共通して選別の中で最も徹底したのは対象顧客であった。各社は希少な資源から最大のリターンを生み出すため、それが可能な顧客に集中するようになったのである。BoA は 2011 年のグローバル企業・投資銀行部門創設時に、1 万 2000 もの顧客口座を抱えていたが、

それを 5000 ほどに縮小した。財務サービスを手掛ける企業銀行部署では、顧客数をピークの 5000 から半分未満に減らした (Baker, 2017)。Morgan Stanley の場合は、大手企業顧客であっても、同社に十分な取引を提供しない相手を実質的に切り捨てるようになった (Horwood, 2017)。

もちろん Citi も例外ではない。同社も金融危機後にホールセール業務での活動地域と取扱商品は維持する一方、顧客数は絞り込むと決定した。しかし、意思決定当時の顧客口座数は 3 万 2000 で、目標として設定したのは 1 万 6000 であった (Lee, 2015)。2018 年でも顧客口座数は 1 万 4000 を維持している。機関銀行業部門 CEO の Jamie Forese は「顧客層を見直していた際、Citi のサービス全体を必要とする顧客があまりに多いことに驚いた」と話している (Horwood *et al.*, 2018)。競合他社の顧客数がそれぞれどれくらいかは分からないが、Citi の顧客数はかなり多いと見て間違いないであろう。

大手投資銀行がターゲットに設定する顧客は、いずれも資本市場関連サービスへの支払いがかなり大きいはずである。そうでなければターゲットになり得ない。ターゲットになり得る顧客は、サービスの種類毎に異なる銀行を利用するだけでなく、同じサービスでも複数の銀行を同時に、あるいは交互に利用する傾向が強いであろう<sup>24)</sup>。この状況において、顧客数が多いにもかかわらず Citi が投資銀行業務の実績や収入で競合他社を上回ることができないのには、いくつかの可能性が考えられる。

一つは個々の顧客の取引に占める Citi のシェアが全体的に小さいことである。しかし、現金管理では顧客数と収入の両方で他の米大手投資銀行を上回る Citi が、全体的に顧客の財布にあまり食い込めていないと考えるのはやや無理がある。もう一つは、Citi の受け取る収入が財務サービスからのものに偏っていることである。これは財務サービスが投資銀行業務の獲得に結びつきやすくなったという話と矛盾するが、一つ目の仮説よりは可能性が高い。実際、Morgan Stanley は財務サービスを手掛けていないが、M&A と ECM では Citi の上に行く。それらの業務で Morgan Stanley の競争力の源泉になっているものとして財産管理業務を挙げることができる<sup>25)</sup>。同社においてこの財産管理業務は、金融危機後に Citi から買収した Smith Barney が土台になっている。つまり Citi のリストラが強敵を生み出す要因となった訳である。

しかし、最も可能性が高いのは、Citi が財布で高いシェアを占める顧客が少なくなかったとしても、頻繁な取引と高い収入をもたらす層には十分に食い込めていないことであろう。すぐ思いつく対象としてテック分野を初めとする急成長企業、そして買収と退出を繰り返す代替資産運用会社である。それらもグローバル活動をする傾向があるため、Citi にも取引獲得の機会はあるが、それらの活動が特定の地域に偏っている場合は、Citi が持つほどの広範囲なネットワークを必要としないかもしれない。米大手投資銀行の優位性を支える最大の要因が本国市場における強さであるなら、それはその中で Citi が相対的に低い地位にあることの説明にもな

る。

### 3.4.2 ベンチャー金融と SPAC

2010年代はベンチャー投資に巨額の資金が集中し、有力な新興企業は未上場のまま資金調達を重ねて規模を拡大することが容易になった。大手投資銀行は財産管理業務や資産管理業務を通じて、あるいは自己資金での投資や商業銀行部門からの融資を利用して、早い段階から新興企業、そしてその創業者に接触した。そこから、その関係を利用し、私募調達の仲介、IPO、その後の投資銀行案件獲得を目指した。2017年頃から株価上昇の継続とサイクルの終了が意識されるようになると、主要なユニコーン企業が上場準備を開始し、投資銀行の IPO 案件獲得競争が激しくなった<sup>26)</sup>。

表8は2018-2020年の米市場における主要な大型IPOと、それらへのCitiの引受参加状況を見たものである。この時期には調達額上位に、注目されていたユニコーンによる上場が目立つようになっている。これらの案件にCitiがどれだけ幹事として参加したかを見ると、全く参加していない案件が目立つ。また参加している案件でも順位が低く、いわゆるトップ・レフトに名前を載せた案件は一つもない。Citiも自社のベンチャー・キャピタル部門を立ち上げ、BettermentやSquareなどの注目企業に投資をしてきた(Irrera, 2015)。しかし、その取り組みは主に自社の技術開発への貢献が意識されていたと考えられる。

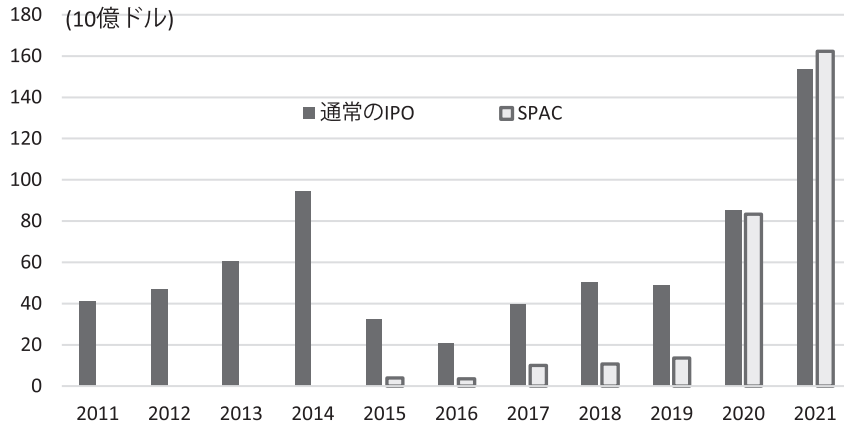
表8 各年の米主要IPOとCitiの引受参加状況

2018			2019			2020		
会社名	調達額	Citi参加	会社名	調達額	Citi参加	会社名	調達額	Citi参加
AXA Equitable Holdings, Inc.	3,160	1-4	Uber Technologies, Inc.	8,100	1-5	Snowflake Inc.	3,864	1-5
Elanco Animal Health Inc.	1,736	×	Avantor, Inc.	3,333	×	Airbnb, Inc.	3,830	2-4
Pinduoduo, Inc.	1,626	×	Lyft, Inc.	2,556	×	DoorDash, Inc.	3,366	×
GreenSky Inc.	1,005	2-2	XP, Inc.	2,251	2-2	Royalty Pharma plc	2,501	1-5
NIO, Inc.(China)	1,002	2-3	Pinterest, Inc.	1,639	2-3	Lufax Holding Ltd.	2,363	×
Farfetch Ltd.	885	×	SmileDirectClub, Inc.	1,346	1-2	KE Holdings, Inc.	2,120	×
Dropbox	756	×	Tradeweb Markets, Inc.	1,242	1-2	Rocket Companies, Inc.	1,800	×
BJ's Wholesale Club Holdings, Inc.	733	×	Chewy, Inc.	1,176	×	ContextLogic Inc.	1,100	2-1
DocuSign Inc.	723	2-1	Peloton Interactive, Inc.	1,160	×			
			Zoom Video Communications, Inc.	864	×			

注) 調達額はグロス調達額で単位100万ドル。金額は出所により異なる場合がある。Citiの参加は各社S-1もしくはF-1での引受業者としての記載に基づく。Citiの名前が入っていない場合は×、入っている場合は各階層においてCitiの名前が記載されている順番。例えば最上段の2番目に名前が出ている場合は1-2としている。ブックランナー、共同幹事といった階層の区分がないことがほとんどであるため、その場合は名前の文字の大きさと階層を判断している。2018年のAXA Equitableは修正S-1に基づいている。当初に提出されたものにはCitiの名前は入っていなかった。

出所) IPOの代わり金についてはRefinitiv(Thomson Reuters)のGlobal Equity Capital Markets Review, insight.factset、その他各種資料からの数字、Citiの参加の有無と参加順位については各社Form S-1(外国企業の場合はF-1)の記載を利用して著者作成。

図 17 米市場における IPO 金額



注) 2021年は12月28日までの数値。

原資料) Dealogic

出所) Driebusch and Santilli (2021) より作成。

ベンチャー金融への関与は、IPOだけが目標ではない。多くの企業がデジタル技術を利用した事業変革を試みるようになるにつれ、新興企業の買収が選択肢として重視されるようになった。Lazardの財務助言CEO、Alex Sternは「テック以外の会社は、革新のため独自の分野の外に関わっている。これがM&Aを牽引するテーマであり続けるだろう。全ての分野に当てはまるが、産業、金融、医療が特にそうだ」と語っている(Lee, 2018b)。そうすると、ベンチャー金融の分野で存在感がなければ、IPOだけでなく、M&A業務にも影響を及ぼしかねない。独占禁止法の運用強化と地政学的な緊張の高まりで国際的な大型案件が限られるようになれば、さらにその影響が大きくなる。

Citiのように国際的な案件で強みを持つところには厳しい環境になっているが、この数年は思わぬ追い風が吹いた。SPAC (special purpose acquisition company) ブームである。図17を参照されたい。SPACは古くからあるが、2015年に通常のIPOが前年から大きく落ち込んだ頃から発行が目に見えるようになり、2019年までは緩やかに増加基調をたどった。それが2020年に急増し、2021年には通常のIPOも過去最高を記録する中で、SPACはそれを上回った。Citiは大手の中で比較的早期からSPACに取り組んでおり、2017年にIPOの地位が上昇した際は、仕組み分野に最も力を入れており、その例がSPACだとEuromoney誌で紹介されている<sup>27)</sup>。表9を見ても、Citiが2015年にはSPAC引受で上位に入っていたことが分かる。

SPACブームは、コロナ禍の中で生じた株式投資ブーム、IPOブームと連動している。2020年3月には株価が急落し、ブームが生じるなど予想もされなかったが、金融緩和と政府の刺激策で株価は急回復し、5月末頃からはIPO市場に活気が戻った。しかし、AirbnbやDoorDashなどの株価が上場後に急騰するのを見て、一部の会社が上場を再検討し始めた。公

表9 SPAC 取引における Citi の地位

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
引受(SPAC Research)							
順位	2	1	2	2	4	2	1
金額	1,152.7	948.7	1,360.2	1,312.7	1,136.4	10,480.8	20,568.4
シェア	29.54	27.11	13.54	12.21	8.36	12.59	13.52
引受(SPAC Insider)							
順位			2	4	6	1	1
金額			4,121.8	1,882.0	1,529.1	22,908.8	39,632.3
シェア			18.7	10.4	7.1	14.9	14.1
M&A助言(SPAC Insider)							
順位						5	4
金額						39,841.0	132,154.2
シェア						6.9	8.4

注) 金額は Citi が手掛けた案件金額で単位は 100 万ドル。シェアは全体の案件金額に占める Citi のシェアで単位は%。

出所) SPAC Research および SPAC Insider より著者作成。

開価格設定に失敗すると調達額が過小になる懸念がその理由と指摘されている (Farrell, 2020)。そこで注目されたのが SPAC であった。株価が不安定に動く中で、適切な SPAC を選んで評価額を相対で交渉し、適切な投資家から PIPE (Private Investment in Public Equity) 調達すれば、その動きに翻弄されるリスクを回避できると考えられたからである (Baker, 2020–2021)。

通常は上場後にしかユニコーン企業に投資する手段を持たない個人投資家を含め、投資家に行ってみると SPAC 株式を購入しておけば、それが運良く Tesla のような会社との合併に成功すれば一財産築くことも夢ではない。そのため SPAC に多額の資金が殺到し、新規の発行も急増した。それらの SPAC がターゲット発掘競争を繰り広げることで、新興企業は素早く上場できるようになった。Oaktree Acquisition と約 4 ヶ月の交渉で合併に合意した Hims & Hers Health 共同創業者 Andre Dudum は「通常の IPO なら 12–18 ヶ月かかる。経営陣は資金調達ではなく業務に集中できた」とその利点を語っている (Ramkumar and Farrell, 2021)。

こうした状況で、かつては SPAC を底漁りのように見なしていたベンチャーキャピタルも、SPAC 合併を有力な選択肢と考えるようになり、自ら運営に乗り出すところまで出てきた。FirstMark Capital 創業者 Rick Heitzmann はその理由について「SPAC 運営によって案件を競うことが可能になる。他社が巨額のファンドを調達しており、それに対抗する必要がある。SPAC を設置すれば、起業家に上場までずっと支援することができるとアピールすることが可能だ」と話している (Geron, 2020)。このように、ベンチャー金融で突然 SPAC の重要性が高まったことを指して、Citi の資本市場共同責任者 Tyler Dickson は「SPAC がウォール街からシリコンバレーに移った」と表現している (Ramkumar and Ferrell, 2021)。しかし、米の SPAC ブームは世界中から成長企業を米市場に引き寄せることになった<sup>28)</sup>。



大手投資銀行がこの活況に参加しようとするのは当然である。SPACの引受手数料は典型的なケースで調達額の2%と、通常のIPOよりは小さいが、合併での財務助言やPIPEでの助言を獲得しやすく、その後の取引にも期待が持てる。そのため、それまでほとんどSPACに関心を示してこなかったMorgan Stanley、JPM、BoAなども積極的に引受を手掛けるようになった。その中で強みを見せつけたのがCredit SuisseとCitiであった(Ramkumar, 2021a)。Refinitivのデータに基づく表7によると、Citiは2020年にグローバルIPO引受で8位になっているが、Dealogicのデータでは3位になっている。それにはSPACでの地位が大きく貢献している<sup>29)</sup>。

Citiがなぜこの分野に強いのか明確ではないが、常識的に考えると、PIPE投資家との接点、SPACスポンサーとの接点、SPACがターゲットとする産業についての専門性が、SPAC案件を獲得する上で鍵になるであろう。

まずはPIPE投資家との接点であるが、様々な主体がSPACブームに便乗しようとする中で、機関投資家には「SPACを立ち上げるが、興味はあるか」といったような内容が曖昧で洗練されていない勧誘メールが送られるようになった(Idzelis, 2021a)。これに対して、CitiのECM共同責任者Doug Adamsによると、同社にはPIPE参加に関心を持つ投資家から頻繁に電話がかかってくるようになった(Baker, 2020-2021)。しかし、これは恐らく、CitiがSPAC引受をすでに多く手掛けているため、投資家が問い合わせ先としてCitiを選んでいることによる。

ブーム以前は、SPAC上場時に投資する主体がほぼヘッジファンドに限られていた。SPAC株は合併の発表で上昇する可能性が高く、そこで売り抜ければ早期投資家は大きな利益を得られる。かりに期限までにSPACが買収対象を見つけることができなかつたり、買収を発表した後に株価が下落したとしても、満期もしくは買収過程で投資家は公開価格に金利を上乗せした金額で株式を換金することができるため、リスクは限られている。しかし、買収発表後に上昇した価格でSPACを購入すると、リスクは高い。そこで、ヘッジファンドは合併完了前に投資から撤退するのが常であった(Ramkumar, 2021b)。

PIPEの場合は、買収合意の発表前に参加が決まるため、価格が上昇した後に購入するよりリスクは低いが、その後も保有し続けることを考えると、ヘッジファンドの裁定活動よりリスクは大きい。それでも投資に参加するのは、事業の成長性に加え、スポンサーの力量に期待しているからであると考えられる。法律事務所CooleyのパートナーDavid Peinsippは、著名なスポンサーが必然的にFidelityやBlackRockなどの投資家を引き寄せると指摘している(Baker, 2020-2021)。また、SPACが注目を集め、経験豊富な人物や組織がSPAC運営に関わるようになったことで、買収後も投資を継続するヘッジファンドが出てきた。Glazer Capitalもその一つで、ファンド・マネジャーのVik Mittalは「今ほど技能を持った機関がSPAC調達をしていたことは無い」と、その理由を説明している(Ramkumar, 2021b)。

つまり、投資家はスポンサーに注目している。スポンサーの実績には、SPAC 自体での経験も含まれる。仕組みの構築を何度も経験し、成功させてきた実績が評価されるのは当然である<sup>30)</sup>。それに加え、ターゲットにする産業での経験も重視される。例えば、FinTech Acquisition Corp. を運営する Betsy Cohen は、1999 年末に支店を持たない The Bancorp を創業した人物であり、同行を他社ブランドで技術と銀行機能を提供するリーダー的存在に育て上げた。その経験を生かして複数の SPAC を立ち上げ、有力なフィンテック企業を上場させてきた。SPAC に買収を持ちかけられるターゲット企業は、提示される評価額だけでなく、こうした実績も評価するのである<sup>31)</sup>。

早い時期から SPAC に関与してきた投資銀行は、実績あるスポンサーとの取引を獲得することによって引受の件数を積み重ね、その結果として新たに PIPE への関心を持ち始めた投資家から電話がかかってくるようになったと推察される。そこで、SPAC に注力する投資銀行は、経験豊富なスポンサー候補を求め、プライベート・エクイティ (PE) などの運用会社に声をかけるようになった。例えば New Mountain Capital で PE 戦略を担当する David Coquillette は、「思いつくあらゆるバンカーから、SPAC をやらないかと持ちかけられている」と証言している (Idzelis, 2021b)。

しかし、スポンサーが同じ投資銀行と取引を継続する保証はない。特に PE などは、最も頻繁に投資銀行サービスを利用する機関であるため、複数の投資銀行を使い分ける傾向が強い。その上、自らが買収や退出に深い経験を持っており、それほど手厚い助言を必要としない。PE が大型の LBO 案件を実行する際は負債調達のために投資銀行を利用するが、SPAC の場合は買収資金に負債を利用しているようでは、ターゲットから受け入れてもらいにくい<sup>32)</sup>。

投資銀行がスポンサーから選ばれるのには、スポンサーが買収対象を探す産業において、少なくとも M&A の実績を豊富に持ち、場合によっては候補の特定にも有用と見なされるからであろう。例えば Credit Suisse は、2020 年の 12 月に医療とテック向けで投資銀行担当者の採用を強化すると表明した。SPAC でそれらをターゲットにするところが多いというのがその一因である (Patrick and Ramkumar, 2021)。

そうすると、ターゲットにされる産業でベンチャー金融に深く関わり、IPO や大手企業への事業売却で助言実績が豊富な投資銀行が、スポンサーに選ばれるようになる可能性が高い。遅れて入ってきた大手でも、引受の順位を上げているのは、そのためであろう。また、表 9 を見ると、Citi は引受での地位に比較して、M&A 助言での地位はやや低い。上場からターゲット買収までに時間があることを考慮すると、年ごとに両者の順位が同じにならなくても不思議ではないが、Altimeter Growth による Grab 買収など、Citi が SPAC 引受を手掛けながら、買収には関与しなかったケースもいくつかある。また、通常 M&A には売買双方に助言がつくため、引受に関与していなくても参加の機会が多いはずである。Citi の場合は引受に参加しなかった SPAC の買収案件に、関与することが少なかったと考えられる。



ベンチャー金融への関与が小さかった Citi にとって、SPAC は思わぬ追い風となったが、競合他社が遅れて関与を強化するようになると、それらから追い上げられることになった。しかし、幸か不幸か SPAC ブームは沈静化している。このブームが投資銀行の勢力圏にどのような痕跡を残すのかは分からない。

### 3.4.3 代替資産運用会社との関係

ベンチャー金融への関与に加え、代替運用会社との関係も投資銀行業務を獲得する上で重要である。Citi は金融危機前から PE 戦略に注力し、金融危機後も代替資産運用部門の Citi Capital Advisors を立ち上げ、ドッド＝フランク法の審議中にも PE 戦略向けの調達を目指していた<sup>33)</sup>。しかし、2012 年には CCA のスピノフを決定し、残った PE 戦略もその後に処分していった<sup>34)</sup>。こうした PE 関与からの後退は、自社での運用だけでなく、外部の PE 会社との取引にも当てはまる。欧州活動に関する話であるが、Citi 内部の人間でも同社は金融危機後に PE 会社との取引を軽視していたとのことである (Baker, 2018)。

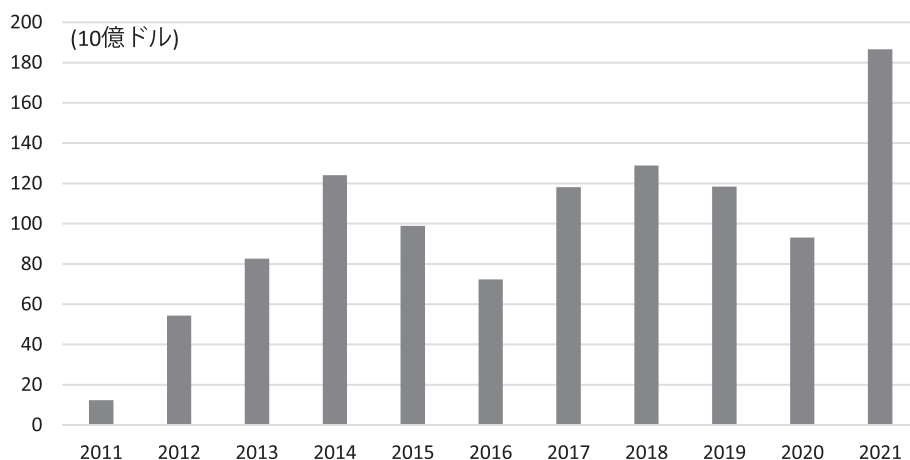
こうした Citi の態度は 2014 年を境に変化した。同年に Citi は、投資銀行業務からの必要性に対応し、PE に対するカバーを年金基金、SWF (sovereign wealth fund)、ヘッジファンド、ファミリーオフィス向けカバーと統合する新組織を設置した。それと同時に、レバレッジド金融業務を改革し、PE 案件向けの金融に再びコミットし始めた (Sanderson, 2017a)。

この運用機関向けサービスの強化と、代替資産運用業務からの撤退がどのように関連しているのかは不明である。当初は投資家向けの代替資産運用を継続する一方、投資銀行業務は現金管理サービスを軸とする大手多国籍企業向けに特化しようとしたが、資産管理業務からは必要な収益を確保できずに撤退し、それに代わって投資銀行業務の重点分野を広げようとしたのかもかもしれない。しかし、仮に資産管理業務を維持できていたとしても、競合他社がいずれも代替運用会社との取引獲得に注力する中で、Citi だけがその分野から距離を置くのは困難である。

代替運用会社の案件に関与するには、それに応じたりスクテイクが不可避になる。とはいえ、銀行は資本の制約が大きく、バランスシートを利用する場合は、それに求められる資本コストを上回るリターンを獲得が必要になる。そのため、LBO 関連の貸出や PE ファンド傘下の企業向け貸出では、銀行のような資本要求を受けない私募信用ファンドの存在感が高まった<sup>35)</sup>。銀行が提供するのは基本的につなぎ金融であり、しかもそれらを売却する。2016 年には銀行によるつなぎ金融の売却が滞り、大型案件の資金調達が可能かどうか危惧される状況が発生したが、中間市場で活動する PE 会社 Riverside 共同 CEO の Bela Szigethy は「私募信用ファンドが成長しているため、新規資金調達に問題を感じていない」と証言している (Edwards, 2016)。

私募信用ファンドが貸出を行うのは比較的規模の小さい案件が多く、大型案件ではやはり大手投資銀行のアレンジするシンジケートローンが活用される。特にトランプ政権誕生後は銀行

図 18 米市場における新規 CLO 販売額



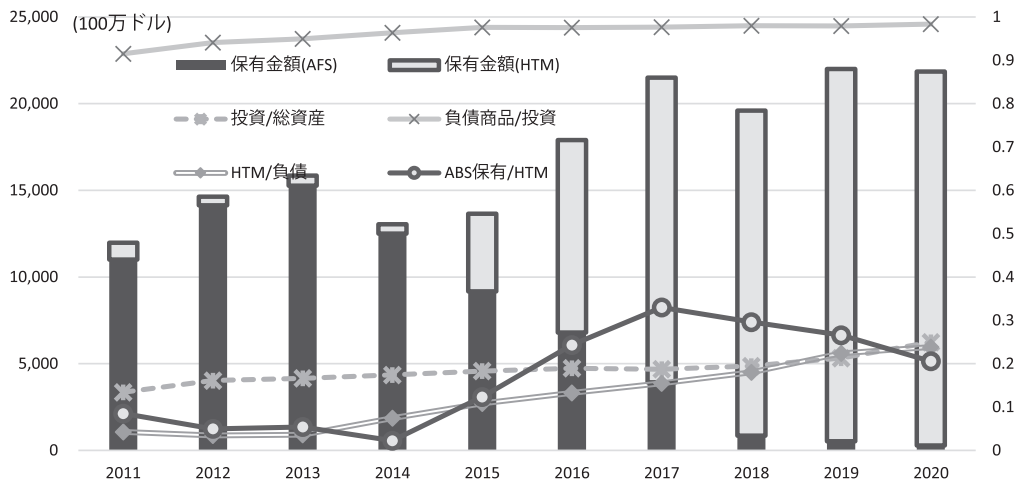
注) 2021 年は 12 月 23 日までの数値。  
 原資料) Leveraged Commentary & Data  
 出所) Pellejero (2021) より作成。

のレバレッジ貸出に対する監視が弱くなり、借り手 EBITDA の 6 倍以上になるローン提供が頻発するようになった。KKR による Envision Healthcare 買収向けでは EBITDA の 7 倍以上のローンが提供されており、Citi もそこに参加している (Gottfried and Tracy, 2018)<sup>36)</sup>。銀行はアレンジしたローンを売却するが、状況が悪化すると自ら抱え込むことになりかねない。実際、Citi を初めとする銀行団は MGM のセールス・リースバック案件で、20 億ドルものローンをしばらく保有し続けた (Grant and Sayre, 2020)<sup>37)</sup>。

しかし、CLO 発行が金融危機後の落ち込みから回復しており、レバレッジ貸出市場の下支え役となっている<sup>38)</sup>。図 18 は米市場における CLO 発行額の推移である。2017-2019 年は 3 年連続で 1200 億ドル前後の発行が続き、2020 年はコロナにより落ち込むが、2021 年には 1800 億ドルを超えた。これにより、2021 年末の残高では 8500 億ドルと、証券化で米国内最大の分野になった (Pellejero, 2021)。銀行にとっては CLO を支援することが、レバレッジ貸出のアレンジを後押しすることになる。

銀行は多面的に CLO に関与する。まずは新規発行のアレンジである。Citi は CLO 発行アレンジで業界のトップクラスの実績を誇っている<sup>39)</sup>。次に倉庫金融の提供である。CLO は発行の数ヶ月前から倉庫を設置し、そこに担保のローンを蓄積していく。そうすることで、流通市場で購入するよりも条件の良い発行市場での取得分を増やすことができる。一般的には担保の 60-70% が倉庫に蓄積されたローンになっている。倉庫にローンを蓄積するための資金は最大 20% までエクイティ調達になっており、それは CLO のエクイティ買い手が資金を出す。残りはアレンジ銀行が設定した回転信用からローン購入時に引き出す (Bates, 2020, pp. 44

図 19 Citi の ABS 投資



注) 金額は左目盛り。AFSは available for sale、HTMは held to maturity の略。その他は分母に対する分子の金額の単純な比率で右目盛り。ABS保有/HTMは、HTMに分類されたABS保有だけを分子にしている。

出所) 図 11 に同じ。

-45)。Gore (2019) によると、2019年の3月時点で、Citiはこの倉庫金融を50億ドルも提供している。

そしてCLOへの投資である。図19はCitiによるABS投資の推移を見たものである。Citiの10-KではCLO保有を分割して公表していないが、S&P Globalによると、CitiによるCLO保有は2019年3月末時点でAFSで1200万ドル、HTMで180億6100万ドル、同年末時点でAFSで0、HTMで213億2000万ドルとなっている(S&P Global, 2019; S&P Global 2020)。ここから、特にHTMではABS保有のほとんどをCLOが占めていると考えられる。

この図を見ると、保有がAFSからHTMにシフトしているが、それは負債投資全体に当てはまることであって、ABSがその傾向を先導している訳ではない。しかし、循環しながらも保有水準は高まっている。そして、その動きが図18にあるCLO発行額とややずれている。図18を見ると2014年と2018年に新規発行の山があり、その両年でCitiのABS保有は前年から減少している。逆に新規発行が減少に向かった2015-2016年、2019-2020年にはCitiのABS保有が増加に向かっている。

2019年にCLO発行が前年から落ち込んだ際、あるアレンジャーは「エクイティ裁定は実行しにくく、AAAはまだ完成が最も難しい。米のAAA投資家は特に機会主義的に行動している。条件が非常に有利だと感じなければ参加しようとしな」と証言している(Saeedy, 2019)。つまり、CLO発行が減少する際にはAAAの販売がネックになっている。アレンジャーとして活動する銀行が、自己勘定でCLOのAAAを保有することは、外部投資家の需要変動に対

する緩衝材になっているのではないかと考えられる。

以上のように、CLO への多面的な関与は、レバレッジド貸出に関するリスクから免れている訳ではない。それでも、銀行にとっては、バランスシート利用に伴う資本要求を最小に止めながら、代替運用会社の案件に金融を提供する上で極めて重要な役割を果たしている。しかし、このことは、ローンのアレンジと CLO への関与が常に相乗効果を発揮することを意味しない。代替運用会社各社がそれぞれの投資から少しでも多くの利益を確保しようとするにつれ、銀行が手掛ける二つの役割の間に亀裂が生じ易くなる。

その典型的な例が Citi による Revlon 向けの貸出である。Citi は 2016 年の Revlon による Elizabeth Arden 買収向けの金融にコミットし、そのローンのエージェントになった。そして 2019 年に Revlon が Ares Management から American Crew の商標権を担保に借入を行うと、2016 年のローンの投資家はその担保がすでに自分たちの債権の担保になっているとして、Revlon とエージェントである Citi 相手に訴訟を起こした。しかも、Citi は、この裁判継続中に、Revlon の 2016 年ローン元利金を誤って債権者に送金してしまった (McElhaney, 2020)。

Citi は慌てて送金した金額の返還を求めたが、一部の債権者がこれに応じなかったため、今度は Citi がそれらを相手に訴訟を起こした。その中には Brigade Capital Management が含まれる。Citi はそれまでの 2 年間に 15 億ドルのローンファンド調達で Brigade に支援を提供し、潜在的な M&A について助言してきた。しかし、この件を理由に、完了間際だった 4 億ドルの CLO 発行やその他初期案件を含め、Brigade との取引から手を引いた (Wirz *et al.*, 2020)。Citi はこれによって Brigade との取引から得るはずだった手数料を失っただけでなく、業務リスク管理の欠陥を理由に銀行規制当局から 4 億ドルの罰金支払いと、リスク管理システムの修復を命令された (Benoit, 2020b)。

Revlon の件は、Citi の内部管理問題の露呈を伴うやや特殊な例であったが、代替運用会社関連のローンでは制限条項の劣化が進んだことで、既存の担保を別会社に移し、それが追加の負債調達に利用されるケースが他にも生じている (Biswas, 2017)。さらに、代替運用会社は制限条項の弱さを利用し、コロナ不況でも投資先から負債発行による配当受け取りを増やしている。その結果、PE 関連のローンでは M&A や LBO 向けが前年比でマイナスになったのに対して、配当リキャップや借り換え目的が大幅に増えた (Spegele and Cooper, 2020)。銀行はこうしたあまりに借り手寄りのローンをアレンジしていると、自らの抱えるエクスポージャーは倉庫金融や CLO の AAA 部分だけだといって安心していられなくなる恐れがある。

#### 注

1) “World’s best bank for financing: Citi,” *Euromoney* September 2020.

2) “LuxSE Lists First Digital Bond With Origin,” *MarketsMedia*, March 3, 2021. Origin は対象とする負債を、公募発行などあらゆる種類に広げていく予定である。ブロックチェーンが普及した場合は、スマート契約の交渉を当事者が Origin 経由で行うようになることを目指している (Origin Markets,

- 2022)。
- 3) “Overbond Releases AI-driven Margin Optimization Add-on to Increase the Profitability of Automated Fixed Income Trading,” businesswire, August 12, 2021, “Overbond Launches AI-driven Rich-cheap Fixed Income Model to Help Buy-side Firms Systematically Extract Alpha,” businesswire, September 9, 2021.
- 4) 米銀3社以外は Barclays、BNP Paribas、Deutsche Bank、Goldman、Morgan Stanley、Wells Fargo である。
- 5) “Markit raises \$1.3 billion pricing US IPO at midpoint,” Bloomberg, June 18, 2014.
- 6) EU の金融商品市場指令 II に基づき、ブックランナーは規制当局に求められれば、割当の記録を提出しなければならない。米銀が DirectBooks 立ち上げ計画を発表した際、Investor Access を利用していたある銀行は、「3行が4-5年前に始めていれば飛び乗っていただろう。プラットフォームを構築するのは良い。しかし法的、規制遵守上のハードルがある。Ipreo は法務部と協力することに開かれている。プロジェクトの成熟度が高い」と話していた (Mackenzie and Sanderson, 2018)。ただし、金融商品市場指令 II が割当に与える影響は大きくないとの見方が一般的なようである。例えば Societe Generale の Eric Cherpion は「割当は注目を浴びているが、Mifid II の技術的な部分だ。記録を取って割当を正当化する必要がある。真剣にするなら、いずれにせよ同じ事になる。Mifid II は公式化しただけ」と指摘している (Bowman, 2018)。
- 7) ある銀行のシンジケート担当者は「米は固定金利で長い歴史を持つ。特定銘柄、満期、仕組みでフィードバックを求める相手が30-50はある。実際の発行ならもっと多くのやりとりがある。欧州ではモメンタムに依存している。モメンタムを生み出すために過剰に広い価格ガイダンスを提示する」と違いを説明している。また申し込み超過への対応については、ロンドンでは少しずつ裾野を長く配分する傾向があるのに対し、ニューヨークでは大手運用会社が最大の割当を求めるため、大口注文にかなり大きい割合で配分するとのことである (Bowman, 2018)。
- 8) “Nivaura’s Technology Disrupting Capital Markets,” BanklessTimes, February 7, 2022.
- 9) Nivaura が開発したコード言語は GLML (General Purpose Legal Markup Language) と呼ばれる。Nivaura 創業者 CEO の Avtar Singh Sehra は「GLML は異なる新たなプラットフォームがそれぞれ互換性を持つために決定的な役割を果たすだろう」と予想している (Steves, 2021)。
- 10) “Axial Members Surpass \$25 Billion in Closed Middle Market Deals,” businesswire, January 18, 2018. ちなみに 2021 年は産業 32%、ソフト・テック 14%、消費財 14%、フード・接客 11%、交通 8%、医療 8%、事業サービス 8% になっている。“Axial Releases the Top 20 Lower Middle Market Investment Banking Firms for Q4 2021,” GlobalNewswire, January 20, 2022.
- 11) サプライチェーン金融では、銀行と企業が契約を結び、当該企業への納入会社が、銀行から前払いを受けられるようにする。割引率が契約企業の格付けによって規定されるため、高格付け企業のプログラムでなければ、納入会社は参加による恩恵を受けにくい。契約企業にとっては納入企業が前払いを受けても、未払い金をローンではなく、支払勘定として記帳することができ、流動性ポジションが改善したように見せることができる。サプライチェーン金融を利用する企業の正確な数は分からないが、S&P 500 の 27 社が、2020 年次報告書で利用していることを公表していた。Coca-Cola 社は 2014 年から利用していたが、2020 年に SEC から問い合わせがあってから公表を始めた (Maurer and Broughton, 2021)。
- 12) ECM は equity capital markets、DCM は debt capital markets として一般的に利用される用語である。TTS は Treasury & Trade Solutions の略で、Citi における財務サービスの名称である。
- 13) “World’s best bank for financial institutions: Citi,” *Euromoney*, July 2016. ただし、図 11 から

分かるように、この記事が発表された時には、取引サービスが財務サービスと証券サービスに分割され、財務サービスは銀行業、証券サービスはマーケットに分類されるようになっている。

- 14) “World’s best bank for corporates: Citi,” *Euromoney*, July 2019.
- 15) “World’s best bank for transaction services: Citi,” *Euromoney*, July 2017.
- 16) “World’s best digital bank: Citi,” *Euromoney*, July 2017.
- 17) “World’s best bank for transaction services: Citi,” *Euromoney*, July 2016. STP は straight through processing の略である。
- 18) “Citi Partners HighRadius for new Receivables Platform,” East&partners, July 30, 2018.
- 19) “World’s best bank for transaction services: Citi,” *Euromoney*, July 2019.
- 20) *Euromoney* 誌が現金管理での主な取引先を聞く調査で、2020年のアジア太平洋地域における非金融企業向け取引先の上位5は、HSBC、Bank of China、DBS、Deutsche Bank、Citiの順であった (Golden, 2020-2021)。
- 21) CitiのTTS欧州中東アフリカ責任者 Mark Smithによると、2020年前半の都市封鎖と遠隔勤務の環境で、企業は銀行関係の集約を優先課題と考えなかったが、半年経ってそれまでの経験を振り返り、関係の集約が重要であると結論づけた (Golden, 2020-2021)。コロナによるサプライチェーン混乱を受けて、新興市場ではCitiに多くの企業トップから前例がないほどの電話がかかってくる、その時の対応がその後の資本市場業務などでの取引獲得につながったとのことである。“The world’s best investment bank in the emerging markets: Citi,” *Euromoney*, September 2021.
- 22) “World’s best investment bank in the emerging markets: Citi,” *Euromoney*, July 2016.
- 23) “World’s best bank for financing: Citi,” *Euromoney*, July 2018.
- 24) Eccles and Crane (1988)は、投資銀行サービスへの支払総額が大きくなるにつれ、単一銀行のみと取引する、あるいは複数銀行と取引する中でも大部分で特定の銀行を利用するパターンから、少数の銀行を並列で競争させるパターンに移行する論理を展開している (Eccles and Crane, 1988, 邦訳118-146頁)。
- 25) Morgan StanleyはGoldmanに対する優位性として財産管理業務を挙げている。それが米での分売力の源泉となり、株式での強さが顧客関係構築に効果を発揮しているとのことである。資本市場責任者 Franck Petitigasは「もし1500億ドルの会社なら負債市場で大金を調達できる。しかし役員会で重要な問題は株主がどう反応するかだ。もし彼らの大株主になっている大手のファンド・マネジャーと良好な関係があれば、顧客にその問題について助言する上で大きな優位性を持つ」と、財産管理業務が果たす役割について説明している (Horwood, 2017)。
- 26) 詳しくは神野 (2020) 94-101頁、神野 (2021) 234-236頁を参照されたい。
- 27) “World’s best bank for financing: Citi,” *Euromoney*, July 2018. SPAC市場では、かつてEarly BirdCapital、Chardan、I-Bankers、Maxim Groupなど、この分野に特化した小規模な業者が支配的な存在であったが、案件規模が拡大する中で大手が存在感を強め、小規模な業者は共同幹事におさまるようになった (Marvin, 2018)。
- 28) Dummett (2021)は、他国の成長企業が米SPACとの合併を求める要因として以下のものを挙げている。欧州の上場基準が厳しく、投資家が慣れていないため、そもそもSPAC上場が少ない。米はテック産業と医療産業の規模が大きく、SPAC合併で米市場への参入、および業務の拡大が期待できる。米では特定業界のアナリストが多く、投資家も多い。
- 29) The Wall Street Journal誌がDealogicデータを元に公表しているInvestment Banking Scorecardによると、CitiはグローバルIPO引受金額で2019年、2020年ともに3位になっている。2018年は5



- 位であった。Benoit (2021)では、2020年にCitiがSPACで2位になったことが、グローバルIPOの3位獲得に貢献したと説明されている。それは、SPAC Researchのデータに基づく記述である。ちなみにDealogicデータに基づくCitiの2021年におけるグローバルIPOの順位は、Goldmanに続く2位である。またSPAC Researchのデータで2020年の首位はCredit Suisseであった。
- 30) かつての詐欺に利用された目隠しプールと呼ばれる仕組みとは異なる、現在のSPACの仕組みを考察したのは元投資銀行家のDavid Nussbaumと法律家のDavid Millerである。Nussbaumが1990年代初頭に規制当局と相談し、投資家保護などの仕組みを開発して最初のSPACを立ち上げた。David Millerは法律事務所SPAC創設について助言を提供してきた。2人はともに自分たちの経験が新たな案件を引き寄せていると語っている (Ramkumar, 2021c)。
- 31) “Repeat Spac sponsors will attract best targets,” *Euromoney*, March 25, 2021.
- 32) StifelのSPAC責任者Alysa Craigは、ターゲット会社のCFOに対して、合併相手となるSPACの公開資料を見て、合併後に重荷となるような負債を抱えていないか確認しなければならないと助言している (Trentmann, 2021)。
- 33) Citiは2007年に中間市場向けのPE投資会社Metalmark Capitalを買収した。それまではPE顧客と競合しない程度の活動を行っていたが、この買収により競合するようになることが懸念されていた (Freed, 2008)。また2010年にはCCAのヘッジファンド戦略向けに17億5000万ドル、PE戦略向けに15億ドルの資金調達計画を立ち上げた。これについてCitiの広報は「金融改革が最終的にどのような形になるにせよ、我々の優先事項は常に、我々を資産の受託者として選択した顧客の利益を守り、そしてCCAプラットフォームの健全性を維持することだ」と表明している (Or, 2010)。
- 34) 新興国でのPE戦略Citi Venture Capital InternationalはRohatyn Groupに売却した (Raice, 2013)。またMetalmark Capitalファンド持ち分は80%をLexington Partnersに売却した (Keutzer, 2014)。
- 35) 例えば米LBO向け貸出で2018年の件数上位10の内、7は運用会社であった。投資銀行系で入っているのは6位BMO、7位Goldman、8位Jefferiesである (Idzelis, 2019)。この3社でも投資銀行として入っているのか、資産管理業者として入っているのかは分からない。
- 36) EBITDAはearnings before interest, Taxes, Depreciation and amortizationの略である。2013年に銀行監督当局がEBITDAの6倍を超える負債は懸念を引き起こすとガイドラインに明記したが、銀行は当初それを無視した。これを受けてOCCは厳しい検査を開始した。2014年にはFRBもガイドライン執行強化に乗り出し、OCC監督対象ではない外銀やGoldmanもこれに従わざるを得なくなっていた (Tracy, 2015)。トランプ政権下で銀行監督当局の態度は一変し、2018年9月には、監督機関から共同で、ガイダンスは特定の法律や規則に反しない限り、会社を罰するために用いられないとの声明が発表された (Clozel, 2018)。ちなみにEnvision Healthcareは2020年4月に負債交換による満期延長と金額削減を実行している。“Envision Healthcare Announces Completion of Debt Exchange Transactions,” *businesswire*, May 1, 2020.
- 37) このローンはCiti、Barclays、Deutsche Bank、Societe Generaleがアレンジしたローンで、当初は3月に1本の単一借り手CMBSとして売却する予定であったが、5月から小分けにして販売が開始され、残った部分は何本かの導管体発行に振り分けられた (Leong, 2021)。
- 38) 金融危機後におけるCLO市場の復活については、神野 (2021) 241-243頁を参照されたい。
- 39) Haunss (2020)によると、Citiは2019年まで少なくとも8年間は米CLO発行アレンジで首位を継続している。またDinning and Gupta (2021)によると、2020年は新規発行のみならJPMが首位だったが、リセットや借り換えを含む全体ではやはりCitiが首位であった。

## 参考文献

- 神野光指郎 (2020) 「米大手投資銀行の業務展開 (2) – Morgan Stanley (下)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第71巻第2号、8月、87-126頁。
- (2021) 「米大手投資銀行の業務展開 (3) – JPMorgan Chase (下)」大阪市立大学経営学会『経営研究』第72巻第1号、5月、221-282頁。
- Baker, Mark (2017) “How Meissner shook up BAML’s corporate and investment bank,” *Euromoney*, April.
- (2018) “A tale of two US ECM houses,” *Euromoney*, July.
- (2019) “SquareBook aims to ‘fix the IPO process’,” *Euromoney*, August.
- (2020-2021) “After a wild year, SPACs are growing up,” *Euromoney*, December-January.
- Bates, Shiloh (2020) *An Introduction To CLO Equity*, Flat Rock Global.
- Benoit, David (2020a) “Citigroup Profit Slides 46% Amid Coronavirus Fallout,” *The Wall Street Journal*, April 15.
- (2020b) “Regulators Fine Citigroup \$400 Million Over ‘Serious Ongoing Deficiencies’,” *The Wall Street Journal*, October 7.
- (2021) “SPACs Rescued Wall Street From the Covid Doldrums,” *The Wall Street Journal*, January 22.
- Benoit, David and Ben Eisen (2019) “Citigroup Hits Return Target, Profit Rises,” *The Wall Street Journal*, October 15.
- Bippart, Graham (2018) “JPMorgan aims for the top in transaction services,” *Euromoney*, December.
- Biswas, Soma (2017) “Deal to Save J.Crew From Bankruptcy Angers High-Yield Debt Investors,” *The Wall Street Journal*, September 21.
- Bowman, Louise (2018) “DCM bankers battle the rise of the machines,” *Euromoney*, January.
- (2020) “Goldman Sachs debuts transaction offering,” *Euromoney*, July-August.
- Clozel, Lalita (2018) “Banks Get Kinder, Gentler Treatment Under Trump,” *The Wall Street Journal*, December 12.
- Cox, Jasper (2020) “Ipreo has reached out to bond platform rivals as fintech competition heats up,” *Global Capital*, January 6.
- Decuyper, Charlotte (2021) “Fixed income automation: gearing up for the primary markets,” *The Trade*, December 6.
- Demos, Telis (2019) “Citigroup Reports Higher Earnings as Bank Results Begin,” *The Wall Street Journal*, July 15.
- Dinning, Charlie and Tanvi Gupta (2021) “AGL and JP Morgan topple leaders in new issuance dominance,” *Creditflux*, January.
- DirectBooks (2019) “Global Bank Consortium Creates Capital Markets Syndication Platform, Direct Books™,” Press Release, October 11.
- (2021) “DirectBooks Welcomes Global Underwriter SMBC as 16th Sell-Side Member on the Platform,” Press Release, August 31.
- (2022) “Societe Generale, HSBC and MUFG Join DirectBooks,” Press Release, January 24.
- Driebusch, Corrie and Peter Santilli (2021) “IPOs Had a Record 2021. Now They Are Selling Off



- Crazy," *The Wall Street Journal*, December 29.
- Dummett, Ben (2019) "Citigroup Beefs Up Investment Banking Ranks," *The Wall Street Journal*, June 21.
- (2021) "SPACs Bolster the U.S.'s Global Lead in IPOs," *The Wall Street Journal*, May 21.
- Dwyer, Rob (2017) "How the universal banking model will be reborn," *Euromoney*, July.
- Eccles, Robert G. and Dwight B. Crane (1998) *Doing Deals: Investment Banks at Work*, Harvard Business School Press (松井和夫監訳『投資銀行のビジネス戦略—ネットワークに見る「強さ」の秘密—』日本経済新聞社、1991年)。
- Edwards, Ben (2016) "Volatile markets dampen US leveraged buyouts," *Euromoney*, April.
- Farrell, Maureen (2020) "Record IPO Surge Set to Roll On in 2021," *The Wall Street Journal*, December 30.
- Fitzgeorge-Parker, Lucy (2016) "Citi stands firm in CEE as rivals pull back," *Euromoney*, September.
- Freed, Dan (2008) "Pandit's Gambit," *Institutional Investor*, January.
- Geron, Tomio (2020) "SPACs Offer Quick Exits for Venture Firms, but Potential Perils as Well," *The Wall Street Journal*, October 30."
- Golden, Paul (2020-2021) "Innovation among the turmoil," *Euromoney*, December-January.
- Gore, Gareth (2019) "CLOs create boon for private equity, but others shoulder risk," *IFR*, March 1.
- Gottfried, Miriam and Ryan Tracy (2018) "Risky Deals Return to Leveraged-Buyout Market," *The Wall Street Journal*, October 24.
- Grant, Peter and Katherine Sayre (2020) "Citi Could Be Stuck With Troubled Casino Loans as Mortgage Market Seizes Up," *The Wall Street Journal*, March 25.
- Haunss, Kristen (2020) "Citigroup tops US CLO arranger league table in 2019," *Reuters*, January 10.
- Horwood, Clive (2017) "Morgan Stanley reclaims the throne," *Euromoney*, July.
- (2018) "The cash management conundrum," *Euromoney*, October.
- Horwood, Clive, Mark Baker, Graham Bippart, Rob Dwyer, Lucy Fitzgeorge-Parker, Kimberley Long and Chris Wright (2018) "Who You Gonna Call? How Citi Became Clients' Go-To Global Investment Bank," *Euromoney*, July.
- Idzelis, Christine (2019) "Shadow Banking Tops Lending Activity in Private Equity," *Institutional Investor*, March 20.
- (2021a) "Apollo-Backed SPAC Strikes Deal as Goldman Raises Bubble Concerns," *Institutional Investor*, January 25.
- (2021b) "Why the 'Gold Rush' for SPACs Worries Some Private Equity Managers," *Institutional Investor*, February 24.
- IHS Markit (2020) "thinkFolio and Investor Access Advance Fixed Income Primary Market Workflows," *Financial Services Research & Analytics*, August 4.
- (2021) "InvestorAccess Welcomes 500th Institutional Investor, a Key Milestone in Electronification of Primary Fixed Income Market," *Financial Services Research & Analytics*, April 6.
- Irrera, Anna (2015) "Peter Thiel's Valar Ventures and Citi Ventures Back Stock-Trading Startup," *The Wall Street Journal*, September 8.

- Kreutzer, Laura (2014) “Lexington Buys Lion’s Share of Citigroup’s Stake in Metalmark Fund,” *The Wall Street Journal*, August 1.
- Lee, Peter (2015) “Best global bank 2015: Citi - Last man standing,” *Euromoney*, July 27.
- (2016) “Fintech creeps up on the capital markets,” *Euromoney*, December.
- (2017) “Fintech Threatens the Big Banks’ Grip on the Primary Markets,” *Euromoney*, April.
- (2018a) “Startups enter growth stage,” *Euromoney*, November.
- (2018b) “Is the mega-deal M&A party over?” *Euromoney*, December.
- (2019a) “Nivaura brings primary markets into digital age,” *Euromoney*, March.
- (2019b) “This is the era of JPMorgan,” *Euromoney*, July.
- (2019c) “Origin promotes adoption of digital DCM,” *Euromoney*, December.
- Leong, Richard (2021) “CMBS funds another silver of the MGM-Mandalay casino loan,” *IFR*, October 1.
- Long, Kimberley (2015) “The Do’s (and don’ts) of winning a cash management mandate,” *Euromoney*, October.
- (2016a) “Corporate treasurers need a PLAN B,” *Euromoney*, March.
- (2016b) “Treasurers join the M&A starting blocks,” *Euromoney*, April.
- (2016c) “MNCs hit by EM liquidity squeeze,” *Euromoney*, June.
- (2016d) “Keeping up with the internet giants,” *Euromoney*, October.
- (2016e) “New networks change the face of transaction banking,” *Euromoney*, October.
- (2017) “Regional banks set the pace,” *Euromoney*, October.
- Mackenzie, Nell and Owen Sanderson (2018) “US banks break ranks on book building tech to move out of ‘Stone Age’,” *Global Capital*, April 16.
- Marvin, Kristi (2018) “2017 SPAC IPO Underwriting League Table,” *SPACInsider*, April 2.
- Maurer, Mark and Kristin Broughton (2021) “Why Finance Executives Rely on Supply-Chain Finance: A Guide to the Financing Tool,” *The Wall Street Journal*, March 22.
- McElhaney, Alicia (2020) “Four Lawsuits, 17 Companies, and \$900 Million: The Story Behind Citi’s ‘Mistaken’ Loan Repayment,” *Institutional Investor*, August 25.
- McLellan, Lewis (2017) “Origin platform could help MTNs evolve,” *Global Capital*, January 30.
- Morrell, Alex (2019) “A ‘hidden asset’ at Citigroup has given the bank a dominant position in the fastest-growing business on Wall Street - but challengers are knocking at the door,” *Business Insider*, April 4.
- Or, Amy (2010) “Citi Seeks \$3.5 Billion For Alternative Assets,” *The Wall Street Journal*, June 19.
- Origin Markets (2022) “2022: Non-linear growth,” blog, January 14, 2022.
- Patrick, Margot and Amrith Ramkumar (2021) “Led by ‘Mr. SPAC,’ Credit Suisse Cashes In on Blank-Check Spree,” *The Wall Street Journal*, February 5.
- Pellejero, Sebastian (2021) “CLOs Wrap Up Record Year,” *The Wall Street Journal*, December 28.
- Penn, David (2019) “Overbond Launches COBI Matching in Pivot to Analytics,” *Finovate*, March 27.
- Prang, Allison (2018) “IHS Markit Agrees to Buy Ipreo for \$1.86 Billion,” *The Wall Street Journal*, May 21.
- Raice, Shayndi (2013) “Citigroup Dialing Back Its ‘Alternative’ Holdings,” *The Wall Street Journal*, September 2.

- Ramkumar, Amrith (2021a) "2020 SPAC Boom Lifted Wall Street's Biggest Bank," *The Wall Street Journal*, January 5.
- (2021b) "SPAC Mania Gives Early Investors Steady Returns With Little Risk," *The Wall Street Journal*, January 13.
- (2021c) "SPAC Pioneers Reap the Rewards After Waiting Nearly 30 Years," *The Wall Street Journal*, March 9.
- Ramkumar, Amrith and Maureen Farrell (2021) "When SPACs Attack! A New Force Is Invading Wall Street," *The Wall Street Journal*, January 23.
- Saeedy, Alexander (2019) "Big bank US CLO arrangers struggle to find their groove," *Global Capital*, April 8.
- Saigal, Kanika (2019) "Transaction banking has a moment to shine," *Euromoney*, October.
- (2020a) "US and Europe bring two models to transaction banking," *Euromoney*, February.
- (2020b) "What corporate treasurers need from their banks," *Euromoney*, April.
- Sanderson, Owen (2017a) "Citi caps sponsors build out with Borisoff hire," *Global Capital*, April 6.
- (2017b) "Banks hurry to join Investor Access but US firms hang back," *Global Capital*, November 27.
- (2018) "One order book to rule them all," *Global Capital*, June 11.
- S&P Global (2019) "Those \$700B in US CLOs: Who holds them, what risk they pose," Market Intelligence, June 21.
- (2020) "US banks' CLO security holdings near \$100B after 12% jump in 2019," Market Intelligence, March 3.
- Segal, Julie (2009) "Citigroup Processing Powerhouse," *Institutional Investor*, June.
- Sherman, Alex (2015) "A Matchmaking App For Companies," Bloomberg Businessweek, December 7.
- Smith, Molly (2020) "Bond Buyers Push Wall Street to Modernize Underwriting Process," Bloomberg, August 17.
- Spegele, Brian and Laura Cooper (2020) "Risky Loans Secure Private-Equity Payouts Despite Downturn," *The Wall Street Journal*, December 17.
- Steves, Rick (2021) "LSEG Tests DCM Digitization Platform Developed With Nivaura," Finance Feeds, May 7.
- Tracy, Ryan (2015) "Feds Win Fight Over Risky-Looking Loans," *The Wall Street Journal*, December 2.
- Trentmann, Nina (2021) "When SPACs Come Calling, 5 Things a Startup CFO Needs to Know," *The Wall Street Journal*, March 29.
- Verma, Sid (2016) "Blocked trade: Banks suffer from the decline in global flows," *Euromoney*, January.
- Wirz, Matt, Becky Yerak and Alexander Gladstone (2020) "Citigroup Feuds With Hedge Funds Over Botched Payment," *The Wall Street Journal*, September 7.