



東京証券取引所  
ロンドン駐在員事務所  
トークリー紀子

—連載（第2回）—

## 英国ロイヤル・メールの民営化

### ■ 1. はじめに

ビッグベンとテムズ川周辺では、恒例のカウントダウンの後、新年の始まりと同時に打ち上げられる数多くの花火がロンドンの夜空を彩った。本年の始まりの天気は雨、多くの人々はびしょ濡れになりながら花火を見上げていた。

今回のCityの窓では、英国政府が鮮やかに打ち上げたはずのロイヤル・メールの民営化及び新規上場が、その後すっきりしない展開を見せているのでご紹介したい。

英国政府が、世界で最古の郵便事業であるロイヤル・メール・グループの株式の過半数（52.2%）を1株当たり330ペンス（当時約518円）で売却し、ロンドン証券取引所（LSE）のメイン市場に上場させたのは昨年10月のことである。

同株は、上場直後から株価が急騰し、数日以内に500ペンス台に乗せた。上場から3カ月

が経過した現在でも565ペンス近辺と、売り出し価格を70%も上回って推移している。このためIPOは、一見大成功したように見える。しかしこの堅調振りが却って様々な議論を呼んでおり、現在でもなお話題となっている。

ロイヤル・メールの適性株価をめぐるのは、早くも昨年夏には500ペンス程度だと評定されていたいきさつが現地の報道等で暴露され、野党労働党から“安く売って国民を欺いた”との批判が相次いだ。これを受けて、英国議会のビジネス特別委員会は、引受証券会社の担当者を昨年11月末に証人喚問で呼ぶ運びとなり、次いでヴィンス・ケーブル・ビジネス大臣も、皮肉にもロイヤル・メールの決算発表日と同日に尋問された。

ロイヤル・メールの民営化は、英国においては1990年代の国鉄民営化以来の大型の売り出しただけに相当の人気を集めたが、政府の試算は誤ったとの指摘が絶えず、今後の売り出しにも影響を与える、と懸念する向きが強い。ここでは議論が集中した論点を以下

~~~~~  
に紹介したい。

## ■ 2. 売り出し価格の妥当性

### (価格が低すぎたのではないか?)

主幹事引受証券のゴールドマン・サックスとUBSは、ロイヤル・メールの価値を1株当たり260~330ペンスと評価した。これを政府のアドバイザーであったラザードが支持し、330ペンスで売り出された。しかし昨年11月の議会証言では、幹事証券選定の過程でJPモルガンは680~850ペンス、またドイチェ・バンクは550~600ペンスと、GSとUBSのレベルよりもかなり高い価値をクォートしていたことが明らかになった。これについてUBSの担当者は、ロイヤル・メールの売り出しを「ユニークで複雑、リスクなIPOだった」とし、「IPOの3日前の時点で330ペンス以上のレベルに設定されていたら、ターゲットの投資家が購入しない事が分かっていた」と正当化した。

またロイヤル・メールについては当時、上場後に全国規模のストが実施される可能性があったことも、低めの水準を選んだ理由となったという。事実、政府はロイヤル・メールの価値を評定する際に、ストの可能性をマイナス要因として織り込んだとしており、目論見書の中でストをリスクの一つとして掲げた。実際、ロイヤル・メールの労働組合は、株式がLSEに上場した2日後に、賃金や年金をめぐって全国規模のストを11月4日に実施

すると発表した。しかし結局労組は10月30日に、経営側と賃金や年金、雇用の保証などについて合意する見込みが立ったため、スト計画を“当面”撤回することを明らかにし、株価はほとんど影響されないまま、依然として高値レベルを維持する結果となった。

なお議会尋問では、政府がIPO前におけるロイヤル・メールへの高い需要を察知できなかったことが批判されたが、ケーブル大臣はこれについて「直前でIPO価格を引き上げていたら、相当の混乱を来たしていた」と弁解し、上場後の上昇幅を「あぶくにすぎない」と言い、「妥当な株価に落ち着くまでには1年はかかる」と述べた。

## ■ 3. 個人優先の割り当て方針

### (実効性はあったか、規模は妥当だったか?)

ロイヤル・メールをめぐっては、売り出し価格以外にも、売却方法が問題視された。

ロイヤル・メール株は一般投資家にもオフアールされ、9月末の受け付け開始直後から注文が殺到した。機関投資家からの応募は最終的に募集額を20倍上回り、個人投資家の倍率も7倍だったという。こうしたなか政府は、個人については、750ポンド(応募最低額)から1万ポンドまでを応募した者にのみ、その相当額分の株式を割り当て、1万ポンド以上の応募者については1株も割り当てなかった。それは、富裕層ではなく、一般庶民の投



資家を優遇したためという。また、一部のヘッジファンドなどには株式の割り当てを制限する一方で、投資家ベースを“地理的に分散させること”を目的に、シンガポールやクウェートのソブリン・ファンドの一部を割り当てる方針を明らかにしていた。

こうしてIPOを実施した時点では、個人への割り当ては全体の33%、機関投資家は67%となった。ところが上場3日後には、アクティビスト・ファンドのザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（TCI）がロイヤル・メールの5.8%を所有し、大株主となったと申告した。続いて、シンガポール政府のファンドであるGICプライベートも4.1%を所有していると申告した。

要するに政府は、個人投資家を優先したけれど、個人は上場後の高値で売り抜けた向きも多く、その売却株をTCIなどが買い集めた格好となったようだ。政府はこうした流れになるとは予期していなかったようだ。FTは、「政府は、個人投資家を優先させることで、かえって歪んだシステムを作り出し、完全に失敗した」とのヘッジファンドのコメントを載せた。一方で、議会で尋問されたUBSやゴールドマンは、株価がIPO価格を上回って急騰したのはヘッジファンドのせいだとした。

いずれにせよ政府は、1984年のブリティッシュ・テレコム为民営化、さらには1987年のブリティッシュ・エアウェイズの民営化でも個人の注文が殺到し、購入しそびれた投資家が多く残ったいきさつがあったこと、さらに

今回は1990年代後半以来の大型民営化で、個人の需要が予想されたことなどで、“売り出し規模を過小評価”しすぎたのではないかと、との批判が絶えない。

#### ■ 4. 今後の“国策IPO”を巡る個人への最低割り当て

こうした経緯は、今後の政府の売り出しにも影響を与えるものと想定される。2014年中頃には、ロイズ銀行から昨年秋に分離して誕生したTSB銀行が株式を50%売り出す予定となっている。また政府もいずれ、金融危機のさなか2008年に買い取ったロイズ・グループの株式の残存分を売り出す予定となっている。昨年9月には、既にロイズの6%を機関投資家あてに売却済みで、政府の保有率は現在32.7%となっている。次回の売り出しには個人への割り当て分が含まれることが予想されており、今後の民営化には個人投資家が参加する“最低割り当て分”を設定するべきか、との議論が出ている。

本議論をめぐっては、ロイヤル・メールの民営化に先立ち、投資家団体Association of Private Client Investment Managers（APCIMS）と証券会社ピール・ハントが共同で、政府の売り出しに個人投資家の参加を保証することを求めたレポート“Retail investors are unfairly excluded from UK IPOs”を5月に提示した。本レポートでは、ロイヤル・メールの売り出しで個人の参加を



保証することを求めたほか、英国の上場基準を策定している規制当局UK Listing Authority (UKLA) に対し、今後実施されるIPO全てにおいて、リテール参加分の最低水準を定めることを求めた。

例えばベルギーでは既に2007年にリテールへの配分を“全体の最低10%”と定めており、今年6月に実施したbpostのIPOでも最終的に個人投資家への割り当ては20%強となった。そもそも英国においては個人投資家による証券等資産の保有率が他国と比較して低く、2011年末の統計でもベルギーが56%であったのに対して英国では19%となっていたという。しかし近年になって、金利が低下傾向にあることも手伝って（ロイヤル・メールで見られたような）個人による株式投資熱が再燃していることは確かだ。

## ■ 5. 今後の動向

政府は、いずれまたロイヤル・メールの残存株30%以上を売り出す予定となっている。また将来的には、ロイズやTSBのほかにも、2008年の救済を受けて政府が81%を保有しているRBSなどの金融機関株も放出する計画である。このため、今回の売り出しを受けてどのような改善策が取られるか注目されている。また金融界では、UBSとゴールドマンが、既に受け取った1,270万ポンド相当の引受手数料の他にも追加的ボーナス手数料（ケーブル大臣の裁量による）420万ポンドを受け取

るか、さらには以後の幹事に再び選定されるか、も注目されている。

なお、今回のロイヤル・メールのIPO価格設定をめぐっては、仮に500ペンス程度でデビューし、逆に上場後に株価が暴落し、個人投資家やロイヤル・メール従業員が“損”をしていたらどうなっていたらどうか、との議論も出ている。つまり“低く売り出してその後上昇するのがよいのか、高く売り出して下落してもよいのか”という単純な議論だが、ロイヤル・メールの売り出しは、政府による大型民営化であっただけに、政府は個人投資家ではなく税金を支払っている国民の観点に立って売り出すべきだった、との批判が絶えない。今後の動向は要注目である。

