

英国個人投資家の人気を集めたロイヤル・メールの IPO

田中 健太郎

■ 要 約 ■

1. 2013年10月11日、英国郵便事業会社ロイヤル・メールはロンドン証券取引所での IPO を果たした。今般の IPO は、1980年代の民営化ラッシュ以降で最大規模の民営化案件として、大いに注目された。
2. 調達額 19.8 億ポンドのうち、個人投資家・機関投資家への配分比率はおよそ 3 対 7 で、それぞれの応募倍率は 7 倍、20 倍であった。
3. 英国個人投資家の株式保有比率は長期的に低下傾向にあり、その回復は難しいとの見方もある。一方で、1980年代は、相次ぐ民営化に伴い個人株主数が増加するという現象も見られた。
4. 英国では今後、ロイズなど政府保有株式売出が控えており、ロイヤル・メールの IPO が個人投資家の人気を集めたことは朗報であろう。また、民営化を成功させるために、英国政府が個人投資家の裾野拡大を政策目標として堅持していく可能性が高い。

I. 1990年以降で最大規模となった英国郵便事業の民営化と IPO

2013年10月11日、英国郵便事業会社ロイヤル・メール・ホールディングス傘下のロイヤル・メール・グループ（ロイヤル・メール）はロンドン証券取引所での IPO を果たした。1516年創業の国営企業が民営化されたということに加え、1980年代の民営化ラッシュを彷彿とさせるという見方もあり、大きな注目を集めた。

政府は保有する 100%の株式のうち、初日の 10月11日に 52.2%を売り出し、7.8%のオーバー・アロットメント分については、ジョイント・グローバル・コーディネーターを務めたゴールドマン・サックス（GS）と UBS がグリーンシュール・オプションを行使して取得している¹。また、10%は従業員に無償配分し、残余の 30%は政府が引き続き保有する（図表 1）。

¹ オーバー・アロットメントとは、当初の募集・売出予定株数を超える需要があった場合、主幹事証券会社が大株主等からの貸株により、募集・売出と同じ条件で追加的に投資家に販売することをいう。また、この貸株を返還するために、発行会社または貸株を受けた大株主等から、引受価額と同一条件で株式を追加取得する権利をグリーンシュール・オプションという。

図表1 ロイヤル・メール IPO のディール概要

	割当株式数
売出株式 (個人投資家、約33%) (機関投資家、約67%)	521,739,130
オーバー・アロットメント	78,260,870
従業員への無償配分株式	100,160,000
政府保有株式	299,840,000
発行済み株式	1,000,000,000

(注) 売出予定株数を超える需要があったため、オーバー・アロットメント分は全て機関投資家に追加で販売された。その結果、最終的な個人投資家と機関投資家の配分割合は、それぞれ 28%、72%となった。

(出所) ロイヤル・メール・グループ IPO 目論見書等資料より野村資本市場研究所作成

初日売出分の内訳は個人投資家約 30%、機関投資家約 70%であり、個人投資家の応募倍率は約 7 倍、機関投資家は 20 倍以上であった。70 万人以上の個人投資家による応募に対応するべく、750 ポンド以上 10,000 ポンド以内の金額で応募した約 69 万人に対して、一律 227 株 (749.1 ポンド) が割り当てられた²。

約 15 万人に及ぶロイヤル・メールの従業員は、税制優遇措置のついた自社株保有制度 SIP (Share Incentive Plan) で株式を受け取り、その売却には 3 年間のロックアップが付されている³。

公開価格は 330 ペンスであったが、初値は公開価格を約 38% 上回る 450 ペンス、時価総額は 45 億ポンドとなった。公開初日、取引開始直後 1 時間の出来高は 1 億株以上となり、大手オンライン証券ハーグリーブス・ランズダウンでは、多くの売却注文によるシステムダウンが生じ、取引開始後 4 時間は受注ができなかった。また、個人投資家一人当たりの配分が一律 749.1 ポンドと長期投資には不十分な金額であったこともあり、売却注文が買付注文の 10 倍にも上ったという⁴。

今般の IPO は、英国における郵便事業の完全自由化の一環と位置付けられる⁵。英国では、2006 年 1 月に、寡占状態であった郵便市場において競争を促し、ロイヤル・メールによるサービス提供の質を向上させる目的で郵便市場が完全自由化されたが、ロイヤル・メールのみに、ユニバーサル・サービス義務や政府による価格統制といった制約が課された⁶。そうした制約の課されない競合他社 (ドイツポスト傘下の DHL、オランダの TNT、英国民間企業の UK メールなど) は、割安なサービス料金を提供するなど、完全自由化から 1 年

² “Large Royal Mail investors lose out” *Financial Times*, 10 October, 2013. なお、10,000 ポンド以上に相当する株式数を申し込んだ投資家に株式割当はなかった。

³ SIP では、各年度毎に 1,500 ポンドまで自社株投資でき、5 年間の保有を条件として、抛出に対し税制優遇が適用され、売却時まで課税されない。

⁴ “Investors rush to trade Royal Mail shares” *Financial Times*, 11 October, 2013

⁵ 4,000 通以上の大量郵便等であれば、免許取得を条件に民間参入が認められていた等、2006 年以前も一部自由化されていたが、それら制約が完全撤廃された。

⁶ “Royal Mail seeks freedom to compete” *Financial Times*, 19 February, 2005.

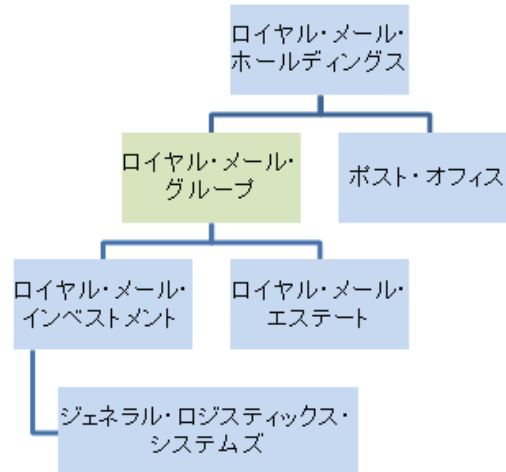
で郵便市場全体の10%以上のシェアを獲得したとみられている⁷。

英国政府は2009年にも、50%未満までのロイヤル・メールの株式売出を可能とする郵便サービス法案で民営化を試みた。しかし、経済環境の厳しさなどから時期尚早との見方が強く、同法案は否決された。当時、政府はロイヤル・メール株式30%の売却を検討していたという⁸。

その後、競合他社との競争が激化する中で、自動化等で遅れを取っていたロイヤル・メールが、ユニバーサル・サービスの維持と収益回復を両立させるには、民間資本の受け入れが必要との見方が強まり、2011年には郵便サービス法が成立した。同法により、ロイヤル・メール株式の少なくとも10%は従業員の持株としつつ、残りの90%まで民間への売出が可能となった。また、ロイヤル・メール・ホールディングスの組織が変更され、2012年4月以降、ロイヤル・メール・グループ及びポスト・オフィスが、それぞれロイヤル・メール・ホールディングスの直接子会社となった⁹（図表2）。

なお、ロイヤル・メールのIPOを巡っては、公開価格330ペンスが安すぎたとの批判がある。ジョイント・グローバル・コーディネーターを務めたGSとUBSの関係者は議会の公聴会で、330ペンスを上回る公開価格であれば、年金基金や生保会社などの主要な機関

図表2 ロイヤル・メール・ホールディングスの組織図



（注） 2012年4月以降。ロイヤル・メール・グループは郵便配達等の郵便事業を行い、ポスト・オフィスは郵便局ネットワークの運営等を行っている。なお、民営化したのはロイヤル・メール・グループで、ポスト・オフィスは引き続き政府保有となっている。

（出所）ロイヤル・メール・ホールディングス資料より野村資本市場研究所作成

⁷ “Rivals snap at the heels of Royal Mail” *Financial Times*, 29 December, 2005. “Ministers alarmed at lost postal deals” *Financial Times*, 25 January, 2007.

⁸ “Royal Mail rivals face levy threat” *Financial Times*, 26 February, 2009. “Postal Services Bill (2009)” *Consumer Focus*, 26 February, 2009.

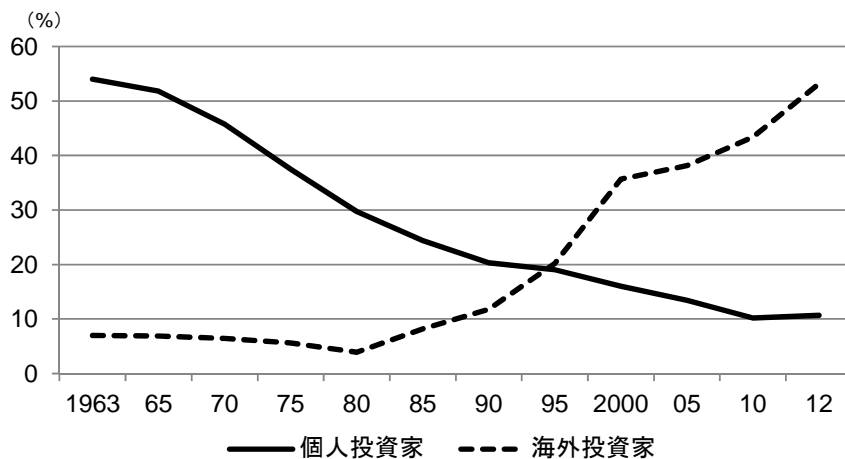
⁹ “Postal Services Act 2011” UK Parliament, 13 June, 2011. “Privatisation of Royal Mail plc” House of Commons Library, 22 November, 2013.

投資家が参加しないと考えたとした。両社は、納税者利益のために最良の決定をしたと主張した上で、公開価格が低い理由を敢えて挙げるとすると、ロイヤル・メール従業員の多くが加入している英国通信労働組合がストライキを執行する可能性と米国の債務上限引き上げ問題による市場の不安定性があるとした¹⁰。

Ⅱ. 個人投資家への影響

今般のロイヤル・メールの IPO に対する 70 万人超の応募は、1984 年の超大型案件であったブリティッシュ・テレコム (BT) の IPO (調達額約 39 億ポンド¹¹) に対する応募約 75 万人とさほど変わらず、ロイズ・バンキング・グループ (ロイズ) など今後予定されている政府保有株の放出においても、個人投資家が高い関心を示す可能性を予期させる。一方で、他の先進国と同様、英国でも個人投資家の株式保有比率は長期的に低下傾向にあり、かつてのように戻るのには難しいとの見方もある (図表 3)。英国では、海外投資家の保有比率が 1980 年代以降、一貫して増加傾向にある一方、個人投資家の株式保有比率は 1960 年代前半の 50% 超から、現在では約 10% に低下している (時価ベース)。また、英国大手オンライン証券 TD ダイレクト・インベスティングでは、今般の IPO で獲得した新規顧客は、応募全体の約 10% であったという¹²。

図表 3 英国における個人・海外投資家の株式保有比率の推移 (時価ベース)



(注) これらの他に、英国の保険会社、年金基金、ファンド、その他金融機関等が英国株式を保有する。
(出所) 英国国家統計局資料より野村資本市場研究所作成

¹⁰ “UK committee grills bankers over Royal Mail sell-off” *Financial Times*, 20 November, 2013. “Workers at newly privatised Royal Mail vote for strike action” *Financial Times*, 16 October, 2013. なお、従来よりロイヤル・メール民営化に反対していた英国通信労働組合は、上場日を目前にストライキ執行の投票を行っていることが明らかとなり、市場に嫌気されていた。

¹¹ 政府保有株式 60 億株のうち、売出株数 30 億 1,200 万株に公開価格 1.3 ポンドを乗じて算出。

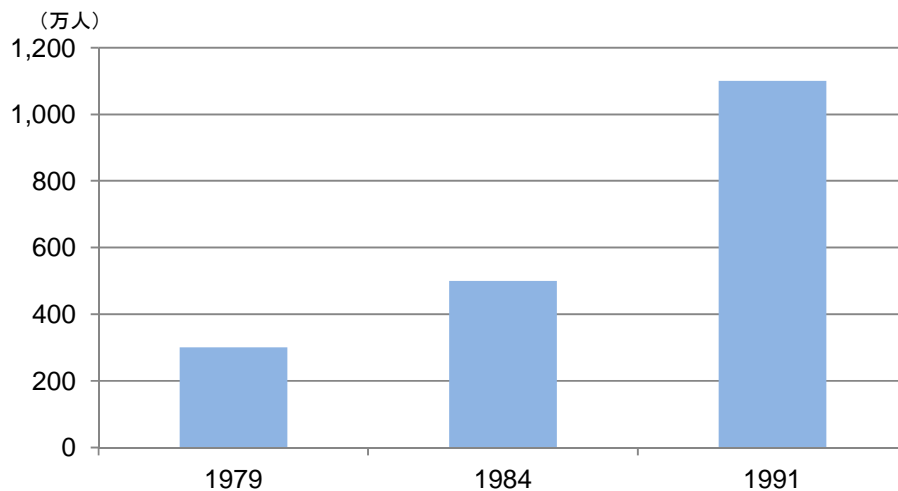
¹² “UK stockbrokers look to ‘sons of Sid’ after Royal Mail rush” *Financial Times*, 10 November, 2013

しかし、民営化に伴う英国の個人株主数の変化を見ると、民営化は新たな個人投資家誕生に一定の効果があつたとも言える。英国ではサッチャー政権の下、1979年ブリティッシュ・ペトリアム（現BP）民営化を口火に、1980年代には、BTやブリティッシュ・ガス、ケーブル&ワイヤレス等、多くの国営企業の民営化が推進された。その結果、1979年には約300万人であった個人株主数は、民営化ラッシュ終盤の1991年には約1,100万人となっている（図表4）。上記TDダイレクトの例から試算すると、今般のIPOによって、約7万人の新たな個人投資家が誕生した可能性がある¹³。

また、デイビッド・キャメロン首相は、2015年の総選挙に先駆けて、2014年にロイヤル・メールとロイズの政府保有株式の残り全てを個人投資家に優先して売り出すことを検討しているという。ロイヤル・メールの政府保有株式の時価総額は約15億ポンドとなっており、早ければ2014年夏に売り出される。一方で、ロイズの政府保有株式の時価総額は170億ポンドとなっており、第一次売出70億ポンド分が2014年2月に、第二次売出100億ポンド分が総選挙直前の2014年末に予定されている¹⁴。

今般のIPOの個人投資家向けマーケティングは、1980年代の民営化ラッシュの時とは異なっている。例えば、1986年のブリティッシュ・ガスの民営化では、テレビ・コマーシャル等を通じて「Tell Sid（個人投資家に教えて）」と呼ばれる大々的なキャンペーンが展開された。一方で、民営化政策を推進していたサッチャー政権時代と異なり、多額のキャン

図表4 民営化に伴う英国個人株主数の変化



（出所）小谷野・金子「西欧先進国の民営化と株式市場」『財界観測』1995年8月号資料より
野村資本市場研究所作成

¹³ 今般のIPOにおいて、割り当てられた個人投資家数が70万人、TDダイレクトの新規顧客比率が10%であったことから算出。なお、TDダイレクトの新規顧客は他社で株式保有していた可能性がある一方、オンライン証券であることから通常より投資初心者は少ないと思われるため、ここでは何れの増減要因も考慮していない。

¹⁴ “David Cameron plans to build on Royal Mail with more sell-offs” *Financial Times*, 20 October, 2013

ペーン費用を割くことが許されなかった現政権は、そうしたキャンペーンは展開しないと
した¹⁵。

それにも関わらず、募集開始からわずか数時間で、個人投資家向けの売出予定株数を
超える申し込みがなされ、最終的な個人投資家の応募倍率は7倍超と、個人投資家に大きく
注目された¹⁶。1990年以降で最大規模の民営化案件としての注目度の高さに加えて、政府
が通常のIPOで応募窓口となる金融機関の他に、約1,500拠点にも及ぶ郵便局に申込用紙
を備え付けるという対応をしたことも、多くの個人投資家がIPOに参加した理由として挙
げられよう。またハーグリーブス・ランズダウンでは、一人当たり配分される株数が十
分でないとした上で、ロイヤル・メールが組み入られる可能性の高いファンドを推奨する
というマーケティングも行われた¹⁷。

英国・欧州のIPOでは、金融危機以降、個人投資家の参加率が米国・日本・中国に比べ
て低下し続けている。まず、米国・日本・中国における2009年以降のIPOは、ほぼ全て
の案件が個人投資家向けに募集・売出がなされた一方で、英国・欧州ではそれぞれの案件
のうち、38%・66%に留まっている。さらに、英国を含む欧州における、同期間の個人投
資家向け配分割合の平均は7%を下回っている¹⁸。

今般のロイヤル・メールのIPOにおける個人投資家への配分割合が約17%であったこと
に加え、キャメロン首相が予定されているロイズの政府保有株式売出で、個人投資家のさ
らなる参加を促すとしていることは、英国政府が個人投資家の裾野拡大を政策目標として
いることの表れと言えよう。

¹⁵ “Royal Mail: Pat is not quite Sid” *Financial Times*, 10 July, 2013

¹⁶ “Royal Mail privatisation oversubscribed within hours” *The Telegraph*, 27 September, 2013

¹⁷ “Royal Mail Share allocation announced” Hargreaves Lansdown Press Release, 10 October, 2013

¹⁸ “We could do with more retail investors” *City A.M.*, 27 June, 2013