



米国投資銀行の経営戦略 : 金融制度調査会の中間報告に関連して

石原, 定和

(Citation)

国民経済雑誌, 162(1):15-33

(Issue Date)

1990-07

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00174650>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00174650>



米国投資銀行の経営戦略

——金融制度調査会の中間報告に関連して——

石 原 定 和

開題 何故投資銀行をとりあげるのか

銀行・証券の垣根問題についての大蔵省の考えは、（子会社）投資銀行方式だと推測されてきたが、昨年5月の金融制度調査委員会の中間報告は次の5案を提示した。すなわち、A. 相互乗入れ方式、B. 業態別子会社方式、C. 特例法方式、D. 持株会社方式およびE. ユニバーサル・バンク方式である。上記5案のうちどの方式に決めるかは、(1)利用者の立場、(2)国際的に通用する仕組み、(3)金融秩序の維持（この中に利益相反の問題が含まれる）の3つの視点からのより詳細な検討が必要であると述べている。3つの視点から5方式を検討した結果、現在まででは次の2つの子会社方式が有力視されるとも報告されている。

(1)特例法方式 企業向けなど大口取引に限定して、銀行、証券、信託などが幅広い業務の出来る投資銀行子会社を作る。

(2)業態別子会社方式 銀行、証券がそれぞれ100%出資で銀行子会社、証券子会社、信託子会社を設立して業務の相乗りをする。

①は米国流に言えば、wholesale と retail（大口と小口あるいは機関投資家・法人と一般顧客とに別けうる）に業務を区分してホールセルの領域分を新設子会社にやらせようとするネライが存するのであろう。このホールセルとリテイルをどのように区分するのは大問題となろう。つぎに②については、銀行、証券、信託がお互いにどの業務分野を開放するかが問題となる。証券取引審議会は、新しい金融商品が続々と生まれる時代では資本市場での仲介業者

の競争を促し、利用者の利便性を高めるには、新規参入を基本的に認めねばならないとしながらも、銀行・証券会社の兼務を禁じてきた証券取引法第65条の堅持を盛り込む結論を出すことで銀行本体での証券業務への参入に歯止めをかけようとする態度を早くも示している¹。

以上のような諸制約のなかでの、子会社とは具体的にどのような姿のものかを想定する拠り所として、館委員長は“イギリスのマーチャント・バンクをイメージしつつそのモディフィケーションを考えればよい”と示唆している²。なるほど、われわれも米国の investment bank と英国の merchant bank を思い浮かべることは容易に出来る。ホールセール分野に専門化している点で両者は共通しているし、伝統的に証券引受・発行業務を主要業務とする金融仲介業者である。ただし、拠って立つ基盤が異なる点を見逃してはならない。英国のマーチャント・バンクは銀行免許をもった証券会社で比較的資本規模の小さい金融機関であり、米国のインベストメント・バンクは1933年銀行法（グラス・スティーガル法）成立いらい銀行業務を禁じられた証券業者なのである。したがって特例法方式（ホールセールに限定して銀行、証券、信託など幅広い業務が出来る）は、証取審の今後公表されるであろう報告（中小証券や地方証券会社の存続を危うくする可能性のある株式ブローカー業務は認めないなどの条件つきであれば尚更のこと）が出れば、実現は普通では困難となろう。ただし日本興業銀行などの特殊長信銀は例外とみなされる可能性はあろう。

残るのは業態別子会社方式のみであり、銀行サイドからの証券業務への参入を強く要求しつつある現在の自由化圧力（内・外）は海外現地法人（銀行の証券子会社とその逆）方式を国内に持ち込むかっこうで結着がつけられる功算が大である。ここで、にわかに米国投資銀行が注目されたすわけだが、現在のインベストメント・バンクは、周知の如く米国資本市場の会社証券発行規模の相対的縮小に対処すべく業務の多角化、新商品の開発に懸命でありマーチャント

1 平成2年5月5日、日経新聞

2 館龍一郎「現時点ではB、Cによる制度改革へ」（『金融財政事情』1989. 5. 1—8, 21頁）。

・バンキング業務の開拓などに成功しつつあるので、今後のわが国の自由化準備の為にも是非最近の米国インベストメント・バンクの研究を早急に推進せねばならぬだろう。だが投資銀行に関する研究書は意外に少ない。最近になってようやく注目すべき著作が現れはじめているのは有難い。³

I 米国投資銀行の実態と業務内容

ウォール街の仕掛人と呼ばれるインベストメント・バンクとは一体何物かと問われても、漠然と証券の引受業務を専門とする会社、あるいは資金提供者と企業の間の仲介者ぐらいに規定されてきただけで明確な定義は難しい。しかも最近では、急激な構造変化を遂げていると報じられている。新商品の開発、業務内容の多角化、財産管理および経営管理面でも異常なまでの改善努力をおこなってきた。その発展過程を追跡する必要がある。

今世紀のはじめの J・P・モルガン&カンパニーやクーン・ロープなどの業務は、当時最大の資金需要者であった鉄道産業の金融を柱にして、大口預金の受入れ、貸付け、外国為替業務、株式・社債の新規発行の引受け・分売、受託資産の運用、企業の設立・合併・再編成・清算の仲介、新興企業の育成など、金融の殆んどすべてに及んでいた。その後、1933年銀行法によって商業銀行業務が、1940年投資会社法によって受託資産の運用業務が禁止され、インベストメント・バンクの業務範囲は狭められ、いわゆる「控え目な地位」の時期⁴（1960年代前半まで）が続いたのである。それが1960年代後半以降1970年代末

3 Robert G. Eccles and Dwight B. Crane, *Doing Deals: Investment Banks at work*, Harvard Business School Press, 1988.

Ingo Walter and Roy C. Smith, *Investment Banking in Europe: Restructuring for the 1990s*, Basil Blackwell, 1989.

Samuel L. Hayes III. and Philip M. Hubbard, *Investment Banking: A Tale of Three Cities*, Harvard Business School Press, 1990.

4 V. P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Harvard University Press, 1970. (小林襄治ほか訳「アメリカの投資銀行(上)(下)」日本証券経済研究所『証券研究』第55・56巻(昭和53年5月)所収)

小畑二郎『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社、昭和63年。

には復活期を迎え1981年～1986年の異常な繁栄期を経て1988年以降は再編整備と多様化の時代に突入したのである。最近ではマーチャント・バンキング業務——投資銀行が LBO（レバレッジド・バイアウト）のエクイティに自らの資本を投下したり、ブリッジ・ローン（つなぎ融資）を行う機能と呼ぶ——に特化したりして激烈な競争を乗り切りあわせて欧州資本市場でも確固たる地位を築こうとしている。以下では簡単に投資銀行機能の変遷過程（80年代以降）を時代背景とともに眺め、あわせて業界内部の競争の実態および収益性について描写してみよう。

1. 投資銀行業界の規模と寡占体制

米国で投資銀行の範疇に入る業者はどれぐらい存在するのであろうか。証券取引所委員会（SEC）、証券業協会（SIA）の分類では、証券業者——約5700社が SEC へ年次報告書を提出しているが、そのうち2473社が直接に公衆

表1 全米証券業者の数、資産及び持分資本（1981）

（100万ドル）

	会社数	総資産	持分資本
NYSE 会員会社			
全国規模	11	36,004	2,600
大投資銀行	10	58,042	1,881
NY 所在	35	7,334	395
NYSE 地方会員	126	9,252	872
その他 NYSE 会員	65	10,563	1,230
NYSE 経由	206	1,160	344
非 NYSE 会員			
証券ブローカー	272	1,206	151
// ディーラー	315	2,844	657
その他	226	2,326	303
非 NYSE 経由	1,207	1,068	415
公衆と取引する会社合計	2,473	129,799	8,847

Source: SEC, *The Securities Industry in 1981* (Washington, D.C.: 1982)

（出所）Ernest Bloch, *Inside Investment Banking*, 2nd. ed., 1989, p. 26.

5 Ernest Bloch, *Inside Investment Banking*, 2nd. ed., pp. 25-34.

表2 米国会社証券の発行状況 (1986)

順位	投資銀行	発行件数	金額 (100万ドル)	総額中に 占める比率(%)
1	Salomon Brothers	446	50,867	17.8
2	First Boston	408	45,051	15.7
3	Morgan Stanley	280	32,180	11.2
4	Merrill Lynch	309	30,368	10.6
5	Drexel	268	30,355	10.6
6	Goldman, Sachs	265	30,180	10.5
7	Shearson Lehman	268	17,256	6.0
8	Kidder, Peabody	193	10,289	3.6
9	Paine Webber	119	4,975	1.7
10	Bear, Stearns	86	4,168	1.5
11	Pru-Bache Securities	77	4,080	1.4
12	Smith Barney	56	3,315	1.2
13	E. F. Hutton	44	2,564	0.9
14	Lazard Frères	15	2,202	1.8
15	Dillon, Read	26	2,185	0.8
16	Dean Witter	42	2,171	0.8
17	DLJ	39	1,389	0.5
18	Alex. Brown	47	1,340	0.5
19	L. F. Rothschild	31	1,264	0.4
	計	3,019	276,199	96.3
	全米総計	3,765	286,000	100.0

Source: "The 1987 Corporate Sweepstakes," *Institutional Investor* (March 1987,) p. 178. Full credit is given to the lead manager.

(出所) R. G. Eccles et al., p.105.

と取引——の中のわずか21社を本来的な投資銀行と規定する。すなわち「全米営業網を有する業者」——全米に個人投資家向け分売能力を持ち、この市場分野に主力を置く業者（たとえばメリル・リンチ）——が11社、それと「大手投資銀行」——引受けと関連機能を重視する業者（たとえばサロモン・ブラザーズ）——の10社の計21社である（表1参照）。

第2の分類方法は、証券発行の際の引受けシンジケート内における業界内の「階層 brackets」⁶にもとづくものである。投資銀行がシンジケートの主幹事

6 Samuel L. Hays III., "Investment Banking: Power Structure in Flux," *Harvard*

あるいは共同幹事になる頻度、他の投資銀行のシンジケートに参加する頻度、その参加の規模および一般的地位と評判に依存している。この分類ではスペシャル・ブラケット（最上位—5社）、大手（15社）、準大手（3社）、中位（2社）および準々大手（2社）の合計27社が主要な投資銀行とみなされる。1947年に司法省が17社の大手投資銀行と投資銀行協会をシャーマン法違反容疑で起訴した時期の調査では、被告とされた17社と起訴を免れた1社を合計した引受幹事実績の業界シェアは84.0%を占めていた。1986年時点での会社証券の引受実績では19社で全体の96.3%、上位12社で91.8%、8位までで86%、最上位6社で76.4%をそれぞれ占めている。以上の数字を総合してみると、時代は移っても主要な投資銀行はたかだか20社前後だということがわかる。ただし業界内部では激しい競争が繰り広げられ、各社の浮沈も顕著であるが——たとえば60年代のクーン、ディロンの地位低下、サロモン、メリルの飛躍——。

2. 主要投資銀行の資産規模と収益状況

SEC（SIA の協力による）の集計数字では、証券業界の総資産は約1300億ドルに過ぎず、全米第1位の持株会社シティーコープより僅かに多いだけである。したがって主要投資銀行（21社）の総資産は940億ドルで、マネー・セクター・バンク1行分（たとえばバンク・オブ・アメリカ）の規模に過ぎない。しかし21社は会社数（2473社）では1%に満たないのに資産額では総資産の70%を占めている。10社の投資銀行の資産額は全体の45%を、11社の全国規模ネット会社は28%をそれぞれ占め、業界の寡占体制がうかがい知れるのである。この10投資銀行が引受シンジケートの主幹事（manager か leader）を殆んど独占しているわけである。⁷

つぎにかねらの収益構造をみてみよう。SEC 資料によると、税込利潤総額のうち新規証券発行・引受は全国規模会社11社のほうが10大投資銀行より大き

⁷ *Business Review*, 49 (March-April, 1971) pp. 136-152.

⁷ E. Bloch, op. cit., p. 27.

⁸ Ibid., p. 30.

表3 主要3グループの収益源泉の比較(1981)

(100万ドル)

	全国規模業者	大投資銀行	NYSE 地方業者
手数料			
上場証券	1,753	567	646
その他	673	95	333
計	2,426	662	979
利子	1,707	232	503
発行引受	722	318	324
トレーディング			
債券	1,070	1,672	192
その他	376	370	210
計	1,446	2,042	402
その他証券関連(合併・吸収)	1,000	1,327	265
剰余	1,056	1,065	229
収入金額	8,357	5,646	2,702
税引前利益マージン	6.9%	15.4%	11.5%
税引前対持分資本収益	24.0%	54.3%	37.5%

Source: SEC, *The Securities Industry in 1981* (Washington, D. C.: 1982), Table III-1 and Appendix C-1, 2, 4.

(出所) E. Bloch, op. cit., p. 29.

い。驚くべきことに10大投資銀行はトレーディング業務での収益が引受手数料収益の6倍に達しており、特に債券売買(US政府証券も含む)から獲得した収益が第1位、合併・吸収(乗っ取り仲介)が第2位と意外な結果が出ている。利益マージンは10大投資銀行が抜群に良好で11全国規模会社の2倍であり、エクイティ・キャピタルに対するリターンは約3倍となっている(54.3%対24.0%)。SECはトレーディング業務を債券取引と店頭市場取引に分類して統計数字を出している。前者については10社が49.4%、全国規模会社が31.6%、後者に関しては全国規模会社46.7%で10社が10%である。総合的にみると、10大投資銀行および11全国規模会社は会社数では全業者の1%に過ぎないのに収益は全体の3分の2を獲得している(残り3分の1を99%の証券業者が取得⁹)。

9 E. Bloch, op. cit., pp. 30-31, Table 3-3 and 4.

表4 トレーディング(債券)による収入

	会社数	(%)
大投資銀行	10	49.4%
全国規模業者	11	31.6
非 NYSE 地方業者	315	7.8
NYSE 地方会員	126	5.7
その他の証券業者	598	5.5
公衆取引証券業者(1980, 1981)	1,060	100.0%

Source: SEC, *The Securities Industry in 1981* (Washington, D. C.: 1982).

(出所) E. Bloch, op. cit., p.30.

1974年～1984年に証券業界の資産・負債規模は200億ドルから2760億ドルに増加した。10大投資銀行は1980年から1984年の4年間で驚異的な成長を示した(410億ドル→1449億ドル)。

3. 業界内での競争の展開過程とその背景

グラス・スティーガル法による諸規制は、米国投資銀行を「控え目な地位」に転落させたが、見方を替えれば銀行と証券の間に障壁が設けられたことで証券への新規参入を押さえる役割を果たし、ひいては投資銀行業界の寡占体制を恒久化させてきた。さらに1981年～1986年の異常な繁栄期をテコに更なる飛躍をとげてきたのである。

1960年代後半の復活期には、借金経済 Debt Economy や機関投資家の影響力の増大を背景に、投資銀行業界での再編成がおこった。伝統的に高い地位を占めてきたクーン・ロープやディロン・リードが後景にしりぞき、かわってサロモン・ブラザーズやメリル・リンチが躍進する。つまり大量の証券発行下での引受スプレッドの値引き合戦や販売力の強化に成功した投資銀行——個人販売でのメリル、機関投資家との大量取引きでのサロモン——が抬頭し、旧来のモルガン・スタンレーやファースト・ボストンなどに大いなる打撃を与えた。伝統的な投資銀行も変身をとげざるをえず、いわゆる兼営証券業者として資本力の増強、販売力の拡張を図った。モルガン・スタンレーは、①機関投資家相手の公社債のトレーディング業務と販売、②株式の調査、トレーディング業務

と販売および③個人投資家に対する販売網の拡張（地方証券業者の買収、組織化——ブローカー業務の開始——）に必死に取り組んだのである。業務の多角化は収入源泉の変化を招き、手数料収入もブローカー業務、プロジェクト・ファイナンス、リース・ファイナンスあるいは国際金融のとりまとめから得られるものが支配的となった。さらにM&A収入、私募発行の仲介に力を入れ、多角化の進行する裏で専門化も顕著となる。すなわち、M&Aではモルガン・スタンレー、ラザール・フレール、CP発行およびディーリングでのゴールドマン・ザックス、あるいはプロジェクト・ファイナンスでのファースト・ボストン、モルガン・スタンレーなどである。

1975年5月の株式売買手数料の自由化は投資銀行にも影響を及ぼし、大々的合併運動の契機をなした。

1981年から1986年は資本市場にとって繁栄期であった。国内債券発行は年率36%で増え続け1963億ドルに達し、国内株式発行（約3倍）は152億ドルから435億ドルへ、NY取引所における取引高（3倍）は1日平均4690万株から1億4100万株に膨脹し、M&A（ドル評価）は3倍に、さらに国際的債券発行（5倍）は530億ドルから2264億¹⁰ドルに達した。この時期に投資銀行は、モルガン、メリルおよびドレクセル・バーナム・ラムバートの例にみられるような経営戦略の変更をもくろむのである。¹¹

II 投資銀行業務の新展開

上述のとおり1981年から1986年までは繁栄期であったが、この間に投資銀行の戦略転換を促す大要因が出現する。それは1982年の証券発行に関しての一括登録制の施行である。周知のとおり一括登録制（shelf-registration）は発行手続きの簡約化により証券発行を迅速に行なわしめる。この制度が投資銀行に体質改善および機能変化を促すのである。モルガン・スタンレーを例にあげ説明

10 Robert G. Eccles and Dwight B. Crane, *Doing Deals: Investment Banks at work*, p. 1.

11 IIの1にて説明する。

表5 モルガンの投資銀行業務と証券売買業務

(1000ドル)

A. 投資銀行業務					
	12月31日 (年末)				
	1987	1986	1985	1984	1983
発行・ファイナンス活動	251,133	249,998	123,189	66,734	105,698
金融顧問業務	459,664	405,929	300,326	200,136	106,549
計	<u>710,797</u>	<u>655,927</u>	<u>423,515</u>	<u>266,870</u>	<u>212,247</u>
B. 売買業務					
主 要 取 引					
確定利付き	283,870	327,256	132,639	83,184	59,930
株 式	259,776	95,593	78,184	23,907	11,925
外国為替, 商品その他	89,283	50,335	32,217	14,612	6,530
計	<u>632,929</u>	<u>473,179</u>	<u>243,040</u>	<u>121,703</u>	<u>78,385</u>
売買手数料					
確定利付き	9,091	5,763	3,830	1,251	598
株式その他	288,178	210,472	150,530	128,878	130,535
計	<u>297,269</u>	<u>216,235</u>	<u>154,360</u>	<u>130,129</u>	<u>131,133</u>

(出所) E. Bloch, op. cit., p. 46. Table 4-4.

してみよう。

1. 業務内容の変化

一括登録制は、“即席のシンジケート”を要求することから買取発行 (bought deals) 制度を生みだした。この制度は、投資銀行の資産額を増加させる要因となると同時に投資銀行間の競争を激化させた。そこで各投資銀行は収入源泉の多様化(発行・引受業務以外への伸展)に努め、市場性モーゲージ担保証券なる新商品の開発、金利スワップの仲介およびゼロ・クーポン債の発行に力を入れた。さて、モルガン・スタンレーの収支報告書(1988年)による1983年から1987年までの特徴はつぎのとおりである¹²。一番大きい収益源泉は、利子(と配当)であり、二番目が投資銀行業務 (investment banking)、3番目が

¹² E. Bloch, op. cit., pp. 41-48.

表6 モルガンの収益源泉

(100万ドル)

	1987	1986	1985
顧問 (M&A)	460	406	300
引 受	251	250	123
証券売買	632	473	243
手数料	297	216	154
利 子	41	28	38
資産運用	72	49	35
そ の 他	13	6	1
	1,766	1,428	894
労 務 費	885	695	421

Source: Prospectus, *Morgan Stanley Group Inc.*, May 13, 1988.

(出所) E. Bloch, op cit., p. 47. Table 4-5.

在庫証券のキャピタル・ゲイン、手数料である。投資銀行業務が相対的に少ない点に注目すべきである。さらにこの投資銀行業務を2つの構成要素に区分すると、新規証券引受業務の占める割合が小さいのに驚かされる。1984年～1985年では、金融顧問業務から得られる報酬が新規証券引受業務収入を上回っており(3:1)、売買業務(trading)——確定利付債券、株式、外国為替、商品——収入すら引受業務収入より大きいのである。金融顧問業務はM&A関連の業務であり、(1)ジャンク・ボンド発行市場への進出、(2)ブリッジ・ローンへの融資能力などを基礎に、単なる相談役ではなくマーケット・メーカーの究極の段階といわれるマーチャント・バンキング活動に行きつくからこそ最大の収入源となりえたのである。¹³つまり流通市場(セコンダリー・マーケット)における能力が投資銀行の力関係を示す最大のバロメーターとなりつつあるということであり、大口取引、プログラム取引およびリスク回避のための裁定取引が脚光をあびるようになる。かくて投資銀行はM&A業務においては、第1段階で買収(被買収)会社と協議する際に公正な判断にもとずく相談料の取得、第2段階ではブリッジ・ローン報酬、第3段階で引受手数料(ジャンク・ボンド

13 1986年に、モルガン・スタンレーはオーエンス・イリノイ社の買収(36億ドル)を敢行したコルバーグ・クラビス・ロバート社に6億ドルのつなぎ融資を与えている。

表7 NY取引所会員業者の収益源泉 (1975~1988)

(%)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988*
証券売買仲介 手数料	50	46	42	43	35	35	27	26	28	23	21	21	25	18
トレーディング ・投資	15	20	19	17	24	23	24	28	26	26	28	27	20	25
融資勘定利子	8	8	11	13	15	13	15	9	7	9	7	6	7	6
発行引受	13	12	11	8	7	8	8	10	12	9	11	12	10	10
投資信託販売	1	1	1	1	1	1	1	1	3	2	5	6	4	3
商品勘定収入	3	3	4	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	3
その他収入 (証券関連)	8	8	10	11	11	12	16	19	17	23	21	22	26	30
〃 (証券以外)	2	2	2	3	3	4	6	4	4	6	5	4	6	5
計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

* January-September.

Sources: NYSE Fact Book, various years.

(出所) Samuel L. Hayes III. and Philip M. Hubbard, *Investment Banking*, p.370.

発行に際しての) を一挙に獲得するわけである。

2. 最近の米国証券市場と投資銀行

1989年で、全国証券取引業者協会 (NASD) に所属する会員は 6,308 社存在するが、¹⁴ ニューヨーク取引所の会員業者として実際に活躍しているのは 1,444 を数えるに過ぎない。証券業者をホールセール会社とリテイル会社に分別することが出来るとしても、両者とも困難に逢着している。ホールセール会社は、発行引受業務収入減、リテイル志向会社では手数料激減にそれぞれ悩んでいる。両者ともトレーディング業務および M & A 関連業務に重点を移行させてきた。したがって各社とも自己資本の規模は急増するが、資本の集中も進行した。大手投資銀行のなかには、この集中過程で地位を失うものが続出し——E. F.

14 Samuel L. Hayes III. and Philip M. Hubbard, *Investment Banking: A Tale of Three Cities*, p 113.

ハットン、ブライス・イーストマン・ディロン、レーマン・ブラザーズ・クーン・ロープやドレクセル・バーナム・ランバート——、内部での競争の激しさをうかがわせる。とくにドレクセルのジャンク・ボンド市場での失敗はM&A活動そのものを変容させるのではないかと報道されもした。しかし大手投資銀行やそれに敵対する米国大手銀行がM&A仲介業務で活発な活動を展開し、つぎつぎと新規商品を開拓してゆくバイタリティーは驚異に値する。ジャンク・ボンド市場が危うくなると、つぎにはジャンク CP 市場を育成し、MMMF や年金基金に積極的に組入れさせたり、ジャンク・ボンドを使わない LBO を登場させるなど¹⁵ 精力的な努力をつづけている。他方、大手銀行がM&A仲介業務で急速に活動を展開しつつあるし、一部大手銀行持株会社は証券子会社をつうじて証券の引受業務に進出している。投資銀行は内外での競争と協調を続けつつ常に新しい経営戦略を生み出してゆかねばならない。

III 投資銀行業界内の再編成と顧客関係

顧客（発行者と投資家）と投資銀行との対外的な結びつきは、投資銀行業の構造そのものの決定に関して重要なかわりを有するし、投資銀行相互の結びつきの広さもこの業界特有のユニークでかつ重要な特色である。つまり、企業と投資銀行との関係と投資銀行同志の対抗と協調の両方を包含した結びつきに注目しなければならない。以下で簡単に両者についてみておこう。¹⁷

1. 投資銀行業界の構造

投資銀行は顧客を共有し、取引を引受けるために一緒に働き、M&Aに際しては相互に交渉しあう、といった結びつきの形式はいくつかあろうが、最も構造的なのはシンジケートである。証券発行・引受けに際してのシンジケート構造はヘイズなどの研究によって周知の如く、スペシャル・ブラケット、メイジ

¹⁵ *American Banker*, Oct. 12, 1989.

¹⁶ *Wall Street Journal*, March 21, 1990. *Business week*, March 26, 1990.

¹⁷ この章は Robert G. Eccles and Dwight B. Crane, *Doing Deals: Investment Banks at Work* に依拠している。

表 8 主幹事会社と共同幹事の結合状況 (1984—1986)

(%)

主 幹 事	共 同 幹 事							計
	Goldman, Sachs	Salomon Brothers	First Boston	Morgan Stanley	Shearson Lehman	Merrill Lynch	Other Firms	
Goldman, Sachs	0.0	18.8	12.2	9.4	8.8	11.0	39.6	100.0
Salomon Brothers	11.9	0.0	15.6	7.1	8.3	23.5	33.7	100.0
First Boston	18.8	14.0	0.0	14.5	11.8	13.2	27.7	100.0
Morgan Stanley	10.4	16.9	11.8	0.0	3.8	10.2	46.8	100.0
Shearson Lehman	11.5	11.9	15.2	4.3	0.0	9.0	48.1	100.0
Merrill Lynch	6.9	17.9	14.3	4.7	9.2	0.0	47.1	100.0
Other	2.9	4.5	4.2	1.1	5.4	5.4	76.5	100.0
計	8.1	9.4	8.9	5.1	6.7	9.9	51.9	100.0

Source: Securities Data Company database.

(出所) R. G. Eccles et al., op. cit., p.95.

チャー・ブラケット、メイジャー・アウト・オブ・オーダー、サブ・メイジャーが階層的に積重ねられた形で結成される。この中で主幹事または共同幹事は大量の引受けが必要な為6大投資銀行（ファースト・ボストン、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、サロモン・ブラザーズ、シアーソン・レーマン・ブラザーズおよびゴールドマン・ザックス）に独占されてきた。しかし、ある時期からは少数の投資銀行に事業が集中するようになりシンジケートの重要性は低下してきた——投資銀行同志の結合より投資銀行と販売組織との関係が増加したため——。しかし、1984年から1986年の間に6327件のディールが行なわれた¹⁸が、いずれも6大投資銀行のどれかが主幹事役を務め、共同（または副）幹事は他のスペシャル・ブラケットがつとめた。

注目すべきは6大投資銀行内のグループ化である。ゴールドマン・ザックス、サロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストンが1グループを形成し、シアーソン・レーマン・ブラザーズ、メリル・リンチ、モルガン・スタンレーがもう1つのグループをつくっている。第2グループ（とくにシアーソンとメリルが主幹事になった時）は、地方業者を共同幹事として使い、小口分売の目的で利用

18 Robert G. Eccles et al., op. cit., p. 94.

表9 主要投資銀行のM&A活動(1984—1986)

投資銀行	買 収 比 率		ターゲット 比 率		計
Goldman, Sachs	65	34.0	126	66.0	191
Morgan Stanley	79	53.4	69	46.6	148
First Boston	68	54.0	58	46.0	126
Shearson Lehman	56	46.7	64	53.3	120
Drexel	72	63.7	41	36.3	113
Merrill Lynch	62	58.5	44	41.5	106
Salomon Brothers	40	37.7	66	62.3	106
Kidder, Peabody	35	37.2	59	62.8	94
Lazard Freres	37	52.1	34	47.9	71
Bear, Stearns	24	46.2	28	53.8	52
DLJ	19	52.8	17	47.2	36
Dillon, Read	14	38.9	22	61.1	36
Smith Barney	11	39.3	17	60.7	28
Paine Webber	13	48.1	14	51.9	27
Alex. Brown	8	29.6	19	70.4	27
Pru-Bache Securities	11	47.8	12	52.2	23
E. F. Hutton	7	36.8	12	63.2	19
Dean Witter	4	33.3	8	66.7	12
L. F. Rothschild	2	66.7	1	33.3	3
計	627		711		1338

Note: Repurchase of stock is not included in the figures.

Source: Securities Data Company database.

(出所) R. G. Eccles et al., p.97.

する。メリルとサロモンの結びつきも強固であり、小口販売および機関投資家への分売にお互いを利用しあう。モルガン・スタンレーは、共同幹事として他のスペシャル・ブラケット業者に協力することは殆んど無い。

つぎにM&A活動について。M&A取引のさいにも投資銀行は協力し合う。ある投資銀行が買収側(買い手)を代表し、別の投資銀行が被買収会社(売り手)を代表する形で。1984年から1986年までの19の主要な投資銀行を調査した結果、1338件の案件をまとめた資料¹⁹によると、ドレクセル・バーナム・ラムバートは最多買収側代表(63.7%)であり、メリル、フ・ボストン、モ・スタン

¹⁹ R. G. Eccles et al. op. cit., p. 96.

レー、ラ・フレールおよびドナルドソン・ラフキン&ジェンレット (DLJ) は半分以上が買い手側代表となって案件を処理した。これに対し、ゴ・ザックスは売り手側代表となったのが66%に達し、キダー・ピーボディー (防禦的立場で有名) もその本領を発揮した。なおサ・ブラザーズ、ディロン・リード、スミス・バーネイは60%以上がターゲット側で活躍した。

M&A協議においては、相手側にスペシャル・ブラケット級の投資銀行が据わった場合、反対側の代表投資銀行は、相手側がどの投資銀行をペアーに選ぶかについて何ら口出しをしないのが普通である。ゴールドマン・ザックスはモルガン・スタンレーが買収側のアドバイザーを引受けた場合に被買収側 (身売り側) につくケースが多い。両社はM&A業務に多く従事し、お互いが買収、被買収のアドバイザーを努める経験豊富な会社だからである。また同一顧客をめぐる複数の投資銀行が競争する場合は、落札した投資銀行に対して顧客会社が、他の投資銀行を共同幹事にするようすすめるのが慣例になっているようである。²⁰

際立った特徴として、投資銀行間のスタッフの流動性が非常に高い事実を²¹挙げることができる。ある投資銀行が劣勢であった部門の強化の為あるいは新規部門の開設の目的で、他銀行のスタッフを部・課ごと丸抱えで引抜く。たとえば11名の確定利子付債券調査部員がスミス・バーニーへ移ったとか、不動産担保つき証券グループがE. F. ハットンからL. F. ロスチャイルドへ移動したり、B. パリバスのCPグループが一旦はペイン・ウェバーに移った後、シティーコープに雇用された、という例は少しも稀らしいことではない。

2. 投資銀行の競争の類型

投資銀行が競争するために採る戦略によって、われわれは業界内の異なる戦略集団を分別することができるが、その戦略を規定する要因はおよそ次の4つである。²²第1は、投資銀行の顧客が大規模かつ洗練された会社で、頻繁にファ

20 R. G. Eccles et al., op. cit., p. 98.

21 Ibid., pp. 98-100.

イナンスをやったり活発に合併活動を行うか、あるいは世なれないが故に1行の有力投資銀行に全く依存しつつある中規模企業か、小規模ではあるがエクイティ・マーケットで活発な活動をする企業であるかによって、おのずから戦略が規定されてくる。第2の尺度は、投資銀行の商品の多様化の度合いと、投資銀行のそれぞれの商品にたいする相対的な重点の置き方に関わるものである（総合的業者と特定の商品に焦点を絞るプティック業者——ラザール・フレール、ディロン・リードなどはM&Aでの高マージンをねらい商品の多様化を図らない——）。第3の尺度は、投資銀行の証券分売能力の強弱の度合いである。メリルとシェアソン・レーマン・ブラザーズあるいはペイン・ウエーバー、スミス・バーネイはともにリテイル・ブローカーを武器にして発行・引受業務を得ようと努力する。第4は、投資銀行の自己資本および資産の量や投資銀行が自己勘定でリスクを負う資金（ブリッジ・ローン、エクイティ投資、トレーディング、スワップ——マーチャント・バンキング的活動——）の量にかかわる。以上のようなファクターを考慮のうえ自らの戦略地図を画くわけであるが、同様の戦略を用いるグループ内での投資銀行は、グループ内で激しい競争を行う。その競争のなかでそれぞれのグループが、他のグループとの間の移動性を阻む障壁を作り出すのであり、こうした障壁は戦略的グループ外の投資銀行がグループのメンバーに対抗して成功的に競争することを難しくする。かくて投資銀行業界の対抗と協調が業界再編成の刺戟剤になっているのである。

3. 顧客との力関係——企業サイドからの対投資銀行関係改善の方向

投資銀行業界の外部で起っている単一銀行から複数の銀行へ依存関係を移行させる企業態度の変化は、投資銀行が、いわば社外から社内を管理されている状態を作りだしている。²³顧客の企業がこれまでのように1投資銀行依存体制から数行の投資銀行を利用するようになったのは、投資銀行が扱う商品や業務が多様化するなかで顧客企業が増大した機会を有効に利用しようとするることにな

22 R. G. Eccles et al., op. cit., pp. 100-102.

23 Ibid., pp. 73-74.

ったからである。そのような情勢下でも、投資銀行との相互関係をあくまで最重要視しようとする“リレーションシップ志向型”とあくまで経済効果を優先する“トランザクション志向型”の企業に分類することは投資銀行の経営戦略策定上重要欠くべからざる外部要因である。投資銀行にとっても、企業をして取引優先主義の方向へ走らせる要素を内包している。M&A取引では、投資銀行の方が依存関係を重視するよりも、ドライに割り切って取引優先主義で取引を成立させようとするから、企業側としてもただ1行を信頼してゆくということとは不可能になる。投資銀行を信頼して様々な情報を入手することは同時に自社の内部資料を投資銀行に握られることになりかねない。複数の投資銀行を利用することによって投資銀行間のし烈な競争の産物として様々なテクニックや新商品が提供されることは両者にとってプラスである。すなわち、投資銀行は競争によって新規顧客を開拓することが可能だからである。逆に複数の投資銀行を利用することは、自社がM&Aのターゲット会社にされる危険性を生ずる。ここに、利害対立 (Conflicts of interest) が生ずることになる。

以上のような問題点をはらみつつ、企業は次第に複数の投資銀行を利用するようになっている。利用の仕方によって2種類²⁴に分けられる。第1はドミナント・バンク方式である。これは企業が1投資銀行と非常に強い依存関係をもっているが、他のいくつかの投資銀行も使っている方式である。ただ1行に発行業務を万事委ねるワン・バンク方式の持つ利点を保持しながらも、投資銀行相互間の競争から生ずる有利な取引条件をも享有しようとするのである。第2はコア・グループ方式である。これは企業が少数の投資銀行とほぼ同じぐらいの継続的な取引関係をもっているが、その他の投資銀行も利用する方式である。第1方式の例としては、フォード・モーターをあげうる。²⁵1984年から1986年の間に78回の取引を投資銀行としているが、ドミナント・バンクたるゴールドマン・ザックスは70.5%を取扱い、ファースト・ボストンとサロモン・ブラザー

24 R. G. Eccles and D. B. Crane, op. cit., p. 74.

25 Ibid., pp. 75-76.

ズがそれぞれ6.4%, 5.1%関与している。これに対し第2方式²⁶については、ゼネラル・モーターズの例があげられうる。ゼ社はモルガン・スタンレーと緊密な関係を保ち、ワン・バンク・モデルの好箇の1例であったのが、一括登録制の実施以来、78回の取引に関し、21.8%を引受けたにすぎずゼ社は全部で17行を利用するにいたっている。ファースト・ボストン、メリル・リンチおよびサロモン・ブラザーズがそれぞれ16.7%のシェアを占めている。資本市場の構造および動きが非常に複雑になるにつれて、ドミナント・バンク方式よりコー・バンク方式への移行は顕著になってきた。

結 語

米国投資銀行の発展過程をごく簡単に描写してきたが、投資銀行業の実態を研究した書物は意外に少ないので、今後いろいろな角度からの検討を積み重ねないと日本の今後の金融改革にどれほど参考になるか判然としない。もし日本が冒頭で述べたような子会社方式を採用したとしたら、業務の内容や新商品の開発などは米国の例にならって、その制度をさらにモディファイして機能させてゆくことは可能であろう。なぜなら海外現地法人がいくらかの経験を積んでいるからである。だが、投資銀行内部での企業戦略策定に際してのトップ・マネジメントの役割とか、関係者間の調整——リレーションシップ・マネジメント——、ボーナス決定方法や統制システム等に関する詳細な研究が各方面からの共同研究によって行なわれなければならないだろう。投資銀行は本来、神秘的なベールに包まれた伏魔殿的な機関であった。内部機構まで余すことなく検討しつくすことは至難の業であろう。丁度タイミングよく出版されたEccles & Craneの17銀行を対象とした300回以上のインタビューを経て完成された著作は、われわれに投資銀行業の実態を生き生きと伝えてくれる。機会を得て、また検討を加えたいと思っている。

26 R. G. Eccles and D. B. Crane, op. cit., p. 77.

