

アメリカの投資銀行

ピラミッド構造と競争

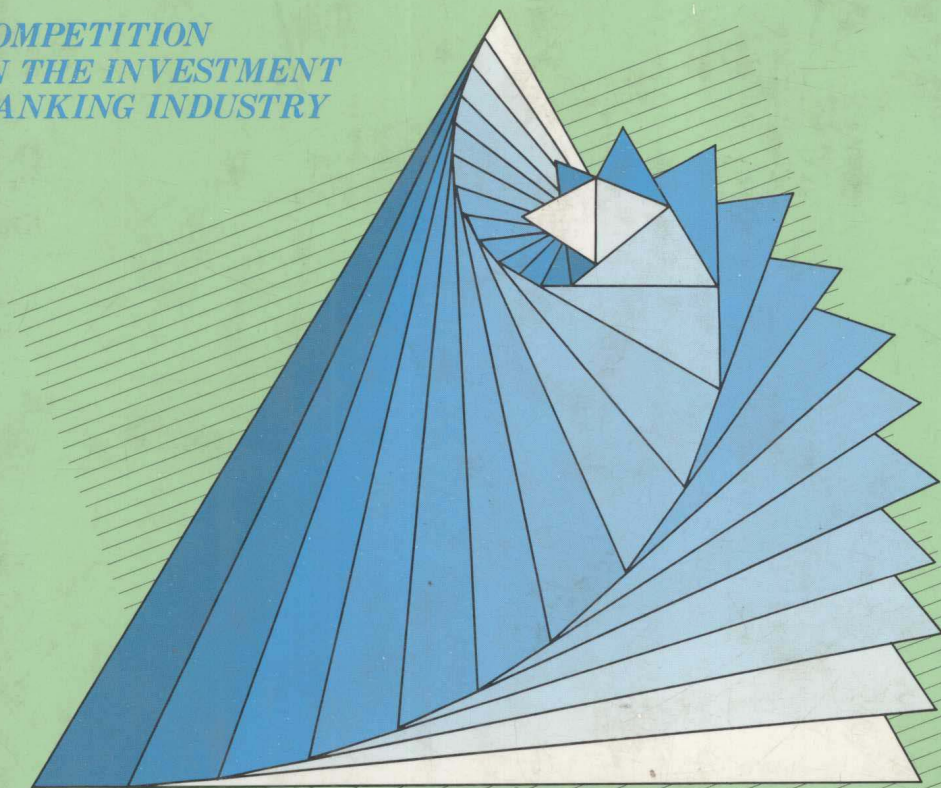
サムエル・L・ヘイズ, III

A・マイケル・スペンス

デビッド・ヴァン・プラグ・マルクス

宮崎幸二 訳

COMPETITION
IN THE INVESTMENT
BANKING INDUSTRY



アメリカの投資銀行

ピラミッド構造と競争

サムエル・L・ヘイズ, III

A・マイケル・スペンス

デビッド・ヴァン・プラグ・マルクス

宮崎幸二 訳

東洋経済新報社

訳者紹介

1930年、佐賀県に生まれる。

1952年、慶応義塾大学経済学部を卒業。直ちに日本開発銀行に入行。融資部等主要ポジションを経て、1957年よりフルブライト交換留学生として、米国マサチューセッツ州クラーク大学大学院に学ぶ。帰国後、外国部幹部として世界銀行借款をはじめ、国際借款に従事。その後、1962年より1967年まで、ニューヨークに駐在。帰国後、調査部副長として、産業調査総括を担当。

1968年、アジア開発銀行に出向。ドイツ・マルク債を皮切りに、米貨債、スイス・フラン債、円貨債、オーストリア・シリング債、ギルダー債等、現在まで11通貨で100件超、50億ドル相当額に及ぶ起債、資金借入れを手がけている(1984年2月13日『日本経済新聞』参照)。

現在、アジア開発銀行副財務局長の要職にある。1983年、アジア開発より初めて選ばれ、ハーバード大学ビジネス・スクールの上級管理職研修に参加、原著者サムエル・L・ヘイズ教授との親交がある。

アメリカの投資銀行

定価 3300 円

昭和59年4月26日 第1刷発行

昭和59年7月5日 第2刷発行

訳者 みやざきゆきじ 宮崎幸二

発行者 高柳 弘

発行所 〒103 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

電話 編集 03(246)5661・販売 03(246)5467 振替 東京3-6518

本書の一部または全部の複写・複製・転写・磁気媒体への入力等を禁じます。これらの許諾については、小社(電話03-246-5634)までご照会ください。

〈検印省略〉落丁・乱丁本はお取替いたします。

Printed in Japan ISBN 4-492-68024-1

推薦の言葉

某日、宮崎君が、部厚い紙束を抱えて私のオフィスに入ってきた。実は今度ハーバード大学のサムエル・L・ヘイズ教授、他の二教授の原著になる、アメリカ投資銀行の競争に関する本を日本語に翻訳し、東洋経済新報社より出版することになったが、その推薦の言葉を書いて下さいと言う。彼は多忙なのに、いつの間にこのような大変な仕事をしたのかと感心した。

訳者宮崎幸二君は、一九六八年に、私がアジア開発銀行総務部長の職にあった時に、日本でインタビューし、アジア開発銀行にきてもらった人であるが、彼は、アジア開発銀行に、ロマンと使命感を持って大いに貢献している。昨年、アジア開発銀行で初めてハーバード大学ビジネス・スクールの上級管理職研修コースに宮崎君を派遣したが、そこでの成果に加えて、専門の証券・金融の部面で担当教授の注目を得て、それを拡充した成果が、本書となったものと聞く。

本書は、アメリカ投資銀行の歴史的発展を点描し、現在の競争関係をつぶさに分析し、その将来を示唆している。アメリカ投資銀行の発展およびその活動の姿をみると、そこに流れているものは、たゆまざる「チャレンジ」である。この「チャレンジ」を、別の姿で言外に伝えているのが、宮崎君の手になるこの訳書ではなからうか。

日本の国際化の進展につれて、わが国のアメリカ投資銀行に対する関心は、従来の証券および金融に直接携わる人々ばかりでなく、一層幅広い分野の人々の間にも昂まってきている。しかし、残念なことに、この分野におけるよい書物は少ない。その意味において、ここに出版された本書の価値は極めて大きい。更にそれに加えて、本書は、読者の方々に、新しいアイデアを生み出し、新たな「チャレンジ」を鼓舞するのに極めて役立つ書であると信じる。

一九八四年二月 マニラにて

アジア開発銀行

総裁 藤岡眞佐夫

訳者まえがき

今日、日本の大手証券会社は、証券の引受・発行にたずさわる投資銀行としても、世界資本市場において確たる地歩を築いてきているが、そもそもそれは、戦後、米国証券取引法にならって制定された証券取引法を基盤として発展してきたものである。

したがって、米国証券業界、特にその主流である投資銀行業界の動向は、日本証券業界の将来を示唆するところ極めて大である。

また一方、日本の企業側からみても、外債発行を主とした外貨資金の調達は、米国投資銀行により手がけられたものを主としてきたものであり、米国投資銀行の現在および将来の勢力圏の動向は、大いに関心が寄せられるところである。

原書 (*Competition in the Investment Banking Industry*) の三人の著者は、米国ハーバード大学ビジネス・スクール (経営大学院) において証券問題に取り組んでいる俊秀である。本書は、数年前に、この著者のその分野における権威に注目した米国司法省が、特別に委嘱した米国証券会社の合併問題の調査をもとに、始められたものであり、その成果をもとに研究をまとめ上げ、一九八三年にやっと出版されたものである。米国投資銀行業界の競争問題を、歴史的発展を追った上で、更にその現状を豊富な統計手法を駆使して独特の分析を行なっているものである。その成果は、米国投資銀行関係者の間で高く評価されている。

著者の代表、サムエル・L・ヘイズ三世教授 (Samuel L. Hayes, III) は、ハーバード大学ビジネス・スクールにおいて、証券金融問題の第一人者として注目されている気鋭の教授で、米国投資銀行業界との関係も深く、当分野における研究の第一人者としてその分析および貢献は注目されているところである。私は、日本を初め世界四五カ国の出資により設立されている国際開発金融機関であるアジア開発銀行 (Asian Development Bank) の副財務局長として、アジア開発銀行の資金調達、財務管理、財務企画などの責任者の一人である。一九八三年一月、アジア開発銀行より初めて選ばれてハーバード大学ビジネス・スクールにおける上級管理職研修コース (Advanced Management Program, AMP) に派遣された。ハーバード大学のこのAMPプログラムは、上級管理職を再教育するシステムで、既に四〇年にわたる歴史を持っている。以来、このAMPに学んだ者の多くが、今日の米国経済社会の各分野におけるトップ・リーダーとして活躍している。一例を挙げれば、バンク・オブ・アメリカの会長より、カーター大統領、レーガン大統領の推薦を受けて世界銀行総裁となっているA・W・クラウセン (A. W. Clausen) 氏も、一九六六年に、このAMPに学んだ一人である。このプログラムは、ハーバード大学ビジネス・スクールのトップ・クラス

として選ばれた六人の選任教授を中心に、種々のケースをもとに討議を重ねていくコースであり、そのタフなことは内外によく知られているところである。ヘイズ教授は、この秀れた教授陣の中にあっても、そのダイナミックな教授法と、シャープな分析、そしてその明快な解説をもって、多くの参加者から最高の評価を得ている名教授である。

ヘイズ教授は、私が米国市場を初め世界各国の資本市場において実務経験を持つことを評価してくださり、この新著がでるとすぐ日本語訳出版の誘いと、直接種々の貴重な助言をくださった。

本訳書をだすに当たっては、用語の適切な表現など、日本を離れた長い海外生活からくる予想外の困難に、しばしば出くわした。この点、全面的にご協力くださりご尽力くださった東洋経済新報社出版局の渡辺昭彦氏に対し、あらためて感謝の意を表したい。

多くの方々の絶えざるご激励とご協力とによって、当訳書ができあがったのであるが、翻訳に関する責任はすべて私にある。

なお、本書を読まれる方々は、英語の専門用語に精通しておられる方が多いと思うが、実務経験のない人たちを考慮して、できるだけ日本語に置き換え、片仮名を避けるように努めた。だから日本語として熟していない言葉もあえて使用した。リード・マネジャーは「主幹事」という言葉が定着しているが、オリジネーターはどう訳すか。優良大企業の証券発行を引き受ける仕事を、掘り起こす、創り出す、さらに発行価格の値ぎめ、発行のタイミング決定に結びつけていく、そのような引受シンジケートのトップに立つ引受業者のことである。考えたすえ、「発案業者」とした。新語であろうからこ書きでオリジネーターと付記した。

反対に、熟している日本語を避けて、片仮名で原語のままにした場合がある。コーポレート・ファイナンスは確かに企業金融だが、企業金融という日本語には企業間信用を含むだろうし、銀行借入れも大きなウェイトを占めるだろう。本書には適当でないので、「企業ファイナンス」という訳語にした。

投資銀行業界のピラミッドで上層を占める業者たちは、スペシャル・ブラケットと呼ばれる。日本の専門家も英語をそのまま使っているだろう。「特別クラス」と訳しておいた。確かに頂点に立つ特別の層だからである。

なお巻末の付録、表、注一覧は、業者名など英語のままの方が便利と思われるものは原文どおりとし、その他は適宜翻訳ないし説明を加えておいた。

一九八四年一月 在マニラ

アジア開発銀行にて

宮崎 幸二

原著者まえがき

この研究のもともとの動機は、数年前、差し迫った二主要証券業者の合併にかかわる競争上の意義を分析するについて、米司法省トラスト局に助力するよう依頼されたことによる。われわれは、引受、企業ファイナンス分野に努力を集中するよう要請を受けた。

その後、総合データで得た諸考察を補足するため、主要な投資銀行の顧客企業の概要をまとめることに決めた。調査の多様な部分を総合するにつれて、その全貌を示すには一冊の本にする必要があるということがはっきりした。

この作業では多くの人々や機関の協力を得た。第二章の集中の研究では司法省の助力を得、特に同省の Robert Hauberg, Jr., Dan Schneider, Terrence Fancher から援助をうけた。また、歴史に関する章について Alan Kantrow の貴重な助力に感謝し、歴史に関する批評について Vincent Carosso に感謝したい。

ロジット分析の基礎となる困難なコンピューター作業は適任の George Rozanski に負うところ大きく、その他多

数の調査作業を多くの学生諸君が助けてくれた。Raymond Corey の指導のもと、調査部を通してハーバード・ビジネス・スクールが資金援助を供与してくれたことに対し謝意を表したい。

この本を出すに当たり、多くの人びとが原稿をいろいろの段階で全体的あるいは部分的に検討してくださった。Jeffrey Schaefer, Dan Schneider, George Parker, Warren Law, Jerry Hausman, そと Dennis Logue の諸氏である。多くの投資銀行が当初の原稿をご検討くださった。またハーバード大学出版局の Michael Aronson と Camille Smith に感謝したい。

特に、われわれの貴重な秘書でかつ友人、相談相手である Ms. Duncan Bauer に特別の謝意を表したい。本書の多様な原稿の作成作業を統括してくれ、完成までの数え切れない未処理事項を片付けてくださった。

多くの人びとのご尽力を仰いだが、できあがった本書については、責任のすべてがもちろんわれわれにある。

目次

推薦の言葉

訳者まえがき

原著者まえがき

序章 アメリカの投資銀行……………

1

第一章 競争——歴史的な輪郭……………

7

欧州の経歴(8)

第一次大戦までの米国における発展(13)

第一次大戦後の状況へ対応(22)

グラス・ステイガル法とその余波 (26)

第二次大戦後の投資銀行業 (31)

第二章 集中の傾向…………… 37

ファイナンスの金額 (40)

引受活動より生ずる収入 (47)

第三章 投資銀行の機能と戦略…………… 55

サービス機能の定義 (56)

内部の移動に対する障壁 (59)

第四章 主要な投資銀行とその顧客層…………… 61

顧客の規模と認知質度 (63)

特定の産業グループにおける市場シェア (64)

長期にわたる顧客関係の安定 (67)

第五章 投資銀行と顧客企業の結び付き…………… 71

ロジット・モデル (72)

ロジット・モデルにおける仮説と変数 (73)

第六章 投資銀行業界における競争グループ…………… 81

競争グループ (82)	
各グループの点描 (89)	
終 章	
アメリカの投資銀行の今後の問題	93
付録 A	
企業関係の分析	99
業界関係の集中度——『インスティテューショナル・インベスター』誌 (I I 誌)	
の基準 (99)	
業界関係の集中度——主幹事基準 (103)	
付録 B	
ロジット分析——諸変数と統計結果	109
諸変数解説 (109)	
付録 C	
投資銀行と顧客の関係の一覧表 (一九七〇年)	123
表 一	141
注 一	181

序章 アメリカの投資銀行

広義の証券業は、証券および関連金融商品の引受、分売および販売にかかわる活動に従事する業者たちで成り立つ。これらの活動は、引受とその他投資銀行業務、委託売買および市場形成（マーケット・メイキング）を含む。もちろん、商業銀行およびその他いろいろの金融機関も、証券業者と同じ諸業務のうちのいくつかを提供している。反対に、証券業者の中には、他の金融機関が伝統的にやっている業務にまでも手を拡げているものもある。すなわち、事実上の当座預金⁽¹⁾、貸付（信用取引貸付）、保険、不動産投資の業務である。

このような重複にもかかわらず、証券業界を固有の一商業分野として考えるのが正当のようだ。証券業者は、投資銀行業務と委託売買関連業務を行なう上で、競争上きわめて優位な地位にあるとみられるし、実業界において、このような業務の第一のよりどころとして一般に認められている。一九三三年銀行法（グラス・スティーガル法）が、現在、銀行を多くの証券業務から排除している。また、すべての証券業者は、特別に連邦と州の法規の適用を受ける。

多様の連邦および業界機関、とりわけ顯著に証券取引委員会（SEC）に規制されている。

一九八一年末現在、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の三九二会員業者が営業している。この数は一九七三年末の四四四会員業者に比べてかなり少ない。この業者数の減少とは対照的に、ニューヨーク証券取引所会員業者の総収入額は、一九七三年の四八億ドルから一九八一年の一九八億ドルへと、毎年急増した。⁽²⁾

ニューヨーク証券取引所会員業者の間で、地域的領域、形態、取扱い金融商品の組合せに、大きな差異がある。多くの業者は、若干の委託売買業務と若干の投資銀行業務を行なっている。本書執筆の時点では、全米的な委託売買業務を行なっている業者はわずか約一二社に過ぎず、主要企業のかなり大規模の証券新規発行を掘り起こし、その分売も行なうほどの企業ファイナンス部門を持つのは、約二〇社である。したがって、一九八一年に主要二五業者が業界全体の総収入の七四・七%を押さえ、総資本額（キャピタル・ファンド）の七一・五%を占めたことは驚くにあたらない。⁽³⁾

歴史的にみて、証券業者の多くは、一つまたはいくつかの分野に専門化してきた。たとえば、機関投資家相手の委託売買業務、個人投資家相手の委託業務、取引所立会場内の才取り業務、ないし、企業や地方自治体のファイナンスである。他方、業務内容は証券業務のかなり全てにわたるが活動を米国内の一地域に限っている業者もある。少数の業者は石油やガスなど特定の業界に活動を集中している。近年、ニューヨークに拠点を持ち全米的に営業する業者の多くが、業務分野を拡げるべく大変な努力をしてきた。そして、伝統的な差異が、多くの場合ばやけてきている。

証券業のうちの委託売買および市場形成業務における競争が、近年著しく一般の関心と呼んだ。⁽⁴⁾ 確かに、過去一〇年における吸収・合併活動の多くは、そのような業務分野にひどく片寄った業者たちを巻き込んでいる。資本調達お

よびファイナンス業務分野——即ち典型的な“投資銀行業務”——は証券業界の収入のなかで重要な比重を占めているにもかかわらず、この分野における競争は、一九四七年に始まったモルガン・スタンレー社とその他一六の投資銀行に対するあの名高い連邦政府の反独占訴訟以後、あまり一般の関心を引いてこなかった。しかし最近の多くの出来事や傾向が、投資銀行業内の競争の質と型に関する問題を新たに提起するものとなった。たとえば一九七八年のメリアル・リンチによるホワイト・ウェルドの吸収合併と、その直後におけるレーマン・ブラザーズとクーン・ロープの合併は、このような吸収合併が投資銀行間の競争に及ぼしそうな影響をどう予測するか、という問題を提起した。

典型的な投資銀行業務に深くかかわった歴史を持たない証券業者たちは、この異常な好収益の分野を長い間羨望を持って見つめてきた。近年彼らは儲けのよい企業ファイナンス業務の競争に参入するべく非常な資力を投入してきた。これが、この業務分野における競争関係をどの程度変えつつあるのか。

商業銀行とその他金融サービス機関が、投資銀行活動の分野にじわじわ割り込もうと断固たる努力を重ねてきている。これは米国内の銀行のみならず、米国外の海外市場でマーチャント・バンキング能力を身につけて米国の投資銀行市場への参入を求めてきた外銀についても、言えることである。

このような新規事業開拓努力の目標も、変化の波を受けており、これら業務を提供しようと望む仲介業者にとって新しい挑戦を創り出している。資本市場における資金源と金融商品選好の大きな変化が、米企業に一段と洗練された自社内の財務管理専門知識を育てる助けとなっている。したがって、若干のファイナンス活動は、その構成とタイミングが過去には外部の投資銀行業顧問たちによって大きく支配されていたが、今や大幅に発行企業自身の財務部担当者で手がけられている。このような場合、投資銀行は主として引受団編成と分売のサービスを提供する。これらは伝