

「宇野理論を現代にどう活かすか」Newsletter

(第2期第12号—通巻第25号—)

Working Paper Series 2-12-5

2013年11月

第I部 特集：恐慌と信用をめぐる

アメリカにおける企業と投資銀行との関係の変化について

—1980年代における証券発行を中心として—

小林陽介

(北海道大学大学院 yosuke-koba@pop.econ.hokudai.ac.jp)

http://www.unotheory.org/news_II_12

「宇野理論を現代にどう活かすか」Newsletter

事務局：東京都練馬区豊玉上 1-26-1 武蔵大学 横川信治

電話：03-5984-3764 Fax：03-3991-1198

E-mail: contact@unotheory.org

ホームページ <http://www.unotheory.org>

アメリカにおける企業と投資銀行との関係の変化について
—1980年代における証券発行を中心として—

小林陽介(北海道大学大学院)

目次

はじめに

1. リレーションシップ型からアームスレンジス型へ

(1)公募証券発行と幹事投資銀行

(2)70年代以降の幹事関係の変化

2. 幹事関係変更に関する2つの見方

(1)資本市場の構造変化

(2)一括登録制の導入

3. 幹事変更時における企業側の事情

(1)金融子会社の活用

(2)資本構成修正

(3)ユーロ市場の利用

(4)買収資金の借換

むすびにかえて

参考文献

付表 1

はじめに

リーマンショックに端を発した2008年の金融危機は、実体経済に波及し、世界的な生産の縮小をもたらした。本来、産業資本の蓄積を促進する役割を担うはずの金融活動が暴走し、その様子はしばしば(金融経済)が本体(実体経済)を振りまわすと形容されるほどであった。本稿は、このような現代的な金融のあり方が形成された背景を解明するための基礎作業として、アメリカにおける企業と投資銀行との関係の変化を検討するものである。

1980年代以降、アメリカでは企業と投資銀行との関係がリレーションシップ型(relationship)からアームスレンジス型(arm's length)へと変化した。それまでの企業と投資銀行との長期継続的な関係が崩れ、企業は取引ごとに有利な条件を提示した投資銀行を引受幹事として利用するという取引志向的な関係へと変わったのである。これまでの研究において、この変化は、証券発行の増加や機関投資家の比重の増大といった資本市場の変化、また、一括登録制の採用といった制度の変化から解釈されてきた。しかし、どの投資銀行

・本稿は、証券経済学会第79回大会(於駒澤大学)において報告した内容に加筆・修正を加えたものである。討論者を引き受けて頂いた佐賀卓雄先生(日本証券経済研究所)をはじめ、当日コメントいただいた先生方にこの場を借りて感謝申し上げます。

を選ぶかは最終的には企業の意思決定によることを踏まえると、幹事の変更を決断した企業側の事情からも検討する必要があるだろう。

そこで、本稿は、80年代にみられた証券引受幹事関係の変化を企業行動との関連で整理し、幹事変更を決断した企業側の事情を検討する。以下では、1. でリレーションシップ型からアームスレングス型への変化を概観したあと、2. では、この変化をこれまでの研究がどのように理解してきたかを確認する。そして、3. では、幹事関係の変更を企業行動(金融子会社の活用、資本構成修正、ユーロ市場の利用、買収資金の借換)との関連で整理する。最後に、80年代における幹事関係変更の潮流を規定した要因について、本稿の考えを提示する。

1. リレーションシップ型からアームスレングス型へ

(1)公募証券発行と幹事投資銀行

1960年代までのアメリカの投資銀行は、財務アドバイザーとして特定の企業と長期安定的な関係を形成してきた。企業と日々接触を持ち、引受幹事として企業の証券の発行に携わってきた¹。

付表1の「幹事投資銀行」欄は、69年における売上高上位100社の製造業企業と投資銀行との長期継続的な関係について整理したものである²。たとえば、老舗の投資銀行として知られるモルガン・スタンレーは、鉄鋼のUSスチール、石油精製のニュージャージー・スタンダードオイル(後のエクソン)、自動車のジェネラル・モーターズ(GM)、電気のジェネラル・エレクトリック(GE)、化学のデュポンなど、製造業におけるトップ企業と長期安定的な関係を結んできた。同じく老舗の投資銀行として知られるファースト・ボストンは、石油精製のガルフ・オイル、電気のウエスティングハウス・エレクトリック、製紙のインターナショナル・ペーパーなどの格式高い企業のコーポレート・ファイナンスを担ってきた。このように、アメリカの投資銀行は、特定の企業とのリレーションシップを維持し、公募証券発行の際には幹事として引受シンジケートを組織してきたのである。

証券の公募発行は、特定の様式に従ってSECへの登録を義務付けられており、投資銀行の業務の中心は、このSEC登録に必要となる登録書類の作成となる³。これらは、少なくとも

¹ この点に関しては、Hayes[1971]、Hayes, Spence and Marks[1983]、井手・高橋[1977]：IIなどを参照。

² 投資銀行の伝統的な顧客についてはHayes, Spence and Marks [1983]：付録C参照。この調査は、1950年以降の協議引受による公募証券発行の実績に基づいている。また、公募発行のない場合は、投資関係、合併に関与したと一般に認められたこと、その他のファイナンス相談に関わったことによって判定している。

³ 株式をすでに主要な取引所に上場しており、フォーム10-Kなどの様式に従ってSECに定期的に業績動向のディスクロージャーを行っている企業であれば、新規に資金調達するために株式や社債を発行する際には、フォームS-7という略式の登録様式が用いられた。フォームS-7には、①発行体の業務内容、②発行体の損益計算書、③その他の財務諸表、④調達資金の用途、⑤発行価格・引受手数料、⑥発行証券の記述などが含まれる。そのほ

も数百ページ、往々にして千ページを上回る膨大なものである。引受担当者は、発行会社の首脳、発行会社の顧問弁護士・公認会計士、引受業者自身の弁護士、単独幹事でない場合は他社の引受担当者などを交えて、引受会議を持ち、発行予定日をにらみつつ SEC への登録準備、格付け機関への説明、シンジケートメンバーに対する発行説明会などを行いながら、登録書類を完成させる。企業が証券発行を決めてから実際に発行にこぎつけるまでの日数は、証券の種類や市場環境、過去における発行実績などによって異なるが、おおよそ 2 カ月を要する⁴。

引受幹事は、このような困難な業務をこなす代わりに、シンジケートに招聘する業者の選定⁵、個々の業者への引受シェアの割り振り、引受コミッションの配分などの重要事項を決定する絶大な権限を持つ。そして、他のシンジケート参加業者に比べて高い収益性を享受する。通常、社債の場合、引受手数料(引受スプレッド)は、発行金額の 1%前後であるが、このうち幹事会社は 20%をシンジケートのマネジメント・フィーとして受け取る。残り 80%のうち、30%は、引受シェアに応じて、引受グループ内で配分される。最後の 50%は販売手数料となる。一般に、主幹事は単独で 20%程度を引き受けるため、最終的に幹事投資銀行は、引受手数料の約 36%を収入として得る。いま、発行金額が 1 億ドル、引受手数料が 1%とすれば、幹事投資銀行は、36 万ドルの収入を得るということになる⁶。

このように幹事投資銀行は、収益性の高さというメリットを享受するが、それに加えて企業の財務アドバイザーとしてのメリットも享受する。それは、企業が合併・買収や私募による証券発行を考える際に、相談相手として真っ先に声をかけられるということであり、これによって新たな業務をも獲得する可能性が高まる。そのため、企業の幹事投資銀行になるということは、投資銀行にとって将来の収益を予測可能なものにするということでもあった。

投資銀行は、他の製造業や商業と異なり、商品である取引を在庫しておくことができない。というのも、証券発行や M&A のアドバイザーといった投資銀行が販売する商品は、顧客とのやり取りを通じてリアルタイムで提供されるサービスだからである。また、個々の企業のニーズに合わせて注文生産的に製作されるものであるため、投資銀行は、発行者である企業が何を必要としているのかを把握するため、定期的に企業の財務担当者と接触しなければならない。その際、調査レポートや経営に対する助言、新しい資金調達に関する情報などの提供を通じて、費用をかけて企業のニーズを探ろうとする。ところが、投資

か、付属書類として、①引受手数料以外の発行・販売手数料、②発行会社の役員や社員に対する免責条項、③発行会社と投資銀行の間の引受契約書、④引受業者間の合意書、⑤発行証券の見本、⑥社債信託証書及びその修正版、⑦特定の問題に関する弁護士などの意見のコピー、⑧その他重要な契約・取り決めのコピーなどがある(井手・高橋[1977]: 46 頁)。

⁴ 公募証券の発行プロセスについては、井手・高橋[1977]: 42-52 頁を参照。

⁵ 公募発行のチャンネルともいえるべき引受シンジケートは、大量の証券を短時間のうちに売りさばくためのものである。シンジケートにどういった業者を何社招聘するか、あるいは、強力なライバルを共同幹事に迎えるのかについては、証券の売れ行きの見通しにかかっている(井手・高橋[1977]: 44 頁)。

⁶ 井手・高橋[1977]: 209-214 頁。

銀行は、この費用をその場で(情報提供や助言に対する見返りとして)すぐに回収できるわけではない。というのも、このサービスは、顧客から頼まれて行ったものではないからである。投資銀行が費用を回収できるのは、実際にディールを取り仕切ることによって報酬を得るときなのである。もしディールを取り仕切ることができなければ、それは企業との繋がりを維持するためにかかった費用を回収できないことを意味する。

このように投資銀行業は、顧客に提供される価値(情報提供や助言)と受け取る手数料との関係がルーズだという特殊なビジネス・モデルを持っている⁷。投資銀行は、企業とのつながりを維持するのににかかった費用を回収できないかもしれないというリスクに常にさらされている。このようなリスクの影響を緩和させるためには、投資銀行が企業との取引を受注できる可能性を高める仕組みが必要であるが、60年代までは、企業と投資銀行との長期継続的な関係がそのような仕組みとして機能していた。

(2) 70年代以降の幹事関係の変化

(1)で見たリレーションシップを重視した関係は、1970年代に入ると徐々に崩れ始めた⁸。付表1の「変更後の幹事」欄は、各企業が70年以降89年までの間で幹事投資銀行を変更した場合、どの投資銀行を利用したのかを整理したものである⁹。

69年の製造業売上高上位100社のうち、公益企業の子会社2社¹⁰と合併・買収によって消滅した企業18社、LBOを行なった企業7社を除いた合計73社のうち、89年までの証券発行(社債・ノート・優先株・普通株など)において幹事を変更したケースは、実に65社(約89%)に達する。この中には、自動車のGMや石油精製のエクソンなどが含まれ、各産業のトップに位置する企業においても、投資銀行との付き合い方が変更されたことがわかる。

このように企業と投資銀行との関係が変化する潮流のなかで最も台頭したのがソロモン・ブラザーズであった。付表1から読む限り、ソロモンは69年時点でわずかに2社を相手としていたにすぎなかった。しかし、その後89年までに25社を相手とするようになった。付表1が幹事の変更時点のみしか示していないことを考えると、ソロモンが取引した企業は、実際にはさらに多かったと推測される。

ソロモンが堅調に顧客基盤を拡大した一方で、大きく顧客を失った投資銀行も存在した。

⁷ エクルス＝クレインらは、これを「顧客に提供される価値とそこから得られる手数料とのルーズな結びつき」の問題として投資銀行業に特有の問題だとしている。詳しくは、Eccles and Crane[1988]：訳第2章を参照。

⁸ 小畑[1988]：79頁。

⁹ これは、米国の格付け機関であるMoody's Investor Servicesによって作成されているMoody's Industrial Manual(以下では、Moody'sと略記する)に基づいて作成した。この資料からは、企業の発行した証券とその発行目的、発行時に幹事としてかかわった投資銀行などの情報を得ることができる。なお、このMoody'sからは、金融子会社の情報を得ることができないため、金融子会社を持つ企業に関しては、適宜、Moody's Bank & Finance Manualをも参照している。

¹⁰ Western Electric(第11位)、General Telephone & Electronics(第19位)。

それは、老舗の投資銀行として有名なモルガン・スタンレーであった。付表 1 において、モルガンが 89 年までに単独幹事の座を失ったケースは 16 件存在する。また、80 年代末までを通してモルガンが単独幹事であり続けたのは、わずか 2 社だけであった。他方、この間、モルガンが新規に獲得した顧客は 6 社にすぎず、限られたサンプルの中でもモルガンが大きく顧客を失ったことを読み取ることができる。

このように顧客との長期継続的な関係を失ったモルガンは、「顧客に提供される価値とそこから得られる手数料とのルーズな結びつき」のリスクに直面するようになった。かつての顧客企業が複数の投資銀行と付き合いようになっただけで、モルガンの将来の収益は、不確実なものとなってしまったのである。このような状況に対応するために、80 年代のモルガンは多角化を追求した¹¹。82 年に、利鞘の低いコマーシャル・ペーパーの取り扱いを開始した。これによって、モルガンは、マージンは低いが発行されるマネーマーケット商品を扱うことによって、顧客との接触機会の増加を狙った。他方でモルガンは、収益性の高い M&A 関連業務に力を入れる。85 年には、M&A 部門が投資銀行部門収益 4 億 2400 万ドルのうちの 3 億ドル、総営業収益の 3 分の 1 を占めるようになった。他にも、モルガンは、82 年に金、銀、銅の先物トレーディング部門の新設、83 年に外国為替業務の開始、モーゲージ担保証券への進出、地方債部門の拡充など、積極的に多角化を進めた。81 年以降、四半期ごとに 31% という高い自己資本収益率を記録してきたにも関わらず、モルガンが矢継ぎ早に業務を拡充したという事実は、「ルーズな結びつき」に起因するリスクの存在が投資銀行の行動に与える影響力の大きさを示していると考えられる。

2. 幹事関係変更に関する 2 つの見方

ここでは、1. で見た企業と投資銀行とのリレーションシップ型からアームスレングス型への変化がどのような背景のもとに起こったのかを見ていこう。この変化について、これまでの研究は主として 2 つの視点から解釈してきた。

(1) 資本市場の構造変化

第 1 の視点は、資本市場の構造変化に幹事関係変化の背景を求めるものである¹²。自己金融を基調としていた戦後のアメリカ大企業は、1960 年代半ば以降、外部資金調達を高めてきた。それに伴って証券発行が盛んに行われるようになった。たとえば、自動車の GM は、75 年に総額 6 億ドルに達する大規模な無担保社債・ノートを発行した。また、無借金経営で有名であった化学のデュポンは、74 年に 3 億 5000 万ドルもの無担保社債を発行した。

こうした企業による証券発行の増加は、証券販売の重要性を高めることとなった。当時は、証券の販売先として機関投資家の比重が高まりつつあった時期であり、これらの機関

¹¹ 1980 年代のモルガン・スタンレーの業務展開については、松井[1988a] : 306-319 頁、佐賀[1988]を参照。

¹² Hayes[1979]、小畑[1988] : 第 3 章など。

投資家とのコネクションを持つソロモン・ブラザーズや個人投資家に対して広範な販売ルートを持つメリルリンチが台頭し、共同幹事として引受シンジケートに加わるようになっていった。

このように、証券発行の増加と販売の重要性の高まりという資本市場の構造変化は、確かに、企業と投資銀行との関係を変化させうる契機であったと考えられる。しかし、単純に、証券発行の増加と幹事関係の変化とを結びつけることには疑問がある。というのも、証券発行が増大しているにも関わらず、幹事を変更しなかったケースや変更したとしても80年代の後半に至ってようやく変更したというケースが散見されるからである。たとえば、石油精製のインディアナ・スタンダードオイル(後のアモコ)は、71年から86年までの間に、12回にわたって合計27億ドルを越す証券発行を行った。しかし、これらの証券発行は、伝統的な幹事投資銀行であるモルガン・スタンレーが担当した¹³。また、化学のダウ・ケミカルは、70年以降86年までに11回にわたって合計23億ドルを越す証券の発行を行った。これらの証券は、伝統的な幹事投資銀行であるスミス・バーニーを単独幹事として行われた¹⁴。ダウ・ケミカルが幹事投資銀行を変更するのは、87年のニュージーランド・ドル建ての変動金利型ノートが最初であった(ベア・スターンズとスミス・バーニー・アップハムとの共同幹事制)。

実際、付表1から70年代に幹事を変更した事例を調べると、73社中17社(約23%)に止まっており、大半の企業は、80年代に入ってから初めて幹事の変更を行ったことが分かる。このことは、70年代の後半に証券の発行が増加し投資銀行の販売力の重要性が高まった時でさえも、売上高上位100社に入るほどの大企業では、依然としてかつての投資銀行を利用していたということを意味している。企業と投資銀行との関係は、上位企業になればなるほど強固なものであったことがうかがえよう。投資銀行との強固な関係を持つ上位企業がなぜ幹事を変更したのかを追究するためには、証券発行の増加という現象を捉えるだけにとどまらず、幹事変更時における各企業の置かれていた具体的状況にまで踏み込んで検討する必要がある。

(2)一括登録制の導入

幹事関係変更に対する第2の視点は、一括登録制の導入に注目するものである¹⁵。公募証券の発行は多くの書類作成が必要となるため、時間と費用のかかるものであった。その内容は、1934年の証券取引所法によって継続的に開示される内容と重複する部分が多く、無駄の多さが指摘されてきた¹⁶。そこで、SECは、67年から情報開示制度における33年証券法と34年証券取引所法との重複を排除し、効率性を高めるための両者の統合化に着手し

¹³ ユーロ債発行においてはモルガン・スタンレーの海外展開を担うMorgan Cieが主幹事を務めたこともある。

¹⁴ 77年からは、スミス・バーニー・アップハムによって行われた。

¹⁵ Auerback and Hayes[1986]、佐賀[1991]：第5章、佐賀[1987]など。

¹⁶ Cohen[1966]など。

た¹⁷。これは 82 年に完了したが、この統合開示制度を前提として採用されたのが一括登録制であった。本制度のもとでは、一定の要件を満たした企業については、2 年間で合理的に発行が予想される証券をあらかじめ登録しておくことが認められる。これによって、発行会社は、書類作成のための費用を節約できるとともに、金利低下局面を捉えた迅速な証券発行が可能となったのである。

この一括登録制は、投資銀行の引受業務に多大な影響を及ぼすことになった。それは第 1 に、協議引受による公募証券発行に事実上の競争入札を導入することになったからである。発行企業は、証券の引受業者をあらかじめ登録しておき、発行の際にこれらのなかから最良の発行条件を提示した業者を引受会社として採用することができる。そのため、この発行手続きは、幹事投資銀行の立場をめぐる投資銀行間の競争を誘発することとなった。

第 2 に伝統的なシンジケート方式による消化の衰退をもたらすことになったからである。一括登録制度のもとでは、発行会社の意思決定と同時に販売が開始されるため、かつてのように大規模なシンジケートを組織する時間的余裕がない。幹事は単独で引き受けるか、小規模なシンジケートの組織によって引き受けることになるため、機関投資家を相手に短期間で大口販売する(ブロック・トレーディング)能力が決定的に重要となった。また、自らすべての証券を買い取る(ポート・ディール)場合には、大量の証券在庫を抱えるための資本力とともに市況を読む能力も要求される。

このような引受業務の変貌は、これに対応するための販売力・トレーディング力、資本力を有する業者の台頭を促すものとなった。一括登録された債券の発行において、ソロモン・ブラザーズは 84 年に 38.3%という圧倒的なシェアを実現したのに対して、モルガン・スタンレーは 3.7%という低いシェアに甘んじることとなったのである¹⁸。

以上のように、一括登録制の導入は証券業界に大きな影響を与え、幹事関係を変化させる重大な契機であったと考えられる。事実、82 年 3 月 1 日から 83 年 12 月 31 日の間において、一括登録を用いた証券の発行は 263 件あったが、このうち 22.4%の取引において過去 2 回の証券発行とは異なった投資銀行が引受幹事として採用されていた¹⁹。このような事実は、一括登録を利用した企業が幹事を変更する可能性が高いことを意味する。しかし、単純に、一括登録制の導入と幹事関係の変化とを結びつけるわけにはいかない。というのも、一括登録制導入後も伝統的な協議引受においては、依然として旧来の投資銀行が幹事として採用されることが多かったからである²⁰。一括登録を用いた証券の発行は、特に社債発行の分野において普及し、84 年には発行額・発行件数とも 50%を超えるに至った²¹。しかし、この事実は、依然として約半数が一括登録を利用せずに社債発行を行っていたことをも意味する。

¹⁷ この統合化の過程については、Auerbach and Hayes[1986] : 訳 6 章を参照。

¹⁸ Auerbach and Hayes[1986] : 訳 184 頁。

¹⁹ McGoldrick[1984] : p.90.

²⁰ McGoldrick[1984] : p.90.

²¹ 佐賀[1991] : 125 頁。

一括登録制に注目する視点は、一括登録を利用した企業が高い確率で幹事を変更することを明らかにしたが、なぜ企業が一括登録を利用するようになったのかについては考察が及ばない。この点を追究するためには、一括登録を利用した企業の動機にまで踏み込む必要がある。

3. 幹事変更時における企業側の事情

ここでは、幹事変更を決断した企業側の事情を追究する。幹事変更時における企業行動を整理し、いくつかのパターンを析出する。

(1) 金融子会社の活用

第 1 に析出できるのは、企業が金融子会社を活用して製品の販売促進を行う過程で幹事関係を変更した事例である。この事例は自動車産業や電機産業で見られた。たとえば、1979 年から 81 年の深刻な景気後退を経験した GM は、自動車販売を促進するべく金融子会社ジェネラル・モーターズ・アクセプタンス・コープ(GMAC)を活用して自動車の販売促進を進めた。82 年には新車購入者に対して市場金利よりも低い金利で自動車ローンを提供することを決定し、以降、この販売促進は、86 年まで段階的に拡大された²²。この販売促進を進める過程で GMAC は、投資銀行に対する新たなニーズを持つようになった。まず、GMAC は、ディーラーの保有する自動車ローン債権を買い取るために多くの社債・ノートを発行するようになった。そこで、広範な販売ルートを持つ投資銀行が重要視された²³。83 年のノート発行計画では、親会社の幹事投資銀行であるモルガン・スタンレーからメリルリンチとソロモン・ブラザーズの共同幹事制へと変更された。84 年の証券発行においては、一括登録が利用され、ソロモンが幹事投資銀行に選ばれている。その後、GMAC の証券発行は、ソロモン、メリル、ファースト・ボストンが担うようになった。

また、多くの自動車ローン債権を抱えるようになった GMAC は、自己資本に対する貸付額の割合を減らす必要に迫られた。GMAC は、貸付額を自己資本の 10 倍以内に抑えるために貸付債権を証券化することにした。86 年に自動車ローン債権を裏付けとした債券を発行するが、これを担当したのは、モルガンではなくファースト・ボストンであった。証券化技術に定評を持つファースト・ボストンは、GMAC の必要とするニーズを満たすことができたためである。

金融子会社との取引で GM との信頼を勝ち取ることができた投資銀行は、親会社である GM とも取引関係を拡大させるようになっていく。86 年の証券発行において、ソロモン、ファースト・ボストン、メリルの 3 社は、GM の証券発行に幹事投資銀行としてかかわる

²² 高山[2009] : 40-41 頁。

²³ 事実、ルール 415 導入直後に、一括登録の起債市場を支配したのは、大手自動車メーカーの金融子会社と、消費者金融業者や数多くの商業銀行であったことが報告されている (Hayes and Regan[1993] : 訳 161 頁)。

ようになった。

このような金融子会社活用による幹事投資銀行の変更事例は、GMAC 以外にも、自動車企業フォードの金融子会社であるフォード・モーター・クレジット・カンパニー(FMCC)(82年にゴールドマン・サックスからメリルへ)や電機企業ウエスティングハウス・エレクトリックの金融子会社ウエスティングハウス・クレジット・コープ(WHCC)(84年にクーン・ローブとファースト・ボストンの共同幹事制からリーマン・ブラザーズ、シェアソン・リーマン/アメリカン・エクスプレス、ファースト・ボストンの共同幹事制へ)で見られた。

金融子会社の活用によって幹事変更が頻繁に見られるようになったのは、企業が以下のような財務ニーズを持つようになったからである。第 1 に、金融業務が継続的な証券発行を伴うものであるため、企業は発行コストを抑えたいというニーズを持つ。このニーズは、販売力のある投資銀行を用いる誘因となるのに加えて、一括登録の利用を促進するものでもある。第 2 に、企業は、自己資本に対する貸出の比率を調整するために、受取債券の証券化技術に対するニーズを持つ。このニーズは、証券化技術に定評を持つ投資銀行を用いる誘因となった。

(2)資本構成修正

第 2 に析出できるのは、企業が悪化した自己資本比率の改善や過大な金利負担を軽減するために資本構成修正を行なう際、幹事関係の変更が見られたケースである。このような事例は、鉄鋼業のような衰退産業に属する企業や敵対的買収対策によって財務状態が急激に悪化した企業に見られた。

たとえば、鉄鋼業に属するベツレーム・スチールは、1980年に競争力の強化を目指して、大幅な合理化計画を実行した。当時の鉄鋼業界全体の売上高利益率は 0.06%であり、鉄鋼企業は、この低い収益性を克服するための対応を迫られていたのである²⁴。ベツレームは、旧式の製鋼所を閉鎖・売却することによって 82年に約 10億ドルの特別損失を計上した²⁵。これは、資本構成に占める長期債の割合を大幅に高めるものであり(81年:26.03%→82年:50.69%)、金利負担の上昇を伴うものであった²⁶。翌年、ベツレームは、3度にわたって転換優先株の発行を行ない、資本構成の修正を図ったが、この過程で幹事をクーン・ローブ、スミス・ハリマンからゴールドマン・サックスへと変更したのである²⁷。

また、この事例には、敵対的買収対策によって悪化した資本構成を修正するケースも含

²⁴ 大手鉄鋼企業は、US スチールやアームコ・スチールに見られるような脱鉄鋼路線であれ、ベツレーム・スチールに見られるような本業強化の路線であれ、何らかの形で事業の再構築を進めて生き残りの道を模索していた(川端[1994]:1-7頁)。こうしたリストラクチャリングの過程で負債利用を強めた企業は、資本構成の修正を目指して、後に優先株や普通株を発行するようになったのである。

²⁵ 左近司[1987]:120頁。

²⁶ Moody's[1988]:p.1005.

²⁷ クーン・ローブは、すでに 1977年にリーマン・ブラザーズに合併していた。

まれる。たとえば、ユニオン・オイル・カリフォルニア(ユノカル)は、85年1月、「企業乗っ取り屋」として知られるブーン・ピケンズ率いるメサ石油から敵対的買収を受けた。買収防衛としてユノカルは、大量の借入れを行って自社株の買戻しを行った。その結果、資本構成に占める長期債の割合が、84年の15.28%から85年には64.08%に急増してしまった²⁸。ユノカルは、金利負担軽減のための証券発行を行ったが、この過程で幹事がディロン・リードからゴールドマン・サックスに変更されたのであった²⁹。

資本構成修正によって幹事投資銀行の変更が見られたのは、企業が以下のような財務ニーズを持つようになったからである。第1に、継続的な証券発行が見込まれるため、販売力のある投資銀行を用いる誘因が生じた。同時に、これは一括登録を利用する誘因でもあった。実際にユノカルのケースでは、87年のノート発行に際して一括登録が利用された³⁰。このときの引受手数料は0.675%であり、前年にノートを発行した際の0.875%よりも低い水準であった。

第2に、資本構成修正を考える企業は株価が低迷し、乗っ取りに遭いやすい状態にある。そのため、自社の情報が漏れることを恐れるこの種の企業は、敵対的買収にコミットしない投資銀行を用いる誘因を持つ。ゴールドマン・サックスが幹事投資銀行として利用される事例が散見されたのは、この企業ニーズと関連がある。当時、収益性の高さにつられて、多くの投資銀行がM&A関連業務にのめり込んでいたが、ゴールドマンは、敵対的買収を仕掛ける側のアドバイザーにはつかないことを明確にし、リレーションシップを重視した保守的な経営を行ってきた³¹。このようなゴールドマンの姿勢が資本構成修正を考える企業のニーズにマッチしていたのだと考えられる。

(3)ユーロ市場の利用

第3に析出できるのは、ユーロ市場の利用に伴って幹事関係が変更された事例である。この事例は、石油産業に加えてタバコ・食品・清涼飲料、化学などの消費財関連産業で見られた。比較的早い段階から海外進出を進めてきた企業が多いという特徴がある。

たとえば、石油精製企業であるテキサコは、サウジアラビア、イランなどにおける石油会社の国有化によって急激に保有資源を失い、確認埋蔵量がオイルショック直前の269億バレルから78年には48億バレルへと急激に落ち込む事態となった³²。このため、原油生産量が著しく後退し、急激な収益性の悪化に直面した。これを受けて、テキサコは80年代に入ると強力に合理化を推し進めることとなった。上流部門の強化、非採算販売地域か

²⁸ Moody's[1988] : p.4399.

²⁹ 他にも Eccles and Crane[1988] : 訳第1章では、GAF から敵対的買収を受けた化学会社ユニオン・カーバイドが幹事投資銀行をモルガン・スタンレーからファースト・ボストンへと変更する過程が詳しく紹介されている。

³⁰ Moody's[1988] : p.4400.

³¹ ゴールドマン・サックスのリレーションシップ志向については、松井[1990] : 1-3頁。

³² 大橋[1987] : 158頁。

らの撤退、非効率な小型製油所の統廃合、人員の削減、経営機構の改革などを展開した。合理化は、資金調達面においても追求された。テキサコは、積極的にユーロ市場での資金調達を行うようになった。83年には1億5000万ドルと2億ドルの保証ノート、84年には10億ドルと5億ドルの転換劣後無担保社債を発行した。これらの証券発行において幹事投資銀行がモルガン・スタンレーからクレディ・スイス・ファースト・ボストン(CSFB)に変更されたのであった。

その他、ユーロ市場の利用によって幹事を変更させた企業には、タイヤのグッドイヤー(80年にディロン・リードからチェイス・マンハッタン・リミテッドとケミカルバンク・インターナショナルへ)や洗剤・化粧品のプロクター・アンド・ギャンブル(85年にゴールドマン・サックスの単独幹事制からゴールドマン・サックス・インターナショナル、モルガン・ギャランティ・トラスト、ソロモン・ブラザーズ・インターナショナルの共同幹事制へ)などがある。

ユーロ市場利用の増加に伴って、企業は、この市場に関するノウハウを持つ投資銀行を必要とするようになった。テキサコの事例で登場した CSFB は、このような企業のニーズに合致した存在であった。78年にスイスの銀行であるクレディ・スイスと米投資銀行ファースト・ボストンとのジョイント・ベンチャーによって成立した CSFB は、当初から国際債をメインにした活動を目指していた。米ドル建てやスイス・フラン建てに限らず、ドイツ・マルクやイギリス・ポンドでの起債などを幅広く手掛けてきた。加えて、一件の起債案件全体を固定価格・固定金利で買い取る「買取り方式」を手掛けることでユーロ市場での地位を築いていたのであった³³。

(4)買収資金の借換

第4に析出できるのは、合併・買収時に借り入れたつなぎ資金を長期に借り換える際に幹事関係が変更された事例である。この事例は、1970年代後半から始まった第4次M&Aブームにおいて、合併買収を行った企業の多くで見られた³⁴。

たとえば、大手化学企業のデュポンは、70年代後半にかけて試練の時代を経験した³⁵。収益源である繊維製品の市場競争が激しくなったことに加えて、2度のオイルショックによる原料の高騰によって利益率の低迷を経験した。デュポンは、同業他社に比べて自社での原料確保が遅れており、原油価格上昇の影響を受けやすかったのである。そこで、81年に大手の石油精製会社であるコノコ(付表1の Continental Oil)を買収した。この買収は、石油会社モービルによって敵対的買収を仕掛けられたコノコをホワイトナイトとして友好的に買収するものであった。これによりデュポンは長年の課題であった原料の確保に成功し

³³ CSFBについては、松井[1988b]:337-340頁、Hayes and Hubbard[1990]:訳第12章を参照。

³⁴ アメリカの企業合併運動に関しては、さしあたり松井[1991]を参照。

³⁵ 当時のデュポン社の置かれた状況については、小澤[1986]:第7章を参照。

たと同時に、石油・ガス・石炭埋蔵量の所有によって、エネルギー部門への多角化をも成功させたのである。

総額約 76 億ドルに達したこの買収劇は、買収の可能性を高めるために二段階買取り方式で行われた。二段階買取り方式とは、ある価格で標的企業の株式の大きな割合を買い付けるオファーを出すと同時に、残りの株式については低い価格で買い付けるオファーを出す方式である。株主は、後半の安値をつかまされないようにするために、先を競って最初の高い価格で株式の売却を図ろうとする。そのため、結果として、買収の可能性が高まるというものである。このアイデアは、デュポンのアドバイザーとなったファースト・ボストンが擁する M&A のカリスマ、ブルース・ワッサースタインによって提案された³⁶。

この買収は、デュポンがコノコ株の 45% を 1 株当たり 98 ドルの現金で購入し、残株を 1 株当たりデュポン株 1.7 株と交換するという形で落ち着いた。現金での買取り部分には、チェース・マンハッタン・バンクをメインバンクとする回転信用協定が利用された³⁷。この借入金の返済に際して発行される社債・ノートの引受の際に幹事がモルガン・スタンレーの単独幹事からファースト・ボストンとの共同幹事制に変更されたのである。

このような買収資金の借換の際に幹事投資銀行が変更された事例は、カリフォルニア・スタンダードオイルによるゲッティ・オイル買収のケース(84 年にブライス、ディーン・ウィッターからソロモン・ブラザーズへ)やキャタピラーによるインターナショナル・ハーベスターの一部買収のケース(82 年にリーマン・ブラザーズ、メリルリンチからゴールドマン・サックス・インターナショナル、リーマン・ブラザーズ・クーン・ローブ・インターナショナル、メリルリンチ・インターナショナルへ)など、当時の M&A ブームに関わった数多くの企業で見られた。

買収資金の借換において幹事変更が頻繁に見られたのは、企業が直面した以下の事情による。第 1 に、買収資金の借換は、大量の証券発行を伴うことが多いため、企業は投資銀行に対して高い販売力を持つことを期待するようになったことである。特に 10 億ドルを超える大規模な買収の場合、つなぎ資金の借換として発行される証券も巨額になるため、国内外にわたって広範な販売網を持つ投資銀行を幹事に加える誘因を持った³⁸。

第 2 に、企業が買収を成功させるためのアイデアや人材・人脈を有する投資銀行を必要としたことである。合併・買収は企業の存亡をかけた重大な意思決定であるため、企業は、これらの経営資源を有する投資銀行をアドバイザーとして雇う誘因を持った。そのため、企業は、買収を成功に導き得る投資銀行を重用し、買収後の証券発行でも幹事に加えようとする。先のデュポンの事例では、ファースト・ボストンは、二段階買取り方式の提案や

³⁶ 二段階買取り方式については、Slater[1986]：訳 181-182 頁を参照。

³⁷ 松井[1982]：331-337 頁。

³⁸ つなぎ資金の借換を通じて幹事獲得件数を大きく伸ばした投資銀行の典型がドレクセル・バーナム・ランベールである。ドレクセルは、独自に築いたジャンク・ボンドの販売網を武器に証券引受幹事の座を獲得していった。ドレクセルとジャンク・ボンド市場について、詳しくは佐賀[1990]を参照。

後半部分でのデュポン株とコノコ株との交換など、デュポンが求めていたアドバイスを提案した。これによって、ファースト・ボストンは、デュポンからの信頼を獲得することに成功し、幹事投資銀行の地位に食い込むことができたのであった。

むすびにかえて

以上、企業側の視点に立って、幹事投資銀行の変更に關するいくつかのパターンを析出した。この作業を通じて浮かび上がったのは、1980年代を通じて企業は、投資銀行に対する財務ニーズを多様化・高度化させていったことである。そして、このようなニーズの変化の背景には企業による事業再構築の流行があった。幹事変更の潮流を根底で規定したのは企業側の是が非でも事業再構築を進めたいという切迫した状況であったと考えられる。

70年代末から80年代初頭にかけての深刻な不況は、基幹産業に属する大企業の多くが赤字を記録してしまうほどの厳しいものであった。このような深刻な状況に対応するために、なんとしてでも事業再構築を成功させたい企業は、その過程で投資銀行に対するニーズを多様化・高度化させるようになった。これらのニーズは、1つの投資銀行では満たすことはできないため、企業は取引ごとに最適な投資銀行を選ぶようになっていったのである。

企業と投資銀行との関係がリレーションシップ型からアームスレングス型へと変わったことによって、投資銀行は2つの変化に直面した。1つは、引受業務における収益性が低下したことである。もう1つは、企業との関係が流動的になったことによって、将来の収益が不確実になったことである。これらの変化を背景として投資銀行は、企業から幹事として採用されるために、また、収益源の多様化のために、M&A関連業務や証券化関連ビジネス、トレーディング業務、資産管理業務などの新しい業務を積極的に開拓していったのである。このように、企業と投資銀行との関係の変化に端を発して、しつぽが本体を振りまわすような現代的な金融のあり方が形成されていったのだと考えられる。

参考文献

- 井手正介・高橋由人[1977]『アメリカの投資銀行：ウォール街を支える人々』日本経済新聞社。
- 大橋研一[1987]「テキサコ」十一勉編『シリーズ世界の大企業：石油産業』日本経済新聞社。
- 小澤勝之[1986]『デュポン経営史』日本評論社。
- 小畑二郎[1988]『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社。
- 川端望[1994]「アメリカ鉄鋼業のリストラクチャリング(Ⅱ)：1970年代～80年代初頭の多角化と労使関係」『季刊 経済研究』(大阪市立大学) 第16巻第4号(1994年3月)。
- 佐賀卓雄[1987]「一括登録制度と証券業」『大阪市立大学証券研究年報』第2号。
- 佐賀卓雄[1988]「規制緩和と証券業(6)」『商品先物市場』(1988年6月)。
- 佐賀卓雄[1990]「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ランベール社：80年代ウォール街の一断面」『経営研究』(大阪市立大学)第41巻第3号(1990年9月)。
- 佐賀卓雄[1991]『アメリカの証券業：変貌過程と規制緩和』東洋経済新報社。
- 左近司忠政[1987]「ベスレーム・スチール」戸田弘元編『シリーズ世界の企業：鉄鋼』日本経済出版社。
- 高山浩二[2009]「証券化とアメリカ自動車メーカーの金融依存：GMACの銀行持株会社化の意義」『経営研究』(大阪市立大学)第60巻第3号(2009年11月)。
- 松井和夫[1982]「ウォール街の企業買収合戦」『季刊中央公論経営問題』第21巻第1号(1982年3月)。
- 松井和夫[1988a]「モルガン・スタンレー」松井和夫編『シリーズ世界の企業：金融』日本経済新聞社。
- 松井和夫[1988b]「ファースト・ボストン」松井和夫編『シリーズ世界の企業：金融』日本経済新聞社。
- 松井和夫[1990]「銀行・証券業者と顧客との関係はどう変わる」『証研レポート』第1463号(1990年6月)。
- 松井和夫[1991]『M&A—20世紀の錬金術』講談社現代新書。
- Auerback J. and S.L. Hayes[1986], *Investment Banking and Diligence: What Price Deregulation?*, Harvard Business School Press.(入江恭平・佐合絃一・佐賀卓雄訳[1988]『投資銀行業の変貌：一括登録制の導入とその影響』同文館出版)。
- Cohen M.[1966], “Truth in Securities’ Revisited”, *Harvard Law Review*, No. 79.
- Eccles R.G. and D.B. Crane [1988], *Doing Deals: Investment Banks at Work*, Harvard Business School Press. (松井和夫監訳[1991]『投資銀行のビジネス戦略：ネットワークにみる「強さ」の秘密』日本経済新聞社)。
- Hayes S.L.[1971], “Investment Banking: Power Structure in Flux”, *Harvard Business Review*, Mar.-Apr.
- Hayes S.L.[1979], “The Transformation of Investment Banking”, *Harvard Business*

Review, Jan.-Feb.

Hayes S.L., A.M. Spence and D.V.P. Marks[1983], *Competition in the investment banking industry*, Harvard University Press. (宮崎幸二訳[1984]『アメリカの投資銀行：ピラミッド構造と競争』東洋経済新報社)。

Hayes S.L. and P. M. Hubbard[1990], *Investment Banking: A Tale of Three Cities*, Harvard Business School Press. (細谷武男訳[1991]『世界三大金融市場の歴史：インベストメント・バンキングの起源と発展、その世界戦略』TBSブリタニカ)。

Hayes S.L. and A. D. Regan[1993], “Securities Underwriting and Investment Banking Competition”, Hayes S.L. ed., *Financial Services: Perspectives and Challenges*, Harvard Business School Press.(小西龍治監訳[1999]『金融サービス業：21世紀への戦略』東洋経済新報社)。

McGoldrick B.[1984], “How Rule 415 has put CFOs in the catbird seat”, *Institutional Investor*, Apr.

Moody's Investors Services, *Moody's Industrial Manual*, various issues.

Moody's Investors Services, *Moody's Bank & finance Manual*, various issues.

Slater R.[1986], *The Titans of Takeover*, Prentice-Hall.(三菱商事企業情報部M&Aチーム訳[1988]『M&Aの仕掛人：巨大企業買収の驚くべき内幕』ダイヤモンド社)。

付表1 幹事関係の変化

69年	企業名	幹事投資銀行	変更後の幹事(89年まで)	変更年
1	Genera Motors	MS	S、FB、ML	86年
2	Standard Oil(N.J.)	MS	S、MS、B	82年
3	Ford Motor	GS	GS、ML	82年
4	General Electric	GS、MS	MSI、GSI、CSFB他	82年
5	International Business Machines	MS	S、ML	79年
6	Chrysler	FB、ML、L	SB、ML、FB他	80年
7	Mobil Oil	MS	ML	82年
8	Texaco	MS	CSFB	83年
9	International Tel & Tel	KL、L	GS	84年
10	Gulf Oil	FB	84年Socalに買収	
11	Western Electric	GS、FB、S、ML		
12	U. S. Steel	MS	GS	82年
13	Standard Oil of California	B、DW	S	84年
14	Ling-Temco-Vought	GS、LB	LBKL、ML	81年
15	Du Pont (E.I) de Nemours	MS	MS、FB	81年
16	Shell Oil	MS	85年Royal Dutchの完全子会社化	
17	Westinghouse Electric	KL、FB	LB、SL/AE、FB	84年
18	Standard Oil (Ind.)	MS	なし	
19	General Telephone & Electronics	PW、SW他		
20	Goodyear Tire & Rubber	DR	CML、CB他	80年
21	RCA	L、LB	86年GEに買収	
22	Swift	S、WW	84年Beatriceに買収	
23	McDonnell Douglas	LB	ML	85年
24	Union Carbide	MS	FB	87年
25	Bethlehem Steel	KL、SB	GS	83年
26	Boeing	FB	なし	
27	Eastman Kodak	MS	ML	86年
28	Procter & Gamble	GS	GSI、MGT、SI	85年
29	Atlantic Richfield	SB	S、ML	80年
30	North American Rockwell	KL	ML	76年
31	International Harvester	MS	LBKL	82年
32	Kraftco	GS	88年Philip Morrisに買収	
33	General Dynamics	L、H	S、MS、LF	86年
34	Tenneco	WW、SW、PW	ML、S	87年
35	Continental Oil	MS	81年duPontに買収	
36	United Aircraft	D	GS、ML	75年
37	Firestone Tire & Rubber	D	88年ブリジストンに買収	
38	Phillips Petroleum	FB	MS	82年
39	Litton Industries	LB他	なし	
40	Armour	Merged	82年Greyhoundに買収	
41	Lockheed Aircraft	B	GS	82年
42	Caterpillar Tractor	LB、ML	GS、LBKL、ML	82年
43	Monsant	DR、WW、L	GS	75年
44	Occidental Petroleum	LB	KP、BED	75年
45	Singer	MS、GS	GS、BED	74年

46	General Foods	GS、LB	85年Philip Morrisに買収	
47	Sun Oil	SB、ED	FB	86年
48	Rapid-American	CBWL他	DBL	81年
49	Dow Chemical	SB	BS、SB	87年
50	Grace (W.R.)	ML、PW	FB	83年
51	Continental Can	GS、LB	84年LBO	
52	International Paper	FB	FB、ML	71年
53	Burlington Industries	KP	87年LBO	
54	Borden	MS	S、FB	85年
55	Boise Cascade	B	S、FB、LF	84年
56	American Can	MS	S	78年
57	Textron	ML	LB	75年
58	Union Oil of California	DR	GS	86年
59	Minnesota Mining & Manufacturing	GS、KP、L	GS、LB、KP他	75年
60	Sperry Rand	ED	86年Burroughsに買収	
61	TRW	SB	SB、GS、S	82年
62	Reynolds (R.J.) Tobacco	DR他	89年LBO	
63	Armco Steel	GS、SB	S	87年
64	Gulf & Western Industries	LB、S、KP	KP、S、GS	81年
65	Cities Service	FB、LR	82年Occidentalに買収	
66	Uniroyal	KL	85年LBO	
67	Aluminum Co. of America	FB	S、FB、GS	86年
68	Consolidated Foods	なし	MS	71年
69	Republic Steel	FB、ML	84年LTVに買収	
70	AMK	GS他	なし	
71	Xerox	FB	S、GS	81年
72	Bendix	B	82年Allied Chemicalに買収	
73	U. S. Plywood-Champion Papers	GS、ED	87年Georgia Pacificに買収	
74	Signal Companies	ML他	85年Allied Chemicalに買収	
75	Honeywell	ED	MS	79年
76	Anaconda	FB	77年Atlantic Richfieldと合併	
77	FMC	LB、KP	なし	
78	Ralston Purina	GS、KP	KP、BED、ML、FB	75年
79	Coca-Cola	MS	MGL	82年
80	American Brands	MS、GS	MGT	85年
81	Allied Chemical	L、LB、LR	S、BED、PW、GS他	82年
82	American Standard	B	88年LBO	
83	Beatrice Foods	KP	86年LBO	
84	Teledyne	CBWL	なし	
85	Owens-Illinois	L、GS	87年LBO	
86	Raytheon	PW	MS	71年
87	National Cash Register	DR	87年LBO	
88	Celanese	FB	87年Hoechstに買収	
89	Weyerhaeuser	MS	なし	
90	Goodrich (B.F.)	GS	S	83年

91 National Steel	ML、FB、KL	ML、FB、KL、S	76年
92 CPC International	DR	S	86年
93 Inland Steel	KL	FB	76年
94 American Home Products	LB	なし	
95 Genesco	WW	DBL	83年
96 Grumman	DR	DR、GS	86年
97 Standard Oil (Ohio)	MS	87年BPの完全子会社化	
98 Georgia-Pacific	B	PW、FB、S	84年
99 Olin	ED他	MS、S	87年
100 Whirlpool	L、GS	GS、SB	88年

出所) Hayes, Spence and Marks[1983]、Moody's Industrial Manual, various issues, Moody's Bank & Finance Manual, various issues より作成。

注) なお表中では銀行の名前を以下のように略記した。

MS: Morgan Stanly、GS: Goldman Sachs、FB: First Boston、ML: Merrill Lynch、L: Lazard、KL: Kuhn Loeb、S: Salomon Brothers、B: Blyth、DW: Dean Witter、LB: Lehman Brothers、PW: Paine Webber、SW: Stone & Webster、DR: Dillon Read、WW: White Weld、SB: Smith Barney、H: E.F. Hutton、D: Drexel、ED: Eastman Dillon、CBWL: CBWL-Hayden Stone、KP: Kidder Peabody、LR、Loeb Rhoades、MSI: Morgan Stanly International、GSI: Goldman Sachs International、CSFB: Credit Suisse First Boston、LBKL: Lehman Brothers Kuhn Loeb、SL/AE: Shearson Lehman/ American Express、CML: Chase Manhattan Limited、CBI: Chemical Bank International、MGT: Morgan Guaranty Trust、SI: Salomon Brothers International、LF: Lazard Freres、BED: Blyth Eastman Dillon、DBL: Drexel Burnham Lambert、BS: Bear Stearns、MGL: Morgan Guaranty Limited