

早稲田大学大学院アジア太平洋研究科  
博士学位論文

投資銀行ビジネスモデル変容の研究

—モルガン・スタンレーの事例研究を通じて—

Transformation of Investment Banking Business Model:

A Case Study of Morgan Stanley

西村 信勝

## 目次

はじめに .....	3
序章 研究の目的と課題 .....	4
1 節 研究の目的と課題 .....	4
2 節 研究の対象 .....	7
3 節 論文の構成 .....	9
2 章 投資銀行の概念と金融システムにおける位置づけ .....	11
1 節 投資銀行の概念 .....	11
2 節 現代の投資銀行の業務内容 .....	15
3 節 金融システムにおける投資銀行の位置づけ .....	18
3 章 ビジネスモデルに関する先行研究のレビュー .....	32
1 節 ビジネスモデルに関する先行研究 .....	32
2 節 競争戦略に関する先行研究 .....	37
3 節 組織構造に関する先行研究 .....	40
4 節 リーダーシップとコア人材に関する先行研究 .....	54
5 節 組織間ネットワークに関する先行研究 .....	61
6 節 リレーションシップ・マネジメントに関する先行研究 .....	64
7 節 小括 .....	74
4 章 研究方法 .....	79
1 節 本研究における分析の枠組み .....	79
2 節 研究の方法 .....	81
3 節 代表事例の選定と時代区分 .....	82
5 章 生成期の投資銀行ビジネスモデル（19 世紀末～1910 年代初頭） .....	90
1 節 生成期の投資銀行をめぐる外部環境 .....	90
2 節 モルガン商会（事例研究） .....	110
3 節 生成期におけるモルガン商会のビジネスモデル .....	130
4 節 小括 .....	136

6 章 発展期の投資銀行ビジネスモデル（1910 年代初頭～1970 年代） .....	143
1 節 発展期の投資銀行をめぐる外部環境.....	143
2 節 モルガン・スタンレー（事例研究） .....	172
3 節 発展期におけるモルガン・スタンレーのビジネスモデル.....	197
4 節 小括.....	212
7 章 転換期の投資銀行ビジネスモデル（1980 年代～2008 年） .....	219
1 節 転換期の投資銀行をめぐる外部環境.....	219
2 節 モルガン・スタンレー（事例研究） .....	267
3 節 転換期におけるモルガン・スタンレーのビジネスモデル.....	286
4 節 小括.....	296
8 章 投資銀行ビジネスモデル変容の考察.....	302
1 節 生成期および発展期のビジネスモデルの比較分析.....	302
2 節 発展期および転換期のビジネスモデルの比較分析.....	307
3 節 ビジネスモデル変容の考察.....	310
終章 結論と課題.....	323
1 節 研究結果のまとめ.....	323
2 節 研究結果の意義.....	326
3 節 今後の課題.....	327
補論 投資銀行ビジネスモデル変容の追加的考察.....	329
1 節 ゴールドマン・サックスの事例.....	329
2 節 リーマン・ブラザーズの事例.....	353
3 節 ラザード・フレールの事例.....	366
4 節 小括.....	374
参考文献.....	377
謝辞.....	385

## はじめに

筆者は設立 1905 年の伝統あるカナダの投資銀行に 1986 年から 17 年間にわたって勤務し、主として M&A アドバイザリーや証券引受けなどの投資銀行業務に携わっていたが、同時に在日代表として東京支店の業務全般についても監督する立場にあった。また、アジアの経営委員会のメンバーとして会社全体の経営にも関与することができた。

入社当時は総勢 10 数名と小規模な東京駐在員事務所であり、カナダドル建て債券に関する情報提供を主たる業務にしていた。その後、東京支店への昇格、大手商業銀行による買収を経ていくが、それに伴い取扱業務も拡大していくことになる。従来の債券に加え、外国株式、デリバティブ、証券化商品などさまざまな金融商品が開発され、投資銀行がきわめて活発に業務を展開していた時期であった。同時に取扱金融商品の拡大に伴い、多くのその分野のプロフェッショナルが中途入社していき、入社当時のパートナーシップ的カルチャーに変化がみられるようになった。

2008 年 9 月の所謂リーマンショックに端を発した金融危機の際には、多くの識者が投資銀行ビジネスモデルの終焉を説き、高いレバレッジや投資銀行家の強欲に代表される投資銀行悪者論が議論を支配した。17 年間にわたって、投資銀行の盛衰や変化を体験した筆者からみると、これらの議論には若干の違和感を覚えられずにはいられなかった。

その意味で、本論文は投資銀行終焉論に対する違和感と、自ら在籍した投資銀行業界に対する総括の思いがその基盤にある。

## 序章 研究の目的と課題

### 1節 研究の目的と課題

2008年9月、米国第4位（総資産ベース）の投資銀行リーマン・ブラザーズが連邦破産法 11 条に基づく会社更生手続きの適用を裁判所に申請、経営破綻（はたん）した。また、同 3 位のメリル・リンチは破綻こそ免れたものの、米国大手商業銀行のバンク・オブ・アメリカに救済合併された。それだけではなく、米国投資銀行業界で同 1 位と同 2 位にランクされるゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーも、投資銀行の形態から、銀行持ち株会社へと業態への変更<sup>1</sup>を余儀なくされるという投資銀行業界にとっては史上最大ともいえる大きな転換点となった。この結果、中堅規模の投資銀行は残ったものの、純粋な大手投資銀行は存在しなくなった。

今回、大手投資銀行がいずれも流動性危機を引き起こし、連邦破産法 11 条の申請、あるいは救済被合併、銀行持ち株会社への移行を余儀なくされた直接的要因として、「過度なレバレッジ」や「過度なリスクテイク」などが挙げられ、これらの直接的要因そのものが「投資銀行のビジネスモデル」とされた。たとえば、HSBC（Hong Kong Shanghai Banking Corporation）のグリーン会長（当時）は、リーマン・ブラザーズ破綻直前の 2008 年 6 月のスピーチ（英国銀行協会）で、高いレバレッジをベースとしたビジネスモデルは破綻した（The huge buildup of leverage in the system over the last five years where profit depended on high and ever increasing leverage, that model is gone, and that model is gone because it is bankrupt）と述べている<sup>2</sup>。

グリーン会長だけでなく多くの識者が、①過小資本と高いレバレッジ<sup>3</sup>、②流動性リスク<sup>4</sup>、③きわめて高い報酬制度の下での短期的な経営<sup>5</sup>、などを投資銀行ビジネスモデルの崩壊の要因として挙げている。

たとえば、日本総合研究所（2008）<sup>6</sup>はそのレポートの中で、2008 年の投資銀行危機の背景として、投資銀行のビジネスモデルが変化したことを指摘したうえで、以下のように記述している。

本来、投資銀行は、多種多様な調達ニーズを有する資金の借り手と多種多様な運用ニーズを有する投資家とを、幅広いネットワークを基に付加価値の高いソリューションによって繋ぎあわせることが業務の中核的部分であった。ところが、1990 年代以降、競争環境の変化と金融緩和によって、自己のバランスシートを拡大させて収益を上げるモデルへと重点を移していった。

つまり、付加価値の高いソリューションの提供というビジネスモデルから、自己のバランスシートを拡大させて収益を上げるビジネスモデルへ変化したと指摘しているのである。そのうえで、同レポートは、投資銀行が過剰流動性を背景に低コストで資金を調達して、高いレバレッジをかけて自己勘定で投資をして高い収益を挙げるというビジネスモデルはマクロ経済環境が順調な時には有効であったが、景気の失速とともにその弱点があらわになったと投資銀行ビジネスモデルの弱点を指摘している。同レポートは投資銀行ビジネスモデルの弱点として、以下の3点を挙げている。

- ① 高いレバレッジによって投資をしているため、サブプライム関連商品などの保有証券の価格が下落すると、その損失が一挙に膨らむという損失急増の可能性
- ② 投資銀行の資金は預金という安定的な資金ではなく、短期金融市場に依存するという流動性リスク
- ③ 高いレバレッジをかけることは自己資本が小さくなり、その結果、損失への抵抗力が低いという過小資本の問題

池尾（2009）<sup>7</sup>もその著書の中で、前述の日本総合研究所と同様の見解を示している。つまり、投資銀行は米国の金融ビジネスを再活性化させ、米国経済の復活に貢献したものの、規模を拡大させた投資銀行は成熟化する市場において高収益を維持するために、投資銀行の自己勘定で投資をする、つまり投資銀行のヘッジファンド化のような現象が起これ、投資銀行自らが大きなポジションを抱えるようになったことが2008年の危機につながったとする。池尾（2009）はこの投資銀行の変化を「投資銀行のビジネスモデルの変質」と指摘する。ただ、「変質後のビジネスモデルは否定されざるを得ないとしても、投資銀行の原点的業務の意義と重要性は失われていない」と、日本総合研究所と同じく、投資銀行の付加価値の高いソリューションの提供というビジネスモデルに対しては評価をしている。

御立（2008）<sup>8</sup>も投資銀行の元々の本業を「資金調達側」（主として企業）と資金提供側（主として機関投資家）をつなぐものとして評価している。しかし、この元々の本業が激しい競争や顧客の知識や能力のレベルアップを背景に利益を上げにくくなったことから、自らのバランスシートを使ってリスクをとるビジネスが増大していったことを、「投資銀行ビジネスモデルの変容」として、このビジネスモデルの変容が危機につながったとしている。

山崎（2008）<sup>9</sup>も、投資銀行ビジネスモデルの特徴として、①市場からの資金の調達、②高いレバレッジ、③自己勘定によるリスク商品への投資・トレーディング、④成功報酬のシステムのもとでの可能な限り最大限のリスクをとる傾向、の4点を挙げている。

以上、いくつかの投資銀行ビジネスモデルに関する議論を見てきたが、これらの議論から挙げられることは、

- ① 投資銀行の本来業務は資金調達者と投資家間をつなぎ、付加価値の高いソリューションを提供するというモデルであり、このビジネスモデル自体は評価している。

- ② しかし、競争激化や金融緩和という外的環境の変化に対応するために、自己勘定でリスク投資を行うようになり、高い報酬システムのもと高い収益を維持すべく自己投資の規模を大きくし、かつレバレッジを高めていった。高いレバレッジによる自己勘定投資資金は短期金融市場から調達しており、この結果過小資本をもたらした。この高いレバレッジによる自己勘定投資、外部からの資金調達、過小資本が投資銀行のビジネスモデルの変容につながった。
- ③ 変容後のビジネスモデルは、保有証券の価格下落に対する抵抗力が小さく、このためサブプライム・ローン関連商品の価格下落で資金不足に陥り、投資銀行危機につながった。

ということであろう。

しかし、以上のさまざまな議論は、①比較的安定的な預金ではなく市場での調達に依存して高いレバレッジをかけてリスク資産に投資していた投資銀行が、保有資産（サブプライム・ローンを裏付けとする証券化商品）の価格下落にともない一気に資金不足に陥ったという直接的要因、あるいは②本来の投資銀行のビジネスモデル（資金調達者と投資家に付加価値の高いソリューション・サービスを提供するという業務）が高いレバレッジをかけてリスク資産に投資するというビジネスモデルに変化したのは、外部環境の変化（競争激化や金融緩和など）に対応するため、高い収益が見込まれる自己勘定投資に重点を置いた戦略となったこと、については説明しているが、そのビジネスモデルの変化を外部環境の変化という一面でしか捉えていないと言わざるを得ない。競争激化や金利低下という外部環境の変化が、なぜ投資銀行の規模の拡大やレバレッジをかけた自己勘定によるリスクテイクに結びついたのか、その過程が示されていないからである。150年にわたり米国経済を牽引してきた投資銀行が、なぜサブプライム・ローン関連証券の下落だけで破綻していたのか、今までの評論や議論からは説明できていない。

外部環境の変化が投資銀行ビジネスモデルを構成しているさまざまなアクターにどのように影響を与え、その結果、それぞれのアクターがどのように作用しあったのかについて分析をしない限り、投資銀行ビジネスモデルの破綻の本質的な要因を発見できないのではないだろうか。つまり、外部環境の変化に対して投資銀行の戦略、組織構造、人的資源管理（リーダーシップ）、組織間関係、顧客リレーションシップなどがどのように変化し、作用しあったのか、という総合的な経営視点からの分析が必要となる。

そこで、本論では以下を研究課題とする。

- (1) 投資銀行のビジネスモデルを総合的な経営視点から分析し、それが時代の変遷にともなってどのように変化していったのか。
- (2) 2008年のリーマンショックで投資銀行ビジネスモデルが破綻したのはなぜなのか。

## 2節 研究の対象

本論文の研究目的が「投資銀行のビジネスモデルとその経時的追跡」であるので、研究対象は「米国の投資銀行」ということになる。本節では、投資銀行の定義をまず明確にしておきたい。

Carosso (1970) はその著書で、「米国における投資銀行業務 (investment banking) は、米国独立戦争後何年もかけて、さまざまな源から徐々に発展した」 (In the years after the Revolution investment banking in the United States evolved slowly and from various sources.)<sup>10</sup>と記述しているように、投資銀行業務の起源は 18 世紀後半に遡る。また、さまざまな源には、ヘイズ・ヒュッバード (1991) が記述するように、英国や欧州大陸のマーチャント・バンクの伝統に由来するものと、競売人や相場師、商人、あらゆる種類のブローカー、それに株式会社組織の商業銀行が含まれる<sup>11</sup>。つまり、当時は種々雑多な人々や会社が投資銀行業務に絡んでいたことになり、投資銀行という組織は存在していなかった。

それでは、投資銀行業務とはどのような業務なのであろうか。Carosso (1970) の記述によると、「最初、多くの投資には仲介者を必要としていなかったが、投資資本に対する需要が大きくなるにつれて、次第に証券発行が増加していき、リスクを採って投資をする米国内や外国の投資家も増えていった。投資銀行業務の主な利用者は政府であった。政府は、戦費の調達、銀行新設、国内開発、および米国最初の大企業となった鉄道会社のための資金調達を行っていた」 (Most investments did not require the services of the intermediary at first, but as the demand for investment capital grew, there was a gradual increase in the use of security issues, and more domestic and foreign investors were willing to risk their funds. The principal users of investment banking services were governments, which issued bonds to finance wars, new banks, internal improvement, and railroad companies—the nation's first big business enterprises.)<sup>12</sup>とあるように、投資銀行業務は、証券の発行者 (当時は政府) と内外の投資家の仲介業務を意味することがわかる。

当初種々雑多な人々によって営まれていた投資銀行業務も 1850 年代までには投資銀行業務を担う 3 つのプレーヤー達に収斂していく。第 1 のグループが英国のマーチャント・バンク、第 2 のグループが商人や競売人から次第に証券取引を取り扱う個人銀行に発展していったグループ、そして第 3 のグループが株式会社組織の商業銀行、である。

一般的に投資銀行と呼ばれる金融機関は、この時期に個人銀行投資銀行業務を中心に金融サービスを提供していた個人銀行を意味する。したがって本論文において研究対象とする投資銀行は、一般的な解釈に従って、上記の 3 つのグループのうち第 2 のグループ、つまり個人銀行を起源とする金融機関とする。

個人銀行はその規模も大きくなかったため、景気の変動や金融恐慌などによって破綻や再編を繰り返してきた。本論文は、個人銀行の 150 年にわたる変遷の過程で、そのビジネスモデルがどのように変容していったのかを考察していくことが目的であるので、個人銀



行の中でも現在まで何らかの形で存続してきた個人銀行を研究対象とする。

ではどのような個人銀行が対象となるのか。本論文では、3つの基準をベースに研究対象を定義したい。

第一の基準は、創業が19世紀末、遅くとも20世紀初頭までになされていることである。

第二は、1947年に米国司法省がシャーマン法違反の容疑で起訴した17社である。シャーマン法とは1890年に制定された法律で、取引を制限するカルテル・独占行為を禁止し、その違反に対する差止め、刑事罰等を規定している。起訴された投資銀行はいずれも1929年の金融大恐慌を生き延びた投資銀行であるが、17社で1938年1月1日から1947年4月30日の期間における引受け総額の68.9%を占めていた。この17社には、モルガン・スタンレー (Morgan Stanley & Co.)、ファースト・ボストン (First Boston Corporation)、ディロン・リード (Dillon Read & Co., Inc.)、クーン・ローブ (Kuhn, Loeb & Co.)、リーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) などが含まれている。

第三の基準がSEC (米国証券取引委員会) の分類である。この分類によると、1981年現在で、証券業界 (Securities Industry) には2,473社の証券会社が存在しているが、このうち大手投資銀行 (Large investment banking) は10社、そして全国規模で証券業務を営んでいる会社 (National full line) が11社となっている。10社の投資銀行の中には、モルガン・スタンレー (Morgan Stanley & Co.)、ファースト・ボストン (First Boston Corporation)、ゴールドマン・サックス (Goldman, Sachs & Co.)、キダー・ピーボディ (Kidder, Peabody & Co.) など上記の17社に含まれている投資銀行と、ラザード・フレール (Lazard Freres)、サロモン・ブラザーズ (Salomon Brothers) など、引受け分野では当時高いシェアを有していなかったものの、独自の戦略 (サロモン・ブラザーズは機関投資家向けのトレーディング力、ラザード・フレールはM&A戦略を重視) で投資銀行として1981年当時10社の投資銀行に含まれているものの、シャーマン法違反の被告には名を連ねていない。

なお、メリル・リンチ (Merrill Lynch) やスミス・バーニー (Smith Barney) などは、1981年当時のSECの分類では「全国規模で証券業務を展開する会社」に分類されている、つまり小売部門を重視する証券業者である。本論文では、大手投資銀行として定義されている金融機関を研究対象としたい。つまり、リテール業務を全国的に展開し、その後投資銀行分野で力を発揮するようになったメリル・リンチやA.G.ベッカーは研究対象とはしない。これは、19世紀の生成期における個人銀行も政府や企業を取引対象とするホールセール業務に従事していたことから、ビジネスモデルの変遷をたどるにあたり整合性をもたせるためである。

以上の3つの基準のうち、第一の基準 (創業) 及び第二の基準あるいは第三の基準をクリアした業者を本論文の研究対象としたい。

### 3節 論文の構成

本研究の構成は以下の通りである。

序章の本研究の目的と課題に続く2章では、投資銀行の概念について明確にしたうえで、Allen and Gale (2000)、Merton and Bodie (1995)、および Morrison & Wilhelm (2007a) の3つの先行研究をベースに投資銀行の金融システムにおける位置づけについて考察していく。

3章では、ビジネスモデルに関する先行研究を行い、そのうえで、ビジネスモデルの主要な構成要素となっている競争戦略、組織構造、コア人材、組織間ネットワーク、および顧客リレーションシップ・マネジメントに関する先行研究を行う。

4章では、3章の先行研究にもとづき本論文の分析の枠組みを提示し、研究方法（代表事例研究）と事例（モルガン・スタンレー）の選定理由、そして事例を大きく3つの時代区分（生成期、発展期、転換期）に分けて考察する旨を記述する。

5章では、1節で19世紀半以降1930年代初頭までの時代（本論では生成期と表記する）における投資銀行をめぐる外的環境を述べ、2節で生成期の投資銀行のリーダー的存在であったモルガン商会（モルガン・スタンレーの前身）の事例研究をおこなう。2節のモルガン商会の事例をベースに、続く3節で生成期の投資銀行のビジネスモデルを考察していく。

6章では、銀行法（グラス・スティーガル法）や証券法などの施行によって、金融業が規制下に置かれた1930年代初頭以降1970年代までの時代（本論文では発展期と表記する）における投資銀行をめぐる外的環境を述べたうえで、発展期においても圧倒的なリーダー的存在であったモルガン・スタンレー（モルガン商会の実質的な後継者）の事例研究をおこない、3節で発展期の投資銀行のビジネスモデルを考察していく。

7章では、1節で1980年代以降の規制が緩和され、ITが急速に発展した時代（転換期）の外的環境を述べ、2節と3節でモルガン・スタンレーの事例研究と発展期の投資銀行ビジネスモデルの考察をおこなう。

そのうえで、8章において生成期、発展期、転換期のビジネスモデルの比較考察を通じて、ビジネスモデルがどのように変容していったのか、またなぜビジネスモデルが崩壊したのかについて考察していく。

最終章では、まとめと本論文の意義を述べたうえで今後の課題で締めくくる。

さらに、単一事例の限界を補完する意味から、補論を設け、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、そしてラザード・フレールの事例研究をおこなう<sup>13</sup>。

---

<sup>1</sup> 1999年11月に成立したグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）によって、銀行持株会社法（Bank Holding Company Act）第4条が改正され、金融持ち株会社（Financial Holding Company）の規定が新たに設けられ、金融持ち株会社は、証券・保険業務、ミューチュアル・ファンド業務、マーチ

- 
- ヤント・バンキング業務などを含む本源的金融業務あるいはこれらの金融業務に付随する業務を営むことができる (A financial holding company may engage in any activity, and may acquire and retain the shares of any company engaged in any activity, that the Board (snip) determines (by regulation or order) (A) to be financial in nature or incidental to such financial activity (omit the rest) とされた。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーとも改正 Bank Holding Company Act にもとづく Financial Holding Company となっている。このため、商業銀行業務や投資銀行業務だけでなく幅広い金融業務を営むことができることになる。
- <sup>2</sup> Reuters LONDON, June 10 (<http://www.reuters.com/article/2008/06/10/hsbc-green-idUSL1014625020080610>)
- <sup>3</sup> レバレッジとは外部負債を増やすことで投下資本の利益率を高めることをいうが、JRI New Release No.2008-4 2008 年 10 月 22 日号 (pp.10) によると、ベアリングのレバレッジは 30 倍を超えていたと記述されている。
- <sup>4</sup> 投資銀行は預金という安定的な調達手段を持たず、資金調達の大半を市場に依存しているため、いったん資金調達者 (投資銀行) に信用不安が生じると一挙に資金不足に陥るリスクがある。たとえば、JRI News Release は「投資銀行は過剰流動性を背景に、低コストの短期資金調達を行い、高いレバレッジを掛けて証券等に投資を行うことで、高収益を生みだした。マクロ経済環境が順調な間は問題なかったが、景気減速とともに、このような投資銀行のビジネスモデルの弱点があらわになった」と述べている。(日本総合研究所調査部金融ビジネスグループ JRI News Release, 2008 年 10 月)
- <sup>5</sup> たとえば、Forbes による 2007 年 CEO 報酬ランキングによると、リーマン・ブラザーズ CEO の Richard Fuld は 5165 万ドルの報酬 (過去 5 年間総計) とされている。  
([http://www.forbes.com/stories/2007/12/lead\\_07ceos\\_CEO-Compensation\\_CompTotDisp.html](http://www.forbes.com/stories/2007/12/lead_07ceos_CEO-Compensation_CompTotDisp.html))
- <sup>6</sup> 以下の文章は日本総合研究所『アメリカ金融危機シリーズ①投資銀行危機の実相と今後の方向性ーでレバレッジと原点回帰のビジネスモデルへー』2008 年 10 月 22 日号 pp.1~13 をベースに作成。
- <sup>7</sup> 池尾和人・池田信夫 (2009)『なぜ世界は不況に陥ったのかー集中講義・金融危機と経済学』(日経 BP 社) p.11-12
- <sup>8</sup> 御立尚資「失敗学から考えるリーマン破綻ー『もっと大きく』が招く災い」日経ビジネス ON-LINE 2008 年 9 月 17 日 (<http://business.nikkeibp.co.jp/article/manage/20080916/170634/?P=1>)
- <sup>9</sup> 評論家山崎元の「王様の耳はロバの耳」から引用。  
([http://blog.goo.ne.jp/yamazaki\\_hajime/e/fb3700bd526657641b8fe4c74aabee9b](http://blog.goo.ne.jp/yamazaki_hajime/e/fb3700bd526657641b8fe4c74aabee9b))
- <sup>10</sup> Carosso (1970) p.1
- <sup>11</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991)
- <sup>12</sup> Lazard Freres のウェブサイト ([www.lazard.com](http://www.lazard.com))
- <sup>13</sup> 補論として採りあげることに關しては、4 章研究方法の 3 節事例の選定と時代区分を参照されたい。

## 2 章 投資銀行の概念と金融システムにおける位置づけ

2008 年 9 月の金融危機が発生する以前、我が国においては、企業と株主との仲介役を担うだけでなく、M&A など企業の経営戦略や資本再構成に深く関わる投資銀行業務が重要な役割を果たしていくことを多くの識者が指摘していた。たとえば、日向野（2002）<sup>1</sup>は、「貸出を行うだけでなく、メインバンクであることに意義を見出そうとすれば、今後は投資銀行の側面を強くせざるを得ず、新しいメインバンクは一部の銀行の専門分野になっていく可能性がある。」と投資銀行的功能を備えた新しい形のメインバンクのあり方を予測している。また、野村ホールディングス取締役の戸田は 2002 年 2 月のインベスター向けプレゼンテーションで、「野村はこれまでメインバンクが果たして来たトータル・アドバイザーの役割を担う投資銀行を目指します」<sup>2</sup>と今後の投資銀行戦略を明言している。

しかしながら、わが国においては投資銀行の定義や位置づけ（日本の金融機関でいえば何に相当するのか、証券会社なのか大手銀行なのか、あるいはどれにも相当しない形態なのか）が必ずしも明確ではなく、投資銀行に関する先行研究も少ない。本章では、投資銀行の概念とその業務内容、および金融システムにおける投資銀行の位置づけについて考察していきたい。

### 1 節 投資銀行の概念

「投資銀行」という金融機関は我々日本人にはなじみが薄い。わが国においては投資銀行の概念や位置づけ（日本の金融機関でいえば何に相当するのか、証券会社なのか大手銀行なのか、あるいはどれにも相当しない形態なのか）が必ずしも明確ではなく、投資銀行に関する先行研究も少ない。本節では、まず投資銀行の概念について述べたい。

投資銀行の概念を考える際には、投資銀行（Investment bank）と投資銀行業（Investment banking）の二つの概念を理解しておく必要がある。ごく普通に考えれば、投資銀行業務を提供しているのが投資銀行ということになるが、歴史的には必ずしもそのようにはなっていない。

投資銀行の歴史に関する名著である *Investment Banking in America* の著者 Carosso (1970) は、「米国における投資証券業は独立戦争後数年の間にさまざまな源から徐々に発展してきた」(In the years after the Revolution investment banking in the United States evolved slowly and from various sources) と投資銀行業務の起源を独立戦争時まで遡っている。そのうえで、「最初、ほとんどの投資は仲介者を必要としていなかったが、投資資金に対する需要が増大するにつれて、しだいに頻繁に証券発行が利用されるようになり、政府や銀行、鉄道会社などが投資銀行業務を求めるようになった。」と記述し、投資銀行業務を、戦費の調達、新

設銀行や国内開発、あるいは鉄道会社の資金調達の目的で債券を発行する政府」と「リスクを冒してあえて資金を投じようとする内外の投資家」の間の仲介業務としている<sup>3</sup>。

Chu (1990)<sup>4</sup>も「投資銀行業務 (Investment banking) は企業の資本調達と M&A (買収・合併) アドバイザリーという 2 つの基本的な業務に絞り込める」と定義しているし、Davis (2003)<sup>5</sup>も、「投資銀行業務とは、基本的に、M&A アドバイザリーや株式・債券市場業務というコア機能を通じて、資金調達者 (証券の発行者) と投資家の仲介を行うもの」と定義している。

今井 (2001) は、投資銀行業務の本質は、「企業金融に係わる財務アドバイザリー業務」であるとして、投資銀行とは、「法人顧客に対して企業金融 (corporate finance) に係るあらゆる相談に応じ、その解決策を提案し、その結果として付随する資本取引が発生したときに、資本市場部門が債券・株式などの引受けを執行したり、また M&A による企業提携・買収の執行を行なう」<sup>6</sup>業務であるとしている。つまり、「M&A のアドバイザリー・フィーや証券の引受け手数料は、財務アドバイザリー業務の延長線上にある収入実現の具体的手段と見るべきである」<sup>6</sup>と主張する。自らの勘定を活用して資金調達者に資金を提供するのではなく、資金調達者が発行する証券 (株式や債券) を購入する投資家と資金調達者の間に立って資金の循環を促す役割を果たす業務、我が国でいえば証券会社が提供している業務が投資銀行業務に近いといえることができる。

しかし、投資銀行業務を提供していた業者は多岐にわたる。Carosso (1970) は、「1850 年代以前の鉄道の資金需要によって、いくつかの投資銀行商会 (Investment banking houses) がはじめて現れる」<sup>7</sup>としたうえで、それまではさまざまな非仲介業者が投資銀行業務を営んでいたことを記している。さまざまな非仲介業者の中には、「競売人や相場師、商人、あらゆる種類のブローカー及び会社組織の商業銀行」<sup>8</sup>がふくまれていた。つまり、投資銀行業務は最初から投資銀行なる金融機関が営んでいたのではなく、さまざまな種類の仲介業者が提供していたのである。その中から、Carosso (1970) やヘイズ・ヒュッバード (1991) が記述しているように、1850 年代以前に、投資銀行商会と呼ばれる投資銀行業務を中心に組織を営む業者が現れてくる。これらの業者は株式会社組織ではなく無限責任性のパートナーシップ組織であったため個人銀行 (private banker) と呼ばれている。本論文では、これら種々雑多な業者から証券取引を中心に業務を営むようになった個人銀行を研究対象とする。

個人銀行とは別に投資銀行業務を積極的に提供していた機関が、株式会社組織の商業銀行 (州法銀行) であった。Carosso (1970) によると、銀行の設立許可の条件として地方企業を援助することが求められていたことから投資銀行業務を提供したこともあるが、それ以上に投資銀行業務から大きな益を得ることができたことが商業銀行による投資銀行業務への参入の理由だとしている。特に、証券の発行者が商業銀行の顧客であり、また証券を売って得た資金をそのまま銀行に預金するような場合には、特に商業銀行の投資銀行業務への関与は高かった。

以上の通り、投資銀行業務を営む業者は最初から投資銀行と呼ばれていたのではなく、競売人や商人など種々雑多な仲介業者から発展した個人銀行と、株式会社組織として設立された商業銀行が主たる投資銀行業務の提供者であった。その意味で、投資銀行業務を提供する業者が投資銀行とは必ずしもいえないことがわかる。

では投資銀行（Investment bank）という呼称はいつごろから使われているのか。この点については研究者によってさまざまで、前述の個人銀行を投資銀行、生成期の投資銀行、あるいは伝統的投資銀行と表記している。あるいはヘイズ・ヒューバード（1991）のように、1933 年銀行法（グラス・スティーガル法）によって、商業銀行業務と証券業務が分離された際に、証券業者を指す名称としての「インベストメント・バンカー」が誕生したとする場合もある<sup>9</sup>。

それでは、現在の投資銀行の定義はどのようになっているのだろうか。たとえば、ニューヨーク証券取引所の用語解説（Glossary）によると、「引受業者とも呼ばれ、新規証券の発行企業と投資家間の仲介業者である。その他、企業の合併や買収（M&A）にかかわるアドバイスや市場調査など、さまざまな金融サービスを提供する」<sup>10</sup>と解説されている。バンク・オブ・アメリカによる用語解説でも、「証券発行者と投資家の仲介業者として株式、債券、不動産担保証券などの証券を売買し、証券にかかわるサービス（アドバイザリー、条件交渉、販売など）に対して手数料を徴求する」<sup>11</sup>と投資銀行を解説している。いずれの用語解説でも、投資銀行とは、資金調達のために証券を発行する政府や企業と投資家の間に立って仲介業務を行い、それに関連して、証券発行者へのアドバイスや証券の引受け・売買などの金融サービスを提供する金融機関ということができる。

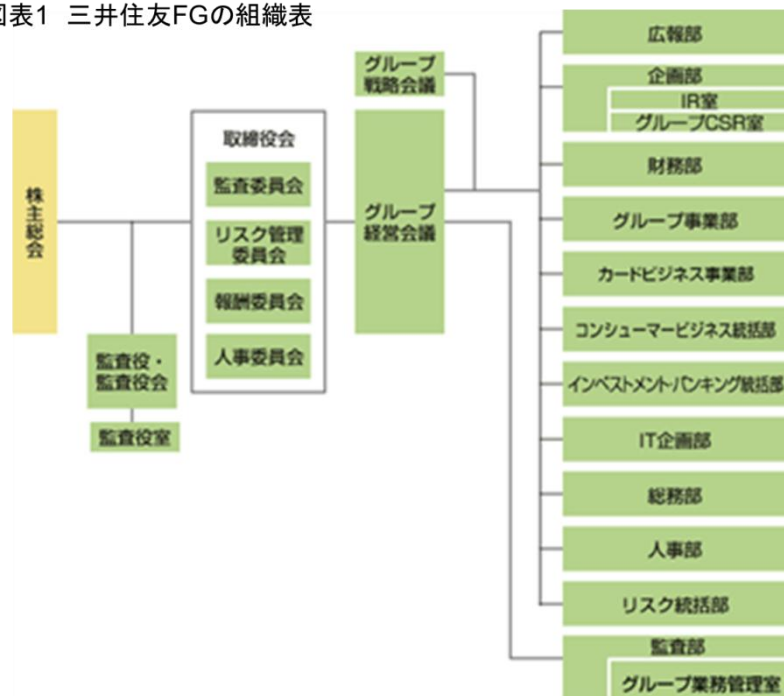
上記の投資銀行に関する概念からは、投資銀行とは引受けや M&A アドバイザリーなどの投資銀行業務（証券取引）に携わる金融機関ということになる。そうだとすれば、2008 年 9 月のリーマンショックで破綻や業態変更に追い込まれた投資銀行は、新規発行証券の引受けやアドバイザリーなどの投資銀行業務を主たる事業としていたことになる。つまり、破綻した投資銀行ビジネスモデルとは引受けやアドバイザリーを主たる業務とするビジネスモデルということになる。

しかし、投資銀行の破綻や業態変更以降も、投資銀行業務は相変わらず金融サービスの中で重要な位置を占めている。たとえば、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社の Web サイトには以下のコメントが記載されている<sup>12</sup>。

投資銀行部門は、株式および債券の引受業務、企業の合併・買収や不動産金融にかかわるアドバイザリー業務、証券化業務などを中心に、お客さまの多様なニーズにお応えするべくさまざまなサービスを提供しています。当社の投資銀行部門では、各分野のスペシャリストと協力しながら、産業別に特化されたノウハウと優れた実績を基に、国内外の企業に対して革新的な金融ソリューションをお届けする体制を整えています。

また、三井住友フィナンシャルグループでも、コンシューマービジネス統括部と並んでインベストメント・バンキング統括部が存在している（図表 2-1）<sup>13</sup>。

図表1 三井住友FGの組織表



（出所）三井住友FGのWebページ。

野村ホールディングスも「インベストメント・バンキングは、国内外の企業、金融機関、政府・公共機関などの幅広いお客様を対象に、債券や株式などの引受をはじめ、M & A アドバイザリーやテラー・メイド型のソリューションの提供など、さまざまな投資銀行サービスを提供しています」と証券引受けやアドバイザリーを投資銀行業務の中心に位置付けたうえで、「グローバルに展開し、ホールセール分野に強みを持っていた旧リーマン・ブラザーズから欧州・中東・アジア地域の人的資源を承継したこと」により、グローバル・リーダーたる「投資銀行のビジネスモデル」を目指しているとしている<sup>14</sup>。

なぜ、一方では「投資銀行ビジネスモデルは終焉した」と言われながら、他方で「投資銀行業務」が依然として重要な位置を占めているのであろうか。

この疑問は、現在の投資銀行が提供する金融サービスをみることで解けてくる。たとえば、ゴールドマン・サックスの2009年版アニュアルレポートには、Investment Banking（投資銀行）、Trading & Principal Investments（トレーディング・自己投資）、Asset Management & Securities Services（資産運用・証券サービス）の3部門ごとに収入が記載されている。

つまり、現在、投資銀行と呼ばれる金融機関は、証券の引受け・販売やM&Aアドバイザリーなど伝統的な投資銀行業務だけではなく、トレーディング・自己投資、資産運用などさまざまな金融サービスを提供しているのである。

ゴールドマン・サックスだけでなく、多くの投資銀行と呼ばれる金融機関も「投資銀行

部門」だけでなくさまざまな金融サービスを提供している。各社ともゴールドマン・サックスと同じように、「投資銀行部門」を、「証券の引受け・販売」と「M&A アドバイザリー」を提供する部門と位置付けている<sup>15</sup>。

一般的には、現在投資銀行部門で扱う「証券の引受け・販売」と「M&A アドバイザリー」業務を伝統的投資銀行業務と呼び、その他の金融サービスを「非伝統的投資銀行業務」と呼んでいる。本論でもこの呼称にしたがい、以下、証券の引受け・販売」と「M&A アドバイザリー」を伝統的投資銀行業務、トレーディング・自己投資、資産運用など伝統的投資銀行業務以外の金融業務を「非伝統的投資銀行業務」と呼ぶ。

投資銀行のビジネスモデルを議論する際には、この点に充分留意しなければならない。つまり、伝統的投資銀行業務というビジネスモデル自体が破綻したのか、あるいは非伝統的投資銀行業務も含む投資銀行という金融機関のビジネスモデルが破綻したのか、明確に区別して考えていかなければならない。

## 2 節 現代の投資銀行の業務内容

前節で述べたように、我々は投資銀行業務と現代の投資銀行自体を区別する必要がある。そこで、本節では、現在の典型的な投資銀行といわれる金融機関の業務内容を理解しておきたい。

前述の通り 2007 年ゴールドマン・サックス年次報告書によると、同社は投資銀行部門 (Investment Banking)、トレーディング・自己投資部門 (Trading & Principal Investments)、資産運用・証券サービス部門 (Asset Management & Securities Services) の 3 部門で収益部門を構成している<sup>16</sup>。

投資銀行部門は、財務アドバイザー (Financial advisory) と引受け (Underwriting) の 2 部門に分かれている。財務アドバイザー部門では、M&A (企業合併・買収) だけでなく、事業売却、敵対的買収防御、再構築、部門分割などにかかわるアドバイザー・サービスを提供し、引受部門では、証券の公募や私募の引受けだけでなく幅広い証券や金融商品を引受けを行っている。

- Financial Advisory.: Financial Advisory includes advisory assignments with respect to mergers and acquisitions, divestitures, corporate defense activities, restructurings and spin-offs .
- Underwriting: .....Underwriting includes public offerings and private placements of a wide range of securities and other financial instruments

トレーディング・自己投資部門は、FICC (Fixed Income, Currency and Commodities)、株式 (Equities)、自己投資 (Principal Investment) の 3 部門で構成されている。FICC は、債券・



通貨・コモディティの 3 つの金融商品（現物および派生商品）の顧客の売買のためのトレーディングおよび自己勘定によるトレーディング（Proprietary trading）に従事し、株式部門は株式および株式派生商品の対顧客トレーディングや自己勘定によるトレーディングを行う。自己投資部門は、自己勘定によって不動産や企業株式への投資を行い、配当などのインカム・ゲインや売買を通じたキャピタル・ゲインをねらう。株式投資の例として中国工商银行（ICBC）や住友三井フィナンシャルグループ（SMGF）への投資を挙げている。また、マーチャント・バンキング・ファンドの運用から生じるキャピタル・ゲインもこの部門の収益となる。

- FICC: We make markets in and trade interest rate and credit products, mortgage-related securities and loan products and other asset-backed instruments, currencies and commodities, structure and enter into a wide variety of derivative transactions, and engage in proprietary trading and investing .
- Equities.:We make markets in and trade equities and equityrelated products, structure and enter into equity derivative transactions and engage in proprietary trading . We generate commissions from executing and clearing client transactions on major stock, options and futures exchanges worldwide through our Equities customer franchise and clearing activities .We also engage in specialist and insurance activities .
- Principal Investments.:We make real estate and corporate principal investments, including our investments in the ordinary shares of ICBC and the convertible preferred stock of SMFG . We generate net revenues from returns on these investments and from the increased share of the income and gains derived from our merchant banking funds when the return on a fund's investments over the life of the fund exceeds certain threshold returns （typically referred to as an override）

3 つ目の部門である資産運用・証券サービス部門は 2 つの部門に分かれており、資産運用部門は機関投資家や個人投資家向けの運用アドバイスや投資信託などを通じた資金運用サービスの提供を行い、証券サービス部門は顧客取引にかかわる取次ぎ・信用供与・決済業務の提供や機関投資家や各種ファンドに対する貸し株などのサービスを提供する。

- Asset management.:Asset Management provides investment advisory and financial planning services and offers investment products （primarily through separately managed accounts and commingled vehicles, such as mutual funds and private investment funds） across all major asset classes to a diverse group of institutions and individuals worldwide and primarily generates revenues in the form of management and incentive fees .

- Securities services: Securities Services provides prime brokerage services, financing services and securities lending services to institutional clients, including hedge funds, mutual funds, pension funds and foundations, and to high-net-worth individuals worldwide, and generates revenues primarily in the form of interest rate spreads or fees.

上記のゴールドマン・サックスの2007年の年次報告書の部門構成から、現代の投資銀行の業務は大きく、伝統的投資銀行部門（証券の引受け、財務アドバイザー）、付随部門（証券取次ぎ、対顧客トレーディング、証券決済、証券調査）、および非伝統的投資銀行部門（自己勘定証券売買、自己勘定証券投資）の3つに分かれるといえよう（図表2-2）。

上述で明らかのように、米国の投資銀行は日本における証券会社の業務内容に似ていると考えられる。ただ、一般的に投資銀行は機関投資家や大口の法人などを取引相手として証券関連サービスを提供するホールセール・サービスが主体であり、個人の投資家を対象とするリテール・サービスは、一部の投資銀行（メリルリンチなど）を除いて主

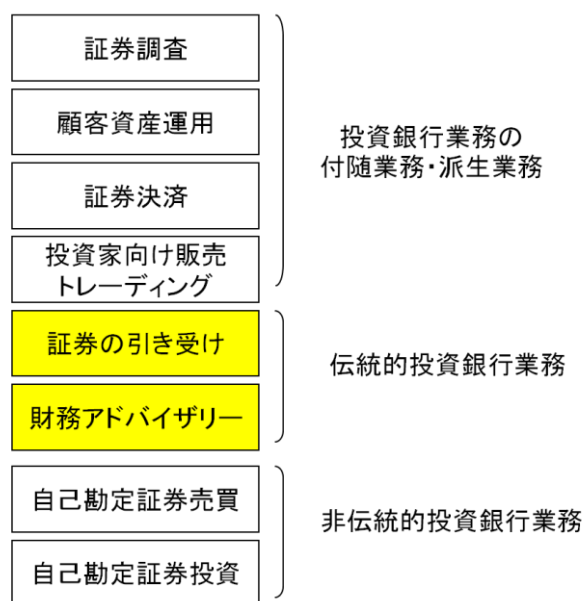
要な業務になっていない。その点が、ホールセール・サービスもリテール・サービスも同じような比重で行っている日本の証券会社との違いといえるかもしれない。

投資銀行は日本の証券会社と同じように預金を受け入れることはできないが、貸出（与信）は行うことができる。M&A（企業合併・買収）において買収企業に対して一時的に行う貸出（ブリッジ・ファイナンス）や、メザニン・ファイナンス<sup>17</sup>などは投資銀行の重要な商品でもある。ただし、投資銀行の貸出は預金が原資ではなく外部借入を資金源とするので、金利も銀行貸出に比べ割高となることが多い。また、銀行のように貸出からの金利収益を主たる業務とはしていない。あくまでも、引受けやアドバイザーなど投資銀行業務のサポート的な存在である。

また、預金の受け入れが禁止されている米国の投資銀行が「銀行」と呼ばれることも奇妙であるが、これはグラス・スティーガル法以前に銀行が証券業務を兼営していた当時の名残といわれている。実際、米国の投資銀行は州法にもとづき設立される会社であり、投資銀行業務を行うのに免許も不要である。ただし、その活動は証券取引委員会（Securities Exchange Commission）によって厳しく監督される。

投資銀行はその業務を拡大した現在でも、投資銀行部（Investment Banking）と称する部

図表2-2 投資銀行の概念



（筆者作成）

署を必ず設置している。投資銀行の中に投資銀行部門があるのは奇妙に見えるが、業務が拡大しても投資銀行の中核的業務は「伝統的な投資銀行業務」であるという投資銀行の誇りなのかもしれない。

### 3節 金融システムにおける投資銀行の位置付け

本節では投資銀行の金融システムにおける位置づけについて、3つの視点から考察していきたい。第一は金融機能からみた投資銀行の位置づけであり、主としてマートン・ボディ（2000）の論文をベースに考えていく。第二は新しい金融パラダイムからみた投資銀行の位置づけで、主として Allen & Gale（2001）を参考にする。そして、第三が Morrisson & Wilhelm（2007a）および Morrisson & Wilhelm（2007b）をベースに考察していく。

#### 1. 金融機能からみた投資銀行の位置づけ

マートン・ボディ（2000）<sup>18</sup>は、金融機能はそれを具体化する金融機関より安定的であり、時代や地域によって変わることがないとして、金融の概念的な土台を機関ではなく機能に焦点を当て、以下の6つの金融機能に分類している。

- ① 資金決済機能
- ② 資金のプール化、投資対象の小口化
- ③ 時間・空間を越えた資金配分機能
- ④ リスク管理機能
- ⑤ 情報提供機能
- ⑥ 情報の非対称性に基づくインセンティブの問題の対処（コーポレートガバナンス）機能

本項では、以上の金融機能の観点から投資銀行業務を簡単に概観してみたい。

#### ① 資金決済機能

かつて、資金決済機能は銀行の最後の砦とみられていたが、現在では投資銀行（証券会社）の MMF もキャッシングや口座引き落としなど資金決済機能を提供している。また、デリバティブは現物市場における取引をさまざまな方法で代替するという意味で、広義の決済システムの提供とも考えられる。

#### ② 資金のプール化、投資対象の小口化

銀行預金だけでなく MMF や証券化商品も資金のプール化による資金の移転機能を果たしている。特に、流動性の低い不動産を対象とした REIT（不動産投資信託）は資金のプール化と投資対象の小口化の典型例といえる。

#### ③ 時間・空間を越えた資金配分機能

経済的資源が異時点間、異地点あるいは異なる産業の間で移転するための機能は、一般に銀行が有する強みだといわれる。しかし、売掛債権の将来のキャッシュ・フローを返済資源とした資産担保証券も、同様に資産配分の枠を拡大する効果を有する。

#### ④ リスク管理機能

銀行には企業の返済不履行を直接預金者に転化せず、自らが負担するリスク負担機能がある。したがってインターテンポラルなリスクシェアリング機能を発揮する。一方、資金調達者の本源的証券（株や債券）をそのまま資金提供者に取り次ぐ投資銀行（証券会社）は自らリスクを負担しないので銀行のようなリスク負担機能はない。しかしながら、資本市場を介してリスクを幅広く横断的に分散するリスク配分機能を有する。さらに、分散やデリバティブを活用したストラクチャード商品などを通じてリスク管理機能も提供する。

#### ⑤ 情報提供機能

投資銀行（証券会社）は、資産の運用や調達、あるいは経営戦略にかかわる情報などさまざまな情報を提供する。たとえば、金利や証券の価格情報は、家計の資産運用や企業の投資案件の判断材料として有用であるし、M&A 情報も企業の経営戦略にとって重要な情報となり得る。

#### ⑥ 情報の非対称性に基づくインセンティブの問題の対処（コーポレートガバナンス）機能

米国や英国などの市場型金融システムでは、株主に直接働きかける敵対的買収がガバナンスの規律付けに貢献したといわれる。しかし、現在では大量の株式を所有する年金基金などの機関投資家がガバナンス機能を果たすようになっている。ここでは投資銀行は脇役に過ぎないように見える。しかし、前章で見たように投資銀行の本源的業務が企業の財務アドバイザーとして総合金融ソリューションを提供するという点に着目すれば、投資銀行の本質はこの機能の提供にあるともいえる。特に、近年活発になっているマーチャント・バンキングやプライベート・エクイティ業務を通して、投資銀行の企業の経営に対する関与の重要性が高まっている<sup>19</sup>。

上記の通り、投資銀行も商業銀行とは異なる方法ではあるが、6 つの金融機能すべてで重要な役割を担っていることが確認できる。とくに、従来の考え方では商業銀行がプリンシパルとしてリスクを負担するが、証券発行者と投資家間の仲介業務を行う投資銀行（証券会社）はプリンシパルとしてリスクを負担しないという点であった。もちろん、投資銀行もデリバティブなどの金融商品制作の過程でさまざまなリスクをとるし、投資家に販売できなかった証券を自己勘定で保有するという点で投資銀行の引受け業務も銀行貸出に相似している。しかし、投資銀行業務はエージェント（代理人）として行動するのが基本であり、あくまでも資金調達者の信用リスクは投資家が最終的にとることになる。もちろん、この相違点が投資銀行の劣後性を意味するものではない。むしろ、すべてのリスクを銀行で負担すること自体が困難となっている現状では、高度なリスクマネジメント技術を駆使

して市場を十分に活用する投資銀行が提供する新たな資産変換機能こそ求められているとも考えられる。ただ、市場を対象とするだけに即効性に欠けるという弱点がある。つまり、市場の急激な変動に伴う資金需要や M&A など急に発生する資金需要に投資銀行が必ずしも充分応えることができない可能性がある（投資銀行も外部借入金を原資として貸出は可能であるが）。その意味で、投資銀行と商業銀行は競合関係ではなく、むしろ互いに協力し合う協働関係にあるというべきであろう。

しかし、1900 年以降投資銀行の業務に変化がみられるようになった。とくに、自己勘定で未公開企業や不動産に投資をする業務（プリンシパル・インベストメントあるいはマーチャント・バンキングと呼ばれる）が収益をあげてくるにともない、従来のエージェント業務にくわえプリンシパル業務が重要性を増してくるようになった。この場合、留意すべきことは金融当局による監督・監視の違いである。商業銀行の場合、金融当局者は預金者保護の視点から商業銀行の与信内容（貸出先のリスク）を重視して監督・監視を行う。このことは、BIS（国際決済銀行）が定めている自己資本規制<sup>20</sup>が単なる資産の合計ではなく、リスクの程度に応じて算出された資産（リスク資産）をベースとしていることでもわかる。

一方、投資銀行（証券会社）の場合は、最終的に投資家が投資リスクを負うため、投資家保護の視点から、投資銀行（証券会社）が有するリスク内容ではなく、投資銀行が発する情報内容や開示方法、あるいは流通市場における行動規範などを中心に監督・監視する。このことは情報の開示、引受け期間、投資銀行（証券会社）の行動規範などを規定している 1933 年証券法や 1934 年証券取引法からも明らかである。

その意味から、投資銀行がプリンシパル業務に参入した今、現行の投資銀行に関わる規制システムで十分なのか、という問題が指摘される。

## 2. 新しい金融パラダイムからみた投資銀行の位置づけ

金融システムからみた投資銀行（証券会社）の位置付けは必ずしも明確ではない。たとえば、Gurley & Shaw（1960）<sup>21</sup>は、最終的借り手が発行する本源的証券を金融仲介機関が発行する間接証券に変換することによって、最終的借り手と最終的貸し手の条件（金額や期間など）の不一致を解消するという資産変換機能が金融仲介機関の存在意義であるとする。この定義では、最終借り手が発行する本源的証券をそのまま最終貸し手に渡す投資銀行（証券会社）は金融仲介機関の範疇に入らない。これに対して、青野（2003）<sup>22</sup>は、Benston and Clifford（1976）が論じた「金融仲介機関が提供する本質的なサービスは取引コストの軽減である」<sup>23</sup>という点を取り上げて、潜在的な投資家と資金調達主体を結びつける投資銀行は取引コストの軽減に貢献するので金融仲介機関に含まれると主張する。

Allen and Gale（2001）<sup>24</sup>は、企業の資金調達が株式や債券など市場を通じて行われる「市場型」システムと資金の出し手（資金余剰主体）と取り手（資金不足主体）の間に銀行など金融仲介機関が介在する「銀行型」システムに分類して、主要国市場の金融システムを比

較している（図表 2-3）。

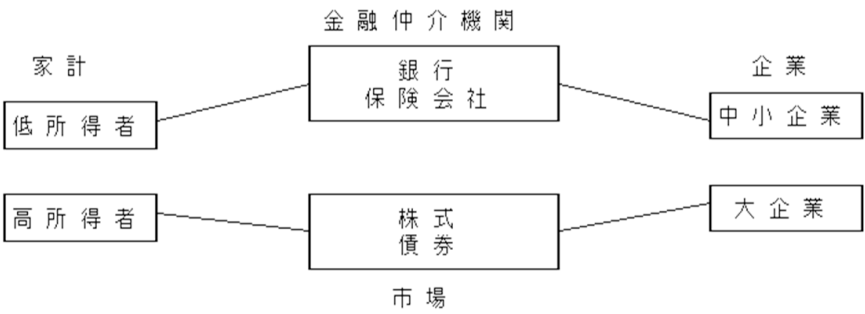
図表 2-3

	米国	英国	日本	フランス	ドイツ
金融市場	中核的存在	中核的存在	発達	重要性低い	重要性低い
銀行	競争的	→			寡占
外部企業統治	敵対的買収	敵対的買収	メインバンク・システム		ハウスバンクシステム

（出所） Allen & Gale (2001), p.4 から筆者翻訳.

その上で、Allen & Gale (2001) <sup>25</sup>は、金融仲介機関（intermediary）と市場（markets）のパラダイムが大きく変化していると分析する。つまり、伝統的なパラダイムでは銀行や保険会社など金融仲介機関の主たる役割は取引コストの軽減と情報の提供であり、市場の取引コストを負担できない小口（低所得者層）の資金が金融仲介機関を介して企業に移転する。一方、大口（高所得者層）の資金は資本市場を介して直接企業に移転する（図表 2-4）。この場合、銀行や保険など資産転換機能を有する金融機関が金融仲介機関であり、投資銀行（証券会社）は、取次業者あるいは単に仲介者であって金融仲介機関の範疇には含まれていない。

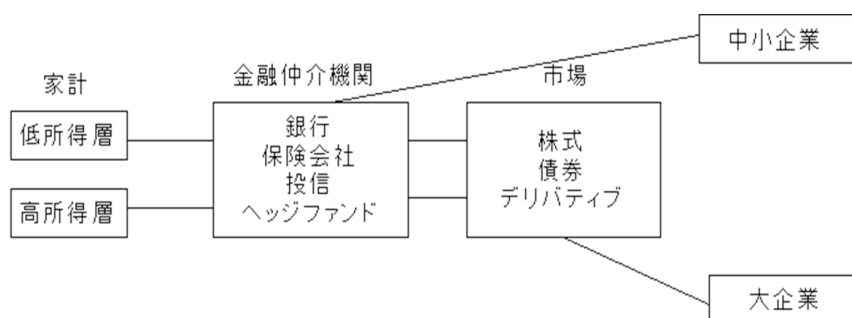
図表 2-4 伝統的パラダイム



（出所） Allen & Gale (2001), p.471から筆者作成

しかしながら、Allen and Gale (2001) は IT の進展に伴う金融技術の進展や金融商品リスクの複雑化を背景に、金融システムのパラダイムが変化しているという。つまり、金融商品のリスクが複雑多岐にわたるようになったため、金融仲介機関の果たす役割が「取引コストの軽減」や「情報生産によるエージェンシー・コストの縮小」という従来のものから、リスクを如何に運用するかというリスクマネジメントにシフトしていると主張する。このことは、米国で株式取扱手数料が大幅に低下したにもかかわらず、個人投資家の株式保有率が一貫して低下し、逆に先進技術を駆使してポートフォリオを組み立てる投資信託（mutual fund）や年金基金などの株式保有率が増加し続けている事実によっても裏付けられている。この結果、金融システムのパラダイムは図表 2-5 のように変化しているという。

図表 2-5 新しいパラダイム



（出所） Allen & Gale (2001), p.472から作成.

証券やポートフォリオ自体が複雑化しているため、伝統的なパラダイムで市場と直接取引をしていた大企業や高所得層にとっても、高度な金融技術を活用したリスクヘッジ手段を提供する新しいタイプの金融仲介機関が必要となってくる。つまり、新しいパラダイムにおける金融仲介機関は、より高度化した市場とリスクヘッジ能力に欠ける投資家や企業を結び付けるアドバイザー的な役割を果たすようになる。

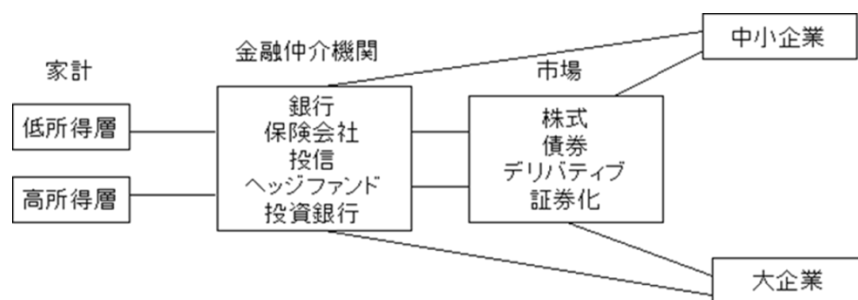
それでは、新しいパラダイムにおいて投資銀行はどこに位置づけられるのであろうか。上記の Allen and Gale (2001) の図には投資銀行の記載がない。一方、顧客のために証券ポートフォリオを運用する投資信託やヘッジファンドが金融仲介機関として位置づけられている。投資信託やヘッジファンドは伝統的な金融仲介機関と異なり、自ら運用リスクを負担しない。最終リスクは投資家が負担する。その意味では、Gurley and Shaw (1960) の定義による金融仲介機関には相当しない。ではなぜ、投資信託やヘッジファンドが新しいパラダイムで金融仲介機関の範疇に入り、投資銀行はそうになっていないのだろうか。

Allen and Gale (2001) の研究にはその点が明確にされていないが、プリンシパル（本人）とエージェント（取次ぎ）の相違を重視したのではないかと推測される。つまり、投資信託やヘッジファンドは自らリスク負担はしないが、顧客の委任を受けてプリンシパル（本人）として投資行動する。しかし、投資銀行は基本的にはプリンシパルではなくエージェントとして顧客と市場の仲介役を果たす。この点を重視すれば両者の相違は説明できる。しかし、投資銀行は単なる取次ぎをするだけでなく、デリバティブを組み入れた金融商品の制作を通じて、投資信託やヘッジファンド同様、投資家のリスクヘッジに貢献する。つまり、リスクヘッジ商品制作のプロセスで、投資銀行がデリバティブの変動リスクを自ら負担することも少なくないからである。さらに、投資銀行の傘下に資産運用部門を要することで、投資家に代わってリスクマネジメントを行っている<sup>26</sup>。この点に着目すれば、投資銀行もリスクマネジメント機能を果たす金融仲介機関であると考えられる。

新しい金融パラダイムでは、大企業だけでなく中小企業も証券化商品などを利用して直接市場取引ができる。大企業も市場における調達だけでなく、銀行や投資銀行と直接相対取引（店頭デリバティブなど）を通じてリスクヘッジ手段を講じる。このように、新しいパラダイムでは金融仲介機関と市場が互いに対立しあう関係ではなく、むしろ互いに作用

し補完し合う関係となってくる。Allen and Gale (2001) は、「金融仲介機関は、投資家や企業を金融市場に参加させるという重要な役割を果たし、同時に市場が存続するだけの厚みを持たせている。その意味で、金融市場と金融仲介機関は互いが互いを必要とする共生的な関係となっている」(Thus, intermediaries play a crucial role in allowing firms and investors to participate in financial markets and, at the same time, ensure that financial markets have enough depth to survive. In this sense, financial markets and financial intermediaries have a symbiotic relationship, each necessary to the other) <sup>27</sup>と述べている。上記の観点からは、むしろ Allen and Gale (2001) の新しいパラダイムは以下の図 2-6 のように修正すべきではないだろうか。つまり、投資銀行も銀行、保険会社、投資信託やヘッジファンドと同様に金融仲介機関の範疇に含まれるし、大企業は市場とのみ関係するのではなく、リスクマネジメントの視点から金融仲介機関との関係を深め、中小企業も証券化などを通じて市場との関係を持つようになる。つまり、新しいパラダイムにおいては、従来のパラダイムにおける分類はほとんど意味をなさないことになる。

図 2-6 新しいパラダイム 2



(出所) Allen & Gale (2001) をもとに筆者が作成。

興味深い点は、最終投資家のためにリスクマネジメントを行う仲介機関のマネジメント能力をどのように投資家は測っていくことができるかという点で、Allen & Gale (2001) <sup>28</sup>は、仲介機関の評判と投資家と仲介機関の長期的なリレーションシップの重要性を指摘していることである。複雑化するリスクを一般の投資家（法人投資家も含め）が理解することは困難であり、どうしてもリスクマネジメントをする仲介機関の過去の実績や評判に依存することになる。また、あらかじめすべてのリスク要因を規定した契約を締結することは投資家にとって時間的にも技術的にも容易ではない。したがって契約書自体は比較的簡単なものになってしまう。では投資家は仲介機関に何を期待するのか。Allen & Gale (2001) は、長期的なリレーションシップから期待される暗黙的な保険 (implicit insurance made possible by long-term relationship) であるという。つまり、契約という法的手段ではなく、暗黙的な保険という「法以外」の手段を期待するのである。そのためには、リスクマネジメント・サービスのみを提供するのではなく、幅広いサービスを提供することで互いに利益を享受できる関係の方が、暗黙的な保険を実現しやすいことになる。その成功例として欧州のユニバーサル銀行（商業銀行業務と証券業務の両方のサービスを提供している）を挙げてい



る。その意味では、商業銀行による投資銀行の統合は顧客との長期的なリレーションシップを構築し、新しい金融パラダイムで成功する鍵になる可能性はあるといえよう。

Allen & Gale (2001) の長期リレーションシップから生じる暗黙的な保険という考え方は、次に述べる Morrison & Wilhelm (2007a) (2007b) による「超法規的機関」として投資銀行を捉える考え方と通じる点がある。

### 3. 超法規的機関としての投資銀行の位置づけ

Morrison & Wilhelm (2007a) <sup>29</sup>は、投資銀行を「価格関連情報」(price-relevant information) の伝達者としての視点から投資銀行の機能を説明する。彼らが定義する「価格関連情報」とは、革新的なアイデアを資本家あるいは企業が評価するための情報を意味する。つまり、革新的なアイデアはそれ自体ではまだ知的財産ではない。知的財産になるためにはそれを実現する資本などの経営資源が必要となる。資本家あるいは企業が革新的なアイデアを評価するための情報、つまり「価格関連情報」があつて初めて、そのアイデアに経営資源が配分され、その結果、革新的なアイデアは知的財産となる。

「価格関連情報」は、二つの点で重要となる。第一は、「価格関連情報」をベースになされる経営資源の配分にかかわる点である。「価格関連情報」の内容が正確であれば、それにより適正な経営資源が配分され、結果としてイノベーションが実現し経済発展に貢献することになる。しかし、正確な情報でなかった場合には経済発展に貢献しないばかりか、マイナス要因にもなりかねない。第二は、「価格関連情報」が革新的なアイデアを有する人々や起業家にとってインセンティブを与えるという点である。「価格関連情報」があるからこそ、資本などの経営資源を誘因することが可能となる。つまり、「価格関連情報」の存在が、革新的なアイデアを開発したいというモチベーションを引き出すのである。

では、だれが「価格関連情報」を生産するのか。Morrison & Wilhelm (2007a) は、「価格関連情報」の生産や解釈は必ずしも容易ではなく、それだけに、専門的な活動が必要であるとして、機関投資家が「情報生産者」に相当するとしている。しかし、記述したように、「価格関連情報」は、革新的なアイデアを評価するための情報、つまり、市場でテストされる前の情報であるので、情報生産者にとってその情報の取扱いは容易ではない。他人によるただ乗りのリスクがあるからである。情報生産者が生産した情報を、他人にただ乗りされないで、自らの裁量で活用（資本家あるいは企業に譲渡するなど）できる仕組み、つまり「価格関連情報」に対して所有権 (property right) が付与されれば、ただ乗りのリスクは解決する。

しかし、「価格関連情報」の所有権には、いくつかの理由から法的な所有権を付与したり、法廷で争うことが難しいという問題がある。第一は、「価格関連情報」の潜在的な情報の買い手に対して、その正確性を証明できない、つまり公平な価格 (fair price) を提示できないことである。第二は、「価格関連情報」の売買の仲介者が、「価格関連情報」を情報生産者から入手したことを証明することが容易ではない、つまり「価格関連情報」の支払いを要

求することが困難であることである。第三は、「価格関連情報」は法廷で決着することが困難な場合が多いことである。たとえば、新規の株式が発行される前の価格に関する情報は、株式の発行者にとっても、また投資家にとっても有益で価値の高い情報であるが、いったんその情報が公けになってしまうと、その価値を失ってしまう

そこで、Morrison & Wilhelm (2007a) <sup>30</sup>は、法的に所有権を付与することが困難な「価格関連情報」を、「法以外」(extralegal)の方法によって、革新的アイデアの持ち主、情報生産者、情報利用者すべてに仲介する機関として投資銀行の存在を指摘する。投資銀行が「法以外」の仕組みで、「価格関連情報」を適正に仲介することができれば、起業家、情報生産者、投資家とも公平な価格で資金を調達したり、運用したりすることが可能となる。

Morrison & Wilhelm (2007b) <sup>31</sup>は、上記の概念を図表 2-7 のように表現している。

投資銀行の主たる業務は資金調達者のための証券の発行であるが、そのためには証券発行にかかわる適切な「価格関連情報」が必要となる。そこで、投資銀行は「価格関連情報」を生産する複数の情報生産者とのネットワークを構築する。ここでいう情報生産者とは「情報の売り手」を意味し、たとえば、年金ファンドなど大手の機関投資家やプライベート・エクイティ・ファンドなどの運用会社<sup>32</sup>が情報生産者に相当する。Morrison & Wilhelm (2007a)は、この投資銀行と情報生産者の関係を「情報ネットワーク」(information network)と呼ぶ。投資銀行はこの「情報ネットワーク」を通じて得た「価格関連情報」をもとに証券を発行する。ここでいう情報生産者は発行された証券の投資家にもなり得る。

発行された証券すべてが必ずしも情報生産者だけに販売できるとは限らない。そこで、第2のネットワーク、「流動性ネットワーク」(liquidity network)が必要となる。このネットワークのグループは大手投資家で構成される。情報生産者もこの中に含まれることもある。ただし、流通ネットワークを構成するグループは情報生産者と異なり、証券の発行条件（発行価格等）には関与しない。投資銀行から提供される条件が公平であることを信じてその証券に投資を行うことから投資収益を期待するのである。

上記の「情報ネットワーク」と「流動性ネットワーク」のメンバーは市場で頻繁に証券の売買を行うことで、証券の適切な価格付けや流動性の確保を提供する。そのためこれらのネットワークは投資銀行にとって重要なネットワークとなる。先に記述したように、「価格関連情報」に対して法的な所有権を付与することは困難であるので、これらのネットワークが機能するためには、「法以外」の方法でネットワークを機能させる必要がある。つまり、法的ではないが拘束力のあるネットワークが求められることになる。投資銀行は自らの評判(reputation)を高く保つことで、この法的ではないが拘束力のあるネットワークを維持する。そのために、投資銀行はあるメンバーの行為がネットワーク全体の長期的な利益を損ねる恐れのある場合には、そのメンバーをネットワークから除外することも行う。つまり、ネットワークのメンバーから除外するという「法以外」の方法を取ることでネットワークの維持をはかる。

また、投資銀行は、ネットワークのメンバーに対する交渉力を強めるための対策も講じ

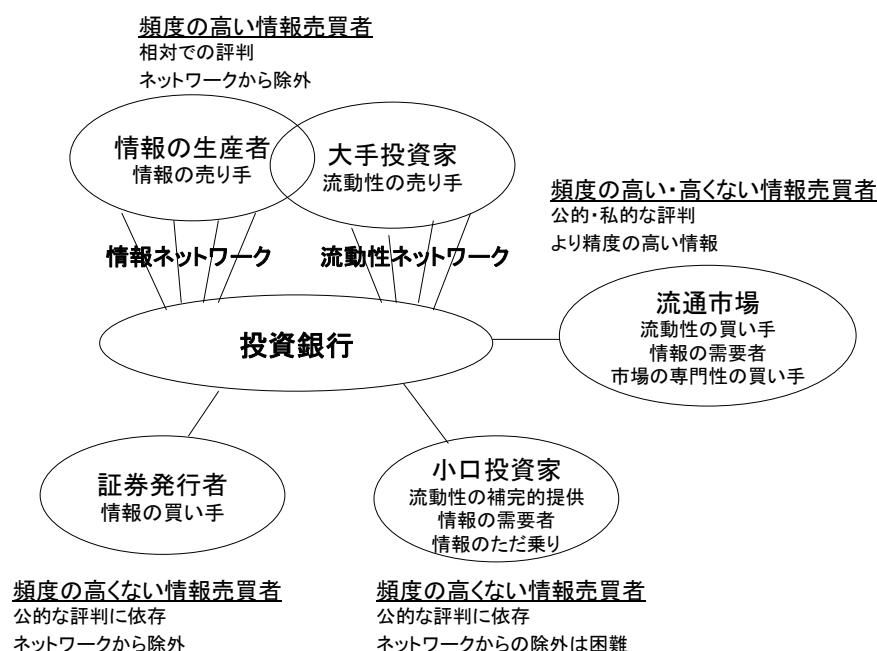
る。たとえば、投資銀行自身がリサーチ（調査）部門を設置することによって「情報ネットワーク」メンバーに対して交渉力を強めようとするし、投資銀行の自己勘定でおこなうセールス・トレーディング部門を強化・拡大することによって「流動性ネットワーク」のメンバーに対する交渉力を強めようとする。もちろん、セールス・トレーディング部門の活動は投資銀行にいくつかのメリットを与える<sup>33</sup>。第一は発行市場の投資家に対して流通市場での売却に対する安心感を与えることができること、第二は流通市場でのトレーディング活動によって投資家の動向や考え方（センチメント）を学ぶことができ、それを発行市場での活動に活用できること、第三は投資家の動向を活用することで有利なトレーディングを行うことができ、追加的収益が期待できること、などである。

さらに、投資銀行は広範な個人投資家ネットワークを構築することで、「情報ネットワーク」や「流動性ネットワーク」のメンバーに対する牽制力を強めることが可能となる。個人投資家層自身には情報力はないが、大規模な個人投資家群の動向や見方は情報生産者や流動性提供者に対して一定の影響を与えることができ、それがネットワーク維持に必要な「法以外」の措置（ネットワークメンバーの除外）を取ることを可能にさせるのである。

以上のネットワークを通じた情報の買い手が証券の発行者（資金調達者）である。つまり、投資銀行は証券発行者に対して、「情報ネットワーク」や「流動性ネットワーク」などから得た情報を提供することで証券発行取引を獲得する。証券発行者は、「情報ネットワーク」や「流動性ネットワーク」のメンバーに比べて市場への参加頻度は高くはない。しかし、発行者の市場への参加頻度が低いからといって投資銀行は短期的な利益のみを追求して取引を獲得しようとはしない。つまり、短期的な利益の追求のみで証券発行を行い、その結果、「情報ネットワーク」や「流動性ネットワーク」のメンバーの利益を損ねる事態が発生すると投資銀行自身の評判を落とし、結果としてネットワークの維持が困難となるからである。

以上を要約すると、投資銀行は経済発展に有益となるが、知的財産などとは異なり、法的な所有権を付与することが困難な「価格関連情報」を、「法以外」の方法によって、関係者（情報生産者、流動性提供者、証券発行者）間に伝達をする機能を有する。つまり、Morrison & Wilhelm（2007a）の表現に従えば、「超法規機関」（extralegal institution）ということになる。

図表 2-7 投資銀行の情報ネットワーク



(出所) Morrison & Wilhelm (2007a), p.72 から筆者が翻訳作成.

#### 4. 投資銀行と信頼

Allen & Gale (2001) が指摘しているように、新たな金融パラダイムにおいて金融仲介機関は投資家や証券発行者のためのリスクマネジメントを提供する。また、Morrison & Wilhelm (2007a) が指摘しているように、投資銀行は投資銀行をめぐるネットワーク間に価格関連情報を提供するという機能を持っている。これらの機能を適正に果たすためには、投資家や証券発行者など投資銀行をめぐるネットワーク間における信頼が極めて重要となる。

では一体「信頼」とはどのようなものであろうか。

ソロモン・フロレス (2004) は、「本物の信頼」を以下のように定義している。

信頼とは、単に確実性とか予測可能性とか、時には信頼に値するものとして理解されていることではない。それは常に信頼そのものがそこで成り立ち、それをつくり出すのを助けている人間関係である。(中略) 信頼はわれわれが「所有している」何かでもなく、仲介物でもなく、われわれがそこで行動する環境でもない。信頼はわれわれが行うものであり、われわれがつくるものなのである (ソロモン・フロレス, 2004, p.8, p.10)。

つまり、信頼とはわれわれ自身がつくる人間関係であり、それだけに、ソロモン・フロレス (2004) は、信頼は「裏切られる可能性も必然的にもっている」<sup>34</sup>と指摘する。

フクヤマ (1996) は、その著書『信なくば立たず』(原題 *Trust*) のなかで、1970 年代初めにおけるマツダと住友信託銀行、ダイムラーベンツとドイツ銀行間の例やトヨタの労働者の例などを挙げたう

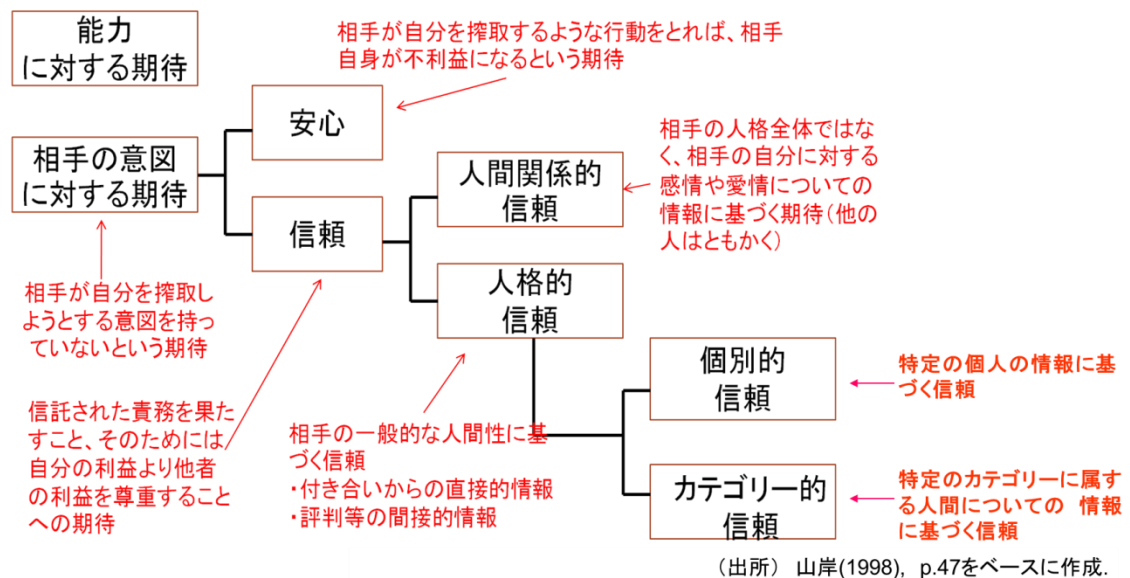
えて、「経済行為者たちが互いに支え合ったのは、相互信頼に基づく一つのコミュニティをつくっていると信じたからにはかならない」<sup>35</sup>という。そして、契約や集団は協働することが自己の利益になると計算した人たちによって形成することができ、そこには「信頼」は必ずしも必要ではないと指摘したうえで、「人々との間に相互信頼がない場合には、結局、形式的な規則と規制のシステムのもとでのみ共同することになる」<sup>36</sup>と指摘する。換言すれば、コミュニティの成員間の相互信頼の存在が最も効果的なコミュニティを形成し、そのようなコミュニティには詳細な契約や法的規制を必要としないという<sup>37</sup>。

山岸（1998）<sup>38</sup>は、ルーマン（1979）やバーバー（1983）を引用して、広義の信頼を「自然秩序及び道徳的社会秩序の存在に対する期待」、つまり、太陽が東からのぼるといったような自然秩序や人間の持つ道徳的な秩序は簡単には崩れないと思込んでいる状態が信頼であるという。しかし、山岸（1998）は、この広義の信頼を、さらに「能力に対する期待」と「相手の意図に対する期待」に区別し、「能力に対する期待」は役割を果たす能力を持っているという期待であるのに対して、「相手の意図に対する期待」は、人に与えられた責務を場合によっては自分の利益よりも他者の利益を尊重してでも果たすことに対する期待であると、ふたつの「期待」を区別する。山岸（1998）は原子力発電所の建設に対する住民の不信というケースを例えにして、このふたつの「期待」の違いを説明している。電力会社は住民の不安の原因は原子力発電所の安全性、つまり「能力」の問題として捉え、原子力発電所建設を不安視している住民に対して原子力発電の安全性を訴える。一方、住民は電力会社が本当のことを発表していないのではないかという電力会社の「意図」に対する不信があり、建設に対する不安は低下しないことになる。電力会社は「能力」の問題だと考えているのに対して、住民は電力会社の「意図」の問題だと考えているのである。

山岸（1998）は、以上のように「能力に対する期待」と「相手の意図に対する期待」を分けたうえで、「信頼」を「能力に対する期待」ではなく、「相手の意図に対する期待」に下位分類する。

そのうえで「相手の意図に対する期待」を「安心」と「信頼」に下位分類する。つまり、相手が自分を搾取するような行動をとれば相手自身が不利益になるのでそのような行動はとらないだろうという思いを「安心」と定義し、信託された責務を果たすためには自分自身の利益より他者に対する利益を尊重するだろうという期待を「信頼」と定義する。この定義に従うと、「安心」は「信頼」とは異なる分類となる。山岸（1998）は「安心」と「信頼」を区別したうえで、信頼をさらに下位分類していく。つまり、① 相手の人格全体ではなく、相手の自分に対する感情や愛情についての情報に基づく期待から生じる「人間関係的信頼」と ② 相手の一般的な人間性に基づく信頼や、あるいは付き合いからの直接的情報や評判などの間接的情報に基づく信頼である「人格的信頼」、に区分する（図表2-8）。

図表 2-8 信頼の構造



つまり、山岸（1998）は、相手が相手自身の利益よりも自分に対する利益を尊重してくれるという思い（期待）が「信頼」であると、「信頼」を定義している。

ここまで、ソロモン・フロレス(2004)、フクヤマ(1996)、そして山岸(1998)による「信頼」の定義をみてきたが、いずれも相手の利益を尊重する、あるいは尊重し合う状態を「信頼」であるとしている。したがって、集団の成員間に「信頼」が存在すれば、集団を規制や規定で縛るためのコストもかからない効果的な集団が形成されることになる。

以上みてきた「信頼」に関する定義は、Allen & Gale(2001) や Morrison & Wilhelm(2007a) が指摘する信頼にも適用できる。Allen & Gale(2001)がいうように、金融仲介機関のリスクマネジャーとしての成績(結果)は前もって容易に予測できないため過去の実績や長期取引関係が重要となるが、過去の実績は「能力に対する期待」で、長期取引関係は「相手の意図に対する期待」ということになる。また、Morrison & Wilhelm(2007a)のいう価格関連情報を投資銀行が超法規的な手段で保護するというのは、「安心」や「人格的信頼」に基づくといえる。

このように、投資銀行の位置づけを考える場合には、投資銀行をめぐるネットワークに存在する「信頼」というものを無視することはできない。

以上、本節では金融システム、金融機能、および情報伝達機能の諸点から投資銀行の位置づけを探ったが、商業銀行とは異なる意味における金融仲介機能を投資銀行も果たしていることと、商業銀行と対立するのではなく協働する関係にあることが確認できた。また、超法規的な機関として、法的に拘束することが困難な「価格関連情報」の伝達者としての機能を果たしていることが確認できた。その根底には、投資銀行をめぐるネットワークに存在する「信頼」が重要な役割を果たしていることも見逃せない。

実際、産業金融モデルが市場型間接金融モデル<sup>39</sup>にシフトしていくにつれて、企業と株主との仲介役を担うだけでなく、M&A など企業の経営戦略や資本再構成に深く

関わる投資銀行業務が重要な役割を果たしていくことは多くの識者が指摘している。たとえば、日向野（2002）は、「貸出を行うだけでなく、メインバンクであることに意義を見出そうとすれば、今後は投資銀行的側面を強くせざるを得ず、新しいメインバンクは一部の銀行の専門分野になっていく可能性がある」<sup>40</sup>と投資銀行的機能を備えた新しい形のメインバンクのあり方を予測している

<sup>1</sup> 『金融ジャーナル』2002年7月号に掲載された「メインバンクは投資銀行的に」から抜粋

<sup>2</sup> 野村證券2002年インベスターリレーションズ

([http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/library/presentation/data/2002\\_1206\\_pres\\_wholesale.pdf](http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/library/presentation/data/2002_1206_pres_wholesale.pdf))

<sup>3</sup> この段落の括弧内はCarosso（1970）p.1から引用した。

<sup>4</sup> Chu（1990）pp.219-223.（Investment banking can be reduced to two basic functions: raising capital for corporations and providing financial advice on mergers and acquisitions）

<sup>5</sup> Davis（2003）p.3（We define investment banking essentially as the intermediation between issuers and investors through the core functions of advisory/M&A, debt capital markets and equity capital markets.）

<sup>6</sup> 今井光（2001）「企業への財務アドバイザー・サービスこそが真髄—組織ではなくコンセプトの転換が不可欠—」『金融財政事情』2001年5月14日号から引用。

<sup>7</sup> Carosso（1970）p.1

<sup>8</sup> ヘイズ・ヒュッパード（1991）102頁

<sup>9</sup> ヘイズ・ヒュッパード（1991）109頁

<sup>10</sup> New York Stock Exchangeの用語解説では以下のように記述されている。Also known as underwriters, investment banks serve as middlemen between corporations issuing new securities and the buying public. Investment banks perform a variety of other financial services, such as merger and acquisition advice and market analysis. (<http://www.nyse.com/glossary/Glossary.html>)

<sup>11</sup> Bank of America Investment Vocabularyの用語解説には以下の説明がなされている。Investment bankers buy and sell securities, such as stocks, bonds, and mortgages. They act as the intermediaries between the investor and the corporation or government that needs to finance its operations. An investment bank charges a fee for services relating to securities, such as advisory, negotiation, and distribution services.

(<https://corp.bankofamerica.com/documents/16307/245e63e2-a1a5-41c1-a3a8-a8e4a0399545>)

<sup>12</sup> 三菱UFJモルガン・スタンレー証券会社ウェブサイト (<http://www.sc.mufg.jp/wholesale/ibb/>)

<sup>13</sup> 三井住友フィナンシャルグループウェブサイト (<http://www.smfg.co.jp/aboutus/organization.html>)

<sup>14</sup> 括弧内の表記は野村ホールディングス株式会社『アニュアルレポート2009』33-34頁から引用。

<sup>15</sup> ゴールドマン・サックス（日本語版）では、「投資銀行部門は、国内外の企業や公共団体を主要顧客とし、M&A（企業の合併・買収等）等に関するアドバイザー業務、資金調達（株式・債券の発行等）等に関する引受業務等、マーチャント・バンキング部門等と連携したプリンシパル・インベストメント（自己勘定投資）に関わる業務等を通じて、顧客に対する財務上その他のソリューションの提供を行っています。」とある。また野村ホールディングスのウェブ・サイトでも「インベストメント・バンキング部門は、引受、アドバイザー等、多様なインベストメント・バンキング・サービスを提供しています」と述べている。（<http://www2.goldmansachs.com/japan/>）および（<http://www.nomuraholdings.co.jp>）

<sup>16</sup> Goldman Sachs 2007 Annual Report から引用。

<sup>17</sup> メザニン・ファイナンスとは劣後ローンや株式転換権付社債など、優先権の高い貸出と最も劣後な株式との中間に位置するファイナンスをいう。

<sup>18</sup> マートン・ボディ（2000 27-76頁）「金融環境を分析するための概念的枠組み」『金融の本質』

<sup>19</sup> プライベート・エクイティとは、非公開会社に投融資をして数年後に株式公開や第三者への転売することによって高いリターンをねらう。投資した会社の非常勤役員となることで会社経営に関与するハンズ・オン型が多い。

<sup>20</sup> BIS（Bank for International Settlement）が1988年に制定した自己資本規制で、国際的な市場で活動する銀行はBISが定めたリスク・レシオで算出したリスク資産に対して8%以上の自己資本を維持することが求められた。つまり、信用リスクや流動性リスクの程度を反映した自己資本規制といえる。

<sup>21</sup> Gurley & Show（1960）

- 
- <sup>22</sup> 青野 (2008) 196-199 頁
- <sup>23</sup> Benston & Clifford (1976) pp.215-31
- <sup>24</sup> Allen & Gale (2001) p.4
- <sup>25</sup> Allen & Gale (2001) pp.469-482
- <sup>26</sup> 代替投資 (alternative investment) とは株式や債券などを対象とする伝統的な投資に対してではなく、企業の経営権を獲得して企業価値を上げることで投資収益を狙うプライベート・エクイティや、さまざまなヘッジ・テクニックを活用して投資収益を狙う投資を代替投資、あるいはオルタナティブ投資という。
- <sup>27</sup> Allen & Gale (2001) p.474
- <sup>28</sup> Allen & Gale (2001) pp.490-494
- <sup>29</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.68-71
- <sup>30</sup> この項は Morrison & Wilhelm (2007a) pp.65-96 を参考に記述。
- <sup>31</sup> Morrison & Wilhelm (2007b) p.201
- <sup>32</sup> プライベート・エクイティ・ファンドとは株式未公開の企業の支配権を獲得して、企業価値を高めたうえで株式公開や第三者への売却を通じて投資収益を目指すファンドをいい、それらのファンドを運用することに特化した会社を運用会社という。カーライルや KKR などが有名。
- <sup>33</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.74
- <sup>34</sup> ソロモン・フロレス (2004) p.8
- <sup>35</sup> フクヤマ (1996) pp.35-37
- <sup>36</sup> フクヤマ (1996) p.66
- <sup>37</sup> フクヤマ (1996) p.64
- <sup>38</sup> 山岸 (1998) 46-53 頁
- <sup>39</sup> 蠟山 (2001) は、市場型間接金融を「金融機関からリスクを遠ざけられている家計が自ら自発的にリスクを負担する仕組み」とし、「広い意味での証券市場が金融の中枢に大きく存在し、一方では、そこに間接的に専門的金融サービスが付加された資金が投資家から流れ込む。さらに他方では、間接的にコーポレート・ファイナンス・サービスを伴った資金が借り手に流れて行く。これからはこうした広義の証券市場を中心としたシステムが大きくなる必要がある。こうした資金の流れを可能にする金融は市場型間接金融と命名できよう。」と述べている。(蠟山昌一 (2001)「市場型間接金融序論」『フィナンシャルレビュー March 2001』財務省財務総合政策研究所) また中小企業庁の 2005 年版中小企業白書によれば、市場型間接金融を「市場型間接金融とは、金融機関が企業に貸付けた貸出債権を裏付けとした証券 (CLO) を発行し、投資家がそれを購入することで、金融機関が負っていた貸出債権のリスクを投資家へ移転するものである。」と定義している。このように、市場型間接金融では専門的知識を有する投資銀行的な金融機関の存在が重要となってくる。
- <sup>40</sup> 『金融ジャーナル』2002 年 7 月号に掲載された「メインバンクは投資銀行的に」から抜粋



### 3 章 ビジネスモデルに関する先行研究のレビュー

2008 年 9 月に資産ベースで上位 5 位までにランクされていた大手投資銀行は、破綻するか、救済的に統合されるか、あるいは銀行持ち株会社に組織形態を変更するか、という形ですべて投資銀行としての存在を失った。しかし、投資銀行は 19 世紀末から 2008 年まで 150 年という長期間にわたって米国経済を牽引しただけでなく、後述するように、1929 年の金融大恐慌など多くの金融恐慌に遭遇し、また幾度にわたる連邦政府からの圧力を受けても生き延びてきた。その投資銀行がなぜ 2008 年 9 月に突然危機に陥ったのか。前章で述べたように、流動性や高いレバレッジ、あるいは巨額な報酬制度などだけが破綻の要因なのだろうか。投資銀行破綻の要因を探っていくためにはより長期間にわたって広範囲な視点、つまりビジネスモデルの視点から投資銀行を分析する必要がある

そこで、本章では投資銀行のビジネスモデルを構成する諸要素（戦略、組織構造、リーダーシップ、人材マネジメント、組織間ネットワーク、リレーションシップ・マネジメント）にかかわる先行研究をレビューしていく。そのうえで、本論で行う考察のための分析の枠組みを提示していきたい。

#### 1 節 ビジネスモデルに関する先行研究のレビュー

ビジネスモデルの概念についてはいくつかの先行研究があるが、その第一人者ともいえる Afuah (2004) によると、「ビジネスモデルとは、儲けるための枠組みであり、顧客に利益を提供し、かつ企業の収益をもたらすために、どの事業を行い、それをどのように、またいつ実行するかという一連の活動である」<sup>1</sup>としている。つまり、商品やサービスを提供するための一連の企業活動（戦略の策定から実行まで）を通じて、顧客に益をもたらし、ひいては企業収益を上げることを目的とする仕組みであるとする。Afuah (2004) のビジネスモデルの概念は図表 3-1 のようになっている。つまり、上方部分には企業を取り巻く外部要因、たとえば同業他社、供給者、消費者、新規参入者などの外部環境における機会あるいは脅威、また、制度や経済状況などのマクロ環境が置かれている。そして左右に競争戦略論の二つの大きな潮流が配置されている。つまり、Porter (1980) の戦略におけるポジショニング理論と Barney (2002) などの資源ベース・ビュー (Resource Based View: RBV) である。いわば、上部に配置された要素が外部環境で、左右に配置された要素が社内における強みと弱みの分析をベースにしたポジショニング戦略と自社の経営資源の効果的な活用戦略が配置されている。その意味で Afuah のビジネスモデルは、外部環境、ポジショニング理論、資源ベース・ビューを融合したともいえるモデルである。そして、一番下にはコストという要素が配置される。いくら戦略が立派に見えても、最終的に収益に結びつかなければ意味がない。コストに対する認識も重要な要素として取られている（図表 3-1）。

図表3-1 Afuahのビジネスモデル



(出所) Afuah(2004), p.10から翻訳作成

上記のビジネスモデルが収益を持続的にあげていくことができるかどうかをチェックするために、Afuah (2004) は VRISA と呼ばれる、以下の 5 つのポイントを挙げている<sup>2</sup>。

- ・ Value : 顧客価値を提供しているか (顧客価値)
- ・ Rareness (Uniqueness) : 希少価値があるか (希少性)
- ・ Imitability : 模倣されにくいか (模倣可能性)
- ・ Substitutability : 代替されにくいか (代替可能性)
- ・ Appropriability : 占有可能性はあるか (占有可能性)

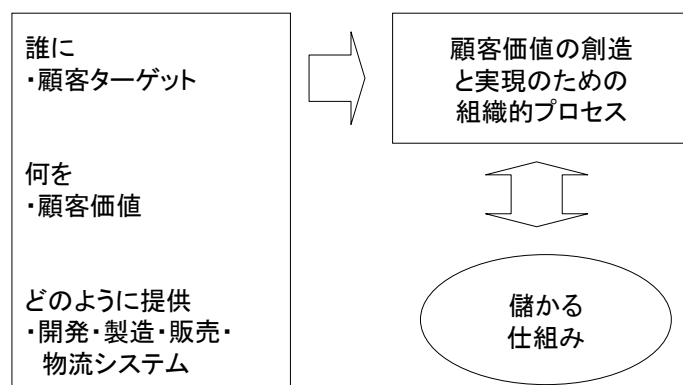
VRISA は、後述する Barney (2002) の VRIO フレームと相似しているが、VRIO が経営資源 (ヒト、モノ、カネ、情報) に視点を置いているのに対し、Afuah (2004) の VRISA はビジネス全体に視点を置いているといえよう。

安室 (2007) も Afuah (2004) と同様に利益に注目し、「顧客の満足を目的として、技術やノウハウを利益に変換する仕組みの構築」<sup>3</sup>とビジネスモデルを利益に変換する仕組みとしている。ただ、安室 (2007) は利益を生み出す前提として、「顧客の満足」を重視している。

寺本・岩崎・近藤 (2007) は「顧客の満足」を「顧客価値」(コア・バリュー)と表現したうえで、ビジネスモデルを、「顧客価値創造のためのビジネスのデザインに関する基本的枠組み」<sup>4</sup>であるとする。すなわち、「製品やサービスをどのようなプロセスで顧客に提供するかといった事業の仕組みや構造だけでなく、その仕組みや構造を適切に機能させるための組織や管理態勢を含めたビジネスの全体構造を示すものである」<sup>5</sup>と定義している。具体的には、図表 3-2 に示されているように、ビジネスの出発点として、まず顧客ターゲットを決め、その顧客に対してどのような価値を提供するのか、つまり中心的な顧客価値を明らかにし、そのうえで、その顧客価値を提供していくためには、どのように各種の経営資源を組み合わせ、どのように調達し、どのように顧客やパートナーとコミュニケーションを

行うかをデザインする必要があるとする。そして一連の顧客価値創造のための活動プロセスをコア・プロセスとし、コア・プロセスにおいて求められる組織上の優位性、つまり中核的な能力（コア・コンピタンス）を明確にしなければならないとする。そのうえで、組織的なコア・コンピタンスを担う人材（コア人材）の重要性も指摘している。本論文では、寺本等（2007）に従って、コア人材を企業のコア・コンピタンスを担う人材と定義する。

図表 3-2 寺本・岩崎・近藤（2007）によるビジネスモデル



（出所）寺本・岩崎・近藤（2007），p.27.

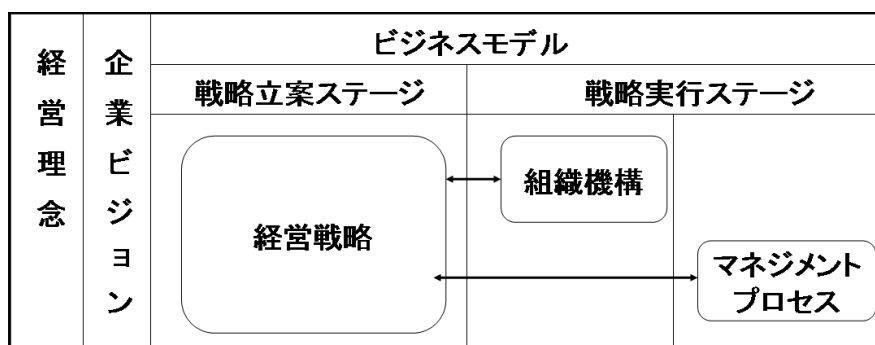
高橋（2001）<sup>6</sup>は、ビジネスとモデルを分けて考えたうえでビジネスモデルを定義する。つまり、ビジネスを「市場における製品やサービスの開発や提供を通して、顧客を獲得し、収益を確保しようとする活動体」と定義し、また、モデルを「我々が認識しようとする対象を簡略化して表現しようとするもの」と定義したうえで、ビジネスモデルとは「実際に存在するか、存在しようとするビジネスの主要な特徴をモデル化し、簡略な姿で表現したもの」としている。そして、寺本・岩崎・近藤（2007）と同様に、「どのようにして、製品やサービスの価値を具現し、それらの提供を通していかなる方法で顧客を獲得し、ビジネス上の成果に結び付けようとするのか」という「ビジネスのアーキテクチャー、つまりビジネス構想」であるとする。高橋（2001）は、このビジネスモデルを経営戦略の視点から捉え、図表 3-3 のような構成図を提示している。

高橋（2001）は、そのうえで、①コア・バリュー、②コア・コンピタンス、③コア・ビジネス・プロセスがビジネスモデルを構成する重要な要素であるとする。

寺本・岩崎・近藤（2007）も高橋（2001）も、ビジネスモデルを構成する重要な要素として、コア・バリュー、コア・コンピタンス、コア・ビジネス・プロセスを挙げている（寺本・岩崎・近藤（2007）はこれに加えてコア人材を挙げている）。

寺本・岩崎・近藤（2007）は、コア・バリューを顧客価値とし、顧客が価値を感じる商品やサービスの提供であるとする。同様に、高橋もコア・バリューを「ビジネスが顧客や株主、従業員などに対して、如何なる価値を提供するか」であり、「誰に対し、いかなる技術を持って、何を提供するかを決定する」というドメインの定義と重なるとしている。

図表 3-3 経営視点からのビジネスモデル



(出所) 高橋 (2001), p.26.

コア・コンピタンスについては、寺本・岩崎・近藤 (2007) はビジネスモデルの「プロセスにおいて組織の中核的な能力 (コア・コンピタス) (ダントツの得意技) を明確にしなければならない」<sup>7</sup>としたうえで、コア・コンピタンスの条件として、①ユニークで模倣しにくい、②十分な競争優位性を具備する、③新市場への拡大・応用の可能性が高い、④顧客満足度も重要度も高いこと、を挙げている。

高橋 (2001) も同様に、ハメル・プラハラッド (1994) の「顧客に対して、他社にはマネのできない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な力」<sup>8</sup>をコア・コンピタンスとしている。

コア・ビジネス・プロセスについては、寺本・岩崎・近藤 (2007) は、一連の顧客価値創造を引用して、一つ以上のことをインプットして、顧客に対して価値のあるアウトプットを生み出す行動としたうえで、「ビジネスが顧客に対して製品やサービスを企画し、これを制作し、顧客に提供するというビジネス活動」としている。

以上の先行研究に共通する点は、ビジネスモデルとは単なるビジネスを構成する仕組みではなく、戦略の立案と実行、組織マネジメント、コア人材の適切なデザインと実行 (コア・プロセス) を通じて企業の持続的優位性 (コア・コンピタンス) をもたらし、それが顧客の満足 (顧客価値あるいはコア・バリュー) に結びつくものであるといえる。

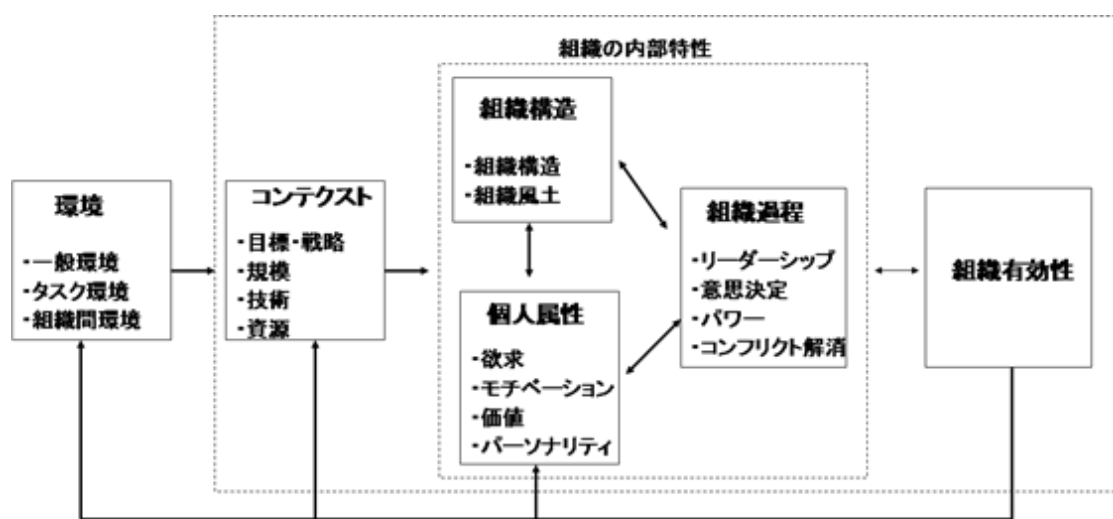
野中他 (1978) がその著書『組織現象の理論と測定』で提言した「総合コンティンジェンシー理論」は、外的要因と内部要因の相互作用のサイクルを通じて最終的に組織の成果を目指すというモデルであり、その点ではビジネスモデルであるとも考えられる。この理論は、コンティンジェンシー理論をオープン・システム・パラダイム組織の構造理論と密接な関わりをもった組織論における構造—機能分析の操作的展開としてとらえたものである<sup>9</sup>。つまり、①環境 (政治、経済などの広い一般環境、組織に直接影響を及ぼす特定のタスク環境や組織間環境など) という外部要因と、②組織構造 (組織の分業や権限関係など)、個人属性 (組織の成員の個人特性)、組織過程 (組織の成員の対人的な相互作用や活動、リーダーシップなど) という内部組織、および③外部要因と内部組織間に介在して内部組織

に影響を与えるコンテキスト（戦略、規模、技術など）という 3 つの要因が互いに作用しあう中から組織の成果が生まれ、それはまた環境や内部組織、コンテキストにフィードバックされていく。「有効な組織は、コンテキスト、組織構造、個人属性、組織過程の多元的な環境適合、つまり、複合バランスをはかっている」<sup>10</sup>のである。

このようなフィードバック・サイクルを通じて組織は環境に適応していくというのが総合コンティンジェンシー理論の基本的な考え方となっている<sup>11</sup>（図表 3-4）。

換言すれば、このモデルを構成している要素がうまくバランスできないと、組織の有効性は発揮できないことになる。

図表 3-4 総合コンティンジェンシー・モデル



（出所）野中他（1978），p.14.

以上、ビジネスモデルにかかわる先行研究をレビューしてきたが上記のビジネスモデルに関する先行研究が指摘していないことがある。当該組織と外部組織とのネットワークと顧客とのリレーションシップ・マネジメントである。組織内のビジネスモデル自体がコア・コンピタンスを有していたとしても、外部組織とのネットワークを活用し、リレーションシップ・マネジメントを通じて顧客にコア・コンピタンス届ける仕組みがないと顧客価値は生み出せない。本論文では当該組織と外部組織間の組織間関係を組織ネットワークと定義する。

また、河崎等（2001）が、「顧客価値創造のためのマーケティングとはお客様と企業が情報共有し、共に価値を創り出す「WIN-WIN」の関係を構築し維持すること」<sup>12</sup>が重要だと指摘する通り、企業と顧客が共に価値を創造するようなリレーションシップ・マネジメントがコア・コンピタンスを有するビジネスモデルを完成させるための重要な要素ということになる。本論では、企業と顧客（投資銀行と証券発行者）との取引関係、および企業が顧客に対してどのようなアプローチをとるか、ということのリレーションシップ・マネジメントと定義する。

以上のことを踏まえ、次節以下では、上述したビジネスモデルの構成要素に関する先行研究をレビューしていく。つまり、コア・コンピタンスを創造し持続させるための戦略（競争戦略）とそれを支え実行していく（コア・プロセス）ための組織、リーダーシップ、人材（コア人材）、組織間ネットワーク、さらには顧客価値（あるいは顧客満足）（コア・バリュー）を生み出すための顧客とのリレーションシップ・マネジメントに関する先行についてレビューをしていく。

## 2節 競争戦略に関する先行研究のレビュー

ゲマワット（2002）<sup>13</sup>が記述しているように、「戦略」という言葉の語源は「最高行政官」あるいは「軍の最高司令官」という意味として用いられた古代ギリシャ時代に遡る。19世紀前半に登場したカール・フォン・クラウゼヴィッツは戦略と戦術の概念について、「戦術とは戦闘における武力の用い方を意味するが、戦略とは戦争の目的を達成するための戦闘の用い方」と意味づけた。しかし、戦略という用語は専ら軍事的意味合いに使われており、経営の分野に応用されるようになったのは19世紀後に起こり20世紀になって本格化した第2次産業革命のころまで待つことになる。本論文の研究対象である投資銀行が登場してくる19世紀後半には鉄道会社や電力会社などの基幹産業だけでなく、さまざまな新たなタイプの企業が登場した。1900年前後に起こった規模の経済を目指した水平統合や1920年代の垂直統合により誕生した巨大企業の経営者たちは経営における戦略的思考の必要性を認識した。たとえば、1923年～1946年までゼネラル・モーターズの最高経営責任者（CEO）であったアルフレッド・スローン（Alfred P. Sloan）は、ライバルであったフォード・モーターズの強みと弱みを分析の上戦略を策定してゼネラル・モーターズを成功に導いた。

Chandler（1962）の *Strategy and Structure* が戦略に関する学術文献の草分けとされているが、その前にも、*The Functions of the Executive*（1938）（邦訳『経営者の役割』）や *Organization and Management*（邦訳『組織と管理』）（1948）などの著作のあるチェスター・バーナード（Chester R. Barnard）や、「成長の経済性はあらゆる規模の企業に存在する。それゆえ、いかなる規模の企業であれ、成長は、企業の観点からも経済全体の観点からも資源の効率的な利用である可能性がある」<sup>14</sup>と企業の成長メカニズムを分析したエディス・ペンローズ（Edith T. Penrose）などがある。ただ、チャンドラー（2004）は、「事業成長のプランニングと実行を『戦略』、新たに加わった活動や経営資源をマネジメントするための部門を『組織』<sup>15</sup>と定義したうえで、「戦略」を「長期の基本目標を定めたうえで、その目標を実現するために行動を起こしたり、経営資源を配分したりすること」<sup>16</sup>とする。さらに、チャンドラー（2004）は、組織形態をマネジメントのつくりを意味するとしたうえで、「組織は戦略によって決まり、いくつかの基本戦略が組み合わさるときわめて複雑な組織が出来上がる」<sup>16</sup>と主張する。現代の経営学における戦略の定義を初めて明確にしたという点においてチャンドラーが戦略に関する学術文献の嚆矢ということができよう。

寺本・岩崎（2004）も「経営戦略に関する研究は、1960年代から体系化されてきた<sup>17)</sup>」と指摘している。本節では、とくに1960年代における文献の中で、後述する競争戦略の視点から重要な布石となった3つ先行研究を取り上げたい<sup>18)</sup>。

ケネス・アンドリュース（Kenneth R. Andrews）<sup>19)</sup>は、1960年のビジネススクールでよく取り上げられていたSWOT分析（自社内部の強み（Strength）と弱み（Weakness）、および外部環境の機会（Opportunity）と脅威（たとえばThreat）を分析することで企業の適合を考察する方法）の要素を結びつけて、戦略の価値は自社のコンピタンスや経営資源が外部環境と適合しているかどうかによって決まるとした。そのうえで、①環境上の状況とトレンド（経済的、技術的、物理的、政治的、社会的など）、②機会とリスク、③独自コンピタンス（財務上、経営上、機能上、組織上の能力、評判、歴史）、④経営資源（機会を拡大あるいは制約、強みと弱みの明確化、組織能力の向上を図るプログラム）、の4つの要素のあらゆる組み合わせを考慮して、製品と市場を選択するとした。

セオドア・レビット（Theodore Levitt）<sup>20)</sup>は、企業が成長するためには自社の製品を中心に考えるのではなく、顧客のニーズに注目すべきであると主張した。企業の失敗は「変化し続ける顧客のニーズや思考、新しく改善された販売組織やマーケティング手法、あるいは補完産業における製品開発に製品を適応させられなかった」からであると指摘し、「企業全体を顧客創造と顧客満足のための有機体であるから見なさなければならない。経営者の使命は製品の生産にあるのではなく、顧客を創造できる価値を提供し、顧客満足を生み出すことにある」とした。その例として米国における鉄道会社の衰退を挙げている。鉄道の衰退は輸送需要が減少したのではなく、自社の業務内容（ドメイン）を「鉄道事業」と狭く定義して、市場のニーズの変化に対応できるように、「輸送事業」と広く捉えなかったためだとする。

これに対して、イゴール・アンゾフ（Igor Ansoff）<sup>21)</sup>は、「企業はときに、顧客を自社の事業活動の共通項とみなしてしまうことがある。しかし実際には、顧客が製品を使用する目的やニーズは多岐にわたることが多い」として、企業は戦略的焦点を維持するために、アンゾフは事業戦略や企業戦略における4つの共通項を定義することを提唱した。いわゆるアンゾフの製品・成長マトリクスである（図表3-5）。

1970年代以降、マイケル・ポーターを筆頭とするポジショニング戦略とバーニーに代表される資源ベース・ビュー（RBV）が中心となって経営戦略論が発展していく。ポーターの戦略論は、外部環境に注目して競争優位なポジションを得るというもので、自社を取り巻く5つの競争要因（同業内の競合企業との競争、新規参入の脅威、買い手の交渉力、売り手の交渉力、代替品の脅威）<sup>22)</sup>によってすべての企業の平均的収益性は決まるというモデルを提唱した。ポーターはそのほか、ターゲットとする市場規模と競争優位の源泉を軸として、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略の3つの戦略モデルを示した<sup>23)</sup>。



図表 3-5 アンゾフの製品—市場マトリクス

	既存製品	新製品
既存市場	市場浸透	新製品開発
新市場	新市場開拓	多角化

(出所) ゲマワット(2002), p.23 をベースに作成.

外部要因に着目したポジショニング戦略と対照をなす戦略論が、競争優位の源泉を内部の経営資源や組織に注目した、バーニーを代表とする RBV (リソース・ベースド・ビュー) である。この考え方は、1990 年代以降の「低成長ないしマイナス成長に転じた時代には、自社の内部経営資源を見つめ直し、企業の生き残りのためになにが本当の強みなのかを明らかにする必要がある」<sup>24</sup> という時代的背景から生まれた。バーニー (2003) は、「企業の異質性」と「経営資源の固着性」<sup>25</sup> を前提として、①保有する経営資源が外部環境の機会を活用し、脅威を無力化することができ、②その経営資源を保有する企業数が少数であり、かつ③その経営資源の複製コストが非常に高いか供給が非弾力的である場合、その経営資源は競争優位の潜在的源泉になるとした。

バーニー (2003) がいう経営資源とは、①財務資本 (戦略を構想し実行するうえで利用できる金銭的資源、②物的資本 (企業内で用いられる物理的技術、企業が所有する工場や設備、企業の立地などの資源)、③人的資本 (人材育成訓練、マネジャーや従業員が保有する経験、判断、知性、人間関係、洞察力などの人的資源)、④組織資本 (組織構造、企業内部での非公式な関係、外部企業との関係) の 4 つの内部属性を意味する<sup>26</sup>。バーニー (2003) は、Prahalad & Hamel (1990) の「コア・コンピタンス」(core competencies)、また Stalk, et al (1992) の「コア・ケイパビリティ」(core capabilities) を指して、「実際のところ、これらさまざまな呼称の意味する内容は微妙に異なるものの、ほぼ同じと考えてよい」<sup>27</sup>、と述べている。本稿では、これらの内部属性をコア・コンピタンスと呼ぶ。

これらの経営資源は抽象度が高いため、実際の運用にあたっては、その分析フレームとして VRIO 分析が用いられる。VRIO 分析とは、①Value (経済価値で「経営資源が外部環境における脅威や機会に適応できるか」を問うもの) ②Rareness (稀少性で、「その経営資源をコントロールしているのはごく少数の競合企業だろうか」を問うもの) ③Inimitability (模倣困難性で「その経営資源を獲得あるいは開発する際のコストは大きいのか」を問うもの) ④Organization (組織で、「上記の価値があり稀少で模倣コストの大きい経営資源を活用するための組織的な方針や手続きは整っているのか」を問うもの) という 4 つの視点から企業の経営資源の優位性を分析するものである<sup>28</sup>。つまり、外部環境の機会を捉えることのできる、稀少で模倣困難な経営資源を有し、その経営資源を有効に活用できる組織を持つ企業がコア・コンピタンスのある企業ということになる。



Prahalad & Hamel (1990) はバーニーのいう VRIO の概念をコア・コンピタンスとして紹介した。彼らは、「多角化企業は大木であり、幹や大枝が中核となる製品であり、各々の事業部門は小枝であり、葉、花、果実が最終製品である。これらに栄養、滋養や安定性を与える根のシステム (root system) がコア・コンピタンスである」<sup>29</sup>として、最終商品だけを見ていると企業の真の力を見失うとしてする。そのうえで、コア・コンピタンスであるための条件として、プラハラド・ハメル (1995) は以下の 3 つの条件を挙げる<sup>30</sup>。

第一は顧客に認知される価値、つまり顧客価値である。顧客の利益が中心にあるかどうか重要だとして彼らはホンダのエンジンを例に出して説明する。車を購入する人がホンダを選択するのは、高い燃費効率やきびきびとした加速、エンジン起動のスムーズさ、低騒音、低振動というエンジンの素晴らしさに魅力を感じて購入するのであって、ホンダのディーラーとの関係は二次的な能力とする。このホンダのエンジンを制作するスキル全体がコア・コンピタンスであるとする。

第二は競合他社との違いを出すことである。つまりユニークな競争能力を有しなければならない。これは独占的に企業力を持っているというのではなく、企業力のレベルが他社に比べて数段優れているということを意味する。

第三は先に述べた条件を満たしたコア・コンピタンスが新たな展開をもたらす、つまり新製品市場への参入の基礎を形成するものでなければならないということである。たとえば、ローラー・ベアリングにコア・コンピタンスを有している企業が、製品主体からスキル主体に見方を変えれば、新たな市場（たとえば VTR の内部に取り付けられる球場の精密な録音ヘッドなど）を見出すことができるようになる。

沼上 (2009) は、「物理的な製品に注目するのではなく、その製品が社会の中で果たしている機能、あるいはそれが果たしている顧客のニーズに注目せよ、ということの意味している」<sup>31</sup>とコア・コンピタンスを説明しているが、ハメル・プラハラド (1995) のいう 3 つの条件を的確に表現している。沼上 (2009) のいう「製品が社会で果たしている機能、あるいはそれが果たしている顧客のニーズ」に注目することは、つまり顧客のニーズを的確に捉えたうえでどのような戦略を策定していくかということになる。

### 3節 組織構造に関する先行研究のレビュー

バーナード (Barnard) (1938) は組織について、「二人ないしそれ以上の行為が協働的、すなわちシステムチックに調整されている場合にはその行為は組織を構成する」<sup>32</sup>と定義している。これに加えて柴田 (2009) のように、「一定の目的を持って」<sup>33</sup>という要素を付け加えることが多い。つまり、組織とは「一定の目的を達成するために、二人以上あるいはそれ以上の人々の意識的に調整された活動や諸力のシステム」ということができる。

組織構造論は、目的や戦略に対応してどのような組織を作り上げるかという研究であるが、野中他 (1978) が指摘するように、組織構造に関する研究で最も重要な源は Weber (1921)

の官僚組織論であろう。官僚組織は、①規則によって普遍的に秩序付けられた明確な職務権限が存在すること、②上位が下位の職位に命令するというハイアラーキーと階層的権限が存在すること、③職務の執行は文書で行われ記録されること、④職務の遂行のためには専門的な訓練が必要であること、⑤職務上の活動は専従化が求められること、⑥職務の執行はあまり変更されることがなく、習得可能な一般的規則に従って行われること、という特性を持っており、近代社会における最も合理的かつ効果的な管理機構といわれている<sup>34</sup>。

しかし、官僚組織には Weber (1921) が予想しなかった逆機能、たとえば、組織内部の抵抗、緊張、責任回避、部門間対立などの問題も生じ得る。このことから、1960 年には参加的・有機的な機能主義をベースとした組織構造を主張する議論 (McGregor (1960)、Likert (1967) など) が登場する。たとえば、リカート (1968) はその著書『組織の行動科学—ヒューマン・オーガニゼーションの管理と価値—』の中で、管理システムの異なる 4 つのシステム (①独善的専制型、②温情的専制型、③相談型、④集団参加型) を比較調査した結果、④集団参加型を採用している会社あるいは工場の方が、高い生産性、少ない損失、優れた労使関係がみられたとしている<sup>35</sup>。

野中他 (1978) も Burns & Stalker (1961) による研究を引用して 2 つの対照的な組織について記述している。つまり、外的環境の変化に対応できないで失敗する組織 (「機械的」経営システム) と対応することができる組織 (「有機的」経営システム) の特性である。それによると、「機械的」経営システムの特徴として、①組織全体の目標とタスクが個々の専門機能のところに分解されている、②その職能は組織の目標よりもむしろその達成手段の改善を追求しがちである、③職能単位のパフォーマンスは、その直接の上司によって階層レベルごとに調整される、④各職能には厳格な権利・義務・手続きが定義されている、⑤階層のトップにのみ知識が偏在している、⑥成員間の相互作用は垂直的である、⑦組織への忠誠心が要請され、上司への服従が成員資格となる、などが挙げられている。この組織は、安定的環境のもとでは有効に機能するとされている。つまり、「機械的」経営システムはウェーバーのいう官僚組織に相当する。

一方、外的環境の変化に対応できる「有機的」経営システムの特性としては、①専門知識や経験でもって組織の全体タスクに貢献する、②個々のタスクは問題解決的である、③個々のタスクはお互いに相互作用しあうことで調節・再定義化を不断に行う、④コントロール・権限・コミュニケーションはネットワーク状になっている、⑤情報は組織内の必要なところに与えられていて、そこが権限とコミュニケーションの一時的センターとなり、必ずしもトップの所に偏在していない、⑥コミュニケーションは水平的に流れ、それは階層職位を越えて報告・命令よりも相談というかたちをとる、⑦組織外部の環境に通用する専門性に高い価値が置かれる、⑧機械的システムにおける意味の階層構造はないが、経験に基づく年功制という成層化構造がある、⑨意思決定はコンセンサスによる共同意思決定というかたちをとり、そのリーダーシップはその決定問題に対して最も深い知識を持った人がとる、⑩協働が奨励されていて組織の価値と目標が成員に共有されている、などが挙

げられている。

ネットワーク組織という考え方は、1970年代から脱工業化という社会背景から登場してくる<sup>36</sup>。組織内ネットワーク組織の基本的な構造はフラットで分権的なものである。したがって、階層的な官僚組織と異なり、トップと現場の距離が近い組織となっている。

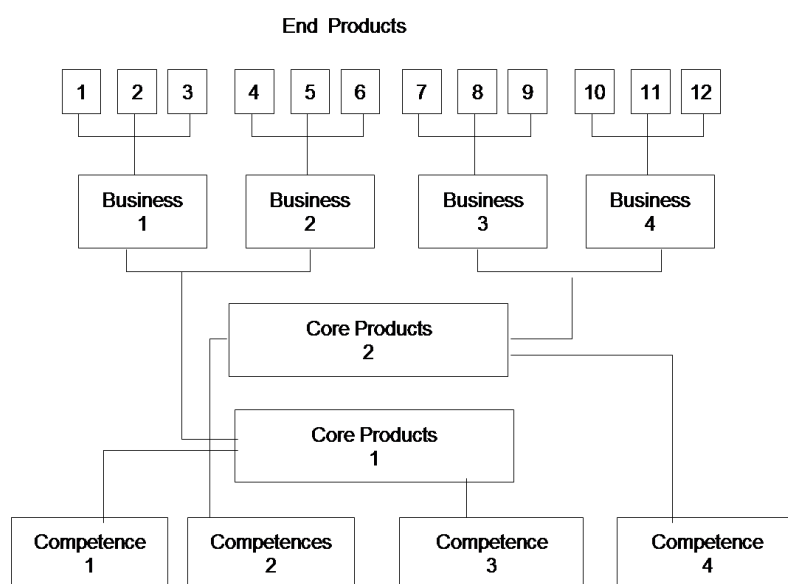
若林（2009）<sup>37</sup>は、組織内ネットワーク組織の特徴として、①フラットで緩やかな水平的結合であること、②従来の部門や組織の壁を超えて、特定の目的を共有しつつ、共通の規範、分権的なガバナンスを共有し、自律的な行動を行うこと、③ネットワークを通じて組織の内部や外部の人材、経営資源、情報を動員して利用できること、④市場や外部の環境を基準にした意思決定ができること、⑤自己組織的に柔軟な変化をすること、の5点を挙げている。これらの特徴は、ネットワーク組織を官僚組織より有利なものとしている。つまり、水平的で自律的な関係を持つ多元的な構造をもっているため、環境の急速な変化に対応（組み替え）ができるし、自己組織的であるため、環境の変化に対して主体的に新たな組織構造をデザインするメカニズムがあることである。さらに、グループによる継続的な学習や、異なる人材や集団とのネットワークを通じた学習は、ネットワーク組織を学習する組織として機能させることである。このような利点から、消費者の嗜好の多様化や急速な変化が激しい1970年代以降の成熟社会では、ネットワーク組織への移行が多くみられるようになっている。

しかし、官僚制組織の逆機能を全面的に否定するのではなく、その順機能・逆機能を組織の環境・技術・タスク・規模などとの関連でとらえるというコンティンジェンシー理論が展開されてくるようになる。野中（1978）は、Haas & Drabek（1973）の機能主義に対する批判、つまり、①機能主義は公式的組織構造を無視している、②非公式構造と個人の価値への反応を重視しているが成員間の個人関係に関心が示されていない、③中心の変数は極めて抽象的かつ曖昧である（たとえば環境の概念の分析がないなど）、を取り上げたうえで、「コンティンジェンシー理論は組織の環境適合あるいは組織の不確実性適合の中範囲理論として機能主義の有する理論的・操作的欠陥を克服する努力を意識的あるいは無意識的に行ってきたといえる」とし、「コンティンジェンシー理論を新機能主義とでも呼ぶことができる」<sup>38</sup>としている。つまり、コンティンジェンシー理論は、組織構造が機能的であるか否かは、環境・技術・規模などの組織状況に依存するという一般命題なのである<sup>39</sup>。

コア・コンピタンスを提唱したPrahalad & Hamel（1990）は、さきに述べたように、コア・コンピタンスの視点からみた企業構造を大きな木に例えている。つまり、最終製品（end product）が葉、花、実に相当し、事業単位（business unit）は葉や花を支えている小枝に相当する。そして、コア・プロダクト（core product）がその小枝を支えている幹や大きな枝であり、大きな木全体に成長や生命維持に必要な養分を補給する根にそうとうするのがコア・コンピタンスであるという（図表3-6）。したがって、最終製品だけを見るのではなく、コア・コンピタンス、コア・プロダクト、そして最終製品を生む事業単位の3層構造で捉えないと、企業は潜在的な事業機会をとらえそこなうおそれも出てくるとして、キャノン、

ホンダ、NEC などの例を挙げている、たとえば、キャノンはその光学、映像処理、マイクロプロセッサにおけるコア・コンピタンスがあったからこそ、コピー機、レーザープリンター、カメラ、スキャナの分野で大きなシェアを得ることができたとする。

図表 3-6 コア・コンピタンスの全体図



（出所）Prahalad & Hamel (1990), p.5.

この視点から Prahalad & Hamel (1990) は事業単位 (strategic business unit=SBU) で戦略を策定するいわゆる「SBU 管理」を批判する。「SBU 管理」手法はコンサルティング会社のボストン・コンサルティングが開発したもので、プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント (PPM) として知られている。この手法は、製品の成長性を縦軸に、競合他社との相対的な市場シェアを横軸に取ったマトリクスを作成し、ここに自社の商品を当てはめることで戦略を策定するものである。つまり、上述の 3 層の最終商品という 1 層だけで戦略を策定する。

Prahalad & Hamel (1990) はコア・コンピタンスと SBU を以下のように比較することでその差異を際立たせている (図表 3-7)。

図表 3-7 SBU 管理とコア・コンピタンス論の比較

	SBU 管理の分析視角	コア・コンピタンス論の分析視角
競争の基本	現在の製品の競争力をめぐる競争	コンピタンスの主導権をめぐる競争
企業構造	製品の市場性に関連した事業ポートフォリオ	コア・コンピタンス、コア・プロダクト、事業で構成されるポートフォリオ
事業単位の地位	自律性が不可侵 各 SBU は資金以外のすべての資源を所有	事業単位はコア・コンピタンスの潜在的保有源のひとつ
資源配分	個々の事業が分析単位の対象 資金は事業単位ごとに配分	事業もコンピタンスも分析単位の対象 経営トップが資金と人材を配分
経営トップの役割	事業間の資源配分の調整を通じた企業利益の最適化	戦略設計図の作成と将来のためにコンピタンスを構築

(出所) Prahalad & Hamel (1990), p.10 および与那原 (1996), p.88 から作成.

Prahalad & Hamel (1990) <sup>40</sup>は、図表 3-7 を提示したうえで、SBU の持つさまざまな問題点を指摘する。つまり、SBU は資金以外の経営資源を所有するので、SBU としての自律性があまりにも強くなり、会社全体のコア・コンピタンスに注意を払わなくなる。また、人材を自らの事業単位に拘束する傾向が強くなるため、能力のある人材を新しい事業機会に活用できないことも起こってくる。

上記の考え方から、ハメル・ブラハラド (1994) <sup>41</sup>は、1960 年代や 70 年代の中央集権主義、官僚主義、管理中心などの組織構造でも、またそのアンチテーゼとして登場した分権化、権限移譲重視の組織構造でもない、新たな組織構造を提示する (図表 3-8)。

図表 3-8 組織に対する考え方の比較と新しい考え方

テーゼ	アンチテーゼ	新しい考え方
本社中心	事業部	事業部間をつなぐ
集権化	分権化	集合
官僚主義	権限移譲	方向を示す
クローン人間	反逆者	活動家
技術指導	顧客主導	利益主導
事業多角化	コア・ビジネス	コア・コンピタンス

(出所) ハメル&ブラハラド (1994), pp.452-464 より作成.

その一つの方法が、プロジェクト・アプローチである。有望な事業機会が見いだされた場合にプロジェクト・チームが結成され、このプロジェクト・チームには社内のベストな人材を事業単位に関係なく引き抜く権限を与えられる。事業単位の境界を超えてベストなコンピタンス資源を活用できることで、3層の根や幹の部分を最大限に生かすことになるという。

野中・竹内（1996）は、知識創造の視点から新たな組織構造を提言している。野中・竹内（1996）<sup>42</sup>は、Polanyi（1958）<sup>43</sup>が示した暗黙知の概念に基づき、暗黙知を「主観的な知（個人知）、経験知（身体）、同時的な知（今ここにある知）、アナログ的な知（実務）」とし、形式知を「客観的な知（組織知）、理性知（精神）、順序的な知（過去の知）、デジタル的な知（理論）」と定義している。そのうえで、Polanyi（1958）と異なり、暗黙知と形式知は完全に別々なものではなく、相互補完的であるとし、2つの知が相互作用・相互循環する（知識変換）（knowledge conversion）ことで知識が創造される SECI（知識創造）モデルを提示した（図表3-9）。各自の経験を共有することで、メンタル・モデルや技能などの暗黙知を創造する「共同化」から、共同化された暗黙知をメタファー、アナロジー、仮説などの形を取りながら次第に形式化していく「表出化」のステップに進み、さらに、形式化されたコンセプトを組み合わせでひとつの知識体系を創り出す「連結化」のステップに進む。そして体系化された知識を行動に移す過程（行動による学習）（learning by doing）を通じて新たな暗黙知が生み出されるという「内面化」が起こる。

図表3-9 4つの知識変換モード



（出所）野中・竹内(1996), p.63.

佐々木（2004）<sup>44</sup>も、上記の暗黙知と形式知の相互変換（知識創造）を効率的に行っていくことが競争優位性を維持していくことになるとして、暗黙知と形式知の相互変換を効率的に行うためには、①知識を創造する「場」、②組織や個人に蓄積された「知識資産」、③場と知識資産を結びつけ、知識変換を活性化させる「リーダーシップ」の3つの要素が求められるとする。「場」とは、知識を有する人たちが集まる「物理的な場」だけでなく、信念や思いを共有する意味での「精神的な場」でもある。「知識資産」とは、設備や人間そのものではなく人間が生み出す知識であり、それが暗黙知と形式知の相互変換によって、

新しい知の創造につながる。そして、知識資産を活性化するためには組織的な展開の方向を定めるトップ・マネジメントが不可欠となる。

野中・竹内（1996）や佐々木（2004）が指摘するように、知識変換を促進するためには、共経験や、共経験できる「場」が不可欠となる。野中・竹内（1996）は、上記の暗黙知と形式知の変換モードを組織的に実現する「知識創造企業」をその著書『知識創造企業』で提言している。彼らはまず組織として知識創造を促進するために行わなければならない 5 つの要件を挙げる<sup>45</sup>。第一が組織の意図（intention）、つまり戦略である。「どのような組織を創造するかという知識ビジョンを作り出し、それを経営実践システムに具体化する」という組織としての意図が求められる。第二が組織のメンバーが自律性（autonomy）を持つことである。個人個人が自律性を持つことで、「組織は思いがけない機械を取り込むチャンスを増やすこと」ができたり、「新しい知識を創造するために自分を動機」づけたりすることにつながる。その結果、独自のアイデアが個人から生まれ、それがチーム、そして組織全体に共有されるようになる。第三が組織と外部環境との相互作用を刺激するゆらぎ（fluctuation）や創造的なカオス（creative chaos）である。外部との相互作用によって「ゆらぎ」が組織に入ってきたり、あるいは組織の危機などの状況で組織が「創造的なカオス」に直面したりする場合に、組織のメンバーの思考は中断され、考え直す機会となる。それによって知識創造が促進されていく。第四が組織に意図的に冗長性（redundancy）を持たせることである。つまり、組織のメンバーが当面必要のない仕事上の情報を重複して共有することである。この冗長性によって組織メンバー間の「非公式のコミュニケーション・チャンネル」が構築され、それが暗黙知の共有を促進することになる。また、冗長性によって組織のメンバーは自分の組織における位置を知ることになり、それによって個人が組織の方向性に合わすように自己抑制することを助ける。そして第五が最少多様性（requisite variety）である。つまり組織のメンバーが同じ程度の多様性を持つということである。最少多様性によって、組織のメンバーは情報を柔軟にさまざまな形で素早く組み合わせたり、平等に情報を利用したりすることになり、外部環境からの挑戦に的確に対応できる。野中・竹内（1996）は、各部門間を情報ネットワークで結んだフラットで柔軟な組織構造は一つの方法と指摘する。

そのうえで、野中・竹内（1996）<sup>46</sup>は知識創造を促進するマネジメント・プロセスとしてトップダウン・モデルでもボトムアップ・モデルでもない、ミドル・アップダウン・モデルを提示する。古典的な階層組織の典型的なマネジメント・プロセスであるトップダウン・モデルでは、組織のピラミッドのトップにいる役員たちがボトムから上がってくる情報に基づいて基本的なコンセプトを策定し、そのコンセプトの条件に沿ってミドル（中間管理職）が実行するための手段を決定し、ボトム（現場の社員）がそれを実行する。トップダウン・モデルの場合、知識はトップの役員だけが作り、ミドルやボトムはその実行部隊でしかない。トップの策定するコンセプトが適切であれば機能的なモデルともいえるが、組織のメンバー全員によって新たな知識を創造するという面では問題がある。

ボトムアップ・モデルは現場の社員（ボトム）が自律性を持って知識を創造し、それをも自分たちでコントロールする仕組みである。組織的には、トップダウン・モデルが階層構造（ヒエラルキー）であるのに対し、ボトムアップ・モデルは階層が少ない（3つあるいは4つ）フラットな組織となる。トップは自律性の高いボトムをサポートすることになるが、得てして現場のボトムは上下左右との対話を持たないことが多く、一人ひとりが創造する知識がグループや組織に広がらないおそれがある。

上述のように、トップダウン・モデルもボトムアップ・モデルも知識変換がうまくいかない。連結化（形式知から形式知へ）と内面化（形式知から暗黙知へ）の段階における知識変換はトップダウン・モデルでも可能となる。また、共同化（暗黙知から暗黙知へ）と表出化（暗黙知から形式知へ）の段階ではボトムアップ・モデルが可能となる。しかし、2つのモデルとも4つの知識変換すべての段階をカバーできない。また、この2つのモデルにおけるミドル（中間管理層）の役割がきわめて限られてくることである。トップダウン・モデルではトップの決めたコンセプトの条件内で実行手段を決めるという役割なので知識創造への関与は小さくなるし、ボトムアップ・モデルに至っては居所さえないような状況におかれる。

そこで、野中・竹内（1996）はミドル・アップダウン・モデルを提唱する。このモデルでは、ミドル（中間管理者）を社内情報のタテとヨコの流れが交差する場所に位置づけることによって、トップ（役員）とボトム（現場の社員）を巻きこむ「スパイラル変換プロセス」をつくることで知識創造を促進しようとするものである。つまり、「ミドルがトップとボトムを結びつける『接結点』となり、トップが持っているビジョンとしての理想と第一線社員が直面することの多い錯綜したビジネスの現実をつなぐ『かけ橋』となる」という考えに基づいている<sup>37</sup>。

野中・竹内（1996）は、3つのモデルの事例研究（トップダウン・モデルはGE、ボトムアップ・モデルは3M、ミドル・アップダウン・モデルはキャノン）を通して、図表3-10に示されている3つのモデルの特性を見出した<sup>47</sup>。そのうえで、後述する組織（ハイパーテキスト組織）を提言する。

ハイパーテキスト型組織とは、2項対立的に捉えられてきた階層型組織（ヒエラルキー）と任務組織であるタスクフォース型組織を、互いに補完的な形で統合するものである<sup>48</sup>。つまり、定型的な業務を効率よく大規模に行うことに適している階層型組織と、柔軟で適応力があるため、ある特定の目的を一定期間に達成することに適しているタスクフォーク型組織を補完的な形で統合するという考え方である。

ハイパーテキスト組織という名称は、コンピュータ上のスクリーンがいくつかのレイヤー（層）で構成されているということからのメタファーで、「ビジネス・システム」、「プロジェクト・チーム」、「知識ベース」の3つのレイヤーから構成される。



図表 3-10 3つのマネジメント・スタイルの特性比較

		トップダウン	ボトムアップ	ミドル・アップダウン
だ れ が	知識創造の主体	トップ・マネジメント	起業家精神の旺盛な個人	ナレッジ・エンジニアであるミドル・マネジメントが率いるグループ
	トップの役割	司令官	後援者・庇護者	触媒者
	ミドルの役割	情報処理者	自律的な個人	チーム・リーダー
ど の よ う な	蓄積される知識	形式知	暗黙知	形式知と暗黙知
	知識変換モード	部分的： 連結化と内面化に焦点	部分的： 共同化と表出化に焦点	全面的： 共同化・表出化・連結化・ 内面化のスパイラル
ど こ に	知識の貯蔵	コンピュータ・データベースとマニュアル	個人に封じ込められる	組織の知識ベース
ど の よ う に し て	組織	階層組織（ヒエラルキー）	プロジェクト・チームと非公式なネットワーク	階層組織とタスクフォース（ハイパーテキスト）
	コミュニケーション	命令/指令	自己組織化	対話とメタファー/アナロジーの使用
	カオスとゆらぎの許容度	カオスとゆらぎは許されない	カオスとゆらぎを前提とする	カオスとゆらぎを創造し、倍増する
	弱点	トップへの過度の依存	調整に時間とコストがかかる	冗長性のコストと人的疲弊

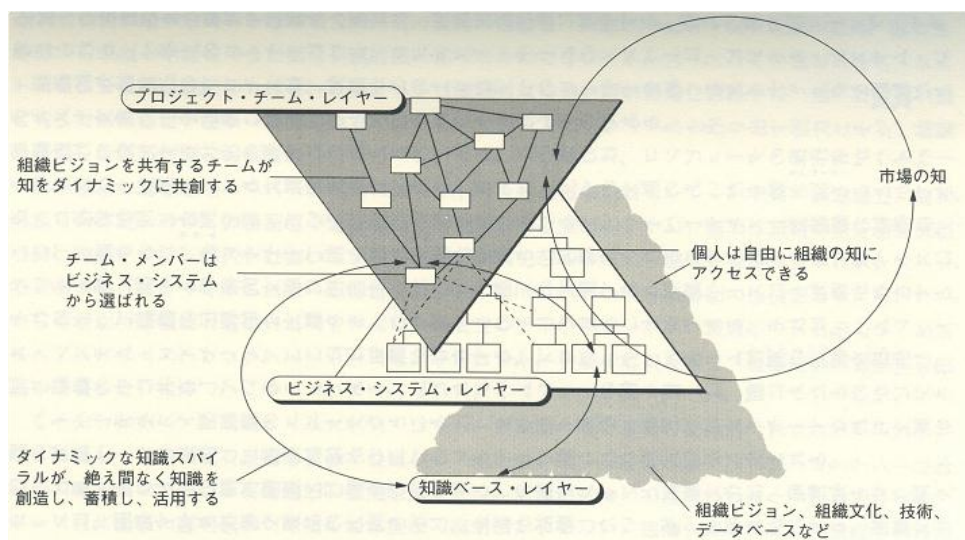
（出所）野中・竹内（1996），pp.194-240 から作成。

図表 3-11 にあるように、真ん中に位置するレイヤーが「ビジネス・システム」で、通常のルーティン業務が行われる。「ビジネス・システム」はルーティン業務を効率よく行えるようにピラミッド型の階層組織とする。「ビジネス・システム」の上に位置するのが「プロジェクト・チーム」レイヤーで、ここでは新事業開発などの知識創造活動に携わるタスクフォース型組織である。このレイヤーのメンバーは、さまざまな「ビジネス・システム」に所属するメンバーがプロジェクトごとに集められ、そのプロジェクトが完了するまでは「プロジェクト・チーム」の専属となる。つまり、プロジェクトが進行している間は「ビジネス・システム」にレポートをしない。図の一番下にあるのが「知識ベース」のレイヤーで、このレイヤーは現実の組織実体ではなく、上述の 2 つのレイヤーで創られた知識が再分類・再構成されるレイヤーとして存在する。

階層型組織とタスクフォース型組織を統合することによって両方の強みを発揮できることになる。階層型の「ビジネス・システム」レイヤーでは、知識の「連結化と内面化を通じて新しい知識を効率的に実践、活用、蓄積し、またタスクフォース型の「プロジェクト・チーム」レイヤーでは「共同化と表出化を通じて」新しい知識を創造していく、つまり知識の変換のすべてが、この 2 つのレイヤーにおける活動によって可能となるのである。そ

して、3つ目のレイヤーである「知識ベース」レイヤーは創造された知識の「貯蔵庫兼交換所」としての役割を果たすことになる。

図表 3-11 ハイパーテキスト型組織



(出所) 野中・竹内 (1996), p.253.

野中・竹内 (1996) は、ハイパーテキスト型組織をマトリクス型組織と混同しないように注意を促している<sup>49</sup>。マトリクス型組織は、生産、販売、財務、人事など業務内容を単位として組織を構築する仕組みであり、職能別組織形態 (図表 3-12) と製品別、地域別、顧客別などの基準で部門を構成する事業部制組織形態 (図表 3-13) のメリットだけを活かそうとする組織形態をいう。

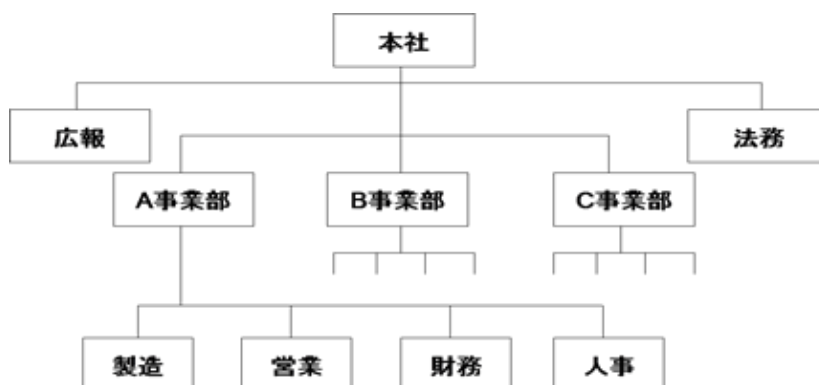
職能別組織は、各分野 (生産、販売など) の専門性の高いメンバーで部門を構成するため、①専門的な知識や技術を有効活用できる、②生産や販売がひとつの部門で行われるので規模の経済を実現できる、などのメリットがある。反面、①過度の専門化が進むと部門間の対立が生じかねない、②そのため部門間の調整コストが増える、などのデメリットも指摘されている。一方、事業部制組織は、事業部門や地域によって部門を構成し、各部門が自立したプロフィットセンターとして活動する。この組織のメリットとしては、①環境変化に迅速に対応できる、②損益の責任が明確である、③事業部門ごとの競争により企業全体の活性化が期待できる、が挙げられるが、一方で、①組織内の整合性に欠けること、②短期的利益志向が強まること、③人事や経理などスタッフ部門がすべての事業部門に配置されるため管理コストが高くなる、④事業部門間のセクショナリズムが強くなる、などのデメリットもある。

図表 3-12 職能別組織



(出所) 大月・高橋 (2003), p214.

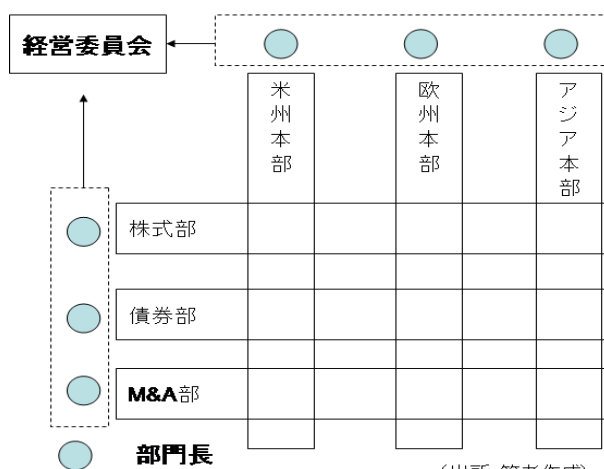
図表 3-13 事業部別組織



(出所) 大月・高橋 (2003), p.215.

上述の通り、職能別組織と事業部別組織の2つの部門を統合することで、双方のメリットを生かそうとしたのがマトリクス型組織である。筆者が勤務した投資銀行でもマトリクス型組織を採用していたが、最大の問題点は2人の上司にレポートをしなければならないことであろう。仮に事業部門の上司と職能部門の上司の意見が異なった場合、担当者はどちらの指示に従えばよいか苦しむことになる(図表3-14)。

図表 3-14 マトリクス組織



野中・竹内（1996）は、ハイパーテキスト型組織とマトリクス型組織の相違点を以下のように指摘している<sup>50</sup>。

- ① マトリクス型組織では、組織のメンバーは同時に2つの部署に所属する義務があるが、ハイパーテキスト型組織では、プロジェクト進行中はプロジェクト・チームだけに属し、それ以外の時はビジネス・システム・レイヤーに配属される。つまり、ハイパーテキスト型組織の場合には、マトリクス型組織の最大の問題点である2人の上司に同時に仕えるという問題がない。
- ② ハイパーテキスト型組織では2つのレイヤーが異なった方法（連結化・内面化と共同化・表出化）で知識を創造・蓄積するので知識創造を促進するが、マトリクス型組織は知識創造を意識した組織ではない。
- ③ ハイパーテキスト型組織では期限のあるプロジェクトごとにチームが組まれるため、より集中して経営資源を活用できる。
- ④ プロジェクト・チームの組織はフラットであるため、ミドル・アップダウン・マネジメントを促進する。

これまでレビューしたさまざまな組織構造の変遷に関しては、組織のライフサイクルの視点から多くの先行研究がある。ここでは、古典ともいえる Greiner（1972）<sup>51</sup>の成長の5段階モデルについて紹介しておきたい。

5段階成長モデルは、組織がどのように成長し、そしてどのような問題に直面し、それをどのように克服していくか、という点にポイントを当てて、組織の誕生から成長、成熟段階までの時間軸を5つの段階に分類したものである。この「5段階成長モデル」は、5つの要素、すなわち、①組織の年齢（Age of the organization）、②組織の規模（Size of the organization）、③成長段階（Stages of evolution）、④変革段階（Stages of revolution）、⑤産業自体の成長率（Growth rate of the industry）の視点から組織の成長を考えている。彼によると、組織はある成長段階から次の成長段階に行く過程で、前の成長段階の問題を変革によって克服して次の段階に進むとしている。

野中他（1978）はその著書のなかで、「5段階成長モデル」の各段階の成長と変革の特徴を以下のようにまとめている。

この5段階のモデルに従えば、成熟化と規模の増大につれて段階的な成長と革新の局面を迎える。つまり、当初は創造性に満ちた企業家が組織を非公式組織で成長させるが、規模の増大につれて彼のリーダーシップに問題をきたしてくる。この危機を乗り切るのが、組織の公式化、職能分化で、集権的命令システムを作り上げることで次の成長をする。しかし、この集権的構造は組織の下位単位の自律性を欠くことから、新たな危機を招く。この危機に対処するのが分権的組織構造の採用であり、下位単位の自由裁量を拡大させることで成長を遂げる。しかし、この分権化は組織全体の統合に欠けるという危機を招き、全体的調整が必要となる。そのため、本社機構が拡充され、スタッフがパワーを握るようになると、組織の形式主義が充満すること

になり硬直化という危機を生み出してくる。この硬直化に対処するのがチーム制とかマトリックス制組織と呼ばれる、協働を目的とする横割り組織の構造である。このような組織変動の諸段階において、経営の焦点、トップ・マネジメントの経営スタイル、コントロール・システム、および報酬制度の力点もそれぞれ変化を遂げていくのである(野中・加賀野・小松・奥村・坂下, 1972, pp.421-423)。

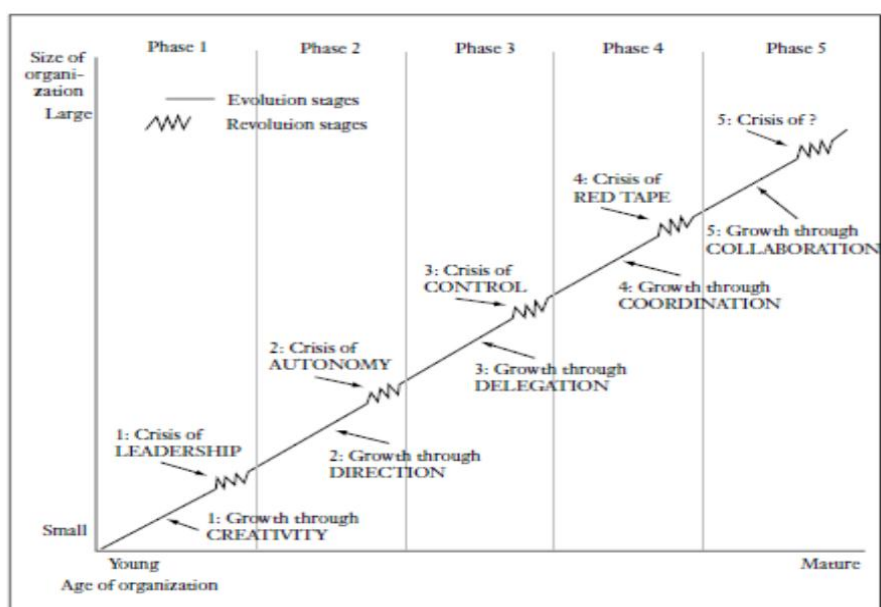
組織の第1段階は、創業者による創造性(Creativity)の段階で、創業者の創造力によって組織が成長する。しかし、規模が大きくなってくると組織内のコミュニケーションの欠如など、リーダーシップに問題が発生し、組織を集権的構造に変革することで第2の成長段階に入る。しかし、集権的構造から生じる自律性の制限によって現場など下位レベルの従業員のモチベーションの低下という問題が発生してくる。この問題を分権化という変革を行うことで克服し、第3の成長段階(権限移譲(Delegation)による成長段階)に進む。しかし、権限の委譲によって下位レベルのモチベーションは高まるが、行き過ぎることによる組織全体の統制の危機に直面するようになる。この問題は第2段階の集権的構造に回帰するのではなく、分権の行き過ぎを、予算設定や評価体系の構築を行うなど適切なコントロール・システムを導入することで、分権化とコントロールのバランスをとりながら成長する、つまり第4の成長段階(調整(Coordination)による成長段階)に進む。しかし、管理スタッフが力を得てくると、形式主義に流れるなど、いわゆる官僚制の逆機能が発生する。この問題解決のために、部門横断的な人的交流や協働を通じて、柔軟で行動的なアプローチが必要となる。この協働(Collaboration)による成長が第5の成長段階である(図表 3-15)。

Greiner(1972)は、第5の成長段階の特徴として、以下の諸点を挙げている。

- ① チームによる行動を通じて問題を迅速に解決する
- ② チームは職能を超えてタスクごとにつくられる
- ③ 本部スタッフは削減され、部門間にわたる組織とする
- ④ 問題解決に必要なチームとするためにマトリックス組織が活用されることが多い
- ⑤ 問題の発見・解決のために幹部社員による会議は頻繁に行われる
- ⑥ 効果的なチーム行動を促す目的で幹部社員の教育プログラムを活用する
- ⑦ 日々の意思決定のためにリアルタイムの情報システムを構築する
- ⑧ 報酬システムは個人の成果ではなくチームの成果をより重視する
- ⑨ 全社的につねに新たな試みを奨励する

Greiner(1972)は、その論文の中で、多くの米国企業はすでに第5の成長段階にあるとしている。しかし、彼は第5の段階の次に来る段階について述べていない。ただ、過度のチームワークや改革へのプレッシャーから生じ得る心理的飽和状態(psychological saturation)がこの段階の問題となるのではないかと述べて、適度な休息や新たな動機付けが求められるのではないかとしている。

図表 3-15 成長の 5 段階モデル



経営の焦点	作って売る	オペレーションの効率性	市場の拡大	組織の結合	問題解決と革新
組織構造	非公式	集権的かつ職能部制	分権的かつ地域別	ライン・スタッフと製品グループ	チーム・マトリクス
トップ・マネジメントのスタイル	個人主義型かつ企業家型	指揮型	委譲型	目付役型	参加型
コントロールシステム	市場成果	標準とコスト・コントロール	報告とプロフィット・センター	計画と投資センター	互恵的目標設置
経営組織の力点	所有	給与と成果配分主義	個人ボーナス	利益配分と持ち株制度	チームボーナス

(出所) Greiner (1997), reprinted of (1972) p.397 および野中他(1978), p.422.

以上、コア・コンピタンスの視点とそのベースとなる知識創造の視点から組織構造にかかわる先行研究をレビューしてきたが、以下では、無限責任制のパートナーシップ組織（日本では合名会社に相当する）にかかわる先行研究をレビューしていきたい。

Morrison & Wilhelm (2007a) は、投資銀行にとって「評判」と顧客からの「信頼」が重要な要素であるとし、顧客が評価する暗黙知の提供が不可欠だとする。そのためには、人材間での暗黙知の移転、つまり、コア人材から暗黙知を有さない人材へのきめ細かい指導（close mentoring）を通じてコア人材の育成が求められるという。そのうえで、無限責任制のパートナーシップ組織が暗黙知の移転に適しているとする。彼らは、この点について、パートナーシップ組織の構成員である上級パートナーと新人スタッフの両者の視点から説明する。

上級パートナーが暗黙知の移転のために指導をするインセンティブには 2 つのケースが考えられる。1 つは、指導の対価（指導料）を期待できるケース、もう一つが指導に失敗すると大きな損失を上級パートナー自身が被るケースである。指導の内容に法的な財産権が

確立しており、それを契約化できるのであれば、指導料を見返りとして指導することも可能となる。しかし、暗黙知に法的な財産権 (property right) を確立することは不可能である。つまり、上級パートナーが指導を行わずに対価を要求することも、あるいは新人が暗黙知移転のための指導が行われなかったとして対価の支払いを拒否することも、裁判所で検証することができないからである。

したがって、2 つ目のパートナー自身が大きな損失を被るケースが暗黙知移転のインセンティブとなっている。パートナーシップ組織は株式会社と異なり部外者からは不透明な存在であるため、パートナーシップ組織自体の評判はパートナーが顧客に提供するサービスの質で判断される。上級パートナーが指導をした新人が昇格してパートナーとなった場合、仮にそのパートナーの質が低いと、そのパートナーだけでなく、パートナーシップ組織自体の評判が下落し、結果として指導者である上級パートナーだけでなく、無限責任を負っているパートナー全員が損失を被ることになる。有能なコア人材を育成することはパートナーすべてにとって重要な課題なのである。

一方、指導を受ける新人にとってもパートナーに昇格するかどうかは自身の将来に大きくかわる。つまり、パートナーに昇格できない場合には、転職の際に不利な要素になる。換言すれば、パートナーに昇格すれば有利な転職も可能となる。したがって、上級パートナーはパートナー昇格条件を厳しくし、新パートナーがパートナーに昇格する際に受け取るパートナー株式に対して容易に売却できないような条件を付す。しかし、将来、パートナーとして組織に貢献すれば大きな利益を期待できることになる。このため、上級パートナーも新人も組織に長期にコミットするインセンティブがあることになり、暗黙知の移転が可能となる<sup>52</sup>。

Bar-Isaac (2007) も、パートナーシップ組織における暗黙知の移転を「評判」(reputation) の視点から分析している。法律事務所やコンサルティング・ファームなど専門的な知的サービスを提供する組織 (プロフェッショナル・サービス・ファーム<sup>53</sup>) にとって評判は極めて重要となる。顧客は通常サービスの提供を受ける前にサービスの対価を決めなければならない。したがって、プロフェッショナル・サービス・ファームの評判や顧客自身の経験をベースに取引の可否を決める。逆にいえば、プロフェッショナル・サービス・ファームとその構成員の評判を確立し維持することが組織の優位性に直結することになる。Bar-Isaac (2007) は定量的な分析を通じて、評判を確立した上級パートナーにとっては組織の評判を維持することと、将来高い価格でパートナー株式を後輩のパートナーに売却するために、また、評判の確立していない新人にとっては自分自身の評判を高め、将来パートナーに昇格するために、互いにコミットするインセンティブがあることを検証している。

#### 4節 リーダーシップとコア人材に関する先行研究のレビュー

前節で述べたように、コア・コンピタンスを有する企業であるためには、知識創造企業であることが不可欠である。佐々木 (2004) <sup>54</sup>は、上記の暗黙知と形式知の相互変換 (知識

創造)を効率的に行っていくことが競争優位性を維持していくことになるとして、暗黙知と形式知の相互変換を効率的に行うためには、①知識を創造する「場」、②組織や個人に蓄積された「知識資産」、③場と知識資産を結びつけ、知識変換を活性化させる「リーダーシップ」の3つの要素が求められるとしている。「場」とは、知識を有する人たちが集まる「物理的な場」だけでなく、信念や思いを共有する意味での「精神的な場」でもある。「知識資産」とは、設備や人間そのものではなく人間が生み出す知識であり、それが暗黙知と形式知の相互変換によって、新しい知の創造につながる。そして、知識資産を活性化するためには組織的な展開の方向を定めるトップ・マネジメントが不可欠となる。

寺本・中西(2000)<sup>55</sup>は、コア・コンピタンスを担う人材(コア人材)のタイプの一つとして「プロデューサー型人材」を挙げている。「プロデューサー型人材」とは、「事業の目的を設定し、その実現のために多様なエキスパートを組織化し、資金その他の必要な資源を調達し、適切なプロセスや場をデザインすることによって、複雑な活動を調整し、創造性と効率性を最大限発揮できるようマネジメント」できる人材をいう。

「プロデューサー型人材」は、山岡(2008)<sup>56</sup>の変革型トップ・マネジメントの主張にも一致する。彼らは、「トップ・マネジメントによる戦略的な変革ビジョンは、組織の経営資源と外部環境と相互作用を将来にわたって見極め、組織の進路を方向づける役割を果たす」として、トップ・マネジメントの質の重要性を述べている。

リーダーシップに関する議論の系譜を辿ると大きく3つの流れに分類される。第一がリーダーシップ特性論(trait theory)で、リーダーの身体的、社会的、精神的な面におけるリーダーの特性に注目するものであった。たとえば、決断力、協調性、信頼性、忍耐力などの個人的資質や創造力、交渉力、表現力、管理能力、説得力などの個人的能力に注目した理論である。しかし、Stogdill(1948)はそれまでの先行研究を分析したのち、「いくつかの特性を持ち合わせているからといってリーダーになるわけではない」(A person does not become a leader by virtue of the possession of some combination of traits.)<sup>57</sup>と、リーダーの個人的資質や能力だけが有能なリーダーの要因ではなく、リーダーを取り巻く状況がリーダーシップに影響を与えていると主張し、個人の資質や能力だけをリーダーの特性とする理論を批判した。

Stogdill(1948)が指摘するように、個人の持っている資質よりも組織としての共通の目標の設定や目標の達成について組織のメンバーに影響を与えることのできる人がリーダーシップの資格として必要であることに異論はないが、Kirkpatrick & Locke(1991)<sup>58</sup>が指摘しているように、個人の資質や能力だけがリーダーの特性ではないものの、少なくともある特性をもっていれば、リーダーとして成功する可能性が高くなるとして、さまざまな先行研究から、① 駆動力(達成意欲、大志、活力、粘り強さ、主導力)、② リーダーとしての高いモチベーション、③ 正直さと誠実さ、④ 自己への確信(感情的に安定していることも含め)、⑤ 認知能力、⑥ ビジネスに関する知識、の6要件を有していれば、リーダーとしての成功率が高くなるということもできよう。

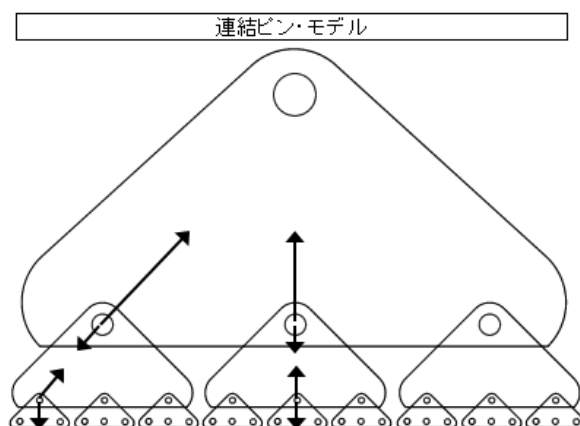


実際、野中・竹内（1996）が記述しているように「強い信念」（自己への確信）という特性が功を奏した例がある。彼らは著書『知識創造企業』で、ジャック・ウェルチが CEO として指揮をとった GE をトップダウンの事例として紹介しているが、その中で「握手でもって取引をまとめるウェルチの能力は、自分が作ったビジョンを自分で「正当化」してしまう。事実正当化のために他の人を頼る必要などない。自分のビジョンや行動を自分で正当化できるのである。（中略）強力なリーダーシップが、企業間の境界を超える組織間での知識のミックスを促進するのである」<sup>59</sup>と記述している。

リーダーシップの流れの第二がリーダーシップの行動理論である。行動理論は 1940 年以降発達した理論で、リーダーシップ特性理論が個人の特性に焦点を当てているが、行動理論はリーダーの行動に焦点を当てている。オハイオ州立大学で行ったリサーチから名づけられたアイオア研究<sup>60</sup>（1950 年）や同じくミシガン大学での研究（ミシガン研究<sup>61</sup>）（1961 年）、ムートン（1964）<sup>62</sup>などを通じて、リーダーシップを仕事志向型のリーダーシップと人間関係志向型のリーダーシップにモデル化することでリーダーシップのあり方をリサーチした。

リーダーシップ行動理論で注目したいのがリカート（1961）<sup>63</sup>の研究である。リカートは組織の管理スタイルを、①独善的専制型（システム 1）、②温情的専制型（システム 2）、③相談型（システム 3）、④集団参加型（システム 4）に分類して業績結果を分析しているが、システム 4 の集団参加型が最も高い業績をみせた。システム 4 ではリーダーがフォロワーを信頼したため意思決定が広く組織全体で共有され、その結果上下左右の民主的な集団参加型コミュニケーションが行われ、フォロワーの満足度も生産性も上がるという理想的な管理システムとされた。リカート（1961）によると、システム 4 には集団的意思決定システムが整備されているという。つまり、小集団が組織構成の単位となって各集団が重複的に階層構造を形成して、意思決定やコミュニケーションが行われるのである。この小集団のリーダーが「連結ピン」となって、上下左右とのコミュニケーションを果たし、その結果組織全体の共通認識が生まれるとする（図表 3-16）。

図表 3-16 リカートの集団参加型管理スタイル



（出所）リカート（1961），p.113.

リカートのいうシステム 4 に整備されている小集団意思決定システムは、先に述べた野中・竹内（1996）のミドル・アップダウン・モデルに通じるものがある<sup>64</sup>。

リーダーシップ論の第三の流れは、コンティンジェンシー理論である。効果的なリーダーシップは状況に合わせてダイナミックな行動をとるべきではないか、という組織と同様なコンティンジェンシー理論である。よく知られているのがフィードラー（1967）<sup>65</sup>のLPC（Least Preferred Co-workers）理論である。フィードラーはリーダーと部下の関係を3つの要因、つまり①リーダーが組織のメンバーに受け入れられる度合い（LPC）、②課題の明確さの度合い、③リーダーの職位と権限の度合い、という3つの変数を使って調査した。この結果、3つの変数がいずれも高い状況（部下との関係が良好で、仕事の課題が明確で、上司の権限が強い）の場合には仕事重視のリーダーシップが効果を発揮し、また3つの変数がいずれも低い状況（人間関係がよくなく、仕事の課題が曖昧で、上司の権限も弱い）の場合にも仕事重視のリーダーシップが効果を発揮した。そして、3つの変数がどちらともいえない（中程度）の場合にのみ人間志向のリーダーシップが効果を発揮することを発見した。つまり、フィードラーの発見によれば、リーダーとフォロワーの間にミスマッチがある場合には、リーダーシップのスタイルを変更する（自己改革をする）か、状況を変えるか、あるいはリーダーを変更するという選択肢から最良のものを選択するしかないことになる。

上記の3つの流れ、すなわち、リーダーシップ特性理論、リーダーシップ行動理論、リーダーシップ・コンティンジェンシー理論とは異なる視点からリーダーシップ理論を展開したのが変革型リーダーシップ理論である。寺本・中西（2000）や若林・松山（2008）が指摘する変革型リーダーシップという考え方である。つまり、変革型リーダーシップ理論は「フォロワーの動機付けや欲求構造を変えることや戦略の変更、組織そのものの変更、組織文化の変革など、『変革する』ためのリーダーシップについての理論構築を試みている」<sup>66</sup>のである。

Burns（1978）<sup>67</sup>は、リーダーシップのタイプを交換型リーダーシップ（transaction leadership）と変革型リーダーシップ（transformational leadership）に区別する。交換型リーダーシップは、フォロワー（部下）の業績に応じて報酬を与えたり懲罰を与えたりするというスタイルでリーダーとフォロワーの関係は明確である。一方の変革型リーダーシップは影響力だけでなく、高い倫理性を持って、互いに刺激しあうことで、フォロワーだけでなくリーダーのモチベーションやモラルも高めるとしている。（leaders and followers raise one another to higher levels of motivation and morality）

Burns（1978）の考え方を発展させたのが Bass（1990）で、変革型リーダーシップの特徴を以下のように指摘する<sup>68</sup>。

- ① カリスマ（charisma）：ビジョンおよび使命の意味を提供する、誇りを注入する、敬意や信念を増加させる
- ② インスピレーションの活性化（inspiration）：高い期待をコミュニケーションし、努力を集中させるシンボルを使い、単純な方法で重要な目的を提示する

- ③ 知的な刺激 (intellectual stimulation) : 知識、合理性、丁寧な問題解決を促進する
- ④ 個別的な配慮 (individualized consideration) : 個人的な注意を示し、フォロワーを個々にコーチし、アドバイスを与える

変革型リーダーシップと時に同義的に使われるリーダーシップがカリスマ型リーダーシップである。日野 (2004) が記述するように、カリスマ的支配とは「伝統や公式の権威ではなく、支配者の持つ非日常的な資質を被支配者 (フォロワー) が情緒的に認めることによって成立する」<sup>69</sup>。したがって、リーダーが持つ特別な資質や行動のおかげで組織や個人が業績を上げることができるとフォロワーが認識するからこそカリスマ型リーダーシップを発揮できるのである。日野 (2004) は House (1977) を引用して、「フォロワーがカリスマリーダーの資質や行動として認識しているものとして挙げたのは、高い自信、支配性といった資質、イメージ形成、目標の明確化などである」<sup>70</sup>としている。たとえば、目標を達成する行動において、「リーダー自身がリスクを取る姿勢を示し、自己犠牲的な行動を取る」<sup>69</sup>などがカリスマ的リーダーシップにつながるとする。

ここで注目したいのは変革型リーダーシップやカリスマ型リーダーシップの倫理的な視点からの研究である。バーナード (2011) は、リーダーシップとは「必要欠くべからざる社会的な本質的存在であって、共同目的に共通な意味を与え、他の諸誘因を効果的ならしめる誘因を創造し、変化する環境のなかで、無数の意思決定の主観的側面に一貫性を与え、協働に必要な強い凝集力を生み出す個人的確信を吹き込むものである」<sup>71</sup>としたうえで、組織の存続はリーダーシップの良否に依存し、その良否はその基礎にある道德性の高さから生じる」と道德性の重要性を説く。つまり、「リーダーシップの質、その影響力の永続性、その関連する組織の存続性、それによって刺激される調整力、これらすべてが道德的豊富の高さと道德的基準の広さをあらわす」<sup>70</sup>と主張する。

日野 (2004) は、1970 年代以降のさまざまな変革型リーダーシップ理論を倫理あるいは道德の視点からレビューしている。日野 (2004) は、リーダーの動機および価値観から図表 3-17 のように変革型リーダーシップのマトリクスをつくっている<sup>72</sup>。

図表 3-17 真および偽の変革型リーダーシップ

		行動	
		一致	不一致
価値観	利他	真の変革型 リーダーシップ	一貫性なき 偽の変革型 リーダーシップ
	利己	本質的な 偽の変革型 リーダーシップ	日和見的 偽の変革型 リーダーシップ

(出所) Price (2003) より日野 (2004), pp.1-22

利他的な価値観を持ち、その行動にもぶれがないのが「真のリーダーシップ」であり、一方、価値観自体が利己的で高度に利己的なリーダーは「本質的な偽の変革型リーダーシップ」といずれも明快である。問題は、利他的な価値観を持っているが時に利己的な行動に出る場合（「一貫性なき偽のリーダーシップ」）や、本来は利己的な価値観を持っているが周囲の関心を買えそうな時には利他的な行動をとる場合（「日和見的偽のリーダーシップ」）である。「一貫性なき偽のリーダー」や「日和見的偽のリーダー」が企業を取り巻くステークホルダーに多大な損害を与えるケースは企業の不祥事件が後を絶たないことでもわかる。

もうひとつはカリスマ型リーダーシップの動的な視点からの倫理問題の研究である。日野（2004）は Conger & Kanungo（1998）<sup>73</sup>の研究をベースに記述している。カリスマ型リーダーシップは、動機、影響力の行使の方法、リーダーの目的の3点から分析される。組織のメンバーだけでなくステークホルダーや広く社会に対して利他的な動機を持つ場合は肯定的カリスマ・リーダーシップと位置づけられ、利己的な動機の場合には否定的と位置づけられる。影響力の行使の方法については、権限移譲が肯定的で管理は否定的と分類される。そして3番目のリーダーの目的では、フォロワーの態度、信念、価値観を変革することを目的とする場合には肯定的となり、フォロワーの追従行動を強調する場合には否定的となる（図表3-18）。

図表 3-18

カリスマ型リーダーシップの二形態の比較

	肯定的形態	否定的形態
動機	利他的	利己的
明白な要求	自己に密接に関わるものとしての関心 ・制度的パワー ・社会的達成 ・自律/自己啓発	自己に密接に関わるものとしての保身 ・個人的パワー ・自己的達成 ・自己の勢力拡大
影響力戦略	エンパワーメント（権限移譲）	管理
フォロワーの行動についての目的	フォロワーの中核的な態度、信念、価値観を変革することによる価値の内面化を強調	追従行動とリーダーへの同一化を強調
道徳的価値観	倫理的	非倫理的

（出所）日野（2004）， p.14.

企業がコア・コンピタンスを確立するためには、リーダーシップだけではない。佐々木（2004）が指摘するように、模倣困難で価値の高い「知識資産」となるコア人材の育成も重要である。

ではコア人材とはどのような人材なのだろうか。Lepak & Snell（1999）<sup>74</sup>は、取引費用理論（Transaction cost economics）<sup>75</sup>、人的資本理論（Human capital theory）<sup>76</sup>、資源ベース・ビュー（RBV）の3つの理論や考え方をベースに人材管理の在り方をモデル化した。ヒューマンリソース・アーキテクチャー（人材ポートフォリオ）モデルである（図表 3-19）。このモデルは、必要とされる人材（人的資源）の特徴に応じてその調達や組織との関係性の築き方や人事管理の在り方を変える必要があることを明示したモデルであり、縦軸に人的資源の独自性（Uniqueness of human capital）（企業特殊性）、横軸に人的資源の価値（Value of human capital）を置いている。人的資源の独自性について、Lepak & Snell（1999）は、Barney（1991）のリソース・ベース・ビュー（RBV）などを引用したうえで、人的資源が企業にとって独自のものになるほど外部調達が困難な「暗黙的な技術や知識」（tacit skills and knowledge）となり、競争力をもたらすとしている。同様に、人的資源の価値についても、RBV を引用して、企業の有効性や効率性を高め、ビジネス機会を開拓し、同時にビジネス脅威を軽減する能力と定義している。

3-19 ヒューマンリソース・アーキテクチャー

人的資源の企業特殊性	高	<b>第4 象限</b>	<b>第1 象限</b>
		人材調達方式: 提携	人材調達方式: 内部育成
		組織と人材の関係: パートナーシップ	組織と人材の関係: 組織重視
		人事管理の在り方: 協力・共同開発重視	人事管理の在り方: コミットメント重視
低	低	<b>第3 象限</b>	<b>第2 象限</b>
		人材調達方式: 契約	人材調達方式: 外部調達
		組織と人材の関係: 市場取引的	組織と人材の関係: 共生的
		人事管理の在り方: 服従重視	人事管理の在り方: 市場価値ベース
		低	高

（出所: Lepak & Snell (1999)および若林・松山(2003)より筆者一部修正）

ヒューマンリソース・アーキテクチャーによると、第1象限の人材が最もコア・コンピタンスがあることになる。第1象限の人材は、企業特殊性が高く、人的資源の価値も高い。企業特殊性が高いので、その人材のもつ技術や知識はその企業独自のものであり、競争企業はなかなか模倣できないうえ、外部の人材市場から調達することも困難となる。また人的資源としての価値も高いので、企業の競争優位性を高めることに貢献する。したがって、この象限の人材は、長期的な観点から内部育成をし、企業も人材も同じ目的を共有するこ

とが求められる。つまり、第1象限の人材と企業との関係は「組織重視的」なものとなる。ただし、この象限の人材の外部転出を回避するために、企業は長期に働くようなモチベーションやコミットメントを与えなければならない。この象限の人材はRBVで言うところの「模倣困難性」をもたらすので、コア人材とすることができる<sup>77</sup>。

一方、第2象限の人材はたとえば会計士のように専門性は高いが企業の特异性は低いので、ひとつの企業に定着するインセンティブをもたない。したがって企業側も必要に応じて労働市場から調達できる人材となる。第3象限は定型業務に従事させる人材で、労働市場からの調達あるいはアウトソーシングの対象となる。第4象限の人材は、たとえば基礎研究分野の科学者やエンジニアなど企業価値の向上には直接関係しないが特異性は高いので、情報共有をベースとしたパートナーシップの構築が求められる<sup>78</sup>。

第1象限の人材にとって不可欠な知識が暗黙知である。先に述べたように、野中・竹内(1996)は暗黙知(主観的な知、経験知、同時的な知、アナログ的な知)と形式知(客観的な知、理性知、順序的な知、デジタル的な知)の2つの知が相互作用・相互循環(知識変換)することで知識が創造されるとした。しかし、2つの知の相互作用が効率的に行われるためには、「場」(物理的な場だけではなく精神的な場も意味する)が不可欠である<sup>79</sup>。人々が場に参加することで、「無意識のうちに相互に観察し、コミュニケーションを行い、相互に理解し、相互に働きかけ合い、相互に心理的刺激をする」、それが結果として「情報の蓄積」と「協働的な組織行動」をもたらすことになる<sup>80</sup>。もちろん、「場」が知の相互作用をするためには、「知識資産」(組織や個人に蓄積された資産で無形資産などを意味する)が存在しなくてはならないし、また「場」と「知識資産」を結びつけて活性化させる「リーダーシップ」も不可欠となる。その意味で、ここまで記述してきた組織構造、リーダーシップとコア人材は密接に関連しあっていることがわかる。

## 5節 組織間ネットワークに関する先行研究のレビュー

生成期および発展期の投資銀行が個人銀行という資金的にも規模的にも限られていた状況にありながら、巨額の証券の発行を行うことができたのは、顧客との強いリレーションシップ(取引関係)にもよるが、同業の他の投資銀行との強いネットワークによるところも大きかった。その意味で、本節では外部組織とのネットワークに関する先行研究をレビューしていきたい。

寺本(1990)は、「単一の組織だけでは適応が困難になる状況のもとで、組織がとる代替的な戦略のひとつが『組織間ネットワーク』の形成である」<sup>81</sup>とし、①提携、②ライセンス、③共同開発、④ジョイントベンチャー、⑤ボランタリーチェーン、⑥下請化、系列化、グループ化、を組織間ネットワークのタイプとして挙げる。そのうえで、組織間ネットワークの特徴として、①個々の組織が相互に一定の独立性を維持しながら、かつ一定の関係付の中で、相互に存在している状態にあること、②ネットワーク内で交換されるもの

は、広い意味での経営資源であること、③交換に参加するメンバーの範囲、資格要件、加入・脱退の条件などは多くの場合あらかじめ決められていること、を挙げている。③の組織間ネットワークにおける交換の条件は、自由な交換を原則とする純粋な市場取引でも、また、組織に所属する人間に限定された組織内での交換とも違い、いわば市場での交換と組織内での交換が混合した交換であることといえる。その意味から、寺本（1990）は組織間ネットワークを、「市場と組織（内部組織）との中間的な性格をもったいわゆる『中間組織』」<sup>81</sup>と位置づけている。

西村（1998）は、Warren（1967）を引用して以下（図表 3-20）のような 4 つの組織間ネットワークを示している<sup>82</sup>。

図表 3-20 組織間ネットワークの 4 類型と相互作用の特徴

	組織間ネットワークの種類			
次元	単一型	連邦型	連合型	社会選択
全体目標に対する ユニットの関係	全体目標達成のために組織化されたユニット	ユニットは分裂した目標を持つが、全体目標のために公式組織がある	ユニットは分裂した目標を持つが、全体目標のために非公式の協創がある	全体目標はない
全体的意思決定の 所在	全体構造のトップ	全体構造のトップにあるが、ユニットの基準が制約となる	公式の全体構造がなく、ユニット間の相互作用のうちにある	ユニット内
権限の所在	全体構造の階層のトップ	主にユニットレベル	完全にユニットレベル	完全にユニットレベル
分業の構造的規定	全体組織内に分業のために構造化されたユニット	自律的に構造化されたユニット：自身の構造に影響する分業に同意する	自律的に構造化されたユニット：場当たりの分業には同意するが、リストラクチャリングは行わない	全体の文脈内には公式に構造化された分業はない
リーダーシップ・ サブシステムへの コミットメント	高いコミットメント の規範	適度なコミットメント の規範	ユニットのリーダーだけに対するコミットメント	ユニットのリーダーだけに対するコミットメント
コミットの定型化 された集団思考	高い	適度	低い	ほとんどない

（出所） Warren（1967）， p.406 を引用した西村（1998）， p.204.

4 類型の相互作用は、図表 3-15 にあるように、①全体目標に対するユニットの関係、②全体的意思決定の所在、③権限の所在、④分業の構造規定、⑤リーダーシップ・サブシステムへのコミットメント、⑥コミットの定型化された集団思考、の 6 つの次元で分析さ

れている。

西村（1998）は、連邦型ネットワークにおけるネットワークの管理組織（*federation management organization*=FMO）の存在を、「互いにつながりを発展させようとする組織が数多くある場合、組織間の相互依存を促進し管理するために、集権的構造が展開される」<sup>83</sup>と意義付けている。

投資銀行の強みのひとつであったシンジケートは、顧客との交渉や条件決定、証券の割り振りなどを行う主幹事（*lead manager*）のもとに引受けグループ、販売グループで構成されるが、このシンジケートは上記の分類では連邦型ネットワーク組織といえるであろう。

唐沢（2002）はドラッカー（1995）<sup>84</sup>を引用したうえで、「組織の枠を超えて経営資源をやりくりする能力が決め手である」<sup>85</sup>と記述し、ネットワークを、①アウトソーシング型ネットワーク組織と②価値創造型ネットワーク組織に大別している。

アウトソーシング型ネットワーク組織はコスト削減を目的としたアウトソーシングではなく、自社の得意な分野を徹底的に強化し、弱い部分を外部に委託することによって形成される組織と組織のつながりで、コア・コンピタンス強化型アウトソーシングネットワーク組織と呼ぶ<sup>86</sup>。本稿の研究対象である生成期の投資銀行のシンジケートにおける引受けグループ（生成期の投資銀行）と販売グループ（ブローカーなど）とのネットワークが、コンピタンス強化型アウトソーシングネットワーク組織に相当しよう。このタイプのネットワークのメリットとして、①社会的要請の変化に迅速に対応できること、②投資リスクの減少、③投下資本利益の増加率の増加が挙げられる。

一方の価値創出型ネットワーク組織とは、組織や人が技術・知識・アイデア・情報などを提供し合うことによって、新たな価値を創造するネットワークを意味する。このタイプのネットワークの主役は人間であり、本質は人間の相互作用である。そのため、このタイプのネットワークの成否は、互いの人格に対する深い理解に基づく高度な信頼関係に依存する。そのためにはネットワーク構成員の間に長期間にわたって培われた信頼関係が求められる<sup>87</sup>。強い民族的・文化的つながりで結ばれている生成期の投資銀行間のネットワークや、英国マーチャント・バンクやドイツの投資家層とのネットワークが価値創出型ネットワークに相当しよう。

若林（2009）もネットワーク構成員間の強い凝集性が、ネットワークでの信頼関係を発達させ、技術や情報の共有や組織活動の改善には効果的であるとしている<sup>88</sup>。そのうえで、企業間ネットワークにおける信頼関係を3つのタイプ、すなわち、①制度的な信頼関係、②能力的な信頼関係、③意図的な信頼関係に分けている。制度的な信頼関係は契約の履行が法律や社会制度で保証されていることに依拠する信頼であり、能力的な信頼関係は企業が持つ能力に対する信頼であり、意図的な信頼関係は将来の共同発展の意思に対する信頼性である<sup>89</sup>。

山岸（1998）<sup>90</sup>は、信頼を「能力に対する期待」と「意図に対する期待」に分けて、2つの信頼の相違を説明する。たとえば、電力会社や政府が周囲の住民に原子力発電所の安全



性をPRするのは、原子力発電所に対する信頼を原子力発電所の「能力」の問題だと考えているのに対し、住民の側が電力会社や政府が本当のことを住民に知らせていないだろうと思っている場合には、住民側は「意図」の点で信頼を置いていないことになる。若林（2009）のいう能力的な信頼関係は山岸（1998）の能力に対する期待に相当し、意図的な信頼関係は意図に対する期待に相当しよう。その意味で、ビジネス上のネットワークが持続的に機能するためには意図的な信頼関係が求められることになる。

## 6 節 リレーションシップ・マネジメントに関する先行研究

本節では、本論の研究対象である投資銀行のリレーションシップ・マネジメントに焦点をあてて先行研究をレビューしていきたい。まず、金融機関の顧客リレーションシップを論じる際の前提として、リレーションシップ・バンキングとその対極にあるトランザクション・バンキングに関する先行研究をレビューし、つぎに投資銀行業務におけるリレーションシップに関する先行研究をレビューし、最後にリレーションシップに関する実証研究をレビューしていく。

リレーションシップ・バンキングの定義は必ずしも明確ではない。一般的には、「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うビジネスモデル」<sup>91</sup>とされている。

Boot（2000）<sup>92</sup>はリレーションシップ・バンキングについて興味深い議論を展開している。まず、Boot（2000）はリレーションシップ・バンキングを以下のように定義する。

- ① 機密情報（proprietary information）を含む顧客企業特有の情報（customer-specific information）を入手するために投資をすること。
- ② 当該顧客企業との長期間にわたる多面的な取引関係を通じて、上記の投資の収益性を評価すること。

つまり、「顧客特有の情報」と「多面的な取引関係」をキーワードとしてリレーションシップ・バンキングを捉えており、リレーションシップ・バンキングが成立するためには、①入手する情報が公表されていないこと、②入手する情報は多面的な取引関係を通じて長期間にわたって得られたものであること、③入手する情報は機密情報であること、という 3 条件を満たすことが必要であるという。

Diamond（1984）<sup>93</sup>など多くの先行研究も、リレーションシップの長期化・深化（事前・中間・事後のモニタリング）を通じて得られるさまざまな定量・定性的情報をベースに、取引先との情報の非対称に起因するエージェンシー・コストの解消を目指すのがリレーションシップ・バンキングとする。

Aoki and Dinc（1997）はリレーションシップ・バンキングを、「将来のレントを期待してファイナンスを継続して行うことが黙示的に期待される」（the financier is expected to make additional financing in a class of uncontractible states in the expectation of future rents over time）<sup>94</sup>

関係と定義しており、ベンチャー・キャピタリストが企業の成長段階に応じてファイナンスを継続的に行うことや、企業業績が低迷しているときにメインバンクが将来の評判レントや独占レントを期待して行うファイナンスをリレーションシップの典型例として挙げている。

つまり、リレーションシップとは会社特有の非公開情報の交換をベースに、互いに黙示的に将来の利益の享受を期待している関係ということができる。

一方、リレーションシップ・バンキングの対極にあるのがトランザクション・バンキングであるが、Boot (2000) はトランザクション・バンキングを、一企業と一回限りの取引をすること、あるいは複数の企業と同一の取引をすること、と定義している。また、個別取引における信用リスクや担保資産の審査に基づき、収益性や安全性という観点だけで融資の可否や条件を決定する方式をいい、借入企業と貸出銀行間の情報の非対称の存在を前提とした貸し手の一方的な尺度による与信判断であるとも定義される（信金中央金庫総合研究所 金融調査情報 2003 年 7 月 15－3 号）。具体的には、クレジットスコアリング (credit scoring) や資産担保に基づく貸出がトランザクション・バンキングの典型といえる。

Scott (2006)<sup>95</sup>は、ビジネスリスクとマネジメントリスクの観点からリレーションシップ・バンキングとトランザクション・バンキングを論じている。ビジネスリスクを「経済、業界、地域市場環境などの変化に起因するリスク」(risk of default attributable to changes in the economy, industry, or local markets) と定義し、ビジネスリスクは財務データや過去のデフォルト率などの「ハードな情報」(hard information) によって審査できるとする。一方、マネジメントリスクは「企業の事業計画の実行力や経営環境の予期せぬ変化への対応力」(the execution of a firm's business plan and the ability to respond to unexpected changes in the operating environment) と定義し、長期間にわたる緊密なリレーションシップで得られる「ソフトな情報」(soft information)、つまり定性情報によってのみ評価できるとしている。Scott (2006) による分類では、ビジネスリスクで判断できる取引関係がトランザクション・バンキングであり、マネジメントリスクを得ることで初めて結ばれる関係がリレーションシップ・バンキングということになる。

ここでは、貸出を中心とする銀行業務におけるリレーションシップ・バンキングとトランザクション・バンキングの比較を行ったが、投資銀行業務はリレーションシップ・バンキングなのであろうか。それともトランザクション・バンキングなのであろうか。

2002 年 7 月に公表された『金融システムと行政の将来ビジョン』は、今後の金融システムのあるべき方向として「市場機能を中核とした複線的金融システム」を提言している。同ビジョンによると、ホールセール金融業務は金融技術を駆使して個々の企業のニーズに応じた資金調達を提供し、企業の合併や分社など企業再編に関わるアドバイス機能を果たす投資銀行業務の比重が高まると予想している。同時に、市場金融が主体となる投資銀行業務においてはリレーションシップという要素が希薄になるとも記述している。つまり、市場金融モデルにはメインバンク・システムでみられたような長期的リレーションシップ

は存在せず、取引案件ごとに特定の分野で高度な専門性を有する投資銀行を選択するというトランザクショナルな要素が濃くなるという前提に立っている。果たしてこの前提は正しいのであろうか。

以下では、投資銀行のリレーションシップに焦点をあてた先行研究をレビューする。

先に Boot (2000) によるリレーションシップ・バンキングの定義を紹介したが、Boot (2000) は投資銀行もリレーションシップ・バンキングの範疇に入ると論じる。つまり、広範にわたる長期的な関係から顧客企業独自の情報（機密情報を含め）を業務上入手するのは銀行独自の特徴ではなく、投資銀行にも適用できるとする。特に Boot (2000) は証券引受け業務に注目し、引受け時に投資銀行が負う発行企業の信用リスクおよび販売リスクは商業銀行の貸出業務のリレーションシップ・バンキングに類似するものであると主張する。つまり、投資銀行は引受け審査の過程で発行企業との多面的なコンタクトを通じて企業特有の非公開情報を得るだけでなく、販売リスク軽減のために投資家との多面的なコンタクトを通じて情報を得る。これは前述のリレーションシップ・バンキングの条件を満たしていることになる。さらに、Boot (2000) は、ベンチャー・キャピタルにおける投資家と企業との関係を例に挙げて、プライベート・エクイティや私募債についても、長期的リレーションシップが重要な役割を果たすとしている。

Scott (2002) によるマネジメントリスクとビジネスリスクの観点からも、投資銀行のリレーションシップを考察することができる。たとえば、財務情報や業界情報などのハードな情報だけでは、顧客が期待する M&A アドバイザリー・サービスを提供できない。買収ターゲット企業の経営陣や従業員、業界の評価や取引先の評価など多岐にわたるソフトな情報が極めて重要となる。投資銀行において、M&A アドバイザリーや引受け業務を中心に行う投資銀行部門と、流通市場で委託売買やトレーディングを行う債券部門や株式部門が完全に隔離<sup>96</sup>されている事実は、投資銀行部門が非公開情報など顧客企業固有の情報を有することを示している。

Allen and Gale (2001) も、新しいパラダイムにおいてリスクマネジメント機能が有効に作用するためには、金融仲介機関と顧客との間に黙示的な長期リレーションシップが必要であるとする。これは、その複雑性からリスクマネジメント・コストが従来の市場コストに比べて高くなる反面、その結果を事前に把握することが困難であることによる。つまり、事前に高いコストを要求する関係ではなく、将来の損益を互いに補完し合う黙示的な長期リレーションシップのほうがリスクマネジメントを中核とする金融仲介機能には有効となるという。

日本における先行研究では、首藤・松浦・米澤 (1996) が Boot (2000) と同様に、証券の引受業者の観点からリレーションシップを考察している。この研究では、証券の引受業者は発行企業の「代理人」とであると同時に、発行企業と投資家を結びつける「仲介者」でもあると定義する。つまり、引受業者は発行企業に対する機能と投資家に対する機能の二つを合わせ持つ。その上で、以下のように引受け機能を分解している。まず、発行企業に

対する機能として、①発行計画の発案（origination）②発行リスクの引受け（underwriting）③販売（distribution）の3つに分解し、銀行と同じ機能、つまり情報生産機能、リスク負担機能、監視機能の観点から以下のように分析している。

- ① 発行計画の発案：発行計画の発案（発行条件、発行方法、タイミングなど）は引受業者の専門知識やノウハウを投入する高度の「情報生産活動」。
- ② 引受け審査：引受け審査は発行会社の「品質」に関する「情報生産活動」。
- ③ 引受け：売れ残りリスクや発行決定から販売までの価格変動リスクを負う行為で、商業銀行のリスク負担機能（保険機能）に相当する。このリスクの対価（保険料）が引受手数料（underwriting fee）で、売出し価格の不確実性が高いほど、またリスク分担の程度が大きいほど、リスクプレミアムは大きくなり、引受手数料も大きくなる。
- ④ 投資需要に関するマーケティング：発行証券に対する潜在需要を発掘するためのマーケティング活動は、引受け審査と対をなす基本的な「情報生産活動」といえる。特に引受け審査とマーケティングという2つの情報生産活動の結果は、発行価格と発行直後の価格差という形で明確に現れるため引受業者に対する評価に直結する。発行価格と発行直後の市場価格差が小さいほど、引受業者の情報生産能力が高いことになる、
- ⑤ 証券発行後のフォロー：長期的に引受業者として市場の信用を維持するためには、発行審査という事前モニタリングだけでなく、発行後も事後的なモニタリング（アナリストレポートなど）を通じて情報生産活動を行う。

上記のように論じた上で、首藤・松浦・米澤（1996）は、米国では引受業者が「企業の規律づけ」に貢献していると、以下のように指摘する。

アメリカでは、発行企業が公募発行を選択する積極的な理由として、引受業者による企業活動の「モニタリング」機能が重視されているといわれる。発行企業自身が、買収の脅威から企業価値の過小評価を嫌い、市場での適正な評価を要求するからである。そのために、債券格付け機関、独立の会計士事務所、外部重役、機関投資家によるチェックに目を配るだけでなく、アンダーライターである「投資銀行」に対しても、外部の「監視機関」としての役割を期待している（首藤・松浦・米澤（1996）， p.136）。

以上、いくつかの先行研究をベースに投資銀行のリレーションシップについてレビューしたが、投資銀行業務においても商業銀行と同様に、長期リレーションシップに基づく情報生産機能、リスク分担機能、監視機能が存在することが確認できた。さらに、投資銀行が新しいパラダイムでリスクマネジメント機能を有効に果たす上でも、顧客との黙示的な長期リレーションシップが有効であることも確認できた。

実際、米国の投資銀行が顧客企業と長期的リレーションシップを有していたことを実証する先行研究は多い。たとえば、S. Hayes, Spence and Marks（1983）<sup>97</sup>は、1978年当時の米国上位20社の投資銀行の顧客関係（856社）を分析した結果、以下の諸点を指摘している。

- ① モルガン・スタンレー、ソロモン・ブラザーズ、ゴールドマン・サックスなど歴史的に基盤が強固な上位業者が、規模が大きく質的に高い企業顧客層を持っている。
- ② 上位の業者による集中度が高い。たとえば、すべての産業分野における対顧客企業関係の半分以上が上位 4 社によって占められ、80%強が上位 8 社で占められている。
- ③ 1970 年代の投資銀行の顧客関係はかなり流動的であった（1976 年～1978 年の期間 30%の企業が投資銀行を変更）が、上位業者は大手顧客の大部分を維持している。

Eccles and Crane (1988)<sup>98</sup>は、投資銀行の取引モデルを、ワンバンク・モデル (one bank model)、ドミナントバンク・モデル (dominant bank model)、コアグループ・モデル (core group model)、トランザクションバンク・モデル (transaction model) の 4 つに分類している。

ワンバンク・モデルは単一の投資銀行とリレーションシップを持つ形態で、取引関係が確定しているので投資銀行は情報サービスだけでなく人的資源など顧客にとって必要な経営資源を思い切って投入することができる。顧客にとっても競合企業に機密情報が流出するおそれがないので、戦略などの機密情報を含めあらゆる情報を取引投資銀行に開示してベストのサービスを受けるというインセンティブが働く。その意味で、ワンバンク・モデルは日本における単独メインバンク・モデルに似ている。

ワンバンク・モデルの対極にあるのがトランザクションバンク・モデルで、企業はどの投資銀行ともリレーションシップを持たずに、取引ごとに最も良い条件を提示する投資銀行と取引する。ワンバンク・モデルとトランザクションバンク・モデルの中間に位置する取引形態がドミナントバンク・モデルとコアグループ・モデルである。ドミナントバンク・モデルは特定の投資銀行 1 社と非常に強いリレーションシップを持ち、大半の取引がドミナントバンクに配分されるが、同時に単数あるいは少数の投資銀行（シグニフィcant・バンク significant bank）にもある程度の取引を与える。このモデルの特徴は、ワンバンク・モデルのメリットを確保しながら、同時に複数の投資銀行からベストの取引条件を引き出そうとすることである。このモデルには、そのほか取引内容次第で時に利用するトランザクションバンク (transaction bank) や、取引はしないが情報を得る目的でコンタクトを続けるカンバセーションナル・バンク (conversational bank) もある。ただし、トランザクションバンクやカンバセーションナル・バンクはリレーションシップを有しているとはいえない。

Eccles and Crane (1998) はドミナントバンク・モデルの典型例として、フォード（含む子会社）を挙げる。フォードは 1984 年～1986 年間に 78 件の資本市場取引を行っているが、ゴールドマン・サックスがそのうちの 70.5%の取引で主幹事を務め、ファースト・ボストン (6.4%) とソロモン・ブラザーズ (5.1%) がこれに続く。その他の投資銀行 9 社は 1 件から 3 件の取引を行ったに過ぎない。このケースでは、明らかにゴールドマン・サックスがドミナントバンクで、ファースト・ボストンとソロモン・ブラザーズがシグニフィcant・バンクとなる。そして、その他の投資銀行はトランザクションバンク的存在となる。

一方、コアグループ・モデルでは、複数の投資銀行を競わせることによってベストの取引条件を得ることを狙うが、同時にワンバンク・モデルのメリットも残す。コアグループ・

モデルを利用する企業は、概して資本市場取引を活発に行っている大企業であるが、それでもコア・バンク数が多数にのぼるケースは少ない。これは、①大企業といえども、多数の投資銀行にリレーションシップのための時間を割くことが困難であること、②少数の投資銀行を競わせるだけで充分有利な条件を導くことができること、③活発に資本市場取引を行う企業のニーズに対応できる投資銀行は限られていること、などによる。コアグループ・モデルにも、トランザクションバンクやカンバセーション・バンクは存在する。Eccles and Crane (1998) は、コアグループ・モデルの典型例としてゼネラル・モーターズ（以下 GM）を挙げる。GM は、1984 年～1986 年間に、フォードと同数の 78 件の取引を 16 の投資銀行と行っているが、主幹事シェアでは、モルガン・スタンレー（21.8%）が最大で、ファースト・ボストン、メリル・リンチ、ソロモン・ブラザーズがそれぞれ 16.7%で続いている。残りの 12 社は 1 件～5 件の主幹事案件を獲得したに過ぎず、しかもそのうち過半数は外国市場での取引のために利用している。GM のケースでは、明らかに、モルガン・スタンレー、ファースト・ボストン、メリル・リンチ、ソロモン・ブラザーズの 4 行がコアグループで、残りがトランザクションバンクに相当する。コアグループ・モデルは、日本の並行メインバンクと類似しているといえる。

以上の 4 つのモデルを簡単に比較すると以下の通りとなる（図表 3-21）。

図表 3-21 取引関係の 4 モデル

	形態の特徴	典型的企業
ワンバンク	単一の投資銀行とだけ取引をする	資本市場取引が少なく、複数の投資銀行と取引をする意味がない企業
ドミナントバンク	特定の投資銀行 1 社と非常に強いリレーションを持つが、ほかにもいくつかの投資銀行を利用する	複数の投資銀行とのリレーションを持つに充分な資本市場取引がある企業やミッド・マーケット（中堅規模企業）
コアグループ	少数の投資銀行とほぼ同じ程度のリレーションを持つ	複数の投資銀行とのリレーションを持つに充分な資本市場取引がある企業で特に大企業
トランザクション	どの投資銀行ともリレーションシップを持たずに、取引ごとに最も良い条件を提示する投資銀行と取引する	資本市場取引が極めて多く、かつ会社情報が広く市場で共有されているのでリレーションシップを持つインセンティブがない企業

（出所）Eccles and Crane (1988), pp.73-90 を参考に作成。

単一取引から複数取引へのシフトは、投資銀行の顧客関係がリレーションシップ的な性質からトランザクション的なものへと変化していることを意味するのだろうか。

Eccles & Crane (1988) <sup>99</sup>は複数投資銀行取引について興味ある分析を行っている。彼らは投資銀行と企業双方に対するインタビューを通して、リレーションシップのパラドックスともいうべき現象を発見している。つまり、投資銀行は単一取引の方がより効果的な財務アドバイザー・サービスや魅力的な提案ができると信じているが、顧客企業のほうが

より有利な条件を求めてトランザクション的になっていると感じており、同様に顧客企業も単一の強いリレーションシップのメリット（顧客のニーズを理解した有益な提案、M&A取引で衝突が生じた場合の強力なアドバイザリー・サービス、継続的な情報や助言）を得たいと望んでいるが、投資銀行のほうもトランザクション的になっていると感じている。顧客、投資銀行双方ともリレーションシップを望んでいるにもかかわらず、相手側がトランザクション的になったと誤解する「リレーションシップのパラドックス」の罠に陥っているのである。複数取引になるほどサービスの対価としての収入の不確実性が高くなってしまう。このため、貸し借りを同時に相殺しようというインセンティブが双方に働き、双方ともトランザクション志向に映ることになる。

Eccles & Crane (1988) はこのパラドックスの故に、投資銀行の顧客取引はトランザクション的なものに変質したのではなく、「敵対的要素と協調的要素の双方を含む複雑なリレーションシップになっている」と主張する。投資銀行と顧客企業の間には相互依存性が存在するため、「企業は緊密なリレーションシップのメリットと、複数の投資銀行から得られるメリットのバランスをうまくとろうと試みていた」<sup>99</sup>と記述している。この研究が指摘する通り、複数取引へのシフトは投資銀行と顧客の関係がリレーションシップ的なものからトランザクション的なものに変化したと判断すべきではなく、むしろ、単一取引の時代とは異なるリレーションシップが求められるようになったと解釈すべきであろう。

では、複数取引関係で競争力のあるリレーションシップを構築する要因は何か、また構築したリレーションシップを長期間持続させる要因は何かについて、既存のサーベイと先行研究のレビューを通じて探していきたい。

Hayes (1983)<sup>100</sup>はさまざまな変数を組み込んだロジット分析によって、投資銀行と顧客企業との関係について以下の点を実証している。

- ① ほかの条件が同じであるとすれば、企業は著名度や経験度の高い投資銀行に惹かれる。
- ② 特定の業界に関する高い調査能力は、その業界の企業を惹きつける。
- ③ 機関投資家に対する高い販売能力は企業を惹きつける要素にはなるが、個人投資家向けの販売能力は必ずしもそうではない。

また Krigman *et al.* (2001) は、1993 年から 1995 年に IPO を実施後 3 年以内に追加株式発行をした 578 社を調査し、主幹事を変更した 180 社 (31%) に対してインタビューを行い、以下の結果を得ている。

- ① IPO 時の主幹事の対応に必ずしも不満ではなかった。
- ② 引受フィーは主幹事変更の主たる要因ではない。
- ③ 評判がより高い投資銀行に変更している (graduation effect)。
- ④ 当該企業の調査レポートをより多く発行している投資銀行に変更している。

Hayes (1983)、Krigman *et al.* (2001) とともに、調査能力が優れた評判の高い投資銀行、つ

まり専門能力と信用度が企業を惹きつける重要な要素であることを報告している。Loo *et al.* (1999) は、1987年から1991年の間にIPOを行った540社のその後の株価を追跡し、評判の高い引受業者によって引受けられた株価ほど、発行後の変動幅が小さく上昇率も高いことを発見している。これは、評判の高い投資銀行ほど引受け対象企業の選別を慎重に行っている、つまり、投資銀行自体も自らの評価の重要性を充分認識していることを示唆している。

一方Nanda and Warther (1998) は、証券を頻繁に発行する企業ほど特定の投資銀行からアドバイスや情報を得る必要性が小さくなるので、特定の投資銀行と親密なリレーションシップを維持するインセンティブを持たず、結果として頻繁に引受主幹事を変更すると結論付けている。

Greenwich Associates (2001) が米国企業の経営陣を対象に実施したサーベイでは、主幹事投資銀行を決定する要因として、「能力」(capability)と「信頼」(credibility)がほぼ同率でトップに挙げられている(表3-22)。つまり、「能力」と「信頼」の相互作用が存在してこそ、長期的なリレーションシップに発展していくことを示唆している。ここで見逃すことができないのが、「貸出能力と与信提供意欲」が6位にランクされていることである。企業サイドが貸出を主幹事投資銀行決定要因のひとつとして挙げていることは、企業サイドが与信供与能力を投資銀行業務のひとつとみなしていることを示している。

表 3-22 主幹事投資銀行の決定要因

主幹事投資銀行の決定要因	最も重要
重要なM&A取引におけるアドバイス能力	68%
CEOや取締役会メンバーとの信頼関係	67%
リレーションシップ・マネジャーの能力と継続的サービス	53%
株式リサーチ能力と株式引受け能力	44%
長期債券引受け能力	43%
貸出能力と与信提供意欲	24%
投資銀行の強固な財務的体質と高い信用格付け	12%
グローバル・ベースのリスクマネジメントに関するアドバイス提供・執行能力	8%

(出所) Greenwich Associates 2001 *Financial Services without Borders*.

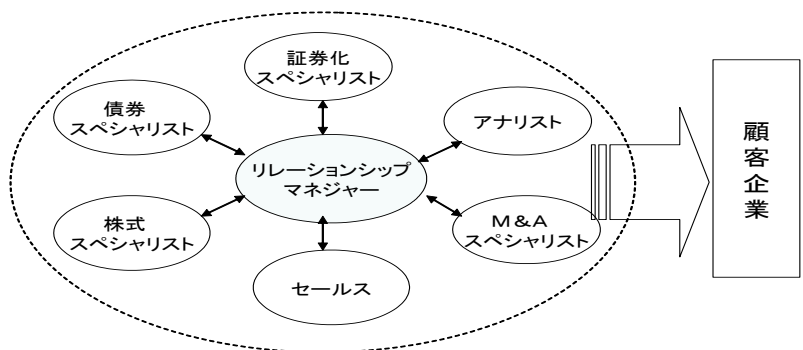
では、顧客とのリレーションシップを構築するために、投資銀行はどのようなリレーションシップ・マネジメントをとっているのだろうか。

投資銀行がパートナーシップ組織で構成メンバーも多くない時代は、パートナーが直接顧客にアプローチすることがごく当たり前のことだった。しかし、構成メンバーが増えかつ取扱商品が増加するにつれて、多くの投資銀行はリレーションシップ・マネジャーを選任して顧客との取引関係の開拓、発展、深耕に責任を持たせるだけでなく、チーム・リーダーとして各分野の商品スペシャリストを効果的に調整・統合するという役割を与えてい



る（図 3-23）。このモデルは、1970 年代にゴールドマン・サックスの共同 CEO であったジョン・ホワイトヘッド（John Whitehead）が考案したモデルで、ゴールドマン・サックス・モデルとして知られている<sup>101</sup>。

図 3-23 ゴールドマン・サックスのリレーションシップ・モデル



（インタビューなどを基に筆者が作成）

しかし、このモデルにも限界がある。Eccles and Crane（1988）<sup>102</sup>は多数のさまざまな投資銀行の経営陣にインタビューした結果、リレーションシップ・マネジャーを4つのモデルに分類している（図 3-24）。

図表 3-24 リレーションシップ・マネジメントの分類

		顧客との接触面の統制力	
		強い	弱い
商品の専門性	高い	Penetrator （浸透者）	Facilitator （助成者）
	低い	Conductor （指揮者）	Coordinator （調整者）

（出所）Eccels & Crane（1988）, p.192

この分類は、顧客の統制度（control）と特定の商品の専門性という2つの軸で構成される。特定の商品に対して高い専門性を持っていれば、その商品に関心のある企業への食い込みを容易にする。特にその商品の専門性を利用して顧客企業の経営陣との信頼関係を深めることができれば、顧客に対する統制力を強めることになる。その場合、自分の商品だけでなく、他の商品スペシャリストの努力を統合して取引の幅を拡大することも可能になる。したがって、この分野のリレーションシップ・マネジャーは「浸透者」モデル（penetrator）といえる。ただし、リレーション・マネジャーが自分の商品を重視しすぎると、他の商品スペシャリストと顧客とのコンタクトの障害となったり、他の商品スペシャリストと顧客

間のリレーションシップが深まらない結果に陥りやすくなったりする問題が生じ得る。

リレーションシップ・マネジャーに特定の商品を担当させなければ、「浸透者」モデルで生じ得る問題を軽減することが可能になる。この場合、リレーションシップ・マネジャーは顧客に対して統制力を持っているが、商品の専門分野を持たないので、自らは特定の楽器（商品）を持たない「指揮者」（conductor）的な役割を果たすことになる。自分の商品を持たないので、全般的なリレーションシップの管理に専念できるメリットがある。しかしながら、商品を担当していない故に逆に顧客との統制力を維持したいという誘惑にかられ、商品スペシャリストに対して過度に権威を示し、商品スペシャリストの顧客アプローチの障害となりかねない。特にリレーションシップ・マネジャーの顧客関係が長期的かつ個人的な信頼関係に依拠していない場合にはこの問題を起こしやすくなる。

「指揮者」モデルの問題点を軽減するためには、リレーションシップ・マネジャーの顧客統制力を弱めることが有効となる。この場合リレーションシップ・マネジャーは特定の商品を持たず、顧客統制力も弱くなる。その役割は「調整者」（coordinator）的となり、商品スペシャリスト間の調整に徹することになる。しかし、この場合には商品スペシャリストに対する権威を保持できず、商品スペシャリストがばらばらに行動することになりやすい。

調整者モデルの問題点を軽減するために、リレーションシップ・マネジャーに特定の商品に責任を持たせることが有効となる。つまり特定の商品に責任を持たせることで過度な顧客統制色が薄められ、他の商品スペシャリストの顧客アプローチを助ける役割に満足するという「助成者」（facilitator）的役割となる。ただし商品スペシャリスト間の調整が弱まる結果、各商品スペシャリストが勝手に行動する結果に陥りやすくなる。

「助成者」モデルの問題点を軽減するためには、顧客統制色を強め「浸透者」的色彩を強めて行かざるを得ない。つまり、いずれのタイプのリレーションシップ・マネジャーにも強みと弱みがある。Eccles and Crane (1988) は、この問題点を解決するひとつの方法として、リレーションシップ・マネジャーを特定の商品の担当ではなく、特定の業界あるいは特定の地域のスペシャリストとして起用することを挙げている。実際に、特定の業界あるいは特定の地域のスペシャリストがリレーションシップ・マネジャーとなっている投資銀行は多い。また、経験の豊富な幹部社員をリレーションシップ・マネジャーとして選任しているケースも多い。これは上記 4 分類でいえば指揮者的な存在となるが、経験が豊富で顧客企業の経営陣の信頼も厚い場合には、敢えて商品スペシャリストに対して指揮者としての権威を誇示する必要がなく、指揮者タイプの弊害はある程度軽減されることになる。

本項では、先行研究から投資銀行の 4 つの取引関係モデルと取引関係が単一行取引から複数行取引に移行したことから生じるリレーションシップについて考察した。その結果、複数取引においては企業も投資銀行も互いに強いリレーションシップを望んでいながら、互いがトランザクショナル的になっていると誤解する「リレーションシップの罠」に陥っていることが理解できた。その意味で、複数行取引へのシフトは必ずしも取引関係をリレーションシップ的なものからトランザクショナル的なものへ変質させたのではなく、リレーシ

ョンシップそのものの性質を「敵対的要素と協調的要素の双方を含む複雑な」ものへと変化させたことを確認できた。

その上で、複数取引における主幹事ポジションを得るための成功要因とリレーションシップの持続要因を先行研究と既存のサーベイからレビューした。その結果、「投資銀行としての高度な専門性」と「信頼性」という 2 つのキーワードが成功の鍵を握っていることも確認できた。

また、スペシャリスト集団を統合してベストのサービスを顧客に提供する重要な役割を果たすリレーションシップ・マネジャーの必要性と、リレーションシップ・マネジメント・モデルの限界についても考察した。

## 7節 小括

前節までで、ビジネスモデルおよびビジネスモデルにかかわる先行研究をレビューしてきた。Ahuah (2004) の先行研究から、ビジネスモデルが 2 つの競争戦略、すなわち Porter (1980) を代表とするポジショニング理論と Barney (2000) 等による資源ベース・ビューを統合して、最終的に企業の収益性を高めることを目的とした戦略をベースとしたビジネス全体のデザインであること、また寺本・岩崎・近藤 (2007) や高橋 (2001) などのビジネスモデルの先行研究からは、ビジネスモデルが顧客価値創造のためのビジネスのデザインに関する基本的な仕組みであり、カギとなるのが、「コア・バリュー」、「コア・コンピタンス」、「コア・プロセス」そして「コア人材」であることを記述した。加えて、商品やサービスをビジネスモデルに加えることも述べた。

このビジネスモデルの先行研究から、ビジネスモデルを構成する要素、すなわち、競争戦略、組織構造（内部の組織構造および外部ネットワーク）、リーダーシップとコア人材、およびリレーションシップの先行研究を行った。

競争戦略の先行研究では、コア・コンピタンスにかかわる先行研究をまずレビューし、コア・コンピタンスが最終商品ではなく、その基礎となる部分を部門横断的なシステムの構築によって高い優位性を維持できること、そのためには、「顧客価値」、「ユニーク性」、「新事業展開の可能性」という 3 条件が求められることをみた。そのうえで、経営戦略の系譜を簡単に概観し、1970 年以降の競争戦略理論のベースになったともいえる 1960 年代における 3 つの研究（アンドリュース、レビット、アンゾフ）を紹介した後に、1970 年代以降競争戦略の大きな主流をなしたポーターを始めとするポジショニング理論とバーニー等による資源ベース・ビューの先行研究をレビューした。

つぎに、コア・コンピタンスの視点から組織構造にかかわる先行研究のレビューを行った、官僚組織の順機能と逆機能の対立、それを外的環境との兼ね合いで補完的に考えるコンティンジェンシー理論に触れたうえで、コア・コンピタンスの視点から、ハメル・プラハラドがいうところの、階層組織でもそのアンチテーゼとしてのフラットな組織でもない

第三の組織（プロジェクトチームアプローチ）と、野中・竹内（1996）の知識の変換を促進するためのミドル・アップダウン・モデルとそこから導き出されるハイパーテキスト型組織の先行研究をレビューした。また、生成期と発展期の投資銀行の組織的特徴であったパートナーシップ組織に関する先行研究をレビューし、投資銀行の強さの源泉でもあった外部とのネットワークに関する先行研究もレビューした。

これらの先行研究から本文の研究対象である投資銀行のコア・コンピタンスの源泉を組織的に抽出できると考える。

リーダーシップの先行研究では、リーダーシップ理論の系譜（リーダーシップ特性論、リーダーシップ行動論、リーダーシップ・コンティンジェンシー論）を概観したうえで、リカートの研究における「集団的意思決定システム」に注目した。このシステムでは、小集団が組織構成の単位となって各集団が重複的に階層構造を形成して、意思決定やコミュニケーションが行われ、この小集団のリーダーが「連結ピン」となって、上下左右とのコミュニケーションを果たし、その結果組織全体の共通認識が生まれるとするものである。

そのうえで、従来のリーダーシップ論とは異なった考え方である変革型リーダーシップにかかわる先行研究のレビューを行った。変革型リーダーシップは、影響力だけでなく高い倫理性を持って互いに刺激しあうことで、フォロワーだけでなくリーダーのモチベーションやモラルも高めるという考え方であり、①カリスマ（charisma）：ビジョンおよび使命の意味を提供する、誇りを注入する、信念や深淵を増加させる、②インスピレーションの活性化（inspiration）：高い期待をコミュニケーションし、努力を集中させるシンボルを使い、単純な方法で重要な目的を提示する、③知的な刺激（intellectual stimulation）：知識、合理性、丁寧な問題解決を促進する、④個別的な配慮（individualized consideration）：個人的な注意を示し、フォロワーを個々にコーチし、アドバイスを与える、という4つの特徴に触れた。また変革のリーダーと時に同義的に使われるカリスマ型リーダーシップの特徴にも触れた後、倫理的な視点からの変革型リーダーシップの研究をレビューした。リーダーシップと倫理とは、本論文の研究対象である投資銀行ビジネスモデル変容の分析に有効と思われるからである。

コア人材の先行研究では、ヒューマンリソース・アーキテクチャーをベースに先行研究をレビューし、第1象限、すなわち企業特殊性が高く、人的資源の価値も高い人材がコア人材となること、したがって、この象限の人材は、長期的な観点から内部育成をし、企業も人材も同じ目的を共有することが求められることを述べた。

そして、最後に投資銀行の顧客リレーションシップに関する先行研究をレビューした。これは顧客価値をどのように提供していくのかという視点だけでなく、証券のトレーディングなどが業務の主体となっている投資銀行は果たしてリレーションシップが求められるのか、あるいはトランザクショナルでいいのかという視点からも必要であると考えたからである。

- 
- <sup>1</sup> Afuah, A. (2004) p.2 A business model is a framework for making money. It is the set of activities which a firm performs, how it performs them, and when it performs them so as to offer its customer benefits they want and to earn profit
- <sup>2</sup> Afuah, A. (2004) pp.110-115
- <sup>3</sup> 安室 (2007) 3 頁
- <sup>4</sup> 寺本義也・岩崎尚人・近藤正浩 (2007) 29-30 頁
- <sup>5</sup> 寺本義也・岩崎尚人・近藤正浩 (2007) 29-30 頁
- <sup>6</sup> このフレーズの括弧内の文章は、高橋 (2001) 24-29 頁から引用。
- <sup>7</sup> 寺本義也・岩崎尚人・近藤正浩 (2007) 28 頁
- <sup>8</sup> ハメル・プラハラド (1995) 331-336 頁
- <sup>9</sup> 野中・加賀野・小松・奥村・坂下 (1978) 447-449 頁
- <sup>10</sup> 三菱総研倶楽部 (2008) 20 頁
- <sup>11</sup> 三菱総研倶楽部 (2008) より引用。  
([http://www.mri.co.jp/NEWS/magazine/club/05/\\_icsFiles/afieldfile/2008/10/20/20080201\\_club06.pdf](http://www.mri.co.jp/NEWS/magazine/club/05/_icsFiles/afieldfile/2008/10/20/20080201_club06.pdf))
- <sup>12</sup> 河崎彰・西宮久雄・八反田徹・大富英生 (2001) 58-61 頁
- <sup>13</sup> 以下の段落はゲワマツト (2002) 15-16 頁を参考に記述。
- <sup>14</sup> Edith T. Penrose (1995) *The Theory of Growth of the Firm The Third Edition*, Oxford University Press. (日高千景訳『企業成長の理論』ダイヤモンド社, 2010 年, 353 頁)
- <sup>15</sup> チャンドラー (2004) 17 頁
- <sup>16</sup> チャンドラー (2004) 17 頁
- <sup>17</sup> 寺本・岩崎 (2004) 10 頁
- <sup>18</sup> ここに記述する 3 つの先行研究はゲマワット (2002) 19-24 頁を参考にしている。
- <sup>19</sup> Andrews, K.R. (1971) p.69
- <sup>20</sup> Levit T. (1960) pp.45-56
- <sup>21</sup> Ansoff (1965) p.104
- <sup>22</sup> ポーター (1999) 33-52 頁
- <sup>23</sup> ポーター (1982) 56-71 頁
- <sup>24</sup> 寺本・岩崎 1 (2004) 28 頁
- <sup>25</sup> 「企業の異質性」とは、企業は生産資源の集合体であり、個別企業ごとにそれらの資源は異なっている」という認識であり、「経営資源の固着性」とは、「経営資源の中にはその複製コストが非常に大きかったり、その供給が非弾力的なものがある」という認識をいう。(バーニー(2003) 242-243 頁)
- <sup>26</sup> バーニー (2003) 243-244 頁
- <sup>27</sup> バーニー (2003) 244-245 頁
- <sup>28</sup> バーニー (2003) 250-271 頁
- <sup>29</sup> Prahalad & Hamel (1990) p.82
- <sup>30</sup> 以下のコア・コンピタンスの 3 条件は、ハメル・プラハラド (1995) 323-329 頁を参考に作成。
- <sup>31</sup> 沼上 (2009) 79 頁
- <sup>32</sup> バーナード (1972) 104 頁 関口操他訳『バーナード組織と管理』慶應通信 (Barnard (1938))
- <sup>33</sup> 柴田 (2009) 4-5 頁
- <sup>34</sup> 野中他 (1978) 104 頁を引用。なお、官僚制の特性は野中他が Weber, Gerth=Milles trans. and ed. 1946, pp.196-198 から引用したもの)
- <sup>35</sup> リカート (1968) pp.7-51 を参考に作成。
- <sup>36</sup> 若林 (2009) 144 頁
- <sup>37</sup> 若林 (2009) 36-40 頁から引用。
- <sup>38</sup> この段落は野中他 (1978) 9-13 頁を参考に作成。括弧内の表現は p.13 から引用。
- <sup>39</sup> 野中他 (1978) 114-118 頁をベースに作成。
- <sup>40</sup> Hamel & Prahalad (1990) pp.15-16
- <sup>41</sup> ハメル・プラハラド (1995) 452-464 頁
- <sup>42</sup> 野中・竹内 (1996) 83-141 頁を参照されたい。ポラニーは、暗黙知の統合と分析が交互に反復されることによって認識が進化すると示唆しているが、野中・竹内は、暗黙知と形式知の相互作用のプロセスこそが知識創造の源泉であるとしている。
- <sup>43</sup> Polanyi, M. (1958) *Personal Knowledge*, The University of Chicago Press. (長尾史郎訳『個人的知識』ハーベ

- 
- スト社、1985 年)
- 44 佐々木 (2004) 206-213 頁
- 45 野中・竹内 (1996) 109-124 頁
- 46 野中・竹内 (1996) 184-194 頁
- 47 3つのモデルの事例研究については、野中・竹内 (1996) 194-240 頁を参考にされたい。
- 48 以下のハイパー組織の段落は、野中・竹内 (1996) 250-257 頁を参考に記述。
- 49 野中・竹内 (1996) 256 頁
- 50 野中・竹内 (1996) 256-257 頁
- 51 Larry E. Greiner, L.E. (1972) "Evolution and Revolution as Organizations Grow" Vol. 50(4) *Harvard Business Review*. Reprinted by the President and Fellows of Harvard College (1994) pp.1-11
- 52 Morrison & Wilhelm (2004) pp.1682-1683, Morrison & Wilhelm (2007a) pp.267-276, Morrison & Wilhelm (2007b) pp.42-46,
- 53 プロフェッショナル・サービス・ファーム (professional service firm) とは、弁護士事務所やコンサルティング会社など、高度な専門知識サービスを提供する組織をいう。Maister (1993) や Lowendahl (2000) を参照されたい。
- 54 佐々木 (2004) 206-213 頁
- 55 寺本・中西 (2000) 100-102 頁
- 56 山岡 (2008) 若林直樹・松山一紀 (編)『企業変革の人材マネジメント』(2008) 54-55 頁
- 57 Stogdill R. M (1948) pp.35-71
- 58 Kirkpatrick & Locke (1991) pp.48-60
- 59 野中・竹内 (1996) 202 頁
- 60 アイオア研究とはアイオア大学で行われた研究で、リーダーシップ・スタイルを民主的、専制的、放任的に3つのタイプに分けて実験を行ったもの、フォロワーの考え方や期待感を考慮しながら集団を方向付けた民主的リーダーシップが、集団凝集性、満足度、作業成果のいずれの面でも他のタイプより優位な結果が出た。(柴田、2009)
- 61 ミシガン研究はリーダーシップを仕事中心型、人間関係中心型に分類することで成果を比較分析した。(柴田、2009)
- 62 ブレイク・ムートン (1965) Blake, R.R. & Mouton, J.S., *The Managerial Grid*, Gulf Publishing Company (上野一郎監訳『期待される管理者像』産業能率短期大学出版部、1965 年
- 63 リカート (1961) 208-241 頁
- 64 この段落は柴田 (2009) 43-44 頁も参考にして作成。
- 65 フィードラー (1967) Fiedler, F.E., *A theory of Leadership Effectiveness*, McGraw-Hill (山田雄一監訳『新しい管理者像の探求』産業能率短期大学出版部、1970 年)
- 66 日野 (2004) 1-21 頁
- 67 Burns, J.M.(1978)
- 68 この段落は西 (2008) 87-88頁を引用して記述。
- 69 日野 (2004) 7 頁
- 70 日野 (2004) 7 頁
- 71 バーナード (2011) 294-296 頁
- 72 日野 (2004) 1-21 頁
- 73 Conger & Kanungo (1998) pp.213-215
- 74 Lepak & Snell (1999) pp.31-48
- 75 取引費用理論とは、市場取引から生じる取引コストと自社内で生産する内部化コストを比較して有利なほうを選択するというもの。Lepak & Snell (1999) は、この理論をベースに人材を外部調達すること(取引コスト)と社内で育成すること(内部化)を比較し、内部化がもたらす利益が取引コストを上まれば内部化は正当化されるとした。
- 76 人的資本理論とはベッカー (1976) などによる理論で、人材育成に欠けるコストとその人材が生み出す将来の投資リターンにかかわる研究をいう。
- 77 Lepak & Snell (1999) pp.31-48
- 78 平野光俊 (2004) 77-97 頁
- 79 佐々木圭吾 (2004) 201-224 頁
- 80 伊丹敬之 (2005) 42 頁
- 81 寺本 (1990) 14-23 頁を参考に作成。
- 82 Warren, R. L. (1967) pp.396-419

- 
- <sup>83</sup> 西村 (1998) 205 頁
- <sup>84</sup> 「企業構造や事業経営における最大の変化は所有ではなく、パートナーシップに基づく関係、すなわち、ジョイント・ベンチャー、共同販売や共同研究強化のための少数株式取得、その他半ば非公式のあらゆる種類の提携関係などほとんどがニュースにもならない提携関係の増加である。」とドラッカーはネットワークの増加についてという経営の変化について述べている (ドラッカー (上田惇生他訳) 『未来への決断』ダイヤモンド社、1995 年、80-81 頁)
- <sup>85</sup> 唐沢 (2002) 372 頁
- <sup>86</sup> 唐沢 (2002) 371-389 頁
- <sup>87</sup> 唐沢 (2002) 389-397 頁
- <sup>88</sup> 若林直樹 (2009) 176-177 頁
- <sup>89</sup> 若林直樹 (2009) 282-288 頁
- <sup>91</sup> 2003 年 3 月 27 日金融審議会金融分科会第二部会による定義
- <sup>92</sup> Boot (2000) pp.7-25
- <sup>93</sup> Diamond(1984) pp. 393-414
- <sup>94</sup> Aoki & Dinc (1997) pp.1-38
- <sup>95</sup> Scott (2006) pp.544-562
- <sup>96</sup> 投資銀行部門と証券の販売部門などの情報交換を遮断する障壁をチャイニーズ・ウォールと呼ぶ。この障壁は、投資銀行部が M&A など顧客の機密情報を扱っていることによる。
- <sup>97</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) pp.51-66
- <sup>98</sup> Eccles & Crane (1988) pp.73-90
- <sup>99</sup> Eccles & Crane (1988) pp.55-71
- <sup>100</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) pp.78-82
- <sup>101</sup> Davis (2003) p.38
- <sup>102</sup> Eccles & Crane(1988) p.192

## 4 章 研究方法

### 1節 本研究における分析の枠組み

前章で、ビジネスモデルおよびビジネスモデルにかかわる先行研究をレビューしてきた。Ahuah (2004) の先行研究から、ビジネスモデルが 2 つの競争戦略、すなわち Porter (1980) を代表とするポジショニング理論と Barney (2000) 等による資源ベース・ビューを統合して、最終的に企業の収益性を高めることを目的とした戦略をベースとしたビジネス全体のデザインであること、また寺本・岩崎・近藤 (2007) や高橋 (2001) などのビジネスモデルの先行研究からは、ビジネスモデルが顧客価値創造のためのビジネスのデザインに関する基本的な仕組みであり、カギとなるのが、「コア・バリュー」、「コア・コンピタンス」、「コア・プロセス」そして「コア人材」であることを記述した。加えて、商品やサービスからビジネスモデルに加えることも述べた。

このビジネスモデルの先行研究から、ビジネスモデルを構成する要素、すなわち、競争戦略、組織構造（内部の組織構造および外部ネットワーク）、リーダーシップとコア人材、およびリレーションシップの先行研究のレビューを行った。

競争戦略の先行研究では、本論文の研究目的の中核ともいえるコア・コンピタンスにかかわる先行研究をまずレビューし、コア・コンピタンスが最終商品ではなく、その基礎となる部分を部門横断的なシステムの構築によって高い優位性を維持できること、そのためには、「顧客価値」、「ユニーク性」、「新事業展開の可能性」という 3 条件が求められることをみた。そのうえで、経営戦略の系譜を概観し、1970 年以降の競争戦略理論のベースになったともいえる 1960 年代における 3 つの研究（アンドリューズ、レビット、アンゾフ）を紹介した後に、1970 年代以降競争戦略の大きな主流をなしたポーターを始めとするポジショニング理論とバーニー等による資源ベース・ビューの先行研究をレビューした。

つぎに、コア・コンピタンスの視点から組織構造にかかわる先行研究のレビューを行った、官僚組織の順機能と逆機能の対立、それを外部環境との兼ね合いで補完的に考えるコンティンジェンシー理論に触れたうえで、本論文の研究目的の中核でもあるコア・コンピタンスの視点から、ハメル・ブラハラドの階層組織でもそのアンチテーゼとしてのフラットな組織でもない第三の組織（プロジェクトチームアプローチ）と野中・竹内 (1996) の知識の変換を促進するためのミドル・アップダウン・モデルとそこから導き出されるハイパーテキスト型組織の先行研究をレビューした。また、生成期と発展期の投資銀行の組織的特徴であったパートナーシップ組織に関する先行研究をレビューし、投資銀行の強さの源泉でもあった外部とのネットワークに関する先行研究もレビューした。

リーダーシップの先行研究では、リーダーシップ理論の系譜（リーダーシップ特性論、リーダーシップ行動論、リーダーシップ・コンティンジェンシー論）を概観したうえで、



リカートの研究における「集団的意思決定システム」に注目した。このシステムでは、小集団が組織構成の単位となって各集団が重複的に階層構造を形成して、意思決定やコミュニケーションが行われ、この小集団のリーダーが「連結ピン」となって、上下左右とのコミュニケーションを果たし、その結果組織全体の共通認識が生まれるとするものである。

そのうえで、従来のリーダーシップ論とは異なった考え方である変革型リーダーシップにかかわる先行研究のレビューを行った。変革型リーダーシップは、影響力だけでなく高い倫理性を持って互いに刺激しあうことで、フォロワーだけでなくリーダーのモチベーションやモラルも高めるという考え方であり、①カリスマ (charisma) : ビジョンおよび使命の意味を提供する、誇りを注入する、信念や深淵を増加させる、②インスピレーションの活性化 (inspiration) : 高い期待をコミュニケーションし、努力を集中させるシンボルを使い、単純な方法で重要な目的を提示する、③知的な刺激 (intellectual stimulation) : 知識、合理性、丁寧な問題解決を促進する、④個別的な配慮 (individualized consideration) : 個人的な注意を示し、フォロワーを個々にコーチし、アドバイスを与える、という 4 つの特徴に触れた。また変革のリーダーと時に同義的に使われるカリスマ型リーダーシップの特徴にも触れた後、倫理的な視点からの変革型リーダーシップの研究をレビューした。リーダーシップと倫理とは、本論文の研究対象である投資銀行ビジネスモデル変容の分析に有効と思われるからである。

コア人材の先行研究では、ヒューマンリソース・アーキテクチャーをベースに先行研究をレビューし、第 1 象限、すなわち企業特殊性が高く、人的資源の価値も高い人材がコア人材となること、したがって、この象限の人材は、長期的な観点から内部育成をし、企業も人材も同じ目的を共有することが求められることを述べた。

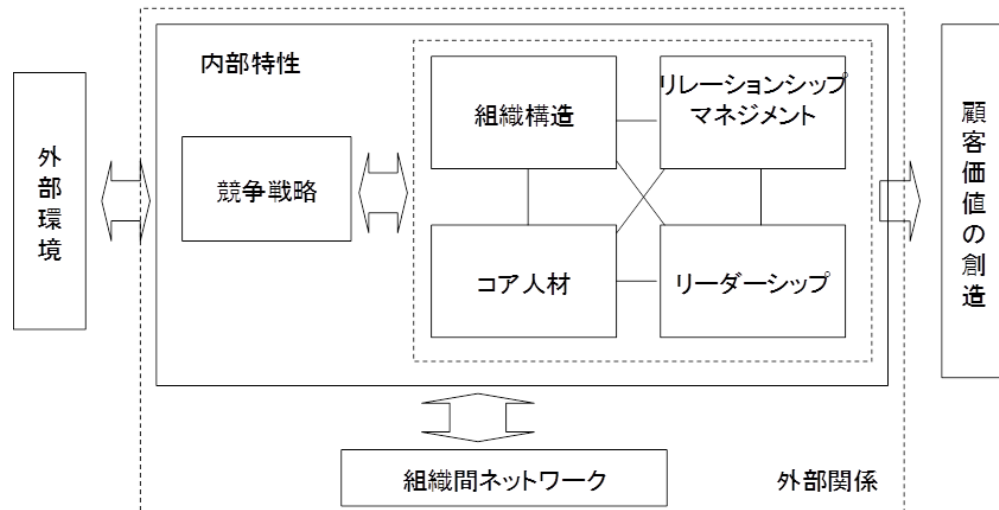
そして、最後に投資銀行の顧客リレーションシップに関する先行研究をレビューした。これは顧客価値をどのように提供していくのかという視点だけでなく、証券のトレーディングなどが業務の主体となっている投資銀行は果たしてリレーションシップが求められるのか、あるいはトランザクショナルでいいのかという視点からも必要であると考えたからである。

以上の先行研究をベースに、本論文の分析の枠組みとして、以下 (図表 4-1) を提示していきたい。

この分析の枠組みは、先行研究でレビューしたビジネスモデルを念頭に置き、野中他 (1978) の総合コンティンジェンシー理論をベースに作成した。つまり、外的環境と内部組織 (組織構造、リーダーシップ、コア人材、リレーションシップ・マネジメント)、およびそれを介在する戦略の相互作用、さらに外部組織ともいえる組織間ネットワークとの相互作用によって組織のコア・コンピタンスが生み出されていくという枠組みである。

図表 4-1 分析の枠組み

### 投資銀行のビジネスモデル分析の枠組み



(出所) 野中他 (1978), p.14 などから作成.

## 2節 研究方法

研究方法としては、歴史法と事例研究によるアプローチを行う。時代区分については、次節で述べるが、投資銀行の生成以降 2008 年の投資銀行ビジネスモデルの破綻までの期間を大きく 3 つの期間に時代区分したうえで、各々の期間における投資銀行ビジネスモデルを考察するという「経時的追跡」手法をとる。3 つの期間とは、①投資銀行が登場した 19 世紀中から 1930 年初頭までの期間（本論では生成期とする）、②1933 年初頭以降のさまざまな規制導入以降 1970 年代まで時代（本論では発展期とする）、③1980 年代以降 2008 年 9 月のいわゆるリーマンショックが発生するまでの時代（本論では転換期とする）である。

本研究で歴史法と事例研究の手法を用いるのは、以下のイン (1996) の指摘に従ったことによる。イン (1996) は、リサーチ問題の形態を「誰が」「何が」「どこで」「どれほど」「どのように」「なぜ」に分類したうえで、「『どのように』と『なぜ』の問題はより説明的であり、ケース・スタディ、歴史、および実験が望ましいリサーチ戦略として用いられる。なぜなら、こうした問題は単なる頻度や発生率よりもむしろ経時的な追跡が必要な操作的結びつきを扱っているからである」<sup>1</sup>と記述している。そのうえで、歴史法とケース・スタディを以下のように区別している。

歴史法が望ましい戦略であるのは、行動事象に接近したり、それを制御することが事実上まったく不可能な場合である。したがって、歴史法が独特の貢献をできるのは「死

んだ」過去を扱う場合である。（中略）研究者が主な証拠源として利用しなければならないのが、1 次文献、2 次文献、そして文化的・物理的人工物である場合である。（中略）ケース・スタディは現在の事象を検討するには望ましいが、それは関連する行動を操作できない場合に限られる。ケース・スタディは歴史と同じ技法を多く用いるが、ケース・スタディにはそれ以外に普通歴史家のレパートリーにはない2つの証拠源、すなわち直接観察と系統的面接がある。ここでもまた、たとえケース・スタディと歴史が重複することがあっても、ケース・スタディ特有の強みは、文書、人工物、面接、そして観察というまったく多様な証拠を扱えることにある（イン, 1996, p.11）。

本論文では、投資銀行のビジネスモデルをその生成期から現代まで3つの時代に分けて分析していくため、イン（1996）のいう歴史法が適していることになる。しかし、同時に本論文の研究課題が、「投資銀行ビジネスモデル破綻がなぜ起こったのか」という現在の事象の検討でもあることから事例研究法が相応しいことになる。

佐藤（2009）もEisenhardt（1989）を引用して、「ケース・スタディとは、個別の状況におけるダイナミクスを理解するためのリサーチ戦略である」<sup>2</sup>とケース・スタディを定義している。そのうえで、「ケース・スタディは、ひとつのケースを対象とすることも、複数のケースを取り上げることもできる。加えて、企業レベル、産業レベルなど、複数の分析レベルをひとつの研究の中にも含めることもできる。また、ケース・スタディは複数のデータ収集法を組み合わせることができる。たとえば、文書資料、インタビュー、質問票、観察などを組み合わせることができ、それらのデータは定性的なこともあれば定量的なこともある」<sup>1</sup>とケース・スタディの特徴を述べている。本論文の研究は、投資銀行に長年にわたって勤務してきた筆者による観察をベースに、文献やインタビューなどを組み合わせで行うものであり、その意味でも佐藤（2009）が指摘する事例研究方法が適切だと考える。

上記から本論文の研究方法として、歴史法と事例研究を折衷した方法を用いたいと考える。

### 3節 事例の選定と時代区分

#### 3-1 事例の選定

本論文が研究対象とする投資銀行は、序章でも記述したように、引受け業務を主体に金融サービスを提供した個人銀行である。しかし、個人銀行も景気の変動や金融恐慌などを背景に破綻、再編を繰り返してきた。本論文は、個人銀行の150年にわたる変遷の過程で、そのビジネスモデルがどのように変容していったのかを考察していくことが目的であるので、個人銀行の中でも現在まで何らかの形で存続してきた個人銀行を研究対象としたい。

その意味で、以下の3つの基準から研究対象を定義したい。

第一は、創業時が 19 世紀末あるいは遅くとも 20 世紀初頭であるということである。

第二は、1947 年に米国司法省がシャーマン法違反の容疑で起訴した 17 社である。シャーマン法とは 1890 年に制定された法律で、取引を制限するカルテル・独占行為を禁止し、その違反に対する差止め、刑事罰等を規定している。起訴された投資銀行はいずれも 1929 年の金融大恐慌を生き延びた投資銀行であるが、17 社で 1938 年 1 月 1 日から 1947 年 4 月 30 日の期間における引受け総額の 68.9%を占めていた。上記の 17 社とは以下の通り(図表 4-2)となっている。

図表 4-2 シャーマン法の被告 17 社と引受け額 (1938 年 1 月～1947 年 4 月)

(単位：100 万ドル)

投資銀行名	SEC 登録証券発行	鉄道証券	引受け総額	比率 (%)
Morgan Stanley & Co.	2,738.6	578.8	3,362.4	16.1%
First Boston Corporation	2,592.4	133.6	2,726.0	13.1%
Dillon Read & Co.,Inc.	1,460.1	26.0	1,486.1	7.1%
Kuhn, Loeb & Co.	762.1	618.0	1,380.1	6.6%
Blyth & Co.	838.9	63.3	902.2	4.3%
Smith Barney & Co.	804.0	-	804.0	3.9%
Lehman Brothers	604.3	36.0	640.3	3.1%
Harriman, Ripley & Co.	611.6	6.7	618.3	3.0%
Glore, Forgan & Co.	418.7	-	418.7	2.0%
Kidder, Peabody & Co.	364.0	28.9	392.9	1.9%
Stone & Webster Securities Corp.	352.1	-	352.1	1.7%
Goldman, Sachs & Co.	287.8	-	287.8	1.4%
Harris, Hall & Co.	240.6	-	250.6	1.2%
White, Weld & Co.	233.5	4.8	238.3	1.1%
Eastman, Dillon & Co.	212.0	-	212.0	1.0%
Union Securities Corp.	181.8	-	181.8	0.9%
Drexel & Co.	90.2	23.5	113.7	0.5%
17 社合計	12,837.7	1,519.5	14,357.2	68.9%

(出所) Bloch (1989), p.8.

第三の基準が SEC (米国証券取引委員会) の分類である。この分類によると、1981 年現在で、証券業界 (Securities industry) には 2,473 社の証券会社が存在しているが、このうち大手投資銀行 (Large investment bank) は 10 社、そして全国規模で証券業務を営んでいる会社 (National full line) が 11 社となっている (図表 4-3 および図表 4-4)。

図表 4-3 全米証券業者数、資産および株主資本額（1981 年）

（単位：100 万ドル）

	会社数	総資産	株主資本
NYSE 会員会社			
大手投資銀行	11	36,004	2,600
全国規模	10	58,042	1,881
ニューヨーク所在	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
証券ディーラー	315	2,844	657
その他	226	2,326	303
非 NYSE 経由	1,207	1,068	415
一般投資家と取引をする会社合計	2,473	129,799	8,847

（出所）Bloch (1989), p.26.

図表 4-4 SEC による証券会社の分類（1983 年）

大手投資銀行	全国規模で証券業務を展開する会社
Bear, Stearns	Prudential / Bache
Dillon Read & Co.,Inc	A.G. Becker
First Boston Corporation	Dean Witter
Goldman, Sachs & Co.	Drexel Burnham Lambert
Kidder, Peabody & Co.	A.G. Edwards & Sons
Lazard Freres	E.F. Hutton
Lehman Brothers, Kuhn Loeb	Merrill Lynch
Morgan Stanley & Co.	Pain Webber
Salomon Brothers	Shearson/ American Express
Wertheim	Smith Barney
	Thompson McKinnon

（出所）Walter (1985), p.109.

上記の表にある「大手投資銀行」に分類されているのは、主として政府や法人など大手取引先を取引対象として投資銀行業務（いわゆるホールセール業務）を営むもののうち規模の大きい会社を意味し、「全国規模で証券業務を展開する会社」に分類されているのは

主として規模は大きい個人投資家を対象とするリテール業務を営む大手証券会社を意味している。

本論文では、大手投資銀行として定義されている金融機関を研究対象としたい。つまり、リテール業務を全国的に展開し、その後投資銀行分野で力を発揮するようになったメル・リンチや A.G.ベッカーは研究対象とはしない。これらのリテール向けの証券会社は、生成期では引受け業務を行っておらず、もっぱら販売シンジケートのメンバーとして参加していたにすぎない。その意味で、本論文の定義する投資銀行には含めない。

上記から、本論では以下の条件を満たすものを投資銀行と定義して研究対象としたい。

- ① 19 世紀末（遅くとも 20 世紀初頭）に勃興した個人銀行を起源とする。
- ② 1947 年に米国司法省がシャーマン法違反の容疑で起訴した 17 社あるいは SEC（1983 年）により大手投資銀行と分類されている。

上述の研究対象である投資銀行の事例として、本論文では投資銀行業界のリーダー的存在であったモルガン商会（1935 年以降はモルガン・スタンレー）を代表事例として採りあげ、3 つの時代における投資銀行ビジネスモデルの経時的な比較分析を通じて、投資銀行ビジネスモデルの変容を探り、そのうえで、2008 年 9 月のリーマンショックでなぜ投資銀行ビジネスモデルが破綻したのか、その要因を考察していきたい。

単一事例による研究方法は、Barlow & Herson（1984）や岩本・川俣（1996）によって、同一の個人あるいは同一集団における経時的な変化を分析する方法として適しているとされている。また、沼上（2000）も液晶ディスプレイ産業の事例研究で単一事例研究を採用したうえで、「背後のメカニズムを解明するためには、単一事例の事例研究によって詳細なデータを収集し、行為自体の意図と、その意図に基づく行為と相互行為の解釈を行い、また行為主体の行為を総合してシステム自体の挙動を把握する、という作業が必要でありかつ意義深かったように思われる」<sup>3</sup>と単一事例の意義を述べている。イン（1996）も、単一事例研究は、①十分に定式化され理論の決定的なテスト、②極端なあるいはユニークなケース、③新事実のケース、の 3 つのケースに単一事例研究が適しているとしたうえで、「探索的な方策」としてケース・スタディを利用できるとしている<sup>4</sup>。

しかし、イン（1996）は、単一事例研究には、「あるケースがはじめにそう考えたようなケースにはならない」という潜在的な弱みがあるので、「ケースを慎重に研究しなければならぬ」<sup>5</sup>という指摘もしている。

イン（1996）が指摘するように、単一事例研究には一般化できる理論を導くことに潜在的な弱みがあるため、「追試の論理」にしたがって複数事例研究を行うことが望ましいことになる。各ケースは (a) 同じような結果を予測するか（事実の追試）、あるいは (b) 予測できる理由ではあるが対立する結果を生むか（理論の追試）、そのいずれかであるように慎重に（ケースを）選択しなければならない」とする<sup>6</sup>。

そこで、本論文では投資銀行業界のリーダーであり、つねに米国経済を牽引してきたモルガン・スタンレー（生成期ではモルガン商会）を代表事例としてとりあげ、そのうえで、

補論として 3 社の投資銀行 3 行を採りあげることで、インの指摘する潜在的な弱みをできるだけ軽減したい。

モルガン商会は、米国人として初めて英国でマーチャント・バンクを創業したピーボディ商会を引き継いだジュニアス・モルガン（J.S.モルガン）と彼の息子ジョン・ピアポント・モルガン（J.P.モルガン）によって率いられた個人銀行である。南北戦争やそれ以降の鉄道敷設という膨大な資金需要に応えることで頭角をあらわし、その後の鉄道会社の再編や救済、さらには米国産業界における統合などにリーダー的存在を発揮した。さらに、1907 年時の金融恐慌や第 1 次大戦時においても投資銀行業界のリーダー的役割を果たし、また政府からの 3 度にわたる金融独占の首謀者として取り扱われたが、このことから投資銀行業界のリーダー的存在であったことが明らかである。

1933 年銀行法や証券法以降、モルガン商会は商業銀行を選択したが、モルガン商会のパートナー数人が投資銀行モルガン・スタンレーを設立することで投資銀行業務を続けた。モルガン・スタンレーは設立当初よりモルガン商会との関係は深く、投資銀行業務の顧客の多くはモルガン商会から引き継いだこともあり、1933 年以降の時代においても投資銀行業界のリーダーとしての地位を維持してきた。

上記から、代表事例としてモルガン・スタンレー（生成期はモルガン商会）を選択したが、前述の通り、極力単一事例研究の弱みを補完する目的で、補論として 3 社の事例研究をおこなう。複数事例研究としてとりあげる投資銀行は、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、ラザード・フレールである。

複数事例はコトラー（1996）のポジション別競争戦略の分類に従って、各々の分類の代表的な投資銀行を選んだ。コトラーはマーケットシェアに応じて、リーダー、チャレンジャー、フォロワー、ニッチャーの 4 つに分類した。業界のトップがリーダーであり、2 番手がチャレンジャー、3 番手もしくはそれ以下がフォロワー、そしてシェアは大きくないが集中戦略をとるニッチャーである（図表 4-5）。

図表 4-5 コトラーの競争的マーケティング戦略

<b>マーケット・リーダー</b> 業界トップ企業 全市場をターゲットとして 業界トップの地位の維持	<b>マーケット・チャレンジャー</b> トップを追走する企業 全市場をターゲットとして 市場シェアの拡大
<b>マーケット・ニッチャー</b> 高い専門性を持つ企業 市場を限定して 収益性の確保	<b>マーケット・フォロワー</b> トップ企業の模倣戦略 ターゲット市場を定めて 収益性の確保

（出所）コトラー（1996），pp.356-398 をベースに作成。

### ① ゴールドマン・サックス

モルガン商会は米国の東海岸で誕生したヤンキーハウスと呼ばれる個人銀行のリーダーであるが、ゴールドマン・サックスは米国に移住して個人銀行業を始めたドイツ系ユダヤ系個人銀行の代表格といえよう。1869年にマークス・ゴールドマンが創業し、コマーシャル・ペーパーを主要業務として業務を拡大していった。

モルガン商会の創業者であった J.P.モルガンほど米国経済や米国政治に大きな影響力を果たすことはなかったこともあり、モルガン商会が鉄道会社をはじめ主要基幹産業を主要顧客としたのに対して、ゴールドマン・サックスはシアーズ・ローバックなど小売業界を開拓していくことで事業を始めた。その意味では、生成期におけるゴールドマン・サックスは必ずしもリーダー的な存在とはいえなかった。

しかし、1930年から1969年まで40年近くにわたってリーダーシップを発揮したシドニー・ワインバーグのもとで、ゴールドマン・サックスは発展期に大きく飛躍していき、投資銀行業界においてモルガン・スタンレーにならぶリーダー格にまで上り詰める。その意味で、モルガン商会とは異なる意味におけるリーダーであるといえるが、本論文では、生成期から転換期まで一貫してリーダー的存在を維持したモルガン・スタンレーが代表事例として相応しいと考え、ゴールドマン・サックスは補論における事例研究の対象としたい。

### ② リーマン・ブラザーズ

リーマン・ブラザーズは1850年にドイツから米国に移住したリーマン3兄弟によって創立された個人銀行を起源にもつ。ゴールドマン・サックスと連携して多くの企業の引受け業務を開拓するなど、投資銀行としての名声を高めた。投資銀行生成期には有力な投資銀行であったが、1970年代以降はリーダー間の確執などもあり、しだいにその地位を失い、モルガン商会（モルガン・スタンレー）やゴールドマン・サックスに後れをとり、2番手のポジションに甘んじていた。コトラーの地位でいえばチャレンジャーに相当する。

### ③ ラザード・フレール

ラザード・フレールの歴史は1848年に創業者であるラザード兄弟が穀類・綿等のトレーディング・ビジネスとして米国ルイジアナ州・ニューオリンズに資本金 9,000 ドルで Lazard Frères & Co.を設立した所までさかのぼる<sup>7</sup>。ラザード・フレールは他の大手投資銀行が取扱業務と同じく、引受け業務と M&A アドバイザリーを主要業務として行っていたが、2005年株式を公開したときに、引受け、セールス・トレーディング、リサーチ業務を分離し、M&A を中心とする財務アドバイザリー業務と資産運用業務に集中している。その意味で、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズとは基本的に異なった戦略をとっている。コトラーの地位でいえばニッチャーに相当する。



### 3-2 時代区分

本論文では投資銀行のビジネスモデルを研究していくが、当然のことではあるが、そのビジネスモデルは時代の変化にともなう外的環境の変化によって異なってくる。そこで、本論文では、投資銀行ビジネスモデルを大きく3つの時代に区分して考察していきたい。

区分した時代は以下の通りである。

- ① 生成期（19世紀半ば～1910年代初頭）
- ② 発展期（1910年代初頭～1970年代）
- ③ 転換期（1980年代～2008年）

先に述べたように、19世紀半ばから台頭してきた個人銀行を本論文では投資銀行と定義しているが、その個人銀行が台頭してきた19世紀半ばから、基幹産業だけでなく政府や外国政府にまで大きな影響をもつに至った時代を生成期とする。この時代は Morrison & Wilhelm (2007a) がレッセフェールの時代と位置づけているように、個人銀行組織であった投資銀行は厳しい規制を受けることもなく成長していった時代であった。その意味でこの時代は現代の投資銀行の基盤が確立した時代であった。

第1次大戦以降の米国の資本市場の急速な膨張を背景に、金融業界に多くの不正行為や不健全な行為が横行した。これらの不正・不健全な行為は、1930年代初頭に行われたグレイ・ペコラ委員会の調査によって明らかにされ、それが1933年銀行法と1933年証券法（グラス・スティーガル法）、1934年証券取引法、1940年投資会社法などの一連の規制の導入につながる。この規制の結果、投資銀行業務と商業銀行業務の分離が規定されることになり、米国金融機関は商業銀行あるいは投資銀行（証券会社）のいずれかの形態を選択せざるを得なくなった。しかし、規模が比較的小体であった投資銀行にとっては、むしろ商業銀行による投資銀行業務の禁止という規制の導入は競争優位を確立するうえでは好ましいことであった。1930年代初頭の諸規制の導入は投資銀行の安定的発展をもたらし、この時代投資銀行は大きく成長していくことになる。以上の時代背景から、この時代を発展期として第2の時代区分とする。

1980年代以降、ITの急速な発展を背景に金融のグローバル化が大きく進み、それを受けて1930年代初頭に導入されたさまざまな規制も緩和されていった。株式取扱手数料の自由化、一括登録制の導入、そして商業銀行による投資銀行分野への全面的な参入を認めたグラム・リーチ・ブライリー法など、この時代には金融規制が大きく緩和された。その結果、商業銀行との競争が激化しただけでなく、投資銀行間の競争も激化していくことになり、投資銀行ビジネスモデルも外的環境に応じて変化していくことになる。本論文では、この時代を第3の時代区分である転換期とする。

---

<sup>1</sup> イン(1996) p.8

<sup>2</sup> 佐藤秀典(2009)『ケース・スタディの魅力はどこに?—経営学輪講 Eisenhardt (1989) —』『赤門マネジメント・レビュー』8巻11号 2009年11月, 675-686頁

- 
- <sup>3</sup> 沼上幹 (2000) 184 頁  
<sup>4</sup> イン (1996) 56-57 頁  
<sup>5</sup> イン (1996) 57 頁  
<sup>6</sup> イン (1996) 62 頁  
<sup>7</sup> Lazard Freres の Web サイト (<http://www.lazard.com>)

## 5 章 生成期の投資銀行のビジネスモデル

本章では、生成期の投資銀行ビジネスモデルについて考察していく。1 節では、米国における投資銀行が誕生する 19 世紀半から 1910 年代初頭までの投資銀行をめぐる外部環境について記述し、2 節で本研究の研究対象で投資銀行の代表事例としてモルガン商会の事例研究を行う。そして 3 節でモルガン商会の事例研究をもとに生成期の投資銀行のビジネスモデルについて総括していく。

### 1 節 生成期の投資銀行をめぐる外部環境（19 世紀半～1910 年代初頭）

本節では、生成期の投資銀行を、①19 世紀半～1837 年の金融恐慌までの時期（雑多な業者の活動の時代）、②1837 年～1873 年までの時期（生成期の投資銀行萌芽の時代）、③1873 年～1900 年初頭までの時期（生成期の投資銀行基盤確立の時代）、④1900 年初頭から 1930 年代初頭（繁栄と狂乱の時代）の 4 つの時代に大別して、生成期の投資銀行をめぐる外部環境について概観していきたい。

#### 1. 雑多な業者の活動の時代（19 世紀半～1837 年）

1776 年に米国債が発行されたが、当時はまだ金融機関や富裕層を対象として入札発行されていたため、仲介業者を必要とするものではなかった。しかし、独立戦争後、綿花を始めとする太平洋間貿易が拡大し米国経済が発達するにつれて国内産業が大きく発展し、それにとともに、交通・運輸手段を中心とするインフラストラクチャーの充実が必要となり、政府、新設銀行、鉄道会社などによる証券発行も増加していった。これらの新規発行証券はリスクを好んでとった米国内や海外の投機家によって購入されるようになっていった。

このため、発行された証券をいったん買い取り、それを内外の投資家に転売する投資銀行業務が求められるようになった。当初の投資銀行業務は、貿易や商業を営んでいた商人、ブローカー、宝売り業者など、さまざまな種類の専門化されていない仲介業者（different kinds of unspecialized middlemen）によって取り扱われていた。彼らが、投資銀行業務に関与するようになったのは、転売することによる売買益だけではなく、買い取った証券を自らの銀行借入れのための担保や英国などの輸出業者への支払いに充当することも目的であった<sup>1</sup>。

まさに、初期の投資銀行業務は、Heyes, Spence & Marks（1983）が指摘するように、「米国の投資銀行は、1800 年代初期に初めて現れたごった混ぜの多様な金融サービスから、徐々に進化した」<sup>2</sup>。そのうえで、彼らは「欧州における投資銀行業務の経歴が米国における投資銀行業の発展に直接的な影響を与えている」<sup>3</sup>と当時の投資銀行業務には欧州の金融業者の影響があったことを記述している。実際、「欧州と米国の金融業者の合弁事業が、米国における金融サービスの形成に貢献した」(joint ventures between European and American houses did

help to shape financial services in America) <sup>4</sup>と考えられている。

上記の米国における生成期の投資銀行業務の発展に携わっていたのが、英国のマーチャント・バンクである。

マーチャント・バンクは、文字通り商品取引（貿易）を取り扱う「マーチャント」であり、かつ同時に「金融」を提供する「バンク」を意味する。つまり、英国を舞台として、国際的な貿易および貿易関連ファイナンス業務を行っていた業者を意味する。その起源は、遠くヴェニス、ジェノア、フローレンスなど草創期の国際ビジネスで活躍した商人に遡るが<sup>5</sup>、19 世紀初頭以降の英国の経済的発展、特に、ナポレオン戦争（1803 年～1810 年）による英国の商工業の急速な発展を背景に、戦禍を受けたドイツ、オランダ、デンマークなど欧州大陸から英国に渡った商人が直接的にはマーチャント・バンクの起源といえよう<sup>6</sup>。たとえば、大手マーチャント・バンクであったベアリング商会やロスチャイルド商会（1805 年設立）の祖先はドイツに遡ることができる。

たとえば、Hayes, Spence & Marks（1983）は、ロスチャイルドについて以下のように記述している。

マイヤー・アムシェル・ロスチャイルドは初め布地と鑄造貨幣を扱っていたが、18 世紀半ばにフランクフルトでの両替業務に積極的になり、同地方の領主であったヘッセ・カッセル公のために手形の割引を活発に行った。のちにロスチャイルドはその 5 人の息子たちを、パリ、ウィーン、ナポリ、ロンドンおよびフランクフルトというヨーロッパの金融中心地に送り出し、それによって“五本の矢”のしるしのもとで活動する有力な家族経営による国際銀行の基礎を築いた（Hayes, Spence & Marks , 1983, P.24）。

今井（1979）によると、1850 年以前にロンドンのシティで設立されたマーチャント・バンクは、ベアリング商会（1763 年設立）、J.ヘンリーシュローダー（1804 年設立）、ロスチャイルド商会（1805 年設立）など 17 行に上っている<sup>7</sup>。

英国は 1800 年代初頭にはすでにインド、中国、南アメリカなど世界各地と貿易を行っていたが、1830 年代に入ると、米国から英国への綿花の輸出と英国から米国への綿製品の輸出を中心とする英米貿易が世界経済の主軸を形成するようになっていた<sup>8</sup>。Morris & Wilhelm（2007a）<sup>9</sup>によると、米国から英国への綿花の輸出は 1786 年～1790 年では英国の綿花輸入量のわずか 0.16%を占めるにとどまっていたが、1806 年～1810 年では 24.08%、そして、1800 年代半には、81%にまで増加している<sup>10</sup>。寺地（1998）も、1810 年頃には「米国が英国綿工業のための最大の原綿供給地」<sup>11</sup>となり、「1826 年～1830 年の期間における年間平均対イギリス輸出量は 43 万 3800 梱で、これは同期間におけるイギリスの年間原綿輸入総量の 75%以上を占めた」<sup>11</sup>と米国から英国向けの原綿輸出が急増したことを指摘している。

図表 5-1 と図表 5-2 は、英国の綿花輸入国比率の推移と米国の輸入総額に占める綿花輸出比率の推移（いずれも浅羽（1996）から引用）を示したものであるが、英国の綿花輸入

の圧倒的部分は米国南部から供給されていたことがわかる。そのうえ、米国はこの綿花の輸出代金で米国輸入総額の 30%~60%近くを賄っていた事実も、米国にとって英国への綿花輸出がいかに重要であったかを示している<sup>12</sup>。

表 5-1 英国の主要綿花輸入国比率 (%)

年	米国	ブラジル	インド	その他
1806-10	53.1	16.1	17.8	17.5
1816-20	47.3	15.9	26.7	7.1
1826-30	74.5	10.4	9.6	5.0
1836-40	79.9	4.5	12.7	2.0

(出所) Y.Ellison. The Cotton Trade of Great Britain (1886), p.86 より作成した浅羽 (1996), p.55.

表 5-2 米国の輸入総額に占める綿花輸出比率 (単位: 100 万ドル、%)

年	輸入総額	綿花輸出額	比率
1820	74	22	29.7
1830	71	30	42.3
1840	107	64	59.8

(出所) 『アメリカ歴史統計』Ⅱ, pp.885-886 より作成した浅羽 (1996), p.55.

上記の英国と米国間の貿易（主として原綿）に携わっていたのがマーチャント・バンクであった。

これらのマーチャント・バンクは太平洋を跨いで綿花などの商品取引に従事していたが、商品取引には自己勘定で行うものと、顧客からの委託による顧客勘定によるものがあった<sup>13</sup>。特に委託による商品取引は顧客勘定によるものであったので、顧客が現金で支払う限り取引リスクは大きくなかったが、実際には手形取引や為替取引などを通じて短期の貿易金融を提供していた。

Morris & Wilhelm (2007a) は、マーチャント・バンクが商品取引に関連して、4つの機能を果たしていたことを記述している。ひとつは、買い手の信用力の調査、支払い記録の維持、支払保証などのファイナンス業務、2つめは、輸入商品の品質の調査業務、3つめは需給を勘案した倉庫業務、4つめは商品の輸送業務と保険業務であった<sup>14</sup>。

たとえば、ファイナンス業務では、貿易の決済に使われていた Bill of Exchange という為替手形の割引業務を行っていた。Bill of Exchange は将来の特定の期日の支払いを約束した手形であるが、これらの商人たちは、将来の支払期日の前に Bill of Exchange との交換で現金を提供する、つまり、Bill of Exchange を割り引いて (discounting)、Bills of Exchange を期日前に現金化するというファイナンス業務を提供していたのである。また、大西洋間の貿易を通じて獲得した経験と知識を活用して、信用力の劣る小規模な輸入業者が発行した手形の引受け (accepting) を通じて支払保証というファイナンス業務も提供していた。このこ

とから、マーチャント・バンクは、割引業者 (Discounting Houses) あるいは引受業者 (Accepting Houses) などと呼ばれていた<sup>15</sup>。

マーチャント・バンクは、商品取引と関連金融業務に加え、さらに長期の金融業務を営むようになっていく。つまり、1780 年代までに英国で発達していたローン・コントラクティング (貸付契約) の分野に進出していったのである。このローン・コントラクティング・ビジネスが現代の投資銀行が証券引受けの際に用いるシンジケートの原型とも言えるのである。

Morrison & Wilhelm (2007a) は、その著書 *Investment Banking – Institutions, Politics, and Law* のなかで、現代の投資銀行の原型を 18 世紀初頭のローン・コントラクター (同著では単にコントラクター (Contractor) と記している) に求めている。以下は、同著をベースにコントラクターの活動について記述する<sup>16</sup>。ローン・コントラクターは英国政府が発行する債務証券 (Government stocks) を引受けていたグループを意味するが、彼らは債務証券の引受けに際しては、自分だけで引受けるのではなく、引受けリスクを分担する人々に打診を行ったうえで引受けをした。つまり、引受けリスクを分担する人々の存在があったのである。この引受けリスクを分担する人々の名前を連ねた名簿 (リスト) は Treasury list と呼ばれ、このリストに記載されていた人々 (同業のコントラクター、国会議員、政府高官など) は最初の返済分 (当時の政府債務証券は分割払い) を保証し、それ以降については、債務証券が流通市場で流通される仕組みとなっていた。

この仕組みは、米国投資銀行が証券を引受ける際にリスク分担を目的として組成したシンジケート<sup>17</sup>と基本的には同じものといえる。つまり、コントラクターは政府証券の発行に際して、自らのリストのメンバーを代表して、政府と発行条件などについて交渉した。これは、証券の引受シンジケート団における主幹事 (lead manager) と同じ役割といえる。当然のことではあるが、リストのメンバー数が多いローン・コントラクターほど強い交渉力を有し、債務証券を発行する政府も有力なローン・コントラクターが設定する条件を承諾していた。この発行条件は発行額を上回る応募があるように低めに設定されることが多く、それがコントラクターの信用力を高めることに貢献した。この点についても、現代の投資銀行の証券発行条件の設定に相似している<sup>18</sup>。

マーチャント・バンカーたちが、英国政府証券の引受けを主体とするローン・コントラクティングのビジネスの分野に参入するようになったのは、大手証券ブローカーかつローン・コントラクターであったゴールドスミス商会 (Goldsmid and Company) が倒産した 1810 年だとされている<sup>19</sup>。この分野に最初に参入したのはベアリング商会 (Baring & Co.) であった。Morris & Wilhelm (2007a) <sup>20</sup>は、1810 年ころからローン・コントラクティングの分野をはじめファイナンスの分野で活躍したマーチャント・バンクとして、ベアリング商会、ブラウン商会、ロスチャイルド商会の 3 社を挙げている。

この結果、マーチャント・バンクの業務内容は、マーチャントとしての商品取引とそれに関連する短期貿易金融だけでなく、バンカーとしての長期金融にも拡大されていった。

このように、マーチャント・バンクの業務は、「商品取引、手形取引、証券取引（証券の発行と流通市場での売買）、および為替取引をはじめとして、保険業や海運業に至るまで貿易を通じて派生するさまざまな分野に及んだ。

1830年代には、ベアリング商会（Baring Brothers & Co.）、ブラウン商会（W.& J. Brown & Co.）、ロスチャイルド商会（Rothschild & Sons）などの大手マーチャント・バンクとその他中小マーチャント・バンクが存在していたが、寺地（1998）によると、これらのマーチャント・バンクは、「①パートナーシップによって構成され、②ほとんどの商会がロンドンに本店を置き、③他都市に縁故商会（allied house）を持つといった共通の特徴を有していた」<sup>21</sup>。これらのマーチャント・バンクが、1830年代以降の米国における旺盛な資金需要を引受ける上で大きな役割を果たしていくことになる。たとえば、ベアリング商会はニューオリンズ州債、フロリダ州債、オハイオ州債、メリーランド州債など幅広く米国の州債を引受けて、英国で販売していた。Morris & Wilhelm（2007a）も、米国の鉄道建設など旺盛な資金需要は英国からの資金流入に依存していたことを、たとえば、「1830年代は鉄道建設融資の最初の10年であった」<sup>22</sup>と述べたうえで、「流入資金の需要に応じて、鉄道債は英国の投資家の関心を惹起するように設計されていた。つまり、長期（25年～30年）の株式転換社債で、多くの場合スターリング・ポンド建てで、元利金の支払い場所はロンドンとなっていた。1830年代に設計されたこの債券の形式が、19世紀にわたって標準的な発行形式となった」<sup>22</sup>と記述している。この史実から、寺地（1998）は、「1830年代におけるイギリス経済が合衆国経済をいかに支配していたか」<sup>23</sup>と結論付けている。

米国における資金調達でこの時期大きな役割を果たしていたもうひとつの機関が米国の州法銀行である。当時、米国では有限責任を認めている株式会社組織に対する疑念が強く、株式会社が自由に設立できるようになったのは、当時最も先進的であったニューヨーク州においても1848年まで待たなければならなかった。つまり、個人組織の企業は多額の資金を必要とするインフラストラクチャーの構築に関与する力はなく、必然的に連邦政府や州政府が行っていくほかなかった。特に、1935年に連邦政府が国内インフラストラクチャー開発に関与することをやめたことから、州政府による債券発行が急増していった。この段階における資金調達の担い手は州法によって設立された株式会社組織の商業銀行（以下、州法銀行）が資金調達の主要な担い手であった。実際、米国における州法銀行数は、1790年の4行から1830年には330行と急増している。これらの州法銀行は銀行券の発行を認められていたが、同時に、鉄道、運輸、有料道路関連のインフラストラクチャーへの資金供与や投資も義務付けられていた<sup>24</sup>。

一方、株式会社組織ではないパートナーシップ組織（ゼネラルパートナーが無限責任を負う組織）の個人金融機関（以下、個人銀行）は、この時期における資金調達に多くは関与していなかった。実際、個人銀行が最初に連邦政府や州政府債の発行に参加したのは、1821年のニューヨークのプライム・ウォード・キング商会（Prime, Ward & King）であったとされている。商業銀行と異なり、個人銀行は銀行券の発行を認められていなかったこと

が、多額の資金を必要とする投資銀行業務に参加できなかった主たる理由とされている<sup>25</sup>。

投資銀行業務にかかわった数少ない個人銀行（生成期の投資銀行）としては、1790 年に株式ブローカーとして事業を始めたプライム・ウォード&キング商会や、1826 年にニューヨークで開業したブラウン・ブラザーズ&カンパニー（Brown Brothers & Co.）などが挙げられる程度である。これらの個人銀行は、いずれもロンドンのマーチャント・バンクと強い取引関係を有していた<sup>26</sup>。

以上みたように、1830 年代までの米国における旺盛な資金需要を満たす主要な役割は、英国の投資家に米国債券を販売していたベアリン商会やロスチャイルド商会など英国の大手マーチャント・バンクと米国の州法によって設立された商業銀行が果たしていたといえる。

## 2. 生成期の投資銀行萌芽の時代（1837 年～1873 年）

1937 年に金融恐慌が発生する。銀行新設ブームによる土地などへの投機と銀行券の過剰発行と、その結果としての信用収縮が恐慌の原因であったが、この恐慌によって、投資銀行業務に積極的であった州法銀行ユナイテッド・ステイツ・バンク・オブ・ペンシルベニアが倒産したほか、多くの州法銀行が破綻、生き残った銀行も投資銀行業務から遠ざかっていった。

英国のマーチャント・バンクの多くも、1837 年の金融恐慌で痛手を被ることになった。たとえば、モリソン・クライダー商会は 1839 年末に解散、ホルフォード商会は貿易業から完全に撤退したほか、レイド・アーヴィング商会、フス商会、マッカルモント商会、パーマー・マッキロップ商会など多くのマーチャント・バンクが損失を計上した<sup>27</sup>。しかし、ベアリング商会、ロスチャイルド商会、ブラウン商会など大手マーチャント・バンクは生き残っていった。寺地（1998）の著書の中で詳細にベアリング商会やブラウン商会が金融恐慌を予想してさまざまな手段を講じていたことを記述している。たとえば、以下のように述べている。

1833 年から上昇基調にあった綿花価格が 1835 年前半にさらに暴騰したことに対して危機感を抱いたベアリング商会は、1834 年の後半、および 1835 年度と 1836 年度の 2 年間にわたってイギリスでの綿花の委託販売をほぼ完全に停止した。他方、（中略）ブラウン商会も、同様に綿花価格の上昇傾向に着目しており、すでに 1833 年にニューオリズから輸出される綿花について、平均販売価格の 60%を超える前がしは危険であるとの判断を示すなど、その後 1837 年まで綿花取引全般について慎重を期したのである（寺地、1998, p.70）。

1837 年の恐慌は、米国の各州が発行した州債の返済にも影響を与えた。寺地（1998）<sup>28</sup>が



記述しているように、米国国内開発（銀行の設立、運河の建設、鉄道の建設など）の資金調達を目的として 1800 年代初頭から州債が発行されたが、1838 年の時点で米国の 26 州のうち 18 州（ペンシルベニア、ルイジアナ、ノースカロライナ、ニューヨーク、インディアナ、イリノイ、メリーランド、アラバマ、ケンタッキー、テネシー、ミシシッピ、バージニア、オハイオ、サウスカロライナ、ミシガン、マサチューセッツ、アーカンソー、ミズーリ、メイン）が未償還債務を負っていた。これらの州債のうち、ペンシルベニア（2730 万ドル）、ルイジアナ（2310 万ドル）、ニューヨーク（2290 万ドル）の 3 州の債務額が圧倒的に多く全体の 40%以上を占めていた。これらの州債の多く（寺地<sup>29</sup>によると 50%～76%）がマーチャント・バンクを通じて英国をはじめとする外国人投資家によって保有されていた。Morrison & Wilhelm（2007a）は、1839 年時点で英国の投資家（マーチャント・バンクも含め）がほぼ 2 億ドルの米国証券を保有していたとしている。

1837 年の恐慌による米国経済全般が停滞するにともなって税収が落ち込んでくると、米国各州は徐々に利払いのための資金に行き詰まりが生じてきた。1840 年 2 月、ペンシルベニア州が利払いの履行ができなかった際に、連邦政府は直ちに州の債務に対して連邦政府は責任がないとする旨の決議を上院において採択したこともあり、1841 年から 42 年の間に、ペンシルベニア州のほかルイジアナ、インディアナ、イリノイ、メリーランド、ミシシッピ、ミシガン、アーカンソーの 8 州が、利払いの一部あるいは全額の停止、あるいは拒絶という形でデフォルトに陥った<sup>30</sup>。

かかる状況において、米国州債の販売に深く関与したマーチャント・バンクは大きな痛手を被ることになる。今回の州債のデフォルトによって英国や欧州における米国やデフォルトを起こした州への不信感が高まり、たとえば、聖ポール大聖教の参事会員（Canon）であり、Edinburgh Review の前編集者でもあった Reverend Sydney Smith は「ペンシルベニア州の市民とは一切食事を共にしない」<sup>31</sup>とまで述べている。また、1842 年に米国政府が欧州で借入れを計画していた際に、パリのロスチャイルド家（James de Rothschild）が連邦政府の代理人に対して、連邦政府に貸す金はない（You may tell your government that you have seen the man who is at the head of finances of Europe, and that he has told you that they cannot borrow a dollar, not a dollar）<sup>32</sup>と伝えたとの記録もある。

特筆すべきは、ベアリング商会をはじめとするマーチャント・バンクが、デフォルトを起こした米国の州に対して債務の履行を求める活動を粘り強く行ったことである。「名誉回復キャンペーン」（restoration campaign）と呼ばれる活動で、たとえば、ベアリング商会は 1843 年に 5 社の欧州のマーチャント・バンクとともに米国のウオード商会などを代理人に指名してペンシルベニア州において、債権者会議の開催、債務履行を訴える新聞記事の掲載、ロビー活動などを精力的に行った。この「名誉キャンペーン」の成果もあって、ペンシルベニア州は 1845 年 2 月に一部の利払いを開始し、1847 年にはデフォルトを完全に解決した。そのほか、メリーランド州、ルイジアナ州、イリノイ州、ミシシッピ州、インディアナ州でも同様な活動を行い、各州のデフォルトは数年後には解決することになる<sup>33</sup>。

このような活動を通じて、米国金融市場におけるマーチャント・バンクの関与はより増大していくこととなるが、同時にマーチャント・バンクとの関係を強めることで、個人銀行（以下、生成期の投資銀行と表記する）が米国金融市場で台頭してくる。

大橋（1999）は F.レドリック<sup>34</sup>の先行研究を引用しつつ、生成期の投資銀行が、「1820 年代に商人もしくは貨幣取扱業者から組織され、1840 年代並びに 1850 年代に重要性を持つようになった」<sup>35</sup>と記述している。さらに、「銀行という名称を付けないことが多く、たいてい発券業務を持っていない。したがって、これら個人銀行の業務は、預金、小切手、為替手形の取り扱いであったと推定される」<sup>36</sup>とも述べている。これら生成期の投資銀行は無限責任の組織であったが、州法銀行と異なり、法的な規制を受けず活動できるという強みがあった。多くの生成期の投資銀行は、ロンドンに本店を持つマーチャント・バンクの代理店として、短期の貿易金融や長期証券投資に関わることとなっていく<sup>37</sup>。楠井（1990）は、その論文の中で、以下のようなカロッソ（1978）の文章を引用して、米国における生成期の投資銀行とマーチャント・バンクの関係を述べている。

「これらウォール街の商会のあるものは、そのうち間もなく今日の投資銀行と同じ業務を数多く提供するようになった。これらの商会のすべてはアメリカに起源をもつものであれ、外国に起源をもつものであれ、ヨーロッパの諸資本市場、とくにロンド資本市場と直接・間接に結びつきを持っていた。西部の鉄道証券をニューヨーク市場に最初に導入したウィンスロー・ラーニア商会（Winslow, Lanier & Co.）は、ロンドンとパリにあるロスチャイルド商会だけでなく、ヨーロッパ諸国の主要商会の代理店とも昵懇の間柄であった。ダンカン・シャーマン商会のアメリカ鉄道に対する資金調達力はジョージ・ピーボディ商会<sup>37</sup>との緊密な結びつきに大きく立脚していた。恐らく全部で半ダース程度のヨーロッパと強力な取引関係をもったニューヨークの諸商会が鉄道証券の発行交渉を行い売買を担当するこの時代のトップ・スペシャリストとなった。鉄道会社の資金調達顧問として行動したのはまさしくこれらの商会であった。これらの商会は鉄道会社の経営者に対して市場に最も適している証券はどれかについて助言を与え、証券をどのような条件で販売すべきかを決定し、鉄道会社の支払いおよび振り替え代理人としてのサービスを提供した。

われわれはカロッソの分析結果から、諸州によって設立認可を受けていない、したがって州法の規則を受けていないアメリカのプライベート・バンク（筆者注：本論では個人銀行と表記）が、ロンドンのマーチャント・バンカーとの緊密な結びつきを通して、この時期アメリカ資本主義の発達にとって決定的に重要な意味をもった鉄道金融の主役に躍り出、ニューヨークをそのための重要な資本市場へ展開させつつある様子を窺い知ることができた（楠井、1990、p.30）。

上記の引用文にあるように、生成期の投資銀行の多くはロンドンに本店を持つマーチャント・バンクの代理店として、短期の貿易金融や長期証券投資に関わることとなっていく。

たとえば、1837年に設立されたコ克蘭&リグス（Corcoran & Riggs）はマーチャント・バンクとの親密な関係を活用して連邦政府債の引受け・販売で活躍した。そのほか、1837年に設立されたE.W. クラーク商会（E.W. Clark & Co.）や1848年設立のリー・ヒギンソン商会（Lee, Higginson & Co.）なども政府債等の引受けで活躍した<sup>38</sup>。

そのなかでも、1849年に設立されたウインスロー・ラニエール商会（Winslow, Lanier & Co.）が現代の投資銀行の原型ともいえる業務を提供していた。同商会は一般的な金融業務に携わっていたが、なかでも鉄道証券に力を入れ、ボストンの銀行だけでなく、機関投資家や富裕層などの大口投資家、さらには広告を通じて一般投資家にも販売した。さらに、他の銀行を通じて外国の投資家にも転売した。証券の引受・販売だけでなく、同商会は、以下のサービスも発行会社に提供していた。

- ・取締役への就任
- ・財務事項に関するアドバイザー
- ・企業再構築の主導
- ・引受けた証券の価値の下落を防ぐ目的での経営政策の提言

これらのサービスは当時極めて先進的なものであったが、その後の投資銀行の主たるサービスとなっていく<sup>39</sup>。

この時期の生成期の投資銀行の発展に大きく貢献したのが、フィラデルフィアの金融業者であったジェイ・クックである。ジェイ・クックはフィラデルフィアの個人銀行（EW Clark & Co.）に事務職員として入社し、そこで訓練を受け後にパートナーとなった人物であるが、南北戦争時に政府が発行した3億6000万ドルにのぼる政府債を売り切り、投資銀行家としての名声を一気に高めた。彼は当時すでに生成期の投資銀行として高い評価を得ていたドレクセル&カンパニーと組み、新聞広告、ポスター、パンフレットなどを通じて国民一人一人に愛国心を訴えるだけでなく、2500人にのぼる販売グループを駆使して全国で販売活動を展開した。販売グループには、地方の銀行や保険外交員、不動産ディーラーなどが参加した。ジェイ・クックはその後、鉄道債の引受けに乗り出すが、成功を収めることなく、1873年の金融恐慌時に破綻した<sup>40</sup>。

井手・高橋（1977）<sup>41</sup>は、ジェイ・クックの功績として、①全国の平均的な市民層が有価証券投資を経験し、アメリカの資本市場発展の基盤を築いたこと、②流通市場が極めて大きな広がりを持つにいたったこと、そして、③大量の有価証券を短期間で売りさばくための手段としての「近代的なシンジケート」の基盤を作ったこと、④クックから刺激を受けて多くの有力な投資銀行が誕生したこと、を挙げている。

実際、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズなど現代の投資銀行の直接的な先祖といえる個人銀行の多くはこの時期に誕生している。

この時期の特筆すべき点として、運輸と通信手段の発展にともなうマーチャント・バンクの業務の変化がある。前述したように、マーチャント・バンクは豊富な人的ネットワークを武器として、貿易と貿易にかかわる業務（貿易金融、商品調査、倉庫、運輸・保険）に携わっていたが、英国・米国間の蒸気汽船による定期航路の急速な発展（1840年～1850年）と大西洋横断海底ケーブルの敷設（1866年）によって情報の非対称が大きく縮小する

ことになり、ネットワークを武器とするマーチャント・バンクの優位性が低下した。Morrison & Wilhelm (2007b) は、それに加えて、法制度の整備も貿易におけるマーチャント・バンクの優位性を低下させたと指摘する。つまり、通信手段が発展しておらず、また法制度も十分ではなかった状況では、マーチャント・バンクがもっていた緊密な人的ネットワークと確立された名声が法に基づかない (extralegal) 裁定を可能なものにしていたが、法制度が整備されるとともに、非公式な裁定が効力を失ってきたからだとする。

そこで、マーチャント・バンクは、運輸と通信手段の発展によって優位性を失った商品調査、倉庫、運輸・保険業を縮小あるいは撤退し、運輸と通信手段の発展によっても人的ネットワークの価値を失わない金融に特化していくことになる<sup>42</sup>。とくに、2章3節で記述したように、価格関連情報は超法規的な裁定が可能であることから、マーチャント・バンクは引き続きネットワークを活用して、金融の世界で活躍していくことになる。

この時期を総括すると、いくつかの点を挙げられる。第1に州法銀行に代わって生成期の投資銀行がマーチャント・バンクとの関係を強めることを通じて力をつけてきたこと、第2に生成期の投資銀行が証券発行企業の経営に関与するなど投資銀行の原型ともいえるべき形が徐々に出来上がっていったこと、第3にジェイ・クックによって、資本市場の基礎ができ、シンジケートの基盤が築かれたこと、第4に20世紀以降も大きな力を持ち続けた有力な投資銀行が誕生したこと、そして、第5に運輸・通信技術の発展に伴い、マーチャント・バンクや生成期の投資銀行が投資銀行業務に注力するようになったことである。

### 3. 生成期の投資銀行基盤固めの時代 (1873年～1897年)

1850年代の米国は、楠井が記述するように、「メキシコ戦争後急速に拡張した国土の中で、1848年のカリフォルニア金鉱の発見と、クリミア戦争 (1852年～56年) に刺激された海外からの豊富な穀物需要の影響を受け、好景気のもとにあった」<sup>43</sup>。その好景気を牽引したのが鉄道会社による鉄道建設であった。図表5-3は楠井 (1997) が先行研究から作成した1800年代におけるニューヨーク証券取引所に上場された債券および株式の銘柄数の推移を示す表をベースに作成したものであるが、1840年から1856年までのわずか16年間で、ニューヨーク証券取引所への上場証券数がいかに急拡大したかが明らかである<sup>44</sup>。とくに、鉄道会社がその鉄道建設資金をニューヨーク証券取引所を通じて調達したこと、またその鉄道会社を支援していた州政府や郡政府 (カウンティ) が鉄道会社の株式購入資金として同じくニューヨーク証券取引所を通じて債券を発行していたことを示している。これらの州政府や郡政府による債券発行を支えたのがマーチャント・バンクとその米国代理店であった。このニューヨーク証券取引所の状況を、楠井 (1997) は「英米貿易金融業務に従事したプライベート・バンク (筆者注：本論では個人銀行と表記) が、ロンドン・シティのマーチャント・バンカーの求めに応じて、ヨーロッパ市場向けに鉄道証券を購入する市場となり、ロンドン、ボルティモア、フィラデルフィアの証券市場を圧倒し、押しも押されもしない合衆国第一の証券取引所となったのであった」<sup>45</sup>と記述している。

図表 5-3 ニューヨーク証券取引所における上場証券数

年次	上場債券					上場株式				
	債券 合計	国債	州債 等	鉄道 債	その 他	株式 合計	銀行	保険	鉄道	その 他
1822	47	9	6	0	0	32	11	21	0	0
1832	81	6	9	0	0	66	25	34	7	0
1840	117		5	0	0	112	59	34	13	4
1856	868	1	491	360	16	1466	985	75	360	46

(出所) 楠井(1997), p.27をもとに作成.

しかしながら、南北戦争（1861 年～65 年）、それに続く米国国内工業の発展は、米国の個人銀行を単なるマーチャント・バンクの代理店から、マーチャント・バンクとも競争し得る国際的な投資銀行に高めていくことになる。Carosso（1970）は、「南北戦争による大量の資金調達によって、それまでの専門化されていない単なる仲介者から、投資銀行への移行が促進され、一握りの個人銀行や証券ブローカーの支配から多数の新たな投資銀行が誕生し、さらに大量の政府債の引受け・販売のための多くの個人銀行間の連携の進展が見られた」<sup>46</sup>と記述している。

南北戦争以降の大量の証券発行を背景に、1860 年前後に、20 世紀以降も有力な投資銀行として活躍する多くの生成期の投資銀行が誕生した。これらの生成期の投資銀行の系譜は 2 つに大別できる。ひとつは、1800 年代前半にアメリカに移住したドイツ系ユダヤ人による個人銀行（ゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなど）、もうひとつがヤンキーハウスと呼ばれたニューイングランド地方に源を持つ米国の金融業者（キダー・ピーボディや JP モーガン商会など）である。

以下、Morrison & Wilhelm（2007a）の記述をベースにこれらの生成期の投資銀行の主要なプレーヤーについて記述していく<sup>47</sup>。

生成期の投資銀行を設立した多くのドイツ系ユダヤ人は、1830 年～1850 年代に米国に移住した。移住者の幾人かは移住時にすでにながりの資金を有して移住後ただちに金融業を始めたが、多くの移住者は資金も金融の知識も乏しく、当初は卸売、小売、行商、輸入販売などの商業に従事していた。ドイツ系ユダヤ人グループの中で最初に投資銀行として頭角をあらわしていったのが、JW セリグマン商会（JW Seligman & Co.）とクーン・ローブ商会（Kuhn, Loeb & Co.）であった。

JW セリグマン商会の創始者であるジョセフ・セリグマンはドイツのババリアから 1837 年に米国に移住したが、後に彼の 7 人の兄弟も移住し、共同で事業を営むことになる。当初は商業に従事していたが、彼らは熱心な北軍の支持者であり、北軍のための軍服の調達や 2 億ドルにのぼる政府債の欧州資本家向け販売などを通じて北軍に協力した。これらの活動を通じて、セリグマン兄弟は事業内容を商業から金融業にシフトさせることを決め、1864 年にニューヨークでセリグマン商会を創設、その後同年にロンドン（Segliman Brothers

& Co.)、フランクフルト (Segliman, Stettheimer a/M.) と事業を拡大している。さらに、1868 年にはニューオリンズとパリに支店を開設している。

セリグマン商会の北軍支援の活動から、当時北軍の将軍であったグランド将軍 (のちの 18 代大統領) (Ulysses Simpson Grant) に認められ、1869 年に政府の代理人に指名され、金融業を本格的に行うに至る。その後 1874 年には英国のマーチャント・バンクであったロスチャイルド商会と政府債の販売で提携することで政府債の取り扱いを増やしていき、投資銀行としての地位を築いていくことになる。

もう一つの有力投資銀行となったのが、クーン・ローブ商会である。アブラハム・クーン (Abraham Kuhn) とソロモン・ローブ (Salomon Loeb) が 1850 年に共同で商業を営むパートナーシップを開設したが、その後 (1865 年) 解散して、1875 年にニューヨークで金融業を開設した。クーン・ローブ商会が頭角をあらわすようになったのは、当時銀行に出納係として勤務していたジェイコブ・シフ (Jacob Schiff) が入社した以降となる。シフは入社後ソロモン・ローブの女婿となり、クーン・ローブ商会を主として鉄道会社に対する資金調達を通じて頭角をあらわしていき、後にモルガン商会のピアポント・モルガン (Pierponto Morgan) と並ぶ投資銀行会のリーダーとなっていく。

そのほか、ゴールドマン・サックスの創設者であるマーカス・ゴールドマンはドイツのババリア出身で 1848 年に米国に移住、当初は行商を営んでいたが、1869 年にニューヨークで短期手形 (コマーシャル・ペーパー) の割引・転売から金融業を本格化していった。また、本論文の研究対象であるリーマン・ブラザーズも、1840 年～1850 年代に米国に移住したドイツのババリア出身の 3 人の兄弟によって設立されたが、彼らも当初は食料品や綿花などの販売に携わっていた。その後、商売で蓄えた資金を元手に、投資銀行業務に進出していった。これらドイツ系ユダヤ人の共通点は、家族や親族中心に事業を行い、ドイツをはじめとする欧州の資本家との結びつきが強く、また人種的・文化的に強い血族的団結を有していた。

もうひとつの系譜であるヤンキーハウスと呼ばれたグループは、東部ニューイングランド出身のヤンキー・ビジネスエリートで構成され、彼らもドイツ系ユダヤ人のグループと同様に、固い団結を誇っていた。多くは、金や通貨などの両替や商業を営み、ロンドンのマーチャント・バンクとの強い結びつきがあった。このヤンキーハウスと呼ばれたグループでは、モルガン商会 (JP Morgan & Co.)、キダー・ピーボディ商会 (Kidder, Peabody & Co.)、およびリー・ヒギンソン商会 (Lee, Higginson & Co.) の 3 社が有力であった。本論の研究対象であるモルガン商会は後の節で取り扱うのでここでは記述しないが、簡単に他の 2 社について、前述と同様に Morrison & Wilhelm (2007a) の記述をベースに記述していく。

キダー・ピーボディ商会はピーボディー族によって 1865 年に創業され、1878 年に英国の有力マーチャント・バンクであるベアリング商会に口座を開設し、その後 1886 年にはベアリング商会の米国における総代理店に指名されている。1870 年代には主として短期の政府債の売買、1880 年代には南北戦争当時に発行した長期の政府債の借り換えに関与し、そ

の後鉄道会社に対する資金調達に深く関与するようになっていく。

キダー・ピーボディ商会の競争相手であったリー・ヒギンソン商会は 1848 年に外国為替商として創業し、その後投資銀行業に進んでいく。彼らは海外との強いコネクションだけでなく、地元ニューイングランドの金融機関とも強い取引関係を構築し、これらのコネクションを武器にキダー・ピーボディ商会と同じく鉄道会社への資金調達を通じて有力投資銀行としての地位を築いていく。

ドイツ系ユダヤ人グループとヤンキーハウスの 2 つのグループに共通していたことは、いずれも家族や親族、あるいは極めて親しい友人が共同して経営していたことである。

これらの生成期の投資銀行は、南北戦争後に急速に進展した米国の鉄道敷設に深く関与することで、投資銀行業界において大きく台頭していく。鈴木（1988）<sup>48</sup>によると、南北戦争中の鉄道の総営業マイル数は 32,000 マイル前後であったが、戦後急速に発展している。たとえば、1865 年を起点とすると、1870 年は 2.1 倍、1885 年は 3.7 倍、1895 年は 5.3 倍となっている（図表 5-4）。

図表 5-4 米国の鉄道マイル数推移

年次	営業マイル数	営業マイル数増加率 (%)
1865	35,085	100
1870	52,922	151
1875	74,096	211
1880	93,262	266
1885	128,320	366
1890	167,191	477
1895	184,628	526
1900	198,964	567

（出所）U.S.D.C., Statistical Abstract of the U.S., 1920, p.334 より鈴木（1988）が作成。

米国における鉄道業は 1850 年代から 20 世紀初頭にかけて急速に発展し 20 世紀初頭には全米を網羅する巨大鉄道システムにまで完成されるが、浅羽（1996）は、鉄道システムの発展段階を以下のように記述している<sup>49</sup>。

第 1 段階（1850 年代～60 年代）：米国東部の 4 大幹線鉄道（ニューヨーク・セントラル鉄道、エリー鉄道、ペンシルベニア鉄道、ボルティモア・オハイオ鉄道）による自社幹線内での貨物の集中化を目指した自社のテリトリー確保の時代。

第 2 段階（1870 年～1880 年）：米国東部 4 大幹線鉄道による中西部地域拡大を目指して中西部の鉄道会社との間で企業の集中と統合を行ったテリトリー拡大の時代。

第 3 段階（1880 年～20 世紀初頭）：米国全土に鉄道網を拡大させるために、東部の鉄道会社を中心に全米規模で鉄道会社の集中・統合が進んだシステム・ビルディングの時代。

この結果、1883年には、従業員1万人を超える7つの巨大鉄道システム（ペンシルベニア・システム、ニューヨーク・セントラル・システム、ボルティモア・オハイオ・システム、エリーシステム、シカゴ・バーリントン・クインシー・システムなど）が成立している。

この結果、1880年には上記の表にあるように約9万3262マイルに達し、全欧州の総マイル数（9万4650マイル）に匹敵するに至っている。また1900年には20万マイル近くにまで拡大している<sup>50</sup>。それに伴い鉄道会社による株式や債券の発行残高も48億ドルから99億ドルに増加した<sup>51</sup>。

この鉄道建設には当然のことながら巨額の資金を必要としたが、米国内だけでなく外国人投資家による鉄道会社証券投資という形で資金が調達された。浅羽（1996）は、「1869から96年の間に、米国に流入した16億ドルの外国資本のうち、90%以上が鉄道証券に投下された」<sup>50</sup>と記述している。そのうち、イギリス資本が80%を占めていたとも記述している。生成期の投資銀行は、上述のキダー・ピーボディ商会やリー・ヒギンソン商会でみたように、鉄道会社の資金調達に深く関与していくことで、鉄道会社との取引関係を深めていく。

しかし、上記の鉄道システムの発展が常に順調に進展したわけではなく、1873年の恐慌期には400にのぼる銀行や鉄道会社を含む47,000社が倒産し、鉄道敷設も大きく減少（1873年の5,217マイルから1875年には1,606マイルに減少）している<sup>52</sup>、1893年の恐慌では、エリー鉄道とボルティモア・オハイオ鉄道の2社を含む多くの鉄道会社が倒産している。このような背景には、当時の鉄道会社が景気上昇期にはきわめて強気な姿勢で鉄道を敷設していったということがある。このため、景気上昇期には鉄道敷設のための資金調達を積極的に行い、逆に景気下降期には資金繰りに苦しみ倒産していくというサイクルを繰り返すことになった。

生成期の投資銀行は景気上昇期には証券の発行や引受・販売に携わり、景気低迷期には倒産に陥った鉄道会社の資本再編に関わっていく。この過程で鉄道会社と投資銀行は継続的な取引関係を深めていくことになった。とくに自らが引受け・販売した証券の投資家を保護する目的から、生成期の投資銀行は自らのパートナーを証券発行鉄道会社の取締役派遣し、経営に関与するようになっていった。これは、前述した英国のマーチャント・バンクがペンシルベニア州などのデフォルトした州債の取り立てにさまざまな工作を行ったことから学習したものであろう。いずれにしても、鉄道会社の経営への関与を通じて、生成期の投資銀行は鉄道業や財務などの分野における専門性を高めていくというメリットだけでなく、投資家から信頼を獲得するというメリットを得ることになった。

カロッソ（1978年）は、投資銀行が発行企業との関係を強めた要因として、クーン・ローブ商会のジェイコブ・シフの以下のコメントを紹介することで、投資銀行の誠実さについても述べている。

投資銀行によって大衆に売り出された企業証券に投資していようとまいと、われわれ投



資銀行に金融業務を委託した人々に対して道義的責任を果たしたという点で誠実だったのである。また、投資銀行の信用と威信とが金融危機や金融不安の時期に問題をひきおこさないように、自分の資金を常に流動的にしておいたという点でより誠実であり、そして金銭上の利益のみを考えず、長期的に自分の地位と信用と威信を確立するという方法をとった点でより誠実だったのである（カロツ、1978、p.6）。

Hayes, Spence and Marks（1983）も、この時期の投資銀行と企業との関係を以下のように記述している。

投資銀行業務は、新規発行にあたって技術的手助けを提供し、広範囲にわたる財務上の助言と側面サービスを供給することによって拡大していった。これらの係わり合いが一段と多様かつ広範になるにつれて、投資銀行家と顧客企業との間の長期の誠実な関係が自然に現れた（ヘイズ・スペンス・マークス（宮崎幸二訳『アメリカの投資銀行』1984年、p.15）。

生成期の投資銀行との取引関係が強固なものになるにつれ、大半の鉄道会社は特定の生成期の投資銀行を利用するという単一な取引関係が主流となった。このように、当時の生成期の投資銀行は資金調達すべてを仕切るだけでなく、鉄道会社の取締役就任を通じて金融アドバイザーとしての地位を固めた。

この時期、増大する証券引受けリスクを軽減する目的からシンジケート（引受け・販売グループ）という分売の仕組みが発達していった。シンジケートはシンジケートを取り仕切る主幹事（lead manager）のもとに複数の投資銀行による引受けグループと、多数の金融機関やブローカーなどによる販売グループで構成されるのが一般的であった。有力な投資銀行は主幹事としてシンジケートとのピラミッドの頂点に立って、証券の発行条件・時期の決定、引受け額や販売額の配分、販売期間における発行証券の市場価格の安定操作など、シンジケートの運用について極めて広範な自由裁量を持っていた<sup>53</sup>。

現在でも、米国の証券業者を意味する用語として、投資銀行（investment bank）、ディーラー（dealer）、ブローカー（broker）と使い分けられているが、これは上記の歴史的背景による。つまり、投資銀行が引受けとシンジケートを取りまとめるホールセール業者、ディーラーが自己勘定による売買業者、ブローカーが販売業者を意味している。

その後、鉄道だけでなく銅や鉄などの基礎産業、さらには軽工業、流通業、食品産業の分野における資金調達でも、生成期の投資銀行が重要な役割を担っていく。1880年代、米国の多くの会社はパートナーシップ組織形態を採っていたが、業容の拡大を求めて多くのパートナーシップ組織形態の会社が株式会社化（プロクター&ギャンブルやウエスティンハウスなども1890年代に株式会社化を実施）を実施し、多くの株式会社が誕生した。

しかし、1873年の恐慌以降の会社業績の悪化を背景として、多くの会社が倒産していった。鈴木（1988）<sup>54</sup>によると、1873年に5,183社、1878年には10,478社が倒産している。

このため会社の存続をかけて 1870 年代と 80 年代には会社間の価格統制や生産統制を行うための協定（カルテル）が行われた。しかし、法的拘束力のない協定では持続性を維持することは難しく、1880 年代により強固で持続性のある仕組みとしてトラストが編み出されていく。

トラストの仕組みは、トラストに参加する複数の会社が議決権株式をトラストの受託者（トラスティー）に預託し、その代わりにトラスト証書を受け取るというもので、この仕組みによって、トラスト参加会社の株主名義を変更することなく、トラスティーとなった少数の者に多くの会社の意思決定を集中させることが可能となった。このトラストの仕組みを利用して、1882 年のスタンダード・オイル・トラストが創設された。このトラストの結果、ジョン・D・ロックフェラーは全米の製油能力の 9 割以上を支配することになる。その後、1884 年に綿実油トラスト、1885 年に亜麻仁油トラスト、1887 年にウィスキー・トラスト、砂糖トラスト、鉛トラストなどのトラストが次々に誕生していくことになった<sup>55</sup>。

しかし、トラストを通じた競争の排除は自由競争を求める世論の強い批判を受けることになり、1890 年にはトラストを禁止した反トラスト法（シャーマン法）<sup>56</sup>が制定された。ただ、反トラスト法は、1889 年にニュージャージー州で認められた持ち株会社を利用した持ち株会社に改組することで骨抜きとなってしまう。つまり、トラストに代わって持ち株会社を設立したうえで、トラストの参加会社に議決権株式と交換する形で交付していたトラスト証券をいったん回収して、それに代えて持ち株会社証券を交付することで、トラストと同様の効果を得ることができたのである。この結果、次節で記述していくように、産業全体を巻きこんだ大きな再編が起こっていくことになる。

この時期を総括すると、第 1 に欧州との強力なネットワークや同業者で組成するシンジケートを駆使して、大量の新規証券の引受け・販売を行い、生成期の投資銀行が資本市場で確固たる地位を確立したこと、第 2 に業績が景気の波に大きく左右された鉄道会社への経営関与を深めていき、トラストの形成や取締役の派遣などを通じて両者の取引関係が深化（1 行取引）するだけでなく、生成期の投資銀行の専門性が高まったこと、第 3 に鉄道以外の幅広い産業分野に対しても、株式会社化、トラストの形成、そして持ち株会社への移行というプロセスにおいて、生成期の投資銀行が重要な役割を果たすことで力を増していったこと、といえる。

#### 4. 生成期の投資銀行基盤確立の時代（1897 年～1913 年）

前節で述べたトラストや持ち株会社が産業再編への道を開いたこともあり、Morrison & Wilhelm (2007a) が記述しているように、1897 年～1904 年の時期にかけて多くの企業統合が行われた（図表 5-5）。たとえば、1899 年にスタンダード・オイル・トラストが持ち株会社として再組織されることになり、また、1901 年には、カーネギー製鋼、フェデラル製鋼を含む 10 社を持ち株会社の形で統合することで、米国最大の US スチール（US Steel Corporation）が成立したこの時期は第 1 次 M&A ブームと呼ばれているが、この第 1 次 M&A

ブームにおいて主要な役割を果たしたのが投資銀行であった。カロッソ（1978）は、その著書で「投資銀行はある場合には財務顧問としてふるまい、発行すべき株式および社債の総額と種類を勧告し、また他の場合にはその証券の分売を引受けた」<sup>57</sup>と記述している。実際、この US スチールの成立にはモルガン商会が主役として関与し、新会社の株式の販売ではシンジケートに大きな利益をもたらした。

図表 5-5 米国製造業における統合

年	統合数	年	統合数
1895	4	1900	21
1896	3	1901	19
1897	6	1902	17
1898	16	1903	5
1899	63	1904	3

（出所）Lamoreaus (1985) p.2, table 1.1 より作成した Morrison & Wilhelm (2007a), p.183.

第 1 次 M&A ブームやその後の米国産業の発展にともない、投資銀行は米国の主要企業と強い関係を構築することになる。浦野（1996）が記述しているように、1912 年時点でモルガン商会やクーン・ローブ商会など有力投資銀行は多くの企業を支配するに至っている（図表 5-6）。

図表 5-6 主要な投資銀行商会による支配の状況

	モルガン商会		クーン・ローブ商会		リー・ヒギンソン商会		キダー・ピーボディ商会	
	会社数	資産額	会社数	資産額	会社数	資産額	会社数	資産額
金融	13	3,043	7	350	5	94	7	204
鉄道	19	5,763	11	3,155	-	-	-	-
鉱工業	14	2,455	2	108	4	239	6	49
公益	7	1,440	1	24	3	88	3	153
合計	53	12,701	21	3,637	12	421	16	406

（出所）呉天降『アメリカ金融成立史』（1971）p.278 を引用した浦野（1996）pp.187 を基に作成.

上記の生成期の投資銀行と米国企業の強い関係を反映して、多くの証券発行が少数の投資銀行によって行われていたことから、投資銀行の金融独占に対する世論の非難が高まり、その世論の非難を背景として 1912 年にフランス系民主党员であったアルセーヌ・P・プジョー（Arsene P. Pujo）率いる委員会が金融独占の存在を実証すべく調査を行った。「委員会の尋問は投資銀行の活動のあらゆる面にわたって行われたが、その核心は、①鉄道会社及

び一般企業の有価証券発行の引受けの具体的な業務内容、②幹事投資銀行が発行会社にどのような形でいかなる影響力を発揮してきたか、③インベストメント・バンカーがディレクター（取締役）を兼任している商業銀行や信託銀行との癒着関係、の3点にあった」<sup>58</sup>。プジョー委員会は多くの金融関係者を証人として喚問し、さまざまな点を指摘した。1913年2月28日付で提出されたプジョー委員会の報告書は258頁に上る膨大な量となっているが、この報告書にはさまざまな点が指摘されている。

とくに、モルガン商会、クーン・ローブ商会、キダー・ピーボディ商会の3投資銀行とファースト・ナショナル・バンク・オブ・ニューヨークなど3つの商業銀行を合わせた6つの金融機関を金融トラストの中核的グループ（inner group）としたうえで、少数の金融機関が強大な金融トラストを形成していると述べている<sup>59</sup>。そのうえで、「いかなる鉄道システムも事業会社も一旦証券の発行の幹事として特定の金融機関を指名すると、その他の金融機関を別の金融機関に変更することはできなかった。1社がある会社の証券発行を行うと、その他の金融機関は同じ会社の証券発行については競うことはなかった。証券の共同発行（筆者注：シンジケートによる証券の発行）における頻繁かつ広範な関係から上記のような協定（modus vivendi）が生まれることは必然であった」（No railroad system or industrial corporation for which either of the houses named has acted as banker could shift its business from one to another. Where one has made an issue of securities for a corporation the others will not bid for subsequent issues of the same corporation. Their frequent and extensive relations in the joint issue of securities has made such a *modus vivendi* inevitable.）<sup>60</sup>と中核グループによる支配を述べている。

その根拠として、中核グループが株式投資や取締役派遣を通じて、金融機関や会社を支配していることを述べている。たとえば、同レポートは、モルガン商会が株式投資やトラストにおける議決権、あるいは取締役の派遣を通じて実質的に多くの金融機関や鉄道会社などを支配していることを、57頁から71頁にわたって詳細に記述している。たとえば、モルガン商会の1912年11月1日時点の預金額（162.4億ドル）のうち82億ドルが複数の事業を行う78の株式会社からのものであり、そのうち32社についてはモルガン商会のパートナーが取締役に就任していたことを詳細に記述しているし<sup>61</sup>、また、株式投資を通じて、ナショナル・シティ・バンクやエクィタブル生命保険などを支配していることも述べている<sup>62</sup>。

プジョー委員会のレポートは、詳細な調査にもかかわらず、投資銀行や商業銀行による金融独占の存在を証明することはできなかった。しかし、金融独占に対する世論の非難を喚起する効果は果たした。その結果、モルガン商会は同商会のパートナーが取締役となっていた27社から自発的に取締役を引きあげたほか、大手投資銀行もモルガンに倣い取締役を自発的に引きあげた。

また、20以上にのぼるプジョー委員会の勧告は第63議会でことごとく立法化を阻止されたが、カロッソ（1978）が記述しているように、「議会はプジョー委員会の調査結果を完全に無視したわけでは」<sup>63</sup>なく、1913年の連邦準備法や1914年のクレイトン法にプジョー委員会の意見が反映された。たとえば、連邦準備法では12の地域銀行による分権制を採用

することで北東部への金融力の集中を阻止できる仕組みとなった。また、クレイトン法によって、投資銀行・商業銀行・信託会社間の取締役の相互受け入れが禁止され、また投資銀行や商業銀行あるいは投資会社から取締役の受け入れ・派遣をしている鉄道会社は競争入札を除いて年間 5 万ドル以上の証券取引が禁止された<sup>64</sup>。

上記のように、プジョー委員会のレポートは詳細にわたって金融独占の実情を記述することで金融独占の弊害を指摘しているが、同時に、中核グループが米国経済の発展に一定の貢献をしたことも述べている<sup>65</sup>。

We are not unmindful of the important and valuable part that the gentlemen who dominate this inner group and their allies have played in the development of our prosperity. There should be no disposition to hamper their activities if a situation can be brought about where their capital , prestige, and connections can be independently employed in free and open competition. Without the aid of their invaluable enterprise and initiative and their credit and financial power the money requirements of our vast ventures could not have been financed in the past, and much less so in the future.

我々は、この中核グループおよび中核グループと密接な関係を有しているグループを支配している紳士たちが我々の繁栄を築き上げる上で、重要で有益な役割を果たしてきたことを知らないわけではない。彼らの資本、名声、コネクションが自由でオープンな競争に自律的に使われているのであるなら、彼らの活動を妨げるものは何もない。彼らの価値のある起業家精神と主導権、それに彼らの信用力と金融における力がなければ、膨大な数の起業家たちの資金ニーズを満たすことはできなかったであろう。またこれからもそうであろう（カロツソ、 1978, p.239）。

プジョー委員会レポートの影響を受けて制定された連邦準備法（1913 年）やクレイトン法（1914 年）だけでなく、1913 年には米国の 20 州が「不正証券規制法」（ブルースカイ法）を立法化するなど証券取引に関する規制が強まった。世論の投資銀行への非難の高まりを受けて、投資銀行業者は、アメリカ銀行家協会（American Bankers Association）から分かれて、投資銀行の全国組織である全米投資銀行協会（Investment Bankers Association of America）を設置した<sup>66</sup>。

奇しくも、1913 年 3 月に生成期の投資銀行のリーダー的存在であったモルガン商会のピアポント・モルガンが死亡したこともあり、Morrison & Wilhelm（2007a）がその著書の中で記したように、モルガンの死とともに生成期の投資銀行の発展をサポートした「自由放任の時代（the Age of Laissez-Faire）は終焉を迎えることになる。

この時期を総括すると、第一に少数の投資銀行が第 1 次 M&A ブームにおける企業の統合のプロセスにおいて財務顧問としてだけでなく、証券の発行・引受け、さらには自らの株式投資を通じて、産業界において強力な地位を確立していったこと、第二にその結果少数の投資銀行を頂点とする金融ピラミッドが形成され、金融独占に対する世論の非難が高

まってきたこと、第三に世論の高まりを背景にした政府による調査委員会（プジョー委員会）が金融独占を証明すべく詳細な調査を行い、その結果金融独占は証明されなかったものの、連邦準備法やクレイトン法の制定や米国 20 州によるブルースカイ法の制定など生成期の投資銀行に対する規制が強まることとなったこと、といえよう。つまり、この時期を持って、「自由放任の時代」は終わりを迎えることになる。

## ② 小括

この節では、生成期を 3 つの時期に分けてその歴史的発展を概観してきたが、以下の表（図表 5-7）にまとめることができよう。

図表 5-7 生成期のまとめ

	時代的特徴	時代背景	投資銀行の動向
1800 年初頭～1837 年恐慌	雑多な業者の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・綿花を始めとする太平洋間貿易の拡大</li> <li>・米国経済の発展に伴う連邦政府や州政府による債券の発行・英国マーチャント・バンクの米国国債・州債などへの投資活発化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式ブローカー、商人、競売人など雑多な業者</li> <li>・少数の個人銀行がマーチャント・バンクの代理店として投資銀行業務活動</li> </ul>
1837 年～1873 年恐慌	投資銀行萌芽の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1837 年の金融恐慌による州法銀行の投資銀行業務の縮小・撤退</li> <li>・南北戦争時の政府による大型資金調達</li> <li>・鉄道敷設建設による鉄道会社の資金調達の増加</li> <li>・マーチャント・バンクの米国における影響力増大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・マーチャント・バンクの米国代理店として、個人銀行の台頭と業務の拡大</li> <li>・アドバイザー的な役割など近代的な投資銀行業務の萌芽</li> <li>・ジェイ・クックによる画期的な販売方法の導入による資本市場の発達</li> </ul>
1873 年～1897 年	投資銀行基盤固めの時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・鉄道会社の拡張と破綻の繰り返し</li> <li>・米国での工業の発展→株式公開による資金調達の活発化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・マーチャント・バンクの代理店の存在から脱皮</li> <li>・鉄道会社から他の産業分野への進出</li> <li>・産業再編に主導的役割を果たす</li> <li>・シンジケート手法の高度化</li> </ul>
1897 年～1914 年	投資銀行基盤確立の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・トラストや持ち株会社を活用した大型水平型統合による産業の再編</li> <li>・金支配に対する批判が高まったことを受けてプジョー委員会で投資銀行の金融独占に関する調査</li> <li>・規制の導入→自由放任の時代の終焉</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・産業再編に投資銀行が大きな役割を發揮（資金調達、組織改編など）</li> <li>・取締役として顧客企業に派遣、株式保有など産業界に大きな力</li> <li>・個人銀行による初期投資銀行ビジネスモデルの成立</li> </ul>

## 2 節 モルガン商会（事例研究）

### 1. 沿革

本項では、生成期におけるモルガン商会の主要な出来事を一覧したうえで、重要な点について記述していきたい（図表 5-8）。なお、英文社名は J.P.Morgan & Co.となっており、厳密には J.P.モルガン商会と訳すべきかもしれないが、本論文では他の多くの文献に従ってモルガン商会と表記する。

図表 5-8 生成期におけるモルガン商会の沿革

ジュニアス・モルガン（J.S.モルガン）		
年	商会名	主要な出来事
1854	G. ピー ボ ディ 商 会 (ロンドン)	パートナーとして入社
1864	J.S.モルガン商会	G・ピーボディの引退とともに J.ピーボディ商会を承継する形で設立
1864 ～ 1890	J.S.モルガン商会	以降、J.S.モルガンは 1890 年に事故で死亡するまで、息子のピアポント・モルガン（J.P.モルガン）（在ニューヨーク）を指導し、かつ協働することで、モルガン商会グループの拡大に尽くす
ピアポント・モルガン（J.P.モルガン）		
1864	ダブニー・モルガン商 会	ダブニーと共同パートナーの形で設立
1869	ダブニー・モルガン商 会	エリー鉄道買収劇で仲介をし、J.P.モルガンの金床としての評価高まる
1871	ドレクセル・モルガン 商会	資金力と知名度、海外拠点のある両社の合併で一躍業界のリーダーとなる。
1879	ドレクセル・モルガン 商会	バンダービルド一族の持つニューヨーク・セントラル鉄道株の売り出しに成功
1880	ドレクセル・モルガン 商会	ノーザン・パシフィック鉄道の資金調達（4000 万ドル）に成功。当時、米国最大の鉄道取引と評された
1886	ドレクセル・モルガン 商会	米国産業のインフラ開発の一環として、メキシコの鉄道会社や電話会社に投資、取締役就任
1889	ドレクセル・モルガン 商会	トーマス・エジソンの複数の資産の再編・集約を行い、エジソン・ゼネラル・エレクトリック・カンパニーの設立に関与し、その後の資金調達を支援
1890	J.S.モルガン商会	J.S.モルガンの死によって、J.S.モルガンの支配権は J.P.モルガンに映ったが、名称の変更はしなかった。
1894	モルガン商会	共同パートナーであったトニー・ドレクセルの死亡によって、支配権が J.P.モルガンに集中し、ニューヨークのドレクセル・モルガン商会の名前をモルガン商会に変更、同時にパリの商会名も変更された
1894	モルガン商会	ニューヨーク、フィラデルフィア、パリのドレクセルとの合併商会は、以降 J.P.モルガンが単一のパートナーシップの下で運営し決算書も同一とな取扱いとなる、以降ロンドンの J.S.モルガン商会を含めた 4 商会は J.P.モルガンが支配することになる
1890 年代	モルガン商会	さまざまな鉄道会社の再建を手掛ける。サザン・レイルウェイ（1892 年清算、93 年から再建）、エリー鉄道（1893 年清算、95 年再建）フィラデルフィア＆リーディング鉄道（1893 年清算、96 年再建）、ノーザン・パシフィック鉄道（1893 年清算、96 年再建）
1895	モルガン商会	米国連邦政府の金流出を救済する目的で、シンジケートを組んで公債を発行、債務不履行の危機を救った

1901	モルガン商会	アンドリュー・カーネギーから鉄鋼会社を買い取り、33社を再編し、世界初の10億ドルの資本をもつユナイテッド・ステート・スチールを設立、新会社は米国における鉄鋼生産の半分以上（700万トン）の生産量を誇った
1902	モルガン商会	船会社6社をインターナショナル・マーカンタイル・マリーナ1社に集約、また、マコーミック・ディアリングなど4社をインターナショナル・ハーベスターに集約した
1906	モルガン商会	当時最大となるAT&Tの資金調達で中心的な役割を果たす
1907	モルガン商会	1907年金融恐慌の際に、トラスト数社および大手証券会社を債務不履行の危機から救う、またニューヨーク市に資金援助を行い、ニューヨーク証券取引所を救済した
1913	モルガン商会	J.P.モルガンが死亡、息子のジャック・モルガンがシニアパートナーとして継承するが、パートナーによる合議制に運営方針を変更した

（出所） Morgan Stanley の Web サイト、チャーナウ（1993）などを参考に作成。

上記のように、モルガン商会は父親の J.S.モルガンが主宰した J.S.モルガン商会、および息子の J.P.モルガン、さらには J.P.モルガンの息子のジャック・モルガンが中心になるが、商会名は共同パートナーとの関係で時々に変更になっている。またドレクセル商会との合併によるドレクセル・モルガン商会はフィラデルフィアとパリにも別組織として拠点を持っていたが、共同パートナーであったトニー・ドレクセルが 1894 年に死亡したのちは、ドレクセル商会関係のフィラデルフィアとパリの商会も、実質的に J.P.モルガンがトップとなる。すでに 1890 年の J.S.モルガンの死亡以降はロンドンの J.S.モルガン商会は J.P.モルガンがトップとして経営していたので、1894 年以降はニューヨーク、フィラデルフィア、パリ、ロンドンの 4 商会は J.P.モルガン傘下となった。したがって本章では、1894 年以降は、区別する必要がある場合を除いて、モルガン商会とよぶこととしたい。

J.P.モルガンがモルガン商会の中心的人物であり、モルガン商会の起源は米国人として初めて英国にマーチャント・バンクを創業したジョージ・ピーボディ（George Peabody）（以下 G. ピーボディ）に遡る。G. ピーボディは 1937 年まで米国で乾物商を営んでいたが、1937 年の恐慌を予測し、早めに資産を現金化したことから商人としての評判が高まる。1937 年にロンドンにわたり、マーチャント・バンカーとして金融に重点をおくようになる。G. ピーボディは米国人という利点を活かすべく英国と米国間の貿易金融や米国証券の英国投資家への販売に力を入れていき、1851 年に正式に 25 万ポンドを出資してジョージ・ピーボディ商会（George Peabody & Co.）を設立する。その後、1854 年に米国で商人として評判をあげていたジュニアス・スペンサー・モルガン（以下、J.S.モルガン）と出会い、1854 年には二人はパートナーとして同商会を運営するようになる。この時点で、Morrison & Wilhelm（2007a）<sup>67</sup>によればジョージ・ピーボディ商会は、英国の有力マーチャント・バンクであったベアリング・ブラザーズ商会（Bearing Brothers & Co.）やブラウン・シプレー商会（Brown, Shipley & Co.）とならんで有力なマーチャント・バンクであった。ジョージ・ピーボディ商会が米国人が経営する商会でありながらマーチャント・バンクとして名声を得た理由として、森（1991）は、「G. ピーボディの持つ高潔な人柄、顧客に対する熱い信義、先見性と安定性の調和などが大きな比重を占めていた」<sup>68</sup>としている。



1857 年の恐慌でジョージ・ピーボディ商会は苦境に陥るが、イングランド銀行による救済で存続することができ、その後 1859 年に G.ピーボディは J.S.モルガンを正式に後継者として指名する。1864 年に G.ピーボディは引退を決め、彼の資本の一部を残したものの、ジョージ・ピーボディの名前を使うことを許さなかった。このため、J.S.モルガンは 1864 年 10 月 1 日に新たに J.S.モルガン商会という名称で、ジョージ・ピーボディ商会の業務内容と 3 人の事務員、それにオフィスをそのまま引き継いだ。J.S.モルガンの資本金は 30 万ポンドから 35 万ポンドで 82.5%が J.S.モルガンの所有であったが、資本金の額は競争相手であったマーチャント・バンク（たとえば、ブラウン商会の 53 万ポンド）より小規模であった<sup>69</sup>。しかし、ジョージ・ピーボディ商会時代から育成してきた J.S.モルガンの息子ジョン・ピアポント・モルガン（以下、J.P.モルガン）が成長するにつれ、ニューヨークで商会を運営していた J.P.モルガンとの共同事業を通じて、その規模を拡大させていった。

後年、金融王と称せられるようになった J.P.モルガンは 1854 年に父親の J.S.モルガンとともに渡英しているが、1857 年に父親の勧めもあって、当時ジョージ・ピーボディ商会の米国における代理店を務めていたニューヨークのダンカン・シャーマン商会（Duncan, Sherman & CO.）に一事務員として入社することになる。ダンカン・シャーマン商会の従業員でありながら、J.P.モルガンは 1857 年恐慌時のダンカン・シャーマン商会の状況を父親に克明に伝えただけでなく、ニューヨーク経済の状況も報告していた。また恐慌後も父親の指示に従って米国の顧客に関する調査を行ったり、ジョージ・ピーボディ商会に J.P.モルガン名義の勘定を持って米国証券の英国投資家宛の販売を行ったりするなど、この当時から父親との取引に熱心に取り組んだ。

その後、J.P.モルガンはダンカン・シャーマン商会を去り、自らモルガン商会を設立してダンカン・シャーマン商会時代の業務を継続して行っていたが、この期間、武器をめぐるスキャンダル（1861 年）や金投機（1863 年）という汚点を残すことになる。そして、1864 年 11 月に父親の J.S.モルガンは、ダンカン・シャーマン商会のマネジャーであったチャールス・H・ダブニーに依頼して、J.P.モルガンとジェームス・グッドウィン（James Goodwin）とともにダブニー・モルガン商会（Dabney Morgan & Co.）を設立させる（モルガン商会はその前に解散する）。この新商会において、ダブニーが J.P.モルガンのいわば目付け役として J.P.モルガンの成長を助けることになる。

ダブニー・モルガン商会設立後は、ロンドンの J.S.モルガン商会とニューヨークのダブニー・モルガン商会が一体となり、拡大モルガン商会として事業を拡大していくことになる。この時期から、J.P.モルガンはリーダーシップのある金融家として頭角を現していく。特に、1869 年に起こった J.H.ラムジー（J.H.Ramsey）率いるアルバニー&サスケハナ鉄道（以下、A&S 鉄道）（Albany and Susquehanna Railroad）に対して、J.P.モルガンと J.グールド（J.Gould）率いるエリー鉄道が仕掛けた買収劇において J.P.モルガンが行った仕掛けによって、彼の金融家としての名声は一躍あがることになる。つまり、J.P.モルガン

はラムジー側に立って A&S 鉄道を別会社に 99 年間のリースをすることによって、グールド側の手の届かないところに同鉄道を置いたのである。この方法で、この支配権争いに決着をつけたことで、後に *New York Times* (1973 年 1 月 24 日付) が「この争いはモルガン氏を有能な金融家として広く尊敬させるようになった」(contest ....made Mr. Morgan universally respected as an able financier)<sup>70</sup>と評しているように、J.P.モルガンの名声は高まった。

しかし、ダブニー・モルガンの共同パートナーであったダブニーの高齢化を受けて、J.S.モルガンは今度は米国の大手投資銀行であったドレクセル商会 (1817 年創業) との共同事業を画策する。この結果、1871 年 7 月に、ドレクセル・モルガン商会 (Drexel, Morgan & Co.) が誕生する。新商会の資本金は 100 万ドルであったが、J.P.モルガンの拠出金はわずか 1 万 5000 ドルであった。一方損益への権利は 50% という破格のものであった。この取扱いだけでも、ドレクセル側の J.P.モルガンへの配慮がいかに大きかったかがわかる。

ドレクセル・モルガン商会はその設立時から、米国投資銀行業界でもトップにランキングされていた。これは、ドレクセル兄弟の持つ 700 万ドルにのぼる資産と J.S.モルガンが持つ 500 万ドルにのぼる膨大な資産の裏付けだけでなく、ドレクセル兄弟や J.S.モルガンの金融家としての名声が背景にあったことによる。Carosso (1987) は、新商会が開設された当日に、*The Commercial & Financial Chronicle* は、「この時期に発表されたニュースでは、銀行業界にとって最も重要な変化の一つ」(one of the most important changes in banking circles announced at this time) とし、「新商会は世界の数少ない有力な銀行商会のひとつとなる」(put the new firm among the few leading banking houses in the world) と評したと記事を紹介している<sup>71</sup>。また、大手企業信用調査会社ダン&ブラッドストリート (Dun & Bradstreet TSR Ltd) の前身である R.G. Dun & Co. はドレクセル・モルガン商会については、しばしば、"very strong and safe"、"cautious and conservative"、"one of the strongest houses in the trade"などと表現するなど極めて高い評価を与えていた<sup>72</sup>。

ドレクセルとの合併によって、新しいドレクセル・モルガン商会は、ニューヨーク、フィラデルフィア、ロンドン、パリの各地に拠点を有する国際的な投資銀行となった。

その後、1890 年の父 J.S.モルガンの死によって、J.S.モルガンの支配権は J.P.モルガンに映ったが、名称の変更はしなかった。J.S.モルガンと J.P.モルガンは、J.S.モルガンが事故死をするまで緊密に連絡を続け、互いに助け合った。たとえば、1873 年恐慌の際には詳細な市場情報を J.P.モルガンは J.S.モルガンに送っている。また、J.P.モルガンを金融家として成長させるために、ダブニーと共同で投資商会を創業させたり、強力なパートナーとなったドレクセル商会と合併商会を設立させたりしたのも父 J.S.モルガンのアドバイスと支援のおかげであった<sup>73</sup>。

1894 年には共同パートナーであったトニー・ドレクセルの死亡によって、支配権が J.P.モルガンに集中し、ニューヨークのドレクセル・モルガン商会の名前をモルガン商会に変更、同時にパリの商会名も変更された。その結果、ニューヨーク、フィラデルフィア、パ

リのドレクセルとの合弁商会は、以降 J.P モルガンが単一のパートナーシップの下で運営し決算書も同一な取扱いとなる、以降ロンドンの J.S.モルガン商会を含めた 4 商会は J.P モルガンが支配することになる<sup>74</sup>。

1890 年代、モルガン商会は鉄道会社を中心に証券の発行だけでなく、鉄道会社の再建に力を発揮する。たとえば、サザン・レイルウェイ（1892 年清算、93 年から再建）、エリー鉄道（1893 年清算、95 年再建）フィラデルフィア&リーディング鉄道（1893 年清算、96 年再建）、ノーザン・パシフィック鉄道（1893 年清算、96 年再建）などである<sup>75</sup>。延べ約 3300 マイルの鉄道（米国内の鉄道の約 6 分の 1）がモルガン商会による再建の対象となり、当時人々は鉄道会社の再建のことを「モルガニゼーション」と呼んだほどであった<sup>76</sup>。モルガンが鉄道会社の再建を行うことができたのは、有能な人材を有していたことによる。カロッソ（1978）は、モルガン商会のパートナーであった、チャールズ・コスターの再建策の策定について、以下のように記述している。

まず、その鉄道の収益、利子負担、配当、営業維持費、設備、経営陣をつぶさに調べることから始められた。次に「その鉄道が将来確実に負担できる固定負債の範囲と性格」が算定された。以上のことに決着をつけてから、コスターは鉄道の社債負担をできるだけ実際の最小収益能力に近い水準にまで削減し、これによりたとえ不利な状態にあっても利子を支払うことが可能な状態を作り上げた。このような削減のためにはきわめてしばしば、社債所有者を説得して彼らの所有する社債をより低い利回りの他の社債と、あるいは優先株または普通株と、さもなければこれら 3 種類の証券の組み合わせと交換してもらうことが必要であった。株主はしばしば未払いの短期借入金の返済や、新しい設備の購入、またはその他の経常費に充てる運転資本の供給を割り当てられた。（中略）再建初期の保守的で慎重な経営方針を継続させるために、しばしば有力かつ誠実な人々を受託人とする議決権トラストが設置された（カロッソ、1978、p.62）。

1895 年に、モルガン商会は、米国の金本位制を救うとともに、米国への金の流出入を一時的に支配するという一大壮挙を成し遂げる<sup>77</sup>。1895 年の米国における金融恐慌で多くの銀行と鉄道会社が倒産したことに加えて、米国政府が従来金本位制から金・銀本位制に移行したこと、ドルの価格下落を懸念した欧州の投資家が大量の米国債を売却したことから金の流出が始まり、従来 1 億ドル相当の金貨と金塊を手元においていたものが 1895 年 1 月には 6800 万ドルにまで落ち込んだ。国内では金本位制で影響を被る農民をはじめとして金銀本位制の支持が多かったが、J.P モルガンは当時の大統領クリブランドを説得し、6500 万ドル相当の期間 30 年の金貨払い債券と交換に 350 万オンスの金を集めて政府に売り渡すという提案を受け入れさせて、英国のマーチャント・バンクであるロスチャイルドとともにシンジケートを通じて、1895 年 2 月に金債券が発行された。この債券は極めて良好な売り上げをみせ、短時間で売り切った。この取引でモルガン商会とロスチャイルド率いるシンジケートは大きな利益をあげた。ただ、多

くの国民の反対を押し切って金債券を発行したことやこの取引で大きな利益をあげたことから、モルガン商会に対する批判が高まる結果となった<sup>78</sup>。

前節で記述したように、世紀をまたぐ時期に大規模な企業統合の波が起こった（第1次 M&A ブーム）。モルガン商会などの大手投資銀行は鉄道会社を主たる顧客としており、その他の業種を一段下とみていたが、大規模な企業統合が起こってきたことから投資銀行もこの分野に参入していく。モルガン商会はまず鉄鋼の分野の業界再編に関与していく。1898 年、鉄鋼業界の再編の一步として、鉱石会社、基礎的鉄鋼メーカーなどを結合してフェデラル・スチール・カンパニーを設立し、この会社を使って、当時鉄鉱石埋蔵量を支配していたロックフェラー財閥と米国最大の鉄鋼会社カーネギー・スチール・コーポレーションを支配していたアンドルー・カーネギーに直接交渉することで両社を含む 10 社以上の鉄鋼および鉄鋼関連会社の大合同を成立させた。1901 年 3 月、ユナイテッド・ステーツ・スチール・コーポレーションが持ち株会社組織を認めていたニュージャージー州で設立された。資本金は 14 億ドルで、当時の米国における生産量の 60%をしめる巨大企業が誕生したのである。この新会社の証券の販売で、モルガン商会が率いるシンジケートは 5750 万ドルという巨額の手数料をあげた<sup>79</sup>。

その後も 1902 年に船会社 6 社をインターナショナル・マーカンタイル・マリーン 1 社に集約したり、マコーミック・ディアリングなど 4 社をインターナショナル・ハーベスターに集約したりするなど、企業の大合同を実行し、産業界を支配していくようになる。

モルガン商会、というより、J.P.モルガンが金融界のリーダーとして最後の力を示したが、1907 年の金曜恐慌の際に、トラスト数社および大手証券会社を債務不履行の危機から救っただけでなく、ニューヨーク市に資金援助を行い、さらにニューヨーク証券取引所にも資金的な支援を行って救済したことである。J.P.モルガンは、ナショナルティー・バンクとファースト・ナショナル・バンクを中心とする「救援軍」と呼ばれた銀行グループを結成して金融機関の危機に対処させただけでなく、3000 万ドルの流動負債の返済に窮したニューヨーク市に対して 3000 万ドルの市債を引受けることでニューヨーク市の流動性危機を救った<sup>80</sup>。J.P.モルガンはすでに 70 歳になっていたが、この救済劇では、あたかも中央銀行のようにふるまった。彼にそれだけのカリスマ性があったということができよう。ただ、この 1 件で中央銀行の必要性が議論されるようになり、連邦銀行の設立につながっていく。

しかし、1912 年、少数の金融機関が強大なトラストを形成しているとの疑いからブジョー委員会が調査を開始する。委員会の報告によれば、「モルガン商会の預金の半分は 78 社の州際会社の預金であり、そのうち 32 社がモルガン商会からの取締役役を受け入れていた」<sup>81</sup>ことや「ニューヨーク市中の銀行や信託会社に支配権もしくは影響力を持っていた」<sup>81</sup>としている。

ブジョー委員会は状況証拠を多く有していたが、金融トラストの存在は立証できなかった。しかし、この調査委員会の報告が契機となり、モルガン商会はすべての取締役役から退くことを決定した。「自由放任の時代」は終わり、さまざまな規制の時代が始まるきっかけ

となった。

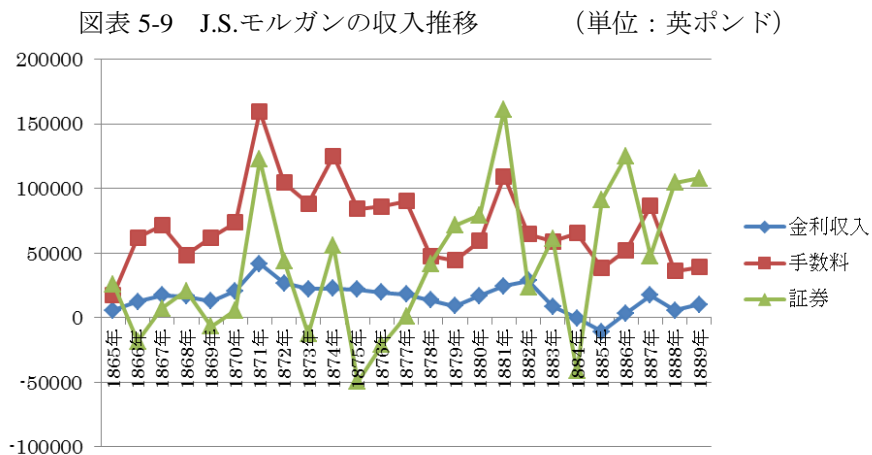
1913 年、リーダーとして金融業界を牽引してきた J.P.モルガンが死亡したことで、同商会のひとつの幕が下りることになり、それ以降のモルガン商会は一個人による専制色が薄れていくことになる。

## 2. 競争戦略

モルガン商会は、ジョージ・ピーボディ商会、J.S.モルガン商会を実質的に引き継いで金融業務を行っていたが、業務内容は大きく、鉄レールや綿花を中心とする貿易金融、商業銀行業務そして証券（投資銀行）業務と英国のマーチャント・バンクと同様に総合金融を提供していた。しかし、1900 年以降、証券業務の比重が高くなっていく。

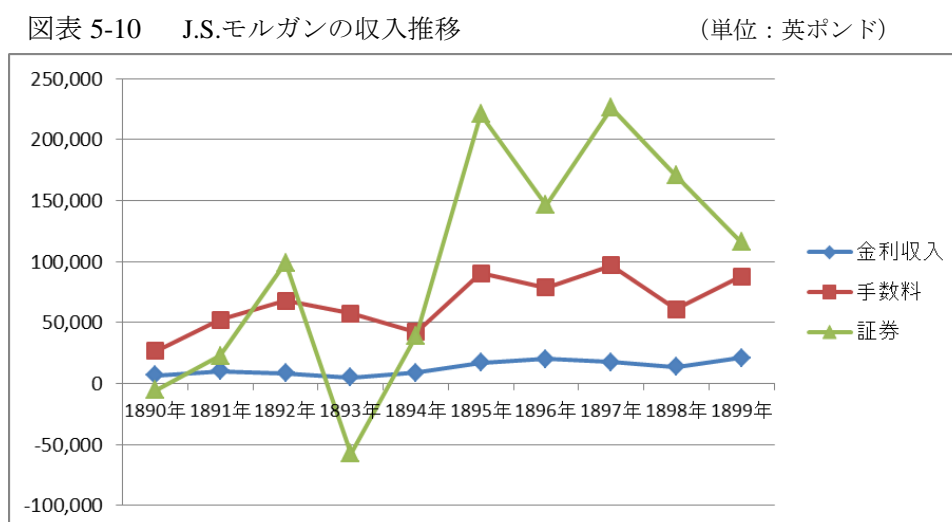
図表 5-9 は、J.P. モルガンの父親 J.S.モルガンが経営していた 1865 年～1889 年における J.S.モルガン商会の収入推移を Carosso (1970) から引用したものであるが、この図表で明らかのように、同商会は貿易関連手数料、貿易金融、そして証券の引き受けの 3 つの分野から成り立っている。金額的にみると貿易からの手数料が中心となっている。また金利収入と手数料は安定的な推移をみせているが、証券の引き受け業務は年ごとにかなりの変動をみせている。証券の収入の変動幅が大きいのは、米国においてしばしば発生した景気の波や金融恐慌によって在庫証券の価格が下落したことによるものである。

貿易や貿易金融が主体となっているのは、人的ネットワーク（米国人でありながらロンドンでマーチャント・バンクを始めた J.S.ピーボディやそれを引き継いだ J.S.モルガンの米国と英国をまたぐ彼らの人脈）に基づく情報力をコア・コンピタンスにしていたと考えられる。一方、証券業務は米国の州債を主に英国の投資家に販売していたが、金融恐慌など景気の波によって在庫証券の価格がぶれたことから、大きな変動をみせている。貿易や貿易金融に比べ、J.S.モルガン商会の時代における証券業務はそれほどの競争優位性は持っていなかったと思われる。



(出所) Carosso (1970), p.277.

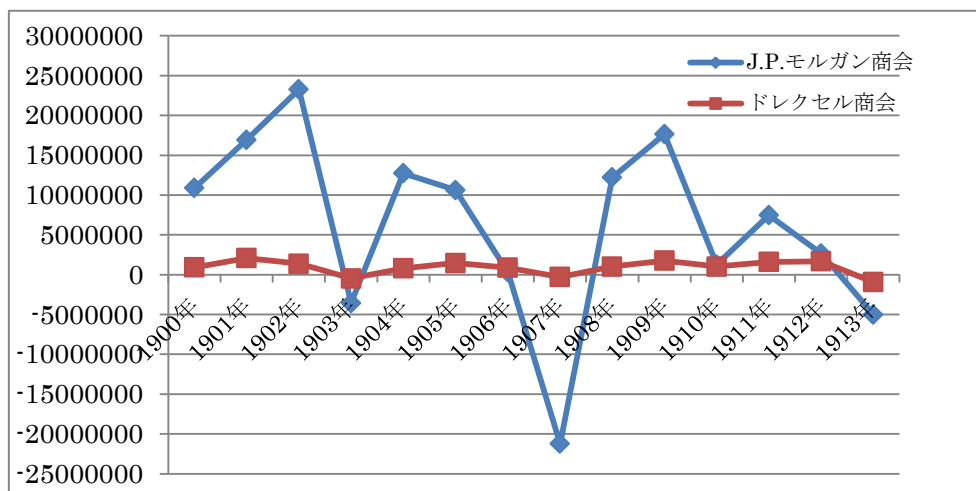
図表 5-10 は J.S.モルガンの死後、J.P.モルガンが後を継いで経営をした J.S.モルガン商会（1890 年～1899 年）の分野別収入推移を Carosso（1970）から引用したものであるが、J.S.モルガン時代に比べて証券業務からの収入が大きくなっていることと、変動はあるものの 1895 年以降は安定傾向にある。これは貿易で培った鉄道分野の人的ネットワークと専門性を活かして鉄道債の比重を高めたことによるものと考えられる。



(出所) Carosso (1970), p.431.

図表 5-11 は、1900 年から 1913 年までのニューヨークのモルガン商会とフィラデルフィアのドレクセル商会 (いずれも J.P.モルガンがトップとして経営) の最終損益の推移 (Carosso (1970) から引用) を示している。この図表で明らかなように、ニューヨークのモルガン商会がフィラデルフィアに比べかなり大きな商売を行っていたかがわかる。また、最終損益の変動幅が年によってかなり大きいこともあらわしている。これは、1900 年以降のモルガン商会の業務のかなりの部分を証券引き受けが占めていたことと、単位の大きい取引を取り扱っていたことを示している。たとえば、1902 年の 2500 万ドルにもものぼる利益は前年の US スチールの大型株式発行からの収益によるところが大きかったし、逆に、翌年の 1903 年の 360 万ドルの損失はマーカンタイル・マリーンの株式発行による損失 (230 万ドル) の影響が大きかった。1907 年や 1913 年の損失も金融恐慌による株価の下落の影響を受けたものであった。とくに 1907 年は前述したようにニューヨーク市やニューヨーク証券取引所までも巻き込む大型の恐慌で、多数の信託銀行が倒産した。信託銀行の株式を多く保有していたモルガン商会の損失もそれだけ大きく、2000 万ドルを超える損失を計上している。

図表 5-11 モルガン商会とドレクセル商会の収益推移 (単位:ドル)



(出所) Carosso (1970), p.615.

収益の変動幅が大きかったのは、それだけ大きな金額の取引を行っていたからだということもできる。損益にはブレが生じたが、大きな取引しか取り扱わなかったことや、1907年恐慌時のように金融システムを救うためには金融機関を取りまとめて活動するといったことが、モルガン商会の財務上の実績を超えた名声を与えたのではないだろうか。

実際、「大口金融専門のモルガン商会は、大企業、同業銀行、外国政府など大手顧客の預金しか受け付けなかった。個人相手では、一般大衆の預金は断り、しかるべき紹介者のいるお金持ちの預金だけを受け入れた。7500 ドル未満の預金には利子を払わず、預金受け入れ額の下限は 1000 ドルだった」<sup>82</sup>とチャーナウ（1993 上）が記述しているように大口取引に徹底していたことがわかる。

また、モルガン商会は証券引き受け業務の主要なターゲットを鉄道会社とするが、これは J.S.モルガン商会の米国代理店的な活動として行っていた鉄レールの貿易取引がベースになったことは疑いの余地がない。つまり、競争優位のある分野に特化する戦略をとったといえよう。さらに、証券引き受け業務を通じて取締役の就任など鉄道業界に関する専門性をさらに高め、これが鉄道会社の再建にまで拡大していった。まさしくアンゾフの成長マトリクスでいうと新商品拡大の戦略をとったといえる（無論、鉄道債の保有者保護という視点もあったが）。鉄道会社以降も、鉄鋼、電力、船舶、自動車など米国経済を牽引していく基幹産業にターゲットを絞っていく。

モルガン商会が大企業のための大口証券発行を行うことができたのは、証券の引受け・販売シンジケートを組成することができたことによる。これは、① モルガン商会が証券発行者と親密な取引関係を確立したこと、② 他の投資銀行と極めて固い関係にあっただけでなく、③ 証券の投資家でもあった商業銀行、信託会社、保険会社などと親密な関係を構築したことによる。他の投資銀行との関係が強固であったのは、先に述べたように、地縁・

血縁的なつながりが大きい。

一方、証券発行者や他の金融機関との関係を強固にすることができたのは、人的コネクションによるところが大きいといえる。これは、J.P.モルガンをはじめとするパートナーの能力に負うものといえよう。しかし、それを支えるものとして、株式保有や取締役の派遣などという手段を通じて彼らの経営に影響力を持つことができたという事実は見逃せない。

カロッソ（1978）は、プジョー委員会の調査報告書を引用して、「モルガン商会とその名義人は 7.23 億ドルの資産を有するニューヨーク市中の銀行、信託会社に支配権もしくは影響力を持っていた」<sup>83</sup>と記述している。取締役の派遣についても、ファースト・ナショナル・バンクやナショナル・シティ・バンクなど多くの金融機関に取締役を派遣したほか、「ほとんどすべての主要鉄道会社、大工業会社および大公益事業会社の取締役会には少なくとも 1 人の投資銀行家がいた」<sup>84</sup>。

個人銀行という資本力が大きくない投資銀行がなぜ多くの金融機関や大企業の株式を所有したり、あるいは経営を支配したりすることが可能となったのであろうか。

第一は、引受け手数料を株式で受け取ったことである。カロッソ（1978）は、銀行家 E.R. チャップマンの産業委員会での証言、「私は投資銀行が現金もしくは特定の金額の支払いを受けた実例をまったく知りません。投資銀行は一定の割合の株式を受け取り、（以下省略）」<sup>85</sup>を引用して、投資銀行の株式による報酬が一般化していたことを記述している。

第二は、自らが引き受けた証券発行会社からの預金という資金調達力があったことである。先に記述したように、プジョー委員会レポートは、モルガン商会の 1912 年 11 月 1 日時点の預金額（162.4 億ドル）のうち 82 億ドルが複数の事業を行う 78 の株式会社からのものであり、そのうち 32 社についてはモルガン商会のパートナーが取締役に就任していたと述べており、証券発行会社からの預金が大きな資金源になっていたことがわかる。しかも、これらの預金は企業が資金の必要性が生じた時に初めて引き出される性格のものであり、モルガン商会など投資銀行の預金として残る期間も長く金額も多額であった。

第三は、シンジケート組成の際に、取締役を派遣する旨の条件をあらかじめ付けていたことである。この条件はすべてのシンジケートというわけではなく、企業の合同などの際に用いられた。つまり、通常のシンジケートとは別に、企業の合同や企業合同をサポートする富裕な顧客などで構成するシンジケートを組成し、彼らを合同会社の取締役に派遣したのである<sup>86</sup>。

そして第四は議決権トラストの活用である。議決権トラストとは、企業の合同の際に、合同に参加する企業の株式と新たに発行されるトラスト証券を一定の割合で交換することにより、全体の経営支配権をトラスト証券の過半数を握る少数の受託集団に委ねるという仕組みである。投資銀行は、この議決権トラストを活用して経営を支配していった。

山本(2005)は、このような金融機関による支配を以下のように記述している。

ドイツ、イギリスに比較して、アメリカの株式会社の発展の特徴は、それが、投資



銀行を始めとする金融諸機関の利益追求手段として利用されたことである。投資銀行は、産業の独占的力を、トラスティー方式で、いわば外部的かつ寄生的に利用したのであって、産業側はそれに屈せざるをえなかった。商業銀行との関連が稀薄な産業企業は、恐慌・不況期に過剰生産を処理し経営を再建するためには、また激しい企業間競争にうちかつためには、6大金融機関（モルガン商会、ファースト・ナショナル銀行、ナショナル・シティ銀行、リー・ヒギンソン会社、キダー・ピーパーディ会社、クーン・レープ）に代表されるいわゆるマネー・トラスの傘下に入らざるをえなかったのである（山本，2005，pp.89-110）。

もうひとつ、モルガン商会が米国の多くの大企業と親密な関係を確立することができた要因として、その卓越した「財務顧問」としての産業再編・改革能力を挙げることができる。その一例は、米国初めての10億ドル企業となったU.S.スチールの設立である。1901年、カーネギーの所有するカーネギー製鋼とJ.P.モルガンが株式を保有していたフェデラル製鋼など主要な製鋼会社を統合してU.S.スチールが設立されることになるが、この設立までの経緯でJ.P.モルガンは主要な役割を果たす。新設に関わる膨大な数の証券を、モルガン商会は主幹事として300社にのぼる引受シンジケートを組成し、このシンジケートは5,750万ドルという巨額の引受け手数料をU.S.スチールの株式で取得した<sup>87</sup>。

さらに、モルガン商会の戦略で特質すべきは、政府との関係である。ブジョー委員会やペコラ委員会で金融独占の首謀者とみなされ追求されたにもかかわらず、1907年の金融恐慌時の救済に向けたリーダーシップや、第1次大戦時におけるアングロ・フレンチ公債、連合国のための物資調達、合衆国政府債の引き受けなど、米国や英国政府への支援を通して深く食い込んでいた。このことにより、モルガン商会の評判を高めたことは言うまでもないことであろう。チャーナウは、「英国・アメリカ枢軸が絶大の権勢をふるっていた当時、モルガン商会は、両国政府の権力構造に深く食い込んでいた。資金力で大きく上回る銀行はほかに10数行もある。実際にモノを言っているのは、モルガンの資金ではなく、むしろその名声と頭脳である。あそこは、単なる銀行ではなく、一種の公共機関（institution）である」と両国政府とのつながりを記述している<sup>88</sup>。

Morrison & Wilhelm（2007a,b）は、投資銀行を *extralegal institution*（超法規的機関）と位置づけていることは、2章3節で記述したが、上記チャーナウの記述はこれをまさに裏付けていると思われる。

### 3. 組織構造

ジョージ・ピーボディ商会、J.S.モルガン商会、ダブニー・モルガン商会、ドレクセル・モルガン商会、そしてモルガン商会などJ.S.モルガンあるいはJ.P.モルガンがかかわった投資商会（生成期の投資銀行）の組織形態はいずれも無限責任制のパートナーシップであった。Carosso（1987）が記述するように、パートナーシップの投資銀行は、州法銀行や国法

銀行と異なり、何ら規制を受けることなく自由に事業を展開できるというメリットがあった。

創業当初は創業者およびその一族が出資し、かつ創業者自身がシニアパートナーとして経営に携わるというトップダウンによる経営モデルであった。規模が小さく、かつ血縁・地縁で雇用されていた人材が多いこともあって、創業者による強いリーダーシップが奏功したといえよう。とくに、証券発行者や金融業界との人的コネクションの構築や大型証券引受けというリスクテイクをすることができたのも、創業者の強いリーダーシップがあったからだといえる。

しかし、業容が徐々に拡大するにつれて外部からパートナーに相応しい人材を登用していく。しかしこの場合でも、基本的には仕事を通じてその能力を認めた人たちに限っていた。ピアポント・モルガンがパートナーを選ぶ基準にしたのは、その人間の富ではなく、頭脳と才能を中心にした実力だった。そのため、社内には一流の専門家が多かった。たとえば、鉄道の専門家のサミュエル・スペンサーは、鉄道のことなら車両の制動機の製造原価から終着駅の不動産評価額に至るまであらゆることを国内の誰よりもよく知っているといわれた。また、チャールズ・コスターは、若いころに切手の歴史の本を書いたほど物事を組み立てて分類する意欲の持ち主で、産業界再編で大きな役割を果たし、たとえば 59 社にのぼる会社の取締役役に就任した。また、コスターが亡くなった後に後任としてパートナーに引き抜かれたのは、ある鉄道会社の顧問弁護士であったチャールズ・スティールで、彼も法律の知識を活かし、36 社の取締役役を兼任した<sup>89</sup>。

政府、鉄道会社や大企業など大きな取引に絞って業務を展開していたこともあり、組織の規模は大きくなかった。1895 年にドレクセル・モルガン商会をふくめ 3 社を J.P.モルガンがトップとして率いるようになった時のパートナー数は、ニューヨーク 6 名、フィラデルフィア 4 名の 10 人に過ぎなかった。従業員数も少なく、総勢 150 名程度にとどまっている<sup>90</sup>。1920 年代当時でも、パートナーは、ウォールストリートに 14 名、フィラデルフィアのドレクセル商会に 8 人、ロンドンとパリのモルガン系列商会にそれぞれ 7 名の合計 36 名であった<sup>91</sup>。

パートナーシップが暗黙知を生み、それを組織のメンバー間で形式知化していく知識創造の場として適していることは 3 章で述べたが、まさしくモルガン商会のパートナーシップ組織は競争優位の知識創造をおこなうのにふさわしい組織であったと思われる。チャーナウ（1993）が、「彼（J.S.モルガン）が息子の J.P.モルガンに叩き込んだ数々の教訓が土台となって、モルガン財閥の 1 世紀にわたる基本哲学は築き上げられた」<sup>92</sup>と記述しているようなモルガン商会の組織文化はパートナーシップ組織であったからこそ 1 世紀以上続いたともいえよう。

後述するように、J.P.モルガンとジャック・モルガンではリーダーシップのやり方に違いはあったが、少人数のパートナーが互いに知識創造に貢献していたことは容易に推測できよう。とくに、パートナーたちは多くの取引企業に取締役として派遣されていたので、パ

ートナードという場を通じて業界や経営に関する知識を共有し蓄積していったのではないだろうか。さらに、組織の収益が自らの損益に直結することもあり、経営にあたっては長期的な視点から慎重に行っていたこともあり、顧客ターゲットも政府、鉄道会社、大企業に絞っていた。

#### 4. リーダーシップとコア人材

J.S.モルガン商会のリーダーであった J.S.モルガンは、かなり優秀な人物であったようである。チャーナウ（1993）の記述によれば、ピーボディ商会を経営していたジョージ・ピーボディが J.S.モルガンを後継者として迎え入れたいと誘った時に、ありがたい話としながらも「考えるべきことがたくさんあります。ここの帳簿に全部目を通して、個々の仕事と仕事のやり方を多少なりともわかるまでは、ご返事を差し上げられるとは思いません」<sup>93</sup>と即答を避けている。

また、J.S.モルガンには学習能力と行動力があつた。1857 年にジョージ・ピーボディ商会が苦境に陥った際に、J.S.モルガンは信頼できる顧客だけと信用のおける商品や証券を取り扱うことが重要だということを学んだ。Carosso（1970）によると、1857 年の教訓から、J.S.モルガンはすべての顧客の勘定を定期的にチェックし、彼の商会が引受けた為替手形の質と量を詳細に点検した。この結果、無担保の信用供与はほとんどなくなったという<sup>94</sup>。

J.S.モルガンの息子のピアポント・モルガン（J.P.モルガン）は、チャーナウの記述によると「ピアポントは、すでに矛盾した性格をあらわしていたようだ。彼は経済的にはまったく合理的に行動するホモ・エコノミックスであつて、少年なのに細かく小遣い帳をつけたり自分のジオラマを仲間に見せるのに見物料をとったりしたほどだ。若者らしく元気いっぱいだったが、怒りっぽくて突然気が変わる躁鬱の傾向があつた」<sup>95</sup>と経済的にはしっかりしていた反面、性格的には怒りっぽくて気弱な面があつたようである。

成人してビジネスの世界に入ると、経済的にしっかりした面がいかに発揮された。また、性格的にも彼の幼年時の性格が残っていたようで、人々をがみがみ怒鳴りつけることから多く人々の反感を買うことも多かった<sup>96</sup>。

リスクの高い証券引き受けというビジネスで利益を追求しながら、一方で、J.P.モルガンには高い倫理観があつた。チャーナウは、「若いころの道徳的信念が高じてなつた、一種の頑固な暴君であつて、自分の考え方の完全無欠さを絶対的に確信して譲らぬ傾向を見せた。（中略）1873 年の恐慌までの「金ぴか」の時代と呼ばれた好況期の悪徳資本家（ラバーバロンズ）どもとは違って、金銭欲には不思議と理想主義的な考えが幾分かまじっていた。自分が正しいと信じる事業観に背くような経済行為にぶつかると、彼は独特の倫理観に駆られて、事態の根本的に正に熱中した」<sup>97</sup>と J.P.モルガンが高い倫理観と一種の正義感をもっていたことを述べている。

たとえば、彼はキリスト教青年会（YMCA）の一員になって、労働者階級の間に流行っていた賭け事の撲滅に活躍している。また、1873 年恐慌の時にアンドルー・カーネギーは

自身が保有していた鉄道株を J.P.モルガンによって売却してもらった際に、合計 6 万ドルの支払いを求めるとピアポントは 7 万ドル返却した。その理由として、カーネギーの株を低く評価しすぎたといっただけで譲らなかったというエピソードがチャーナウによって記述されているが、その公平さや真摯な態度が顧客や同業者を惹きつけたと考えられる<sup>98</sup>。

「一般大衆がモルガン一族のことをどう考えようと、経済人たちは一族の誠実な商売ぶりを高く評価した。同業のオーガスト・ベルモント 1 世は、ピアポントのことを『無愛想だが公平』な人間だと考えた<sup>99</sup>とチャーナウ（1993 上）は記述している。

J.P.モルガンを引き継いだ息子のジャック・モルガンは、父親とは異なっていたようである。ジャック・モルガンは 46 歳の時に父親のあとを継いでモルガン商会のシニアパートナーになったが、トップダウンで物事を決めていた父親と異なり、何人かのパートナーに権限を与え、パートナーの合議制に経営方式を変えた。この権限の委譲と合議制によって、後にモルガン商会の代表として大きな取引を牽引するようになったラモントなどが重要な役割を果たすようになる。

J.P.モルガンとジャック・モルガンの経営方法は異なっていたが、ビジネスに対する姿勢はよく似ていたと考えられる。それは以下の両社の調査委員会におけるコメントによく表れている。

#### 【J.P.モルガンのケース】<sup>100</sup>

プジョー委員会における証言(1912 年 12 月)

ウィンター・マイヤー：あなたは合併や集中のことをいっているんですか。

J.P.モルガン：そうです。支配の問題です。支配権をもたなければ、何一つできない……

ウィンター・マイヤー：そう、その通りなのだと思います。あらゆるものを支配したがるのはそのためなのでしょう？

J.P.モルガン：私は何も支配したいとは思いません。

ウィンター・マイヤー：モルガンさん、いったいあなたは何を言いたいのですか。私にはまったくわからない。

J.P.モルガン：私が言っていることはこういうことです。支配とはひとつのこと、とくに貨幣にかかわるものです。だから貨幣支配のことが云々される。だが、この世の中で貨幣のトラストをつくるなどというのはあり得ないのです。

ウィンター・マイヤー：あなたが言わんとしていることは、一人の人間が貨幣を全部手に入れる方法はない、ということですか。

J.P.モルガン：全部は無論のことその幾分かでも、それを支配するということはできないのです。

(中略)

ウィンター・マイヤー：あなたの考えは、つまりあなたが今お持ちのような巨大な力を人がもっている場……。ところであなたは自分がそうした力を持っていることを認めますね。

J.P.モルガン：そんな力を持っているとは私は思いません。

ウィンター・マイヤー：あなたの考えは、そうした力を悪用すればこれを失うということですか。

J.P.モルガン：そうです。その人は2度とそれを取り返すことはできなくなります。

(中略)

ウィンター・マイヤー：商業信用は主に貨幣とか財産に基づいているのではありませんか。

J.P.モルガン：いや、そんなことはありません。第一に問題となるのは人物です。

ウィンター・マイヤー：貨幣や財産よりも？

J.P.モルガン：貨幣やその他どんなものよりも先にです。貨幣で信用を買うことはできないのです。

#### 【ジャック・モルガンのケース】<sup>101</sup>

ペコラ聴聞会での証言（1933年5月）

個人銀行家は、中世から活動してきたひとつの職業の一員であります。時の経過につれて、職業上の倫理と慣行を定める一つの行動規範が生まれてきて、その遵守に、個人銀行家の評判、影響力、そして個人銀行家の働く地元社会への貢献力がかかっております。...個人銀行家はその職務の執行に当たり、この行動規範を無視するならば、行動規範はいかなる立法でも表現できないものの、法律よりも絶大な拘束力を持つので、個人銀行家は自らの信用を犠牲にする結果になるでしょう。この信用なるものは、個人銀行家にとり非常に貴重な財産であります。これは、長年の信頼と立派な取引の成果であって、たちまちにして失われることがありうるし。ひとたび失われた信用はたとえ回復されるとしても、きわめて長い時間がかかります。

上記の二人の証言から、彼らが倫理的に高い信念を持っていることがわかる。その意味で「真の変革型リーダーシップ」ということができるかもしれない。ただし、J.P.モルガンがいつも利他的に行動していたか、という点も疑問が残る。たとえば、三浦（2004）<sup>102</sup>が指摘しているように、1901年に持ち株会社形態を利用してカーネギー鉄鋼（カーネギー一族所有の非公開会社）やフェデラル製鋼（J.P.モルガンが大株主の公開会社）など10数社を統合してU.S.スチールを形成した際に、実物資本金額（約6億ドル～7億ドル）を大幅に超える新株や新規証券（約14億ドル）を発行したうえ、引受シンジケートは株式の形で巨額の報酬（1億3000万ドル相当額の株式）を受け取っているということを考えると、むしろ利他的な信念を持っていたが時に行動が利己的になるという「一貫性なき偽の変革型リーダーシップ」という主張も可能かもしれない。いずれにしても完璧な人間は存在しないので、利他的信念を有していたこと自体は評価できるのではないだろうか。

無限責任制の下で有能なパートナーがモルガン商会を支えていった。Carosso（1970）は、1971年7月にドレクセル・モルガン商会が設立され1894年12月に改組される期間におけ

る主要パートナーの在任期間と改組後も引き続きパートナーを務めた主要なパートナーの通期の在任期間を表している（図表 5-12 および 5-13）。トップリーダーであった J.P.モルガンの在任期間が 41 年ときわめて長いのは当然としても、主要なパートナーの在任期間も 10 年を超えることが多く、平均的に見ても長期間にわたっていたことがこの表からも明らかである。

図表 5-12 ドレクセル・モルガン商会の主要なパートナーの在任期間（1871 年～1894 年の 23 年間）

パートナー氏名	場所	就任	退任	期間	
Morgan, J.P.	NY	1871 年 7 月	1894 年 12 月	全期間	終了まで
Drexel, A.J.	P	1871 年 7 月	1893 年 6 月	死亡	
Drexel, F.A.	P	1871 年 7 月	1885 年 2 月	14 年間	
Drexel, J.W.	NY	1871 年 7 月	1876 年 1 月	4.5 年間	
Robinson, J.N.	NY	1871 年 7 月	1875 年 1 月	3.5 年間	
Wright, J.H	P	1871 年 7 月	1894 年 12 月	全期間	終了まで
Godfrey, C.H.	P	1875 年 1 月	1884 年 1 月	9 年間	
Fabbri, E.P.	NY	1876 年 1 月	1885 年 12 月	9 年間	
Thomas, G.C.	P	1883 年 1 月	1894 年 12 月	11 年間	終了まで
Stoneburry, E.T.	P	1883 年 1 月	1894 年 12 月	11 年間	終了まで
Paul, J.W.Jr.	P	1883 年 1 月	1894 年 12 月	11 年間	終了まで
Bowdoin, G.S.	NY	1884 年 1 月	1894 年 12 月	10 年間	終了まで
Coster, C.H.	NY	1884 年 1 月	1894 年 12 月	10 年間	終了まで

（出所）Carosso (1987), p.283.

図表 5-13 ドレクセル・モルガン商会の主要なパートナーの勤務期間（1894 年～）

パートナー氏名	場所	就任	退任	期間
Morgan, J.P.	NY	1871 年 7 月	1913 年 3 月	42 年間
Thomas, G.C.	P	1883 年 1 月	1904 年 12 月	21 年間
Stoneburry, E.T.	P	1883 年 1 月	1894 年 12 月	11 年間
Paul, J.W.Jr.	P	1883 年 1 月	1908 年 9 月	25 年間
Bowdoin, G.S.	NY	1884 年 1 月	1899 年 12 月	15 年間
Coster, C.H.	NY	1884 年 1 月	1900 年 3 月（任期中に死亡）	16 年間

（出所）Carosso (1987), p.439.

## 5. 組織間ネットワーク

19 世紀後半から資本力に限界のあったパートナーシップ組織の投資銀行が州債や鉄道会社債の発行で台頭してきた背景には、マーチャント・バンクやドイツなど欧州大陸の資本家との強いネットワークが存在していたことがある。

ジョージ・ピーボディの商権を引き継いで、J.S.モルガン商会を経営した J.S.モルガンは、英国の大手マーチャント・バンクであるベアリング商会との鉄レールの取引を共同で行なうなど、マーチャント・バンクとの取引関係を大切にしていた。その一例として、J.S.モルガンは息子の J.P.モルガンが英国を訪れた際には必ずロンドンの著名なマーチャント・バンカーたちに引き合わせている。

また、米国における投資銀行や貿易代理店、たとえば当時すでに国際的なネットワークを持っていたドレクセル商会と密接な情報交換を行っていた。ドレクセルとは J.P.モルガンの意図もあり、1971 年に J.P.モルガンを共同パートナーとすることで合併の投資銀行を設立している。

シンジケートを通じた他の投資銀行や証券ディーラーとのネットワークは、モルガン商会のように大きな取引を行う場合にはとくに大事であった。

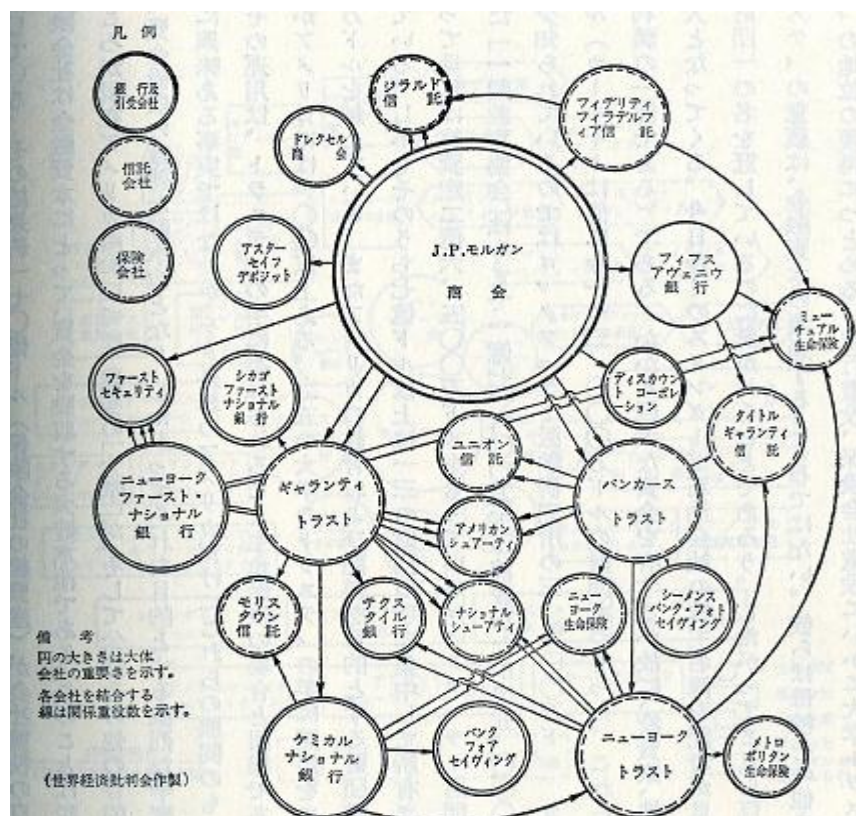
このシンジケートというシステムが機能したのは、大部分の投資銀行の幹部は互いによく知っており、幹事に信頼を置けると確信していたからこそ機能したわけであるが、同時に幹事を務めることのできる投資銀行の数が限られており、強大な力を有していたこととも関係がある。モルガン商会のように、顧客企業に取締役を派遣することで発行企業との取引関係を強化すると、モルガン商会からのシンジケートの誘いを断ることが将来のシンジケート参加に影響を与えてくる。そのため、シンジケートに招待された投資銀行、商業銀行、保険会社、証券ブローカーはシンジケートへの参加招待を断ることはほとんどなかった。カロッソ (1978) がニューヨークタイムズ紙 (1905 年 9 月 24 日) で「シンジケートへの参加を認められた商会および個人は、有望なシンジケートとそうでないシンジケートを選別することはできない。そんなことをすれば、将来のシンジケートへの参加から完全に締め出されてしまう」<sup>103</sup>という記事を紹介しているように、法的拘束力はないものの締め出しという形で私的な拘束力をもっていた。

また、モルガン商会はじめ大手投資銀行は商業銀行や信託銀行、保険会社など金融機関の株式を保有することで、ネットワークの強化を図っていた。これはシンジケートにおけるネットワークの強化だけでなく、金融機関が融資をしている大手企業への関係を深める意味でも有効であった。しかし、この資本関係がプジョー委員会やペコラ委員会での金融独占の批判を受けることとなった。

図表 5-14 は、モルガン商会が資本関係などを通じて構築していた金融機関との関係図である。有澤他 (1977) は、その著書『カルテル・トラスト・コンツェルン』の中で、「モルガン商会を中心として、ジョージ・ベーカーの統率するファースト・ナショナル銀行、バンカーズ・トラスト・ギャランティー、ギャランティ・トラストを羽翼として

これと密接なる関係を結び、さらに直接ないしはこれらの3機関を通じて間接に、ニューヨークをはじめフィラデルフィア、ボストン、ピッツバーグ、シカゴ等各地の幾多の普通銀行、貯蓄銀行、信託会社、生命・損害保険会社等に連係をもって巨額に資金を吸収している」<sup>104</sup>とモルガン商会の広範囲にわたる金融機関との関係を記述している。

図表 5-14 モルガン商会の金融機関との関係図



(出所) 有澤他 (1977), p.392.

プジョー委員会は少数の銀行による共同謀議は立証できなかったものの、彼らの調査報告書から、「モルガン商会が主唱者と認められる一握りの人々の手中に、信用と資金の支配を集中した『利益共同体』が存在するという」<sup>105</sup>状況を明らかにした。この金融機関同士の関係は「紳士の行動規範」と表現された。

しかし、カロッソ (1978) は金融支配と非難される投資銀行を擁護して以下のように述べている。

委員会の詳細な図表や取締役兼任の関係図は誤解を招きやすいものであった。中核集団の 180 人の銀行家や取締役が、341 社の金融機関及びその他の会社の取締役席を占め、それらの会社の資産総額が 250 億ドルを越えるというのは事実だが、だからといってこれらの資産が彼らの思い通りになるわけでもなかった。この巨大な富の大半は土地、工場、設備への投資を表していた。モルガンがプジョーに教えたように、そ



これらの資産は「個人によって利己的に利用されたり悪用されたりするような現金でも流動資産」でもなかったのである。また、これらの人々の多くはめったに顔を合わせることもなかったし、同じ方針をとったり、意識的な共同行動をとることもなかった。たとえそのようなことがあったとしても、自分たちの意思を他の取締役に押し付けることはできなかった。ウォール街の代表よりもそれ以外の取締役の方が常に多数だったからである（カロッソ， 1978， pp.238-239）。

## 6. リレーションシップ・マネジメント

モルガン商会の顧客リレーションシップは、ジョージ・ピーボディ商会や J.S.モルガン商会時代に鉄道証券の幹事あるいはシンジケート参加行として鉄道会社と頻繁に接触していたことがベースとなっている。カロッソ（1978）が記述しているように、「シンジケートの参加行は重要かつ長期的な顧客とのリレーションができた。鉄道会社のように資本調達の必要な企業は、シンジケートの幹事あるいは参加実績のある投資商会に声をかける傾向があった」<sup>106</sup>からである。

とくに、シンジケートの幹事を務めた投資銀行と顧客との取引関係は強くなった。証券の投資家を保護する意味からモルガン商会をはじめとする大手投資銀行は発行会社に自社のパートナーを取締役として派遣するケースが多かったからである。米国内はもとより英国や欧州大陸の投資家は、発行体の財務内容などより、どの投資銀行が引き受けをしたかによって投資を決めるほど、投資銀行の投資家に対する信頼は高かったが、これは発行会社を取締役を派遣して経営に関与しているとの安心感があったからといえる。

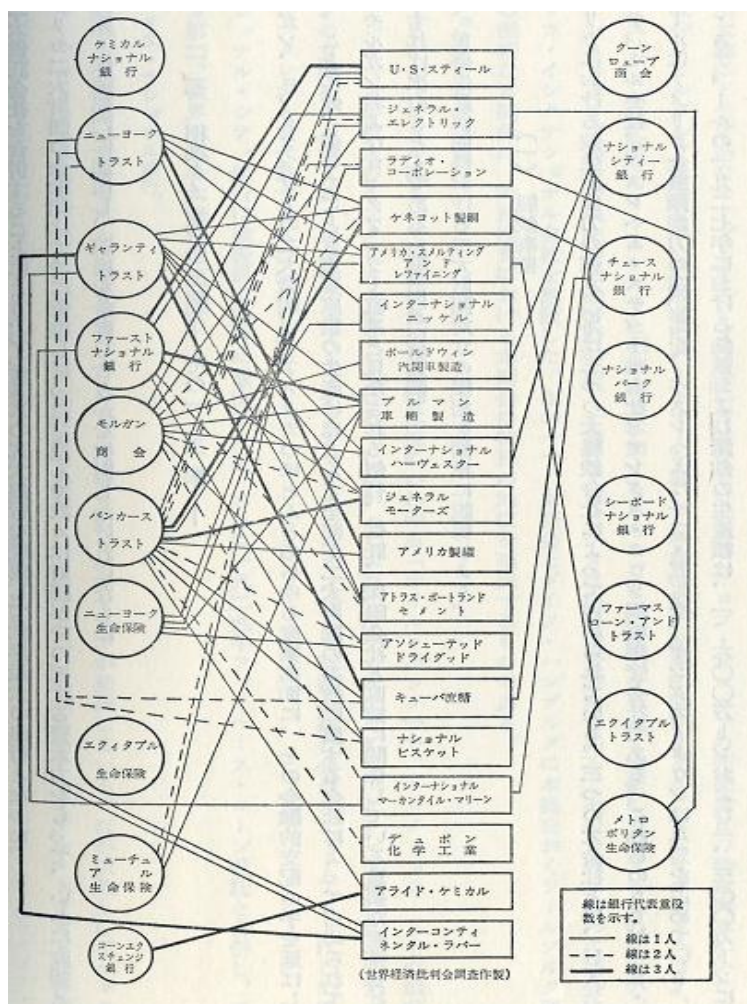
J.P.モルガンが投資家の保護を重要視していたことを示す逸話がある。チャーナウ（1993）は、「モルガン商会を幹事とするシンジケートを通じて、オーナー一族（バンダービルド）が保有していたニューヨーク・セントラル鉄道の 25 万株を、1 年間かけて売却した際に、ピアポントは同社の取締役の椅子を要求した。ピアポントは取締役に就任することは自分のためではなく投資家のためだと信じていたからである」と記述したうえで、ピアポントが、かつて鉄道会社の社長に対して、「君の鉄道だって！とんでもない、君の鉄道は私の得意先のみなさんの所有物なのだ」といった逸話を紹介している<sup>107</sup>。

また、証券の発行会社が財務危機に陥った場合には、その再建にも深く関与した。前節でも記述したが、1890 年代、サザン・レイルウェイ（1892 年清算、93 年から再建）、エリー鉄道（1893 年清算、95 年再建）フィラデルフィア&リーディング鉄道（1893 年清算、96 年再建）、ノーザン・パシフィック鉄道（1893 年清算、96 年再建）など多くの鉄道会社の再建に関わり、延べ約 3300 マイルの鉄道（米国内の鉄道の約 6 分の 1）がモルガン商会による再建の対象となり、当時人々は鉄道会社の再建のことを「モルガニゼーション」と呼んだほどであった<sup>108</sup>。

鉄道会社に限らず、モルガン商会のパートナーたちは多くの大企業の取締役に就任していた。有澤他（1977）<sup>109</sup>は「世界経済批判会」の資料を引用して、多くのパートナー達が

大企業の取締役役に就任していたことを記述している。たとえば、1928 年当時、ジャック・モルガンが U.S. スチールの会長のほか、エトナ保険、インターナショナル・マーカンタイル。マリーンなど 5 社ほどの取締役役に就任していたほか、エドワード・ストーテスペリがリーディングの会長ほか 4 社、チャールズ・スティールがサンタフェ鉄道など 6 社、トーマス・ラモントがギャランティ・トラストなど 7 社の取締役役に就くなど、ジャック・モルガンを含め 7 名のパートナーが多くの大企業の取締役役に就任していた。図表 5-15 に示されているように、1928 年当時、モルガン商会は直接また間接的に金融機関および大企業との間に強大なネットワークを形成した。つまり、生成期の投資銀行におけるリレーションシップ・マネジメントはシニアパートナーをはじめとして、パートナーが顧客企業に取締役として経営に関与するという形で行われていたといえよう。しかし、彼らが会社を支配しようとしたのではなく、経営に関与することで投資家の利益を守ろうとしたことはすでに述べたように、カロッソ（1978）が指摘している。

図表 5-15 モルガン商会の産業支配網（1928 年現在）



（出所）有澤（1977），p.404.

### 3 節 生成期におけるモルガン商会のビジネスモデル

以上記述してきた生成期の投資銀行を代表するモルガン商会の事例研究から生成期のモルガン商会のビジネスモデルを考察していきたい。

既に述べたように、投資銀行の主要な業務は米国—英国間の貿易にかかわる貿易金融と米国政府や鉄道会社が発行する証券の引き受けとシンジケートを通じて米国内の投資家や英国のマーチャント・バンクや欧州の金融機関を通じて外国の投資家に販売すること、および預金や融資という商業銀行業務であった。初期は情報ネットワークを活用した貿易金融に主体をおいていたが、情報技術の発達や法整備を受けて金融の分野の比重を高めていく。

証券発行業務は米国政府や州政府あるいは外国政府、鉄道会社やその他の大企業をターゲットとした。また販売は自ら販売を行うのではなく、多数の同業者や銀行・保険会社などの金融機関、それに証券ブローカーなどで構成されるシンジケートを使って販売するという業務に徹していた。証券発行で調達した資金は投資銀行に設けた発行会社の預金口座に預けられることが多かった。また、必要に応じて融資をおこなった。

証券投資家を保護する目的で、証券発行会社に自社のパートナーを取締役として派遣、経営に関与した。これは 1840 年代後半に英国のマーチャント・バンクが米国の多くの州債がデフォルトを起こした際に粘り強く債権回収策を講じたことも影響していたと思われる。

さらに、財務顧問として企業合同にも関わり、顧客との関係を強固なものにしていった。

本節では、4 章で示した分析の枠組みを使って、前述のモルガン商会の事例から生成期におけるモルガン商会のビジネスモデルについて考察していきたい。

#### 1. 競争戦略

生成期のモルガン商会の競争戦略をまずポーターの 5 つの競争要因モデル<sup>110</sup>を使って、その競争優位性について考えていきたい。ポーターの 5 つの要因は製造業を念頭に置いているため、投資銀行業界に直接的には適用することはできないが、ある程度の応用は聞かれると思われる。

第一に「新規参入の脅威」であるが、ポーター（1982）は①規模の経済性、②製品の差別化、③巨額の投資、④仕入れ先コスト、⑤コスト面での優位性、などを挙げている。貿易や貿易金融、それに証券引き受けという業務は、上記の観点からすれば決して参入障壁の高い業種とはいえない。実際、個人銀行は法律の規制を受けずに設立がきわめて簡単であるし、初期のころにはブローカーなどさまざまな業種の人々が投資銀行業務（証券仲介業務）に携わっていた。しかし、ひとつだけ新規参入を妨げる要因がある。それは生成期の投資銀行（ドイツ系ユダヤ人のグループと WASP を中心とする米国東部地域で勃興したいわゆるヤンキーハウス）間の血縁・地縁をベースとした強い結束力である。しかも、彼

らの祖先ともいえる英国マーチャント・バンクや欧州大陸の資本家と信頼をベースとした強いネットワークを有していた。この強い凝集性と欧州の金融機関や資本家とのネットワークが高い参入障壁になっていたと考えられる。

第二の「既存競争業者との敵対関係の強さ」については、①同業者が多いか、同じ程度の規模の会社がひしめいている、②業界の成長が遅い、③固定コストあるいは在庫コストが高い、④製品に差別化がないか買い手を変えるコストが小さい、④競争業者がそれぞれ異なる戦略をもつ、などが挙げられる。投資銀行業界には様々な競争相手がいる。同じ組織形態の投資銀行だけでなく、大規模な資産を有する商業銀行（株式会社組織の州法銀行）や小規模な証券ブローカーも多数存在する。その意味では競争は激しい。しかし、①同じ形態の投資銀行は先に述べたように極めて固い結束力を有しており、また互いの顧客関係を尊重し、既存の取引関係にはむやみに侵入しないという意識（紳士的行動規範）が存在していたこと、②商業銀行の中で先駆的に投資銀行業務を行っていたニコラス・ビドル率いるユナイテッド・バンク・オブ・ペンシルベニアが 1937 年の恐慌時に積極的な引受け姿勢のゆえに倒産したことから商業銀行が投資銀行の分野での競争力を失ったこと、③発行会社取締役を派遣して経営に関与することで発行会社との関係を強力なものとしたこと、そして④シンジケートの頂点に立って引受業務の裁量権を握っていたこと、などにより既存業者のなかでも競争優位性を維持していた。そのうえ、1900 年以降、主要金融機関の株式を保有することで、直接・間接的に金融業界の頂点に立ったことが決定的に投資銀行の業界内における絶対的な競争優位性を確立したといえる。その結果、カロッソ（1978）が記述するように、「大規模な資金需要者の金融的必要を満たすことのできる個人銀行および商業銀行の数は非常に少なく、せいぜい 12 行にも達しなかった」<sup>111</sup>。

第三の「代替製品からの圧力」について、ポーター（1982）は現在の製品・サービスと同じ機能を果たす製品・サービスとしているが、証券発行の代替はいうまでもなく銀行ローンである。ただ、銀行ローンには銀行の財務上の問題もあり有限ではないことから、証券の代替というより、両方が互いに補完し合う性格のものである。その意味では当時代替の脅威は存在していなかったと考えられる。

第四の「買い手の交渉力」については、①買い手がバラバラではなく集中していて、売り手の総取引量にとってかなり大量の購入をする、②買い手の購入する製品が、標準品あるいは差別化されないものである、③買い手が十分な情報をもっている、などが挙げられる。投資銀行業務においては買い手とは投資家を意味するが、当時詳細な情報を掲載した目論見書は提供されておらず、投資家は引受業者の過去の実績や評判に依存して投資を行っていた。また、投資した証券にデフォルトが発生した場合には、1840 年代に英国マーチャント・バンクが行ったように、投資銀行が間に立って債権の回収を行った。それだけでなく、投資家を守るべく発行会社に投資銀行のパートナーを派遣することで発行会社の財政を監督していた。このような投資銀行の活動によって投資家はむ

しろ投資銀行より常に弱い立場にあったといえる。

最後の売り手（供給業者）の圧力であるが、これは①売り手が少数の企業によって牛耳られている、②売り手にとって重要な顧客ではない、③買い手自身が参入する脅威があること、などが要因として挙げられている。19 世紀半ば以降は鉄道の敷設、電力の供給、通信の発達などインフラが急速に整備されてきたことから、米国経済も急速に発展していた。それだけに資金需要は極めて大きく、売り手（投資銀行業務の場合、資金調達者、つまり証券発行者）が投資銀行に強い立場にはなかった。また、取締役を受け入れたりしたことで当時の取引は単一取引（つまり複数の投資銀行と取引関係をもち、条件次第で都度幹事投資銀行を決めるのではなく、つねに同じ投資銀行に資金調達を依頼する関係）であり、投資銀行に対して強い立場にはなかった。それに加えて、1890 年代以降のカルテルや持ち株会社を利用して企業の大合同が起こった際、投資銀行は新会社の新規株式引受の際に発行株式による手数料を得たことから、これらの会社の株主にもなった。

以上、ポーター（1982）の 5 つの競争要因モデルをあてはめて生成期のモルガン商会を中心とする投資銀行の競争優位性について考察してきたが、5 つの要因とも投資銀行が優位に立っているということができよう。

## 2. 組織構造

生成期の投資銀行の組織形態はパートナーシップ組織である。このため個人銀行（private company）と呼ばれている。パートナーシップ組織は、規模や責任（無限責任制）の点で制約はあったものの、株式会社組織の商業銀行と異なり、種々の規制に縛られないというメリットがあった。またパートナーシップ組織は無限責任制であるゆえに、互いにコミットメントすることを通じて信頼関係を高める効果もあった。

とくに、ドイツ系ユダヤ人による個人銀行やヤンキーハウスと呼ばれた東部ニューイングランド出身のヤンキー・ビジネスエリートによる個人銀行に見られるように、生成期の投資銀行の大半は個人あるいは家族で創業（最初は商業や貿易など）し、事業が発展しても基本的には家族あるいは親族主体の組織を守った。たとえば、1837 年にドイツから移住し、投資銀行家として成功したジョセフ・セリグマンは、1864 年にニューヨーク個人銀行 J&W セリグマンを設立、その後業容を拡大し、フランクフルト、ロンドン、パリ、アムステルダム、ベルリンなど主要都市に支店を設置したが、すべての支店の経営はセリグマンの兄弟あるいは親族が行っていた<sup>112</sup>。また、ゴールドマン・サックスの場合でも、創業者であったマーカス・ゴールドマンは、娘（ルイーザ）の婿（サム）をパートナーとして迎え、社名をゴールドマン・サックスとし、創業から 50 年近くゴールドマン家とサックス家の人間だけでパートナーを構成しただけでなく、両家の人間は 1 世紀以上、ゴールドマン・サックスで働いた<sup>113</sup>。1850 年にヘンリーとエマニュエルの 2 人の兄弟によって創業された

リーマン・ブラザーズでも、1969 年までリーマン家が経営に深くかかわっていた<sup>114</sup>。

そのうえ、これら個人銀行は閉鎖的な集団（close-knit circle）を形成し、文化的・家族的なつながりで結ばれており、競争するというより、互いに共生する生き方をした。このような強い結束、つまり強い靱帯は、暗黙知の共有を進め、同質性や信頼性を高め、さらにはリーダーへの信頼を強化しやすくする<sup>115</sup>。

また、先行研究でレビューしたように、パートナーシップ組織は、暗黙知を醸成し、組織への評判を高めることに適していた。とくに、モルガン商会のように、パートナーの多くが家族・親族や古い友人で構成されていただけでなく、外部から人材を雇用する場合には、慎重に雇用したうえで長期間にわたる現場教育を通じて教育していくという長期にわたる現場教育システムが暗黙知の醸成に貢献したことが推測される<sup>116</sup>。モルガン商会だけではなく、他の多くの個人銀行も同様にパートナーシップのもとでの長期雇用で暗黙知の醸成と共有を図っていた。たとえば、近代ゴールドマン・サックスの父と呼ばれたシドニー・ワインバーグは、1907 年に掃除人の手助けとして週 3 ドルで採用され、その後能力が認められ 1927 年にパートナーに昇格し、1930 年から他界する 1969 年まで会長としてゴールドマン・サックスで働いた（Endlich（1999）<sup>117</sup>）。ワインバーグが一介の掃除人の助手から会長まで昇進したのは、彼の優れたリーダーシップがあったことは言うまでもないが、彼の持っていた暗黙知によるところも大きい。たとえば、後にゴールドマン・サックスのトップとなるジョン・ホワイテッドは、「ゴールドマン・サックスに入社した頃の頃、投資銀行部門で仕事を採ってくるのができたのはシドニー・ワインバーグただ一人だった」と回想している<sup>118</sup>。

また、パートナーシップ組織では、上級パートナーは無限責任制のゆえにすべてのパートナーに損失が及ばないように将来のパートナー候補者の指導にコミットするだけでなく、将来のパートナー候補者も自身の将来のために組織に深くコミットしていく。このことが、パートナーシップ組織に対する評判の構築や維持に貢献する。

このように、生成期の投資銀行の特色であったパートナーシップ組織は血縁で結ばれた強い凝集力をベースに「知識創造企業」としての強みを発揮したといえよう。

### 3. リーダーシップとコア人材

マーチャント・バンクや欧州大陸の投資家との強い関係を背景に頭角を現した、ジョン・ピアポイント・モルガン、マーカス・ゴールドマン、ヘンリー・リーマンなど初期投資銀行の創業者は、時代の変化を読み取る能力を有し、それを実行した「プロデューサー型人材」あるいは、「変革型トップ・マネジメント」であったといえよう。

初期投資銀行の創業者に大きな影響を与えたマーチャント・バンクは通信手段の未発達さのゆえに存在していた情報の非対称性や法整備の未熟さのなかにあつて、彼らの人的ネットワークを駆使することで、貿易や貿易金融の分野で圧倒的な競争優位のポジションを築いていた。しかし、19 世紀前半の運輸や通信技術の発達を受け、すばやく新たな環境に

においても彼らが築いてきた評判を有効に活用できる金融の分野に注力していった。初期投資銀行の創業者の多くも、マーチャント・バンクと同様にもともとは商業や貿易・貿易金融を営んでいたが、南北戦争時以降、旺盛な資金需要を見込んで金融業に注力するようになった。時代の先をみる目があったといえる。

また、倫理的にも高い信念や社会貢献の精神を持っていたことは、プジョー委員会やペコラ委員会におけるピアポイント・モルガンやジャック・モルガンの発言や彼らの行動をみてもよくわかる。また、ゴールドマン・サックスも会社の理念として第一に顧客の利益を掲げている<sup>119</sup>。また、生成期の投資銀行は、米国政府だけでなく一般市民からも金融独占の首謀者として決してよく思われていなかった。にもかかわらず、1907年の金融恐慌時の救済措置や第1次大戦中の連盟国への支援など積極的に国家に貢献している。

もちろん、彼らがまったく金銭的にクリーンだとはいえない。たとえば、三浦（2004）<sup>120</sup>は、モルガン商会がかかわったUSスチールの持ち株会社システムを利用した大合同の研究で、カーネギー鉄鋼など被買収会社の資本金を大きく上回る金額で新株が発行され、超過部分は被買収会社だけでなく、モルガン商会をはじめとするシンジケート・メンバーに手数料として株式の形で支払われていることを指摘している。具体的にはUSスチール設立時の実物資本の市場価値は6億8200万ドルであったにもかかわらず、USスチール設立時に発行された証券は以下の通り14億ドルと実物資本の2倍を超えている（モルガン商会は被統合会社のひとつであったフェデラル製鋼の大株主であったのでこの恩恵に浴している）。また、引受シンジケートが1億3000万ドルの株式を報酬として受け取っている（このうち5分の1がシンジケートの幹事であったモルガン商会が受け取っている）。このことから、J.P.モルガンが100%クリーンに行動したとはいえないという主張も可能であろう。

コア人材育成の面では、パートナーシップという「場」で一種の徒弟制度的なやり方で暗黙知と形式知の変換を行う知識創造が行われたこと、優秀な人材を選別して採用したことなどから、Lepak & Snell（1999）のヒューマンリソース・アーキテクチャーという第1象限に分類される人材価値が高く、かつ企業特殊性の高い人材が育っていった。モルガン商会の事例研究でも見たが、この時期のパートナーの在任期間は極めて長期にわたっている。

以上みたように、生成期のモルガン商会のリーダーと、地縁・血縁をベースの採用されて徒弟制度的に教育された従業員との間には、山岸（1998）のいう「人間関係的信頼」や「人格的信頼」が存在していたといえよう。

#### 4. 組織間ネットワーク

引受けた証券の販売は、欧州の投資家に対しては英国のマーチャント・バンクやドイツの有力金融機関を通じて行い、米国内の投資家に対してはシンジケートを通じて行われた。つまり、海外、国内とも、生成期の投資銀行は外部のネットワークを通じて証券を販売していたのである。この販売方法は、外部との信頼関係を構築しないと実現できない。

生成期の投資銀行は証券の引受け業務の拡大につれて、リスク軽減の目的からシンジケートという仕組みを活用した。既述した通り、シンジケートは主幹事のもとに引受けグループと販売グループで構成されており、生成期の投資銀行はシンジケートというピラミッドの頂点に立って、証券の発行条件・時期の決定、引受け額や販売額の配分、販売期間における発行証券の市場価格の安定操作など、シンジケートの運用について極めて広範な自由裁量を持っていた。当時は引受けリスクが高かったこともあり、引受けシンジケートは2.5%~10%と高い引受け手数料を課していた。それだけではなく、発行者に支払う金額と投資家から徴収する金額の差額（spread）も、3.23%~4.67%（鉄道会社債券）、5.36%~6.78%（電力会社債券）と高く、引受けから生じる収益は引受け総額の20%に達すると推測された<sup>121</sup>。

このシンジケート・スキームはいくつかの結果をもたらした。第1は、収益性の高い取引を逃すまいとして、シンジケートを率いる投資銀行が発行企業に対して正直にふるまったことである。これによって、発行企業の生成期の投資銀行に対する信頼感が高まる結果となった。第2は、シンジケートへの参加銀行が将来のシンジケートから除外されることを恐れて、シンジケートに招待された場合には取引条件にかかわらず参加を拒否することがなかったことである。これは先に紹介した山岸（1998）が定義する「安心」に基づくものといえよう。生成期の投資銀行は創業当初から強固な結束を誇っており互いに信頼関係にあったが、シンジケートによって生成期の投資銀行間のネットワークはより強固なものとなった。第3は、証券発行企業の業績が生成期の投資銀行の評判に直結していたことから、生成期の投資銀行は発行企業の経営に関与することで発行企業の業績をモニターするようになったことである。この結果、シンジケート主幹事の評判が投資家にとっての投資基準になった。つまり、生成期の投資銀行の評判は、投資家の投資銀行に対する信頼感の源泉となったのである。

その意味で、シンジケートの形をとったネットワークは、シンジケートの幹事がネットワークの管理組織（FMO）となって、組織間の相互依存を促進し、管理するという「連邦型ネットワーク」ということができる。

また、発行証券の売れ残りリスクを多数のシンジケート参加行が分担することによって軽減するという意味では「アウトソーシング型ネットワーク」ということができるし、また、長期間にわたって培われた信頼関係をベースとして互いに技術や知識、情報を提供し合うことで新たな価値を創造する「価値創造型ネットワーク」ということもできよう。J.S.モルガンがJ.P.モルガンをドレクセル商会に預けたことなどはその典型といえよう。

## 5. リレーションシップ・マネジメント

投資銀行が提供する投資銀行サービスは、新規に発行される債券や株式を引受け、引受けた証券をシンジケートを通じて国内外の投資家に販売するという業務が主体である。したがって、証券発行者に対しては、発行者が希望する条件と金額で発行を遂行することが顧客価値につながり、一方、投資家に対しては、投資した証券に返済不履行などの事故が



起きないような仕組みを作ることによって投資家に安心感を与えることが顧客価値につながる。

そのため、生成期の投資銀行は自らのパートナーを証券発行鉄道会社の取締役役に派遣し、経営に関与するようになっていく。このことは、生成期の投資銀行の鉄道業や経営に関する専門性を高めただけでなく、投資家から信頼を獲得するうえでも有益であった。生成期の投資銀行との取引関係が強固なものになるにつれ、大半の鉄道会社は特定の生成期の投資銀行を利用するという単一な取引関係が主流となった。その結果、投資家も発行者ではなく、どの投資銀行が引受けたかを証券購入の基準にするようになっていった。

投資銀行自身もこのことを自覚しており、たとえば、ゴールドマン・サックスのウォルター・サックスは、1938 年に行われた連邦政府による調査で以下のように証言している。

多くの場合、我々が（証券発行企業の）取締役になる予定だと言わなければ、おそらく証券を成功裏に分売しえなかっただろう。なぜなら、当時のような初期のころにはアメリカの大衆はそれほど投資になじんでいなかったからである<sup>122</sup>。

Eccles & Crane (1988) <sup>123</sup>は、1985 年～87 年にかけて投資銀行 17 社の幹部職員に 300 回を超える取材をして投資銀行の管理モデル理論を構築したが、投資銀行と顧客とのリレーションシップについて、「顧客とのリレーションシップと取引にかかわる専門性 (transaction expertise) は相互に関連しあっている。専門性がないとリレーションシップは減っていくが、逆に強いリレーションシップがあれば、顧客との取引を通じて専門性を高めることになる」と記述している。つまり、高い専門性（暗黙知）があるとの評判を獲得すると顧客取引は親密になるし、顧客取引が親密になると専門性も磨かれることになる。

Eccles & Crane (1988) の記述は生成期の投資銀行にも当てはまる。南北戦争後、生成期の投資銀行は投資家を保護する目的から鉄道会社の経営に関与していくことになるが、この取引関係を通じて彼らの専門性（暗黙知）を醸成し、高めていくことになったからである。

前述したように、投資銀行は証券発行者と証券投資家の両社を満足させなければならない。この時期の投資銀行がリレーションシップ・マネジメントとして取った方法は、パートナーが取締役に就任することで直接証券発行者と頻繁なコンタクトをとったこと、および高い専門性を持って顧客に接したこと、から生じた高い評判つまり顧客からの信頼であったといえる。

#### 4節 小括

今までの議論から、生成期の投資銀行のリーダー格であったモルガン商会のビジネスモデルを図表 5-16 のようにまとめることができよう。

図表 5-16 生成期のモルガン商会のビジネスモデル

組織	・ パートナースhip組織の個人銀行
組織構造	・ 強いリーダーシップのもとトップダウン型経営
戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府・外国政府や基幹産業をターゲットにした証券引き受け業務に重点</li> <li>・ 株式保有、取締役派遣、および財務顧問としての活動を通じた強固な関係の構築</li> <li>・ シンジケートを活用した引き受けリスクと販売リスクの軽減</li> </ul>
リーダーシップ	・ 創業者による個人的な強いリーダーシップ
人的マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 地縁・血縁主体の採用</li> <li>・ 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育</li> </ul>
外的ネットワーク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 英国・欧州の資本家との強いネットワーク</li> <li>・ 投資銀行間の血縁・地縁をベースとした堅いネットワーク</li> <li>・ シンジケートの活用で引き受けリスクと販売リスクの軽減</li> <li>・ 証券引き受けや投融資を通じて主要な金融機関や基幹産業とのコネクション構築（投資銀行による金融支配）</li> </ul>
リレーションシップ・マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 単一取引関係（ワン・バンクモデル）</li> <li>・ シニアパートナーが個人として社外取締役に就任し強い取引関係を構築</li> </ul>
収益構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券引受けによる手数料及び売買益（売れ残りリスクはシンジケートを活用することで軽減）</li> <li>・ 企業合同などの財務顧問活動による報酬</li> <li>・ 貿易金融や融資からの利息収入</li> </ul>
ファイナンス構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券担保による銀行からの融資金</li> <li>・ 主要基幹産業（鉄道、電力、鉄鋼、船舶など）からの預金</li> </ul>
資本	・ 人的ネットワークをベースとした人的資本重視

米国経済の勃興とそれに伴う高い資金需要、さらには英国や欧州大陸からの米国証券に対する投資意欲という外的環境を背景に、生成期の投資銀行は政府・州政府や基幹産業という大手の証券発行者をターゲットとして証券引受けとそれに伴う財務顧問的な活動を重視する戦略をとった。

その戦略をベースに、①パートナースhip組織という規制に縛られない組織のもと、創業者によるリーダーと地縁・血縁で採用され徒弟制度的な教育で育成された人材との間の信頼関係、それに、②英国のマーチャント・バンクや欧州大陸の資本家との信頼関係に基づくネットワークから得る情報や彼らの販売力、③株式保有や人的関係によって構築された強固な顧客との取引関係、④投資銀行だけでなく商業銀行や信託会社など金融機関との協調的なネットワークという組織間ネットワークが生成期の投資銀行ビジネスモデルの主要な要素といえる。

この要素が組み合わされた結果、創業者の強いリーダーシップによるトップダウン型経営のもとで高い専門性と暗黙知が醸成・共有され、それが競争優位をもたらした。また組織が資本力に限界のあるパートナーシップ組織であったことから、リスクの少ないエージェント業務（引き受け業務や財務顧問活動）を主体とする業務内容であった。またシンジケートを活用することで、引受リスクの軽減を図っていた。シンジケートが機能したのは、シンジケートのメンバー間に、山岸（1998）のいう「能力に対する期待」や「人格的信頼」もあったであろうが、それ以上に、シンジケートへの参加を拒んだ場合には次回のシンジケートから外される恐れがあるので参加を拒まないという「安心」が存在していたと考えられる。

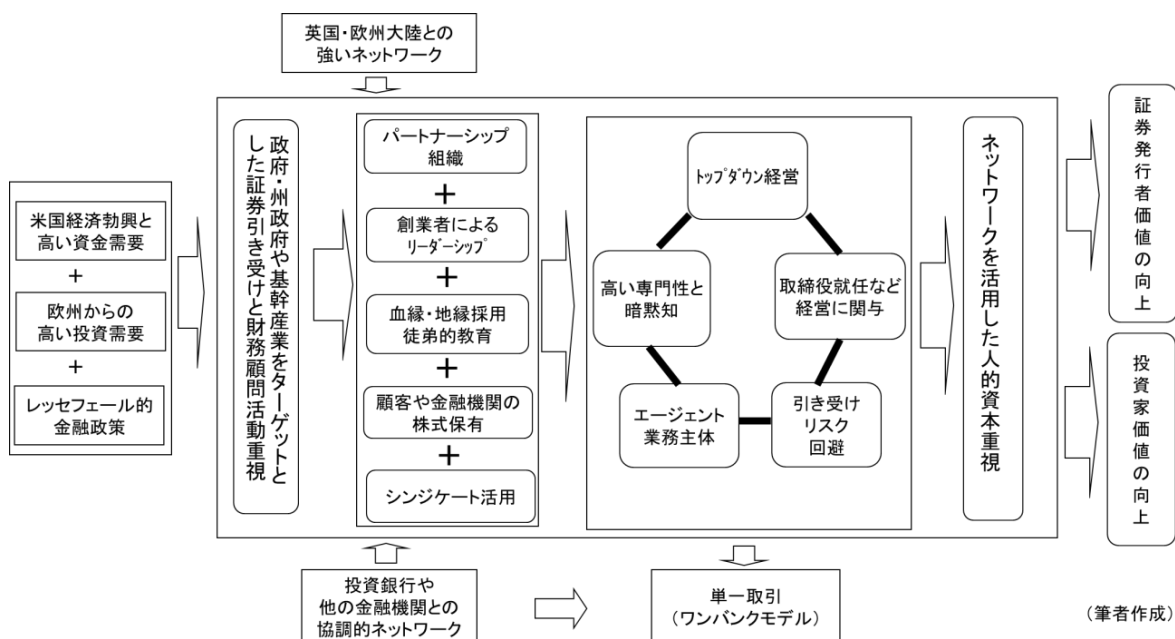
また証券発行企業への投資や取締役派遣など経営に関与することで、証券発行者との間で人格的な信頼だけでなく人間関係的な信頼にもとづいて取引関係を強固にし、それが単一取引につながっていった。また、証券発行者への経営関与は発行証券の債務履行の確保に寄与したことから投資家からも信頼される存在となっていく。これによって、証券発行者価値だけでなく、投資家価値も高めることが可能となったといえる。

この時期の投資銀行は商業銀行業務も可能であったため、先に述べたように、証券発行顧客への投融資やシンジケートを構成する金融機関への株式投資を自己勘定で行うというプリンシパル業務も行っていたが、あくまでも引受け業務をサポートする意味での投融資であった。

上述のように、この時代のビジネスモデルは、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデルを構成する各要素が有機的に機能したモデルといえる。つまり、ネットワークを構成する成員の間に存在する信頼をベースとした「ネットワークを活用した人材資本重視のビジネスモデル」ということができよう。このビジネスモデルはモルガン商会をはじめとする生成期の投資銀行が培ったコア・コンピタンスと価値創造型のネットワークという特徴をもっており、これが証券発行者価値を高めただけでなく、投資家価値も高めることになったといえよう。

以上のことから、生成期におけるモルガン商会のビジネスモデルを分析の枠組みに沿って図式化すると図表 5-17 のようになる。

図表 5-17 生成期のモルガン商会のビジネスモデル



<sup>1</sup> Carosso (1970) p.1

<sup>2</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) p.5 (宮崎訳 (1984) p7)

<sup>3</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) p.6 (筆者訳)

<sup>4</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) p.6 (筆者訳)

<sup>5</sup> 山本利久「マーチャント・バンク」『新潟産業大学経済学部紀要』29号 (2005) 89-110 頁

<sup>6</sup> 今井清孝 25-27 頁

<sup>7</sup> 今井 (1979) 26 頁

<sup>8</sup> 寺地 (1998) 46 頁

<sup>9</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.141-145

<sup>10</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.109

<sup>11</sup> 寺地 (1998) 47 頁

<sup>12</sup> 浅羽 (1996) 54-55 頁

<sup>13</sup> 寺地 (1998) 248 頁

<sup>14</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.158

<sup>15</sup> この部分については、Morrison & Wilhelm (2007a) p123-125 を参照した。詳細は同書を参照されたい。

<sup>16</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.138-139

<sup>17</sup> シンジケートの詳細については、ヘイズ他『アメリカの投資銀行—ピラミッドと構造と競争』東洋経済新報社 (1984 年) を参照されたい。

<sup>18</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.85 には、「新規証券の発行価格は（機関投資家に対する）一種の報酬として低めに設定される」(New issue underpricing is used by investment banks as a form of compensation) と記述されている。

<sup>19</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.142

<sup>20</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p. 142

<sup>21</sup> 寺地 (1998) 21 頁

- 
- <sup>22</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.145 (筆者訳)
- <sup>23</sup> 寺地 (1998) 21 頁(44 頁から 68 頁を参考に記述)
- <sup>24</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.145
- <sup>25</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.145
- <sup>26</sup> Ca rosso (1970) pp. 6-8
- <sup>27</sup> 寺地 (1998) 26 頁
- <sup>28</sup> 以下の記述は寺地 (1998) 67-81 頁を参考にしている
- <sup>29</sup> 寺地 (1998) 68 頁
- <sup>30</sup> 寺地 (1998) 69 頁
- <sup>31</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.146
- <sup>32</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.147 および寺地 (1998) 73 頁
- <sup>33</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.147 および寺地 (1998) 72-76 頁
- <sup>34</sup> Redlich, F. (1968) *The Modeling of American Banking: Men and Ideas*. Johnson Reprint Corporation
- <sup>35</sup> 大橋 (1999) 76 頁
- <sup>36</sup> 大橋 (1999) 77 頁
- <sup>37</sup> ジョージ・ピーボディ商会は、ロンドン在住のアメリカ人ジョージ・ピーボディによって 1851 年に設立されたマーチャント・バンクであるが、のちに一大投資銀行となる J.P.モルガンとなっていく。
- <sup>38</sup> Caro sso (1970) pp.10-11
- <sup>39</sup> C arosso (1970) p.12
- <sup>40</sup> Geisst (1997) pp.53-63
- <sup>41</sup> 井手・高橋 (1977) 131 頁
- <sup>42</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.158-159
- <sup>43</sup> 楠井敏朗 (1997) 269 頁
- <sup>44</sup> 楠井敏朗 (1997) 292 頁
- <sup>45</sup> 楠井敏朗 (1997) 294 頁
- <sup>46</sup> Car osso (1970) p.13
- <sup>47</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.162-171 を参考に記述。
- <sup>48</sup> 鈴木 (1988) 60-61 頁
- <sup>49</sup> 浅羽 (1996) 88-89 頁
- <sup>50</sup> 浅羽 (1996) 85-86 頁
- <sup>51</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p. 171
- <sup>52</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp. 170-171
- <sup>53</sup> Hayes, Spence, & Marks (1983) pp.14-16
- <sup>54</sup> 鈴木 (1988) 58 頁
- <sup>55</sup> トラストに関する記述は浦野 (1996) および鈴木 (1988) を引用して記述している。
- <sup>56</sup> 競争排除を目的として競争者 (同業者) の間で行われる取引制限をカルテルというが、1980 年にカルテルを禁止する目的で制定された連邦法がシャーマン法 (Sherman Act) である
- <sup>57</sup> カロッソ (1978) 74 頁
- <sup>58</sup> 井出・高橋 (1980) 147 頁
- <sup>59</sup> Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit (1912) p. 133
- <sup>60</sup> Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit (1912) p.133
- <sup>61</sup> Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit (1912) p.57
- <sup>62</sup> Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit (1912) p.57, 60, 66
- <sup>63</sup> カロッソ (1978) 275 頁
- <sup>64</sup> 鈴木 (1988) 338 頁
- <sup>65</sup> Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit (1912) p.159
- <sup>66</sup> 井手・高橋 (1977) 150 頁およびカロッソ (1978) 259 頁

- 
- 67 Morrison & Wilhelm (200a7) p.149
- 68 森 (1991) p.630
- 69 Carosso (1970) p.105
- 70 Carosso (1970) p.124
- 71 Carosso (1970) p.141
- 72 Carosso (1970) p.141
- 73 チャーナウ (1993 上) 3 章を参考に記述。
- 74 ホイト (1969) 144-151 頁
- 75 J.P.Morgan の Web サイト(<http://www.jpmmorgan.co.jp/about/history/1900-1930.html>)を参考に記述。
- 76 チャーナウ (1993 上) 96-97 頁
- 77 チャーナウ (1993 上) 102 頁
- 78 チャーナウ (1993 上) 102-110 頁を参考に作成。
- 79 ホイト (1969) 179-187 頁を参考に記述。
- 80 カロツソ (1978) 199-202 頁を参考に記述。
- 81 この段落の括弧内の表現はカロツソ (1978) 225-226 頁から引用。
- 82 チャーナウ (1993 上) 317 -318 頁
- 83 カロツソ(1978) 224 頁
- 84 カロツソ(1978) 226 頁
- 85 カロツソ(1978) 69-70 頁
- 86 カロツソ(1978) 105 頁
- 87 チャーナウ (1993 上) 115-118 頁
- 88 チャーナウ (1993 上) 318 頁
- 89 チャーナウ (1993 上) 99-100 頁
- 90 森 (1992) 317 頁
- 91 チャーナウ (1993 上) 318 頁
- 92 チャーナウ (1993 上) 36 頁
- 93 チャーナウ (1993 上) 29 頁
- 94 Carosso (1970) p.p.72-73
- 95 チャーナウ (1993 上) 38 頁
- 96 チャーナウ (1993 上) 62 頁
- 97 チャーナウ (1993 上) 62 頁
- 98 チャーナウ (1993 上) 63 頁を参考に記述。
- 99 チャーナウ (1993 上) 63 頁
- 100 カロツソ (1978) 231-235 頁
- 101 チャーナウ (1993 上) 441 頁
- 102 三浦 (2004) 23-50 頁
- 103 カロツソ (1978) 93 頁
- 104 有澤他 (1977) 392-406 頁
- 105 チャーナウ (1993 上) 203 頁
- 106 カロツソ (1978) 118-119 頁
- 107 チャーナウ (1993 上) 68 - 69 頁
- 108 チャーナウ (1993) 96-97 頁
- 109 有澤 (1977) 397-400 頁
- 110 ボーター (1982) 18 頁
- 111 カロツソ (1978 上) 71 頁
- 112 Carosso (1970) p.18
- 113 Endlich (1999) pp.32-36
- 114 New York Times, October 14, 2010
- 115 若林 (2009) 254 頁
- 116 山岸 (2009) は、「凝集的なネットワークでは、言葉には表現できない、ノウハウや知識などといった暗黙知の移転や共有が進みやすいとされる」と記述している。289 頁
- 117 Endlich (1999) 49-62 頁
- 118 エンドリック (1999) 90 頁

---

<sup>119</sup> ゴールドマン・サックスの会社理念のトップに「ビジネス遂行上最優先すべきは、顧客の利益である。ビジネスの成功は、顧客への貢献の結果得られるものであり、これはわが社の発展の歴史を見ても明らかである」と掲げられている。(ゴールドマン・サックスの Web サイトより引用)

(<http://www2.goldmansachs.com/japan/our-firm/about-us/business-principles.html>)

<sup>120</sup> 三浦 (2004) 23-50 頁

<sup>121</sup> Carosso (1970) p.75

<sup>122</sup> カロツソ (1978) 658-659 頁

<sup>123</sup> Eccles, & Crane (1988) p.84

## 6 章 発展期の投資銀行ビジネスモデル

本章では発展期の投資銀行ビジネスモデルについて考察していきたい。本章で取り扱う期間は、生成期のモルガン商会を業界のリーダー格にまで高めた J.P.モルガンが死亡し、その息子であるジャック・モルガンが後を継いだ 1913 年から、1933 年グラス・スティーガル法、1933 年証券法、1934 年証券取引法など一連の諸規則の導入を挟んで、1970 年代までの期間である。本論文ではこの時代の投資銀行を「発展期の投資銀行」と位置づける。この時代の投資銀行を発展期と位置づけるのは、①J.P.モルガンの死後も後継者であるジャック・モルガンが生成期のモルガン商会の経営戦略や組織形態、人材育成方法などを基本的に継続し、モルガン・スタンレーに引き継いだこと、②1935 年に設立されたモルガン・スタンレーは 1933 年銀行法の規制に守られた時期（安定期）を経て、証券市場の拡大にともなって着実に業容を発展させていったこと、③それにともない、引受け業務をコア業務としつつも、周辺業務（トレーディング、M&A、リサーチなど）を拡大することで証券の引き受けから販売までの一貫した証券サービスを提供するようになったこと、④その結果、組織も拡大していき、投資銀行として一定の完成形を作り上げたこと、による（詳細は後述）。

1 節で 1910 年代初頭から、1970 年代までの期間における投資銀行をめぐる外部環境を記述したのち、2 節で投資銀行の代表事例としてモルガン・スタンレーの事例研究を行ったうえで、3 節でこの期間（本論文では発展期と表記する）におけるモルガン・スタンレーのビジネスモデルについて考察していきたい。なお、本章における事例研究がモルガン商会でなくモルガン・スタンレーとしたのは、①1910 年代初頭から 1935 年までのモルガン商会の時代は基本的に生成期のモルガン商会のビジネスモデルを継承していること、②ビジネスモデルに変化がみられるようになったのが、1935 年にモルガン商会から分離する形で設立されたモルガン・スタンレー以降であること、による。

### 第 1 節 発展期の投資銀行をめぐる外部環境

#### 1. 繁栄と狂乱の時代（1913 年～1933 年）

1913 年以降、投資銀行を取り巻く環境は大きく変わってくる。この時期は、①米国が中立を保っていた 1914 年～1917 年、②米国が参戦し終戦までの 1917 年～1919 年、③戦後の繁栄期、の 3 つの時期に大別される。

ブジョー委員会で生成期の投資銀行は金融独占の元凶と非難されたにもかかわらず、第 1 次大戦中の米国が中立を保っていた時期、投資銀行は米国に対して多大な貢献をしていく。外国市場で発行された米国地方債の借り換えがその一例である。たとえば、モルガン商会やクーン・ローブ商会は、1914 年末までに満期償還を迎えるニューヨーク市債の借り換え



のために大規模なシンジケートを組成してニューヨーク市債の償還に貢献した。特筆すべきは、このシンジケートの幹事が幹事としての手数料を一切受け取らなかったことである。Carosso (1970) は「モルガンは『市から儲けようとは思わない』といって、通常の 1/2% の手数料すら拒否した」(Morgan stated that he did not wish to make any money out of the city and he rejected the usual 1/2 percent commisssion)<sup>1</sup>とモルガンのコメントを紹介してこの事実を記述している。

また、この時期の投資銀行は諸外国政府のためにもその資金調達で大きな役割を果たした。たとえば、モルガン商会は 1915 年 10 月に 5 億ドルという大規模な英仏公債を発行したほか、1916 年と 1917 年には英国のために総額 9 億 5000 万ドルにのぼる証券の発行 (4 回) やフランスに対する 10 億ドルの貸し付けなどを行っている<sup>2</sup>。

Carosso (1970) がその著書 *Investment Banking in America* の中で、W.J.Shultz & M.R. Caine (1937) から引用しているように、この時期に米国で販売された外国債は英国とフランスを中心として行われた (図表 6-1)。

図表 6-1 米国で販売された外国債 (1914 年夏～1917 年 4 月)

国名	金額 (100 万ドル)
イギリス	1,250
フランス	640
ロシア	107
日本	102
イタリー	25
同盟諸国	35

(出所) W.J.Shultz & M.R. Caine (1937), pp.505-506 を引用した Carosso (1970), p.212.

第 2 の時期 (米国が第 1 次大戦に参戦後から終戦まで)、投資銀行は米国政府のために行動するようになる。米国政府は 1917 年と 1918 年に総額 170 億ドル自由公債 (Liberty loan) と 1919 年には 45 億ドルの勝利公債 (Victory loan) という巨大な債券を発行している。この巨額の公債は、ジェイ・クックが行ったと同じ手法、つまり「ありとあらゆる広告と宣伝の手法」<sup>3</sup>が使われた結果、この公債は幅広い一般投資家を資本市場に惹きつけることとなった。生成期の投資銀行は公債を発行する 1917 年の時点で債券市場の投資家を 35 万人と推定していたが、実際には第 1 回の自由公債の応募者は 400 万人を超え、第 2 回では 940 万人、第 3 回 1,840 万人、第 4 回 2,280 万人、そして第 5 回は 1,180 万人と当初予想を大きく上回る結果となった<sup>4</sup>。

この時期、多数の小口の投資家を含む 2,000 万人にのぼる一般投資家が資本市場に登場してきたことは投資銀行に新たな顧客層の存在を認識させたが、同時に第 1 次大戦終了後の狂乱の時代の導入ともなった。Carosso (1970) は以下のようにハーバード大学の経済史

家のエドウィン・F・ゲイ (Edwin F. Gay) のコメントを紹介している。

The war fever ... placed government bonds in the hands of millions of people who never before had possessed such instruments of credits. They were not .... educated in the use of credit; they simply received a new vision of its possibilities. The basis was thus laid for the vast and credulous post-war market for credit which culminated in the portentous speculation on 1928 and 1929 (Carosso, 1970, pp.228-229) .

(訳：戦争熱の高揚の結果・・・、これまでそうした信用証書をもったこともなかった数百万の人々が政府公債を手にするようになった。彼らは・・・信用の用い方を教わらなかった(筆者注：政府公債といえども返済リスクはあるわけだが、当時の一般投資家はこれらのリスク管理についての知識がなかったことを意味する)。彼らはただ、信用の持つさまざまな可能性について初めてひとつの夢を与えられたのであった。こうして、信じやすい大衆を巻きこんだ巨大な戦後の証券市場の基礎が据えられた。そしてそれは、1928年、29年の異常な投機となって頂点に達したのである(カロッソ, 1978, p.370)。

第3の時期、つまり1920年以降、米国資本市場はエドウィン・F・ゲイが記述したようにに繁栄と狂乱の時代に入っていく。この時期、米国政府や地方自治体、中小規模にまで拡大した国内企業、外国政府や外国企業などの旺盛な資金需要を背景に米国資本市場は活況を呈するようになっていく。とくにこの時期顕著であったのが、株式発行による資金調達であった。Carosso (1970) が引用したように、企業の資金調達の手段としての株式発行は徐々に増加していき、1928年には債券発行額と並び、翌1929年には大きく債券発行額を上回っている(図表6-2)。

図表 6-2 企業による証券発行額推移 (単位：100 万ドル)

年	長期・中期債券	株式	合計
1920	1,750	1,038	2,788
1921	1,994	275	2,269
1922	2,329	621	2,950
1923	2,430	736	3,166
1924	2,655	865	3,520
1925	2,975	1,247	4,222
1926	3,354	1,220	4,574
1927	4,769	1,738	6,507
1928	3,439	3,491	6,930
1929	2,620	6,753	9,377

(出所) U.S.Bureau of Census (1960), p.658 より Carosso (1970), p.243.

Carosso (1970) が引用しているように、株式発行額の増加に伴い、流通市場における売買量も増加の一途をたどった。1920 年、1921 年、それに 1923 年に前年比減少したものの基本的には増加基調を示し、1929 年には 1919 年比 2.5 倍に増加している。株価も同様に上昇基調をたどり、1941 年～43 年を 10 とすると、株価総合指数は 1919 年の 8.78 から 1929 年には 26.02 にまで上昇している。産業分野別でも、工業株指数と公益事業指数がそれぞれ 7.13 から 21.35 と 14.79 から 59.33 と急激な増加を示している。ただ、20 世紀初頭にかけて米国資本市場を牽引してきた鉄道株指数は 22.94 から 46.15 と他の分野に比べ伸び率が鈍化している（図表 6-3）。

図表 6-3 普通株指数の推移とニューヨーク取引所における株式売買数

年	株価指数				株式売買数 (100 万株)
	総合指数	工業株数	鉄道株指数	公益株指数	
1919	8.78	7.13	22.94	14.79	317
1920	7.98	6.50	20.86	13.36	227
1921	6.86	5.07	20.15	14.18	173
1922	8.41	6.35	23.71	17.39	259
1923	8.57	6.54	23.45	18.11	236
1924	9.05	6.83	25.02	19.34	282
1925	11.15	8.69	29.21	23.28	454
1926	12.59	10.04	32.72	24.11	451
1927	15.34	12.53	38.17	27.63	577
1928	19.95	16.92	40.40	36.86	920
1929	26.02	21.35	46.15	59.33	1,125

(出所) Historical Statistics to 1957, p.657 and 659 より Carosso (1970), p.244

株式だけでなく、外国政府や外国企業による米国資本市場での証券発行も盛んに行われ、1922 年～1929 年に 46 億ドルにのぼる外国証券が発行され、米国市場は国際資本センターとしての地位も確立するに至った<sup>5</sup>。

米国資本市場が急速に拡大かつ国際化する状況では、従来のように生成期の投資銀行だけが市場を牽引したわけではなかった。市場の活況を受けて、新興の投資銀行や商業銀行の証券子会社が資本市場に積極的に参入してくる。

新興の投資銀行の代表格がシカゴのホルシー・ステュアート商会 (Halsey, Stuart & Co.) とサンフランシスコのブライス商会 (Blyth & Co.) であった。東部の生成期の投資銀行が鉄道会社を主要な顧客としてシンジケートの頂点に立って卸売業務を行っていたのに対して、ホルシー・ステュアート商会やブライス商会は生成期の投資銀行がアプローチしなかった電力会社を主たる顧客として、中西部を中心に小口投資家を開拓しながら勢力を拡大して

いった<sup>6</sup>。モルガン商会などの大手投資銀行が保守的な姿勢を維持していたのに対し、新興の投資銀行は、「不健全で投機的な要素を含みながらも力強く展開」<sup>7</sup>していった。

一方の商業銀行の証券子会社も親会社の豊富な資金を活用して、積極的に資本市場に参入していった。中塚（2008）<sup>8</sup>が記述するように、商業銀行は企業の長期資金調達に応えるため（商業銀行は短期融資が主体であった）と、法的な問題（1864 年の銀行法で銀行の本体が証券業務をすることの合法性）を背景に、証券子会社を通じて資本市場に参入したのである。これらの証券子会社の設立は、国法銀行だけでなく州法銀行や信託銀行にも及び、第 1 次大戦前に親銀行が取り扱っていた債券に加え、普通株や優先株の発行にも積極的に関与していった<sup>9</sup>。商業銀行（本体の債券部あるいは証券子会社）が新規証券を幹事として取り扱った割合は、1927 年には 22%に過ぎなかったが、2 年後の 1930 年には 44.6%に達した<sup>10</sup>。中でも、鈴木（1983）が引用しているように、米国最大の商業銀行であったチェース・ナショナル銀行（Chase National Bank が 1917 年に設立したチェース・セキュリティ社（Chase Security Company）は、1911 年にナショナル・シティ銀行（National City Bank）が設立したナショナル・シティ社（National City Company）を抜き、トップのモルガン商会に匹敵するほどの引受け実績を示している（図表 6-4）。

図表 6-4 引受額比較（1927 年）

主幹事	引受額（百万ドル）
モルガン商会	4,757
チェース・ナショナル銀行グループ	3,231
ナショナル・シティ社	1,997
ホールジー・ステュアート商会グループ	1,697
クーン・ローブ商会グループ	1,604
ディロン・リード商会	1,132
リー・ヒギンソン商会	760

（出所）Rochester, *Rulers of America*, (1936), pp.91-91 より鈴木（1983）, p.516.

1920 年以降の米国資本市場の活況を背景に、投資銀行に加え、顧客ターゲットや販売方針が大きく異なる新興の投資銀行や商業銀行の証券子会社が資本市場に参入してきたことから、競争が激化しただけでなく、不健全で投機的な要素が投資銀行業務に入り込んできた。それが、①投資信託の乱発、②公益事業持ち株会社の乱用、そして③投機的な投資活動であった。

投資信託は 1920 年以前にも存在していたが、1920 年以降急速に増加していった。Carosso（1970）が引用しているように、1920 年以前には 40 にすぎなかった投資信託が 1929 年末時点では 770 に達し、そのうち 265 社が 1929 年以降の設立であった（図表 6-5）。

図表 6-5 投資信託設立数推移（1921～1929 年）

年度	設立数
1920 年以前	40
1921 年～1926 年	139
1927 年	140
1928 年	186
1929 年	265
設立投資信託合計	770

（出所）U.S. Securities and Exchange Commissio, Investment Report p.36 より Carosso (1970), p.287

投資信託が急速に普及した背景には、株価の高騰で一般投資家に多額の投資資金が溜まったことに加え、ニューヨーク証券取引所の投資信託上場規定が何もなく上場が容易であったこと、投資信託が外国証券への投資のツールとなったことなどが挙げられている<sup>11</sup>。Carosso (1970)<sup>12</sup>は投資信託を 4 つに分類している。第 1 は、投資信託運用の専門家（professional managers）が運用するもので投資銀行との関係はなかった。第 2 は個人の投資顧問業者や信託の受託者（Investment consultants and trustee）が運用するもので、本職を続けながら投資信託の運用にあたっていた。米国の資本市場に不健全な要素をもたらしたのが、第 3 の投資銀行がスポンサーとなるもの、と第 4 の商業銀行やその証券子会社がスポンサーとなるものであった。

Carosso (1970)<sup>13</sup>の記述によると、投資銀行や商業銀行は投資信託を傘下に置くことで、投資信託の販売手数料、投資した証券の保管料、名義書き換え料、登録料、幹事手数料などさまざまな収入を得ただけでなく、自らが引受けた証券のはめ込み先として傘下の投資信託を使っていた。さらに、傘下の投資信託に投資させることで投資先企業との取引強化にも利用した。つまり、投資信託を利用する一般投資家のためというよりは、自らの利益や取引関係の構築や強化のために投資信託を利用していたのである。それだけではなく、新たに設立された投資信託が傘下の投資信託に投資するという投資信託のピラミッドを構築することで、虚構の需要を生み出していったのである。このような投資信託の不健全な運用は、一部の投資銀行（ゴールドマン・サックス、キダー・ピーボディ、ディロン・リード）も関与していた。

ゴールドマン・サックスの場合、1928 年 12 月に最初の会社型投資信託（Goldman Sachs Trading Corporation=GSTC）を組成したが、当初の予定（5000 万ドル）を大きく上回る応募があり、この投資信託の募集金額は 1 億ドルに増加されるほどの人気を博した。GSTC の新株 100 万株の額面は 100 ドルで、ゴールドマン・サックスはいったん全額買い取った後で、90%を 104 ドルで一般投資家に売り出した。その結果、ゴールドマン・サックスは一挙に 300 万ドルを上回る利益を得た。GSTC 株は上場後急騰（1929 年 2 月 9 日に 136.5 ドル、2 月 14 日は 222 ドル）したこともあり、GSTC はシェナンドウ（Shenandoah）を設立し、さ

らにシェナンドウはブルーリッジ・コーポレーション（Blue Ridge Corporation）を設立するなど投資信託のピラミッドをつくっていった。この結果 GSTC はわずか 1 カ月間で 2 億 5000 万ドルを超える投資信託の株式を発行した。ゴールドマン・サックスは、この投資信託ビジネスを通じて株式引受手数料だけでなく、傘下の投資信託が電力会社やメーカーなどの企業の株式を所有することで取引関係を強化し、引受業務や証券売買業務を拡大するというメリットも期待できた。しかし、1929 年 10 月の株式の大暴落後、GSTC 株はピークの 326 ドルからわずか 1.75 ドルまで下落した。GSTC 株の暴落によって 42,000 人の投資家がピーク時比 3 億ドル近い損失を被り、ゴールドマン・サックスは多くの株主から訴訟を受ける羽目に陥った。1936 年ゴールドマン・サックスの資本金は 30 年前の資本金（450 万ドル）をわずかに上回る 500 万ドルまで下落した。ゴールドマン・サックスの名前はウォール街の諸悪の象徴とされ、同社の評判を大きく傷つけることになる。この結果、ゴールドマン・サックスは 5 年間引受けの幹事を務めることができなくなった<sup>14</sup>。

投資信託と同じように、公益事業持ち株会社も生成期の投資銀行、新興の投資銀行、商業銀行によって自らの利益を拡大するために利用された。公益事業持ち株会社は、当初、名前が知られていない電力会社の資金調達のために、名前が知られていた電力会社、エンジニアリング会社や電機メーカーなどが資金調達を代行する目的で設立されたが、1920 年代後半には投資銀行や商業銀行が引受け業務の媒体として利用するようになった。その結果、持ち株会社の株式を購入する目的でさらに持ち株会社が設立されるなど持ち株会社のピラミッド構造が出来上がった。そのため、持ち株会社の株式価値は傘下の実態のある企業の資産価値を大きく上回ることになる。株価が上昇過程にあるときには、この問題が顕在化しないが、いったん株価が下降し始めるとともにバブル化していた持ち株会社の株価は大きく崩れていくことになった。このような持ち株会社の乱用は、インサル財閥と結びついて数多くの持ち株会社を設立した、新興の投資銀行ホルシー・ステュアートが最も典型的であったが、モルガン商會を始めとした投資銀行も持ち株会社の設立に関与した<sup>15</sup>。

さらに、投機的な投資活動も不健全さを資本市場にもたらした。Carosso（1970）は、とくに証券子会社の「多くが極度に投機的な投資活動に入った」として、「破滅的な不動産投機に夢中に」なったり、「親銀行株を操作」したりしたと記述している（many entered into extremely speculative ventures. Some were involved in disastrous real estate speculation, and some manipulated the stock of their parents）<sup>16</sup>。

1920 年代後半の過熱した投資熱と、それを利用した投資信託や持ち株会社の乱発・乱用、それに投機的な投資行動は、1929 年 10 月の金融大恐慌につながっていく。1929 年 10 月 24 日の暗黒の木曜日（Black Thursday）と 10 月 29 日の悲劇の火曜日（Tragic Tuesday）の株価暴落で始まった金融恐慌は 2 年半にわたって緩やかに下降傾向をたどった。Carosso（1970）は、「1929 年に 26.12 であった普通株の株価指数は（1941～1943 年を 10 とする）、1932 年には 6.93 へと低下した」<sup>17</sup>と記述したうえ、*The Magazine fo Wall Street* の記事を引用して、ニューヨーク証券取引所のすべての普通株の株価の平均価格は 1929 年の 173 から 1932 年 7

月にはわずか 17.20 にまで下落したとしている。

金融大恐慌は投資銀行の主要業務であった証券の発行に大きな影響を与えた。1929 年に 94 億ドルにのぼっていた証券発行総額（新規および借り換え）は、1930 年には 50 億ドル、1931 年には 24 億ドル、さらに 1932 年には 6.4 億ドルと急激に低下していった。

このような状況の中、1931 年 5 月にオーストリア最大の銀行であるクレディット・アンシュタルトが倒産し、世界的な金融危機に見舞われた。この金融危機のあおりを受けて 2000 にのぼる投資銀行や証券ブローカー（取次会社）が消滅あるいは改組を余儀なくされた。

伝統ある大手投資銀行も例外ではなかった。1865 年創業のキダー・ピーボディ商会は相当額を投資していた企業の株価下落と 3 名のパートナーの退職や死亡による資本金の縮小を契機に急速に流動性不足に陥ったため、最終的にはモルガン商会をはじめとする金融機関によって救済されることになった。また 1848 年創業のリー・ヒギンソン商会はスエーデンのマッチ王であり国際的金融業者デアッタアイバル・クロイガーの会社クロイガー & トール社（*Kreuger & Toll*）の主幹事として 2 億 5000 万ドルの証券を発行したが、クロイガーの自殺と彼の詐欺的行為によって同社債は大幅に下落、その結果多くの投資家に損失を与えたことでその名声は失墜し、最終的に倒産してしまう<sup>18</sup>。

Carosso (1970) は 1920 年代後半の投資信託や持ち株会社の乱用に伝統のある投資銀行が関与したことについて以下のように記述している<sup>19</sup>。

Carried away by the extremes of competition and the pursuit of short-term profits, large segments of the investment banking industry, including some respected old-line firms, lowered their own criteria of proper conduct and displayed considerable lack of judgment. The excessive promotion of investment companies and the mad scramble to originate and distribute securities of little worth and dubious quality fed the speculative fire that spread across the nation in the late 1920's. Investment bankers did nothing to dampen it; even worse, some of them helped fan the blaze to greater intensity by new promotions and optimistic forecast. The situation they helped create contributed directly and significantly to the debacle of October 1929 (Carosso, 1970, p.299) .

（極めて厳しい競争と短期的利益の追求に我を忘れたいくつかの名高い老舗の商会（筆者注：投資銀行）を含む投資銀行業界の大勢は、適正な行動に対する自らの規範を低下させ、判断力が少なからず欠けていることを顕にした。投資会社が過度に設立され、ほとんど無価値のいかがわしい証券が狂ったように先を争ってオリジネート（筆者注：新規株式を幹事として発行すること）され、売りさばかれた。かくて、1920 年代後半全国に燃え広がった投機の炎に油が注がれた。もっと悪いことには、いくつかの投資銀行は、新規の設立や楽観的見通しによって、投機の炎をますます煽り立てるのに手を貸した。1929 年 10 月の市場崩壊にとって直接的かつ重大な一因となったのは、このような投資銀行商會が一役買って生み出した状況なのである（訳はカロッソ、1978, p.461）。

## 2. 金融恐慌後の規制強化（1930 年代半～1940 年代）

前項で述べたように、1910 年代初頭から 1929 年の大恐慌までの期間、米国経済の急速な発展に伴い、個人銀行だけでなく豊富な資金力を有する商業銀行の証券子会社や、保険会社、信託会社等さまざまな金融機関が投資銀行業務を積極的に展開した。特に、第一次大戦以降米国経済は未曾有の発展を遂げ、米国証券市場規模も急速に拡大した<sup>20</sup>。同時に、株式持合いや役員の派遣などを通じて、銀行の証券子会社や投資銀行などの金融機関と発行会社との関係も次第に癒着化していった。この結果、株価操作、インサイダー取引、株式のプーリング・オペレーション<sup>21</sup>、特定の関係者に対する不当な利益供与、証券子会社を通じた不良債権の一般投資家への転嫁、無責任な引受け行為など、投資銀行や商業銀行による不正行為が業界を蝕んでいった。1929 年の大恐慌後、これらの不正と腐敗がペコー委員会<sup>22</sup>によって明るみに出され、それが 1933 年銀行法（グラス・スティーガル法）、1933 年証券法、1934 年証券取引法、1940 年投資会社法という一連の法律制定につながるようになる。

グラス・スティーガル法では、以下のように銀行業と証券業の分離が規定された。

- ① 銀行本体による証券業務の原則禁止。米国債や州債などの「適格証券」を除き、銀行は自己勘定で証券のディーリングや引受けを行うことはできない（第 16 条）。
- ② 銀行は証券業務に主として従事する（engaged principally in）会社と系列関係をもつことはできない（第 20 条）。
- ③ 証券会社は預金受け入れを行うことはできない（第 21 条）。
- ④ 銀行の役職員は証券会社の役職員を兼任してはならない（第 32 条）。

グラス・スティーガル法は投資銀行業界に大きな再編をもたらした。商業銀行の債券部は規模が縮小され、その活動も大きく削減された。また、生成期の投資銀行を含む個人銀行は、預金銀行（商業銀行）となるか、あるいは預金を扱えない証券会社（投資銀行）になるかの選択を迫られた。個人銀行の 3 分の 2 は証券業務を選択したが、例外として、モルガン商会、ドレクセル商会、ブラウnbrラザーズ・ハリマンの古くからの個人銀行が預金銀行を選択した<sup>23</sup>。ただ、モルガン商会とドレクセル商会のパートナー 5 名が辞職をして投資会社モルガン・スタンレー商会を設立することで、投資銀行の道を残した。ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、ラザード・フレルなど伝統的な投資銀行（本論文の研究対象である投資銀行）はいずれも証券業務（投資銀行）の道を選択した。

グラス・スティーガル法はわが国の証券取引法 65 条の基礎となったものであり、その歴史的なインパクトは大きいものであったが、伝統的な投資銀行にとっては預金業の禁止以外ほとんど影響を受けなかった。

1933 年証券法は、ヘイズ・ヒュッパード（1991）が、「悪党どもの行為を矯正しようとするものではなく、大衆が、どのような行為をする者が悪党であるかを確実に識別し得るようにしたものである」<sup>24</sup>と記述しているように、証券の売り手（投資銀行サイド）に対して、投資家が客観的に投資判断ができるように事実関係を開示（ディスクロージャー）するこ



とを求めたものである。したがって、この法律によって、発行会社は証券を一般投資家に対して発行（公募）する際にはあらかじめ登録をして、発行者の事業に関するすべての事実や資金調達の条件、目的及び資金使途に関する情報を開示することが求められるようになった。しかし、開示された情報の真偽は政府なり関連当局が行うのではなく、証券発行の引受けを行う投資銀行が行うことが求められた。投資銀行による引受け精査（underwriting due-diligence）である。したがって、投資家は投資銀行が行う引受精査に依存して発行証券に投資することになる。投資銀行の評判や評価が証券引受けに大きく影響することになったのである。

1933 年証券法が証券発行に関する情報開示を求めたものであるのに対し、1934 年証券取引法は流通市場における証券取引の行為を規制するものであった。たとえば、証券取引所内外における市場操作などの不正行為などが規制の対象となる。証券取引を監督する目的で 1934 年法によって証券取引委員会（Securities and Exchange Commission=SEC）が設立された。

1940 年投資会社法は、前述した 1920 年代の投資信託の乱用が金融恐慌の一因になったとの反省から生まれた。ヘイズ・ヒュッバード（1991）によると、投資会社（投資信託の運営会社）を調査した結果、①投資家は十分な情報を得ていなかった、②多くの投資は、投資家ではなく投資会社の役員や投資顧問に利益をもたらすものであった、③投資証券が偏っていただけでなく、投資条件も不公平であった、④投資会社の投資実績に関する報告もミスリーディングであった、⑤レバレッジが過大であった、という問題点が明確となり、これらの問題を解消するためにこの法律が制定された。そのため、借入金依存の禁止や利害関係のない役員を過半数有することなどが規定された。

これら一連の規制によって、自由放任の中で勢力を拡大させた投資銀行は規制の中で生きていかなければならないことを意味した。とくに、1933 年グラス・スティーガル法は、従来、証券取引に加え、預金、貸付など幅広い業務を行っていた投資銀行にとって商業銀行あるいは投資銀行（証券会社）のいずれかを選択することを求めた。従来のように幅広い金融業務を提供していた投資銀行にとって、一連の規制は「自由放任時代」の終焉を意味した。投資銀行を選択した伝統のある投資銀行、あるいはモルガン・スタンレーのように商業銀行を選択した伝統ある投資銀行のパートナーが分離して設立した新設ながら知名度の高い投資銀行にとって、この一連の規制はいずれも比較的容易な技術的変更であり、投資銀行の引受け業務に本質的な変化をもたらすものではなかったものの、自由放任時代に成長してきた投資銀行にとっては新たな挑戦となった。Carosso（1970）は今回の一連の規制について、「アメリカの投資銀行業史上のターニング・ポイントは 1934 年夏にはっきり生じた。新時代は始まった。投資商会は一般的な意味においては銀行であることをやめた。これ以来投資商会の主要な機能は証券の発行者に助言を与え、サービスすることとなった。彼らがこの業務を行ってきたやり方および彼らの提供する幾多の関連サービスは、初めて連邦政府によって注意深く監督されることになった」<sup>25</sup>と記述している。

ただ、19世紀半ば以降、とくに1920年代に強力な競争相手となっていた商業銀行が、証券業務（国債などの例外措置はあったものの）から締め出されたことで、投資銀行は諸規制が施行される以前に構築していた地盤や顧客企業とのリレーションシップをより強固なものにすることが可能となった。

米国経済は1929年の金融恐慌を引きずり、第2次大戦まで不安定な状況が続いたため、投資銀行のビジネスは惨憺たるものであったが<sup>26</sup>、一握りの大手投資銀行（発展期の投資銀行）が引受け業務を引き続き独占するという構図に変化はなかった。カロッソ（1978）は証券取引委員会（Securities and Exchange Committee=SEC）が作成した統計を引用して、この状況を以下のように記述している<sup>27</sup>。

1938年10月にIBA（投資銀行協会）会員は約730商会となったが、そのうちの38社が1939年1月～1939年6月の期間に発行されたSEC登録管理証券92億ドルのうちほぼ91%をつかさどっていた。さらに重要なことだが、6つのニューヨーク市にある商会だけで投資銀行の販売した全登録証券の57.3%の幹事を務め、その他の14のニューヨーク市の商会がこれに加えて21.3%（20億ドル）に関する発行を指揮していた。結局全体としてみると、20のニューヨーク市の業者がSEC登録証券の公募発行総額の78.6%の幹事を務めていたのである。ニューヨーク市以外の商会が幹事を務めた21.4%（19億ドル）のうち半分以上の12.1%（11億ドル）は18商会の手で行われていた。（カロッソ，1978，pp.661-662）

しかしながら、上記の一部の投資銀行による独占体制に対する批判が高まり、証券発行の引受け幹事を発行会社と投資銀行による協議ではなく、発行のつど入札によって決めるという競争入札制度の導入を求める声が強くなっていった。この結果、1941年4月、SECはルールU-50を制定して公益事業持ち株会社法<sup>28</sup>の対象となる電力会社が発行する証券を原則競争入札することを義務付けた。この結果、公益事業持ち株会社法の対象となる電力会社が発行する新規証券は、1件当たり100万ドル以下の小規模なもの、私募発行など一部を除いて競争入札によって引受けグループが選ばれることになった。

また、州際通商委員会（Interstate Commerce Commission=ICC）は1944年に鉄道証券（例外対象は電力会社と同様）についても強制入札の対象とすることを決定した。このことによって、本論文の研究対象である投資銀行の中でもリーダー格であったモルガン・スタンレーとクーン・ローブは大きな影響を受けることになる。彼らは競争入札に最後まで反対していたが、最終的にモルガン・スタンレーは1941年から、またクーン・ローブは1944年から競争入札に応じるようになっていく。この結果、両者の業務戦略に変化が生じてくる。

モルガン・スタンレーの場合は、従来自ら販売は行わず卸売業者に徹していたが、ブローカー業務に参入する目的から1941年にニューヨーク証券取引所の会員権を取得した。この

ため、モルガン・スタンレーは株式会社組織から無限責任のパートナーシップに組織替えを行った（ニューヨーク証券取引所会員の条件がパートナーシップであった）。

クーン・ローブの場合には、従来鉄道債券を主体とする債券を取り扱っていたが、1944年以降株式発行の分野にも参入していくことになったのである<sup>29</sup>。

しかし、競争入札後も大手投資銀行による引受け幹事シェアは大きく変化しなかった。Carosso（1970）は、McClintock（1942）<sup>30</sup>を引用して、上位15の投資銀行によるSECへの登録公募証券の幹事案件は1939年の90%から1948年には81%に低下したものの、上位3社の幹事案件としての取扱総額は1939年の41%から1948年には56%に増加していると指摘している。ただ、強制入札の導入を積極的に提案していたホルシー・ステュアートは、幹事案件のシェアを1939年の1%未満から1948年には29%に上昇させており、同社にとっては競争入札の導入は大きな益をもたらした。

### 3. 安定期の1950年代

前述の通り、1933年、1934年の一連の規制の施行や競争入札の導入にもかかわらず、一部の有力な投資銀行が引受け幹事シェアを独占していたこともあり、1947年10月、司法省が17の投資銀行と投資銀行協会をシャーマン法違反で起訴した。この裁判は1950年から1953年まで続くことになる。起訴された17社のシェアは図表6-6に示されているように275社による幹事案件全体の68.9%を占めているが、引受けシェア15%を占めていたホルシー・ステュアートが被告とされた17の投資銀行に含まれていなかったこともあり、起訴の選定に被告の弁護団から多くの疑問も出された。Carosso（1970）は、「17社が選択された本当の理由は17社が強制入札に反対したためであり、それ以外に被告たちをほかの商会から区別するものは何もない」<sup>31</sup>と被告の弁護団が主張したことを記述している。

しかし、司法省は、投資銀行グループが「共同で謀議し協定を結んで、米国内における証券業務を制限し独占することをたくらみ、その結果として証券業務が不当に制限され、部分的に独占状態が存在する」<sup>32</sup>として、伝統的投資銀行関係（transactional banker）、歴史的地位（historical position）、互惠性（reciprocity）の存在を挙げた<sup>33</sup>。

伝統的投資銀行関係とは、生成期の投資銀行時代に最初に主幹事を務めた投資銀行が同じ発行会社のその後の証券発行をすべて取り仕切ってきたというものであった。1933年グラス・スティーガル法によって商業銀行と投資銀行に分離された後でも、前身の投資会社の業務を継承していたと主張した。歴史的地位とは、幹事役を務める投資銀行がシンジケートを組成する際の慣行を意味し、この慣行によると一旦シンジケートに参加した投資銀行は同じ発行会社の将来のシンジケートに実質的に同じ条件で参加する資格を得るというものである。司法省は、競争相手をシンジケートから排除する目的でこの慣行が用いられたと主張した。互惠性とは、シンジケートへの参加、およびそこから得られる粗利益（gross spread）を被告であった投資銀行同士が交換する慣行を意味した。つまり、ある一定期間においてある投資銀行が別の投資銀行を自社のシンジケートに招待した場合には、同じ期間

に招待された投資銀行がシンジケートを組成する場合には、招待した投資銀行を実質的に同じ条件や粗利益で招待するという仕組みである。この結果、被告以外の投資銀行（投資商会）からシンジケートに参加する機会を奪う結果となったと司法省は主張した。

図表 6-6 投資銀行業務における集中状況（1938 年 1 月から 1947 年 4 月）（単位：100 万ドル）

投資銀行名	登録証券発行	鉄道証券	引受け総額	比率
Morgan Stanley & Co.	2,738.6	578.8	3,362.4	16.1%
First Boston Corporation	2,592.4	133.6	2,726.0	13.1%
Dillon Read & Co.,Inc.	1,460.1	26.0	1,486.1	7.1%
Kuhn, Loeb & Co.	762.1	618.0	1,380.1	6.6%
Blyth & Co.	838.9	63.3	902.2	4.3%
Smith Barney & Co.	804.0	-	804.0	3.9%
Lehman Brothers	604.3	36.0	640.3	3.1%
Harriman, Ripley & Co.	611.6	6.7	618.3	3.0%
Glore, Forgan & Co.	418.7	-	418.7	2.0%
Kidder, Peabody & Co.	364.0	28.9	392.9	1.9%
Stone & Webster Securities Corp.	352.1	-	352.1	1.7%
Goldman, Sachs & Co.	287.8	-	287.8	1.4%
Harris, Hall & Co.	240.6	-	250.6	1.2%
White, Weld & Co.	233.5	4.8	238.3	1.1%
Eastman, Dillon & Co.	212.0	-	212.0	1.0%
Union Securities Corp.	181.8	-	181.8	0.9%
Drexel & Co.	90.2	23.5	113.7	0.5%
以上被告 17 社合計	12,837.7	1,519.5	14,357.2	68.9%
Halsey Stuart & Co.	2,097.7	1,050.3	3,148.0	15.1%
その他起訴されなかった 257 社	3,190.8	146.2	3,337.0	16.0%
275 社合計	18,126.2	2,716.0	20,842.2	100.0%

（出所） E.Bloch (1989), p.8.

しかし、被告弁護団が提出したさまざまな資料によって、司法省が訴えたようなシャーマン法違反の告発は揺らぐことになった<sup>34</sup>。Carosso (1970) が示しているように、モルガン・スタンレーこそ 1941 年～43 年の一時期を除いて一貫して幹事・エージェント案件総額ベースで第 1 位のポジションを占めているが、その他の投資銀行の順位は年によって変動している。たとえば、ファースト・ボストンの順位は 1933～37 年で 3 位、1938～40 年で 4 位であったが 1941 年～43 年では 10 位に下落している。同じように、クーン・ローブ商会の順序も 2 位、6 位、4 位と変動している（図表 6-7）。

図表 6-7 主幹事あるいはエージェントとしての取り扱いシェア推移（左欄はランキング）

	1933-37		1938-40		1941-43		1944-46		1947-49	
MORGAN STANLEY	1	20.7%	1	12.2%	2	8.8%	1	7.9%	1	9.4%
Halsey Stuart	12	1.9%	3	9.1%	24	0.4%	10	2.0%	34	0.2%
FIRST BOSTON	3	8.4%	4	6.4%	10	2.8%	5	4.6%	2	7.7%
DILLON, READ	5	4.4%	2	10.3%	1	8.9%	2	5.8%	3	5.6%
KUHN, LOEB	2	10.1%	6	4.8%	4	5.4%	4	4.9%	4	3.0%
BLYTH	6	4.2%	13	1.7%	6	3.7%	3	5.2%	5	2.9%
LEHMAN BROTHERS	9	2.1%	8	3.0%	7	3.5%	6	4.0%	6	2.8%
SMITH BARNEY	4	4.9%	7	3.4%	5	4.4%	8	2.7%	8	2.1%
Mellon	13	1.9%	9	2.3%	3	6.4%	14	1.8%	-	-

（出所）Carosso (1970), pp.480-481.

上記の資料のほか、被告側弁護団はさまざまな資料を提供し、司法省の告訴に対抗した。この結果、この裁判の判事であったハロルド・メディナ（Harold Medina）は、「私は確信をもって以下の考えに到達し、次のように判決を下す。被告商会およびその一部が告訴状で主張されているような結語、共謀および協定あるいはその一部を行い、加わり、考え、打ち立て続け、参加した事実はまったくない。結合がないのであるから独占だとする告発も意味を失う」と、司法省の告訴を却下した。

この裁判は 1950 年 11 月から 1953 年 5 月にかけて行われたが、上述の通り、最終的に投資銀行サイドの全面勝利に終わった。

Hayes, Spence and Marks (1983)<sup>35</sup>はその著書の中で、1950 年代初期にこの裁判に対するハロルド・メジナ判事のコメントを取り上げたうえで以下のように記述している。この記述は投資銀行のリレーションシップを考える上で極めて興味深い。

証券の発行は非常に複雑なので、その過程は、少数の投資銀行が独占できるような標準化されたものではない、とメジナ判事は論じた。しかも証券発行の一つひとつが独特であったから、投資銀行は商品のように一括サービスを最低価格で提供することによって競争するのではなくて、過去の実績、現在の評判、当業界の非公式な行動基準の忠実な遵守を基礎として、「発行企業との関係を確立ないし維持しよう」と試みることによって競争した（宮崎幸二訳『アメリカの投資銀行』東洋経済新報社、pp.22-23）。

今回の司法省による告訴を全面的勝訴にすることで、投資銀行は 1929 年以降続いた苦難の時代に終止符を打つことができた。この結果、「投資銀行についてのイメージは一変し、裁判開始前のイメージとは完全に異なったもの」<sup>36</sup>となり、「ウォール街による金融独占についての古い神話を打ち砕いたのであった」<sup>36</sup>。

1950 年代の米国経済は、「力強く絶え間のない成長、低いインフレ、強力なドル、

そして米国国際収支の均衡という理想的な状況」が続き、投資銀行も「全般的に比較的高水準の繁栄を享受した」<sup>37</sup>。Hayes, Spence & Marks（1983）もこの時期を投資銀行の階層構造（hierarchical structure）がきわめて安定的に推移したと述べ、その理由として、①グラス・スティーガル法によって商業銀行が投資銀行業務に参入できなくなったという参入障壁、②戦後かなりの期間、引受業務など企業金融部門の量が安定的に推移したため、下位グループが上位進出を狙う土壌が育たなかったこと、を挙げている<sup>38</sup>。

その意味で、1950年代は、生成期に培った投資銀行のビジネスモデルをそのまま維持しつつ、安定的な成長を享受した時期といえよう。

#### 4. 拡大期の1960年代

浅羽（1996）が記述しているように、第2次大戦後、米国経済は30年にわたって安定的な経済成長を達成した、いわゆるパックス・アメリカナの時期がこの30年といえる（表6-8）。

中でも、1960年代前半は、ケネディ・ジョンソン大統領が「ニュー・エコノミクス」を標榜した積極的な成長戦略を取ったこともあり、ほとんど中断のない経済成長を示した。しかし、1960年代後半から、生産性上昇率の鈍化、本格的なインフレ懸念、国際収支の悪化など、パックス・アメリカナの最終段階に入っていき、1970年代以降米国は低成長時代を迎えることになる<sup>39</sup>。

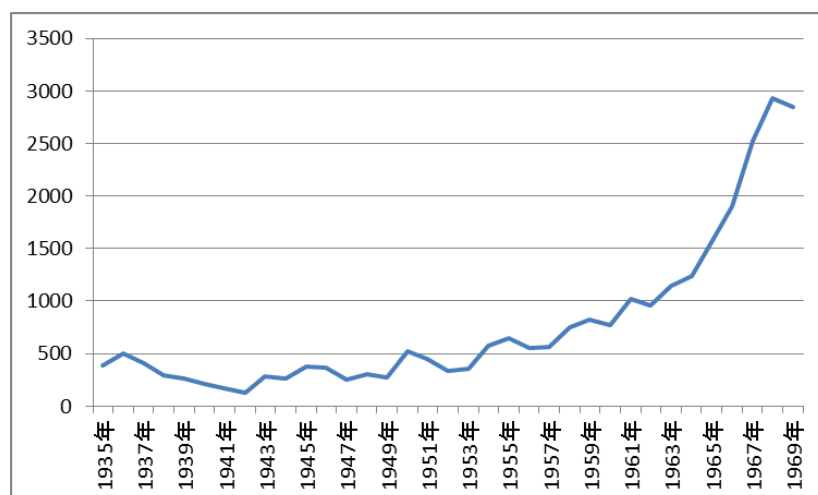
図表 6-8 実質国民総生産成長率

年	成長率
1930-1939	1.5 %
1940-1949	4.0 %
1950-1959	3.5 %
1960-1969	4.3 %
1970-1979	3.1 %

（出所） 浅羽(1996), p.24.

1960年代の投資銀行の動向は、Hayes, Spence & Marks（1983）が指摘しているように、1960年代前半と後半で異なった様相をみせている<sup>40</sup>。1960年代前半は1950年代に続き、「階層構造（筆者注：シンジケートのピラミッド構造）の異常な安定」（unusual stability in the hierarchical structure）の時期であったが、1960年代後半はこのシンジケートのピラミッド構造に変化が見えてくる。1960年代前半の階層構造の異常な安定は、前項でも記述したように、①グラス・スティーガル法によって商業銀行が投資銀行業務に参入できなくなったという参入障壁、②戦後かなりの期間、引受業務など企業金融部門の量が安定的に推移したため、下位グループが上位進出を狙う土壌が育たなかったこと、の2点による。

図表 6-9 ニューヨーク証券市場における株式売買数推移（単位：100 万株）



（出所）NYSE Fact Book（<http://www.nyxddata.com/nyxsedata/>）より作成.

上図の図表 6-9 はニューヨーク証券取引所の factbook から作成したものであるが、このグラフに見られるように、1950 年代後半以降 60 年代にわたる経済の拡大を背景とした証券取引（引受けおよび流通市場における取引量）の拡大によって、シンジケートのピラミッドの下位に属していた業者の上位進出がみられるようになってくる。Hayes, Spence & Marks（1983）が記述しているように、その代表格がトレーディングに力を発揮していたソロモン・ブラザーズ（Salomon Brother）と個人投資家に対する高い販売力を有していたメリル・リンチであった。メリル・リンチやソロモン・ブラザーズが引受けシンジケートの上位進出に積極的に挑んだのは、「ウォール街の全体の収入に占める引受け活動部分は比較的に小さい（たとえば、1969 年におけるニューヨーク証券取引所会員業者では約 10%）が、引受収益は周期性が少なく、固定費負担が少ないし、一般にたとえば小口販売仲介業務よりはるかに有利」<sup>41</sup>であったことが背景にあった（図表 6-10）。

図表 6-10 引受けランキング推移（数字は引受額によるランキング）

	1955	1960	1965	1970
Merrill Lynch	15	5	4	2
Salomon Brothers	15	18	7	4
First Boston	2	1	1	1
Morgan Stanley	1	3	5	5
Goldman, Sachs	-	16	11	8
Lehman Brothers	8	4	2	3
Blyth Eastman	4	6	3	6

（上記引受額は共同幹事を含め、幹事には発行額全額が算入されている）

（出所）Hayes, Spence & Marks (1983), p.118－119.

引受シンジケートはバルジ・ブラケットと呼ばれる最上位のランキングを頂点とし、メジャー・ブラケット、その他大手、中位、下位業者と続く構造となっている。1960年代までのバルジ・ブラケットは、ディロン・リード、ファースト・ボストン、クーン・ローブ、モルガン・スタンレーで構成されていたが、1971年にはメリル・リンチとソロモン・ブラザーズがバルジ・ブラケットに入り、代わりにディロン・リードとクーン・ローブがメジャー・ブラケットに降格されている<sup>42</sup>。

メリル・リンチとソロモン・ブラザーズのバルジ・ブラケット進出の原動力となったのが、コンピュータの導入と機関投資家の証券投資の活発化であった。

投資銀行とコンピュータの関わりは、1959年に小売り業務を主業務とするEFハットン（E.F. Hutton）が証券事務（取引確認書、株式売買記録、月次報告書など）の一部にRCAのコンピュータ・サービスを取り入れたのが最初であった。本格的な電機計算機が開発されたのが1946年に公表されたENIAC（Electronic Numerical Integrator and Computer）といわれているので、それからほぼ13年後ということになる。その後、1960年以降メリル・リンチなど小売り証券業者は次々とコンピュータを事務部門に導入していくことになる<sup>43</sup>。

コンピュータの導入によって、最小の限界コストで証券決済や情報システムを新店舗に対して構築することができたこともあり、メリル・リンチなど大手小売り証券業者が店舗の拡大を急速に進めることになる。とくにメリル・リンチは急速に店舗拡大を進め、1970年までに275店舗と圧倒的な店舗網（第2位のFIデュポンは101店舗）を誇っている<sup>44</sup>。

Morrison & Wilhelm（2007a）<sup>45</sup>の記述に従うと、メリル・リンチの1960年における総収入（1億9200万ドル）のうち、証券取扱手数料は約70%、自己勘定投資が約7%、投資銀行部門（証券引受け）が約5%という構成であったが、10年後の1970年には証券取扱手数料の占める比率は49%に低下し、その代わり自己勘定投資収入が3倍、投資銀行部門が2倍に伸びている。つまり、メリル・リンチは全国展開している店舗網を活用した強い販売力を武器にシンジケートの上位ブラケット進出を果たしたといえる。

一方、ソロモン・ブラザーズは機関投資家との関係を強めることで証券の販売力を高め、引受シンジケートの上位ブラケット進出を果たしていく。年金基金、投資信託、保険会社などの機関投資家の存在は、個人投資家が米国株の90%を保有していた1950年当時<sup>46</sup>は大きなものではなかったが、徐々にその存在を高めていく。とくに、コンピュータの登場は機関投資家の投資活動の活発化の触媒となる。コンピュータによる証券管理事務の効率化で、機関投資家は従来行っていなかった小口で大量の株式投資も行えるようになり、その結果、富裕層に属さない小口の個人投資家に対して投資信託やファンドを売却できるようになった。その結果、Securities Industry AssociationのFact Book 2002が示すように、機関投資家は株式の保有高を増やしただけでなく売買量も大きく増加させている（図表6-11）。たとえば、ニューヨーク証券取引所における機関投資家の売買高は、1963年までは28%を超えることはなかったが、1969年には52%にまで急増している<sup>47</sup>。ソロモン・ブラザーズは、これら機関投資家との取引を強化し、大口売買に力を発揮するようになる。この機関投資



家への販売力を武器として、ソロモン・ブラザーズは引受シンジケートのバルジ・ブラケット入りを果たした<sup>48</sup>。

図表 6-11 個人投資家と機関投資家の株式保有高推移（時価ベース）（単位：10 億ドル）

	合計額	個人投資家		機関投資家	
		金額	保有率（%）	金額	保有率（%）
1965	734.9	616.1	83.8	118.8	16.2
1966	660.4	548.3	83.0	118.8	16.2
1967	835.1	682.1	81.7	153.0	18.3
1968	996.1	815.3	81.9	180.8	18.1
1969	849.9	587.4	69.1	262.5	30.9
1970	841.4	572.5	68.0	268.9	32.0

（出所）Securiteis Industry Association Fact Book 2002, p.66.

しかし、本論分の研究対象である大手の投資銀行は、基本的に卸売り業務であったため、コスト的にもコンピュータを導入する意味がなかった。投資銀行が本格的にコンピュータを活用していくのは、コンピュータの小型化とスピードが格段に速くなった 1980 年代以降となる<sup>49</sup>。

1960 年代のもうひとつの特徴として、第 3 次 M&A ブームが起こったことが挙げられる。第 1 次 M&A ブームは 19 世紀末から 20 世紀初頭に発生した M&A ブームで、鉄鋼や石油などの基幹産業において規模の拡大を目指した同業者間の統合（水平型統合）であり、第 2 次 M&A ブームは 1920 年代に起こった M&A ブームで、生産効率や企業体質の強化を狙った垂直型統合（売り手と買い手間の M&A）であった。これに対して、第 3 次 M&A ブームは、他業種への M&A、つまり自社の製品や業種とまったく関係のない企業との M&A（コングロマリット型統合）であった。シャーマン法によって水平型統合も垂直型統合も難しくなったことから、コングロマリット型 M&A が盛んに行われるようになった。その代表格がリットン・インダストリーズであったが、1968 年の同社の大幅減益の発表で、コングロマリットによる成長神話が崩れ、第 3 次 M&A ブームは終焉を迎えた。

この第 3 次 M&A ブームを背景に投資銀行が本格的に M&A に関するアドバイザー（助言）や執行業務を収益源にする動きが出てくる。もちろん、投資銀行にとって顧客に対する財務や経営に関する助言は新しい業務ではない。19 世紀末から 20 世紀初頭にかけての産業の再編期において、生成期の投資銀行もトラストや持ち株会社の形成に関してアドバイザー・サービスを提供していた。しかし、当時のアドバイザー業務はあくまでも引受けや貸付など投資銀行業務からの収入をもたらす副次的な業務であり、M&A アドバイザーのみから収益を得るという発想はなかった。たとえば、1901 年に行われた持ち株会社方式のもとで 10 社を超える鉄鋼および鉄鋼関連会社が統合され、14 億ドルという大規模な証券が発行されたが、彼らの報酬は引受シンジケートに対する手数料であり、US スチールの

統合という M&A アドバイザリー・サービスに対する報酬ではなかった。

投資銀行が収益源として M&A を意識し始めたのが第 3 次 M&A ブームが起こった 1969 年代であった。最初に専門の M&A 部署を設立したのはゴールドマン・サックスであったが、その後大手投資銀行がそれにならって M&A 専門部署をつくっていくことになる。

1960 年代の出来事で見逃せないのがユーロ債市場の誕生である。ユーロ債とは、「借り手の所在は国外で、国際通貨建て（借り手の国の通貨でないことが多い）で、他国籍の金融機関によるシンジケートによって発行された」<sup>50</sup>債券を意味する。つまり、ユーロ債市場は超国家的市場であり、個々の国の金融当局に規制された資本市場の外にある市場であった。このため、様々な国の政府や企業がユーロ債市場で債券を発行し、引受シンジケートも様々な国の金融機関（商業銀行の証券子会社も含め）が参加し、発行形態や発行条件も自由に設定された。

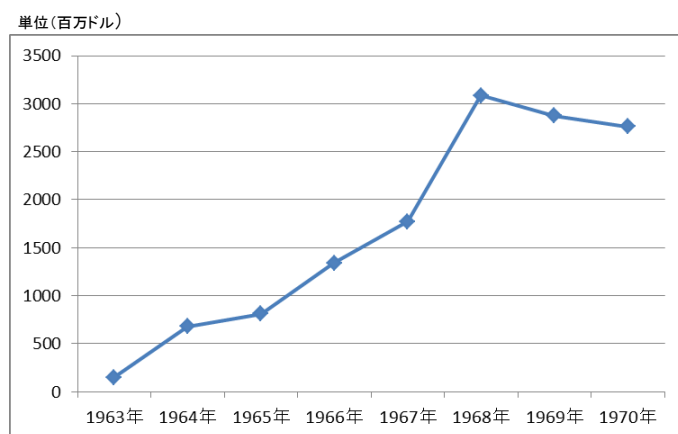
ヘイズ・ヒュッバード（1991）によれば、ユーロ債誕生の要因として、以下の諸点を挙げている。第一はユーロダラー市場の存在である。1950 年代以降の米国の国際収支の赤字傾向、主要国による居住者の外国証券取得の緩和、米国連銀のレギュレーション Q<sup>51</sup> の存在などによって、米国外での短期の米ドル市場（つまり、英国の銀行を中心とする米国外の銀行で預金されたドル）が発達した。1963 年の BIS（国際決済銀行）の推定では、短期のユーロダラー市場規模（ドル以外の通貨も含めて）は 124 億ドルであったが、うち 93 億ドルが米ドルであった<sup>52</sup>。ユーロダラー市場は金融機関の短期資金（1, 3, 6 か月）の重要な調達市場に成長し、短期金利の値付けの基準として LIBOR（London Interbank Offered Rate）が普及した。この LIBOR の存在によって変動金利（LIBOR を基準とする変動金利）タイプの中期債券の誕生につながった。第二は米国政府が、外国政府や企業による米国市場における資金調達を抑制したことと、それを受けて英国の金融当局がロンドン市場における資金調度を歓迎したことである。これらの動きを背景に、1961 年と 62 年にクレディットバンク（ブラッセル）による ECU 建ての起債、1963 年 5 月にベルギー王国による米ドル建ての起債が実験的に行われた。そして、ユーロ債第 1 号といわれているイタリアの高速道路公団による期間 15 年の無記名（つまり非登録）債券 1500 万ドルが実現された。この債券は英国の印紙税の免除を受け、ロンドンとルクセンブルグ<sup>53</sup>の証券取引所に上場された。発行のシンジケートは、英国マーチャント・バンクである SG ウォーバークが主幹事となり、ベルギー、ドイツ、オランダの銀行が副幹事という構成であった。

1963 年 7 月にケネディ大統領によって導入された金利平衡税（interest equalization tax = IET）がユーロ債市場の拡大に拍車をかけることになる。米ドルの国外流出を抑制するためにとられた措置で、米国の居住者が外国人の発行する株式や債券などを購入する場合に一定の税率で課すという制度で、1963 年 7 月に実施後、延長措置が取られ、結局 1974 年 1 月まで実施された。このため、米国人による新規発行の外国証券の購入額は、1963 年上期の 10 億ドルから下期には 2 億 5000 万ドルに急激に減少している<sup>53</sup>。

その後も、1965 年の米国連銀による対外金融自主規制や 1968 年のジョンソン大統領に

よる米国企業の対外投資に対する規制などが導入された。このような諸規制の導入を背景として、ヘイズ・ヒュッバード（1991）が示しているように、米国企業による国外市場（つまりユーロ債市場）での起債が活発化していった。米国の投資銀行はこの米国企業によるユーロ市場での起債の活発化を受けて、1964年～1967年にかけてロンドンをはじめとする欧州に拠点を構えていく。ユーロ債市場の拡大とともに、投資銀行の国際化が始まったのである（図表 6-12）。

図表 6-12 ユーロ債市場における新規発行額推移（1963年～1980年）（単位：100 万ドル）



（出所）ヘイズ・ヒュッバード(1991), p.48.

## 5. 機関投資家台頭の 1970 年代

1960年代の後半に行われた貧困対策にかかわる出費やベトナム戦争関連の出費（所謂「大砲もバターも」政策）が原因となりインフレが加速し、1960年代後半から1970年代初頭にかけて、米国経済は不況とインフレーションが同時に発生するスタグフレーションに苦しむことになる。このため、1960年代を通して比較的順調に上昇基調にあった株価も1969年から1970年にかけて暴落（ダウ・ジョーンズ平均株価は1969年のピーク 985.08 から1970年初めに 662.17 の下落）する。この暴落の原因として機関投資家の無理な売買が背景にあったと考え、政府は1974年の従業員退職所得保障法（通称エリサ法）（Employee Retirement Income Security Act）を制定する。

従業員退職所得保障法は企業年金制度の設計や運営を規定する法律であり、企業年金加入者の受給権の確保がこの法律の目的であった。前述したように、1969年～1970年にかけて起こった株価暴落を機関投資家の無理な株式売買にあったと考えた政府はこの法律によって、受託者の責任を明確化し、保守的な運用や分散投資を規定した。つまり、同法 404 条で「受託者は...もっぱら加入者および受給権者の利益のために、かつ以下のように制度に対する義務を果たさねばならない」<sup>54</sup>（a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries）として、その中に「当該状況下で、同様の立場で行動し同様の事項に精通している思慮深い人が、同様の性格および目的を有

する事業の運営に当たり行使するであろう注意、技量、思慮深さおよび勤勉さを用いること」<sup>54</sup> (with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims) と規定し、さらに「巨額の損失の危険性を最低限に抑えるため、制度資産の投資を分散すること、ただし分散しないことが明らかに思慮深いとみなされる状況にある場合を除く」<sup>54</sup> (by diversifying the investments of the plan so as to minimize the risk of large losses, unless under the circumstances it is clearly prudent not to do so) と分散投資が好ましい旨が規定されている。

上記の規定にあるように、企業年金基金の受託者は保守的な運用に徹し、インカム・ゲインと同時に元本の維持に配慮することを明確に求められるようになったのである。つまり、プルーデントマン・ルールが導入されたのである。

プルーデントマン・ルールの導入によって分散投資が進めば、当然取引量も多くなっていく。石原（1997）の記述に従えば、「プルーデントマン・ルールを機関投資家に期待する代わりに、かれらに代償を与えねばならない。それはかれらの取引をスムーズに、またローコストで実施させてやることであった」<sup>55</sup>という背景から、1975年5月1日からの全面的な株式取扱い手数料の自由化につながっていく。

しかし、石原（1997）が指摘するプルーデントマン・ルールを義務化した機関投資家に対する代償だけが株式取扱い手数料の自由化につながったのではない。Morrison & Wilhelm（2007a）<sup>56</sup>はニューヨーク証券取引所会員業者の株式公開が株式手数料自由化の一因になったと記述している。証券業者以外の企業を証券業務に従事させない目的からニューヨーク証券取引所の会員業者は株式公開を認められていなかった。しかし、1960年代の株式取扱量の急増によって、1960年代後半に証券管理事務ミスが頻発したことから、多くの証券業者は証券管理事務の効率化を求めてコンピュータの導入を余儀なくされ、設備投資のための資本の増強が急務となり、株式公開を求める声がニューヨーク証券取引所の会員業者から強まった。このため、1970年3月に会員業者による株式公開が認められるようになり、直後の4月にドナルドソン・ラフキン・ジェンレット（Donaldson, Lufkin, Jenrette=DLJ）が会員業者として初めて株式公開を実施した。その後メリル・リンチ、E Fハットン（EF Hutton）、ディーン・ウィッター（Dean Witter）など大手小売り業者を中心に15会員業者が株式公開を行い、DLJに続いた。ニューヨーク証券取引所の規則によると、会員業者は非会員業者が行う株式取引に対して固定制の取扱手数料を徴することになっており、株式取扱量が増加（特にプルーデントマン・ルールで分散投資を義務付けられていたこともあり）していた非会員業者であった機関投資家は会員業者の地位を望んでいた。また、株式の取扱金額の多寡に関係なく1回の取引にかかわるコストは同じであるにもかかわらず、取扱額に比例して手数料が多くなることに対する批判も高まっていた。このため、会員業者の株式公開化に伴い、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission=SEC）は1972年までに1件当たり50万ドルを超える取引に対する取扱手数料を自由化した。これは当時

の取扱手数料の約 5%に相当した。この上限は徐々に引き下げられ、1975 年 5 月 1 日には全面的に自由化されることになった。

石原（1997）が指摘するエリサ法要因にしろ、Morrison & Wilhelm（2007a）が指摘する会員業者の株式公開要因にしろ、1975 年 5 月 1 日に施行された株式取扱手数料の全面自由化は、小売証券業者のみならず、将来的に投資銀行業界全体に大きな影響を与えることになる。株式取扱手数料の自由化は、その他の証券業務の手数料にもプレッシャーを与えた。たとえば公募債発行に対する 0.875%の手数料については証券業者の抵抗は強かったものの、旧債券と新規発行債券のスワップによるオーバー・トレーディングの手段を通じて事実上の値引きが行われていた。図表 6-13 は、ヘイズ・ヒュッバード（1991）が示したニューヨーク証券取引所会員業者の業務部門別収入源の推移表であるが、証券手数料収入の比率が大きく低下し、それに代わってトレーディングや自己勘定投資の比率が上昇していることがわかる。そして、1982 年にはトレーディング・自己勘定投資が証券取扱手数料を上回る結果になっている。

図表 6-13 ニューヨーク証券取引所会員業者の業務部門別収入源推移

	1972	1977	1982
証券取扱い手数料	53%	42%	26%
トレーディングおよび自己勘定投資	15%	19%	28%
借方残高に対する受取利息	9%	11%	9%
証券引受け	13%	11%	10%
投資信託販売	2%	1%	1%
商品収入	2%	4%	3%
その他	6%	12%	23%
合計	100%	100%	100%

（出所）ヘイズ・ヒュッバード(1991), p.128.

先に記述した「大砲もバターも」政策の結果、インフレーションが根強く続いただけでなく、浅羽（1996）<sup>57</sup>が指摘するように、賃金コストの上昇、労働生産性の上昇率の低下、それにとまなう米国企業の製造拠点の海外移転による空洞化によって景気は低迷し、米国の国際競争力における優位性は失われていくことになる。この結果、貿易収支は悪化していく（図表 6-14）。この時期の米国経済は景気の低迷と物価の上昇が同時に発生する状況、つまり、スタグフレーションの状態に陥っていくことになる。ニクソン大統領はこの状態から脱却するために、1971 年 8 月 15 日に減税と歳出削減、雇用促進、価格政策の発動、金ドル交換停止、10%の輸入課徴金の導入を骨子とする「新経済政策」を電撃的に発表する。ニクソンの「新経済政策」発表後、米国ドルは多通貨に対して大幅に切り下げられることになったが、それでも米国の貿易収支は改善せず、1973 年には主要国の多くが変動相場制

に移行していくことになる。

図表 6-14 国際収支の推移

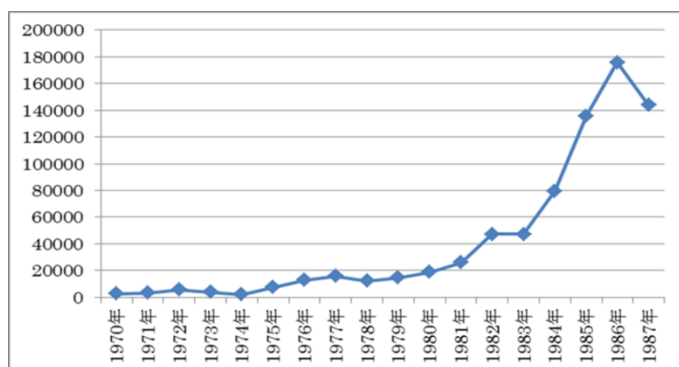
(単位：100 万ドル)

	経常収支	貿易収支	資本収支
1970	2,331	2,603	▲2,978
1971	▲1,433	▲2,260	10,495
1972	▲5,795	▲6,416	6,964
1973	7,140	911	▲504
1974	1,962	▲5,505	▲24,033
1975	18,116	8,903	▲14,751
1976	4,295	▲9,483	16,534
1977	▲14,355	▲31,091	2,906
1978	▲15,143	▲33,927	▲27,302
1979	▲285	▲27,568	▲28,855

(出所) 浅羽 (1996), p.189.

ニクソンの「新経済政策」による米ドルの下落によって、ユーロ債市場は 1973 年～74 年にかけて低迷する。新規発行額が 1972 年の 56 億ドルから 1973 年には 38 億ドル、さらに 1974 年には 19 億ドルへと減少したのである。この時期、リーマン・ブラザーズなど数社がユーロ債引受け業務の撤退あるいは縮小を行っている。しかし、ヘイズ・ヒュッバード (1991) が示すように、1975 年以降、金利の低下にくわえ、石油輸出国機構 (Organization of the Petroleum Exporting Countries = OPEC) の毎年 500 億ドル以上にのぼる資金余剰、それに石油価格の高騰に伴う国際収支の赤字を背景とする資金需要が相まって、ユーロ債市場は急速に回復していく (図表 6-15)。

図表 6-15 ユーロ債市場における新規発行額推移 (1970 年～1987 年)



(出所) ヘイズ・ヒュッバード (1991), p.48.

1970 年代におけるユーロ債市場では、さまざまなイノベーションが起こった。たとえば前述した短期資金調達金利基準であった LIBOR をベースとした変動金利による債券の発行である。第 1 号は 1970 年 4 月にバンカーズ・トラストと S.G.ウォーバークが共同幹事と

なって行ったイタリア電力庁による変動金利債（期間 10 年、1 億 2500 万ドル）で金利は LIBOR+0.75%であった。金利が上昇傾向を示していたので、第 1 号の変動金利債券は良好な売れ行きを示した。このため、ペプシコなど変動金利債が続発し、1970 年代後半までには変動金利債は新規発行額の 20%～30%を占めるようになった<sup>58</sup>。

また、1970 年代後半から 1980 年にかけて発展したスワップを利用して、異なる通貨間あるいは固定金利と変動金利間の債務の交換を可能とする債券も大きなイノベーションであった。1979 年に発行されたカナダのロイヤル・バンク・オブ・カナダの 6000 万ドイツマルク債が通貨スワップ債の第 1 号で、発行額はドイツマルク建てであったが、通貨スワップによって発行者はカナダドルと米ドルに交換することができた。このほか、債券発行後の特定の時期に金利を見直すことが可能となる金利調整取り消し可能債（adjustable coupon retractable）、発行時期を分割できる分割発行債（multiple tranche）、ワラント債（bond with warrant）などさまざまな工夫されたユーロ債が発行された。ユーロ債市場におけるイノベーションは、債券発行市場における発行者と投資銀行の取引関係を複雑なものとした。つまり、過去のリレーションシップを重要視して主幹事を決めるというよりも、コストなど発行条件をベースに主幹事を決める傾向が強くなっていったのである。ヘイズ・ヒュッバードのいう「リレーションシップ・バンキングからプライス・バンキング」へのシフトを促したのである。それだけでなく、これらのイノベーションは、その後各国資本市場における発行にも大きな影響を与えることになり、1980 年代以降のデリバティブを取り入れた仕組債や証券化商品にもつながっていった<sup>59</sup>。

また、ユーロ債市場の発展は、投資銀行の国際化を促進してだけでなく、投資銀行業務における国際的な競争を激化させていく。ヘイズ・ヒュッバード（1991）が示すように、欧州各国の主要金融機関がユーロ債の主幹事上位 10 社の多くを占めている（図表 6-16）。

図表 6-16 1976 年～1978 年におけるユーロ債主幹事実績 （米ドル換算、百万ドル）

金融機関名	米ドル換算額	発行件数
ドイツ銀行（独）	7,003	84
ウエストドイツ・ランドスバンク（独）	2,942	70
クレディ・スイス・ファーストボストン（スイス・米国）	2,876	64
S.G.ウォーバーク（英国マーチャント・バンク）	2,340	57
モルガン・スタンレー（米）	2,088	42
スイスユニオン銀行（スイス）	1,970	23
ドレスナー銀行（独）	1,944	61
コメルツ銀行（独）	1,228	27
オライオン・ロイヤルバンク（コンソーシアム）	1,044	27
ハンブロス・バンク（英国マーチャント・バンク）	832	18

（出所）ヘイズ・ヒュッバード（1991），p.62.

一方、1970年代の米国市場では、機関投資家の証券市場における株式保有高と売買高はさらに増加を続けていく。

Securities Industry Association Fact Book 2002 が示すように、機関投資家の株式保有率は1970年の32%から、1980年の41.4%へと約10%も上昇する。一方、個人投資家による株式保有率は、1970年の68%から1980年には58.6%に低下している（図表6-17）。

図表 6-17 個人投資家と機関投資家の株式保有高推移（時価ベース）（単位：10 億ドル）

	合計額	個人投資家		機関投資家	
		金額	保有率（%）	金額	保有率（%）
1970 年	841.4	572.5	68.0	268.9	32.0
1972 年	1,219.5	813.7	66.7	405.9	33.3
1974 年	636.8	373.4	58.6	263.4	41.4
1976 年	1,041.6	637.4	61.2	404.1	38.8
1978 年	977.5	550.3	56.3	427.2	43.7
1980 年	1,494.9	875.4	58.6	619.5	41.4

（出所）Securities Industry Association Fact Book 2002, p.66.

同様に、石原（1997）が引用したように、機関投資家の株式売買回転率も、オープン・エンド型投資会社や保険会社がニューヨーク証券取引所平均を上回る実績をみせている（図表6-18）。

図表 6-18 主要機関投資家の株式回転率推移（1965 年～1975 年）（単位：%）

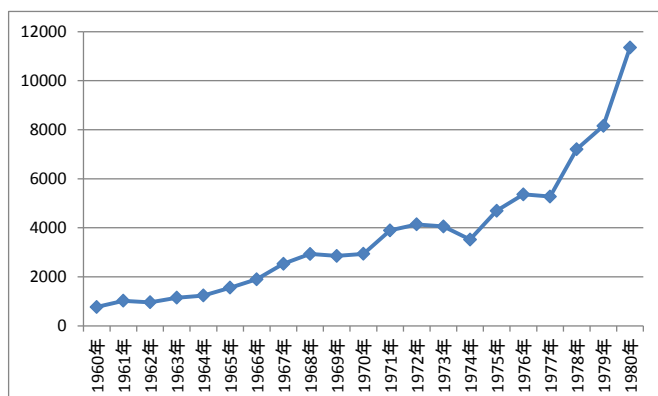
	非保険型 企業年金	オープンエンド 型投信	生命保険会社	その他の 保険会社	NYSE 平均
1965 年	11.3	21.2	13.6	8.2	16.0
1970 年	20.5	45.6	27.8	28.1	19.0
1971 年	22.1	48.2	31.0	23.2	23.0
1972 年	19.7	44.8	29.5 （33.4）	23.8	23.0
1973 年	17.3	39.0	25.9 （33.7）	23.9	20.0
1974 年	14.1	30.5	18.7 （24.1）	21.5	16.0
1975 年	18.2	35.8	22.3 （28.5）	24.0	21.0

（注）（ ）内は分離勘定のみ （出所）石原（1997），p.153.

この米国における資本市場の機関化現象は、図表6-19に見られるように、株式取扱量の急増をもたらすことになる。



図表 6-19 ニューヨーク証券取引所における取引株数（1960 年～1980 年）（単位：100 万株）



（出所） New York Stock Exchange Factbook より作成）

債券市場では、スタグフレーション下における成長の鈍化だけでなくインフレ調整的な減税措置の実施による歳入の伸び悩みによって政府の財政赤字構造が定着化し、それに伴い、中長期の財務証券（米国債）が、1970 年代後半から次第に増加していくことになる。1965 年時点における財務証券の残高は 2,744 億ドルであったが、1980 年には 1 兆 83 億ドルと 2.7 倍弱の伸び率を示している。これらの財務省証券の消化においても機関投資家は重要な役割を果たしていく<sup>60</sup>。

機関投資家の資本市場における重要性が大きくなってきた結果、前項で記述したソロモン・ブラザーズがますます存在感を増してくる。Eccles & Crane（1988）<sup>61</sup>が 1984 年～1986 年にかけてもっとも活発に資金調達を行った 500 社を対象にして、主幹事を務めた投資銀行の顧客数と案件数を調査しているが、図表 6-20 のように、ソロモン・ブラザーズが 75 社に対して 1 社当たり平均 13.4 件の取引を主幹事として取りまとめている。これはモルガン・スタンレーの 43 社、平均 9.1 件を大きく引き離している。また、顧客の平均売上高もソロモン・ブラザーズが 84.4 億ドルに対して、従来一流の大企業だけを相手としていたモルガン・スタンレーの 61.5 億ドルを大きく引き離している。

図表 6-20 主幹事案件を務めた顧客数と取引数比較（1984 年～1986 年）

	顧客数	平均取引数	平均売上高
Salomon Brothers	75	13.4	8,435
Goldman Sachs	69	11.4	6,166
First Boston	61	12.2	5,733
Drexel	51	7.3	1,930
Shearson Lehman	49	9.4	3,798
Morgan Stanley	43	9.1	6,153
Merrill Lynch	38	11.8	5,275

（出所） Eccles & Crane (1988), p.84.

上記の変化は発行者にアプローチを行うコーポレート・ファイナンス担当者（プロフェッショナル）数の変化にもよく表れている。Hayes, Spence & Marks（1983）が示しているように、1965 年当時の資金調達者数は、モルガン・スタンレーが 33 名であったのに対して、メリル・リンチは 19 名、ソロモン・ブラザーズは 10 名にすぎなかったが、1978 年にはモルガン・スタンレー135 名、メリル・リンチ 240 名、ソロモン・ブラザーズ 175 名と逆転している（図表 6-21）。

図表 6-21 コーポレート・ファイナンス担当者数比較

	1965 年	1978 年	増加率
Morgan Stanley	33	135	309%
Merrill Lynch	29	240	1,163%
Salomon Brothers	10	175	1,650%
First Boston	25	182	623%
Goldman Sachs	42	156	271%

（出所）Hayes, Spence & Marks (1983), p.127.

この結果、顧客との長期間にわたる投資銀行と顧客との強い取引関係に変化が現れてくる。生成期の投資銀行と顧客との取引関係は極めて強く、顧客はほぼひとつの投資銀行と取引を行っていた（単一取引）が、しだいに顧客側も複数の投資銀行、とくに投資家サイドの動きを熟知しているソロモン・ブラザーズやメリル・リンチなどの新興勢力を含めた複数の投資銀行へと徐々に移行していく。図表 6-22 は 1970 年当時の主要投資銀行や証券業者の顧客数（フォーチュン 500 をベース）の出入りを Hayes, Spence & Marks（1983）が調査した結果であるが、顧客関係の流動化が出てきていることがわかる。

図表 6-22 顧客の取引行変更の推移

	1970 年 顧客数	1970-78 年 スペシャル・ ブラケットの他社に変更	1970-78 年その他の業 者に変更
Morgan Stanley	53	3	2
Lehman Brothers	78	11	10
Goldman Sachs	77	2	2
Merrill Lynch	52	5	3
Salomon Brothers	7	0	2

（出所）Hayes, Spence & Marks (1983), p.162.

これに伴い、モルガン・スタンレーやリーマン・ブラザーズなど生成期から続いてきている投資銀行は、資金調達サイドとの取引関係を最重要視する引受け業務に加え、証券売買やトレーディング、投資信託など資金運用サイドとの取引関係も強めていく、いわゆる

発行市場から流通市場までを一貫して取り扱う総合証券会社化していくのである。

## 6. 小括

本節では、第1次大戦後における米国経済の急成長を背景に証券市場が急激に拡大し、それを背景に商業銀行の証券子会社を中心にさまざまな不正行為が横行した1910年代初頭から1970年代までの投資銀行をめぐる外部環境と投資銀行業界の動向を概観してきたが、この項でこの時代（発展期）を整理してみたい。

第1次大戦後の急激な証券市場の膨張を背景に、さまざまな証券不正取引や不祥事が横行し、それが1929年の金融恐慌後のさまざまな規制の導入につながった。とくに1933年銀行法（グラス・スティーガル法）によって、銀行業務と証券業務が隔離され、商業銀行が投資銀行分野に参入できなくなったことから、この時期の投資銀行は安定的な発展をみせることになる。

また、金融恐慌後の50年におよぶこの時代に民間企業部門は大きく成長した。たとえば、総資産は1933年の2,680億ドルから1981年末には8兆5,000億ドルと30倍を超える伸びを示した。同様に、売上高も1933年の1,030億ドルから1981年の6兆2,000億ドルと60倍弱、利益も同期間で48億ドルから1,400億ドルと28倍へと拡大している。

これを反映して民間法人の資金調達額も大きく増加している。1934年の米国市場における新規の資金調達総額は3億9,700万ドルであったものが、1983年には1,005億ドルにのびた。これは1934年比なんと252倍の伸び率となる。そのうえ、米国の民間企業はユーロ債でも活発に記載活動を行っており、1984年だけで210億ドルが新規に調達されている<sup>62</sup>。

米合衆国政府や地方自治体など非民間法人による資金調達も資本市場において重要な存在を示している。たとえば、財務証券の残高ベースでみると、1965年時点における財務証券の残高は2,744億ドルであったが、1980年には1兆83億ドルと2.7倍弱の伸び率を示している。

この時代はまた、機関投資家の存在が大きくなった時期でもある。1965年時点では個人投資家の株式保有率は83.8%、一方機関投資家の同保有率はわずか16.2%と圧倒的に個人投資家の保有率が多かったが、1980年には個人投資家保有率が58.6%、機関投資家保有率が41.4%と機関投資家の保有率が大きく増加している<sup>63</sup>。また、1974年のエリサ法によるブルーデントマン・ルールと1975年の株式取扱手数料の自由化によって機関投資家は流通市場における証券取引量を急増させた。たとえば、1953年ニューヨーク証券取引所における公開取引額（会員業者による自己勘定取引額を除いた取引額）のうち個人投資家の取引額比率は75%、一方機関投資家の取引額比率は25%であったが、1980年末には個人投資家の取引率比率が35%にまで下落し、機関投資家の取引比率は65%に大きく伸びている。

機関投資家による取引量の増加を背景に、メリル・リンチなど小売証券業者はコンピュータの導入による証券取引事務管理の効率化と限界コストの低下をねらって、全米における支店網を急速に拡大していった。この結果、機関投資家との関係や全国的に展開した支

店網を武器として、ソロモン・ブラザーズやメリル・リンチが伝統的な引受けシンジケートの最上位に位置するバルジ・ブラケット入りを果たすことになる。

さらにこの時代は、1963年に誕生したユーロ債市場が、各国の規制の枠外に置かれた自由な市場という特色を生かして、さまざまなイノベーションを生みつつ大きく発展していった時期でもある。ユーロ市場の発展は1980年代のデリバティブを利用した仕組債や証券化商品を生み出すもとになっただけでなく、投資銀行業務の国際化、米国投資銀行と欧州の金融機関における競争の激化をもたらした。

新興証券業者の引受け分野におけるシェアの拡大やユーロ債市場の発展を背景に、生成期の顧客との単一取引から複数取引への移行が徐々に行われていく。その結果、収益の拡大を求めて、生成期から大手引受業者として名声を得ていた投資銀行（モルガン・スタンレーやリーマン・ブラザーズなど）も資金調達サイドとの取引関係だけを重視する卸売引受け専門業者から、資金運用サイドとの取引関係も重視して発行市場から流通市場までを一貫してカバーする総合証券化していくのである。

以上述べた発展期は、以下の表にまとめることができよう（図表 6-23）。

図表 6-23 発展期における外部環境

1910 年 代 初 頭 ～ 1933 年	繁栄と狂乱 の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・第1次大戦後の経済の急成長</li> <li>・垂直型統合を主体とした第2次 M&amp;A ブーム</li> <li>・急激な証券市場（特に株式市場）の拡大と株価の急上昇</li> <li>・1929 年 10 月の金融大恐慌後の長期の低迷</li> <li>・商業銀行の証券子会社を中心としたさまざまな不祥事や不正行為の発覚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・第1次大戦中の政府の大規模な資金調達に協力</li> <li>・様々な不正行為（商業銀行子会社など）</li> <li>・投資信託や持ち株会社の乱用によるバブルの発生を助長（投資銀行も関与）</li> <li>・金融大恐慌以後多数の投資銀行やブローカーが倒産</li> </ul>
1930 年 代 中 ～ 1940 年 代	規制強化 の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1929 年恐慌前に横行した不正取引や不祥事がペコラ委員会によって立証</li> <li>・1933 年銀行法、1933 年証券法など投資家保護の視点から規制が導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資銀行は商業銀行あるいは投資銀行のいずれかの選択を迫られる</li> <li>・銀行・証券業務隔離によって、商業銀行の投資銀行分野への参入禁止</li> </ul>
1950 年 代	安定の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・力強く絶え間のない経済成長</li> <li>・司法省が 17 の大手投資銀行をシャーマン法違反の容疑で起訴</li> <li>・1953 年の判決で投資銀行サイドの全面勝利</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資銀行に対する金融独占という神話に終止符</li> <li>・投資銀行は安定的な成長を享受</li> </ul>

1960 年代	拡大の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 60 年代前半までのニュー・エコノミクスによる経済成長</li> <li>・ 60 年代後半のパックス・アメリカナの最終段階</li> <li>・ 多角化を目指した M&amp;A ブーム</li> <li>・ ユーロ債市場の誕生</li> <li>・ コンピュータの導入による小売証券会社の急速な全国展開</li> <li>・ 機関投資家の保有率上昇傾向</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 60 年代前半までは上位投資銀行（バルジ・ブラケット）の地位安定</li> <li>・ 60 年代後半からメリル・リンチやソロモン・ブラザーズなどが上位進出</li> <li>・ M&amp;A アドバイザリー業務の本格化</li> <li>・ グローバル化の兆し</li> <li>・ 欧州の金融機関とのネットワークが協調的要素から競争的要素へ</li> </ul>
1970 年代	機関投資家台頭の時代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ベトナム戦争を背景にスタグフレーションが発生し、株価下落</li> <li>・ エリサ法によるプルーデントマン・ルール化から分散投資が増加し、機関化現象</li> <li>・ 株式手数料の自由化</li> <li>・ ユーロ債市場の拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 流通市場の重要性が高まる</li> <li>・ 証券会社や投資銀行の株式会社化の動き拡大</li> <li>・ 国際的競争激化の兆し</li> <li>・ ユーロ債を中心にデリバティブを組み入れた仕組み債の登場</li> </ul>

## 2 節 モルガン・スタンレー（事例研究）

### 1. 沿革

発展期は 1910 年代初頭から 1970 年代までとしているが、この時期、1933 年銀行法（グラス・スティーガル法）の導入を受けて、1935 年にモルガン商会は商業銀行である J.P.モルガンと投資銀行であるモルガン・スタンレーに分かれることになる。本論文は投資銀行を研究対象としているので、商業銀行の道を選択した J.P.モルガンではなく、投資銀行の道を選択したモルガン・スタンレーを事例研究の対象とする。

したがって、本章では 1935 年までがモルガン商会、それ以降がモルガン・スタンレーとなるが、1910 年代初頭から 1935 年までのジャック・モルガン率いるモルガン商会は、生成期の J.P.モルガンの時代のビジネスモデルを継承し、それを投資銀行の道を選択したモルガン・スタンレーに引き継ぐという役割を担ったと考えられるので、本章では発展期にビジネスモデルを発展させたモルガン・スタンレーに焦点をあてて事例研究を行いたい。

J.P.モルガンが死亡した 1913 年以降のモルガン商会と 1935 年に誕生したモルガン・スタンレーの沿革をまず提示しておきたい<sup>64</sup>（図表 6-24）。

図表 6-24 モルガン商会およびモルガン・スタンレーの沿革 (1910 年代初頭～1970 年代)

1913 年	J.P.モルガンが死亡、息子のジャック・モルガンがシニアパートナーとして後を引き継ぐが、パートナーによる合議制に運営方針を変更する。
1915 年	第 1 次大戦中、5 億ドルのアングロ・フレンチ融資を行い、連合国側の購買代理業者に指定される。
1935 年	モルガン商会とドレクセル商会のパートナー5 名が辞職の上、9 月 16 日に会社設立。資本金は 750 万ドルで従業員は 36 名足らずであったが、モルガン商会の顧客をそのまま引き継ぎ、設立直後に 19 万ドルの債券の引受けを行う。
1936 年	11 億ドル（公募債新発債の 24%に相当）にのぼる公募債を主幹事として引受ける。
1941 年	ニューヨーク証券取引所会員となるためにパートナーシップ組織に変更。翌年会員となる。
1947 年	「合衆国対ヘンリー・S・モルガン、ハロルド・スタンレーその他」(United States of America v. Henry S. Morgan, Harold Stanley et al) と呼ばれる投資銀行による共謀とシャーマン法違反の容疑でモルガン・スタンレーを代表格とする 17 の投資銀行が司法省から告訴される。この裁判の判事はモルガン・スタンレーのシニアパートナーであったハロルド・スタンレーを「極めて手高潔な人物」(absolute integrity) と高く評価する。この裁判で投資銀行側は勝訴。
1494 年	それまでの最大額である 1 億 5000 万ドルのジャージー・スタンダードによる公募債を主幹事として取りまとめる。
1952 年	モルガン・スタンレーは単独主幹事以外での引受けを行うことはなかったが、初めてファースト・ボストンと共同主幹事として世界銀行債（5000 万ドル）、を取りまとめる。この債券の資金使途は欧州の復興であった。
1953 年 ～1958 年	一流企業による大型債券や株式発行を単独主幹事としてまとめる。たとえば、1953 年のゼネラル・モーターズ社債（3 億ドル）、1957 年の IBM による株式発行（2 億 3100 万ドル）、1958 年の US スチール社債（3 億ドル）など。
1961 年・66 年	ゼネラル・モーターズ・アクセンプタンス・コーポレーション社債 1 億 500 万ドル（1961 年最大規模の発行）やニューヨーク・テレフォンによる 1 億ドル社債を単独主幹事として取りまとめる。
1967 年	拡大するユーロ債市場をターゲットとしてフランスのパリにモルガン・エ・コンパニー・アンテルナショナル（Morgan & Cie International）設立。
1970 年	将来のさらなる成長に備えて、パートナーシップから株式会社組織（非公開）に変更。東京に駐在員事務所を開設。
1972 年	証券売買・トレーディング・セールス部門（Sales & Trading Division）と M&A グループを設立。
1973 年	1973 年にはリサーチ部門（Research Department）の設立。
1975 年	資産運用（Asset management）ビジネスに参入。
1977 年	不動産分野を取り扱う子会社モルガン・スタンレー・リアリティ（Morgan Stanley Realty）や富裕層対象の資産運用（Wealth Management）部門を設立

（出所）Beard (2007), Carosso (1987), Morgan Stanely のウェブサイトから引用。

1913 年、リーダーとして金融業界を牽引してきた J.P.モルガンが死亡したことで、同商会のひとつの幕が下りることになり、それ以降のモルガン商会は一個人による専制色が薄れていくことになる。

ジャック・モルガンが J.P.モルガンを継いで上席パートナーについて以降、彼は父親とは異なった形で商会を経営していく。つまり、権限を複数のパートナーに移譲し、業務の統括を緩やかな形に改めた。さまざまな顧客に対していくためには、強力で独立自存のパートナーたちの合同作業が必要だったからである<sup>65</sup>。ジャックはパートナー会議を毎日開き、合議制をベースとした運営を行った。

1913 年の J.P.モルガンの死後、大きな動きは第 1 次大戦まで待つことになる。第 1 次大戦がはじまるとすぐにニューヨーク市に流動性の問題が発生し、モルガン商会はクーン・ローブ商会と組んで 8000 万ドルの協調融資シンジケートを組み、救済に乗り出した。モルガン商会はまた連合国の物資調達機関となり、3000 万ドルの手数料を得ることになる。第 1 次大戦中の最も大きな債券発行はアングロ・フレンチ公債（英仏両国による公債）で、発行額が 5 億ドル、引受け団として参加した業者は 61 社、また販売団に参加した金融機関は 1570 社という大規模なシンジケートが組成された。この公債の販売は容易ではなく、同年末には 1 億 8700 万ドルの売れ残りが生じた。いずれにしてもモルガン商会は連合国の資金調達を支援し、第 1 次大戦が終了するまでに 15 億ドルにのぼる公債を発行した<sup>66</sup>。

第 1 次大戦後、モルガン商会は、「いまや世界一の影響力を誇る民間銀行として、最も確実な取引先を選別でき、しかも多くの国家を相手の巨額な公債発行を扱える唯一の存在となっていた」<sup>67</sup>。

1920 年代の垂直統合を特徴としていた第 2 次 M&A ブームでは、モルガン商会は成長産業であったゼネラル・モーターズ（GM）の証券発行に関わり、1920 年に幹事として 6400 万ドルの GM の新株発行を行った。当時、優良企業のデュポン社が戦略的に GM の株を 23% 有していたことから、デュポンとの関係を強めたいモルガン商会は、発行新株のかかなりの部分を自社で保有した。しかし、競合のフォードが自動車価格を大幅に下げたことから、GM の株価は下落し、大量の株式を保有していたデュポン、創業者であったデュラント、それにモルガン商会は株価下落で大きな痛手を受けていたが、とくにデュラントは株価を支えるべく信用取引で株を買ひ占めており、3800 万ドルの負債を抱えるに至っていた。そこでモルガン商会はデュポンと協議の上、融資（デュポンが 700 万ドルとモルガン商会の仲介で主要銀行から 2000 万ドル）をアレンジした。この結果、デュラントの GM 株の持ち株は 40%にまで減らされ、残りはデュポンとモルガン商会など融資銀行に渡った。

この一件で、モルガン商会はデュポンの信頼を得ることになる。チャーナウの著書には、ピエール・デュポンが兄弟のイレネー・デュポンにあてた手紙を紹介しているが、そのなかで、ピエール・デュポンは「この取引全体を通じてモルガン商会パートナーたちは、この上なく役に立った。最初から報酬を一切求めないとはっきり言って、仕事に全身全霊を打ち込んでくれた。（中略）素晴らしい速度と手際の良さで、立案から実行まで 4 日足らず

で成し遂げた」<sup>68</sup>と記している。

1919 年～1933 年間でモルガン商会が幹事として行った証券発行額は総額 60 億ドルに達しており、圧倒的なトップであった。内訳は 3 分の 1 が鉄道会社、3 分の 1 が外国政府を主体とする外国債券、残る 3 分の 1 が社債であった。社債の発行者も、U S スチール、ゼネラル・エレクトリック、GM、デュポン、ケネコット・カバー、アメリカン・カン、コン・エジソンなど巨大企業ばかりであった<sup>69</sup>。

1929 年 10 月の株価の大暴落を契機とする金融恐慌はモルガン商会にも打撃を与えた。モルガン商会の総資産額は 1929 年～1933 年に、7 億 400 万ドルから 4 億 2500 万ドルに下落、純資産も 1 億 1800 万ドルから約半額にまで下落した。それでも、モルガン商会は金融恐慌を生き抜いた。それは、ピアポイント・モルガン自身が株式投資を軽蔑していたように、「ビクトリア朝以来のマーチャント・バンクの伝統を守って株式市場を軽蔑していたことが役立った」<sup>70</sup>。実際、当時モルガン商会が幹事となって発行した有価証券のうち株式の比率は 3%に過ぎなかった。

しかし、モルガン商会といえども、株価狂乱の時代に（不法ではないが）公平とは言えない取引に加担していた。本章 1 節で金融恐慌を招いた要因として投資信託と持ち株会社の乱用と記述したが、モルガン商会も持ち株会社を利用していた。1929 年に、モルガン商会は、ユナイテッド・コーポレーション（公共事業持ち株会社）、アレゲニー・コーポレーション（鉄道持ち株会社）、スタンダード・ブランドの 3 社の持ち株会社の株式発行を行ったが、その際それらの株式をモルガン商会の知人や顧客企業の役員、あるいは政治家など多くの関係者に割り振っていたのである。株式を購入した人々は、アメリカの経済から政界のエリートまで幅広く及んだ。当時の株式市場の状況では発効日に売却してもかなりのプレミアムが予想される株であった。当時このような行為はよく行われていたし、不法行為でもなかった。しかし、ペコラ委員会により諮問がなされた 1933 年当時、モルガン商会によるこのような行動は同商会の威厳と名声を大きく傷つけた<sup>71</sup>。

ただ、井出・高橋（1977）は、以下のように老舗の個人銀行（投資銀行）は、商業銀行の証券子会社と異なり、保守的な経営姿勢を守ったとしている。

こうした個別のケースを除くと、モルガン商会もクーン・ローブも厳格な倫理規定を自らに課し、きわめて保守的な経営を貫いていたことがわかった。彼らは投機的なビジネスは注意深く回避して、もっぱら特定少数の基盤の確立した大企業のみを顧客とし、発行会社に対しても投資家に対しても強い責任感を持って接した。これは、モルガン商会が 1919 年以來引き受けた証券発行額のうち、デフォルトしたのは全体の 2.1%の鉄道債にとどまったことにも現れている（井出・高橋，1977，p.175）。

1933 年グラス・スティーガル法によって、モルガン商会は預金銀行（商業銀行）あるいは証券会社（投資銀行）のいずれかの道を選択することを求められた。モルガン商会は商業銀行の道を選択した。チャーナウ（1993 下）<sup>72</sup>によれば、モルガン商会が商業銀行を選択



したのはいくつかの理由があった。第一は当時の有価証券市場が不振で、証券の引受け業務はモルガン商会の中でも最も利益の上がらない部門となっていたうえに、新たな規制によって証券引受け業務のコスト増が予想された。それに比べ、優良な大企業を顧客に持っていたモルガン商会にとっては商業銀行の方が安定的でかつ一定の収益が見込まれていたことである。第二は人事問題であった。当時のモルガン商会には 450 人ほど働いていたが、投資銀行を選択すると多くの従業員が余剰となる可能性があった。商業銀行を選択した結果 400 人ほどがそのまま残り、20 人ほどが新設の投資銀行に移動するという形で人員整理をすることなく事業が継続された。そして第三の理由としては、かつてのモルガン財閥を再建する道を温存したい気持ちがパートナーたちにあったといわれている。

チャーナウの第三の理由を反映したかどうかはともかく、ジャック・モルガンの息子のひとりであるヘンリー・モルガン (Henry S. Morgan) (当時 35 歳) とモルガン商会のパートナーで投資銀行部門を統括していたハロルド・スタンレー (Harold Stanley) (当時 50 歳) を含むモルガン商会のパートナー3 人が辞職してモルガン・スタンレーを設立し、投資銀行の道を目指した。モルガン・スタンレーにはドレクセル商会のパートナー2 人も参加した。1935 年 9 月 16 日に 36 名に満たない従業員数で新生モルガン・スタンレーは事業を開始した。設立時のモルガン・スタンレーの組織は非公開の株式会社であり、資本金は議決権付き普通株式が 50 万ドル、そして議決権のない優先株式が 700 万ドルの合計 750 万ドルであった。同議決権付き普通株式は、ただ 1 人の例外を除き、すべて、モルガン・スタンレーの取締役によって所有されていた。例外の一人もモルガン商会で統計局長をしていた人物であり、その意味ではすべてモルガン商会あるいはドレクセル商会のパートナーたちによる会社であった。さらに、議決権のない優先株総額 700 万ドルについても、モルガン・スタンレーの取締役の 2 人以外はすべてモルガン商会の前のパートナー17 人が所有した。つまり、モルガン・スタンレーはモルガン商会の全面的なバックアップを得て事業を始めたのである。

実際、モルガン・スタンレーの新設間もない 1935 年 9 月に、AT&T 傘下のイリノイ・ベル・テレフォンの引受けを行い、1933 年証券法の規定に従って初めて証券発行目論見書を新聞紙上に掲載した<sup>73</sup>。これらの優良企業との取引関係を背景に、モルガン・スタンレーは設立後 1 年間で 11 億ドルにのぼる引受けを行った。これは引受け総額の約 1/4 にのぼるシェアであった。その後、1930 年代末ごろまでに、ニューヨーク・セントラル鉄道、ゼネラル・モーターズ、デュポン、US スチール、スタンダード石油などの大企業だけでなく、各国政府の証券をモルガン・スタンレーが主幹事として引受けた。その後 3 年にわたって常にトップの引受額を誇り、公募債市場の 20% のシェアを占めるという安定した状況にあった<sup>74</sup>。しかし、モルガン・スタンレー自身は直接販売に携さわることはなく、何百にもものぼる多くの投資銀行や証券業者を招いて引受け・販売シンジケートを組成するという生成期のモルガン商会のやり方をそのまま踏襲した。

1941 年に、ニューヨーク証券取引所の会員資格を備えるために株式会社組織から無限責

任制のパートナーシップになった。つまり、生成期の投資銀行と同じ組織形態に戻ったのである。

1947 年、米国司法省がモルガン・スタンレーを頂点とする 17 の引受業者（投資銀行）をシャーマン法違反の容疑で告訴した。この訴訟は「合衆国対ヘンリー・S・モルガン、ハロルド・スタンレーその他」（United States of America v. Henry S.Morgan, Harold Stanle et al）と呼ばれるように、モルガン・スタンレーとそのリーダーであったハロルド・スタンレーを 17 の投資銀行による共謀の首謀者と決めつけていた。モルガン・スタンレーにとって、この裁判は 1950 年 11 月に始まり 1954 年 2 月に裁判官意見が発表されるまで 3 年を超える長い戦いとなった。しかし、前述したように、メディナ判事は投資銀行側に全面的な勝利を与えた。

シャーマン法違反の容疑で告訴された後の 1949 年にも、ジャージー・スタンダード（Jersey Standard）による 1 億 5000 万ドルの大型社債を主幹事として取りまとめるなど、引き続き業界のリーダーとして引受け業務を行っている。

1954 年の投資銀行の全面的な勝利によって投資銀行に対する批判的な世論は収まり、投資銀行にとって、1929 年以来続いていた投資銀行の受難時代はようやく終わりを告げることになった。1950 年代から 1960 年代にかけて比較的静かな時代が続き、モルガン・スタンレーはトップの投資銀行として一流企業に対する卸売業務を享受することになる。たとえば、1953 年のゼネラル・モーターズによる 3 億ドルの債券発行、1957 年の IBM による 2 億 3100 万ドルの株式発行、1958 年の US スチールによる 3 億ドルの債券発行など、大型の証券発行を単独主幹事として取りまとめた<sup>75</sup>。

1960 年代になると、ゼネラル・モーターズ・アクセンプタンス・コーポレーション社債 1 億 500 万ドル（1961 年最大規模の発行）やニューヨーク・テレフォンによる 1 億ドル社債を単独主幹事として取りまとめるなど、モルガン・スタンレーの経営はさらに安定感を増していく。さらに、ユーロ債市場の拡大を背景に、1967 年にはフランスのパリにモルガン・エ・カンパニー・アンテルナショナル（Morgan & Cie International）を設立する。パリにおけるモルガン・スタンレーは、スタンダード・オイル・オブ・ニュージャージー、US スチール、イーストマン・コダック、アメリカン・タバコなど一流企業の債券発行を手掛けるなど、圧倒的な成功を収めた。この時期には、「世界最大企業 25 社のうち 15 社を取引先に持つばかりでなく、オーストラリア、カナダ、エジプト、ベネズエラ、オーストラリアの各国も顧客の中に入っていた」<sup>76</sup>と記述されるほどの顧客層を誇った。

しかし、1970 年代に入り、コンピュータの導入による小売証券業者の店舗網の拡大、株式取扱手数料の自由化、それにとまなう機関投資家の証券市場における活動の活発化を背景にメルル・リンチやソロモン・ブラザーズが勢力を拡大し、投資銀行の中核的事業である引受け業務に参入してきた。この結果、モルガン・スタンレーの投資銀行トップの地位も彼らに脅かされるようになった。その象徴が世界銀行債であった。従来、世界銀行債はモルガン・スタンレーとファースト・ボストンの 2 社の共同主幹事でシンジケートが組成

されていたが、1968年にロバート・マクナマラ（Robert S. McNamara）が総裁になった際にソロモン・ブラザーズが一枚加わってきたのである<sup>77</sup>。

前述したニューヨーク証券取引所の会員業者の組織に関する規制緩和と新たな環境に対応してさらなる成長に備えるために、1970年にそれまでのパートナーシップから株式会社組織（非公開）に変更した。1970年代のモルガン・スタンレーは社内改革にきわめて積極的であったロバート・ボールドウィン（Robert H.B. Baldwin）や若手のパートナーのリーダーシップのもとで、新たな部門を設立していく。たとえば、1972年に証券売買・トレーディング・セールス部門（Sales & Trading Division）とM&Aグループを設立、1973年にはリサーチ部門（Research Department）の設立、1975年には資産運用（Asset management）ビジネスに参入、さらに1977年には不動産分野を取り扱う子会社モルガン・スタンレー・リアリティ（Morgan Stanley Realty）や富裕層対象の資産運用（Wealth Management）部門を設立した。このように証券の発行から流通市場における売買までを一貫して取り扱う投資銀行になっていくが、引き続き証券の引受け部門がコア業務であったことには変わりなかった<sup>78</sup>。

## 2. 競争戦略

ポーターの5つの競争要因のうち、商業銀行が投資銀行分野に入ることが禁止されたことから、参入障壁は1933年グラス・スティーガル法によってより高くなったといえる。

この期間におけるモルガン・スタンレーの業務内容は1910年代初頭～1970年と1970年代以降の2つに分けることができる。以下、本稿ではこの時代区分に従って同社の業務を概観していきたい。

### （1）生成期のモルガン商会継承の時代（1910年代初頭～1960年代）

1913年にモルガン商会を投資銀行業界のリーダー的存在に成長させたJ.P.モルガンが死去したが、J.P.モルガンの息子であるジャック・モルガンがシニアパートナーとして後を継ぐことになる。ジャック・モルガンはJ.P.モルガン時代と同様に、米国政府や州政府、基幹産業をターゲットとした引受け業務主体の戦略を続けていく。とくに、第1次大戦中は米国政府だけでなく、連合国に対しても資金調達面で協力するなど、投資銀行業界のリーダーに相応しい活動を行った。

1920年代の「繁栄と狂乱の時代」には、モルガン商会も持ち株会社の発行株式をモルガン商会の知人や顧客企業の役員あるいは政治家など多くの関係者に割り振るという行為を行ったが、先に述べたように、基本的には債券引受けを主体とする保守的な経営姿勢を堅持したこともあり、致命的な傷を負うことなく、「繁栄と狂乱の時代」を乗り切った。

1929年の金融恐慌後、1933年銀行法、1933年証券法などさまざまな規制が導入され、モルガン商会をはじめとする投資銀行は、預金銀行（商業銀行）あるいは証券会社（投資

銀行)のいずれかを選択することが求められた。モルガン商会は預金銀行の道を選択したが、モルガン商会の3人のパートナーがモルガン商会を辞職する形で1935年に証券業者としてのモルガン・スタンレーを設立した。新設のモルガン・スタンレーの業務は、証券の引受けとそれにかかわる証券トレーディングが主要業務であった。証券の引受けに関してさまざまな助言を顧客に提供したが、助言はあくまでも引受業務の副次的なサービスであり助言行為から手数料などの収入を得ることはしていなかった。

設立から1950年代から1960年代のモルガン・スタンレーの顧客は、モルガン商会時代からの顧客であったゼネラル・モーターズ、デュポン、USスチールなど一流の企業や政府・公的機関中心であり、極めて保守的に経営されていた。しかも、彼らが発行した証券で調達した資金はいずれも「新型V8エンジンの開発、デラウェア河畔の鉄鋼工場の建設、あるいはIBMのコンピュータ部門への事業拡大」<sup>79</sup>などの設備投資に使用された。「資本は資金運用のためではなく設備投資のために活用」<sup>79</sup>するという投資銀行業務に忠実であった。

モルガン・スタンレーの商法は、諸経費を低く抑え、セールスマンを置かず、一流顧客だけを選ぶというものであり、このためモルガン・スタンレーの方から顧客にアプローチするというのではなく、顧客の方がモルガン・スタンレーを訪れるべきだという考えであった。したがって、モルガン・スタンレーは新聞に登場することはめったになく、宣伝は行わず、広報活動も慎重に行った<sup>80</sup>。世界一流の投資銀行という自負が広報活動を慎重にさせたとも考えられる。

1950年代から1960年代におけるモルガン・スタンレーは、生成期のモルガン商会同様、ナンバー・ワンの投資銀行として、証券発行の際の引受シンジケートで単独主幹事(lead manager)としてシンジケートを取り仕切ることにこだわった。これは共同幹事(co-lead manager)として幹事手数料を分け合う必要がないという経済的な理由だけでなく、発行条件やシンジケート参加行への配分を含めシンジケートに関する一切を取り仕切るという世界一流の投資銀行としての自負であったのだろう。それはシンジケート内だけの問題ではなく、証券の発行者(公的機関や企業など)や投資家に対する重要な広報戦略でもあった。

証券を引受ける際には必ずシンジケートの参加投資銀行すべてを掲載する墓石広告(tomb stone)を主要な媒体に掲載するが、単独主幹事はこの墓石広告の一番上に名前が載せられる。つまり、墓石広告を見る人は、その引受シンジケートをどの投資銀行が単独あるいは共同で取り仕切っているかがわかるのである。したがって、「たまに他社が主幹事となる引受シンジケートにやむなく加わることがあったが、そんな時は、モルガンの社名は出さないように頼んだ」<sup>81</sup>ほどであった。

取引をする顧客も一流の発行者でかつモルガン・スタンレーでなければ出来ないような大型の発行を中心に引受け活動を行った。たとえば、1950年代に限っても、ゼネラル・モーターズによる3億ドルの社債発行(1953年)や13億2800万ドルの株式発行(1957年)、IBMによる2億3000万ドルの株式発行(1957年)、USスチールの3億ドルの社債発行(1958年)など一流企業の大型案件を取り仕切っている<sup>82</sup>。ナンバー・ワン投資銀行としての最大

の差別化戦略といえよう。

しかし、1950年代に一度だけ単独主幹事主義の例外を認めた。世界銀行が発行した社債である。この世界銀行債で、モルガン・スタンレーは初めてファースト・ボストンと共同主幹事を務めることとなった。これは世界を相手にしている銀行という世界銀行という超一流の発行者であったことによる。チャーナウ（1993 下）は「モルガン・スタンレーのパートナーたちは、世銀との取引をいつも大きな誇りにしていた。自分たちが世界を相手の銀行の相手をしているとの思いは、十分すぎるほどの名誉であって、最大限に膨れ上がったモルガンの自尊心をも満足させた」<sup>83</sup>と彼らの自負がそこにあったと指摘している。

いずれにしても、モルガン・スタンレーは生成期の投資銀行時代に育まれた一流投資銀行という文化を大事にする姿勢を貫いていた。引受けた証券の販売方法も生成期と同じように自ら行うのではなく、シンジケートを組成する方法を踏襲した。司法省がモルガン・スタンレー証券など 17 投資銀行を告訴した裁判で明らかになったように、投資銀行間における引受けランキングにおいて 2 位以下は年ごとに変動があったものの、1 位はモルガン・スタンレーで不変であった。シンジケートの組成におけるモルガン・スタンレーの威力も強大で、チャーナウ（1993 下）が記述するように、「モルガン・スタンレーの忌諱に触れてシンジケートから追い出されでもしようものなら、その社が再び参加を許されるまでには長い時間がかかった」<sup>84</sup>。シンジケートの規模は発行額により異なるが、規模が大きい場合には引受け団の参加業者だけで 300 社、販売団への参加業者に至っては 800 社にのぼることもあった。主幹事としてシンジケートを取り仕切ったモルガン・スタンレーは、したがってほとんど販売に直接かかわることなく、証券の発行者との条件交渉、シンジケート参加業者への配分などに従事した。その意味で、1950 年代から 1960 年代におけるモルガン・スタンレーは生成期の投資銀行そのものであったといえることができる<sup>85</sup>。

## （2）時代の変化に対応する業務内容拡大の時代（1970 年代）

前述したように、1970 年代には機関投資家の証券市場における活動の活発化とそれに関連した取扱手数料の自由化、メリル・リンチやソロモン・ブラザーズの台頭などモルガン・スタンレーの経営に影響を与えるいくつかの外部環境の変化がみられた。なかでも、Hayes, Spence & Marks（1983）が示すように、全国的な販売網や機関投資家との強い関係を武器にメリル・リンチやソロモン・ブラザーズが引受けの分野で台頭してきた（前項で記述した世界銀行債におけるソロモン・ブラザーズの幹事団への参入がその典型）（図表 6-25）。このランキングでは共同主幹事も単独主幹事と同じように発行額全額が算入されるので、モルガン・スタンレーのように単独主幹事主義の場合には、共同主幹事が多い投資銀行に比べて過小になってしまうという点に留意する必要があるが、メリル・リンチやソロモン・ブラザーズの躍進ぶりがよくわかる。

図表 6-25 引受け総額ランキング推移

(単位：100 万ドル)

	1955		1965		1975		1980	
	ランク	金額	ランク	金額	ランク	金額	ランク	金額
Merrill Lynch	15	203	4	1,342	1	14,066	1	21,298
Salomon Brothers	16	202	7	924	3	11,884	2	17,213
First Boston	2	894	1	2,362	2	12,198	3	12,701
Morgan Stanley	1	1,019	5	1,101	4	11,226	4	11,668
Goldman Sachs	-	-	11	707	5	8,502	5	11,058
Lehman Brothers	8	441	2	1,706	7	6,450	6	10,246

(出所) Hayes, Spence &amp; Marks (1983), p.118-119.

しかし、共同主幹事を共同主幹事の数で均等分割した引受けランキングでは、井手・高橋 (1977) が示すように、単独主幹事主義のモルガン・スタンレーが 1960 年代だけでなく、1975 年の時点でも 1 位を維持している (図表 6-26)。この表に表れているように、新興勢力の躍進はあったものの、引受分野においては、質 (発行者がいずれも一流)、量 (発行額) においても依然としてナンバー・ワンの投資銀行であったことがよくわかる。

図表 6-26 引受額ランキング推移 (共同主幹事の割り当ては均等分割) (単位：100 万ドル)

	1960－1969 年の合計		1975	
	ランク	金額	ランク	金額
モルガン・スタンレー	1	12,284	1	7,480
メリル・リンチ	5	6,614	2	5,191
ファースト・ボストン	2	11,735	3	4,945
ゴールドマン・サックス	9	3,271	4	3,856
ソロモン・ブラザーズ	6	4,882	5	3,648
リーマン・ブラザーズ	4	7,981	6	2,596

(出所) 井出・高橋 (1977), p.231.

しかし、新興勢力によって従来の圧倒的なナンバー・ワンの投資銀行という地位が脅威にさらされつつあることには変わりはなく、モルガン・スタンレーの社内改革派の筆頭であったロバート・ボールドウィン (Robert Baldwin) や 1970 年に新たにパートナーとなった若手 6 人を中心としてモルガン・スタンレーの改革が始まった。前項の「沿革」で記述したように、証券売買・トレーディング・セールス部門、リサーチ部門、M&A 部門などが設立されたが、いずれも機関投資家を念頭に置いた業務拡大といえる。

井出・高橋 (1977) <sup>86</sup>はその著書の中で老舗の巻き返しと題して、モルガン・スタンレーの変化を記述している。以下ではその記述を参考に、Beard (2007) <sup>87</sup>の記述も引用して、モルガン・スタンレーの 1970 年代の変化についてまとめてみたい。

モルガン・スタンレーの巻き返し戦略としては、①トレーディング力と販売力の拡大、

②リサーチ部門の新設、③M&A 部隊の新設、④地方業者とのネットワークの強化、の 4 点が挙げられる。

#### ① トレーディング力と販売力の拡大

1972 年に、セールス（販売）・トレーディング・セールス部門（Sales and Trading）が設立されたが、当時のリーダーであったペティートと改革派の中心であったボールドウィンは初代の部門長に当時 36 歳のエリート・パートナーであり、後年ボールドウィンを継いで会長に就任するリチャード・フィッシャー（Richard Fisher）を起用した。当時セールスやトレーディング・セールス部門は引受けを行う投資銀行部門より低いポジションと考えられていただけに、若手エリートのフィッシャーの起用は改革派の強い意志の表れでもあった。Beard（2007）が記述するように、この部門は 3 年後には 14 名のセールス、6 名のトレーダーとサポート・スタッフの陣容になり、当時のパートナーは抵抗派も含めてその成果を認めるようになった。ソロモン・ブラザーズのような 20 億ドル近い債券のポジションを取ることにはしなかったが、機関投資家向けのセールス力やトレーディング力を持つことで、証券の発行市場から流通市場までの一貫したサービスを提供できるようになった。また、機関投資家向けのセールス・チームをつくることで、機関投資家とのつながりが、従来のトップあるいはシニアパートナーなどの個人的なつながりから、ペティートやボールドウィンなどのトップ外交に加え、セールスとトレーディング担当者が頻繁に機関投資家の現場とコンタクトをとることで、流通市場の動向を把握することができるようになり、発行証券価格等発行条件の設定に貢献するようになった。

#### ② リサーチ部門の新設

セールス・トレーディング・セールス部門が設立された 1 年後、リサーチ部門が設立された。エール大学卒の若手パートナー、バートン・ビッグス（Barton Biggs）が新設のリサーチ部門を率いた。設立時には古いパートナー達からリサーチ部門への投資に反対を受けたが、設立後 3 年目には専門誌（*Institutional Investors*）のトップ・アナリスト 20 人のうちモルガン・スタンレーのアナリスト 15 名が入るという成果を上げるに至った。リサーチ部門のおかげで、モルガン・スタンレーの株式発行価格は発行後の流通市場で適正な動きを示すことができ、証券の発行者だけでなく、投資家にとってもモルガン・スタンレーの引受証券に対する信頼感の向上に貢献した。

#### ③ M&A 部隊の新設

1971 年に設置された M&A 部隊は当初わずか 4 人で構成されていた。生成期の投資銀行では証券の引き受け業務が主たる業務であり、顧客企業に対する財務アドバイザーはあくまでも引受け業務の補完的な役割であり、したがってアドバイザーに対する報酬も要求していなかった。したがって、1960 年代の多角化型統合を中心とする第 3 次 M&A ブームにはモルガン・スタンレーは収益を生み出す業務として参画していなかった。

しかし、引受け分野の競争が徐々に激化するにつれて、収益源としての M&A アドバイ

ザリー業務の推進という考え方が出てきた。チャーナウ（1993 下）が記述するように、「一流企業の取引先が債券発行の仕事を以前ほど依頼してこないなら、ただで余分なサービスまですることはしないではないか」<sup>88</sup>というわけである。

新設された M&A 部隊の最初のヘッドであったボブ・グリーヒル（Bob Greenhill）は極めて積極的な性格の持ち主で、小規模の M&A 部隊を 1970 年半ばには 50 名にまで拡大させ、モルガン・スタンレーの重要な収益源まで育てた。

モルガン・スタンレーの M&A 部隊が業界を驚かせたのが、インターナショナル・ニッケル（インコ）による、世界最大の電池メーカー ESB に対する敵対的買収で、敵対的買収を仕掛けたインコ側のアドバイザーに就任したことであった。1950 年代業績が低迷していたインコは事業の多角化を図っていたが、おりしも 1973 年のオイルショック後に ESB 製のバッテリーによる電気自動車の開発という情報を受けて、インコが ESB の敵対的買収に乗り出したのである。当時、投資銀行業界では敵対的買収を悪と見なしており、敵対的買収者側にはつかないという見方が大半であったこともあり、投資銀行業界のトップリーダーによる敵対的買収側へのアドバイザー参画は驚きをもってみられた。ただ、この敵対的買収はモルガン・スタンレーが仕掛けたのではなく、インコが考えて主力投資銀行であるモルガン・スタンレーに持ち込んだという経緯がある。したがって、モルガン・スタンレーはあくまでも顧客の依頼に基づいてアドバイスを行ったという顧客第一という姿勢による結果だとした<sup>89</sup>。つまり、「モルガン・スタンレーが今後、敵対的買収を画策するのは、既存取引先の場合のために限る」<sup>90</sup>という方針を立てた。

#### ④ 地方業者とのネットワークの強化

1972 年 4 月に、モルガン・スタンレーは 15 社の地方の証券業者をニューヨークの本部に招き、モルガン・スタンレーを中核とするネットワークの構築を提案した。このネットワークの構築で販売力の強化を狙ったわけで、実際、15 社によるネットワークによって、200 支店、セールス 2000 人の大きな販売力が出来上がるようになった。メリル・リンチの 248 支店、5800 人のセールス部隊には劣後するものの、かなりの販売力の強化につながった。

上述したモルガン・スタンレーの業務内容をベースに、この時期の競争戦略について考察していきたい。生成期と大きく異なる点がいくつかある。発展期の戦略が生成期と異なったのは、前述したように外部環境の変化である。機関投資家の流通市場における活動の活発化、株式取扱手数料の自由化、プルードントマン・ルールの導入などに伴って、販売市場や流通市場に強みを持った新興勢力が台頭してきた。このため、引き受け競争が激化し、従来の引き受け（川上）だけに絞った戦略では引き受け顧客を失う恐れがでてきた。

そこで、まず行った戦略が発行市場（川上）から流通市場（川下）までを一貫して行う体制を構築したことである。第一は機関投資家とのネットワークの拡充である。これはソロモン・ブラザーズに対する対抗策といえる。第二が個人投資家など小口投資家とのネットワークの拡充である。これは自社で行うのではなく地方の 15 の証券会社とのネットワー



クの構築を通じてメリル・リンチに対抗しようとしたのである。そして第三がリサーチ部門の新設である。これは機関投資家だけでなく、地方の証券会社にとっても魅力的なサービスであるだけでなく、モルガン・スタンレーに対する発行者、投資家双方の信頼を高めるのに有益であった。

証券の発行市場と流通市場の一貫体制の構築にくわえて行った新たな戦略が、従来は引受部門の補完的サービスとして存在していたアドバイザリー・サービスを独立させ、収入源にしたことである。これは引受け部門における収入が減少傾向にあったことが背景にある。

上述のような新たな戦略をとった反面、変更していない戦略上の原則があった。第一は引受部門があくまでも業務の中核であったことである。新設のトレーディング・セールス部門やリサーチ部門、それに地方の証券会社との提携はあくまでも引受業務を側面支援する意味合いが強かった。また、M&A アドバイザリー・サービスについても引受け業務の顧客のためという大義を前面に打ち出していた。第二はターゲット顧客である。この時期でも、モルガン・スタンレーがターゲットとする顧客は従来通り、政府・州政府、外国政府、大企業など優良顧客に絞っていた。このことは、井手・高橋（1977）が引用しているように、モルガン・スタンレーの 1 件当たりの平均引受額が他の投資銀行に比べ群を抜いて大きいことわかる（図表 6-27）。そして第三は生成期のモルガン商会がもっていた「品格」であった。チャーナウ（1993）はモルガン・スタンレーがパートナーシップから株式会社組織になった直後にアメリカン・エクスプレスに買収されかけた際に、ヘンリー・モルガンがパートナーたちに、「目先の利益のために永久的な利益を売ったりはしないと、感情をこめて訴え、『やりたいようにやって構わないが、モルガンの名義だけは売り物ではない』と言った」<sup>91</sup>と、当時まだモルガン商会の品格が残っていたことを記述している。

図表 6-27 主要投資銀行 1 件当たり平均引受額比較

（単位：100 万ドル）

	1972 年	1973 年	1974 年	1975 年
モルガン・スタンレー	86.9	97.6	199.2	121.1
リーマン・ブラザーズ	49.7	73.5	86.4	74.1
ゴールドマン・サックス	45.8	71.4	101.7	80.1
ファースト・ボストン	50.2	64.8	71.9	72.4
メリル・リンチ	39.2	53.4	65.9	65.3

（出所）Institutional Investor “Corporate Financing Directory から井出・高橋（1977），p.236.

### 3. 組織構造

1935 年のジャック・モルガンのモルガン商会の時代はパートナーシップ組織であったが、1935 年に設立されたモルガン・スタンレーの組織形態は株式会社であった。しかし 1941 年には無限責任のパートナーシップに変更している。前述したように、設立当時の資本金は

750 万ドルで、従業員数も 36 名に満たないほどの規模の小さい投資銀行であった。証券引受けの場合、引受証券の売れ残りリスクはあるが、顧客がいずれも大手の優良企業や政府機関などであったこと、および何百にもものぼる引受シンジケート参加業者や販売シンジケート参加業者の存在があったことから多額の資本金を必要としなかったのである。また、モルガン・スタンレー自ら販売に携わることもなかったので多数の従業員も必要なかった。

パートナーシップ組織の場合パートナーが無限責任を負うこともあり、極めて保守的な経営が行われていた。Beard (2007) の記述に従うと、1960 年代、ヘンリー・モルガン (Henry Morgan) とハロルド・スタンレー (Harold Stanley) のふたりの最上位のシニアパートナーは個室を有していたが、同時にオープンスペースのパートナー部屋に机をもっていた。また、パートナーたちは毎日会議をもち、細かい事柄、たとえば目論見書の文法や句読点という詳細にわたって、何時間も議論した。しかも、これらの会議は担当の係によって記録がとられ、この議事録は会議に欠席したすべてのパートナーに読み聞かされた後、廃棄されるというほどパートナー間の情報共有が徹底されていた<sup>92</sup>。

規模が小さいこともあって、モルガン・スタンレーにはモルガン商会当時と同じモルガン家を父とする父権主義 (Paternalism) 的な雰囲気が強く残っていた。たとえば、毎年クリスマス時にボーナスが支払われていたが、ボーナスの発表はヘンリー・モルガンが全員に行い、その金額も月額給与に比例 (通常、2~3 か月) して支払われた。また、将来性のある若い社員がパートナーになるための株式を購入できない場合には、ヘンリー・モルガンが融資をすることもあった<sup>93</sup>。

しかし、1970 年にパートナーシップから非公開の株式会社組織に変更したことと、社内の改革派であったボールドウィンがトレーディング・セールス部門を新設したことから、組織構造が複雑化し、またモルガン商会時代からの組織文化に変化が生じてくる。組織変更は 2 つの理由から行われた。ひとつは、パートナーシップ組織の場合、高齢のパートナーが死亡したり引退したりする度に資本金が変動する恐れがあることである。もちろん、新しいパートナーがその資金を引き受ければこの問題は起きないが、新しいパートナーの資金力の問題も生じる。第二が将来の事業拡張への足かせになることである。パートナーシップは無限責任制であることに加え、当時のモルガン・スタンレーの出資金は 750 万ドルに過ぎず、この資本金では証券のトレーディングなどリスク・テイクができない。以上の 2 つの理由から、1970 年の組織変更がなされる。しかし、株式会社になっても株式は公開せず、すべての株は上位の職位者を中心とする社員が保有していた。無限責任ではないという点で株式会社組織は大きな変更であったが、社員だけが株式を保有するという点では、従来のパートナーシップ組織と同様な組織文化を維持することは可能であった。Beard (2007) は、1985 年の 50 周年を祝うディナーの席で、株式会社へ改組後最初に社長に選出されたサミュエル・ペインのコメントを紹介して、改組後もモルガン・スタンレーがパートナーシップの良さを残そうとしていたことを述べている<sup>94</sup>。

われわれはパートナーシップ組織をあきらめて株式会社に変更することには乗り気ではなかった。モルガン・スタンレーのパートナーシップがもつ独特な雰囲気が我々の強みであったからだ。...我々自身、互いにパートナーと呼び続け、また社長をマネジング・ダイレクター（改組後はパートナーという呼称からマネジング・ダイレクターという呼称に変更された）の中から選ぶことによって、パートナーシップ精神を維持し続けようと努力した（Beard, 2007, p.58）。

筆者が入社した外資系投資銀行も入社当時（1986 年）は、社員だけで株式を保有する未公開株式会社組織であったが、上位職位者はマネジング・ダイレクターという正式呼称があったにもかかわらず、互いをパートナーと呼び合い、重要な決定はすべてのパートナーが出席する会議で決定されていた。

しかし、トレーディング・セールス部門の新設はモルガン・スタンレーの組織文化に少しの変化を生じさせることになる。チャーナウ（1993 下）はこの状況を以下のように記述している<sup>95</sup>。

モルガン・スタンレーが有価証券の引受けから流通までの一貫業務を完備した会社に拡大するにつれて、社風も変化した。それまで 40 年近く、同社の社員は、穏やかなエリートの世界を歩いて、企業の社長や会長だけを相手にしてきたが、証券の売買取引を担当するトレーダーたちの住む世界は、もっと荒っぽかった。年取ったパートナーたちの中には、トレーダーたちを軽蔑して見下す者が多かったが、「若いパートナーのなかにも、我々を取るに足らない、劣等人種みたいに見下す者がいた」と、元トレーダーの一人は回想する（チャーナウ, 1993 下, p332）。

モルガン・スタンレーはトレーディング・セールス部門をゼロから立ち上げたが、チャーナウ（1993 下）が記述しているように、投資銀行部門とは違い新人を自前で育て上げる余裕はなく、トレーディングの経験者を中途採用した。その際の採用の基準は、若さ、勇気、スタミナのある者であった。報酬体系も実績重視なものを採用した。この結果、WASP（White Anglo-Saxon Protestant）の頭文字をとった略語で、白人エリート層を意味している）の牙城であったモルガン・スタンレーの純血主義が崩れていく。チャーナウ（1993 下）はその証拠として、トレーディング・セールス部門のパートナーになったキューバ難民であったルイズ・メンデスを挙げている<sup>96</sup>。

上記のように、トレーディング・セールス部門の新設や中途採用によって社員は急増していくが、引受け業務は依然としてモルガン・スタンレーの中核業務であった。たとえば、1975 年当時、モルガン・スタンレーはフォーチュン誌 500 社の上位 10 社のうち 6 社、また上位 20 社のうち 11 社のシンジケート主幹事を務め、年間 60 億ドルの証券発行を取り仕切った。1977 年までには、世界の上位 10 社にランキングされる製造業者のうち 6 社の主幹事

を務め、またニューヨーク証券取引所の時価総額上位 20 社のうち 14 社の主幹事を務めた。その意味で、1977 年当時のモルガン・スタンレーの人員は 700 名を超えており、いくつかの新設部門も設置されたものの、依然として引受け業務を中核とする投資銀行であったといえる<sup>97</sup>。

つまり、この時期、トレーディング・セールス部門、リサーチ部門、M&A 部門などいくつかの部門が新設されたが、あくまでも中核業務であった証券引受け部門の側面支援という性格が強かったといえるのである。

しかし、組織の拡張にともない、マネジメント・スタイルには変化が生じてきた。生成期のピアポント・モルガンのようなトップダウンあるいはジャック・モルガンのようなすべてのパートナーによる合議制から、シニアパートナーの合議制による最終決定権は残しつつ、若いパートナーに現場の指揮を委任する形になってくる。これは、シニアパートナーであった改革派のボールドウィンの時代に明確になる。当時もすべてのパートナーの合議制は残っており、ボールドウィンの改革的な提案は当初古いパートナーからの抵抗でなかなか実現しなかった。しかし、前述した「不遜な 6 人」と呼ばれた若い優秀な人材がパートナーに選出されると、彼らの賛同を得てパートナー会議で改革案の合意を得た。そして、彼ら若きパートナーを新設の部門のヘッドに任命し、現場で指揮をとらせたのである。彼らは中核業務の引き受け部門や新設部門のヘッドとして、ボールドウィンのもとでモルガン・スタンレーを大きく伸ばしていった。彼らはいずれもハーバードやスタンフォードなどで MBA を取得した優秀な人材であったが、彼ら以降 MBA の取得者がモルガン・スタンレーに限らず多くの投資銀行で経営の中軸を担っていくことになる。

改革派ボールドウィンのもとで、各部門のヘッドが改革に着手したマネジメント・スタイルは、まさに野中・竹内（1996）のいうミドル・アップダウン・モデルであったといえることができるのではないだろうか。

#### 4. リーダーシップとコア人材

本項では、この時代のモルガン・スタンレーを率いたリーダーたちを列挙してみる（図表 6-28）。

図表 6-28 モルガン・スタンレーのリーダー

年代	リーダー名	特徴
1935～1941	ヘンリー・モルガン (Henry Morgan)	ハロルド・スタンレーと共同でモルガン・スタンレーを設立。ジャック・モルガンの息子で、モルガン商会の伝統を受け継ぎ、維持させた。
1935～1951	ハロルド・スタンレー (Harold Stanley)	ヘンリー・モルガンと共同でモルガン・スタンレーを設立。誠実な人物として評価された。

1951～1961	ペリー・ホール (Perry Hall)	1950年代の米国経済の成長期に、AT&T、ゼネラル・モーターズやIBMなど長期間にわたる取引関係にある企業による証券発行を通じてその発展に貢献した。また、1951年にはファースト・ボストンとの共同主幹事で世銀債（5000万ドル）を取りまとめ欧州の復興に寄与した。
1960年代	パートナーによる集団リーダーシップ	この時代はトップを決めて経営を行うのではなく、パートナー間の協議による集団的リーダーシップが行われた。
1973～1979	フランク・ペティート (Frank Petito)	フランク・ペティートはイタリア移民の子供でプリンストン大学院出身。ヘンリー・モルガンと同じように、出身や民族にかかわらずペティートは優秀な人材の登用に尽力し、1970年代におけるモルガン・スタンレーの発展（分野の多角化や国際化）に貢献した。改革に乗り気でない古いパートナーに対して”frapped”つまり「フランク・A・ペティートのように」といわれた
1979～1983	ロバート・ボールドウィン (Robert Baldwin)	1970年代初頭までのモルガン・スタンレーの業務内容は1935年当時とほとんど変わりはなかった。投資銀行を取り巻く環境の変化、それに伴う顧客のニーズの変化に応じてボールドウィンはモルガン・スタンレーを時代の要請に合うように改革していった。

(出所) Morgan Stanley の Web サイト <http://www.morganstanley.com/company/timeline/index.html#/leader>.

「沿革」の項で記述したように、1935年に発足したモルガン・スタンレーを率いたのはジャック・モルガンの息子の一人であった当時35歳のヘンリー・モルガンとモルガン商会のパートナーで投資銀行部門を率いていた当時50歳のハロルド・スタンレーの二人であった。ヘンリー・モルガンは、チャーナウ（1993 下）に従えば、「祖父ピアポントと同様に無愛想で、けんか腰で、しかも祖父似で態度の派手なところが多少あった」<sup>98</sup>が、彼は「日常業務をこなす一役員としてではなく、モルガン・スタンレーの良心として、モルガン財閥の伝統の守護者として、もっと活躍する」<sup>98</sup>ことになる。たとえば、ヘンリー・モルガンがモルガン商会時代の社風を維持することに努めたことについて、「ハリー（ヘンリー・モルガンのニックネーム）に象徴された、あの紳士的かつ節度ある商売のやり方は、あの時代にモルガン・スタンレーと J.P.モルガンの両社で具現されたものだと思う」<sup>99</sup>というモルガン・スタンレーの元パートナーによるコメントを紹介している。同時に、ヘンリー・モルガンは、「パートナーたちが紳士録の名士の世界にあぐらをかいてしまわないように、

慎ましい環境から頭の良い野心的な人材を引き抜き、上流階級の紳士たるパートナーに育てるというモルガンの伝統も維持した」<sup>100</sup>。

このように、モルガン・スタンレーはこの当時からハーバードやプリンストンの経営学修士（MBA）を中心とする新規採用を行った。これはモルガン商会など生成期の投資銀行が従業員の採用に当たって家族や友人の紹介に重点をおいたのと同様の考え方で、友人の代わりに一流大学院出身者に信頼を置いたといえよう。

これらの頭の良い新規採用者が、1970年代のモルガン・スタンレーを拡大していくことになる。彼らのリーダーシップによって、1970年代のモルガン・スタンレーは伝統的な引受け業務だけでなく、債券や株式の売買という分野にも業務範囲を拡大していく。このことによって、モルガン・スタンレーもソロモン・ブラザーズと同じように、証券の発行から流通までを一貫して取り扱うことができるようになった。

証券売買分野に参入するにつれて、モルガン・スタンレーの企業文化に変化が現れてくる。一流企業などのトップだけを相手にしてきた引受部門のエリート社員と異なり、証券の売買（トレーディング）の世界に住むトレーダーたちは粗野で荒っぽい性格の人物が多く、引受部門のエリート社員と売買部門の社員の間に壁が生じてきたのである。このことは、モルガン・スタンレーに限らずすべての投資銀行が引受け専門業者から脱皮して行く段階で経験する問題であり、モルガン・スタンレーに限ったことではない。

しかし、モルガン・スタンレーの場合には、ヘンリー・モルガンの存在がモルガン商会時代に培った企業文化の維持に貢献した。たとえば、チャーナウ（1993 下）が記述するように、1970 年、モルガン・スタンレーがパートナーシップから非公開の株式会社組織に移行した直後、同社がアメリカン・エクスプレスから買収を持ちかけられ、パートナーの意見が買収賛成派と反対派に分かれた際に、ヘンリー・モルガンは「やりたいようにやって構わないが、モルガンの名義だけは売り物ではない」<sup>101</sup>といったことでこの買収話は頓挫する結果となった。

もう一人のリーダーであったハロルド・スタンレーもモルガン家との血縁関係こそなかったが、「モルガン財閥の血統書付きの人物」<sup>102</sup>だった。エール大学出身でホッケーと野球の花形選手で、「交渉相手としては手ごわく粘り強いが、誠実だった」<sup>102</sup>と評価されている。モルガン・スタンレーはじめ 17 の投資銀行を共謀と独占の疑いで告訴した際の判事であったハロルド・メディナは、すべての資料や証言を最大限の注意をもって調べたと前置きをしたうえで、以下のように述べ、ハロルド・スタンレーに対して高い信頼を示している<sup>103</sup>。

As a result I became convinced that his testimony could be relied upon.... The fact that Stanley denied the existence of any such conspiracy as charged....is one of the significant features of the case.

（その結果、私は彼の証言が信頼できるものと確信した。スタンレーが訴えられているような共謀の存在を否定したという事実…こそ本件の重大な事柄のひとつだ）（筆者訳）

ヘンリー・モルガンとハロルド・スタンレーの後を継ぎ、1951年～1961年までトップを務めたのがペリー・E・ホール（Perry E. Hall）であったが、ホールの時代は米国経済が順調に成長しており、モルガン・スタンレーの引受け業務も一流企業との取引関係に支えられて順調であった。このため、ホールは同社の資本金を1000万ドル（当時750万ドル）以上にする必要性を見いだせないと、伝統的な引受業務に専念することを明確に述べた。当時のモルガン・スタンレーの陣容もパートナー34名を加えて200名ほどの小さな規模であった。その意味で、ホールの時代は古き良き時代を謳歌した時期であったということができよう。

しかし、1970年に入ると既に記述したように投資銀行をめぐる環境は変化をみせる。もはや証券を発行する側との親密な取引関係を武器に販売は多数の投資銀行や証券業者で構成されるシンジケートに任すというスタイルは通用しなくなりつつあった。機関投資家との関係を強化し、投資をする側が何を考えているかを理解して、証券発行側と投資側の仲介役が求められる時代になったのである。

1973年～1979年までトップを務めたフランク・ペティートと彼を引き継いで1979年～1983年までトップを務めたロバート・ボールドウィンはモルガン・スタンレーを時代の変化に適応する投資銀行に育てたリーダーといえる。

フランク・ペティートはイタリア移民の子供であったが、奨学金を得てプリンストンに進学、卒業した年の1939年にモルガン・スタンレーに入社している。入社後15年目にパートナーに選ばれ、1973年に会長（Chairman）に就任した。Beard（2007）はその著の中で、ボールドウィンの次に会長となるパーカー・ギルバート（Parker Gilbert）の「（ペティートは）才気あふれるインベストメント・バンカーであった。顧客は彼が好きだった。かれは頭がよく何をなすべきかわかっていたので、仕事は厳しく威圧的でもあった。でもみんな彼のために仕事をするを強く望んでいた」（a brilliant investment banker. Clients just loved him. He was demanding and he could be intimidating, because he was so smart and know what he wanted, yet people absolutely wanted to work for him）<sup>104</sup>というコメントを紹介している。ペティートはまた謙虚な人物であり、Beard（2007）によると、ペティートは第2次大戦中の戦功により多くの勲章を得たが、それらの勲章は自宅の机の引き出しにしまい、勲章のことを自慢しなかったと記述されている。それだけではなく、ペティートは先見性のある人物であり、後継者であるボールドウィンの社内改革を支援した。

ペティートの後継者であるボールドウィンは、それまでのモルガン・スタンレーのパートナーには見られない性格の持ち主であった。チャーナウ（1993下）の表現に従うと、「ボールドウィンは、評価が極端に分かれる男で、後に同商会（モルガン・スタンレー）の救い主とも、破壊者とも呼ばれたが、良かれ悪しかれ、蜘蛛の巣を取り払い、モルガン・スタンレーを現代に引っ張り出した張本人」<sup>105</sup>である。また、「他の人たちより一段と精神的で、驚くほど気力に溢れ、しかも人々を管理したがる意欲がとてつもなくあった。冷たい、鋭い目つきで、無愛想なユーモアに欠ける態度からして、典型的なモルガン・マンと

は正反対であった」<sup>105</sup>とも記述されており、それまでの紳士的で家庭的な雰囲気のもルガン・スタンレーのリーダーとは明らかに異なっていたと思われる。Beard (2007) も、フォーチュン誌レポーターの「何事に対しても単刀直入に行うアプローチは謙虚ささえも排除してしまうような人物」(a man whose straightforward approach seems to preclude even modesty)<sup>106</sup>というコメントを紹介して、ボールドウィンに対してチャーナウと同様の評価をしている。

しかし、ボールドウィンはペティートと同様プリンストン出身であったが、きわめて優秀な学生であったようで、ファイバータカップクラブ（成績優秀な大学生・卒業生から成る米国最古で最も有名なクラブ）の会員に選ばれただけでなく、経済学部でトップの成績を収めている。学問だけでなく彼はスポーツにも力を発揮し、プリンストンでテニス、フットボール、野球の選手としても活躍している。1942年に卒業後米国海軍に入ったが、第2次大戦後モルガン・スタンレーに入社した。フランク・ペティートに見込まれて、ボールドウィンは1958年にパートナーに選ばれる。しかし、ボールドウィンは当時のモルガン・スタンレーの古いやり方（たとえば、細かい事柄まですべてのパートナーが協議することなど）を変革し、同社をより大きく成長させたいと行動をとろうとしたが、古いパートナーたちの頑固な抵抗に遭い、1965年に海軍の事務次官（undersecretary）の職の誘いを受け、モルガン・スタンレーを離れる。2年後の1967年にモルガン・スタンレーに復帰するが、その時も1935年の設立当時とあまり変わらない規模であったため、ボールドウィンはより積極的に社内改革に取り組むべく、1969年に社内改革案をパートナー会議に提出する。その提案は、すべての事柄をすべてのパートナーが議論するという非効率的なシステムではなく、報酬や事業内容を検討するいくつかの委員会を設立するというものであったが、パートナーたちの抵抗に遭い、またもや彼の提案は受け入れられなかった<sup>107</sup>。

しかし、1970年に若手の6人がパートナーに選出されることで、状況は変化する。彼らはいずれも32歳～38歳という若さで、ボールドウィンが「不遜の6人」（irreverent six）と呼んだように生意気な若者であった。すべてハーバードやスタンフォードで経営学修士（MBA）を得ていたこともそれまでのパートナーたちとは異なっていた。彼らは、ボールドウィンの後継の会長となるリチャード・フィッシャー（Richard Fisher）をはじめ、1970年代以降のモルガン・スタンレーにおいて重要な役割を演じることになる<sup>108</sup>。

彼ら6人の新たなパートナーたちはボールドウィンの改革案を支持したので、ボールドウィンの改革案（各種委員会の設立や証券販売・トレーディング・セールス部門（Sales and Trading）、M&A部門やリサーチ部門の設立など）が前進していくことになった。

モルガン・スタンレーが証券引受け業務だけを保守的な姿勢で行うという古き良き時代の投資銀行から時代の変化に適応する投資銀行に変化する力を与えたのは、まさしくボールドウィンの粘り強くかつエネルギー満ちたリーダーシップであったといえよう。しかし、彼を背後から支援し続けたフランク・ペティートの存在と、彼を全面的に支持した「不遜の6人」の活躍があったことも忘れてはならないであろう。



上述のリーダーシップのもとにおける人材教育はどのようなものであったのだろうか。モルガン・スタンレーになっても生成期の投資銀行と同じように従業員を現場で徹底的に教育するという教育方法は変わっていなかった。モルガン・スタンレーはハーバードやプリンストンなど一流大学の卒業生を多く採用したが、採用後も、たとえば、「新人の膝に分厚い目論見書をどさっと置き、中にひとつ間違いがあるので次の朝までに見つけるように言いつけ」<sup>109</sup>たり、あるいは「見習い社員が鉄道金融を勉強したいといえ、（中略）一緒に夜遅くまで同席し、一つの鉄道の路線地図を研究し、その会社の秘密の事業戦略を解き明かしたり」<sup>109</sup>するなど徹底的な教育を行っている。

1933年、1934年に制定された諸規制によって、証券発行時には発行者や発行証券に関する詳細な情報を目論見書に記載することが求められていたが、モルガン・スタンレーでは新人の時に教育の意味も込めて新人が目論見書の作成に関与させられた。先に記述したように、「新人の膝に分厚い目論見書をどっさりと置き、中にひとつ間違いがあるので次の日まで見つけるように」というような厳しい教育をしていたので、モルガン・スタンレーなら「法律上の問題から自分たちを守ってくれると各企業が頼りにした。その結果、証券取引委員会（SEC）へ提出するすべての書類はハーバード出の MBA（経営学修士）がいちいち校正するという、モルガン・スタンレーの病的なまでの完全主義が生まれた」<sup>109</sup>。

1950年～1960年当時、モルガン・スタンレーには「人材は真の資産」という考えが支配していた。たとえば、前節で記述したように、若い社員にパートナーとなるための株式購入資金を融資しただけでなく、会社の方針を決定する会議などでは、すべての従業員（たとえば最も若い従業員）に発言することを促した<sup>110</sup>。

## 5. 組織間ネットワーク

Hayes, Spence & Marks（1983）<sup>111</sup>は、1950年代までのシンジケートは基本的に18世紀後期に形成された機構と何ら変化していないと述べている。つまり、顧客との親密な取引関係を基盤として、投資銀行のパートナーたちの専門性や社会的ステイタスや資本基盤などがシンジケートを主幹事として取り仕切る重要な要素であったという。その意味で、この時期モルガン・スタンレーは、小規模ながらモルガン商会時代の評判に支えられ、米政府・政府機関や外国政府それに大企業をターゲットとした引受け分野でトップリーダーとしてのポジションを維持していた。つまり、この時期のシンジケートを通じた投資銀行間のネットワークは生成期のネットワークと同じ機能を果たしていたといえよう。

また、この時期における英国や欧州大陸の金融機関とのネットワークも、生成期のそれと変わらなかったといえる。このことは米国市場で発行された外国債のシンジケートをみればよくわかる。図表 6-29 はヘイズ・ヒュッバード（1991）から引用した1955年～1962年の期間における市場別の外国債発行総額を示している。圧倒的に米国市場における外国債の発行が多い。この期間、オーストラリア国債（13件）、ベルギー国債（3件）、日本開発銀行（4件）、ノルウェー王国債（5件）、デンマーク王国債（2件）など多くの外国

政府あるいは外国政府機関がニューヨークで債券を発行した。モルガン・スタンレーをはじめとする大手投資銀行が主幹事として外国債券の引き受けシンジケートを組成した。これらの外国債券の相当部分（債券によっても異なるが 25%～75%）は米国以外に販売された。したがって、このシンジケートには多くの欧州の銀行やマーチャント・バンクも参加していた。つまり、この段階では生成期と同じように欧州の金融機関とのシンジケートを通じたネットワークは存在していたといえる。

図表 6-29 1955 年～1962 年における市場別外国債発行額（単位：ドル換算；100 万ドル）

米国	4,171
英国	1,063
スイス	882
ベルギー	393
オランダ	298
西ドイツ	163
イタリア	72

（出所）ヘイズ・ヒュッバード(1991), p.44

しかし、1963 年にユーロ債市場が誕生して以来、銀行間ネットワークに変化が生じてくる。モルガン・スタンレーはじめ米国の投資銀行はこの時期まだロンドン市場での活動を活発に行っていなかったため、ヘイズ・ヒュッバード（1991）が示しているように、ユーロ債市場誕生当時における主幹事は英国マーチャント・バンクや欧州の金融機関が上位を占めており、米国投資銀行との競争関係は生じていなかった（図表 6-30）。

図表 6-30 1963 年～64 年におけるユーロボンド代表幹事実勢（単位：百万ドル）

	米ドル換算額	発行件数
S.G.ウォーバーク（英マーチャント・バンク）	7,163	135
ハンプロス・バンク（英マーチャント・バンク）	5,040	83
ドイツ銀行（独）	3,640	60
ヒル・サミュエル（英マーチャント・バンク）	2,955	66
クーン・ローブ（米）	1,816	55
S.C.S バンク・ランベール（ブラッセル）	1,690	35
クレディートバンク・ルクセンブルジョアズ（ルクセンブルグ）	1,572	49
ホワイ特・ウエルド（米）	1,550	23
ベアリング・ブラザーズ（英マーチャント・バンク）	1,508	32
N.S.ロスチャイルド&サンズ（英マーチャント・バンク）	1,449	34

（出所）ヘイズ・ヒュッバード(1991), p.66.

ユーロ債市場の発展に促されるように、モルガン・スタンレーは1967年1月にモルガン・ギャランティのパリの子会社（モルガン・エ・コンパニーS.A.）の3分の1の株式をモルガン・ギャランティから買収する形でユーロ債市場に参入して行くことで、ユー債市場における英国マーチャント・バンクや欧州の金融機関との競争関係に入ることになる。資本構成変更後のパリの子会社（モルガン・エ・コンパニー・アンテルナショナル）は、スタンダード・オイル・ニュージャージー、USスチール、イーストマン・コダック、アメリカン・タバコ、プロクター&ギャンブル、アモコなどの起債を手掛けるなど良好な業績を残した。その後、1976年にパリの子会社の残りの3分の1の株式も買収して100%子会社にしたうえで、ロンドンを拠点とするモルガン・スタンレー・インターナショナルを発足させる。その結果、ヘイズ・ヒュッバード（1991）が示しているように、1979年～1981年におけるユーロ債主幹事実績では3位にランキングされるまでになっている（図表6-31）。

このように、ユーロ債市場の発展は従来の協調的ともいえる投資銀行間あるいは投資銀行と英国マーチャント・バンクや欧州大陸の金融機関とのネットワークを、より競争的なものに変化させていく契機となった。

図表 6-31 1979 年～81 年におけるユーロボンド代表幹事実績 （単位: 百万ドル）

	米ドル換算額	発行件数
クレディ・スイス・ファースト・ボストン（スイス・米）	7,163	135
ドイツ銀行（独）	5,040	83
モルガン・スタンレー（米）	3,640	60
S.G.ウオーバーク（英）	2,955	66
ソシエテ・ジェネラル（仏）	1,816	55
ソロモン・ブラザーズ（米）	1,690	35
メリル・リンチ（米）	1,572	49
ゴールドマン・サックス（米）	1,550	23
クレディ・コメルシャル・ド・フランス（仏）	1,508	32
ウエストドイツ・ランドスバンク（独）	1,449	34
オライオン・ロイヤルバンク（コンソーシアム）	1,436	34
ドレスナー・バンク（独）	1,409	30

（出所）ヘイズ・ヒュッバード(1991), p.66.

一方、前述したように、1960年代以降の国内市場ではソロモン・ブラザーズやメリル・リンチなど流通市場に力を持っていた新興の投資銀行や大手小売業者の台頭が見られ、投資銀行間のネットワークにも競争的な要素が入ってくる。たとえば、メリル・リンチの引き受けランキング（主幹事と共同幹事には発行額全額を配分して算出）は1960年の5位（6億ドル）から1980年には1位（213億ドル）に、同様にソロモン・ブラザーズは1960年の

18 位（1.4 億ドル）から 1980 年には 2 位（172 億ドル）にランクを上げている。一方、モルガン・スタンレーは 1960 年の 3 位（9.7 億ドル）から 1980 年にはひとつランキングを下げて 4 位（117 億ドル）に後退している<sup>112</sup>。

また、この変化にともない、シンジケートにおける主幹事と副幹事の関係にも変化がみられるようになる。証券発行で重要な役割を果たすシンジケートは、バルジ・ブラケットをピラミッドの頂点においてメジャー・ブラケット、サブ・メジャー・ブラケットという階層構造で成り立っていた。そのなかでもバルジ・ブラケットの投資銀行がシンジケートを主幹事として取り仕切ることが多かった。モルガン・スタンレーは生成期からバルジ・ブラケットであったが、1980 年代初頭当時のバルジ・ブラケットは、モルガン・スタンレーのほか、ファースト・ボストン、ゴールドマン・サックス、シェアソン・リーマン、メリル・リンチ、ソロモン・ブラザーズがバルジ・ブラケット業者とみなされていた。

図表 6-32 は Eccles & Crane（1988）がバルジ・ブラケットの 6 つの投資銀行間の主幹事と副幹事の関係（1984 年～86 年）を示したものである。

図表 6-32 証券引き受けにおける主幹事と副幹事の関係（1984-1986）

Lead Bank	Goldman Sachs	Salomon Brothers	First Boston	Morgan Stanley	Shearson Lehman	Merrill Lynch	Others	Total Co-manager Positions
Goldman Sachs	0.0%	18.8%	12.3%	9.4%	8.8%	11.0%	39.6%	100%
Salomon Brothers	11.9	0.0	15.6	7.1	8.3	23.5	33.7	100%
First Boston	18.8	14.0	0.0	14.5	11.8	13.2	27.7	100%
Morgan Stanley	10.4	16.9	11.8	0.0	3.8	10.2	46.8	100%
Shearson Lehman	11.5	11.9	15.2	4.3	0.0	9.0	48.1	100%
Merrill Lynch	6.9	17.9	14.3	4.7	9.2	0.0	47.1	100%
Others	2.9	4.5	4.2	1.1	5.4	5.4	76.5	100%
Toatl	8.1%	9.4%	9.4%	5.1%	6.7%	9.9%	51.9%	100%

（出所）Securiteis Data Company database から作成した Eccles & Crane (1988), p.95.

この調査は 1984 年～1986 年までの期間にバルジ・ブラケットの投資銀行が主幹事を務めた 6,326 件の国内証券（免税債を除く）について調べたものであるが、彼らはこの調査から投資銀行間ネットワークにみられるいくつかの特徴を指摘しているが、ここではモルガン・スタンレーに関係する部分をみてみたい<sup>113</sup>。

第一は、バルジ・ブラケットの業者が主幹事を務める場合、同じバルジ・ブラケットの投資銀行を副幹事として招待する割合は 60.4%と高い。つまり、バルジ・ブラケットの投資銀行間の繋がりには依然としてかなり強いといえる。

第二は、モルガン・スタンレーが主幹事になった際に、機関投資家層に強いソロモン・

ブラザーズと個人投資家に強いメリル・リンチを副幹事に招く傾向が高い。これはモルガン・スタンレーが歴史的に顧客との関係を重視する発行市場に力を入れてきたことから、流通市場に強い両社に補完的な役割を果たしてもらう意図があったものと考えられる。

一方で、モルガン・スタンレーが他のバルジ・ブラケットの投資銀行が主幹事になった際に副幹事として招待される比率はかなり低くなっている。これも同社の流通市場における弱みを反映しているといえよう。

上記の他の投資銀行とのネットワークの変化があったからこそ、前項で記述したようにモルガン・スタンレーは流通市場業務の強化に乗り出していったのである。

以上みてきたように、投資銀行間のネットワークは、1950年代までは生成期から続くネットワークと基本的に同じであったが、1960年代以降ユーロ市場の発展や米国国内市場の変化によって、少しずつであったが競争的な様相を示していくようになったことがわかる。

## 6. 顧客リレーションシップ・マネジメント

モルガン・スタンレーは、前述したようにモルガン商会から多くを引き継いだ、そのなかでも大手一流企業という顧客が大きな財産であった<sup>114</sup>。フォーチュン誌の毎年のランキングに載る上位500社の多く、たとえば、ゼネラル・モーターズ、デュポン、US スチール、ゼネラル・エレクトリック、スタンダード・オイル・オブ・ニューヨーク、モービル、シェル・オイル、HJ ハイイツなどがモルガン・スタンレーの顧客であった。セブン・シスターズと呼ばれた7大石油会社のうち6社の証券発行も幹事投資銀行として取り仕切っている。また、先に記述したように、1975年当時、モルガン・スタンレーはフォーチュン誌500社の上位10社のうち6社、また上位20社のうち11社のシンジケート主幹事を務め、年間60億ドルの証券発行を取り仕切っていたし、1977年までには、世界の上位10社にランキングされる製造業者のうち6社の主幹事を務め、またニューヨーク証券取引所の時価総額上位20社のうち14社の主幹事を務めた。

しかもモルガン・スタンレーのパートナーたちは、これらの顧客の経営者だけを相手にして、顧客の長期計画に深く関わり、ある意味では企業秘密まで共有していた。そのため、モルガン・スタンレーと取引先企業との信頼関係は強固であり、チャーナウ（1993 下）の記述に従えば、「そういう顧客企業をモルガン・スタンレーの手から横取りしようとする者はいなかった。それは悪いことであり、やっても無駄だと考えられたのである」<sup>115</sup>という状況であった。

顧客にとっても、モルガン・スタンレーが持っていた独特の雰囲気は魅力であった。チャーナウ（1993 下）は「証券発行業務が非常に標準化されていて、どこへ行ってもたいして変わりはないので、企業側にはどの投資銀行が良いのか、わざわざ物色して回る気がほとんどなかった。そういう業界の中でモルガン・スタンレーが他社にはない、いわゆる言い難い神秘的雰囲気を備えていたことは、多くの顧客を離れがたい気分させる最大の決め手だった」<sup>116</sup>と記述し、おそらくモルガン商会時代のやり方や企業文化をそのまま引

き継いだことが、新設ではあったがモルガン・スタンレーの魅力であったと考えられる。

すでに述べたように、ソロモン・ブラザーズやメリル・リンチなど流通市場に力を有していた新興勢力が台頭してきたことやユーロ債市場の発展によって競争が激化し、生成期のような単一取引から複数取引にシフトしつつあったが、依然としてこの時期モルガン・スタンレーは有力な企業を顧客に有していた。図表 6-33 は Hayes, Spence & Marks (1983) が 1974 年～78 年の期間において公募債の引受主幹事を務めた企業（工業）について、1978 年時点の財務内容（売上高、資産、純利益、総資産利益率）や格付けなどを調査したものである。この表で明らかなように、モルガン・スタンレーの顧客企業の平均売上高、資産額、純利益額とも他の投資銀行の顧客層に比べ圧倒的に大きい。また、格付け平均も 2.3 と他社と比較して格付けの高い企業が顧客であったことがわかる。

図表 6-33 投資銀行別顧客

	モルガンスタンレー	ゴールドマンサックス	メリルリンチ	ソロモンブラザーズ	リーマンブラザーズ	ワッドワース
顧客企業数	36	41	29	18	32	13
工業におけるシェア(%)	11.88	13.5	9.57	5.94	10.56	4.29
平均売上高(百万ドル)	5,457	3,302	1,836	1,643	2,453	1,553
平均資産額(百万ドル)	4,363	2,171	1,356	1,200	2,198	1,286
平均純利益額(百万ドル)	297	169	73	69	101	87
平均社債格付け	2.3	2.7	3.8	3	3.1	2.7
総資産利益率(%)	7	8	7	6	6	8

(注)格付けは,Aaa=1, Aa=2, A=3, Baa=4, B=5, B=6

(出所) Hayes, Spence & Marks (1983), pp.132-135.

実際、チャーナウ（1993 下）が記述しているように、「1960 年代のモルガン・スタンレー商会は他のどこよりも傑出して、経営は安定し、ほとんど難攻不落に見えた。アメリカの投資銀行の典型として、世界最大企業 25 社のうち 15 社を取引先に持つばかりでなく、オーストラリア、カナダ、エジプト、ベネズエラ、オーストリアの各国も顧客の中に入っていた。しかも、いずれの顧客とも包括的かつ独占的な取引関係を結んでおり、顧客側が有力銀行の威光に包まれることを望んだ古い時代の名残をとどめていた」<sup>117</sup>のである。

1971 年に立ち上げられた M&A 部門もこの当時基本的には顧客第一の姿勢を維持していた。1974 年に投資銀行業界では否定的に見られていた敵対的買収で敵対的買収を仕掛けたインコ側のアドバイザーを行った際も、あくまでもモルガン・スタンレーの重要な顧客であるインコからの依頼によるものであった、つまり顧客第一の姿勢を強調している。

### 3 節 発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル

以上記述してきたモルガン・スタンレーの事例から発展期における投資銀行の取引関係は生成期に比べ複雑化していったことがわかる。これは、生成期に比べ、国内市場では流通市場や個人投資家層への販売力のある新興勢力の台頭、そして 1963 年に誕生したユーロ債市場による英国マーチャント・バンクや欧州をはじめとする金融機関との競争関係が生まれたことによる。

つまり、国内においては流通市場の活発化に伴い勢力を蓄えてきたソロモン・ブラザー

ズやメルル・リンチの台頭で、生成期以降政府によって強い疑いをもたれてきた投資銀行間の「紳士銀行家行動規範」にはころびが生じてきたのである。この結果、モルガン商会とならんで生成期のリーダー格であったクーン・ローブが1977年にリーマン・ブラザーズに買収されてしまうなど、シンジケートのピラミッド構造に変動が起きてきた。この変動を背景に、生成期はほとんど単一取引であった投資銀行と発行者との関係も複雑化の傾向を示すようになる。

また外国政府や外国企業の証券発行についても、ユーロ債市場の発展によって英国マーチャント・バンクや欧州大陸の金融機関との協調関係が競争関係にシフトしていく。

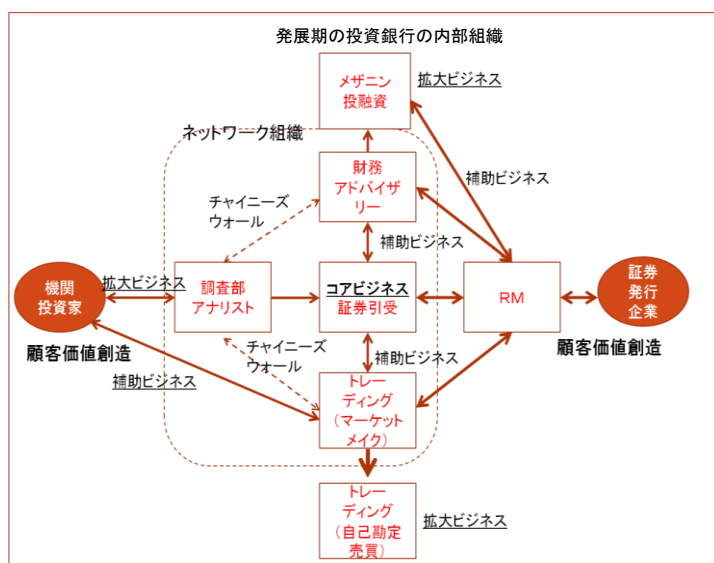
しかし、依然としてシンジケートを通じた引受け方式は健在であり、主幹事ポジションをめぐる競争は激化したが、シンジケートにおいては引き続き協力的なネットワークが存在していた。

このような環境を受けて投資銀行は従来の発行市場中心の業務だけでなく、機関投資家や個人投資家を意識して、トレーディングや機関投資家向けセールス部門の新設・強化を通じて直接販売や流通市場に参入していく。同時にリサーチ部門を新設し、これら投資家へのサービスを充実させることで対抗していった。

これらの組織の拡大にともない、引受け部門では依然として優秀な人材を新規採用して現場で徒弟制度的に教育するという形は残っていたものの、トレーディングやセールスサイドでは、従来の人材とは異なる人材の中途採用が始まった。これが組織文化に変化を生じさせることになる。しかし、この時期は依然として証券引受けが投資銀行の中核業務であったことから、あくまで新設部門は証券引受け業務の側面支援的な存在であった。

上述の部門の拡充を念頭に入れて、モルガン・スタンレーをはじめとする発展期の投資銀行の内部組織を図示すると以下のようになる（図表 6-34）。

図表 6-34 発展期の投資銀行の内部組織



投資銀行の主要業務は依然として証券の引受けであり、そのコア・ビジネスを側面支援する形でトレーディング・セールス部門とリサーチ部門および M&A 部門が存在する形となっている。

トレーディング・セールス部門は、流通市場における投資家動向などの情報を引受け部門に伝えることで発行証券の発行価格などの条件決定を支援する。同時にトレーディングを通じて投資家が保有する証券の流動性の確保に努める。投資家とのトレーディングだけでなく、流通市場の情報をもとに自己勘定によるトレーディングも行い収益向上に寄与する。

リサーチ部門は投資家へのマーケット情報や企業情報サービスを提供することで投資家を支援する。同時に、証券引受け部門が発行証券の発行時期や条件決定に貢献する。それだけでなく、アナリスト・レポートの外部評価が高まると、機関投資家へのセールスの増加に寄与することになる。リサーチ部門は引受け部門だけでなく、M&A 部門にも企業情報や産業情報の提供を通じて貢献する。

M&A アドバイザリー部門も、顧客へのアドバイザリー・サービスを通じて顧客との取引関係強化に貢献する。M&A 部門は引受け部門の側面支援を行うだけでなく、従来無料で行っていた M&A アドバイザリー・サービスを収益源にしたという点で投資銀行に新たなビジネスチャンスを与えることになった。

以上の、発展期に投資銀行の取引関係や内部組織を念頭に入れて、モルガン・スタンレーのビジネスモデルを分析の枠組みに従って考察していきたい。

## 1. 競争戦略

前章と同じように本節でもポーター（1982）の 5 つの競争要因を使って考察していく。

まず参入障壁であるが、1933 年グラス・スティーガル法によって、資本力のある商業銀行が投資銀行分野に入ることが禁止されたことから、参入障壁はより高くなったといえる。

しかし、既存競争業者の間の敵対関係については、1960 年以降の外部環境の変化にともない、流通市場に力を有するソロモン・ブラザーズやメリル・リンチが台頭してきたことから、新たな勢力との競争は激化していく。また、1963 年に誕生したユーロ債市場の発展により、それまで外国債の中心市場であった米国から外国債発行者がユーロ市場にシフトしていった。それだけでなく、米国政府による米ドル流出を抑制するための規制の導入によって優良米国企業もユーロ債での発行を活発にしていく。その結果、生成期では協調関係にあった英国マーチャント・バンクや欧州大陸の金融機関との関係が競争関係に変化する傾向をみせた。その意味で既存業者との競争関係は生成期に比べ厳しくなっていく。実際、この時点で生成期にモルガン商会とともにリーダー格であったクーン・ローブは 1960 年以降、シンジケートのバルジ・ブラケットからはずれ、1977 年にリーマン・ブラザーズに買収されている。

買い手（投資家）との関係についてみると、1933 年証券法などによって投資家保護の視



点から情報の開示が強く求められるようになり、投資家と証券発行者間の情報の非対称がかなり縮小されるようになったこと、また 1960 年以降機関投資家の流通市場での活動が活発化するにつれて多額の投資を行う投資家の立場が強くなったことから、生成期に比べると買い手（投資家）の力は強くなったといえる。また、ユーロ債市場の発展で発行市場における競争が激しくなっていったことも買い手の力関係を強くした。

ユーロ市場の発展は売り手（証券発行者）との関係でも影響を与えた。ユー債市場という国内の規制を受けず、また柔軟な発行条件や低い手数料は米国の大企業など証券発行者にとって魅力的な市場であった。新たなしかも魅力的なユーロ債市場は、投資銀行に対する売り手の力関係を強める結果となった。投資銀行もユーロ市場での引受け活動を強化するが、英国マーチャント・バンクや欧州の金融機関との競争もあり、売り手の力を押しとどめるには至らなかった。

代替品からの圧力は 1900 年代後半から登場するデリバティブ商品であろう。もちろん、デリバティブはそれ自体ではつくることができず、かならず債券、株式、通貨などの原商品が必要となるが、たとえば 1980 年以降活発化する証券化商品は新たな証券発行者を必要としなくても債券が発行できるようになる。つまり、モルガン・スタンレーのような証券発行者との強い関係が不要となる部分が生じつつあったのである。この時期はまだ代替の脅威は大きくないが、その兆しはユーロ債市場におけるさまざまなイノベーションに表れているといえよう。

以上のようにみてくると、ポジショニング的には発展期におけるモルガン・スタンレーは生成期に比べると、商業銀行による参入の脅威はなくなったものの、その他の競争要因では不利な状況に置かれてきたと考えられる。

これらの競争要因の変化に対して、モルガン・スタンレーはロンドンをはじめとする海外拠点の強化、流通市場におけるトレーディング力の強化、リサーチ力の強化、地方業者など販売面位置からのある業者との提携などを通じて、発行市場から流通市場まで一貫したサービスが提供できる体制を構築していった。さらに、引受け業務の補完だけでなく、それ自体から収益をあげるべく M&A アドバイザリー業務部門を新設している。

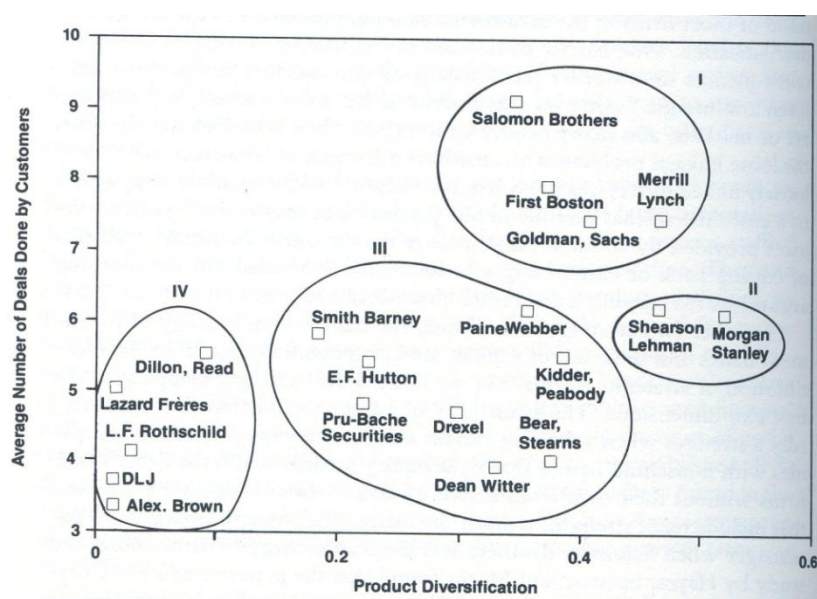
これに加えて、投資銀行はそれぞれ差別化を図っていくようになる。図表 6-35 は Eccles & Crane (1988) が作成した 1984 年～1986 年における投資銀行の戦略図である。時期が 1984 年～1986 年であるので本論文で扱う発展期の数年後になるが、発展期の投資銀行の戦略の傾向がよく表れている。横軸はおおのこの投資銀行が取り扱う商品（投資適格証券、私募債、外国債、転換社債、免税債、普通株、新規株式公開、M&A アドバイザーなど）の多様化の割合で、縦軸はそれぞれの投資銀行を主幹事あるいは共同幹事として使った顧客がこの期間に行った平均取引数を表している。

この図表でわかるように、バルジ・ブラケットの大手投資銀行（ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストン、メリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、シェアソン・リーマン（リーマン・ブラザーズがアメリカン・エクスプレスに買収さ

れた後会社名) ) はいずれも商品の多様化を図っていることがわかる。

商品の多様化という側面ではモルガン・スタンレーとシェアソン・リーマンが最も多いが、ターゲット企業はかなり異なる。モルガン・スタンレーの顧客の平均売上高が 49 億ドルに対して、シェアソン・リーマンの顧客の平均売上高は 31 億ドルとかなりの格差がある。また、モルガン・スタンレーの顧客の平均取引数が約 6 件とソロモン・ブラザーズ (約 9 件) などに比べ少ないのは、この時期モルガン・スタンレーが M&A 取引に重点をおいていたことに関係があろう。この点については Eccles & Crane (1988) は何も触れていないが、

図表 6-35 投資銀行の戦略地図 (1984 年～1986 年)



(出所) Eccles & Crane (1988), p.104.

大企業の M&A 案件は債券や株式に比べ取引頻度が少ないので、この結果になったものと推測される。一方のシェアソン・リーマンは商品の多様化を図ってはいたが、取引先の規模が大きくないこともあり、商品の多様化が奏功していないといえよう。

一方、ソロモン・ブラザーズの顧客の平均売上高は 66 億ドルとモルガン・スタンレーよりも大規模であり、平均取引数も 9 件と多い。これはソロモン・ブラザーズの高いトレーディング力を武器とした機関投資家との強い取引関係を活用して、投資適格債券とモーゲージ担保証券の分野で強みを発揮していたためと推測できる。同様に、メリル・リンチは全米の 2000 を超える店舗網を活用した小売業務の強みを生かし、またゴールドマン・サックスは CP (コマーシャル・ペーパー) とブロック・トレーディングにおける強みを生かしてモルガン・スタンレーと取引先より小規模の企業をターゲットにして商品の多様化を図る戦略をとっている。

上記のバルジ・ブラケットではない投資銀行で、戦略地図の真ん中下に位置する証券会

社グループ（Ⅲグループ）はいずれも中堅企業をターゲットとして、それぞれの強みを生かしてバルジ・ブラケット入りを目指していた。たとえば、ドレクセル・バーナムは非適格証券（いわゆるジャンク債）で、またベア・スターンズはソロモン・ブラザーズと同様に流通市場における強みで、またプルーデンシャル・ベーチェは親会社の持っている AAA の格付けを活用してスワップ取引で、それぞれ成長する戦略をとっている。

戦略地図の左下に位置する投資銀行あるいは証券会社（Ⅳグループ）はいわゆるニッチ業者である。たとえば、アレックス・ブラウンは成長産業に特化し、ドナルドソン・ラフキン&ジェンレット（DLJ）はリサーチに特化し、またラザード・フレールは M&A と資金運用に特化していた。

上記のⅢグループおよびⅣグループの大半はその後買収されるかあるいは破綻しており、現在まで存続しているのはⅣグループのラザード・フレールだけである。ベアスターンも 2008 年まで存続していたがサブプライム・ローン問題で経営が悪化し、2008 年 5 月に JP モルガン・チェイスに救済買収されている<sup>118</sup>。

いずれにしても、この時期モルガン・スタンレーをはじめとする投資銀行はいずれも外部環境の変化に対応すべく、顧客ターゲットの囲い込みあるいは明確化、取扱商品の多様化あるいは集中化という戦略をとっていたことがわかる。

## 2. 組織構造

発展期のモルガン・スタンレーの業務分野は生成期に比べ拡大し、従来は証券引受け業務の補完的役割として提供していた M&A アドバイザリー・サービスが収益源として組織化される。また、生成期には証券発行者との親密な取引関係を武器に、大規模なシンジケートを容易に組成することができたため投資家サイドと直接コンタクトする必要がなかったが、機関投資家の証券市場における活動が活発化するにつれ、機関投資家を中心とする投資家サイドとの関係を強化する必要が出てきた。このため、流通市場におけるトレーディング・セールス部門の強化やリサーチ部門の設立が求められるようになった。

その意味で、発展期のモルガン・スタンレーの組織の構成要素は生成期に比べ増加していた。とくに投資家に流通市場における流動性を確保する観点からトレーディングが重要になっていくが、そのためには資本力の強化が求められるようになり、モルガン・スタンレーはパートナーシップから株式会社組織へ改組していく。しかし、この場合でも株式はすべてパートナーあるいは上位職のプロフェッショナルが所有する形を維持することで、パートナーシップ組織という場を通じた知識の創造を図っている。

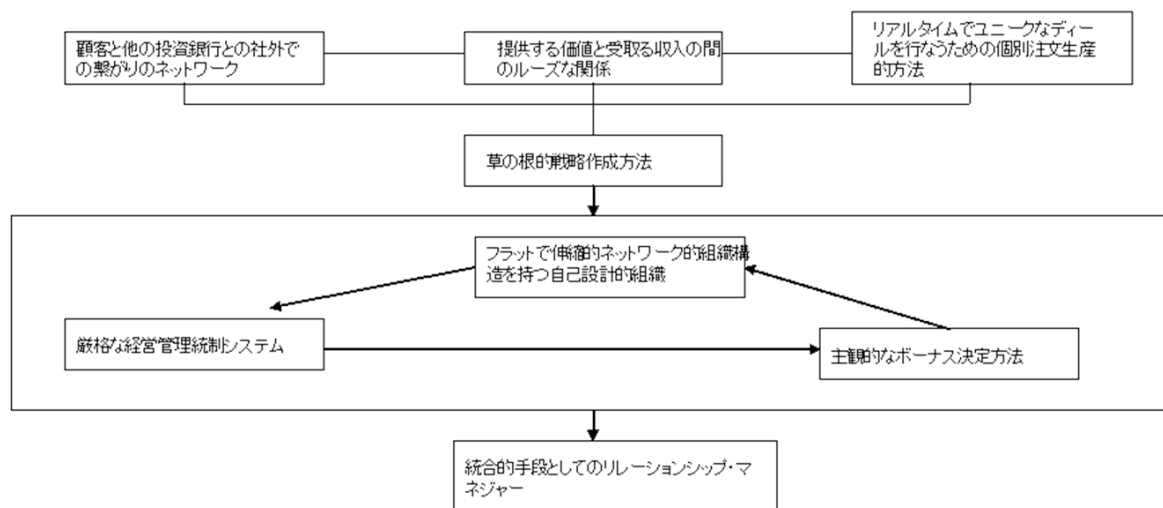
また、トレーディング・セールス部門や M&A 部門など新たな部門が設立され、組織が拡大するにともなって細かい事まですべてのパートナーが合議して決定するシステムから、モルガン・スタンレーの事例にみられるように、部門ヘッドとなる若いパートナーに権限を委譲するミドル・アップダウン的なマネジメント・スタイルがみられるようになる。このため、社内の階層はシニアパートナーのリーダーシップのもとに、パートナーとその部

門メンバーがいるというフラットな組織構造で、かつパートナー間の情報共有によりパートナーを軸とする社内ネットワークが張り巡らされていた。その意味で、ネットワーク型の組織構造であった。

1985年～1986年にかけて投資銀行の幹部社員との300回以上に及ぶインタビューをベースに当時の投資銀行の組織構造を調査し、詳細な投資銀行経営論を構築した Eccles & Crane (1988) によると、当時の投資銀行の組織はフラットで柔軟なネットワーク型であったことを記述している。インタビューが1980年代半ばに行われているので、本論文の発展期の少し後になるが、Eccles & Crane (1988) のいう組織構造は発展期の投資銀行の完成形としてかなりの程度出来上がっていたのではないかと推測される。

Eccles and Crane (1988)<sup>119</sup>は、後述するように、投資銀行の3つの業務特性、つまり「機能的要素」、「経済的特質」、「製作過程」という3つを挙げたうえで、この3つの業務特性から、顧客や取引の現場に近いさまざまな部門の担当者が主体となって戦略を策定する「草の根的戦略作成方法」が生み出されるとする。それが「フラットで伸縮自在なネットワーク的組織構造を持つ自己設計的組織」「厳格な管理統制システム」「主観的なボーナス決定方法」という投資銀行組織を特徴付ける3要素 (triad of organizational characteristics) となっており、「それぞれが別のものに内在する欠陥を補完する重要な役割を果たす」としている (図表 6-36)。

図表6-36 Eccles & Craneによる投資銀行の経営管理モデル



(出所) Eccles & Crane (1988), p.36.

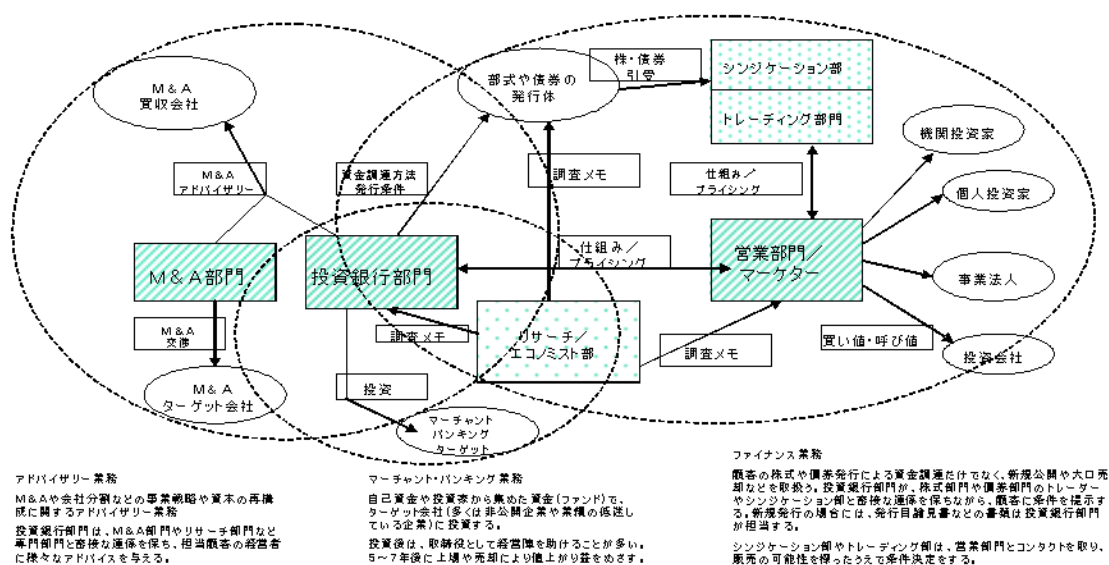
Eccles and Crane (1988) の挙げた以下の3要素、つまり

- ① 顧客や他の投資銀行との社外でのネットワークを活用するという機能的要素
- ② 提供するサービスと収入との間のルーズな結びつきという経済的特質
- ③ ユニークな取引をリアルタイムで行うという個別注文生産的的制作過程について説明してみたい<sup>120</sup>。

## ① 顧客や他の投資銀行との社内外でのネットワーク的仲介機能

証券の引受けなど投資銀行業務の特徴は、証券発行を通じて資金調達する資金不足主体と発行された証券に投資する資金余剰主体とを結びつける役割を果たす。この仲介を効果的に実行するためには、証券発行者と投資家双方のニーズを満足させる取引形態や条件設定を行う必要があるが、そのためには引受けサイドと投資家サイドという両端に位置する担当者だけでなく、条件決定やシンジケーション担当者、流通市場でマーケットを形成するトレーダー、さらには市場情報を投資家に提供するリサーチ担当者などさまざまな部門の担当者がネットワークを形成することになる。このように、投資銀行はひとつの取引を実行するにあたり、社内外で幅広いネットワークを縦横に駆使する。さらにこの社内におけるネットワークは、顧客との対外的なネットワークが変動するたびに、それに応じて変動する（図表 6-37）。

図表 6-37 発展期の投資銀行の社内外ネットワーク



(典型的な投資銀行業務をベースに筆者が作成)

## ② 提供するサービスと収入との間のルーズな結びつきという経済的特質

弁護士や公認会計士など知的情報サービスを提供するプロフェッショナル・サービスの対価は提供時間をベースに算定されることが一般的であるが、投資銀行の情報提供サービスの対価は、その情報提供サービスから生じる実際の取引（たとえば、M&A取引や株式引受け）が成立して初めて取引手数料として受け取るようになる。取引が成立しない場合には、情報提供サービスの対価を受け取ることはできない。これは、投資銀行がより高い収入を期待して、時間ベースではなく実現取引ベースの成功報酬に重点を置いていることによる。もちろん、M&A取引など多くの取引では、成功報酬に加えて拘束時間ベースの手数

料 (retainer fee) を請求することが多いが、時間ベースの手数料率は驚くほど低い。一方、成功報酬<sup>121</sup>は取引規模に一定の比率を乗ずる方式が一般的であり、取引規模次第では巨額の手数料となり得る。顧客と投資銀行が単一取引の関係であれば提供サービスと取引手数料のルーズな関係は問題にはならなかったが、複数取引になるにつれ、このルーズな関係は、リレーションシップのパラドックスを深刻化させる。一方で、ルーズな関係であるからこそ、サービスの質を高め、顧客との信頼関係を維持するためにも、社内のネットワークが強化されることになる。

### ③ ユニークな取引をリアルタイムで行うという個別注文生産的制作プロセス

Eccles and Crane (1988) が記述しているように、「それぞれのディール（取引）は、それに関わる発行者や投資家、両者の間で交換される資産の金額、その資産の形態（債券、株式、リース、M&A など）や仕組みや資産価格、ディールのタイミング、投資銀行内で進行中の他の案件、ディールを行うときの市場環境によって異なってくる」<sup>122</sup>。証券引受けにしろ、M&A アドバイザリーにしろ、画一的な取引はなく、最初からクロージングの段階に至るまで常に顧客と接触しながら、顧客の需要や市場の動向に応じたユニークな取引を制作していくことになる。また、提供するサービスは工業製品と異なり在庫として蓄えておくことはできず、常にリアルタイムで提供せざるを得ない。その意味で、顧客のニーズを的確に反映したリアルタイムで行う個別注文生産的制作過程という特性が生まれる。

Eccles and Crane (1988) は、先に見た 3 つの業務特性が投資銀行の組織行動を「草の根戦略策定」(grass-roots strategy formulation) 的なものとするという。つまり、「ネットワーク的仲介機能」は発行者側と投資家側に接触している人々の中でのネットワークを強め、「提供するサービスと収入とのルーズな結びつき」は収入源を確保するためにさまざまな人々の間の情報の共有化やネットワークの絆を強化する。また、「個別注文生産的制作プロセス」からは専門化されたさまざまな人々による取引ごとに異なるネットワークが創造される。このような社内外のネットワークを効率的に実行するためには、トップが戦略を決定して下部に指示するトップ・ダウンではなく、市場や顧客に最も近い人々が戦略に関する意思決定をするというボトムアップが求められる。これが「草の根戦略策定」である。さらに、この「草の根戦略策定」を実行できるように、さまざまな部門の担当者が自由に行動できるよう、投資銀行の組織構造は「フラットで伸縮的ネットワーク構造を持つ自己設計的組織」(self-designing organization with flat and flexible network structure) となる。

しかしながら、フラットで伸縮的な組織はともすれば行過ぎて統制の取れない状況に陥る恐れもある。この行き過ぎを補完する目的で、顧客管理や取引報告、さらには顧客による担当者の評価などの厳しい経営管理統制システム (tight management control) を導入する。これはフラットで伸縮的な組織の行き過ぎを補完するだけでなく、社内外のネットワーク間の情報共有にも貢献する。

さらに、投資銀行独特のボーナス決定方法が「フラットで伸縮的な組織」と「厳しい経営管理統制システム」のバランスをとる役割を果たす。ボーナスは個人の収益面における貢

献度だけではなく、さまざまな分野（取引開拓や深耕、従業員の採用・教育など）における短期的かつ長期的な視野での全般的な貢献度や、ネットワークを構成する関係者による評価も加味して決定される。また、個人の総合的な貢献度だけでなく、会社や部門全体の収益も加味される。このように、ボーナスはさまざまな定性・定量的データを考慮して決定されるが、最終的には経営トップ・マネジメントが主観的に決定する。投資銀行で支払われるボーナスが高額であることやその格差が大きいことから、トップ・マネジメントが時間をかけて慎重にボーナス額を決定することで、経営陣が従業員の確保や公平さを保つ努力をしていることをアピールする効果がある。Eccles and Crane（1988）は、「フラットで伸縮的なネットワーク組織」「厳しい管理統制システム」と「主観的なボーナスの決定方法」が投資銀行組織を特徴付ける3要素（triad of organizational characteristics）となっており、それぞれが別のものに内在する欠陥を補完する重要な役割を果たすとする。

彼らの記述を要約すると、投資銀行は資金調達者と投資家を結びつける役割を果たすが、この役割を効果的に実行するためには、証券発行者と投資家双方のニーズを満足させる取引形態や条件設定を行う必要がある。そのためには引受けサイドと投資家サイドという両端に位置する担当者だけでなく、条件決定やシンジケーション担当者、流通市場でマーケットを形成するトレーダー、さらには市場情報を投資家に提供するリサーチ担当者などさまざまな部門の担当者がネットワークを形成することになる。このように、投資銀行はひとつの取引を実行するにあたり、社内外で幅広いネットワークを縦横に駆使することになる。さらにこの社内外におけるネットワークは、顧客との取引内容に応じて変動するというものである。先に紹介したフクヤマ（1996）は、「高信頼社会はより柔軟で、集団志向的な原理によって仕事を組織できるので、組織の下部により多くの責任が委ねられる」と述べているが、発展期のモルガン・スタンレーをはじめとする投資銀行においてフラットで柔軟なネットワークが機能したのは、まさにリーダーと従業員の間に信頼が存在していたからに他ならない。

なお、ここで指摘しておきたいことは、トレーディング・セールスやM&A分野などいくつかの新たな業務分野への参入が行われているが、この時期は依然として証券発行である顧客とのリレーションシップに基づいた証券引受けが中核業務であることである。新設の部門は自ら収益の向上に貢献するものの、あくまで証券引き受け部門の側面支援的な役割が強かった。

### 3. リーダーシップと人材

発展期は、リーダーシップが創業者一族から、新規に採用され内部で育成された優秀な人材への移行期間であった。モルガン・スタンレーの事例研究でみたように、1950年代は創業者一族のヘンリー・モルガンがリーダーシップをとるが、1960年代から一族以外にリーダーシップが移る。ゴールドマン・サックスの場合には一族のウォルター・サックスは1932年に傘下の投資信託運用会社が大きな損失を出した時に退き、リーダーシップを一族

ではないシドニー・ワインバーグに譲るが、シドニー・ワインバーグは 1907 年に 15 歳の時に使い走りとして雇われ 1930 年～1969 年まで 39 年間にわたってリーダーシップをとった人物であり、準創業者として考えてもよいであろう。実際、シドニー・ワインバーグは「近代ゴールドマン・サックスの父」と呼ばれている。また、リーマン・ブラザーズの場合にはボビー・リーマンが 1969 年に死亡するまで 44 年間にわたってリーマンのリーダーであった。

1960 年代以降、創業家から創業家以外の人間にリーダーシップが移行するが、基本的には新人で入社し、社内で教育されてパートナーに昇格した優秀な人材の中からリーダーが選ばれている。その意味では、生成期時代の徒弟制度的な人材育成を維持していたということができる。モルガン・スタンレーの場合だけでなく、たとえば、ゴールドマン・サックスのシドニー・ワインバーグのもとで実質的にリーダーシップをとったグスタフ・リーマン・レビー（ガス・レビー）は 1933 年にゴールドマン・サックスに入社、裁定取引部門で力を発揮したが、1969 年にシドニー・ワインバーグが死亡した後を受けて会長になっている。入社 43 年後である。ゴールドマン・サックスに様々な改革をもたらしたホワイトヘッドは 1947 年に入社して 29 年後の 1976 年に、ガス・レビーの死を受けて会長に就任している<sup>123</sup>。

図表 6-38 は、Morrison & Wilhelm（2007a）から、1952 年と 1960 年時点における主要な投資銀行のパートナーの平均勤続年数を引用したものであるが、いずれも 20 年を超えている。つまり、新人で採用されて徒弟制度的な社内教育をうけてパートナーにまで育ったことをうかがわせる。

図表 6-38 主要投資銀行のパートナーの平均在籍年数

	1952		1960	1952 年比 変化 (%)
	パートナー数	平均在籍年数	平均在籍年数	
Morgan Stanley	13	23	24	4.35%
Lehman Brothers	19	26	23	−11.54%
Kidder, Peabody	17	27	25	−7.41%
Goldman Sachs	13	24	22	−8.33%
Smith Barney	20	22	21	−8.33%

（出所）Morrison & Wilhelm (2007a), p.282.

創業者一族からリーダーシップが離れると、生成期に見られたような強い意志をもった変革型リーダーからパートナーのまとめ役的な人間志向型リーダーまでさまざまなリーダーが登場する。たとえば、1960 年代の比較的落ち着いた時代に、モルガン・スタンレーは一人のリーダーを決めずにパートナーによる集団指導体制をとっている。しかし、1970 年



代の外部環境が大きく変化していった時代にはフランク・ペティートやロバート・ボールドウィンのような強いリーダーシップをもった変革型リーダーが現れている。

ゴールドマン・サックスのリーダー像もモルガン・スタンレーと大きく変わらない。「近代ゴールドマン・サックスの父」と呼ばれたシドニー・ワインバーグは、創業者と同様の強い意志と顧客関係を重要視していた。たとえば、ある晩餐会の席上でガス・レビーがワインバーグに向かって「どこに行かれても、どこに動かれても、ゴールドマン・サックスは常にあなたのそばにいます」とすべてのパートナーのワインバーグに対する思いを述べたのに対して、「すばらしい言葉だ、ガス。言葉通りに思っていることをうれしく思う」と話した後、「だが、覚えていてくれ、ガス。どこにしようと私がゴールドマン・サックスのシニアパートナーであり、この私がこの会社を経営している。そのことを忘れないように!」と答えた、とエリスは記述している<sup>124</sup>。しかし、ワインバーグは顧客関係の構築には絶大な力を持っていた。エリス（2010）は、元ゴールドマン・サックスのアル・フレッドの「ゴールドマン・サックスの一流顧客は会社の顧客ではなく、シドニー・ワインバーグの個人的な顧客だった」というコメントを紹介して、ワインバーグの顧客との強いリレーションシップを記述している。彼は顧客から信頼されていたこともあり、40社の大手企業あるいはその子会社の取締役を務めていた<sup>125</sup>。

また、ワインバーグの後を継いだガス・レビーは裁定取引の精度を高めただけでなく、機関投資家との関係を強めることで、リスクテイクを抑えながらブロック・トレーディング（大口取引）を会社にもたらした変革型のリーダーであったし、ホワイトヘッドも従来の一人が何でもこなす投資銀行から顧客アプローチと取引の執行を分けるという新しい方式を導入した。この方式は「ゴールドマン方式」と呼ばれ、現在では多くの投資銀行が採用している。このようにホワイトヘッドも変革型リーダーであった。入手している参考文献には彼らの倫理的な側面の記述はないが、上記の3名のゴールドマン・サックスのリーダーがいずれもゴールドマン・サックスに長期間在籍し、かつ会長職も長期間務めたことを考慮すると、倫理的にも高い人物であったと考えられる。

ちなみに、ワインバーグは62年間在籍して、うち39年間を会長職、またガス・レビーは43年間在籍して、病死する1976年まで7年間会長職を務めた。また、ガス・レビーの後を襲ったホワイトヘッドは38年間在籍して1986年に政府の主要なポストに招かれるまで、10年間共同会長あるいは会長職にあった。この長期間にわたる勤務期間を考慮すれば、彼らの倫理観は少なくとも利己的なものではなかったものと推測される。

#### 4. 組織間ネットワーク

1950年代までは生成期と同じような「紳士銀行家行動規範」が存在しており、投資銀行間のネットワークは強いものであった。しかし、1960年代以降、エリサ法のプルーデントマン・ルールをベースとした機関投資家の分散投資や大口取引の活発化やユーロ債市場の発展を背景とした英国マーチャント・バンクや欧州大陸の金融機関とシンジケートの主幹

事をめぐる競争も激化していった。この結果、投資銀行間のネットワークはシンジケートという協調的な色彩は残しているものの、競争的な色彩が濃くなっていく。つまり、固い血縁・地縁で結ばれたネットワークからビジネスライクなネットワークになっていったのである。

その意味では、投資銀行間のネットワークは、生成期にみられたアウトソーシング型ネットワークと創発型ネットワークという 2 つの意味合いをもっていたものから、引受けリスクを軽減する目的のアウトソーシング型ネットワークが色濃いものになっていった。もちろん、1970 年代以降発展したユーロ債市場におけるさまざまな債券タイプのイノベーションは、シンジケートを通じて投資銀行間に広がっていったことを考慮すると、創発型ネットワークの意味合いも残っているということもできよう。

投資銀行間のネットワークに競争的要素が増えてきたとはいえ、前節のモルガン・スタンレーの事例研究（図表 6-26）で記述したように、主幹事を目指して競争しているシンジケートの最上位のバルジ・ブラケットの間にも協力関係は存在している。たとえば、生成期よりリーダー格であったモルガン・スタンレーとファースト・ボストンは強みや弱みが重複しているにもかかわらず、主幹事の際相手を副幹事に招くケースが比較的多い。これは互いに対して長年の間蓄積された信頼関係が続いているものと考えられる。同様に、ソロモン・ブラザーズとメリル・リンチも互いにシンジケートに副幹事として招待するケースが多い。また、自分の弱点を補完する目的から、モルガン・スタンレーやファースト・ボストンなど発行市場に強いが流通市場に弱い投資銀行はメリル・リンチやソロモン・ブラザーズを招くケースが多くなっている。

## 5. リレーションシップ・マネジメント

外部環境の変化（国内市場におけるソロモン・ブラザーズやメリル・リンチなどの台頭およびユーロ債市場の発展を背景とした英国マーチャント・バンクや欧州大陸の金融機関との競争激化）にともない、顧客とのリレーションシップも生成期の単一取引（Eccles & Crane (1988) のいうワンバンク・モデル）から、発展期においては Eccles and Crane (1988) のいうドミナントバンク・モデルにシフトしていく。ドミナントバンク・モデルとは、3 章 6 節で述べたように、複数の投資銀行と取引関係を有するが、ひとつの投資銀行（ドミナントバンク）に取引の過半のシェアを与え、他の少数の投資銀行（シグニフィカント・バンク）にもかなりのシェアを与えるというものである。このモデルには、何らかの理由で取引をするトランザクションバンクも存在するが、獲得する案件のシェアは極めて小さい。

Eccles & Crane (1988) <sup>126</sup>によれば、ドミナントバンク・モデルは複数行取引ではあるが、顧客は定期的にドミナントバンクからアドバイスを受ける代わりに、自社の情報をドミナントバンクにかなりの程度提供するというリレーションシップであるので、取引の過半をドミナントバンクが務めることになる。その意味では、依然として顧客との強いリレーションシップを享受しているといえよう。たとえば、フォード・モーターは 1984 年～1986 年

の3年間に12社の投資銀行と78件の取引を行っているが、そのうちゴールドマン・サックスが70.5%の取引を主幹事として取り扱い、ファースト・ボストンが6.4%、ソロモン・ブラザーズが5.1%の取引をそれぞれ獲得している。その他の投資銀行は1~2件の取引を獲得しているにすぎない。つまり、フォード・モーターにとって、ゴールドマン・サックスがドミナントバンク、ファースト・ボストンとソロモン・ブラザーズがシグニフィカント・バンクということになる。同様に、ダウ・ケミカルは1984年~1986年までの間に22件の取引を行ったが、そのうち54.5%の取引の主幹事をドミナントバンクであるスミス・バーニーに与えている。ゴールドマン・サックスは同社のシグニフィカント・バンクとして13.6%の取引を主幹事として獲得している。その他の投資銀行6社（トランザクションバンク）は、それぞれ1件あるいは2件の案件を獲得したに過ぎない。この調査は1984年~1986年の間のものであり、本論文の発展期の数年後ということになるので必ずしも発展期の状況をそのまま反映しているとは言えないが、おそらく発展期のリレーションシップはワンバンク・モデルかドミナントバンク・モデルが支配的であったと推測される。

実際、Eccles and Crane（1988）の研究によると、1984年から1986年の間にもっとも活発に資本市場取引を行った500社のうち、87%は複数の投資銀行を主幹事<sup>127</sup>として使っており、1社当たり平均して4行の投資銀行を利用していると報告している。しかし、この500社のうち、55.6%がワンバンク・モデルを含め、ドミナントバンク・モデルを使っており、この時期には依然として、従来からの親密な取引関係がある程度維持されていたといえることができる。

図表 6-39 主幹事別取引数とドミナントバンクとの関係（1984~1986年）

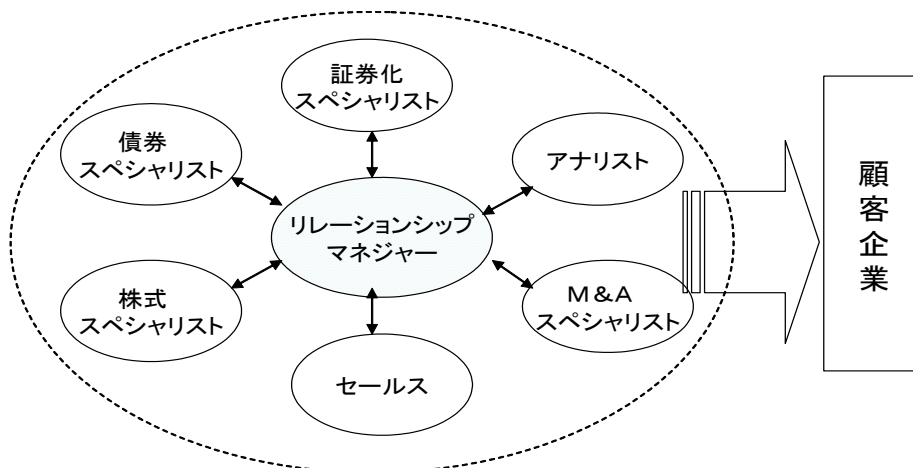
顧客の特質			全体に対する比率
利用した主幹事 投資銀行数	平均取引数	ドミナントバンク・モデルを 使っている比率	
1社以上	6.6	100.0	13.0
2社以上	6.6	78.9	22.5
3社以上	7.5	57.1	22.1
4社以上	9.5	42.4	18.1
5社以上	10.5	21.4	8.3
6社以上	13.4	25.9	5.3
7社以上	22.1	23.1	2.6
8社以上	21.5	14.3	2.8
9社以上	22.0	8.3	2.4
10社以上	44.8	6.7	2.9

（出所）Eccles & Crane (1988), p.80.

ただ、同じ Eccles & Crane（1988）が調査した、1984 年～1986 年の期間に顧客が行った資本取引数、主幹事として使った投資銀行数とドミナントバンク・モデルとの関係（前頁の図表 6-39）を見ると、ある意味当然とはいえるかもしれないが、取引数が多い企業ほどドミナントバンク・モデルを使っている比率が低下している、発展期の時点では、まだドミナントバンク・モデルが優勢ではあるが、商品数が増えかつさまざまなイノベーションが行われてくると、多くの投資銀行からアイデアを得たいという目的からも取引投資銀行数が増え、それが結果としてドミナントバンク・モデルから、より多くの投資銀行間で条件やアイデアを提出してもらったうえで幹事投資銀行を決めるというコアグループ・モデルが多くなっていく。

このようなリレーションシップの変化を受け、顧客の資本市場取引に関する知識も向上していった。このため、投資銀行のリレーションシップ・マネジメントも生成期のパートナーがすべてを仕切るというやり方から、パートナーが投資銀行を代表して顧客の CEO あるいは CFO という上位職位者と接触することに加え、取引内容に応じて、必要な分野の専門的知識や経験を持ったプロフェッショナルで構成するチームを組成し、取引に取り組むというモデルが普及してくる。前述したように、この方式はゴールドマン・サックスのホワイトヘッドが考案したといわれ、ゴールドマン方式と呼ばれている。このモデルの場合には、パートナーをリレーションシップ・マネジャーとしてチームの中心に置き、リレーションシップ・マネジャーの指揮のもとで各分野のプロフェッショナルが執行を担当する（図表 6-40）。

図表 6-40 リレーションシップ・マネジメント・モデル



筆者作成。

このモデルでは、通常は株式部門や債券部門あるいは投資銀行部門に所属しているプロフェッショナルが、いったん、あるプロジェクトがスタートすると、通常の業務よりそのプロジェクトを優先するという形になるが、このゴールドマン・サックス方式は、野中・竹内のいうハイパーテキスト型モデルに近いということができるのではないだろうか。

## 4 節 小括

前節までで発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルを分析の枠組みにそって考察してきたが、この時期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルを以下のように要約できよう（図表 6-41）。

図表 6-41 発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル

組織	・ パートナースhip組織あるいは非公開株式会社
組織構造	・ シニアパートナーをトップとするマネジメントによる厳格な管理のもとでの、柔軟性のあるフラットな自律型ネットワーク組織
戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府・州政府・外国政府や大手企業をターゲットにした証券引き受け業務をコア業務として、コア業務をサポートする目的から M&amp;A アドバイザリー、リサーチ、セールス・トレーディング部門が設置することで、川上から川下までの一貫サービスの提供</li> <li>・ トレーディング・リスクは生じるが、基本的にはエージェント業務が主体</li> </ul>
リーダーシップ	・ 長期勤務経験を有するシニアパートナー間の合議によるマネジメント・スタイル
人的マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 有力大学やビジネススクールなどから優秀な人材を雇用</li> <li>・ 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育</li> <li>・ パートナー昇進後の出資枠の配分がモチベーション</li> </ul>
外的ネットワーク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ユーロ市場の発展に伴う外国金融機関との競争的+協力的ネットワーク</li> <li>・ 投資銀行間の協力的+競争的ネットワーク</li> <li>・ シンジケートの活用で引き受けリスクと販売リスクの軽減</li> </ul>
リレーションシップ・マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 少数の複数行関係（ドミナントバンクモデル）</li> <li>・ シニアパートナーをリレーションシップ・マネジャーとして、各分野のプロフェッショナルで構成されるチーム・アプローチ</li> </ul>
収益構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券引受けによる手数料及びトレーディング売買益（売れ残りリスクはシンジケートを活用することで軽減）</li> <li>・ M&amp;A アドバイザリー・フィー</li> </ul>
ファイナンス構造	・ 証券担保による銀行からの融資金
資本	・ エージェント業務を主体とした人的資本重視

1913年以降も生成期のモルガン商会のビジネスモデルを大きく変えることなく継承して

きたモルガン商会は、1935年にモルガン・スタンレーを設立後も、1933年銀行法による規制（商業銀行による投資銀行業務の禁止）に守られた1950年代から1960年代にかけて、生成期から維持していた顧客との強い取引関係をベースとして、引受け業務を中心に順調に成長していった。しかし、1970年代以降のユーロ債市場の発展や機関投資家の台頭などを背景に、引き受け業務だけでは競争優位を脅かされるようになってきた。つまり、小売部門に強いメリル・リンチや大口トレーディングに強いソロモン・ブラザーズなどが競争力をつけてきたのである。

この外部環境の変化に対応して、モルガン・スタンレーは、引受け部門をサポートするために、セールス・トレーディング（自己勘定による証券売買）部門、リサーチ部門を新設することで川上から川下までの一貫した証券サービスを提供するようになる。また、当時企業間の合併・買収（M&A）が活発に行われていたこともあり、企業支援の一環としてM&Aの専門部隊を新設することで収益源の拡大を目指すという戦略をとった。しかし、これらの部門は部門として収益の向上をめざしていくが、あくまでもコア業務である証券引き受け部門のサポート的な役割の意味合いが濃いものであった。

上述の戦略のもと、業務内容が拡大し、その結果組織的にも拡大することになるが、その場合でも従来のパートナーシップ組織（株式会社組織に変更後も非上場で従業員が株主であった）を維持しつつ、各取引にスピーディに対応するため、現場のプロフェッショナルに権限を与え、柔軟なネットワーク組織を構築していった。

現場に権限を与えたネットワーク組織が機能したのには2つの要因が考えられる。第一はリーダーシップである。リーダーは創業者から非創業者に代わっていったが、いずれのリーダーも、新卒から徒弟制度的に教育され、投資銀行の伝統的文化を十分に理解した人物による長期政権であったことが、他のパートナーや従業員から信頼されるリーダーシップにつながったものと考えられる。つまり、長期勤務の後にパートナー任命されたパートナー間に信頼が存在していたということができよう。

第二は長期雇用と徒弟制度的な教育で鍛えられた従業員である。生成期の投資銀行は主として血縁・地縁で従業員を採用し、それが組織内の信頼をもたらししたが、発展期の投資銀行も有力な大学院のMBAなど優秀な新卒を採用し、徒弟制度的に社内教育で鍛え、それが結果的に長期雇用につながったことから、生成期の投資銀行と同じようにリーダーとの関係や従業員間における信頼が醸成されたものと考えられる。

上記のパートナー的組織におけるネットワーク機能、長期政権による強いリーダーシップ、優秀な学生の採用と徹底した社内教育は、まさに生成期の投資銀行が発展した形といえよう。このため、規模は大きくなっても、組織内において知の創造が可能であり、これが顧客からの信頼につながったといえよう。

外部環境の変化に対応して、投資銀行の取引関係も従来の単一取引から、複数の投資銀行を有する（ただし、メインの取引銀行は維持）というドミナントバンク・モデルに変化する。複数の投資銀行との取引を通じて顧客の知識も増えたため、投資銀行のリレーションシ

ップ・マネジメントも、従来のパートナーが専ら顧客をカバーする方法から、パートナーを中心として各分野の専門家が取引ごとにチームを組むシステムを採用していった。このアプローチによって、強いリーダーシップのもとで各分野のプロフェッショナルがチームワークを組み、顧客のニーズに応えていくことができた。この時期、顧客との取引関係に競争的な色彩が強まっていったものの、依然として投資銀行と証券発行会社との間には、山岸(1998)のいう「能力に対する期待」だけでなく、「人格的信頼」が存在していたといえよう。

投資銀行間の競争は激化していったこともあり、バルジ・ブラケット（シンジケートの最上位のランク）に多少の入れ替えはあったものの、有力な投資銀行をトップとする引受シンジケートは継続して行われており、その意味で投資銀行間のネットワークも機能していた。

上述のように、この時期のモルガン・スタンレーは、外的環境の変化に対応して規模や業務の拡大を行ったが、パートナーシップ的な色彩の強い組織のもと、強いリーダーシップと新卒採用者の徹底した社内教育を通じた長期雇用が維持された。この結果、組織内の信頼関係をベースとしたフラットで柔軟な部門間のネットワーク組織がうまく機能し、部門間ネットワークを通じた暗黙知の醸成と共有が可能となった。

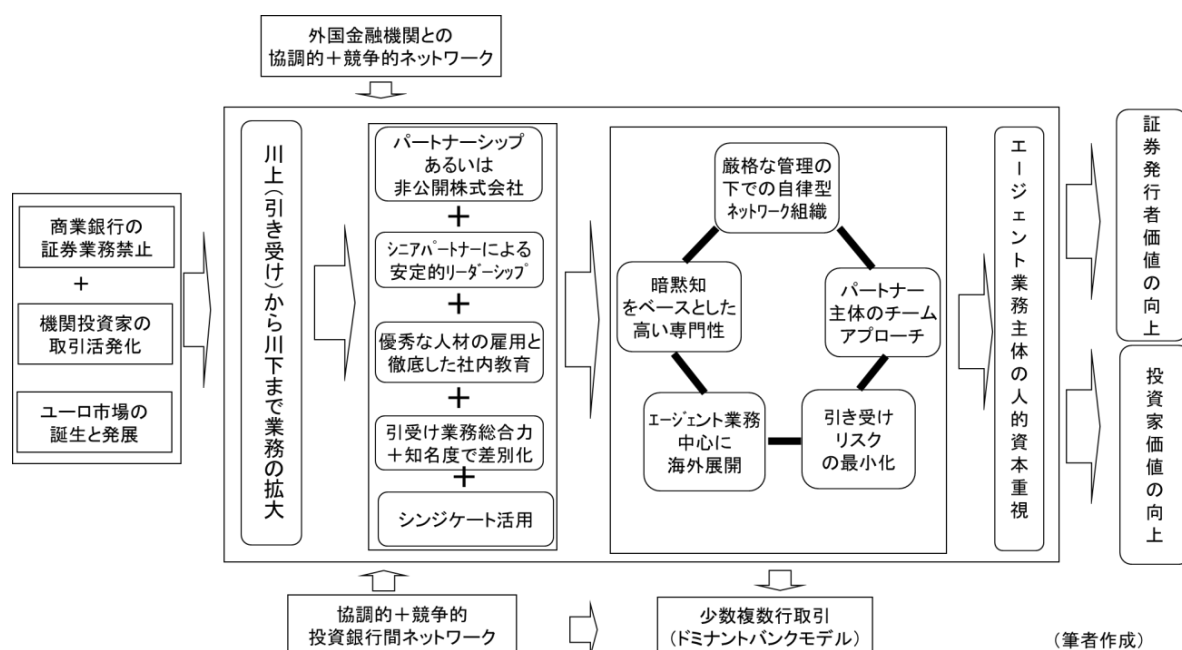
また、パートナーを中心として各部門のプロフェッショナルが取引毎にチームを組成して顧客にアプローチをするというリレーションシップ・マネジメントや顧客の利益を重視する姿勢が、取引関係に競争的な色彩が出てきた時期にあっても顧客との信頼関係を継続させたと考えられる。

さらに、モルガン・スタンレーが政府や基幹産業など大手発行者にターゲットを絞ったことが投資家からの信頼を持続することにつながったといえよう。

上記のように、この時期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルでは、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、顧客リレーションシップ・マネジメントなどビジネスモデルを構成する各要素が有機的に機能しただけでなく、内外における信頼関係の存在が同社のコア・コンピタンスに結びつき、それが証券発行者価値や投資家価値を高める結果をもたらし、ひいては業界のリーダー的地位を維持することを可能にさせたといえることができる。

発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルを、分析の枠組みに沿って図式化すると、図表 6-42 のようになる。

図表 6-42 発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル



(筆者作成)

<sup>1</sup> Carosso (1970) pp.197-198

<sup>2</sup> カロッシ (1978) 197-198 頁

<sup>3</sup> Carosso (1970) p.225

<sup>4</sup> Carosso (1970) p.226

<sup>5</sup> Carosso (1970) p.245

<sup>6</sup> Carosso (1970) pp.259-263

<sup>7</sup> 鈴木 (1988) 516-517 頁

<sup>8</sup> 中塚 (2008) 福岡大学商学論集, 第 52 巻 第 3.4 号

<sup>9</sup> 鈴木 (1988) 517 頁

<sup>10</sup> Carosso (1970) p.279

<sup>11</sup> Carosso (1970) pp.281-282

<sup>12</sup> Carosso (1970) p.283

<sup>13</sup> 以下の投資信託に関する記述は Carosso (1970) p.283-295 を参考にして作成。

<sup>14</sup> この段落はエンドリック (1999) 70-77 頁をベースに作成。

<sup>15</sup> この段落の公益事業持ち株会社の記述は Carosso (1970) p.296-299 を参考にして作成。

<sup>16</sup> Carosso (1970) p.279

<sup>17</sup> Carosso (1970) p.306

<sup>18</sup> Carosso (1970) p.319

<sup>19</sup> Carosso (1970) p.299

<sup>20</sup> 企業の有価証券の新規発行は 1920 年の 28 億ドルから 1929 年には 94 億ドルと 3 倍の伸びを示したが、全発行額における株式発行の比率は 1920 年の約 30% から 1929 年には 70% に増加した (井出・高橋 1977)

<sup>21</sup> プーリング・オペレーションとは、特定少数の人々（政治家や取引関係者など）に、人気銘柄を低価格で割り当て、大々的なセールス・キャンペーンと株価操作によって、短期間に多大な収益をあげる行為をいう。(井出・高橋, 1973)

<sup>22</sup> 1932 年 4 月に証券投機の実情を調査するために設置された上院銀行通貨委員会特別小委員会の通称。同委員会で活躍した弁護士ペコラの名に因み、ペコラ委員会と呼ばれるようになった。

<sup>23</sup> カロッシ (1978) 581 頁



- 
- <sup>24</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991) 110-111 頁
- <sup>25</sup> Carosso (1970) p.381 およびカロッソ (1978) 593 頁
- <sup>26</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991) 113 頁
- <sup>27</sup> カロッソ (1978) 661-662 頁
- <sup>28</sup> 1935 年に投資家保護を目的として制定された法律で、電気事業における買い手の資格や、隣接しない州の電力会社同士の合併を制限する法律。
- <sup>29</sup> Carosso (1970) pp.456-457
- <sup>30</sup> McClintock, (1942) "Competitive Bidding in the Origination of Securities," p.509, *Decentralization of Securities Exchanges* Jacob O.Kamm, Boston,
- <sup>31</sup> カロッソ (1978) 727 頁
- <sup>32</sup> カロッソ (1978) 727 頁
- <sup>33</sup> 以下の 3 点に関する記述は Carosso (1970) 474-476 頁を参考に作成。
- <sup>34</sup> 以下の記述は Carosso (1970) pp.478-495 をベースに作成。
- <sup>35</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) p.17
- <sup>36</sup> カロッソ (1978) 763 頁
- <sup>37</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991) 113 頁
- <sup>38</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) p.24
- <sup>39</sup> 秋元 (1995) 226-227 頁
- <sup>40</sup> この段落の記述は Hayes, Spence & Marks (1983) pp.24-28 をベースに作成。
- <sup>41</sup> ヘイズ、スペンス&マルクス (1984) 35 頁
- <sup>42</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1983) 116 頁
- <sup>43</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.230-233
- <sup>44</sup> メリル・リンチおよびソロモン・ブラザーズに関するこの段落と次の段落の記述は Morrison & Wilhelm (2007a) pp.233-234 をベースに作成。
- <sup>45</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.233-234
- <sup>46</sup> John C. Bogle, Editorial, Individual Stockholder, R.I.P., Wall St. J., Oct. 3, 2005, A16.
- <sup>47</sup> Seligman (1982) p.351
- <sup>48</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) p.28
- <sup>49</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.93, p.240
- <sup>50</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991) 46 頁
- <sup>51</sup> レギュレーション Q とは、連銀の規則 Q で決められている金利の上限規制をいう。この規制により、たとえば、1957 年～61 年における 3～6 か月の預金金利は最高 2.5% であったが、ユーロ・ダラー市場での同一期間の金利はそれを上回っていた。
- <sup>52</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991) 42 頁
- <sup>53</sup> ヘイズ・ヒュッバード (1991) 45 頁を参考に作成。
- <sup>54</sup> 本段落の日本語訳はニッセイ基礎研究所『ニッセイ年金ストラテジー』 1996 から引用。
- <sup>55</sup> 石原 (1997) 68 頁
- <sup>56</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) pp.236-237
- <sup>57</sup> 浅羽 (1991) 175-177 頁
- <sup>58</sup> この段落はヘイズ・ヒュッバード (1991) 63 頁を参考に作成。
- <sup>59</sup> この段落はヘイズ・ヒュッバード (1991) 62-67 頁を参考に作成。
- <sup>60</sup> 石原 (1997) 29 頁
- <sup>61</sup> Eccles & Crane (1988) p.84
- <sup>62</sup> この段落の記述は、佐合・入江・佐賀 (1988) 126-130 頁をベースに作成。
- <sup>63</sup> 個人投資家と機関投資家の株式保有率比率は NYSE Fact Book 2002 p.66 から引用。
- <sup>64</sup> Morgan Stanley Web サイトなどより引用。
- <sup>65</sup> チャーナウ (1993 上) 215 頁
- <sup>66</sup> この段落の記述はチャーナウ (1993) 235-258 頁を参考に記述。
- <sup>67</sup> チャーナウ (1993 上) 260 頁
- <sup>68</sup> チャーナウ (1993 上) 279-282 頁
- <sup>69</sup> チャーナウ (1993 上) 319 頁
- <sup>70</sup> チャーナウ (1993 上) 371 頁

- 
- <sup>71</sup> チャーナウ (1993 上) 448-449 頁
- <sup>72</sup> 以下の記述はチャーナウ (1993 下) 18-19 頁を参考にしている。
- <sup>73</sup> チャーナウ (1993 下) 22 頁
- <sup>74</sup> Beard (2007) Beard, P. p. 23
- <sup>75</sup> MorganStanley の Web サイト (<http://www.morganstanley.com/company/timeline/index.ht.ml>)
- <sup>76</sup> チャーナウ (1993 下) 252 頁
- <sup>77</sup> チャーナウ (1993 下) 257-258 頁
- <sup>78</sup> チャーナウ (1993 下) 252 頁および Beard (2007) p.44, pp.39-42
- <sup>79</sup> チャーナウ (1993 下) 169 頁
- <sup>80</sup> チャーナウ (1993 下) 167 頁 Beard (2007) p.323
- <sup>81</sup> チャーナウ (1993 下) 168 頁
- <sup>82</sup> チャーナウ (1993 下) 168 頁
- <sup>83</sup> チャーナウ (1993 下) 169-170 頁
- <sup>84</sup> チャーナウ (1993 下) 168 頁
- <sup>85</sup> チャーナウ (1993 下) 168 頁
- <sup>86</sup> 井出・高橋 (1977) 247-252 頁
- <sup>87</sup> Beard (2007) pp.28-63
- <sup>88</sup> チャーナウ (1993 下) 274 頁
- <sup>89</sup> この段落はチャーナウ (1993 下) 275-278 頁を参考に記述。
- <sup>90</sup> チャーナウ (1993 下) 275 頁
- <sup>91</sup> チャーナウ (1993 下) 261 頁
- <sup>92</sup> Beard (2007) p.40
- <sup>93</sup> Beard (2007) p.25
- <sup>94</sup> Beard (2007) p.55
- <sup>95</sup> チャーナウ (1993 下) 259 頁
- <sup>96</sup> チャーナウ (1993 下) 260 頁
- <sup>97</sup> Beard (2007) p.44
- <sup>98</sup> チャーナウ (1993 下) 21 頁
- <sup>99</sup> チャーナウ (1993 下) 167 頁
- <sup>100</sup> チャーナウ (1993 下) 167 頁
- <sup>101</sup> チャーナウ (1993 下) 261 頁
- <sup>102</sup> チャーナウ (1993 下) 20-21 頁
- <sup>103</sup> Beard (2007) p.26
- <sup>104</sup> Beard (2007) pp.31-32
- <sup>105</sup> チャーナウ (1993 下) 253 頁
- <sup>106</sup> 以上の段落は Beard (2007) pp.32 を参考に記述。
- <sup>107</sup> Bears (2007) p.32
- <sup>108</sup> Bears (2007) pp.32-33 を参考に記述。
- <sup>109</sup> チャーナウ (1993 下) 165 頁
- <sup>110</sup> Bead (2007) p.25
- <sup>111</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) pp.26-27
- <sup>112</sup> Hayes, Spence & Marks (1983) pp.118-119
- <sup>113</sup> 以下の文章は Eccles & Crane (1988) pp.94-96 をベースに作成。
- <sup>114</sup> チャーナウ (1993 下) 145-146 頁
- <sup>115</sup> チャーナウ (1993 下) 146 頁
- <sup>116</sup> チャーナウ (1993 下) 164 頁
- <sup>117</sup> チャーナウ (1993 下) 252 頁
- <sup>118</sup> 以上の記述は Eccles & Crane (1988) pp.103-109 を参考にした。
- <sup>119</sup> 以下の記述は Eccles & Crane (1988) pp.34-71 を参考にした。
- <sup>120</sup> 以下の記述は Eccles & Crane (1988) pp.35-52 を参考にした。
- <sup>121</sup> M&A の成功報酬は取引規模によるが、1%から 4%の範囲内で設定されることが多い。規模が大きくなると 1%を下回ることもある。小規模の M&A 取引では、規模に応じて段階的に手数料を定めるリーマン方式が適用される。
- <sup>122</sup> Eccles and Crane (1988) pp.44-47

---

<sup>123</sup> ゴールドマン・サックスのリーダーに関する文章は、エリス（2010）117-172 頁を参考に記述。

<sup>124</sup> エリス（2010）pp.112-113

<sup>125</sup> エリス（2010）82 頁

<sup>126</sup> Eccles & Crane（1988）pp.74-75

<sup>127</sup> 主幹事（lead manager）とは、株式や債券発行の際に発行タイミングや発行条件の設定あるいは引受シンジケートの組成などで主導的なポジションを有する。また SEC などの規制当局への折衝や発行関連書類の作成でも主導的役割を負う。

## 7 章 転換期の投資銀行ビジネスモデル

1980 年代以降、投資銀行をめぐる外部環境は、規制の緩和と IT の急速な進展によって一挙に大きく変動していく。したがって、本章でこれまでの章のように継時的に外部環境を概観するのではなく、1980 年代以降における投資銀行をめぐる外部環境について、大きく、制度構造の面、競争構造の面、市場構造の面、そして技術構造の面から記述し、それがどのように投資銀行及び投資銀行業務に影響を与えていったのか考察していきたい。そのうえで、モルガン・スタンレーの事例研究を行い、転換期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルについて考察していきたい。

### 1 節 転換期の投資銀行をめぐる外部環境

#### 1. 制度構造

##### 1-1 一括登録制度の導入

1980 年代は小さな政府を標榜したレーガン政権のもとで、さまざまな規制の緩和や撤廃が行われた。そのなかでも投資銀行業界に大きな影響を与えることとなったのが一括登録制度（Shelf registration）であった。1933 年証券法は証券発行者の情報を開示する目的で、目論見書を登録することと登録から発行までの 20 日間の待命期間が定められ、米国市場における公募債の発行はこの規則に従って行われていた。しかし、すでに述べたユーロ債市場規模の拡大によって、米国の規制に縛られずに柔軟にかつ迅速に、その結果米国市場より低コストで新規証券を発行できるユーロ債市場で資金調達を行う米国企業が増えてきた。このため、証券発行を頻繁に行う大規模で知名度の高い発行者から米国の発行規制の簡素化を求める声が高まってきた。

そこで 1982 年 3 月 3 日に実験的な形で SEC（証券取引委員会）が採用され、そのまま、1984 年 1 月から恒久的な規則 415 として一括登録制（Shelf registration）が導入された。一括登録制の下では、一定の資格を有する証券の発行者は、2 年以内の不特定の時点で、特定の種類の証券を一定額発行する意図を明示した書類を SEC に登録することが認められる。つまり、2 年以内の期間であれば、証券の発行者はいつでもあらかじめ登録した種類の証券（たとえば債券あるいは株式）を登録した金額まで全額でも一部の金額でも発行できるのである。詳細な発行条件（債券の発行価格や金利あるいは株式の発行価格など）は実際に発行される際に決定することができる。このため、発行者は発行の好機を捉えて発行することができるというメリットが得られる。

アーバック・ヘイズ（1986）は、一括登録制導入以降の 1982 年～1984 年における公募方式による発行額を示している（図表 7-1）。この表にあるように、一括登録制が実験的に

導入された 1982 年（9 カ月間）には公募発行額のうち 29%が一括登録制によるもので、翌年（1983 年）には 37%に増加している。1984 年はさらに一括登録制による公募発行が増加し、全体の 47%にまで達している。とくに債券発行で一括登録制の利用が多いのが目立ち、1984 年には公募発行全体の 52%と過半数に達している。一方、株式における一括登録制の利用は債券に比べかなり低く、1983 年に 20%にまで達したが、翌 1984 年には 9%に低下している<sup>1</sup>。株式発行に関して一括登録制の利用が低い要因として、Morrison & Wilhelm (2007a)<sup>2</sup>は債券と株式の評価の違いを指摘している。つまり、証券価格の評価が容易であればあるほど、情報の重要性は低くなるので、証券発行を取りまとめる投資銀行の評判 (reputation) の重要性も低くなる。債券の場合には、当該債券のキャッシュ・フローや同様の債券の流通市場における価格などから価格評価が比較的容易であるので一括登録制を利用しやすいが、企業の将来のキャッシュ・フローの予測を含め価格評価が容易ではない株式の場合にはどうしても引受けを行う投資銀行の過去の実績や評判に依存する度合いが高くなるので、それだけ一括登録制にはなじまないと指摘する。

図表 7-1 一括登録制による資金調達額と公募調達全体に占める割合 （10 億ドル）

	債券		株式		合計	
	一括登録発行額	%	一括登録発行額	%	一括登録発行額	%
1982 年	15.7	38%	1.6	9%	18.3	29%
1983 年	24.4	49%	8.9	20%	33.3	37%
1984 年	33.5	52%	1.2	9%	34.7	47%

（出所）Auebach & Hayes (1986), p.126,128 から作成

いずれにしても、一括登録制の導入によって、証券の発行者は発行の好機を捉えることができるだけでなく、複数の投資銀行から最善の発行条件を選択するというメリットを得た。一方、投資銀行からすれば、従来のように大型のシンジケートを組成してリスクを軽減しながら引受けを行うのではなく、小さなシンジケートあるいはシンジケートを組まず単独で条件を提示し、かつ引き受けた証券は直ちに販売する必要が生じたのである。つまり、投資家サイドの需要動向を的確に把握しておかないと大きなリスクを冒すことになる。その意味では、全国的な支店網を誇るメリル・リンチと機関投資家との関係が強いソロモン・ブラザーズのような新興証券業者は一括登録制の下で引き受けシェアをさらにのばしていくことになる。一方、発行企業との関係は強いが投資家サイドについてはシンジケートに委ねていた投資銀行は引き受けシェアを落としていくことになる。

アーバック・ヘイズ (1986) は一括登録制のもとでの引受け総額ベースのシェアを示している（図表 7-2）が、ソロモン・ブラザーズが 1982 年の 20.1%から 1984 年には 36.6%と大幅にシェアを伸ばしているのに対し、モルガン・スタンレーは 1982 年の 25.2%から 1984 年にはわずか 3.8%にそのシェアを落としている。

図表 7-2 一括登録制による公募発行総額と各社のシェア

	1982 年	1983 年	1984 年
Morgan Stanley	25.2%	9.7%	3.8%
Salomon Brothers	20.1%	21.8%	36.6%
Merrill Lynch	10.8%	11.4%	12.5%
Goldman Sachs	9.9%	17.3%	11.7%
First Boston	9.4%	13.4%	14.9%
Shearson Lehman	7.6%	9.4%	9.5%
Others	17.0%	17.0%	11.0%

(出所) Auebach &amp; Hayes (1986), p.138.

このように、引受け市場の業界図は一括登録制の導入によって流動的になったものの、従来見られたような上位の投資銀行（新興証券業者を含め）による集中に変化を生じさせることはなかった。アーバック・ヘイズ（1986）が記述しているように、一括登録制が導入される直前の 1981 年における上位 15 社の新規公募証券における引き受けシェアは 93%であったが、一括登録の実験的施行がなされた 1982 年には 95%にむしろ上昇している。公募額が大幅に増加した 1983 年には 82%に下がったものの、1984 年には 96%に回復している。株式については債券に比べ、上位業者による集中度は低いものの、債券と同じように一括登録制導入前と導入後で大きく変化を示していない。上位 8 社でみても同じことが言える。つまり、1979 年の上位 8 社の比率は 85%であったが、1984 年も 87%と依然高い比率を維持している（図表 7-3）。

図表 7-3 新規公募証券における引受け集中度の推移（1979 年～1984 年）（%）

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
全証券						
上位 8 社	85	78	82	84	68	87
上位 15 社	97	92	93	95	82	96
債券						
上位 8 社	88	78	80	83	80	85
上位 15 社	95	87	86	90	85	92
株式						
上位 8 社	60	57	60	57	53	45
上位 15 社	69	68	72	66	68	54

(出所) Auebach &amp; Hayes (1986), p.142

.以上を勘案すると、一括登録制度のもたらしたものとして以下の諸点が指摘されよう。

- ① 一括登録制によって上位業者による集中度が減少したわけではなかったが、上位投資銀行間の証券引き受け競争が激化していった
- ② とくに、投資家への販売力の強い投資銀行（ソロモン・ブラザーズやメリル・リンチ）が引き受けシェアを拡大した
- ③ 一括登録制における引受けの場合、シンジケートの規模が大幅に縮小するか、単独でいったん全額購入してただちに転売するというボート・ディール (bought deal) が主流になっていった（筆者も 1990 年代後半に勤務していた外資系投資銀行において、日本企業が保有していた大口（1500 億円相当額）のボート・ディールに何回か実際に関与したが、全額購入後ただちに取引所外で機関投資家に売却するといった迅速さが求められる取引であった。まさしく、機関投資家の需要を捉えていないとできない取引であった）
- ④ この結果、取引関係に変化が見られ、証券発行者は複数の投資銀行と取引関係をもつようになっていった

## 1-2 英国ビッグ・バン

天文学上の爆発宇宙論（Big Bang Theory）で宇宙発生の原因となった大爆発を意味するビッグ・バンという呼称でよく知られている英国における金融改革は、投資銀行のグローバル化を促進させた大きな要因の一つであった。ヘイズ・ヒュッバード（1991）の表現を借りれば、「それまで 30 年間にわたってとられてきた社会主義者の政策を放擲してよいという国民の負託を受けて」<sup>3</sup>、1979 年の選挙で過半数（下院）を得たマーガレット・サッチャー率いる保守党が進めてきた金融・資本市場自由化政策の総まとめとして行われた金融改革をビッグ・バンという。ビッグ・バンは 1986 年 10 月 27 日に実施された。

日本の大蔵省（当時）が発表した「金融システム改革（日本版ビッグバン）とは」<sup>4</sup>と題する特集記事は、ビッグ・バンが行われた背景として以下の 3 点を挙げている。

- ① イギリス証券市場の相対的地位の低下  
ビッグ・バン直前の 1985 年当時、英国証券取引所における株式売買高は世界最大のニューヨーク市場の 13 分の 1、また第 2 位の東京市場の 5 分の 1 と低迷していた。
- ② 国際化の進展と英国証券業者の対応の遅れ  
米国を中心とする外国の金融機関が国際化を進めているのに対して、英国の証券業者はその動きに対応できておらず、金融資本市場における英国業者の地位が低下していた。
- ③ テクノロジーの発展と証券取引所以外での取引の拡大  
コンピュータや通信技術の進展によって、情報の処理技術の高度化および機関投資家による取引量の拡大によって、証券取引所以外での取引へのシフトが発生し、取引所の存立基盤を揺るがしかねない状態になっていた。

以上の背景から、以下の金融改革が実施された。

① 手数料の自由化

米国では 1975 年に手数料の自由化が実施されたこともあり、英国でも 1970 年代後半から公正取引庁によって固定手数料を含む取引所会員規則が競争制限的と争われていたが、1983 年に和解が成立して、ビッグ・バンによって自由化が一気に実現された。

② 単一資格制度の廃止

ビッグ・バン以前の証券取引所における証券取引はジョバー (jobber) とブローカー (broker) の領域であった。ジョバーはニューヨーク証券取引所におけるスペシャリスト<sup>5</sup>と同じように自己勘定で証券売買を行う業者で、証券取引所で行われるすべての取引はジョバーが介在しなければならないことになっていた。ビッグ・バン以前には約 500 のジョバーが存在していた。ブローカーは個人投資家や機関投資家による証券売買の仲介代理人を意味し、固定手数料で仲介業務を行っていた。ビッグ・バン以前には 3000 社以上のブローカーが存在していた。ジョバーはブローカーとのみ取引が許される仕組みであった。ジョバーとブローカーは兼任することが許されていなかったので取引所の会員業者はジョバーかブローカーのいずれか一つを選択しなければならなかった (単一資格主義)。この取り決めは 1908 年以來の証券取引所ルールであった。しかし、前述した国際化や情報技術の進展に対応していくためには、単一資格制度の下で存在していた業者の資本力やリスク対応力を向上させる必要があった。このため、単一資格制度を廃止して、ジョバーとブローカーの兼業を解禁した<sup>6</sup>。

③ 取引所会員業者に対する外部資本出資制限の撤廃

ビッグ・バン以前、取引所会員業者への出資は取引所会員だけに限られていたが、今回の金融改革によって証券取引所会員ではない英国企業や外国企業が会員業者に出資することが許された。この結果、英国のジョバーとブローカーはもはや規制の対象外となり、買収のターゲットとなった。

高原 (2007)<sup>7</sup>は、英国ビッグ・バンの特徴として二つのポイントを挙げている。第一は、英国市場を重視したことである。英国企業ではなく、英国市場を重視したということは、外国企業が英国市場に進出し事業を拡大することで、結果的には英国人の雇用の増大や英国経済の浮揚に有益だという判断がそこにある。実際、ビッグ・バン後、英国金融市場は米国や欧州大陸の有力金融機関が席卷することになっていった。ウインブルドン現象 (テニスのウインブルドン大会は英国で行われるがそこで活躍する選手は英国人ではなく外国人であるということ) と揶揄される所以である。第二は、旧態依然としていた証券取引所の近代化を求める動きである。英国の証券取引所は、単一資格制度に代表されるきわめて閉鎖的な運営を行っていたが、今回の金融改革で証券取引所だけでなく、ロンドンの国際金融街、シティ (金融の中心街で、ニューヨークのウォール街に相当する) に風穴を開けることになった。

英国の金融市場は、以上のジョバーやブローカーのほかに、クリアリング・バンク (clearing bank) とマーチャント・バンク (merchant bank) が重要な役割を果たしていた。



クリアリング・バンクは米国の商業銀行に相当し、全国に展開している支店網を通じて主に預金、貸付業務を提供していた。英国には数百行のクリアリング・バンクがあったが、バークレイズ・バンク (Barclays Bank)、ナショナル・ウェストミンスター・バンク (National Westminster Bank)、ロイズ・バンク (Lloyds Bank) およびミッドランド・バンク (Midland Bank) という当時の 4 大銀行がクリアリング・バンクを支配していた。彼ら 4 大クリアリング・バンクは 1970 年代後半から証券子会社を設立して証券業務に参入し始めていた。

マーチャント・バンクは本論文の生成期の時代に米国投資銀行業務に大きな影響を与えた存在として記述したが、この当時も主として証券引き受けや M&A など財務アドバイザー業務、輸出金融、手形割引など伝統的なマーチャント・バンク業務を営んでいた。

証券取引所会員であったジョバーとブローカーは資本力のある米国や欧州大陸の大手金融機関の買収ターゲットとなった。この脅威から、クリアリング・バンクの証券子会社とマーチャント・バンクは、ジョバーやブローカーを買収していくことになる。また英国に進出していた外国の銀行もマーチャント・バンクやブローカーを買収することで、英国証券市場に積極的に参入していった。

このビッグ・バンの結果、英国金融市場における外国業者の地位は大きく向上することになった。たとえば、1989 年にイングランド銀行が認可した英国国債のプライマリー・ディーラー 27 社のうち、英国業者はバークレイズ・ディ・ジェーテ・ウェッド・ギルツ (バークレイズ・バンク子会社)、ベアリング・ウィルソン&ウォットフォード (ベアリング子会社) など 14 社であったが、外国業者はソロモン・ブラザーズ、ゴールドマン・サックス、シェアソン・リーマンなど米国投資銀行の英国法人や大和証券や野村証券の英国子会社など 13 社にのぼっている<sup>8</sup>。

ビッグ・バン施行 2 年後の 1988 年末時点で、ロンドン証券取引所に上場されている証券の時価総額は 1 兆 6,330 億ポンドで、東京の 3 兆ドル、ニューヨークの 2 兆 5000 億ドルに遜色のない状況にまで回復している<sup>9</sup>。

このように、1986 年に施行された英国の金融改革 (ビッグ・バン) は英国証券市場を外国の業者に開放することで英国の国際金融市場としての地位を高めたのみならず、金融業者の国際化の大きな要因となった。

### 1-3 反独占規制の緩和 (合併ガイドラインの緩和)

1981 年にレーガン政権が誕生すると反トラスト法の緩和がみられるようになった。経済産業省の『競争政策研究会中間報告』<sup>10</sup>は 1960 年代以降の米国における合併ガイドラインの歴史を記述しているが、それによると、合併に関しては「寡占的市場構造は必然的に超過利潤をもたらすとの考え方から市場シェア・集中度以外の個別要因はほとんど無視」し、「市場シェア・集中度についても極めて低いレベルの企業結合しか認めない」というハーバード学派と、「協調行動の蓋然性などの判断に当たっては、市場シェアのみが決定的要因ではなく、多様な要因の分析が必要であるとの認識」から「企業結合をより積極的に

認める」というシカゴ学派の二つの考え方が存在していたが、「1981年に誕生したレーガン政権は、競争政策におけるシカゴ学派の考え方に同調的であり、こうした変化は同政権下で策定された1982年と1984年の合併ガイドラインに色濃く反映されることとなった」と記述している。

この結果、1982年に司法省が垂直的統合に対する規制を撤廃し、1984年には水平的統合に関する規制も大きく緩和されるようになった。この規制緩和を受けて大型合併が可能となり、1980年代のM&Aブーム（第4次M&Aブーム）をもたらした。ニューヨーク証券取引所のFactbookは、1980年代の米国におけるM&Aの推移を示しているが、1981年から件数・金額ともに急増していることがわかる（図表7-4）。

第4次M&Aブームの特徴は、①1件当たりの取引規模が大きいこと、②それを可能にしたのは被買収企業の資産を担保とした借入をてこ（レバレッジ）として活用したこと、つまりLBO（leveraged buyout）が大きな比重を占めたこと、③LBOが衰退後は格付けの低い社債、いわゆるジャンク・ボンド（junk bond）を活用した中堅企業あるいは新興企業による買収が増加したこと、の3点であろう。

LBOとは、買収企業が買収を目的としてペーパー・カンパニーを設立し、銀行から買収までのつなぎ融資（ブリッジ・ローン）を受けて、その資金と限られた自己資金で被買収企業（ターゲット企業）に買収を仕掛けるという仕組みである。担保価値を持たないペーパー・カンパニーが銀行からつなぎ融資を受けられる理由は、買収が成立した後にターゲット会社の資産を担保として長期資金を借り入れ、その資金でつなぎ融資を返済するという仕組みになっているからである。

図表 7-4 米国における M&A の推移

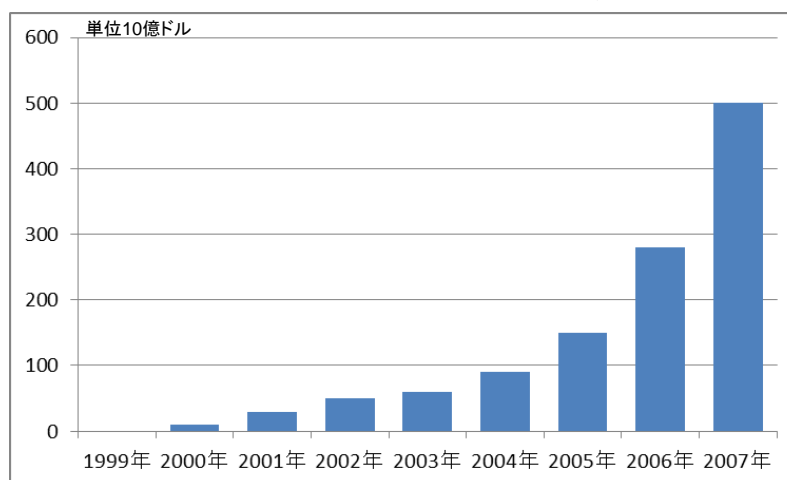
	発表ベース		完了ベース	
	件数	金額（10 億ドル）	件数	金額（10 億ドル）
1980	106	23.6	14	2.2
1981	1,196	156.4	833	73.5
1982	2,088	78.2	1,561	62.5
1983	3,209	121.1	2,328	66.0
1984	3,407	243.9	2,527	143.0
1985	2,313	311.1	1,691	147.5
1986	3,404	349.8	2,430	231.5
1987	3,291	349.0	2,387	195.8
1988	4,171	563.9	2,840	281.3
1989	5,653	436.9	3,599	270.8
1990	5,709	233.6	4,178	175.5

（出所）New York Stock Exchange Factbok 2002, p.24.

LBO を発達させたのはバイアウト・ファンド KKR (Kohlberg, Kravis, and Roberts) であった。Morrison & Wilhelm (2007a) <sup>11</sup>は、LBO を企業の再構築や業界再編において重要なツールとして高く評価している。つまり、従来の M&A では買収規模は買収企業の資金調達力によって限界があったが、LBO を利用することによって、小規模の買収者が少ない自己資金で大規模な買収が可能になったためであるという。KKR は LBO を駆使して数多くの買収を手掛けたが、なかでも RJR ナビスコの大型買収は多くの投資銀行を巻きこんだものであったことと、敵対的買収という結果になったという点で特筆に値する。1989 年に起きた 250 億ドルという巨大な買収で、この買収には、①経営陣グループ...RJR ナビスコ経営陣、シェアソン・リーマン、ソロモン・ブラザーズ、②KKR グループ...KKR、ドレクセル・バーナム・ランベール、モルガン・スタンレー、ワッサーズ・ペレラ、メリル・リンチ、③ファースト・ボストングループ、④フォーストマン・リトル、ゴールドマン・サックスグループ、とほとんどの有力投資銀行が RJR ナビスコをめぐる買収合戦を繰り広げている。最終的に KKR が買収に成功することになるが、買収にかかわる借入額が買収後の RJR ナビスコの財務内容を悪化させる結果になった。年間 30 億ドルにのぼる借入金の償還もあり、RJR ナビスコは 1989 年上期に巨額の赤字を計上した。それだけではなく、いくつかの事業部門（デル・モンテや欧州の食品事業など）の売却や従業員の削減を余儀なくされた。1990 年 3 月に発表された早期退職計画によって、たばこ工場の従業員 3000 人、ホワイトカラーの管理職が 825 人整理された<sup>12</sup>。

このように、LBO という買収ツールの発展によって、買収規模の巨大化、敵対的買収の可能性、中小規模の企業による大型企業の買収などをもたらした。加えて、LBO における投資銀行の役割も、M&A のアドバイザー・サービスだけでなく、LBO が完了するまでの買収資金としてブリッジローンを提供したり、LBO 成立後の長期ローンの取りまとめを行ったりするなど拡大していった。その意味で、LBO は投資銀行の役割を従来の代理人（エージェント）としての仲介業から、資金を提供するプリンシパル（本人）に拡大する契機となったといえよう。後に、投資銀行が自らバイアウト・ファンドを組成したり、あるいは自社の勘定で企業投資を行うプリンシパル・インベストメント（あるいはマーチャント・バンキング）に参入したりしていくのは、LBO の影響を無視できない。Bain & Company, Private Equity Report 2010 が示しているように、2000 年以降、LBO を活用した融資は急増している（図表 7-5）。

図表 7-5 LBO 融資額の推移 (単位：100 万ドル)



(出所) Bain & Company, Private Equity Report 2010, p.3.

ジャンク・ボンドとは、業績の悪化によって格付けが低下した債券（いわゆる fallen angel: 墮天使）あるいは格付けの低い中規模企業の債券を意味する。ジャンク・ボンドが急増したのは 1977 年からであったが、この背景にはインフレーション下で高い収益の見込める証券を機関投資家が捜していたことが挙げられる。ジャンク・ボンドを始めたのはリーマン・ブラザーズであったが、ジャンク・ボンド市場を急成長させたのはマイケル・ミルケン（Michael Milken）率いるドレクセル・バーナム（Drexel Burnham）であった。ミルケンは低価格企業を詳細に検討し、その将来価値を機関投資家に訴えることで、投資家のネットワークを構築し、流通市場を形成した。ジャンク・ボンドの流通市場の形成によって流動性が確保されたことから、水口（1993）が記述しているように、ジャンク・ボンド市場の発行市場も急速に拡大していった<sup>13</sup>（図表 7-6）。

図表 7-6 米国企業の新規発行社債額 (単位：10 億ドル)

	普通公募社債 発行額 (A)	ジャンク・ボンド 発行額 (B)	(B) / (A) (%)
1977	24.1	1.1	4.6%
1978	19.8	2.1	10.8%
1979	25.8	1.7	6.5%
1980	41.6	2.1	5.0%
1981	38.1	1.7	4.6%
1982	44.3	3.2	7.2%
1983	47.6	8.5	17.8%
1984	73.6	15.8	21.6%
1985	120.0	19.8	16.5%

(出所) 水口 (1993), p.96.

#### 1-4 グラム・リーチ・ブライリー法の施行

1933 年銀行法（グラス・スティーガル法）によって商業銀行業務と投資銀行（証券）業務は分離されていたが、資本市場の発展にともなう投資銀行の良好な業績に比べて競争力の低下していった商業銀行は、1980 年代以降、グラス・スティーガル法の見直しを求めて積極的なロビー活動を展開していた。こういう動きを背景に、1980 年代後半からグラス・スティーガル法は行政を通じて実質的に緩和の方向にあった。つまり、1987 年に銀行持ち株会社が子会社による CP、モーゲージ担保証券、特定地方財源債（レベニューボンド）の引受業務の認可を求めてきた際に、連邦準備制度理事会（FRB）は、それらの証券は銀行持ち株会社が取り扱うことのできない「非適格証券」であるとの判断をしたうえで、子会社の総収入の 5%以内であれば当該子会社の主たる業務にはならないとの行政判断を下したのが始まりであった。その後、1989 年に 10%、1997 年に 25%まで上限が引き上げられていった。また、この子会社が取り扱うことのできる証券の範囲も、1989 年には社債、1990 年には株式にまで拡大した。このように、商業銀行は 1980 年代からグラス・スティーガル法の下でも投資銀行業務を徐々に拡大していく。つまり、グラス・スティーガル法が規定していた証券業務と銀行業務の壁は徐々に低下していったのである。

このような動向の中で、グラム・リーチ・ブライリー法が 1999 年 11 月 12 日に成立する。商業銀行と投資銀行（証券）の垣根が 66 年ぶりに実質的に取り除かれることになったのである。この結果、銀行と証券にくわえ保険業務も互いの分野に参入できる法的な枠組みが整ったことになる。具体的には、グラス・スティーガル法（1933 年銀行法）のうち、第 20 条（銀行が証券の引受等を主たる業務とする会社と系列関係を持つことの禁止）と第 32 条（銀行と、証券の引受等を主たる業務とする会社との間で取締役等を兼任することの禁止）が廃止されることになった。しかし、第 16 条（銀行の国債などを除く証券業務の禁止）と第 21 条（証券会社が、預金を受け入れることの禁止）は引き続き効力を持っている。したがって今後も、銀行が本体で株式引受等の証券業務を行うことや、証券会社が本体で預金を受け入れることは禁止される。ただし、金融持ち株会社（Financial Holding Company）を設立すれば、傘下に、証券・保険業務（引き受けおよび代理業務）、ミューチュアル・ファンド、マーチャント・バンキングなどを所有することができるようになる。また、一定の条件を満たす国法銀行は、金融持ち株会社を設立することなく、子会社を通じて、保険引き受け業務など一部の金融業務を除いて金融持ち株会社と同様な業務を取り扱うことができるようになったのである。

## 2. 競争構造

1970 年代の機関投資家の活発化や株式取扱手数料の自由化を背景としてメリル・リンチやソロモン・ブラザーズなど新興勢力が台頭、また 1984 年に正式に導入された一括登録制の導入による上位投資銀行間の競争の激化など、上位の投資銀行間の競争は外部環境の変

化にともない激しくなっていた。しかし、この時点ではグラス・スティーガル法による投資銀行業務と商業銀行業務の隔離規制の下、投資銀行間の競争に留まっていた。

一方、商業銀行による投資銀行業務への進出はグラス・スティーガル法の下においても、同法 20 条の拡大解釈<sup>14</sup>などによる証券・銀行間垣根の低下を受けて徐々に進んでいた。

商業銀行による投資銀行業務への進出にはさまざまな要因が考えられるが、本論文では BIS (Bank for International Settlement; 国際決済銀行) による自己資本規制と ROE (株主資本比率) の視点から考察していきたい。

BIS は世界の中央銀行の中央銀行といった存在だが、その BIS が国際金融市場におけるシステミック・リスクの回避を目的として、ある一定以上の資格を有する銀行以外、国際金融市場への参入を認めないことを決定した。その資格要件が、リスク資産に対する自己資本比率を 8% 以上に維持することであった。いわゆる BIS 規制といわれる自己資本規制である。ここでは詳細に触れないが、国際金融市場で活動を行う銀行は、BIS が定めるリスク・レシオを実際の資産に乗じて算定したリスク資産に対して、8% 以上の自己資本を維持することが求められたのである。リスク・レシオはゼロ・パーセントから 100% まで幅広く、たとえば OECD 加盟国の国債のリスク・レシオはゼロであるが、対銀行債権は 20%、担保付き住宅ローンは 50%、対民間企業債権は 100% となっている。つまり、BIS の基本的な考え方は、①金融機関の資産は表面上の金額ではなく、その資産が潜在的にもっているリスクで把握すべきであること、②資産の潜在的リスクは自己資本でサポートされなければならないこと、ということであった。

この BIS 規則の下で、商業銀行は利益の最大化を求めていくことになる。つまり、リスクを考慮しながら株主が出資してくれた自己資本（つまり株主資本）に対する利益率を高めることが大きな目標となっていく。その意味で、対株主資本利益率 (Return on Equity) が重要となる。その考え方からリスク資産を考慮して、最も高い利益率を上げることのできる分野に株主資本を多めに割り当てるという経営方法が生み出されてきた。リスク・キャピタル・アロケーション (risk capital allocation) である。この基本になったのが過去のデータから一定の範囲内で潜在的な最大リスク額を算定するバリュー・アット・リスク (Value at Risk=VaR) である。つまり、VaR をベースに自己資本を割り当て、潜在的な最大リスクは自己資本でカバーし、それ以外に対しては外部資金で賄う形となる。当然のことだが、VaR の小さい方が自己資本の割当額が少なくすみ、その結果自己資本利益率が高くなる。

具体的に見てみよう。たとえば、A 社あての期間 1 年の貸出債権 10 億ドル (貸出利鞘 3%) に対する潜在的な最大損失額 (VaR) が 10% と仮定すると、貸出額 10 億ドルの 10% である 1 億ドルについては自己資本を割り当てなければならない。これがリスク・キャピタルである。つまり、A 社に対する貸出 100 万ドルに対しては、10 万ドルのリスク・キャピタル (自己資本) と 90 万ドルの外部負債で賄うこととなる。仮に、外部負債のコストが 1% とすると、A 社の貸出から生じる ROE は、以下のように 21 % と実際の貸出利鞘 (3%) より高い利鞘を享受できることになる。

A 社あて貸出のバランスシート (単位：万ドル)			
運用		調達	
A 社あて貸出	100	外部負債	90
		自己資本	10
<hr/>			
合計	100		100
A 社あて貸出の ROE (単位：億ドル)			
貸出利鞘：	$100 \times 3\% = 3$		
外部負債コスト：	$90 \times 1\% = 0.9$		
ネット利鞘：	2.1		
ROE：	$2.1/10 = 21\%$		

しかし、リスクの高い、たとえば VaR が 50% と高い B 社に対して同じ 100 万ドルを貸出した場合には、自己資本を 50 万ドル割り当てる必要があるので、外部負債は 50 万ドルとなる。したがって、B 社に対する貸出をリスクが高い分だけ A 社より高め(仮に 2% 高い 5%)の利鞘で貸し出しとしても、ROE は以下のように 9% にしかない。

B 社あて貸出の ROE (単位：100 万ドル)	
貸出利鞘：	$100 \times 5\% = 5$
外部負債コスト：	$50 \times 1\% = 0.5$
ネット利鞘：	4.5
ROE：	$4.5/50 = 9\%$

このようなリスク資産に対する利益(これを Risk Adjusted Return on Capital=RAROC と呼ぶ)という考え方が商業銀行に普及してくると、RAROC の低い貸出を減らして、リスク・レシオがゼロの OECD 諸国の国債によるトレーディングなどに重点を移行していくことになる。さらに、リスク・キャピタルの割り当てを必要としない、あるいは割り当てが少なくすむ M&A アドバイザリー業務や引受業務など投資銀行の業務に魅力を感じるようになった<sup>15</sup>。

このような背景もあり、商業銀行の投資銀行業務への進出は 1990 年代から投資銀行の買収などを通じて推進された。商業銀行が投資銀行分野に経営資源を注力したのは米国だけではない。ユニバーサル・バンキング制度を採用しているドイツやスイスなど多くの欧州の大手銀行も同様に投資銀行部門のマーケット・シェアを拡大している。

商業銀行による投資銀行業務の拡大は、1999 年 11 月のグラム・リーチ・ブライリー法

の成立にともなう証券・銀行間の垣根の実質的な撤廃によって、商業銀行による投資銀行業務への進出が加速された。

たとえば、2003 年 1 月～9 月間のグローバル・ベースにおける債券・株式合計の主幹事 (bookrunner) ランキングでは、トップ 10 位までにランクされている伝統的な投資銀行は、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、リーマン・ブラザーズ、ゴールドマン・サックスの 4 社にとどまり、シティ・グループ、J.P.モルガン・チェイス、バンク・オブ・アメリカの商業銀行系投資銀行や CSFB、ドイツ銀行、UBS などの欧州の商業銀行系投資銀行 6 行が 10 位以内にランキングされているにすぎない (図表 7-7)。

表 7-7 債券・株式主幹事実績ランキング (グローバルベース) (2003 年 1 月～9 月)

	銀行名	発行額 (百万円)	取引件数	シェア (%)
1	Citigroup (米国)	404,295	1,348	10.2
2	Morgan Stanley (米国)	302,030	1,035	7.6
3	Merrill Lynch (米国)	284,900	1,442	7.2
4	JP Morgan Chase (米国)	271,285	1,073	6.8
5	Lehman Brothers (米国)	263,734	920	6.6
6	CSFB (米国+ (スイス))	250,706	926	6.3
7	Deutsche Bank (独)	248,220	952	6.2
8	UBS (スイス)	221,878	827	5.6
9	Goldman Sachs (米国)	221,132	576	5.6
10	BofA Securities (米国)	155,287	529	3.9

(出所: *Investment Dealers Digest*)

このように大手商業銀行は積極的に投資銀行業務に参入していき、引受け分野や M&A 分野など投資銀行分野で大きくマーケットシェアを伸ばしていった。その過程で、Davis (2003) が記述しているように、大手商業銀行による投資銀行の買収、あるいは投資銀行間の合併など、投資銀行業界において大掛かりな合従連衡が起こっていく。たとえば、シティバンクは大手投資銀行のソロモン・ブラザーズを買収し、スイスの大手銀行であるクレジット・スイスは名門投資銀行のファースト・ボストンを傘下に収めている (図表 7-8)。



表 7-8 商業銀行系グローバル投資銀行の合従連衡

商業銀行	Citibank	Credit Suisse	Deutsche Bank	JP Morgan	Union Bank of Switzerland
投資銀行 証券会社	Salomon Brothers Smith Barney Schroder Nikko	First Boston Donalson, Lufkin & Jenrette Pershing	Morgan Grenfell Alex Brown	Hambrecht & Quist Robert Fleming Beacon group	Phillips & Drew S.G. Warburg O'Connor Dillon Read Paine Webber

(出所) Davis (2003), P17 を参考に作成。

上記のように商業銀行による投資銀行業務への進出は、とくにグラム・リーチ・ブライリー法の成立後積極的に推進されているが、投資銀行分野に進出した大手商業銀行はどのように商業銀行業務と投資銀行業務を使い分けているのであろうか。本項では、①商業銀行間の統合により投資銀行業務を拡充している事例、および②商業銀行が投資銀行を統合して商業銀行の中に組み入れた事例、という 2 つの事例を通して、商業銀行の投資銀行業務を考察してみたい。

#### ① J.P.モルガンとチェイス・マンハッタン銀行の事例

2000 年に、J.P.モルガンとチェイス・マンハッタンが統合して J.P.モルガン・チェイスが誕生した。この結果、ニューヨークの大手商業銀行 4 行（J.P.モルガン、チェイス・マンハッタン、ケミカル、マニファクチャーズ・ハノーバー）が 1 行に統合されたことになる。その後、2004 年に消費者向け金融業務に強みを発揮していたバンク・ワンを統合した。

J.P.モルガンは、もともと生成期の最有力投資銀行のモルガン商会であったが、1933 年のグラス・スティーガル法の規制によって商業銀行を選択した経緯を持つ。したがって、商業銀行となった後も J.P.モルガンは大手企業や政府・政府機関などを主要顧客とする卸売金融業務に強みを発揮していた。一方、チェイス・マンハッタンは証券企業を中心とする商業銀行部門に力を有し、またバンク・ワンは消費者向け金融業務を有力な武器としていた。したがって、統合後の J.P.モルガン・チェイスは大口顧客、中堅顧客、消費者のすべての顧客層をカバーすることができた。このため、統合後の担当分野は、また J.P.モルガンが投資銀行業務、チェイスが商業銀行業務を担う形となっている（図表 7-9）。

同社の Web サイトにも、明確に J.P.モルガンが投資銀行部門、チェイスが商業銀行部門を担当することがわかるように記載されている。つまり、統合以前の両行のブランド（卸売投資銀行業務を主体とした J.P.モルガンと小売商業銀行業務を主体としたチェイス）を維持しながら、投資銀行と商業銀行の二つの業務分野のすみわけを図っていることがわかる。

図表 7-9 J.P.モルガン・チェイスの取扱い業務分担

J.P.モルガン	チェイス
投資銀行ビジネス (Investment Bank) ・ アドバイザリー ・ 債券・株式引受け ・ 貸出 ・ トレーディング・ディーリング など	消費者向けビジネス ・ 支店業務、ATM、オンラインバンキング ・ クレジット・カード (Credit Cards) ・ 小企業金融 (Small Business Service) ・ 住宅ローン (Home Finance) ,自動車ローン (Auto Finance) ,教育ローン (Education Finance) ・ 退職金運用 (Retirement & Investing)
資産運用 (Asset Management)	商業銀行ビジネス (Commercial banking ) ・ 大企業向け ・ 中堅企業向け ・ 商業不動産 など
トレジャリー・サービス (Treasury Servies) ・ キャッシュ・マネジメント など	
証券サービス (World Securities Services) ・ グローバル・カストディ ・ 証券決済管理 など	
プライベート・バンキング (Private Banking)	
自己勘定投資 (One Equity Partners)	

(出所) JP Morgan Chase の Web サイト <http://www.jpmorganchase.com/>

したがって、証券ビジネスにかかわる業務は J.P.モルガンが担当し、貸出や預金など商業銀行ビジネスにかかわる業務はチェイスの担当となる。しかし、提供する金融商品によってすみわけを図っているわけではなく、ターゲットとする顧客層によって担当分野を分けているのである。

つまり、J.P.モルガンの担当顧客は基本的に資本市場を利用する顧客で、たとえば、グローバルベースで活動する大手企業、主要国政府や政府機関、地方自治体、保険会社などの機関投資家、ヘッジファンドなどの各種投資ファンド、銀行など金融機関となっている。顧客数もグローバルベースで約 2 万社と少ない。しかしカバーする顧客に対しては、証券業務はもちろんのこと、商業銀行ビジネスの中核ビジネスでもある貸出サービスも提供する。同様に、チェイスの場合、売上高が 1000 万ドルから 20 億ドルの大企業やそれ以下の企業を担当するが、これらの担当する顧客に対して貸出だけでなく証券ビジネスも提供する。個人顧客も同様で、J.P.モルガンは富裕層を対象としてプライベート・バンキング（各種の資産運用や相続関連商品など）サービスを提供するが、チェイスは富裕層以外の一般個人顧客を対象としてさまざまな金融サービスを提供するという仕組みになっている。

このように、投資銀行部門においても大手法人向け貸出や M&A 関連貸出などを提供するし、同様に、商業銀行部門でもオンライン証券や小口投資家向け証券取次ぎなど証券関連サービスを取り扱っている。その意味で、商業銀行が「貸出」、証券会社が「証券」とい

う商品によるセグメンテーションにはなっていない。

商品ではなく顧客セグメンテーションによる分類は、金融商品の構成要素を分析することでより明確になる。たとえば、コマーシャル・ペーパーは主として機関投資家に販売される資本市場商品であるが、銀行によるバックアップ・ライン（流動性保証）が存在しない場合には格付けや販売に大きな影響を与える。同様に、資産担保証券（ABS）などの証券化商品も、返済資源となる受取債権のキャッシュ・フロー不足に備えて銀行の一部保証という信用補完が重要な役割を果たす。さらに、M&A 取引においても、アドバイザーだけでなく買収資金をブリッジローンなどの形で資金供給する場合も多い。従来の投資銀行や商業銀行という区分けがむしろ一貫した金融サービスの提供の妨げとなるのである。その意味で商業銀行が投資銀行業務を取り込むことによる範囲の経済のメリットは大きいといえよう。とくに J.P.モルガンとチェイスの場合には双方が商業銀行であったため、商業銀行と投資銀行という企業文化の異なる統合に比べると、統合後のオペレーションは比較的容易であったものと推測される。

では、商業銀行による投資銀行（証券業者）の統合の場合はどうであろうか。次にシティ・グループの事例を通して考察していきたい。

## ② シティ・グループの事例

シティ・グループの投資銀行業務への本格的進出は、1993 年 12 月にトラベラーズ・グループが伝統的な投資銀行であったスミス・バーニー（Smith Barney）を買収した時期に遡る。その後、1997 年に債券トレーディングで高い評価を得ていた米国大手投資銀行ソロモン・インク（Salomon Inc.）を買収、1998 年 6 月には日興証券とホールセール投資銀行合弁会社の設立、2000 年 1 月には欧州における M&A 取引で強みを発揮していたシュローダーズ Plc（Schroders Plc）を買収している。

シティ・グループの投資銀行統合後の組織について、2003 年に発表されたプレゼンテーションから考察していきたい。

シティ・グループは巨大な金融コングロマリットであるが、グループとしての取扱業務を 5 部門に大別している（図表 7-10）。投資銀行業務は大企業、政府・政府機関、機関投資家を対象とするグローバル・コーポレート&インベストメント・バンキング（Global Corporate and Investment Banking Group）の一部を構成し、グローバルベースで展開されている。

図表 7-10 グローバル・コーポレート&インベストメント・バンキンググループ

グループ名	業務内容
消費者関連グループ (Citigroup Global Consumer Group)	個人や中小企業を対象としたリテール・バンキング業務、クレジット・カード、消費者金融業務
グローバル・コーポレート&インベストメント・バンキング・グループ (Global Corporate and Investment Banking Group)	大企業、政府・政府関連機関、機関投資家を対象とした商業銀行（コーポレート・バンキング）および投資銀行（インベストメント・バンキング）業務（融資、債券、株式、M&A、貿易金融、外国為替、デリバティブ、仕組み商品など）
グローバル資産運用グループ (Citigroup Global Investment Management)	アセット・マネジメントなど資産運用業務、年金サービス、保険業務など
国際グループ (Citigroup International)	約 100 カ国にのぼるシティ・グループの拠点における主として個人・中小企業を対象とした金融サービス業務
スミスバーニー・グループ (Smith Barney)	富裕層を対象としたプライベート・バンキング

（出所）2003 年 11 月 4 日付けシティ・グループのプレゼンテーション資料から作成。

ホールセール金融を担当するグローバル・コーポレート&インベストメント・バンキング・グループ（Global Corporate and Investment Banking Group）は大企業、政府・政府関連機関、機関投資家などをターゲット顧客として、投資銀行業務だけでなく、貸出やキャッシュ・マネジメント、あるいは外国為替などの商業銀行業務も併せて提供している。同部門は、以下のように 3 部門で構成される（図表 7-11）。

図表 7-11 グローバル・コーポレート&インベストメント・バンキング・グループ構成

グループ名	取扱商品
インベストメント・バンキング	M&A アドバイザリー、仕組み商品、株式関連商品、債券関連商品
コーポレート・バンキング	貸出、デリバティブズ、証券化、外国為替
トランザクション・サービス	キャッシュ・マネジメント、貿易金融、証券保管、信託、証券貸出

（出所）2003 年 11 月 4 日付けシティ・グループのプレゼンテーション資料から作成。

上記の通り、インベストメント・バンキング部門が M&A、株式・債券引受け・売買という伝統的な投資銀行業務を取り扱い、コーポレート・バンキング部門は、貸出を中心としてデリバティブや証券化など信用供与が絡む業務<sup>16</sup>を取り扱っている。また、トランザクション・サービス部門は、後方支援的な業務を担当している。

グローバル・コーポレート&インベストメント・バンキングは、顧客企業を時価総額と収益目標を基準として以下のように 4 分類している（図表 7-12）。

図表 7-12 顧客セグメンテーション

分類	時価総額	収益目標	顧客数
プラチナ企業 (Platinum)	50 億ドル以上	3 年間で 3500 万ドル以上	354
中核企業 (Core)	10 億ドル以上	3 年間で 1000～2000 万ドル	1,765
ターゲット企業 (Target)	—	—	1,730
その他企業	—	—	25,000

(出所) 2003 年 11 月 4 日付けシティ・グループのプレゼンテーション資料から作成.

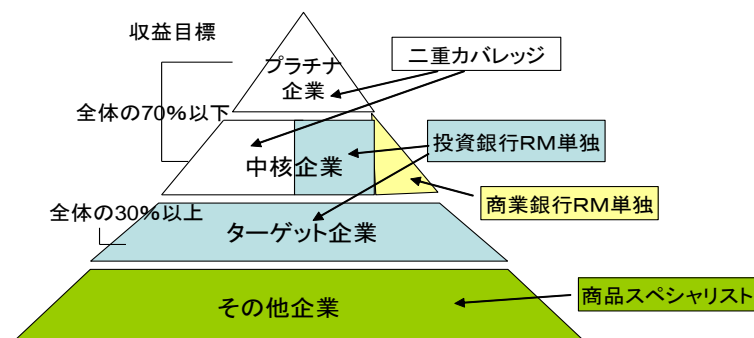
時価総額が 50 億ドル以上で最も高い収益性を期待できる顧客企業をプラチナ企業 (platinum) と位置づけ、3 年間で 1 社当たり 3,500 万ドルを収益目標としている。ただし、このクラスの企業数はグローバルベースでもわずか 354 社にすぎない。次に、時価総額が 10 億ドル以上で 3 年間の収益目標を 1 社当たり 1,000 万～2,000 万ドルとする企業を中核企業 (Core) と位置づけており、ターゲット企業数はグローバルベースで 1,765 社にのぼる。プラチナ企業・中核企業とも、シティ・グループにとって複数の金融取引が期待できる顧客となっている。一方、単一商品ではあるが、高い収益性が期待できる顧客をターゲット企業と位置づけている。上記の 3 つのクラスを合計した 3,840 社をターゲット企業と位置づけているが、それ以外にも 25,000 社以上にのぼる企業 (その他企業) との取引がある。

ターゲット企業 3,840 社を地域別に見ると、北米 (米国・カナダ) が 2,062 社と全体の過半 (54%) を占め、欧州 1,089 社 (28%)、日本 301 社 (8%)、日本を除くアジア 255 社 (7%)、中南米 131 社 (3%) と続く。

シティ・グループは、顧客セグメントに応じて 3 つの異なるリレーションシップ・マネジメント・モデルを使っている。ひとつが、インベストメント・バンキング部門、コーポレート・バンキング部門それぞれにリレーションシップ・マネジャー (以下 RM) を配置して、ひとつの顧客企業をふたりの RM が担当するモデルで、シティ・グループはこれを二重カバレッジ (Dual Coverage) と呼んでいる。2 つめがインベストメント・バンキング部門の RM だけが担当するモデル、もうひとつがコーポレート・バンキング部門の RM だけが担当するモデルである。

インベストメント・バンキングとコーポレート・バンキングの RM が二重で担当しているのは、すべてのプラチナ企業 345 社と中核企業 (1,765 社) の約半数となっており、残りの中核企業は企業のニーズに応じて、インベストメント・バンキングあるいはコーポレート・バンキングの RM が単独で担当している。ターゲット企業 (1,730 社) についてはすべてインベストメント・バンキングの RM が単独でカバーしている。また 25,000 社以上にのぼるその他企業は、RM を配置せず、直接商品スペシャリストが担当するシステムとなっている (図表 7-13)。

図表 7-13 企業カバレッジの仕組み



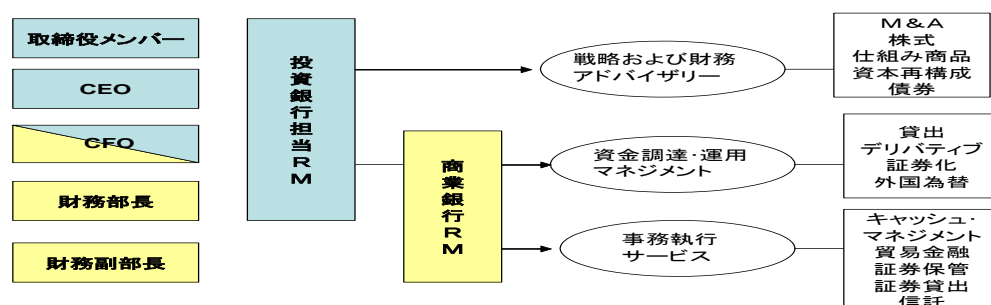
(出所) 2003 年 11 月 4 日付けシティ・グループのプレゼンテーション資料から作成。

二重カバレッジの場合、ふたりの RM のカバー範囲は CFO（財務担当最高責任者）の部分で重複するものの、図表 7-14 のように、インベストメント・バンキング担当 RM が取締役会メンバーや CEO など顧客企業の上位の管理者をカバーし、コーポレート・バンキング担当 RM は中位の管理者や担当者をカバーしている。これは、投資銀行の取扱い業務が経営戦略に係ることが多く、貸出やデリバティブ、証券化などの業務は財務部長以下の現場の担当者が主たる責任を持っているという取扱商品の性格によるところが大きい。

RM が取締役会メンバーや CEO など上位の管理者をカバーすることは多くの投資銀行で見られ、シティ・グループだけの特色ではない。実際、今回インタビューをした米国大手投資銀行の前東京支店長も以下のように答えている。

われわれ投資銀行の日本での強みは、商品担当者が部長や担当者などの実務レベル（working level）とコンタクトするだけでなく、シニアなリレーションシップ・マネジャーがトップ経営層とダイレクトなコンタクト・ラインを持ち、より高いレベルの情報（戦略、市場動向など）を提供することができることだと思う。私自身の場合でも、顧客企業のトップ（CEO）とダイレクトにコンタクト・ラインを持っていた。日本の証券会社は実務レベルのコンタクトしかできない、つまりトップレベルとビジネスを直接話すことができていない。

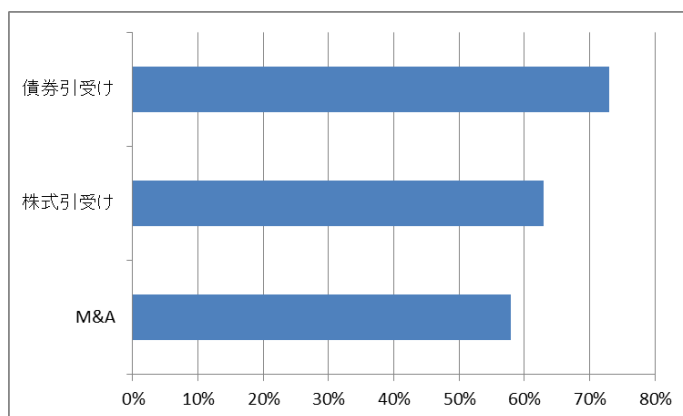
図表 7-14 二重カバレッジにおける投資銀行 RM と商業銀行 RM の担当カバレッジ



(出所) 2003 年 11 月 4 日付けシティ・グループのプレゼンテーション資料から作成。

以上、J.P.モルガン・チェイスとシティ・グループの事例から、商業銀行による投資銀行分野への進出について以下のことが考えられる。つまり、J.P.モルガン・チェイスが同じ部門で投資銀行業務と卸売商業銀行業務を担当しているのに対し、シティ・グループは二つの部門がそれぞれ投資銀行分野と卸売商業銀行分野を分けて担当（ただし、互いにチームとして協働）しているという違いはあるものの、両行ともグローバルベースで活動している大企業や機関投資家、金融機関をターゲットとして、投資銀行業務に重点をおいたアプローチを行っている。しかし、前述した貸付業務など商業銀行業務も投資銀行業務を獲得するための補助的役割を果たしている。前述したように、RAROC の視点からは自己資本金の割り当てが比較的大きい貸付業務は魅力のない金融商品となっていた。しかし、一方で貸付を行うことは顧客に対して信用を置いている（信頼している）という明確な意思表示となるため、顧客にとってもその銀行に対する信頼感を増すという効果がある。換言すれば、貸付という金融商品は、顧客企業との長期リレーションシップを構築して、M&A や引受けなど収益性が高い取引関係にまで高めるには有効な商品となる。シティ・グループは貸出商品を活用して投資銀行分野におけるシェア・アップを図る方針を明確に打ち出している。このことは、シティ・グループの投資家向けプレゼンテーション資料（図表 7-15）でも明らかである。これによると、過半数の企業が債券引受け、株式引受け、M&A などの投資銀行取引を借入れ銀行に優先的に与えていることがわかる。

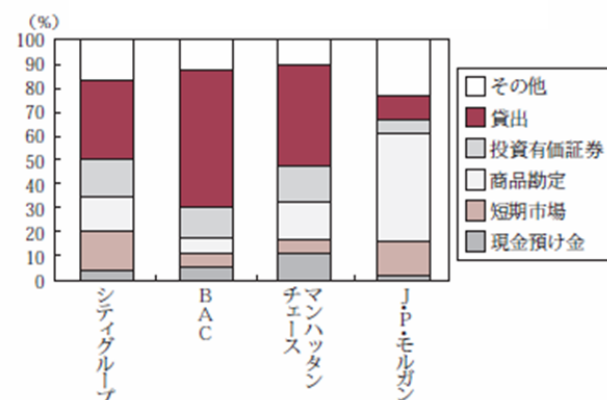
図表 7-15 借入銀行へほかの業務を優先的に与えている会社数の比率



（出所）2003 年 11 月 4 日付シティ・グループのプレゼンテーションから作成。

図表 7-16 は 1999 年 3 月末時点の米国大手商業銀行の資産内容の比較であるが、卸売業務に重点を置いている J.P.モルガンの貸付資産の比率と小売業務に重点をおいているバンク・オブ・アメリカの貸付資産の比率がきわめて対照的となっていることがわかる。一方、総合的商業銀行を目指すシティ・グループの貸付資産の比率は J.P.モルガンとバンク・オブ・アメリカの中間となっている。つまり、前述したように、大企業相手の卸売商業銀行にとって貸付はあくまで補助的な存在となっているのである。

図表 7-16 大手米銀資産内容比較（1999 年 3 月末時点）



資料 アニュアルレポート

（出所）農林中金総合研究所，2000 年 5 月号 p.15 .

このことは、以下のコメント（筆者が所属していた投資銀行の幹部社員に対するインタビュー）にあるように、投資銀行担当者が貸付という信用供与の効果を認めていることから推察することができる。

信用供与はリレーションシップの持続に重要な役割を果たす。信用供与によって全般的なリレーションシップが高められ、完成する。(米国地域総責任者)

投資銀行取引をする場合、大半（すべてといってもいいが）のケースで貸出を供与しているかどうかが決め手となる。(債券市場本部セールス総責任者)

取引投資銀行を選択する際に、信用を供与していることは大きな決定要素となる。多くの場合、最大の貸出銀行（リードバンク、lead bank）と主幹事投資銀行（lead investment bank）は共通といってもいい。仮に、リードバンクの投資銀行子会社が主幹事でない場合でも、3 位以下にランクされることはない。(元投資銀行部門総責任者)

以上のように、商業銀行が貸付という金融商品を有効に活用することで、引受けや M&A アドバイザリーといったリスク・キャピタルをあまり多く必要としない投資銀行業務を拡大することが可能になってくる。資産規模が大きく、かつ預金という本源的資金源を有する大手商業銀行が投資銀行分野に参入してくることは、投資銀行にとって大きな脅威となった。実際、1999 年末のシティ・グループの総資産額 7,770 億ドル、自己資本 537 億ドルに対して、モルガン・スタンレーの総資産は 3,670 億ドル、自己資本は 397 億ドルとなっている。この時点ではモルガン・スタンレーも株式会社化しており急速に資産規模を増大しているとはいえ、シティ・グループの資産規模の約半分に残っている。投資銀行にとって、商業銀行による投資銀行分野への参入は投資銀行の戦略に大きな影響を与えていくことになる。



### 3. 技術構造

1980 年以降の資本市場と投資銀行にコンピュータやインターネットなど技術の急速な進展が大きな影響を与えた。

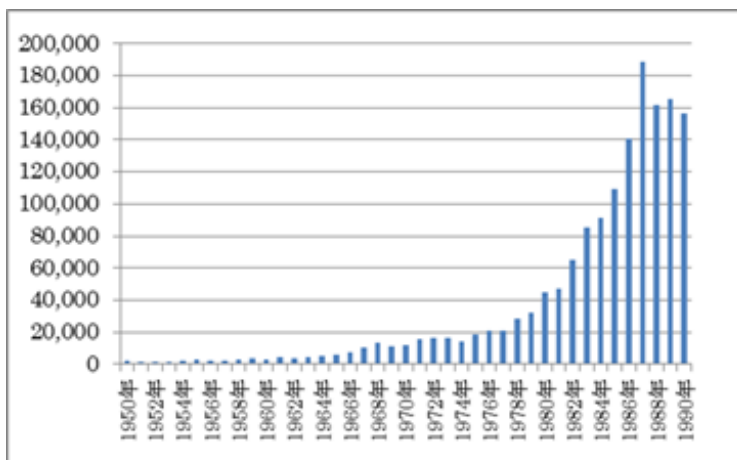
1954 年に保険業者に対してユニバック製のコンピュータが導入されたのが、金融機関へのコンピュータの最初であった。その後、IBM がより高度で使いやすいコンピュータを導入して巻き返し、1955 年には 20 を超える大型コンピュータが保険業界で使用されるに至った。証券業界へのコンピュータの導入は 1950 年代後半まで待つことになる。1959 年に IBM と RCA が証券業者をターゲットとしてコンピュータ・サービス・センターを設置したことが契機となり、EF ハットン (EF Hutton) を第一号として個人顧客を対象とする証券業者がコンピュータを導入し、取引確認書、取引記録、月次報告書などをコンピュータ処理するようになった。特に 1960 年代後半、証券の取引量が急増した際、コンピュータを導入していない証券業で事務処理ミスが続発し、160 にのぼる証券業者が倒産あるいは他者を買収されるという事態が生じた<sup>17</sup>。この結果、証券会社による事務処理のコンピュータ化が促進されただけでなく、ニューヨーク証券取引所などの証券取引所もコンピュータ化を進めていくことになる。1972 年のニューヨーク証券取引所とアメリカ証券取引所による Securities Industry Automaton Corporation の設立を通じた事務処理の自動化と、1976 年のニューヨーク証券取引所による DOT システムの導入による取引注文のコンピュータ化である。さらに 1978 年には証券取引所間の取引を促進する目的から Internet Trading System も導入された。このように、証券取引の効率化を目指したコンピュータは 1960 年代以降、主として小売証券業者間で拡大していった。

しかし、卸売証券業務を行う投資銀行がコンピュータを導入したのは 1980 年代以降と小売証券業者の導入より 10 年以上も遅れている。Morrison & Wilhelm (2007a)<sup>18</sup>は、投資銀行がコンピュータの導入に必ずしも積極的でなかった要因として、情報が持つ価値と投資銀行の評判とのトレードオフの関係を挙げている。つまり、情報が入手しにくくなればなるほど、あるいは情報の解釈が困難になればなるほど、その情報を有する投資銀行の評判は高くなるという。そのため、コンピュータの導入による情報のコモディティ化に伴う投資銀行の評判低下のリスクが、取扱量が小売証券業者にくらべ圧倒的に少ない投資銀行にとっての効率化のメリットを上回っていた状況においては、あえてコンピュータを導入するインセンティブはなかったのである。

しかし、少なくとも 2 つの要因によって、投資銀行もコンピュータのメリットを享受していくようになる。

第一は、機関投資家による取引量の増加である。(図表 7-17) 先に述べたように、1974 年に制定された Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法) 通称、エリサ法によって、企業年金の運用担当者はブルーデントマン・ルールに従い、分散投資を行うことが義務付けられた。また、コンピュータによる事務管理の効率化にともなって大量の取引が可能となったことから、ミューチャル・ファンドを中心に個人客に対して積極的にファンドを売り込み、それが取引の拡大につながっていった。機関投資家との取引を重視していた投資銀行もコンピュータを導入していくようになる。コンピュータによるメリットが評判リスクを上回るようになっていったのである。

図表 7-17 ニューヨーク証券取引所における平均 1 日当たり取引数(単位:1000 株数)



(出所) New York Stock Exchange Fact Book.

第二が、金融工学の発達とコンピュータの小型化・精密化である。1950 年以降の金融工学の発達と、1980 年以降のコンピュータの小型化・精密化、およびスプレッド・シートに代表されるアプリケーション・ソフトの発達によって、コンピュータは単なる事務効率化の手段ではなく、投資銀行のフロント・オフィスによるさまざまな活動、たとえば、証券トレーディング、M&A アドバイザリーにおける企業評価 (Valuation) などにとっても極めて有力な武器となっていく。とくに、過去のデータから統計学的に潜在的な最大リスクを算定する VaR (Value at Risk) やオプション価格を算定するオプション理論などの開発によって、リスク管理が統計学的に行えるようになったが、コンピュータの小型化 (携帯化)・精密化とアプリケーション・ソフトの発展によって、従来きわめて属人的であった投資銀行業務の多くが、コンピュータを使って比較的誰でも容易に行うことができるようになったのである。オプションや先物、スワップなどのデリバティブを組み込んだいわゆる仕組み証券や 2008 年 9 月の金融危機の直接的な原因となったサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品は、金融工学とコンピュータの小型化・精密化がなければ生まれていなかったといえる。

Morrison & Wilhelm (2007a) が指摘するように、コンピュータやソフトウェアの精密化が投資銀行商品を暗黙知から形式知化していくことになり、投資銀行のビジネスモデルに大きな影響を与えていくことになる。

#### 4. 市場構造

図表 7-18 で示されているように、1983 年以降 2000 年まで資本市場は世界ベースで大きく成長していることがわかる。1983 年～2000 年までの期間、世界ベースの GDP の伸び率は複利ベースで 6%であったが、資本市場の伸びは GDP を大きく上回っている。たとえば、M&A 取引額は 23%、株式発行額は 12%、債券発行額は 18%の伸び率を示している。発行市場だけではない。流通市場における取引高も取引株数ベースで 16%の高い伸び率となっている。また株価の上昇も高く、株式の時価総額も 14%と大きく伸びている。

1980 年代以降のもう一つの特徴がファンドの驚異的な伸びである。伝統的な株式や債券

に投資するミューチュアル・ファンドも 20%と高い成長率をみせているが、代替投資あるいはオルタナティブ投資（alternative investment）と呼ばれる従来型ではないファンドが市場に登場したことも 1980 年代以降の特徴である。さらに、デリバティブ市場の急拡大も投資銀行業務に大きな影響を与えた。

これらの資本市場の急速な発展はコンピュータの発達とインターネットをはじめとする情報通信の進展に負うところが大きい。

本節では、投資銀行をめぐる市場構造がどのように変化していったのかを、投資銀行に大きな影響を与えた 4 つの視点、つまり①デリバティブ市場、②証券化市場、③敵対的 M&A 市場、④代替投資、の視点から考察していきたい。

図表 7-18 世界ベースの分野別市場規模推移（1983 年～2000 年）

	1983	1988	1993	2000	CAGR
世界ベース GDP（兆ドル）	12	19	24	31	6%
世界ベース M&A（10 億ドル）	96	527	460	3461	23%
世界ベース株式発行額（10 億ドル）	50	51	172	322	12%
世界ベース債券発行額（10 億ドル）	146	631	1546	2604	18%
世界ベース時価総額（10 億ドル）	3384	9728	14016	32260	14%
ニューヨーク証券取引 1 日当たり取引株数（百万株）	85	162	265	1042	16%
世界ベース年金資産額（10 億ドル）	1900	3752	6560	9100	10%
米国ミューチュアル・ファンド資産額（10 億ドル）	293	810	2075	6965	20%
世界ベース・デリバティブズ <sup>a</sup> 想定元本（10 億ドル）	n/a	2,958	5,737	109,445	n/a

（出所）Davis（2003），p.7 および Sifma Fact Book 2002 & 2010.

#### 4-1 デリバティブ市場

デリバティブ（Derivatives）とは、先物（futures）、先渡し（forward）、オプション（option）、スワップ（swap）を総称した金融商品である。先物や先渡しは、金利、株、あるいは通貨（外国為替）などの金融商品を将来の一定時点であらかじめ合意した価格で取引をする契約をいい、オプションとは、金融商品をあらかじめ合意した価格で将来売買する権利をいう。また、スワップとは、異なる金融商品やキャッシュ・フローをあらかじめ合意した条件で交換する契約をいう。つまり、将来の取引価格を現時点で確定することができるのがデリバティブの特徴であり、そのため将来の不確実性（リスク）のヘッジ手段として活用できる。

デリバティブの原型は、16 世紀に欧州で行われていた商品先物取引や江戸時代の大阪堂島のコメの先物取引だといわれている。

しかし、現在広く利用されている株・債券・通貨などの金融商品の現物をベースとしたデリバティブの歴史は比較的新しく、1970 年代以降に急速に発展してきた。この背景には、金融理論の発達

と IT の急速な進展やコンピュータの高性能化・小型化が挙げられる。

Morrison & Wilhelm(2007a)が記述するように、金融理論の出発点はマコービッツ(Markowitz)の平均・分散(MV)モデルである。彼のモデルは統計学の分散あるいは標準偏差を使って投資ポートフォリオのリスクを計量化するモデルであり、分散投資を基本とする現代ポートフォリオの基礎となった。マコービッツの理論から 12 年後に、マコービッツの平均・分散モデルをベースにウィリアム・シャープ(William Sharp)等による資本資産モデル(CAPM)が発表される。CAPM はリスク資産の均衡市場価格に関する理論で、市場が均衡している状態ではリスク負担した分に見合うリターンを得ることができるということを、理論的に明らかにしたものである。そして 1977 年に S.ロス(Stephen Ross)が裁定価格理論を提唱する。この理論は、同じリスクで期待収益が異なる二つの資産があるとすれば、投資家は高い収益率が期待される資産を購入し、低い収益率の資産を売るという行動をとる。この行動が裁定行動と呼ばれるものであり、この裁定行動の結果 2 つの資産の期待収益率は同じに収斂していくことになるというものである。

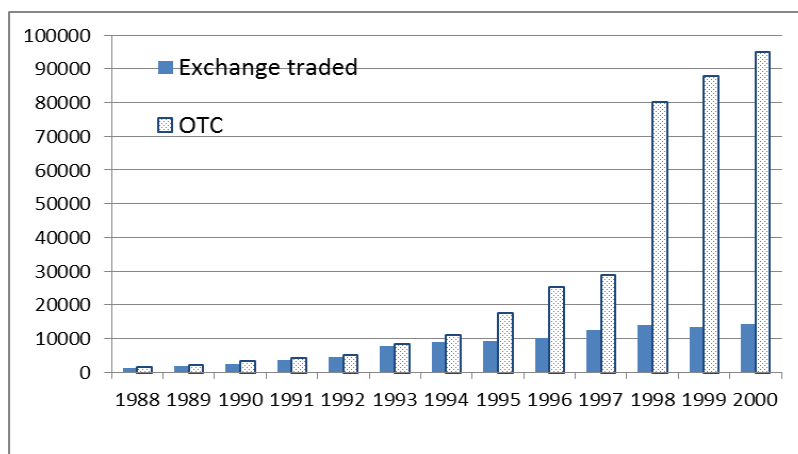
マコービッツの平均・分散(MV)モデル、シャープ等の CAPM、そしてロスの裁定価格理論が、現代ポートフォリオの基本的な柱となっている。

また、1973 年にフィッシャー・ブラック(Fischer Black)とマイロン・ショールズ(Myron Scholes)、およびロバート・マートン(Robert Merton)によるブラック・ショールズ・モデル(オプション理論)が発表された。このモデルを使うと、原資産の価格、権利行使価格、満期までの期間、短期金利、ボラティリティなどのデータを当てはめるだけでオプションのプレミアムを算出することが可能になる<sup>19</sup>。

上記の現代ポートフォリオ理論やオプション理論がさまざまなデリバティブ金融商品のベースとなっている。しかし、Morrison & Wilhelm(2007a)が指摘するように、これらのモデルはコンピュータの発展がなければ金融の現場で用いることはなかったに違いない。つまり、1980 年代以降に実現したコンピュータの小型化と、それにとまなうソフトウェアの発達によって、オプション価格の算出やスワップのキャッシュ・フローの作成など複雑な計算を金融の現場で容易に行うことが可能となったのである。

デリバティブ金融商品(オプション、先物、スワップなど)は、さまざまなリスク(金利、為替など)を軽減できるという機能を備えた商品であった。しかも、店頭デリバティブ(OTC デリバティブ)は、個々の顧客企業のニーズに合わせた特定の解決策を提供する手段として有効であり、投資銀行にとっては極めて魅力的な商品となり、Morrison & Wilhelm(2007a)が記述しているように、市場規模も急速に拡大した(図表 7-19 および 7-20)。

図表 7-19 グローバルベースのデリバティブ市場の推移(単位:10 億ドル)



(出所) Morrison & Wilhelm (2007a), p.10.

図表 7-20 デリバティブ市場推移（想定元本残高）（1986 年～1996 年）（単位：10 億ドル）

	1986	1990	1992	1994	1996
金利先物	370.0	1,454.5	2,913.0	5,777.6	5,931.0
金利オプション	146.5	599.5	1,385.4	2,741.8	3,277.8
通貨先物	10.2	17.0	26.5	40.1	50.3
通貨オプション	39.2	56.5	71.1	55.6	50.3
株式市場指数先物	14.5	69.1	79.8	127.3	198.6
株式市場指数オプション	37.8	93.7	158.6	238.3	380.2
合計	618.3	2,290.4	4,634.4	8,862.5	9,884.6
米国	518.1	1,268.5	2,694.7	4,819.5	4,839.7
欧州	13.1	461.2	1,114.3	1,831.7	2,839.7
アジア太平洋	87.0	560.5	823.5	2,171.8	2,154.0
その他	0.0	0.2	1.5	39.5	59.3

(出所) Scholers (1998), p.362 を引用した Morrison & Wilhelm (2007a), p.11

デリバティブ商品のメリットとしては、①リスクヘッジが可能となること、②調達コストが軽減できること、③レバレッジ効果が期待できること、④オフ・バランス取引ができることの4点が挙げられる<sup>20</sup>。

#### ① リスクヘッジが可能になる

デリバティブのもっとも重要な機能のひとつがヘッジ機能である。たとえば、変動金利の借入人は、それを固定金利に交換する金利スワップを利用することによって、将来の金利上昇リスクのヘッジが可能となる。また外貨建て債を発行して受け取る外貨を円に換える通貨スワップを行なうことによって、将来の為替変動リスクを回避できることになる。スワップだけでなく、オプションや先物を利用することによっても、将来の価格変動リス

クをヘッジできる。

## ② 調達コストが軽減できる

スワップを利用して調達コストを下げることも可能になる。たとえば、金利が下がると予想した時に金利スワップを利用して、既存の固定金利での借入れを変動金利借入れ（たとえば3ヶ月 LIBOR ベース）に交換する。将来固定金利が下がった時に再度金利スワップを行ない固定金利に変更する。具体的な例で考えてみよう。金利 5%で固定借入をしているとする。将来固定金利が下がると予想した場合にとりあえず金利スワップを行なって 3 ヶ月 LIBOR ベースの変動金利（年利 2%）と交換しておく。これで、まず支払い金利を 3%節約できたことになる。6 ヶ月後に固定金利が下がって、変動金利 LIBOR に対する固定金利が年利 3%となったとすると、再度金利スワップを行ない LOBOR ベースの変動金利を固定金利（3%）と交換する。この取引によって当初の 5%の固定金利借入を 3%の固定金利借入に変更できたことになる。また、制度、発行体の知名度、需給関係などのギャップのため、異なる 2 つの市場の間に乖離(arbitrage)が存在することがある。これを利用して調達コストを下げることもできる。たとえば、McDonald は、米国とニュージーランドの制度の違いを利用して、ニュージーランド債を発行し、その結果米国内市場より有利な調達コストを実現している<sup>21</sup>。

## ③ レバレッジ効果が期待できる

レバレッジ効果もデリバティブの大きなメリットといえる。オプションを利用すると少ない金額で大きな取引ができる。現物取引(cash transaction)の場合元本相当額の資金を用意しなければならないが、オプションを使うとオプション手数料や先物取引の証拠金など、元本の数パーセント程度の資金を用意するだけですむ。

簡単な例でこのレバレッジ効果を見てみよう。たとえば、①1000 円の A 社株を現物で買って、1300 円で売却した場合と、②100 円のオプション料を払って A 社株を 1000 円で購入するコール・オプションを買って、結果的に 1300 円で売却した場合の利益率はどうなるだろうか。①のケースでは、1000 円の投資に対し 300 円の収益、つまり 30%のリターンとなる。一方、②のケースでは、100 円の投資に対し、200 円の収益、すなわち 200%の高い収益率を得たことになる。これがレバレッジ効果（leverage effect）なのである。

オプションだけでなく、金利スワップ取引にもレバレッジ効果がある。たとえば 10 億円を元本とする金利スワップの場合、元本の 10 億円の交換は行なわず、実際の資金移動は固定金利と変動金利の差額となる。少ない資金で効果的な変動金利と固定金利の変換ができることになる。

## ④ オフ・バランスで取引ができる

デリバティブ取引の計算の根拠となる原商品はあるが、スワップにしる、オプションにしる多くのデリバティブ取引は元本を必要としない。このことから、デリバティブ取引では計算の根拠となる元本を想定元本（notional amount）と呼ぶ。つまり、表には出てこない

元本なのである。したがって、デリバティブ取引の想定元本は貸借対照表（バランスシート）には記載されない。最近では ROE（自己資本利益率）や ROA（総資産利益率）などの財務指標が株価や格付に大きな影響を与えるが、その意味でもオフ・バランス取引であるデリバティブは財務内容の改善に寄与する重要な財務手法といえる。デリバティブを利用することによって、バランスシートに計上されている貸出資産をオフ・バランス化できる方法として、クレジット・デリバティブが注目されている。たとえば A 銀行が、B 社に 50 億円で 1 年間の融資をしているとしよう。A 銀行としては財務内容改善のために B 社宛て融資をバランスシートから落としたと考えている。しかし、B 社との長い取引関係もあり直接 B 社に期限前返済を今の時点では要求できない。こんな状況の時にクレジット・デリバティブの一方策であるデフォルト・プット（default put）が有効になる。すなわち、A 銀行は一定のオプション料を支払って、B 社が発行しているある特定の債券（参照証券＝reference asset）が 1 年以内に倒産・債務不履行・大幅な格付の下落などの状況（デフォルト事由＝credit event）に陥った場合には、50 億円の支払い（デフォルト補償＝default payment）を受け取る権利（default put）を購入する。このデフォルト・プットによって、A 銀行は B 社宛ての融資 50 億円を、B 社に連絡することなく、実質的にオフ・バランス化できたことになる。

上記のように、デリバティブ金融商品はいくつかのメリットを利用者に与えてくれる。また、先に述べたように、デリバティブ、とくに投資銀行と顧客が相対で行う店頭デリバティブ（OTC デリバティブ）は、顧客のニーズに応じてカスタム・メイド化が可能となるので、専門能力を武器とする投資銀行には欠かせない商品となっていく。

しかし、デリバティブは一方でリスク要因もはらんでいる。デリバティブをヘッジ目的で活用している限りリスクはない。たとえば、変動金利を納得できるレベルの固定金利にスワップした場合、仮に結果として将来予想したほど金利が上昇しなかったとしても、それはリスクとはいわない。変動金利を固定金利にスワップすることによって、将来の金利変動をヘッジする目的は充分果たせたことになるからである。株をある特定の株価で購入するコール・オプションの場合でも、最大の損失をあらかじめ確定しておくことができる。つまり、予想通り株価が推移しなくてもオプション料以上の損はない。逆に予想通りに株価が展開すれば、少ないオプション料で大きな利益を得る可能性があるわけである。

しかし、デリバティブの危険性はネイキッド・コール<sup>22</sup>など投機的な目的で使うことから生じ得る。これはデリバティブの持つレバレッジ効果と関係している。投機的な取引を行なうと、結果的に大きな損失を被る可能性がでてくる。しかも、あまり詳しくない金融商品で投機的な取引をするとリスクはさらに大きくなる。

2001 年の IMF レポートの序文には、“They have contributed to the development of a more complete (and efficient) set of financial markets, improved market liquidity, depth, and breadth, and increased the capacity of the financial system to bear and price risk and allocate capital.”と、デリバティブが金融市場の発展や市場の流動性の改善に大いに貢献したことを認めたうえで、以下のようにデリバティブが内包するリスクについても記述している。

Along with these fundamental positive contributions, as crises in the 1990s have demonstrated, OTC derivatives activities can contribute to the buildup of vulnerabilities and adverse market dynamics in some circumstances. The severity of turbulence in the 1990s, and in particular the contours of the market dynamics in the aftermath of the near-collapse of the hedge fund Long-Term Capital Management (LTCM) in the autumn of 1998, suggest that OTC derivatives activities are capable of producing instability, in some cases akin to a modern form of traditional bank runs. The virulence of the 1998 turbulence in the mature financial markets took market participants and authorities by surprise, and some authorities have acknowledged that they do not fully understand the rapidly changing structure and dynamics of global financial markets. A substantial buildup in derivatives credit exposures and leverage contributed importantly to the turbulence. This substantial leverage—LTCM accumulated \$1.2 trillion in notional positions on equity of \$5 billion—was possible primarily because of the existence of large, liquid OTC derivatives markets.

(Garry J. Schinasi, R. Sean Craig, Burkhard Drees, and Charles Kramer, *Modern Banking and OTC Derivatives Market — The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risks*, International Monetary Fund, January 9, 2001)

(訳:このような基本的なプラスの貢献に加えて、1990年代の危機が示したように、店頭デリバティブ取引はある状況の下では脆弱性や負のマーケット・ダイナミズムの形成を助長する可能性がある。1990年代に生じた深刻な金融不安、とくに1998年の秋に生じたLTCM(ロング・ターム・キャピタル・マネジメント)というヘッジファンドが倒産しかかった結果生じたマーケットの大きな動きは、店頭デリバティブ取引が金融の不安定性を引き起こす可能性があり、時には旧来の銀行の取り付け騒ぎの現代版の様相を呈することを示している。成熟した金融市場で発生した1998年の混乱の恐ろしさはマーケット参加者と金融当局を驚愕させたし、グローバル化した金融市場の急激な構造変化やダイナミズムをよく理解していなかったことを痛感させられた金融当局者もいた。デリバティブ取引の信用リスクとレバレッジが巨大なレベルに積み上がったことも混乱に輪をかけた。巨大なレバレッジ—たとえばLTCMは50億ドルの株主資本に対して1兆2000億ドルにのぼる想定元本のデリバティブ取引を積み上げていた—が可能になったのは、巨額で流動性の高い店頭デリバティブ市場が存在していたことが主な理由といえる)

上記のコメントはそのまま2008年のリーマン危機に当てはまることに留意したい。

また、コンピュータの高性能化・小型化は、生成期の投資銀行が徒弟制度を通じて培った暗黙知をビジネススクールで学べる形式知に変化させていった。Morrison & Wilhelm(2007a)が表現しているように、「投資銀行の人的要素は、ある程度、コモディティ化していった」<sup>23</sup>ともいえる。

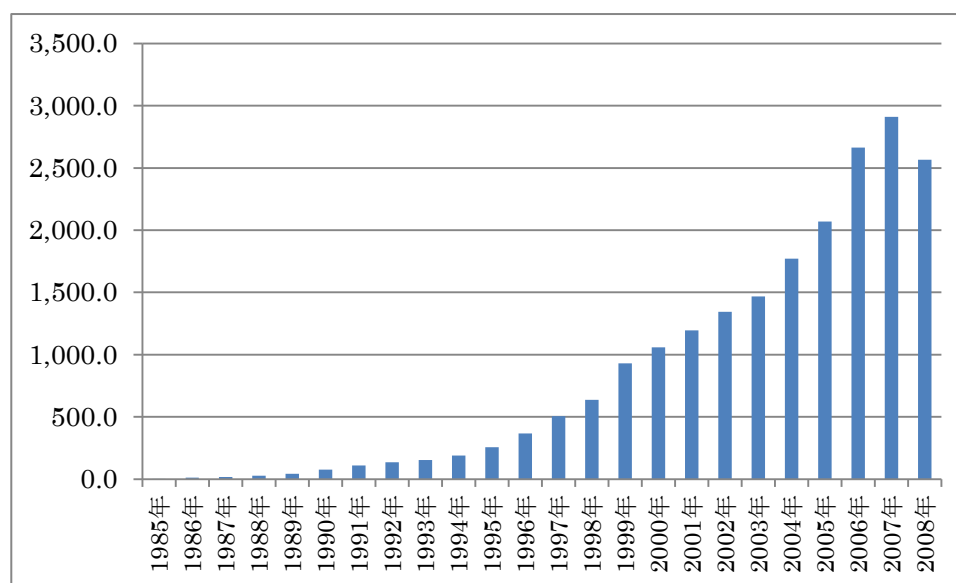


暗黙知の形式知化にともない、流通市場における証券売買量は大きく伸びていく。たとえば、ニューヨーク証券取引所における株式の一日当たり売買量は 1960 年代の 300 万株強から 2001 年には 20 億株を超えるまでになった。

## 4-2 証券化市場

証券化とは、貸出債権や売掛債権など将来キャッシュ・フローを生じる債権を返済資源の裏付けとして証券を発行して資金調達することをいう。つまり、受取債権を市場で譲渡可能な有価証券とすることで、本来流動性のなかった受取債権を流動化させ、この結果、受取債権の将来のキャッシュ・フローを現時点で現金化することが可能になる。米国では 1980 年初頭から、住宅ローンを対象とした証券化商品（Mortgage-backed Securities=MBS）が開発され、その後さまざまな資産を裏付けとする証券化商品（資産担保証券；Asset Based Securities=ABS）が開発され、巨大な市場に成長した（図表 7-21）。

図表 7-21 米国 ABS（MBS を除く）発行残高推移 （単位：10 億ドル）

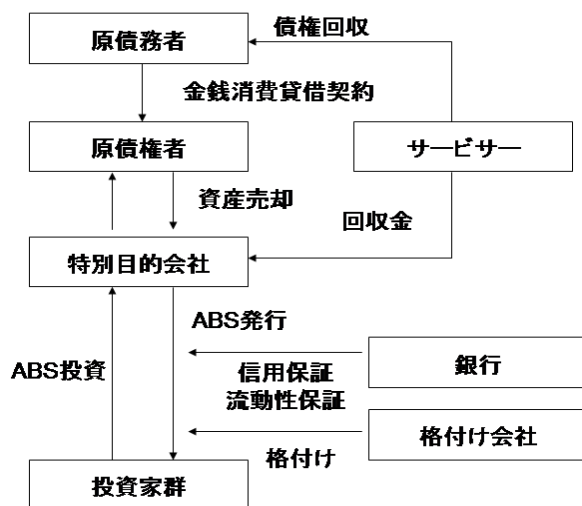


（出所）SIFM Web サイト <http://www.sifma.org/about/>.

2008 年 9 月に発生した金融危機の直接的な要因がサブプライム・ローンを含んだ証券化商品であったことから証券化商品がリスクの高い商品との認識を持たれがちであるが、証券化商品は構造的にはよく考えられた商品といえる。ABS の基本的な仕組みは西村 (2005) が示している通りである（図表 7-22）。原債権者（originator）は ABS の裏付けとなっている債権（ここでは受取債権;receivables と呼ぶ）のもともとの保有者で、この受取債権を売却することによって資金調達を行う会社をいう。原債権者は ABS の発行体としての目的だけで設立される特別目的会社（special purpose vehicle=SPV）を設立し、SPV を通して ABS を発行する。発行に際しては、銀行から一定の金額までの信用保証と流動性保証がなされ、

ABS の信用補完を行う。原債務者からの債務履行についてはサービサー（原債権者が兼務することが多い）が回収業務を担う。発行される ABS には Moody's や S&P などの格付け会社から格付けがなされる。ABS の購入者（投資家）は、原債務者からのキャッシュ・フローに基づき元本と金利を受け取る。

図表 7-22 ABS の基本的な仕組み



（出所）西村（2005）， p.178 をもとに作成。

ABS の場合、将来のキャッシュ・フローをベースとして証券が発行されるので、さまざまな信用補完としての仕組みが組み込まれている。ひとつは、原債務者（裏付け債権の最終支払い義務者）の支払い能力の審査で、過去の回収状況のチェックだけでなく、未回収リスクを最小限に抑えるために原債務者 1 社当たりの受取債権に上限を設定する。さらに、ABS の発行額を購入した受取債権より少なくする、つまり超過担保の措置も取る。それに加えて、銀行などから支払い保証を受ける。この保証には 2 種類あって、ひとつが信用保証でもうひとつが流動性保証である。信用保証は原債務者のデフォルト（債務不履行）に備えた支払保証で、発行額の一定額（通常は 10%以内）まで保証される。もうひとつが原債務者のデフォルトではない市場の流動性不足（証券の売買が成立しない状況）で ABS 支払いが困難になった際に銀行が支払いを保証するもので、これは短期の ABS（通常は商業・ペーパーや短期売掛債権などを裏付けとする証券）に適用される。また、原債務者からの支払代金の回収としてサービサーが設置される。原債権者がサービサーを兼ねることが多いが、その場合にはバック・アップ・サービサーが設置される。一方、証券の発行体である特別目的会社（SPV）は、原債権者とは法的にまったく別個の存在として設立される。つまり倒産隔離（bankruptcy remote）という措置が取られる。これによって、原債権者の信用とは切り離され、裏付けとなる受取債権だけの信用を反映することになる。さらに SPV は当該 ABS の発行のみを行うことによって、ABS 以外の理由で SPV が倒産しな

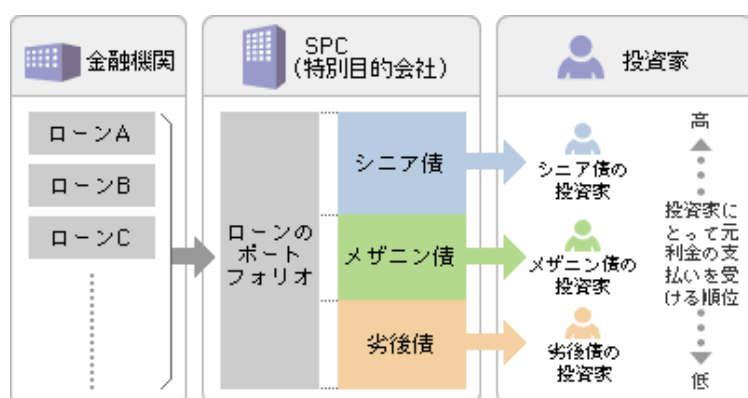
い仕組みにもなっている。このように ABS 自体にはさまざまな信用補完がなされており、高い格付けが得られる仕組みになっている。

ABS は発行者（原債権者）に対していくつかのメリットを与える。第一が有利なコストで資金調達が可能となることである。とくに発行者の格付けは低い、保有している受取債権の格付けが高い（たとえば、格付けの高い企業に対する売掛債権など）場合には、自社で社債を発行するより高い格付けで ABS を発行する、つまりそれだけ低いコストで資金調達ができることになる。第二は、ABS を発行することで自社のバランスシート上の債権（資産）をオフ・バランス化できるので、それだけバランスシートのスリム化が可能となり、結果として総資産利益率（Return on Assets=ROA）の改善につながる。第三に、資金調達手段を多様化するメリットも期待できる。ABS は SPV が発行体となるため、原債権者の名前は表面に出ない。したがって既存の銀行借入枠に影響を与えることなく、むしろ資金調達源が増えることになる<sup>24</sup>。

以上のように、ABS は信用補完措置が組み込まれた一般投資家にも投資可能な証券であり、かつ発行者にとっても相応のメリットのある金融商品であった。

基本的な ABS の仕組みは、上述のように、原債務者からの支払金が直接 SPV を介して投資家に支払われる、つまり裏付けとなっている受取債権の将来のキャッシュ・フローがそのまま ABS の支払い力に直結していた。しかし、SPV のところでキャッシュ・フローを再構成することで、信用力の異なるいくつかの証券を発行することが行われるようになって、証券化商品が複雑さを増すことになっていく。金融機関の貸出債権の集合体を裏付けとしていくつかの異なる証券を発行する CLO（ローン担保証券；collateralized loan obligation）、同様に債券を裏付けとする CBO（債券担保証券；collateralized bond obligation）である。なお、CLO と CDO を総称して CDO（債務担保証券；collateralized debt obligation）と呼ぶ（図表 7-23）。

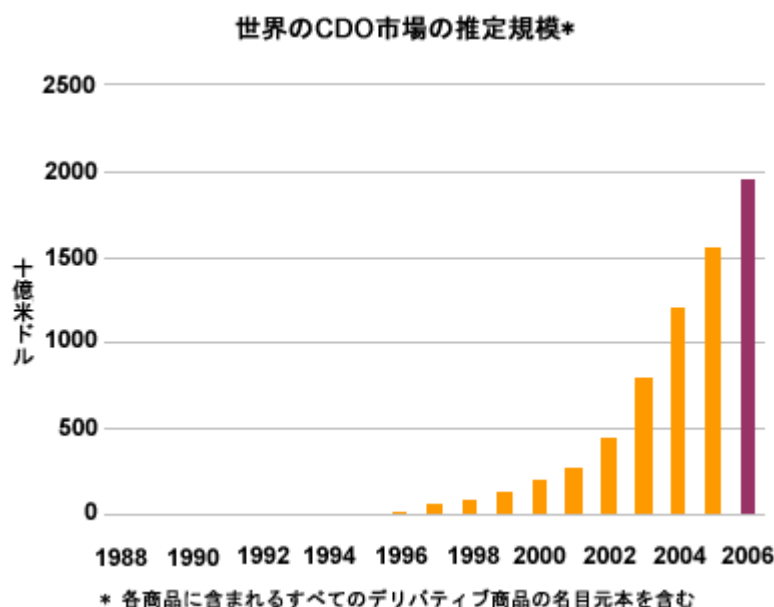
図表 7-23 CLO の仕組み



（出所）野村證券 証券用語解説集、<http://www.nomura.co.jp/terms/image/clo.gif>。

CLO や CBO がいくつか信用度の異なる証券をつくることが可能になるのは、裏付けとなる受取債権が同じであったとしても、その集合体として信用力を測ると過去のデータなどから全体としてのデフォルト率を統計的に算出できることによる。この集合体全体のデフォルト率の算定から、1 件では信用力の劣るサブプライム・ローンであったとしても集合体としては一定の割合で信用力の高い証券をつくることが可能となる。サブプライム・ローンは、金利の低下、好調な住宅市場を反映して増加していくが、その大きな要因として CLO の活用があった。つまり、一般的に信用力の劣る借り手に対するサブプライム・ローンであったとしても、CLO に組み込んで証券化することによっていくつかの異なる格付けの証券として発行すれば、サブプライム・ローンを実行した金融機関は当該ローンの最終返済までのリスクを負担する必要がなくなるのである。つまり、サブプライム・ローンを実行してすぐにそれを売却する (originate-to-distribute) ことによって金融機関は実質的にサブプライム・ローンのリスクをまったく負担せずに手数料だけを得ることができた。一方、サブプライム・ローンの投資家 (機関投資家や各種のファンド) にとっても、Aaa など高い格付けでありながら同じ格付けの米国債などに比べ高い利回りの期待できる CLO を積極的に購入していった。この結果、コンサルタント会社である Celent が示すように、CDO 市場は 1998 年以降年平均 150% という急速な成長を実現しており、2005 年時点で 1 兆 5,000 万ドルを超えるレベルにまで達している (図表 7-24)。

図表 7-24 世界の CDO 市場の推定規模



(出所) Celent の Web サイト <http://www.celent.com/ja/node/27827>.

しかし、ボアイエ (2011) が指摘するように、過去の観測値をベースとした返済率を前提とすることには問題があった。彼によると、「住宅ローン債務者の個人データを分析すると、2003 年以降、焦げ付き率は標準化から持続的に乖離」<sup>25</sup>しており、「現在に最も近い期

間では、残存期間 1 年のローンの焦げ付きは、以前の住宅ローン体制のもとでの焦げ付き率の 4 倍<sup>25</sup>」となったことを挙げたうえで、「住宅ローンに対応するデリバティブ商品の価値が暴落するのも当然である」<sup>25</sup>と記述している。

そのうえ、証券化商品の流通市場は、野村証券の『資本市場クォーターリー』2003 年夏号が「複雑な仕組みを持つ CDO については価格算定が難しいことから、あまり売買が行われていないのが実情のようである」<sup>26</sup>と指摘するように、一般の公募債に比べ流動性はかなり低いと考えられる。

以上に記述したように、もともと証券化商品自体はさまざまなメリットを持ち、仕組み的にも信用補完機能を組み入れるなど、発行者にとっても投資家にとっても魅力的な金融商品であった。しかし、裏づけとなる受取債権からのキャッシュ・フローを組み直し、過去のデータに基づいて統計的に算出した返済率を前提としてつくられた CLO や CBO に発展するに伴い、さまざまな問題を含有する証券化商品となってしまった。つまり、証券化を利用したローンを作って直ちに売却 (originate-to-distribute) することによる安易なローンの実行、過去のデータをベースとした返済率を前提とした格付け、格付けに依存して証券を購入した投資家、複雑な仕組みの故の流通市場価格の算定の困難さとそれに伴う流通市場における低い流動性などの問題から、サブプライム・ローンのデフォルト率が急増すると、CLO や CBO の価格は大きく下落していくことになった。

#### 4-3 敵対的 M&A とクロスボーダー M&A

多くの先行研究で挙げられているように、米国における M&A の歴史はこれまで 5 回の M&A ブームを経験してきた。同業者間の水平型統合が主体となった 1900 年を跨ぐ数年間における第 1 次 M&A ブーム、経営の効率化を求めて垂直型統合が主体となった 1925 年～1930 年の第 2 次 M&A ブーム、独占を禁止するシャーマン法の下で多角化型統合が盛んに行われた 1960 年代の第 3 次 M&A ブーム、そして本節で取り上げる 1980 年代の第 4 次 M&A ブームと 1995 年以降の第 5 次 M&A ブームである。

1980 年代の第 4 次 M&A ブームの特徴は、本章 1 節で述べたように、①1 件当たりの取引規模が大きいこと、②それを可能にしたのは被買収企業の資産を担保とした借入をてこ (レバレッジ) として活用したこと、つまり LBO (leveraged buyout) が大きな比重を占めたこと、③LBO が衰退後は格付けの低い社債、いわゆるジャンク・ボンド (junk bond) を活用した中堅企業あるいは新興企業による買収が増加したこと、の 3 点である。その典型が先に述べた KKR による RJR ナビスコの買収である (図表 7-25)。

Shleifer & Vishny (1991)<sup>27</sup>も、1980 年時点のフォーチュン誌で上位 500 社にランキングされていた企業のうち 1989 年までに 28%にあたる 143 社が買収されていることを挙げて、1980 年代の M&A の特徴として 1 件当たりの平均取引額が大きいことを指摘している。それだけではなく、1960 年の第 3 次 M&A ブームで行われた多角化型統合 (異業種、異分野の企業の統合) とは逆に、低採算事業部門の売却を行ういわゆる "bustup takeover" であるこ

とも指摘している。これは、多額の外部からの借入金で企業買収するという LBO による買収であったことから、低採算事業部門の売却によって借入金負担を軽減する目的もあったが、もう一つは、多角化経営の反省から事業分野の選択と集中を目的とした統合でもあった。その意味で、1980 年代の M&A には敵対的買収がそれなりの役割を果たした。つまり、多角化型統合を通じて肥大化し、その結果財務内容の低下を招来した企業に対して、経営陣の反対にもかかわらず敵対的買収を仕掛け、買収成立後は事業の選択と集中を図るべく低採算事業部門を売却したのである。これは、本章 1 節で述べたように、レーガン政権のもとでのシャーマン法の緩和を反映したものといえる。つまり、1960 年代がシャーマン法の下で水平型統合や垂直型統合という形での事業拡大が困難であったことから多角化型統合を通じて事業拡大を図ったのに対して、1980 年代の M&A は、シャーマン法の新たな解釈のもとで低採算事業部をその事業部門を営む同業他社に販売することが可能となったことによって事業の集中化を図ることができたのである。Shleifer & Vishny (1991) は、株価の動きから、当時の株主が事業の多角化より事業の集中を望んでいたことを記述している。つまり、買収を仕掛けた企業のターゲット企業が同業であった場合には買収を仕掛けた企業の株価は上昇したが、ターゲット企業が買収企業とは関連の少ない場合には株価が下がったのである。

図表 7-25 1980 年代の米国における M&A の推移

	発表ベース		完了ベース	
	件数	金額 (10 億ドル)	件数	金額 (10 億ドル)
1980	106	23.6	14	2.2
1981	1,196	156.4	833	73.5
1982	2,088	78.2	1,561	62.5
1983	3,209	121.1	2,328	66.0
1984	3,407	243.9	2,527	143.0
1985	2,313	311.1	1,691	147.5
1986	3,404	349.8	2,430	231.5
1987	3,291	349.0	2,387	195.8

(出所) SIFMA Fact Book 2010, p.21.

いずれにしても、多角化型経営から選択と集中型経営に移行する過程で敵対的買収がそれなりの役割を果たしていたことになる。しかし、当時すでに M&A アドバイザリー業務が重要な収益源になっていた投資銀行にとって、敵対的買収は顧客関係で難しい問題を投げかけることになる。敵対的買収自体は 1960 年の第 3 次 M&A ブームでも行われていたが、当時の有力投資銀行は引受け部門の既存の取引先との利害の対立を恐れて、敵対的買収には反対の立場を採っており、敵対的買収の買収側に立つことはなかった。しかし、1980 年代以降、敵対的 M&A が盛んになり、また M&A アドバイザリー業務からの収益も拡大して

きたことから敵対的買収者の側に就くことも行われるようになった。

Eccles & Crane (1988) <sup>28</sup>は1984年～1986年に完了した1,338件のM&A案件のアドバイザーについて調査している。この結果、ジャンク・ボンド市場を拡大したドレクセル・バーナムはLBO手法を活用して敵対的買収を含むM&Aで買収を仕掛けた買収側のアドバイザーに就くことが多い(63.7%)が、一方で敵対的買収の場合には敵対者の側には就かないという原則を貫いていたゴールドマン・サックスは被買収企業(ターゲット企業)に就くことが多い(66%)という結果を示している(図表7-26)。図表7-6からも、1980年代の第4次M&Aブームにおいて多くの投資銀行がM&A取引への関与を積極的に推進していることがわかる。

チャーナウ(1993下)は、モルガン・スタンレーのM&A部門の活動について以下のよう

に述べている。

1983年になると、厳しい競争圧力にさらされたモルガンのM&A部門は、75人の専門家が狙い目の企業をうの目たかの目になって探し始めた。直接出かけて訪問し、強引に話を売り込んだ。(チャーナウ, 1993下, pp.364-365)

しかし、このことによって、投資銀行と顧客企業との関係は弱まり、複数の投資銀行と取引関係を持つという形態(コアバンク・モデル、あるいはトランザクショナルバンク・モデル)が一般化していくことになる。

図表7-26 主要投資銀行のM&Aにおける役割(1984年～1986年)

	買収側のアドバイザー	被買収側のアドバイザー	合計
ゴールドマン・サックス	65件 (34.0%)	126件 (66.0%)	191件
モルガン・スタンレー	79件 (53.4%)	69件 (46.6%)	148件
ファースト・ボストン	68件 (54.0%)	58件 (46.0%)	126件
シェアソン・リーマン	56件 (46.7%)	64件 (53.3%)	120件
ドレクセル・バーナム	72件 (63.7%)	41件 (36.3%)	113件
メリル・リンチ	62件 (58.5%)	44件 (41.5%)	106件
ソロモン・ブラザーズ	40件 (37.7%)	66件 (62.3%)	106件
キダー・ピーボディ	35件 (37.2%)	59件 (62.8%)	94件
ラザード・フレール	37件 (52.1%)	34件 (47.9%)	71件
その他	113件	150件	263件
合計	627件	711件	1,338件

(出所) Eccles & Crane (1988), p.97.

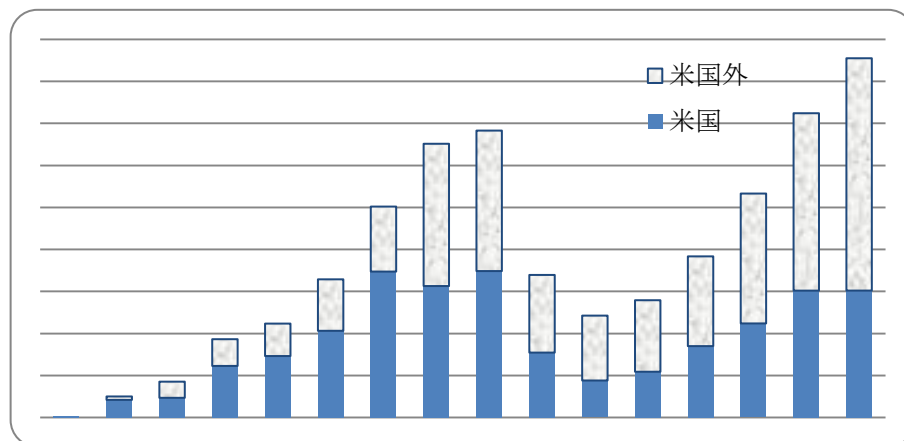
1995年以降の第5次M&Aブームの特徴は、M&A活動がグローバルベースで拡大していることと、買い手と売り手が国境を跨ぐクロスボーダーM&Aの増加であろう。

まず、M&Aのグローバル化であるが、図表7-27で明らかなように、米国以外における



M&A 取引額の占める割合が増加傾向にある。

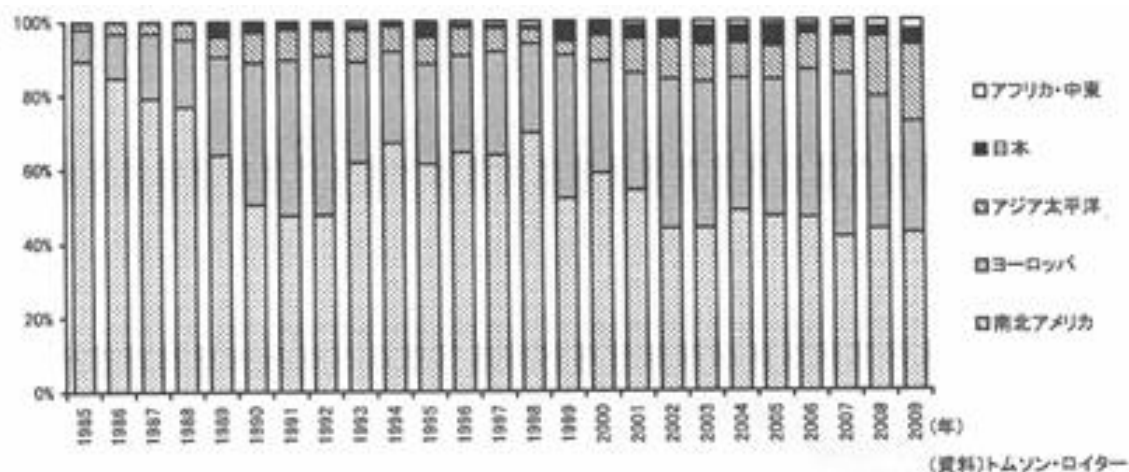
図表 7-27 米国における M&A とグローバル M&A 推移（発表ベース）（単位：10 億ドル）



（出所）Sifma Fact Book 2010, p.20-21.

また、地域的な拡大も見られる。図表 7-28 は被買収企業の所在地でみたグラフであるが、M&A が米国から 1990 年代には欧州へ、そして 2000 年代以降はアジア地域に急速に拡大していることがわかる。

図表 7-28 被買収企業・地域別推移（金額ベース）

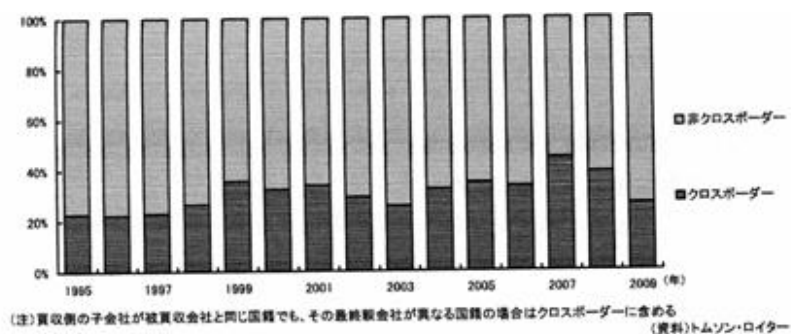


（出所）三井トラスト・ホールディングス『調査レポート』2010/秋 No.71, p.14

地域の拡大にともない、買収企業と被買収企業が国境を跨ぐクロスボーダーM&A の比重も高まっている。1995 年には 20%であったクロスボーダーM&A も 2007 年には 40%を超える水準に達している。年によって変動はあるが確実に 30%前後の比率を占めるようになっている（2008 年、2009 年はリーマン危機による世界的な金融危機もありクロスボーダーM&A の比率は落ち込んではいるが、2010 年には回復している）（図表 7-29）。



図表 7-29 クロスボーダーM&A の比率



(出所) 三井トラスト・ホールディングス『調査レポート』2010/秋 No.71, p.17.

上述の M&A のグローバル化やクロスボーダー化を反映して、M&A におけるアドバイザー・ランキングにも変化が現れている。Morrison & Wilhelm (2007a) が示しているように、1980 年および 1990 年における M&A アドバイザーの上位 10 社はすべて米国の投資銀行であったが、1995 年のランキングでは、投資銀行業務に参入しつつあった J.P.モルガンやシティ・グループだけでなく、1988 年にファースト・ボストンを、また 2000 年にドナルドソン・ラフキン&ジェンレット (DLJ) を買収したスイスのクレディ・スイス (Credit Suisse) や 1989 年にロンドンの老舗マーチャント・バンクであったモルガングレンフェルを買収したドイツ銀行 (Deutsche Bank) がランク入りしている (図表 7-30)。

図表 7-30 米国における M&A アドバイザー・ランキング (単位:100 万ドル)

1980		1990		2003	
Morgan Stanley	10,564	Goldman Sachs	48,223	Goldman Sachs	60,377
Lazard Freres	6,579	Morgan Stanley	45,820	JP Morgan	30,143
Salomon Brothers	4,683	First Boston	41,009	Merrill Lynch	29,838
First Boston	2,977	Salomon Brothers	33,163	Citigroup	26,773
Merrill Lynch	2,657	Lazard Freres	25,181	Lehman Brothers	22,143
Lehman Brothers	2,657	Dillon, Read	22,239	CF First Boston Intl	20,449
Shearson Lehman	2,600	Morgan Guaranty	15,840	Morgan Stanley	15,549
Kidder, Peabody	2,169	Merrill Lynch	15,218	CF First Boston	18,832
Dean Witter	1,687	Shearson Lehman	12,430	Deutsche Bank	13,222
Goldman Sachs	1,535	Lehman Brothers	10,903	Bear Stearns	10,286
Total market	24,371		238,370		176,036

(出所) Morrison & Wilhelm (2007a), p.18

1980年代以降のM&A取引は以上述べてきたように、投資銀行にとっては重要な収益源となっている。しかし、①M&A案件、とくに敵対的買収の増加にともない従来の引き受け業務における顧客関係の弱化さらには利害の衝突という問題が出てきたこと、②M&Aの1件当たりの規模が大きくなってきたこともあり、単に仲介業務を提供するだけでなく、資金調達におけるアレンジメントなど関連業務にも精通しておく必要性が出てきたこと、③M&Aのグローバル化やクロスボーダー化に対応できるようにグローバルなネットワークを構築することも求められるようになったこと、④貸出という強力な武器を有する米国の商業銀行だけでなく、欧州の大手銀行との競争が激化してきたこと、などが投資銀行にとっての脅威となっていく。

#### 4-4 代替投資ファンド

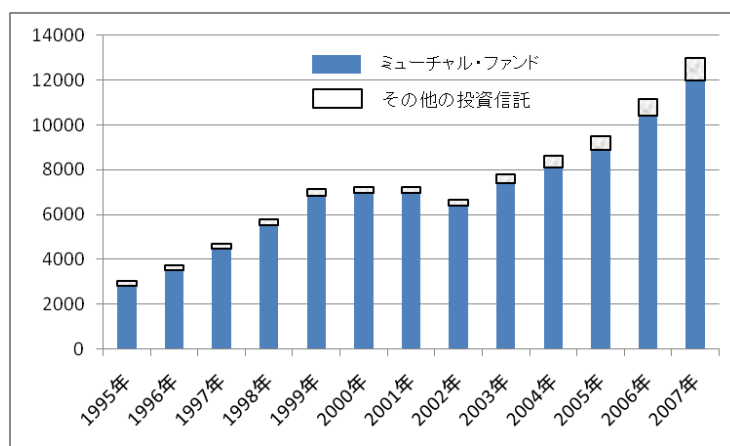
2章3節で述べたように、ITの進展に伴う金融技術の発展や金融商品の複雑化を背景に、金融商品のリスクが複雑多岐にわたるようになったため、個人や一般の事業法人だけでなく、大企業や高所得者層でさえ、高度な金融技術を活用したリスクヘッジ手段を提供する新しいタイプの金融仲介機関を必要とする。Allen & Gale（2000）<sup>29</sup>が指摘する新たな金融パラダイム（emerging paradigm）である。その意味で、投資銀行や投資ファンドなどプロフェッショナルな資産運用機関が重要となってくる。

新たな金融パラダイムでは、資金を提供する投資家が最終的には投資リスクを負うものの、投資家が提供する資金のリスク管理や運用は各分野のプロフェッショナルが行うことになる。その意味で、ファンドが大きな役割を果たしていく。投資家にとってファンドを利用するメリットは、①投資額が多額となるので分散投資が可能になる（投資リスクの軽減）、②運用のプロフェッショナルがさまざまな運用テクニックを駆使して運用するので高度な運用が期待される、ことであろう<sup>30</sup>。

ファンドの代表格が投資信託である。投資信託とは、不特定多数の投資家（主として個人投資家）からの資金をまとめて（pool）、運用のプロであるファンド・マネジャーが株式や債券に投資して運用益を挙げることを目的とした金融商品を意味する。投資信託の歴史は古く、1868年に英国で売り出された外国債ファンドが世界で初めての投資信託といわれている。米国では、1924年に米国初の投資信託となるマサチューセッツ投資信託（Massachusetts Investment Trust）が売り出されているが、急速に拡大したのは、先に既述した1974年のエリサ法によるブルーデントマン・ルール<sup>31</sup>の導入と、1978年内国歳入法（The Revenue Act of 1978）の401(k)条項によって制定され、1981年から実施された確定拠出型企業年金（いわゆる401k）の導入以降である。米国ではとくにオープン・エンドの会社型投資信託であるミューチャル・ファンドが大きく成長した（図表7-31）。ICI Factbook 2010<sup>31</sup>によると、米国におけるミューチャル・ファンドの純資産残高は2010年末時点で11兆8000億ドルに達し、9020万人にのぼる個人がミューチュアル・ファンドを保有している。世帯数でみると、全世帯数の44%がミューチュアル・ファンドに投資していることになる。こ

の時点におけるミューチャル・ファンドの投資対象は、米国株が 27%、米国地方自治体証券が 33%、コマーシャル・ペーパーが 45%、そして米国政府証券が 11%とすべて株式あるいは債券に投資されている。

図表 7-31 投資信託の純資産額推移（単位：10 億ドル）



（出所）Investment Company Factbook 2010.

ミューチャル・ファンドが株式や債券といった伝統的な有価証券に投資しているのに対し、代替投資あるいはオルターナティブ投資（alternative investment）と呼ばれる新たなファンドが成長している。代替投資はファンドのメリットである「分散投資」と「専門家による運用」を活用して、株式や債券との相関関係の低い資産に投資したり、あるいは従来とは異なる運用手法で証券投資をおこなったりするもので、市場の動きに左右されないで運用益をあげることを目的としている。これらの代替投資は投資信託と異なり、機関投資家あるいは富裕層をターゲットとして限定された投資家からの出資でファンドを構成するので、SEC（米国証券取引委員会）への登録が免除されている<sup>32</sup>。つまり私募（private placement）ベースのファンドが一般的である。

『ニッセイ基礎研究所 REPORT』（2002 年 8 月）の「オルターナティブ投資（代替投資）の基礎知識ーヘッジファンド・ブームのかげにリスクありー」によると、図表 7-32 にあるように代替投資を分類している。

代替投資の中でもヘッジファンドとプライベート・エクイティが投資銀行業務に大きな影響を与えた。

ヘッジファンドの起源は 1949 年に米国の Fortune 誌の Associate Editor であった A.W.Jones が立ち上げたファンドであるといわれている。Jones はロング・ポジションとショート・ポジションを組み合わせることで相場の変動局面でもリターンを得るなど、その後のヘッジファンドの要素を有するものであった。つまり、①ロングとショートを併用して市場全体のリスクをヘッジ、②レバレッジの活用によって高いリターンを追求、③有限パートナー

シップを活用した私募形態（これによって登録などの規制の対象外となる）、④パフォーマンスに基づいた報酬体系（利益の20%を報酬として徴収）という特徴を持っていた<sup>33</sup>。

その後、1980年代に Tiger Fund が高リターンを挙げたことでヘッジファンドが注目を集めたが、1992年にジョージ・ソロス（George Soros）の Quantum Fund が大規模なポンド売りを仕掛けたことでヘッジファンドが世界で広く知られるようになった。その後、投資銀行ソロモン・ブラザーズで同社のトレーディング・セールス部門で黄金時代をもたらしたといわれる J.メリーウエザー（John Meriwether）が設立し、ノーベル経済学賞を受賞した M・ショールズ（Myron Scholes）や R・マートン（Robert C. Merton）がアドバイザーに就いたことで市場から高い評価を受けていたロングターム・キャピタル・マネジメント（Long Term Capital Management=LTCM）が1998年9月のロシア危機の際に大きな損失を被り、破綻の危機に面した。損失を大きくしたのは LTCM の極端に高いレバレッジであった。LTCM は1998年8月の LTCM の資本金22億ドルに対して、銀行や投資銀行などから1,250億ドルの借り入れを行う、つまり57倍という高いレバレッジで投資を行っていたのである<sup>34</sup>。最終的にはニューヨーク連銀がイニシアティブをとって金融機関の支援をあおぎ救済されることになったが、結果的に銀行や投資銀行に大きな損害を与え、金融市場に不安をもたらした。ヘッジファンドは、それまでも1994年のポンド市場の混乱、1994年～95年のメキシコ危機、1997年のアジア通貨危機など金融市場の大きな波乱のたびにヘッジファンドの存在がクローズアップされていたこともあり、ヘッジファンドに対して規制を求める声が増大していった<sup>35</sup>。

図表 7-32 代替投資ファンドの形態

ヘッジファンド	ヘッジファンドの戦略の特徴
グローバルマクロ （マクロ予測に基づいた運用）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・おおきな市場リスクをとり、高収益を狙う</li> <li>・世界各国の為替・債券・株式などに投資</li> </ul>
エッジド・フューチャーズ （先物を駆使した運用）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・商品先物や金融先物などによる短期売買</li> </ul>
マーケット・ニュートラル （市場リスクに中立な運用）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・類似した商品（株式など）のうち、割安なものを買ひ、割高なものを売る組み合わせ売買</li> <li>・市場リスクではなく適正価格のゆがみを利用</li> <li>・株式マーケット・ニュートラル、債券アービトラージなど</li> </ul>
エマージング （新興諸国市場への投資）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新興市場の株式や債券に投資</li> </ul>
イベント・ドリブン （重要な出来事の成否に賭ける）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・成功が予想される企業買収で、被買収企業の株式を買って、買収企業の株式を売ることで、両社株価の収斂を利用</li> <li>・破産した企業に長期投資（ディストレス・ファンド）</li> </ul>

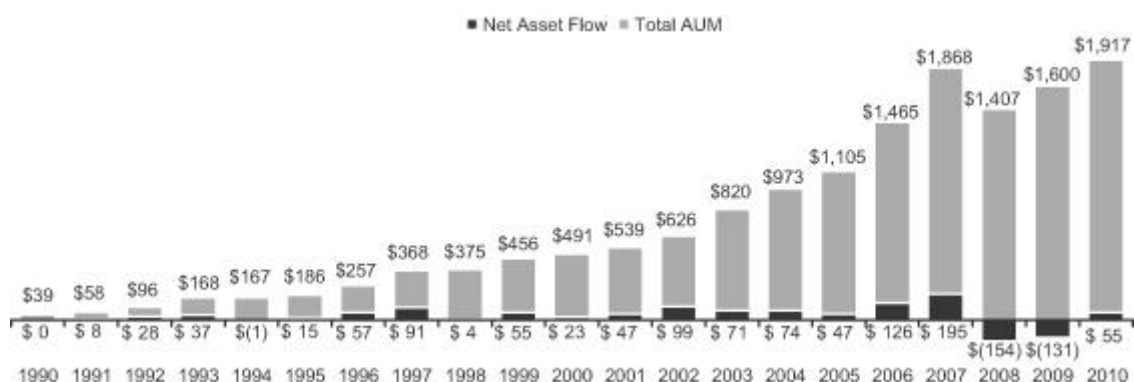
エクイティ・ヘッジ (株式関連でヘッジ手段を駆使)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特定の業種に集中投資</li> <li>・業種や国内外を問わず、割安株を買い割高株を売る（ロング・ショート）</li> <li>・過大評価された銘柄の信用売り（ショート・セル）</li> </ul>
プライベート・エクイティ	プライベート・エクイティの戦略の特徴
ベンチャー・キャピタル	<ul style="list-style-type: none"> <li>・潜在的成長が見込めるベンチャー企業に投資</li> </ul>
企業買収（バイアウト） 再生ファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・成長が鈍化した成熟企業を買収し、経営に参加して企業価値を高めて後、他社に売却するか、あるいは新規株式公開（IPO）を行うことで投資のリターンを狙う</li> <li>・企業内容が相当悪化した企業に投資を行い、企業再生を目的とする場合には再生ファンドとよばれることもある</li> <li>・再生ファンドの中には買収後に資産を切り売りするなど企業の再生ではなく短期的な利益を目的としたファンド（ハゲタカファンド）もある</li> </ul>
不動産投資	不動産投資の戦略の特徴
現物投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現物の不動産物件に投資を行い、値上がり益と賃料収入を狙う</li> </ul>
証券化商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産投資（REIT）やモーゲージ証券（MBS）、商業用不動産担保証券（CMBS）などへの投資</li> </ul>
天然資源	不動産投資の戦略の特徴
石油・天然ガス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・油田やガス田の開発事業や採掘権などへの投資</li> </ul>
森林資源	<ul style="list-style-type: none"> <li>・森林伐採による所得収入と、その土地の値上がり益を狙う長期投資</li> <li>・温暖化ガス排出権の売買</li> </ul>

（出所）中窪（2002）『ニッセイ基礎研究所 REPOT』p.9 をもとに筆者が一部修正して作成。

ヘッジファンドに対する批判や規制導入の声にもかかわらず、ヘッジファンドの運用残高はその後も増大し、HFR Industry Report によると 2007 年には 1 兆 8680 億ドルに達している。2008 年はリーマンショックによって 1 兆 4070 億ドルまで落ち込んだが、2009 年には 1 兆 6000 億ドル、2010 年には 1 兆 9170 億ドルと急速に回復している（図表 7-33）。

代替投資ファンドで注目すべき点は代替投資ファンドへの投資家層である。経産省の『国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査報告書』<sup>36</sup>によると、1997年時点のヘッジファンドへの投資は主として富裕層に属する個人投資家（全体の60%）であったが、2006 年には個人投資家の比率は40%に低下し、年金基金や大学などの機関の保有比率が投資総額の37%（1997年は25%）に増加している。たとえば、CalPers（カリフォルニア州職員退職年金基金）は図表7-34にあるように、全体の運用資産2,206億ドルのうち、13%に相当する287億ドルを代替投資に配分している。

図表 7-33 ヘッジファンド残高推移 (単位：10 億ドル)



(出所) HFR Industry Report.

図表 7-34 CaPers 運用資産内訳 (2009 年末時点) (単位 100 万ドル)

投資対象	時価	割合
短期投資	9,333	4.2%
証券貸し	17,048	7.7%
株式	91,941	41.7%
債券	53,360	24.2%
インフレリンク	5,040	2.3%
不動産	15,151	6.9%
代替投資	28,698	13.0%
合計	220,572	100%

(出所) CalPers Annual Report, p.34.

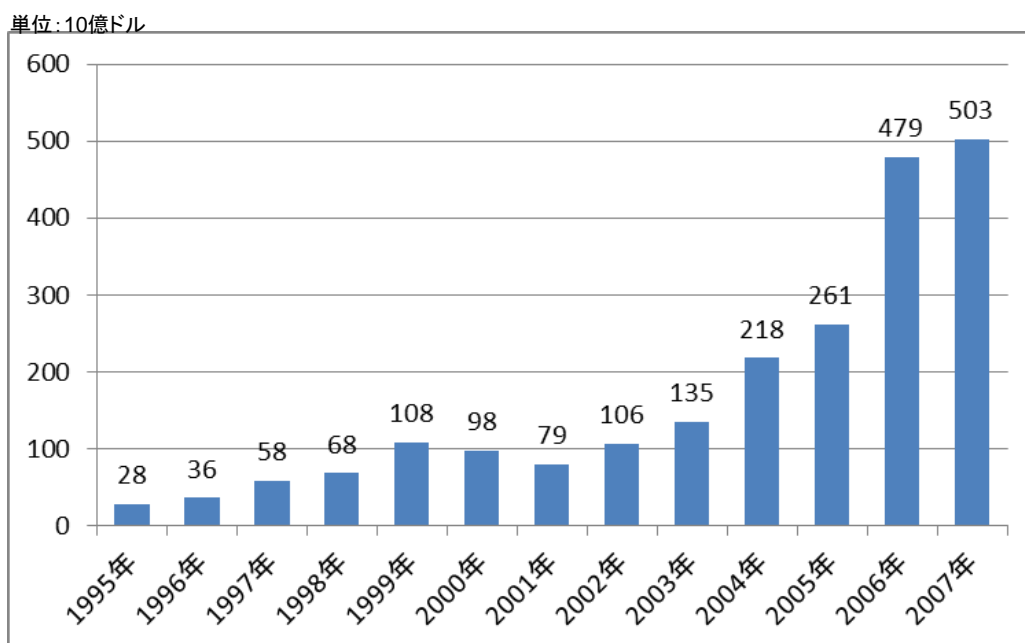
投資銀行にとって、CalPers のような年金基金など機関投資家は重要な顧客であると同時に、ヘッジファンドを運用している運用会社も重要な顧客であり、ヘッジファンドの行方は投資銀行にとって大きな影響を与えるものとなっている。

ヘッジファンドと同じように投資銀行業務に関係の深いファンドがプライベート・エクイティ・ファンドである。プライベート・エクイティ・ファンドとは字義通り、未公開企業 (private equity) に投資をするファンドであるが、株式公開企業に投資を行い未公開企業にする場合もある。前述したように、プライベート・エクイティにはベンチャー・キャピタルと企業買収 (バイアウト) がある。ベンチャー・キャピタルとは成長が見込める新興企業に投資を行うもので、経営権を握らない場合が一般的であるが、企業買収の場合には経営に関与することが多い。

ベンチャー・キャピタルは 1960 年代に登場しており、わが国でも多くのベンチャー・キャピタルが存在し、多くの新興企業を株式公開に導いている。投資銀行は未公開企業の新規株式公開 (initial public offering=IPO) の際に新規株式の発行や既存株式の売り出しを行う

ことにかかわるのでベンチャー・キャピタルが出資している新興企業は重要なターゲットであるが、投資銀行自身がベンチャー・キャピタルに関わることは多くはない。むしろ、投資銀行が深く関わっているのは、企業買収（バイアウト）を目的としたプライベート・エクイティである。コンサルタント会社 Bain & Company の *Global Private Equity Report 2010* によると、図表 7-35 に示されているように、グローバルベースのプライベート・エクイティ（バイアウト）の市場は大きく伸長している。2000 年に発生した IT バブルの崩壊の影響によって 2001 年と 2002 年には一時的な落ち込みはあったものの、趨勢としては右肩上がりに伸びており、2007 年には 5,030 億ドルに達している。

図表 7-35 プライベート・エクイティ（バイアウト）の推移



(出所) Bain & Company, *Global Private Equity Report 2010*, p.4.

バイアウト・ファンドは長期的な視点から未公開企業あるいは公開企業（この場合は買収後未公開企業とする）に出資をして、企業価値を高めたうえで株式公開や第三者（戦略的な買収者、あるいは他のバイアウト・ファンド）に売却することでキャピタル・ゲインを上げることがを目的としている。したがって、通常の株式投資や債券投資と異なり、投資後の経営への関与が重要となってくる。日本銀行のワーキング・ペーパー・シリーズ『事業におけるバイアウト・ファンドの役割－事業再生研究機構・日本銀行共済セミナーにおける議論の概要－』<sup>37</sup>によると、バイアウト・ファンドを活用するケースとして以下の諸点が挙げられている。

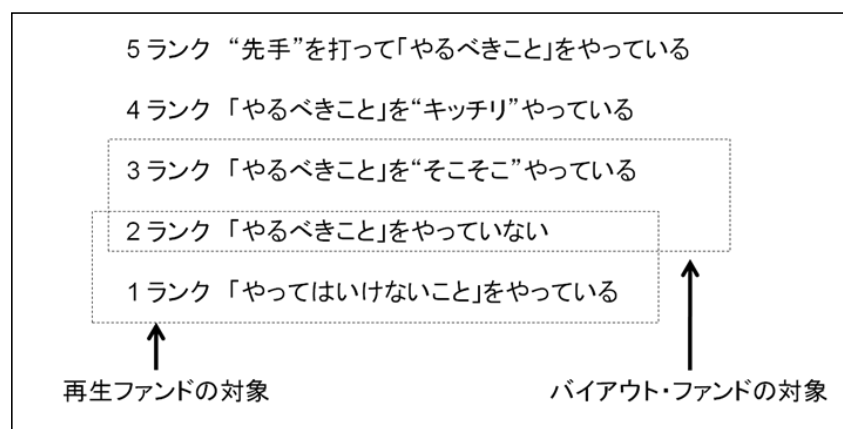
- ① 同族経営が続く企業をバイアウトし、資本面及び人事面で同族色を排除した経営体制を整備するケース
- ② 企業が不良債権処理原資確保等の目的で売却する戦略部門を、当該企業と共同出

資形態で別法人化するケース

- ③ 潜在的収益力を持ちながら、経営実行力の弱い企業をバイアウトし、資本面・経営面での体制整備を行うケース
- ④ 法的整理下の企業の再生にバイアウト・ファンドが利用されるケース

上記のように、プライベート・エクイティ業務における投資ターゲットは業績の良好な企業ではなく、むしろ成熟して業績に陰りが見えてきた企業あるいは経営陣の問題などによって業績が低迷している企業が中心となる。佐山展生氏は日本経営財務研究会における発表で、以下の図のように、企業を5つのランクに分類したうえで、「やるべきこと」を“そこそこ”やっている企業（3 ランク）と「やるべきこと」をやっていない企業（2 ランク）がバイアウト・ファンドの投資対象としている。「やってはいけないこと」をやっている企業（ランク1）はプライベート・エクイティ・ファンドの中でも企業再生に注力する再生ファンドあるいはディストレス・ファンドの対象となる。一方、「やるべきこと」をきっちりやっている企業（ランク4）や“先手”を打ってやるべきことを開拓している企業（ランク5）はプライベート・エクイティ・ファンドの投資対象とはならない（図表 7-36）。

図表 7-36 プライベート・エクイティ・ファンドの投資対象企業



（出所）佐山展生，日本経営財務研究学会第28回 全国大会発表。

業績に何らかの理由で問題がある企業の経営権を獲得し、企業価値を高めたうえで株式公開あるいは第三者への売却によって投資収益を上げることがプライベート・エクイティ・ファンドの目的であるので、その運用には高い専門性（経営管理、財務管理、マーケティングなど）が要求される。その意味で、プライベート・エクイティは投資銀行に適した業務とも言える。実際、多くの投資銀行が従来行ってきた M&A アドバイザリー業務に加え、自らバイアウト・ファンドを設立して投資家を募ったり、あるいは子会社を設立して自己勘定で企業投資を行ったりする業務（マーチャント・バンキング業務あるいはプリンシパル・インベストメントと呼ばれる）に積極的に進出していくようになった。



プライベート・エクイティ・ファンドの特徴として2点挙げられる。

第一は、投資の際のレバレッジが極めて高いことである。本章1節で記述したように、高レバレッジとは、投資の際に外部から多額の借入を行うことをいう。具体的には10億ドルの投資を行う時に、全額を自己資金で行うのではなく、たとえば7億ドル(投資額の70%)を外部借入れで賄うと、投下すべき自己資金は3億ドル(30%)となる。仮に、1年後に5000万ドルの利益が上がった場合、100%自己資金で投資を行った場合には収益率は5%となるが、70%外部借入金で賄った場合、自己資金3億ドルに対しては16.7%と高い収益率となる。これがレバレッジを高くして投資を行う魅力となる。当然のことながら、逆(損失)の場合には損失率もそれだけ高くなる。つまり、ハイリスク・ハイリターンとなるのである。ほとんどのプライベート・エクイティによるバイアウトは高いレバレッジを掛けて行うので、先に紹介したレバレッジド・バイアウト(leveraged buyout=LBO)の手法を使っている。レバレッジが高いのは、プライベート・エクイティ・ファンドの多くが5年～10年で投資を回収して高い投資収益をファンドの出資者に還元することを目的としていることによる。

プライベート・エクイティ・ファンドのプロセスは以下の通り、投資先の発掘、調査・分析、投資条件決定、投資実行、投資先支援、流動化(エグジット)と比較的長期間にわたる(JAFCO2004より引用、図表7-37)。

図表7-37 プライベート・エクイティ・ファンドのプロセス

プロセス	主たる業務内容
発掘	・ 外部機関とのネットワークを活用して投資対象企業を発掘
調査・分析	・ 将来のキャッシュ・フロー、経営者、外部環境などの調査・分析 (精査; due diligence)
投資条件決定	・ 株価算定や資金調達方法の決定 ・ 投資方法(株式の種類)の決定 ・ 従業員向けインセンティブ・プランの決定 など
投資実行	・ 資金の払い込み、外部借入れの実行、契約書の調印
投資先支援	・ 社外取締役の就任など経営に関与 ・ 取引先や提携先の紹介
流動化(エグジット)	・ 株式公開あるいは第三者への売却による投資資金の回収

(出所) JAFCO2004 *Value Creation through Private Equity*.

上記のプロセスで明らかな通り、プライベート・エクイティ投資からの投資収益は、ファンドを設定して早くも5年、遅い場合には10年後の流動化(エグジット)の段階に実現する。つまり、それまでは出費が収入(配当)を上回る状態が続くのである。しかも、多くのプライベート・エクイティ・ファンドは高い投資収益を目標としているため、どうしても高いレバレッジをかけることになる。

実際、下図（図表 7-38）のスタンフォード大学の資産を運用する Stanford Management Company の 2003 年のレポートによると、同基金の 82 億ドルの運用資産のうちプライベート・エクイティ・ファンドに 10%という比較的高い資金を配分しており、投資収益（10 年間の実績）も株式や債券投資という伝統的な運用に比べ高い結果を示している。

図表 7-38 スタンフォード大学の資産ポートフォリオ

運用対象	運用比率	投資収益
上場株式	40%	8.8%
債券	12%	7.3%
不動産	16%	13.6%
プライベート・エクイティ	10%	30.2%
天然資源	7%	10.7%
ヘッジファンド	15%	11.9%

（出所）Stanford Management Company 2003.

プライベート・エクイティ・ファンドの第二の特徴は手数料体系である。投資信託が運用残高に対して一定の手数料率を適用しているのに対して、プライベート・エクイティ・ファンドの場合には、成功報酬ベースとなっている。ファンドの運用会社には通常ファンド額の 2～3%のマネジメントフィーが支払われるが、それに加えてファンドの運用成果に対しても一定の成功報酬が支払われる。一般的には運用成果が一定のレベル（hurdle rate）を超えると 20%前後の成功報酬が運用会社に支払われる仕組みとなっている。換言すれば、運用成果が良好であればそれだけ多くの報酬を得られる一方、逆に運用成果が良くない場合には、成功報酬を得られないだけでなく、ファンド運用者としての評判に悪影響を及ぼし、その後のファンドの組成が困難となるおそれも出てくる。

以上が、プライベート・エクイティ・ファンドの概要であるが、プライベート・エクイティ・ファンドの運営には、投資対象の発掘、経営への関与、IPO あるいは第三社への売却、適切な資金調達、成果に応じた報酬体系など、高い専門性を有する投資銀行にとっては魅力のある分野である。そのため多くの投資銀行がプライベート・エクイティ・ファンドを設立し、積極的に参入していった。たとえば、ゴールドマン・サックスの場合には、Goldman Sachs Merchant Banking Division (MBD)のもとでプライベート・エクイティおよび関連業務を行っている。MBD には 260 名のプロフェッショナル（2011 年 8 月時点における同社 Web サイトによる）が在籍している<sup>38</sup>。以下のように幅広い分野でプライベート・エクイティおよび関連業務を行っている。ゴールドマン・サックスのプライベート・エクイティ業務は 1986 年にスタートし、1990 年にディストレス企業（業績破綻あるいは破綻に近い状態の企業）への投資、1991 年に不動産投資、1996 年にメザニン債権（中二階という意味で、シニア債権と株式などジュニア債券の中間に位置する、たとえば優先株式など）への投資、2006

年にインフラ関連投資、そして 2008 年にはシニア債権投資と着実に業務を拡大している。同社 Web サイトによると、1986 年以降 1240 億ドルにのぼるファンドを設立している。なかでも、ゴールドマン・サックスのプライベート・エクイティ・ファンドは 1986 年の設立以来、以下のように 6 件のファンドを設立、合計 3960 億ドルにのぼる資金を投資家層から集めている。ここで留意すべき点はプライベート・エクイティ・ファンドの規模が年ごとに拡大していることである。1992 年の第 1 回目のファンド規模が 10 億ドル強であったものが、2005 年の第 5 回ファンドでは 85 億ドル、2007 年の第 6 回ファンドでは 203 億ドルと急速な伸びを示している（図表 7-39）。

図表 7-39 ゴールドマン・サックスのプライベート・エクイティ・ファンド実績

	GS Capital Partners	GS Capital Partners II	GS Capital Partners III	GS Capital Partners IV	GS Capital Partners V	GS Capital Partners VI
規模	1.04	1.75	2.78	5.25	8.5	20.3
設立時期	1992	1995	1998	2000	2005	2007
現状	清算済み	清算済み	投資回収 中	投資回収 中	価値向上 中	投資段階

（出所）Goldman Sachs Web サイト

<http://www2.goldmansachs.com/services/investing/private-equity/direct/cap-partners.html>.

プライベート・エクイティ・ファンドだけでなく、ファンドに資金を提供する業務にも投資銀行は参入していった。プライベート・エクイティ・ファンドの借入形態にはいくつかある。被買収会社の資産を担保として借り入れるため返済優先順位が最も高いシニア・デット（senior debt）、優先株式や劣後社債、ジャンク・ボンドなど担保付き債券に比べて返済の優先順位が劣るメザニン・デット（mezzanine debt）、もっとも優先順位が劣後するのが普通株式である。

投資銀行はこれらのファイナンスを行うファンドも設立していったのである。たとえば、ゴールドマン・サックスの場合、以下の図表 7-40 にあるように、1996 年にメザニン・デットを供与するファンドを設立し、以降 2007 年までに 100 社を超える企業に対して 130 億ドルのメザニン・デットを供与している。

図表 7-40 ゴールドマン・サックスのメザニン・ファンド実績（単位：10 億ドル）

	GS Capital Partners	GS Capital Partners II	GS Capital Partners III	GS Capital Partners IV	GS Capital Partners V
規模	1.2	1.4	3.5	59.25	13.0
設立時期	1996	2000	2003	2006	2007
現状	清算済み	清算済み	投資回収中	投資回収中	価値向上中

（出所）Goldman Sachs Annual Report 2008.

さらに商業銀行の主要業務であるシニア・デットの分野でもファンドを設立してプライベート・エクイティ・ファンドに供与している。2008 年以降 70 億ドルのシニア・デット供与の実績をあげている。

以上述べてきたように、ファンドは投資銀行に対してさまざまな形で新たな業務の機会を与えた。ゴールドマン・サックスのプライベート・エクイティ・ファンドやメザニン・ファンドでみたように、これらの業務の規模は急速に拡大している。それだけ同社のファンドからのリターンが良好であったことを示していると考えられるが、一方で、それだけ、高いレバレッジをかけて大きなリスクを取っていることを示唆している。

もう一つ、投資銀行が自己資金でプライベート・エクイティ・ファンドを運用することから顧客との利益相反のおそれもあるという問題もある。たとえば、顧客が戦略的に買収しようとしたターゲット企業とファンドの買収ターゲットが同じである場合には顧客と競合することになる。顧客の戦略を邪魔することになりかねないのである。

## 2 節 モルガン・スタンレー（事例研究）

以上、前節では、制度構造、競争構造、技術構造、市場構造の 4 つの視点から、転換期における投資銀行を取り巻く外的環境について概観してきた。制度的には規制緩和が大きく進み、投資銀行間だけでなく商業銀行間との競争の激化を促進した。商業銀行の持つ規模や融資をいう武器は投資銀行業界にとって大きな武器であり、実際多くの投資銀行が商業銀行の傘下に入った。そのうえ、コンピュータの小型化・精密化やソフトウェアの精密化によって、暗黙知が武器であった投資銀行サービスや商品が形式知化、コモディティ化していくことになる。コモディティ化にともなって、競争優位のポジションを得るべく、投資銀行はデリバティブ、証券化など多くの複雑な商品に積極的に参入していった。

本節では、かかる環境にあつてモルガン・スタンレーがどのようなビジネスモデルをつくっていったのか、分析の枠組みに沿って考察していきたい。

### 1. 1980 年代以降の沿革

ここではまず、モルガン・スタンレーのウェブサイトを参考に、同社の歴史を簡単に紹介する。

1984 年の自動トレードプロセス・システム（TAPS）を導入後、1985 年に債券部門（Fixed Income）、1986 年に自己勘定トレーディング・グループを設立するなど、本格的に証券トレーディングを始めたのが 1980 年代であった。また、この時期には、フランクフルト、香港、ルクセンブルグ、メルボルン、ミラノ、シドニー、チューリッヒに拠点を開設し、さらにロンドンと東京の拠点を拡充するなどグローバル化も積極的に推進している。グローバル化は 1990 年代に入ると、ロシアに拠点を設置したり（1994 年）、中国建設銀行（China Construction Bank）と合併会社チャイナ・キャピタル・インターナショナル・コープ（China

Capital International Corp.=CCIC)を設立したり(1995年)するなど新興大国への進出も行う。

モルガン・スタンレーは従来、政府・州政府、外国政府や鉄道、電気、自動車会社など大型顧客をターゲットとしてきたが、1980年には当時新興企業であったアップル・コンピュータの新規株式公開を主幹事として引き受けたり、1983年～86年には格安航空会社のピープル・エクスプレスの高利回り債(ジャンク債)を総額5億ドル引き受けたりするなど、新興企業や低格付け企業とも取引を拡大する。発展期までのモルガン・スタンレーではだれも考えなかった顧客層と取引をおこなったのである。

M&A アドバイザリー業務でも、乗っ取り屋といわれたブーン・ピケンズと組んでゼネラル・アメリカン・オイルに敵対的買収のアドバイスを行うなど、敵対的買収にも積極的に参入する。それだけではなく、自分がプリンシパルとなって企業を買収する業務部門(モルガン・スタンレーではマーチャント・バンキングと呼ぶ)も1982年に設立している。

このように、1980年代に入って新たな顧客グループと新たな業務分野に積極的に取り組んでいくが、1990年代に入っても、インターネット関連会社のNetscapeのIPOの主幹事(1995年)、デュポン(DuPont)の440億ドルにのぼる大型IPOの主幹事(1998年)、ブラジルの旧国営電話会社テレbras(TELEBRAS)の売却のアドバイザー、UPSの54億7000万ドルにのぼるIPO(それまでで最大額)の主幹事、中国のChina Unicom LimitedのためのIPO(中国史上最大のIPO)のグローバル・コーディネータおよびブック・ランナー(2000年)、ドイツテレコム(Deutsche Telekom)の146億ドル(それまでで最大額)の主幹事(2000年)、テクノロジー関連会社であるAgere Systemsの41億ドルにのぼるIPO(それまでで最大額)の主幹事、日本企業のアイフルによるライフ買収に関連して新しいLBO(レバレッジド・バイアウト)方式の実施(2001年)、2件の大型中国案件のとりまとめ(108億中国元の不良債権ポートフォリオの売却のシンジケート幹事と中国企業PICCの国際新規株式公開の副幹事)、340億ドルの大型M&A(FleetBoston FinancialとBank of America)でFleetBoston側のアドバイザー(2003年)、グーグルの大型(19億ドル)のIPO(新規株式公開)の副幹事など、業界のリーダーらしく、グローバルの舞台で多くの大型案件をとりまとめていく。

1980年以降におけるモルガン・スタンレーの歴史で最大の出来事ともいえるのは、規模の経済をめざした株式公開(1986年)と、範囲の経済をめざした小売証券大手のディーン・ウィッターとの合併(1997年)であろう。この2つの出来事は、後述するように、1980年代までのモルガン・スタンレーのビジネスモデルを大きく変えることになっていく。

活動面では、グローバル化とIT化の進展を背景に、中国関連取引の大型取引などグローバルな活動とグーグルの新規株式公開などIT関連会社との取引が増えている。従来、大手企業としか取引を行わないことを基本方針としてきたモルガン・スタンレーにとって、活動面でも変化をみせている。

これにともない資本規模や従業員数も大きく増加している。1970年代後半時点におけるモルガン・スタンレーは、資本金750万ドル、34人のゼネラル・パートナー(無限責任)と4名のリミテッド・パートナー(有限責任)のもとに、わずか165名の従業員(うち、

プロフェッショナルが 65 名)に過ぎなかった<sup>39</sup>ものが、その後、取扱業務内容 (M&A 部門、セールス・トレーディング部門、リサーチ部門) の拡大を背景に、1985 年時点では、資本金 3 億ドル、従業員 4,100 人に拡大している。さらに、リーマンショック前の 2007 年 11 月末時点では、資本金 312 億ドル、従業員数 48,256 名に膨れ上がっている<sup>40</sup>。

2007 年 11 月末時点の資本金は 1970 年代後半に比べ 4160 倍、従業員数は 20 倍に増加、また 1985 年時点と比較しても資本金で 104 倍、従業員数で 11 倍に増加していることになる。

## 2. 競争戦略

前節でみたように、モルガン・スタンレーの基本的な戦略は、規制緩和、グローバル化、IT 化という外部環境の大きな変化に対応していくために、取扱業務の拡大にともなう規模の経済と競争力向上のための範囲の経済を積極的に推進していく。株式公開による規模の経済の追求と小売証券会社であるディーン・ウィッター・ディスカバーとの合併による範囲の経済の追求であった。

取扱業務は前章で記述したように、川上から川下までの一貫業務を取り扱う目的から、引受けに加え、トレーディング・セールス部門、リサーチ部門、M&A 部門が新設されたが、この時期はさらに新たな業務が付け加えられていく。それだけではなく、従来の引受け業務を通じて、証券発行者と投資家の仲介をするというエージェント業務だけでなく、自らの勘定で投資や融資を行うというプリンシパル業務にも参入していった。

ターゲット顧客も、1982 年の「一括登録制」の導入を背景に顧客との取引関係がより競争的になってきたこともあり、従来のように政府や大企業だけをターゲットとするだけでなく、新興企業や成長企業にもターゲットを拡大していく。

具体的に業務内容の拡大をみていく。1983 年までには債券部門で、金、貴金属、外国為替、コマーシャル・ペーパー、地方債、抵当証券を取り扱うようになっている。M&A 部門も従来の引受け部門の補完的な役割から、1983 年には 75 名のプロフェッショナルを擁して M&A 部門独自で収益をあげる姿勢に変わってきている。それだけではなく、1985 年にはペレルマンのアドバイザーとして敵対的買収側のアドバイザー役も務めている。新規業務部門では、1982 年に当時新興企業であったピープル・エクスプレスの新規株式公開 (IPO) を共同幹事として取り扱い、その後もピープル・エクスプレスに 5 億ドルにのぼる債券 (ジャンク・ボンド) の引き受けを行うなど、IPO の分野やジャンク・ボンドの分野にも参入している。また 1982 年には自己勘定で企業に投資をして数年後に転売や IPO を通じて高い収益をもとめるというプリンシパル・インベストメント部門 (プライベート・エクイティ) にも参入する。プリンシパル・インベストメント部門は投資に際して高いレバレッジを掛けるという LBO (レバレッジド・バイアウト) を行うことで、対自己投下資金収益率を求めるといった手法をとった<sup>41</sup>。

これらの規模の経済の追求の結果、1985 年の資本金は 3 億ドル、従業員 4100 名、総資産

は 160 億ドルにのぼり、収益も過去 6 年間にわたって 35~43%という高い ROE（自己資本利益率）を記録した。部門別では、M&A 部門を含む投資銀行部門の収入額が 1981 年の 1 億 5900 万ドルから 1985 年には 4 億 2300 万ドルとほぼ 4 倍の伸びをみせ、自己勘定投資（プリンシパル・インベストメント）部門も同様に 4548 万ドルから 2 億 4300 万ドル約 5 倍の伸びを示している。1985 年の総収入額も過去最高の 17 億 9000 万ドルで前年比 33.9%増加となった。とくに収益の約 60%を M&A 部門が稼ぎ出している<sup>42</sup>。

業務の拡大にともない、積極的にグローバルベースで拠点を拡大していく。前節の沿革の表にあるように、1980 年代には、フランクフルト、香港、ルクセンブルグ、メルボルン、ミラノ、シドニー、チューリッヒに拠点を開設し、またロンドン東京の拠点を拡充している。

1985 年の業況がきわめてよかったことを背景に、さらに規模の拡大を目指すべく、1986 年 3 月 2 日にモルガン・スタンレーは株式の公開をおこなう。当時のモルガン・スタンレーの資本額は 3 億ドルであったが、債券や株式の売買や自己勘定による投資（マーチャント・バンキング）の分野においてマーケットリーダーとなるためには資本の増加が不可欠だと判断された結果であり、同社のマネジメント・コミティーの全員一致で株式公開が決定された<sup>43</sup>。

1986 年 3 月 21 日に実施された株式公開は、モルガン・スタンレーの組織構造に大きな影響を与えるものであった。1985 年 9 月にモルガン・スタンレー設立 50 周年を祝う新聞の全面広告で、モルガン・スタンレーのパートナーは全員現在のパートナーシップを堅持し顧客にサービスを提供する旨を述べていたが、その年の暮れに同社の経営委員会は株式公開を決定している。当時の資本金 3 億ドルでは、業界のリーダーとして業績を成長させていくことは困難、とくに多額の資金を要する証券トレーディングや自己勘定の証券投資、プリンシパル・インベストメント部門には資金が必要との判断があった。投資銀行業界では 1970 年にドナルドソン・ラフキン&ジェンレットが株式公開を実施したほか、メリル・リンチ、ベア・スターンズなども株式を公開していた。ゴールドマン・サックスも株式公開こそしていなかったが住友銀行が株式を保有していた。このような業界の状況もモルガン・スタンレーの株式公開決定に影響を与えたものと考えられる。

簿価 15.33 ドルの株式は 56.5 ドルで発行され、発行当日の終値は 70 ドルと株式公開は成功裏に実施された。株式公開後も 81%の株式はモルガン・スタンレーの従業員が保有したが、これは株式発行による資金調達とパートナーシップ組織という 2 つのメリットを同時にねらったものといえる<sup>44</sup>。しかし、Beard（2007）が記述しているように、株式公開により資本金が拡充されたため、非公開組織の時に比べより大規模の取引をねらえるようになっただけでなく、ジャンク・ボンド、株式デリバティブ、LBO などリスクの高い取引にも参入するようになっていく。実際、株式公開からわずか 4 年後の 1990 年、当時のトップであったギルバートが退任した当時のモルガン・スタンレーの資本金は 20 億ドル、従業員は 6,800 名にまで膨らんでおり、総収入額 25 億ドル、利益 4 億 4300 万ドルと史上最高を記録

している。海外拠点も拡大し、東京の拠点は 1,000 名を超えるようになっていた<sup>45</sup>。

チャーナウ（1993 下）が指摘するように、1990 年当時のモルガン・スタンレーは、「1935 年 9 月にウォールストリート 2 番地の花に埋もれた部屋で誕生した、あの保守的な会社とはほとんど似ても似つかなかった<sup>46</sup>」。とくに、「1987 年の株価大暴落後は証券流通にも重きを置かず、主に販売とトレーディングの面から何十人もマネジング・ダイレクターが職を追われた」<sup>46</sup>。その結果、証券引受け業務でのモルガン・スタンレーのランキングは 6 位にまで転落していく。

この当時から、モルガン・スタンレーの収益の柱は、伝統的な株式や債券の引き受けではなく、ジャンク・ボンド、LBO、株式デリバティブ、証券化商品などリスクの高い分野に積極的に進出していった。

範囲の経済の追求では、投資信託と小売証券業務の分野の参入が行われた。モルガン・スタンレーの若手の幹部社員（マネジング・ダイレクター）で構成された戦略検討グループ「プロジェクト・エジソン」は、将来のさらなる発展のためには、①投資信託（ミューチュアル・ファンド）ビジネスへの参入、②富裕層をターゲットとした小売証券分野、の 2 つの分野への参入が求められるとの結論をだした。投資信託の投資家はたとえ投資をした投資信託の運用結果が良くなくても、投資信託という商品から離れるのではなく別の投資信託に乗り換える傾向が強いことがその理由として挙げられた。また投資信託ビジネスに成功裏に参入するためには、その主要な買い手である富裕層への販売力がカギとなるとして、小売証券業務への参入も提言した。参入方法としては、自社で構築するのではなく、すでに実績のある有力な業者とパートナーシップを組み、その次のステップとして買収を行うべきとの結論を出している<sup>47</sup>。

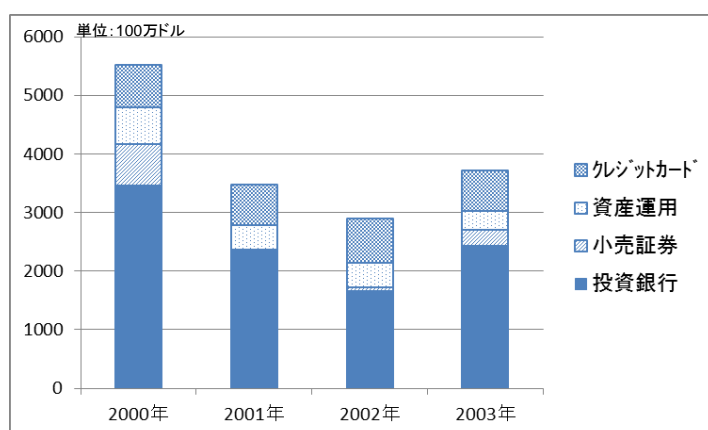
この「プロジェクト・エジソン」の結論の通り、モルガン・スタンレーは実績のある小売証券業者を物色し、1996 年に 11.8 億ドルでシカゴに本拠地のあるヴァン・カンペン・アメリカン・キャピタルを買収する。しかし、さらなる飛躍を目指して、モルガン・スタンレーは 1997 年 2 月 5 日に大手小売証券業者であったディーン・ウィッターと対等合併を発表した。合併を発表した前年（1996 年）の両社の業績は、総収入額でモルガン・スタンレーが 131 億ドルに対してディーン・ウィッターが 90 億ドル、収益でモルガン・スタンレー、ディーン・ウィッターとも約 1 億ドルと同じであった。ディーン・ウィッターは総従業員数 30,799 名、うち営業担当者が 8,406 名と、小売り証券分野ではモルガン・スタンレー（総従業員数 9,725 名、うち営業担当者は 402 名）を大きく上回っていたが、一方、株式や債券などの公募証券引き受けでは、モルガン・スタンレーが 905.6 億ドルと、ディーン・ウィッター（56 億ドル）を大きく離れていた。この対等合併の結果、新会社（モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター）は規模、収入額ともに米国最大の証券会社（投資銀行）となった。その意味では、互いに強い分野を活かして補完し合うという最良の組み合わせであり、合併の発表後、モルガン・スタンレーの株価は 7.875 ドル、ディーン・ウィッターの株価は 2 ドル上昇している。



しかし、合併後の相乗効果は期待を上回るものではなかった。図表 7-41 にあるように、2000 年の IT バブルの崩壊により業績は良いものではなかったものの、全社的に見れば、モルガン・スタンレーが担当する投資銀行部門（卸売証券部門）の収益に比べて、ディーン・ウィッター側の小売証券業務、資産運用部門、クレジット・カード部門の収益の比率が伸びていないことがわかる。

合併の相乗効果が期待を下回ったことに加え、ディーン・ウィッターのフィル・パーセルが合併後のリーダーシップをとったことから、内部的にはさまざまな確執が生まれた。フィル・パーセルはマッキンゼー出身のコンサルタントであったこともあり、極めて保守的な経営方針を堅持した。このため、債券トレーディング、プリンシパル・インベストメントをはじめとするリスクテイク部門と確執が生じた。さらにフィル・パーセルは自らの側近を重用したことから、多くのモルガン・スタンレー幹部（当時のモルガン・スタンレーの最高幹部であったジョン・マックも含め）が会社を去り、モルガン・スタンレーが発展期から維持してきた企業文化は大きく変質していくことになった。そのうえ、範囲の経済を享受することができず、戦略的には必ずしも成功とはいえなかった。

図表 7-41 部門別税引き後利益推移



(出所) Morgan Stanley Dean Whitter Annual Report 2003.

しかし、モルガン・スタンレーの元幹部社員による活動などから、2005 年にフィル・パーセルが辞任し、ジョン・マックが復帰し、内部抗争にピリオドが打たれることになった。

ジョン・マックの復帰後、ジョン・マックは以下のように、「卓越さ、誠実さ、多様性をもったひとつの会社（one firm）としての企業文化」の構築、パートナーシップ的な発想、なんでも発言できる社風、部門間や人間間のサイロ（壁）をつくらないこと、官僚制の排除、結果責任などを呼びかけ、人材の重要性を訴えている<sup>48</sup>。それだけ、前任者のフィル・パーセルの時代の内部確執の根が深かったといえよう。

One of the keys to improving our performance is building a “one firm” culture that is driven by a commitment to excellence, integrity and diversity. We want our employees to think like owners and focus on improving our profitability and ROE.

We want them to work together across businesses and speak up when they see a problem or an opportunity to do something better. To help our employees do that, we're getting rid of "silos" and roadblocks within the firm, and we're eliminating bureaucracy. We're driving decision making down through the organization, and we're holding people accountable for results. Despite the challenges we faced this past year, Morgan Stanley continues to have an unmatched depth and breadth of talent. We're committed to attracting and retaining the best people in the industry and ensuring we have a culture that provides those people with (Morgan Stanley Annula Report, 2005, p.25)

しかし、同時にジョン・マックは、復帰後、以下の 2007 年のモルガン・スタンレーのプレゼンテーションにあるように、ハイリスク・ハイリターン志向を強める方向も示している。

【Institutional Securities 部門の今後の重点施策】

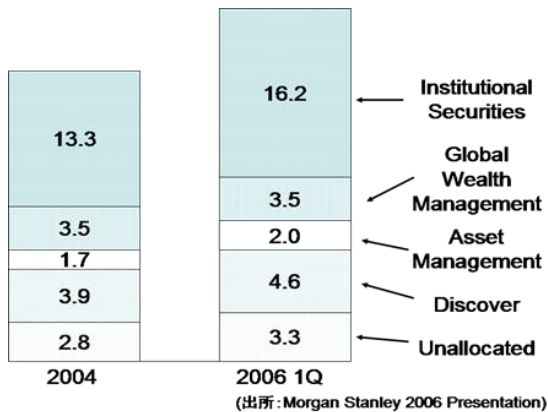
- Increase principal risk taking (自己勘定によるリスクテイクの増加)
- Expand derivatives business (デリバティブ・ビジネスの拡大)
- Increase presence in domestic and global residential mortgage (国内外の住宅ローンでの存在感の増大)
- Build leveraged finance business (レバレッジを聞かせたビジネスの構築)
- Grow in emerging markets (新興市場での成長)
- Improve economics of core equities business (中核である株式ビジネスの経済性の向上)

(出所：Morgan Stanley Web サイトの 2007 年のプレゼンテーションから

[http://www.morganstanley.com/about/ir/presentations/Citigroup\\_Conf\\_Jan\\_01\\_30\\_07.pdf](http://www.morganstanley.com/about/ir/presentations/Citigroup_Conf_Jan_01_30_07.pdf))

モルガン・スタンレーの年次報告書(図表 7-42)にあるように、2006 年のモルガン・スタンレーのリスク・キャピタルは、旧モルガン・スタンレーの担当であった投資銀行部門(Institutional Securities)に大きく割り当てられ、旧ディーン・ウィッターが担当していた資産運用部門、クレジット・カード部門への割り当ては減らしている。フィル・パーセルが CEO の職を辞して、債券部門出身であるジョン・マックが CEO としてモルガン・スタンレーに復帰後、明らかにモルガン・スタンレーの戦略は、自己勘定によるトレーディングやプリンシパル・インベストメントなどリスクテイクを含めた卸売投資銀行分野に注力する姿勢となっている。

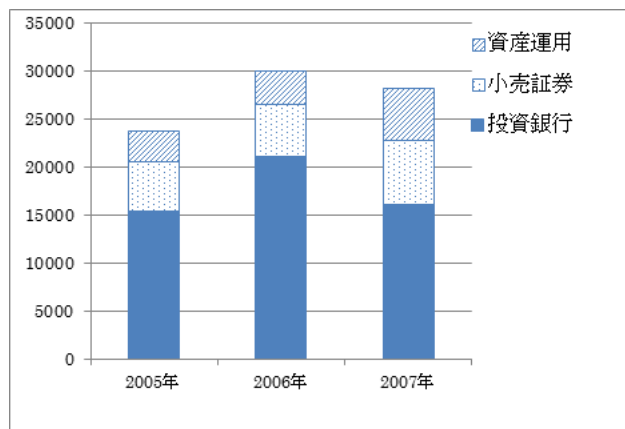
図表7-42 リスクキャピタル・アロケーション



(出所) Morgan Stanley Dean Whitter Annual Report 2007.

上記の卸売投資銀行への重点施策もあり、図表 7-43 にあるように、2006 年の卸売投資銀行部門の直接経費後の収入額は前年比 36%の伸びを占めている。一方、富裕層を対象とした小売証券部門や資産運用部門は横ばいにとどまっている。しかし、2007 年後半から顕在化したサブプライム・ローン債務不履行の急増を受けたサブプライム・ローン関連証券化商品の価格下落などの市場環境の悪化の影響で、卸売投資銀行部門の直接経費後の収入額は前年比 24%下落している。

図表 7-43 モルガン・スタンレー部門別直接経費後収入額推移



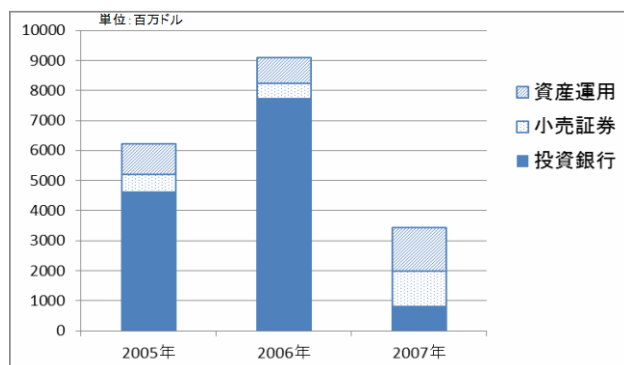
(出所) Morgan Stanley Annual Report 2007.

サブプライム・ローン問題は税引き後利益に対してより大きな影響を与えた。図表 7-44 にあるように、2007 年の卸売投資銀行部門の税引き前利益は 8 億 1700 万ドルと、2006 年の 77 億 2100 万ドルに対して約 89%も下落する。一方、富裕層を対象とした小売証券部門や資産運用部門の税引き前利益は増加している。

卸売投資銀行部門の業績の悪化はもっぱら証券化商品投資やLBOなど自己勘定による投資やトレーディング部門によるものであった。2007 年の引受け部門の収入額は 29.97 億ドルと前年比 21%の増加、また M&A 部門の収入額も 25.4 億ドルと前年比 45%の増加を示し

たが、債券のトレーディング・セールス部門の収入額が 6.5 億ドルで前年比 93%と大きく低下した。

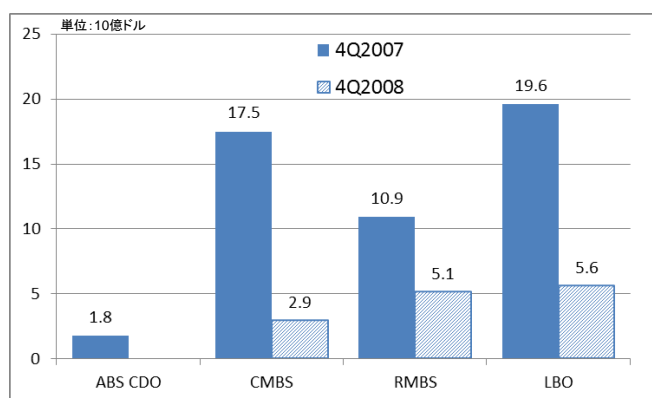
図表 7-44 モルガン・スタンレー部門別税引き後利益推移



(出所) Morgan Stanley Annual report 2007.

このことは、図表 7-45 でもよくわかる。モルガン・スタンレーは 2008 年 9 月のリーマンショック以降、大幅に ABS や CLO などの証券化商品や住宅や商業用不動産担保証券、それにレバレッジを利かせた LBO の残高を大幅に低下させている。換言すれば、リーマンショック以前は相当額の資産を有しており、これが直接的にはリーマンショック時の経営危機をもたらしたといえる。

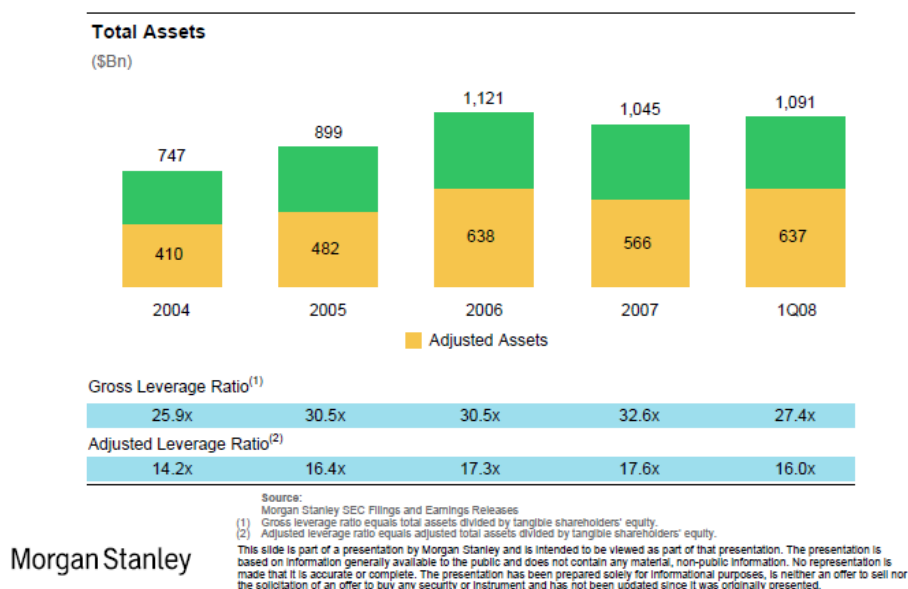
図表 7-45 証券化商品在庫の推移 (2007 年 4Q と 2008 年 4Q)



(出所) Morgan Stanley January 2009 Presentation.

実際、モルガン・スタンレーのレバレッジ・レシオは図表 7-46 に見られるように、2006 年 30.5 倍、2007 年 32.6 倍と高い比率を示している。

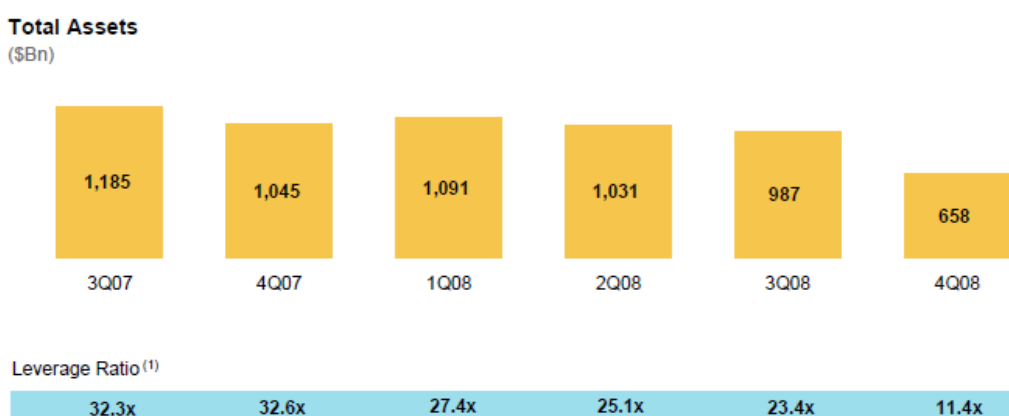
図表 7-46 モルガン・スタンレーのレバレッジ・レシオ推移



(出所) Morgan Stanley January 2009 Presentation.

2008 年のリーマンショック後、図表 7-47 にあるように、モルガン・スタンレーは総資産を大幅に下げること、このレバレッジ・レシオを、2007 年 32.6 倍から 2008 年の四半期には 11.4 倍にまで大幅に低下させている。

図表 7-47 モルガン・スタンレーのレバレッジ・レシオの推移

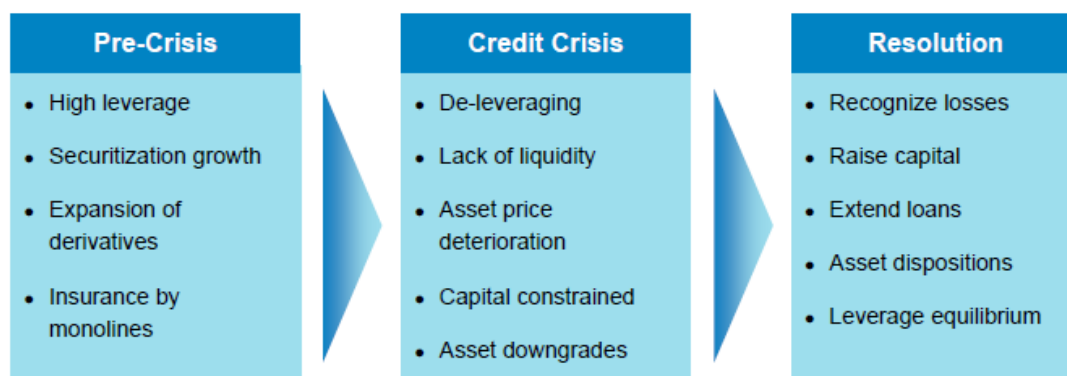


(出所) Morgan Stanley Presentation January 2009.

モルガン・スタンレーは、2008 年に危機前と危機後の対応について、以下のように述べている<sup>49</sup>。危機以前は、①高いレバレッジ、②証券化の推進、③デリバティブの拡大、④モノライン<sup>50</sup>への保障依存、の状態にあったが、危機の時に、①レバレッジの解消要求、②流

動性不足、③資産価格下落、④資本縮小、⑤資産の格付け下落、という現象が発生し、これが危機をもたらした。この解決策として、①損失の確定、②資本金の増強、③融資の期限延長、④資産の処分、⑤レバレッジの均衡化、などの手段をとっている（図表 7-48）。

図表 7-48 2008 年危機以前と危機時の状況及び対応策



（出所）Moragn Stanley 2009 Presentation.

### 3. 組織構造

発展期のモルガン・スタンレーの組織構造の項で、「トレーディング・セールス部門の新設や中途採用によって社員は急増していくが、引受け業務は依然としてモルガン・スタンレーの中核業務であった。たとえば、1975 年当時、モルガン・スタンレーはフォーチュン誌 500 社の上位 10 社のうち 6 社、また上位 20 社のうち 11 社のシンジケート主幹事を務め、年間 60 億ドルの証券発行を取り仕切った。1977 年までには、世界の上位 10 社にランキングされる製造業者のうち 6 社の主幹事を務め、またニューヨーク証券取引所の時価総額上位 20 社のうち 14 社の主幹事を務めた。その意味で、1977 年当時のモルガン・スタンレーの人員は 700 名を超えており、いくつかの新設部門も設置されたものの、依然として引受け業務を中核とする投資銀行であったといえる」と、トレーディングなどいくつかの部門が新設されたが、依然として引受け主体の組織であったと記述した。同時に、「組織の拡張にともない、マネジメント・スタイルには変化が生じてきた。生成期のピアポイント・モルガンのようなトップダウンあるいはジャック・モルガンのようなすべてのパートナーによる合議制から、シニアパートナーの合議制による最終決定権は残しつつ、若いパートナーに現場の指揮を委任する形になってくる」と組織の拡大にともない、実力のある若手のパートナーに各現場の権限を与えるという野中・竹内（1996）のいうミドル・アップダウン・モデル型に移行していったことを記述した。

しかし、モルガン・スタンレーにさまざまな改革をもたらしたボールドウィンが退任した 1985 年におけるモルガン・スタンレーには、中核業務である引き受け部門に加えて、M&A

部門、セールス&トレーディング部門、リサーチ部門、プリンシパル・インベストメント部門が追加されており、資本金 3 億ドル、総資産 160 億ドル、従業員 4,100 名にまで規模が拡大していた。

既に述べたように、部門別では、M&A 部門を含む投資銀行部門の収入額が 1981 年の 1 億 5900 万ドルから 1985 年には 4 億 2300 万ドルとほぼ 4 倍の伸びをみせ、自己勘定投資（プリンシパル・インベストメント）部門も同様に 4548 万ドルから 2 億 4300 万ドルと約 5 倍の伸びを示している。1985 年の総収入額も過去最高の 17 億 9000 万ドルで前年比 33.9%増加となった。とくに収益の約 60%を M&A 部門が稼ぎ出している。つまり、この時点で、発展期に見られたような証券引き受け部門をコア業務として、セールス&トレーディング、M&A、リサーチなどの部門がコア業務をサポートするという仕組みではなく、各々の部門が独自に収益をあげることが期待されるシステムに変化していることがわかる。

1986 年 3 月 21 日に実施された株式公開以降、同社の規模はさらに拡大しただけでなく、自己勘定による LBO、デリバティブ、証券化商品取引などリスクテイクの度合いも高まり、かつ複雑化していった。

この規模と範囲の拡大にともない、組織構造もより複雑化していく。発展期のモルガン・スタンレーは、Eccles & Crane（1988）が膨大なサーベイを行ったうえで結論付けたような社内外のネットワーク組織とそれを支える厳密な業績効果とボーナス査定システムが機能していた。しかし、規模が膨大になり、後述するように中途採用が急増していき、短期的な業績主義が重視されるようになっていくと、この時期のモルガン・スタンレーでは、従来のような部門間のネットワークが機能する状況にはなかった。これは、モルガン・スタンレーの取扱商品からもある意味必然の結果であった。つまり、生成期や発展期の投資銀行のコア業務であった証券引受け業務では、証券発行者と投資家という対極にある顧客のニーズを同時に満足させるために、証券発行者をカバーする投資銀行部門と投資家を担当するセールス&トレーディング部門、市場の動向を的確につかみ的確な発行価格を決める証券部門（シンジケート部門）、さらにはリサーチ部門が互いに協働することで、初めて双方の顧客を満足させることができた。

しかし、転換期のモルガン・スタンレーの主たる取扱商品、つまり、自己勘定による証券投資、プリンシパル・インベストメント、デリバティブ、LBO、証券化商品などは、ほとんど部門間の協働を必要としない。ケースによっては顧客と利害の衝突が起こることになる。部門間の協働はむしろ回避すべきことともなるのである。つまり、部門間の壁（サイロ）が生じてくる。Beard（2007）は、当時債券部門（主として債券のセールスやトレーディング、自己勘定による運用）のヘッドをしていたジョン・マック（後の CEO）のコメント、「一つの会社になるために、我々は投資銀行部門とセールス&トレーディング部門のサイロを壊し始めた」（We started breaking down silos between Investment Banking and Sales and Trading, to become a ‘one-firm firm’）<sup>51</sup> を紹介しているが、1987 年当時において既にこの傾向は強まっていた。

上述のように、転換期のモルガン・スタンレーはこの時期、規模と範囲の経済を積極的に追及していった結果、生成期や発展期にみられなかった自己勘定による投資や融資という業務分野に参入していく。しかしながら、組織構造的には、発展期のフラットな組織構造を維持させたまま、部門間のネットワークではなく各部門が自己利益を追求するより部門中心的な分権化組織にシフトしていく。そこには、エージェント業務がとるリスクとはまったく異なるリスクが存在していたが、分権的な組織でリスクを十分に管理できたか、疑問が残るといわざるを得ない。

#### 4. 組織間ネットワーク

本章 1 節で記述したように、1982 年に実施された「一括登録制」は組織間ネットワークに大きな影響を与えることになる。つまり、① 一括登録制によって上位投資銀行間の証券引き受け競争が一層激化していった、② 一括登録制における引受けの場合、シンジケートに規模が大幅に縮小するか、単独でいったん全額購入してただちに転売するというボート・ディール (bought deal) が主流になっていった、③ この結果、取引関係に変化が見られ、証券発行者は複数の投資銀行と取引関係をもつようになっていく。

「一括登録制」の導入は、上述のように、ボート・ディールの重要性が高くなる、つまりそれだけシンジケートの重要性が低くなる結果をもたらした。チャーナウ (1993 下) は、この状況を以下のように記述している。

ウォール街は、かつてないほど手ごわく、食欲で、そつがなく、またたくましくもなかった。Sec 規則 415 の制定後は、シンジケートを組んで証券引き受けをする悠長な商法の影が薄くなったので、紳士銀行家行動規範も完全に無用の長物だった。こうして他社の顧客を横取りしてはならないとか、こちらから進んで取引勧誘をしてはならないといったタブーが崩れると、投資銀行同士の衝突が始まった。金融の世界に常にある欲深な衝動を抑えようという、同業者仲間の仁義などもはやなかった (チャーナウ, 1993 下, p.401)。

モルガン・スタンレーのように、政府や一流の企業しか相手にせず、取引先との強い関係を活用して、販売はシンジケート参加行に委ねるという方法で引き受けを行ってきた投資銀行にとっては、投資銀行間のネットワークが協調的なものから競争的なものに変化していったことは、大きな打撃となった。後述 (リレーションシップ・マネジメント) するように、伝統的にモルガン・スタンレーが単独の主幹事を務めていた AT&T やゼネラル・モーターズは「一括登録制」導入後 1 年も経たないうちに、単独主幹事から 4 項の共同幹事に取引行を増やしている<sup>52</sup>。



## 5. リーダーシップとコア人材

この時期のモルガン・スタンレーのリーダーシップは、生成期と発展期のリーダーシップとは異なったものになる。生成期と発展期のモルガン・スタンレーのリーダーはいずれも長期政権で、かつ同僚から支持を受けて強いリーダーシップを発揮していたが、この時期のリーダーシップは異なった様相をみせる。

さまざまな改革をもたらしたボブ・ボールドウインが退任後、1985年～1990年までパーカー・ギルバートがトップに就任した。ただ、ボールドウインがギルバートを指名する直前まで、ボブ・グリーンヒルとディック・フィッシャーがボールドウインの後継者の有力な候補者であった。ギルバートを選んだのは、後任争いを避けるために、「競争相手の誰も怒らせない妥協案だった」とチャーナウ（1993 下）は記述している。ただそれだけではなく、当時の同僚のコメントを引用して、「パーカーには、強みが 2 つある。気詰まりな状態を極力なくして、人々が一緒に仲良く働けるようにする、ものすごい力を持っている。誰もが彼の誠実さを尊敬している。彼はまさに会社を一つに結束させる接着剤だ」<sup>53</sup>とギルバートのリーダーとしての特性を記述している。

Beard（2007）も、同様に、ギルバートは、父が 1930 年代にモルガン商会のパートナーであったというモルガン財閥と関係の深い関係だけでなく、「彼の非の打ちどころのない高い倫理観、知識、能力がモルガン・スタンレーの輝かしい過去と競争が激化している現在をうまく結びつけた」<sup>54</sup>とギルバートのリーダーシップを評価している。ギルバートがトップとして在任中に株式公開を行ったが、パートナーだけではなく若手の幹部社員にも配慮した株式配分を行うなど、社内の融和に大きな役割を果たしている<sup>55</sup>。

ギルバートは 1989 年に退任を決めるが、後任の人選は容易ではなかった。ギルバートが就任する前の有力候補、つまりボブ・グリーンヒルとディック・フィッシャーのいずれかを選ぶ必要があったが、Beard（2007）が、「二人はいずれかがチェアマンで、もう一人がプレジデントとなるのがいいとだれもが思っていたが、同時に私たちは個性の強い二人がうまくいくとは思っていなかった」<sup>56</sup>とギルバートのコメントを紹介しているように、二人をトップに指名することにはリスクがあった。

しかし、ギルバートは他のパートナーや二人と話し合った結果、二人が協力して会社をリードするとの合意を得たこともあり、フィッシャーをチェアマン、グリーンヒルをプレジデントとして指名した。職務上は、フィッシャーがジョン・マックなどを使ってトレーディング分野を、そしてグリーンヒルが M&A 部門など投資銀行部門を主として担当した。しかし、ギルバートの危惧した通り、1993 年には M&A 部門の業績不振を背景に、ジョン・マックを中心としたオペレーティング・コミティ（運営委員会）がギルバートの退任を迫るという事態になった。結果的には、ギルバートは退任だけではなく会社を去ることになる。二人が就任してわずか 3 年後のトップの辞任であった。後に、*Institutional Investor* 誌は、今回の事態を「モルガン・スタンレーがプレジデントを追い出すなどということはかつて

なかった」と評したほどのトップ交代であった。このシナリオを書いた張本人のジョン・マックはグリーンヒルの後任のプレジデントに就任した。つまり、チェアマンもプレジデントもともにトレーディング畑の人間となったのである<sup>57</sup>。

フィッシャーとマックの時代（1997 年）に、小売証券業者の大手であった、ディーン・ウィッターと対等合併を実現した。対等合併ではあったが、実質的にはモルガン・スタンレーの方が買収する形であった。しかし、フィッシャーとマックはディーン・ウィッターの CEO であったフィル・パーセルが合併会社の CEO に就任することを承諾した。この背景には、合併後、モルガン・スタンレーの社員持ち株比率は 18%、一方のディーン・ウィッターの社員持ち株比率は 3.6%と圧倒的にモルガン・スタンレーサイドが大きかったこともあり、実質的にはモルガン・スタンレーが合併後会社を支配できるという読みがあったとも考えられる<sup>58</sup>。

しかし、コンサルティング会社のマッキンゼー出身のフィル・パーセルは、モルガン・スタンレーの社風とは異なり、極めて保守的であった。たとえば、1998 年のロシア危機の際に会社の新興市場を対象としたヘッジファンドが 30 億ドル～40 億ドルの損失を被った際に、プレジデントのジョン・マックと資産運用の責任者であったジム・オールインの責任を追及したうえで、ジョン・マックを資産運用の総責任者の地位から外した。モルガン・スタンレーの人間を後任として一時指名したが、後にディーン・ウィッターの人間に変えている。フィル・パーセルはこの件が起こった際、「20 年間、金融の世界にいるが 4 億ドルの損を出したことはない」と言っている。パーセルは損失が発生するとモルガン・スタンレーの担当者を解雇したため、モルガン・スタンレー側の従業員には、パーセルはトレーディングの問題を利用して、モルガン・スタンレー側の人間を排除しようとしているとの懸念が広がっていった。その後も、2000 年のジャンク・ボンドの価格暴落の際に、モルガン・スタンレーのジャンク・ボンド部門が 10 億ドルの損失を被った際には、ジャンク・ボンドの共同部門長でもあり、市場から高く評価されていたシプレレが会社を去っていった。現場にかなりの権限を与えていたモルガン・スタンレーの方式に比べ、パーセルは集権的な方式をとったことも、モルガン・スタンレー側の人間に窮屈な感情を抱かせた。

その後も、パーセルとモルガン・スタンレー側の人間との確執は続き、ジョン・マックをはじめ、多くの上級幹部社員が会社を去る事態となった。その意味で、パーセルの時代にモルガン・スタンレーの企業文化は大きく変質していくことになる<sup>59</sup>。

その後、モルガン・スタンレーの元幹部社員などによる動きなどもあり、パーセルは 2005 年に CEO を退任する。その後任として、パーセルによって辞任をやむなくされたジョン・マックが多くのモルガン・スタンレーの社員の要望もあり、CEO として復帰することになる。ジョン・マックは。「モルガン・スタンレーの心であり魂である」と言われるほどモルガン・スタンレーにとっては欠かせない人材といえる。1972 年に 28 歳でモルガン・スタンレーに入社、以来 2003 年にパーセルによって会社を去るまで、主として債券部門のトレーディングを担当し、同部門の拡大に大きく貢献した。経営スタイルは、パーセルとは大

きく異なり、現場の人間に権限を与えつつ、常にトレーディング・フロアを歩き、トレーダーたちを激励するというタイプであったため、ジョン・マックの信奉者は多い。2008 年のリーマンショック時の CEO でもあった。2010 年に退任する<sup>60</sup>。

以上、この時期のモルガン・スタンレーのリーダーシップをみると、ディーン・ウィッター側の CEO から合併会社（モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター）の CEO となったフィル・パーセルの時代がきわめて異質であり、この時期に多くのモルガン・スタンレーの側の幹部社員が会社を去っていった。卸売部門に強いモルガン・スタンレーと小売部門に強いディーン・ウィッターという互いに補完し合い相乗効果の期待できる組み合わせであったにもかかわらず、両社の企業文化の違いだけでなく、両社の幹部社員の確執から合併の相乗効果が実現されなかったばかりか、多くの有能な人材を失う結果を招いてしまったといえよう。

一方、人材の方はどうであろうか。

モルガン・スタンレーは 1980 年代以降も優秀な人材を採用し、社内の教育を通じて育てていくという人材育成方針は変わっていなかった。とくに、1990 年と 92 年にマネジング・ダイレクター（パートナーシップ組織のパートナーに相当）に選ばれたうちの何人かは後にモルガン・スタンレーで重要な役割を担うことになる。いずれもハーバードやスタンフォードなどの有力大学院、あるいは地方の有力大学院で学位を取得した優秀な若手社員であった。たとえば、卸売投資銀行部門（Institutional Securities）の部門長となったビクラム・パンディットはコロンビア大学院で MBA と Ph.D を取得しているし、初めての女性の債券部門（Fixed Income）長となったゼオ・クルスはギリシャからの移民で、ハーバードの MBA を取得している。同じく 1990 年に数少ない女性のマネジング・ダイレクターに選出されたメリー・クラークもスタンフォードで MBA を取得している。同じく 1990 年に、モルガン・スタンレーで初めてアフリカ系アメリカ人としてマネジング・ダイレクターに選ばれたウィリアム・ルイスはハーバードで MBA を取得、M&A 部門の共同部門長と企業金融（Corporate Finance）部門長となっている。さらに、1991 年にマネジング・ダイレクターに選出されたアブデル・メギッドは、エジプトで裕福な家庭に育ったエジプト系アメリカ人で、カナダの有力大学院のマギール大学院で MBA を取得している。彼は 2005 年に投資銀行部門長に任命されている。このように、1990 年、91 年にマネジング・ダイレクターに選任された人材は、WASP だけでなく、ギリシャやエジプトからの移民、アフリカ系アメリカ人、3 人の女性、ときわめて多様な構成となっている。Beard (2007) は、この多様性という大きな変化を挙げつつも、共通な側面として、教育、知識、そしてモルガン・スタンレーの企業文化との適合性、を挙げている<sup>61</sup>。

しかし、彼らの多くがディーン・ウィッターとの合併後の社内の確執から会社を去っていったため、伝統的な人材システムはある意味でこの時期に終わったといえよう。

その代わり、多くの人材を外部から採用することは可能となった。これは、本章 1 節の外部環境の項目で記述したように、金融工学の発達とコンピュータの小型化・精密化による。金

融工学の発達とコンピュータの小型化・精密化、およびスプレッド・シートに代表されるアプリケーション・ソフトの発達によって、投資銀行のフロント・オフィスによるさまざまな活動、たとえば、証券トレーディング、M&A アドバイザリーにおける企業評価(Valuation)などにとっても極めて有力な武器となっていく。とくに、過去のデータから統計学的に潜在的な最大リスクを算定する VaR (Value at Risk) やオプション価格を算定するオプション理論などの開発によって、リスク管理が統計学的に行えるようになったが、コンピュータの小型化(携帯化)・精密化とアプリケーション・ソフトの発展によって、従来きわめて属人的であった投資銀行業務の多くが、コンピュータを使って比較的誰でも容易に行うことができるようになったのである。オプションや先物、スワップなどのデリバティブを組み込んだいわゆる仕組み証券や 2008 年 9 月の金融危機の直接的な原因となったサブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品は、金融工学とコンピュータの小型化・精密化がなければ生まれていなかったといえる。

つまり、伝統的に投資銀行における徒弟制度的な教育ではじめて身につけたさまざまな知識を、大学の講義やコンピュータから学び取れるようになったのである。Morison & Wilhelm (2007a) が指摘するように、投資銀行の徒弟教育的な社内システムで醸成した暗黙知が、大学の講義で修得できる形式知に代わっていったのである。しかし、このことは株式公開後、業務を急速に拡大していたモルガン・スタンレーにとっては好都合でもあった。つまり、中途採用でも、必要な技術や知識を備えた人材を比較的容易に採用することができたからである。しかし、投資銀行業務に関する知識は持っていたとしても、長期間の雇用で培われるモルガン・スタンレーの文化を身につけることはできない。

それだけではなく、パートナーシップ的組織から株式公開会社に移行したことから、社員の報酬制度にも変化が生じた。公開会社では株主の利益、つまり、株主資本利益率(ROE)を第一とする経営を余儀なくされ、しかも、四半期ごとに業績を公表する義務を負うことになった。そのため、社員の報酬システムも同様に短期的な業績を反映したものになっていったのである。

もちろん、モルガン・スタンレーでもボーナスを株式で支払うなど、会社全体の業績と個人の報酬を連動させる工夫をしているが、その場合でも 3 年後には売却可能となり、パートナーシップ的な長期的な視点を組み込むことは容易ではない。つまり、伝統的な暗黙知の醸成やモルガン・スタンレーの文化に適合した人材の育成は、規模の拡大や株式公開、さらにはコンピュータの発達によってきわめて難しくなっていたといえる。

## 6. リレーションシップ・マネジメント

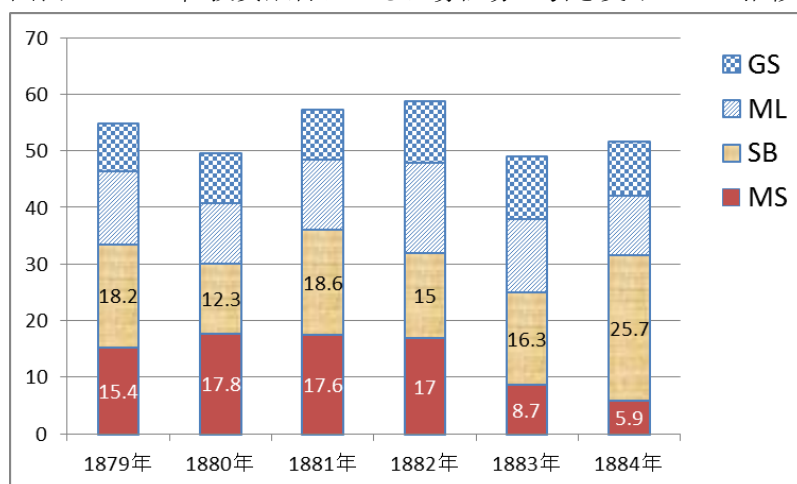
1982 年の「一括登録制」の制定は投資銀行のモルガン・スタンレーの取引関係に大きなインパクトを与えることになった。チャーナウ(1993 下)が記述しているように、「SEC 規則 415 のおかげで、証券取引業者は、かつてのモルガン・スタンレーみたいに、数週間かけてのんびり引受けシンジケートを結成するという優雅な世界ではなく、即断即決・即

時売買の世界に一変した」<sup>62</sup>。この結果、チャーナウ（1993 下）が「モルガンの大手顧客のほとんどは、一番世間慣れしている。だから『お引き取り願おう、諸君』とでもいいそうだ」<sup>62</sup>とディロンリードの幹部のコメントを引用して記述しているように、大手顧客をターゲットとしてきたモルガン・スタンレーにとっては顧客を独占的に確保することが困難となっていた。

たとえば、モルガン・スタンレーの親密取引先であった AT&T の例をみよう。AT&T は「一括登録制」の発行前の 1981 年に債券を発行したが、この時にはモルガン・スタンレーが主幹事を務め、255 社を集めてシンジケートを組んでいる。しかし、翌 1982 年、AT&T は 1 億ドルにのぼる新株の一括発行を行い、この時には 21 の引き受け業者から入札を募っている。モルガン・スタンレーは主力行としての地位を維持すべく、当時の株価より 15 ドルも高い価格（1 株 55 ドル 40 セント）で落札した。この取引はシンジケートを組まず、モルガン・スタンレーが一社で販売する「一括買取り引受け」（bought deal）であったため、モルガン・スタンレーは翌日まで 1 億ドルの株式（200 万株）を在庫として保有するというリスクを負った。幸い、株式のほとんどを 1 株 55 ドル 65 セント（購入価格より 25 セント高）で売却できたが、1 億ドルのリスクに対してわずか 40 万ドルの純益しかあげられなかった。さらに、AT&T は、同じ年に 10 億ドルの債券を発行したが、モルガン・スタンレーのシンジケートにおける地位は単独主幹事ではなく、4 社の共同主幹事の 1 社となる。ゼネラル・モーターズも同様の動きを見せ、モルガン・スタンレーは単独主幹事から 4 社共同主幹事のひとつになっていく<sup>63</sup>。

Auerbach & Hayes（1986）が示しているように、公募証券におけるモルガン・スタンレーのシェアは、「一括登録制」の導入を境に急激に下落している（図表 7-49）。

図表 7-49 上位投資銀行による公募証券の引き受けシェア推移



（出所）Auerbach & Hayes（1986），p.134.

この結果、モルガン・スタンレーは、取引顧客に対する姿勢を変化させていく。とくにこの傾向が強くみられたのが、M&A 部門、新規株式公開（IPO）や自己投資による企業買

収（プリンシパル・インベストメント）部門であった。

チャーナウ（1993 下）が、「『わが社は顧客企業に、この会社はどうか、あの会社はどうか。どこか取引をまとめたらいいいのでは？』などと、うるさく言ったりはしない」と 1978 年当時のモルガン・スタンレーの M&A 担当者のコメントを引用しているように、M&A 部門の役割はあくまでも引受け業務の補完的な役割であり、M&A 部門だけで収益を上げることを目的としていなかった。しかし、モルガン・スタンレーは、1983 年には 75 名のプロフェッショナルが M&A 部門に属し、M&A のターゲットを自ら積極的に発掘するようになっていく。1985 年には、伝統的な顧客ではなかったロナルド・O・ペレルマンのアドバイザーとして、レブロンに敵対的買収を仕掛けるという、従来のモルガン・スタンレーでは考えられなかったような行為にでる<sup>64</sup>。

引受けを中核業務としていた当時、モルガン・スタンレーをはじめとする有力な投資銀行は、いずれも敵対的買収をサポートすることは否定していたが、引受け分野の競争激化や M&A ブームを背景に、上記のペレルマンの例に見られるように敵対的買収にも参入していった。典型的な例は、モルガン・スタンレーの得意先であったセブンシスター石油会社に敵対的買収を掛けようとしていたメイサ・ペトロリアムのブーン・ピケンズの側について敵対的買収の支援をしたことである。モルガン・スタンレーはメイサ・ペトロリアム側に立ってゼネラル・アメリカン・オイル（GAO）の敵対的買収のアドバイザーを行っている<sup>65</sup>。このような極めて積極的な M&A 活動の結果、モルガン・スタンレーが 1982 年に扱った M&A の取引高は 85 億ドルであったが、1984 年には 520 億ドルと 6 倍強に急増している。1987 年のブラック・マンデーまでの 4 年間で総額 2380 億ドルもの M&A を手掛け、業界トップとなったばかりか、モルガン・スタンレー内部でも大きな稼ぎ頭に成長していった<sup>66</sup>。

新規株式公開では、1982 年にモルガン・スタンレーは格安運賃航空会社であったピープル・エクスプレスを引き受けている。新規株式公開後もモルガン・スタンレーは、1983 年～86 年にかけてピープル・エクスプレスの 5 億ドル以上の債券（格付けが低かったのでジャンク・ボンド）を引き受けている。最終的にピープル・エクスプレスは急激な事業拡大や借入過多によって危機に陥り、ピープル・エクスプレス債の価格は大幅に下落し、モルガン・スタンレーを信頼して同債券を購入した投資家からの信頼を失うことになる。それだけではなく、モルガン・スタンレーの M&A 部門は債券部門に情報を流すことなく、内密にピープル・エクスプレスの売却先を探し、最終的にテキサス航空にピープル・エクスプレスを売却した。この結果、無担保の同社債券の保有者には額面の 75% しか支払われなかった。情報の壁（チャイニーズ・ウォール）によって、モルガン・スタンレーの M&A 部門が債券部門に情報を流さなかったことは当然であるが、問題はモルガン・スタンレーを利害の衝突というリスクにさらしたことであろう<sup>67</sup>。

また、前項（リーダーシップとコア人材）でみたように、この時期のモルガン・スタンレーにおけるリーダーシップ間の確執、生え抜きの幹部社員の退社、大量の中途社員の採

用、さらには各部門がそれぞれ独自の収益を求めるようになったことによって、発展期に見られた社内ネットワークが機能しなくなっていった。このため、発展期に見られたようなシニアパートナーを中心とした各部門のプロフェッショナルで構成するチームによる顧客のカバーではなく、各部門がバラバラに顧客にアプローチすることになっていく。

### 3 節 転換期におけるモルガン・スタンレーのビジネスモデル

以上記述してきたモルガン・スタンレーの事例にみるように、転換期におけるモルガン・スタンレーのビジネスモデルには大きな変化がみられるようになる。すでに述べたように、IT の発展に伴うグローバル化、規制緩和による競争の激化などの外的環境の変化に対応して、投資銀行間の協調が低下し、むしろ競争関係になったことや、金融工学の発展とそれを支えたコンピュータの精密化やソフトの発達による商品の複雑化や拡大、さらにこれらを背景とした顧客関係の変化（単一取引あるいは少数行取引から複数行による競合関係の取引）などが背景にある。以下では、分析のフレームワークに沿って、転換期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルを考察していきたい。

#### 1. 競争戦略

本章でも前章と同様に、ポーター（1982）の 5 つの競争要因を使って考えていきたい。投資銀行間の競争の点では、前の発展期以上に競争が激化していく。この要因には、一括登録制の施行によるシンジケートの重要性の低下から投資銀行間のポジションの水平化が起こったことが第一に挙げられる。金融工学の発達やコンピュータやソフトウェアの精密化にともなう投資銀行商品の差異化が困難になったことも競争激化を助長しているといえよう。

参入障壁の点では、この時期、大きな変化があった。とくに、1980 年代後半からグラス・スティーガル法で制定された商業銀行業務と投資銀行業務の壁が徐々に崩れていき、1999 年のグラム・リーチ・ブライリー法によって完全に崩壊したことで、商業銀行の参入が積極的に行われたことである。商業銀行は預金という本源的で安定的な資金源を有するだけでなく、顧客との信頼関係構築に寄与できる貸付という武器をもっている。その意味で、新規参入者からの圧力は極めて大きいものであるといえる。

買い手（投資家）との関係においても変化がみられる。買い手からの圧力は機関投資家の台頭を背景として発展期から強まっていくが、この時期はそれにくわえヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどのさまざまな代替投資ファンドの台頭が買い手からの圧力をさらに増していく。ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどの運用者は専門性の面でも技術力の面でも投資銀行に劣らないものがあり、対等な立場で投資銀行と接するようになった。その意味でこの時期における買い手からの圧力は前期に比べさらに大きくなったといえる。

売り手（証券発行者や M&A ターゲット企業）との関係にも変化がみられる。投資銀行間の競争激化や商業銀行の積極的参入、さらには商品の複雑化を背景に、顧客が従来のように 1 社あるいは少数の投資銀行とのみ取引するのではなく、できるだけ多くの投資銀行や商業銀行から提案を出させるというかたちに変化していく。取引投資銀行数が増えるにしたがって、投資銀行の取引関係がリレーションシップ的なものからトランザクショナルなものに変化していき、これが売り手からの圧力を高めることになっていく。

代替品の脅威の観点からは、デリバティブや証券化商品の急速な拡大が挙げられる。発展期からデリバティブ商品や証券化商品は利用されていたが、主としてリスクヘッジや財務内容の改善という補完的な役割にとどまっていた。しかし、この時期にはこれらの市場規模が急速に拡大し、デリバティブや証券化商品自体が投資の対象となっていく。前期までの投資銀行は債券や株式などの比較的信用リスクの少ない証券の在庫リスクを負うにすぎなかったが、この時期のデリバティブや証券化商品は信用リスク、しかも複雑な信用リスクを負うことになる。その意味で代替品からの圧力もかなり大きくなったといえよう。以上のように、この時期における投資銀行をめぐる 5 つの力からの圧力（脅威）が前期に比べかなり大きくなっていることがわかる。これらの脅威に対して、投資銀行は規模の経済と範囲の経済を追求することによって対抗するという戦略をとっていく。

規模の経済では、従来の証券引受け業務をコア業務として、そのサポート業務としてセールス・トレーディング、M&A、リサーチ部門を擁していたが、この時期は、サポート業務をより拡大させることで、サポート業務からコア業務への転換を図っていく。そのために、顧客との取引を円滑に行うためのセールス・トレーディングだけでなく、顧客取引とは関係なく自己勘定で証券取引をおこなう自己取引部門（プロプライエタリー・トレーディング）、ヘッジファンド部門、プライベート・エクイティ（プリンシパル・インベストメント）部門などの規模を高めていく。

規模の経済を追求するために、パートナーシップ組織あるいは非公開の株式会社組織から、株式公開に踏み切っていく。

もう一つの範囲の経済の追求は、モルガン・スタンレーに見られたような小売証券会社（ディーン・ウィッター）との合併あるいは提携である。さらには、銀行子会社を傘下に持つことによる商業銀行部門への進出である。あるいは、商業銀行に買収されることで、実質的に投資銀行部門を維持したまま商業銀行の資金力やバランスシートを利用していく。

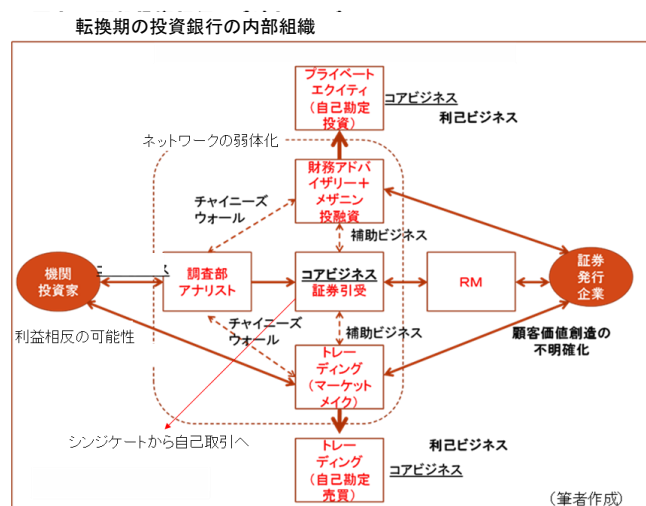
つまり、この時期における投資銀行の戦略は、前期までに見られたような顧客との信頼関係に基づくコア業務の提供や競合投資銀行との差別化ではなく、規模や範囲の経済の最大化を狙う戦略に変改していった。Morrison & Wilhelm (2007a) が指摘しているように、暗黙知をベースとした人的資本重視の戦略から、資金力をベースとする金融資本ヘシフトしていくことになる。この結果、株式や債券などの短期の売買益をねらった自己勘定取引だけでなく、プライベート・エクイティ投資、ヘッジファンド、証券化商品投資、LBO など、信用リスクをとまなう自己勘定取引が急速に拡大されていくことになる。



## 2. 組織構造

規模や範囲の利益を追求したことによるコア業務の拡散化によって、前節のモルガン・スタンレーの事例でみたように、いくつかの変化が現れてくる。第一は、発展期の部門横断的なネットワークが弱体化していき、部門集権的な組織構造になったことである。第二は各部門が自己の利益を追求するあまり、リレーションシップ・マネジャーを無視して直接部門のプロフェッショナルが顧客にアプローチするようになったことである。これが時に顧客との間に混乱をもたらすことになる。第三は自己勘定による取引（プリンシパル取引）から時に顧客とのエージェンシー取引との間に利益相反が起こる事態が生じたことである（図表 7-50）。

図表 7-50 転換期のモルガン・スタンレーの内部組織

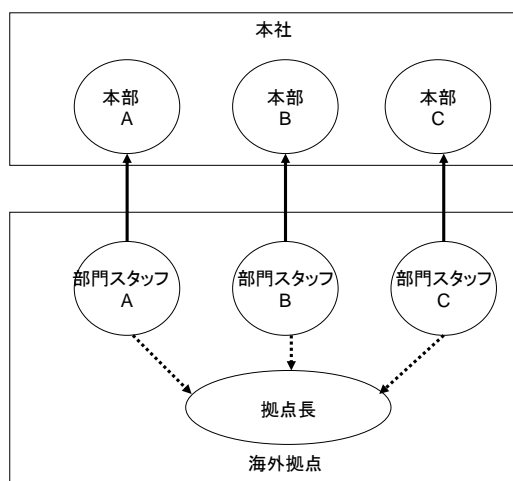


つまり、組織内におけるネットワークの弱体化と部門中心の分権化や組織内の信頼を損ねる結果を招き、各部門が自己の利益のみを追求した顧客アプローチが顧客と信頼関係を損ね、さらにプリンシパル業務への参入も顧客との利益相反を生じさせて顧客との信頼関係を傷つけることになったのである。

西村（2005）がその著書で述べているように、多くの投資銀行は部門と地域のマトリクス制を採用している。収益をあげる部門（フロント・オフィス）も経理、人事、審査などミドル・バックオフィスも、本部の部門長を頂点とするフラットな縦割りのレポートラインとなっているが、同時に世界各国あるいは地域別に当該国や地域を統括するヘッドも任命している。しかし、最終的には本部の部門長のレポートラインが、地域の拠点長へのレポートラインに優先する。その結果、拠点長の主たる役割は、①担当拠点での部門間の調整、②担当拠点の全般的なリスク管理や金融当局とのコンタクト、③顧客の役員クラスとのコンタクト、となってしまう、部門の戦略策定にはほとんど影響力をもたない。

このように本部の部門長が最終的な権限を持っているため、各拠点の部門担当者は拠点長へのレポートより本部の部門長へのレポートを優先することになる。図表 7-51 にあるように、本部の部門長へのレポーティング・ラインは直線で、拠点長へのレポーティング・ラインは点線となる。

図表 7-51 投資銀行の命令系統



（出所）西村（2005），p.103.

このような組織構造は、部門内部の意思統一を確実なものとし迅速な決定を可能にする。しかし、本社の各部門長に決定権が集中する体制のためいくつかの弊害が生じてくる。たとえば、海外の部門長が海外などの拠点の人事評価を行うため、拠点全体の人間関係や他部門とのチームワークなどを軽視した公正を欠く評価になりかねない。また、自分の部門の収益を最優先する結果、情報が部門間で共有されないという弊害も生じてしまう。部門間のサイロができてしまうことになる。さらに、拠点全体として整合性のとれた戦略を策定できなかったり、拠点が存在する国の金融政策などを軽視した方針を打ち出したりするという弊害も生じてくる。

また、マトリクス構造の場合には、本論文 3 章の先行研究でも述べたように、担当者は二人の長にレポートすることになり、時に不必要な混乱を招くことにもなる。

### 3. リーダーシップとコア人材

モルガン・スタンレーの業容が急速に拡大していき、かつコア業務が拡散していった結果、発展期まで見られた伝統的な投資銀行業務における勤務期間の長いシニアパートナーによるリーダーシップから、収益を急速に伸ばしているトレーディング部門出身のリーダーシップにシフトしていく。

モルガン・スタンレーでは、1991 年にトレーディング部門に 10 年間勤務したリチャード・フィッシャーがリーダーシップをとり、その後、ディーン・ウィッター出身のフィル・パーセルの時代となるが、フィル・パーセルが退任後、やはりトレーディング部門出身の

ジョン・マックがリーダーに就いている。

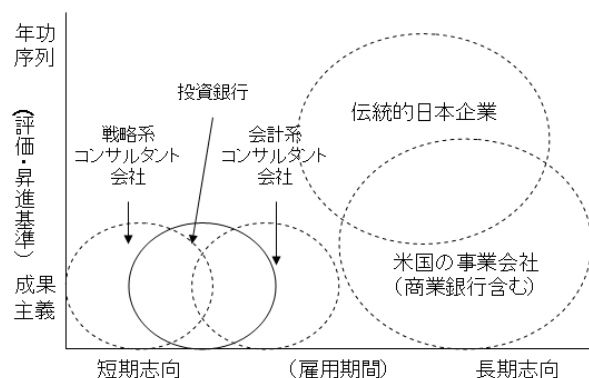
この傾向は、他の投資銀行にも見られ、ゴールドマン・サックスの場合には、1990年に裁定取引部門出身のロバート・ルービン、また1994年には債券トレーディング部門のジョン・コーザインがリーダーシップを握っている。リーマン・ブラザーズでも、1983年にトレーダー出身のルイス・グラックスマンがベル&ハウエル出身で1973年からリーマン・ブラザーズのCEOであったピーター・ピーターソンを追い出す形でリーダーシップを握り、その後も1993年からトレーダー出身のリチャード・ファルドがCEOとなっている。

証券発行者という従来の顧客と直接コンタクトをしないで、マーケットを相手として収益をあげるトレーディング部門出身者がリーダーシップをとったことが、コア業務の拡散化と相まって、経営スタイルに変化を与えた。ひとつは、証券発行者を中心として各部門のネットワーキングを通じたアプローチから、部門主体の顧客アプローチにシフトしていったことであり、もうひとつは、顧客との長期リレーションシップをベースとした収益重視から、マーケットを相手にした短期的な収益重視に変わったことである。また、エージェント業務重視からプリンシパル業務重視へのシフトも促した。それに伴い、ネットワークをベースとした人的資本から売買リスクや信用リスクをとって収益をあげる金融資本重視にシフトしていくことにもなった。

急速な規模の拡大によって人員も急速に拡大し、その結果人材育成も大きく変化していく。生成期や発展期における投資銀行は、血縁・地縁（生成期）あるいは有力大学やビジネススクールから優秀な人材を雇用して社内で徒弟制度的に教育したが、転換期では、投資銀行商品の形式知化、コモディティ化を背景に、大量の人材を中途採用することで規模の拡大に対応していった。

郷（1999）も、投資銀行のプロフェッショナルは、戦略系コンサルティング・ファームのプロフェッショナルと同じ傾向がみられると報告している。図表 7-52 に示されているように、極めて成果主義が強く、また特定の企業における就業期間も極めて短期志向であることがわかる。おなじ金融機関でも商業銀行の社員は成果主義ではあるが勤務期間は投資銀行に比べて長期志向と対照的となっている。

図表 7-52 業界別人事政策比較図



（出所） 『ニッセイ基礎研究所レポート』1999年7月号。

郷（2000）は投資銀行とコンサルティング・ファームの共通点として以下を挙げている。

- ① MBA、LLM など修士資格以上が採用の前提。
- ② 有名なビジネススクールからの直接採用が人材確保の主力。
- ③ 入社までの競争プロセスが非常に厳しい。
- ④ 極めて高い報酬と付帯的便益が得られるが、給与の業績連動性はきわめて高い。
- ⑤ 時間的・業績的プレッシャーが極度に高い
- ⑥ 専門人材が付加価値の高い専門業務に専念できるよう組織上の仕組みが整っている
- ⑦ 専門職としての成長が期待されているために、基本的にローテーションはない。
- ⑧ 短期雇用志向にもかかわらず、能力開発に費用を惜しまない。
- ⑨ 管理職は専門職からの内部昇進が多い。
- ⑩ 業績の上がない場合には容赦なく解雇する（常に解雇プレッシャーをかけて人材の品質を保つ）
- ⑪ 解雇による欠員を定期的な MBA などの新卒確保で補充するため、組織が常に新陳代謝を反復・継続する。
- ⑫ 解雇リスクは大きい、職務経験が高く評価されるため有利な条件で転職が可能。

そのうえで、郷（2000）は、「投資銀行の業務は極めて知識集約的である。たとえば M&A 仲介や証券化、デリバティブなどにおけるディールの成否は、どれだけ顧客にメリットをもたらすストラクチャーを提案できるかにかかっている。つまり社員の能力（専門知識や独創力、判断力、リスク許容力など）こそが付加価値を生んでいる。人材の品質を保つために採用の間口を狭くし、完全成果主義を貫く一方で、他業界とは比較にならないほど魅力的な報酬を用意している」<sup>68</sup>と記述している。その上で、極端に短い平均勤続期間やモラルハザード（チームワークや職業倫理の欠如）などが発生しやすいことを、投資銀行の人事政策のデメリットとして指摘している。

しかし、規模の急拡大に伴い、採用の間口が広がっていき、社員の能力という付加価値も低くなっていったのではないだろうか。

いずれにしても、投資銀行業務を担う多くの人材が、Lepak & Snell（1999）のヒューマンリソース・アーキテクチャーのマトリクスでいえば、コア人材である第 1 象限の人材から、専門性は高いものの独自性のない第 2 象限の人材にシフトしていった。その結果、従業員の組織に対する忠誠心も弱くなり、転職率も高まっていったといえる。

#### 4. 組織間ネットワーク

一括登録制の導入にともない、証券発行者との取引関係を武器として多数の投資銀行や証券会社で構成するシンジケートを通じて引き受けリスクを軽減するという方法から、自らの販売力に依存して単独で一括して証券を買い取り、転売するというボート・ディール（bought deal）方式が多く使われるようになっていき、シンジケートの存在意義自体が薄れていくことになった。この結果、生成期と発展期に顧客との強い取引関係を武器としてシ

ンジケーションを組成してきたモルガン・スタンレーにとっても、先に述べたようなコア業務の拡散や自己勘定取引の拡大という戦略の転換を迫られることになっていく。

シンジケートの意義が薄れただけではない。投資銀行間のネットワークが生成期や発展期のような協調的なものから競争的なものへと転換していくことにもなったのである。取引の単独化や自己勘定取引の増大にともなう規模の急速な拡大を背景に投資銀行間で人材の引き抜きが増大したことも投資銀行間の競争関係を促進させた。

この投資銀行間のネットワークの変化によって、生成期や発展期における投資銀行間のネットワーク（シンジケート）に存在していた「信頼」や「安心」が大きく低下していくことになる<sup>69</sup>。

また、ユーロ債市場の急速な発展は、欧州の大手金融機関とのネットワークを協調的なものから競争的なものに変化させていく。加えて、規制の緩和を背景に投資銀行業界の合従連衡が頻繁に起こり、これが欧州の銀行との競争関係を促すことになっていく。

これらの投資銀行間や欧州の銀行間とのネットワークの変化にともなって、モルガン・スタンレーなど大手投資銀行は独自で機関投資家あるいはファンドとの関係を強めていかざるを得なくなった。

とくに、大口取引を行うヘッジファンドなどに対して、証券取引や証券決済などの証券取引関連業務だけでなく、証券を担保とした融資を含めた総合取引を重視するようになっていった。しかし、従来の投資家があくまでも投資銀行の条件設定を信頼し、委ねていくのに対して、ヘッジファンドなど大口ファンドは高い専門性をベースに、自らマーケット動向を分析し、商品内容を判断したうえで、自ら行動をとる。その意味で、ファンドなどとのネットワークにおいて信頼関係のような人的コネクションが果たす役割は大きくない。また、ファンドが行うトレーディングの直接の対象がマーケットであることも、人的コネクションの重要性を低下させたといえよう。

以上記述したように、転換期の組織間ネットワークが協調的なものから競争的なものに変化していったことで、生成期や発展期に存在していた組織間ネットワークにおける「信頼」や「安心」が低下していったといえよう。

## 5. リレーションシップ・マネジメント

Eccles and Crane（1988）はドミナントバンク・モデルとコアグループ・モデルについて以下のような興味深い検証をしている。それによると、1984年から1986年の間に最も活発に資本市場取引を行った500社のうち、55.6%がドミナントバンク・モデル（ワンバンク・モデルも含め）を利用していた。しかし、そのうち上位100社についてみれば、ドミナントバンク・モデルの利用会社数は37.7%に低下している（図表7-53）。

図表 7-53 ドミナントバンク・モデルとコアグループ・モデルの利用（1984 年～1986 年）

法人顧客	ドミナント・モデル利用会社比率	コア・グループ・モデル利用会社比率
もっとも活発な上位 100 社	37.7%	62.3%
次の 400 社	63.4%	36.6%
もっとも活発な上位 500 社	55.6%	44.4%

（出所）Eccles and Crane（1988）， p.229.

Eccles and Crane（1988）は、同じ期間に資本市場取引を行った 1,167 社についても同様の調査をした結果、取引件数が増えるほど利用した投資銀行の数が増え、また利用した投資銀行の数が増えるほど、ドミナントバンク・モデルが減少して、コアグループ・モデルが増加することを報告している（図表 7-54）。

図表 7-54 ドミナントバンク・モデルの利用比較

顧客の特質			1,167 社に占める割合
利用した主幹事数	平均取引数	ドミナントモデル利用企業数	
1 社	6.6	100%	13.0%
2 社	6.6	78.9%	22.5%
3 社	7.7	57.1%	22.1%
4 社	9.5	42.4%	18.1%
5 社	10.5	21.4%	8.3%
6 社	13.4	25.9%	5.3%
7 社	22.1	23.1%	2.6%
8 社	21.5	14.3%	2.8%
9 社	22.0	8.3%	2.4%
10 社以上	44.8	6.7%	2.9%

（出所）Eccles & Crane (1988)， p.80.

Eccles & Crane（1988）は複数投資銀行取引について興味ある分析を行っている。彼らは投資銀行と企業双方に対するインタビューを通して、リレーションシップのパラドックスともいふべき現象を発見している。つまり、投資銀行は単一取引の方がより効果的な財務アドバイザー・サービスや魅力的な提案ができると信じているが、顧客企業のほうがより有利な条件を求めてトランザクショナルになっていると感じており、同様に顧客企業も単一の強いリレーションシップのメリット（顧客のニーズを理解した有益な提案、M&A 取引で衝突が生じた場合の強力なアドバイザー・サービス、継続的な情報や助言）を得たいと望んでいるが、投資銀行のほうがトランザクショナルになっていると感じている。顧客、投資銀行双方ともリレーションシップを望んでいるにもかかわらず、相手側がトランザクショナルになったと誤解する「リレーションシップのパラドックス」の罠に陥ってい

るのである。前章で記述したように、投資銀行の提供サービスと収入のつながりがルーズであるだけに、複数取引になるほどサービスの対価としての収入の不確実性が高くなってしまう。このため、貸し借りを同時に相殺しようというインセンティブが双方に働き、双方ともトランザクション志向に映ることになる。

Eccles & Crane (1988) はこのパラドックスの故に、投資銀行の顧客取引はトランザクション的なものに変質したのではなく、「敵対的要素と協調的要素の双方を含む複雑なリレーションシップになっている」と主張する。投資銀行と顧客企業の間には相互依存性が存在するため、「企業は緊密なリレーションシップのメリットと、複数の投資銀行から得られるメリットのバランスをうまくとろうと試みていた」と記述している。

この Eccles and Crane (1988) の指摘は、今回のインタビューでも確認することができた。たとえば、米国の大手投資銀行の前東京支店長（米国人）は以下のようにコメントしている。

投資銀行業務は、理想的には「長期的リレーションシップ」に基づき「企業へのソリューション」サービスを提供することであるが、実際には収益を上げるために、マーケットの状況に応じた商品を売ること重点が置かれ、その結果顧客とのリレーションシップがおろそかになりがちとなる。たとえば、1995 年から 2000 年にかけて米国や欧州の資本市場が極めて強かった（bull）ので、株式、債券、M&A、証券化など投資銀行商品へのニーズが高く、われわれの言葉で言う“target rich environment”の状態にあった。このため、この時期ではリレーションシップが軽視された。つまり、ビジネス・ニーズに対して投資銀行担当者の数が充分でない状態になり、ビジネスの少ない顧客を軽視する結果となった。しかし、米国の株式バブルが崩壊して資本市場へのニーズが大幅に後退すると今度はリレーションシップを重視する傾向が強まった。

Turnbull and Moustakatos (1996) のインタビューでも、リレーションシップのパラドックスを確認できる。彼らは、ユニリーバ、ブリティッシュ・ペトロリアム・ファイナンスなど 8 社と少数ではあるが、複数の投資銀行と取引を行っている大手企業へのインタビューを通じて投資銀行とのリレーションシップを調査している。Turnbull and Moustakatos (1996) は、同時にゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリル・リンチ、モルガン・グレンフェル、日興証券など大手投資銀行の幹部社員 12 名に対しても同様の質問を行っている。これによると、企業が複数取引をする理由としては、①単一投資銀行では複雑化している取引ニーズに対応することができない、②単一取引から生じ得るリスクを軽減したい、③より良い条件が期待できる、④数行による競争を促進させたい、の順序となっている。一方、投資銀行側では「競争の促進」が最上位になり、「企業ニーズの複雑化」が最下位と企業側の回答と逆の順序になっている。このインタビューの結果は、Eccles and Crane (1988) が指摘した「リレーションシップのパラドックス」を窺わせる（図表 7-55）。

図表 7-55 企業が複数取引を選好する理由

順位	企業が複数取引を選好する理由（投資銀行の認識）	企業が複数取引を選好する理由（企業の認識）
1	投資銀行間の競争促進	企業の金融に関するニーズが複雑化している
2	単一取引から生じ得るリスク	単一取引から生じ得るリスク
3	条件が良くなる	条件が良くなる
4	企業の金融に関するニーズが複雑化している	投資銀行間の競争促進

（出所） Turnbull & Moustakatos (1996) pp.38-49 から翻訳作成.

上記で記述したように、証券発行顧客とのリレーションシップでさえリレーションシップのパラドックスが生じて、その結果、互いにトランザクショナルなリレーションシップになったと感じていることは、顧客とのリレーションシップがそれほど重要ではないトレーディングでは投資サイドとのリレーションシップがよりトランザクショナルなものになっていく。まして、投資銀行が自己勘定取引を行ったり、顧客と利益相反のおそれがあるビジネスを始めると、顧客取引関係がよりトランザクショナルなものにシフトしていくことは容易に推測できる。

とくに、一括登録制の導入が顧客取引関係のトランザクショナル化を促し、証券発行者は条件の有利な投資銀行を選ぶようになっていく。モルガン・スタンレーの事例でみたように、IBM やゼネラル・モーターズのように長期間にわたって単一取引を享受していた有力企業も複数行取引に移行していったのである。生成期のワンバンク・モデルから発展期のドミナントバンク・モデル、さらに転換期にはトランザクショナルバンク・モデルに変化したといえる。

それだけではない。自己勘定によるプロプライエタリー・トレーディング、マーチャント・バンキング、LBO、デリバティブを組み入れた仕組み商品などさまざまな金融商品が導入されたことから、顧客との利益の衝突というリスクも生じてきた。

その一例として、floating-priced convertibles、floorless convertibles、future priced convertibles、あるいは junk equity と呼ばれている株式転換社債が挙げられる。この債券は発行後株価の変動に応じて転換価格も変動するという債券で、株価が下落するほど転換社債の保有者は利益を得ることができるが、逆に既存株主は株式の希薄化による株価の下落から損失を被ることになる。

たとえば、1997 年 4 月に Casmyn Corporation（金鉱山会社）が発行した同種債券（3200 万ドル）は、発行後わずか 10 カ月後に同社株価の大幅な下落（10 ドルから 25 セント）と発行株数の大幅な増加（1300 万株から 4000 万株）をもたらした<sup>70</sup>。

Hillion and Vermaelen(2001)は、同種債券を death spiral convertibles と呼び、1998 年 8 月以前に発行された 487 の同種債券の実証研究を通じて、同種債券の発行後に株価が下落しただけでなく、発行会社の収益性も同業他社に比べて劣る結果となっていることを指摘している<sup>71</sup>。



日本ではこの種債券は、Moving Strike Convertible Bond（転換価格修正条項付新株予約権付社債）<sup>72</sup>として知られているが、もともと「1990年代には、主に経営不振企業が資金調達手段として海外のファンド等を相手に第三者割当形式により発行されるものが大半であったが、2000年以降大手都市銀行の自己資本増強策の一環として発行され、2003年以降一般企業にも広がっていった。2005年には134件発行金額1兆5005億円となり、株式関連資金調達の57%に達している<sup>73</sup>。日本証券業協会の『会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について』（2007）は、「MSCBの方が結果として既存株主負担が小さくなるケースも少なくなく、実際には株価への影響を抑えながら円滑な自己資本の拡充が行われたケースも多いことが実証されている」<sup>74</sup>としつつも、同時に、「調達資金による企業価値の向上が見込まれない、あるいは企業価値の向上について十分に説明しない企業がMSCBを利用することによる株式の希薄化（一株当りの価値の低下）及び株価下落が、既存株主の利益を損ねているのではないか、MSCBを買い受けた投資家が、買受け後にとる投資行動（ヘッジのための空売り等）によって、発行後の株価下落を招いているのではないか」<sup>74</sup>との批判があることも認めている。

とくに、ライブドアがニッポン放送株取得に関連して2005年2月に発行した800億円のMSCBのケースは多くの議論を呼んだ。東洋経済は、「株式取得資金のうち800億円をMSCBで調達している。2月7日の終値454円から一時300円を割った株価下落が株主に犠牲を強いたという批判が多い」<sup>75</sup>と指摘、さらに、「MSCBを引き受けたリーマンは貸株による空売りで120億円から140億円の利益を上げた。本来、ライブドアが金利や発行手数料として費用負担をしなければいけない分を株式市場＝株主が負担したわけだ」<sup>75</sup>と当該MSCBを引き受けたリーマン・ブラザーズが空売りによって大きな利益を得たことを問題視している。

大崎(2005)も、「引受先となる証券会社が下方修正条項を発動させるために作為的相場形成を行うのではないか」<sup>76</sup>とMSCBの問題点を指摘している。

このような顧客価値を損ねかねない金融商品はMSCBだけではない。サブプライム・ローンを組み込んだ証券化商品やオプションを組み込んだ仕組み商品など、ハイリスクではあるがハイリターンの金融商品などが数多く市場に登場した結果、顧客とのリレーションシップは大きく変質していくことになり、生成期や発展期に存在していた信頼は大きく低下していったのである。

## 4 節 小括

前節までで転換期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルを分析の枠組みにそって考察してきたが、この時期の投資銀行のビジネスモデルは以下のように要約できよう（図表7-56）。

規制緩和とITの急速な発展を背景に、投資銀行だけではなく商業銀行との競争が激化したこと、金融がグローバル化したこと、投資銀行商品が形式知化、コモディティ化してい

った。この結果、発展期まで協調的であった投資銀行や外国の金融機関とのネットワークが競争的なものになっていった。これらの外的環境に対応すべく、投資銀行は規模と範囲の経済を積極的に追及するという戦略を採っていく。

図表 7-56 転換期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル

組織	・公開株式会社
組織構造	・トレーディング部門出身のリーダーシップのもと、部門利益中心の部門分権によるマトリクス組織
戦略	・政府・州政府・外国政府や大手企業をターゲットにした証券引き受け業務だけでなく、M&A アドバイザリー、セールス・トレーディング、自己取引（プロプライエタリー）、デリバティブ、証券化商品など、それぞれの部門が自己利益を追求するコア部門拡散型戦略 ・エージェンシー取引からプリンシパル取引へのシフト
リーダーシップ	・トレーディング部門出身のリーダーシップ ・投資銀行部門とトレーディング部門間の確執などによりリーダーシップの短期化
人的マネジメント	・大量の中途採用 ・即戦力人材の重視 ・短期的な業績中心の昇進とボーナス制度
外的ネットワーク	・ユーロ市場の発展に伴う外国金融機関との競争的關係 ・ボートディールなど単独取引の増加にともなう投資銀行間の競争激化
リレーションシップ・マネジメント	・複数行間で競争（トランザクショナルバンク・モデル） ・部門別アプローチの増加にともなう、各分野のプロフェッショナルで構成されるチーム・アプローチの弱化
収益構造	・M&A アドバイザリー・フィーやトレーディング売買益が主要な収益源 ・デリバティブや証券化商品からの収益が増大 ・引受け手数料や販売手数料の比率が低下
ファイナンス構造	・在庫証券や投資資産担保による銀行からの融資金 ・ヘッジファンドなど大手ファンドや機関投資家などからの預け資産
資本	・プリンシパル業務を主体とした金融資本重視

具体的には、株式公開による資金調達力の強化、短期間で収益をあげることが可能となる自己勘定取引、それをサポートするトレーダー出身のリーダーシップ、投資銀行商品のコモディティ化によって可能となった大量の中途採用での規模の拡大への対応、そして対外ネットワークの競争的關係へのシフトから余儀なくされた単独取引化という戦術がとられた。

この結果、資金調達力は大幅に高まったものの、株主重視の ROE を重視する短期的収益志向型経営が強まっていく。また、この経営方針にしたがって、トレーディングや自己勘定取引、デリバティブ、証券化などさまざまな部門が設置され、各々の部門が利益の最大化を図るようにリスク・キャピタルが割り当てられるようになる。コア業務の拡散が始まったのである。このコア業務の拡散を支えたのが大量の中途採用者であったが、長期的な視野で教育された人材でないこともあり、組織への忠誠心は低く、短期的な自己部門中心の考え方が強くなり、結果として部門中心の分権化が進んでいく。分権化された部門によるグローバルな展開をサポートすべく、地域の長とのマトリクス組織になっていく。しかし、この組織では部門横断的なネットワークが弱まるだけでなく、部門間のサイロが発生し、それが顧客に対するチームアプローチから部門ごとのアプローチに変化していく。このような変化が、生成期や発展期に存在していた組織内の信頼を損ねる結果をもたらすことになる。

投資銀行商品がコモディティ化していき、そのうえ、投資銀行や商業銀行との競争が激化していくと、商品の多様化・複雑化や、自己勘定による売買リスクや投資対象の信用リスクの大型化によって競争優位を図ろうとしてくる。このため、顧客とのリレーションシップも人的関係や付加価値のある情報に基づくものから、個々の取引条件重視のトランザクショナルなものに変化していった。しかし、この行動は、結果として、顧客との利害の衝突も招くことになっていく。つまり、顧客の投資銀行に対する信頼が低下していくことになり、顧客価値の低下をもたらすことになる。

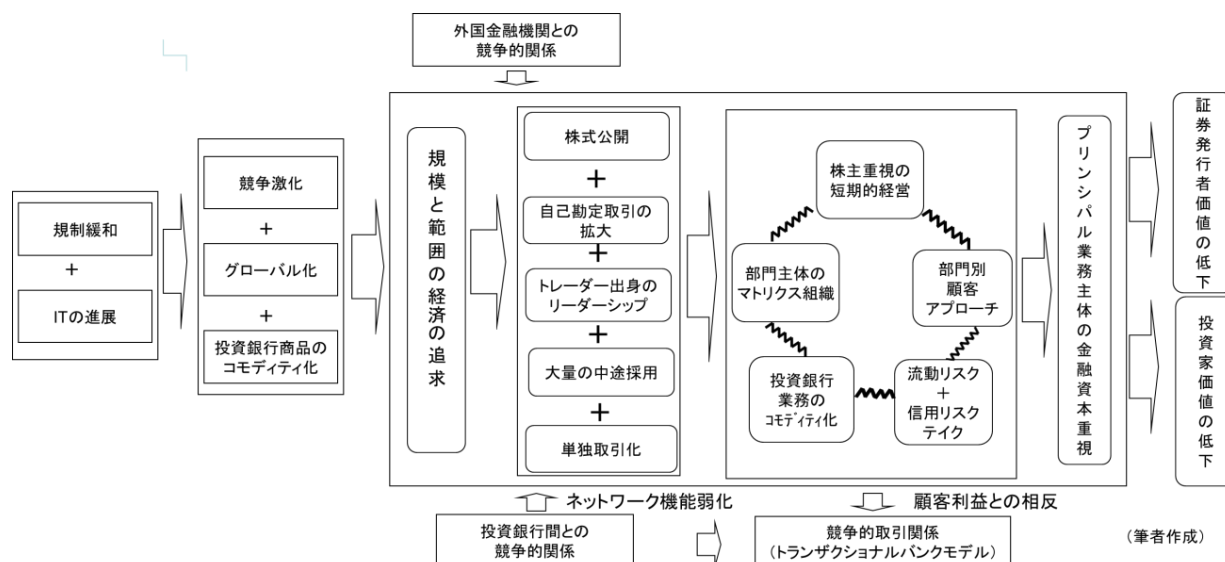
つまり、転換期のビジネスモデルでは、ビジネスモデルを構成する要素、つまり、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントが有機的に機能せず、逆に顧客からの信頼を失うという結果をもたらしたといえよう。

上述したことから、発展期のビジネスモデルが人的ネットワークをベースとして、ビジネスモデルを構成する各要素が有機的に機能した「エージェント業務を主体とする人的資本」モデルであったのに対して、転換期の投資銀行ビジネスモデルは、マーケットを対象とするもビジネスモデルを構成する各要素が有機的に機能しなかった「プリンシパル業務主体の金融資本」モデルだといえることができる。

「プリンシパル業務主体の金融資本」モデルでは、①証券発行者とのリレーションシップがトランザクショナルなものになり、LBO やマーチャント・バンキング、敵対的買収、あるいは「転換価格修正条項付新株予約権付社債」などデリバティブを組み入れた商品によって、証券発行者の利害と衝突することも生じてくる、また、②プロプライエタリー・トレーディングのようにゼロサム・ゲームの場合には、同じ商品を売買する投資家サイドとの利害衝突も発生する、という証券発行者サイドおよび投資家サイドのいずれに対しても、利害の衝突という危険性をはらんでくる。つまり、投資銀行をめぐるネットワーク間にお

ける信頼が大きく低下していき、その結果、証券発行者価値および投資家価値とも低下していくことになったといえる。以上のことを図式化したものが図表 7-57 である。

図表 7-57 転換期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル



<sup>1</sup> アーバック & ヘイズ (1986) 170-172 頁を参考に作成。

<sup>2</sup> Morrison & Wilhelm(2007a) pp.241-242 およびアーバック & ヘイズ (1986) 188 頁

<sup>3</sup> ヘイズ・ヒュッパード (1991) 207 頁

<sup>4</sup> 大蔵省 Web サイト「金融システム改革」([http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/big-bang/bb24.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb24.htm))

<sup>5</sup> スペシャリスト (specialist) とは、ニューヨーク証券取引所で行われる取引を円滑に行う目的で自己勘定売買 (マーケット・メイク) をするニューヨーク証券取引所会員業者をいう。

<sup>6</sup> 本段落の記述はヘイズ・ヒュッパード (1991) 224 頁を参考に作成。

<sup>7</sup> 以下の記述は高原 (2003) 127 頁を引用して作成。

<sup>8</sup> ヘイズ・ヒュッパード (1991) 234 頁

<sup>9</sup> ヘイズ・ヒュッパード(1991) 222 頁

<sup>10</sup> 経済産業省の競争政策研究会による「競争政策研究会中間報告」より引用。

(<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g30214bj.pdf>)

<sup>11</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.260

<sup>12</sup> RJR ナビスコをめぐる買収については、ブライアン・バロー & ジョン・ヘルヤー (鈴木敦之訳)『野蛮な来訪者』日本放送出版協会に詳しく記述されている。

<sup>13</sup> 水口 (1993) 94-97 頁を参考に作成。

<sup>14</sup> グラス・スティーガル法第20 条では銀行が証券の引受等を主たる業務とする会社と系列関係を持つことを禁止してい。しかし、連邦準備理事会 (FRB) は1987 年に、総収入に占める証券業務からの収入割合を限定 (当初5%) すれば、グラス・スティーガル法第20 条に抵触しないとの解釈を示した。その後、同上限は徐々に引き上げられ、1996 年には25%とすることが決定された。これに該当する証券子会社は、一般に「セクション20証券子会社」と呼ばれる。(野々口・武田 (2000) 1-21頁)

<sup>15</sup> この段落の記述は西村 (2005) 168-184 頁をベースに作成。

<sup>16</sup> 資産担保証券などの証券化商品では、一部信用保証や流動性保証など銀行により信用供与が必要となる。また、デリバティブ業務も取引相手の信用リスクが問題となる。

<sup>17</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.93, pp.235-238

<sup>18</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.93, p.229

- 
- <sup>19</sup> 以上の段落は Morrison & Wilhelm (2007a) p.243 などの文献を参考にして記述。
- <sup>20</sup> この段落は西村 (2005) 333-341 頁を参考に記述。
- <sup>21</sup> Charles W. Smithson, Clifford W. Smith Jr., and D. Sykes Wilford (1995) pp.271-75
- <sup>22</sup> ネイキッド・コール (naked call) とは、株式などの証券の現物を持つことなくコール。オプションを売  
ることをいう。現物を保有していないので、予想と逆の方向に証券価格が動くと大きな損失を被ること  
になる。
- <sup>23</sup> Morrison & Wilhelm (2007a) p.294
- <sup>24</sup> この段落は西村 (2005) 270-306 頁を参考に記述。
- <sup>25</sup> ボアイエ (2011) 170-171 頁
- <sup>26</sup> 野村證券『資本市場クォーターリー』2003 年夏号 7 頁
- <sup>27</sup> Shleifer & Vishny (1991) pp.51-59
- <sup>28</sup> Eccles & Crane (1988) p.97
- <sup>29</sup> Allen & Gale (2000) pp.469-475
- <sup>30</sup> この段落は西村 (2005) 20-21 頁を参考
- <sup>31</sup> Investment Company Institute Factbook 2010, p.1 Investment Company Institute, 2011 *Investment Company  
Fact Book*
- <sup>32</sup> ヘッジファンドのような私的な証券発行には規則D (Regulation D) と呼ばれる免除規定により、①投資  
家が機関投資家か一定以上の資金力のある個人投資家 (認定投資家) であり、②証券発行が私募であり、  
③募集に関して投資家を99名以下に限定する、などの条件を満たせばSECへの登録が免除される。
- <sup>33</sup> 経済産業省『国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査報告書』2008 年 4 月 6 頁
- <sup>34</sup> この段落の記述は淵田 (1998) p.4 を参考に記述。
- <sup>35</sup> この文章は淵田 (1998) 9 頁を参考に既述。
- <sup>36</sup> 経産省『国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査レポート』2008 年 4 月 49 頁
- <sup>37</sup> 大澤真『事業におけるパイアウト・ファンドの役割―事業再生研究機構・日本銀行共済セミナーにおけ  
る議論の概要―』日本銀行ワーキング・ペーパー  
([http://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/wps\\_2002/kwp02j07.htm/](http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2002/kwp02j07.htm/))
- <sup>38</sup> 以下の記述は Goldman Sachs の Web サイトから引用。  
(<http://www2.goldmansachs.com/services/investing/private-equity/direct/ap-partners.html>)
- <sup>39</sup> Beard(2007) p.13
- <sup>40</sup> Morgan Stanley, Form 10K 2007. P1, p.102  
(<http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/10k2007/10k11302007.pdf>)
- <sup>41</sup> チャーナウ (1993 下) 33 章および 35 章を参考に記述。
- <sup>42</sup> Beard(2007) p.46
- <sup>43</sup> Beard(2007) pp.47-48
- <sup>44</sup> 以上の文章は Beard (2007) pp.47-49 を参考に記述。
- <sup>45</sup> Beard (2007) p.54 を参考に記述。
- <sup>46</sup> チャーナウ (1993 下) 429 頁
- <sup>47</sup> Beard(2007) pp.87-87 を参考に記述。
- <sup>48</sup> Morgan Stanley Annual Report 2005, p.25
- <sup>49</sup> 以下は、Morgan Stanley Presentation 2009 から引用。
- <sup>50</sup> BNP Paribas の Glossary によると、”Loan guarantee organisations, also known as credit enhancers, which provide  
guaranties on bonds issued by third parties in order to get a better rating and consequently pay lower interest rates”  
とあるように、発行債券などの支払いを保証する機関を意味する。
- <sup>51</sup> Beard (2007) p.60
- <sup>52</sup> チャーナウ (1993 下) 358-359 頁を参考に記述。
- <sup>53</sup> チャーナウ (1993 下) 362 頁
- <sup>54</sup> Beard (2007) p.47
- <sup>55</sup> Beard (2007) pp.48-50
- <sup>56</sup> Beard (2007) p.53
- <sup>57</sup> この段落は Beard (2007) pp.60-61 を参考に記述。
- <sup>58</sup> Beard (2007) p.97 を参考に記述。
- <sup>59</sup> Beard (2007) Part II を参考に記述
- <sup>60</sup> Beard (2007) pp.319-343 を参考に記述。
- <sup>61</sup> Beard (2007) pp.57-58 を参考に記述。

- 
- <sup>62</sup> チャーナウ（1993 下）357-359 頁
- <sup>63</sup> 上記の記述はチャーナウ（1993）357-360 頁を参考にしている。
- <sup>64</sup> Beard (2007) p.45
- <sup>65</sup> チャーナウ（1993 下）367-368 頁を参考に記述。
- <sup>66</sup> チャーナウ（1993 下）403 頁を参考に記述。
- <sup>67</sup> チャーナウ（1993 下）365-367 頁を参考に記述。
- <sup>68</sup> 郷（2000）100-123 頁
- <sup>69</sup> 本論 2 章の投資銀行の位置づけおよび山岸（1998）2 章信頼概念の整理を参照いただきたい。
- <sup>70</sup> Hillion and Vermaelen (2001) p.3
- <sup>71</sup> Hillion and Vermaelen(2001) p.1
- <sup>72</sup> MSCB の仕組みは、日本経済新聞社の今日のキーワードによれば、「時価に応じて定期的に転換価格が見直される新株予約権付社債（転換社債＝CB）のこと。Moving Strike Convertible Bond の略。通常、転換価格は時価よりも 1 割低く修正され、CB の保有者に有利な仕組みだ。株価が下落して転換価格が下方修正された場合、転換する株式数の増加で調整するため、株式希薄化の影響が大きい」と説明している。  
(<http://www.nikkei.com/money/investment/toushiyougo.aspx?g=DGXIMMVEW4004002092008000001>)
- <sup>73</sup> 日本証券業協会(2007) 会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ「会員における引受審査のあり方・MSCB の 取扱いのあり方等について」16 頁
- <sup>74</sup> 本文の括弧内の文章は同上 17 頁から引用
- <sup>75</sup> 山田雄大「ライブドアの株主重視とは？」東洋経済オンライン 2011 年 5 月 20 日アクセス、  
(<http://www.toyokeizai.net/business/strategy/detail/AC/013b61ae1c2f7dee09586069f73e2478/page/3/>)
- <sup>76</sup> 大崎(2005) 11 頁

## 8 章 投資銀行ビジネスモデル変容の考察

これまでの章で、生成期、発展期、転換期の3つの時代におけるモルガン商会およびモルガン・スタンレーのビジネスモデルをその期間の外的環境の特色とともに考察してきた。本章では、それぞれの期間を比較することで、投資銀行ビジネスモデルがどのように変遷してきたのか、またそのビジネスモデルに変容があったのか、について考察していきたい

### 1 節 生成期および発展期のビジネスモデルの比較分析

生成期の投資銀行をめぐる環境は、① 米国経済の勃興を背景に、連邦政府や州政府、鉄道会社や電力会社、それに続く繊維、自動車、小売業など様々な分野からの強い資金需要が存在していたこと、② 英国や欧州大陸の資本家からの米国への資金流入、③ Morrison & Wilhelm (2007a) が名付けているような自由放任的（レッセ・レール）な金融政策、という外的環境のもとで、もともと貿易業や雑貨商を営んでいたユダヤ系ドイツ人や東海岸の裕福な商人（ヤンキーハウス）が個人銀行（無限責任制のパートナーシップ）の形態で投資銀行業務（証券引受け業務）に参入してくる。

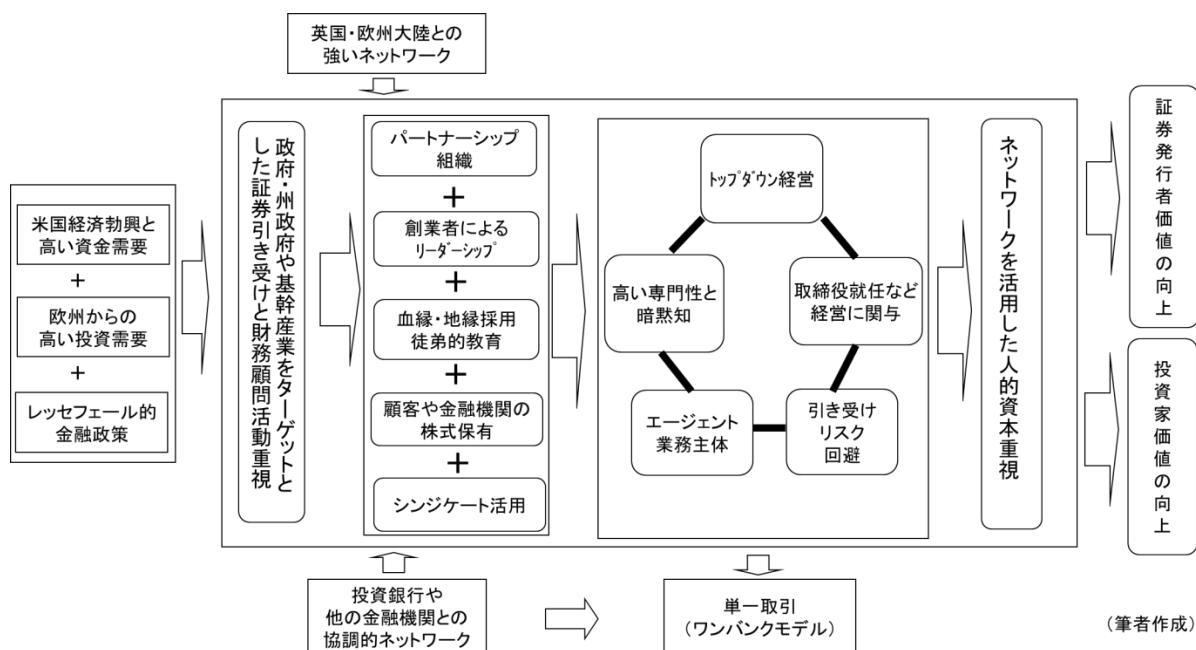
貿易商や雑貨商時代からの英国や欧州資本との強いつながりや、血縁・地縁で結ばれた投資銀行間の強いきずなを武器に、創業者による強いリーダーシップによる家族経営的なマネジメントを推進し、血縁・地縁をベースとした採用と長期雇用を前提とした徒弟制度的な教育によって生まれた暗黙知をベースに証券発行者（顧客）との間に強い信頼関係を築き、それが顧客企業への取締役派遣など経営関与に発展し、顧客との間に単一取引関係が構築される。

また、証券発行者（顧客）との親密な関係を武器に主幹事として引き受け・販売シンジケートを取り仕切ることで、引き受けリスクの軽減と販売力の向上を図っていった。投資家にとっても、主幹事である投資銀行が証券発行者の取締役として経営に関与していることから発行後の証券の債務履行への安心感が生まれた。この投資家の安心感は、同時に発行者にとっても適切な発行条件に結びつくことから発行者にとっても投資銀行に対する信頼感の向上をもたらした。

上述のように生成期のモルガン商会のビジネスモデルは、個人銀行という規制に縛られないパートナーシップ組織を活用したが、同時に資金的な限界もあり、親密な外的ネットワークと家族的経営と徒弟的教育から醸成された暗黙知を武器に、証券発行者への取締役派遣などを通じて証券発行者との関係を構築した。また、投資家にとっても、モルガン商会のパートナーが経営に参画しているということで安心感を得ることができた。つまり、生成期のモルガン商会のビジネスモデルは、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客とのリレーションシップ・マネジメントが有機的に機能した結果、証券発行者と投資家の双方の価値を高めることが可能となったビジネスモデルであっ

た。その意味で、生成期のモルガン商会のビジネスモデルは、ネットワークをうまく活用した人的資本重視のビジネスモデルであったといえる（図表 8-1）。

図表 8-1 生成期のモルガン商会のビジネスモデル



発展期の投資銀行をめぐる外的環境は、1933 年銀行法、1933 年証券法など 1930 年代初頭から相次いで施行された証券取引に関する規制により、生成期の自由放任的な市場ではなくなった。しかし、この諸規制によって、投資銀行の最大のライバルである商業銀行が一部の例外を除いて証券業務に参入できなくなったことが投資銀行のポジションを安定的なものにする。このため、投資銀行は証券引き受け業務をコア業務としてその業容の拡大に努める。モルガン商会の一部のパートナーによって設立されたモルガン・スタンレーをはじめ、有力な投資銀行は生成期と同様に、親密な顧客取引関係とシンジケートの存在によって、大型の証券引き受けを主幹事として取り仕切ることができた。

しかし、証券市場の拡大や年金制度の変更などを背景として投資家層に変化が生じてくる。機関投資家の台頭である。そのため、トレーディングに力を有していたソロモン・ブラザーズや高い販売力を有していたメリル・リンチなど、伝統的にバルジ・ブラケットではなかった投資銀行が台頭してくる。

さらに、ユーロ市場の誕生から急速な発展により、投資銀行が国内市場だけでなく海外市場にも目を向けるようになったのもこの時代である。

このため、投資銀行間の競争は生成期に比べて競争的な色彩を帯びていき、それにとともに、顧客企業との取引関係も生成期の単一なものから少数の主力行による複数取引関係（ドミナント・バンクモデル）に移行する。



このような外的環境の変化に対応するため、モルガン・スタンレーは生成期の引受け業務（川上）主体の戦略から川上から川下までカバーするように業務を拡大する。つまり、セールス・トレーディング部門、リサーチ部門、M&A 部門など業容を拡大していく。生成期から培ってきた知名度や証券発行者との関係だけに依存せず、業容の拡大で競争優位を維持しようとした戦略であった。しかし、新たに設置された部門はあくまでも引き受け業務を補完する目的のものであり、あくまでも引受け業務の拡充を通じて従来からの顧客関係を維持することが目的であった。

この時代のリーダーシップは創業者一族から非創業者に代わっていくが、いずれのリーダーとも生え抜きでかつ長期間勤務したパートナーから選出された。また、パートナーシップの性格もあり、シニアパートナーによる合議制がとられており、リーダーシップは安定的かつ長期的な性格を帯びていた。

業務の拡大に応じて、採用も生成期の血縁・地縁主体ではなく、有力大学やビジネススクールから優秀な人材を採用していく。しかし、この場合でも、採用後、長期的な視点から徒弟制度的な教育を行っている。採用された優秀な人材も将来のパートナー（あるいはマネジング・ダイレクター）を目指して、高い忠誠心を保ち長期勤務が一般的であった。このため、生成期以上に暗黙知をベースとした高い専門性をもつプロフェッショナルがコア人材として育っていった。

業務の拡大にともない、これらのコア人材を新設部門のリーダーに抜擢していく。また、トレーディング部門の新設によって、証券発行者と投資家という対極にある顧客を同時にカバーする必要が大きくなり、取引の現場に相応の権限を委譲するというフラットで柔軟性のあるネットワーク型組織になっていく。ただこの場合でも、シニアパートナーによる管理システム（業績評価やボーナスシステムなど）が機能していたことから、分権からくる全体的統制の欠如という事態は発生しなかった。むしろ、絶えず変化していく市場の動向に対応しつつ、証券発行者と投資家という対極の立場にいる顧客のニーズを満たしていくためには、分権型の柔軟なネットワーク組織は必要であったといえる。

この結果、顧客へのアプローチは、シニアパートナーを中心として各分野のプロフェッショナルがチームを組むという部門横断的なチームアプローチが採用された。

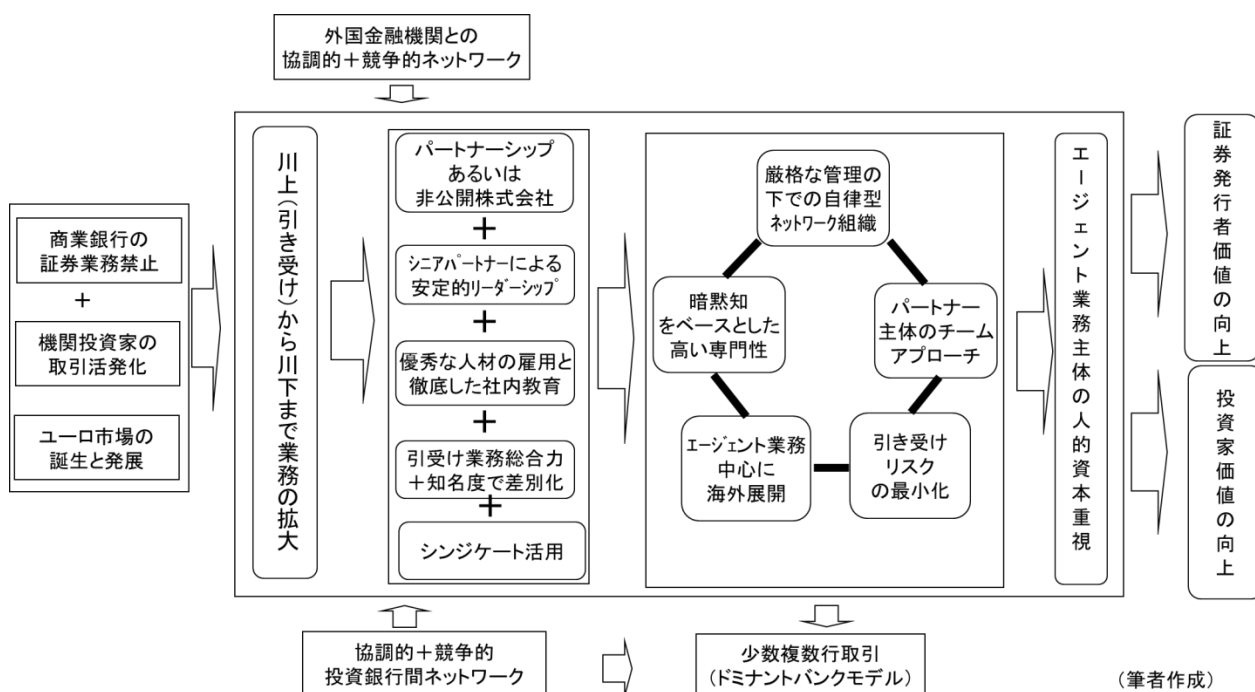
外部環境の変化にともない、モルガン・スタンレーは川上の証券引受け業務にくわえ、セールス・トレーディング、リサーチ、M&A アドバイザリー業務を行うことで川上から川下までをカバーする体制を構築するが、モルガン・スタンレーにおける勤務期間が長いシニアパートナーのもとで、長期的な視点から徒弟制度的な教育を受けた従業員に相応の権限を委譲するというネットワーク組織がうまく機能することで、生成期と同じようにモルガン・スタンレー独自の暗黙知が醸成されていった。そのうえで、パートナーを核として各分野のプロフェッショナルで構成されるチームが証券発行者にアプローチを行ったため、証券発行者から信頼を維持することができた。

同様に、投資家にとっても、有力企業を中心に証券を引き受けるモルガン・スタンレー

は信頼のおける存在であり、投資家からも信頼を得ることができた。

つまり、発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデルは、外部環境の変化に対応して、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデルを構成する各要素を有機的に機能させることを通じて、証券発行者価値と投資家価値の双方を向上させるものであったといえる。その意味で、この時代のビジネスモデルは、競争優位を持続させる目的で取扱業務こそ拡大したものの、生成期のビジネスモデルと同じように、引き受け業務というエージェント業務を主体とした人的資本重視のモデルであったといえることができる（図表 8-2）。

図表 8-2 発展期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル



以上の二つの時代におけるビジネスモデルを分析枠組みに従って比較すると以下の通りとなる（図表 8-3）。

図表 8-3 生成期と発展期のビジネスモデル比較

	生成期	発展期
組織	パートナーシップ組織	パートナーシップあるいは株式非公開会社（全額社員所有）
組織構造	強いリーダーシップのもと家族経営型	フラットで柔軟なネットワーク型、ただし、リーダーによる管理の本行き過ぎた分権を回避
戦略	引き受け業務に注力（販売やトレーディングはシンジケートを通じて、他の投資銀行や証券会社を利用）	川上（引き受け業務）から川下（セールス・トレーディング、リサーチなど）までをカバーすることで証券引受け業務を拡充（ただし、新設業務はコア業務（引き受け）のサポート業務的役割）
リーダーシップ	創業者による個人的な強いリーダーシップ	非創業者によるリーダーシップにシフトするも、長期勤務のパートナーからリーダーを選出したことやシニアパートナーの合議制による経営スタイルであったため、長期的で安定的なリーダーシップが存続
コア人材	地縁・血縁主体の採用 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育	有力大学やビジネススクールから優秀な人材を採用 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育で様々な分野で専門性の高いコア人材を育成
外的ネットワーク	英国・欧州の資本家との強いネットワーク 投資銀行間の血縁・地縁をベースとした堅いネットワーク シンジケートの活用で引き受けリスクと販売リスクの軽減	機関投資家の台頭を背景に投資銀行間に競争的色彩が出てくるがネットワークは健在、シンジケート活用による引き受けリスクと販売リスクの軽減 ユーロ市場の誕生を背景に欧州金融機関とのネットワークにも競争的色彩が出てくる
リレーションシップ・マネジメント	単一取引関係（ワン・バンクモデル） シニアパートナーが個人として社外取締役役に就任し強い取引関係を構築（直接的個人アプローチ）	少数複数行取引関係（ドミナント・バンクモデル） シニアパートナーを中心として、各分野のプロフェッショナルで構成されるチームアプローチ
収益構造	証券引受けに集中したため、収益構造は証券引受け手数料が中心 売れ残りリスクはシンジケートを活用することで軽減	引受手数料に加え、トレーディング収入と M&A アドバイザリー手数料が追加 トレーディング・リスクを負うことになるが、投資家動向を把握していることで、比較的小さなリスクでトレーディングからの収益を高めることができた M&A アドバイザリー業務は仲介業務でありリスクはほとんどない
ファイナンス構造	シンジケートによって引受け・販売リスクを軽減したことから、大規模な資金を必要とせず、多額の外部借入は不必要	トレーディング部門の追加によって、証券在庫資金が必要となるが、在庫証券を担保とするレポ取引で資金調達
資本	ネットワークを活用した人的資本	エージェント業務を主体とした人的資本

## 2 節 発展期および転換期のビジネスモデルの比較分析

1980 年以降の転換期には、1980 年以降の米国、英国、日本など各国の金融規制緩和と、IT（情報技術）の急速な進展やコンピュータの高性能化・小型化によって、投資銀行をめぐる外的環境は大きく変わっていく。

1982 年の一括登録制度の導入、1999 年のグラム・リーチ・ブライリー法による銀行・証券間の壁の撤廃など一連の規制緩和によって、米国の商業銀行だけでなく欧州の大手銀行との競争が激化していく。また、1986 年の英国における証券市場改革（いわゆるビッグバン）や 1996 年のフリー、フェア、グローバルをキーワードとした日本の金融改革によって、金融のグローバル化が大きく進展することになった。

この結果、従来協調的であった対外ネットワークは競争的なものに変化していく。とくに、一括登録制度の導入以降、販売力や資金力がより重視される傾向が鮮明になり、従来のシンジケートを利用した証券引受けから投資銀行独自で一括買取りをして転売するボート・ディールが一般的になってくる。投資銀行間のネットワークは協調的なものから完全に競争的なものに変化していったのである。

これらの急激な外的環境の変化に対応するため、投資銀行は規模の利益と範囲の利益の双方を追求していくことになる。規模の利益の追求では、パートナーシップ組織から株式公開会社へのシフトにより資金調達力を高めたことである。しかし、株式公開は外部株主重視を強いられるようになっていく。そのため、四半期毎に公表される財務内容、とくに ROE（自己資本利益率）の向上をめざして短期的な収益の増加を狙うようになっていく。この結果、高い ROE を目指して、リスク資本をより大きな利益が期待できるプリンシパル・インベストメント業務など自己勘定取引部門に振り向けるようになっていく。自己勘定取引は、投資家との売買を助けるトレーディング部門だけでなく、投資家との取引に全く関係のない純粋な自己勘定による証券売買（プロプライエタリー・トレーディング）、未公開企業投資（プライベート・エクイティ）や不動産投資、さらにはデリバティブ商品や証券化商品への投資など、さまざまな分野において自己勘定による投資が増加していった。

また、コンピュータの高性能化・小型化は投資銀行商品やサービスのコモディティ化を促進することになる。コモディティ化は、生成期や発展期の投資銀行が徒弟制度を通じた人材教育によって共有していた暗黙知の消失をもたらした。それに代わって、投資銀行はデリバティブを活用した金融商品の複雑化・多様化で競争優位を競うようになってくる。

さらに、投資銀行商品やサービスのコモディティ化は、MBA の採用や業務経験のある中途採用への大量採用を可能にさせた。その結果、部門間のサイロ（壁）が高くなり、発展期まで健在であった部門間のネットワークが十分に機能しなくなるという副作用が起ってくる。特に、規模の急速な拡大によって分権と管理のバランスの崩壊をもたらし、発展期にみられた部門横断的なネットワークが機能しなくなってくる。部門のヘッドを中心として各部門が単独で利益を追求するようになっていったのである。急速なグローバル展開を

背景に、組織構造もネットワーク的組織から各部門と地域を統合したマトリクス組織に変わっていく。

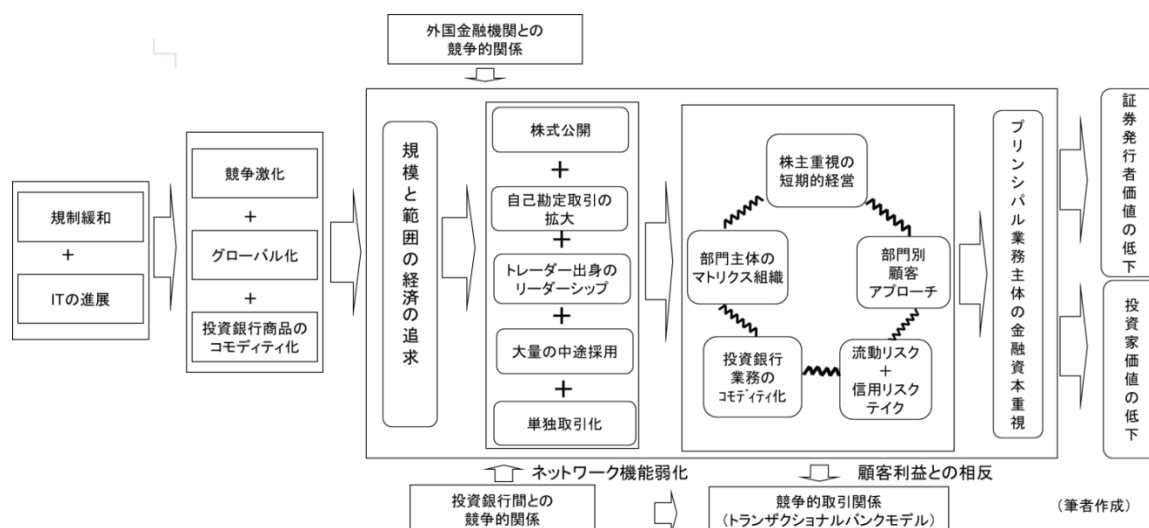
リーダーシップにも変化が現れる。生成期の創業者によるリーダーシップ、発展期の長期勤務の引き受け業務出身のシニアパートナーとシニアパートナーの合議制によるリーダーシップから、この時代は大きく収益を伸ばしていたトレーダー出身のリーダーシップに変わっていく。この結果、伝統的な引受け業務部門とトレーディング部門との確執が生まれ、部門間のサイロ（壁）が生じてくる。

部門間のサイロは顧客との取引関係にも大きな影響を与えた。とくに、自己勘定取引（伝統的な債券・株式だけではなく、企業や不動産、デリバティブなども含む）は、顧客との直接的な取引ではなく、市場を通して利益を追求していくため、状況によっては顧客の利益と対立する事態も生じてくる。

それだけではなく、以上の変化は顧客とのリレーションシップ・マネジメントにも影響を与えた。発展期のパートナーを中心とした各分野のプロフェッショナルで構成されるチームアプローチが機能しなくなり、各部門が互いに自己の部門の利益拡大を優先して各部門が独自に顧客にアプローチするようになる。顧客はさまざまな部門からアプローチを受けることになり、時に顧客に混乱をもたらす結果になる。

つまり、転換期のビジネスモデルは、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデルを構成する各要素がバラバラになってしまい、その結果、ビジネスモデル自体が有機的に機能しないモデルであったといえよう（図表 8-4）。

図表 8-4 転換期のモルガン・スタンレーのビジネスモデル



以上の二つの時代におけるビジネスモデルを分析枠組みに従って比較すると以下の通りとなる（図表 8-5）。

図表 8-5 発展期と転換期のビジネスモデル比較

	発展期	転換期
組織	パートナーシップあるいは株式非公開会社（全額社員所有）	株式公開会社（一部社員所有）
組織構造	フラットで柔軟なネットワーク型、ただし、リーダーによる管理の本行き過ぎた分権を回避	部門間のサイロによりネットワークが十分に機能せず 急激な組織拡大のためリーダーによるコントロール弱体化
戦略	川上（引き受け業務）から川下（セールス・トレーディング、リサーチなど）までをカバーすることで証券引受け業務を拡充（ただし、新設業務はコア業務（引き受け）のサポート業務的役割）	規模と範囲の利益の追求 引き受け業務だけでなく、セールス・トレーディング、M&A、デリバティブ、プリンシパル投資、証券化などが独自の部門で利益の最大化を狙うというコア業務の拡散化
リーダーシップ	非創業者によるリーダーシップにシフトするも、長期勤務のパートナーからリーダーを選出したことやシニアパートナーの合議制による経営スタイルであったため、長期的で安定的なリーダーシップが存続、	トレーダー出身のリーダーシップへのシフト リーダー在任期間の短期化 株主重視から四半期ごとの短期的利益の追求 部門間の確執
コア人材	有力大学やビジネススクールから優秀な人材を採用 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育で専門性の高いコア人材を育成	大量の中途採用 徒弟的教育より即戦力重視 株式保有による長期インセンティブではなく、業績中心のボーナス重視
外的ネットワーク	機関投資家の台頭を背景に投資銀行間に競争的色彩が出てくるがネットワークは健在 ユーロ市場の誕生を背景に欧州金融機関とのネットワークにも競争的色彩が出てくる	規制緩和による競争の激化によって投資銀行間ネットワークは競争的なものに変化 単独取引の増加
リレーションシップ・マネジメント	少数複数行取引関係（ドミナント・バンクモデル） シニアパートナーを中心として、各分野のプロフェッショナルで構成するチームによる顧客アプローチ	複数の投資銀行を競わせるトランザクショナル・モデル的に変化 各部門が直接顧客にアプローチするケースも発生
収益構造	引受手数料に加え、セールス・トレーディング部門によるトレーディング収入と M&A アドバイザリー部門からのアドバイザリー手数料が追加 トレーディング・リスクを負うことになるが、投資家動向を把握していることで、比較的小さなリスクでトレーディングからの収益を高めることができた M&A アドバイザリー業務は仲介業務でありリスクはほとんどない	顧客取引とは関係のない自己売買（プロプライエタリー・トレーディング）や中長期信用リスクをとる企業投資（マーチャント・バンキング）、ジャンクボンド不動産投資、デリバティブや証券化商品の制作・販売などが重要な資金源となっていく これらの自己勘定による取引への参入により、流動性リスクだけでなく、短期～長期の信用リスクもとることになる また商品の複雑化により、リスク分析や価格評価が困難となる
ファイナンス構造	トレーディング部門の追加によって、証券在庫資金が必要となるが、在庫証券を担保とするレポ取引で資金調達	基本的には証券や買収企業の資産や不動産を担保として外部借入を行うが、投資期間の中長期化や信用リスクテイクによって担保資産価値の目減りによる流動性不足に陥る可能性
資本	エージェント業務を主体とした人的資本	プリンシパル業務を主体とした 金融資本

### 3 節 ビジネスモデル変容の考察

前節までで、モルガン商会およびモルガン・スタンレーの事例研究から 3 つの時代のビジネスモデルについて比較をしてきたが、この 3 つの時代のビジネスモデルがどのように変容してきたのか、またそれがなぜ 2008 年のいわゆるリーマンショックによる「投資銀行ビジネスモデルの崩壊」につながるのか、本節ではその点に焦点を当てて考察していきたい。

本章 1 節で生成期と発展期の投資銀行ビジネスモデルを比較したが、本節では、ビジネスモデルを構成する要素別に、3 つの時代のビジネスモデルを比較していきたい(図表 8-6)。

図表 8-6 3 つの時代のビジネスモデルの比較

	生成期	発展期	転換期
組織	パートナーシップ	パートナーシップあるいは 非公開株式会社	株式公開会社
組織構造	創業者の強いリーダーシップによる 家族経営型	フラットで柔軟な部門横断的 ネットワーク組織	部門中心の分権的マトリクス 組織
戦略	引受け業務に集中	引受け業務にサポート業を追加	規模と範囲の利益の追求
リーダーシップ	創業者一族による強いリーダー シップ	長期勤務の非創業者(シニアパ ートナー)による安定期なリーダ ーシップ	トレーダー部門出身のリーダーシ ップ
コア人材	血縁・地縁主体の雇用 徒弟制度的教育による暗黙知の 醸成と共有	有力大学・ビジネススクールから 優秀な人材を雇用したうえ徹底 的に社内教育することでコア人 材の育成	規模の急拡大と投資銀行商品のコ モディティ化を背景に即戦力となる 人員の大量中途採用
外的 ネットワーク	価値創出型ネットワーク	アウトソーシング型ネットワーク	競争関係型ネットワーク
リレーションシップ マネジメント	パートナーが直接関与するワン バンク・モデル	パートナー中心のチームアプロ ーチを行うドミナントバンク・モデ ル	部門単位で顧客にアプローチする トランザクショナルバンク・モデル
収益構造	引受手数料中心	引受手数料+トレーディング売 買益+M&A アドバイザリー手数 料	引受手数料+トレーディング売買 益+M&A アドバイザリー手数料+ 自己勘定による売買益
ファイナンス 構造	シンジケート活用により引き受け リスクが小さく、多額の外部借入 は不要	トレーディングに関わる商品在庫 資金が必要となり、主としてレポ 取引による資金調達	基本的には投資資産を担保として 外部借入しかし、短期～長期の信 用リスクテイクにともなう担保資産の 価値減少にともなう流動性不足の 可能性

上記に見るように、生成期から発展期にかけてのモルガン商会とモルガン・スタンレーのビジネスモデルは、Greiner(1972)が指摘する成長の 5 段階モデルを適用して考えると、組織の規模の拡大、組織の年齢、業界の成長などに応じて成長しているが、あくまでもコア業務である証券引受けというエージェント業務を中心に成長していることがわかる。それにともなう、組織構造、リーダーシップ、コア人材、外的ネットワークや顧客とのリレーションシップ・マネジメントに変化は生じているが、生成期の投資銀行のビジネスモデルの拡大とそれに伴う必要な変化という側面が強く、ビジネスモデルに本質的な変化はなかったといえよう。また、ビジネスモデルを構成する各要素が有機的に機能したという点でも、ふたつの時代のビジネスモデルの違いは見られない。

一方、発展期から転換期における二つのモデルには以下のように大きな変化がみられる。

- ① パートナリシツプ組織から株式公開会社へのシフト  
これにより従業員とパートナーが利害を共有することで長期的視野で経営を行った発展期から、外部の株主利益を最優先して、四半期毎に公表される業績（とくに ROE）を重視する短期的経営姿勢に変化していく。
- ② 柔軟な部門横断的なネットワーク型から部門分権化による部門間サイロの発生  
リーダーによる厳格な管理のもとでのフラットで柔軟な部門横断的なネットワーク型から、急速な業容拡大と人員の増加によって部門間のサイロが生じ、その結果、ネットワークが十分に機能しなくなった。
- ③ コア業務の拡散  
コア業務（引き受け）をセールス・トレーディング、リサーチ、M&A 部門がサポートする戦略から、引き受け業務だけでなく、セールス・トレーディング、M&A、デリバティブ、プリンシパル・インベストメント、証券化など各部門が独自に利益の最大化を狙うというコア業務の拡散化がおこる。
- ④ エージェント業務主体からプリンシパル業務主体へ  
証券発行者と投資家の間に立つ仲介（エージェント）業務から、短期的に大きく利益を上げることが可能なプリンシパル業務が主力になってくる。また、投資銀行サービスや商品のコモディティ化を背景に、暗黙知による差別化ではなく、金融商品の複雑化・多様化で競争優位を競うようになっていく。
- ⑤ 投資銀行部門出身のリーダーシツプからトレーディング部門出身のリーダーシツプへ  
顧客のマネジメントをカバーするシニアパートナーによるリーダーシツプから、市場を相手に収益を求めるトレーディング部門出身のリーダーシツプに変化する。そのため、リスクテイクの積極化の姿勢が強くなるだけでなく、顧客リレーションシツプ・マネジメントも弱体化する。
- ⑥ 長期雇用による暗黙知の醸成・共有から大量中途採用による即戦力化へ  
有力大学やビジネススクールから優秀な人材を採用して長期的な視野から社内教育を行った発展期から、大量の中途採用を行い、社内教育で人材を育てるよりも即戦力を重視するようになる、また、株式公開の結果、株式の保有による長期的なインセンティブではなく、業績中心の短期的なボーナス重視に変わっていく。
- ⑦ 協調＋競争的な外的ネットワークから完全に競争的な外的ネットワークへ  
規制緩和を受け、対外ネットワークは協調＋競争的なものから、完全に競争的なものに変化していく。
- ⑧ チームによるリレーションシツプ・マネジメントから部門によるアプローチへ  
シニアパートナーを中心として各分野のプロフェッショナルで構成されるチームによる顧客アプローチから、複数の投資銀行を競わせるトランザクショナル・モデル的な取引関係のもと、部門間別のアプローチが主体となっていく。



⑨ 人的資本重視から金融資本重視へ

引受け業務というエージェント業務を主体とする人的資本から、自己勘定取引を主体とする金融資本への変化が起こっていく。

上述したように、転換期のビジネスモデルは規模と範囲の経済を求めて大きく変化していく。最大の変化は Morrison & Wilhelm (2007a) も指摘しているように、パートナーシップ組織のもとでの人的資本から株式公開会社のもとでの金融資本へのシフトである。しかし、グローバル化のもとで競争優位を持続させるためには、人的資本ベースの伝統的投資銀行主体のビジネスモデルから金融資本をベースとして規模と範囲に経済を追求するビジネスモデルにシフトすることは、ある意味当然の選択であろう。

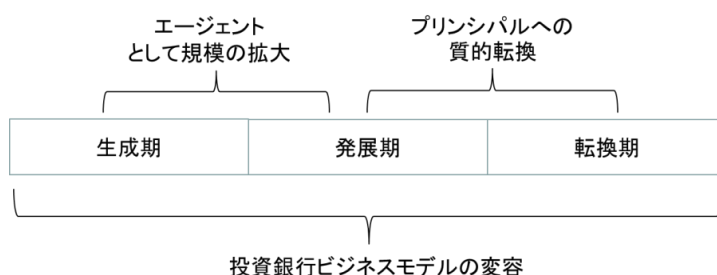
ただし、金融資本をベースとした規模と範囲の経済を追求するビジネスモデルが機能するためには、野中他 (1978) が提唱した総合コンティンジェンシー・モデルにあるように、外部環境に対応して、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材などモデルを構成するさまざまな要素が有機的に機能する必要がある。本論で考察してきたように、転換期のビジネスモデルでは、これらの要素がバラバラになってしまい、ビジネスモデル自体が有機的に機能しなくなったといえる。その意味で、転換期のビジネスモデルは、生成期や発展期のビジネスモデルとは本質的に異なったものになってしまったといえよう。

上述の3つの時代におけるビジネスモデルの変遷は図表 8-6 のように要約できよう。この図表にあるように、生成期、発展期、転換期と3つの時代におけるビジネスモデルの変遷を大きく「変容」と捉えることができるが、生成期から発展期の変容と発展期から転換期の変容には大きな違いがみられる。

生成期から発展期のビジネスモデルは、先に述べたように、規模や業容の拡大にともなっていくつかの点で変化しているが、根本的な点、つまり、「人的コネクションというネットワークをベースにしたエージェント業務主体の人的資本重視のビジネスモデル」という点では変化していない。また、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデルを構成する各要素が有機的に機能したという点でも変化を見せていない。その意味では、文字通り、この2つの時代におけるビジネスモデルの変容は「発展」と捉えることができよう。

しかしながら、発展期から転換期における変容は、「エージェント業務を主体にした人的資本重視のビジネスモデル」から「プリンシパル業務を主体とした金融資本重視のビジネスモデル」という点で変化しているだけでなく、ビジネスモデルの構成要素が有機的に機能しないモデルとなってしまったという点でも大きな変化をみせている。発展期から転換期にかけては、文字通り、ビジネスモデルが「転換」したといえよう(図表 8-7)。

図表 8-7



今まで考察してきたように、転換期のビジネスモデルは競争優位を維持する目的で規模と範囲の経済を追求した結果、プリンシパル業務を主体とした金融資本重視のビジネスモデルとなったが、一方で、ビジネスモデルの構成要素が有機的に機能しなくなるという結果ももたらした。つまり、ビジネスモデルの構成要素が有機的に機能しなくなったことが、投資銀行ビジネスモデルの弱体化を招いてしまったといえるのではないだろうか。そして、このビジネスモデルの弱体化が2008年9月のビジネスモデル崩壊につながったということができよう。

なかでも、筆者はビジネスモデル崩壊の直接的な要因として、転換期において戦略と組織にミスマッチが生じたことを挙げたい。

チャンドラーは1962年に発表された「経営戦略と組織」において、「戦略が組織を規定する」という有名な命題を導き出した。発展期における投資銀行は、資本市場の対極にある証券発行者と投資家の仲介者として、市場の変動に合わせてリアルタイムで双方の顧客のニーズにあるベストなソリューションを導くために、部門横断的な「フラットで柔軟なネットワーク組織」を創り出した。この組織構造は、Eccles & Crane (1988) が指摘するように、資本市場の仲介者として完成された組織構造ということができよう<sup>1</sup>。

しかし、このフラットで柔軟なネットワーク組織は果たしてプリンシパル業務を行うのに適したものであったのであろうか。

フラットで柔軟なネットワーク組織は、証券引受けと販売というエージェント業務だからこそ機能するといえる。もちろん、引受業者として引受けリスクと販売リスクを負うが、このリスクは短期的な流動性リスクであり、長期的な信用リスクではない。短期的な流動性リスクだからこそ現場の判断で短期的な流動性リスクをとることが可能となる。このことは、Eccles & Crane (1988)<sup>2</sup>が指摘しているように、貸出という長期・短期の信用リスクを負う商業銀行の組織構造と比較することでよくわかる。

商業銀行の伝統的商品である貸出は投資家サイドを意識する必要がない。つまり、預金者に利息というリターンを提供するために、プリンシパルとして自己のバランスシートを使ってリスクをとることで収益をあげるビジネスモデルである。そのうえ、投資銀行のサービス提供と収入の関係がルーズであるのに対し、銀行貸出の場合には利息という形で明確にリンクされている。さらに、商品制作のプロセスについても、投資銀行が顧客企業のニーズに対応するためにリアルタイムで社内のさまざまなネットワークを活用して独特な商品を生産するのに対し、商業銀行の貸出は比較的変数の少ない標準化された商品であり、

信用審査の過程も標準化されている。

以上の業務特性の相違によって、商業銀行と投資銀行間で組織や戦略策定方法、ボーナスの決定方法、さらには企業文化や専門性などに相違が生じることになる。組織構造では、投資銀行がフラットで伸縮的なネットワーク型の自己設計組織となっているのに対し、商業銀行では部門間の壁が高い柔軟性を欠く組織構造となっている。部門間の壁が高い階層的組織では、コミュニケーションが部門内で上下に行われがちになり、この結果部門を超えてさまざまな人々がひとつのチームとなって働くことを難しくする。したがって、戦略策定方法も投資銀行がボトム・アップの「草の根的戦略策定」となるのに対し、商業銀行の戦略策定はトップ・ダウン型となる。

さまざまなネットワークを駆使して高度な専門性を発揮する投資銀行社員は高いボーナスを期待する。しかも、フラットな組織構造となっているので投資銀行社員間のボーナス格差は個々の業績にしたがって大きくなる。一方、商業銀行では高い階層組織であることや商品が標準化されていることなどから、社員間のボーナス格差は小さい。

また、企業文化における相違も無視できない。信用リスクをとることになる貸出担当者は基本的に保守的にリスクを審査する傾向が強いが、比較的短期間の流動性リスクである金融商品を扱う投資銀行社員は一般的にアグレッシブとなる。

上記のさまざまな相違は金融の専門性における相違も生み出す。つまり、標準化された高い階層組織では信用審査機能に重点を置いたゼネラリストが求められ、複雑で多岐に亘る商品を取り扱うネットワーク組織では、さまざまな分野で専門性の高いスペシャリストが必要とされる。

上述の通り、投資銀行と商業銀行の間には、取り扱う金融商品の性質を反映して大きな差異が存在している（図表 8-8）。

図表 8-8 投資銀行と商業銀行の相違

経営慣行	投資銀行	商業銀行
戦略策定	トップ・マネジメントによって設定された大枠のガイドラインの範囲内における草の根的戦略策定。	顧客と接触する人々が革新的なことを行う余地の少ない、格式張ったトップ・ダウンによる戦略策定。
組織構造	フラットで柔軟かつ複雑なネットワークを持った自己設計的組織。	部門間の壁が高くかつ柔軟性の薄い階層的組織。
ボーナス	経営上層部による主観的なボーナス決定プロセス。報酬の大きな部分を占める。ボーナス支給額は人により大きく異なり、階層の地位に関係がない。	経営上層部はボーナス決定に多くの時間を割かない。報酬に占める割合は小さい。個々人の格差は小さく、支給額は階層の地位と連係する。

（出所）Eccles & Crane (1998), p.217 から抜粋翻訳。

しかし、転換期のビジネスモデルでは、規制緩和とITの発展を背景としたグローバル競争の中で競争優位を図る目的から、規模と範囲の経済を積極的に追及していく。コンピュータの小型化と精密化による投資銀行業務の形式知化もあり、投資銀行は従来の引き受け業務だけでなくマーケットを対象として短期的に収益を期待できる自己勘定取引の分野を拡大していく。つまり、エージェ

ント業務だけでなくプリンシパル業務にも参入していったのである。この業務拡大を支えたのが、投資銀行業務の形式知化を背景に容易となった大量の中途採用であった。

この結果、転換期の投資銀行は、短期から長期にわたる信用リスクも含む様々なリスクを自己の勘定でとるようになる。つまり、証券発行者や投資家の間に立ったエージェント業務から、商業銀行と同じように、自己の利益を優先するプリンシパル業務主体のビジネスモデルになったのである。

しかしながら、急速に規模を拡大させていったことや、トレーディング部門出身者がリーダーシップを取ったこと、それにリーダーシップ間の確執などが重なり、発展期のフラットな組織を変更することなく、商業銀行と同じプリンシパル業務を始めたのである。

しかも、投資銀行の基本業務である引き受け業務やリサーチ、M&A アドバイザリーなど、証券発行者や投資家の利益を優先するエージェント業務は転換期のビジネスモデルにおいても存続している。つまり、エージェント業務に適した組織構造で同時にプリンシパル業務を行ったことになる。ここに転換期における投資銀行ビジネスモデルの本質的な欠陥があったのではないだろうか。

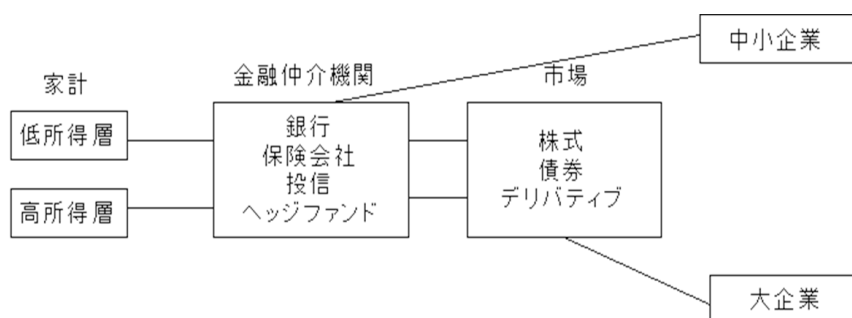
Eccles & Crane (1988)はその著書の中で、「商業銀行は少なくとも組織の一部を投資銀行に変える場合にはその課題を過小評価してはならない。大規模で階層組織的で動きの遅い組織をフラットで柔軟で自己規律的な組織に転換しなければならない<sup>3</sup>」と記述しているが、逆に、投資銀行がプリンシパル業務を始めるのであれば、その組織を商業銀行的な組織に変えるべきだったのではないだろうか。

筆者は、エージェント業務に適した組織のままでプリンシパル業務に参入したこと、つまり戦略と組織にミスマッチが生じたことが、生成期や発展期に存在していた投資銀行内外のネットワーク間の信頼の構造の崩壊をもたらし、それが投資銀行ビジネスモデルの崩壊につながったと考えている。

この点を考える前に、本論文 2 章 3 節記述した、Allen & Gale (2001) と Morrison & Wilhelm (2007a) による「投資銀行の位置づけ」について振り返ってみたい。

Allen and Gale (2001) は IT の進展に伴う金融技術の進展を背景に、金融商品のリスクが複雑多岐にわたるようになったため、金融仲介機関の果たす役割が「取引コストの軽減」や「情報生産によるエージェンシー・コストの縮小」から、リスクを如何に運用するかというリスクマネジメントにシフトしているとする。その意味から、投資銀行は証券発行者と投資家の間に立ってさまざまな情報を両者に提供するだけでなく、デリバティブ商品の制作・提供、あるいは資産運用部門を通じて証券発行者や投資家のためのリスクマネジメント機能を提供する (図表 8-9)。

図表 8-9 新たな金融パラダイムにおける金融仲介機関の役割



（出所） Allen & Gale (2001), p.472から作成.

しかし、投資家はリスクマネジメントを行う投資銀行など仲介機関のマネジメント能力をあらかじめ測ることはできない。では投資家は仲介機関の能力をどのように判断するのか。Allen & Gale (2001) は、仲介機関の過去の実績などに基づく評判と長期的なリレーションシップから期待される暗黙的な保険（implicit insurance made possible by long-term relationship）であるという。つまり、投資銀行がリスクマネジメントの提供者として機能するためには、投資家から信頼される高い評判を構築・維持することが極めて重要になるという。

一方、Morrison & Wilhelm (2007a) は、「価格関連情報」（price-relevant information）の伝達者としての視点から投資銀行の機能を説明する。つまり、投資銀行は、資金調達者（証券発行者）、機関投資家や一般投資家を結ぶネットワークの中心に位置して、彼らに正確な「価格関連情報」（price-relevant information）を提供することによって投資家を誘引し、結果としてイノベーションが実現し経済発展に貢献することになるという。しかし、「価格関連情報」は法的に守ることができず、投資銀行が超法規的な方法（extralegal）によって、「価格関連情報」を適正に提供する役割を果たす。この超法規的な方法がネットワーク構成員間の信頼を維持することである。

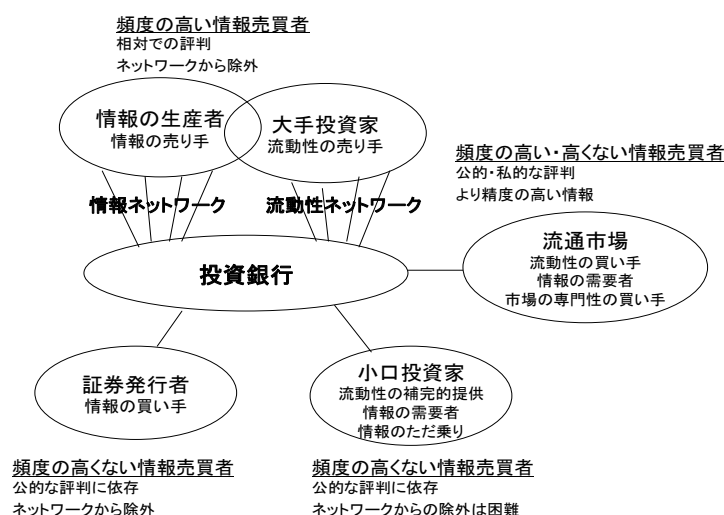
たとえば、ネットワークのあるメンバーの行為がネットワーク全体の長期的な利益を損ねる恐れのある場合には、そのメンバーをネットワークから除外することを行う。つまり、ネットワークのメンバーから除外するという「法以外」の方法を取ることでネットワークの維持をはかるのである。また、投資銀行自身がリサーチ（調査）部門を設置することによって、情報を発信するネットワークのメンバーに対して交渉力を強めようとするし、投資銀行の自己勘定でおこなうセールス・トレーディング部門を強化・拡大することによって、大手投資家などに対する交渉力を強めようとする。さらに、広範な個人投資家ネットワークを構築することで、ネットワークのメンバーに対する牽制力を強めることが可能となる。個人投資家層自身には情報生産力はないが、大規模な個人投資家群の動向や見方は情報生産者や流動性提供者に対して一定の影響を与えることができ、それがネットワーク維持に必要な「法以外」の措置（ネットワークメンバーの除外）を取ることを可能にさせるからである。

このことは、逆の見方をすれば、投資銀行が情報の発信者や大手投資家、さらには大規模な個人投資家層からの信頼を失えば、一挙に投資銀行のネットワークに対する影響力は大きく低下することになる。

同じことは証券の発行者との関係にも適用できる。つまり、証券発行者は投資銀行から提供される情報に基づいて証券の発行を投資銀行に依頼するので、証券発行者がひとたび投資銀行に対する信頼を失えば、証券発行者はその投資銀行に証券の発行を依頼しないことになる。

このように、投資銀行が短期的な利益を追求する目的で、不適格な条件で証券を発行したり、不適格な条件で証券を流通したりすれば、ネットワークのメンバーからの信頼は一挙に崩壊し、結果としてネットワークの維持が困難となってくる（図表 8-10）。

図表 8-10 投資銀行の情報ネットワーク



（出所）Morrison & Wilhelm (2007a), p.72 から筆者が翻訳作成.

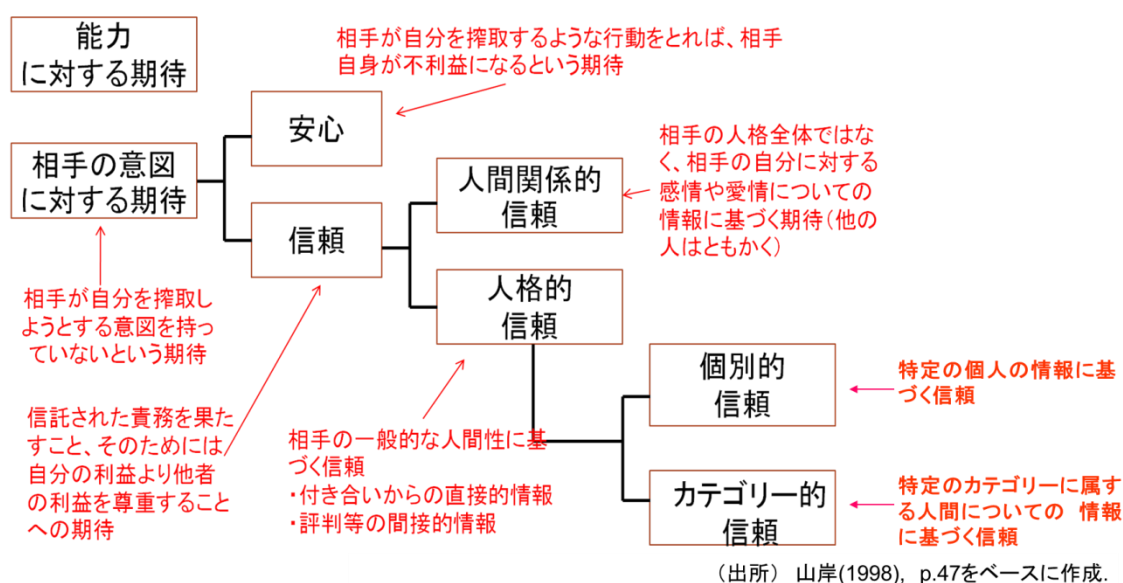
Allen & Gale (2001) や Morrison & Wilhelm (2007a) が指摘しているように、投資銀行の金融システムにおける位置づけは、あくまでも資金調達者と投資家の間に立って適正な情報を提供したり、あるいは投資家や証券発行者のためのリスクマネジメントを提供したりすることであり、その機能を果たすためには証券発行者や投資家からの信頼が極めて重要ということになる。

山岸 (1998) は、相手に対する期待を「能力に対する期待」と「相手の意図に対する期待」に区別し、「能力に対する期待」は、役割を果たす能力を持っているという期待であるのに対して、「相手の意図に対する期待」は、人に与えられた責務を場合によっては自分の利益よりも他者の利益を尊重してでも果たすことに対する期待であると、ふたつの「期待」を区別し、「信頼」を「能力に対する期待」ではなく、「相手の意図に対する期待」に下位分類する。

そのうえで「相手の意図に対する期待」を「安心」と「信頼」に下位分類する。つまり、相手が自分を搾取するような行動をとれば相手自身が不利益になるのでそのような行動は

とらないというだろうという思いを「安心」とであると定義し、信託された責務を果たすためには自分自身の利益より他者に対する利益を尊重するだろうという期待を「信頼」であるとする。この定義に従うと、「安心」は「信頼」とは異なる分類となる。山岸（1998）は「安心」と「信頼」を区別したうえで、信頼をさらに下位分類していく。つまり、① 相手の人格全体ではなく、相手の自分に対する感情や愛情についての情報に基づく期待から生じる「人間関係的信頼」と ② 相手の一般的な人間性に基づく信頼や、あるいは付き合いからの直接的情報や評判などの間接的情報に基づく信頼である「人格的信頼」、に区分する（図表 8-11）。

図表 8-11 山岸（1998）による信頼の構造



ソロモン・フロレス(2004)は、「信頼」を人間関係そのものであるとし、それだけに裏切られる可能性もあるという。また、フクヤマ(1996)は自己の利益ではなく他者の利益を尊重して相互に信頼し合うことを信頼関係というとして、信頼関係が存在するコミュニティには詳細な契約や法的規制は不要であるとする。

つまり、山岸(1998)、ソロモン・フロレス(2004)、フクヤマ(1996)とも、自己の利益ではなく他者の利益を尊重する状態を「信頼」と位置づけている。

以下では、この自己の利益ではなく他者の利益を尊重するという「信頼」を投資銀行ビジネスモデルに当てはめて考えていきたい。

生成期と発展期の投資銀行ビジネスモデルには、以下のように投資銀行内外のネットワークに信頼関係が存在していたといえる。

- ① 互いに目的を共有するだけでなく、無限責任もともに負うパートナー間における信頼関係
- ② 長期雇用と徒弟制度によって生まれたリーダーと従業員間における信頼関係

- ③ 引受け業務をコア業務とすることで、サポート業務を含むすべての分野が同じ目的でネットワークを組むことから生じる信頼関係
- ④ 発行証券の引き受けを行うだけでなく、取締役就任などを通じた証券発行者に対する経営アドバイスをベースとした証券発行者との信頼関係
- ⑤ 証券発行者との緊密な関係が投資証券への安心感につながったことから生まれた投資家との信頼関係
- ⑥ 引受シンジケートを通じた投資銀行や証券会社など金融機関との信頼関係

しかし、転換期にかけて、これらの安心や信頼が崩壊していく。

- ① 証券発行者と投資家間の仲介を行うことを通じて双方の利益を追求するエージェント業務とマーケットを相手に自己の利益を追求するプリンシパル業務の併存から生じたリーダーシップ間や部門間の信頼の低下
- ② コア業務の拡散から生じたネットワークの機能不全にともなう相互不信
- ③ 大量に採用された中途採用者間の信頼感の欠如
- ④ 高い転職率にともなう投資銀行外からの信頼の低下
- ⑤ 自己勘定取引や敵対的 M&A などから生じ得る利益相反がもたらす顧客との信頼関係の低下
- ⑥ デリバティブを組み込んだ複雑な金融商品からの損失がもたらす投資家との信頼関係の低下
- ⑦ シンジケートの活用から自己取引へのシフトによって生じた投資銀行や金融機関間競争の激化の結果としての信頼関係の低下

つまり、転換期の投資銀行をめぐるネットワークには、自己の利益より他者の利益を尊重するという信頼の構造が崩れてしまい、むしろ自己の利益のほうを尊重する姿勢がでてきたといえよう。

これは、先に述べたように戦略と組織の間にミスマッチが起こったからに他ならない。商業銀行が市場リスクや信用リスク取引をプリンシパル(本人)としておこなうことは、商業銀行が顧客の利益より自己の利益を優先していることを意味しない。むしろ、預金者に対して元本(預金保証の限度内)と約定した利息の支払いを約束している商業銀行にとって、プリンシパルとしてさまざまなリスクを取ることが預金者に対する使命であるといえる。プリンシパルとして最大の利益を上げることが預金者から求められているのである。同時に、預金者を保護するために慎重に市場リスクや信用リスク活動を管理していくことも求められている。

同様に、商業銀行は資金の提供先(借入者)に対して信用リスクだけでなくさまざまなリスクを負うことで、一定の利子を徴求する。つまり、借り手のリスクを商業銀行自身がプリンシパルとして負うのである。

このように、投融資から生じる最終リスクを自己勘定で負担し、預金者に対しては約束した元利金を支払うという商業銀行のシステムのため、商業銀行には Eccles & Crane (1988) が指摘するように、ゼネラリストで構成される階層の高くて動きの遅いトップダウン型が適しているといえる。換言



すれば、自己の利益が顧客(預金者)の利益と一致するため、商業銀行は慎重なリスク管理のもとで、プリンシパル業務を行っているのである。

一方、自己では最終リスクを取らず、あくまでも仲介者(エージェント)として機能する投資銀行にとって、仲介者自身の利益を優先することはできない。証券発行者と投資家双方のニーズを満足させることが使命であり、その対価として取り扱い手数料やフィーを受け取ることになる。証券発行者と投資家双方のニーズを満足させるためには、Eccles & Crane(1988)も指摘しているように、フラットで柔軟なネットワーク組織が求められる。つまり、自己の利益より他者の利益を優先するエージェント業務にとっては、フラットで柔軟なネットワークのほうが適しているのである。

しかし、転換期の投資銀行には、引き受け業務(エージェント業務)と自己勘定取引(プリンシパル業務)が併存してしまう。つまり、自己の利益より他者の利益を尊重する(いいかえれば「信頼」が求められる)エージェント業務と、自己の利益を優先するプリンシパル業務が併存してしまったのである。しかも、利益の優先順位の異なる2つの業務を他者の利益を優先することに適しているフラットなネットワーク組織で行ったことが、信頼の構造の崩壊を招いたといえるのではないだろうか。

私の友人である投資銀行の元幹部社員から、以上の結論を裏付けるコメントを得たので最後に紹介しておきたい。

#### ① 戦略

投資銀行は戦略がバランスシートに与える影響を理解しなかったという間違いを犯した。ほとんどの投資銀行がバランスシートを理解せず、もっぱら損益計算書に注意を向けた。私の経験では、競争相手が新しい市場に参入して収益をあげはじめた時には、戦略について深く考えることはなかったと思う。その結果、すべての投資銀行が同じ戦略、つまりレバレッジを高め、CDO(債務担保証券)を多発し、それを売り(ただし最劣後のエクイティ部分は保有)、それを繰り返した。ウォールストリートの戦略は「私も私も」的な横並びであった。

(Strategy: IB made the mistake of not understanding how their strategy impacted the balance sheet. Very few IB's really understand a balance sheet; they focus primarily on a P/L. Also, my experience is that deep strategic thinking gets abandoned when their competitors start to enter a new market and make more money. So, in the end, all IB were pursuing the same strategy ie. lever up, generate more CDO's, sell them (keep the equity tranche), and do it all over again. Strategy on Wall Street is a lot of "me too".)

#### ② 組織構造

ひとつの要因は、フロントオフィスに位置づけるべきであったリスクマネジメントを多くの投資銀行はそれをバックオフィスと位置づけていたことである。投資銀行にとって、低リスクすなわち低リターンであることからリスクマネジメントの存在が大きな問題であった。リスクマネジメントは組織において重要な存在として取り扱われるべきであった。

(Organizational Structure: One of the insights here is that Risk Management is a very important thing. However, most firms treat risk management as a 'back office' thing. It really needs to be treated as a "front

office" equivalent. The problem for Risk Management, of course, is that the less risk - the less profits so there is a huge tension here. Risk Management needs to be an important part of the organizational structure.)

### ③ リーダーシップ

リーダーシップは大きな問題であった。ほとんどのリーダー（おそらく JP モルガン・チェイスのジェミー・ダイモンを除いて）はリスクテイクの意味を分かっていたのではないだろうか。また、投資銀行では最も利益をあげることがリーダーへの近道であった。でもこれは、必ずしもリーダーシップではなかった。

(Leadership: This was a big downfall. I don't think most of the leaders (except Jamie Dimon perhaps) really understood the risks they were taking. Also, in an IB, power migrates to the leaders who have the biggest P/L. This is not necessarily leadership.)

### ④ リレーションシップ

興味深いことに、前にあげた問題は発行市場ではなく流通市場に起こっている。そこにはリレーションシップは見当たらない。投資銀行はデリバティブや仕組み商品を使って流通市場で収益をあげていた。つまり、本当の顧客を持つ必要がなかった。おそらくこれは今回の件で我々が学んだことかもしれない。投資銀行は原点に戻るべきだと思う。

(Relationship Management: It is interesting that all of these problems arose in the secondary market and not the primary market. So, interestingly, real relationships were nowhere to be found. IB's made up derivatives and synthetic securities from what was already out there. They didn't need to have real clients!! Maybe this is the lesson, banks should get back to the basics.)

### ⑤ 顧客価値

私が投資銀行ビジネスに携わっていたとき、この問題が一番厄介であった。ほとんどの投資銀行の従業員は顧客のことを考えていなかったと思う。彼らが気にしていたのは、顧客が彼らのためにどれだけ手数料を支払うかということであった。

Customer Value: This part bothered me even when I was in the business. I don't think most employees really ever worried a lot about their customers. They were more concerned with what fees the customer would generate for them.

ある投資銀行で副会長を務めた私の友人も以下のコメントを寄こしてくれた。

他の組織と同様に、投資銀行も時とともに進化した。我々がいた時に投資銀行は最も大きな変化をしたのではないだろうか。株式公開あるいは大手金融機関による買収によって投資銀行は一挙に多額な資金を手にした。そして、パートナーシップ時代の

考え方は消失していった。同時に企業顧客も洗練され、投資銀行に対する要求が強まり（エンロンなどのように）、顧客との取引関係はよりトランザクショナルなものになっていった。技術の進歩はデリバティブなど内包されたリスクが理解しにくい新商品を容易に作らせるようになった。投資銀行家はより強欲になり、顧客や自社に対する長期的な影響を考慮することなく取引を行っていった。出来るだけ多くのお金を個人的に稼ごうというのが今の世界だ。原点に帰り顧客の利益が第一ということを認識する必要がある。

(Like everything the IB model evolved as time went on. During our time it was a period of perhaps the greatest change. Traditional firms went public or were absorbed by large financial institutions and suddenly available capital was plentiful and the sense of partnership was diminished. At the same time the corporate clients became smarter and more demanding (i.e.. Enron et al) things became transactional and in many cases the client relationship was lost or at least diminished. Technology allowed new products to be developed like all the derivatives etc. with imbedded risk exposures no one appreciated. Bankers became greedy and are prepared to do deals without regard to the longer term consequences to their firms or their clients. This is the world we now have with people trying to make as much money personally as they can. Need a return to basic core values and a recognition that the clients interests come first.)

---

<sup>1</sup> 本論文の5章発展期の投資銀行の業務特性の項目を参照されたい。

<sup>2</sup> 詳しくは Eccles & Crane (1988) pp.214-221 の商業銀行の特性を参照されたい。

<sup>3</sup> Eccles & Crane (1988) p.219

## 終章 結論と課題

### 1節 研究結果のまとめ

2008年9月のいわゆるリーマンショックによって、リーマン・ブラザーズが破綻しただけでなく、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスという最大手の投資銀行がともに銀行持ち株会社への業態変更を余儀なくされた。多くの識者やメディアは、この事態を受けて投資銀行ビジネスモデルが終焉したと評した。その主たる要因として、預金という本源的な資金源を持たず外部借入金に依存するという流動性の問題、しかも自己資本の30倍という高いレバレッジ、さらには高い報酬に象徴される利己心、などが挙げられた。

果たして、150年を超える歴史を有し、米国経済を牽引した投資銀行のビジネスモデルが、そんなに簡単に崩壊するものなのか。このような素朴な疑問からこの論文のテーマを、「投資銀行ビジネスモデルを分析し、その崩壊の要因を探る」ということにした。

研究方法は、19世紀末に創業され、以来、投資銀行業界のリーダー的存在であったモルガン・スタンレーを単一事例とする事例研究を行った。投資銀行の歴史は150年という長い期間にわたることから、外的環境の変化を勘案して、3つの時代に分けた。第一の時代は、投資銀行が誕生した19世紀末から投資銀行がその基盤を確立した1910年代初頭までの時代で、本論文では生成期と名付けた。第二の時代は、1901年代初頭から1929年の金融恐慌を挟んで、1930年代に導入された新たな規制のもとで投資銀行が安定的な成長を遂げた1970年代までの時代、本論では発展期と名付けた。そして、第三の時代は規制が緩和され、ITが急速に発展した1980年代以降リーマンショックが起きる2008年までとし、この時代を転換期とした。

本論文では3つの時代におけるモルガン・スタンレーのビジネスモデルを比較・分析することでビジネスモデルがどのように変容したのか、また今回の投資銀行ビジネスモデルの崩壊がどこに起因するのかを探っていった。

1910年代初頭までの生成期には、投資銀行は英国や欧州大陸および他の投資銀行との信頼をベースにした親密なネットワークを武器に、連邦政府・州政府あるいは鉄道会社など大手企業をターゲットに証券引受け業務に参入していった。親密なネットワークをベースにしたシンジケートの活用で引受けリスクを軽減し、大型証券の引き受けを可能にした。パートナーシップ組織における創業者一族による家族型組織と強いリーダーシップと血縁・地縁を重視した人材の採用と徒弟制度的な教育によって醸成された暗黙知がコア・コンピタンスをもたらし、それが顧客との強い取引関係につながっていった。また、発行した証券の債務履行を確実なものにするために投資銀行が証券発行企業に取締役を送ったことが、投資家からの信頼を高める結果となった。このように生成期の投資銀行ビジネスモデルは、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、リレーショ

ンシップ・マネジメントがうまく適合し、顧客価値を高めることにつながった。生成期のビジネスモデルはその意味で、「人的ネットワークをベースにした人的資本」モデルといえることができる。

発展期は、1920年代の狂乱と繁栄の時代におけるさまざまな証券不正行為が明るみに出たことから、1930年代に1933年銀行法（グラス・スティーガル法）や証券法などの規制が導入されるという規制の時代であった。この規制によって商業銀行による投資銀行分野への参入が禁止されたことから、むしろ投資銀行は商業銀行からの脅威を受けることなく、安定的に成長していく。しかし、機関投資家の台頭やユーロ債市場の発展に伴う外的ネットワークの変化（競争的色彩が濃くなる）に対応するため、競争優位を維持すべく、従来の引受けという川上からセールス・トレーディング、リサーチ、M&A アドバイザリーなど川下まで業務を拡大していく。しかし、拡大した業務部門は、あくまでもコアである引受け業務のサポートという位置づけであった。組織形態もパートナーシップ組織が引き続き維持され、リーダーシップも創業家一族から徐々に非創業者にシフトしていくものの、基本的には証券発行者と投資家の双方を満足させることに焦点を当てたエージェント業務が中心であった。人材の採用も血縁・地縁ではなくなったものの、有力大学やビジネススクールから優秀な人材を採用して徹底的に社内で教育する方法がとられた。その意味で生成期と同じように、長期的視野に立った徒弟的教育であった。採用された人材もパートナーシップを目指して、長期間勤務するのが一般的であった。エージェント業務を効率的に遂行する意味から投資銀行は各部門のプロフェッショナルが組織横断的に協働するフラットで柔軟なネットワーク組織を構築した。しかし同時に、ネットワークが行き過ぎないようにリーダーシップによる厳格なコントロールが敷かれていた。その意味でこの時期におけるビジネスモデルは、「エージェント業務を重視した人的資本」モデルであったといえることができる。

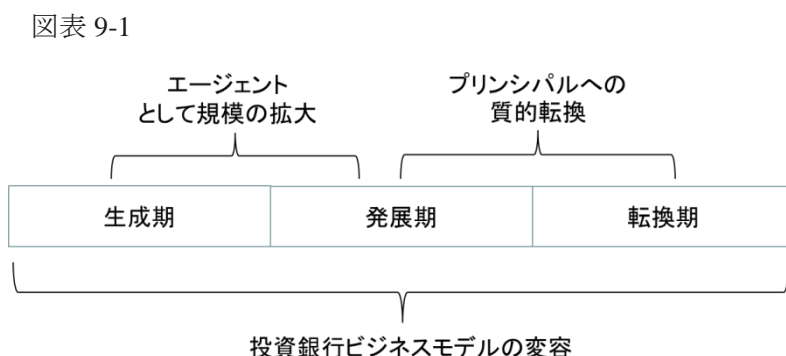
しかし転換期にはこのモデルは大きく変わっていく。規制の緩和とITの発達を背景に競争の激化や金融のグローバル化、さらには金融商品のコモディティ化が進んだ。このような外的環境の変化に対応するため投資銀行は、規模と範囲の利益を追求する戦略が変わっていく。株式公開や他社との合併・買収などを通じて資本の拡大を図っていく。この結果、投資銀行の規模は急速に拡大したが、コンピュータの精密化・小型化によって金融商品が形式知化されたことによる、大量の中途採用でこれを支えた。取扱い商品も多様化し、引受けだけがコア業務ではなく、それぞれの部門がコア業務として自らの部門の収益を追求するというコア業務の拡散が強まった。その中には顧客取引とは関係なく自己勘定で行う証券投資や企業買収（プリンシパル・インベストメントあるいはマーチャント・バンキング）などプリンシパル業務の比重が高まっていく。さらにデリバティブや証券化など内包されたリスクが複雑化し、投資家にとって評価することが困難になっていった。リーダーシップも従来の引受けを中心とする投資銀行部門出身ではなく、トレーディング部門出身にシフトしていく。そのうえ株式公開による株主重視から四半期ごとのROE（株主資本

利益率)を重視するものになっていく。競争の激化や投資銀行商品のコモディティ化によって、取引関係も取引ごとの条件を重視するトランザクショナルなものになっていく。プリンシパル業務の重視や取引関係のトランザクショナル化は、顧客との利益相反をもたらす要因になっていく。このように、この時期は生成期・発展期に見られた各要素のバランスのとれた適合が崩れていったといえよう。このバランスの乱れが証券発行者価値や投資家価値の低下につながっていった。その意味でこの時期のビジネスモデルは、ビジネスモデルの構成要素が有機的に機能することのない「プリンシパル業務を重視した金融資本」モデルということができる。

上述の3つの時期における投資銀行ビジネスモデルの変遷は図表9-1のように要約できよう。この図表にあるように、生成期、発展期、転換期と3つの時期におけるビジネスモデルの変遷を大きく「変容」と捉えることができるが、生成期から発展期の変容と発展期から転換期の変容には大きな違いがみられる。

生成期から発展期のビジネスモデルは、先に述べたように、規模や業容の拡大にともなっていくつかの点で変化しているが、根本的な点、つまり、「人的コネクションというネットワークをベースにしたエージェント業務主体の人的資本重視のビジネスモデル」という点では変化をしていない。その意味では、文字通り、この2つの時期におけるビジネスモデルの変容は「発展」と捉えることができる。

しかしながら、発展期から転換期における変容は、「エージェント業務を主体とした人的資本重視のビジネスモデル」から「プリンシパル業務を主体とした金融資本重視のビジネスモデル」という点で変化しているだけでなく、ビジネスモデルの構成要素が有機的に機能しなくなったという点でも大きな変化をみせている。文字通り、ビジネスモデルが「転換」したといえよう。



しかし、これだけではなぜ150年も続いた投資銀行ビジネスモデルが崩壊したのか、説明したことにはならない。筆者はその要因として戦略と組織のミスマッチを挙げた。

仲介(エージェント)業者として最適であった発展期の組織構造、つまりフラットで柔軟なネットワーク組織を変えないままプリンシパル業務に参入したことによって、戦略と組織のミスマッチが発生したのである。プリンシパル業務を主体とする商業銀行は、Eccles & Crane(1988)が指摘するよ

うに、階層が高いトップダウンの組織構造で、社員へのボーナスも業績中心による大きな格差は生じない仕組みになっている。つまり、リスクマネジメントに適した組織構造といえる。しかし、転換期のビジネスモデルでは、フラットなネットワークという組織構造の中で、短期から長期的な信用リスクを自己のバランスシートでとるようになっていく。もともと短期の証券流動性リスクをとることに適していたフラットなネットワーク組織が短期から長期的な信用リスクをとっていったこと自体に投資銀行ビジネスモデルの本質的な欠陥があったと考えられる。

そして、この戦略と組織のミスマッチが、生成期と発展期の投資銀行内外のネットワークに存在していた信頼の構造を招来してしまう。Allen & Gale (2001) や Morrison & Wilhelm (2007a) が指摘しているように、投資銀行にとって証券発行者や投資家からの信頼が極めて重要であるが、ビジネスモデルが変容するにつれて、山岸 (1998) のいう「信頼の構造」が崩れていく。つまり、転換期の投資銀行では、自己の利益より他者の利益を尊重するという「信頼」が損なわれてしまう。この信頼の崩壊は、転換期において投資銀行がフラットなネットワーク組織のままで、引受け業務 (エージェント業務) と自己勘定取引 (プリンシパル業務) の双方を行ったことに起因する。

商業銀行は自己の勘定でリスクを取ることで預金者への元本と一定の利息の支払いを約束しているため、商業銀行には Eccles & Crane (1988) が指摘するように、ゼネラリストで構成される階層の高く動きの遅いトップダウン型が適しているといえる。換言すれば、自己の利益が顧客 (預金者) の利益と一致するため、商業銀行は慎重なリスク管理のもとで、プリンシパル業務を行っているのである。

一方、自己では最終リスクを取らず、あくまでも仲介者 (エージェント) として機能する投資銀行にとって、仲介者自身の利益を優先することはできない。証券発行者と投資家双方のニーズを満足させることが使命であり、その対価として取り扱い手数料やフィーを受け取ることになる。証券発行者と投資家双方のニーズを満足させるためには、Eccles & Crane (1988) も指摘しているように、フラットで柔軟なネットワーク組織が求められる。つまり、自己の利益より他者の利益を優先する (換言すれば「信頼」が求められる) エージェント業務にとっては、フラットで柔軟なネットワークのほうが適しているのである。

しかし、転換期の投資銀行には、引き受け業務 (エージェント業務) と自己勘定取引 (プリンシパル業務) が併存してしまう。つまり、自己の利益より他者の利益を尊重するエージェント業務と、自己の利益を優先するプリンシパル業務が併存してしまったのである。しかも、利益の優先順位の異なる2つの業務を他者の利益を優先することに適しているフラットなネットワーク組織で行ったことが、信頼の構造の崩壊を招いたといえよう。

## 2節 研究結果の意義

投資銀行ビジネスモデルの崩壊については、リーマンショック以降多くの議論がなされた。しかし、いずれも流動性不足や高いレバレッジという直接的な要因を指摘する議論が多くビジネスモデル全体から論じる議論は、筆者の知る限り多くはない。しかも、ビジネスモデルの変遷を生成期から現代まで歴史的な視点から論じた論文を見出すことはできな

い。その意味で本論文の意義があると思われる。

また、今回の比較分析によって投資銀行が商業銀行と同じようなプリンシパル業務を行うことの危険性が指摘できた。投資銀行の組織は、市場が刻々と変動するなかにあって、取引の対極に位置する証券発行者と投資家の双方を満足させる必要がある。その意味で、顧客と市場のすぐそばに位置する各部門が、部門横断的なネットワーク組織は有効といえる。もちろん投資銀行取引にもリスクは生じるが、基本的には短期の流動性リスクであり、ネットワーク組織でも担っていくことのできるリスクといえる。このことは、Morrison & Wilhelm (2007a) が指摘するように、投資銀行がネットワークの中心に位置して、情報の発信者でありかつ情報の流動提供者である機関投資家などに対して価格関連情報を信用という超法規的な手段で守っていく役割を担っていることだからこそもいえる。商業銀行のように、自らがプリンシパルとしてリスクテイクをする金融機関には、むしろネットワーク組織はリスクテイクしていくには相応しくなく、階層的な組織でリスクを判断する担当者が借入人と直接（融資担当者経由となることもあるが）コンタクトする組織が望ましい。

その意味で、商業銀行が投資銀行業務に参入する際には、発展期の投資銀行ビジネスモデルをそのまま踏襲するのではなく、フラットで柔軟なネットワーク組織に適した業務に限定する必要があるのではないだろうか。逆に、商業銀行のマネジメントを傘下の投資銀行に適用することも相応しくないと考えられる。

本論文が、今後ますます重要になってくるとされる投資銀行業務を商業銀行がどのように経営していくべきかと、いうことに何らかの示唆ができたのではないかと考えている。

### 3節 今後の課題

本論文は投資銀行業界でつねにリーダー的存在であったモルガン・スタンレーを採りあげる形で単一事例研究を行ったが、やはり単一事例の限界を感じざるを得ない。とくにリーダーシップ（転換期におけるディーン・ウィッターとの合併後の確執）の問題など、モルガン・スタンレーの極めて特殊なケースといえるかもしれない。ゴールドマン・サックスにもリーダーシップ間の確執はあったが、その程度はかなり異なる。しかし、ゴールドマン・サックスも 2008 年には銀行持ち株会社への業態変更を余儀なくされている。

単一事例の弱みを補完すべく、補論でゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、ラザード・フレールの 3 社の事例研究を行ったが、補論ではなく論文の本体に組み込むことができるほどの深さを持って研究すべきであったとの反省がある。

また、今回の研究では、関係者のインタビューや、プジョー調査報告書、ニューヨークタイムズなどの記事を使っているが、二次資料への依存度が高くなったことも反省材料である。インタビューをもっと多くすることでより深みのある研究ができたであろうと感じている。その意味で、転換期に実際に投資銀行に勤務していたより多くのプロフェSSIONALにインタビューをして、本研究の続編に挑戦していきたい。



また、三菱 UFJ フィナンシャルグループがモルガン・スタンレーに出資をし、日本で合弁証券会社を経営したり、野村証券がリーマン・ブラザーズの社員を大量に採用したりするなど、日本の金融機関による投資銀行活動は今後より活発化していくことが考えられる。その意味からも、日本の金融機関による投資銀行業務の在り方、あるいはその将来性や限界を研究テーマとして取り組んでいきたい。

## 補論 投資銀行ビジネスモデル変容の追加的考察

本論文では、モルガン・スタンレーを代表事例として投資銀行ビジネスモデルについて考察してきた。しかしながら、単独事例だけで投資銀行ビジネスモデルの変容を一般化することは危険といわざるを得ない。そこで、補論として、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、ラザード・フレールの 3 社を採りあげて、モルガン・スタンレーと同じように、3 つの時期に分けてビジネスモデルを考察していきたい。

### 1節 ゴールドマン・サックスの事例

本節では、Carosso (1970)、Endlich (1999)、Groysberg & Snook (2007)、Ellis (2008)などの文献を参考に記述していく。

#### 1-1 生成期

ゴールドマン・サックスの起源は 19 世紀末に遡る。1848 年にマーカス・ゴールドマン（羊飼いの息子）がドイツからアメリカに移住後、1869 年にマーカスは妻と 5 人の子供を連れてニューヨークに移住、マンハッタンの南のパイン・ストリートで、借用証書のブローカー業務を行う目的でマーカス・ゴールドマン商店を開業したのが始まりである。

マーカス・ゴールドマンと同じように、この当時ドイツから米国に移住してきたドイツ系ユダヤ人の多くは、行商人、卸売・小売商人、雑貨品輸入業者あるいは商品ブローカーから出発していたが、セリグマン兄弟が創業したセリグマン商会やエイブラハム・クーンとソロモン・クーンの義兄弟が創業したクーン・ローブは、大型の米国政府債や州政府債、あるいは鉄道債を引き受けてドイツなどに販売することで有力投資銀行として成長していたが、マーカスの場合には小規模な製造業者から短期手形を買い入れて、それを銀行や機関投資家に転売するという業務を主たる業務としていた。つまり、今日でいうところのコマーシャル・ペーパー（CP）のディーラーであった。

当初は、マーカスが一人で業務を行い、年間 500 万ドルの手形割引を扱っていたが、その後、末娘のルイーザは友人の息子サム・サックスと結婚したこともあり、マーカスは 1882 年に義理の息子サムを家業に招き、社名を M・ゴールドマン・アンド・サックスとした。事業は順調に成長し、1880 年には取扱高も年間 3,000 万ドルに達し、10 万ドルの資本金にまで成長した。1885 年には、マーカスの息子のヘンリーと義理の息子のルートウィヒ・ドレイフェスをジュニア・パートナーとして招き入れ、社名を現在のゴールドマン・サックスとした。

創業から 50 年近く、ゴールドマン・サックスはゴールドマン家とサックス家の人間だけで構成されていたパートナー組織であった。とくに、サム・サックスの息子ウォルターは 1980 年に 96 歳で死ぬまで、72 年にわたって会社に関与した。

ゴールドマン・サックスの CP 取扱高は 1890 年に 3100 万ドル、1894 年には 6700 万ドルと拡大、1896 年にはニューヨーク証券取引所 (NYSE) の会員になっている。その後も、ゴールドマン・サックスは CP ディーラーとしての地位を確立していき、CP 取扱いでは全米トップの地位を維持している。ちなみに、1960 年代後半の CP 取扱高は米国全体の 50% (1 日 2 億ドル以上を投資家に販売) となっている。資本金も 1880 年の 10 万ドルが、1884 年 58 万 5000 ドル、1898 年 160 万ドル、1900 年には 250 万ドル、そして 1906 年には 450 万ドルにまで増加している。人員も増加し、20 世紀の初めには、5 人のパートナー、10 人の事務員、5、6 人のメッセンジャーを擁するまでになった。

マーカス・ゴールドマンの後継ぎは、息子のヘンリー・ゴールドマンと義理の息子のサム・サックスに任じた。サムは几帳面で保守的で、常に会社の信用、金融界での地位を気に掛けるような人物であった。一方、ヘンリーはざっくばらんな性格で常に新しいビジネスチャンスをついて大きく儲けたいというような人物であった。

1897 年に、ロンドンの大手マーチャント・バンクのクラインウォート・サンズと共同事業を始め、共同事業は成功した。ゴールドマン・サックスの英国マーチャント・バンクとの関係がこうして始まった。

19 世紀後半における米国経済の勃興期、政府や州政府だけでなく鉄道会社や電力会社など基幹産業からの資金需要は膨大であった。ヘンリーはこの膨大な資金需要というビジネスチャンスをついて業容を拡大すべく、鉄道会社の引き受け業務に参入することをねらった。しかし、当時、鉄道会社や電力会社の資金調達は大手 3 社 (JP モルガン商会、クーン・ローブ商会、スパイヤー商会) が扱っていた。ヘンリー・ゴールドマンは鉄道株を積極的に買っていくことで、鉄道株の引受シンジケートに参加しようと試みたが、大手 3 社から拒否されてしまう。そこで、ゴールドマン・サックスは鉄道以外の新たな分野、つまり急成長を始めていた小売業界をターゲットとすることにした。大手 3 社がターゲットとしていない小売業界をターゲットとしたことがゴールドマン・サックスの投資銀行としての大きな成長をもたらすことになる。実際、ニューヨーク証券取引所に上場した工業・商業関連の会社数は、1898 年の 20 社から 1915 年には 173 社に急増している。

Endlich (1999) がシドニー・ワインバーグ (後の同社会長) の「ヘンリーは独創的な天才で会社の事業に革命を巻き起こした男」<sup>1</sup> というコメントを紹介しているように、ゴールドマン・サックスを CP ディーラーから株式を主体とする引受業者に成長させたのは、ヘンリー・ゴールドマンであったといえよう。

ゴールドマン・サックスは工業・商業関連の会社の新株の引き受け販売業務に参入していくが、リーマン・ブラザーズと共同で証券の引き受けを行うようになった。リーマン・ブラザーズとの共同事業は、CP 業務を通じて構築していたゴールドマン・サックスの顧客関係とリーマンがもっていた資金力を互いに活用する目的であった。

この共同事業は、1906 年のシアーズ・ローバックによる 1,000 万ドルの株式公開の成功でその基盤を確立した。この株式公開では、シアーズ・ローバックの資産を担保とした優

先株と無形資産（のれん代など）を担保とした普通株の組み合わせで実施されたが、優先株を一般に売出し、普通株はゴールドマン・サックスとリーマン・ブラザーズの 2 社が保有した。当時、無形資産の担保という考え方はなかったが、鉄道会社などと違い、小売業では有形資産に限度があったため、ヘンリー・ゴールドマンは利潤を生み出す能力をベースに会社価値を評価するという手法（現在でいう株価収益率：PER）を考えだした。この革新的な考え方が、ゴールドマン・サックスのその後の成功を約束したともいえる。

シアーズ・ローバックの株式引受け以降 30 年間で、ゴールドマン・サックスとリーマン・ブラザーズは共同で 56 社 114 件にのぼる証券引受けを取りまとめ、両社は有力投資銀行としてのポジションを確立した。

しかし、1920 年代後半に両社の関係は悪化し、1936 年に覚書を交わして正式に関係を解消した。大口顧客は両社の間で分配され、41 社はゴールドマン・サックスに、19 社はリーマン・ブラザーズに引き継がれることになった。

その後、第 1 次大戦が勃発した際にヘンリーがドイツを強く支持したことから、ヘンリー・ゴールドマンとサム・サックスの関係が悪化し、1917 年にヘンリーは会社を去ることになる。

ヘンリー・ゴールドマンの後継としてゴールドマン・サックスに入社したのがキャッチングス（アーサー・サックスのハーバード大学時代の友人）で、彼は 1918 年に入社した。キャッチングスの広い人脈のおかげで、ゼネラル・フーズ、ナショナル・デアリー・プロダクツ（後のクラフト）など多数の新規顧客を開拓していった。キャッチングスは引受け業務だけでなく、トレーディング業務にも強い関心を示し、株式売買だけでなく、ドイツ・マルクとドルの為替取引などを積極的に推進して、収益に貢献した。この貢献によって、キャッチングスのパートナーとしての持ち分はゴールドマン・サックスで最大となり、他のパートナーたちが彼をコントロールすることは難しくなっていく。

このような状況において、キャッチングスは 1920 年代の株式高騰を利用すべく、当時人気が高まっていた投資信託業務への参入を決める。その第 1 号として、1928 年 12 月に会社型投資信託（ゴールドマン・サックス・トレーディング・コーポレーション（GSTC））を設立する。この投信に対する需要は極めて強く、5,000 万ドルの予定が最終的に 1 億ドルの規模になった。ゴールドマン・サックスの GSTC への出資は 1,000 万ドルであった。GSTC の新株 100 万株を額面 100 ドルでゴールドマン・サックスが一旦全株買い取り、そのうち 90%を 104 ドルで売り出すという仕組みであった。この時点で、360 万ドルという多額の収益を獲得することになる。GSTC の株価は、その後大きく上昇（売り出し価格 104 ドル→1929 年 2 月 9 日 136.5 ドル→同年 2 月 14 日 222.5 ドル）した。この成功から、キャッチングスは他のパートナーの合意を必要とするというゴールドマン・サックスの原則を無視し、独断でシェナンドウ、ブルーリッジ・コーポレーションと次々と投資信託を新設していく。

これらの投資信託に対する強い需要に応じるため、ゴールドマン・サックスは特別サー

ビスとして、AT&T、ゼネラル・エレクトリック、イーストマン・コダックなど有力企業の株式をブルーリッジなど投資信託の株式と交換する提案をした。多くの投資家がこの提案に乗って、有力企業の株式とゴールドマン・サックスが運用する投資信託株を交換した。この結果、資本金 2,000 万ドル（当時）のゴールドマン・サックスは総額 5 億ドルにのぼる有力企業の株式を保有することができた。

この投資信託業務を通じて、①高率の手数料、②所有する投信株の上昇によるキャピタル・ゲインというメリットに加え、③上述の株式交換を通じて有力企業の株主となることで、それらの企業から引受けなど投資銀行業務の取引を獲得する可能性、というメリットが期待できた。

しかし、1929 年 10 月の株価暴落によって、GSTC 株は最高値（326 ドル）から 1.75 ドルまで暴落した。投資信託には株価が一定価格まで下がるとその株を買い戻すという条項もあったため、投信株の買い戻しのために株を売却せざるを得ず、それがさらなる株価の下落を招くという悪循環に陥った。結果、GS の損失は巨額に膨らんだだけでなく、多くの GSTC 株保有者から訴訟を受ける羽目に陥った。Endlich（1999）が記述するように、「20 世紀最大の証券界の惨事として、GSTC はゴールドマン・サックスに汚点をもたらした」<sup>2</sup>。

Endlich（1999）は、また、ウォルター・サックスの「世界を支配するためだった。金に対する欲望だけでなく、権力を求める気持ちがあったからだと思う。（中略）われわれはみな、欲望に心奪われていた、強気相場に我を忘れ、とてつもない値段でも説明がつくと思ってしまった<sup>2</sup>」というコメントを紹介している。

最終的に GSTC を売却することになるが、GSTC の株主は 92% の損失を被ることになり、ゴールドマン・サックスの名前はウォール街の諸悪の象徴とされた。このため、ゴールドマン・サックスの信用は地に落ち、1935 年まで引き受けの主幹事を務めることができず、証券の販売で食いつなぎ、1935 年になってようやく赤字から脱却できた。しかし、GSTC の銀行借入金は 2,000 万ドルから 3,000 万ドルと膨大で、その損失を処理するのに 10 年以上かかることになる。ゴールドマン・サックスの資本金が 500 万ドルから 1000 万ドルにまで回復するのは 1950 年代に入ってからであった。

1930 年 5 月、新たにリーダーとなったシドニー・ワインバーグをはじめとする、すべてのパートナーがキャッチングスの辞任を要求し、彼は辞任を受け入れた。ワインバーグは「近代ゴールドマン・サックスの父」といわれる人物で、1907 年に 15 歳の時にパートナーの靴を拭くという仕事からゴールドマン・サックスに入り、1930 年～1969 年までゴールドマン・サックスでリーダーシップをとることになる。ワインバーグは人生の大半をゴールドマン・サックスで過ごすことになるが、これは他の投資銀行と同じように、長期雇用を前提とした徒弟制度が存在していたことによる。Groysberg & Snook（2007）も、「歴史的に、ゴールドマン・サックスのマネジャーたちはシニア・リーダーのそばで徒弟制度的にリーダーシップを学んだ」<sup>3</sup>と記述している。

キャッチングスが積極的に推進した投資信託業務によってゴールドマン・サックスは金

銭的に大きな損を被っただけでなく、ゴールドマン・サックスのシニアパートナー達がそれまでに築いてきた資本基盤と顧客からの信頼を一举に損なう結果となった。

上述の生成期におけるゴールドマン・サックスのビジネスモデルを本論文の分析の枠組みに沿ってまとめてみると、図表 補論 1 のようになる。

図表 補論 1 ゴールドマン・サックスの生成期におけるビジネスモデル

組織	・ パートナースhip組織の個人銀行
組織構造	・ シニアパートナーの合意による共同経営➤ただし、後にキャッチングスが単独で重要な事業を進めることを許すことになる
戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 小規模の製造業者からの短期手形（CP）の割引・販売の割引というニッチビジネスから事業開始</li> <li>・ 鉄道会社債券引受け業務に参入しようとするも、大手投資銀行から拒否➤大手投資銀行がターゲットとしていない小売業や軽工業の株式公開を中心とする株式引受け業務に参入</li> <li>・ リーマン・ブラザーズとの共同による引き受け業務拡大</li> <li>・ キャッチングスによる株式・外国為替トレーディング業務</li> <li>・ キャッチングスによる投資信託業務への積極的参入</li> </ul>
リーダーシップ	・ 創業者による個人的な強いリーダーシップから創業家間の確執➤社外から登用
コア人材	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 地縁・血縁主体の採用</li> <li>・ 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育</li> </ul>
外的ネットワーク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 英国マーチャントバンクとの協調的ネットワーク（販売面）</li> <li>・ ドイツ系ユダヤ人による投資銀行、とくにリーマン・ブラザーズとの強い協力関係</li> <li>・ リーマン・ブラザーズとの共同事業により引き受け業務の拡大と引受け・販売リスクの軽減</li> </ul>
リレーションシップ・マネジメント	・ 株式公開や株式引受業務を通じての単一取引関係（ワン・バンクモデル）➤顧客の要請に応じて取締役就任（シアーズ・ローバック）
収益構造	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券引受けによる手数料及び手持ち証券の売買益</li> <li>・ トレーディング収益</li> <li>・ 投資信託株式の売り出しによる手数料や売買益</li> </ul>
ファイナンス構造	・ 証券担保による銀行からの融資金
資本	・ ニッチなエージェント業務を重視した人的資本モデル➤プリンシパル業務を重視した金融資本モデル

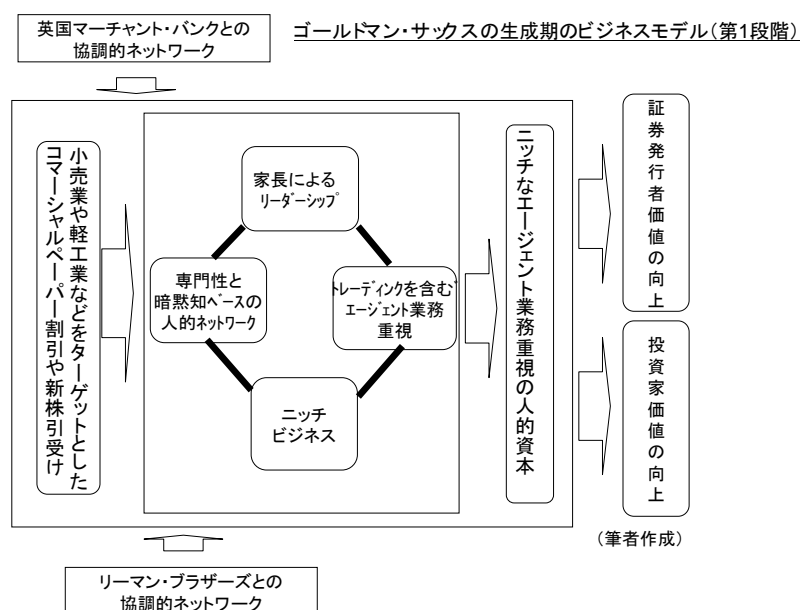
ゴールドマン・サックスの場合には、モルガン・スタンレーと異なり、ターゲットを小規模な製造会社や小売業者などに絞った短期手形の割引・販売（CP ディーリング）という

ニッチなビジネスモデルから事業を始めた。CP 業務で確固たる地位を築き、大手投資銀行がターゲットとしていなかった小売業者や軽工業会社をターゲットとした株式引受け業務に、資金力が豊富であったリーマン・ブラザーズと共同で参入していき、今日でいう PER（株価収益率）というユニークな概念をベースに、この業務でも成功していった。株式引受けを通じた顧客との関係も強固になっていき、その意味で、モルガン・スタンレーの事例でみたように、この時点までは、パートナーシップ組織のもとでの創業者によるリーダーシップと血縁・地縁による徒弟制度的な暗黙知、またリーマン・ブラザーズとの協調的な関係や英国のマーチャント・バンクとの協調的な関係がうまく作用して、ゴールドマン・サックスのニッチでエージェント業務主体のビジネスモデルは成功していたといえよう。

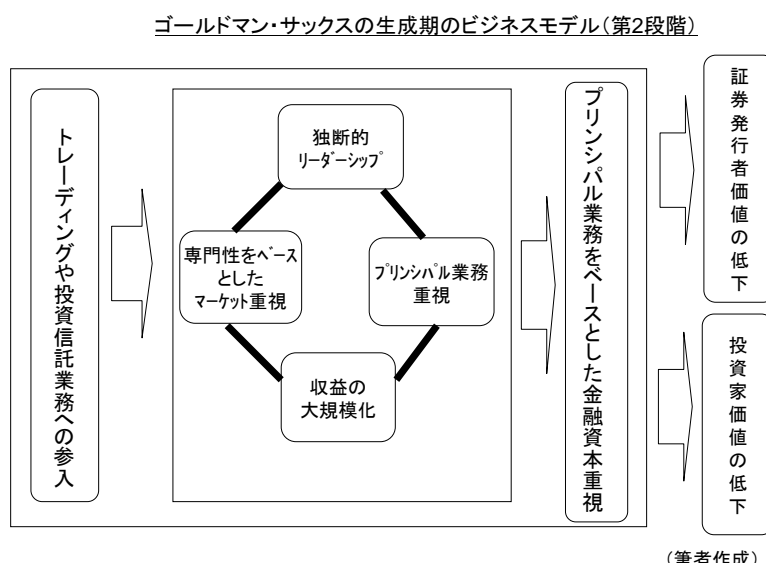
しかし、創業家間の確執からヘンリー・ゴールドマンという有能なリーダーを失い、創業者の息子の友人であったキャッチングスを外部から採用したことからビジネスモデルが変容していく。キャッチングスは有能な人物で、引受け業務でも成功を収めるが、しだいに、他のパートナーの意見を聞かなくなり、独断で、株式・外国為替のトレーディングや投資信託（自己資金も投入）の運営・販売というプリンシパル業務に傾いていく。引き受け顧客の開拓のために、投資信託株と交換する形で大企業の株式を取得したが、一方的な株式取得であり必ずしも株式取得が取引先開拓にはつながらなかったのではないだろうか。これらのプリンシパル業務は最初のうちこそ成功したが、1929 年の株価暴落で大きな痛手を受け、金銭的にも顧客からの信頼も大きく損なうことになる（補論 2）。

その意味で、この時期のゴールドマン・サックスのビジネスモデルは、「ニッチなエージェント業務を重視した人的資本モデル」による成功から、収益の短期的な拡大を目指した「プリンシパル業務を重視した金融資本モデル」による失敗という、ビジネスモデルの変容があったと考えられる（図表 補論 1 および 2）。

図表 補論 2 ゴールドマン・サックスの生成期のビジネスモデル（第 1 段階）



図表 補論3 ゴールドマン・サックスの生成期のビジネスモデル（第2段階）



## 1-2 発展期

生成期の苦い経験から、シドニー・ワインバーグはビジネスにおける信用の価値の重要性をいやというほど痛感した。ワインバーグは、GSTC で傷ついたゴールドマン・サックスの評判を回復すべく、精力的に顧客との取引構築に努めた。その一環として多くの企業の社外取締役役に就任した。Endlich（1999）によると、25 年間にわたって彼は 1 年間に 250 社の役員会や委員会に出席し、フォーチュン誌は彼のことを “the directors’ director”（取締役の中の取締役）と評したほどであった<sup>4</sup>。エリス（2010）も、「ワインバーグは信頼を勝ち得る桁外れの能力を持っていた」<sup>5</sup>と彼が多くの経営者から信頼されていたことを記述している。「ワインバーグの積極的な顧客カバレッジ活動のおかげで 1940 年～1950 年代にゴールドマン・サックスの顧客層は大きく伸びている。しかし、GSTC の後遺症もあり、1938 年～1947 年の引き受けのマーケットシェアは、モルガン・スタンレーの 16%、ファースト・ボストンの 13%に対して、わずか 1.4%に過ぎなかった。

ゴールドマン・サックスの投資銀行としての名声を一躍高めたのが、ワインバーグが開拓したフォード・モーターによる株式公開であった。ワインバーグはヘンリー・フォード 2 世の個人的なアドバイザーとして、フォード・モーターの資本構成の変更に深く関わり、その結果、1956 年 1 月に、当時史上最大の 6 億 5000 万ドルの株式公開の主幹事を獲得することになった。この株式公開では 722 社にのぼる投資銀行や証券会社がシンジケートに招待された。これ以降、ゴールドマン・サックスは有力投資銀行としての地位を確立していくことになる。

実際、Hayes, Spence & Marks（1983）が示しているように、ゴールドマン・サックスの引受けマーケットシェアは順調に拡大していき、1950 年と 1955 年は上位 20 社に入ってい



なかったランキングが、1960 年 16 位、1965 年 11 位、1970 年 8 位、そして 1975 年と 1980 年には 5 位にまで上昇している（図表 補論 4）。

図表 補論 4 引受けマーケットシェア・ランキングの推移

	1950 年	1955 年	1960 年	1965 年	1970 年	1975 年	1980 年
Merrill Lynch	4	15	5	4	2	1	1
Salomon Brothers	11	16	18	7	4	3	2
First Boston	3	2	1	1	1	2	3
Morgan Stanley	2	1	3	5	5	4	4
Goldman Sachs	—	—	16	11	8	5	5
Lehman Brothers	7	8	4	2	3	7	6

（出所）Hayes, Spence & Marks (1983), p.118.

キャッチングスのトレーディングや投資信託業務で大きな損失を被ったにもかかわらず、ゴールドマン・サックスは 1933 年に入社したガス・レビーにトレーディング業務をやらせる。当初はレビーひとりの部門であったが、その後、彼は裁定部門を設立して、裁定取引で収益をあげていく。たとえば、法的に倒産していたが多額の現金資産を持っていた鉄道会社の社債の価格が過小評価されている点に目をつけ、鉄道債に投資するという裁定取引で大きな収益をあげた。後に共同会長となるロバート・ルービンは裁定取引部門でレビーのアシスタントとして働くが、ゴールドマン・サックスは世界でも有数の裁定業者の地位を確保していく。また、地方債部門と個人営業部門を設立して業務の拡充を図っている

ワインバーグは 1930 年～1969 年まで 40 年近くリーダーとしてゴールドマン・サックスを率いたが、彼は顧客第一という信条を貫いた。ワインバーグは過去の経験（GSTC による損失）から、投資信託業務に参入しなかった。また自身で証券売買をやらなかった。エンドリック（1999）が記述するように、「ワインバーグにとって第一の目的は会社が一流の顧客層を得ることであり、自分や会社が金を稼ぐことではなかった」<sup>6</sup>うえ、「ワインバーグは何よりも顧客を大切にした。顧客が一番。ワインバーグはこの理念を後に残した」<sup>6</sup>。

ワインバーグは過去の経験からリスクをとったトレーディングには積極的ではなかったが、レビーのトレーダーとしての才能を買っており、レビーをシニアパートナーに任命する。しかし、同時に 6 人で構成する経営委員会を設立することでレビーのトレーディングを監視することも行っている。

ゴールドマン・サックスはワインバーグがリーダーシップをとった時期、顧客基盤の拡大とそれに基づく引受け業務の拡充を図り、引受けランキングを引き上げている。同時にレビーが率いる裁定取引などトレーディング部門を拡大させ、地方債部門や個人営業部門を設置するなど、流通マーケットにおける業務の拡充を実行している。

その意味では、モルガン・スタンレーがこの時期、大型証券の引き受けをコア業務として、セールス・トレーディング部門やリサーチ部門などを導入したとと相似しているともいえるが、以下の点で両社は異なっている。

① トレーディングに参入した時期

ゴールドマン・サックスは 1933 年にガス・レビーをトレーディング部門に配置しているが、一方のモルガン・スタンレーがセールス・トレーディング部門を設置したのは 1970 年代であり、ゴールドマン・サックスの方が圧倒的に早い時期からこの部門に参入している。

② トレーディングの目的

モルガン・スタンレーはあくまでも引受けというコア業務のサポートとしてセールス・トレーディング部門を設置した。つまり、トレーディング自体で収益をあげることが第一の目的ではなかった。一方、ゴールドマン・サックスのケースでは、ガス・レビーは、裁定取引を積極的に行うなど顧客の売買を助けるというより、市場の動きから自ら儲けるという姿勢であった。

このように、ゴールドマン・サックスは早い段階から自己勘定によるプリンシパルとしての証券売買に力を入れ、成功しているが、その要因としては以下が考えられよう。

第一は、シドニー・ワインバーグという顧客第一で、自らは証券売買をしないことを公言している強いリーダーシップのもとにあったことであろう。エンドリック（1999）は、その著書の中で、以下のようにレビーがワインバーグに対して強い畏敬の念をもっていたことを記述している。

レビーはワインバーグに忠実に働いた。ワイバーグがトレーディング・ルームにやってきましたと知ると、レビーはあわてて上着をひっかけ、立ち入り調査をするかのよう  
にフロア中を駆け回るのだった。レビーはワインバーグを心から尊敬し、「ミスター・  
ワインバーグ」という呼び方以外は、決してすることがなかった。（エンドリック, 1999,  
p.94）

エリス（2010）もワインバーグとレビーの関係を以下のように記述している。以下の記述は、レビーがパートナーを代表してワインバーグに対して敬意に満ちた謙虚な態度で、  
「ミスター・ワインバーグ。あなたのオフィスは今やアップタウンにあり、私たちはダウン  
タウンにいますから、オフィスでお目にかかる機会はなくなりました。しかし、あなた  
は私たちとつねに一緒にいるということをお伝えしたいと思います。（中略）どこに行か  
れても、ゴールドマン・サックスはつねにあなたのそばにいます」<sup>7</sup>とスピーチをした際に、  
ワインバーグはお礼の言葉を述べた後、以下のように述べている。

だが覚えておいてくれ、ガス。どこにしようと、私がゴールドマン・サックスの  
シニアパートナーであり、この私がこの会社を経営している。このことを忘れないよ  
うに！（エリス, 2010, p.113）

この強いリーダーシップがあったからこそパートナーシップという資本に限界のある組織でトレーディング業務が可能になったといえる。

第二は、モルガン・スタンレーが川上の引受け業務に徹し、販売や流通市場での活動はシンジケートに参加する他の投資銀行や証券会社に委ねていたのに対して、ゴールドマン・サックスは、もともと CP のディーラーからビジネスを始めており、シンジケートの主幹事として他の業者に任せるのではなく、自らが川上から川下の業務まで携わっていたという違いである。

1969 年にワインバーグが死亡後、ガス・レビーがその後継者となったが、この時期、他の投資銀行のリーダーはすべて投資銀行（引き受け）部門出身者で、トレーダー出身のリーダーはゴールドマン・サックスだけだった。レビーは部下に畏怖と称賛の念を呼び起こし、強い忠誠心を勝ち取る能力があったとエンドリック（1999）は彼のことを記述している<sup>8</sup>。ガス・レビーがリーダーシップをとっていたとき、同社が CP の主幹事をしていたペンセントラル鉄道の倒産に伴う情報開示の不十分さから一時信用に傷がつくといった事態に直面したが、1970 年のブロックトレーディング（大口取引）の導入など、ガス・レビーがリーダーであったこの時期のゴールドマン・サックスの業績は総じて順調に伸びていった。

エンドリック（1999）がその著書で、「ソロモン・ブラザーズの著名なリーダー、ジョン・グッドフレンド（1980 年代の同社会長）は、ウォール街で投資銀行業務とトレーディングのバランスが取れている会社はゴールドマン・サックスだけだと話している」<sup>9</sup>と記述しているように、ワインバーグの精神が強く残っていたゴールドマン・サックスだからこそ、投資銀行業務とトレーディングのバランスが取れたといえよう。

1976 年 10 月、ガス・レビーは突然脳卒中で倒れ 2 度と意識を戻すことがなかった。

ガス・レビーの死後、ジョン・ワインバーグとジョン・ホワイトヘッドの二人のジョンが共同パートナーとなり、ゴールドマン・サックスの規律を高めた。それまでは、パートナーは自由に行動していた（パートナーごとに部門やプロジェクトの担当は決められていなかった）が、パートナーの責任部門を明確にした。ワインバーグとジョン・ホワイトヘッドは自ら顧客と会い、案件を手掛けるなど、マネジング・パートナーとして収益の向上に努めた。

二人のジョンによる共同経営は、互いに補完し合うという理想的な関係にあった。ジョン・ホワイトヘッドは長期的な視野から会社を考え、事業を具体的な形にし、大口顧客を担当し、予算達成に責任を持った。ワインバーグは営業と新規案件開拓に重点を置いた。二人の組み合わせはうまく機能し、1980 年代のゴールドマン・サックスのグローバル展開に貢献した。

顧客リレーションシップ・マネジメントをパートナーが中心になって、各分野のプロフェッショナルがチームとして顧客にアプローチするという方法を考え付いたのもジョン・ホワイトヘッドの時期であった。エリスは（2010）はこの点について以下のように記述し

ている。

投資銀行はゼネラリストであり、顧客企業が望み、必要とするサービスは何でも提供し、取引を遂行できるのが誇りだった。一方、ジョン・ホワイトヘッドの組織改革は「分割して統治せよ」であった。社員の一人ひとりが専門分野に特化することで最高のサービスを繰り返し提供するようになり、やがて、どこでも提供できるようになっていった。商品やサービスに特化したプロと、顧客企業とその主要な決定権限を持つ人々と親密なプロがペアになって、従来の投資銀行を打ち負かした（エリス、2010、p.246）。

発展期の投資銀行組織構造の特徴である、①各分野におけるプロフェッショナルによるネットワーク組織と、②パートナー（リレーションシップ・マネジャー）と各分野のプロフェッショナルがチームを組んで個々の顧客取引に臨むチームアプローチは、ジョン・ホワイトヘッドの時期に構築されたものであった。

この時期、ゴールドマン・サックスの業績を牽引したのは M&A 部門だった。M&A 部門の設置もモルガン・スタンレーより早く、1960 年代半ばにフリードマン（次の共同パートナー）が、他の投資銀行に先駆けて設立した。1870 年代と 80 年代における M&A ブームで、ゴールドマン・サックスは 50% のマーケットシェアを獲得してトップ・プレーヤーとなる。この背景として、同社が敵対的買収側には就かないという方針を堅持したことが挙げられる。当時、モルガン・スタンレーやファースト・ボストンなどは敵対的買収側に就いていたが、ゴールドマン・サックスの経営陣は投資銀行の姿勢として敵対的買収者側に就くべきではないとの方針を明言したこともあり、敵対的買収に脅威を感じた多くの企業経営者がゴールドマン・サックスに助言を求めるようになっていった。とくに、インターナショナル・ニッケルによるエレクトリック・ストレージ・バッテリー（ESB）に対する敵対的買収で、買収側に就いたモルガン・スタンレーとファースト・ボストンに対して、ゴールドマン・サックスは ESB 側に就いて戦って勝利したことから、ゴールドマン・サックスの M&A における評判が高まり、新たな顧客開拓にもつながっていった。この結果、1966 年に 60 万ドルにすぎなかった M&A 部門の売上は、1980 年に 9000 万ドル、1989 年には 3 億 5000 万ドル、さらに 1997 年には 10 億ドル超にまで増加していった。

この時期の組織は生成期と同じくパートナーシップ制であり、他の投資銀行と同じくシニアパートナーによる経営モデルがとられていた。シニアパートナーの合議制であったが、代表パートナーが実質的にリーダーシップをとっていた。モルガン・スタンレーのリーダーシップもこの時期長期にわたるのが特徴であったが、ゴールドマン・サックスの場合には、40 年近くと他社とは比較のできない超長期にわたってシドニー・ワインバーグがリーダーシップをとった。そのため、シドニー・ワインバーグの精神が全社にわたって浸透していたといえよう。この長期間にわたる強いリーダーシップがあったからこそ、投資銀行業務とトレーディング業務のバランスを取ることが可能になったと考えられる。

この時期のゴールドマン・サックスの組織構造がモルガン・スタンレーと同じように、フラットでネットワーク組織であったことは、以下のエンドリックの記述で裏付けられている。

ゴールドマン・サックスの経営組織は、フラットで自由な形態である。トップと平社員の間には通常、2段階しか職級が存在しない。事業計画も非常に流動的に運営される。1986年にルービン（共同 CEO）が作成させた組織図を見ると、経営委員会が真ん中に円で囲まれ、各事業部がその周りを取り囲む形になっている。その中心には経営委員会のメンバーの名前が書かれ、彼らが二重の役割を果たすことが明確になっている（エンドリック，1999，p.44）。

人材教育も、モルガン・スタンレーと同じく、パートナーシップの下で優秀な人材を徒弟制度的に教育していた。エンドリックは、「社内の人材を育成する点にある。社員を採用するのに、ゴールドマンは競合他社から引っ張ってくるのではなく、最高峰のビジネススクールの新卒者を採用する。企業風土に適合するかどうかは、ゴールドマン・サックスでは非常に重要なポイントである」<sup>10</sup>と述べたうえで、ジョン・ワインバーグの以下の言葉を引用して、ゴールドマン・サックスの人材教育について記述している。

ビジネススクールを卒業してこの会社に入社してくる人々は、いずれも有能で、学校でもトップクラスの英才だ。彼らの採用に、われわれは長い時間をかける。成績が抜きん出た人だけでなく、チームの一員としてやっていけるような人物を選びたいと考えている。いったん、入社すれば、われわれは彼らを厳しく指導する（エンドリック，1999，p.109）。

エリス（2010）の記述によると、1980年代のある年には23名を採用するところに35のビジネススクールから選ばれた900人を面接している<sup>11</sup>。

実際、ゴールドマン・サックスの社員の転職率は低かった。エンドリック（1999）はこの点について以下のように記述している。

1980年代の社員の転職率は3%で、業界平均を大きく下回っていた。このように人材が安定していることは、顧客との関係上きわめて価値あることであり、パートナー間、社員間に信頼と安心を育む上でも重要なことであった。1986年当時も、政府の要職につくか、大学で教えるために会社を去るパートナーはいたが、ウォール街のライバル会社に移る者は誰もいなかった（エンドリック，1999，p.42）。

1970年代のゴールドマン・サックスは順調に成長した。パートナー数は1970年初頭の

37 人から 63 人に増え。資本金は 4,900 万ドルから 2 億ドルにまで約 5 倍増加した。

上記の発展期のゴールドマン・サックスのビジネスモデルを分析の枠組みに沿ってまとめると以下（図表 補論 5）のようになる。

図表 補論 5 発展におけるゴールドマン・サックスのビジネスモデル

組織	・ リミテッド・パートナーを含むパートナーシップ組織
組織構造	・ 超長期にわたるリーダーシップと「顧客第一主義」の浸透 ・ 各分野の専門性を高めた分権的ネットワーク
戦略	・ CP 業務における取引先の拡大 ・ 株式・債券など証券引受け業務の拡大 ・ 裁定取引、ブロック・トレーディングなどトレーディング力の向上 ・ M&A アドバイザリー（ただし、敵対的買収者には就かない）
リーダーシップ	・ シドニー・ワインバーグによる超長期リーダーシップ（顧客第一主義） ・ 投資銀行間で初のトレーディング部門出身のリーダーシップ ・ 2 人による共同リーダーシップ
コア人材	・ 有力大学・ビジネススクールから優秀な人材を採用 ・ 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育
外的ネットワーク	・ シンジケートの活用 ・ リーマン・ブラザーズとの協力関係の解消
リレーションシップ・マネジメント	・ シドニー・ワインバーグによる直接アプローチ（社外取締役就任） ・ 敵対的買収ではつねにターゲット（被買収）企業に就くことを公言（ターゲット企業からのアドバイス依頼が急増）
収益構造	・ CP・証券引受けによる手数料及び手持ち証券の売買益 ・ 裁定取引やブロック・トレーディングなどのトレーディング収益
ファイナンス構造	・ 証券担保による銀行からの融資金
資本	・ エージェント業務とプリンシパル業務をバランスさせた人的資本重視

この時期のゴールドマン・サックスは、40 年間にわたってゴールドマン・サックスを率いたシドニー・ワインバーグの超長期リーダーシップのもとで、顧客第一主義の経営がとられた。基本的には、シドニー・ワインバーグが直接カバーした新規顧客の開拓を軸として、CP を主体とする証券の引き受け業務の拡大が主要業務であったが、ガス・レビー率いるトレーディング部門が裁定取引やブロック・トレーディングなどで業界のリーダーとして成長したほか、1960 年代半に発足した M&A 部門が敵対的買収を仕掛けられた企業の側に就くという顧客本位のポジションを明確にしたことから新規顧客の開拓に貢献した。

パートナーシップという資本に限界のある組織で、エージェント業務とプリンシパル業務がバランスよく運営された要因として、① シドニー・ワインバーグの超長期にわたる強いリーダーシップと、② もともと CP ディーラーから投資銀行業務に参入したというゴールドマン・サックスの DNA による、という 2 点が挙げられよう。

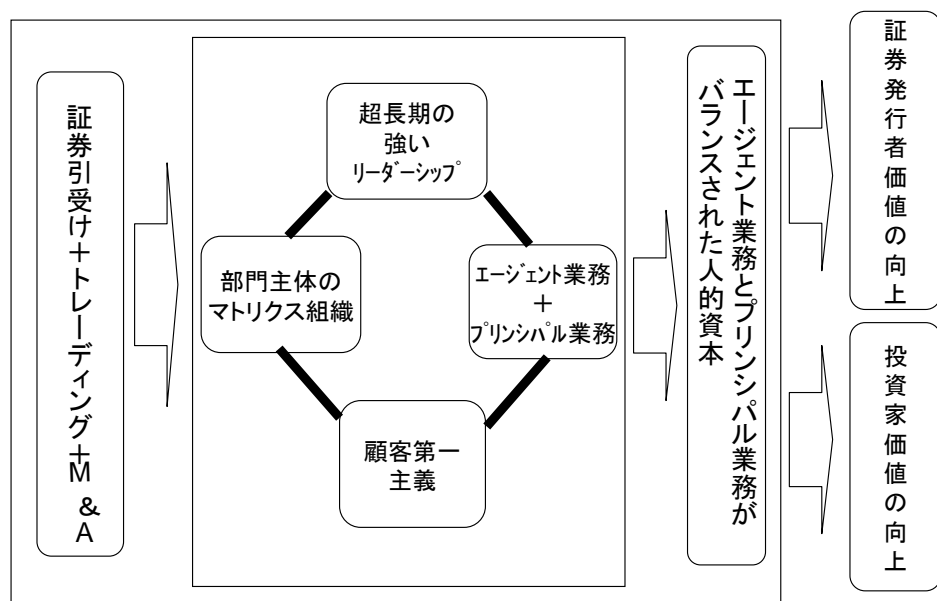
続く二人のジョンによる共同リーダーシップも、互いに補完し合うという関係がうまく機能し、順調に発展していく。とくに、ジョン・ホワイトヘッドが各分野の専門化の向上をはかったうえで分権的なネットワーク組織を構築していったことが、ゴールドマン・サックスの競争優位をもたらしたといえる。

専門化を進める意味でも、ゴールドマン・サックスは優秀な人材を大学やビジネススクールから採用し、彼らを長期的視点から徹底的に教育することで、暗黙知の醸成と共有を推進していった。

上述のように、この時期のゴールドマン・サックス・ビジネスモデルは、生成期の失敗を糧として、「エージェント業務とプリンシパル業務がバランスされた人的資本重視」のモデルを構築したといえよう（図表 補論 6）。

図表 補論 6

#### ゴールドマン・サックスの発展期のビジネスモデル



(筆者作成)

### 1-3 転換期

ジョン・ホワイトヘッドは1984年に引退したが、もう一人のリーダーであったジョン・ワインバーグは1990年までリーダーシップをとりつづけた。ジョン・ワインバーグは「顧客第一主義」を堅持していたため、1980年代になっても、ジャンク・ボンドやLBO、プリンシパル投資など顧客と利害が衝突するおそれのある業務は避けていた。その意味で、1980年代のゴールドマン・サックスは依然として転換期のビジネスモデルを維持していたといえる。

エンドリック（1999）は、他の投資銀行がさまざまな困難に直面した1980年代に、従来からの顧客第一の堅実な方針を維持したことがゴールドマン・サックスを救ったと記述している。

1980年代は、楽しいパーティが終わった後のように、散乱したごみの中、強い二日酔いに悩まされながら幕を閉じていった。投機的な金融商品に依存して過ごしたその10年の間に身につけた「過度にすぎるもの」のつけを払わなくてはならない時が来たのである。ドレクセルは倒産し、スキャンダルに揺り動かされたEFハットンとキダー・ピーボディは身売りされた。ファースト・ボストンは、ブリッジローンでギリギリまで無理をして、資金潤沢な親会社クレディ・スイスの救済を仰いだ。リーマン・ブラザーズは、社内の権力抗争でガタガタになり、アメリカン・エクスプレスに身売りを余儀なくされた。（注略）...ワインバーグが早くから80年代の「過度にすぎるもの」に気づいて、迅速に手を売ったおかげで会社は救われた（エンドリック，1999，p.173）。

ただ、その中であって、特筆すべきは、1981年のJ.R.アロン（商品取引を扱う小規模の同族会社）の買収であった。インフレーションの傾向を示していた当時の米国経済に対抗するために、J.R.アロンの持つ商品取引力はゴールドマン・サックスにとって魅力的であった。J.R.アロンの社風が保守的であったことも魅力のひとつでもあった。

J.R.アロン社は1898年にコーヒー取引会社として設立されたユダヤ系金融会社で、リスクを取らない裁定取引で利益を上げていたことも、裁定取引に積極的に取り組んでいたゴールドマン・サックスに相応しいものであった。

しかし、J.R.アロンは、買収直後の1982年には買収前の半分の利益となり、1983年にはほとんど利益が上がらない状態になった。また、社風が似ていたと考えられていたが、実際には大きく異なっていた。エンドリック（1999）は、社風の違いについて以下のように記述している。

J.R.アロンのトレーディング・フロアは混乱と興奮が混在する無秩序の世界で、静寂で洗練された空気の漂う投資銀行とは大違いだった。（中略）ゴールドマン・サックスでは、過度なまでに細心の注意を払って、社員の採用を行う。一人の社員を採用するま



で、15回、20回、ときには25回の面接を行うことも珍しくない。それが、最初の面接でふり落とされるような社員ばかりのいる部門を抱え込むのは大きなショックだった。J.R.アロンの社員はゴールドマン・サックスのプロフェッショナル社員となるのに必要とされる最低限の教育を終えていないものが大半だった（エンドリック、1999、pp.136-137）。

J.R.アロンの買収は、当初、ゴールドマン・サックスにとって成功とはみなされなかったが、次の共同リーダーシップをとることになるロバート・ルービンとその部下のウインケルマンによる変革でよみがえり、1989年には、ゴールドマン・サックスの7億5000万ドルの利益のうち30%以上の貢献をするに至っている。

ジョン・ワインバーグの後継者として、1990年に共同シニアパートナーになったのが、ロバート・ルービンとスティーブ・フリードマンであった。彼らはその5年前の1985年に、債券本部の共同ヘッドに任命され、債券部門を大きく変えていくことになる。彼らはゴールドマン・サックスが進むべき方向として、中規模なブティック・ハウスになるか、あるいは、大規模で総合的な投資銀行になる道のいずれかを採るべきで、中規模で中途半端なものは成功しないと考えていた。彼らは、ブティック・ハウスになるには遅すぎたので、大規模な総合投資銀行を進むしかないと考え、サービスと商品の拡大と国際展開という戦略を採る道を進む。

具体的には、従来の内部人材の教育と登用という人事方針をあらため、外部から人材を採用していった。最初に行ったのは、社内でも弱いとみられていた債券部のテコ入れで、モーゲージ債市場への参入を狙って、ソロモン・ブラザーズからモーゲージ債券のプロフェッショナルをヘッドハントした。その後、ロンドンでも外国債のプロフェッショナルをヘッドハントするなど、1980年代半以降、債券や外国為替など弱い分野を中心に外部のプロフェッショナルを積極的にヘッドハントするようになっていく。この結果、ゴールドマン・サックスのお荷物であった債券部は1991年には会社の利益の40%近くを稼ぎだすまでに成長していった。しかし、エンドリック（1999）が述べているように、ルービンとフリードマンは、債券部の問題が「先行者」でなく「模倣者」になっていたことによると判断し、積極的に新たな商品を導入していった。その結果、債券部門は1991年には会社の利益の40%近くを稼ぎだすことになるが、その利益の大半は、ジャンク・ボンド、モーゲージ担保証券、自己勘定取引など、その2年前にはほとんど存在すらしていなかったビジネスによってもたらされることになる。シドニー・ワインバーグ、ジョン・ワインバーグ、ジョン・ホワイトヘッドと受け継がれた顧客第一の考え方に変化が現れてくる。

1990年に債券部門を立て直したロバート・ルービンとスティーブ・フリードマンが正式に共同シニアパートナーとしてリーダーシップをとると、業務拡大化は加速する。エンドリック（1999）が記述するように、「ふたりはラザード・フレールのようなブティック投資銀行の道は歩まない。地球上のどこであろうと、どんな規模の投資銀行業務であろうと

引き受ける能力を持つ規模を確立する。アドバイスを与えるだけでなくときには自己資本から出資して経営主体に関与することも辞さない。それが彼らのビジョンだった」<sup>12</sup>。

この方針の変化は顧客との関係も変えていく。顧客は収益源の一部となっていたのである。つまり、顧客のためのエージェント（仲介）業務から、投資銀行自身が本人として活動するプリンシパル業務に重点が移行していく。

その象徴が 1990 年の「秃鷹ファンド」（Vulture Fund）と呼ばれるファンドの運用ビジネスへの参入であった。「秃鷹ファンド」とは、経営不振に陥った会社をターゲットとして投資を行い、資産売却やリストラなどによって投資リターンを上げるファンドを意味した。ゴールドマン・サックスは、自己資金 1 億ドルを投入して 6 億 8300 万ドルのファンド（ウォーター・ストリート・コーポレート・リカバリー・ファンド）を組成した。

このファンドは、ターゲット企業の株主や債券保有者だけでなく企業からもクレームを受けてしまう。顧客との利害の衝突が実際に発生したのである。1991 年 7 月 25 日付の New York Times も、この事実を下記のように報道している。

Goldman's fund, the Water Street Corporate Recovery Fund, aggressively pushed some companies to restructure in ways that would aid bondholders, possibly at the expense of stockholders. That offended some of Goldman's corporate clients, who felt that an investment bank should not apply such pressure (New York Times July 25, 1991) <sup>13</sup>.

（ゴールドマン・サックスのファンド、ウォーター・リカバリー・ファンドは、株主の犠牲のもとで債権者の益になるように、かなり強引に会社のリストラを進めた。このやり方はゴールドマンの企業顧客の感情を害することになった。投資銀行がそのようなやり方をすべきでないと感じていたからである。）（筆者訳）

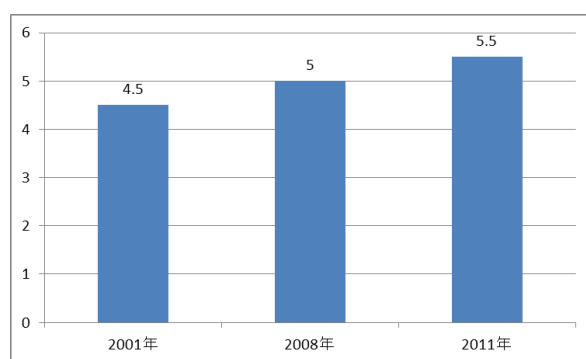
ルービンは 1992 年にクリントン政権で国家経済会議の事務局長の任務を拝命したため共同シニアパートナーを辞してしまい、またフリードマンも、ゴールドマン・サックスが大きな損失を被っていた 1994 年に退職してしまう。フリードマンの突然の辞職は多くのパートナーに動揺を与え、1994 年には 34 人のパートナー（若いパートナーも含め）が会社を辞めている。この時、ゴールドマン・サックスのパートナーシップの信用と信頼が大きく揺らいだと、エンドリック（1999）は以下のように記述している。

ゴールドマン・サックスが直面した問題は、財務的な問題だけでなく、信用の喪失であった。パートナー制は信用と信頼で成り立つ。1994 年の秋には、その双方共が激しくぐらついていた。（中略）パートナーは互いのオフィスに出入りし、どうしようかと相談し、不安な気持ちを分かち合い、次には誰が辞めるだろうかと声を潜めた（エンドリック、1999、p.279）。

ゴールドマン・サックスはもともと社員の解雇は極力行わないように努めてきたが、規模が肥大化してくると、1994年に債券部が大きな損を発生させた場合などには、どうしても大量の解雇を実施せざるを得なくなる。これも社員の士気を大きく下げてしまう。エリス（2010）は、「ゴールドマン・サックスの業容が大きくなり、ビジネスが多様化し、地理的にも複雑さを増してくると、パートナーが互いに顔を合わすことも一緒に働くことも少なくなってきた。昔の”家族的”な人のつながりは、個人にとっても組織にとっても、ますます重要性を失っていった」<sup>14</sup>と記述したうえで、一人のパートナーの「大規模な解雇をして、再び大規模に採用をしたので、多くの人は社歴が浅く、互いによく知らず、会社の風土にもなじみが薄かった<sup>14</sup>」とのコメントを紹介している。

その後も規模の肥大化にともない、従業員の転職や大量採用は続く。実際、従業員の平均勤続年数は2001年時点で4.5年と極めて短くなっている。その後、平均勤続年数は長期化の方向にあるが2011年時点でも5.5年にすぎない（図表 補論7）。

図表 補論7 ゴールドマン・サックス従業員の平均勤続年数推移



（出所）Goldman Sachs Presentation November 15, 2011.

1994年にフリードマンを継いで、トレーディング部門出身のジョン・コーザインと投資銀行部門出身のヘンリー・ポールソンが共同シニアパートナーに選任される。しかし、実際には、コーザインが独断で物事を進める傾向があった。とくにコーザインは、自ら「拡大主義者」である旨表明したこともあり、彼の拡大主義に疑義をはさむパートナーも存在していた。とくに、コーザインが独断で、JP モルガン、チェース・マンハッタン、US トラストなどと提携の話を進めたことが、主要なパートナーで構成される経営委員会メンバーとの確執を生じさせる契機となった。

コーザインが彼らから辞任を迫られる事態になったのが、1998年のロシア危機によって生じた市場の変動でロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）が大きな損失を被り流動性危機に陥った事件であった。LTCMは2人のノーベル賞受賞者が加わった裁定取引に特化したファンドであったが、ロシア危機を発端として市場の動きが予想を反した方向に向かったことから大きな損失を被った。

ゴールドマン・サックスは、裁定取引を積極的に行っていたこともあり、今回の市場の変動によって LTCM 同様に大きな損失を被った。それだけでなく、コーザインは、LTCM のハイテクを駆使した自己勘定を大きく育てたいと考えるようになり、価値の下がった LTCM の買収を独断で画策した。このため、1998 年 10 月にコーザインは経営委員によって辞任を迫られ、1999 年 1 月にゴールドマン・サックスを去ることになる。コーザインの辞任を迫った一人に共同シニアパートナーであったポールソンがいたことは、この時期の共同リーダーシップがうまく機能していなかったことを表している。

規模の拡大を求めた株式公開は 1999 年 5 月に実施された。株式公開はこれまでも何度か社内で検討されたが、多額の資金を必要としない投資銀行部門のパートナーの反対もあり、実行に移すことができなかった。しかし、規模の経済と範囲の経済を求めていくためには、大型の資金調達が可能になる株式公開が不可欠であり、ゴールドマン・サックスは株式公開に踏み切った。株式公開後の CEO はポールソンであったが、ポールソンは総合投資銀行となるためにも、プリンシパル業務にともなう顧客や投資家との利害の衝突について、顧客に理解してもらうべきだとの結論に達している。エリス（2010）は、ポールソンの考え方を以下のように記述している。

（ポールソンの）計画では、プリンシパル投資と仲介業務の両方を行うことを明確にした。顧客に単なる仲介業者として期待されてはいけないし、期待されても困る。また、自己資本、専門知識、情報を使ってプリンシパル投資をする際、顧客の利益を優先させることも期待しないでほしいということをはっきり打ち出した。（中略）「いつもやっているように、注意して仕事を選ぶ。利益相反の問題を手際よく管理し、直接ぶつかり合うリスクを避ければ、投資銀行業務とプリンシパル投資を一緒にやっていけるといった」とポールソンは言う（エリス，2010，p.440）。

しかし、実際に利益相反が起こらないようにすべての取引を実行することは極めて困難である。実際、ゴールドマン・サックスが住友銀行の優先株に自己資金で投資したときの条件と、後に主幹事として住友銀行の転換社債を売り出した際の条件には差異があり、明らかにゴールドマン・サックスが投資した優先株の条件が良かった。これに対して、シンガポール政府投資公社がクレームをつけた際に、ゴールドマン・サックスは「当社が示されたものと同じ条件をお出ししました。もし、参加を望まれないのであればそれは御社の自由です。私たちの責任は、すべての主要顧客に同じ条件を提示することです。私どもが自己勘定で行う投資は別物です」<sup>15</sup>と答えている。

また、ポールソンは、ゴールドマン・サックスが顧客第一主義に反するとして敵対的 M&A で敵対者のアドバイザーにはならない、という方針を、2つの条件付き、つまり、①米国市場以外で行われる M&A でかつ米国企業が絡まないこと、②名声を危険にさらすリスクに見合うような多額の手数料が見込める大型案件であること、で敵対者側に就くことも

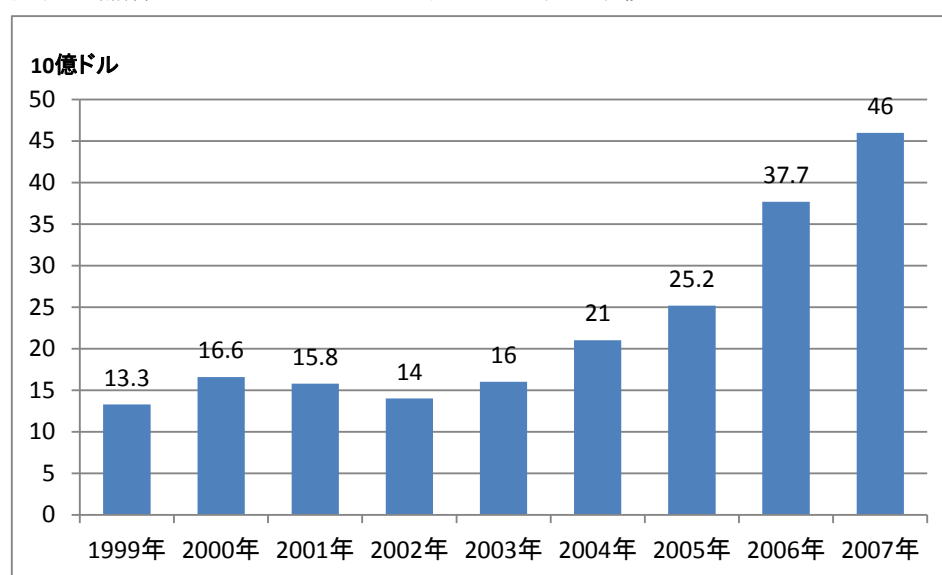
認めた。その第1号が、1997年にゴールドマン・サックスがドイツ鉄鋼業界トップのクルップが第2位のティッセンに仕掛けた敵対的買収であり、この買収は買収側の勝利に終わっている。以下のように、ニューヨークタイムズ（1997年7月13日）は、米国の投資銀行が敵対的買収のアイデアをそれに慣れていないドイツの企業に持ち込み、さまざまなテクニックを使って敵対的買収を仕掛けていると批判的に報じている。

Wall Street deal makers are cold-calling prospective clients, an almost unheard-of tactic in European finance. They are luring top talent from prestigious European banks. They are introducing hostile takeovers, which had been almost nonexistent in Europe, except in Britain. They have imported infamous tools from American corporate warfare: the "white knight," the "poison pill" and even junk bonds (New York Times July 13, 1997<sup>16</sup>) .

（ウォールストリートのディールメーカー（M&A取引の仕掛け人）は欧州に突然やってきて、欧州では今まで聞いたこともないような戦術をもたらしている。彼らは有力な欧州の銀行から一流の人材を引き抜いている。彼らは今まで欧州大陸（英国は除く）には存在していなかった敵対的買収というアイデアを持ち込み、米国の企業戦争で使われる手段、例えば、「白馬の騎士」「毒薬条項」そしてジャンクボンド（くず債券）などという悪名高い手段を欧州に持ち込んだのである。）（筆者訳）

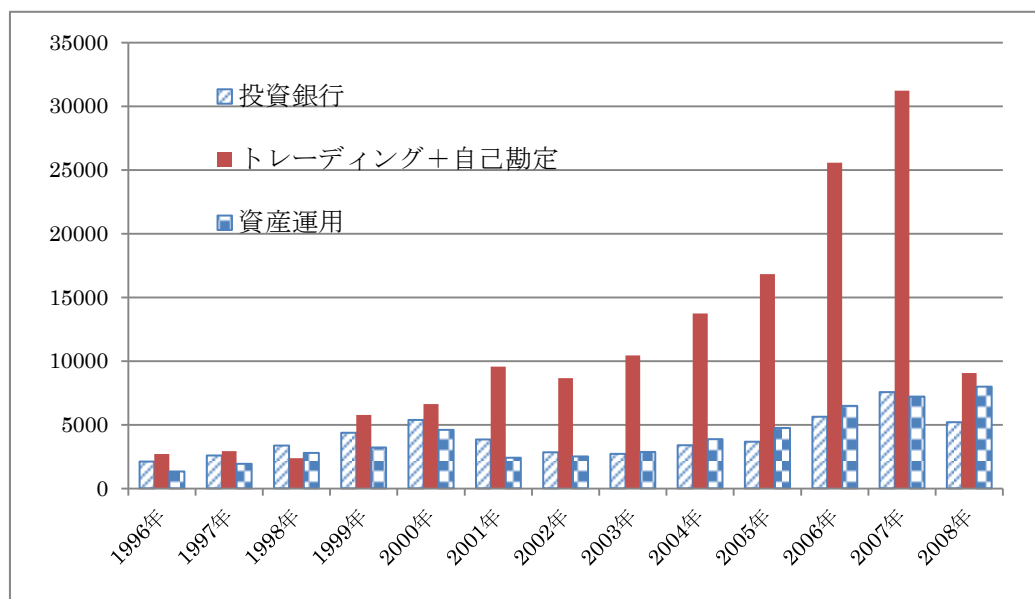
ゴールドマン・サックスの1993年以降の部門別収益推移をみると、攻撃的な戦略が功を奏し、順調にのびている。なかでも、トレーディングと自己勘定取引部門が他の2部門を圧倒する勢いで伸びている。明らかに、ゴールドマン・サックスはプリンシパル業務を重視するビジネスモデルに変容していることがわかる（図表 補論8,9）。

図表 補論8 ゴールドマン・サックスの収益推移



（出所）Goldman Sachs Presentation February 6, 2008.

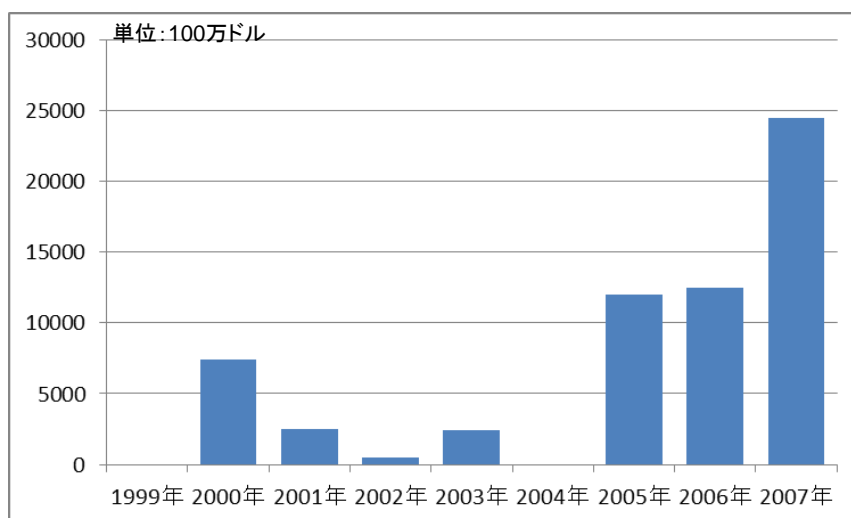
図表 補論9 ゴールドマン・サックスの部門別収益推移



(出所) Goldman Sachs Annual Report より作成.

とくに、自己資金を注入したファンドを通じて、企業や不動産などに投資を行うマーチャント・バンキング業務の伸びは著しく、1986年以降の22年間で720億ドルものファンドを立ち上げている(図表 補論10)。

図表 補論10 ゴールドマン・サックスのマーチャント・バンキング(自己投資)推移



(出所) Goldman Sachs Presentation November 13, 2007.

上述した転換期のゴールドマン・サックスのビジネスモデルを、分析の枠組みに沿ってまとめたい（図表 補論 11）。

図表 補論 11 転換期におけるゴールドマン・サックスのビジネスモデル

組織	・株式公開会社（ただし、1999 年まではパートナシップ組織）
組織構造	・分権的組織 ・シニアパートナーを中心とするパートナー合議制➤株式公開後は CEO のもとで部門長に権限を委譲
戦略	・グローバルに展開する大規模総合投資銀行（規模と範囲の経済追求） ・プリンシパル業務重視 ・条件付きながら敵対的 M&A で敵対的買収者にもつく ・顧客との利害相反もあらかじめ明確にすることで克服する
リーダーシップ	・2 人による共同リーダーシップ ・トレーディング部門出身のリーダーシップが強まっていく ・コーザインの時代にリーダー間の確執が発生
コア人材	・有力大学・ビジネススクールから優秀な人材を採用していくが、規模の拡大につれて、即戦力の中途採用の採用を重視 ・大量解雇・大量採用が頻繁化
外的ネットワーク	・投資銀行間だけでなく商業銀行や外国銀行との競争が激化 ・住友と銀行との資本交換による提携強化 ・買収による範囲の経済の追求
リレーションシップ・マネジメント	・チームアプローチの弱体化 ・対顧客取引と自己取引の双方の追求 ・自己勘定取引による顧客との利益相反は明らかにしておく
収益構造	・引受け手数料や取引手数料より、トレーディング収益やプリンシパル投資による手数料と売買益に比重が高まる ・デリバティブ組み入れ商品の制作・販売益
ファイナンス構造	・証券担保による銀行からの融資金 ・増資
資本	・プリンシパル業務重視の金融資本

この時期のゴールドマン・サックスのビジネスモデルは、モルガン・スタンレーと同じように、規模と範囲の経済を追求して大規模なグローバル総合投資銀行を目指していた。そのため株式を公開することになる。しかし、他の投資銀行に比べ株式公開の実施時期が大幅に遅れている。これは、顧客第一のパートナーシップ時代のリーダーであったシドニー・ワインバーグ、ジョン・ワインバーグ、ジョン・ホワイトヘッドなどが明らかにパー

トナーシップ組織で仲介業務重視のビジネスモデルを支持しており、彼らの長期にわたるリーダーシップの精神が社内に深く浸透していたためだと考えられる、

しかし、結局 1999 年 5 月に株式公開を行い、規模と範囲の経済を積極的に迫及していく。

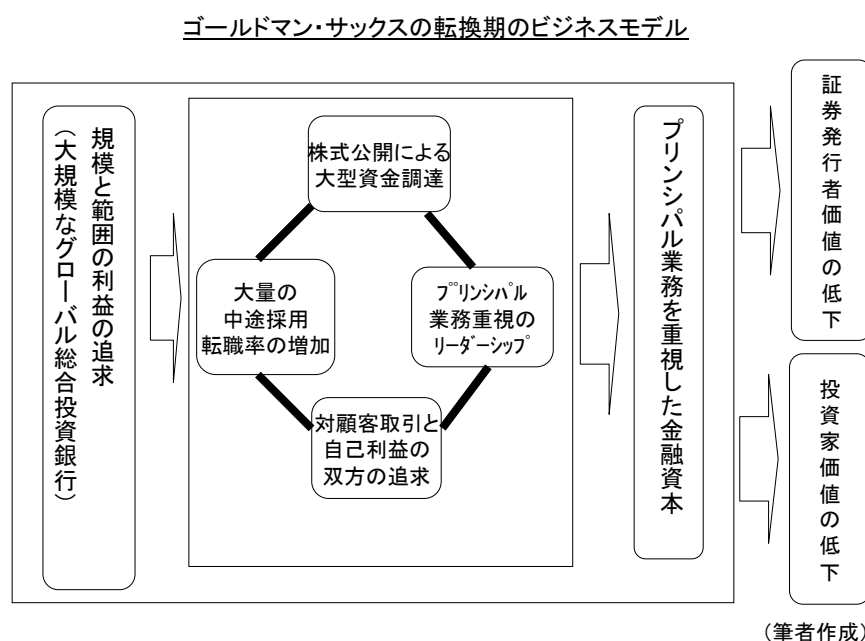
その結果、禿鷹ファンドへの参入、プリンシパル投資の拡大、多額の資金を投じる自己勘定証券売買などが収益の中心を占めていく。この分野では収益幅も大きくなるが、同時に損失額も膨らむ。そのうえ、顧客や投資家との利害相反の問題も生じてきた。

多額のトレーディングや自己勘定取引による損益の大幅なブレによって、従業員のリストラや転職も通常化していき、その結果、発展期のゴールドマン・サックスのような家族的な良さやコミュニケーションも少なくなっていく。

この時期のゴールドマン・サックスのビジネスモデルは、その意味ではモルガン・スタンレーと基本的には大きな差異のないモデルで、発展期のビジネスモデルに比べて、顧客価値は低下している。

しかし、発展期の顧客第一を堅持した強いリーダーシップのコントロールのもとで、早い時期からトレーディング部門を立ち上げていたので、トレーディング業務に対する対応基盤が整っていた、という点はモルガン・スタンレーのビジネスモデルとは異なる部分であろう（図表 補論 12）。

図表 補論 12 転換期のゴールドマン・サックスのビジネスモデル



#### 1-4 ビジネスモデル変容の考察

ゴールドマン・サックスも基本的にはモルガン・スタンレーと同じようなビジネスモデルの変遷をみることができる。しかし、以下の点でモルガン・スタンレーのモデルとの相



違がみられる。

- ① 生成期におけるゴールドマン・サックスのビジネスモデルは、初期の段階ではモルガン・スタンレーと同じく「人的ネットワークを活用したエージェント業務主体の人的資本」（ただし、ゴールドマン・サックスの場合にはエージェント業務を助ける目的でトレーディングも行っている）モデルであったが、外部から招聘したパートナーの独断で投資信託業務に参画したことから、「プリンシパル業務主体の金融資本」モデルになった。パートナーシップ組織であったが、投資家の資本を使って、自社の利益を追求したという点で、金融資本といえるのではなかろうか。
- ② 発展期ではトレーディングや自己勘定取引の比重が増えてくるが、シドニー・ワインバーグの超長期リーダーシップの影響から、「顧客第一主義」をベースとした「エージェント業務とプリンシパル業務がうまくバランスした人的資本モデル」であった点が、プリンシパル業務主体になったモルガン・スタンレーとの違いといえよう。
- ③ 上記の相違が転換期におけるゴールドマン・サックスの規模の拡大を求めた株式公開を 1999 年まで遅らせた。その意味で、「プリンシパル業務主体の金融資本」モデルへの転換は、モルガン・スタンレーより 14 年も遅れた。その分、モルガン・スタンレーより、転換期のビジネスモデルがもたらした顧客価値の低下は少なかったといえるのではないだろうか。リーダーシップの点でも、コーザインの退任の際の主要パートナー間の確執があったが、ディーン・ウィッター経営陣との確執で多くのコア人材を失ったモルガン・スタンレーよりは傷は小さかったといえよう。

上述したように、いくつかの点で相違点は見られるものの、3 つの時期におけるビジネスモデルの変容という点では基本的に同じであるといえるのではなかろうか。

ゴールドマン・サックスの日本法人で勤務した幹部社員にインタビューを行ったが、以下のようなコメントを得た。

- ① ゴールドマン・サックスは、もともと CP ディーリングに強かったこともあり、トレーディングは積極的に行っていたし、自己勘定の投資など商品も広げていったが、規制が厳しくなってくると以前のように収益を期待できなくなるのではないか。
- ② M&A アドバイザリーについては、M&A フィーだけでは今の大きな規模を養うことはできないので、どうしても、M&A に付随するファイナンス（証券発行など）が重要になってくる。その意味で、高いレバレッジを掛けた LBO が魅力的となる。ハイ・イールド債やブリッジローンからの収益だけでなく、自社の投下資本に対するリターンも見込めるからである。
- ③ 純粋な M&A の場合には、規模の小さいブティック・ハウスは有利かもしれない。実際、ゴールドマン・サックスでも、顧客関係が強く、経験のあるシニア・バンカーがブティック・ハウスに転職している。
- ④ いずれにしても、今回の危機で投資銀行がどの方向に行くのはよくわからない。

## 2節 リーマン・ブラザーズの事例

本節では、Carosso（1970）、オーレッタ（1987）、Geisst（1997）、Chapman（2010）、桂木（2010）などの文献を参考に記述していく。

### 2-1 生成期

リーマン・ブラザーズの起源は 1850 年に遡る。ヘンリー、エマヌエル、メイヤーの 3 兄弟が相次いでドイツのバイエルンから米国に渡り、1850 年にアラバマ州モンゴメリーでリーマン・ブラザーズを設立して貿易と乾物取引業を始めた。他のドイツ系ユダヤ人と同様に、彼らも綿花取引で大西洋間の貿易で業容を拡大していく。南北戦争時には南軍を支援し、南軍の降伏後もアラバマ州の債券発行を引き受けていた。それだけではなく、南部の多くの新興企業（繊維産業から鉄道まで）をサポートした。今日でいえば、ベンチャー・キャピタルとして活動していたことになる。

1868 年に、マンハッタンに本部を設立して、ニューヨーク綿花取引所の設立に関与する。業務内容も、綿花だけでなく砂糖、穀物、コーヒー、石油取引にも拡大していった。

1870 年～80 年にかけて、リーマン一族の第 2 世代がリーマン・ブラザーズに加わってくるが、彼らは商品取引から株式・債券取引へと業務内容をシフトしていき、JP モルガン商会など大手投資銀行がターゲットにしていなかった業種を開拓していく。とくに、1906 年にゴールドマン・サックスと共同で、ユナイテッド・シガーの株式公開を行った際には、鉄道会社などと異なり有形資産が少ないことから、同社の財務内容を詳細に分析して、将来の収入から無形資産（のれん代）価値を算定することで売り出し株価を決めた。彼らの算定では総額 450 万ドルとなる新株を 20%の利益を上乗せして 560 万ドルで一般に売り出した。当時無形資産価値についての知識が普及していなかったこともあり、売り切ってしまうまで 90 日間を要したが、最終的にこの株式公開は成功した。

ユナイテッド・シガーの株式公開を手始めとして、その後、シアーズ・ローバックの株式公開など多くの企業の資金調達を取り仕切っていく。ゴールドマン・サックスとの共同引受けは 1936 年まで続くことになる。この 30 年間で、両社は共同でウールワースやメイ・デパートメント・ストアなど 56 社、114 件にのぼる証券引受けを取りまとめ、両社は有力投資銀行としてのポジションを確立していく。

リーマン・ブラザーズは一族による経営を続けるが、とくに 1886 年に 24 歳でパートナーになったエマヌエルの息子フィリップが、1947 年に亡くなるまで 62 年間の長期にわたってリーダーシップに関与していくことになる。

第 1 次大戦までには、リーマン・ブラザーズの主たる業務は貿易や商品取引ではなく、証券引受けと金融面でのアドバイスにシフトしていく。1924 年まではリーマン一族だけで事業を行っており、当時は第 2 世代 3 人と第 3 世代 2 人の 5 人のパートナーで構成されていた。しかし、業容の拡大にともない、1924 年に初めて外部からパートナーを迎い入れる。その後、1927 年にはさらに 2 名のパートナーを外から招いている。

1925年にフィリップの息子のロバート（ボビー）が統括責任者となるが、彼は、1929年の恐慌時、新興企業や成長企業の株式公開で獲得した専門知識を活かしてベンチャー企業に投資をするベンチャー・キャピタルを主たる業務とすることで恐慌を乗り切っていた。ロバートは1969年に亡くなるまで44年間にわたってリーマン・ブラザーズを率いることになるが、ゴールドマン・サックスのシドニー・ワインバーグが1930年～1969年まで40年近くリーダーシップをとったのと奇しくも相似している。

以上の生成期における沿革を分析の枠組みに沿って整理したのが図表 補論 13 である。

図表 補論 13 リーマン・ブラザーズの生成期におけるビジネスモデル

組織	・ パートナシップ組織の個人銀行
組織構造	・ 創業者一族による家族型
戦略	・ 小売業や軽工業をターゲットにした株式公開（ゴールドマン・サックスとの共同事業） ・ 新興企業をターゲットにしたベンチャー・キャピタル
リーダーシップ	・ 創業者一族（第3世代まで）によるリーダーシップ ・ 1920年代以降、外部からパートナーを採用
コア人材	・ 血縁主体の採用 ・ 長期雇用を前提とした徒弟制度的教育
外的ネットワーク	・ ドイツ系ユダヤ人による投資銀行、とくにゴールドマン・サックスとの強い協力関係
リレーションシップ・マネジメント	・ 株式公開や株式引受業務を通じての単一取引関係（ワン・バンクモデル） ➤顧客の要請に応じて取締役就任（シアーズ・ローバック）
収益構造	・ 証券引受けによる手数料及び手持ち証券の売買益 ・ ベンチャー・キャピタル
ファイナンス構造	・ 証券担保による銀行からの融資金
資本	・ エージェント業務を主体とした人的資本重視

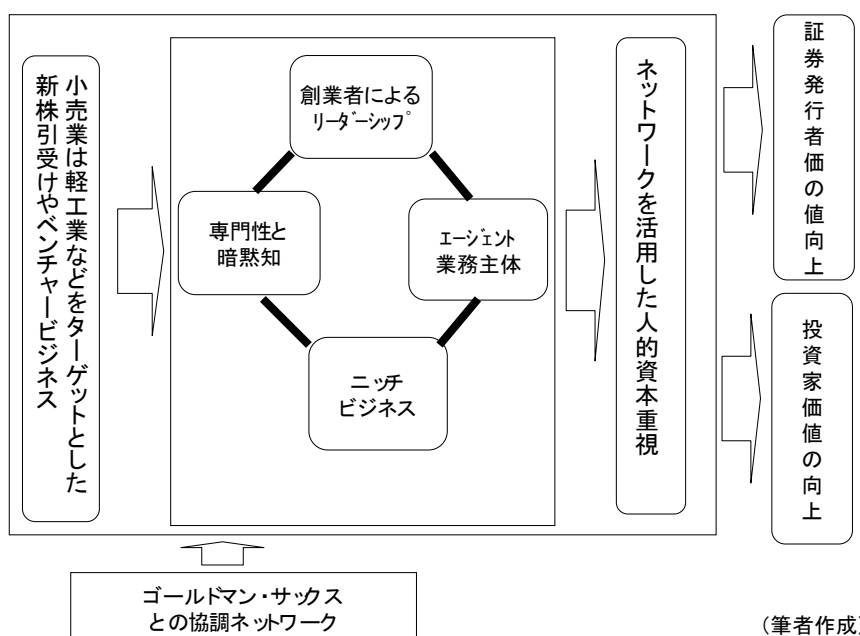
上記でみるように、リーマン・ブラザーズの生成期におけるビジネスモデルはゴールドマン・サックスの生成期第1段階のモデルに相似している。ともにドイツ系ユダヤ人として商業から始め、後に投資銀行業務に参入している。しかし、参入した際にはJPモルガン商会やクーン・ローブ商会など大手が鉄道会社や電力会社など基幹産業との取引関係を確立していたため、リーマン・ブラザーズもゴールドマン・サックスもそれ以外の産業をターゲットにせざるを得なかった。その結果、小売業や軽工業をターゲットにして、ゴールドマン・サックスと共同で株式公開を行い、投資銀行としての地盤を確立する。

組織もリーダーシップもモルガン・スタンレーやゴールドマン・サックス（第 1 段階）と同じく、完全な血縁によるパートナーシップで、極めて家族的な経営を行っていた。

ビジネスモデルとしては、ゴールドマン・サックスの第 1 段階と基本的に同じで、モルガン・スタンレーとは戦略（モルガン・スタンレーのターゲット顧客は基幹産業、リーマン・ブラザーズとゴールドマン・サックスは小売業・軽工業）と販売の面（モルガン・スタンレーは主幹事としてシンジケート利用、リーマン・ブラザーズとゴールドマン・サックスは英国のマーチャント・バンクを利用して欧州＋自ら国内販売）で異なるが、それ以外の要素に大きな違いはない。つまり、この時代は、ネットワークを活用した人的資本重視のビジネスモデルということができよう（図表 補論 14）。

図表 補論 14

#### リーマン・ブラザーズの生成期の投資銀行ビジネスモデル



## 2-2 発展期

1925 年からリーマン・ブラザーズを統括してきたリチャード・リーマンのリーダーシップのもとで業績を伸ばしていく。たとえば、デジタル・エキップメント・コーポレーションやデュモン・テレビジョン・ネットワーク（最初の TV 製造会社）の株式公開や、ラジオ・コーポレーション・オブ・アメリカ（RCA）の資金調達を行っている。また、急成長していたヒルバートンやカー・マギーなどの石油会社の資金調達にも関わった。さらに、コンパックによるデジタル・エキップメント・コーポレーションの買収にもアドバイザーとして関与している。

このように、リチャードが健在であった時代は順調に業績をあげていったが、リチャードの死後、問題が起こってくる。リチャードのリーダーシップのもとでも、リーマン・ブ

ラザーズのパートナー間の結束が良かったとはいえない状況だった。オーレッタ（1987）はその著書で以下のように、当時のパートナー間の確執を記述している。

長い患いの後、ボビー（リチャード）・リーマンは 1969 年に死亡した。44 年にわたって指導的立場にいただけに、彼の死で空白が生じた。この長い期間、彼はパートナー達の競争を好きな競馬で自分の持ち馬を見るように楽しんだ。ビバリヒル・ホテルのラウンジでパートナー同士が取っ組み合いをした話も伝わっている。19 年間、上級パートナーのフレデリック・アーマンとジョン・ハーツは口をきいたことがなかった。彼らは 3 回のパートナー室で 5 フィートしか離れていなかったが、見かけ倒しのパートナーと実力パートナーの間でのいさかいーボーナスや仕事をとるための融資などについてーは日常茶飯事だった。

議論、激しい内部闘争、起業家精神といったものがリーマン・ブラザーズの社風を成していた（オーレッタ，1987，p.44）。

このような状況にあったこともあり、リチャードの死後リーダーシップに大きな混迷が生じてくることになる。リチャードの後継者として 1930 年以来勤務していたヨゼフ・トーマスがリーダーとなったが健康を損ねてしまう。その他の上級パートナーはいずれも年齢が高いうえ、リチャードの死後 2 年間に 10 人のパートナーが退社した。最終的にユダヤ系の銀行家であったフレデリック・アーマンが会長となったが、社内の規律を回復すべく恐怖政治を行おうとしたため、1973 年の業績低迷時に他のパートナーたちによって退任を余儀なくされた。

1973 年のリーマン・ブラザーズの業績は低迷（900 万ドルの損失）しており、早急に業績の回復が必要だった。そこで、パートナーたちはアーマン解任の 2 か月前に副会長として入社していた前商務長官であったピーターソンを会長に選任した。ピーターソンは、シカゴ大学で MBA を取得後、シカゴ大学助教授やマッキン・エリクソンを経て、ホワイトハウスの国際経済関係大統領補佐官についている。そして 1973 年 6 月にリーマン・ブラザーズに入社、その 2 カ月後に会長になった。

オーレッタ（1987）が記述するように、当時のリーマン・ブラザーズのパートナーたちは顧客が訪ねてくるという姿勢であったうえ、部門別の予算もなく、パートナーたちは損失を計上している時でも、高級ホテルや高級レストランで散財をする状況であった<sup>17</sup>。ピーターソンはすぐにコスト削減を実行し、たとえば従業員数を 955 名（1973 年 9 月末）から 663 名（1994 年 9 月末）に減らした。また、当時の問題点として、①充分検討された事業戦略がない、②能力や競争力の点で担当分野に適していないパートナーが一部存在する、③顧客数に対して専門スタッフが少ない、④収入規模に対して人員過剰である、⑤資本規模が不十分である、などを指摘している<sup>18</sup>。

ピーターソンはこれらの問題に取り組むべく、いくつかの戦術を実行した。1974 年に BCI（イタリア商業銀行）にリーマン・ブラザーズの株式 15%を提供して 700 万ドルの資本参

加をさせ、1975年にアブラハム商会を買収、その2年後に当時業績が低迷していたクーン・ローブと合併し全米第4位の投資銀行のポジションに引き上げた。さらに、投資銀行部門の専門性を高めることも行い、そのうえ1976年にはパートナーの構成を変え、パートナーの平均年齢を54歳から47歳まで若返らせた。

ピーターソンのリーダーシップのもとリーマン・ブラザーズは5年連続で最高益をあげ投資銀行業界で最高の株式資本利益率を記録した。

しかし社内の投資銀行部門とトレーディング部門の確執は強くなり、その調整のためにピーターソンはトレーディング部門のヘッドであったルイス・グラックスマンをCOO兼プレジデントに任命した。そして1983年5月には共同CEOに昇格させた。しかし、グラックスマンはピーターソンを無視して人事権を行使した。そのため、ピーターソンとグラックスマンとの間に一層確執が増していき、最終的に同年7月ピーターソンは臨時取締役会で会長職をおりる旨パートナーたちに伝えた。

グラックスマンはすぐに支配権を確立する行動を起こし、中央集権的に命令を各部門に出していった。たとえば、顧客との昼食に時間をかけ過ぎないこととか、長時間の会議を禁止した。彼は上下の階級がはっきりした組織を作ろうとし、社内の緊張が高まっていった。この状況の中で、6人の有力なパートナーが会社を去り、彼らは自己のパートナーとしての持ち分を持ち出す結果となった。このため、彼らの持ち分約3000万ドル、つまり全資本の約17%が持ち出される結果になった。残ったパートナーたちもピーターソンの退任で優良顧客の何社かを失うことを懸念していた。

さらに、1982年施行された「一括登録制」の導入で投資銀行が生き残るためには、発行証券を一括で買い取るだけの資本力が求められた。1983年10月時点のリーマン・ブラザーズの自己資本は2億5,470万ドルであったが、競争相手に比べて劣る状態であった。たとえば、メリル・リンチの資本金は20億ドル、シェアソン・アメリカン・エクスプレスは10億5,600万ドル、フィブロ・ソロモンは13億ドルであった。これらの証券会社はいずれも株式公開、あるいは親会社の資金によって資本規模を拡大してきた。その意味でリーマン・ブラザーズも資本増強のための何らかの方法を取る必要があった。

そのうえ、業績が大きく落ち込んでいた。1983年10月から1984年2月までの税引き前利益はわずか710万ドルで、前年同期（8700万ドルの利益）に比べて12分の1に激減していた。この大幅な落ち込みはトレーディング部門の大幅な赤字が原因であった。

資本規模の問題と大幅な業績の落ち込みを背景に、上級パートナーで構成される役員会は、内部改革や業績向上ではなく、いかにして会社を高く有利に売却することができるのかに気持ちが傾くなど、方向性を失っていく。オーレッタ（1987）は、この時の状況を以下のように記述している。

役員会は会社の売却、あるいはグラックスマンの個人会社の感のある今のリーマンから出ていくことが主な議題となってしまった。（中略）今やリーマンの役員たちは唯一人を除いて全員が会社の資本が十分あるのかを懸念し、会社売却を考えるべきではない

かと初めて真剣に悩むようになった。（中略）今となっては5人の新役員の4人までが自己主張を始め、業績低下にともない9人のうち8人までが会社売却を口にするようになった（オーレッタ，1987，p.236）。

グラックスマン自身も当初は売却に反対だったコナグラ社による買収に前向きに取り組んでいく。コナグラ社はネブラスカ州オマハの大手食品関係の会社であり、買収された後もリーマン・ブラザーズの幹部が主導権を握れると考えたからである。この取引は、コナグラ社がリーマン・ブラザーズの業績の急激な悪化に懸念を抱き、最終的に成立しなかった。その後も、ローズ・コーポレーション（多角的企業）やブルーデンシヤル生命との話もあったが、いずれも成立しなかった。

最終的に、1984年4月にアメリカン・エクスプレスに吸収合併され、シェアソン・リーマン・アメリカン・エクスプレスとなった。こうして、130年を超える歴史を有したリーマン・ブラザーズは幕を閉じることになった。

オーレッタ（1987）はその著書の中で、ジョン・ホワイトヘッド（当時のゴールドマン・サックスの共同会長）のコメントを紹介している。

ゴールドマン・サックスのしっかり根づいた社風は、パートナーが会社第一に考え、自分はその次ということを強く求めている。リーマンはその社風がチームワークにつながらなかった面があると思う。ボビー（リチャード）・リーマンが亡くなって以来、あの会社は頭の切れる有能な個人主義者がたまたま同じところで働いているが、主たる責任は自分自身に対してであり会社に対してではない、という連中の集まりだった。ボビーはその傑出した存在によって彼らをまとめていた（オーレッタ，1987，p.332）。

以上概観したように、この時期のリーマン・ブラザーズは、リチャード・リーマンの死後、後継者をめぐる投資銀行部門とトレーディング部門の確執、それによる内部統制の乱れ、多くの幹部社員の退社、そして最終的に大手金融機関による吸収合併という波乱の時期であったといえよう。

以上の発展期における沿革を分析の枠組みに沿って整理したのが図表 補論 15 である。

図表 補論 15 リーマン・ブラザーズの発展期におけるビジネスモデル

組織	・ パートナースhip組織の個人銀行➤大手金融機関に吸収合併
組織構造	・ 創業者リーダーのもとでのパートナーによる合議制 ・ パートナー間の協力関係が弱い
戦略	・ 小売業や軽工業をターゲットにした株式公開（ゴールドマン・サックスとの共同事業） ・ 新興企業をターゲットにしたベンチャー・キャピタル ・ トレーディング重視にシフト ・ 資本増強を目指した他社との合併を志向
リーダーシップ	・ 創業者一族による超長期リーダーシップ ・ 1969 年以降リーダーシップをめぐる確執激化
コア人材	・ 外部採用（特にトレーディング部門）の増加 ・ 投資銀行部門とトレーディング部門の確執
外的ネットワーク	・ 投資銀行間の協調的ネットワークから競争的ネットワークに徐々にシフト
リレーションシップ・マネジメント	・ 株式公開や株式引受業務を通じての単一取引関係（パートナーによるアプローチではなく顧客を待つ姿勢）➤ピーターソンによる社内改革で組織的なアプローチ➤トレーディング重視にシフト
収益構造	・ 証券引受けによる手数料及び手持ち証券の売買益 ・ ベンチャー・キャピタル ・ トレーディング収益
ファイナンス構造	・ 証券担保による銀行からの融資金
資本	・ 金融資本を目指した規律のない投資銀行モデル

この時期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルは、リーマン一族の支配が続いた 1969 年までは基本的に生成期のビジネスモデルが続いたといえるが、超長期にわたったリーマン一族が役員に存在しなくなった段階から大きく変わっていく。ビジネスモデルの変容の契機は外部からピーターソンを会長にしたことにある。ピーターソンは老舗投資銀行のクーン・ローブとの合併や社内改革を断行して、5 年間連続で最高益を計上するという成果をあげた。しかし、ピーターソンを支持する投資銀行部門とグラックスマンを支持するトレーディング部門の対立は高まり、最終的にピーターソンの退任につながっていく。社内の確執を嫌気して 6 人のパートナーが退職、それに伴って資本が流出した。それだけでなく、トレーディング部門が出した大きな損失がさらに資本を毀損していった。さらに、グラックスマンが単独の会長に就いた後も役員間における対立など混乱が続き、大半の役員が社



内改革より外部に買収されることで資本の増強を求めるという状況になった。

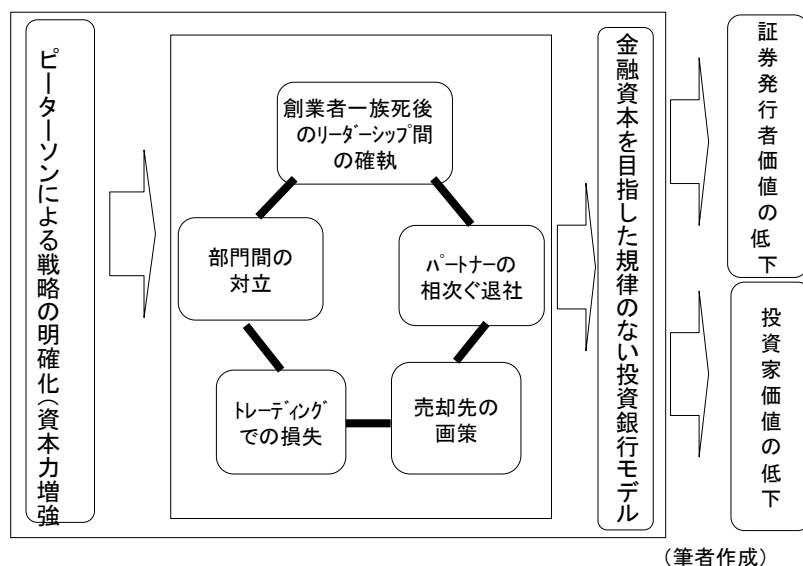
このような状態で、最終的にアメリカン・エクスプレスに吸収合併されてしまう。

この時期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルは、リチャード・リーマンの死後深まったリーダーシップ間の確執、部門間の対立、何人かのパートナーの退職と資本流出、トレーディングの大きな損失による資本の毀損、社内改革より被買収の画策、など顧客に目が向いていないモデルであったといわざるを得ない。これらが顧客価値の低下につながったことは明らかであろう。

その意味で、発展期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルは他の投資銀行と異なり、「発展期」ではなく、むしろ「混迷期」ともいえる時期であった。筆者は、「金融資本を目指した規律のない投資銀行モデル」と呼ぶのが相応しいと考える（図表 補論 16）。

図表 補論 16 リーマン・ブラザーズの発展期のビジネスモデル

リーマン・ブラザーズの発展期の投資銀行ビジネスモデル



## 2-3 転換期

1984年4月にリーマン・ブラザーズの役員会はリーマン・ブラザーズをシェアソン・アメリカン・エクスプレスに3億6000万ドルで売却し、シェアソン・リーマン・アメリカン・エクスプレスとなった。この会社はリーマン・ブラザーズと個人向け証券会社のシェアソンの強い部分を互いに活用する目的があったが、両社の関係は最初からうまくいかなかった。旧リーマン・ブラザーズのパートナーたちは、「リーマン・ブラザーズの自治とアイデンティティを守るために戦った」<sup>19</sup>。そのうえ、統合会社の組織構造が複雑であったことも統合の効果を減じてしまった。ファルドは1993年にシェアソン・リーマン・ブラザーズ・ホールディングスの共同社長兼COOに任命されたが、彼の上にはシェアソンのCEOがいて、さらにその上にアメリカン・エクスプレスのCEOが存在していた。

それでも、この時期のシェアソン・リーマン・ハットンは、ドレクセル・バーナムが開拓したレバレッジド・ファイナンス（LBO）を積極的に推進するなど、新しい分野に積極的に参入した。たとえば 1989 年の KKR による RJR ナビスコに対する買収合戦でリーマン・ブラザーズは経営者側のアドバイザーとして活動している。

1993 年にアメリカン・エクスプレスは証券部門を、スミス・バーニー証券を傘下に置くプライメリカ・フィナンシャル・サービスに売却する。しかし、翌 1994 年に、プライメリカはシェアソンとスミス・バーニーを合体し、リーマン・ブラザーズを株式公開することによって分社化させた。つまり、親会社なしでリーマン・ブラザーズ・ホールディングスが誕生したのである。リーマン・ブラザーズの時代からグラックスマンの部下として 30 年にわたりトレーディング部門で勤務していたリチャード・ファルドが新会社の CEO 兼会長に就任する。しかし、シェアソンから切り離されたこともあり、新会社の事業規模は分社化前の 3 分の 2 に減少するなど波乱の出発であった。

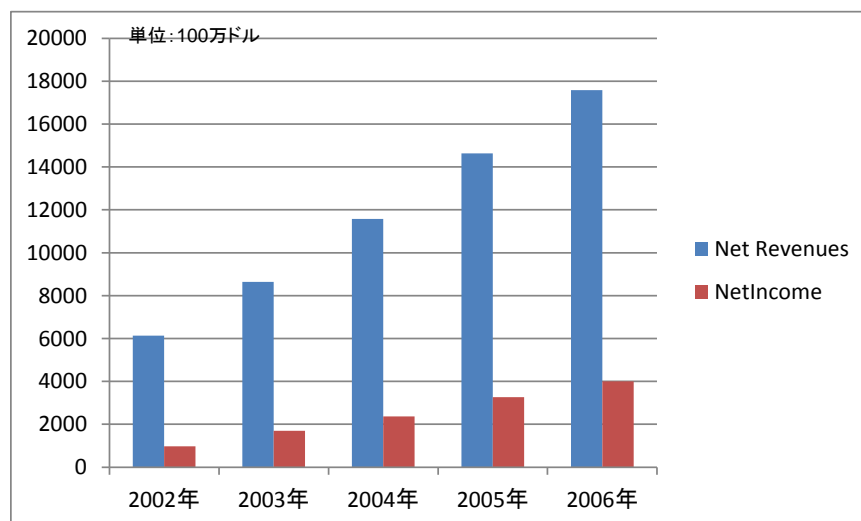
ファルドのリーダーシップは、リーマン・ブラザーズ時代の上司であったグラックスマンのやり方をベースにトレーディング重視の経営を行ったが、同時に部門間のチームワークを奨励する制度を導入したことで、投資銀行部門とトレーディング部門の不和は和らいだ。また、CEO として顧客企業と精力的にコンタクトするなどリーマン・ブラザーズの業績向上にも努めた。1997 年のアジア通貨危機の際にもこれをうまく乗り切った。

とくに、2001 年 9 月 11 日の多発テロの際には、ファルドは社員を一つにまとめただけでなく、直ちにモルガン・スタンレーが移転する予定のビルをモルガン・スタンレーから購入し、多発テロの 1 か月以内には新しいビルで 6,500 人が営業を行うことができた。9.11 の際の獅子奮迅の働きによって彼のリーダーシップは高く評価された。

しかし 1996 年 11 月にファルドの腹心であったクリス・ペティットが社長を解かれ、2002 年にはブラッドレー・ジャックとヨセフ・グレゴリーが共同 COO に就いた。それだけでなく、2005 年にはジャックも会社を去る。さらに 2008 年 6 月には長年の友人であったグレゴリーも COO の地位を追われている。このように、ファルドのリーダーシップのもとでは短期間でナンバー2 のポジションにいた幹部社員が退職している。

ファルドのリーダーシップ時代のトレーディングは証券の短期売買が中心であったが、彼はゴールドマン・サックスが自己勘定取引で利益を上げているのに刺激され、商業用不動産や住宅不動産担保证券の分野に参入していく。この自己勘定部門取引の拡大にも助けられ 2008 年 9 月に破綻する前までリーマン・ブラザーズは業績を大きく伸ばした。たとえば 1994 年時点の従業員数 8,500 人は 2008 年には 28,600 人に増加し、営業収入も 2002 年の 61 億ドルから 2006 年には 176 億ドルにまで急増している（図表 17）。

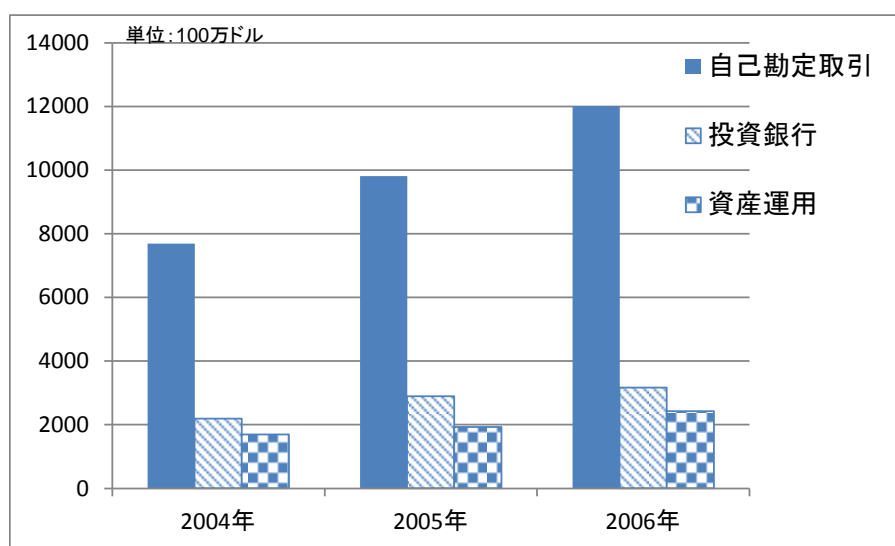
図表 補論 17 リーマン・ブラザーズの営業収入と純利益の推移



(出所) Lehman Brothers Annual Report 2007.

リーマン・ブラザーズは、大きく自己勘定取引、投資銀行、資産運用の3つの部門に分かれるが、自己勘定部門の収益の比重がほかの2部門に比べて圧倒的に大きくなっている。リーダーシップがトレーディング出身ということもあり、明らかにトレーディング主体のプリンシパル業務に重点を置いた経営だといえる(図表 補論 18)。

図表 補論 18 リーマン・ブラザーズの部門別営業収入の推移



(出所) Lehman Brothers Annual Report 2007.

リーマン・ブラザーズは他社に先駆けて1990年にサブプライム・ローン証券化の分野に積極的に進出している。CLOという性格上、最も劣後するトランシェ(エクイティポジション)の債務不履行の可能性は高いが、リーマン・ブラザーズの場合はこのエクイティポジションを自己勘定で保有していた。リスクが高いため、このポジションが市場で売れ

なかったのか、あるいは高いリターンを期待して保有していたのかは不明であるが、リーマン・ブラザーズは仲介業務が基本である投資銀行でありながら、信用リスクをプリンシパルとしてとっていたことになる。

2007 年から顕著になったサブプライム・ローンの債務不履行の増加を受けて、リーマン・ブラザーズの自己勘定投資による損失は膨らみ、2008 年度の 10K レポートによると 2007 年 5 月 31 に終わる 6 カ月間の自己勘定部門は 58 億ドルの利益を計上しているが、2008 年の同期間の自己勘定部門は 26.7 億ドルの損失を出している。また、自己勘定で保有している金融資産も、以下のように住宅ローン・資産担保証券を中心に総資産の 50 % 近くにものびている（図表 補論 19）。

直接的には、保有金融資産の市場価格が大幅に低下したことから資本金が毀損し、それが破綻につながった。

図表 補論 19 リーマン・ブラザーズの金融資産保有残高 (単位：100 万ドル)

	2007 年 5 月 31 日現在	2008 年 5 月 31 日現在
住宅ローン・資産担保証券	89,106	72,461
政府および政府機関	40,892	26,988
社債	54,098	49,999
株式	58,521	47,549
売却目的の不動産	21,917	20,664
CP など短期証券	4,000	4,757
デリバティブなど	44,595	46,991
金融資産合計	313,129	269,409
総資産	691,063	639,432
対総資産保有金融資産比率	45.3%	42.1%

(出所) Lehman Brothers 10Q, 2008.

リーマン・ブラザーズが、2008 年 9 月になぜ破綻したのか、リーマン・ブラザーズの日本現地法人の元幹部社員にインタビューを行った。そのコメントは以下の通りである。

今回のリーマンの破たん原因は 4 点ある。

第 1 は、レバレッジが大きすぎたこと。商業銀行と比べて資本力が弱く、安定的資金調達源のない投資銀行が 30 倍を過ぎるレバレッジはいかにも過大であった。

第 2 は、投資銀行が高いレバレッジをかけた背景となった高い資金の流動性である。これはインド（サービス面）と中国（製造面）が代表する低コストによって、グローバルベースでデフレ化がおり、それが過剰な流動性をもたらした。

第 3 は金融工学が生み出した新たな金融商品、たとえばデリバティブや証券化によってヘッジファンドなどファンドの投資が活発化してきた。投資銀行はファンドに

Prime Brokerage（主としてヘッジファンドを対象として、証券融資も含めた総合的な証券サービス）を提供することで、ファンドを育てることに力を注いだ。ファンド（とくにヘッジファンド）はデリバティブや証券化商品を高いレバレッジをかけて運用していたが、投資銀行はこれらのファンドにやはり高いレバレッジをかけて融資していた。つまり二重のレバレッジがかかっていたことになる。また、これらの金融商品はリスクを見えにくくしていた。

第4は組織形態の変化、つまりパートナーシップ制から株式公開にしたことが大きい。パートナーシップ時代には、シニアパートナーが自分自身のリスクテイクということもあり長期的な観点から慎重に経営をしていたが、株式公開後はリーダーの目標が株主価値の増大、つまり株価を如何に上げるか、そのためには如何に ROE（株主資本収益率）を上げるかということにシフトしていった。2006年11月にサブプライム・ローンの証券化が問題化しつつあった際に、リーマン・ブラザーズのトップであったファルドは長年リーマンを支えあった側近（当時債券部門ヘッド）がサブプライム・ローンの証券化にブレーキをかけようとしたが聞く耳を持たなかったと聞いている。また、株式公開後従業員数も急速に増加した。たとえば、リーマン・ブラザーズの場合1994年ごろは約7,000人の従業員であったものが、2002年には17,000人、さらに2008年には25,000人に膨張した。これほどの規模になると、会社内のほかの部署との情報の共有は極めて難しくならざるを得ない。つまり、人的資本でサービスを提供してきた投資銀行が工場化してしまったといえる。

サブプライム・ローンの証券化についていえば、サブプライム・ローンの証券化商品を短期間で大量に製造するシステムが完全に出来上がっていた。リーマン・ブラザーズの子会社が大量のサブプライム・ローンを仕込む（オリジネート）と、一定のシステムに沿って発行証券の区分け（トランシェ）や格付けが短期間でなされる仕組みとなっていた。サブプライム・ローンをオリジネートするほうも、それを販売するほうもリスクについては無頓着になっていたと思う。投資家は同じ投資格付けの証券に比べると相対的に高い利回りの証券化商品を積極的に購入する傾向が強かったので、販売する投資銀行サイドも顧客に対して迷惑をかけている、あるいは顧客を欺いているという感覚はなかったと思う。

以上、この時期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルを分析の枠組みに沿って整理してみたい（図表 補論 20）。

図表 補論 20 リーマン・ブラザーズの発展期におけるビジネスモデル

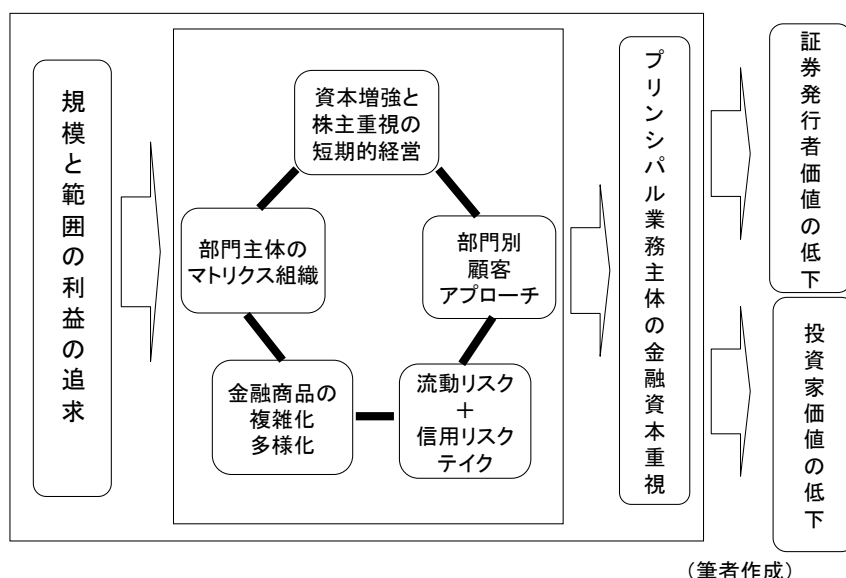
組織	・ 株式公開会社
組織構造	・ 部門主体のアプローチ
戦略	・ 規模と範囲の経済の追求（大規模なグローバル総合投資銀行） ・ プリンシパル業務重視
リーダーシップ	・ リーマン・ブラザーズ時代のトレーディング部門出身者によるリーダーシップ ・ No.2 ポジションの幹部社員の頻繁の交代
コア人的	・ 外部からの大量採用 ・ 即戦力期待
外的ネットワーク	・ 投資銀行および大手商業銀行との競争的關係
リレーションシップ・マネジメント	・ 競争激化に伴うトランザクショナル化 ・ 部門別アプローチ ・ 顧客との利益相反のおそれ
収益構造	・ 証券引受けによる手数料及び手持ち証券の売買益 ・ トレーディング収益 ・ デリバティブ証券化商品への自己勘定による売買益
ファイナンス構造	・ 証券担保による銀行からの融資金
資本	・ プリンシパル業務を主体とした金融資本重視

この時期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルは他の大手投資銀行とほぼ同じであった。株式公開による資本増強やプリンシパル業務への傾斜などこの時期のビジネスモデルに共通している。ただ、リーマン・ブラザーズの場合、発展期にリーダーシップ間の確執や部門間の対立、トレーディング部門の大きな損失、多くの有能な人材の流出、アメリカン・エクスプレスへの身売りなど、投資銀行としての評判を落とす時期が続いたことが伏線となり、今回の金融危機の際に、ベアスターンに次いで市場のターゲットとなってしまったといえよう。

図表 補論 21 は、転換期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルを示したものである。

図表 補論 21 リーマン・ブラザーズの転換期のビジネスモデル

リーマン・ブラザーズの転換期のビジネスモデル



### 3節 ラザード・フレールの事例

本節では、M&A アドバイザリー業務と投資信託業務に集中しているラザード・フレールのビジネスモデルについて考察していきたい。ラザード・フレールに関する資料が比較的限定的であること、および、転換期におけるビジネスモデルが他の事例と大きく異なることから、本節では、主として転換期におけるラザード・フレールのビジネスモデルについて考察する。

#### 3-1 沿革

ラザード・フレールの沿革については、同社の Web サイト、Carroso (1970)、Geisst (1997)、Morrison & Wilhelm (2007a) などを参考に記述していく。

ラザード・フレールの起源は、1848 年に創業者であるアレキサンダー、エリー、サイモンの 3 兄弟が、フランスのロレーヌ地方から米国ニューオリンズに移住し、資本金 9,000 ドルでラザード・フレール商会 (Lazard Frères & Co.) を設立、穀類・綿等の貿易を扱ったことに遡る。その後まもなくラザード兄弟はゴールドラッシュで活気のあったカリフォルニア州サンフランシスコに移り、融資や外国為替等の金融業務に重点を置く業務にシフトしていく。顧客層も、当初は個人顧客が中心であったが、しだいに法人顧客との取引が増えていった。

その後、ヨーロッパでのビジネスを展開するため、1852 年にラザード兄弟のひとりがフランスに帰国し、フランス政府の金の購買をアドバイスする目的で Lazard Frères et Cie. をパリに開設する。

1856年には、ラザード兄弟の従兄弟であるアレキサンダー・ウィルが米国に渡り、会計・簿記担当として入社する。その後も同社の米国における事業は成長を続け、南北戦争期には裁定取引も始めている。1870年にはロンドンにも支店を開設する。業務内容も、1876年までには金融業務に特化するようになり、1880年には創業者兄弟の従兄弟にあたるアレキサンダー・ウィルがラザードの業務を引き継ぎ、本拠地もサンフランシスコからニューヨークに移転する。

20世紀初頭には、アレキサンダー・ウィルの息子デビッドとラザード兄弟の息子たちがパリでラザード・フレールの経営に携わるようになる。ラザード家には男子の後継者がいなかったことから、第二次世界大戦前にはデビッドが唯一のシニアパートナーとなる。その後、デビッドの息子であるピエールが1927年にパリ・オフィスのパートナーに就任するが、1940年代にナチスドイツの迫害を逃れニューヨークに移る。この時、後にラザード・フレールのその後の成長に大きく貢献するアンドレ・メイヤー（当時のパリ・オフィスのパートナー）もピエールとともに米国に渡った。その後、第2次大戦の終戦まで彼らは米国支店に注力する。

1944年にピエールはフランスに帰国するが、メイヤーはそのまま米国に残り、1950年代、60年代にラザード・フレールはメイヤーのリーダーシップのもとでM&Aアドバイザリー・ファームとしての地位を確立していくことになる。ガイスト（2001）は以下のように記述している。

ITTのM&A活動を支える主な投資銀行はクーン・ローブとラザード・フレールで、ラザード社は攻撃的な企業買収に積極的に臨んでいた。1950年代当時、ラザード社を指揮していたのはフランス人のアンドレ・メイヤーと腹心のフェリックス・ロハティンで、メイヤーは1960年代初頭、ウォールストリートで伝説的な人物となっていた。メイヤーとロハティンは、ITTの一連の買収に手を貸しながら莫大な手数料を手にした。ITTは多くの異業種を傘下に収め、コングロマリットとしての成長は衰えることはなかった（ガイスト、2001、p.353）。

Morrison & Wilhelm（2007a）も、メイヤーがラザード・フレールをM&Aアドバイザリー・ファームとして確立させた人物として記述している。彼らによれば、1960年代のもっとも卓越したM&Aアドバイザリー・ハウスはラザード・フレールであり、それを実現したのがメイヤーであったとする。メイヤーは1940年にフランスのヴィシー政権から米国に逃れ、米国ラザード・フレールの業務に従事した。しかし、彼は当時のラザード・フレールのビジネスの仕方に不満であった。当時のラザード・フレールは、他の投資銀行と同様にアドバイザリー業務は引受け業務のサポートであり、アドバイザーとしての報酬を受け取っていなかった。メイヤーは、このやり方が知恵のないものと考え、英国のマーチャント・バンクのように企業への投資や経営関与などを



通して企業業績を向上させることで報酬を得る方向に舵を切った。1960 年代の M&A ブームを背景に、ラザード・フレールは多くの手数料ベースの M&A アドバイザリー業務を獲得していった。1966 年~1969 年における M&A 手数料は 210 万ドルにのぼっている。

その後 1970 年に資産運用会社（Lazard Asset Management : LAM）を創設する。この資産運用業務と M&A 業務が現在のラザード・フレールの主要業務となる。

アンドレ・メイヤーが病気を患ったため、1977 年に、ピエール・ウィルの息子であるマイケル・デビッド・ウィルがニューヨーク及びパリ・オフィス両方の責任者を務める。1979 年にメイヤーが死去するが、ウィルは 1984 年に、投資銀行業務のグローバル化を見越して、それまでに第 3 者に売却していたパリのラザード・フレールの持ち分を買い戻すなど、ニューヨーク、パリ、ロンドンのラザード・フレールの統合を進め、2000 年にパリ、ロンドン、ニューヨーク・オフィスを統合して、ラザード LLC を形成した。

2002 年に、M&A 業界の第一人者であったブルース・ワッサースタインがラザード・フレールに入社、リーダーシップをとるようになる。その後、2005 年 5 月に株式公開（ニューヨーク証券取引所）をして、157 年間の非公開企業としての幕を閉じることになる。

### 3-2 業務内容

ラザード・フレールは、本論文で定義する投資銀行と同じく、引受け業務、トレーディング業務、M&A アドバイザリー業務、資産運用業務を行っていたが、2005 年の株式公開時に、引受け業務とトレーディング業務を本体から切り離した。したがって株式公開後のラザード・フレールの業務は M&A アドバイザリー業務と資産運用業務だけとなっている。

2005 年の同社の年次報告書には、“We are a focused company”として、以下のように明確に財務アドバイザリー業務と資産運用業務の 2 つの業務に集中する旨が記載されている。

We concentrate on solving complex financial problems and executing specialized investment strategies through two primary businesses: Financial Advisory and Asset Management. Our distinguished track record and distinctive philosophy enable us to secure key advisory roles on some of the most important, complex, and recognizable mergers and acquisitions and corporate restructurings of our time. Our growing Asset Management business is equally respected for its consistent approach, rigorous discipline, and focus on delivering superior investment performance (Lazard Freres 年次報告書、p.1) .

（弊社は2つの主要なビジネス、つまり、複雑な金融上の課題を解決することと（財務アドバイザリー）および高度な投資戦略を実行すること（資産運用）に注力する。弊社の顕著な実績や特色ある哲学によって、市場の注目を集めるような重要かつ複雑なM&A取引や企業の再構築において主要な役割を果たすことがで

きている。同様に、弊社の資産運用ビジネスも、そのブレないアプローチ、厳格な投資原則、高度な投資成果への注力によって高く評価されている。）（筆者訳）

ラザード・フレールが2つの業務に如何に集中しているかということは、Morrison and Wilhelm（2007a）が示しているモルガン・スタンレーとの部門別収益比較で明らかである（図表 補論22）。

図表 補論 22 ラザード・フレールとモルガン・スタンレーの業務内容比較（2004 年）

	ラザード・フレール	モルガン・スタンレー
投資銀行	54%	14%
財務アドバイザー	51%	5%
引受け	3%	9%
トレーディング・自己勘定投資	4%	43%
トレーディング	2%	23%
投資	1%	2%
手数料	0%	8%
金利・配当収益	0%	9%
資産運用＋証券事務サービス	40%	26%
運用手数料	36%	19%
コミッション	4%	6%
金利・配当収益	0%	1%

（出所）Morrison and Wilhelm (2007a), p.33.

2つの業務に集中するにあたって、2005年の年次報告書には以下のような戦略がとられた旨が記述されている<sup>20</sup>。

- ① 2002年以来、人的資本の拡充を図る目的で、顧客との強い関係や産業などの分野で高い専門性を有するシニアなプロフェッショナルを増加してきている。実際、2002年12月～2005年12月までの3年間で79名のマネジング・ディレクターを採用、2002年12月までに比べ40%の純増を実現した
- ② オランダ、カナダ、オーストラリア、中国に拠点をつくったほか、アルゼンチン、ブラジルで事業提携を行うなど、積極的にグローバル展開を図った（2010年の年次報告書によると、26か国41都市で活動を行っている）

また、2010年のラザード・フレールのプレゼンテーションによると、2つの業務の活動内容について以下のように報告されている<sup>21</sup>。

### ① 財務アドバイザー

ターゲット顧客

企業、政府、公的な運用基金、機関投資家、富裕投資家、金融機関

特徴：

- ・何千人にのぼる CEO や CFO、あるいは役員と定期的に会合を持つ
- ・100 万ドルを超えるアドバイザー・フィーの顧客数は 255 社
- ・在任期間が長期となっているマネジング・ディレクターは 140 名

### ② 資産運用

ターゲット顧客

企業、政府、公的な運用基金、機関投資家、富裕投資家、金融機関

特徴

- ・リサーチの対処となっている企業は 3000 社超
- ・1000 社を超える企業と直接会見して投資
- ・80 か国の企業に投資

人力的には、2010 年 12 月末時点で総勢 2,332 名の従業員となっている。そのうち、財務アドバイザー部門のマネジング・ディレクターが 129 名、プロフェッショナルが 673 名となっており、資産運用部門のマネジング・ディレクターが 64 名、プロフェッショナルが 315 名という構成になっている。

同社の Web サイト<sup>22</sup>には同社の強みとして、以下のような諸点をあげている（原文は英語、日本語は筆者が要訳）。

#### ① 経験の高い人的資源 (Experienced People)

顧客関係や各分野の高い専門性をもったシニアな人材を他のどの投資銀行より多く提供できる（実際、同社のシニアな人材には、大手弁護士事務所や公認会計士事務所、投資銀行、企業、政府関係機関などでシニアなポジションにあったプロフェッショナルが多く存在する－筆者注）。

#### ② 独立性 (Independence)

財務アドバイザーと資産運用に業務を絞っているのも、引受け、トレーディングやセールスなど総合的なサービスを提供している他の投資銀行が直面する顧客との利益相反の発生のおそれがない。

#### ③ 評判 (Reputation)

150 年を超えて築かれたブランド力とグローバルな能力と地域に関する知識を組み合わせたサービスをベースとして高い評判を得ている。

#### ④ 業務の集中 (Focus)

財務アドバイザーと資産運用業務に集中しているため、多くの顧客だけでなく、

この業務に関心のある優れた人材を惹きつけることができる。

⑤ グローバルな展開と地域におけるリレーションシップ (Global Presence and Local Relationship)

各地域の顧客とのリレーションシップを担当するシニアなプロフェッショナルとグローバル・ベースの各分野のプロフェッショナルが協働することで、地域に根ざしたグローバル展開が可能となる。

⑥ バランスした収入源 (Balance)

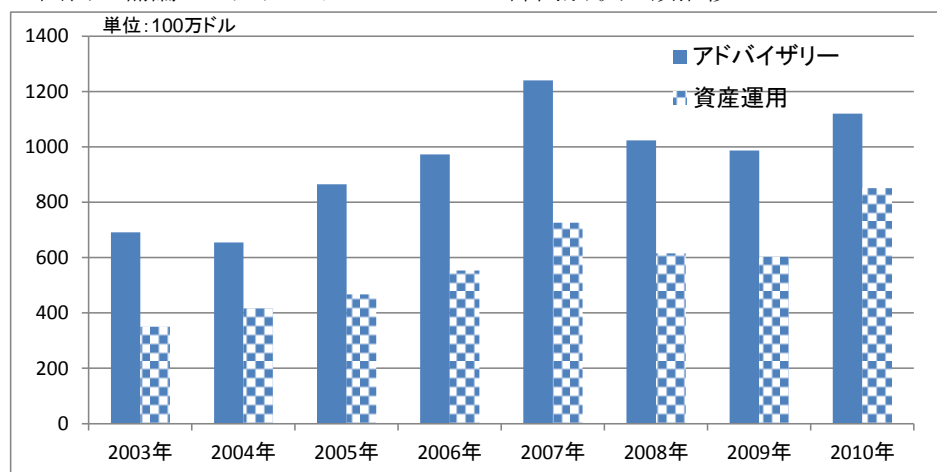
財務アドバイザー業務には、M&A アドバイザリーだけでなく、企業再建のためのアドバイザー業務があるので、景気循環から生じる収入の変動を縮小できる。また資産運用業務からの収入が安定性を高める。さらに地域的に分散投資していることも安定性に寄与する。

⑦ 強い文化 (Strong Culture)

独立性の高い会社で2つの業務をコアとすることで、その分野に高い専門性と経験を有するプロフェッショナルに高いモチベーションを与えることになり、それがチーム力につながっている。多くの顧客との長期にわたる取引関係はその証左といえよう。

実際、図表補論 23 にあるように、ラザード・フレールの2つの業務は順調に伸びている。2008年9月のリーマンショックで2009年の収入は減少しているが、致命的ではなく、2011年には回復している。

図表 補論 23 ラザード・フレールの部門別収入額推移



(出所) Lazard Freres, Annual Report 2005 および 2010.

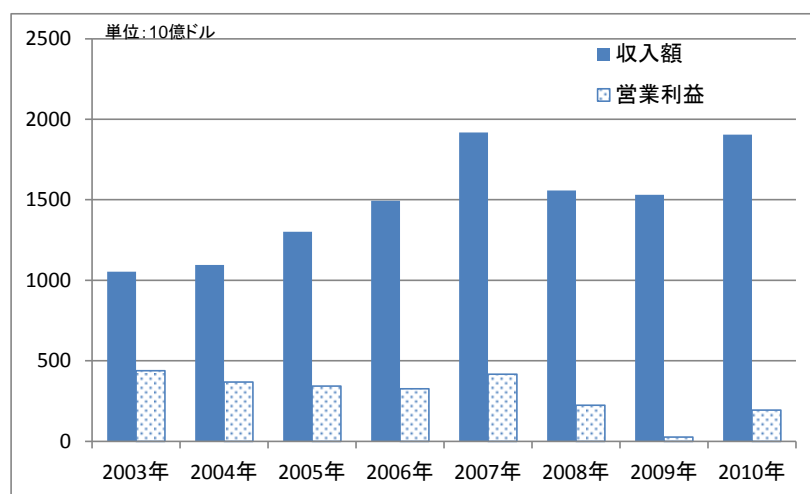
### 3-3 業績

ラザード・フレールは上述のように財務アドバイザーと資産運用業務の2つに絞っているため、他の投資銀行のような証券在庫のための外部借入れも必要ではなく、流動性の面で大きなリスクにさらされることはない。ただ、財務アドバイザー業務はフローの

ビジネスであるので、景気の変動にさらされやすく、その分安定性を欠く。それを資産運用でカバーすることになるが、市場が低迷あるいは大幅に悪化すると、資金が運用ファンドから流出するというリスクもある。

図表補論 24 に示されているように、2008 年 9 月のリーマンショックで引き起こされた金融危機の影響で、2008 年と 2009 年は収入額こそ大きな落ち込みはないが、人件費などの経費を差し引いた後の営業利益は大幅に落ち込んでいる。

図表 補論 24 ラザード・フレールの収入および営業利益推移



(出所) Lazard Freres, Annual Report 2005 および 2010.

一方、バランスシートについては、図表補論 25 にあるように、流動比率が 177.3%、自己資本比率が 16.6%と、流動性の点でも、また財務の安全性の点でも良好な形となっている。とくに、31.5 億ドルの総資産に対して、現金等価物が 9.3 億ドルと 30% 近くにのぼっていることは、流動性の点できわめて堅牢だということができよう。

図表補論 25 ラザード・フレールのバランスシート

流動資産 2,415	流動負債 1362
	流動負債 1262
固定資産 734	自己資本 523

(出所) Lazard Freres Annual Report, pp.80-81 より筆者作成.

### 3-4 ラザード・フレールのビジネスモデル

上述したように、ラザード・フレールのビジネスモデルは M&A を主体とした財務アドバイザーと資産運用という 2 つの業務に特化したモデルである。歴史的には、他の投資銀行と同じく引き受けやトレーディングを含めた投資銀行業務に携わっていたが、2005 年に株式公開を行った際に、これらの業務は切り離している。

その意味で、取扱商品こそ証券引受け業務という伝統的な投資銀行業務を扱ってはいないものの、基本的なビジネスモデルは生成期の投資銀行のモデルに以下の点できわめて相似しているといえよう。

#### ① 顧客の利益を優先するモデルであること

M&A や企業再構築などに関する財務アドバイザーは、顧客のアドバイザーとしてさまざまなアドバイスを提供するもので、自己の利益は提供するサービスの対価であり、その意味でエージェント業務である。また資産運用業務も、機関投資家などの資産を預かって資産を運用するもので、基本的に顧客利益と相反しない。とくに、資産運用のためのアナリストは、証券会社のリサーチ部門と異なり、アナリストの分析内容を投資家には公表しない。あくまでも、資産運用のためのアナリストであり、その意味でも顧客（この場合は証券発行顧客）とのコンフリクトも生じない。

#### ② 暗黙知や高い専門性を武器にしていること

生成期の投資銀行商品やサービスは、現在のように投資銀行商品（引き受け）がコモディティ化していなかったことから、徒弟制度的な教育で醸成された暗黙知が顧客や投資家からの信頼確保に有益であった。財務アドバイザーは、個々の企業の状況によって処方箋が異なってくるという点で、アドバイザーの持つ暗黙知や経験は極めて有益であるだけでなく、差別化の要因にもなり得る。

資産運用についても、さまざまなテクニックが開発されてきているとはいえ、アクティブ運用は個々のアナリストによって異なった運用結果となる。その点でも高い専門性と経験が求められる。

#### ③ 基本的に大きな流動性リスクも信用リスクもとらない

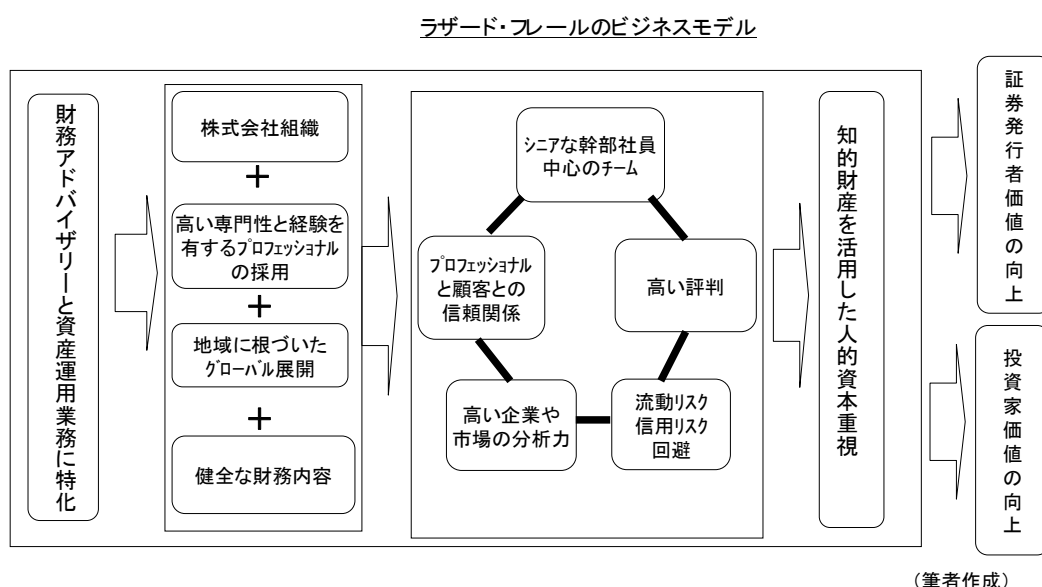
生成期のビジネスモデルでは、シンジケートを活用することで引き受けリスクの軽減を図っていたし、モルガン・スタンレーなど大手はトレーディングにも基本的には消極的であった。財務アドバイザーや資産運用業務は、その意味でもリスク回避型の業務である。実際、ラザード・フレールの財務内容は極めて健全であった。

以上の視点から、ラザード・フレールの現在のビジネスモデルは「知的財産を活用した人的資本重視」のビジネスモデルといえよう（図表 補論 26）。

実際、ラザード・フレールの日本の拠点でシニアなポジションにいた日本人にインタビューしたところ、このモデルの裏付けをするような以下のコメントを得ることができた。

ラザード・フレールの活動の牽引者の多くは外部から入社したベテランのプロフェッショナルたちである。彼らは、特定の顧客と親密な関係を持っているか、特定の産業あるいは M&A アドバイザリー業務で豊富な経験と知識を持っている人たちが多かった。彼らは、ラザード・フレールで昇進をしようというのではなく、自分の持っているエキスパティーズを活用できる場を求めて、ラザード・フレールに入社している。もちろんボーナスは成果主義になっているが、みんな顧客の方を向いて仕事をしていた。また若いプロフェッショナル達はこれらのシニアなプロフェッショナルから何かを学ぶ姿勢が強く、社内のムードはとてもよかった。

図表補論 26 現在のラザード・フレールのビジネスモデル



#### 4節 小括

補論では、単一事例研究の限界を補完する目的で 3 社の事例研究を行った。ゴールドマン・サックスはモルガン・スタンレーとならぶ最有力の投資銀行であり、基本的なビジネスモデルは同じであるといえる。ただ、ゴールドマン・サックスの方がもともとトレーディングに馴染みがあることやシドニー・ワインバーグという超長期のリーダーシップの影響で顧客第一主義が社内に浸透していたことから、発展期ではエージェント業務とプリンシパル業務をうまくバランスさせていたといえよう。また、転換期についても、株式公開が 1999 年と他の投資銀行に比べ 10 年以上も遅れたことから「プリンシパル業務重視の金融資本」モデルへの移行はその分遅くなったことや、モルガン・スタンレーのような大きなリーダーシップ間の確執や多数の有能なパートナーの流出がなかったことから、リーマンショック時のネガティブ・インパクトもモルガン・スタンレーに比べて小さかったといえよう。実際、当時のメディアは、リーマン・ブラザーズの次のターゲットをモルガン・スタンレーとしており、ゴールドマン・サックスはその後のターゲットとみていた<sup>23</sup>。

しかし、ゴールドマン・サックスの転換期におけるビジネスモデルは「プリンシパル業務重視の金融資本」モデルであり、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデルの構成要素が有機的に機能しないという本質的な側面ではモルガン・スタンレーと大きな差異はなかった。

一方、リーマン・ブラザーズは、ピーターソンがリーダーシップを取った最初の5年間は彼がさまざまな社内改革やクーン・ローブの買収などを断行したことから、極めて順調に業績を伸ばした。しかし、トレーディング部門長との深い確執やパートナー間の対立などリーダーシップに乱れが生じ、最終的には「金融資本を目指した規律のない投資銀行」モデルともいべきビジネスモデルになっていく。転換期では親会社がリーマン・ブラザーズを分社化したために、ふたたび、リーマン・ブラザーズとしての独立を得ることになるが、利益の大幅な向上を目指してリスクの高い自己勘定取引、中でも1990年代から参入していた住宅ローンや資産担保証券取引を拡大し、多額の在庫を有していたことが最終的に破綻の引き金となった。いずれにしても、この時期のリーマン・ブラザーズのビジネスモデルは、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスと同じく、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデルの構成要素が有機的に機能しない「プリンシパル業務重視の金融資本」モデルであった。

これと対照的なビジネスモデルがラザード・フレールである。引き受け業務やセールス・トレーディング業務、リサーチ・サービスも行わず、財務アドバイザーと資産運用の2つの業務に集中している。そのため、大きな資本も必要でなく、財務的にも健全性を維持している。その意味では、生成期のビジネスモデル、つまり、「人的ネットワークを重視した人的資本」モデルに近い。財務アドバイザー業務では、純粋にアドバイザーに徹して、ブリッジローンや証券引受けには関与しない。あくまでも顧客へのアドバイザーから収益をあげるモデルである。このため、顧客との利益相反が起こるおそれは生じない。

資産運用にしても、機関投資家を主たる顧客として、株式や債券をはじめとして様々な金融資産運用サービスを提供している。引受け業務を行っていないため、引き受け顧客との利益相反は起こらないうえ、市場や企業を分析する専門的な知識や経験はファンドへの出資者のためにのみ提供するため、一般の投資家との利益相反も生じない。もちろん、まったく利益相反の可能性がないとはいえず、ファンドの出資者が法人企業の場合には利益相反のおそれはある。ただ、その程度はプリンシパル業務を行っている投資銀行に比べはるかに低いといえる。

いずれにしても、ラザード・フレールのビジネスモデルは、「知的財産を活用した人的資本」モデルであり、戦略、組織構造、コア人材などのビジネスモデル構成要素を有機的に機能させたビジネスモデルということができよう。

以上の3社の事例を比較検討していくと、本論の8章で述べたように、ゴールドマン・サッ



クスやリーマン・ブラザーズの2社の転換期におけるビジネスモデルは、規模と範囲の経済を追求する金融資本重視の戦略を採ったものの、戦略、組織構造、リーダーシップ、コア人材、組織間ネットワーク、顧客リレーションシップ・マネジメントというビジネスモデル構成要素が有機的に機能することがないモデルであったといえることができる。また、モルガン・スタンレーと同様に、部門に権力を与えたフラットな分権組織構造のままで、信用リスクを取っていったという「戦略と組織のミスマッチ」が起これ、それが、信頼の構造の崩壊をもたらしたという点でもモルガン・スタンレーのビジネスモデルと相似していたといえる。

一方、リーマンショック時でも業態の変更を迫られなかったラザード・フレールのビジネスモデルには、この2つの要因が当てはまらないことがわかる。

もちろん、ラザード・フレールは全従業員数が2,300名強と、他の3社より圧倒的に小さい、つまりニッチ・プレーヤーだからこそできるビジネスモデルだということも否定しない。しかし、業務内容に組織をマッチさせることで規模の拡大は可能であること、つまり、ラザード・フレールのような組織と信用リスクを取る業務に適した組織を区別する（形式はホールディング・カンパニーなど）ことで規模の拡大も可能ではないだろうか。投資銀行ビジネスモデルは崩壊したとしても、投資銀行業務は今後とも重要な役割を果たしていく。戦略と組織をマッチングさせることで、規模の拡大と投資銀行業務は両立できると考える。

---

<sup>1</sup> Endlich (1999) p.37

<sup>2</sup> Endlich (1999) p.47

<sup>3</sup> Groysberg & Snook (2007) p.7

<sup>4</sup> Endlich (1999) p.55

<sup>5</sup> エリス (2010 上) 66 頁

<sup>6</sup> エンドリック (1999) p.93 頁

<sup>7</sup> エリス (2010 上) 113 頁

<sup>8</sup> エンドリック (1999) 97 頁

<sup>9</sup> エンドリック (1999) 95 頁

<sup>10</sup> エンドリック (1999) 41 頁

<sup>11</sup> エリス (2010 上) 306 頁

<sup>12</sup> エンドリック (1999) 171 頁

<sup>13</sup> New York Times Web サイト

(<http://www.nytimes.com/1991/07/25/business/market-place-3-at-goldman-leaving-were-in-vulture-fund.html?scp=2&sq=water%20street%20corporate%20recovery%20fund%20goldman%20%20sachs&st=cse>)

<sup>14</sup> エリス (2010 下) 322 頁

<sup>15</sup> エリス (2010 下) 440 頁

<sup>16</sup> New York Times Web サイト

(<http://www.nytimes.com/1997/07/13/business/big-wall-st-banks-gallop-in-guns-ablaze.html?scp=1&sq=goldman%20sachs%20tissen%20hostile%20takeover&st=cse>)

<sup>17</sup> オーレッタ (1987) 57 頁

<sup>18</sup> オーレッタ (1987) 57 頁

<sup>19</sup> Sorkin(2009) p.25 およびソーキン(2010) 39 頁

<sup>20</sup> Lazard Freres 2005 年次報告書

<sup>21</sup> Lazard Freres Presentation December 7, 2011

<sup>22</sup> Lazard Freres の Web サイト (<http://www.lazard.com/index.aspx>) より引用。

<sup>23</sup> モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスについては Sorkin (2009) Chapter 17 および Chapter19 に詳しく記述されている。

## 参考文献

- Afuah, A. (2004) *Business Models: A Strategic Management Approach*, McGraw-Hill Irwin
- 秋元英一 (1995) 『アメリカ経済の歴史 1492－1993』 東京大学出版会
- Allen, F. and Gale, D. (2001) “*Comparing Financial Systems*” The MIT Press
- 安室憲一他 (2007) 『ケースブックビジネスモデル・シンキング』 文眞堂
- Anand, B. and Galetovic, A. (2000) “Relationships, Competition and the Structure of Investment Banking Markets” *Harvard Business School Competition & Strategy Working Paper Series #01-038*
- Anand B. and Galetovic, A. (2002) “Investment Banking and Security Market Development: Does finance Follow Industry?” *Working Paper W/P 01/90*, International Monetary Fund,
- Andrews, K.R. (1971) *The Concept of Corporate Strategy, Revised Edition*, Richard D. Irwin, 1980 p.69 (中村元一、黒田哲彦訳『経営幹部の全社戦略』産能大学出版, 1991 年)
- Ansoff, H.I., (2007) *Strategic Management, Classic Edition*, Dorothy W. Ansoff Trustee, (田中英之他訳『アンゾフ戦略経営論[新訳]』中央経済社, 2007 年)
- Aoki & Dinc (1997) “Rational financing as an Institution and its Viability under Competition” *CEPR publication No488*
- 青木昌彦・ヒューパトリック・白鳥正喜 (1996) 『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社
- 青野正道 (2003) 『金融ビジネスの歴史—金融技術の制度化と再構築—』中央経済社
- 浅羽良昌 (1996) 『アメリカ経済 200 年の興亡』東洋経済新報社
- 有澤広己・脇村義太郎 (1977) 『カルテル・トラスト・コンツェルン』お茶の水書房
- Auerbach, J. and Hayes, S.L. (1986) *Investment Banking and Diligence : What Price Deregulation?*, Harvard Business School Press, Boston (佐合絃一他訳『投資銀行業の変貌』同文館、1988 年)
- オーレッタ・ケン (1987) 『ウォール街の欲望と栄光—リーマン・ブラザーズの崩壊—』日本経済新聞社
- Bar-Isaac, H. “Something to prove: reputation in teams,” *The Rand Journal of Economics*; Summer 2007; 38, 2; ABI/INFORM Global
- Barnard C.I. (1971) *The Functions of the Executives* (山本安次郎他訳『経営者の役割』ダイヤモンド社、2011 年)
- バーナード (関口操他訳) 『バーナード組織と管理』慶應通信 (1972)
- Barney, J.B. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Second Edition*, Pearson Education. (邦訳、:バーニー:『企業戦略論(上巻)』岡田正大訳、ダイヤモンド社 2003 年)

- Beard, P. (2007) *Blue Blood & Mutiny The Fight for the Soul of Morgan Stanley*, Harper Collins Publishers. New York
- Blake, R.R. & Mouton, J.S., (1965) *The Managerial Grid*, Gulf Publishing Company (上野一郎監訳『期待される管理者像』産業能率短期大学出版部、1965年)
- Bloch, E. (1989) *Inside Investment Banking Second Edition*, Beard Books. Washington D.C.
- Bogle, J.C. "Editorial, Individual Stockholder, R.I.P.", Wall St. Journal, Oct. 3, 2005.
- Boot A. (2000) "Relationship Bankig: What do we know?" *Journal of Financial Intermediation*.
- Boot A. and Thakor, A. (2000) "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, April 2000
- Boyer, R., (2011) *Finance et Globalisation* (山田鋭夫他訳『金融資本主義の崩壊－市場絶対主義を超えて－』藤原書店、2011年)
- Burns, J.M. (1978), *Leadership*, Harper & Row. New York
- Burrough, B. & Helyar, J. (1999) *Barbarians at the Gate*, Harper & Row, Publishers, Inc. New York (鈴木敦之訳『野蛮な来訪者－RJN ナビスコの陥落(上)(下)』日本放送出版協会)
- Carosso V.C. (1970) *Investment Banking in America*, Harvard University Press (邦訳, 日本証券経済研究所訳『証券研究 55号 アメリカの投資銀行上』日本証券経済研究所(1978))
- Carosso V.C. (1970) *Investment Banking in America*, Harvard University Press (邦訳, 日本証券経済研究所訳『証券研究 56号 アメリカの投資銀行上』日本証券経済研究所(1978))
- Carosso V.C. (1987) *The Morgans: Private International Bankers 1854-1913*, Harvard University Press.
- Chandler, A.D.Jr. (1962) *Strategy and Structure*, Massachusetts Institute of Technology, (三菱経済研究所訳『経営戦略と組織』実業之日本社、1967年)
- Chandler, A.D.Jr. (1962) *Strategy and Structure*, Massachusetts Institute of Technology, 1962 (有賀裕子訳『組織は戦略に従う』ダイヤモンド社、2004年)
- Chu, F.J. (1990) The challenge and the myth of global investment banking, *Journal of International Securities Markets, Autumn*
- Chernow, R. (1990) *The House of Morgan*, The Atlantic Monthly Press (邦訳, チャーナウ:『モルガン家－金融帝国の盛衰』青木榮一訳. 日本経済新聞社 (1993年).
- Chernow, R. (1990) *The House of Morgan*, The Atlantic Monthly Press. Boston (1990) (邦訳, チャーナウ『モルガン家・上』青木榮一日経ビジネス文庫(2005年))
- Chernow, R. (1990) *The House of Morgan*, The Atlantic Monthly Press. Boston (1990) (邦訳, チャーナウ『モルガン家・下』青木榮一日経ビジネス文庫、2005年)
- Conger, Jay. A. and Rabindura N. Kanungo (1998) *Charismatic leadership*. CA: SAGE publications. Thousand Oaks, CA
- Diamond (1984) Diamond, D. W.. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, vol. 51 (July 1984)

- Davis, S.I. (2003) *Investment Banking; Addressing the Management Issues*, Palgrave Macmillan. Basingstoke, Hampshire, England
- Dunne, J. III (2002) “Investment banking and the Importance of Relationships” *Inside the Minds: Leading Investment Bankers*, Aspatore Books, Inc. Boston
- Eccles, R.G. & Crane D. C. (1988) *Doing Deals: Investment Banks at Work*, Harvard Business School Press. Boston (松井和夫監訳『投資銀行のビジネス戦略ーネットワークに見る「強さ」の秘密』日本経済新聞社 1991 年)
- Edith T. Penrose (1959) *The Theory of Growth of the Firm*, Basil Blackwell. Malden, MA (末松玄六訳『会社成長の理論』ダイヤモンド社、1980 年)
- Endlich, L.J. (1999) *Goldman Sachs; The Culture of Success*, Simon & Schuster. New York (齊藤聖美訳『ゴールドマン・サックスー世界最強の投資銀行』早川書房、1999 年)
- Ellis, C.D.: *The Partnership* (2008) *The Making of Goldman Sachs*, Penguin Press HC, New York (邦訳 齊藤整美『ゴールドマン・サックス 王国の光と影』(上)(下) 日本経済新聞出版社、2010 年)
- Fiedler, F.E. (1967) *A Thoery of Leadership Effectiveness*, Mcgrow-Hill, New York (山田雄一監訳『新しい管理者像の探求』産業能率短期大学出版部、1970 年)
- Geisst, C.R. (1997) *Wall Street: A History*, Oxford University Press (中山良雄訳・入江吉正編『ウォールストリートの歴史』フォレスト出版、2001 年)
- Ghemawat, P. (2001) *Strategy and the Business Landscape: Core Concepts*, Prentice Hall Inc. (大柳正子訳『競争戦略論講義』東洋経済新報社、2002 年)
- 郷一尚 (1999) 「専門人材の最大活用をめざす米国企業の人事戦略」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』1999 年 7 月号
- 郷一尚 (2000) 「米国専門人材育成システムから得られるインプリケーションー金融業界を中心にー」『ニッセイ基礎研究所所報特別号』 2000 年 1 月
- Greenwich Associates (2001) *Finacial Services without Borders*, Greenwich Assocaites
- Greiner, L.E. (1972) “Evolution and Revolution as Organization Grow,” *Harvard Business Review* Vol. 50(4)
- Groysberg, B. & Snook, S. (2007) “Leadership Development at Goldman Sachs,” *Harvard Business School*, 9-406-002
- Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1960) *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution
- Hamel, G & Prahalad, C.K. (1994) *Competing for the Future*, Harvard Business School Press (一條和生訳『コア・コンピタンス経営ー未来への競争戦略』日経ビジネス人文庫 2001 年)
- Hayes, S.L. *Financial Services* (1993) Harvard Business School Press (小西龍治訳『金融サービス業』東洋経済新報社、1999 年)
- Hayes, S.L. & Hubbard P.M. (1990) *Investment Banking; A Tale of Three Cities*, Harvard Business Press (細谷武男訳『世界三大市場の歴史ーインベストメント・バンキングの起源と発展、その世界戦略』TBS ブリタニカ、1991 年)

- Hayes, S.L., Spence, A.M. & Marks, D.V.P. (1983) *Competition in the Investment banking Industry*, Harvard University Press (宮崎幸二訳『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、1984年)
- Hillion, Pierre and Theo Vermaelen (2004), “Death Spiral Convertibles,” *Journal of Financial Economics*, Vol.71, pp.381-41
- 日向野 (2002) 「メインバンクは投資銀行的に」『金融ジャーナル』2002年7月号
- 日野健太 (2004) 「変革型リーダーシップ論と企業倫理」『駒澤大学経営学部研究紀要』第33号
- 平野光俊 (2004) 「組織モードの変容とコア人材のマネジメント」『国民経済雑誌』第190巻第2号,
- ホイット, E.P (1969) 『モルガン－巨大企業の陰の支配者』河出書房新社
- House, R. J. (1977) “A 1976 theory of charismatic leadership, in J. G. Hunt and L. L. Larson (Eds). “ *Leadership: The cutting edge*, Southern Illinois University Press.
- ポール・ホフマン (大澤和人監訳) (1990) 『アメリカ投資銀行の素顔』東洋経済新報社
- 淵田康之「ヘッジファンドの行方」『野村資本市場クオータリー』1998年秋号
- 淵田康之・大崎貞和 (編) (2002) 『検証アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社
- 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
- 池尾和人・池田信夫 (2009) 『なぜ世界は不況に陥ったのか－集中講義・金融危機と経済学』日経BP社
- 今井光 (2001) 「企業への財務アドバイザー・サービスこそが真髄－組織ではなくコンセプトの転換が不可欠－」『金融財政事情』2001年5月14日号
- 今井清孝(1979)『マーチャントバンカーズ<上巻>』東京布井出版
- 石原定和(1997)『米国証券市場の変貌と証券政策』千倉書房
- 伊丹敬之(2005)『場の論理とマネジメント』東洋経済新報社
- 河崎彰・西宮久雄・八反田徹・大富英生 (2001) 「価値共創のためのマーケティング－WIN-WIN リレーションシップの追求」『沖テクニカルレビュー』2001年1月／第185号 Vol.68
- 唐沢昌敬(2002)『創発型組織モデルの構築－構造によって支配された生体的秩序から、人間の意志によって支配された動的秩序へ』慶應義塾大学出版会
- 粕谷誠・伊藤正直・斎藤憲 (2010) 『金融ビジネスモデルの変遷』日本経済評論社
- 桂木明夫 (2010) 『リーマン・ブラザーズと世界経済を殺したのは誰か』講談社
- Kirkpatrick & Locke (1991) pp.48-60 Kirkpatrick S.A. & Locke E.A., “Leadership: do traits matter?”, *Academy of Management Executive*, 1991 Vol.5 No2
- Kotler, P. (1991) *MARKETING MANAGEMENT: analysis, planning, and control [Second Edition]* Prentice Hall, Inc. (村田昭治監修『コトラー マーケティング・マネ

- ジメント[第7版]』プレジデント社、1996年)
- Kotter (1998) *Leading Change*, Harvard Business Press.
- Krigman, L., Shaw, W., and Womack, K. (2001) "Why do Firms Switch Underwriters?" *Journal of Financial Economics*
- 楠井敏朗 (1990)「アメリカ資本主義とロンドン金融市場 (上)」横浜経営研究 第X I 卷 3 号
- 楠井敏朗 (1997)『アメリカ資本主義の発展構造 I 南北戦争前期のアメリカ経済』(日本経済新聞社) p.269
- Lepak & Snell (1999) The strategic management of human capital: determinants and implications of different relationships, *Academy of Management Review* 24(1)
- Levit T. (1960) "Marketing Myopia," *Harvard Business Review*, July-August, 1960 (「マーケティング近視眼」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』1982年4月号)
- Likert, R. (1967) *The Human Organization: Its Management and Value*, McGraw-Hill (三隅二不二訳『組織行動科学ヒューマン・オーガニゼーションの管理と価値』ダイヤモンド社、1968年)
- McClintock (1942) "Competitive Bidding in the Origination of Securities," *Decentralization of Securities Exchanges* Jacob O.Kamm, Boston,
- Merton, R. & Bodie, Z. (1995) *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press
- 松尾順介 (2007)「MSCBとエクイティ・ファイアンス」『桃山学院大学経済経営論集』第49巻 第3号 Vol.71.
- 御立尚資(2008)「失敗学から考えるリーマン破綻ー『もっと大きく』が招く災い」『日経ビジネス ON-LINE』2008年9月17日
- 神谷秀樹(2010)『ゴールドマン・サックス研究』文春新書
- 三浦隆之(2004)「US スチール設立時の創業者利得 : ヴェブレンとヒルファディングの違い (中)」『福岡大学商学論叢 第49巻 第1号(通巻第175号)』2004年
- 水口雅夫 (1993)「1980年代米国企業の吸収・合併運動と合併金融--企業合併と会社の支配・統治」『九州産業大学商経論叢』34, 1, 九州産業大学商学会
- 森杲(1992)「モルガン商会の経営史(上)」『経済と経営』札幌大学経済・経営学会 22(4) (1992.03)
- Morrison, A.D. & Wilhelm W.J. (2007a) *Investment Banking; Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press
- Morrison, A.D. & Wilhelm W.J. (2007b) Investment Banking: Past, Present, and Future, *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 19 Issue 1
- 中塚晴雄 (2008) 福岡大学商学論集, 第52巻 第3.4号
- Nanda, V. & Warther, V.A.(1998) *The Price of Loyalty: An Emprical Analysis of Underwriting Relationship and Fees*, Working Paper University of Chicago
- New York Times July 25, 1991
- New York Times, July 13, 1997

- 日本証券業協会（2007）『会員における引受審査のあり方・MSCB の 取扱いのあり方等について』東洋経済オンライン
- 西剛広（2008）「行動科学における変革型リーダーシップとコーポレート・ガバナンスー環境適応志向型の組織変革を目指してー」『明大商学論叢』第90 巻第3 号
- 西村友幸（1998）「連邦型ネットワークにおける組織間学習」『経済学研究』47（4）：203－218、北海道大学、1998 年
- 西村信勝（2005）『外資系投資銀行の現場』日経 BP 社
- 野中郁次郎・加護野忠男・小松陽一、奥村昭博、坂下昭宣（1978）『組織現象の理論と測定』千倉書房
- 野中郁次郎・竹内弘高『知識創造企業』（1996）（梅本勝博訳）東洋経済新報社
- 野中郁次郎・遠山亮子（編集）（2006）『知識創造経営とイノベーション』丸善
- 野々口秀樹・武田洋子（2000）「米国における金融制度改革法の概要」『日本銀行調査月報』2000 年 1 月号
- 沼上幹（2000）『行為の経営学』白桃書房
- 沼上幹（2009）『経営戦略の思考法ー時間展開・相互作用・ダイナミクス』日本経済出版社
- 沼田優子（2002）『米国金融ビジネス』東洋経済新報社
- 日本総合研究所 調査部金融調査グループ（2008）「投資銀行危機の実相と今後の方向性ーデレバレッジと原点回帰のビジネスモデルへー」『JRI News Release』No.2008-4 日本総合研究所
- 大橋陽一（1999）「南北戦争前における米国金融市場の構造」『一橋研究』
- 大崎貞和（2005）「ニッポン放送をめぐる経営支配権争奪と資本市場法制」『資本市場クォーターリー』2005 Spring pp.11
- 大澤真（2002）「事業再生におけるバイアウト・ファンドの役割ー事業再生研究機構・日本銀行共催セミナーにおける議論の概要」日本銀行ワーキング・ペーパー
- 大月博司・高橋正泰編（2003）『経営組織』学文社
- Penrose, E T.（1995）*The Theory of Growth of the Firm, The Third Edition*, Oxford University Press.（日高千景訳『企業成長の理論[第3版]』ダイヤモンド社、2010 年）
- Polanyi, M.（1958）*Personal Knowledge*, The University of Chicago Press.（長尾史郎訳『個人知識』ハーベスト社、1985 年）
- Porter, M.E.（1979）*On Competition*, Harvard Business School Press（竹内弘高訳『競争戦略論 I』ダイヤモンド社、1999 年
- Prahalad, C.K. & Hamel, G.（1990）“The Core Competence of the Corporation,” *Harvard Business Review*. May-June 1990
- Pujo Committee（1912）, *Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*
- 蠟山昌一（2001）「市場型間接金融序論」『フィナンシャルレビュー March 2001』財務省財務総合政策研究所
- 佐々木圭吾（2004）「知識ベースのマネジメント論」『経営学のフロンティア』学文社
- Scott, J.（2006）Loan Officer Turnover and Credit Availability for Small Firms, *Journal of*

- Small Business Management* 44(4),2006
- Seligman, J. (1982) *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, Boston
- 柴田 悟一 (2009) 『組織マネジメント』 東京経済情報出版
- 資本市場研究会 (2001) 『投資銀行のメカニズム』 清文社
- Shleifer & Vishny (1991) Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, *Strategic Management Journal*, Vol.12,1991
- 首藤 恵・松浦 克己・米澤 康博 (1996) 『日本の企業金融－変化する銀行・証券の役割』 東洋経済新報社
- Smithon, C., Smtih C.Jr., Wilford, D.S.(2005) *Managing Financial Risk: A Guide to Derivative Products, Financial Engineering, and Value Maximization*, Irwin, Burr Ridge, IL.
- Sorkin, A. R.(2009) *Too Big to Fail*, Viking. (加賀山卓朗訳『リーマンショック・コンフィデンシャル－追いつめられた金融エリートたち』(上)(下) 早川書房)
- Stogdill R. M (1948) "Personal factors associated with leadership; a survey of the literature." *The Journal of psychology* ,1948
- 鈴木圭介 (1988) 『アメリカ経済史Ⅱ』 東京大学出版会
- Turnbull, P.W. and Moustakatos T. (1996) Marketing and Investment Banking I: Practical and Theoretical Challenges, *The International Journal of Bank Marketing*, Vol.14
- 澤田 博光(2003) 「『顧客価値』視点での新たなビジネスモデル」『ITソリューションフロンティア』 2003 年 4 月号
- 高橋 敏明 (2001) 「ビジネスモデルに関する研究」『オフィス・オートメーション』2001 Vol,22. No.1
- 田邊 正 (2007) 「パートナーシップの生成と発展－パートナーシップの特徴を中心として－」『駒澤大学経営学部紀要』第 37 号
- 高原 敏夫 (2007) 金融ビッグ・バンによる現代金融システムの変容」『香川大学経済政策研究第 3 号』 2007 年 3 月
- 寺地 孝之 (1998 ) 『近代金融システム論』 有斐閣
- 寺本 義也 (1990) 『ネットワークパワー－解釈と構造』 NTT 出版
- 寺本 義也・岩崎 尚人編 (2004) 『経営戦略論』 学文社
- 寺本 義也・岩崎 尚人・近藤 正浩 (2007) 『ビジネスモデル革命－競争優位から共創優位へ (第 2 版)』 生産性出版
- 寺本 義也・中西 晶 (2000) 『社会知識構造と人材革命－主体形成』 日科技連
- 牛窪 賢一 (1999) 「米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷－401(k)プラン、投資信託、証券化を含む包括的整理－」『損保ジャパンクォーターリー』Vol.28-3
- 若林 直樹 (2009) 『ネットワーク組織－社会ネットワーク論からの新たな組織像』 有斐閣
- 渡部 亮 (2003) 『アングロサクソン・モデルの本質 株主資本主義のカルチャー－貨幣としての株式、法律、言語』 ダイヤモンド社
- Warren, R. L. (1967) "The Inter-organizational Field as a Focus for Investigation" *Administrative Science Quarterly*, Vol. 12, 396-419
- 山田 雄大 「ライブドアの株主重視とは？」 東洋経済オンライン



山岡徹「組織変革マネジメントと人事制度改革」『ネットワーク組織－社会ネットワーク論からの新たな組織像』 有斐閣

山岸俊男（1998）『信頼の構造－心と社会の進化ゲーム』 東京大学出版会

山本利久（2005）「マーチャント・バンク」『新潟産業大学経済学部紀要』 29 号

Yin, R.K.(1996) *Case Study Research 2/e*, Sage Production, Inc.(1994) (近藤公彦訳『ロバート K. イン ケーススタディの方法』 千倉書房

与那原健(1996)「コア・コンピタンス論の検討」『琉球大学・経済研究』第 52 号 1996 年 9 月

## URL 他

Bank of America Investment Vocaburary

(<https://corp.bankofamerica.com/documents/16307/245e63e2-a1a5-41c1-a3a8-a8e4a0399545>)

BNP Paribas Glossary (<http://www.graduates.bnpparibas.com/glossary.html>)

中小企業庁の 2005 年版中小企業白書

(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/index.html>)

Citigroup (<http://www.citigroup.com/citi/>)

Forbes

([http://www.forbes.com/2008/04/30/ceo-pay-compensation-lead-bestbosses08-cx-sd\\_0430ceo\\_intro.html](http://www.forbes.com/2008/04/30/ceo-pay-compensation-lead-bestbosses08-cx-sd_0430ceo_intro.html))

Goldman Sachs (<http://www2.goldmansachs.com/japan/>)

J.P.Morgan (<http://www.jpmorgan.co.jp/about/history/1900-1930.html>)

JP Morgan & Chase & Co. (<http://www.jpmorganchase.com/corporate/Home/home.htm>)

JRI New Release No.2008-4 2008 年 10 月 22 日号

(<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/other/pdf/2789.pdf>)

経済産業省「競争政策研究会中間報告」競争政策研究会

(<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g30214bj.pdf>)

経済産業省『国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査報告書』2008 年 4 月 (<http://www.meti.go.jp/committee/summary/0004464/g80422a02j.pdf>)

金融審議会金融分科会第二部会 2003 年 3 月 27 日

([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/base.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html))

Lazard Freres (<http://www.lazard.com/index.aspx>)

Lehman Brothers Annual Report 2007.

(<http://fclass.vaniercollege.qc.ca/~laroccag/FOV1-00043009/FOV1-00051364/Lehman%20Brothers%20yr%202007%20Annual%20Report.pdf?FCItemID=S002288FE&Plugin=Loft>)

三菱総研倶楽部（2008）

([http://www.mri.co.jp/NEWS/magazine/club/05/\\_\\_\\_icsFiles/afieldfile/2008/10/20/20080201\\_club06.pdf](http://www.mri.co.jp/NEWS/magazine/club/05/___icsFiles/afieldfile/2008/10/20/20080201_club06.pdf))

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券会社 (<http://www.sc.mufg.jp/wholesale/ibb/>)

三井住友フィナンシャルグループウェブサイト (<http://www.smfg.co.jp/aboutus/organization.html>)

Morgan Stanley (<http://www.morganstanley.com/company/timeline/index.html>)

Morgan Stanley, Form 10K 2007. P1, p.102  
(<http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/10k2007/10k11302007.pdf>)

New York Stock Exchange Glossary (<http://www.nyse.com/glossary/Glossary.html>)

New York Times (<http://www.nytimes.com/>)

日本経済新聞社の今日のキーワード  
(<http://www.nikkei.com/money/investment/toushiyougo.aspx?g=DGXIMMVEW4004002092008000001>)

日経ビジネス ON-LINE 2008 年 9 月 17 日  
(<http://business.nikkeibp.co.jp/article/manage/20080916/170634/?P=1>)

ニッセイ基礎研究所『ニッセイ年金ストラテジー』 1996  
([http://www.nli-research.co.jp/report/pension\\_strategy/](http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/))

野村ホールディングス株式会社  
(<http://www.nomuraholdings.com/jp/company/group/holdings/>)

野村証券 2002 年インベスターリレーションズ  
([http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/library/presentation/data/2002\\_1206\\_press\\_wholesale.pdf](http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/library/presentation/data/2002_1206_press_wholesale.pdf))

野村証券証券用語解説集 (<http://www.nomura.co.jp/terms/>)

大蔵省「金融システム改革」([http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/big-bang/bb24.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb24.htm))

Reuters, June 10 (<http://www.reuters.com/article/2008/06/10/hsbc-green-idUSL1014625020080610>)

山崎元の「王様の耳はロバの耳」  
([http://blog.goo.ne.jp/yamazaki\\_hajime/e/fb3700bd526657641b8fe4c74aabee9b](http://blog.goo.ne.jp/yamazaki_hajime/e/fb3700bd526657641b8fe4c74aabee9b))

## 謝辞

今回の論文の指導に当たっていただいた寺本義也先生をはじめ、山本尚利先生、キャロライン・ベントン先生に心からの感謝を申し上げます。論文が遅々として進まない状況にあっても、丁寧なご指導をいただき、先生方のご指導がなければ、この論文が完成しなかったことは明らかです。忍耐をもってご指導いただいた寺本先生、山本先生、ベントン先生には本当に感謝申し上げます。また、都度、励ましていただいた寺本先生の後期博士課程の皆様にも感謝申し上げます。さらに、我慢強く応援してくれた妻にも感謝したいと思います。

