

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

小林陽介（北海道大学大学院）

1980年代以降、金融部門は、実体経済の動向から相対的に独立し、近年では、しばしば（金融経済）が頭（実体経済）を振り回すと形容されるようになった。このような現代の金融のあり方の背景として、企業と投資銀行との関係が「リレーショナル（Relational）」な関係から「トランザクショナル（Transactional）」な関係へと変化したことが考えられる。

1960年代までのアメリカ大企業は、金融アドバイザーとして特定の投資銀行と長期固定的な関係を築き、証券発行の際には引受幹事として利用してきた。しかし、70年代以降、この関係は徐々に崩れ始め、80年代に入ると、取引ごとに最も有利な条件を提示した投資銀行を引受幹事として利用することが定着した。

この企業と投資銀行との関係の変化は、これまでも様々な観点から検討されてきた。しかし、その多くは、証券発行の増加・機関投資家の比重の増大といった資本市場の変化や一括登録制の採用といった制度の変化からの分析であり、投資銀行を選ぶ側である企業の立場から理解しようとするものは少なかった。

そこで、本報告は、引受幹事を変更させた企業側の事情を検討する。というのも、1980年代のアメリカ経済は、産業構造の変化や国際競争の激化に直面しており、アメリカ大企業は、事業の再構築を積極的に進めた時期であったからである。このような企業行動は、企業と投資銀行との関係を変化させるような諸契機を含んでいたと考えられる。

報告では、主としてMoody's Industrial Manualを用いて、引受幹事の変更を整理する。この作業から、金融子会社を通じた資金調達、ユーロ市場の利用、資本構成修正、企業合併・買収の影響などの事例が析出できるが、このうち、特に大きな要因であったと考えられるのが、企業合併・買収である。当時の大企業は、事業再構築の一環として合併・買収を積極的に行っていた。

合併・買収は、以下の点で企業と投資銀行との関係を変化させる諸契機を有していたと考えられる。第1に、現金での買収には、つなぎ資金を返済する際に証券発行を伴うことが多く、この証券発行を担うのは、買収のアドバイザーとなった投資銀行が行なうことが多い。第2に、買収の際に巨額の証券発行が行なわれることが多く、これらの証券を販売するルートを持つ投資銀行を幹事に加えることが必要とされた。第3に、投資銀行による敵対的買収へのコミットメントが高くなると、顧客企業との利害の対立が生じる可能性が存在した。

1980年代は、基幹産業に属する大企業が軒並み赤字に陥るような厳しい時期であった。そのため、競争環境の変化に対して、企業としての生き残りをかけた事業再構築を成功させることが極めて重要であった。企業は、合併・買収を成功させる可能性の高い投資銀行を選ぶ誘因を強く持っていたが、これが企業に投資銀行との関係を変更させた事情であったと考えられる。