

企業合併と投資銀行

宇野 博 二

I 第1次・第2次企業合同運動と投資銀行

アメリカでは近代的株式会社がいちじるしい発達をとげて以来、3つの大きな企業集中運動が生じている。最初の企業合同運動は世紀の転換点である1898—1903年頃に生じ、第2回目は1920年代半ばの1926—30年にみられ、第3回目は1955年頃からおこり現在なお続いている。そして第1次、第2次に共通していることは、好況期に株式ブームを背景として進行し、投資銀行が重要な役割を果たしていたことである。

発起人、金融家および債券販売人の役を兼ね備えていた投資銀行業者は1880年代および90年代においてアメリカの歴大な鉄道網をつくりあげ、再編し、統合するのに大きな役割を果たし、90年代の不況後のブームにおいてはいちじるしい進展をとげた製造業の企業合同を推進した。1901年に設立されユー・エス・スチールの形成における投資銀行家モルガンの行動はその代表である。ユー・エス・スチールは8社の合同によりアメリカ鉄鋼業の5分の3を支配する巨大企業になったのであるが、ユー・エス・スチールに統合された諸会社はその形成にあたってすでに6,300万ドルの株式をプロモーターに与えており、ユー・エス・スチールの形成でさらにプロモーターのシンジケートは1,299,975株（半分は優先株、半分は普通株）額面額129,997,500ドルに上る報酬をえ、その相当部分はシンジケートの幹事業者であったモルガン商会の手に入った¹⁾。

それは新会社に生ずる独占力を予想して発行される株式による創業利得であり、この創業利得の獲得が新会社設立の殆んど支配的な動力となっていた。この時期における企業の大規模な合同は、鉄鋼業だけでなく、石油、農

表1 製造業および鉱業における合併件数
(1895-1967)

Year	Annual Total	Year	Annual Total	Year	Annual Total
1895	43	1920	206(760)*	1945	333
1896	26	1921	487	1946	419
1897	69	1922	309	1947	404
1898	303	1923	311	1948	223
1899	1,208	1924	368	1949	126
1900	340	1925	554	1950	219
1901	423	1926	856	1951	235
1902	379	1927	870	1952	288
1903	142	1928	1,058	1953	295
1904	79	1929	1,245	1954	387
1905	226	1930	799	1955	683
1906	128	1931	464	1956	673
1907	87	1932	203	1957	585
1908	50	1933	120	1958	589
1909	49	1934	101	1959	835
1910	142	1935	130	1960	844
1911	103	1936	126	1961	954
1912	82	1937	124	1962	853
1913	85	1938	110	1963	861
1914	39	1939	87	1964	854
1915	71	1940	140	1965	1,008
1916	117	1941	111	1966	995
1917	195	1942	118	1967	1,496*
1918	71	1943	213		
1919	171(438)*	1944	324		

* 直接比較することはできない。
S.R. Reid, Mergers, Managers and the Economy, p.15.

表 2 製造業最大100社(1955年)
の合併年次別構成

重要な合同を経験した会社	
1895年以前	11
1895—1904	20
1904—1915	7
1915—1924	5
1925—1934	11
1935—1944	0
1945—1955	9
小 計	63
重要な合併のない会社	37
合 計	100

R.L. Nelson, *Merger Movements in American Industry: 1895~1956, 1959, p.4.*

機具、タバコなどでもみられ、ここでもプロモーターは大きな役割を果たしていた。そしてこの19世紀末から20世紀初頭にかけての企業合同運動によって製造業における重要産業で独占的支配を確立したのであった。

そして第2次大戦後諸外国の融資に指導的役割を果たした投資銀行家は、1920年代の繁栄期にはふたたび合併や結合にのりだした。第2次合同運動はまだ集中化の進んでいなかった公益事業、自動車製作、食品加工、小売販売業等の分野や第1次合同運動で達成した産業集中をふたたび取戻すためのものが主であったため、アメリカ経済に及ぼした影響は第1次に比べ小さく、この時期の合併の最大100社に占める割合も小さかった。この時期にも投資銀行は企業集中に重要な推進者としての役割を果たし、株式ブームを利用した創業利得の獲得は合同の主要な動機になっていた。企業合同に投資銀行は積極的な役割を果たし、しばしば実質的なプロモーターとなり、新会社の設立によりその報酬として相当額の株式を受取ると同時に、株式の販売によっても多額の利益をえていたことは多くの人により指摘されている²⁾。したがってアメリカの第1次、第2次の企業合同が株式ブームを背景として行われたのは、企業合同において投資銀行

行が重要な役割を果たしていたことと密接な関係があるといえよう。もっともこの時期には証券の引受業務を行ったのは投資銀行家だけではない。大銀行や信託会社が直接あるいは系列証券会社を創立して証券業務を積極化したと同時に投資銀行業者は銀行業務を積極化し、両者の関係は緊密化した。そのため大銀行、信託会社と投資銀行業者の間の引受業務その他をめぐる競争を激化させた一方、大銀行、信託会社の証券市場や企業金融の分野における地位をいっそう高め、その巨大な資金力を背景に企業集団の中核にのしあがるものもあらわれた。モルガン、ロックフェラーをはじめ多数の企業集団はこの時期には確立し、そのうち、ファースト・ナショナル銀行 First National Bank, チェース・ナショナル銀行 Chase National Bank, ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴ First National Bank of Chicago, ファースト・ナショナル・バンク・オブ・ボストン First National Bank of Boston 等はそれぞれの企業集団の内部において中核的地位を占めていた³⁾。しかし1929年の恐慌による株式の暴落は、金融制度の欠陥を露呈し、証券業務全般とりわけ株式取引所と投資銀行に対する批判を強めた。そして1933年には銀行法、証券法が制定され、諸金融機関の業務の兼営が禁止され、銀行業務と証券業務が分離されたことは周知のところである。

第3次の企業集中運動も株価成長の下で進行しているが、1930年代以降の資本市場の衰退により変質をとげた投資銀行はこの企業合併運動においてどのような役割を果たしているであろうか。この課題を検討するまえに順序として資本市場の変化、投資銀行業務の多様化について考察しておこう。

- 1) 鎌田正三著『アメリカの独占企業』1956年第1章、第3節「ユー・エス・スチール会社」、石崎昭彦著『アメリカ金融資本の成立』第3章、第2節「鉄鋼業における独占体の成立」

等参照。プロモーターの一般的な役割については S. R. Reid, *Mergers, Managers and the Economy*, 1968, pp.40~43.

- 2) Reid, op. cit., pp.59~60, M. Nadler, *Corporate Consolidations and Reorganizations*, 1930, pp.12~13. 等。
- 3) "Interest Groupings in the American Economy" National Resources Committee, *The Structure of the American Economy*, 1939.

II 証券発行市場の変貌

投資銀行の活動の基礎となる証券発行は銀行業務と証券業務が分離されて以後どのようになっているであろうか。表3は証券発行総額の推移およびその構成を示したものである。これによると証券発行総額は世界恐慌前の証券ブームがおこった1928~29年には126億ドルとこれまでのピークに達したが、恐慌後は激減し、30年代前半には約3分の1に低下し、多少回復した後半も60億ドルで2分の1にすぎなかった。しかし第2次大戦中は戦争のため連邦債が大幅に増加し、1940~45年

には発行総額は343億ドルとなり、戦後は連邦債が減少したため、発行総額は戦時中よりかなり低い水準で推移している。そして国民総生産の増加に対し証券発行の増加が低かったため、国民総生産に対する証券発行額の割合は、戦時中の2割を例外とみれば、最近では5%以下で戦前をかなり下回っており、証券発行は停滞的である。

これを発行主体別にみれば、連邦政府債は景気変動や戦争により大きく変動し、30年代の不況期には発行総額の3~4割、戦時中は9割を占めていたが、戦後は減少し、最近では州および地方債を下回っている。州および地方事業の増加を反映し、州および地方債は増勢を続け、発行総額に占める割合は、戦時中を除けば漸次上昇し、最近では3割を上回っている。また最近における連邦政府短期債券の増加はいちじるしい。そして連邦、州および地方債など公債発行総額は、戦後も高水準を保っているのに対し、国内会社の証券発行額は停滞しており、発行総額に占める割合は、いちじるしく低下した戦時中を除いても低下傾向にあり、最近の発行高は30

表3 証券発行総額および発行者別構成

発行総額(年平均) (10億ドル)	1919-22	1923-27	1928-29	1930-33	1934-39	1940-45	1946-49	1950-58	1959-61	1962-63
	7.1	8.3	12.6	4.9	6.1	34.3	19.5	22.4	24.8	28.1
構 成 比 (%)										
発行総額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
連邦政府	38.9	16.6	6.2	27.1	39.9	89.1	51.1	24.7	10.8	10.8
州および地方政府	13.0	16.2	11.3	21.1	17.7	2.2	11.6	24.4	31.2	33.2
外国	10.3	14.2	8.7	7.9	1.5	1.3	1.5	2.6	2.6	5.1
国内会社	37.7	52.9	64.9	42.9	38.6	8.2	34.1	43.6	44.4	40.9
社債	25.4	39.0	24.1	32.4	34.0	6.9	26.6	33.7	33.1	35.3
株式	12.3	14.0	40.8	10.5	4.6	1.3	7.5	9.8	11.2	5.5
普通株	6.3	6.8	28.5	7.4	2.0	0.4	3.9	7.1	9.4	4.2
優先株	5.9	7.2	12.3	3.1	2.6	0.8	3.6	2.8	1.9	1.4
投資会社	—	0.5	8.9	1.0	2.3	0.4	1.7	4.7	10.6	9.5
連邦政府(短期)	2.4	0.8	1.7	2.4	1.9	26.4	41.0	45.4	55.3	66.5

I. Friend, J.R. Longstreet, M. Mendelson, E. Miller, A.P. Hess, Jr., "Investment Banking and the New Issue Market", p.46.

(注) 連邦政府(短期)は発行総額には含まれていない。

年代の不況期とはほぼ同率で、20年代の5～6割に比べ4割にすぎない。特に低下のいちじるしいのは株式で、社債は3割代で殆んど変化がないのに対し、株式は普通株、優先株ともに低下し、なかでも優先株の低下はいちじるしく、普通株には景気変動による増減があるのに優先株の低下は趨勢的である。最近における会社証券の低下は、社債ではなく主として株式発行の停滞によっている。また小投資家の零細資金を集め組入株を購入するために発行した投資会社の証券発行は、恐慌および戦時中に減少していたが、60年代に入って増加し、20年代末の株式ブームを上回り発行総額の1割を占めている。

そして証券発行における公債発行の増加、会社証券特に株式の停滞という傾向は、国家独占資本主義段階における資本蓄積方法と密接な関係があることはすでに多くの人から指摘されている¹⁾。株式会社の発達を基礎とする独占の強化は、独占利潤を巨大化する一方、所謂「所有と経営の分離」による株主のレン

トナー化を進め、配当安定化政策は相対的に社外流出を低下させ、利益留保を増加させるため、独占企業の自己金融化傾向は強まってくる。と同時に独占の強化は消費基盤との対立を激化し、再生産と蓄積の条件を阻害する。このような条件の下で、資本の成長のためには新しい条件が必要であり、政府支出の増大は必須であった。巨額の政府支出の増大は、その結果作用において独占機構を維持し補強しながら、蓄積の進行を可能にしたのである。30年代以降における公債の増加はこのような事情を背景としている。そして巨額な政府支出の増大に伴う公債発行の増加は、金本位制の放棄による管理通貨体制への移行を背景として行われた貨幣の供給や、独占企業における自己金融化による社会的資金に対する需要減退により、豊富となった金融機関の資金で賄われた。最近における証券発行市場の変化は、以上のような資本蓄積機構にもとづいていた。したがって会社証券の地位の低下は、会社の資金調達方法における変化とも

表4 非金融会社の資金源泉およびその構成

資金源泉総額(年平均) (10億ドル)	1901—12	1913—22	1923—29	1930—33	1934—39	1940—45	1946—49	1946—49	1950—58
	3.3	7.6	12.3	-0.2	4.8	12.6	27.7	25.6	41.6
構 成 比 (%)									
総 額	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
内 部 資 金	55.3	60.4	54.7		97.5	80.2	64.5	63.3	56.8
利益留保	21.8	26.8	17.4		-11.4	31.7	34.0	n.a.	n.a.
減価償却	33.5	33.6	37.3		108.8	48.5	30.5	n.a.	n.a.
外 部 資 金	44.7	39.6	45.3		2.4	19.8	35.5	36.7	43.2
長 期	41.0	21.8	33.9		-5.0	-1.5	19.3	23.7	21.4
普通株	11.5	8.1	13.9		9.0	4.7	6.2	5.4	5.5
優先株	2.5	3.1	5.5		0.0	-0.1	1.1	1.2	0.9
社 債	25.0	7.2	7.1		-11.4	-6.1	6.1	11.7	10.6
抵当融資	2.0	3.4	7.4		-2.4	0.0	5.9	5.4	4.3
短 期	3.5	17.9	11.4		7.3	21.3	16.1	13.0	21.8
手形および 支払勘定 その他	7.5	14.6	3.3		-4.8	9.5	8.4	10.0	15.6
所得税債務	-4.5	1.3	7.1		6.2	1.1	4.8	} 3.0	6.2
	0.5	2.0	1.0		5.9	10.7	2.9		

I. Friend, J.R. Longstreet, M. Mendelson, E. Miller and A. P. Hess, Jr., op. cit., p.57.
R. W. Goldsmith, Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900
および Studies in the National Balance Sheet of the U. S. より,

表 5 戦後における資金源泉総額とその構成

資金源泉総額 (年平均) (10億ドル)	1946—49 22.5	1950—58 39.5	1959—61 52.5	1962—63 64.6	1964—67 87.4
構 成 比 (%)					
内 部 資 金	64.89	62.28	66.67	66.41	64.87
利 益 留 保	49.78	28.10	20.76	20.12	24.60
棚卸資産価格調整	-12.89	-3.54	-0.19	-0.19	-1.37
減 価 償 却	27.56	37.72	46.10	46.44	41.76
外 部 資 金	35.56	37.72	33.33	33.75	35.13
株 式	5.33	5.06	4.00	0.31	1.37
社 債	12.44	9.87	7.05	6.66	9.95
不動産担保貸付	2.67	1.27	2.29	4.95	3.66
銀 行 借 入	4.44	4.30	2.86	4.18	7.09
そ の 他 借 入	-0.13	0.25	0.95	0.93	1.95
買 入 債 務	7.56	10.13	9.33	8.05	6.18
納 税 引 当 金	-1.33	1.52	0.95	2.01	-0.23
そ の 他 負 債	4.89	5.82	6.10	6.81	5.15

Survey of Current Business より。

密接な関係がある。

会社の資金源泉には企業の資本循環のうち形成される利益留保、減価償却金のような内部資金と株式、社債、借入金等のように企業の外部から調達される外部資金とがある。最近における資金源泉に占める内部資金の割合は6割を超え、特に減価償却金の増加がいちじるしい²⁾。内部資金における新規資本の調達を示す利益留保は、株式会社の発達による独占の強化と株主のレントナー化を背景として現実化した、企業利潤の増加と配当安定化政策による利潤の社外流出の相対的減少のため、その絶対額は30年代の不況期を除き上昇し、戦後も増加を続けている。これに対し減価償却金は既存資本の部分的な回流にすぎず、新規の追加資本の源泉たりうるものではない。しかし固定資産の巨大化、経済的寿命の短縮化等のため減価償却金は増大し、最近では重要な資金源の一つとなっている。そして最近における減価償却の増加は1950年、54年および62年の税制改革による償却促進にもとづくところが大きく、利潤のうちから償却費の名目で控除される額もすくなくない。そ

のため留保利益の資金源泉総額に占める割合の低下を減価償却金の増加で補い、全体としての内部資金の割合は高率を維持している。しかしこのことは自己金融化率が、景気の状況により変化することを否定するものではない。減価償却金は景気の如何にかかわらず比較的安定的で一貫して増大しているが、利益留保は景気の好不況により企業利潤が変動するため増減し、資金需要も景気の状況により大きく変動する。経済成長率がいちじるしく鈍化した30年代には資金需要が激減し、利益留保の減少にもかかわらず、自己金融化率は減価償却金によりいちじるしく高率であり、戦後も1950年、55年、59年などの景気後退期に自己金融化率が高まっているのは、資金需要の減退によるところが大きい³⁾。したがって最近における自己金融化率が高いということは、内部資金の増加と対比して民間固定資本投資の成長率が鈍化しているということにもよっている⁴⁾。そして内部資金が資金源泉の相当部分を占めているということが、証券発行への依存を低めた最大の原因であるが、それだけでなく証券特に株式は外部資金のな

かでもその比率を低下している。

外部資金に占める株式の減少、借入資本の増加という傾向は、株式ブーム期を除き戦前からみられるが、戦後は一層明瞭にさえなっている。そしてこのような株式の減少は、株式会社の発達にもとづく株主のレントナー化と自己金融の進展による株式と借入資本の接近を背景とすることはいうまでもないが、直接的には株式の相対的資本コストの不利性と資本市場の変化に主としてよっている。すなわち、配当利回りは比較的安定していたのに対し、支払利率は1930年以降低下しており、40年代の税率の引上げは、配当と利子に対する企業負担の差を拡大し、さらにインフレーションによる価格水準の持続的上昇は債務者に有利に働いた等の理由により借入資本への依存を高めたにもかかわらず、自己金融の進展は負債比率を比較的安定させており、企業の財務危険を殆んど増大させなかった。そのため借入資本の資本コストは株式の資本コストと比べかなり低くなっていたのである⁵⁾。もっとも戦後50年代には利率の上昇と株価上昇により新株発行が相対的に有利となり、株式発行は一時増加し、借入資本との開きを

縮小したが、60年代に入ってその差は再び拡大している。また貯蓄の機関化による資本市場の変化は、資本需要者と供給者の相対取引的な私募(Private Placement)を発達させ、これも株式に比べ借入資本である社債の発行を容易にしていた。

私募の発達の契機は1933年の証券法(Securities Act of 1933)によって与えられた。証券法は会社証券の公募発行においてあらゆる事実を完全かつ正確に公開することを要求し、証券の発行に先立って発行企業に明確な登録届出書を準備させたため、証券の発行は以前に比し、時間と経費がかかるようになり、その上諸事実の公表が義務づけられたため、企業にとりわずらわしいものとなった。そのため証券法の規制をうけないで発行企業と機関投資家の相対取引により、募集費、発行費が少く、迅速にしかも営業上の秘密をたもちながら必要資金を調達できる私募を発達させることになった。そして1930年代より重要な地位を占めていた生命保険会社や第2次大戦後いちじるしい発達をとげた企業年金基金、投資会社等いわゆる機関投資家の資金量の増加はそれを可能にさせたのであった。

表 6 株式および社債の発行方法別構成 (単位100万ドル)

	1934—39	1940—45	1946—49	1950—58	1959—61	1962—63
証券発行総額	2,322	2,798	6,652	9,741	11,022	11,471
社債	2,045	2,368	5,195	7,535	8,230	9,921
株式	277	430	1,457	2,206	2,792	1,550
公募総額	1,892	2,102	4,217	6,201	6,931	5,944
社債	1,617	1,679	2,828	4,114	4,354	4,577
株式	275	423	1,389	2,087	2,577	1,367
私募総額	430	697	2,435	3,540	4,091	5,527
社債	428	689	2,368	3,421	3,876	5,344
株式	2	8	67	119	215	183
私募の証券発行 総額に占める割合(%)						
総額	18.2	24.9	36.6	36.3	37.1	48.2
社債	20.9	29.1	45.6	45.4	47.1	53.9
株式	0.7	1.9	4.6	5.4	7.7	11.8

S.E.C. Annual Report より。

(注) 年平均額。

企業合併と投資銀行

私募による証券発行は増加し、1930年には証券発行総額の2割前後であったが、最近では約5割に達している。特に多いのは社債で最近における発行社債額の半分以上は私募であるのに対し、株式でも増加しているとはいえ社債と比べいちじるしく低い。これは根本的には株式は危険負担証券であり、企業危険の究極の負担者はあくまで私的所有の最終単位である個人所有であるという証券の性格によることはいうまでもないが、長期資本市場で最大の資金を擁している生命保険会社の資金運用上の規制や資金の性格からインフレによる減価という社債投資の不利をそれ程感じなかったということにもよっている。そして最近における株式の私募の増加は、生命保険会社ではなく、戦後急速に発達した企業年金基金や投資会社によっているのは、これら機関投資家の資金運用上の規制が少く、しかも資金の性格からインフレによる減価に対処する必要があったためである。もっとも最近における企業年金基金、投資会社等機関投資家の保有証券のいちじるしい増加は、必ずしも

発行時における私募によるものではない。特に株式所有の増加は証券市場からの購入によるところが大きく、そのため証券の流通市場にも大きな影響を及ぼし、「第三の市場」といわれる上場銘柄の取引所外取引の増大、優良銘柄株の株価上昇等の現象をもたらしている⁶⁾。なお私募による発行規模は、相手が特定の機関投資家であるため資金量に限界があり、一般公募にくらべて小さい。1935~49年に私募で発行された社債の72%が500万ドル未満であり、株式では100万ドル未満が普通株の70%、優先株の50%を占めており、その後も拡大の傾向はみられない⁷⁾。

しかし証券発行方法の変化は私募の増加だけではない。競争入札制にもよっている⁸⁾。証券取引委員会は1941年公益事業持株会社法にもとづき公益事業持株会社とその関係子会社に対し、規則U I 50を適用し、登録された持株会社とその子会社のすべての証券は、競争入札によって売り出されねばならなくなった。これに続いて1944年には州際商業委員会が鉄道会社の債券——株式発行はこの規定か

表7 社債および株式の純購入の投資家別構成

	1901-12	1913-22	1923-27	1928-29	1930-33	1934-39	1940-45	1946-49	1950-54	1955-58	1959-61	1962-63
社債総額(年平均) (10億ドル)	0.8	1.2	0.9	1.6	0.2	-0.3	-0.7	3.3	4.2	6.0	5.5	6.4
総額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
非保険型年金基金	-	0.2	0.3	2.0	4.6			9.7	22.1	23.8	24.2	21.1
生命保険会社	12.5	6.7	12.7	25.1	64.5			89.7	59.1	37.2	38.8	41.4
州及地方政府信託基金	-	-	-	0.2	1.3			1.7	7.7	10.9	26.7	35.2
投資会社	-	0.2	0.6	2.5	-9.5			-0.1	1.6	2.5	4.2	3.1
その他機関及外国人	36.4	10.5	24.0	-3.1	-53.6			21.8	13.8	8.8	-2.4	-3.1
個人	51.1	82.4	62.3	73.3	92.7			-22.9	-4.2	16.7	7.9	2.3
株式総額(年平均) (10億ドル)	0.6	1.0	0.6	5.9	0.7	0.3	0.4	2.0	3.0	3.6	4.3	1.7
総額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
非保険型年金基金	-	0.1	0.3	0.3	0.5	2.0	10.0	5.6	14.6	28.3	46.9	129.4
生命保険会社	0.3	-0.1	0.3	2.1	8.9	-	6.7	8.8	8.0	1.4	7.0	17.6
州及地方政府信託基金	-	-	-	-	-	0.2	0.3	0.3	0.9	2.1	3.1	11.8
投資会社	-	0.1	4.0	26.0	32.8	2.1	-6.0	7.9	9.3	20.7	25.8	50.0
その他機関及外国人	6.9	-2.7	15.0	11.5	0.5	34.1	-15.4	6.5	10.8	10.3	14.1	35.3
個人	92.8	102.5	80.3	60.1	57.1	61.7	104.5	70.8	56.4	37.9	2.3	-144.1

Friend, Longstreet, Mendelson, Miller and Hess, op. cit., pp.70-71.

表8 産業別社債発行方法

	発行総額	私	募	競争入札	協議引受
公益事業	(10億ドル)	%	%	%	%
1935-40	7.6	21	3	76	
1941-46	7.4	22	53	25	
1947-52	16.0	31	51	18	
1953-58	22.2	29	50	21	
産業企業					
1935-40	4.9	33	0	67	
1941-46	6.0	58	0	42	
1947-52	15.4	81	0	19	
1953-58	25.2	58	0	42	
鉄道					
1935-40	1.4	6	21	73	
1941-46	2.7	8	78	14	
1947-52	0.8	9	51	40	
1953-58	0.9	8	60	32	
全会社					
1935-40	13.9	24	2	74	
1941-46	16.1	33	37	30	
1947-52	32.2	54	27	19	
1953-58	48.3	41	24	35	
1960-65		54	20-25	25-30	

Lindsay and Sametz, Financial Management, 1967, p.458.

ら除外されている——についてこの規定を適用し、さらに連邦動力委員会も電力事業会社に対し競争入札制を適用した。そのため最近における公益事業および鉄道の証券発行の約半数はこの競争入札制によっており、特に大規模な発行ではさらに高率となっている。しかしこのような法的規制のない産業関係の証券では競争入札制が採用されているものは殆んどない。したがってこの方法は公益事業や鉄道の証券発行に対する法律的強制措置がなかったなら、これほど大きな比重を占めることはなかったといえるかもしれない。しかし競争入札制の採用は、投資銀行による顧問業的機能を失わせ、発行企業と投資銀行の間に存在していた安定した継続関係を破壊するとともに証券の「規格化」を生みだした。そして私募の増加とともに投資銀行の活動領域を

縮小することになった。

以上のように資本蓄積方法の変化による自己金融の強化、証券特に株式発行の減少、機関投資家の発達を背景とする発行方法の変化等は、証券発行に重要な役割を果たしていた投資銀行の役割をいちじるしく縮小した。このような事情を背景として投資銀行の衰退ということが述べられた⁹⁾。なお最近における証券発行を業種別にみれば、20世紀初頭まで首位を占めていた鉄道は衰退し、株式、社債ともに大幅に減少し、これに代って社債では公益事業が増加し、1930年代には社債発行総額の半数以上を占めていたが、電力の減少のため戦後は低下し、産業企業の増加により最近では両者はほぼ同率となっている。他方株式では産業企業が重要な地位を占めていたが、最近では投資会社の増加により、株式発行の半ばは投資会社により占められている。

- 1) 例えば、鎌田正三著『アメリカの独占企業』第3章第2節、「ニュー・ディールを中心としてみた企業金融」、生川栄治「株式会社における自己金融の性格」『経営研究』第69号等がある。
- 2) 自己金融が歴史的にみて漸次その比率を高めたかについては議論がある。自己金融の増大を否定するものには J. Lintner, "The Financing of Corporations", E.S. Mason, ed., The Corporation in Modern Society, 1960, M.H. Miller, "The Corporation Income Tax and Corporate Financial Policies" Stabilization Policies, 1963 がありそれを批判するものに A.W. Samety, "Trends in the Volume and Composition of Equity Finance" (The Journal of Finance, 1964.9.) がある。また自己資本、他人資本に対し内部資金・外部資金の分類が重視されてきたのは自己金融の増大により企業財務における資金運用が重視されてきたことと密接な関係がある。
- 3) 中村通義「戦後アメリカにおける企業資金の需給」『北大経済学研究』13巻3・4号に詳細な分析がある。

企業合併と投資銀行

表9 社債および株式の業種別発行高

	1901-12	1913-22	1923-27	1928-29	1930-33	1934-39	1940-45	1946-49	1950-58	1959-61	1962-63
社債発行総額 (年平均) (10億ドル)	0.9	1.3	3.6	3.4	1.5	2.1	2.4	5.1	7.5	8.1	9.6
	構 成 比 (%)										
総 額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
公 益 事 業	35.6	37.6	35.0	34.0	55.3	52.0	47.2	48.4	43.9	43.9	38.5
電 力	20.2	25.8	30.3	27.7	49.9	44.3	36.9	31.7	29.1	27.7	23.0
通 信	3.8	4.6	3.3	5.4	4.1	6.6	10.2	13.0	10.8	9.3	11.0
その他運輸	11.6	7.2	1.4	0.8	1.3	1.1	0.1	3.7	4.1	6.9	4.6
鉄 道	51.3	29.4	13.0	12.7	19.1	13.8	21.3	10.1	6.1	2.5	3.5
産 業 企 業	12.3	26.8	21.7	20.2	14.9	33.1	30.9	33.1	38.0	34.1	38.0
金 融 ・ 不 動 産	0.8	6.2	30.0	31.0	10.3	—	—	8.3	12.0	19.4	19.9
投 資 会 社	—	—	0.3	2.2	0.4	1.1	0.6	0.1	—	—	—
株式発行総額 (年平均) (10億ドル)	0.5	0.7	1.6	6.5	0.7	0.4	0.6	2.0	4.0	6.2	4.8
	構 成 比 (%)										
総 額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
公 益 事 業	17.6	15.6	42.3	16.0	42.8	12.7	22.4	38.2	42.8	26.8	21.1
電 力	6.0	10.5	36.4	14.1	24.8	12.7	18.6	27.0	22.6	13.5	10.8
通 信	3.5	5.1	5.9	1.9	18.0	—	3.7	11.1	19.5	12.6	9.3
その他運輸	8.0	—	—	—	—	—	—	0.1	0.7	0.7	1.0
鉄 道	28.8	8.6	2.1	3.7	5.0	0.2	0.9	—	0.1	—	—
産 業 企 業	29.7	56.5	39.9	41.6	22.2	54.1	40.3	38.9	23.0	22.1	16.0
金 融 ・ 不 動 産	23.9	19.2	13.3	14.9	5.5	2.0	16.5	6.2	7.4	8.2	7.2
投 資 会 社	—	0.1	2.3	23.8	24.5	31.0	20.0	16.8	26.7	42.8	56.0

Friend, Longstreet, Mendelson, Miller and Hess, op, cit., pp.68~9.

- 4) 産業別にみた自己金融の状況については拙稿「自己金融下の証券発行」『学習院大学経済論集』第4巻第2号参照。
- 5) J.R. Lindsay and A.W. Sametz, Financial Management, 1967, Chapter 21, Capital Structure: Trends, 市村昭三著『資本構造計画論』第5章「アメリカ企業における資本構成の実証的研究」および川合一郎著『株式価格形成の理論』第2篇第1部「戦後における株式市場の変貌」参照。
- 6) 石原定和「戦後アメリカ株式市場の構造分析」(川合一郎編『日本証券市場の構造分析』)参照。
- 7) I. Friend, J.R. Longstreet, M. Mendelson, E. Miller, A. P. Hess, Jr., Investment Banking and the New Issue Market, 1967, pp.342~3.

- 8) M. H. Waterman, Investment Banking Functions, 1958, pp.108~118, 志村嘉一訳『アメリカの資本市場』122~133頁参照。
- 9) 投資銀行の衰退を以てスウィージーのように直ちに金融資本の衰退ということはできない。投資銀行の発達過程に形成された利益集団内部における地位の変化にすぎないことは多くの人から指摘されている。例えば佐藤定幸「アメリカの金融資本」『経済研究』第18巻第4号。

III 投資銀行業務の多様化

発行市場における量的・質的变化は、投資銀行にどのような影響を及ぼしたであろうか。投資銀行固有の機能は、証券発行における発行企業と最終投資家を結ぶ仲介者として

のものであり、主なものとして証券の創造、引受、販売が含まれ、協議引受において典型的にみられる¹⁾。

証券をつくりだすという機能はもともと企業の資金需要をみとすために証券を発行する発起人もしくは企業経営者に属しており、投資銀行固有の証券の引受、資金調達という狭い意味での業務には属さない。しかし企業経営者は証券の発行について十分な経験や情報をもっておらず、投資銀行はその熟練と経験により発行する証券の種類、条件、発行時期等について発行企業に助言する立場にある。のみならず、たえず有利な仕事をさがしている投資銀行業者は、自らの顧客に繰返し売出せるだけの証券を引受けることを望んでおり、発行企業に対する助言の線を越えて、しばしば新規会社の設立あるいは既存会社の拡張を積極的に促し、業者の計画にもとづいて企業経営者が資本調達をするよう働きかけ、そのため投資銀行業者は証券発行企業の取締役会の一員になる場合も少なくない。そして証券創造への投資銀行業者の参加は、発行企業の資本調度を容易にすると同時に、投資銀行業者と発行企業の関係を緊密化し、さらに経営指導やその他の方法を通じて継続的な関係を形成させることになる。

しかし投資銀行固有の業務は証券の引受と販売である。企業が証券を最終的な投資家に売るためにはかなりの時間と販売力が必要であり、売出し中に発行企業の事情や資本市場の状況が変化するかもしれない。そのため証券の発行には費用がかかるだけでなくリスクを伴う。引受はこのようなリスクの負担を行うもので投資銀行の重要な機能である。すなわち証券発行を引受けた投資銀行は、発行企業から一定価格で証券を一括購入し、その代金を支払った後、その証券を最終投資家に販売するため、発行企業は証券販売過程における価格変動によるリスクから免れ、リスクは投資銀行により負担されることになる。した

がって投資銀行は、引受、販売過程におけるリスクを負うとともに、その間における発行企業に対する資金融通を行っているのである。多くの場合その資金は商業銀行からの短期借入金により賄われているが、この資金調達能力の如何は投資銀行の活動にとり重要である。銀行業務と証券業務が法律により分離された後も投資銀行が資本的にも人的にも大銀行と依然として緊密な関係を維持していた理由の一つはここにある。

証券発行に伴うリスクは発行企業、発行証券の種類、発行時期等により差はあるが、どのような引受業者も大量の証券を買入れ、売出しに伴う引受リスクを単独で負担することは容易でなく、また単独で証券の売出しを成功させることは困難である。そのためリスクの分散をはかり、資金および販売能力を増強するため、証券の引受に当り投資銀行はシンジケートを形成するのが普通である。証券発行の規模が大きき、証券の分売が容易でないときほどその必要は大きい。シンジケートは1870年代からJ・クック商会などにより大規模な発行に利用されていたが、大規模で固定的、組織的な引受シンジケートが出現し普及したのは、証券の発行規模が大きくなり、投資家の数が増加し地理的分散が進んだ第1次大戦以後であり、その後の発達において引受販売過程における投資銀行間の機能分化は進み、シンジケートの組織は強固で永続性をもつものとなった²⁾。そしてシンジケートの形成において特に重要な役割を果たすのは、シンジケートを組織し管理する幹事業者 (syndicate manager) である。幹事業者は引受業者としてせいぜい発行証券の20~40%程度を引受けるにすぎず、20%を割り10%以下であることもしばしばあるが、証券発行の規模や需要の分布等に対応できるような引受、販売チームを編成し、必要があれば価格操作を行い、証券の販売が終るまでシンジケートを指導する。発行業者は引受業者を選択するに当り、

当該投資銀行自身のもつ資金力も考慮の対象とするが、より重要なことはその組織力と経験、名声であるといわれるのもこのためである。

投資銀行により引受けられた証券は、最終的投資家に売られねばならない。そして証券の分売には多数のディーラーやセールスマンが関係しているが、証券の小売販売が重視されてきたのは第1次大戦後である。19世紀70年代までは小売販売機構をもつ業者は殆んどなく、産業証券が国内投資家を対象として発行されたトラスト形成期にリー・ヒギンソン、ハルシー、N・W・ハリス商会などのように販売機構をもった投資銀行業者も現れたが、当時の投資家はごく少数の富裕な個人や機関に限られていたため、販売機構の必要性は小さかった。しかし資金需要が増加し、供給源も以前に比べてはるかに分散的となるにつれ、証券の分売機構は重要となり、第1次大戦後は引受シンジケートが形成されるような大規模の証券発行の分売は、多数のディーラーやブローカーからなる販売グループまたは販売シンジケートにより行われるのが普通となり、販売機構をもつ業者も多数現れた。引受けた証券は、手持ち期間が長くなるほど証券市場の変動や発行企業の状況の変化等の影響をうける可能性が大きく、特に証券市場の変動は頻繁で、投資銀行の負担せねばならぬリスクは大きくなる。そのため引受業者は手持証券をなるべく早く処分するため、ニューヨークやシカゴだけでなく、各地に広汎に分散した大小さまざまな投資家と接触をもつ多数の証券小売業者が必要とされた。このような分売組織を通じてシンジケートの幹事は、証券のすみやかな分売に努力し、自分自身や仲間の参加業者が手持証券をかかえるリスクをできるだけ少なくし、資本の回収をはやめ次の取引にそなえるように努めた。したがって幹事業者としての分売能力の如何は、投資銀行の引受に伴う短期資金の調達能力とともに

引受の規模を規定する重要な要因となっていた。また幹事業者は一般への売出し価格を多数の証券小売業者とシンジケート協定で決定し、協定に違反したものには手数料支払い停止などの罰則をつけるとともに、その価格での販売を可能にできるような価格の安定化に努めた。

そして投資銀行は発行企業からの引受価格と投資家への販売価格との間の値ざや(spreads)をえたのであるが、その値ざやは発行企業の性格、発行規模の大小、発行証券の種類、資本市場の状況等によりかなりの開きがあった。発行企業が大規模で業績の好い会社のもものは、中小規模の業績の悪いものと比べて低く、普通株は優先株や社債より高く、株

表10 発行証券別投資銀行の報酬 (1951~55)

	中 数	範 囲
社 債	0.8%	0.5~7.4%
優 先 株	3.3	2.1~15.0
普 通 株	8.8	2.4~28.8

Lindsay and Sametz, op. cit., p.447.

価上昇期には下落期に比べて低い等々。例えば1951~55年における投資銀行の報酬は、中位数で販売価格の社債0.8%、優先株3.3%、普通株8.8%となっているが、その分散は大きく、最も高かった中小の鉱業会社の小規模の普通株発行の場合には29%にも及んでいる³⁾。

しかし発行市場の変化は投資銀行の業務に影響を及ぼし、投資銀行の報酬を縮小させた。発行証券に占める社債の増加は、投資銀行の

表11 発行方法別投資銀行の報酬(中数) (1951~55)

	社 債	優 先 株	普 通 株
協議発行	1.5%	4.3%	10.3%
競争入札	0.6	2.1	3.6
私 募	0.5	0.8	2.6

Lindsay and Sametz, op. cit., p.462.

取引量に占める値ざやの少ないものの割合を増加させ、発行方法における私募、競争入札、

株主割当等は投資銀行の役割を皆無にするものではなかったが、有利な値ざやをえる機会を減少させた。協議引受に比べ競争入札や私募は、社債、優先株、普通株のいずれを問わずその値ざやはかなり低くなっている。そして発行に伴う費用の縮小は、発行企業により強く要請されており、投資銀行の大きな値ざやは企業金融における証券発行を阻害する原因の一つとなっていたといわれている。

競争入札制においては引受業者による顧問的機能が失われ、投資銀行業者と発行企業間にあった継続的關係は壊されることになったが、投資銀行業者が入札を行いそれを業者の売出価格で売り出すという従来の方法は現在も継続されている。しかし競争入札制のとられる公益事業会社の証券の購入は、その大部分が豊富な資金をもつ生命保険会社その他の機関投資家により占められており、投資銀行は分売のための努力と販売経費を殆んど必要としない。そのためこの制度が導入された直後はこれら機関投資家のなかには投資資産の手当のため直接入札に参加するものも少なくなかった⁴⁾。そして機関投資家の入札価格が高ければ、発行証券はすべて落札者である機関投資家に直接わたることになるため、投資銀行などにより証券の秩序正しい売出しをおびやかすものであるという非難がなされた。また生命保険会社が直接入札により証券を購入したいくつかの例をみても、この方法に伴うリスクが投資家である生命保険会社にふりかかり、投資銀行業者が落札しそれを再売出しするのを待って買い入れたものと比較し、必ずしも有利にはならなかった。このように、投資銀行業者の売出価格より高いかもしれない価格で、発行証券を引受けることは、生命保険会社にとって好ましいことではなかった。のみならずこのような引受は保険業者の業務活動の規制にもふれていたため、1948年以降直接入札に参加するものはなくなった。しかし競争入札において投資銀行の果たした役

割は、落札した証券を機関投資家に売るという「単なる両替屋」(mere money changer)にすぎなかった。そのため投資銀行の報酬は、殆んど危険負担に対する純引受手数料にすぎず、幹事手数料や販売手数料は殆んど含まれていなかったため少なく、引受手数料も引受けた証券が直ちに生命保険会社その他の機関投資家に購入されたためリスクが小さく極めて低かった。そして競争入札における販売手数料の縮小は、投資銀行の一つの業務である分売業務を殆んど不要にした。

これに対し、私募は発行企業が生命保険会社その他の機関投資家に直接接近することにより資本の調達をするもので、証券の買手あるいは売手としては投資銀行を必要としなかった。しかし私募にあっても投資銀行は、経験や集めた情報にもとづいて投資家側と資本調達側を、一定の条件で協定にこぎつかせるというまとめ役を引受けることが少なくなかった。私募の最も多い社債の場合、その約半数は折衝役としての投資銀行を通じて行われており、優先株、普通株の私募については投資銀行業者の介入はより頻繁であったといわれている⁵⁾。これは投資銀行が私募においても有用であると考えられていることを意味し、発行企業は減債基金、議決権、保護条項、制限条項等の決定において、投資銀行の技術と経験を利用しており、契約手続上その他でも投資銀行の行う業務があったのである。そしてこのような業務に対し投資銀行は手数料を受取っていた⁶⁾。以上のように公益事業会社の証券発行における競争入札や株式・社債の発行における私募は、投資銀行を不要にするものではなかったが、その業務内容を変え、報酬を縮小させたのである。しかし株式、特に普通株の発行においてはこのような方法は余りみられず、投資銀行の協議引受はなお広汎に残っていたのであるが、この分野でも旧株主への優先的割当 (rights of offerings) はかなり多く、これも投資銀行の役割に影響を及

表12 割当先別証券発行状況（普通株）

	発行総額	一般公募	株主割当	第三者割当
	(100万ドル)	%	%	%
1949	919	46.1	47.3	6.6
1950	1,541	51.1	45.1	3.8
1951	1,468	55.7	42.3	2.0
1952	2,839	49.3	32.9	17.9
1953	2,808	59.8	31.2	9.0
1954	2,610	63.3	24.0	12.7
1955	3,864	63.6	28.6	7.8
1956	4,544	70.7	18.9	10.4
1957	5,858	50.1	41.0	9.0
1958	5,998	53.4	20.0	26.5
1959	6,387	74.5	14.0	11.5
1960	6,435	82.6	8.7	8.7
1961	7,719	67.1	21.7	11.3
1962	1,979	67.0	30.7	2.3
1963	854	59.4	38.7	1.9
1964	2,431	25.8	69.7	4.5
1965	1,893	42.4	52.7	4.9

S.E.C. Annual Report 1949-65.
 1962年以降は投資会社の発行証券および
 オプションのため留保されたものを除く。

ぼしている。

アメリカでは株式発行は時価による一般公募が普通であるといわれているが、株主割当も相当数の発行に利用されている。1964年の

69.7%はアメリカ電信電話会社の12億2412万ドルにおよぶ大規模の株主割当が含まれた結果であり、特殊事情によるというべきであろうが、大体20~40%とかなりの水準を維持しており、特に株式分散の広汎に行われていない中小会社に多い。そして株主割当の場合、投資銀行が残額引受保証付引受(stand-by underwriting)を行うものがかなりの数に上っている⁷⁾。この残額引受保証付引受は第2次大戦後もっとも発達した方法の一つで、投資銀行は旧株主が引受けなかった失権株を引受けたのであるが、発行企業が株主に割当てた新規発行証券は、市場価格よりかなり安いのが普通であったため、引受けに伴うリスクは一般公募の場合に比べはるかに少なく、分売も旧株主が大部分を引受けたため容易であった。そのため投資銀行の報酬は一般公募の場合に比べ低かった。のみならず株主割当では投資銀行の介入しないものも少なくなかった。また普通株発行において発行企業のなかには、引受けリスクをほとんど伴わないで分売をうながすためだけに投資銀行を利用するもの(best efforts selling)もみられた⁸⁾。このよう

表13 普通株の分売方法（1946—55年）（100万ドル以上の発行分）

	一般募集件数				株主割当への件数			
	分売方法				分売方法			
	引受け	業者が代理人として参加	業者不参加	計	引受け	業者が代理人として参加	業者不参加	計
1946	73	8	1	82	24	0	13	37
1947	17	5	2	24	12	0	14	26
1948	20	0	0	20	20	3	21	44
1949	27	2	1	30	30	6	22	58
1950	35	8	1	44	31	4	18	53
1951	61	2	1	64	49	2	21	72
1952	66	3	0	69	43	1	22	66
1953	55	3	0	58	47	2	18	67
1954	51	9	1	61	33	0	17	50
1955	44	1	0	45	56	4	11	71
1946—55	449	41	7	497	345	22	177	544

Waterman, op. cit., p.131. 邦訳書 146頁.

に投資銀行の活動余地の最も大幅に残されている普通株においても投資銀行の役割に変化がみられたのである。

そして従来のような引受業務の減少による報酬の縮小を補うため、投資銀行はその業務を拡張していった。今日では投資銀行は発行企業のために、証券発行の助言を与えたり、証券を引受け販売したりするサービスよりも、個人投資家に対するサービス業務を行うようになっているとさえいわれ、会社に対しては発行企業と機関投資家の間の折衝役や両替屋に力を入れるとともに、合同や新会社の設立を促進したり、私的会社を公開会社に組織替えさせることに力を注いでいるといわれる。そのため投資銀行の固有業務とされていた協議引受の占める割合は低下しており、投資銀行と引受業者を同義語に用いることは最近ではできないとさえいわれる。そして大規模な業者であれば、新規会社の証券の引受ならびに分売の他に証券の自己売買、証券売買の仲介、投資相談、商品売買の仲介、商業手形の売買、金融にかんする助言、地方債の引受、分売、売買等を行っており、投資銀行の業務は百貨店化されてきている⁹⁾。

しかしこのような投資銀行業務の多様化も投資銀行の業務集中を変えるものではなかった。上位25社の証券取扱高の引受証券総額に占める割合は60年代初めには、40年代後半と比べ多少低下しているとはいえ84%に達し、上位5社で約半分を取扱っており、5社の順位には多少の変化はあるがすべて同一投資銀行となっている。そしてこれらの多くは、引

続きアメリカにおける利益集団の一員を構成している¹⁰⁾。

- 1) 投資銀行の業務については M.H. Waterman, *Investment Banking Functions*, 1958, Chapter 6,7. (志村嘉一訳『アメリカの資本市場』第6章, 第7章)および J.F. Weston and E.F. Brigham, *Managerial Finance*, 1966, Chapter 23, J. R. Lindsay and A. W. Sametz, *Financial Management*, 1967, Chapter 27. 参照。
- 2) 引受シンジケートについては森泉「大戦間におけるアメリカの資本市場と投資銀行」『北海道大学経済学研究』第13巻第1号に詳しい。
- 3) Lindsay and Sametz, *op. cit.*, p.447. なお値ざやは時代とともに低下しており、例えば社債の発行についてみれば発行高に対する値ざや(算術平均)の割合は、1935年から1958年の間に協議発行で2.65%から1.18%競争入札で1.57%から0.83%に低下している。Lindsay and Sametz, *op. cit.*, p.463-
- 4) Waterman, *op. cit.*, pp.124~7. 邦訳書139~141頁参照。
- 5) Waterman, *op. cit.*, pp.128~130. 邦訳書143~4頁。
- 6) 投資銀行の受取った手数料は、発行額の大きさと反比例し、1950年代前半には社債の場合募集総額100ドル当り平均して20セントから1ドル86セント、株式の場合100ドル当り平均して43セントから4ドル15セントであった。Waterman, *op. cit.*, p.128. 邦訳書143頁。
- 7) Waterman, *op. cit.*, p.132, 邦訳書147~8頁。
- 8) Lindsay and Sametz, *op. cit.*, pp.443~4.
- 9) Waterman, *op. cit.*, p.140. 邦訳書158頁。

表13 最大25社の証券取扱高の累積比率

	最大1社	最大3社	最大5社	最大10社	最大15社	最大25社	引受発行総額
	%	%	%	%	%	%	(10億ドル)
1961—63	13	36	46	65	75	84	21.9
1947—49	24	52	60	74	83	91	10.5
1935—37	23	44	54	69	79	90	8.1

Friend, Longstreet, Mendelson, Miller and Hess, *op. cit.*, p. 154.

表14 主要シンジケート幹事業者の証券発行取扱高の順位

	1961—63	1947—49	1935—37
Morgan Stanley & Co.	1	2	1
Halsey, Stuart & Co.	2	1	8
First Boston Corp.	3	3	3.16
Blyth & Co.	4	4	5
Lehman Brothers	5	5	9
Merrill Lynch, Fenner & Smith	6	16	
White, Weld & Co.	7	9	
Eastern Dillon, Union Securities & Co.	8	20.14	25
Dillon, Read & Co.	9	12	6
Kidder, Peabody & Co.	10	13	18
Salomon Brothers & Hutzler	11	7	
Smith Barney & Co.	12	10	4
Stone & Webster Securities Corp.	13	15	17
Kuhn, Loeb & Co.	14	8	2
Harriman Ripley & Co.	15	6	7
Goldman, Sachs & Co.	16	17	10
Dean Witter & Co.	17		
Paine, Webber, Jackson & Curtis	18	25	
Equitable Securities Corp.	19	23	
F. I. duPont, A. C. Allyn	20		
Lazard Freres & Co.	21	24	11
Glore, Forgan & Co.	22	19	13
Lee Higginson Corp.	23		23
Shearson, Hammill & Co.	24		
Bear, Stearns & Co.	25		

Friend, Longstreet, Mendelson, Miller and Hess, op. cit., p.159.

Lnid say and Sametz. op. cit., p.471. Weston and Brigham, op.cit., pp. 566~7.

- (10) 利益集団については V. Perlo, The Empire of High Finance, 1957. 浅尾孝訳『最高の金融帝国』および佐藤定幸「アメリカ利益集団の新しい支配形態」『東洋経済』1968年11月150号参照。

IV 最近における企業合併と投資銀行

1955年にはじまり現在もなお進行中である第3次企業集中運動において、業務の多様化を余儀なくされた投資銀行はどのような役割を果しているであろうか。1955~66年間に報告された合併数は9,834で、これに1967年の推

定数1,400を加えれば11,000を超え、これは1898~1902年の2,653, 1925~31年の5,846と比べいぢるしく多い。このように第3次集中運動はこれまでのものと比べ、期間が長くまだそれとわかるピークを形成していないが、件数でみた規模は非常に大きい。しかしこのような企業集中運動の規模にもかかわらず、産業別集中度の上には殆んど変化はみられない。最大4社の集中度を1947年と63年の工業センサスによってみれば、比較可能な209業種中、変化が3%以内のものが43業種で、残りの166業種のうち3%以上上昇したものは85業種あるが、3%以上低下したのも81業種あり、産業別集中度についてとくに明確な

・ 企業合併と投資銀行

傾向を云々することはできない¹⁾。このように産業別集中度には明確な上昇傾向はみられないが、このことは企業集中の進展を否定するものではない。製造工業付加価値に占める最大200社の比率は、1947年の30%から63年には41%へと上昇している。集中化傾向は産業別でなく、全製造業については明瞭である²⁾。これは最近の企業集中が、同一産業内

ないし近接産業内よりはむしろ異業種間へわたって企業の多様化として展開されていることを示すものである。

戦前の企業集中は水平的あるいは垂直的なものが大半を占めており、戦後の合併でも水平的、垂直的なものはかなりの数に上っているが、異業種間 (conglomerate) のものが増加している³⁾。企業が製品を多様化し、より多

表 15 製造工業・鉱業の巨大取得の形態別分布

	1948—53		1954—59		1960—64	
	数	%	数	%	数	%
水平的合併	18	31.0	78	24.8	42	12.0
垂直的合併	6	10.3	43	13.7	59	17.0
異業種間合併						
市場拡大的	4	6.9	20	6.4	24	6.9
製品拡大的	27	46.6	145	46.2	184	52.9
その他	3	5.2	28	8.9	39	11.2
合計	58	100.0	314	100.0	348	100.0

Economic Concentration, Hearings before the Sub-committee on Antitrust and Monopoly of the Committee of the Judiciary; U.S. Senate, 89th Congress, 1st Session, 1965, Testimony of W.F. Mueller, Table 5, p.516.

表 16 主要な異業種間合併企業の業務

	1966年 売上げ	設立年	当初事業	多角化 開始時期	進 出 業 種
International Telephone & Telegraph	(1億ドル) 2,121	1920	国際通信	1949	電話電信業, 印刷出版, 生保, 投資, レンタカー 駐車場経営, 消費者信用, 工業計器, エレクトロ ニクス
Ogden	612	1939	電 力	1952	造船, 塗料, 浄水機器, 産業用運搬機, 食品包 装, 食品, 鉱山機械, 倉庫, 金属, 運輸, 医療機 器, 住宅
Textron	1,132	1928	織 維	1953	宇宙, 航空機, 万年筆, エレクトロニクス, 食 品, 家庭工具, ベアリング, 工作機械, 機械部 品, その他金属製品
Litton Industries	1,172	1953	エレク ト ロ ニ ク ス	1954	事務機器, 電子コピー, 産業システム機器, 産業 機械, 海運, 造船, 工業計器, 宇宙, 航空機器, 医療機器, 教育
Ling-Temco-Vought	468	1953	エレク ト ロ ニ ク ス	1955	宇宙, ミサイル, 航空機, エレクトロニクス, 食 品, 食肉, 電線, 運動具, 化学
Teledyne	257	1960	エレク ト ロ ニ ク ス	1963	電子部品, 制御機器, 工業計器, 宇宙航空機器部 品, 海洋研究地質研究システム, 工作機械, 金属 製品
Gulf & Western	318	1934	自動車部 品販売	1965	自動車部品, 機械部品, 電子部品, 工作機械, 映 画, 農業, 非鉄金属, プラスチック, 航空機部 品, テレビ制作
City Investing	84	1904	不動産業	1965	不動産, 土地造成, 住宅, 海運, 宇宙, 印刷, 住 宅信用, モテル

Moody's Industrial Manual

野村総合研究所, 『財界視劇』第33巻第7号より。

くの産業分野に進出するという事は、必ずしも戦後になって現れた現象ではない。専門化された会社は、技術や市場条件等が変化する環境の中では脆弱であり、外的条件や企業自体の中の変化に対処するため、経営多様化の機会はずねに存在している。そして戦後の異業種間合併の増加も、このような外的・内的条件の変化に対処するということが、その理由の一つとなっている。宇宙、ミサイル競争を背景としたエレクトロニクス・ブームならびにそれに関連した軍需が、異業種間合併企業の発展のきっかけとなっていたことはこの事情を示すものといえよう。しかし最近の異業種間合併の増加はこれによるだけではない。戦後の企業経営のビヘイビアが成長を重視し、売上高極大化を企業経営の目的としているということや、1950年のセラー・キーフォーバー法によるクレイトン法7条の改正の結果、水平的および垂直的統合が嚴重に規制されるようになったことなどにもよっている。投下資本の大型化し、固定化した企業に対する技術革新による均衡破壊は、余剰能力の吸収あるいはその結果生ずるボトルネックの解消手段として企業に成長政策をとらせ、水平的・垂直的統合に対する独占禁止法の規制の強化は、寡占体制がすでに形成された段階では、成長政策を採る企業が同一業種内におけるこれ以上の集中を高めることを困難にし、そのため異業種間合併に向かわせたのであるが、最近におけるコンピューターの利用による経営情報の収集、分析等にみられる経営管理技術の進歩も異業種間合併を容易にしていた。またこの時期における株価上昇も企業合同を増加させる要因として無視できない。

アメリカにおけるこれまでの企業集中運動も景気上昇局面においてであり、株価上昇と企業集中は密接な関係をもっており、株価上昇が投資銀行活動の背景となっていたことはすでに述べた。そして最近における企業集中も持続的な株価上昇の下で進行している。し

かし企業合併の推進者はこれまでのものと異なり、合併企業の経営者であるものが多い⁴⁾。最近の企業合併が企業経営者により推進され、企業経営者がこれまでにおけるよりはるかに重要な役割を果たしていることは多くの人から指摘されており⁵⁾、「現在の局面は経営者主導の合併時代 (the period of management-oriented mergers) と呼ばれてもよい」⁶⁾とさえいわれている。1955—59年の間に行われた合併についてのサンプル調査では、その約90%は合併の推進に経営者が関係しており、約3分の2は合併企業の経営者により始められていた⁷⁾。そして多数の企業が合併の機会を捜すことを機能とした新しいスタッフ部門を設けた。また最近の商業銀行の合併において、銀行の取締役会のメンバーである産業企業の経営者が、銀行合併の推進役をつとめた例もすくなくないといわれている⁸⁾。これは1920年代の産業企業の合併が、商業銀行や投資銀行によって推進されたのとはまさに逆である。そして最近の企業合併において企業経営者が主導的役割を果たしたことは企業合併の方法と関係があった。

最近の企業合併で最も注目されている異業種間合併企業は、短期間に多数の企業を合併し急成長をとげているが、第1次、第2次の企業合併時代のように一時に多数の企業が合同するというものではなく、一社ずつ漸次的に吸収合併するという形をとっており、企業買収は合併企業の金庫の中にある未発行株式を被合併会社の株式と交換するという方法をとるものが多かった。例えば異業種間合併企業の元祖といわれるリットン・インダストリーズ Litton Industries, Inc. は、1953年同社が創立して以来今日までに50を越える企業を吸収合併し、フォーチュン誌によれば1967年の売上高は156,200万ドルでアメリカ第44位の大企業に成長しているが、その買収方法は殆んどすべてが、金庫に入れてあった未発行株式の交付により行われていた。しかも一度

企業合併と投資銀行

に買収金額に見合う株式を交付せず、2～3年にわたり時価で評価した株式で支払った。そのため株価が騰貴すれば、当初よりずっと少ない株式で買収が行われたのである⁹⁾。そして自己金融による企業の成長が一般化した状況の下では、成長性が強調され、株価の基準は一株当たり配当と株価を対比した配当利回りに代わり、一株当たり収益と株価を対比した株価収益率が重視されている¹⁰⁾。したがって成長性が評価され、収益に対し株価が高く、株価収益率の高い会社は、収益に対し株価が低く株価収益率の低い会社を、株式交換により吸収合併する場合、必要とされる株式数は少なくすんだだけでなく、合併の結果一株当たり収益は増加するため、合併企業の株価は上昇し、その後の合併をさらに容易にするという性格をもっていた。そのため合併による成長は、株価収益率の高い企業による株価収益率の低い企業の吸収合併というものが多く、ひとたび開始すれば、株式市場での評価を高水準に維持するためにも、継続的に進められた¹¹⁾。合併会社数の多いほど株価成長率

が高くなっているのはこの事情を示すものといえよう。そしてこのような方法による企業合併はリットン・インダストリーズだけでなく、代表的異業種間合併といわれるインターナショナル・テレフォン・アンド・テレグラフ International Telephone and Telegraph Corp. リング・テムコ・ボート Ling-Temco-Vought Inc. をはじめ多数の企業でみられこの方法による限り合併に伴い一般大衆へ株式を売り出すことは必要でなく、現金も要しなかった。また一般に使われるようになったテイク・オーバー・ビッド (take-over bid) その他により現金が必要とされる場合も、相当部分が内部資金で賄われ、不足分は金融機関からの借入れにより調達されていた¹²⁾。そのため最近の企業合併においてはこれまでのように投資銀行の資本調達力に依存することを殆んど必要としなかったのである。

そしてこのような合併方法の変化は、根本的には株式会社の発達により、所有と経営の分離が進み、経営者の相対的独立性が強められたと同時に他方では、企業の成長が主とし

表 17 企業合併と株価の成長率 (1951—61年) %

	完全内部成長	1～5社の合併	6～10社の合併	11社以上の合併	計
会社数	48	214	142	74	478
鉱業	116.3	223.1	20.4	211.1	93.5
食品	98.6	138.1	307.4	131.4	174.1
繊維および衣料	—	26.0	111.8	94.5	66.8
紙・印刷	417.1	264.7	231.3	362.1	288.0
化学	2,003.1	321.7	249.1	158.3	414.4
石油	18.4	121.8	79.4	141.1	97.3
ガラス・土石	608.3	206.1	226.5	130.4	225.5
第一次金属	293.7	95.3	144.4	(-) 17.4	132.8
金属加工	152.0	198.1	96.8	71.9	206.1
機械	514.4	274.0	192.9	399.9	300.7
電機	215.9	379.5	398.0	505.7	392.0
輸送機器	241.0	215.9	338.1	162.7	246.6
計器・器具	10,250.0	938.7	689.6	—	2,040.3
その他	248.1	269.0	336.6	1,252.6	543.6
計	680.4	230.4	244.7	306.6	291.9

U.S. Senate, Economic Concentration 1966.

て自己金融により行われ¹³⁾、株価の形成が株価収益率を基準として行われるようになったことや合併に伴い資金を必要とする場合も相当部分を内部資金に依存できるという企業の体質変化を前提とするものであり、投資銀行の役割を変化させた資本蓄積方法の変化と密接な関係があった。したがって最近における合併方法の変化は自己金融の進展を背景としていたといえよう。

しかしこのことは企業合併に対する投資銀行の役割を不要にするものではない¹⁴⁾。リットン・インダストリーズの発展は、証券取扱高第5位のリーマン・ブラザーズ *Lehman Brothers* が1954年150万ドルの融資をチャールス・ソントン *Charles Thornton* に行ったことが端緒となっており、その後も両者の緊密な関係は続き、同社を飛躍的に発展させる契機となった1958年のモンロー計算機会社 *Monroe Calculating Machine Co.* の買収においてもリーマン・ブラザーズを仲介として交渉が行われた等々。またガルフ・アンド・ウェスタン・インダストリーズ *Gulf & Western Industries* は自らの合併部をもっているにもかかわらず、企業買収に当り投資銀行を利用しており、例えばニュー・ジャージー亜鉛 *New Jersey Zinc* の買収において、証券取扱高第10位のキダー・ピーボディ *Kidder, Peabody & Co.* は仲介者としてだけでなく、チェースからの資金調達にも重要な役割を果たしていたといわれる。そして資金の調達が必要な場合には、投資銀行の果たした役割は特に大きく、単なる仲介者ではなく、しばしば積極的な関係者となった。ジム・ウォールター社 *Jim Walter Corp.* のセロテックス *Celotex* 買収におけるローブ *Loeb* の役割などはその例であり、また *I・T・T* のエイビス *Avis* の合併において、*I・T・T* と以前から取引のあったラザール兄弟会社 *Lazard Freres & Co.* の所有していたエイビスの株式の *I・T・T* への販売は重要であった。証券発行に

よる資金調達は減少したとはいえ、業務の多様化した投資銀行は、これまでにたくわえた情報や経験を背景に、最近の合併においても情報の提供、合併の条件や方法についての助言をはじめ合併のための協議の仲介、さらには資金の調達等いろいろの形で関係しているものが少なくない。そしてほんの僅かの仕事に対する合併の仲介料が高いということが指摘されている¹⁵⁾。

しかし合併においてこのような業務を行っている投資銀行に対する他の分野からの競争は最近強まっている。企業合併の仲介者としては、投資銀行の他に商業銀行、コンサルタント、弁護士、計理士、ビジネスブローカー等があげられる¹⁶⁾。なかでも注目されるのは商業銀行であり、商業銀行の管理する巨額の年金基金は、生命保険会社とともに私募において重要な役割を果たしているが¹⁷⁾、最近では合併においても投資銀行の業務の一部を奪いつつあるといわれる。またこれまでの企業合併において重要な顧客であった企業の側でも、合併により巨大化したリットン・インダストリーズ、テクストロン *Textron Co.*、ゼネスコ *Genesco Inc.*、*American Home Products Corp.*、*FMC Corp.* 等はいずれも企業合併部を設けており、このことも今後の投資銀行の合併における業務に大きな影響を及ぼすであろう。そしてラザール兄弟会社のアンドレ・メイエ *André Meyer* は「投資銀行の将来は、銀行が行おうとしない、勇気、創造力、人的資源が決定的である危険な領域が中心になるであろう」¹⁸⁾と述べている。業務の多様化により発行市場の変化に適応して相当の役割を果たしているとはいえ投資銀行の活動領域はさらに縮小されつつあるといわねばならない。

- 1)・2) 佐藤定幸「最近のアメリカにおける集中化傾向」『経済評論』昭和43年3月号。
- 3) S.R. Reid, *Mergers, Managers and the Economy*, 1968. p.76.

- 4) Reid, op. cit., pp.86~90.
- 5) B.R. Wakefield, "Mergers and Acquisitions", Harvard Business Review, Sept-Oct., 1965. M.L. Mace and G.G. Montgomery, Jr., Management Problems of Corporate Acquisitions., 1962, p.57, R.G. Dettmer, "Reasons for Mergers and Acquisitions", Corporate Growth through Merger and Acquisition, A.M.A. Management Report No. 75, 1963. p.29 ; A.D.H. Kaplan, "The Current Merger Movement Analyzed", Harvard Business Review, May-June. 1955, Federal Trade Commission, Report on Corporate Mergers and Acquisitions, 1955, p.84. 等々。
- 6) Dettmer, op. cit., p.29.
- 7) Reid, op. cit., p.88.
- 8) Reid, op. cit., p.89.
- 9) 石川博友・山岡清共著『コングロマリット経営』1968年38~39頁「アメリカにおける企業合併」,野村総合研究所『財界観測』, 1968年7月号。
- 10) 株価収益率が重視されるようになった事情およびその意義については川合一郎著『株式価格形成理論』304頁。
- 11) 最近におけるリットン・インダストリーズの株価の下落およびコングリマリット経営の危険性については W.S. Rukeyser, "Litton down to Earth", Fortune, April, 1968, および石川・山岡共著前掲書, 56~62頁, 242~250頁参照。
- 12) 異業種合併企業の資本構成は他のものと比較し概して悪く, アメリカの製造企業の標準の自己資本6, 他人資本4に対し, ガルフ・アンド・ウェスターンは自己資本と同じ銀行借入をかかえており, リットン・インダストリーズは自己資本の70%に当る借金がある。
- 13) 自己金融の一般化は株価を上昇させ株式発行にはプレミアムがつき, それは資本剰余金を形成する。これは従来第三者により得られていた創業利得の会社自らによる獲得を意味する。(川合一郎著前掲書226頁。)そしてこのような状況の変化は合併において企業経営者が主導的地位を占めるようになったことと密接な関係があり, 合併における株式交換にあっても, 隠された利得が会社により獲得されていた。
- 14) 企業合併に対する投資銀行の介入の事情は "Diversifications Marriage Brokers", Forbes, Feb. 15, 1967参照。
- 15) Wakefield, "Mergers and Acquisitions", Harvard Business Review, Sept-Oct., 1965.
- 16) Mace and Montgomery, op. cit., pp.92~4, C.I. Drayton, Jr., C. Emerson and J.D. Griswold, Mergers and Acquisitions, 1965, p.62. Forbes 前掲論文等参照。
- 17) アメリカの商業銀行の信託部門の活動およびそれによる銀行の企業支配の実態についてはパットマン委員会報告に詳しい。世界週報1968年8月20日参照。
- 18) Forbes 前掲論文。