

2G14 資本主義の構造的変容下における競争資源調達システムの分析

○富田陽介, 渡辺千仞 (東工大社会理工学)

1. 序

1.1 背景

多くの産業において、企業及び市場が成長を目指す上で、それが資金調達なしで行われることは難しい。その意味で、金融・投資機関が産業の成長さらにはイノベーションを促進する役割は大きい。その中でも株式や債権などによる直接金融の果たす役割は、企業や市場の成長を促進するだけに留まらず、市場全体における資金の流通の効率性を促進する役割なども担っているため、年々、金融市場における存在感が増している傾向にあり、今や日本の直接金融は転換期にさしかかっている。

1.2 歴史的背景

日本における資金調達システムを1960年代から今に至るまで見ていくと以下ようになる。

(1) 1960年代～1980年代

1970年代初頭まで高度経済成長期は続き、ニクソン・ショックにより国際収支の過度の黒字修正が行われ経済の安定化へと進む。金融の主なあり方は、間接金融を施行する機関が高い貯蓄率により得た資金を元に安定した投資資金を企業に融通していた。また金融行政における護送船団方式が行われていたため民間の金融機関は競争とはさほど関係ない環境で産業の発展や経済・経営の安定化に貢献していた。

(2) 1980年代～2000年代

バブル経済の際、商業銀行の過剰な融資が目立った。バブル崩壊後、平成不況が生じデフレ不況へと続くこととなる一方、各事業会社の収益は大幅に減少し、従来の商業銀行は大量の不良債権を抱え破綻する金融機関が現れてきた。

日本従来の商業銀行では企業への貸し渋りも見られ、融資を受けられずに倒産する企業も見られるようになった。担保・保証人などを必要とする間接金融に過度に重点を置いた資金調達の限界が見られるようになった。また、1996年の第2次橋本内閣により提唱された金融ビッグバンにより銀行業務と証券業務の垣根も含めた金融市場の規制が緩和または撤廃の方向に進んだ。

(3) 2000年代～

幅広い産業において国際化及び競争化が進む環境となり、その中で企業が成長のための戦略を練るには能動的な資金調達が必要となる。企業が事業発展のために資金を調達する上で、融資条件も含めた主導権が金融機関に大きくある間接金融では、能動的な資金調達がとれないため、直接金融の必要性が高まる。さらに株式による資金調達により強い財務体が築けることも、直接金融をよりメジャーなものにした。

近年のM&Aの定着やベンチャー支援制度の整備（グリーンシート市場）などにより、欧米の投資銀行やユニバーサル・バンクの日本での活動も目立つものとなった。また、異業種金融機関の垣根が撤廃される方向に進んだことにより、外資の投資銀行との業務提携や投資銀行業務を業務範囲内に収めた日本の商業銀行や証券会社も見られるようになった。

1.3 研究の目的

当研究の目的は、日本より早くから直接金融を盛んに行い続け、また金融工学などに代表される高度な金融技術を蓄えてきた米国の投資銀行などに焦点を当て、その実態をフレームワークとし、それによりそのビジネスモデルの解明を行うことにある。また、それらの置かれている競争環

境や動向を基に今後の日本の投資・金融機関のあり方を推定し現代の日本における資金調達動向を探求し、今後の研究課題としてイノベーション及び日本産業の強みである技術にどのような影響を及ぼすのかということへの足がかりとしていくことになる。

2. 分析のフレームワーク

投資銀行は米国の資本市場において直接金融の部分で主要な役割を果たし、その業務は多種にわたる。先行研究により投資銀行の主な業務は以下の図1のようになっている。

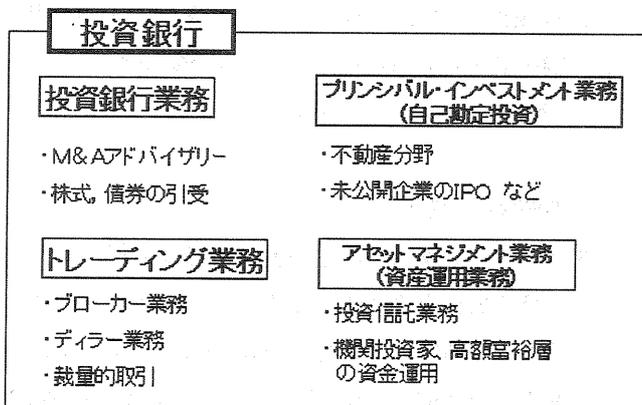


図1. 投資銀行が携わる業務。

日本政策銀行の先行研究によると、投資銀行業務は投資銀行の主要な業務であるが、近年、ユニバーサルバンクの参入による競争激化及び業務のコモディティ化により収入低下となり、投資銀行全体においての収益の2割近くになった。株式・債券の引受では、その引受の主幹事となれた投資銀行がその後の旨みに大きく関わるため、主幹事となるのが全てとなる。トレーディング業務は現在、全体の利益の6～7割を占める業務となった。ブローカー業務は顧客の取引執行の注文を取引所に取り次ぐもので手数料収入となる。ディーラー業務は市場に対しての買値と売値を提示し、その差額を収入としたので商品に流動性を与え、流動の高いものほど差額が小さく、流動が低いほど差額は大きくなる。裁量的取引では自己資金により積極的にハイリスク・ハイリターンの商品の売買を行い、近年、収益を得るためにトレーディングなども含めリスクを積極的に取る傾向にある。プリンシパル・インベストメント業務では、投資銀行自らが自己勘定による投資を行うもので、不動産分野や未公開企業

のIPO時のキャピタルゲインなどを収益とし、自ら企業に直接投資する場合もあるが、不動産ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドに投資することによる間接的な投資もある。近年、日本においても不動産の証券化ビジネスなどが盛んだが、不動産ファンドの出資先の大手で投資銀行の名が記載されているのも見かけられる。アセットマネジメント業務では、基本的に手数料収入となり安定した収益となり、投資銀行自体の株価安定化のためにも重要な業務となっている。上記の主な業務以外に様々な金融業も行っていて、金融のコングロマリット化により今後も新領域に手を伸ばすことが予想される。

これらの業務は単発で完結するものではなく、各業務で連鎖・連動して行われることが大きくシナジー効果も見られる。

3. ビジネスモデルの解明

当研究目的の一つでもある投資銀行のビジネスモデルの解明では、業界の特色・特徴などを踏まえた上でそれらを考慮したビジネスモデルを内部戦略と外部戦略の二つに分けて考察をしていくことになる。

3.1 内部戦略の解明

投資銀行で目立つ特徴的な企業風土として以下のことが挙げられる。

- ① 社員の給料は日本の金融機関と比べても高く（初任給月60万～）、基本給に成果次第でプラスされるところが目立つ。また、新入社員も含めた、各々が担う責任・取引金額・案件の大きさが日本の一般企業と比べても大きな差異がある。
- ② M&A業務などでは優れたスタッフを擁すれば可能となる側面から、“優秀な”人材を好んで採用する。中途採用は即戦力のみ採用のところも目立つ。
- ③ 傾向として、終身雇用はあまり必ずしも主流とはいえず、中途退職者が多いが、就職者の再就職先は違う投資銀行であるケースが多く、独自にファンドを立ち上げるケースもかなり多く見られる。

上記より、投資銀行の人材模様は図2のような形成をしていることがわかる。

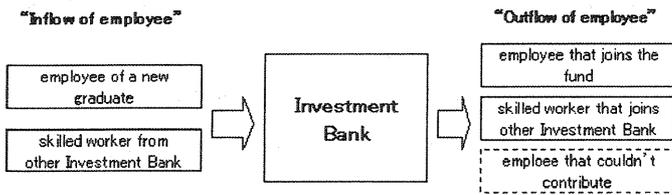


図2. Inflow and Outflow of employee in Investment Bank.

また、図3より日本従来の「人材を育てる」経営モデルとは別の経営モデルとなっていることがわかる。

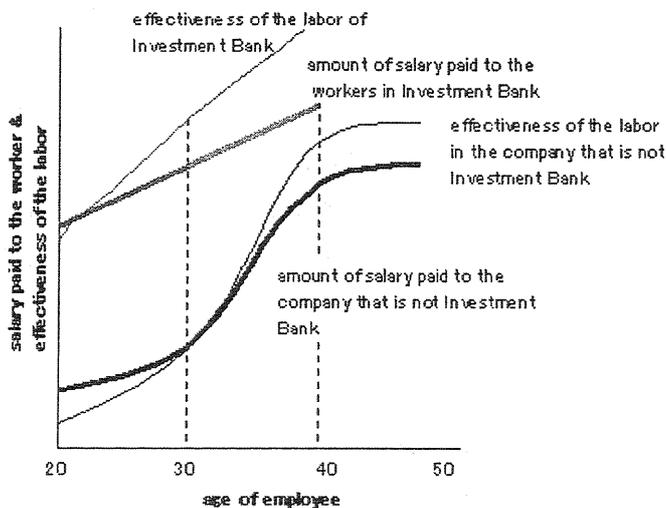


図3. Change of salary & effectiveness of the labor between the age of employee.

日本従来の経営モデルでは終身雇用により人材を育成し、成長した人材が企業にもたらす労働の効果は長い目で見れば労働のコストを上回るという優れたモデルであることが先行研究により証明された。一方投資銀行では、人材は「育成する」のではなく、「確保する」という特色があると思われる。新卒採用の社員が途中退社しても、他の投資銀行からの即戦力となる中途採用によりその穴が埋まると考えられる。このような、投資銀行間も含めた人材の流通や「育成」をしないことには幾つかの効果があると思われそれを以下に記す。

- ① 投資銀行業界全体において、支払われる対価に値しない労働者が排除され、人件費対成果の効率が上がる。
- ② 他の投資銀行・ファンド・企業との間に人的ネットワーク及びコネクションが生まれる。資銀行間での金融商

品・金融技術のノウハウなどの流通により業界及び資本市場全体の発展に寄与することになる。

- ④ あえて「育成」しないことにより、社員が枠に捉えられずに自発的かつ自己責任を持って活動し、個人の成長性が育成の枠に阻害されずに自由に発揮される効果が生まれる。

上記の②・④に関して詳しい概要を述べる。②においての人的ネットワークやコネクションにより、ある投資銀行で売れ残った株式や債券を他の投資銀行に引き取ってもらったりすることもあり、互いに投資銀行・ファンドなどが互いに協力や提携しあうことが可能となる。④においては、「育成」された社員が育成された範囲内ではしか業務をすることができないケースや育成された範囲内ではしか成長が見込めなくなる弊害が考えられ、それらの弊害を防ぐ効果があると思われる。

3.2 外部戦略の解明

3.2.1. 産業、資本市場、金融市場との関係

投資銀行が社会に果たす役割は主に2つあり、資本提供者として市場や産業の成長を促進することと資本市場・金融市場に金融商品を流通することによる市場における資源配分の効率化を図ることである。その枠組みの中で、投資銀行及び資本市場・金融市場を通して、産業に投資することで3つの成長が生まれる。

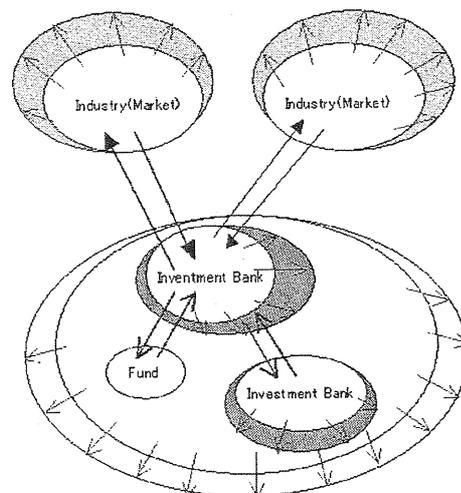


図4. Dynamism between Industry and the financial market & securities market.

産業は資金調達を受けることにより成長し、資金調達をした投資銀行もまた収益を伸ばし成長する。そして、その産業に関する金融商品が資本市場・金融市場で普及し取引されることにより、金融市場・資本市場全体が成長することになる。この成長サイクルは、産業が衰退するまで継続していくものと考えられる。図4がそれを示している。

3.2.2 競争の優位性

投資銀行の活動領域において競争優位性を考慮した際、その業務ごとに競争優位を決めるファクターが存在する。先行研究より記されたものを幾つか紹介すると以下ようになる。

M&Aアドバイザー：①信頼と実績②ブランド③トップレベルの人間関係

④高度な金融技術

株式、債券引受（主幹事）：

①市場を見極める力②顧客層の厚み③リスクヘッジ力

④資本力

ディラー業務：

リスク吸収力としての資本の厚み

しかし、これら業務は相互に関連し合う特長があり、シナジー効果が発揮されている。ゆえに、経営資源を特定の業務に集中的に投入し、他業務を疎かにすることでは大きなビジネスチャンスを見逃す危険性がある。

近年、ユニバーサルバンクが預金による莫大な資金力や従来の投資銀行にはない商業銀行業務も含めた総合金融企業の多岐にわたるサービスを武器に、投資銀行に大きな圧力をかけている。そのため、投資銀行で商業銀行との業務提携を行うところも現れ、今後の金融機関・投資機関のあり方やその再編に注目が集まっている。

4. 結論

4.1 知見

日本においても、みずほ銀行が「投資銀行宣言」と称して、商業銀行業務を行いつつ投資銀行業務も業務範囲に定め、金融のコングロマリット型企業体としてその形態を変えてきている。また、投資銀行大手のメリルリンチも富裕層における資産運用業務において、三菱東京フィナンシャルグループと合併会社を設立し、大型金融・投資機関間での業務提携が見られる。その

一方で、不動産ファンドやヘッジファンドなどのような特定の分野に特化した機関の活動も見られる。

4.2 発展的な検討課題

様々な産業において規模と利益率の関係で見られるV字カーブの現象が、今後の金融・資本市場で現れるか検討していきたい。さらに、直接金融もまた完璧なシステムとは言えるものではなく、過度に重点を置きすぎると産業を返って短命のものとする可能性を秘めているとも思われる。2006年3月の日本政策投資銀行のレポートによると直接金融の先進国である米国企業の平均寿命は20年弱と発表された。

日本の企業は元来、長期的な視点に基づいて経営を行ってきたが、それが今後の資金調達のありようはどう関わってくるか、また日本における金融投資機関が長期的な利益を望むか短期的な利益を望むかによってもイノベーションや技術開発などのありようも変わってくると思われるので、そのような面を踏まえた上で今後の研究を発展していきたい。

参考文献：

1. 渡辺千仞、「技術革新の計量分析」、日科技連出版社（2001）
2. 日本政策投資銀行、「米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ—機能の高度化と業際化・融合化が重なり合う展開—」（2005）
3. 日本政策投資銀行、「米国における非公開企業と非公開の動向」（2006）
4. 八代 尚宏、「日本的雇用慣行の経済学」日本経済新聞社（1997）
5. 土屋寛二、「担保に頼らず1億円集める!資金調達」かんき出版（2004）
6. 渡辺千仞、宮崎久美子、勝本雅和、「技術経済論」日科技連出版社（1998）