

Title	1980年代の国際資本市場における米系金融機関の競争力
Author	神野, 光指郎
Citation	経営研究. 60(4); 1-42
Issue Date	2010-02
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

1980年代の国際資本市場における 米系金融機関の競争力

神 野 光 指 郎

- 1 はじめに
- 2 競争環境の変化
 - 2.1 ユーロ債発行方式の多様化
 - 2.2 資金調達手段の多様化
- 3 金融機関の国籍別仲介シェア
 - 3.1 米系金融機関の地位が低下した分野
 - 3.2 米系金融機関が優位な分野
- 4 米系金融機関の優位性
 - 4.1 米系金融機関に対する評価
 - 4.2 米系金融機関と金融革新
- 5 おわりに

1 はじめに

1980年代以降、急速に金融の自由化とグローバル化が進み、いわゆる金融革新と呼ばれる事態が生じた。次々に生み出される金融商品や取引手法は、国際的な金融仲介を拡大させてきたが、その反面、金融市場の不安定性も高まった。サブプライム問題が表面化する以前から、ラジアンは、金融仲介の市場化が進展する中で、ファンドと銀行がともにテールリスクを取るようになり、その危険が実現した場合には市場で流動性が枯渇すると警鐘を鳴らしていた¹⁾。また BIS もすでに1980年代には、派生商品市場によって多くの市場が結びつき、一部のディーラーがその中心を占めることで、そのディーラーに問題が生じたときには、影響が広く伝播する可能性を指摘していた²⁾。

これらの指摘は2007年からの世界金融危機の展開を見るときわめて説得的であるものの、金融グローバル化による世界的な金融市場の一体化という面のみに焦点を当てているともいえる。そのため国際金融システムにおけるドルの位置づけは考察の対象外になりかねない。しかし、各国通貨の非対称性に言及する多くの論者は、単にアメリカの経常収支赤字を非難するだけで、金融市場の構造や個別金融機関の行動に対する分析を行っていない³⁾。中心的な通貨と

してドルを利用することが、国際金融システムの機能をどのように規定するのかを解明するためには、ラジャンやBISのような分析と、各国通貨の非対称性に対する考察を統合する必要がある。

この両者を統合する鍵は、通貨を金融システムとして理解し、各国金融機関の競争・分業構造を把握することにある。各国の金融機関は各国金融システムの運営主体であり、各国金融システムはその中の競争・分業構造によって性格づけられる。そして、各国金融機関が国際市場に進出する際は、出身国の金融システムの性格やそこでの当該機関の位置づけを含む外的環境によって業務分野、進出場所、取扱通貨などの競争条件が規定される。その条件に基づいて展開される国際競争の結果として形成される競争・分業構造が、国際金融システムの機能に反映される。そのため、各国金融機関の業務分析が、各国通貨の非対称性と国際金融システムの機能を包括的に理解することにつながっていくのである。

これまでドルの役割に関する研究の中で、金融機関の行動が完全に無視されてきた訳ではないが、それらの研究では米系金融機関の優位性が自明であるかのように扱われていた⁴⁾。しかしかなる意味で米系金融機関が優位であるか十分に検証されておらず、それがどのようにドルの地位と関係しているのかも定かでない。そこで本稿は、「金融革新」が注目された1980年代に、国際資本市場の負債発行市場（一次市場）で米系金融機関がどのような競争上の位置づけにあったのかを明らかにする。一次市場の分析だけでは国際的な競争・分業構造の全てを解明することにならないが、国際金融システムの機能と各国通貨の非対称性との関係を理解する上で重要な手がかりが得られるものと思われる。

2 競争環境の変化

2.1 ユーロ債発行方式の多様化

1980年代の国際資本市場はシンジケートローンの退潮と国際債の比重拡大によって特徴づけられることが多い。その中心であるユーロ債市場は、1960年代初頭に欧州系金融機関が、それまでNY外債市場経由で行われていた域内の金融仲介を、米投資銀行から取り戻す動きとして始まった。1960年代後半には米資本輸出規制で米企業による発行が増加し、米投資銀行がユーロ債市場で高い地位を占めるようになるが、1970年代には大陸欧州系の銀行が優位に立った⁵⁾。

表1はユーロ債の幹事実績を国籍別に編集したものである。ユーロ債市場での競争力を規定する要因として、この時期にはリテール分売力が最も重要であった。そのためそれら投資家が求める強い通貨を扱うドイツ系や、「ベルギーの歯医者」にアクセスを持つベネルクス系がランキングの上位にいる。また富裕層からの受託資産が大きいスイス系のランクも高い⁶⁾。ただし、ランキングの地位と分売力が正確に対応するわけではない。リテール分売を目指して組成されるシンジケートは大規模で、そこにはほとんど分売を行わないにもかかわらず、手数料の

表1 ユーロ債国籍別主幹事・共同主幹事ランキング（1970年代）

	1973-1977			1978			1979			1980		
	行数	金額	件数	行数	金額	件数	行数	金額	件数	行数	金額	件数
ドイツ	4	34.38	30.96	ドイツ	3	39.46	ドイツ	3	24.40	ドイツ	4	24.09
米IB	5	16.08	14.19	スイス	2	55.01	スイス	2	20.60	米IB	3	18.50
スイス	2	15.01	10.83	イギリス	2	9.00	フランス	4	16.86	スイス	2	17.24
フランス	3	14.06	16.00	フランス	3	7.38	フランス	3	12.86	フランス	4	15.50
イギリス	2	10.64	11.48	ベネルクス	2	6.13	米IB	2	6.43	イギリス	2	9.24
ルクセンブルグ	3	7.18	13.03	米IB	3	5.97	イギリス	1	5.45	オランダ	2	6.26
その他	1	2.61	3.48	その他	4	10.05	その他	5	13.37	その他	3	9.13

注) 行数はランキングに入る各国金融機関の数。金額は単独主幹事案件で発行金額の全額、共同幹事案件は均等割。シェアはランキング表に記載されている範囲で計算し、パーセントで表示。米IBは米投資銀行、米CBは米商業銀行の略。CSWWとCSPBはスイスに、Morgan and Cieはフランスに、OrionやEBCはその他に分類。
出所) Kerr, Ian M., *A History of the Eurobond Market*, Euromoney Publications, 1984, p. 53, p. 59 より作成。

一部を獲得するため互恵関係から参加する機関も多かった⁷⁾。

1970年代において、ユーロ債発行の典型的なシンジケートは、4~5行の幹事団と、100行近くかあるいはそれ以上の機関が参加する引受団および販売団によって構成されていた。手数料は2.5%で、うち0.5%が幹事団と引受団、1.5%が販売団に分配される。最終分売を行わない業者は、手数料の一部を抜き取って割引販売を業者間取引で行う。リテール投資家は基本的に購入した証券を満期まで保有するため、流通市場は主に業者間取引であった。この取引を通じて、証券は最終的な分売先を持つ業者の手に渡っていった。つまり流通市場は発行市場を補完するものとして機能していた⁸⁾。

しかし表1で米投資銀行がランキングに食い込んでいるのは、単に分売を欧州系銀行に依存して幹事の地位を得ていたからではない。1970年代から、徐々にではあるがユーロ債市場で機関投資家の比重が高まっており、米投資銀行はユーロ債業務の拠点をロンドンに移して、機関投資家向けにトレーディングを行うことで独自の分売力を構築していった⁹⁾。中でもSalomon Brothersは、国内で成功したトレーディング中心の手法をユーロ債市場でも利用し、米投資銀行は欧州ユニバーサルバンクに勝てないという一般的な評価を覆すことに貢献した¹⁰⁾。ただし、1975~1977年は世界的な金融緩和の中で国際債の発行が拡大し、債券価格上昇につられて多くの業者が流通市場に参入していた。それが流通市場の中心地ロンドンで引受業務を行う業者に追い風となっていた¹¹⁾。

それでも、流通市場の拡大は発行市場に変革を迫っていった。新発債の業者間取引は発行価格からの割引販売を伴う。機関投資家向けの分売では、もともとリテール分売を前提とした手数料が正当化できないが、1978年にグレー市場の価格がスクリーンで公開され

表2 国際債発行額推移

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
国際債												
合計(10億ドル)	17.4	20.5	26.5	50.3	50.1	81.7	136.6	187.7	140.5	178.8	212.8	179.6
通貨別(%)												
USD	58.85	66.46	80.22	83.91	78.30	79.94	70.86	62.92	41.35	41.67	55.22	38.42
DM	27.49	17.58	5.17	6.46	8.06	5.29	7.03	9.11	10.68	13.26	7.71	10.24
C\$	2.71	1.32	2.60	2.38	2.14	2.69	2.12	2.72	4.27	7.33	5.87	3.51
Dfl	1.79	2.69	1.59	1.23	1.50	1.21	0.44	0.53	0.78	1.17	1.08	0.72
GBP	1.67	4.74	2.04	1.67	4.29	4.85	4.47	5.65	10.68	13.20	8.69	11.97
Frfr	2.13	4.30	2.00				0.81	1.86	1.28	1.29	2.11	5.07
Lira								0.16	0.50	0.84	1.64	2.95
JPY				1.19	0.46	1.46	4.83	9.86	16.09	8.89	7.33	12.92
ECU				1.63	4.37	3.60	5.05	3.78	5.27	6.26	5.92	9.91
外債												
合計(10億ドル)	20.0	17.5	21.3	25.2	27.1	27.8	31.2	39.4	40.3	48.3	42.9	46.9
市場別(%)												
アメリカ	21.87	16.04	35.82	23.89	17.49	15.43	15.71	17.26	18.36	20.91	21.91	17.70
スイス	47.45	42.67	38.16	44.92	49.91	47.19	47.76	58.88	60.30	54.45	43.36	48.61
日本	13.31	6.70	12.78	13.17	14.23	17.52	20.19	13.20	10.17	13.87	19.11	16.42
西ドイツ	13.11	27.49	5.59	8.37	9.69	8.71	5.45					
ユーロ債												
合計(10億ドル)		25.7	29.2	51.7	49.4	87.2	137.2	185.1	141.6	184.4	223.7	212.1
形態別(%)												
普通債		72.37	64.04	70.41	58.91	46.79	53.28	62.24	64.76	68.66	55.92	61.24
FRN		13.62	26.03	23.98	28.54	38.42	40.09	25.23	8.05	12.69	11.98	26.97
株式関連												
フラント債				0.77	3.24	3.10	1.97	8.27	16.24	15.35	29.95	9.71
転換債		14.01	8.90	2.71	6.68	5.28	3.50	3.19	9.18	2.93	2.06	2.03
非株式フラント債			1.03	2.13	2.63	6.42	1.17	1.08	1.77	0.38	0.09	0.05
借り手別(%)												
アメリカ		19.0	22.2	26.2	13.2	26.9	27.4	19.9	14.1	8.5	6.9	9.3
日本		6.3	9.9	4.2	9.6	11.2	10.2	12.3	23.3	20.9	36.7	22.1
イギリス		6.3	4.2	2.2	3.4	5.1	10.3	10.1	6.9	12.8	10.2	9.7
西ドイツ			0.2	2.9	4.8	2.1	2.0	5.3	5.9	5.6	4.1	3.0
フランス		8.4	7.2	14.3	11.5	8.2	7.9	6.7	5.0	7.8	5.0	8.1
カナダ		5.0	16.8	13.4	7.8	5.4	5.3	7.8	4.2	5.1	4.3	2.3
国際機関		18.5	13.5	12.3	19.9	9.7	8.9	7.1	10.4	8.8	7.6	10.7
その他		36.5	26.0	24.5	29.8	31.4	28.0	30.8	30.2	30.5	25.2	34.8

注) OECD の分類による国際債はユーロ債と同じだが、合計の数字はイングランド銀行の統計と一致しない。カバー範囲やドル建てへの換算方法・時期が異なるためと思われる。西ドイツの外債には米財務省が発行した DM 建て特別証券を含む(1979年11億ドル、1980年12億ドル)。また借り手別の内訳で、西ドイツの数字には統合後の東ドイツによる調達を含む。

出所) 国際債合計とその通貨別内訳、外債合計とその市場別内訳については OECD, *Financial Market Trends* 各号の数値を利用。ユーロ債の合計と形態別内訳および借り手別内訳については "The International Bond Market", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1991, pp. 522-523 の数値を利用。

るようになると、一部の機関投資家はスクリーンを見ながらブローカー経由で新発債を購入しようとするようになった¹²⁾。さらに、1980年代にはいと競争激化によって手数料の配分をめぐる争いが加熱した。その一方で市場の拡大に応じてニーズが多様化したため、収益性を高めるためにニーズに応じて発行手法を使い分ける動きが起こった。

表2を参照されたい。期間中に国際債、特にユーロ債発行が急増している。通貨別では1980

年代前半に上昇したドル建ての比率が、後半には大きく低下している。1970年代まではドル建ての比率低下は、もっぱらDM建てかスイス外債の伸びによって相殺されていたが、この時期にはそれ以外の比率も高まっており、通貨の多様化が進展したことを確認できる。

市場の拡大と多通貨化の背景として、一つには借り手の多様化がある。主要国の規制緩和で多様な調達・運用手段が多通貨で利用できるようになり、企業は経常取引の為替リスク管理と国際的な財務活動を統合していった。一部の企業は金融子会社を設立し、独自の金融取引能力を向上させていった¹³⁾。これら企業は市場の動きを見ながら、最も有利な市場で調達した資金を必要な通貨にスワップしたり、調達後の状況に応じて負債を入れ替えたりする¹⁴⁾。金融機関は、企業のこうした多通貨の複雑なニーズに対応して借り手に好条件の取引を提供しなくてはならなくなった。また金融取引能力を高めてきた企業向けに、単発の商品をより低価格で提供することも求められるようになった。

機関投資家による国際分散投資の活発化も市場の拡大と多通貨化を推進する要因である。一般的に機関投資家は、金利や為替の動きに対応して迅速にポートフォリオを入れ替えるため、流動性を重視している¹⁵⁾。そこで金融機関は、対顧客取引の内容を充実させることで機関投資家からの注文を獲得しなければならない¹⁶⁾。それができれば発行市場での競争力を高めることになる。なぜなら、機関投資家が新規発行証券をブローカー経由ではなく、ディーラーから購入しようとするのは、マーケットメイクのサービスを望むからである¹⁷⁾。つまり、機関投資家の台頭は、金融機関による発行市場業務と流通市場業務の結合を促進した。そしてそれが発行手法を規定した。

流通市場業務を基盤とする発行手法の典型は買取発行（bought-deal）である。特に1980年にCSFBがGMAC向けに行った案件は、シンジケートの性格を変化させる発端となった。この案件において、CSFBは事前に条件を借り手と議論せず、借り手に共同幹事を指定させなかった。CSFBにとっては全体を管理する方が、証券を抱えてしまうリスクより重要だったからである¹⁸⁾。全体を管理すれば、幹事団による投げ売りを回避できるだけでなく、発行証券の行方を把握できることで対顧客取引が容易になる。そして、対顧客取引能力を向上させることが発行市場での競争力につながる¹⁹⁾。

買取発行において、自己勘定のリスク管理と適正な価格設定のために、主幹事の内部で発行部門とトレーディング部門が密接に協力しなければならず、後者の方が決定力を持つこともある²⁰⁾。特に継続的な発行主体による発行の場合は、既発債の価格が参照されるため、シンジケートが価格設定を行う必要性がほとんど無い。そうなると発行市場業務は流通市場におけるブロック取引と変わらない。つまり、シンジケートが果たしていた価格設定と分売の役割は市場が果たすようになり、手数料はグレー市場でのトレーディング益に取って代わられる²¹⁾。

しかし現実的には、ユーロ債市場で活発に取引される銘柄は少ない²²⁾。発行頻度が低い証券はブロック取引のような発行が困難である。かりに発行頻度がそれなりに高くても、規模が

過大であればシンジケートの分売力に依存せざるを得ない。すると、特に優良顧客向けでは、案件獲得をめぐる競争の中で過度に借り手よりの価格設定が多発し、発行後の価格下落でシンジケート参加者全体が損失を被ることになる²³⁾。この問題に対処するため、米投資銀行を中心とする一部の大手が固定価格方式 (fixed price re-offering) を導入した。これはシンジケートを法的に拘束することで発行価格を守るものであるが、その本質は業者数を絞って利益を確保することにあり、その意味では買取方式に通じている²⁴⁾。ただ、短期間の分売が必要になるにも関わらず、買取方式ほどの迅速さもない。競争の激しい市場で利益を確保するための一つの選択肢にはなり得ても、用途は限定的にならざるを得ない。

業者数を絞って利益率を高める方法としては、私募や特別仕様の発行の方が用途が広い。プレミアムを支払わなければならない借り手はもちろん、複雑なニーズを持つ借り手も私募を好む。こうした案件では手数料が高くなる²⁵⁾。従来であれば、流動性を重視する機関投資家に、私募証券を分売することは困難であった。しかし機関投資家の管理資産が拡大するに従って、流動性の低い証券を受け入れる余地が出てくる。またデリバティブ市場の発達は、現物取引なしにキャッシュフローの組み替えを可能にしたため、流動性に対する考え方自体が変化した²⁶⁾。これを受けて、金融機関は私募案件に注力するようになるが、そこでは借り手と投資家のニーズに合わせて取引を設計し、デリバティブを駆使してその取引を実現する能力が求められる²⁷⁾。ユーロ債市場は、そうした取引をめぐる競争の一部分に過ぎない。

2.2 資金調達手段の多様化

ユーロ債市場は、その発行手法が銀行貸出に應用されることで、ユーロシンジケートローンの市場を生み出した。1970年代には国際資本市場でむしろ後者が主要な存在となった。そして米系金融機関の地位についても、後者の方が際だっていた。表3を参照されたい。米銀が首位になっており、1970年代末から1980年代初頭には他国の銀行に追い上げられるものの、ユーロ債で首位の独銀が持つシェアよりはるかに大きい。ただしこちらは商業銀行である。周知のようにこの時期のシンジケートローンは、石油資金リサイクルによって占められていた。そのためユーロ債市場と銀行市場の結びつきは、きわめて限定的であった。

それでも1970年代末にはすでに債務問題が懸念されるようになっており、シンジケートローンのファンディングとして定着しつつあったFRNが、資産としても貸出を部分的に代替するようになった²⁸⁾。1982年に債務危機が顕在化すると、シンジケートローンへの参加が顕著に縮小したのに対して、銀行のFRN投資は加速した。表4で中長期銀行貸出が1980年代前半を通じて急減する一方、前掲表2では1986年頃までユーロ債発行に占めるFRNの比重が拡大している。こうした市場の拡大に応じて、借り手側、投資家側の両方で非銀行によるFRN利用も増加した²⁹⁾。一方で銀行は、流通取引だけでなく、発行業務でもFRNへの関与を強め、それによって銀行市場とユーロ債市場の結びつきが強まった。

表3 ユーロ・シンジケートローン国籍別主幹事ランキング(1970年代)

1977			1978			1979			1980		
	行数	金額シェア		行数	金額シェア		行数	金額シェア		行数	金額シェア
米CB	7	84.01	米CB	6	77.32	米CB	5	50.33	米CB	5	56.33
ドイツ	2	11.99	ドイツ	2	10.67	日本	1	24.43	カナダ	2	18.76
イギリス	1	3.98	フランス	1	6.34	カナダ	1	7.87	イギリス	2	16.63
			イギリス	1	5.64	イギリス	1	6.13	フランス	1	8.27
						ドイツ	1	5.96			
						フランス	1	5.26			

注) 表1に同じ。

出所) McDonald, Robert P., *International Syndicated Loans*, Euromoney Publications, 1982, p. 65より作成。

表4 中長期銀行貸出額とユーロノート設定額の推移

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
(単位10億ドル)												
中長期銀行貸出												
対外貸出				7.4	7.0	8.8	7.0	9.1	11.4	9.3	6.6	2.5
ユーロ貸出				90.8	60.2	53.2	54.1	43.3	80.3	116.2	114.5	115.7
計	78.3	79.9	145.9	98.2	67.2	62.0	61.1	52.4	91.7	125.5	121.1	118.2
通貨内訳(%)												
USD	94.5	93.0	89.3	88.2	79.6	66.9	62.5	67.0	65.1	64.2	70.0	58.4
DM	2.0	1.8	1.8	1.5	1.5	2.7	2.1	3.0	2.4	2.8	3.5	6.9
GBP	1.2	1.4	1.1	2.8	4.1	4.5	3.4	6.4	14.7	17.4	11.3	16.4
JPY	0.6	0.0	1.1	3.7	7.4	16.3	18.5	16.1	10.8	6.1	5.3	1.9
ユーロノートプログラム												
NIF					3.5	17.4	34.4	24.8	29.0	14.4	5.5	4.1
MOF						8.0	15.0	13.2	19.6	8.3	1.3	2.2
ユーロノート					0.9	6.4	17.4	9.1	8.3	5.1	2.3	1.6
その他					2.6	3.0	2.0	2.5	1.1	1.0	1.9	0.3
BA					1.8	5.8	2.1	2.0	0.6	1.1		0.2
CPバックアップ					3.0	2.8	4.4	1.6	0.4		0.6	0.6
その他					1.2	2.8	2.0	0.9	1.2	1.1	2.3	1.4
ユーロCP								12.6	59.0	55.8	57.1	47.4
その他引受無し								10.6	8.6	15.2	19.5	17.3
MTN									1.7	8.0	12.6	15.6

注) 中長期銀行貸出の数字は1983年までは1983年末のレートで換算。1984年から1987年までは1986年末のレートで換算。それ以降は1990年末のレートで換算。

出所) OECD, *Financial Market Trends* 各号より作成。

債務危機による銀行市場の「証券化」はNIFにも見られる。当初のNIFはシンジケートローンの変形であり、1980年代半ばまでは当たり前のこととして引受機能が付いていた。利用者から見ると、それはNIFというより安価なバックアップであった。レートはLIBORとのスプレッドで表示され、ノートが発行される場合は、シンジケートに参加するような銀行が短期貸出の代替物として購入していた³⁰⁾。表4を見ても、1980年代半ばまで、引受付きのNIFがシンジケートローンの落ち込みを補うかのように増加していることが分かる。

このように当初は銀行市場として拡大したNIFであったが、1980年代後半になるといくつかの市場に分化していく。その一つがユーロCPである。引受付きのNIFは、実際にノート

を発行するには利便性が低い。銀行がテnderパネルを設置して、値付けするのに5営業日かかり、実際に資金を引き出すにはさらに2営業日かかる。その間、借り手は金利変動リスクにさらされる³¹⁾。そこで1985年にはBankers TrustがUnilever向けNIFで、ディーラーシップのオプションを組み込み、テnderパネルのメンバーがいつでも個別に発行体に対してノートの購入を提案できるようにした³²⁾。ディーラーシップが定着するにつれ、引受手数料は節約され、ノートは最終分売されるようになった。

投資家が銀行に限定されている間は、トレード可能なことが重要で、満期や額面は銀行間取引向けに規格化される必要があった。銀行以外に投資家が広がるとその必要性は小さくなる。1986年にはGMACが規模を特定しないユーロCPプログラムを設定し、投資家の需要に応じた満期と額面で発行する形式にした³³⁾。この形式が普及するに従い、満期や額面が多様化し、レートもLIBORから離れてそれ自体で表示されるようになった³⁴⁾。流動性は低下するが、特定の需要に合わせた発行であれば、そもそも流動性の重要性は低い。また上述のように、デリバティブ市場が発達したことで、現物売買の必要性が小さくなったことも影響していると考えられる。

金融機関から見ると、ユーロCPでは引受手数料が無く、収入が薄い売買スプレッドになる。そのため利益を上げるには量をさばかなければならない³⁵⁾。また性格が米CPと同じになれば、それとの競争にさらされる。借り手の多くは米市場とユーロ市場の両方でプログラムを設定し、レートを見ながら発行市場を選択する。その両方でディーラーになっているのであれば、裁定活動の影響を受けることになる³⁶⁾。そもそも、ユーロCP市場と比較して10倍ほどの市場規模と参加者層を持つ米CP市場でも、利益を上げることが出来るのは上位6行程度と考えられている³⁷⁾。この時期に市場の存在は確立されたものの、ユーロCPは単発の取引では収益性が低く、投資家や借り手の特定のニーズに対応するための一要素に過ぎない。

ユーロCPの他に、この時期に引受無しでNIFとして発達したものに、ユーロMTNがある。表4では、1980年代末に150億ドルを超えるところまで成長している。米市場ではMerrill LynchとSalomonが市場の将来性を見込んでマーケットメイクを開始し、一括登録制が導入されたことを契機にMTNの利用が拡大した。中期の分野はもともと連邦債くらいしかなく、それらより若干高い利回りを設定することで容易に投資家に吸収された。何より迅速な発行を特徴としているため、需要の強い満期を特定してコストを引き下げたり、調達を時間的に分散してコストを平準化させたりすることができる³⁸⁾。

1980年代後半にMTNをユーロ市場に持ち込む動きが進んだが、当初は流動性を求める欧州投資家向けに米方式の修正が迫られた³⁹⁾。それでも多くの投資家にとって少数のディーラーのみによってマーケットメイクが提供されることは受け入れられなかった。しかし流動性に対する考え方が徐々に変化していったことで、投資家は自分自身のニーズに合わせて設計された証券を受け入れるようになった。むしろディーラーにとっては、そうした個別のニーズを把握

して、発行者に対応する証券の発行を勧めることが重要になり、マーケットメイクの重要性は低下した⁴⁰⁾。特に2~3年のレンジは代替的な投資対象が少なく、投資家の需要が強い。またユーロCPからの乗換はあまり無いが、ユーロ債の投資家は既発債売却によるキャピタルゲインを確定する手段としてMTNを利用した⁴¹⁾。

借り手にとってユーロMTNは、ユーロCPの満期を長期化したり、ユーロ債の代替として利用することが出来る⁴²⁾。その利点は基本的に米MTNと同じであり、ユーロCPと同じく米市場との裁定になってくる。しかし各国で規制緩和が進んだことで、ユーロ市場ではドル以外にも多様な通貨が利用できるようになった⁴³⁾。また仮にドルだけを利用するとしても、米市場とユーロ市場では投資家が選好する借り手や満期などが異なるため、ユーロ市場の方が有利な調達ができることもある⁴⁴⁾。そしてCPにせよ、MTNにせよ、状況の変化に応じて柔軟な商品設計で迅速に調達できることが最大の特徴になっている。結局、ここでも金融機関に求められるのは、通貨、満期、額面など投資家と借り手双方のニーズを把握し、それらに対応することであり、MTNはその一要素である。

NIFの分化でもう一つ注目すべきものにMOFがある。ただ表4を見ると1987年に190億ドルの設定を記録してから急減している。MOF自体は一つのファシリティーに多様な調達手段を詰め込んだものであるため、分化とはいえない。実のところ、この中心はシンジケートローンであり、表4でMOFの減少に対応して中長期銀行貸出が急増している。そして、この時期は企業向けが中心となった⁴⁵⁾。調達の迅速さや商品設計の柔軟性では、証券形態よりも銀行貸出の方が優位にある。さらにシンジケートローンは調達可能な額も大きいため、特にM&A関連で利用されるようになった⁴⁶⁾。

M&A関連は派生する取引が多い。金融だけを取り上げても、エージェントの役割があり、リスクの大きさから借り手にヘッジを求めることが一般的で、ヘッジ関連の取引も生じる⁴⁷⁾。またMOFなら貸出以外にも状況に応じて多様な調達方法を提示する。さらにローンの場合でも、その分売を行う。やはりここでも、金融機関にとって競争上の鍵となるのは借り手と投資家のニーズを把握し、それに対応して特別仕様の取引を生み出す能力である。

1980年代の国際競争激化で、新商品を含め個々の取引の収益性は低下した。一方で市場の拡大は借り手と投資家の多様化とニーズの複雑化をもたらした。金融機関にとってはそれらのニーズに包括的な対応をしていくことが競争上の要件となったのである。

3 金融機関の国籍別仲介シェア

3.1 米系金融機関の地位が低下した分野

それでは上述のような競争の激化、借り手と投資家および発行手法と調達手段の多様化といった国際資本市場における競争環境の変化によって、1980年代に金融機関の勢力図はどのように変化したのであろうか。以下ではこの点を確認していく。

表5 ユーロ債国籍別主幹事ランキング (1980年代)

1983				1984				1985				1986			
シェア計 92.90				シェア計 96.60				シェア計 96.00				シェア計 94.04			
行数	金額	シェア	件数	行数	金額	シェア	件数	行数	金額	シェア	件数	行数	金額	シェア	件数
スイス	3	21.45	12.77	米IB	7	24.60	21.27	米IB	7	24.49	19.95	日本	8	23.49	27.21
ドイツ	6	19.61	16.00	スイス	3	19.47	14.14	スイス	3	19.50	12.55	米IB	7	18.82	15.50
米IB	7	15.14	14.22	ドイツ	6	12.77	16.30	米CB	6	11.93	10.55	スイス	3	16.45	12.05
イギリス	8	9.40	10.11	米CB	6	12.12	8.78	日本	8	11.71	16.79	ドイツ	6	11.49	12.45
フランス	5	8.55	9.77	イギリス	9	9.31	8.78	イギリス	10	10.83	8.64	米CB	6	9.72	8.39
日本	9	8.14	11.55	日本	6	8.79	13.50	ドイツ	6	10.00	13.05	フランス	5	8.66	10.29
米CB	4	7.96	7.66	フランス	6	7.81	7.38	フランス	5	7.90	10.72	イギリス	9	7.11	6.29
ベネルクス	5	6.29	13.11	カナダ	2	2.44	4.71	カナダ	2	2.86	5.32	カナダ	2	1.83	3.72
カナダ	2	2.98	4.11	ベネルクス	3	2.03	4.33	ベネルクス	3	0.74	2.41	オランダ	2	1.66	2.36
その他	1	0.42	0.66	その他	2	0.61	0.76	その他	0	0	0	その他	2	0.71	1.69

1987				1988				1989				1990			
シェア計 92.62				シェア計 94.42				シェア計 93.10				シェア計 97.90			
行数	金額	シェア	件数	行数	金額	シェア	件数	行数	金額	シェア	件数	行数	金額	シェア	件数
日本	11	38.63	33.13	日本	12	32.05	33.77	日本	11	46.26	40.25	日本	15	32.90	44.36
スイス	3	12.65	13.87	スイス	3	13.66	11.50	米IB	6	12.99	11.93	米IB	6	15.03	9.50
ドイツ	6	12.04	12.11	ドイツ	8	14.92	14.87	ドイツ	5	8.97	8.98	スイス	3	11.48	7.92
米IB	6	11.79	10.09	米IB	5	12.06	9.45	フランス	6	7.44	9.41	フランス	5	9.67	8.20
イギリス	9	10.51	12.69	イギリス	7	8.48	9.15	米CB	3	6.98	8.12	ドイツ	4	9.60	8.20
米CB	4	5.38	5.97	米CB	3	7.69	6.81	スイス	3	6.91	6.90	イギリス	5	7.48	8.48
フランス	5	5.38	5.97	フランス	5	6.51	6.66	イギリス	7	5.83	7.33	米CB	3	7.13	7.08
カナダ	2	1.43	2.77	オランダ	2	1.89	2.49	ベネルクス	3	1.60	2.80	イタリア	4	4.82	2.88
オランダ	2	1.36	2.01	カナダ	2	1.80	2.93	カナダ	2	1.19	1.86	カナダ	2	0.79	1.30
その他	2	0.79	1.34	その他	3	0.90	2.34	その他	4	1.77	2.37	その他	3	1.04	2.05

注) 1983年は主幹事ランキング。単独幹事は発行金額の全額、共同幹事は均等配分。1984年以降はブックランナーのみで、発行金額の全額配分。表1と同様、金額シェアと件数シェアはランキング公表範囲で計算しているが、Euromoney誌に金額シェアが記載されていた場合は、その合計をシェア計として表示している。OrionはRBCの傘下に入ったため、カナダに分類。EBCは特定の国籍に分類していない。その他は表1に同じ。
出所) Annual Financing Report, Euromoney各号より作成。

表5を参照されたい。ユーロ債全体で、1984～1985年には米投資銀行が首位にたっており、これには米企業の発行ラッシュが寄与している⁴⁸⁾。しかし1980年代後半には金利面でユーロ市場の優位性がなくなったことに加え、欧州で米企業のイベントリスクに対する懸念が強まったことで、米企業の調達是国内市場に回帰した⁴⁹⁾。これとともに米投資銀行のシェアが後退している。1989～1990年には順位が上がっているものの、金額シェアはほとんど変わっていない。また証券市場と銀行市場の融合を受けて米商業銀行もランキングに入るようになったが、米投資銀行と同様の推移を見せており、しかも金額シェアは総じて米投資銀行の半分程度になっている⁵⁰⁾。

これに対して、1980年代後半は日本の証券会社と銀行がランキングの上位を独占するようになった。金額シェアを見ると、米系の投資銀行と商業銀行をひとくくりにしても、まだ日本の方がかなり大きい。表2を見ると、この時期は日本の借り手によるユーロ債発行が最大のシェアを占めており、それが日本勢躍進の原動力になっていると考えられる。また個別に見ても野村は1987年以降トップに立っており、日本勢のシェアが最も高い1989年には1～4位を四大証券が占めた。

米投資銀行は日本勢に続く勢力といえるが、それにスイス系とドイツ系も肩を並べている。スイス系については3行のみで米投資銀行と同様かそれ以上のシェアを占めており、中でもCSFBは期間中常にどの米投資銀行よりもランクが高い。そしてこの強さは、スイスの借り手に依存していない。ドイツ系も、ドイツの借り手がユーロ債発行に占める比重は決して高くないが、ランキングでは上位に入る。特にDeutsche Bankはほとんどの年でCSFBに近い位置にあり、米投資銀行の上を行く。

期間中を通してみると、それらの下にイギリス系、フランス系、そして米商業銀行が位置している⁵¹⁾。これらについては本国出身の借り手の動きに規定されている部分もあるように見える。そのさらに一段下にベネルクス系、カナダ系、オーストラリア系などが来ている。これらでもすでに限界的な存在であるが、それ以外の国からトップ50に入ることはほとんど無い。

次に表6で通貨別の状況を確認したい。1980年代後半には発行通貨の多様化が進み、ドルの比重が低下した。そのことも米系金融機関の地位が低下した一因と考えられるが、表6からドルだけを取り出しても、米系金融機関が最上位を占めるわけではないことが分かる。全体と比較すると、商業銀行のシェアは若干高くなっているが、その他はほとんど変わらない。換言すれば、比率が低下したにもかかわらず、ドルは全体の状況をもっとも良く表している。

これに対していくつかの通貨では本国の銀行による独占状態になっている。ユーロ円債は、日米円ドル委員会合意を受けて、発行認可範囲が拡大され、同時に幹事業務に国籍上の制限はないことが明確にされたが、表6を見ると外銀シェアは皆無に近い。マルクでも1985年から主幹事業務が外資系現法に認められるようになったが、やはりドイツ系が9割前後を占めている⁵²⁾。スイス・フランについてはユーロ債が存在しない。公募外債の起債調整は1984年に廃

表6 ユーロ債通貨別・国籍別主幹事ランキング

1983				1984				1985				1986			
USD	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	25	83.00		50	89.40		20	82.70		20	82.70		20	81.89	
	3	77.80		20	84.10		5	80.1		5	80.1		5	84.78	
	3	31.04	22.99	米ID	9	30.09	30.69	米ID	5	36.90	38.88	米ID	5	28.94	24.74
スイス	3	33.12	25.35		5	33.14	34.42		3	28.97	24.48	スイス	3	24.53	18.70
米ID	5	20.70	24.84	スイス	3	23.17	19.49	スイス	3	12.57	11.52	日本	6	23.27	36.98
	3	14.46	11.06	米CB	7	14.84	12.93	米CB	3	7.24	3.29	米CB	3	12.82	10.30
独	2	14.11	10.52		3	14.86	11.70		2	4.82	11.72	フランス	2	5.97	6.33
米CB	4	11.47	13.88	日本	7	9.14	17.37	イギリス	3	9.47	10.08	ドイツ	1	4.45	2.94
	3	11.05	13.83		4	9.49	19.20								
フランス	3	8.22	6.72	フランス	5	7.81	5.40	日本	2						
	7	8.77	7.41		3	7.48	5.38		4						
その他	7	14.08	20.39	その他	19	14.92	14.09	その他	4						
	5	12.20	16.74		3	8.61	7.02								
JPY	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	4	89.90		5	87.90		5	87.90		10	91.13		10	91.13	
	3	88.57	80.00		5	82.93									
日本	3				5	100	100	日本	5				10	100	100
イギリス	1	11.42	20.00												
DM	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	5	87.1		7	100		10	100		10	95.46		5	84.78	
	5	94.32	92.00	7	95.57		5	90.1		5	84.78		5	84.78	
ドイツ	5			7	100	100	ドイツ	8	91.08	94.11	ドイツ	8	89.87	90.47	
								4	92.91	94.87		4	90.82	89.79	
								1	6.37	4.41	スイス	1	8.32	8.92	
								1	7.08	5.12		1	9.37	10.20	
								1	2.54	1.47	米CB	1	1.50	0.59	
								0	0	0		0	0	0	
Swf(外債)	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	5	80.20		5	77.90		5	80.20		5	77.90		5	80.20	
	4	96.71	97.84	スイス	4	96.71	97.84	スイス	4	96.71	97.84	スイス	4	95.11	93.75
	1	3.28	2.15	フランス	1	3.28	2.15	フランス	1	3.28	2.15	フランス	1	4.88	6.25
GBP	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	5	79.30		17	100		5	58.40		5	67.73		5	67.73	
	4	94.32	92.00	イギリス	11	88.88	85.71	イギリス	5	80.54	85.00	イギリス	4	70.59	67.55
イギリス	4				5	100	100		3	69.57	78.43		3	83.88	83.33
	1	5.87	8.00	スイス	2	5.77	6.12	スイス	1	12.27	9.80	米CB	2	9.37	10.71
					0	0	0		1	12.88	7.50	ベルギー	1	7.65	9.52
					2	4.40	4.08		1	18.14	11.78	ベルギー	1	6.58	5.35
					0	0	0		2	12.57	20.00	その他	3	13.37	16.07
					2	2.93	4.08		0	0	0		0	0	0
					0	0	0								
ECU	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	5	NA		20	100		10	87.40		10	75.84		10	75.84	
	3	75.43	NA	5	53.98		5	47.90		5	58.80		5	58.80	
ベルギー	3			8	41.79	41.28	フランス	5	60.54	85.00	フランス	4	83.88	83.33	
	2	24.56	NA	2	61.01	57.14	米CB	2	69.57	78.43	米CB	2	9.37	10.71	
フランス	2			3	38.97	42.85	米CB	1	12.27	9.80	米CB	1	7.65	9.52	
				1	38.98	42.85	スイス	1	12.88	7.50	ベルギー	1	6.58	5.35	
				0	4.91	3.17	スイス	1	18.14	11.78	ベルギー	1	8.46	7.14	
				1	0	0		2	12.57	20.00	その他	3	13.37	16.07	
				2	4.61	3.17	ベルギー	0	0	0		0	0	0	
				0	0	0									
				5	11.68	9.52									
				0	0	0									
CF	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	5	77.50		5	61.60		5	61.60		5	60.58		5	60.58	
	2	53.02	60.71	カナダ	2	61.61	67.64	カナダ	2	61.61	67.64	カナダ	4	73.53	78.58
カナダ	2														
	1	21.02	17.85	フランス	1	13.51	14.70	フランス	1	13.51	14.70	フランス	1	26.46	23.83
フランス	1														
	1	18.46	14.28	米ID	1	12.56	8.82	米ID	1	12.56	8.82	米ID	1	12.56	8.82
スイス	1														
米ID	1	7.48	7.14												
A\$	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計	
	5	82.10		5	54.49		5	82.10		5	54.49		5	54.49	
	1	54.05	50.90	カナダ	1	54.05	50.90	カナダ	2	49.98	49.98	カナダ	2	49.98	54.16
カナダ	1														
	1	21.53	21.81	米ID	2	37.94	33.33	米ID	2	37.94	33.33	米ID	2	37.94	33.33
米CB	1														
その他	3	24.39	27.27	ドイツ	1	12.06	12.50	ドイツ	1	12.06	12.50	ドイツ	1	12.06	12.50

注) ランキングが上位何位まで公表されているかが、年や項目によって異なるため、行数計をそれぞれ場合の数値。その他は表5に同じ。
出所) Annual Financing Report, Euromoney 各号より作成。

1987			1988			1989			1990		
行數計	シェア計		行數計	シェア計		行數計	シェア計		行數計	シェア計	
20	金額	件数	20	金額	件数	20	金額	件数	20	金額	件数
日本	48.97	58.63	日本	55.59	64.85	日本	69.69	64.80	日本	51.18	65.37
米IB	21.49	17.88	米IB	16.13	12.37	米IB	14.29	17.00	米IB	22.94	18.02
スイス	18.16	14.63	スイス	14.93	12.37	米CB	6.69	8.80	スイス	13.81	10.24
米CB	4.46	4.87	米CB	8.29	6.43	スイス	3.98	4.80	米CB	8.65	4.59
ドイツ	3.54	2.43	フランス	3.17	2.22	ドイツ	3.05	1.60	ドイツ	3.20	1.76
その他	3.33	3.52	ドイツ	1.86	1.73	フランス	2.27	3.00			
日本	91.67	90.51	日本	88.65	92.60	日本	80.50	92.63	日本	83.15	94.66
米IB	21.49	17.88	米IB	16.13	12.37	米IB	14.29	17.00	米IB	22.94	18.02
スイス	18.16	14.63	スイス	14.93	12.37	米CB	6.69	8.80	スイス	13.81	10.24
米CB	4.46	4.87	米CB	8.29	6.43	スイス	3.98	4.80	米CB	8.65	4.59
ドイツ	3.54	2.43	フランス	3.17	2.22	ドイツ	3.05	1.60	ドイツ	3.20	1.76
その他	3.33	3.52	ドイツ	1.86	1.73	フランス	2.27	3.00			
日本	99.08	98.51	日本	92.60	92.63	日本	91.22	92.63	日本	94.88	94.66
米IB	21.49	17.88	米IB	16.13	12.37	米IB	14.29	17.00	米IB	22.94	18.02
スイス	18.16	14.63	スイス	14.93	12.37	米CB	6.69	8.80	スイス	13.81	10.24
米CB	4.46	4.87	米CB	8.29	6.43	スイス	3.98	4.80	米CB	8.65	4.59
ドイツ	3.54	2.43	フランス	3.17	2.22	ドイツ	3.05	1.60	ドイツ	3.20	1.76
その他	3.33	3.52	ドイツ	1.86	1.73	フランス	2.27	3.00			
日本	88.36	94.88	日本	88.36	94.88	日本	88.36	94.88	日本	88.36	94.88
米IB	21.49	17.88	米IB	16.13	12.37	米IB	14.29	17.00	米IB	22.94	18.02
スイス	18.16	14.63	スイス	14.93	12.37	米CB	6.69	8.80	スイス	13.81	10.24
米CB	4.46	4.87	米CB	8.29	6.43	スイス	3.98	4.80	米CB	8.65	4.59
ドイツ	3.54	2.43	フランス	3.17	2.22	ドイツ	3.05	1.60	ドイツ	3.20	1.76
その他	3.33	3.52	ドイツ	1.86	1.73	フランス	2.27	3.00			

の上の記載しておいた。下段の数字は、各年の比較のため、ランキング公表数が最も少ない年に合わせた

表7 ユーロ債発行主体別・国籍別主幹事ランキング

1983				1984				1985			
アブリン/パブリック				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	20	81.90		20	96.95		5	50.20			
	5	53.80		5	95.43						
	1	29.79	件数シェア	2	33.84	件数シェア	1	46.12	件数シェア	1	30.23
スイス	1	45.37	24.32	1	43.63	20.68	1	18.07	18.60		
ドイツ	4	23.19	24.86	5	31.00	25.00	1	14.65	22.09		
米IB	1	23.55	27.02	2	32.91	41.37	1	21.14	29.06		
米IB	5	17.45	15.07	4	13.43	20.33					
その他	1	14.54	12.10	1	9.76	17.24					
	10	29.54	49.72	9	21.72	35.00					
	2	16.53	36.48	1	13.67	20.88					
国際機関				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	25	97.90		20	95.15		5	67.30			
	5	56.90		5	64.36						
	1	34.50	件数シェア	3	51.07	45.07	1	39.23	62.85		
ドイツ	3	23.82	22.65	1	69.92	68.29	1	33.43	8.57		
スイス	3	19.44	15.82	5	13.77	14.08	1	21.69	20.00		
ベネルクス	1	25.19	21.05	1	10.44	12.19	2	5.63	8.57		
その他	1	12.58	21.05	3	10.79	11.26	1				
	14	39.11	25.00	1	6.48	9.75					
	2	27.71	15.78	9	24.38	29.57					
				2	13.15	9.75					
米/米企業				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	10	67.50		15	93.43		5	63.70			
	5	48.50		5	68.35						
	1	48.57	件数シェア	6	46.37	54.65	3	58.56	56.86		
米IB	5	43.80	43.90	3	51.86	70.37	2	41.43	43.13		
スイス	1	25.02	19.29	2	29.93	17.44					
米CB	1	34.55	28.84	1	37.45	22.22					
その他	1	13.32	14.83	3	10.84	10.46					
	1	18.56	23.07	1	10.67	7.40					
	3	17.83	23.17	4	12.84	17.44					
	0	0	0	0	0	0					
日本/日本企業				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	10	64.20		16	96.93		14	90.00			
	4	37.21	件数シェア	10	59.51	件数シェア	5	61.00			
日本	4	37.21	35.66	5	73.34	25.00	5	76.61	77.77		
米IB	2	24.57	26.08	4	77.51	25.00	4	83.28	81.72		
米CB	1	11.82	13.04	3	7.26	16.86	4	10.02	5.05		
その他	3	26.38	25.00	1	4.74	12.50	1	5.57	2.15		
				2	6.68	37.50	1	5.09	7.07		
				1	5.18	37.50	1	5.65	2.15		
				5	12.70	20.83	4	8.26	10.10		
				4	12.57	25.00	2	5.47	8.60		
西ドイツ				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	8	89.40									
	1	72.66	件数シェア								
ドイツ	4	72.66	70.37								
米IB	3	13.26	18.51								
米CB	1	14.07	11.11								
フランス				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	10	65.30					5	54.50			
	5	47.00									
	1	48.47	件数シェア				3	61.29	77.50		
フランス	2	46.17	61.70				1	23.54	12.50		
米IB	3	26.56	21.05				1	15.16	10.00		
その他	1	19.70	12.76								
	2	24.95	15.78								
	2	35.11	25.53								
カナダ				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	10	88.80					10	79.70			
	5	71.70					5	63.30			
	2	37.78	件数シェア				3	34.67	53.57		
ドイツ	2	37.78	19.60				2	38.14	63.41		
スイス	1	39.88	20.00				3	28.81	23.21		
カナダ	3	29.97	25.49				1	25.87	17.07		
その他	1	26.21	17.14				2	24.80	12.50		
	2	21.38	31.37				1	26.33	12.19		
	2	26.47	45.71				2	11.91	10.71		
	3	10.86	23.52				1	9.53	7.31		
	1	7.60	17.14								
オーストラリア				1984				1985			
	行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計		行数計	シェア計
	10	98.50					5	63.20			
	5	78.60									
	1	52.98	件数シェア				1	25.02	12.19		
ドイツ	2	52.98	23.52				1	24.82	17.07		
米IB	1	61.13	27.27				3	50.14	70.73		
米IB	3	19.57	17.64								
その他	1	12.22	9.09								
	5	27.43	58.82								
	3	26.84	63.63								

注) ソブリン/パブリックの項目は、1984年、1990年がソブリン、1983年、1985年、本企業の項目は1983年から1986年が日本企業、1989年と1990年が日本。その出所) *Annual Financing Report*, Euromoney 各号より作成。

1986				1988				1989				1990			
行数計		シェア計		行数計		シェア計		行数計		シェア計		行数計		シェア計	
5		43.70		5		82.09		20		91.30		10		77.30	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
スイス	1	42.21	29.67	ドイツ	3	39.40	29.41	ドイツ	2	35.83	22.22	ドイツ	1	22.36	21.05
米CB	1	16.54	18.68	フランス	1	58.03	51.61	米ID	1	53.48	41.93	米CB	1	22.29	22.22
ドイツ	1	16.00	19.78	オランダ	1	17.79	16.17	米ID	2	18.17	11.11	米CB	1	22.33	15.78
その他	2	25.23	31.86	その他	2	18.20	18.12	日本	1	25.49	16.12	イタリア	1	29.96	33.33
5		48.58		20		50.23		20		56.80		10		105.20	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
ドイツ	1	58.37	62.79	ドイツ	3	39.40	29.41	ドイツ	2	35.83	22.22	ドイツ	1	29.70	26.82
フランス	1	13.96	11.62	日本	4	17.79	16.17	米ID	1	53.48	41.93	米ID	1	38.63	47.82
オランダ	1	11.04	13.95	スイス	2	18.20	18.12	米ID	2	18.17	11.11	米ID	3	48.90	14.63
その他	2	16.60	11.62	その他	10	28.55	38.23	その他	12	34.13	50.00	その他	4	15.31	34.14
5		44.11		20		96.50		20		96.50		10		72.83	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
米ID	2	44.86	43.18	米ID	5	47.65	39.75	スイス	3	60.97	60.97	スイス	3	44.38	34.09
日本	2	28.85	29.54	スイス	3	18.67	15.66	米ID	2	10.01	13.25	米ID	3	54.47	42.85
スイス	1	26.47	27.27	米CB	2	23.64	0	米CB	2	10.01	13.25	米CB	2	28.86	43.18
10		93.27		25		99.80		10		95.20		10		85.76	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
日本	6	92.63	93.20	日本	13	93.22	84.00	日本	9	97.43	97.71	日本	9	97.43	97.71
ドイツ	1	2.81	3.70	ドイツ	7	95.98	90.10	ドイツ	7	95.98	90.10	ドイツ	1	2.56	2.28
フランス	1	2.44	1.85	フランス	2	2.72	8.05	フランス	2	1.53	2.00	フランス	1	2.56	2.28
その他	2	2.10	1.23	その他	1	1.30	1.83	その他	4	1.42	2.33	その他	0	0	0
10		94.82		25		99.80		10		95.20		10		85.76	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
ドイツ	4	88.16	73.52	ドイツ	7	95.98	90.10	ドイツ	7	95.98	90.10	ドイツ	4	88.16	73.52
イタリア	1	5.34	8.82	フランス	2	2.72	8.05	フランス	2	1.53	2.00	フランス	1	2.56	2.28
その他	5	8.49	17.64	その他	1	1.30	1.83	その他	4	1.42	2.33	その他	0	0	0
10		80.01		25		99.80		10		95.20		10		85.76	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
フランス	5	80.13	71.60	フランス	7	95.98	90.10	フランス	7	95.98	90.10	フランス	5	80.13	71.60
米CB	4	91.46	89.83	ドイツ	7	95.98	90.10	ドイツ	7	95.98	90.10	ドイツ	4	91.46	89.83
米CB	1	8.51	10.16	フランス	2	2.72	8.05	フランス	2	1.53	2.00	フランス	1	8.51	10.16
日本	3	8.66	14.81	その他	1	1.30	1.83	その他	4	1.42	2.33	その他	3	8.66	14.81
その他	0	0	0	その他	0	0	0	その他	0	0	0	その他	0	0	0
5		53.04		5		48.47		5		48.47		5		64.67	
行数		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア		件数シェア		金額シェア	
スイス	2	43.11	43.33	スイス	1	29.96	20.00	スイス	1	29.96	20.00	スイス	2	43.11	43.33
米ID	1	22.47	15.00	米ID	1	23.02	12.00	米ID	1	23.02	12.00	米ID	1	22.47	15.00
日本	1	17.23	10.00	その他	3	47.01	68.00	その他	3	47.01	68.00	その他	1	17.23	10.00
カナダ	1	17.18	31.86												

1986年がパブリック。米/米企業の項目は1983年、1990年が米、1984年から1989年が米企業。日本/日他は表5に同じ。

止されるが、その後も三大銀行が輪番で主幹事を務める固定シンジケートが圧倒的な影響力を維持しており、それが表6にも反映されている⁵³⁾。フランス・フランについては、フランスと関係の深い Lazard Freres 以外は外銀がランキングに入っていなかったため、表に載せていない⁵⁴⁾。

これらほどではないが、ポンドとカナダ・ドルについても本国の銀行が上位を占めている。ECU についてはスワップ市場の拡大とともに利用が進んだこともあって多様な国籍の銀行がランキングに顔を出す、主要な発行国となっているフランスから上位の銀行が出ている。また1990年にはイタリア系も上位に入っており、市場の現地化が進んだように見える⁵⁵⁾。逆にオーストラリア・ドルと、表には載っていないがニュージーランド・ドルでは外銀が上位を占める。これらは投資家側でも借り手側でも外国籍主体の割合が他の通貨よりも高いことが一因と考えられる⁵⁶⁾。

ユーロ債は、借り手も投資家も非居住者であることが想定されているが、それは必ずしも利用者が外国籍であることを意味しない。上述のようにスイス・フランにはユーロ債が存在せず、資金の出所は別にして販売は基本的に国内で行われる。マルクについては、外債とユーロ債の区分がほとんどなく、実質的に外債はユーロ債市場として発達した⁵⁷⁾。ポンドにいたっては国内債とユーロ債の差異も判然とせず、借り手でも投資家でも居住者の比重が大きい⁵⁸⁾。その他も全体的に、欧州通貨のユーロ債市場は国内市場という性格が強いと指摘されている⁵⁹⁾。またユーロ円については、国内販売に90日間の待機期間が設定されているが、その後は日本の投資家による取引が過半を占めると見られている⁶⁰⁾。

このように各国通貨はユーロ債であっても本国との結びつきが強い。特に投資家へのアクセスは、本国の銀行を優位にする要因と考えられる。一方、米ドルではさほど米系金融機関の地位が高くない。これについては、米ドルの分売が容易なために、発行者との結びつきが重要になると説明されている⁶¹⁾。しかし、発行者と金融機関の結びつきは各国で異なる。次にこの点を検証したい。

表7を参照されたい。国籍別のデータは多くないため、参考までにソブリンや国際機関も載せておいた。国際機関はドイツ系が強みを持っているようだが、米投資銀行も順位を上げている。ソブリンやパブリックについては、アメリカの政府関係は基本的にユーロ市場を利用しないが、それでも米系金融機関は上位を占めることが多い。ただし、これらの発行者は金融機関へのロイヤリティーが低く、担当者の交替が方針転換につながるといわれる⁶²⁾。アメリカの借り手はというと、米系金融機関を選ぶ傾向にあるが、その比重は高いとはいえない。米投資銀行の金額シェアは常に50%を下回っており、1990年は首位をスイス系に譲り渡している。この年は商業銀行をあわせても、スイス系のシェアに届かない。アメリカの借り手も、ソブリンなどと同様にロイヤリティーが低いと見られる。

これに対して自国通貨で高いシェアを占めていた国の銀行は、本国借り手の案件でもやはり

高いシェアを占めている。日本は1983年こそシェアは低いが、徐々に数字をあげて、最後は100%近くを占めるようになってきている。これは、もともと他国の銀行に奪われていた取引を、国際業務の強化によって取り戻したことが理由になっていると考えられるが、部分的に日本企業が株式関連を選好したことも要因になっているかもしれない⁶³⁾。ドイツの場合は、日本よりも企業と銀行の関係が強く、企業が外銀と取引する際に国内取引先と相談し、外銀も既存の取引関係を考慮して独銀に主幹事を譲ることがある⁶⁴⁾。フランスについても、やはり仏銀が高いシェアを占めるようになってきている。

一方で、これらの国よりも自国通貨での地位が高くなかったカナダの銀行は、カナダの借手との関係で見ても、さほどシェアが高くない。イギリスについては1990年しかデータがなかったため表に載せなかったが、それで計算すると英銀は10行中の4行で、金額シェアは45.6%とさほど高くない。自国通貨でシェアが低かったオーストラリアにいたっては、自国の銀行が登場しない。各国の借手は国際市場では外貨建ての調達も大きいと思われるため、借手との関係の強さが、その国の通貨での強さを意味するわけではない。しかし理由は分からないが、両者はかなり相関関係が強い。つまり自国通貨の取引を、その国の金融機関が独占している場合は、それら金融機関が外貨建てを含めて同国に関連する金融仲介で独占的な地位にあることが多い。そして米系金融機関は、その両方で独占的な地位にあるとはいえない。

3.2 米系金融機関が優位な分野

米系金融機関は、そのホームグラウンドとなるべき分野では圧倒的な強さを持っているわけではなかったが、全体的に見ると他国のホームグラウンドには万遍なく登場している。その源泉は何であろうか。米系金融機関が強みを持つ分野を探していきたい。

表8は証券形態別の主幹事ランキングである。固定金利債の数字は1984年から株式関連を含んでおり、全体の6~9割を占めているため、全体の動向に近い。1989年に米商業銀行が3位につけているが、表5でもドイツ、フランスとの差は小さく、ランク入りした3行が、固定金利だけでもそのまま残っている。50位まで表示されていれば、結果は全体と同じだったかもしれない。また1988年は日本が首位になっていないが、表2を見るとこの年は普通債の比重が比較的高い。ワラント債だけ取り出せば、日本が圧倒的である。1989年については、固定金利にワラント債が含まれていなくても、日本が首位になっている。もちろんワラント債では圧倒的地位を維持している。

これに対してFRNでは米系金融機関の地位が高い。1986年までのブーム期には米商業銀行が目立ち、銀行間市場という側面を持つFRNを足がかりに証券市場へ食い込んでいったのは主に米銀であることが分かる。同時期にはスイス系が1行だけでかなりのシェアを持っているが、これはCSFBがFRNで首位を独占していたためである。ただ国籍でまとめると、1984

表8 ユーロ債券形態別・国籍別主幹事ランキング

1983			1984			1985			1986						
固定金利	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計					
	20	75.70	25	84.40	20	77.60	20	73.71							
	行数	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア					
ドイツ	4	33.42	24.40	米IB	5	30.33	22.27	米IB	4	27.92	22.27	日本	6	37.96	40.40
スイス	3	17.47	15.87	ドイツ	5	32.49	24.43	スイス	3	18.70	14.79	米IB	5	19.02	16.00
米IB	4	16.56	18.45	スイス	4	21.51	23.40	日本	4	16.98	18.83	ドイツ	3	16.42	16.23
その他	9	32.53	41.26	その他	2	15.17	11.81	その他	9	38.38	44.09	その他	6	26.59	27.35
					10	29.76	39.65								
FRN	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計					
	20	95.70	25	93.00	20	86.50	20	87.97	20	87.97					
	10	69.80	10	69.80	10	67.80	10	71.07	10	71.07					
	行数	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア					
スイス	1	38.63	20.72	米IB	6	24.55	25.60	米IB	5	27.23	33.49	米IB	5	27.53	34.28
	1	45.91	29.11	スイス	3	25.98	30.39	スイス	4	31.15	42.56	スイス	5	34.09	44.44
米IB	5	17.85	18.91	スイス	1	23.39	23.87	スイス	1	27.18	17.92	スイス	1	26.89	18.85
	1	13.46	11.39	米IB	1	31.83	32.27	米IB	1	34.85	25.87	米IB	1	33.04	24.44
フランス	5	16.40	22.52	米IB	4	21.04	18.06	米IB	4	16.55	19.33	米IB	3	17.45	14.85
	3	16.12	22.78	その他	2	23.69	19.60	その他	2	18.01	20.27	その他	1	15.70	11.85
その他	9	27.11	37.83	その他	14	31.00	32.25	その他	10	27.04	28.24	その他	11	28.31	32.00
	5	24.49	36.70	その他	4	18.71	13.72	その他	3	16.16	11.48	その他	3	17.15	19.25
転換債	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計	行数計	シェア計					
	10	70.70	17	109.00	10	78.50	10	73.47	10	73.47					
	10	69.80	10	103.20	10	78.50	10	73.47	10	73.47					
	行数	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア	件数シェア	金額シェア					
日本	5	51.79	61.53	日本	5	45.54	65.38	日本	5	48.78	63.26	スイス	2	49.92	40.42
	5	51.79	61.53	日本	5	45.54	65.38	日本	5	48.78	63.26	スイス	2	49.92	40.42
スイス	3	41.22	33.33	スイス	4	43.29	11.53	スイス	2	32.45	24.48	米IB	4	36.25	38.29
	3	41.22	33.33	スイス	4	43.29	11.53	スイス	2	32.45	24.48	米IB	4	36.25	38.29
米IB	2	6.97	5.12	その他	8	11.15	23.07	その他	3	18.76	12.24	その他	4	13.82	21.27
	2	6.97	5.12	その他	8	11.15	23.07	その他	3	18.76	12.24	その他	4	13.82	21.27
				その他	3	7.18	15.55								
ワラント債															

*参考

1984		
ゼロクーポン		
行数計	シェア計	
12	99.99	
行数	金額シェア	件数シェア
米IB	63.60	55.00
米IB	13.73	15.00
その他	22.65	30.00

1989		
固定価格方式		
行数計	シェア計	
19	39.15	
行数	金額シェア	件数シェア
米IB	48.67	35.13
スイス	18.07	27.02
その他	34.94	37.83

注) 固定金利の項目で1983年の数値は普通債のみ。1989年はワラント債を除く。FRNの項目で1990年億ドルでシェアが18.98%であるのに対して、3位の日興は取扱金額5億ドルでシェア22.57%になっ
 ばードワラントは取扱金額が記載されていなかった。その他は表5に同じ。

出所) *Annual Financing Report*, Euromoney 各号より作成。

年から米投資銀行が首位を維持し、1989~1990年にはその差を広げている。そして、FRNは1980年代における金融革新で重要な位置づけにある。多様な短期金利ベースを利用することでスワップの機会が広がり、またドロップ・ロックやキャップといったオプション機能を内在した商品の開発はオプション市場に厚みを加えた⁶⁵⁾。こうした革新で米投資銀行が中心的な地位にあったといえる。

断片的なデータしかないが、その他でユーロ債市場に持ち込まれた新商品についても米系金融機関の地位が高い。オプションを証券化したカバードワラントで、米投資銀行が取扱金額の40%強を占めており、FRN関連とあわせて派生商品での強さを裏付けている。また資産証券化についても米系金融機関が高い地位を占めている。ここでは発行者としてアメリカの主体の比重が大きく、米商業銀行も活発に市場を利用し、投資銀行と協力関係にある⁶⁶⁾。ゼロクーポン債についても米系金融機関の地位が高い。これらはいずれも米市場で開発された商品の輸出

1987			1988			1989			1990																																																																																																										
行数	シェア計		行数	シェア計		行数	シェア計		行数	シェア計																																																																																																									
20	70.26		20	72.17		20	70.90		20	70.90																																																																																																									
日本	7	35.61	件数シェア	31.18	ドイツ	4	22.55	件数シェア	21.28	日本	5	27.85	件数シェア	33.17																																																																																																					
ドイツ	3	19.45	21.20	スイス	3	20.27	18.28	米IB	4	19.27	14.43																																																																																																								
スイス	2	13.33	11.64	日本	3	18.54	19.78	米CB	2	14.40	15.05																																																																																																								
その他	8	31.59	35.98	その他	10	38.62	40.65	その他	9	38.45	37.32																																																																																																								
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">1989</th> <th colspan="3">1990</th> </tr> <tr> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> </tr> <tr> <td>20</td> <td colspan="2">92.30</td> <td>10</td> <td colspan="2">52.74</td> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>10</td> <td colspan="2">68.90</td> <td>米IB</td> <td>4</td> <td>34.35</td> <td>34.34</td> <td>米IB</td> <td>3</td> <td>34.37</td> <td>31.91</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td colspan="2">48.82</td> <td>52.30</td> <td>4</td> <td>48.82</td> <td>52.30</td> <td>4</td> <td>48.82</td> <td>52.30</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">18.33</td> <td>17.17</td> <td>2</td> <td>18.33</td> <td>17.17</td> <td>2</td> <td>18.33</td> <td>17.17</td> </tr> <tr> <td>1</td> <td colspan="2">21.37</td> <td>21.53</td> <td>1</td> <td>21.37</td> <td>21.53</td> <td>1</td> <td>21.37</td> <td>21.53</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">10.38</td> <td>7.07</td> <td>2</td> <td>10.38</td> <td>7.07</td> <td>2</td> <td>10.38</td> <td>7.07</td> </tr> <tr> <td>1</td> <td colspan="2">9.50</td> <td>4.81</td> <td>1</td> <td>9.50</td> <td>4.81</td> <td>1</td> <td>9.50</td> <td>4.81</td> </tr> <tr> <td>12</td> <td colspan="2">38.95</td> <td>41.41</td> <td>12</td> <td>38.95</td> <td>41.41</td> <td>12</td> <td>38.95</td> <td>41.41</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td colspan="2">22.5</td> <td>21.53</td> <td>4</td> <td>22.5</td> <td>21.53</td> <td>4</td> <td>22.5</td> <td>21.53</td> </tr> </tbody> </table>												1989			1990			行数	シェア計		行数	シェア計		20	92.30		10	52.74		10	68.90		米IB	4	34.35	34.34	米IB	3	34.37	31.91	4	48.82		52.30	4	48.82	52.30	4	48.82	52.30	2	18.33		17.17	2	18.33	17.17	2	18.33	17.17	1	21.37		21.53	1	21.37	21.53	1	21.37	21.53	2	10.38		7.07	2	10.38	7.07	2	10.38	7.07	1	9.50		4.81	1	9.50	4.81	1	9.50	4.81	12	38.95		41.41	12	38.95	41.41	12	38.95	41.41	4	22.5		21.53	4	22.5	21.53	4	22.5	21.53					
1989			1990																																																																																																																
行数	シェア計		行数	シェア計																																																																																																															
20	92.30		10	52.74																																																																																																															
10	68.90		米IB	4	34.35	34.34	米IB	3	34.37	31.91																																																																																																									
4	48.82		52.30	4	48.82	52.30	4	48.82	52.30																																																																																																										
2	18.33		17.17	2	18.33	17.17	2	18.33	17.17																																																																																																										
1	21.37		21.53	1	21.37	21.53	1	21.37	21.53																																																																																																										
2	10.38		7.07	2	10.38	7.07	2	10.38	7.07																																																																																																										
1	9.50		4.81	1	9.50	4.81	1	9.50	4.81																																																																																																										
12	38.95		41.41	12	38.95	41.41	12	38.95	41.41																																																																																																										
4	22.5		21.53	4	22.5	21.53	4	22.5	21.53																																																																																																										
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">1989</th> <th colspan="3">1990</th> </tr> <tr> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> </tr> <tr> <td>16</td> <td colspan="2">82.78</td> <td>17</td> <td colspan="2">93.28</td> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>10</td> <td colspan="2">72.78</td> <td>10</td> <td colspan="2">78.12</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">38.08</td> <td>39.38</td> <td>2</td> <td colspan="2">27.71</td> <td>21.42</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">43.32</td> <td>46.25</td> <td>3</td> <td colspan="2">26.79</td> <td>21.05</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">25.97</td> <td>17.02</td> <td>3</td> <td colspan="2">26.28</td> <td>28.94</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">29.54</td> <td>20.00</td> <td>3</td> <td colspan="2">31.38</td> <td>39.28</td> </tr> <tr> <td>12</td> <td colspan="2">35.93</td> <td>43.51</td> <td>11</td> <td colspan="2">48.91</td> <td>50.00</td> </tr> <tr> <td>6</td> <td colspan="2">27.12</td> <td>33.75</td> <td>5</td> <td colspan="2">40.90</td> <td>39.28</td> </tr> </tbody> </table>												1989			1990			行数	シェア計		行数	シェア計		16	82.78		17	93.28		10	72.78		10	78.12		2	38.08		39.38	2	27.71		21.42	2	43.32		46.25	3	26.79		21.05	2	25.97		17.02	3	26.28		28.94	2	29.54		20.00	3	31.38		39.28	12	35.93		43.51	11	48.91		50.00	6	27.12		33.75	5	40.90		39.28																																
1989			1990																																																																																																																
行数	シェア計		行数	シェア計																																																																																																															
16	82.78		17	93.28																																																																																																															
10	72.78		10	78.12																																																																																																															
2	38.08		39.38	2	27.71		21.42																																																																																																												
2	43.32		46.25	3	26.79		21.05																																																																																																												
2	25.97		17.02	3	26.28		28.94																																																																																																												
2	29.54		20.00	3	31.38		39.28																																																																																																												
12	35.93		43.51	11	48.91		50.00																																																																																																												
6	27.12		33.75	5	40.90		39.28																																																																																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">1989</th> <th colspan="3">1990</th> </tr> <tr> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> </tr> <tr> <td>10</td> <td colspan="2">94.64</td> <td>10</td> <td colspan="2">98.7</td> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>6</td> <td colspan="2">90.40</td> <td>89.90</td> <td>6</td> <td colspan="2">97.23</td> <td>95.69</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td colspan="2">9.60</td> <td>10.10</td> <td>4</td> <td colspan="2">2.76</td> <td>4.3</td> </tr> </tbody> </table>												1989			1990			行数	シェア計		行数	シェア計		10	94.64		10	98.7		6	90.40		89.90	6	97.23		95.69	4	9.60		10.10	4	2.76		4.3																																																																						
1989			1990																																																																																																																
行数	シェア計		行数	シェア計																																																																																																															
10	94.64		10	98.7																																																																																																															
6	90.40		89.90	6	97.23		95.69																																																																																																												
4	9.60		10.10	4	2.76		4.3																																																																																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">1989</th> <th colspan="3">1990</th> </tr> <tr> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> <th>行数</th> <th colspan="2">シェア計</th> </tr> <tr> <td>17</td> <td colspan="2">NA</td> <td>10</td> <td colspan="2">91.67</td> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>10</td> <td colspan="2">NA</td> <td>10</td> <td colspan="2">91.67</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td colspan="2">24.92</td> <td>25.71</td> <td>5</td> <td colspan="2">24.92</td> <td>25.71</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td colspan="2">27.61</td> <td>25.92</td> <td>3</td> <td colspan="2">27.61</td> <td>25.92</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td colspan="2">24.23</td> <td>25.71</td> <td>4</td> <td colspan="2">24.23</td> <td>25.71</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">20.33</td> <td>22.22</td> <td>2</td> <td colspan="2">20.33</td> <td>22.22</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td colspan="2">14.41</td> <td>11.42</td> <td>3</td> <td colspan="2">14.41</td> <td>11.42</td> </tr> <tr> <td>1</td> <td colspan="2">10.72</td> <td>7.40</td> <td>1</td> <td colspan="2">10.72</td> <td>7.40</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">14.18</td> <td>17.14</td> <td>2</td> <td colspan="2">14.18</td> <td>17.14</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">16.59</td> <td>22.22</td> <td>2</td> <td colspan="2">16.59</td> <td>22.22</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td colspan="2">22.27</td> <td>20.00</td> <td>3</td> <td colspan="2">22.27</td> <td>20.00</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td colspan="2">24.72</td> <td>22.22</td> <td>2</td> <td colspan="2">24.72</td> <td>22.22</td> </tr> </tbody> </table>												1989			1990			行数	シェア計		行数	シェア計		17	NA		10	91.67		10	NA		10	91.67		5	24.92		25.71	5	24.92		25.71	3	27.61		25.92	3	27.61		25.92	4	24.23		25.71	4	24.23		25.71	2	20.33		22.22	2	20.33		22.22	3	14.41		11.42	3	14.41		11.42	1	10.72		7.40	1	10.72		7.40	2	14.18		17.14	2	14.18		17.14	2	16.59		22.22	2	16.59		22.22	3	22.27		20.00	3	22.27		20.00	2	24.72		22.22	2	24.72		22.22
1989			1990																																																																																																																
行数	シェア計		行数	シェア計																																																																																																															
17	NA		10	91.67																																																																																																															
10	NA		10	91.67																																																																																																															
5	24.92		25.71	5	24.92		25.71																																																																																																												
3	27.61		25.92	3	27.61		25.92																																																																																																												
4	24.23		25.71	4	24.23		25.71																																																																																																												
2	20.33		22.22	2	20.33		22.22																																																																																																												
3	14.41		11.42	3	14.41		11.42																																																																																																												
1	10.72		7.40	1	10.72		7.40																																																																																																												
2	14.18		17.14	2	14.18		17.14																																																																																																												
2	16.59		22.22	2	16.59		22.22																																																																																																												
3	22.27		20.00	3	22.27		20.00																																																																																																												
2	24.72		22.22	2	24.72		22.22																																																																																																												

の数値はVRNを含む。転換債で1984年のシェア合計は100%を超えている。2位の野村が取扱金額8.2%であり、おそらく日興のシェアは12.57%の誤りと思われる。ここでは元の数値をそのまま利用した。カ

という側面を持つ⁶⁷⁾。

商品ではないが、固定価格方式でも米投資銀行の地位が高い。これは、リテール分売を目指すユーロ債の高率手数料に比較するとかなり低いが、分売期間中は手数料水準が守られるというアメリカ式の発行手法である。前述のように、一般のユーロ債発行では幹事業者による投げ売りが横行していたため、収益性を維持するために導入したのがこの発行手法である。それと同じ理屈で、上にあげた商品は、利益が上がらない状況を打開するために、米系金融機関が本国からユーロ市場に持ち込んだものであった。

この時期に普及し始めたその他の商品でも米系が強い。表9を参照されたい。初期のNIFはシンジケートローンの変形であり、米商業銀行がアレンジで半分程度のシェアを占めている。しかし引受の部分を見ると、米商業銀行の地位は高くない。主幹事の地位を獲得しようとすれば、ある程度は引受にも参加せざるを得ないが、その部分は収益性が極めて低い。主幹事であ

表9 ユーロノート関連市場・国籍別ディーラー・ランキング

1984			1985			1986			
ユーロノート・アレンジ									
行数計	金額計 (億ドル)	件数計	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
20	379.5	92	20	848.4	276	20	574.3	137	
米CB	45.71	30.43	9	48.31	44.92	6	51.47	45.98	
日本	14.49	2.17	3	17.33	18.11	5	16.40	22.62	
米IB	10.20	28.28	2	14.30	15.57	4	11.16	20.43	
スイス	3	7.41	2	6.20	9.42	2	10.84	5.83	
その他	7	22.17	5	13.83	11.95	3	10.11	5.10	
ユーロノート・引受									
			行数計	金額計 (億ドル)	件数計	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
			50	238.2	1652	50	177.3	1379	
			日本	11	21.30	23.24	13	28.57	29.07
			米CB	8	14.80	15.73	9	15.95	15.37
			フランス	5	11.87	10.16	5	10.15	8.48
			カナダ	17	31.89	31.53	17	31.05	32.41
			その他						
ユーロCP									
			行数計	金額計 (億ドル)	件数計	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
			40	2211.7	856	10	1497.7	515	
			米IB	6	35.13	23.71	6	23.71	23.71
			米CB	4	47.21	35.92	4	47.21	35.92
			スイス	3	23.73	31.06	3	23.73	31.06
			イギリス	3	15.82	15.77	3	15.82	15.77
			その他	2	20.12	21.74	2	20.12	21.74
				9	15.5	19.65	9	15.5	19.65
				1	8.92	11.28	1	8.92	11.28
				13	7.81	11.68	13	7.81	11.68
				0	0	0	0	0	
ユーロMTN									
			行数計	金額計 (億ドル)	件数計	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
			6	174.5	30	6	174.5	30	
			米IB	3	59.02	56.66	3	59.02	56.66
			スイス	2	36.38	33.33	2	36.38	33.33
			スウェー	1	4.58	10.00	1	4.58	10.00

注) ユーロ CP とユーロ MTN は Euromoney 誌に件数ベースでランキングがなく、取扱金額の合計とその横に取扱件数の合計を載せておいた。ユーロ規定のない NIF は含まない。ユーロ CP の数字には、1986 年を除いて CD 出所) *Annual Financing Report*, Euromoney 各号より作成。

れば、アレンジの手数料だけでなく、外為やスワップなどの取引が NIF から派生することを期待できる⁶⁸⁾。そうした、顧客に包括的な対応が出来る位置を米商業銀行が最も多く獲得しているということである。

NIF から分化したユーロ CP は、1986 年こそ米投資銀行が首位であったものの、その後は米商業銀行が取って代わっている。ここでは引受の必要はないが、前述のように収益性は低く、かなりの取扱金額がなければ採算が取れない。それでも多くの金融機関が市場にとどまり続けるのは、NIF 同様、顧客との総合的な取引関係を考えているからである⁶⁹⁾。ただ、ディーラーとして十分な機能を果たしているのはごく一部で、市場全体の大部分を 5~6 行で占めていた⁷⁰⁾。結局は市場での淘汰が進み、残った業者が顧客からマージン引き上げや固定手数料徴収など、わずかながらも収益性の改善を勝ち取るようになった⁷¹⁾。

ユーロ MTN については、NIF からの分化というより、米市場から持ち込まれたという性格が強く、米投資銀行が半分程度のシェアを占めている。顧客に対する総合サービスの一環で、ニーズに合わせた特別仕様の設計を行う点ではユーロ CP と同じであるが、ユーロ CP のよう

	1987	1988	1989	1990
	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
	20	225.7	119	
	行数	金額シェア	件数シェア	
米CB	8	52.12	52.94	
イギリス	6	25.31	21.00	
米IB	1	8.34	10.92	
フランス	3	7.64	4.20	
その他	2	6.58	10.92	

	1987	1988	1989	1990
	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
	30	1664.2	723	
	10	1089.2	444	
	行数	金額シェア	件数シェア	
米CB	10	33.28	36.23	米CB
	3	30.66	34.00	
米IB	5	24.78	19.36	米IB
	2	23.56	19.14	
イギリス	8	22.01	22.95	イギリス
	3	22.10	23.64	
スイス	3	17.42	16.45	スイス
	2	23.66	23.19	
その他	4	2.93	4.97	その他
	0	0	0	
	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
	50	5379	3138	
	10	5789.3	1784	
	行数	金額シェア	件数シェア	
米CB	10	28.00	30.08	米CB
	3	33.03	33.80	
米IB	4	21.26	15.36	スイス
	2	25.27	20.51	
イギリス	3	18.23	17.71	米IB
	3	29.48	31.16	
スイス	8	14.68	17.04	イギリス
	2	12.19	14.51	
その他	25	16.80	16.78	日本
	0	0	0	
	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
	27	656.3	124	
	10	562.3	101	
	行数	金額シェア	件数シェア	
米IB	6	50.24	40.32	米IB
	4	56.32	45.53	
スイス	3	23.81	20.86	スイス
	2	26.86	24.75	
米CB	8	13.12	20.86	米CB
	2	8.18	14.85	
イギリス	3	8.24	8.87	イギリス
	1	7.38	8.91	
その他	7	4.57	8.87	その他
	1	1.24	4.95	
	行数計	金額計 (億ドル)	件数計	
	25	2328.6	388	
	10	1964.8	289	
	行数	金額シェア	件数シェア	
米IB	5	44.43	41.23	米IB
	5	52.65	53.51	
スイス	3	23.41	22.42	スイス
	2	24.71	25.41	
米CB	6	17.17	19.32	米CB
	2	12.33	13.04	
イギリス	3	9.74	8.24	イギリス
	1	10.28	8.02	
その他	8	5.23	8.76	その他
	0	0	0	

公表されていたが、他の表とそろえるために金額ベースの比較にした。但し各列の上にはシェア計ではノート・アレンジで1984年はRUFやCDを含む全てのNIFの数字。1985年はユーロCPを含み、上限を含んでいる。その他は表5と同じ。

にNIFから引き継いだような過当競争はなかった。ただ、市場の黎明期であったため、先発組のマーケティング努力は大きかった。導入期にトレーディング可能な設計を工夫したことは既述の通りであるが、最終分売に向かう上でも欧州投資家の選好にあわせて持参人形式の上場証券に修正されていった⁷²⁾。こうした努力を借り手や投資家が受け入れるようになってきたことで、上位の一部は大きな利益を上げたといわれる⁷³⁾。

最後にシンジケートローンの状況を見ておきたい。表10が1980年代のランキングである。米商業銀行が相変わらず圧倒的な首位を維持している。そしてNIFと同様に、貸出部分ではアレンジよりも米商業銀行のシェアが小さい。ただ資金の出し手からの収益改善要求は強く、それが受け入れられない場合は案件に参加しない傾向にあった。そこでローンに通貨取引などが組み入れられ、貸し手はリスクが高くなってもマージンを改善し、借り手にはLIBORを下回る条件が提供されるようになった⁷⁴⁾。主幹事にはそうした商品設計が求められるようになる。また前述のように、M&A関連でも顧客の特殊なニーズに対応する必要がある。

表10 ユーロ・シンジケートローン国籍別主幹事ランキング (1980年代)

1983			1984			1985			1986		
行数	金額	件数	行数	金額	件数	行数	金額	件数	行数	金額	件数
米CB	16	47.15	米CB	8	78.46	米CB	10	56.60	米CB	9	54.66
日本	11	16.47	イギリス	4	6.88	カナダ	6	9.14	イギリス	9	11.45
イギリス	7	12.24	カナダ	3	5.50	イギリス	9	7.53	日本	11	10.05
カナダ	5	10.39	日本	2	3.68	日本	6	5.76	カナダ	5	7.16
その他	11	13.72	その他	3	6.45	その他	19	20.95	その他	15	16.66

1987			1988			1989			1990		
行数	金額	件数	行数	金額	件数	行数	金額	件数	行数	金額	件数
米CB	12	87.9	米CB	10	55.40	米CB	13	53.28	米CB	10	50.66
イギリス	11	11.88	イギリス	12	18.80	イギリス	11	17.79	イギリス	11	19.45
日本	10	7.90	スイス	3	6.67	日本	9	4.74	日本	7	6.57
カナダ	5	4.49	日本	8	5.87	スイス	3	3.81	スイス	2	5.15
その他	12	8.01	その他	17	13.23	その他	14	10.35	その他	20	18.12

*参考: ローン提供		
行数	金額	件数
米CB	14	29.34
日本	13	28.03
イギリス	4	10.34
その他	19	34.28

注) 1984年と1985年の数字にはユーロノートのアレンジを含む。事業会社の金融子会社は、全てその他に分類。その他は表5に同じ。
出所) *Annual Financing Report*, Euromoney 各号より作成。

4 米系金融機関の優位性

4.1 米系金融機関に対する評価

以上のように、米系金融機関は新商品や対顧客の包括的なサービスの一環として利用されるような分野で強みを持っていた。これは、国際資本市場における競争が激化し、全体的な収益性が低下する中で、米系金融機関が新商品を導入し、それらを利用して顧客のニーズに包括的に対応していったことの反映と解釈できる。しかし取扱額のランキングは必ずしも専門性や能力の高さを示すものではない⁷⁵⁾。そこで、借り手や競争相手が、米系金融機関をどのように評価していたのかを確認することで、その「強さ」を検証したい。

表11は借り手からの評価である。総合的な評価で米商業銀行とスイスが上位を占めている。ただしスイスの評価を高めているのはCSFBである。項目別に見ると、ユーロ債ではスイスが上位になっている。やはりCSFBが全体を引っ張っており、主幹事ランキングの結果と対応している。これに対して、日本勢は全く目立たない。また米商業銀行は、人気投票ではほとんどの場合に米投資銀行の上を行く。JP MorganやBankers Trustは主幹事ランキングでも上位に入っていたが、そちらでは下位にしか顔を出していなかったCiticorpも評価が高い。その他の項目では、主幹事ランキングと同様、米商業銀行が他を圧倒しており、個別で見ても主幹事ランキングの結果にはほぼ対応している⁷⁶⁾。

表12はユーロ債市場で活動する銀行の、いわば相互評価である。これは評価が非常に難しい。ランキングの公表数があまりに少なく、しかも票が割れていることで国籍グループをほとんど構成していない。総合評価についてはスイスが首位になっているが、CSFBだけについての評価である。米投資銀行と米商業銀行を一括りにしても、国籍別ではかなり票が分散してい

表 11 ユーロ市場の借り手による各国銀行の評価

1985		1986		1987		1988		1989		1990	
国際資本市場でもっとも専門性が高い銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100			100		100		100		100	
米CB	5	53.54	米CB	3	31.2	スイス	3	29.4	米CB	5	41.6
スイス	1	26.12	スイス	3	22.4	米CB	3	29.3	スイス	1	19.6
米IB	3	14.83	米IB	2	9.9	米IB	2	5.8	米IB	1	4.7
イギリス	1	5.48	その他	2	7.6	その他	2	9.1	その他	3	8.0
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100			100		100		100		100	
スイス	3	37.21	スイス	1	35.82	スイス	3	32.8	スイス	2	22.7
米CB	5	22.33	米CB	3	24.66	米CB	2	16.8	米CB	2	14.1
米IB	4	14.88	米IB	3	21.23	米IB	2	8.2	日本	2	11.7
ドイツ	1	7.11	ドイツ	1	7.19	ドイツ	1	6.8	ドイツ	1	7.4
その他	8	18.43	その他	2	11.3	その他	2	9.7	その他	3	15.2
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100			100		100		100		100	
米CB	7	41.48	米CB	2	52.3	米CB	2	31.0	米CB	2	23.6
スイス	3	25.17	スイス	1	30.46	スイス	2	22.0	スイス	1	12.1
米IB	4	20.21	スウェーデン	1	8.82	米IB	1	6.6	米IB	1	9.5
その他	8	13.11	イギリス	1	8.82				イギリス	1	6.5
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100			100		100		100		100	
米CB	8	74.0	米CB	3	78.81	米CB	4	55.7	米CB	3	34.5
日本	5	10.0	スイス	1	10.98	スイス	1	4.8	スイス	1	7.9
米IB	3	8.4	日本	1	10.40	イギリス	1	6.3	イギリス	1	6.3
その他	6	9.6							イギリス	1	4.7
									米IB	1	5.45
最も専門性の高いユーロCPディーラー											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100			100		100		100		100	
米CB	3	35.42	米CB	2	30.0	米CB	4	30.2	米CB	4	40.5
米IB	3	28.78	米IB	4	20.9	スイス	2	26.5	スイス	3	28.4
スイス	2	25.46	スイス	2	19.2	米IB	2	17.9	米IB	2	18.7
その他	2	10.33	イギリス	2	6.4	その他	2	6.8	イギリス	1	3.5

注) 行数は評価ランキングに入る各国金融機関の数。シェアはパーセント表示。Euromoney誌のアンケート調査で、投票数が記載されている場合は、投票数の合計を100%としたシェアを計算。シェア列の一番上には100の数字が入る。投票数のシェアがパーセント表示で記載されている場合は、単純にその数字を合計。一番上には全体の合計が入る。評価順位しか記載されていない場合は、順位を逆転させて、その合計を100%とするシェアを計算した。例えば5位まで載せられている場合は、1位を5点、5位を1点とし、その数字を1から5の合計15で割って100をかけることでパーセントの表示にした。一番上には100の数字が入る。1990年は順位しか記載されていなかった。

出所) "The Euromoney poll", Euromoney各号より作成。

る。それでも、専門性が内容毎に評価されており、「強み」の性格を考察する上では、それが一括されている借り手評価よりも参考になる。また同業他社からの評価ということは、借り手とは異なる評価要素も含まれており、特にそれぞれの評価項目について他行から追随すべき対象として認識されていると考えられる⁷⁷⁾。そこで同国籍が複数入っている部分を中心に見ていきたい。

新商品と価格設定での革新性では全体的に米系金融機関が高く評価されており、特に1987年以降は米商業銀行である。価格設定という評価項目が他にあるところを見ると、これは複雑な商品設計によって借り手のコスト削減が投資家のリターン向上、もしくはその両方を達成することを指すと思われる。主導的な役割を果たしているのはBankers TrustとJP Morganである。米投資銀行についてはランキングに入る名前が一貫しておらず、大手5行の差は大きくないと見られる。一方で価格設定というのは、発行後に発行価格を大きく割り込むことの無

表12 ユーロ債市場で活動する銀行による各国銀行の評価

1985		1986		1987		1988		1989		1990	
国際資本市場で最も専門性が高い銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	35.94	スイス	1	17.9	スイス	1	27.9	スイス	1	30.1
	1	28.10	ドイツ	1	16.7	日本	1	16.4	米CB	2	18.0
	1	18.95	米CB	1	14.3	米IB	1	14.4	ドイツ	1	16.9
	2	16.99	米IB	2	23.6	その他	2	10.5	日本	1	11.4
										2	19.99
新商品と価格設定で最も革新的な銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	5	41.79	米IB	3	49.14	米CB	1	22.6	米CB	2	30.1
	3	38.05	米CB	1	27.59	スイス	1	17.9	米IB	1	16.5
	1	17.16	スイス	1	23.28	日本	1	13.1	スイス	1	13.6
	1	2.98	ドイツ	2	16.6	イギリス	1	9.7			
安定操作で最良の銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	37.84	ドイツ	1	31.68	ドイツ	1	18.7	米CB	2	22.3
	2	31.08	スイス	2	30.69	米CB	1	17.3	ドイツ	1	12.0
	2	31.08	米CB	1	26.73	米IB	1	10.7	日本	1	10.2
			米IB	1	10.89	日本	2	17.3	米IB	1	9.3
										2	22.8
分売で最良の銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	3	51.72	米IB	2	48.78	スイス	2	32.2	スイス	2	27.8
	2	48.28	スイス	2	34.96	米IB	1	11.1	米IB	2	13.9
			ドイツ	1	16.26	米IB	1	10.0	日本	1	13.0
						日本	1	10.0	日本	1	13.0
										2	14.4
										1	11.1
普通債で最良のブックランナー銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	29.9	ドイツ	1	30.83	ドイツ	1	19.8	スイス	1	18.1
	2	29.9	スイス	1	27.82	米CB	1	16.3	米IB	1	13.8
	1	25.77	米IB	2	26.32	スイス	1	11.8	日本	1	8.5
	1	14.43	米CB	1	15.04	その他	2	20.9	その他	2	15.9
										2	19.5
ポンド発行オリジネーションで最良の銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	48.15	スイス	1	38.41	スイス	1	20.2	スイス	1	25.9
	3	37.96	米IB	1	22.46	米CB	1	18.0	米CB	1	11.1
	1	13.89	米CB	2	18.84	ドイツ	1	13.5	日本	1	9.3
			その他	2	20.29	その他	2	21.4	その他	2	13.9
										2	13.9
価格設定で最良の銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	30.58	ドイツ	1	31.53	スイス	1	17.0	スイス	2	21.7
	2	30.59	スイス	1	26.13	ドイツ	1	13.6	米IB	1	14.1
	1	20.00	米IB	1	21.62	米IB	1	13.6	米CB	1	10.8
	1	18.82	米CB	2	20.72	その他	2	19.4	ドイツ	1	7.8
										2	18.4
シンジケーションで最良の銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	38.10	スイス	2	33.06	スイス	2	20.0	米IB	2	23.7
	1	30.48	ドイツ	1	30.58	米CB	1	15.6	スイス	1	15.5
	2	18.10	米IB	1	19.01	日本	1	12.2	日本	1	12.4
	1	13.33	米CB	1	17.36	その他	2	13.4	米CB	1	11.4
										2	16.4
FRNで最良のブックランナー銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	1	41.51	スイス	3	37.50	米IB	3	34.3	スイス	1	35.2
	2	34.91	米CB	1	33.33	米CB	3	26	米IB	2	16.5
	2	23.58	米IB	1	29.17	米CB	1	60.3	米CB	1	7.7
										2	15.2
転換債で最良のブックランナー銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
	100	100		100	100	100	100	100	100	100	100
	2	40.00	スイス	3	46.28	スイス	2	50.8	米IB	2	27.9
	2	33.33	日本	2	33.06	日本	1	10.2	スイス	2	26.7
	1	26.67	米IB	1	20.66	米IB	1	8.5	その他	2	18.6
										3	31.8

注) 1985年の転換債で最良のブックランナー、および1990年の全てが順位しか記載されていない。その他は表11に同じ。

出所) "The Euromoney poll", Euromoney各号より作成。

表 13 ユーロノート市場とユーロ銀行貸出市場で活動する銀行による各国銀行の評価

1985		1986		1987		1988		1989		1990	
国際資本市場で最も専門性が高い銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			71.4		70.4		71.8		100
		58.43	米CB	4	71.4	米CB	52.3	米CB	40.8	米CB	73.33
		11.56	スイス			スイス	18.1	スイス	19.1	スイス	20.00
								米IB	8.6	イギリス	6.67
								イギリス	5.3		
ユーロノート関連のアレンジで最も専門性が高い銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			65.5		74.8		69.0		100
		56.62	米CB	2	61.81	米CB	49.5	米CB	36.6	米CB	80.00
		21.68	スイス	1	18.75	米IB	9.7	スイス	17.2	スイス	26.67
		21.68	米IB	1	11.11	イギリス	7.8	米IB	9.7	米IB	13.33
			イギリス	1	8.33	スイス	7.8	イギリス	5.5		
ユーロノート市場で最高の分売力を持つ銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			70.0		80.9		69.6		100
		40.91	米CB	2	41.38	米CB	38.8	米CB	41.3	米CB	80.00
		31.82	スイス	2	29.66	スイス	22.3	スイス	15.9	米IB	26.67
		27.27	米IB	1	28.97	米IB	19.8	米IB	12.4	スイス	13.33
新商品と価格設定で最も革新的な銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			70.5		68.8		65.1		100
		68.29	米CB	2	55.30	米CB	48.4	米CB	51.9	米CB	88.67
		19.51	米IB	2	28.79	米IB	10.2	スイス	13.2	スイス	13.33
		12.20	スイス	1	15.91	米IB	10.2				
シングルマーケットのアレンジで最も専門性が高い銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			78.0		69.2		62.7		100
		87.37	米CB	5	100	米CB	56.7	米CB	50.7	米CB	66.67
		6.32	日本			スイス	12.5	スイス	12.0	スイス	33.33
		6.32	スイス								
ブック管理で総合的に最良の銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			78.3		65.3		75.0		100
		65.79	米CB	4	90.37	米CB	41.2	米CB	53.8	米CB	86.67
		19.74	スイス	1	9.63	スイス	24.1	スイス	17.4	スイス	13.33
		14.47	米IB					1	3.8		
最も簡潔なオフナーデレックスを提示する銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			70.4		68.9		57.1		100
		100	米CB	4	87.85	米CB	51.0	米CB	46.8	米CB	73.33
			スイス	1	12.15	イギリス	17.9	スイス	10.3	スイス	26.67
審査作成で最も専門性が高い銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			72.5		63.8		64.1		100
		90.79	米CB	4	91.18	米CB	42.2	米CB	53.3	米CB	80.00
		9.21	イギリス	1	8.82	イギリス	11.8	スイス	10.8	スイス	13.33
						スイス	9.8			イギリス	6.67
最良のエージェンシー機能を果たす銀行											
	行数	シェア		行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア	行数	シェア
		100			67.1		56.3		64.6		100
		85.71	米CB	5	100	米CB	43.8	米CB	58.8	米CB	82.35
		14.29	日本			スイス	12.5	スイス	5.8	スイス	17.65

注) 1990年は順位しか記載されていなかった。その他は表11に同じ。
出所) "The Euromoney poll", Euromoney各号より作成。

いような、市場実勢にあわせた価格設定を指すと思われる。こちらでもJP Morganは名前をあげられているが、革新性に比較すると順位は高くない。また全体的に票が分散しており、特にどこが強いとはいえない。

オリジネーションは新商品と価格設定での革新性に関連する部分が多いように思われるが、両者はあまり対応していない。ほとんどの年で両方の項目に名前が挙がっているのはCSFBとJP Morganくらいである。そもそも特別仕様の調達スキーム設計が評価されているのか、タイミングの選択のみか、借り手を説得する能力なのか不明である。特別仕様であれば安定操作の必要性は低いと思われるが、革新性やオリジネーションの項目と安定操作の項目が完全に分かれているわけではない。CSFB、JP Morgan、Bankers Trustを含め、重複部分も大き

い。シンジケーションでも分売でも、特に傾向は見いだせない。FRNは主幹事ランキング同様、CSFBが首位で、他を米系金融機関が占めている。

これに対して表13では、表12と同じようにサンプルが少ないにもかかわらず、かなり票が集中している。総合評価で、CSFBを中心とする他国の銀行に追い上げられながらも、常に投票数の過半を米商業銀行だけで占めている。

項目別で見ると、シンジケートローンでは、主幹事ランキングであまり上位に入っていないCSFBの健闘が目立つものの、各分野はほとんど米商業銀行の独壇場である。ブック管理、オファー・テレックス、契約書作成、エージェンシーと主幹事グループが分担することがあるような項目のそれぞれで、単一の銀行が独占するわけではないが、首位は常に米商業銀行である。もともと米商業銀行は、日常的な接触もオーバードラフトを通じる日々もモニタリングもない国内の分断された市場の事情にあわせて、渉外（顧客担当者）を利用したサービス販売、中期ファシリティ提供と詳細な契約書作成といった手法を培ってきた⁷⁸⁾。シンジケートローンには、それらのノウハウが集約されており、他国の銀行はこの分野ではほぼ完全に米銀の手法に追随しているものと考えられる。

NIFに関しても、やはり米商業銀行が上位を占めている。引受けのものにはシンジケートローンの変形であったため、ノウハウとしてはほとんど同じと考えられる。またユーロCPはそこから派生した形態であった。したがって、アレンジで米商業銀行が高い評価を得るのは自然である。それに加えて、米商業銀行は機関投資家だけでなくリテール向けでもノートの分売能力を構築していった⁷⁹⁾。1985年には分売力で上位5行に入るのはCiticorpのみであったが、その後はJP MorganとChase Manhattanが加わっている。さらに新商品と価格設定の革新性でも米商業銀行が上位を独占している。大型ユーロ債の場合はリテール分売と革新性の関係を想像しにくい、小口タップ発行のような形式では投資家と借り手のニーズを特定し、その溝をデリバティブなどを用いて埋めていくことが重要であることは既に述べたとおりである。

商業銀行に偏っていたとはいえ、主幹事ランキングから想定したことは、評価アンケートでもほぼ確認できた。ユーロ債市場については票が分かれていたが、革新性では米系金融機関が高い評価を得ていた。またNIF関連では革新性を含めて、あらゆる分野で米系金融機関が上位を占めていた。シンジケートローンに至っては、ほぼ独占状態と言って良い。ただ、主幹事ランキングからも分かるように、新たな商品の取扱で米系金融機関は他国の金融機関に追随されている。この強みが非対称性と関連しているのであれば、それが維持される可能性、またその可能性が国際金融システムの機能に与える影響について考察する必要がある。

4.2 米系金融機関と金融革新

ユーロ債ではもともと米投資銀行の地位がさほど高くなかった。1970年代末からトレーディングを基盤として、市場での地位向上を目指す、機関投資家が求める流動性の高い大型発行

は競争が激しく、収益性が低い。そこで私募やMTNなど特別仕様の商品に活路を求めたのであった。そして米投資銀行が行うトレーディングは対顧客取引であり、流動性の低いそれら証券についてはデリバティブを絡めたポートフォリオ取引として流動性が提供された。つまり米投資銀行は、流通市場に足場を置きながら、流動性のない商品の取り扱いに注力するようになっていった。

米商業銀行はというと、流動性のない取引を流動化することに注力していた。シンジケートローンの復活はローンセール市場の発達によるところが大きい⁸⁰⁾。米銀は既存の貸出だけでなく、新規ローンも売却目的で組むようになった⁸¹⁾。そして、売却を容易にするため、単に原債権をそのまま販売するのではなく、投資家の好みに合わせて規模や満期、返済スケジュールなどが切り分けられていった⁸²⁾。大手行は販売拠点を設置して、顧客データを管理しながらこれら商品を販売し、場合によっては資産管理の助言も含めてマーケットメーカーとしてのサービスを提供した。中でもCiticorpは、シンジケートローン市場で利鞘が縮小し、競争相手が尻込みするなかでも積極的に案件を獲得していった。そうすることで多様な国、産業、通貨、構造のローンを集め、投資家のニーズにあわせた資産を提供することができるようになった⁸³⁾。

こうなると貸出は投資銀行業務と変わらない。シンジケートローンでは顧客の特殊なニーズに対応し、デリバティブを含め付随するサービスが提供されることも多かった。つまり貸出自体は総合的なサービスの一部である。ユーロ債もその中に含まれ、この分野でJP MorganやBankers Trustは、デリバティブ能力を駆使して投資銀行を上回る実績と評価を獲得していた⁸⁴⁾。伝統的銀行業務の衰退が叫ばれる中、国内で証券業務が制限されている商業銀行にとってユーロ債業務は一つの抜け道になっていた。国内の私募では銀行貸出を組み合わせ、ローンセールも駆使することによって投資銀行に対する劣位を克服していた⁸⁵⁾。国際業務では収益性悪化で私募や特別仕様取引の重要性が高まると、その領域においてむしろ商業銀行は総合力で投資銀行よりも優位に立っていた⁸⁶⁾。

国際業務で先行する商業銀行のこうした攻勢に対して投資銀行は危機感を抱き、多通貨の証券取引能力を高めると同時に、外為業務など商業銀行の領域に侵攻していった⁸⁷⁾。ただ商業銀行も危機感と同じで、1987年末に証券市場が一時停止状態となり、企業が銀行借入に戻っても、多くの銀行は状況を楽観しなかった。デリバティブ市場の発達で資金調達の見込みは増えており、企業はそれらを用いて負債構成を柔軟に変化させる方法を習得しつつあった。また銀行は資本の制約から貸出余地が限られる。そのため投資銀行業務と商業銀行業務の両方が不可欠と考えられていた⁸⁸⁾。

しかし、ブラックマンデーは金融機関の総合展開を促進するどころか、業務の合理化を促した。それは調達手段の多様化と多通貨化に全面的な対応をしていった金融機関は、組織が肥大化していたからであった⁸⁹⁾。外国資産管理業者からも多通貨能力を評価されるようになって

いた米投資銀行は、一部の市場から撤退し、リスク許容度を引き下げてNYからの監視を強めた⁹⁰⁾。Merrill Lynchでも本国銀行が独占しているような通貨からは出来るだけ手を引き、スワップで利益を高められる通貨に集中するようになった⁹¹⁾。また多くの業者が公募ユーロ債に注力しなくなったのは既述の通りであるが、CPからの撤退も目立った⁹²⁾。

総合展開を行っていた商業銀行は、その総合金融戦略自体の見直しを迫られた。Citicorpの場合には、ユーロ債の取扱銘柄数を1500から75に削減したのに加え、いくつかの欧州拠点を閉鎖し、ビッグバンを契機に参入した英証券業務からも実質的に撤退した。その他でも必要規模に達していないような業務からは全体的に手を引き、得意分野に集中していった⁹³⁾。状況はChase Manhattanなどでも基本的に同じで、そのため大手米銀でも巨大なニッチ戦略銀行と評価されるようになった⁹⁴⁾。

上述のように米投資銀行は特別仕様の証券に注力しており、それがユーロMTNでの地位に反映されていた。この分野では分売力とそれに不可欠なスワップや外為の能力が顧客を引きつけていた⁹⁵⁾。しかし米投資銀行はスワップでも外為でも商業銀行に競争力で劣る。それでも顧客にスワップなどを提供できるのは、単発の取引が安価になり、それらの組み合わせによるポジションのヘッジが容易になったからである⁹⁶⁾。また単発のデリバティブは既存の債券から切り離して創出することもでき、それらを含めて幅広くトレーディングを行うことがポジションの相殺にもつながる⁹⁷⁾。外為については、主要通貨であれば分厚い銀行間市場にアクセスすることで、必要な取引は簡単に実行できる。つまり投資銀行は証券トレーディング力を基礎に、単発取引ですでに存在する豊富な流動性から特別仕様の取引を合成しているのである。

ユーロ債の特別仕様取引で投資銀行の上を行っていたJP Morganは、トレーディング能力を欠いており、その強みはスワップ提供能力に基づいていた⁹⁸⁾。Bankers Trustも大規模トレーディング組織を持たず、大型債の取扱は避けて、スワップ能力を基礎に仕組み性の高い私募発行に集中していた⁹⁹⁾。この2行は商業銀行の中でも特に投資銀行業務に集中していることが特徴であるが、その他の大手商業銀行はより商業銀行としての強みに依拠している。代表的なCiticorpは、規模が求められる外為、財務に統合されたスワップ、取引処理サービスで圧倒的な強みを持ち、そこから生じる多様なキャッシュフローを基礎に、顧客との特別仕様取引のポジションを管理していた。ユーロ債で扱うのはスワップ能力を生かした合成FRNくらいで、多通貨能力やデリバティブ能力は商業銀行の得意分野であるシンジケートローンで活用していた¹⁰⁰⁾。

源泉は違うものの、特別仕様のパッケージを生み出す革新性について米系金融機関が高い評価を受けていたことは既に見た通りである。しかし、その革新性が取引先を困り込むことにつながったかということ、そうではない。欧州企業の財務担当者からは銀行に対して、・利益相反が起こる、・顧客担当者は顧客の業務内容すら知らない、・顧客のニーズを顧みずに複雑な商品販売しようとし、逃げ足は速い、などといった不満が数多く上がっていた。但し大陸欧州

などでは、企業と銀行の伝統的な関係によって銀行の日和見的な行動に歯止めがかかっていると評価されていた¹⁰¹⁾。つまりこれら批判は、主に米系金融機関に向けられたものと解釈できる。

米企業の場合でも、米系金融機関の革新性について評価が分かれる。活発なLBOや買収活動があることで、金融工学で米系金融機関が優位にあるとの見方がある一方、競争の激化で国籍にかかわらず革新的にならざるを得ないという意見もある。ただPanAm財務担当者による「新商品、特に通貨ヘッジに関してCitibankに並ぶ銀行はない。しかし欧州銀行は追いつけている。欧州銀行は我々のニーズに合わせてくれる。米銀は彼らのパッケージを提供して、我々のニーズをそれに合わせて修正するよう求める。総合的に見て大手欧州銀行の方が米銀より柔軟だ」という評価は、米系金融機関の特徴を示すものとして注目に値する¹⁰²⁾。

各国では金融機関が伝統的な関係を持つ顧客のニーズに対して柔軟に対応することが多かったため、閉鎖的ながらもその範囲だけなら国際市場で導入された新商品は必ずしも必要なかった¹⁰³⁾。しかし企業が多国籍化を進め、新たな課題に直面すると、米系金融機関は外貨貸出、国際資金移転と現金管理、為替リスク管理などのサービスで部分的に外国企業の取引を獲得していった¹⁰⁴⁾。この意味で、米系金融機関はカテゴリーキラーとしての性格を持っている。これに対抗し、低価格戦略も利用しながら国際業務を強化することによって、主要国の金融機関はユーロ債などで自国通貨および外貨を含む自国顧客の取引を死守した¹⁰⁵⁾。それにとどまらず、各国金融機関は米系金融機関が開発した新技術を導入し、米企業からも部分的に取引を獲得するようになった。MTNや資産担保などで米系以外がランキング上位に顔を出しているのはその反映である¹⁰⁶⁾。

当時はこの状況が米系金融機関の競争力低下を示すものとして注目を集め、米議会でも議論になった。革新性に基づくプロダクトニッチ戦略で米系金融機関は強みを持っていたが、商品やそれを生み出す専門性が簡単にコピーまたは買収されることで、優位性は急速に縮小する。一方で求められるサービス内容が高度化しても、米系金融機関は規制に縛られて対応できない部分があり、ユニバーサルバンク体制をとっている国や地域の銀行が有利になる。また国際競争が激しいために、金融機関は収益を国内市場に依存する度合いが強くなるが、米銀は地理的に業務が制限されており、ドルの地位のため最も激しく国外からの競争にさらされる¹⁰⁷⁾。

こうした認識に従って、銀行界を中心に業態規制と州際業務規制の撤廃を求める声が高まった。しかし米系金融機関が革新性を基にカテゴリーキラーのように振る舞わなければならなかったのは、この業態規制と州際業務規制の影響が大きいと考えられる。

全国展開する大手米企業に対して、商業銀行は支店展開が制約され、大手投資銀行は規模が小さく、包括的な取引を提供できなかった。しかし既述のように商業銀行は其中で独自のノウハウを蓄積し、それがシンジケートローンの発達につながった。また地理的制約のため預金流出の影響が大きく、それが高利回りの商品を生み出した。一方、老舗投資銀行は分売やトレー

ディングを軽視していたが、Merrill Lynch などのワイヤー・ハウスや Salomon などのトレーディング・ハウスからの競争に直面し、機関投資家向け分売のノウハウを構築していった。銀行からの預金流出による投資の機関化がその背景をなしていた。そして商業銀行も投資銀行も、独自の強みを活用して互いの領域を浸食していった。

両者ともにこうした競争の手法を国際市場でも活用し、各国における既存の取引関係に風穴を開けてきた。各国金融機関が米系金融機関の手法を取り入れて競争圧力に対抗したことで米系金融機関の競争力が低下したというが、むしろ各国金融機関が業務上も地理的にも分断された市場で培われた手法に追随したという事実が重要である。各国金融機関が独自の領域に依拠しながら新商品の供給をめぐる競争することで、各種の単発商品についての流動性が多通貨で豊富に利用可能になり、なおかつドル建てで市場の厚みが最も大きくなる。複数の単発商品から特別仕様商品を合成し、また既存の商品を分解してニーズにあった販売をする基盤は、各国金融機関による米系金融機関への追随によってむしろ強化されたと考えられる。

5 おわりに

1980年代の国際資本市場は「金融革新」によって特徴づけられる。市場の拡大とともに競争が激化した一方、借り手や投資家の多様化と多通貨利用は、特別仕様の取引を提供することで収益を確保する道を提供した。その領域で米系金融機関は主導的な地位についたが、それは米系金融機関による国際金融仲介の独占を意味しない。ユーロ債市場では主要国の金融機関が自国通貨と本国出身の借り手による取引をほぼ掌握していた。これを実現する上で、各国金融機関は本国だけの取引なら必ずしも必要ないような手法や商品を米系金融機関から取り入れ、ドルやアメリカの借り手との取引でも勢力を強めていった。これこそが米系金融機関に新商品を利用した特別仕様取引に注力することを強いたと同時に、その実現を容易にする基盤を提供したのである。

米系金融機関のこうした活動のあり方は、冒頭で紹介した BIS やラジャンが描いたような、脱金融仲介（あるいは機関投資家を経由する金融仲介への変化）によってより多くのリスクを取るようになった銀行の姿と重なる。脱金融仲介、または機関化は基本的にどの国でも見られるような現象であるが、アメリカで最も顕著であり、それこそ各国金融システムの非対称的な結びつきを反映している。ただ、脱金融仲介は流通市場の重要性が高まることを意味するにもかかわらず、本稿では負債発行市場を分析の対象としたため、非対称的な構図を十分に解明することは出来なかった。多様な通貨や商品の流通市場を結びつける構造、その中での各国金融機関の位置づけを把握することで、通貨の非対称性と国際金融システムの機能の関係をより明確にしていく必要がある。

注

- 1) Rajan, Raghuram G., "Has Financial Development Made the World Riskier?", A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, August 25-27, 2005 (www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm).
- 2) BIS, *Recent Innovations in International Banking*, 1986, p. 3. 但し、BISは新たな金融手段が長期的には市場の安定性を高めると結論づけていた。
- 3) 例えば金子氏は、アメリカが金・ドル交換を停止した後にドルを世界中に垂れ流し、金融自由化によってその資金をアメリカに還流させようとしてきたことで、金融自由化から生まれる新たな金融商品開発のサイクルに合わせたバブルとその崩壊が繰り返されるようになったと主張される。金子勝『閉塞経済』筑摩新書、2008年、10～24ページ。このように、金融市場の発達や金融商品の開発までもが、アメリカの経常収支赤字と直結されることが多い。
- 4) 例えば関下・鶴田・奥田・向『多国籍銀行』有斐閣、1984年のように1970年代を主な対象とした研究では、石油資金リサイクルで中心的な役割を果たした米商業銀行の行動に焦点を当てた研究が散見される。
- 5) 1970年代までのユーロ債市場の状況については、拙稿「ユーロ市場の発達と資本取引の国際化」『商学論叢(福岡大学)』2000年6月を参照されたい。
- 6) 1976年前半にはユーロ債発行の1/2～3/4を個人が消化し、その多くはラテンアメリカ、中東、極東の投資家であった。この分野でスイス系が強みを発揮し、Deutsche BankやKredietbank(Lux)などを追いやって上位を占めた。Ghiles, Francis, "The battle for Eurobond placing power heats up", *Euromoney*, August 1976, p. 22. スイス大手は、当初オフショア子会社から引受に参加するだけであったが、1974年に新規発行証券に対する印紙税が税率の低い取引税に置き換わったことで、国内から主幹事務に参入するようになった。Mattle, Armin, "What a Eurobond underwriting commitment means", *Euromoney*, December 1976, p. 68.
- 7) ユーロ債市場は参加機関が多様で、ランキングに分売力の強さは必ずしも反映されていない。市場には多くのパラサイトが存在し、主幹事が各国でそれぞれ単一の機関に引受や販売を依頼しようとしても、他の銀行が分け前をほしがらる。Faith, Nicholas, "Eurobonds: power, glory, percentages", *Euromoney*, April 1973, p. 17.
- 8) 拙稿「1980年代における国際金融仲介ネットワークの再編」『商学論叢(福岡大学)』2004年3月、516～523ページ。
- 9) 1976年にMerrill Lynchは国際投資銀行部門の本部をパリからロンドンに移転し、国際企業金融、マーチャントバンキング、ブローカー・ディーラー業務を統合した。Nevans, Ronald, Catherine Dodds and Francis Ghiles, "All change in investment banking as the jumbo issues arrive", *Euromoney*, December 1976, p. 53. 同社は同時にトレーディングの拠点をジュネーブからロンドンに移転し、ショートカバーや受渡のために証券を購入する必要がほとんどなくなるくらい、あらゆる証券を大規模に扱うようになった。これをもとに同社は引受でのランク上昇を目指していった。Meynell, Charles, "A day in the life of the Thundering Herd", *Euromoney*, April 1978, p. 40. Morgan Stanleyは当初パリを国際投資銀行業務の本拠にしていたが、1977年にMorgan Stanley Internationalをロンドンに開設し、機関投資家向け分売を目指してユーロ債トレーディング活動を開始した。Field, Peter, "Competitive urge of the new Morgan Stanley", *Euromoney*, March 1982, p. 25.
- 10) Reich, Cary, "Salomon: The spectacular debut of an international upstart", *Institutional Investor*, January 1978, pp. 19-22. 同社の国際部門責任者は「分売力が150億ドル規模の従順な信託部を

運営することだとすれば、我々はそれを持っていない。我々が行っていることは資本をコミットして、顧客が保有する債券を買い取る代わりに新しい債券を販売すること。それを無限に繰り返す」と証言している。Ibid., p. 24.

- 11) 当時、スイス大手に続く分売力を持つ勢力として、Banque Bruxelles Lambert、Societe Generale de Banque、Kredietbank (Lux)、Deutsche Bank を挙げる声と、Manufacturers Hanover、Kidder Peabody、SG Warburg、Schroder Wagg、Lazard、Hambros を挙げる声があった。しかしロンドンでは分売力のある銀行リストより、マーケットメイクを行う銀行のリストの方が長かった。Ghiles, "The battle for Eurobond placing power hots up", *op.cit.*, pp. 22-26.
- 12) 拙稿「1980年代における国際金融仲介ネットワークの再編」、前掲、549～550 ページ。
- 13) 拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競争(中)」『商学論叢(福岡大学)』2008年9月、154～169 ページ。
- 14) IBM Credit Corp.は1988年にIBM International Finance NVを立ち上げ、欧州での資金調達を一元化した。同年5月には最初の国際調達として3億ドルの3年物普通ユーロ債を発行し、多種の欧州通貨にスワップした。Ford Motor Credit Co.は多くの国外子会社を通じて資金を調達し、それをドルにスワップしていた。Keller, Paul, "The new player", "A steady pace", *Euromarkets Special Report*, A Supplement to *Euromoney*, March 1989, p. 49. またGE Credit Corp.財務担当者は「我々が長期負債市場を利用する時は、誰もそれが完成品だとは思わない。いつも銀行から3～4回連絡があり、LIBOR、CPなどにスワップしないかと誘われる」と証言している。Miller, Gregory, "Borrowing as a profit center", *Institutional Investor*, August 1985, p. 212.
- 15) ある英年金ファンドマネジャーは「我々が必要とするサービスの全てを提供できる銀行は少なくなっている。それは分散投資、ヘッジの要求が複雑になっているから。全ての通貨をトレーディングしている相手と話しがしたい。その相手を選ぶ」と語っている。Crabbe, Matthew, Martin French and Tony Shale, "Big investors' new motto: safety first, junk out", *Euromoney*, March 1987, p. 85. 別の機関投資家も「上位8行以外からの電話は取らない。条件はいいかもしれないが、発行を支える資本がないかもしれないし、流動性を保証できないかもしれない」と同様の話しをしている。Evans, Richard, "Death of a salesman", *Euromoney*, November 1985, p. 27.
- 16) 1980年代初頭にはすでに米系金融機関は、対顧客トレーディングに集中していた。Merrill Lynch 国際銀行グループ Joseph Galazka は債券業務が、「ディーラー仕立てから離れ、特にロンドンでは、多通貨24時間グローバルトレーディングに向かう。それが出来なければ1980年代に固定金利市場にとどまれない」と指摘していた。Cudaback, David, "Will the Eurobond market ever recover?", *Institutional Investor*, May 1980, pp. 88-94.
- 17) Adam, Nigel, "Exxon's quiet auction brings uproar to Wall Street", *Euromoney*, December 1982, p. 45.
- 18) Adam, Nigel, "Behind the bravado of the bought deal", *Euromoney*, August 1980, pp. 14-15. この案件は、CSFBが電話で条件を提示し、その30分後にGMACが返事することによって成立した。
- 19) Muehring, Kevin, "The new heroes of the Eurobond market", *Institutional Investor*, May 1988, p. 106.
- 20) 投資銀行にとってトレーディングは最大の収益源になっただけでなく、引受にとって不可欠な要素となった。買取発行のリスクを避けるため、発行部門はトレーダーや販売員から状況把握に努める。特に頻繁な発行を行う会社との取引が多い投資銀行家は、トレーディングフロアの横に陣取る。"The Traders Take Charge", *Business Week*, February 20, 1984, pp. 66-69. またあるトレーダーは「新発

- 債の購入にあたって主席トレーダーの決定することがますます増えている。・・・Morgan Stanleyの主席トレーダー Alan Reid はシンジケート分野でかなり発言力がある」と語っている。Shirreff, David, "How the top bond houses call the shots", *Euromoney*, December 1982, p. 23.
- 21) Muehring, Kevin, "Underwriting: the Euromarket's new lease of life", *Institutional Investor*, January 1990, pp. 65-66.
- 22) 1987年で7500億ドル程度のユーロ債残高のうち、せいぜい15%しか500万ドル単位で取引する投資家にとって十分な流動性を持たないといわれていた。Muehring, Kevin, "Why investors are losing their appetite for Eurobonds", *Institutional Investor*, October 1987, p. 72.
- 23) ユーロ債市場では価格設定ミスの案件が多く、共同幹事は案件の1/3で利益を得るが、1/3は利益ゼロで、1/3は損失を出す。主幹事にとっても収益環境は悪く、利益の伸びはコスト増大と資本コミットの規模拡大に追いつかないといわれていた。Grant, Charles, "Mapping a route through the Euro-market chaos", *Euromoney*, January 1986, p. 29.
- 24) Muehring, Kevin, "A new deal for the Eurobond market", *Institutional Investor*, December 1989, p. 81. 固定価格方式ではシンジケート参加者が販売期間中に固定価格で分売する義務を負う。手数料は0.4%未満の水準で固定され、プレシミアムも無く、主幹事、共同主幹事、共同幹事の全てが同一価格で債券を取得する。Lewis, Julian, "Can the big players save the game?", *Euromoney*, October 1989, p. 54.
- 25) 1988年は欧州の借り手が推計で400~500億ドルの私募調達を行った。一部は非上場企業が借入の容易な私募を選択。銀行で長期借入に私募を利用するところも多かった。私募では複雑性の低い案件でも最低3/4%の手数料が期待できる。Lee, Peter, "Who's best at the Euro-placement biz?", *Euromoney*, March 1989, p. 30.
- 26) 例えば保険会社は、当初あらゆる資金を一括して運用していたが、通常の生保契約の比重が低下し、特別な年金・資産管理契約が増大するに従って、商品設計に合わせて資産内容を変化させるようになった。私募発行ではその特定のニーズに対応した証券が設計されるようになった。Shapiro, Harvey D., "The new look in private placements", *Institutional Investor*, May 1983, pp. 145-149. Prudential上級投資役員は「政府債市場が縮小しているため、投資期間の長い資金を持つ機関は、私募発行を取得せざるを得なくなるだろう」と証言している。Lee, Peter, "Why investors are missing profits", *Euromoney*, April 1989, p. 57. 私募投資で、機関投資家は資産の入れ替えを行うより、仲介業者に依頼してデリバティブを利用することで目標とする通貨・金利・満期の構成を達成しやすい。Lee, "Who's best at the Euro-placement biz?", *op.cit.*, p. 35.
- 27) ユーロ債市場は大型シンジケートが扱う流動性の高い証券と、特定投資家をねらった小規模発行に二極化した。大手米投資銀行を含む一部の業者は、私募形式により力を入れている。Lee, Peter, "Bonds a-plenty - not much profit", *Annual Financing Report*, *Euromoney*, March 1989, p. 6. 主幹事は、マンドートで価格競争して販売力の怪しい20~30の業者でシンジケートを組成する方法をあまり取らなくなり、発行者と投資家を結びつけるため、仕組み案件に注力するようになった。Lewis, Julian, "The Euromoney poll", *Euromoney*, September 1989, p. 138.
- 28) 例えば Caisse National de Telecommunications が発行した FRN は幹事・引受手数料が5/16%、販売手数料5/8%と当時のユーロ債の常識からかけ離れていた。これについて Kredietbank (Lux) の Andre Coussement は「証券が銀行にとどまり続けることを考えれば、報酬はシンジケートローンより大きい」と、同案件がシンジケートローンの性格を持っていたと説明している。Field, Peter, "How the CNT issue deepend the split in the underwriting community", *Euromoney*, November 1979, p.

- 60.
- 29) シンジケートローンでセルダウンの水準は1981年でも30~35%だったが、82年には15~20%になり、当時はさらに落ち込むと見られていた。一方スウェーデンがFRN発行を行うと、応募超過で発行額を引き上げた。ある業者は、トレード可能なことが重要と、人気の要因を指摘した。Anderson, Tim and Quek Peck Lim, "Syndicated lending - out for the count", *Euromoney*, February 1983, pp. 36-37. FRN投資家として徐々に日本の銀行が比重を高めるが、1980年代初頭には米のS&LやMMFによる投資が大きかった。またスウェーデンの発行などは非銀行投資家による取得も大きかった。Ollard, William, "Can FRNs pass the maturity test?", *Euromoney*, March 1984, p. 20.
- 30) Bankson, Lloyd and Michael Lee, *Euronotes*, Euromoney Publications, 1985, p. 37 および *Innovation in the International Capital Markets*, Supplement to *Euromoney*, January 1986, pp. 81-82. ここではNIFを「ノート発行のためのファシリティー」と考え、NIFに引受が付いたものをRUF、付いていないものを発行証券に合わせてユーロCP、ユーロMTNと呼ぶ。従って表4のNIFとは定義が異なっている。
- 31) Selby, Beth, "Here comes Euro-commercial paper - again", *Institutional Investor*, November 1985, p. 204.
- 32) *Innovation in the International Capital Markets*, Supplement to *Euromoney*, p. 55.
- 33) Lee, Peter, "Is global commercial paper viable?", *Euromoney*, September 1986, p. 315.
- 34) BIS, *Recent Innovations in International Banking*, pp. 22-28.
- 35) 発行者からの仕入れ価格と顧客への売却価格のスプレッドは額面の3ペーシスポイント程度になる。Robertson, Jamie, "The coming shake-out in ECP", *Euromoney*, December 1987, p. 163.
- 36) 例えばTime Inc.は両市場でプログラムを設定し、両方でディーラーになっているPaine, Webberにレートを確認した上でどちらかを選択する。しかしディーラーはPaine, Webberだけではなく、米ではSalomon、欧州ではSG Warburgを利用している。"How the big borrowers do it", *Euromoney*, November 1985, p. 56. ただ、企業によって各市場への評価は異なり、一方でしか設定しない場合もあり、また両方で設定していても裁定は行わない企業もある。
- 37) Lee, "Is global commercial paper viable?", *op.cit.*, p. 318.
- 38) James, Ellen L., "Here come medium-term notes", *Institutional Investor*, March 1985, p. 250 および Gilbert, Nick, "The MTN is ready for Europe", *Euromoney*, May 1986, p. 231.
- 39) 例えばMerrill LynchはスウェーデンのElectrolux向け2億ドルのプログラムで、最初に5000万ドルの3年ノート発行を求め、トレーディングを容易にした。Cranford, Steve, "Can medium-term notes be exported to Europe?", *Institutional Investor*, February 1987, p. 134.
- 40) CSFBの短期金融責任者は「流通市場の流動性を試してきた投資家は、それを信頼するようになっており、流動性が単にディーラー間のマーケットメイクではないという考え方を受け入れるようになっている」と指摘している。UBS Phillips & Drew 副社長 Len Harwood は「ユーロMTNの成功は投資家のニーズに対応することにかかっており、特別仕様の商品設計が必要。例えば525万ドルの8年7ヶ月3週間物など」と主張する。Lewis, Julian, "This market needs a kick-start", *Euromoney*, January 1990, p. 66. またHarwoodは「投資家の95%はバイ&ホールドだと思う」と、マーケットメイクの重要性が低下したことを示唆している。Brady, Simon, "Europe may learn to love the MTN", *Euromoney*, January 1989, p. 78.
- 41) Cranford, "Can medium-term notes be exported to Europe?", *op. cit.*, p. 135.
- 42) Keller, Paul, "Funding French power", *Euromarkets Special Report*, A Supplement to Euro-

- money, p. 54.
- 43) "Developments in International Banking and Capital Markets in 1990", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, May 1991, p. 241.
- 44) 格付けは低い知名度は高い米企業、米で格付けを取得していない欧州企業などはユーロ市場での調達の方が有利になることがある。また18ヶ月~4年は米市場で調達が困難なレンジで、ユーロ市場の需要は強い。Lewis, "This market needs a kick-start", *op.cit.*, pp. 65-66.
- 45) 例えばNatWestでは主幹事案件の90%以上が企業向けだった。"Syndications: the NatWest approach", *Syndicated Loans*, Special Supplement to *Euromoney*, May 1988, p. 4.
- 46) O'Donohue, Richard, "Borrowing shortfall in loan market", *Euromoney*, September 1987, p. 268. 借り手には米企業も多いが、当時はEC統合をにらんだ欧州企業のM&Aも活発であった。またユーロ市場ではジャンク債市場が確立していなかったことも、シンジケートローンの重要性を高めた。鈴木毅「ユーロ債市場の近年の動向」『月刊資本市場』1989年3月、45ページ。
- 47) LBO関連は銀行にとって数少ない収益分野。シンジケートのエージェントとして1%、ローン引出分に対して0.75%、そして変動金利負債のヘッジに対しても手数料を請求する。Thackray, John, "The LBO craze flourishes amid warnings of disaster", *Euromoney*, February 1986, p. 94.
- 48) 1982年は10月までにユーロ債普通債発行の35%を米企業が占めた。Kidder Peabodyの調査によると、10月12日までの米企業による発行106件中、伝統的な顧客関係無しに主幹事を務めたのは29件(まったくアメリカにつながりを持たない銀行が主幹事を務めたのは7件)だった。Shirreff, "How the top bond houses call the shots", *op.cit.*, p. 26.
- 49) 米国内では1982年に導入された一括登録制の利用が1980年代後半から広がった。また1984年の非居住者向け金利・配当源泉税撤廃がユーロ市場の魅力を低めた。イベントリスク拡大はM&Aの活発化による。Crabbe, Leland E., Margaret H. Pickering and Stephen D. Prowse, "Recent Developments in Corporate Finance", *Federal Reserve Bulletin*, August 1990, p. 597, p. 602.
- 50) 1970年代の末から米商業銀行もトレーディングを基礎としてユーロ債市場に食い込もうとするが、業務規模が小さく、存在感を持たなかった。例えばChemicalは1979年にユーロ債マーケットメイクに参入したが、同行主任ディーラーは「トレーディング部門でいくら稼げれば喜ばしい。しかし投資銀行と真っ向から勝負することは期待できない」と投資銀行との差を認めている。Adam, Nigel, "Enter the money centre banks", *Euromoney*, May 1979, p. 58.
- 51) 米商業銀行の場合、牽引役はJP MorganとBankers Trustで、両行は商業銀行の中でもホールセールに力点を置くことで知られている。他の商業銀行のランクはかなり低い。一方、イギリスもマーチャントバンクが中心となっているが、ビッグバンで他業態との資本関係が強化されている。またフランスもParibasが牽引役となっているが、1966年から預金銀行と事業銀行の垣根が緩和されており、1984年には分類自体が無くなっている。当時の欧州各国の兼業状況については、相沢幸悦『ユニバーサル・バンキング』日本経済新聞社、1989年を参照されたい。
- 52) 1988年3月のPhillip MorrisによるDM債案件で主幹事をDeutsche Bankが勝ち取った。これに関して同行のHans-Christian Donnerstagは「我々が競り勝った。市場に参入したがる銀行は価格競争で勝つことがその方法だと考えるだろう。しかしそれが始まると、ロンドン市場の新規発行業務のように誰も利益が出ない状態になる。我々は戦略的にそれをせき止めるよう決意した。我々は40%のシェアを持つ。誰かが攻撃的な価格を付けても、我々がそれを上回ることが出来ることを意味する」と語っている。Jones, Rosamund, "Deutsche Bank calls the tune", *German Finance and Industry*, Special Supplement to *Euromoney*, July 1988, p. 24.

- 53) スイス資本市場における規制緩和の概要については、中川辰洋「転機に立つスイス金融市場」『証券経済』1995年3月を参照されたい。
- 54) その他、単年でしかデータがなかったため表に載せていないが、1983年のオランダ・ギルダーでは上位5行をオランダ系が独占、1990年のイタリア・リラではイタリア系が上位5行を独占していた。スカンジナビアについては、発行件数がそれなりにある場合は上位を現地行が占めるが、上位5行が各1件ずつの取扱という場合はスカンジナビア系以外の銀行も上位に来ることがある。
- 55) ECU市場の発達については中川辰洋「ECU市場」『証券経済』1992年3月を参照されたい。
- 56) オーストラリア・ドルとニュージーランド・ドルのように流動性は低いがクーポン率が高い債券は大陸欧州のリテール投資家から人気が高い。Chester, A. C., "The International Bond Market", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1991, p. 524. これらに加えカナダ・ドル、ポンドでも、発行者の大部分が非居住者で、通貨の下落を見込んで発行したといわれている。"Developments in International Banking and Capital Markets in 1988", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, May 1989, p. 259.
- 57) Benzie, Richard, "The Development of the International Bond Market", *BIS Economic Paper*, No. 32, January 1992, p. 14. ユーロDM債は、非居住者によって発行され、主幹事は独銀でもシンジケートが国際的に組織されるものを指す。したがって居住者による購入に関して特に制限はない。
- 58) 1984年金融法で英企業はユーロポンド債への利払いをグロスで行えるようになり、国内からの発行が拡大。翌年にはこれが建設組合にも適用され、建設組合のユーロポンド債発行が拡大した。Pratt, Mark and Hugh Simpson, "Recent Developments in the Corporate and Bulldog Sectors of the Sterling Bond Market", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February 1988, p. 64. またギルト債発行の縮小で、英機関投資家も積極的にユーロポンド債を購入した。"Developments in International Banking and Capital Markets in 1988", *op.cit.*, p. 259. 英国内債とユーロポンド債の違いについては、中川辰洋『ゼミナール EC 通貨・金融統合と資本市場』東洋経済新報社、1993年、62ページを参照されたい。
- 59) 入江恭平「ユーロ市場とヨーロッパ資本市場—EC金融統合への視点」『証券レポート』1465号、1990年8月、6ページ。
- 60) Pershing, Amy C., "Is the Euroyen finally here to stay?", *Institutional Investor*, March 1987, p. 210. 残高ベースでは3/4が欧州投資家によって保有されているが、そのうち10~20%はロンドンに口座を持つ日本の投資家が占めると推測されている。
- 61) Hirtle, Beverly, "Factors Affecting the Competitiveness of Internationally Active Financial Institutions", Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Spring 1991, p. 39. ただし、各国の投資家がどの程度の外貨投資を行っているかによって、投資家との結びつきがどの通貨での強さに効いてくるかが異なると考えられる。
- 62) Munder, Barbara, "The battle for foreign clients", *Institutional Investor*, April 1976, p. 52.
- 63) CSFBのある関係者は、日系金融機関のシェア上昇について、「彼らが獲得した顧客は、以前我々が取引していた彼らの顧客だ。彼らが我々の顧客基盤や通貨に食い込んでいる部分はごくわずかだ」と語っている。Crabbe, Matthew and Paul Keller, "Gut's secret plan", *Euromoney*, January 1989, p. 39. また日系金融機関は1980年代前半には外銀と組んで他の日系機関と競争していたが、後半からは互いにシンジケートに誘い合うようになったといわれる。Crabbe, Matthew, "WA means harmony or doesn't?", *Euromoney*, June 1986, p. 31. 日系企業によるユーロ債発行は、普通債でも国内の既存取引関係に依頼する割合が米企業に比較して高いが、株式関連ではさらに高くなる。入江恭平「日系ユー

- ロ債引受主幹事・獲得競争-1984年調査」『証券レポート』1316号、1985年8月、23~25ページ。
- 64) Deutsche Bankの最高責任者Wilfried Guthは1970年代にインタビューで次のような発言をしている。「Siemensの件もある。同社はMorgan Stanleyを単独主幹事にしたがっていた。アメリカで良好な関係にあったからだ。しかしDeutsche Bankに話しを持ってきた。そこで、独企業として我々抜きに取引すべきでないと話した。Morgan Stanley、Siemensとの協議の結果、共同でブックランナーを担当した。我々が欧州では左、Morgan Stanleyはアメリカで左の位置を獲得した」。「The rise of Deutsche Bank」, *Institutional Investor*, October 1977, pp. 175-176. またContinental AG子会社がアメリカでGeneral Tire買収に乗り出したとき、Morgan Stanleyが助言を提供し、その資金調達を1987年末に行ったとき、Morgan StanleyはContinental AGとDeutsche Bankの取引関係を考へて、主幹事をDeutsche Bankに譲った。Jones, "Deutsche Bank calls the tune", *op.cit.*, p. 26.
- 65) FRNの多様な商品設計については、Ugeux Georges, *Floating Rate Notes*, 2nd ed., Euromoney Publications, 1985, Chapter 11を参照されたい。
- 66) 多くの銀行は、アメリカで1兆ドル規模のABS市場があり、ユーロ証券化の第一陣が米資産の売却になるのは当然と指摘している。アメリカの発行者は、すでに資産を追跡してボンド発行体に移転する技術に投資してきた。これに対して欧州では、クレジット利用の少なさや多通貨利用など、証券化に多くの障害がある。Lewis, Julian, "Dollar issues dominate European market", *Euromoney*, September 1990, pp. 202-204. またCiticorpはクレジットカード債権の証券化を欧州でも積極的に行っており、その主幹事をUBS Phillips & DrewやSalomon Brothersがつとめている。Cairns, Patrick, "The Euromoney borrower of the year", *Euromoney*, September 1990, pp. 218-220.
- 67) アメリカで1982年の税制改正で企業の国内ゼロクーポン債発行が停止し、同年に財務相が無記名証券の発行を終了したため、ドル建ての無記名ゼロクーポン債はユーロ市場でしか入手できなくなった。Finnerty, John, "The pluses of zeros", *Euromoney*, May 1985, p. 67.
- 68) Bank of America InternationalのAnthony Rhodesは、MOFなどの設定が為替取引やスワップなど派生的な取引をもたらす可能性を指摘し、「銀行は顧客との関係を維持したいと考えている。案件に参加しなければ、取引関係の中心から外されてしまう危険がある」という。またChemicalのAlby Catorは「年4ベースポイントで偶発債務を背負いたいと考える銀行はほとんど無いだろう。エージェンシー部の会計処理コストもまかなえない。しかし顧客関係全体で収益的なら、不採算取引にも参加せざるを得ないだろう」と取引に参加する必要性を語っている。Humphreys, Gary, "Volume goes up - but profits?", *Syndicated Loans*, Special Supplement to *Euromoney*, May 1988, pp. 14-15.
- 69) 典型的な5000万ドルのプログラムからの収入は年1万ドルで、それを4~5行で分け合う。J. Henry Schroder Waggの短期市場担当者Andrew Sykesは「月40億ドル相当の証券を扱って100万ドル稼げば、10人の部門を維持するのにちょうどくらいだ」と推計している。それでも銀行は、ユーロCPを扱っていなければ他の業務でも評判を落とす可能性を懸念して市場にとどまる。Rocco, Fiammetta, "The new Euro-commercial paper game", *Institutional Investor*, December 1987, pp. 53-54.
- 70) Citicorp短期市場担当者Len Harwoodは「5~6行の主要参加者が70~75%のシェアを持っている。明らかに選別が進んでいる」と見ていた。Jones, Rosamund, "ECP - shake-out or weed-out?", *Euromoney*, June 1988, p. 173.
- 71) "Once again, it's Citicorp", *Annual Financing Report*, *Euromoney*, March 1989, p. 28.
- 72) Merrill Lynch (London)の役員Kevin Reganは、投資の50%を占めるスイスやドイツの投資家が持参人形式の上場証券を好むため、欧州専用のMTNを一から始める必要があったと証言している。

- スイス系もこれに対抗しており、UBS はユーロ CP での倍のマーケティング努力をユーロ MTN に注いだ。Brady, "Europe may learn to love the MTN", *op.cit.*, p. 75. Merrill Lynch は表9の期間中、首位を維持している。
- 73) Jones, Rosamund and Matthew Barrett, "The best of times – the worst of times", *Annual Financing Report*, Euromoney, March 1988, p. 2.
- 74) Pavey, Nigel, "Razor-thin returns on cheap standbys", *Syndicated Loans*, Special Supplement to Euromoney, May 1988, p. 3.
- 75) 例えばデンマークの財務相 Niels Erik Sorensen は「リーグ表は重要ではない。我々は案件をやり通せるだけの専門性と腕力を持った主幹事を求める」と、ランキングが必ずしも能力の高さを示すものではないことを示唆している。Adam, Nigel, "Strategy to get the ball back", *Euromoney*, March 1987, p. 45.
- 76) 1990年のCPディーラー評価ではスイスが上を行くが、この年は順位しか公表されていない。順位はCiticorp、SBC、CSFB、JP Morganの順なので、順位だけから計算すると、この4行では同じシェアになる。
- 77) 借り手と銀行で、何が市場のリーダーシップを構成するかについて意見が分かれてきた。借り手はあまり革新性を評価しない。投資を行う銀行や投資家に助言を行う銀行は、借り手は市場から最も有利な条件を獲得するための仕組みを考えていないと見ている。それら銀行の評価は、借り手と投資家のバランスを最もよく達成している主幹事に向かう。Lim, Quek Peck, "The Euromoney poll", *Euromoney*, September 1986, p. 189.
- 78) Vittas, Dimitri, "How far is the US ahead in financial innovation?", *The Banker*, May 1985, p. 50.
- 79) Citicorpの元ユーロノート/ユーロCP担当者 Brian Wolly は、それら業務がシンジケートローンの延長なので蓄積を生かしやすいと証言している。Ollard, William and Tony Shale, "Theobald's theme for Citi: skills, not frills", *Euromoney*, December 1986, p. 88. また Citicorp は、初期の段階からユーロCP市場に本格的に取り組み、分売力を構築した。分売先にはMMF、中央銀行、個人富裕層を含み、別の元担当者 Len Harwood は1985年の段階で、「当行のユーロノート取扱のうち、リテール投資家が60%を占める」と証言している。Adam, Nigel, "Now the honeymoon is over", *Euromoney*, June 1985, p. 239.
- 80) 一般的なローン売却の方法はサブパーティシペーション（以下LSP）で、その市場規模は83年にロンドンで50億ドル、NYで100億ドル超と推計されている。Grant, Charles, "How banks revamp asset", *Euromoney*, April 1984, p. 66. ただLSPは借り手に対する直接の請求権ではない。そこで標準的なローン契約書に譲渡性を付け、証券を発行するTransferable Loan Instrumentや、それ自体は証券でないが、譲渡の障害にならない形式を取るTransferable Loan Certificateなどの手法が考案された。Hurn, Stanley, "Transferable loan magic", *Euromoney*, January 1985, pp. 27-28. 本稿ではこれらをローンセールとして一括する。
- 81) 大手行はローンセール業務を投資銀行部門で行っており、それは彼らがその業務を、単なる自己資本比率規制への対応ではなく、収益源にしようとしていることを示す。岡正生「ここまできた欧米貸出市場の“証券化”」『金融財政事情』1985年10月21日、28ページ。またChase ManhattanのRudi von Eisenhart Rotheは「シンジケーションをボンド業務のようにこなしている。案件の90~95%では何も持たなくても良いようにシンジケーションを目指す」としている。Humphreys, Gary, "Cut-throat game of pass the parcel", *Syndicated Loans*, Special Supplement to Euromoney, May 1988,

- p. 20.
- 82) Citicorp と Bankers Trust がローンストリップを開発。中期ローンを30日～3ヶ月物にストリップして販売した。買い手は中規模の外銀で、初めからローンに参加すると規模が大きすぎるため、500～5000万ドル規模のLSPを購入した。Keslar, Linda, "The banks rush in where regulators fear to tread", *Euromoney*, August 1986, p. 165.
- 83) Citicorp と Bankers Trust は NY、ロンドン、香港に販売拠点を設置し、販売可能なローンと潜在的顧客のデータベースを管理した。Grant, "How banks revamp assets, *op.cit.*", pp. 67-71. Bankers Trust の場合はトレーディング業務のようにローンセールをこなしており、欧州で1人アメリカで3人のポートフォリオ管理担当者を抱えていた。Keller, Paul, "Lend the money, then sell the debt", *Euromoney*, August 1989, p. 106. また Citicorp のロンドン資本市場責任者 Fabian Samengo Turner は「主幹事は投資家に提供するため多様な証券が必要だ。仲介の核となる機能を提供するローンの卸売り業者みたいなものだ。スペインの銀行が英企業向け債券貸出で主幹事を務める可能性は低い。彼らは我々のところに来て、特定の産業分野で特定の仕組みを持った債券資産を購入する」と証言している。"No longer a two-and-half foot-long telex", *Banks of the Decade*, Special Supplement to *Euromoney*, January 1990, p. 14.
- 84) JP Morgan は1982年のDevelopment Bank of Singapore 向けコールオプション付き長期ワラント債(発行者が負う同一価格による追加発行義務をオプションで回避)でMorgan Stanleyの顧客を奪い、名を上げた。同行は商品開発力が強みといわれており、ユーロ債業務に外為部、オプション部が関わっていた。Wittebort, Suzanne, "Inside the Morgan machine", *Institutional Investor*, July 1985, pp. 176-177. Bankers Trust は、1989年に扱ったユーロ債60件以上の中で、普通債は10件未満で、残りは投資家向け特別仕様の発行だった。Brady, Simon, "How to tailor your assets", *Euromoney*, April 1990, p. 85. 同行はデリバティブの商品開発力で高く評価されており、軌道依存オプション(例えば毎日少量ずつ石油を購入する企業に行使価格20ドルのオプションを販売し、年末の平均価格を元に企業が行使の有無を決定するといった商品)などの開発を行った。Keller, Paul, "The rocket men are still at work", *Euromoney*, September 1989, p. 151.
- 85) 国内私募で商業銀行は代理としてしか行動できないが、受取勘定担保金融、レバレッジドリース、またLBOでは自己勘定取引が可能。これら銀行貸出と私募を組み合わせることが出来る。またローンセールも使える。Keslar, Linda, "Joining in a private fight", *Euromoney*, December 1986, p. 175.
- 86) 多くの銀行が私募に活路を求める傾向の中で、スワップやオプション取引能力の高い商業銀行が、投資銀行よりも有利になっている。Bardy, "How to tailor your assets", *op.cit.*, p. 89. また国際的な店舗網の広さでも商業銀行が優位にあった。例えばSeagram財務担当者Goelzは、米商業銀行に「アメリカでの企業債発行以外は何でも相談しようと考えている。例えばCitibankは90ヶ国で我々を助けてくれる。投資銀行は例えばメキシコでのブロック資金で助けてくれることはない」と証言している。Grant, Charles, "The super-league breaks away", *Euromoney*, May 1986, p. 223. 店舗網はスワップでも活用される。Citicorp Investment Bank はMortgage Bank of Denmark 向けSwfr、Dfl 調達で、ネットワークを活用して変動金利債券渡し/固定金利Dfl 受取という珍しいニーズを見つけ、親会社の在庫保有能力を活用して取引を実現した。*The Global Swaps Market*, Supplement to *Euromoney*, June 1986, p. 11.
- 87) Merrill Lynch Capital Markets 会長 Charles Ross は「1990年代に小規模な投資銀行が生き残っていけるか定かではない。残された時間は短い。素早く国際的な能力を構築しなければならない。なぜならグラス・スティーガル法は永続しない。国際的な存在感がなければ、国内の主要勢力であること

はもはや出来ない」と語っている。Osborn, Neil, "Merrill Lynch: a new lunge at the world capital markets", *Euromoney*, December 1983, p. 57.

- 88) Fairlamb, David, "The commercial loan is alive and well", *Institutional Investor*, January 1988, p. 67.
- 89) Salomon Brothers International の Charles McVeigh は「業界全体が直面する問題の一つは、市場の成長にしたがって専門分野が増えてきたこと。そのため我々は柔軟性を失っている。業務内容が変化するたびに我々は人員と設備を追加してきた」と合理化の必然性を説いている。Crabbe, Matthew, "All change in the Eurobond market", *Euromoney*, December 1987, p. 44.
- 90) Muehring, "The new heroes of the Eurobond market", *op.cit.*, p. 109.
- 91) Lee, Peter, "The giants crawl back into their niches", *Euromoney*, April 1990, p. 73. Merrill Lynch が集中するようになった通貨は米ドル、ECU、カナダ・ドル、オーストラリア・ドルであった。
- 92) 多くの業者がユーロ債新規発行で特定通貨や商品分野の範囲を縮小し、案件に選別的になったため、引受の収益性が若干改善した。Lee, Peter, "The Euromoney poll", *Euromoney*, September 1988, p. 127. CP からは大手の一角であった Salomon Brothers、Bankers Trust、Merrill Lynch が撤退し、残った大手 5 行は Citicorp、CSFB、JP Morgan、Shearson Lehman、SBC となった。しかし UBS Phillips & Drew が Citicorp から Len Harwood を獲得して、勢力を急拡大した。Griffith, Victoria, "What's so commercial about Euro-commercial paper?", *Institutional Investor*, March 1990, p. 55.
- 93) Andrews, Suzanna, "Can Citicorp get its act together in Europe?", *Institutional Investor*, December 1988, pp. 52-57.
- 94) Lee, "The giants crawl back into their niches", *op.cit.*, pp. 65-74. Chase Manhattan もビッグバンで Laurie Milbank と Simon & Coates を買収したが、成果が出ず英株市場から撤退した。
- 95) Brady, "Europe may learn to love the MTN", *op.cit.*, p. 82.
- 96) Salomon Brothers や Merrill Lynch は先物、オプションを利用してスワップポジションをヘッジしている。Salomon は親会社 Phibro-Salomon とともに、シカゴ、フィラデルフィア、ロンドンの各取引所で主要プレーヤーになっている。"The way into any market", *Euromoney*, November 1983, p. 64. 企業にとっても状況は同じで、Enterprise Oil はアメリカでのガス配送会社買収向けにドルを調達し、ポンド株発行で利払いを行うように通貨オプションを利用したが、それは金融工学を利用しているというより、出来合のヘッジ手段を利用する感覚であった。Keller, "The rocket men are still at work", *op.cit.*, p. 152.
- 97) 投資銀行は既存の債券からワラント、プットやコールの権利、FRN のキャップやフロアを切り離して販売している。Shirreff, David, "Down with innovation!", *Euromoney*, August 1986, p. 26. また Merrill Lynch は年 10 億ドルほどのキャップを提供しており、様々なオプションや先物の販売でそのポジションが相殺されるようになってきている。Shirreff, David, "Caps and options: the dangerous new protection racket", *Euromoney*, March 1986, p. 26.
- 98) "The Euromoney Poll", *Euromoney*, October 1985, p. 117. しかし JP Morgan のスワップチームで独創性を発揮していた Conrad Voldstad が Merrill Lynch に移籍し、同時にスワップ業務が財務部に移管されたことで、複雑で付加価値の高いスワップよりも、市場の動きに対応したスワップに比重が移った。Cooper, Ron, "Whither Weatherstone's Morgan?", *Euromoney*, December 1989, p. 58.
- 99) "First in' has often had its rewards", *Banks of the Decade*, Supplement to *Euromoney*, January 1990, p. 11.
- 100) "The widest global presence", "Better than the roll of dice", *Banks of the Decade*, Supplement

- to Euromoney, January 1990, pp. 7-11.
- 101) Cooper, Wendy, "The era of strained-relationship banking", *Institutional Investor*, April 1988, p. 94. 例えば英大手スーパー Dee Corp. は Citibank を CP と CB 発行のエージェント、ADR 預託機関、米スポーツ用品子会社の主取引銀行として利用していたが、一方で株価引き上げのため MBO か株式買い戻しを提案されながら、他方で敵対的買収をしかけてきた Barker & Dobson の資金調達を Citibank が大部分支援していたことを知り、Citibank との取引を打ち切った。
- 102) 以上の、米企業の金融機関に対する評価については "The view from the corporate treasury", *Financing Corporate America*, A Supplement to Euromoney, December 1989, pp. 16-17 を参照されたい。
- 103) 欧州各国で CP が導入されたが、オランダでは短期市場が十分効率的なのに、電話で済むことを証券にするのは割に合わないといわれていた。またドイツでは大手銀行が他の取引を提供することで、顧客を CP 市場に向かわせなかった。Shapiro, Harvey D., "The great European paper chase", *Institutional Investor*, August 1986, p. 104. 一般にドイツを含むユニバーサルバンク形式をとる国では、銀行が柔軟に需要に対応できるため金融革新の必要性が小さいといわれている。"Innovation in international banking", *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, April 1986, p. 34. 日本の場合は業態規制があるが、銀行の影響力は大きい。大蔵省が各種金融機関を一元的に監督していたことで、競争が制約されていた影響もある。この点については高月昭年「金融制度改革はなぜ十分な活力を生み出さなかったのか? : 当事者不在のまま動く日本型改革の限界」、堀内・池尾編『金融サービス』日本の産業システム 9、NTT 出版、2004 年、第 3 章を参照されたい。
- 104) 拙稿「1970 年代における欧州系銀行の対外進出とアメリカでの業務展開(上)」『商学論叢(福岡大学)』2006 年 3 月、292~295 ページ、および拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競争(上)」『商学論叢(福岡大学)』2008 年 6 月、39~42 ページ。
- 105) 独金属企業 Metallgesellschaft は独自の金融子会社を保有し、スワップなどは競争入札によって取引先を決めるが、それでも最良の価格は米投資銀行ではなく、常に Hausbank の Dresdner と Deutsche Bank から提示された。Crabbe, Matthew, "Clinging to the dear old hausbank", *Euromoney*, November 1986, p. 96. また外為取引のケースであるが、日立は一般的に本社と関係が深い東銀か興銀を相手にしていた。日産でも英北東部拠点の取引相手は興銀、東銀、富士で、うち 2 行は本社との取引関係が強かった。そして日立も日産も、取引相手を決める基準は価格と答えていた。Jones, Rosamund, "Nationality can't outweigh 1/2%", *Euromoney*, April 1988, p. 61.
- 106) ローンセールについても、欧州系銀行の多くは顧客との関係を考慮して、当初は消極的な姿勢であったが、徐々に必要悪として取り組みを強化するようになっていった。Keller, "Lend the money, then sell the debt", *op.cit.*, p. 103.
- 107) U.S. House, Report, Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance, Task Force on the International Competitiveness of U.S. Financial Institutions, Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, 101st Cong., 2nd sess., 1990, pp. 283-287 および Hirtle, "Factors Affecting the Competitiveness of Internationally Active Financial Institutions", *op.cit.*, pp. 41-47. ただしこれらは主に銀行界、特にマネーセンターバンクの見解である。

Competitiveness of US Financial Institutions in the International Capital Markets during the 1980s

Mitsushiro Kamino

Summary

During the 1980s, US financial institutions had the edge in creating new financial products and using them in designing innovative deals for their existing and potential customers. By copying those new products, financial institutions from other major countries not only succeeded in defending their territories, they also assaulted on the territories of US financial institutions. Nevertheless, as the competition made new products cheaper and more liquid, especially in US dollar markets, it became easier for US financial institutions to package those products into customized deals. Their expertise nurtured in the divided home market also gave US financial institutions an upper hand.