

米国初期投資銀行のビジネスモデル

——コア・コンピタンスの視点から——

西村 信勝*

[Abstract] Although various media have reported that the investment banking business model had collapsed after the so-called Lehman Shock, it is unclear what the investment banking business model is and what part of the model was the cause of the collapse. This paper aims to identify the business model focused on investment banks during the mid of 19th century and 1900 mainly from a core competence perspective. From the discussion of some key factors of core competence such as tacit knowledge and organizational structure, we can conclude that the traditional investment banking business model had a core competence established based upon the relations of trust among people concerned.

1. はじめに

2008年9月、米国第4位の投資銀行リーマン・ブラザーズが連邦破産法11条を申請し、経営破綻した。また、同3位のメリル・リンチは破綻こそ免れたものの、米国大手商業銀行のバンク・オブ・アメリカに救済合併された。それだけではなく、米国投資銀行業界で1位と2位にランクされるゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーも銀行持ち株式会社¹⁾へと業態の変更を余儀なくされた。2008年9月は投資銀行業界にとって史上最大ともいえる大きな転換点であった。中堅規模の投資銀行は残ったものの、150年に亘る歴史を誇る純粋な大手投資銀行は存在しなくなったのである。²⁾

大手投資銀行がいずれも流動性危機を引き起こし、連邦破産法11条の申請、救済被合併、銀行持ち株式会社への移行を余儀なくされた直接的要因として、さまざまなメディアは、「過度なレバレッジ」や「過度なリスクテイク」を挙げたうえで、「投資銀行ビジネスモデルの終焉」と論じている。³⁾

しかしながら、投資銀行のビジネスモデル自体が明確でなく、「過度なレバレッジ」や「過度なリスクテイク」がなぜ生じたのか、それはビジネスモデルのどの部分に起因す

*教授／経営

るのか、など不明瞭な面が多い。投資銀行のビジネスモデル全体を明確にし、そのうえで、そのビジネスモデルのどの部分に問題があったのかを明らかにする必要がある。

本稿では、その第一歩として、19世紀末に登場した個人銀行（本稿ではこの個人銀行を初期投資銀行と呼ぶ）を研究対象として、そのビジネスモデルについて考察していく。初期投資銀行を本稿の研究対象とするのは、初期投資銀行が投資銀行業務そのものを主たる事業としていたことから、投資銀行ビジネスモデルの原型と考えられるからである。なお、本稿が対象とする初期投資銀行は、その生成から1900年頃までの期間を意味する。

本稿の構成は以下の通りである。次節で投資銀行と投資銀行業務の違いを述べ、初期投資銀行の生成と発展を概観する。そのうえで、先行研究をベースに初期投資銀行のビジネスモデルとそのコンピタンスについて考察していく。

2. 投資銀行と投資銀行業務の概念

投資銀行（Investment Bank）についてはさまざまな定義がなされている。例えば、ニューヨーク証券取引所の用語解説（Glossary）⁴⁾によると、「引受業者とも呼ばれ、新規証券の発行企業と投資家間の仲介業者である。その他、企業の合併や買収（M&A）にかかわるアドバイスや市場調査など、さまざまな金融サービスを提供する」と解説されている。バンク・オブ・アメリカによる用語解説⁵⁾でも、「証券発行者と投資家の仲介業者として株式、債券、不動産担保証券などの証券を売買し、証券にかかわるサービス（アドバイザー、条件交渉、販売など）に対して手数料を徴求する」と投資銀行を解説している。いずれの用語解説でも、投資銀行とは、資金調達のために証券を発行する政府や企業と投資家の間に立って仲介業務を行い、それに関連して、証券発行者へのアドバイスや証券の売買などの金融サービスを提供する金融機関ということができる。

Carosso [1970] は、「米国における投資銀行業務（investment banking）は、独立戦争（1775～1783年）以降徐々に発展した。政府の戦費調達、新銀行設立、鉄道敷設など資金需要が増加するにつれ、政府や銀行、鉄道会社などが投資銀行業務を求めようになった」⁶⁾と記述し、投資銀行業務を証券の発行者と投資家の間の仲介業務と位置付けている。Chu [1990]⁷⁾も「投資銀行業務は企業の資本調達とM&A（買収・合併）アドバイザーというふたつの基本的な業務に絞り込める」と定義しているし、Davis [2003]⁸⁾も、「投資銀行業務とは、基本的に、M&Aアドバイザーや株式・債券市場業務というコア機能を通じて、資金調達者（証券の発行者）と投資家の仲介を行うもの」と定義している。

当然のことではあるが、投資銀行とは引受けやアドバイザーなどの投資銀行業務に携わる金融機関ということになる。そうだとすれば、2008年9月のリーマンショックで破綻や業態変更に追い込まれた投資銀行は、新規発行証券の引受けやアドバイザーなどの投資銀行業務を主たる事業としていたことになる。つまり、破綻した投資銀行ビジネスモデルとは引受けや

アドバイザーを主たる業務とするビジネスモデルということになる。

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

投資銀行部門は、株式および債券の引受業務、企業の合併・買収や不動産金融にかかわるアドバイザー業務、証券化業務などを中心に、お客さまの多様なニーズにお応えするべくさまざまなサービスを提供しています。当社の投資銀行部門では、各分野のスペシャリストと協力しながら、産業別に特化されたノウハウと優れた実績を基に、国内外の企業に対して革新的な金融ソリューションをお届けする体制を整えています。⁹⁾

野村ホールディングス株式会社も2009年度のアニュアルレポートで、「グローバルに展開し、ホールセール分野に強みを持っていた旧リーマン・ブラザーズから欧州・中東・アジア地域の人的資源を承継したこと」により、グローバル・リーダーたる「投資銀行のビジネスモデル」を目指しているとしている。¹⁰⁾

リーマンショック後も、投資銀行業務が金融サービスの重要な一角を占めている。なぜ、一方では「投資銀行ビジネスモデルは終焉した」と言われながら、他方で「投資銀行業務」が依然として重要な位置を占めているであろうか。

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

ゴールドマン・サックスだけでなく、多くの投資銀行と呼ばれる金融機関にも「投資銀行部門」がある。各社とも「投資銀行部門」を、「証券の引受け・販売」と「M&Aアドバイザー」を提供する部門と位置付けている。¹¹⁾

このように、投資銀行と呼ばれる金融機関にもかかわらず、投資銀行部門が一つの部門として設置されている。つまり、現在の投資銀行には投資銀行以外の業務が存在するということになる。投資銀行業務を主たる事業としていた初期投資銀行が、20世紀以降の市場のグローバル化や通信技術の発展などを背景として金融業務を拡大していった結果、投資銀行業務以外にも取り扱う金融機関となったのである。

投資銀行のビジネスモデルを議論する際には、この点に充分留意しなければならない。つまり、投資銀行自体のビジネスモデルが破綻したのか、あるいは投資銀行業務のビジネスモデルが破綻したのか、という点である。そのためには、まず投資銀行が投資銀行業務そのものを提供していた時代の投資銀行（初期投資銀行）の生成と発展を考察していく必要がある。

3. 初期投資銀行の生成と発展

初期投資銀行（生成～1900年）の生成と発展は、3つの時代に大別できる（図表1）。本節では、この時代区分に従って初期投資銀行の生成と発展を概観していく。

図表1 初期投資銀行の生成と発展

期間	1800年初頭～1837年恐慌	1837年～1873年恐慌	1873年～1900年
時代的特徴	雑多な業者の活動の時代	初期米国投資銀行萌芽の時代	初期投資銀行基盤確立の時代
時代背景	<ul style="list-style-type: none"> 綿花を始めとする太平洋間貿易の拡大 米国経済の発展に伴う連邦政府や州政府による債権の発行→州法銀行の活発な投資銀行活動 英国マーチャントバンクの米国国債・州債などへの投資活発化 	<ul style="list-style-type: none"> 1937年の金融恐慌による州法銀行の投資銀行業務の縮小・撤退 南北戦争時の政府による大型資金調達 鉄道敷設の拡大に伴う鉄道会社の資金調達の増加 マーチャント・バンクの米国における影響力の増大 	<ul style="list-style-type: none"> 南北戦争後の鉄道会社の拡張と破綻の繰り返し 米国での工業の発展→株式公開による資金調達の活発化 ニュージャージー州で持ち株会社の容認→第1次M&Aブーム
初期投資銀行(個人銀行)の動向	<ul style="list-style-type: none"> 株式ブローカー、商人、競売人など雑多な業者 少数の個人銀行がマーチャントバンクの代理店として投資銀行業務活動 	<ul style="list-style-type: none"> マーチャントバンクの米国代理店として、個人銀行の台頭と業務の拡大 アドバイザー的な役割など近代的な投資銀行業務の萌芽 ジェイ・クックによる画期的な販売方法の導入による資本市場の発達 	<ul style="list-style-type: none"> マーチャント・バンクの代理店の存在から脱皮 鉄道会社から他の産業分野への進出 持ち株会社化に伴う産業再編に主導的役割を果たす シンジケート手法の高度化 個人銀行による初期投資銀行ビジネスモデルの成立

(出所：Carosso [1970]などをベースに筆者作成)

3.1 雑多な業者の活動の時代（1800年初頭～1837年）

投資銀行業務は独立戦争（1775年～1783年）以降に徐々に発展した。1776年に国債が発行されたが、当時はまだ金融機関や富裕層を対象として入札発行されていたため、仲介業者を必要とするものではなかった。しかし、独立戦争後、綿花を始めとする太平洋間貿易が拡大し米国経済が発達するにつれて国内産業が大きく発展し、それにともない、交通・運輸手段を中心とするインフラストラクチャーの充実が必要となり、政府、新設銀行、鉄道会社などによる証券発行も増加していった。これらの新規発行証券はリスクを好んでとった米国内や海外の投機家によって購入されるようになっていった。このため、発行された証券をいったん買い取り、それを内外の投資家に転売する投資銀行業務が求められるようになった。当初の投資銀行業務は、貿易や商業を営んでいた商人、ブローカー、宝売り業者など、さまざまな種類の専門化されていない仲介業者（different kinds of unspecialized middlemen）によって取り扱われていた。彼らが、投資銀行業務に関与するようになったのは、転売することによる売買益だけでは

なく、買い取った証券を自らの銀行借り入れのための担保や英国などの輸出業者への支払いに充当することも目的であった（Carosso [1970]¹²⁾）。

証券を一旦買い取り、転売するという投資銀行業務の原型は18世紀初頭の英国におけるローン・コントラクター（loan contactor）に求められる。ローン・コントラクターは英国政府が発行する債務証券（Government stocks）を引受ける業者を意味するが、彼らは自分一人で引受けるのではなく、同業者などで構成するグループに配分することで販売リスクの軽減を図っていた（Morris & Wilhelm [2007a]¹³⁾）。

しかし、当時、ローン・コントラクターとして投資銀行業務を担った主要な業者は、上述した小規模な業者ではなく、株式会社組織の州法銀行や英国のマーチャント・バンクであった。州法銀行が投資銀行業務に積極的に参画したのは、鉄道、運輸、有料道路関連のインフラストラクチャーへの資金供与や投資が義務付けられていたこともあるが、高い収益が見込まれていたことも大きな要因となっている（Carosso [1970]¹⁴⁾）。実際、米国における州法銀行数は、1790年の4行から1830年には330行と急増しているが、1830年代後半には、ニューヨークのほとんどの州法銀行がローン・コントラクティング業務に携わっていた（寺地 [1998]¹⁵⁾）。

もうひとつの投資銀行業務の主要な担い手が英国のマーチャント・バンクであった。マーチャント・バンクとは、19世紀初頭の先進国オランダの海外発展挫折を受け、ロンドンに移住してきたドイツ、オランダ、デンマークなど欧州大陸の商人が設立した個人銀行をいう。彼らは商売に対する天性の慧眼と外国貿易の実務経験から、近い将来ロンドンが必ず世界貿易金融の中心となることを予見して、ロンドンに活動の本拠を移した。1850年以前にロンドンで設立されたマーチャント・バンクは、ベアリング商会（1763年設立）、J.ヘンリーシュローダー（1804年設立）、ロスチャイルド商会（1805年設立）など17行にのぼった（今井 [1979]¹⁶⁾）。

1800年以降、米国から英国への原綿の輸出と英国から米国への綿製品の輸出を中心とする英米貿易が急速に拡大していくが、この英国・米国間の貿易で主導権を握っていたのがマーチャント・バンクであった。マーチャント・バンクは貿易取引に関連して、①貿易金融、②輸入商品の品質の調査業務、③倉庫業務、④商品の輸送・保険業務という4つの業務に携わっていたが、ローン・コントラクティング業務にも参画していた。マーチャント・バンクが英国と米国という遠隔地貿易で主導権を握ることができたのは、彼らが歴史的に蓄積してきた強力な人的ネットワークを通じて、当時、未発達であった運輸や通信技術に起因する情報の非対称性を縮小することができたからである。

これらマーチャント・バンクが米国における旺盛な資金需要を引受ける上で大きな役割を果たしていくことになる。たとえば、ベアリング商会はニューオリンズ州債、フロリダ州債、オハイオ州債、メリーランド州債など幅広く米国の州債を引受けて、英国で販売していた。実際、米国の鉄道債は、長期（25年～30年）の株式転換社債で、多くの場合スターリング・ボンド建てで、元利金の支払い場所はロンドンとするなど、英国の投資家の関心を惹起するように設

計されていた(寺地 [1998]¹⁷⁾ (Morris & Wilhelm [2007¹⁸⁾])。

投資銀行業務にかかわった個人銀行(初期投資銀行)は、この時期まだ少数であった。1790年に株式ブローカーとして事業を始め、1826年に投資銀行業務を開始したプライム・ワード&キング(Prime, Ward & King)や、1826年にニューヨークで開業したブラウン・ブラザーズ&カンパニー(Brown Brothers & Co.)などが挙げられる程度である。これらの個人銀行は、いずれもロンドンのマーチャント・バンクと強い取引関係を有していた(Carosso [1970]¹⁹⁾)。

以上、概観したように、この時期における投資銀行業務は州法銀行とマーチャント・バンクが支配しており、初期投資銀行の存在は限られたものであった。

3.2 初期投資銀行萌芽の時代(1837年初頭~1873年)

1837年に金融恐慌が発生する。銀行新設ブームによる土地などへの投機と銀行券の過剰発行と、その結果としての信用収縮が恐慌の原因であったが、この恐慌によって、投資銀行業務に積極的であった州法銀行ユナイテッド・ステイツ・バンク・オブ・ペンシルバニアが倒産したほか、多くの州法銀行が破綻し、生き残った銀行も投資銀行業務から遠ざかっていった。英国のマーチャント・バンクの多くも、1837年の金融恐慌で痛手を被ることになったが、ベアリング商会、ロスチャイルド商会、ブラウン商会など大手マーチャント・バンクは生き残った。寺地 [1998]は以下のように、マーチャント・バンクの慎重な経営姿勢について記述している。²⁰⁾

1833年から上昇基調にあった綿花価格が1835年前半にさらに暴騰したことに対して危機感を抱いたベアリング商会は、1834年の後半、および1835年度と1836年度の2年間にわたってイギリスでの綿花の委託販売をほぼ完全に停止した。

1837年恐慌以降、米国金融市場におけるマーチャント・バンクの関与はより増大していくこととなる。このマーチャント・バンクとの関係を強めることで、初期投資銀行が米国金融市場で台頭してくる。初期投資銀行の組織はパートナーシップ組織であったため、州法銀行と異なり、法的な規制を受けず活動できるという強みがあった。多くの初期投資銀行は、ロンドンに本店を持つマーチャント・バンクの代理店として、短期の貿易金融や長期証券投資に関わることになっていく。たとえば、1837年に設立されたコ克蘭&リグス(Corcoran & Riggs)はマーチャント・バンクとの親密な関係を活用して連邦政府債の引受け・販売で活躍した。そのほか、1837年に設立されたE.W.クラーク商会(E.W.Clark & Co.)や1848年設立のリー・ヒギンソン商会(Lee, Higginson & Co.)なども政府債等の引受けで活躍した(Carosso [1970]²¹⁾)。

そのなかでも、1849年に設立されたウインスロー・ラニエール商会(Winslow, Lanier & Co.)が現代の投資銀行の原型ともいえる業務を提供した。同商会は鉄道証券に力を入れ、機関投資家や富裕層など内外の大口投資家、さらには広告を通じて一般投資家にも証券を販売し

た。それだけでなく、同商会は、以下のサービスも証券発行会社に提供していた。

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

これらのサービスは当時極めて先進的なものであったが、その後の投資銀行の主たるサービスとなっていく（Carosso [1970]²²⁾）。

とくに、南北戦争時の大量の政府債の発行は、初期投資銀行の数と質を高めていくことになった。Carosso [1970]²³⁾ は、「南北戦争による大量の資金調達によって、それまでの専門化されていない単なる仲介者から、投資銀行への移行が促進され、一握りの個人銀行や証券ブローカーの支配から多数の新たな投資銀行が誕生し、さらに大量の政府債の引受け・販売のための多くの個人銀行間の連携の進展が見られた」と記述している。

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

井手・高橋 [1977]²⁴⁾ は、ジェイ・クックの功績として、①全国の平均的な市民層が有価証券投資を経験し、アメリカの資本市場発展の基盤を築いたこと、②流通市場が極めて大きな広がりを持つにいたったこと、③大量の有価証券を短期間で売りさばくための手段としての「近代的なシンジケート」の基盤を作ったこと、④クックから刺激を受けて多くの有力な投資銀行が誕生したこと、を挙げている。

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

この時期の特筆すべき点として、運輸と通信手段の発展にともなうマーチャント・バンクの業務の変化がある。前述したように、マーチャント・バンクは豊富な人的ネットワークを武器として、貿易と貿易にかかわる業務（貿易金融、商品調査、倉庫、運輸・保険）に携わっていたが、英国・米国間の蒸気汽船による定期航路の急速な発展（1840年～1850年）と大西洋横断海底ケーブルの敷設（1866年）によって情報の非対称性が大きく縮小することになり、ネットワークを武器とするマーチャント・バンクの優位性が低下した。そこで、マーチャント・バンクは、運輸と通信手段の発展によって優位性を失った商品調査、倉庫、運輸・保険業を縮小あるいは撤退し、運輸と通信手段の発展によってもネットワークの価値を失わない金融に特化していくことになる（Morris & Wilhelm [2007]²⁵⁾）。

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

3.3 初期投資銀行基盤確立の時代(1873年～1900年)

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

初期投資銀行を設立した多くのドイツ系ユダヤ人は、1830年～1850年代に米国に移住したが、多くは卸売、小売、行商、輸入販売などの商業に携わっており、南北戦争を境に金融業を本格的に始めている。たとえば、ゴールドマン・サックスの創設者であるマーカス・ゴールドマンはドイツのババリア出身で1848年に米国に移住、当初は行商を営んでいたが、1869年にニューヨークで短期手形(コマーシャル・ペーパー)の割引・転売から金融業を本格化していった。また、リーマン・ブラザーズも、1840年～1850年代に米国に移住したドイツのババリア出身の3人の兄弟によって設立されたが、彼らも当初は食料品や綿花などの販売に携わっていた。その後、商売で蓄えた資金を元手に、投資銀行業務に進出していった。これらドイツ系ユダヤ人の共通点は、家族や親族中心に事業を行い、ドイツをはじめとする欧州の資本家との結びつきが強く、また人種的・文化的に強い血族的団結を有していたことである。

もうひとつの系譜であるヤンキーハウスと呼ばれたグループは、東部ニューイングランド出身のヤンキー・ビジネスエリートで構成され、彼らもドイツ系ユダヤ人のグループと同様に、固い団結を誇っていた。多くは、金や通貨などの両替や商業を営み、ロンドンのマーチャント・バンクとの強い結びつきがあった。

ふたつのグループに共通していたことは、いずれも家族や親族、あるいは極めて親しい友人が共同して経営していたことである。

南北戦争終結後、米国における鉄道建設ブームを背景として急増した鉄道会社の資金調達に深くかかわることで、初期投資銀行と鉄道会社との関係は親密なものとなっていった。1873年の恐慌で400にのぼる銀行や鉄道会社を含む47,000社が倒産し、鉄道敷設も大きく減少(1873年の5,217マイルから1875年には1,606マイルに減少)したが、1878年以降回復、1878年～1893年で敷設された鉄道は3倍に上り、それに伴い鉄道会社による株式や債券の発行残

高も 48 億ドルから 99 億ドルに増加した（Morrison & Wilhelm [2007]²⁶⁾。

しかしながら、この期間の鉄道会社は常に順調に拡大したのではなく、景気上昇期には積極的に鉄道を敷設、逆に景気低迷期（たとえば 1883 年～1885 年）には会社の倒産や再編が発生するというサイクルに見舞われた。初期投資銀行は景気上昇期には証券の発行や引受・販売に携わり、経営低迷期には倒産に陥った鉄道会社の資本再編に携わることとなった。この過程で鉄道会社と投資銀行は継続的な取引関係を深めていく。とくに自らが引受け・販売した証券の投資家を保護する目的から、初期投資銀行は自らのパートナーを証券発行鉄道会社の取締役に派遣し、経営に関与するようになっていった。このことは、初期投資銀行の鉄道業や財務などの分野における専門性を高めていくというメリットだけでなく、投資家から信頼を獲得するうえでも有益であった。Carosso [1970] はその著書の中で以下のように記述している。

鉄道会社と彼らの証券発行にかかわった投資銀行間の関係は、公式なものであれ非公式なものであれ、親密で継続的であった。継続的な関係を持つことは両社にとって有益であったことから、両社ともこの関係の維持を望んだ。投資銀行家が鉄道会社の取締役会にいること自体が証券の販売に貢献した。つまり、投資家の権利が守られているという確信を生んだ。²⁷⁾

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

この時期、増大する証券引受けリスクを軽減する目的からシンジケートという分売の仕組みが発達していった。シンジケートはシンジケートを取り仕切る主幹事（lead manager）のもとに複数の投資銀行による引受けグループと、多数の金融機関やブローカーなどによる販売グループで構成されるのが一般的であった。有力な投資銀行は主幹事としてシンジケートとのピラミッドの頂点に立って、証券の発行条件・時期の決定、引受け額や販売額の配分、販売期間における発行証券の市場価格の安定操作など、シンジケートの運用について極めて広範な自由裁量を持っていた（Hayes, Spence & Marks [1983]²⁸⁾）。

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

その後、鉄道だけでなく銅や鉄などの基礎産業、さらには軽工業、流通業、食品産業の分野における資金調達でも、初期投資銀行が重要な役割を担っていく。1880 年代、米国の多くの会社はパートナーシップ組織形態を採っていたが、業容の拡大を求めて多くのパートナーシッ

ブ組織が株式会社化を実施し、それに伴う株式の発行で投資銀行が主要な役割を担ったのである（プロクター&ギャンブルやウエスティンハウスなども1890年代に株式会社化を実施）。とくに、1889年にニュージャージー州の会社法が法人株主や持ち株会社を認めたことから、持ち株会社を利用した会社間合併が盛んに行われるようになった（第1次M&Aブーム）。この第1次M&Aブームにおいても投資銀行は主要な役割を果たしていった。

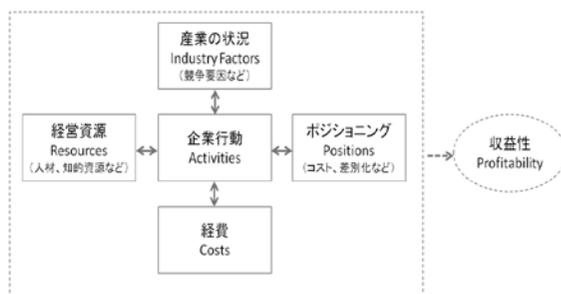
この時期の特徴は、①欧州との強力なネットワークや同業者で組成するシンジケートを駆使して、大量の新規証券の引受け・販売を行い、初期投資銀行が資本市場で確固たる地位を確立したこと、②とくに鉄道会社への経営関与を深めていき、その結果両者の取引関係が深化（1行取引）するだけでなく、初期投資銀行の専門性が高まったこと、③米国経済の発展に伴い、初期投資銀行が鉄道会社以外の幅広い産業分野に顧客層を拡大していったこと、その結果、④1889年以降の第1時次M&Aブームで主要な役割を果たしたことであろう。つまり、初期投資銀行のビジネスモデルが完成した時期であったといえることができる。

4. ビジネスモデルに関する先行研究のレビュー

4.1 ビジネスモデルの概念

ビジネスモデルの概念についてはいくつかの先行研究があるが、その第一人者ともいえる Afuah [2004] によると、「ビジネスモデルとは、儲けるための枠組みであり、顧客に利益を提供し、かつ企業に収益をもたらすために、どの事業を行い、それをどのように、またいつ実行するかという一連の活動である」²⁹⁾として、Porter [1980] のポジションニング理論と Barney [2002] の資源ベース・ビュー (Resource Based View: RBV) を統合したビジネスモデルを提唱している。(図表2)

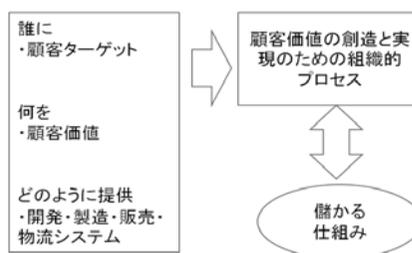
図表2 Afuah のビジネスモデル



(出所：Afuah [2004] pp10 から筆者作成)

寺本・岩崎・近藤 [2007] も、ビジネスモデルを「顧客価値創造のためのビジネスのデザインに関する基本的仕組み、すなわち、製品やサービスをどのようなプロセスで顧客に提供するかといった事業の仕組みや構造だけでなく、その仕組みや構造を適切に機能さ

図表3 寺本・近藤によるビジネスモデル



(出所：寺本・岩崎・近藤 [2007] 『ビジネスモデル革命』 28 頁)

せるための組織や管理態勢を含めたビジネスの全体構造を示すものである』³⁰⁾と定義している。具体的には、図表3に示されているように、ビジネスの出発点として、まず顧客ターゲットを決め、その顧客に対してどのような価値を提供するのか、つまり中心的な顧客価値を明らかにし、そのうえで、どのようにしてその顧客価値を提供していくのかを明らかにしていく必要があるとしている。

Afuah [2004] と寺本・岩崎・近藤 [2007] に共通する点は、ビジネスモデルとは、単なるビジネスを構成する仕組みではなく、顧客価値をもたらし、それが結果として企業の収益につながるような、戦略の策定から実行までのトータルのプロセスを意味するということである。

4.2 コア・コンピタンス

前節で初期投資銀行のビジネスモデルを概観したが、ビジネスモデルが顧客価値を創造し、結果として収益につながるためには、競争優位をもたらすコンピタンスが求められる。寺本・岩崎・近藤 [2007] は、各種の経営資源をどのように組み合わせ、その資源をどのように調達し、パートナーや顧客とのコミュニケーションをどのように行い、いかなる流通経路と価格体系のもとで届けるかをデザインし、そのプロセスにおいて組織の中核的な能力（コア・コンピタンス）（ダントツの得意技）を明確にしなければならないとしている。そして、コア・コンピタンスの条件として、①ユニークで模倣しにくいこと、②十分な競争優位性を具備すること、③新市場への拡大・応用の可能性が高いこと、④顧客満足度も重要度も高いこと、を挙げている。そのうえで、コア・コンピタンスを担うべき人材（コア人材）の育成とそのコア人材をどのように組織化し、どのようにマネジメントするかが重要であると指摘する（寺本・岩崎・近藤 [2007]³¹⁾）。

コア・コンピタンスという概念は Prahalad & Hamel [1990] が提唱したが、彼らは、「多角化企業は大木であり、幹や大枝が中核となる製品であり、各々の事業部門は小枝であり、葉、花、果実が最終製品である。これらに栄養、滋養や安定性を与える根のシステム（root system）がコア・コンピタンスである』³²⁾として、最終商品だけを見ていると企業の真の力を見失うとしてする。沼上 [2009]³³⁾ は、「物理的な製品に注目するのではなく、その製品が社会の中で果たしている機能、あるいはそれが果たしている顧客のニーズに注目せよ、ということの意味している」とコア・コンピタンスを説明している。

バーニー [2003] は経営資源という用語をつかって、コア・コンピタンスを表現する。つまり、「企業の異質性」（resource heterogeneity）と「経営資源の固着性」（resource immobility）³⁴⁾を前提として、仮に①保有する経営資源が外部環境の機会を活用し、脅威を無力化することができ、②その経営資源を保有する企業数が少数であり、かつ③その経営資源の複製コストが非常に高いか供給が非弾力的である場合、その経営資源は競争優位の潜在的源泉になるとしている。

バーニー [2003] がいう経営資源とは、①財務資本（戦略を構想し実行するうえで利用でき

る金銭的資源、②物的資本（企業内で用いられる物理的技術、企業が所有する工場や設備、企業の立地などの資源）、③人的資本（人材育成訓練、マネジャーや従業員が保有する経験、判断、知性、人間関係、洞察力などの人的資源）、④組織資本（組織構造、企業内部での非公式な関係、外部企業との関係）の4つの内部属性を意味する³⁵⁾。

これらの経営資源は抽象度が高いため、実際の運用にあたっては、その分析フレームとしてVRIO分析が用いられる。VRIO分析とは、①Value（経済価値で「経営資源が外部環境における脅威や機会に適応できるか」を問うもの）②Rareness（稀少性で、「その経営資源をコントロールしているのはごく少数の競合企業だろうか」を問うもの）③Inimitability（模倣困難性で「その経営資源を獲得あるいは開発する際のコストは大きいのか」を問うもの）④Organization（組織で、「経済価値があり稀少で模倣コストの大きい経営資源を活用するための組織的な方針や手続きは整っているのか」を問うもの）という4つの視点から企業の経営資源の優位性を分析するものである。（バーニー [2003]³⁶⁾）

つまり、外部環境の機会を捉えることのできる、稀少で模倣困難な経営資源を有し、その経営資源を有効に活用できる組織を持つ企業がコア・コンピタンスのある企業ということになる。

4.3 コア人材

前述の通り、寺本・岩崎・近藤 [2007] は、稀少で模倣困難で価値の高い経営資源の一つとして、コア人材を挙げているが、模倣困難で価値の高いコア人材とはどのようなものであろうか。

佐々木 [2004]³⁷⁾ は、企業のコア・コンピタンスの源泉は、「組織的に共有され、活用可能な知（組織知）」とし、知を「暗黙知」と「形式知」のふたつに分けている。

野中・竹内 [1996]³⁸⁾ は、Polanyi [1958] が示した暗黙知の概念に基づき、暗黙知を「主観的な知（個人知）、経験知（身体）、同時的な知（今ここにある知）、アナログ的な知（実務）」とし、形式知を「客観的な知（組織知）、理性知（精神）、順序的な知（過去の知）、デジタル的な知（理論）」と定義している。そのうえで、Polanyi [1958] と異なり、暗黙知と形式知は完全に別々なものではなく、相互補完的であるとし、ふたつの知が相互作用・相互循環（知識変換）（knowledge conversion）することで知識が創造されるSECI（知識創造）モデルを提示した。（図表4）各自の経験を共有することで、メンタル・モデルや技能などの暗黙知を創造する「共同化」から、共同化された暗黙知をメタファー、アナロジー、仮説などの形を取りながら

図表4 組織的知識創造（SECI）モデル



(出所：野中・竹内 [1996] および野中・遠山編 [2006] 15頁)

次第に形式化していく「表出化」のステップに進み、さらに、形式化されたコンセプトを組み合わせ、ひとつの知識体系を創り出す「連結化」のステップに進む。そして体系化された知識を行動に移す過程（行動による学習）（learning by doing）を通じて新たな暗黙知が生み出されるといふ「内面化」が起こる。

佐々木 [2004]³⁹⁾ は、上記の暗黙知と形式知の相互変換（知識創造）を効率的に行っていくことが競争優位性を維持していくことになるとして、暗黙知と形式知の相互変換を効率的に行うためには、①知識を創造する「場」、②組織や個人に蓄積された「知識資産」、③場と知識資産を結びつけ、知識変換を活性化させる「リーダーシップ」の3つの要素が求められるとしている。「場」とは、知識を有する人たちが集まる「物理的な場」だけでなく、信念や思いを共有する意味での「精神的な場」でもある。「知識資産」とは、設備や人間そのものではなく人間が生み出す知識であり、それが暗黙知と形式知の相互変換によって、新しい知の創造につながる。そして、知識資産を活性化するためには組織的な展開の方向を定めるトップ・マネジメントが不可欠となる。

寺本・中西 [2000] は、コア・コンピタンスを担う人材（コア人材）のタイプの一つとして「プロデューサー型人材」を挙げている。「プロデューサー型人材」とは、「事業の目的を設定し、その実現のために多様なエキスパートを組織化し、資金その他の必要な資源を調達し、適切なプロセスや場をデザインすることによって、複雑な活動を調整し、創造性と効率性を最大限発揮できるようマネジメント」⁴⁰⁾ できる人材をいう。

「プロデューサー型人材」は、若林・松山 [2008] の変革型トップ・マネジメントの主張にも一致する。彼らは、「トップ・マネジメントによる戦略的な変革ビジョンは、組織の経営資源と外部環境との相互作用を将来にわたって見極め、組織の進路を方向づける役割を果たす」⁴¹⁾ として、トップ・マネジメントの質の重要性を述べている。

コア人材はトップ・マネジメントだけではない。佐々木 [2004] が指摘するように、模倣困難で価値の高い「知識資産」となるコア人材の育成も重要である。Lepak & Snell [1999] は、取引費用理論（Transaction cost economics）⁴²⁾、人的資本理論（Human capital theory）⁴³⁾、資源ベース・ビュー（RBV）の3つの理論や考え方をベースに人材管理の在り方をモデル化した。ヒューマンリソース・アーキテクチャー（人材ポートフォリオ）モデルである（図表5）。このモデルは、必要とされる人材（人的資源）の特徴に応じてその調達や組織との関係性の築き方や人事管理の在り方を変える必要があることを明示したモデルであり、縦軸に人的資源の独自性（Uniqueness of human capital）（企業特殊性）、横軸に人的資源の価値（Value of human capital）を置いている。人的資源の独自性について、Lepak & Snell [1999] は、Barney [1991] のリソース・ベース・ビュー（RBV）などを引用したうえで、人的資源が企業にとって独自のものになるほど外部調達が困難な「暗黙的な技術や知識」（tacit skills and knowledge）となり、競争力をもたらすとしている。同様に、人的資源の価値についても、RBVを引用して、企業の有効性や効率性を高め、ビジネス機会を開拓し、同時にビジネス脅威を軽減する能力と定義

している。

図表5 ヒューマンリソース・アーキテクチャー

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

(出所: Lepak & Snell [1999] および若林・松山 [2008] より、筆者一部修正)

ヒューマンリソース・アーキテクチャーによると、第1象限の人材が最もコア・コンピタンスがあることになる。第1象限の人材は、独自性が高く、人的資源の価値も高い。独自性が高いため、その人材のもつ技術や知識はその企業独自のものであり、競争企業はなかなか模倣できないうえ、外部の人材市場から調達することも困難となる。また人的資源としての価値も高いので、企業の競争優位性を高めることに貢献する。したがって、この象限の人材は、長期的な観点から内部育成し、企業も人材も同じ目的を共有することが求められる。つまり、第1象限の人材と企業との関係は「組織重視的」なものとなる。ただし、この象限の人材の外部転出を回避するために、企業は長期に働くようなモチベーションやコミットメントを与えなければならない。この象限の人材はRBVで言うところの「模倣困難性」をもたらすので、コア人材ということができる。(Lepak & Snell [1999]⁴⁴⁾)

上述のコア人材に関する先行研究から、暗黙知と形式知の知識変換が、場、知識資産、リーダーシップを通じて競争力のあるコア・コンピタンスをもたらすということができる。

4.4 組織

野中・竹内 [1996] や佐々木 [2004] [が指摘するように、知識変換を促進するためには、「修行中の弟子がその師から、言葉によらず、観察、模倣、練習によって技能を学ぶ」⁴⁵⁾、つまり共経験や、共経験できる「場」が不可欠となる。また、コア人材の育成のためには、コア人材と企業との関係を「組織重視的」なものとし、企業は長期に働くようなモチベーションやコミットメントを与えなければならない。上記の視点から、パートナーシップ組織とネットワークに焦点を当てて、組織に関する先行研究をレビューしていきたい。

Morrison & Wilhelm [2004] [2007a] [2007b] は、投資銀行にとって「評判」と顧客からの

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

上級パートナーが暗黙知の移転のために指導をするインセンティブには2つのケースが考えられる。一つは、指導の対価（指導料）を期待できるケース、もう一つが指導に失敗すると大きな損失を上級パートナー自身が被るケースである。指導の内容に法的な財産権が確立しており、それを契約化できるのであれば、指導料を見返りとして指導することも可能となる。しかし、暗黙知に法的な財産権（property right）を確立することは不可能であるので、上級パートナーが指導を行わずに対価を要求したとしても、あるいは新人が暗黙知移転のための指導が行われなかったとして対価の支払いを拒否したとしても、裁判所で検証することはできない。

したがって、二つ目の「パートナー自身が大きな損失を被る」ケースが暗黙知移転のインセンティブとなっている。パートナーシップ組織は株式会社と異なり部外者からは不透明な存在であるため、パートナーシップ組織自体の評価はパートナーが顧客に提供するサービスの質で判断される。上級パートナーが指導をした新人が昇格してパートナーとなった場合、仮にそのパートナーの質が低いと、そのパートナーだけでなく、パートナーシップ組織自体の評判が下落し、結果として指導者である上級パートナーだけでなく、無限責任を負っているパートナー全員が損失を被ることになる。有能なコア人材を育成することはパートナーすべてにとって重要な課題なのである。

一方、指導を受ける新人にとってもパートナーに昇格するかどうかは自身の将来に大きくかわかる。つまり、パートナーに昇格できない場合には、転職の際に不利な要素になる。換言すれば、パートナーに昇格すれば有利な転職も可能となる。したがって、上級パートナーはパートナー昇格条件を厳しくし、新パートナーがパートナーに昇格する際に受け取るパートナー株式に対して容易に売却できないような条件を付す。一方で、将来、パートナーとして組織に貢献すれば大きな利益を期待することも期待できる。このため、上級パートナーも新人も組織に長期にコミットするインセンティブがあることになり、暗黙知の移転が可能となる（Morrison & Wilhelm [2004] [2007a]⁴⁶⁾）。

Bar-Isaac [2007] も、パートナーシップ組織における暗黙知の移転を「評判」（reputation）の視点から分析している。法律事務所やコンサルティング・ファームなど専門的な知的サービスを提供する組織（プロフェッショナル・サービス・ファーム⁴⁷⁾）にとって評判は極めて重要となる。顧客は通常サービスの提供を受ける前にサービスの対価を決めなければならない。したがって、プロフェッショナル・サービス・ファームの評判や顧客自身の経験をベースに取引の可否を決めることになる。逆にいえば、プロフェッショナル・サービス・ファームとその構

成員の評判を確立し維持することが組織の優位性に直結することになる。Bar-Isaac [2007] は定量的な分析を通じて、評判を確立した上級パートナーにとっては、組織の評判を維持することと将来高い価格でパートナー株式を後輩のパートナーに売却するために、また、評判の確立していない新人にとっては自分自身の評判を高め将来パートナーに昇格するために、互いに組織にコミットするインセンティブがあることを検証している。

初期投資銀行はパートナーシップ組織によって組織内の凝集性を高めたが、同時に外部とのネットワークを構築し、それを駆使して業容を拡大していった。唐沢 [2002]⁴⁸⁾ はドラッカー [1995]⁴⁹⁾ を引用したうえで、「組織の枠を超えて経営資源をやりくりする能力が決め手である」と記述し、ネットワークを、①アウトソーシング型ネットワーク組織と②価値創造型ネットワーク組織に大別している。

アウトソーシング型ネットワーク組織はコスト削減を目的としたアウトソーシングではなく、自社の得意な分野を徹底的に強化し、弱い部分を外部に委託することによって形成される組織と組織のつながりで、コア・コンピタンス強化型－アウトソーシングネットワーク組織と呼ばれる(唐沢 [2002]⁵⁰⁾)。本稿の研究対象である初期投資銀行のシンジケートにおける引受けグループ(初期投資銀行)と販売グループ(ブローカーなど)とのネットワークが、コンピタンス強化型－アウトソーシングネットワーク組織に相当しよう。このタイプのネットワークのメリットとして、①社会的要請の変化への迅速な対応、②投資リスクの減少、③投下資本利益の増加率の増加、が挙げられる。

一方の価値創出型ネットワーク組織とは、組織や人が技術・知識・アイデア・情報などを提供し合うことによって、新たな価値を創造するネットワークを意味する。このタイプのネットワークの主役は人間であり、本質は人間の相互作用である。そのため、このタイプのネットワークの成否は、互いの人格に対する深い理解に基づく高度な信頼関係に依存する。そのためにはネットワーク構成員の間に長期間にわたって培われた信頼関係が求められる(唐沢 [2002]⁵¹⁾)。強い民族的・文化的つながりで結ばれている初期投資銀行間のネットワークや、英国マーチャント・バンクなどとのネットワークが価値創出型ネットワークに相当しよう。

若林 [2009]⁵²⁾ もネットワーク構成員間の強い凝集性が、ネットワークでの信頼関係を発達させ、技術や情報の共有や組織活動の改善には効果的であるとしている。そのうえで、企業間ネットワークにおける信頼関係を3つのタイプ、すなわち、①制度的な信頼関係、②能力的な信頼関係、③意図的な信頼関係に分けている。制度的な信頼関係は契約の履行が法律や社会制度で保証されているかについての信頼であり、能力的な信頼関係は企業が持つ能力に対する信頼であり、意図的な信頼関係は将来の共同発展の意思に対する信頼性である。⁵³⁾

山岸 [1998]⁵⁴⁾ は、信頼を「能力に対する期待」と「意図に対する期待」に分けて、ふたつの信頼の相違を説明する。例えば、電力会社や政府が周囲の住民に原子力発電所の安全性をPRするのは、原子力発電所に対する信頼を原子力発電所の「能力」の問題だと考えているのに対し、住民の側が電力会社や政府が本当のことを住民に知らせていないだろうと思っている

場合には、住民側は「意図」の点で信頼を置いていないことになる。若林 [2009] のいう能力的な信頼関係と意図的な信頼関係は、それぞれ山岸 [1998] のいう能力に対する期待と意図に対する期待に相当しよう。意図的な信頼関係や意図的に対する期待は、いずれも互いの人格に対する深い理解に基づく高度な信頼関係と考えられる。つまり、ビジネス上のネットワークが持続的に機能するためには意図的な信頼関係あるいは意図に対する期待が求められることになる。

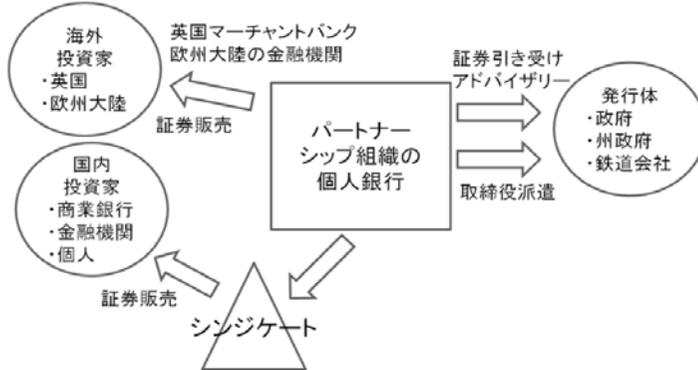
5. 初期投資銀行のビジネスモデルとコア・コンピタンス

本節では、これまでレビューした先行研究をベースに、初期投資銀行のビジネスモデルとコア・コンピタンスについて考察していく。

5.1 初期投資銀行のビジネスモデル

本節では、寺本・岩崎・近藤 [2007] のモデル（だれに、なにを、どのように提供するか、というプロセスを通じて顧客価値の創造と実現する）をベースに初期投資銀行のビジネスモデル（図表 6）を考察していきたい。

図表 6 初期投資銀行のビジネスモデル



（筆者作成）

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

初期投資銀行が提供する投資銀行サービスは、新規に発行される債券や株式を引受け、引受けた証券をさまざまな投資家に販売するという業務が主体であるが、アドバイザー・サービスなどの関連サービスも提供している。したがって、米国政府や州政府、鉄道会社を始めとす

る企業など証券を発行するいわゆるセル・サイドだけでなく、米国内の投資家や海外の投資家など発行された証券を購入するバイ・サイドも顧客となる。つまり、初期投資銀行は両者が満足する「顧客価値」を創造しなければならないことになる。

証券発行者に対しては、発行者が希望する条件と金額で発行を遂行することが顧客価値につながり、一方、投資家に対しては、投資した証券に返済不履行などの事故が起きないように仕組みを作ることで投資家に安心感を与えることが顧客価値につながる。そのため、初期投資銀行は、証券発行者に取締役を派遣したり、種々のアドバイスを提供したりして、投資家に安心感を与えた。その結果、投資家は発行者ではなく、どの投資銀行が引受けたかを証券購入の基準にするようになっていった。このことは証券の発行者に対する顧客価値を高めることにもなり、証券発行者はひとつの初期投資銀行と取引をする1行取引が一般的なパターンとなった。また、初期投資銀行のパートナーは取締役への就任を通じて発行者との関係を親密なものとするだけでなく、業界の専門知識を蓄積していき、この専門性が1890年代の企業の合併や再編におおきな力を発揮することになる。

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

以上を要約すると、初期投資銀行のビジネスモデルは、①(だれに)証券発行者と証券の投資家に対して、②(何を)債券や株式などの証券を、③(どのように)発行者との親密な取引関係(取締役派遣も含め)をベースに適切な発行条件を定め、その証券をシンジケートや欧州のマーチャント・バンク等を通じて販売する。④(顧客価値)適切な発行条件の設定と発行後の発行者への関与を通じて、証券発行者、投資家双方の顧客価値を高めることを実現した。

5.2 初期投資銀行の組織マネジメントのコア・コンピタンス

本項では、上記ビジネスモデルをベースに、初期投資銀行のビジネスモデルのコア・コンピタンスとその源泉について考察していきたい。

(1) 家族主義

ドイツ系ユダヤ人による個人銀行やヤンキーハウスと呼ばれた東部ニューイングランド出身のビジネスエリートによる個人銀行に見られるように、初期投資銀行の大半は個人あるいは家族で創業(最初は商業や貿易など)し、事業が発展しても基本的には家族あるいは親族主体の組織を守った。例えば、1837年にドイツから移住し、投資銀行家として成功したジョセフ・セグリマンは、1864年にニューヨークに個人銀行J&Wセグリマンを設立、その後業容を拡大し、フランクフルト、ロンドン、パリ、アムステルダム、ベルリンなど主要都市に支店を設置したが、すべての支店の経営はセグリマンの兄弟あるいは親族が行っていた。(Carosso

[1970]⁵⁵⁾ また、ゴールドマン・サックスの場合でも、創業者であったマーカス・ゴールドマンは、娘（ルイーザ）の婿（サム）をパートナーとして迎え、社名をゴールドマン・サックスとし、創業から50年近くゴールドマン家とサックス家の人間だけでパートナーを構成しただけでなく、両家の人間は1世紀以上、ゴールドマン・サックスで働いた（Endlich [1999]⁵⁶⁾）。1850年にヘンリーとエマニュエルの2人の兄弟によって創業されたリーマン・ブラザーズでも、1969年までリーマン家が経営に深くかかわっていた。⁵⁷⁾

そのうえ、これら個人銀行は閉鎖的な集団（close-knit circle）を形成し、文化的・家族的なつながりで結ばれており、競争するというより、互いに共生する生き方をした。このような強い結束、つまり強い韌帯は、暗黙知の共有を進め、同質性や信頼性を高め、さらにはリーダーへの信頼を強化しやすくする（若林 [2009]⁵⁸⁾）。

(2) リーダーシップ

初期投資銀行の創業者は、「プロデューサー型人材」あるいは、「変革型トップ・マネジメント」であったといえる。初期投資銀行の創業者に大きな影響を与えたマーチャント・バンクは通信手段の未発達さのゆえに存在していた情報の非対称性を、彼らの人的ネットワークを駆使することでカバーし収益をあげていた。しかし、19世紀前半の運輸や通信技術の発達を受け、すばやく金融業に注力していった。初期投資銀行の創業者の多くも、マーチャント・バンクと同様に商業や貿易を営んでいたが、南北戦争時以降、旺盛な資金需要を見込んで金融業に注力するようになった。

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

(3) パートナーシップ組織

先行研究でレビューしたように、パートナーシップ組織は、暗黙知を醸成・共有し、組織への評判を高めることに適していた。とくに、初期投資銀行の場合、パートナーの多くが家族・親族や古い友人で構成されていただけでなく、外部から人材を雇用する場合には、慎重に雇用したうえで長期間にわたる現場教育を通じて教育していった（徒弟制度的な訓練）。この長期にわたる現場教育システムが暗黙知の醸成や共有に貢献したことが推測される（Morrison & Wilhelm [2007a]⁵⁹⁾）。例えば、近代ゴールドマン・サックスの父と呼ばれたシドニー・ワインバーグは、1907年に掃除人の手助けとして週3ドルで採用され、その後能力が認められ1927年にパートナーに昇格し、1930年から他界する1969年まで会長としてゴールドマン・サックスで働いた（Endlich [1999]⁶⁰⁾）。ワインバーグが一介の掃除人の助手から会長まで昇進したのは、彼の優れたリーダーシップがあったことは言うまでもないが、彼の持っていた暗黙

知によるところも大きい。例えば、後にゴールドマン・サックスのトップとなるジョン・ホワイトヘッドは、「ゴールドマン・サックスに入社したての頃、投資銀行部門で仕事を採ってることができたのはシドニー・ワインバーグただ一人だった」と回想している（エンドリック [1999]⁶¹⁾）。

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

Eccles & Crane [1988] は、1985年～87年にかけて投資銀行17社の幹部職員に300回を超える取材をして投資銀行の管理モデル理論を構築したが、投資銀行と顧客とのリレーションシップについて、「顧客とのリレーションシップと取引にかかわる専門性 (transaction expertise) は相互に関連しあっている。専門性がないとリレーションシップは減っていくが、逆に強いリレーションシップがあれば、顧客との取引を通じて専門性を高めることになる」⁶²⁾と記述している。つまり、高い専門性 (暗黙知) があるとの評判を獲得すると顧客取引は親密になるし、顧客取引が親密になると専門性も磨かれることになる。

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

(4) ネットワーク

初期投資銀行は証券の引受け業務の拡大につれて、リスク軽減の目的からシンジケートという仕組みを活用した。既述の通り、シンジケートは主幹事のもとに引受けグループと販売グループで構成されており、初期投資銀行はシンジケートというピラミッドの頂点に立って、証券の発行条件・時期の決定、引受け額や販売額の配分、販売期間における発行証券の市場価格の安定操作など、シンジケートの運用について極めて広範な自由裁量を持っていた。当時は引受けリスクが高かったこともあり、引受けシンジケートは2.5%～10%と高い引受け手数料を課していた。それだけではなく、発行者に支払う金額と投資家から徴収する金額の差額 (spread) も、3.23%～4.67% (鉄道会社債券)、5.36%～6.78% (電力会社債券) と高く、引受けから生じる収益は引受け総額の20%に達すると推測された (Carosso [1970]⁶³⁾)。

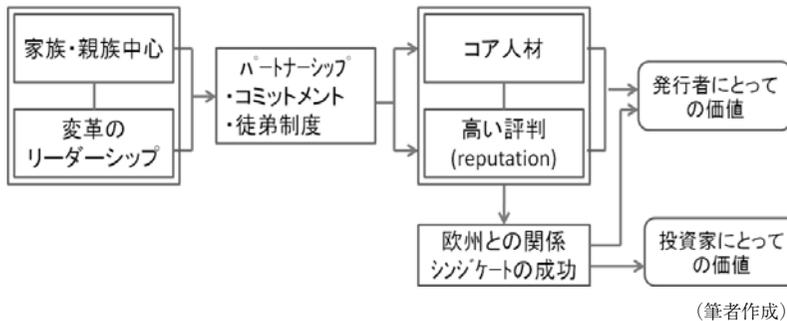
このシンジケート・スキームはいくつかの結果をもたらした。第1は、収益性の高い取引を逃すまいとして、シンジケートを率いる初期投資銀行が発行企業に対して正直にふるまったことである。これによって、発行企業の初期投資銀行に対する信頼感が高まる結果となった。第2は、シンジケートへの参加銀行が将来のシンジケートから除外されることを恐れて、シンジケートに招待された場合には取引条件にかかわらず参加を拒否することがなかったことである。初期投資銀行は創業当初から強固な結束を誇っており互いに信頼関係にあったが、シンジケー

トによって初期投資銀行間のネットワークはより強固なものとなった。第3は、証券発行企業の業績が初期投資銀行の評判に直結していたことから、初期投資銀行は発行企業の経営に関与することで発行企業の業績をモニターするようになったことである。この結果、シンジケート主幹事の評判が投資家にとっての投資基準になった。つまり、初期投資銀行の評判は、投資家の投資銀行に対する信頼感をもたらしたのである（Morrison & Wilhelm [2007a]⁶⁴⁾）。

6. 結論

前章で考察したことをまとめると、図表7に示したようになる。

図表7 初期投資銀行ビジネスモデルのコア・コンピタンス



家族や親族中心の組織経営や初期投資銀行間の民族的・文化的な強固なつながりと、創業者の「プロデューサー的」あるいは「変革型」の強いリーダーシップを基盤としたパートナーシップ組織が組織独自でかつ高い価値を有するコア人材を育成していき、初期投資銀行に対する高い評判をもたらした。

これは、パートナーシップ組織の持つ特性、つまり、①パートナーシップ組織は部外者に対して不透明であるので、②パートナーシップ組織に対する評価は実際に顧客と接するパートナーの評価に依存することになり、③個々のパートナーの能力（暗黙知）の程度がパートナーシップ組織全体の評判に直結するという特性から、上級パートナーは新人に対する暗黙知の移転にコミットするだけでなく、暗黙知の移転を受ける新人もパートナーに昇進することから生じる将来の利益とパートナーに昇任できなかった場合のキャリア上のリスクから組織に固くコミットすることになる。

初期投資銀行の暗黙知と高い評判は、英国のマーチャント・バンクなどとのネットワークや同業者間とのネットワーク（シンジケート）を価値創造型ネットワーク的な性格のものとした。これらのネットワークは、発行証券の販売に大きく貢献するようになり、その結果、初期投資銀行の評判が投資家の投資判断の基準にさえなった。つまり初期投資銀行の高い評判が投資家に顧客価値をもたらすことになったのである。同時に、証券発行者にとっても、高い評判の初期投資銀行に資金調達を依存することで、望ましい発行条件や金額を実現できることになり、

顧客価値がもたらされる結果となっていった。

このように分析すると、初期投資銀行のビジネスモデルが、寺本・岩崎・近藤[2007]が指摘する、①ユニークで模倣しにくい、②十分な競争優位性を具備する、③新市場への拡大・応用の可能性が高い、④顧客満足度も重要度も高い、というコア・コンピタンスの要件を充足していると言えるのではないだろうか。

ただ、ここで忘れてならないことは、初期投資銀行のビジネスモデルには「信頼」「安心」という信頼の構造が存在していたことである。既述のように、山岸[1998]⁶⁵⁾は、信頼を「能力に対する期待」と「意図に対する期待」に分けて、ふたつの信頼の相違を説明する。例えば、電力会社や政府が周囲の住民に原子力発電所の安全性をPRするのは、原子力発電所に対する信頼を原子力発電所の「能力」の問題だと考えているのに対し、住民の側が電力会社や政府が本当のことを住民に知らせていないだろうと思っている場合には、住民側は「意図」の点で信頼を置いていないことになる。意図に対する期待は、さらに「安心」と「信頼」に分類される。安心は自分を搾取する行動をとる誘因が相手に存在しないと判断することから生じるのに対し、信頼は相手の内面にある人間性や自分に対する感情などの判断に基づいてなされる、相手の意図についての期待である。さらに、信頼は「人格的信頼」と「人間関係的信頼」という下位概念に整理される。つまり、相手が誰に対しても信頼に値する行動をとる傾向があることへの期待（人格的信頼）と、相手が自分に対して持っている態度や感情に基づく期待（人間関係的信頼）である。

初期投資銀行のビジネスモデルには、これらの信頼の構造がしっかりと根付いていることがわかる。つまり、初期投資銀行内のパートナー間の人間関係、同業の投資銀行間の人間関係、初期投資銀行とマーチャント・バンクなど欧州の金融機関の人間関係には「人間関係的信頼」が存在していたし、シンジケートの構成員同士やパートナー組織内でのパートナーとパートナー候補者間には「安心」が底辺にあり、それが「人格的信頼」さらに時間の経過につれて「人間関係的信頼」に発展していった。証券発行者と初期投資銀行間には「能力に対する期待」をベースに「人格的信頼」から「人間関係的信頼」に発展していった。同様に、投資家と初期投資銀行間にも「能力に対する期待」をベースに、「人格的信頼」に発展していったのである。

初期投資銀行ビジネスモデルのコア・コンピタンスの真の源泉は、関係者間の「信頼」であったのではないだろうか。

注

- 1) 1999年11月に成立したグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）によって、銀行持株会社法（Bank Holding Company Act）第4条が改正され、金融持ち株会社（Financial Holding Company）の規定が新たに設けられ、金融持ち株会社は、証券・保険業務、ミューチュアル・ファンド業務、マーチャント・バンキング業務などを含む本源的金融業務あるいはこれらの金融業務に

付随する業務を営むことができることとなった。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーとも、2008年9月に銀行持ち株会社に移行後、改正 Bank Holding Company Act に基づく Financial Holding Company となっている。

- 2) 投資銀行は「銀行」と呼ばれているが、預金の取り扱いができず日本の証券会社に相当する。商業銀行は傘下に証券（投資銀行）業務を取り扱う子会社や関連会社を有しており、投資銀行業務自体が存在しなくなったわけではない。ここでは純粋な（商業銀行の子会社や関連会社ではない）投資銀行という存在がなくなったことを意味する。
- 3) たとえば、*JRI News Release* は「投資銀行は過剰流動性を背景に、低コストの短期資金調達を行い、高いレバレッジを掛けて証券等に投資を行うことで、高収益を生みだした。マクロ経済環境が順調な間は問題なかったが、景気減速とともに、このような投資銀行のビジネスモデルの弱点があらわになった。」と述べている。（日本総合研究所調査部金融ビジネスグループ *JRI News Release* 2008年10月）
- 4) New York Stock Exchange の用語解説では以下のように記述されている。Also known as underwriters, investment banks serve as middlemen between corporations issuing new securities and the buying public. Investment banks perform a variety of other financial services, such as merger and acquisition advice and market analysis. (<http://www.nyse.com/glossary/Glossary.html>)
- 5) Bank of America Investment の用語解説には以下の説明がなされている。Investment bankers buy and sell securities, such as stocks, bonds, and mortgages. They act as the intermediaries between the investor and the corporation or government that needs to finance its operations. An investment bank charges a fee for services relating to securities, such as advisory, negotiation, and distribution services. (http://corp.bankofamerica.com/publicpdf/products/investsolutions/wcm_ar_glossary2.pdf)
- 6) Carosso [1970] pp1
- 7) Chu [1990] pp219-223. (Investment banking can be reduced to two basic functions: raising capital for corporations and providing financial advice on mergers and acquisitions)
- 8) Davis [2003] pp3 (We define investment banking essentially as the intermediation between issuers and investors through the core functions of advisory/M&A, debt capital markets and equity capital markets.)
- 9) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 Web サイト (<http://www.sc.mufg.jp/wholesale/ibb/2010年8月1日>)
- 10) 野村ホールディングス株式会社『アニュアルレポート 2009』p33-34
- 11) ゴールドマン・サックス（日本語版）では、「投資銀行部門は、国内外の企業や公共団体を主要顧客とし、M&A（企業の合併・買収等）等に関するアドバイザー業務、資金調達（株式・債券の発行等）等に関する引受業務等、マーチャント・バンキング部門等と連携したプリンシパル・インベストメント（自己勘定投資）に関わる業務等を通じて、顧客に対する財務上その他のソリューションの提供を行っています。」とある。また野村ホールディングスのウェブ・サイトでも「インベストメント・バンキング部門は、引受、アドバイザー等、多様なインベストメント・バンキング・サービスを提供しています」とある。（<http://www.nomuraholdings.com/jp/services/investment.html>）
- 12) Carosso [1970] pp1
- 13) Morris, A.D. & Wilhelm W.J. [2007a] pp137-146
- 14) Carosso [1970] pp2
- 15) 寺地 [1998] [45 頁
- 16) 今井 [1979] 25-27 頁

- 17) 寺地 [1998] 48 頁
- 18) Morris & Wilhelm [2007a] pp145
- 19) Carosso [1970] pp6-8
- 20) 寺地孝之 [1998] 26 頁
- 21) Carosso [1970] pp10-11
- 22) Carosso [1970] pp12
- 23) Carosso [1970] pp13
- 24) 井手・高橋 [1977] 131 頁
- 25) Morris & Wilhelm [2007a] pp158-159
- 26) Morris & Wilhelm [2007a] pp170-171
- 27) Carosso [1970] pp32
- 28) Hayes, Spence, & Marks [1983] pp14-16
- 29) Afuah, A. [2004] pp2 A business model is a framework for making money. It is the set of activities which a firm performs, how it performs them, and when it performs them so as to offer its customer benefits they want and to earn a profit.
- 30) 寺本義也・岩崎尚人・近藤正浩 [2007] 29-30 頁
- 31) 寺本義也・岩崎尚人・近藤正浩 [2007] 29-30 頁
- 32) Prahalad & Hamel [1990] pp82
- 33) 沼上 [2009] pp79
- 34) 「企業の異質性」とは、企業は生産資源の集合体であり、個別企業ごとにそれらの資源は異なっている」という認識であり、「経営資源の固着性」とは、「経営資源の中にはその複製コストが非常に大きかったり、その供給が非弾力的なものがある」という認識をいう。(パーニー [2003] pp242-243)
- 35) 岡田正大訳『企業戦略論 (上巻)』ダイヤモンド社, 2003 年 243-244 頁
- 36) 岡田正大訳『企業戦略論 (上巻)』ダイヤモンド社, 2003 年 250-271 頁
- 37) 佐々木 [2004] 207-213
- 38) 野中・竹内 (1996) 83-141 頁を参照されたい。ポラニーは、暗黙知の統合と分析が交互に反復されることによって認識が進化すると示唆しているが、野中・竹内は、暗黙知と形式知の相互作用のプロセスこそが知識創造の源泉であるとしている。
- 39) 佐々木 [2004] 206-213 頁
- 40) 寺本・中西 [2000] 100-102 頁
- 41) 若林直樹・松山一紀 (編) [2008] 『企業変革の人材マネジメント』ナカニシヤ出版 54-55 頁
- 42) 取引費用理論とは、市場取引から生じる取引コストと自社内で生産する内部化コストを比較して有利なほうを選択するというもの。Lepak & Snell [1999] は、この理論をベースに人材を外部調達すること (取引コスト) と社内で育成すること (内部化) を比較し、内部化がもたらす利益が取引コストを上回れば内部化は正当化されるとする。
- 43) 人的資本理論とはベッカー [1976] などによる理論で、人材育成に欠けるコストとその人材が生み出す将来の投資リターンにかかわる研究をいう。
- 44) Lepak & Snell [1999] pp31-48
- 45) 野中・竹内 [1996] 92 頁
- 46) Morris & Wilhelm [2004] pp1682-1683, Morris & Wilhelm [2007a] pp267-276, Morris & Wilhelm

[2007b] pp42-46,

- 47) プロフェッショナル・サービス・ファーム (professional service firm) とは、弁護士事務所やコンサルティング会社など、高度な専門知識サービスを提供する組織をいう。Maister [1993] や Lowendahl [2000] を参照されたい。
- 48) 唐沢 [2002] 372 頁
- 49) 「企業構造や事業経営における最大の変化は所有ではなく、パートナーシップに基づく関係、すなわち、ジョイント・ベンチャー、共同販売や共同研究強化のための少数株式取得、その他半ば非公式のあらゆる種類の提携関係などほとんどがニュースにもならない提携関係の増加である。」とドラッカーはネットワークの増加についてという経営の変化について述べている（ドラッカー（上田惇生他訳）『未来への決断』ダイヤモンド社、1995年、80 - 81 頁）
- 50) 唐沢 [2002] 371-389 頁
- 51) 唐沢 [2002] 389-397 頁
- 52) 若林直樹 [2009] 176 - 177 頁
- 53) 若林直樹 [2009] 282-288 頁
- 54) 山岸 [1998] 31-58 頁
- 55) Carosso [1970] pp18
- 56) Endlich [1999] pp32-36
- 57) New York Times, October 14, 2010
- 58) 若林 [2009] 254 頁
- 59) 山岸 [2009] は、「凝集的なネットワークでは、言葉には表現できない、ノウハウや知識などといった暗黙知の移転や共有が進みやすいとされる」と記述している。289 頁
- 60) Endlich [1999] pp49-62
- 61) エンドリック [1999] 90 頁
- 62) Eccles, & Crane [1988] pp84
- 63) Carosso [1970] pp75
- 64) Morrison & Wilhelm [2007a] pp173-174
- 65) 山岸 [1998] 31-52 頁

参考文献

- Afuah, A. [2004] *Business Models: A Strategic Management Approach*, McGraw-Hill Irwin.
- Bar-Isaac, H. [2007] "Something to prove: reputation in teams," *RAND Journal of Economics*, Vol.38, No.2, Summer 2007 pp495-511
- Barney, J.B. [2002] *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Second Edition, Pearson Education（岡田正大訳 2003『企業戦略論（上巻）』ダイヤモンド社）
- ベッカー・G.S. [1976]『人的資本－教育を中心とした理論的・経験的分析』（佐野陽子訳）東洋経済新報社（Becker, G.S., *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, Second Edition, National Bureau of Economic Research, Inc.,1975）
- Carosso V.C. [1970] *Investment Banking in America*, Harvard University Press.
- Chu, F.J. [1990], "The challenge and the myth of global investment banking," *Journal of International Securities Markets*, Autumn.
- コース・R.H. [1992]『企業・市場・法』（宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳）東洋経済新報社（Coase,

- R.H., *The Firm, The market, and The Law*, The University of Chicago, 1988)
- Davis, S.I. [2003] *Investment Banking: Addressing the Management Issues*, Palgrave Macmillan.
- ドラッカー [1995] (上田惇生他訳) 『未来への決断』ダイヤモンド社 (Drucker, P.F., *Managing in a Time of Great Change*, Harper & Row, 1995)
- Eccles, R.G. & Crane D. C. [1988] *Doing Deals: investment Banks at Work*, Harvard business School Press. (松井和夫監訳『投資銀行のビジネス戦略－ネットワークに見る「強さ」の秘密』日本経済新聞社)
- Endlich, L.J. [1999] *Goldman Sachs: The Culture of Success*, Simon & Schuster New York (齊藤聖美訳『ゴールドマン・サックス－世界最強の投資銀行』早川書房、1999年)
- Geisst, C.R. [1997] *Wall Street: A History*, Oxford University Press. (中山良雄訳、入江吉正編『ウォールストリートの歴史』フォレスト出版、2001年)
- ハメル・G / プラハラード・C.K [2001] 『コア・コンピタンス経営－未来への競争戦略』日経ビジネス人文庫 (Hamel, G & Prahalad, C.K. *Competing for the Future*, Harvard Business School Press., 1994)
- Hayes, S.L., Spence, A.M. & Marks, D.V.P. [1983] *Competition in the Investment banking Industry*, Harvard University Press. (宮崎幸二訳『アメリカの投資銀行－ピラミッド構造と競争』東洋経済新報社、1984年)
- ヘイズ・H.L. / ヒュッパパー・F.M. [1991] 『世界三大市場の歴史－インベストメント・バンキングの起源と発展、その世界戦略』(細谷武男訳) TBS ブリタニカ (Hayes, S.L. & Hubbard P.M. *Investment Banking: A Tale of Three Cities*, Harvard Business Press., 1990)
- 井手正介・高橋由人 [1977] 『アメリカの投資銀行－ウォール街を支える人々』日本経済新聞社
- 今井光 [2001] 「企業への財務アドバイザー・サービスこそが真髄－組織ではなくコンセプトの転換が不可欠－」『金融財政事情』2001年5月14日号
- 今井清孝 [1979] 『マーチャントバンカーズ<上巻>』東京布井出版 Hayes, S.L., Spence, A.M. & Marks, D.V.P. [1983] *Competition in the Investment banking Industry*, Harvard University Press. (宮崎幸二訳『アメリカの投資銀行－ピラミッド構造と競争』東洋経済新報社、1984年)
- 唐沢昌敬 [2002] 『創発型組織モデルの構築－構造によって支配された生体的秩序から、人間の意志によって支配された動態的秩序へ』慶應義塾大学出版会
- 楠井敏明 [1997] 『アメリカ資本主義の発展構造・II』日本経済評論社
- Lepak & Snell [1999] “The Human Resource Architecture: Toward a Theory of Human Capital allocation and Development”, *Academy of Management Review*, Vol 24, No.1, pp 31-48
- Lowendahl, B. R. [2005] *Strategic Management of Professional Service Firm*, Copenhagen Business School Press.
- Maister, D.H. [1993] *Managing the Professional Service Firm*, Simon & Schuster
- Morris, A.D. & Wilhelm W.J. [2004] “Partnership Firms, Reputation, and Human Capital,” *American Economic Review*, Dec2004, Vol. 94 Issue 5, p1682-1692, 11p, 1 Diagram
- Morris, A.D. & Wilhelm W.J. [2007a] *Investment Banking; Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press.
- Morris, A.D. & Wilhelm W.J. [2007b] “Investment Banking : Past, Present, and Future,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 19 Issue 1, p42-54
- 野中郁次郎・竹内弘高 [1996] 『知識創造企業』(梅本勝博訳) 東洋経済新報社 (Nonaka, I & Takeuchi, H., *The Knowledge- Creating Company*, Oxford University Press, 1995)
- 沼上幹 [2009] 『経営戦略の思考法－時間展開・相互作用・ダイナミクス』日本経済出版社

- 大月博司・高橋正泰 [2003] 『経営組織』 学文社
- Polanyi, M [1958] *Personal Knowledge*, University of Chicago Press（長尾史郎訳『個人的知識』ハーベスト社、1985年）
- Porter, M.E. [1980] *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and competitors*, Free Press.
- Prahalad, C.K. & Hamel, G [1990] “The Core Competence of the Corporation, *Harvard Business Review*, May・June, pp 79-91
- 齊藤毅憲・藁谷友紀・相原章 [2004] 『経営学のフロンティア』 学文社
- Stalk, G. Evans, P. & Shulman [1992] “Competing on Capabilities: The New Rules of Corporate Strategy,” *Harvard Business Review*, March・April, pp 57-69
- 寺地孝之 [1998] 『近代金融システム論』 有斐閣
- 寺本義也 [1990] 『ネットワーク・パワー』 NTT 出版
- 寺本義也・岩崎尚人（編） [2004] 『経営戦略論』 学文社
- 寺本義也・岩崎尚人・近藤正浩 [2007] 『ビジネスモデル革命－競争優位から共創優位へ（第2版）』 生産性出版
- 寺本義也・中西晶 [2000] 『知識社会構築と人材革新：主体形成』 日科技連
- 若林直樹 [2009] 『ネットワーク組織－社会ネットワーク論からの新たな組織像』 282-288頁 有斐閣
- 若林直樹・松山一紀（編） [2008] 『企業変革の人材マネジメント』 ナカニシヤ出版
- Wernerfelt, B [1984] “A Resource-based view of the Firm,” *Strategic Management Journal*, vol.5, No.2 pp171-180
- 山岸俊男 [1998] 『信頼の構造－心と社会の進化ゲーム』 東京大学出版会

（2010.10.18 受稿，2010.11.24 受理）