

英マーチャントバンクの業務展開と意義

漆 畑 春 彦

はじめに

19世紀以来、英国のマーチャントバンク（merchant banks）は、国際金融市場において輸出金融、長期投資に対する信用供与、多様な通貨の資金決済を主たる業務として行い、ロンドン金融街シティ（the City of London）を本拠とする金融機関の中核を占めてきた。マーチャントバンクの多くは、19世紀までに商人（merchant）として事業を起こし、専門商品を取扱い膨大な富を蓄積した。名声の確立とともに、商人たちは本業を為替や手形、船荷証券など貿易金融業に移行していった。これは、例えば為替手形の引受手数料の方が、本業で受け取る手数料よりも厚かったからである。貿易金融業を営むなか、取引地間の信用関係を強化するため、有力なマーチャントバンクの経営者は、その一族や子弟を欧州各地に派遣し情報ネットワークの構築に努めた。例えば、長く「世界の支配者」とまで評されたロスチャイルド家の当主は、5人の子弟をフランクフルト、パリ、ロンドン、ウィーン、ナポリに派遣し、欧州地域において盤石な情報ネットワークを擁していた。拠点網をめぐらせ手形・為替取引を行っていたが、業務が信用供与や外国為替取引から各国政府の公債の引受・販売に拡がると、各国の公債投資家への利子支払いには、この拠点網が重要な役割を果たすことになった。ロンドンを中心に銀行家として勢力を拡大したマーチャントバンクは、シティの国際

的名声の向上に大きく貢献することになった。

1980年代末から1990年代前半にかけ、強大な資本力を有する欧州大陸の大手商業銀行は、ロンドン・シティにおいてマーチャントバンクや有力資産運用業者を相次いで買収し傘下に収めた。これにより大手銀行は、ロンドンに一大拠点を設け、国際金融市場のグローバルプレイヤーを指向するに至った。この時期のシティにおける相次ぐ買収・合併（M&A）は、1986年のサッチャー政権による英金融ビッグバン（金融大改革）にならい、まさに「第2次ビッグバン」と呼ぶに相応しい様相であった¹⁾。大陸の伝統的商業銀行はマーチャントバンク買収後、その創造的で柔軟な発想、意思決定や行動の迅速さ、卓越した金融技術力、世界各国の政界や財界とのコネクションに大いに刺激され、その十分な活用を自らの国際投資銀行業務の基盤としたのである。

第2ビッグバンの先駆けとなったのは、1989年11月、ドイツの銀行最大手ドイツ銀行による英モルガングレンフェル（Morgan Grenfell & Co. : MG）の買収である。買収後、MGは経営の独立性を維持しながら順調に収益を拡大し、1995年にはドイツ銀行投資銀行部門と統合し、ドイツ・モルガングレンフェル（Deutsche Morgan Grenfell : DMG）が誕生した。DMGは欧州地域で順調に実績を積み上げつつ、米国市場でも大手投資銀行から大量の人材を採用することで、ウォール街に根を下ろした有力投資銀行に成長した。

本稿では、まず英マーチャントバンクについて、その歴史、組織や業務の特徴を概観した上で、それが伝統的商業銀行の国際投資銀行業務拡充に果たした役割とその意義について、ドイツ銀行とモルガングレンフェルのケースを参考に考察したい。

I 英マーチャントバンクの国際金融業務

1. 戦後のマーチャントバンクの活動

英マーチャントバンクは、大手商業銀行と比べれば、その事業規模は小さい。例えば1990年代前半における総資産額、自己資本額を見ると、大手であっても大手米銀・邦銀のロンドン現法と大きな差はない（図表1）。しかし、その組織や

人材は、かつての商業銀行に見られなかった特殊なものであった。マーチャントバンクに対する金融市場の一般的な評価としてあげられるのは、①その金融サービスが先端的で創造力に富んでいること、②重層的な銀行組織と異なり、その組織はフラットで意思決定が迅速であること、③社員は柔軟な思考を持ち行動・対応が素早いこと、④国内外の様々な産業セクター、各国政府・政財界と幅広いコネクションを持つこと、それに伴う情報収集力の高さなどである。1970年代以降、国際金融市場を取り巻く環境の変化は目まぐるしいものとなったが、それこそがマーチャントバンクには事業発展の好機となったのである。

第2次世界大戦前後、マーチャントバンクはその活動を休止していたが、1950年代後半から本格的に再開、1960年代に入ると成長期に入った。その原動力となったのが、この時期の市場環境及び金融制度の変更である。それは第1に、欧州買収・合併(M&A)市場の隆盛である。戦前より、マーチャントバンクは融資、株式・債券の引受を通じ産業界への資金供給を中核業務としていたが、企業のM&Aに伴う資本構成の助言業務は、資金供給の延長ととらえられた。マーチャントバンクはこの時期にM&A助言業務のノウハウを蓄積し、数々の大型案件に関与するようになった²⁾

第2に、1958年から1959年にかけての西欧通貨の交換性回復である。通貨交換性の回復に伴い、西欧通貨間の資金取引が拡大、ロンドンユーロ通貨取引の一大市場となった³⁾。マーチャントバンクの通貨取引における自由度は、商業銀行と比べ格段に高かった。例えば、1960年代から1970年代において、ロンドン手形交換所加盟銀行、すなわちロンドン・クリアリングバンク(clearing banks)の、①預金に課された現金準備率8%、流動性比率28%、②金利協定(預金7日物に対し、銀行間レートマイナス2%、一流企業向け貸出に対し銀行間レートプラス1%の金利を付すること)は、マーチャントバンクに適用されていなかった。また、外国為替管理法上の非居住者外貨建て預金に対する付利の制限・禁止、利子の源泉徴収、支払準備制度も存在しなかった。商業銀行が受けた上記規制を免除されたマーチャントバンクは、ユーロドルを取り入れ、ポンドに転換することで、地方公共団体、ノンバンクに貸し付け、業容拡大を図ることができたのである⁴⁾。

図表1 英マーチャントバンクのロンドン市場における事業規模

【マーチャントバンクその他証券業者】

(百万ドル)

順位	銀行	総資産額	前年比	自己資本	備考
1	Morgan Grenfel	146.03	▲1.4	273.82	1994.12末
2	Kleinwort Benson	118.31	▲31.9	90.75	1994.12末
3	Tokai Bank Europe	110.33	209.5	139.88	1993.11末
4	S.G.Warburg	109.61	19.3	222.72	1993.3末
5	Citibank International	109.54	23.0	478.39	1993.12末
6	IBJ International	107.64	25.2	138.32	1993.12末
7	Hambros Bank	82.39	3.3	213.51	1994.3末

【銀行・金融会社】

順位	銀行	総資産額	前年比	自己資本	備考
1	Barclays Bank	2,493.55	▲2.3	2,559.85	1994.12末
2	National Westminster Bank	2,472.95	3.4	3,404.79	1994.12末
3	Abbey National Bank	1,475.81	12.6	-	1994.12末
4	Midland Bank	1,257.63	5.1	1,247.07	1994.12末
5	Lloyds Bank	1,145.36	2.2	2,029.42	1994.12末
6	Royal Bank of Scotland	714.71	21.1	755.40	1994.9末
7	TSB Bank	563.44	5.7	852.70	1994.10末
8	Standard Chartered Bank	535.55	7.3	533.56	1994.12末
9	Bank of Scotland	458.32	6.0	732.00	1994.2末
10	Lombard North Central	156.72	11.9	477.08	金融会社：1994.12末

(出所) *Die Bank*, Dec, 1995より筆者作成

第3に、1960年代におけるニューヨーク金融資本市場の国際的地位の低下である。1963年にケネディ大統領が発表した金利平衡税⁵⁾の導入により、ニューヨーク市場への資金流入は抑制された一方で、ロンドンには成長するユーロドル市場を裏付けとする中長期の外債市場が形成されるようになった。マーチャントバンクは、当該市場において数多くの外債発行案件の引受主幹事、幹事に就任し、成長軌道に乗っていた欧州企業の長期資本需要に応えたのである。

そして、マーチャントバンク成長の原動力となった第4の要因は、国際投資信託市場の拡大である。1958年の欧州経済共同体（EEC）の設立に伴い、欧州地域で設定される投資信託は国際化が進んだ。ルクセンブルグ、英連邦に属するケ

イマンやバミューダなどタックスヘイブンを設定地としたほか、設定者、管理会社、投資家、上場地など全てを国際化し、投資信託運営の低コスト化、効率化を図った⁶⁾。マーチャントバンクは、資産運用業務として国際的な投資信託市場においても、その国際性を活かし業容を拡大していった。

しかし、事業や活動地域の拡大に伴い、自らの組織も拡大し複雑となることで、それまでの機動力を維持するのは容易ではなくなった。また、1960年代からは、欧米大手銀行が、完全子会社の設立、出資による経営参加、合弁会社の設立という形で証券発行・引受などマーチャントバンクの専門領域に進出する動きが顕著となっていた⁷⁾。欧州及び米国の商業銀行との競争激化に伴い、1960年代後半、マーチャントバンクは一步踏み込んだ国際戦略の展開を必要としていたのである。

1960年代から1970年代において、マーチャントバンクが新たに取り組んだ国際戦略としては、第1に、欧州地域の金融機関を中心に形成された銀行連合「コンソーシアム・バンク (consortium banks)」への参加、第2に、英国金融機関が有利に営業基盤を拡大できる国外地域での業務展開、第3に、国際企業が発行した株式・債券の引受・販売業務の強化などがあった。

2. 銀行連合への参加

1960年代の欧州においては、英国を除き大手銀行でさえ資本力や人材が乏しく、独力で十分な国際金融業務を展開するのは困難であった。そこでまず、国外の有力銀行と業務協力協定を締結し、その下で商業銀行及び投資銀行業務を共同で行うという構想が打ち出された。具体的には、参加各行が合弁銀行を設立、業務インフラや人材、顧客基盤、案件を結集し、自国企業の国際金融ニーズに対応するというものである。その合弁銀行は連合銀行、コンソーシアム・バンクといい⁸⁾、「銀行クラブ (bank club)」の別称で呼ばれていた。1960年代半ば以降の約10年間に、多数のコンソーシアム・バンクが設立されたわけであるが、それに参加する銀行は、国外に拠点を持たなくても国外の顧客に対し様々な金融サービスを提供し、大規模な国際プロジェクト金融、株式及び債券の引受など国際投資銀行業務にも関与することができた⁹⁾。特に1960年代後半には、取引されるユーロ資金が巨額となり取引期間が長期化するなか、与信リスクの正確な把握・評価が課題となった。貸出先企業の資金使途、財務、キャッシュフロー、経営陣や従業員の

状況などの情報を収集した上で、貸付金の回収可能性を把握する必要がある、そのために貸付先と直接取引を行う親銀行（株主銀行）の協力が重要となった。多くの場合、コンソーシアム・バンクの形成及びその後の活動において重視されたのが、マーチャントバンクの金融ノウハウや国際ネットワークであった（図表2）。当該連合体に参加する商業銀行は、マーチャントバンクを通じて国際証券業務の高度なノウハウを吸収する意図を持っていた。

図表2 主要マーチャントバンクの銀行連合への参加（1960～70年代）

銀行連合	結成年	マーチャントバンク	他の参加金融機関
ロスチャイルド・インターコンチネンタル・バンク Rothschild Intercontinental Bank	1967	N.M.ロスチャイルド・アンド・サンズ N.M.Rothschild & Sons Ltd	◇ファースト・シティ・ナショナル・バンク・オブ・ヒューストン（米） ◇ナショナル・シティ・バンク・オブ・クリープランド（米） ◇シアトル・ファースト・ナショナル・バンク（米） ◇バンク・ランベール（白） ◇ピアソン・ヘルドリング・アンド・ピアソン（蘭） ◇バンク・プリベ（瑞）
バンク・ユーロペヌ・ド・クレディ・ア・モイヤン・テルム Banque Européenne de Credit à Moyen Terme	1967年	サミュエル・モンタギュー Samuel Montagu & Co	◇ミッドランド・バンク（英） ◇ドイチェバンク（独） ◇クレディリヨネ（仏） ◇ソシエテジェネラル（仏） ◇ソシエテ・ド・バンク（白） ◇アムステルダム・ロッテルダム（蘭） ◇バンコ・ディ・ナポリ（伊）
ロンドン・マルチナショナル・バンク London Multinational Bank	1970年	ベアリング・ブラザーズ Bearing Brothers & Co	◇ケミカル・バンク（米） ◇ノーザントラスト・カンパニー・オブ・シカゴ（米） ◇クレディスイス（瑞）
セントローパ・バンク・ウィーン Centropa Bank Wien	1971年	クラインオート・ベンソン Kleinwort Benson Ltd	◇バンク・オクシデンタル（仏） ◇バンコ・ディ・シチリア（伊） ◇バンク・フュア・アルパイト・ウント・ヴィルトシャフト（独） ◇ハンドロウィ・W・ワルシャワ（波） ◇バンコ・ポピュラル・エスパニョル（西） ◇東京銀行（日）
ユーラメリカ・フィナンツィアリア・インターナツィオナーレ・ローマ Euramerica Finanziaria Internazionale Rome	NA	モルガングレンフェル Morgan Grenfell & Co	◇モルガン・ギャランティ（米） ◇モルガンスタンレー（米） ◇バンコ・ディ・サント・スピリット（伊） ◇インスティトゥート・モビリアーレ・イタリアーノ（IMI）（伊）

（出所）Die Bank より筆者作成

1960年代から形成されたコンソーシアム・バンクの多くは、マーチャントバンクの参加で国際金融業務を大幅に拡充したわけだが、1970年代に入ると、次第にその運営上の問題点や限界が顕在化することになった。それは第1に、参加各行には簡単に変更や放棄のできない独自の業務哲学・方針があり、各行間でコンソーシアム・バンクの運営方法をめぐって多くの不都合、フリクションが発生したことである。どの業務を重点的に推進するのか、どこの地域を重点的に開拓するのか¹⁰、どのようなタイプマネジャーを配置するのか、案件の引受基準をどう設定するのか等々様々な点で、参加行間のコンセンサスは得られていなかった。同じ欧州に本社をおき同じ連合体に参加する銀行であっても、当然ながら各行の戦略や思惑は違っており、それを埋めることは最後まで容易ではなかったのである。

第2に、特定のパートナーと組むことの矛盾である。1つのコンソーシアム・バンクに参加するに止まらず、競合する他の連合体にも参加する銀行が目立つようになった¹¹。そうした矛盾を解消しようと従来の参加先を脱退する金融機関もあったが¹²、大方は平然と複数の（互いに競合する）連合体に参加したままだったのである。業務範囲や地域が拡大するにつれ、コンソーシアム・バンクの全てのプロジェクト、ジョイントベンチャーに参加するのではなく、投資銀行業務など特定の業務については独自に展開することを望む参加行も、当然のことながら多くなっていった。

第3に、コンソーシアム・バンクに配慮するあまり、親銀行自体の国際展開が制限されたことである。多くの場合、参加行間には、パートナーの本国あるいは共同事業を展開する地域に進出しないという不文律があった¹³。

第4に、人材の質の問題である。競争の激しい国際金融市場で商業銀行出身者が目立った成果をあげることは期待しにくく、親銀行は、コンソーシアム・バンクが英マーチャントバンクのような実績主義を反映した報酬体系を導入することには慎重だった¹⁴。商業銀行員と大差ない報酬では、高度な金融スキルを持つ人材を外部から採用することもままならないのが実状であった。

上記のような問題が顕在化するにつれ、参加行間の団結は弱まり、国際金融案件の獲得にも支障が出る状況となった。1970年代前半には、コンソーシアム・バンクが抱える問題や欠陥が顕在化し、限界は見え始めたといつてよい¹⁵。コンソ

ーシウム・バンクの新設は1973年から1974年にピークを迎えたが、それ以降は多くの連合体で脱退する銀行が相次いだ¹⁶⁾そして、1970年代半ばになると、コンソーシウム・バンク運営に対する懸念のみならず、それが提供する金融サービスの意義に関しても懐疑論が台頭するようになった¹⁷⁾。こうして1980年代前半には、多くの銀行が提携関係を解消するようになり、コンソーシウム・バンクの大半が消滅することになった。

3. 豪州市場への進出

英金融機関は、第2次世界大戦後に積極的に国外展開を図ったが、その中核に位置したのが、マーチャントバンクであった。特に英連邦に属する豪州地域では、主要なマーチャントバンクが子会社・関係会社を有し、貿易金融、投資顧問、プロジェクト金融（シンジケート・ローン）、リース、証券発行・引受など多様な金融業務を手掛けるようになった。豪州銀行法は、外国銀行による国内の活動を制限していたため、地域金融機関との合弁方式で現地ビジネスを展開する例も多かった。

1960年代から1970年代の豪州経済は、先行き高い成長が期待されていた。豪州は、鉄鉱石、ニッケル、ボーキサイト、石炭、原油など豊富な地下資源に恵まれ、それが同国の輸出の主要品目となった。地下資源開発に必要なプラント、コンビナートなど各種施設の建設・運営に多額の資金需要が見込めた。経済成長期にあった豪州で活動するには、迅速な金融サービスの提供、高水準の金融技術が要求され、その要求に英マーチャントバンクは十分に答える営業活動を行っていた。その開発に必要なプラントや施設の建設に多額の資金需要が見込めた。当時の豪州は、国内における外国銀行の活動を制限していたものの、マーチャントバンクからは、国際金融業務に関しその先端的なノウハウや技術を吸収していた。ロンドンやニューヨーク、東京など主要な金融市場とつながったマーチャントバンクの存在感は、豪州の現地金融機関にとっても大きかったのである。

4. 国際証券の引受幹事団の組成

企業の発行する株式、債券の引受・販売に向けたシンジケートの組成は、マーチャントバンクが国際金融業務を拡充するための重要な業務であった。その伝統

や金融技術力、優れた判断力に対する内外の信頼感によって、英マーチャントバンクはその中心的な存在となった。当該シンジケートの成否は、主幹事金融機関（lead-manager）に対する幹事金融機関（co-manager）の信頼と、それに応え得る主幹事銀行の力量にかかっている。長い歴史と伝統を持ち、内外の情報に精通し卓越した金融技術を持つマーチャントバンクには最適の業務であり、当時のロンドン証券市場の引受手数料率（証券発行額の2～2.5%）は十分業務として成り立っていた。また、投資家から見た場合にも、主幹事にどの金融機関が就任するかは重要な問題であった。国際金融市場で証券を継続的に発行し、多数の欧州投資家の投資助言を行う名門マーチャントバンクがその地位に就けば、それが資本市場から初めて資金調達する企業による証券発行であっても、速やかに投資家の納得を得ることができたのである¹⁸⁾。

5. モルガングレンフェルの国際金融業務

例えば、大手マーチャントバンク、モルガングレンフェルの戦後の活動を、Burk [1989] によって整理してみる。1838年、米国の銀行家ジョージ・ピーボディが経営する銀行がロンドンに設置した初の支店が同社の起源となっている。ピーボディが経営していた「米国の銀行」は後の「JP モルガン（J. P. Morgan & Co. ・現 JP モルガンチェース）」であり、米国の名門銀行として米金融界に長く君臨することになる。1904年、エドワード・グレンフェルがパートナーとなり、ロンドン支店を「モルガングレンフェル・アンド・カンパニー（Morgan Grenfell & Co.）」として別会社化、同社は長く JP モルガンの関連会社として活動することになった。同社は、1920年代から先端的なコーポレートファイナンス会社として業容を拡大し、欧州産業界の再建と発展に大きく貢献した。1933年に JP モルガンが株式の33%を売却して以降、モルガングレンフェルは経営の独立性を高め、1982年には JP モルガンと完全に袂を分かつことになった。

モルガングレンフェルが国際的な投資銀行業務を本格展開したのは、1960年代後半のことである。特に1967年にジョン・スティーブンス卿が入社し、1969年に国際部門（Morgan Grenfell Overseas Ltd.）が設立されて以降、同社の国際戦略は急速な進展を見せることになった。スティーブンス卿の入社当時、モルガングレンフェルは英国外で5つの拠点を擁しており、うち4つは現地企業との合弁

事業体（JV）の形態をとっていた。同社の国際化初期の海外事業として成功を収めたのが豪州JVである。同社は1949年に事業を開始、1977年にはマーチャントバンク業務を行う体制を整えていた。1970年代後半には、オーストラリア・ミューチュアル・プロビデント・ソサイエティ（Australian Mutual Provident Society：現在の同国最大の保険会社AMPの前身）ともJVを設立（モルガングレンフェルはJVに25%を出資）し、大規模な市場参加者として同国の金融市場の動向を左右するまでになった。1987年までには、多数の機関投資家を相手としたブローカレッジにシフト、ニュージーランドを含む太平洋州地域に磐石な営業基盤を構築するに至った。

欧州大陸では、モルガンスタンレーの投資銀行JV「モルガン・エ・シー・インターナショナル（Morgan et Cie International SA）¹⁹⁾」と、債券引受やプロジェクトファイナンスを中心に共同でビジネスを推進した。モルガングレンフェルは、1974年にパリ事務所を設立、1980年には現地法人に格上げして業容を拡大していたが、有力なユーロ債引受業者であるモルガン・エ・シー・インターナショナルとのビジネスは、ドイツ、スイスなど欧州主要国に広がっていった。

米国への拠点設置は1970年代であり、英国の顧客が米国企業を買収する際の仲介ビジネス、米国の年金基金などの機関投資家向け運用サービスを主軸がおかれた。1980年にはニューヨーク現法を設立、米国のブローカーディーラー免許を取得、1986年末には調査能力で定評のあった米国の有力投資銀行のC. J. ローレンスを買収、ローレンス社は後にドイツ銀行の米国における投資銀行戦略の礎のひとつになった²⁰⁾。アジア市場には、1974年にフランス系投資銀行のインドスエズとの提携方式で進出した。1975年以降シンガポールや香港にJVを設立したが、提携先の国益も絡み利害対立が顕在化、提携事業は暗礁に乗り上げた。1980年代初め、モルガングレンフェルは単独でアジア現法を設立し、アジアビジネスを成長部門に育成することに成功している。中近東への進出は、1980年代に入ってからである。その後中南米では、ベネズエラ、チリ、コロンビアなどに、極東では東京に拠点を相次いで設立していった。同社の国際部門（Morgan Grenfell Overseas Ltd.）の設置は1969年と業界では後発だったが、世界の主要市場で現地企業とジョイントベンチャー（JV）を設立することで国外拠点を広げ、1980年代後半には、東南アジア、中南米、CIS諸国で、業界大手5社では最大級の拠

点網を築いていた²¹⁾。

図表3は、1993年時点の英主要マーチャントバンクの海外拠点の一覧である。モルガンフレネルに限らず、英マーチャントバンクは1990年代初頭の段階で、中南米、中央アジア、アフリカ、CIS 諸国といった新興国・途上国にも拠点網を有するグローバルカンパニーとなっていた。

図表3 英主要マーチャントバンクの海外拠点（1993年時点）

地域	モルガンフレネル	SG ウォーバーク	クライノートベンソン	ベアリングス	ロスチャイルド
欧州(東欧地域を除く)	ロンドン エジンバラ ガンジー(英領) ジャージー(英領) ダブリン パリ フランクフルト ミラノ チューリヒ ジュネーブ ワルシャワ	ロンドン セントヘリア(英) ダグラス(英) プリストル(英) パリ フランクフルト ミラノ ルクセンブルグ アムステルダム チューリヒ ジュネーブ マドリッド ストックホルム	ロンドン ガンジー(英領) ジャージー(英領) パリ フランクフルト ジュネーブ ウィーン マドリッド	ロンドン マン島(英領) ジャージー(英領) ダブリン パリ フランクフルト ハンブルグ ドルトムント ミラノ ジュネーブ マドリッド	ロンドン マンチェスター キャデイフ(英) リーズ マン島(英領) ガンジー(英領) パリ フランクフルト ミラノ ルクセンブルグ アムステルダム チューリヒ ジュネーブ マドリッド リスボン マルタ
東欧・ロシア・旧ソ連邦	モスクワ カザフスタン	ワルシャワ モスクワ	ワルシャワ モスクワ		ワルシャワ プラハ モスクワ
中近東		イスタンブール			
アフリカ			ヨハネスブルグ		ハラレ(ジンバブエ)
北米(西インド諸島を含む)	ニューヨーク サンタフェ ケイマン	ニューヨーク ボストン シカゴ トロント モントリオール バンクーバー	ニューヨーク シカゴ パサデナ(加)	ニューヨーク ボストン ワシントン DC ダラス サンフランシスコ セントルイス トロント	ニューヨーク ワシントン DC デンバー トロント バミューダ
中南米	ボコダ ブエノスアイレス サンパウロ サンチアゴ キトー リマ カラカス		ボコダ ブエノスアイレス リオデジャネイロ サンチアゴ	メキシコシティ ボコダ ブエノスアイレス リオデジャネイロ サンパウロ サンチアゴ リマ	メキシコシティ ボコダ ブエノスアイレス リオデジャネイロ サンパウロ サンチアゴ
極東・アジア	東京 香港 シンガポール ソウル クアラルンプール	東京 大阪 香港 シンガポール ソウル クアラルンプール	東京 香港 シンガポール ソウル クアラルンプール	東京 大阪 香港 シンガポール 上海 ソウル	東京 香港 シンガポール 上海

	バンコク ジャカルタ マニラ ニューデリー ホーチミン	ル 台北 台北 バンコク	ボンベイ	台北 バンコク マニラ クアラルンプー ル ジャカルタ ボンベイ カラチ	
太平洋州	シドニー メルボルン ブリスベン アデレード	シドニー メルボルン ブリスベン キャンベラ パース アデレード サーファーズ・ パラダイス ウェリントン オークランド		シドニー メルボルン	シドニー メルボルン ブリスベン パース アデレード オークランド

(出所) 各社年次報告書より作成

II 大手銀行のマーチャントバンク買収と国際投資銀行業務の展開

1. モルガングレンフェルの買収と背景

1989年11月下旬、ドイツ銀行は、英国のモルガングレンフェル (MG)²²⁾を買収することで同社と合意したと発表した²³⁾。業績不振のロンドン投資銀行部門の増強策であるとともに、東西冷戦の終結や欧州市場統合に伴い増加する M&A や公営企業の民営化といった投資銀行案件を獲得するために、MG が大きく貢献することが期待された²⁴⁾。一方、MG は、ドイツ銀行の資本を受け入れることで、資本不足を解消できた。大規模化する証券引受案件、トレーディング金額の取り扱い、高額化する人件費に対応するには、資本力の増強が多くのマーチャントバンクの喫緊の課題だったのである。

図表4 1980年代後半のドイツ国内外での主な活動

	商業銀行・保険	証券・投資銀行
第2次世界 大戦終結～ 1985年	○フランクフルトを本店として業務を再開 (1957)	
	○ドイツ国内のリテール業務に参入 (1959) ○グループのドイツ海外銀行 (Deutsche Überseeische Bank) が東京支店を開設 (1971)→1976年にドイツ銀行東京支店に統合 ○アムステルダム銀行、英ミッドランド銀行など欧州6行と相互協力協定を締結 (1963) →ブリュッセルに共同銀行「バンク・ユーロベヌ・クレディア・ムアイヤン・テルム (BEC)」を設立	○投信会社 DWS 社を設立 (1956) ○戦後初のドイツマルク建て世界銀行債をアレンジ (1959) ○米国にスイスユニオン銀行と合弁証券会社「UBS-DB コーポレーション」を設立 (1971) ○UBS-DB コーポレーションを100%子会社とし「アトランティック・キャピタル (Atlantic Capital Corp.)」に改称 (1978) ○英モルガングレンフェルに4.99%出資 (1984)
	○ブリュッセルに欧州6行とコンソーシアム・バンク「欧州銀行国際会社 (EBIC)」を設立 (1970) ○BEC が米国に「欧州アメリカ銀行 (EAB)」を設立 (1968) →1988年に解散 ○ルクセンブルグ現法を設立 (1970) ○EAB が米フランクリン・ナショナル銀行を買収 (1974) ○ロンドン支店を開設 (1976) ○クレジットカード業務に参入 (1977) ○ニューヨーク支店を開設 (1978) ○シカゴ、ロスアンゼルス支店を開設 (1982) ○ベルリン生命保険と提携 (生保付預金商品の開発) (1983)	○DB コンサルタント社 (M&A 業務) の設立 (1984) ○ロンドンに投資銀行現法「ドイチェバンク・キャピタル・マーケッツ (DBCM)」を設立 (1985) ○アトランティック・キャピタルを「ドイチェバンク・キャピタル (DBCC)」に改称 (1985)
	○バンカアメリカのイタリア銀行子会社バンカ・ダメリカ・エ・ディダリ (BAI) を買収	○香港に投資銀行現法「DB キャピタルマーケッツ (アジア)」を設立 ○東京に投資銀行現法「ドイツ銀証券」を設立
	○ドイツ中小企業コンサルタント社を設立 ○生命保険会社の設立計画を発表 ○合弁の欧州アジア銀行を完全買収、アジア部門に組入れ ○スペインのバンコ・コメルシアル・トランスアトランティックの株式67%を取得	○国内コンサルティング大手ロランド・ベルガーに資本参加 (1988年に系列化)
1986年	○アジア地域本部を香港に設置 ○バンカアメリカのアルゼンチン国内29支店を買収 ○ブラジルでバンカアメリカ支店網を買収 ○旧ソ連邦への融資枠 (30億マルク) を設定	○カナダ有力証券会社のマクレアン・マッカーシーを買収 ○豪州大手証券ペイン・セキュリティーズに50%出資 ○オランダ証券会社のアルベルト・デ・バリエを完全買収 ○豪州プライベートバンクのアントニー・ハッカーを買収 ○ポルトガル投資銀行 MDM 社に資本参加 ○英証券現法がロンドン証券取引所の値付業者資格を取得
	○スペイン商業銀行バンコ・コメルシアル・トランスアトランティックを完全系列化 ○ウルグアイ商業銀行の過半数株式取得 ○ドイツ生命保険会社を設立	○国内有力プライベートバンクのグリューネリウスを買収 ○英パークレイズ銀行傘下のイタリア証券ブローカーを買収 ○英マーチャントバンクのモルガン・グレンフェル (MG) を買収
1987年		
1988年		
1989年		

1990年	<ul style="list-style-type: none"> ○アジア本部を香港からシンガポールに移転 ○ブダペスト、プラハ、ワルシャワに駐在員事務所を開設 ○旧東独の合弁銀行「東独信用銀行」の営業開始 ○ドイツ銀行企業生命保険を設立 	○米投資銀行子会社 DBCC がプライマリーディーラー資格を取得
-------	---	----------------------------------

(出所) *Deutsche Bank Annual Report*, 1986-1990より筆者作成

ドイツ銀行は、低収益な商業銀行業務、同行の国際性の乏しさを克服するため、1985年に大規模な経営改革に着手した²⁵⁾。当該改革では、特に以後4年間にわたり、国外の銀行・証券業者を相次いで買収し、国際部門の大幅な拡張を図った²⁶⁾ (図表4)。それは確固たる方針の上に築かれた総合戦略というよりは、単に金融機関を寄せ集めたような便宜主義の結果とみるのが相応しいものであったが、その一環として買収したMGは、同行が国際投資銀行業務に本格参入する契機となったのである。

1980年代後半のドイツ銀行は、欧州大陸の典型的なユニバーサルバンクとして、銀行本体で銀行及び証券・投資銀行業務を営んでいたが、上位にランクされる投資銀行業務はユーロ債引受程度しかなかった²⁷⁾。しかも発行体は国際機関や外国政府及び政府機関に顧客層は大きく偏っており²⁸⁾、国際的なコーポレートファイナンス業務で固定顧客と呼べるような民間企業は多くはなかった。国外最大の証券現地法人ドイチェバンク・キャピタル・マーケット (Deutsche Bank Capital Markets : DBCM) は、1985年の設立以来ほぼ一貫して赤字な上に²⁹⁾、親会社のドイツ銀行と経営の独立性をめぐる摩擦が絶えず、人材流出が相次ぎ優良な人材が留まらない状況にあった³⁰⁾。米国の投資銀行子会社ドイチェバンク・キャピタル (Deutsche Bank Capital Corporation : DBCC)³¹⁾の業績も芳しくはなかった³²⁾。買収した先を含め、欧州大陸の銀行及び投資銀行子会社は概ね順調に収益をあげていたものの、ロンドン、ニューヨークの投資銀行部門は赤字基調が続き、欧州を代表するユニバーサルバンクである割には、「投資銀行部門が弱点」というのが、国際金融界のドイツ銀行に対するおおよその評価であった。

1980年代、欧州各国が公的企業の民営化政策を進める一方、国境をまたいだ企業間M&Aが著しく増加した。1987年、米国のマーケットクラッシュを機に、MGは証券売買部門を縮小し、中核事業を銀行業、資産運用、提案・助言型のコ

コーポレートファイナンスとする方針を固めている³³⁾。英サッチャー政権の下、電話・ガス・水道・航空といった政府事業の民営化が進展し、コーポレートファイナンス部門の成長機会はさらに増加した。また、MGが持つ東欧・旧ソ連邦との関係を活用できることは、東西冷戦終結後の現地での営業展開には極めて有益であった³⁴⁾。

MGは、1990年以降も大手マーチャントバンク5社で最高レベルの収益力を維持していた。1993年末時点における大手5社の自己資本利益率（ROE）、総資産利益率（ROA）を比較すると、MGの1994年末時点のROEは14.3%、ROAは0.93%に達し、他4社の平均ROE 9.3%、ROA 0.67%を大きく上回っている³⁵⁾。MGは業容を拡大する一方で、1987年の米国市場におけるマーケットクラッシュ後、経営効率化に取り組んだ。例えば、1988年には大規模な人員削減を実施している³⁶⁾。求める業務内容・国際性・収益性の点で、MGは英大手マーチャントバンクの中では高い水準にあった。

2. MG買収の成果

1990年5月、MGの完全子会社化が完了すると、ドイツ銀行は行内のM&A助言部門をMGに集約し、同社の経営独立性や案件に係る管理上の裁量を認めている³⁷⁾。ドイツ銀行のM&A戦略は、買収先企業を完全子会社化し、当該企業を完全に管理することを基本方針としてきたが、前述のように商業銀行とは組織も人材の質も異なるMGを完全にコントロールすることは、そのビジネス展開上得策ではないと判断したのである。

経営の独立性を得たMGは、1990年から株式・債券引受、M&A助言や資産運用といった部門で順調な滑り出しを見せた³⁸⁾。1985年から1989年にかけて、ドイツ銀行の手数料収入は10～15億ユーロ前後（ドイツ銀行の換算による）で推移していたが、1989年末のMG買収以降は1990年20.1億ユーロ、1993年には29.9億ユーロ、1997年には45.7億ユーロと拡大していった。トレーディング益も同時期、3.1億ユーロから10.2億ユーロ、さらに18.4億ユーロへと拡大している。例えば、MGの1993年12月期決算は、税引前利益が2億3,580万ポンドと前期比3倍に拡大したが³⁹⁾、これはドイツ銀行グループ（連結ベース）の税引前利益（52億6,600万マルク）の11.5%を占める水準であった⁴⁰⁾。ROE（税引前利益ベース）も、MG

買収後1990年代前半において着実に改善し、1990年の16.2%から、1992年21.0%、1993年には24.5%に達している⁴¹⁾。

MG買収後、ドイツ銀行は、まず組織の効率化、特に国内部門と国際部門の壁を取り払い、部門間の連携を推進するコーポレートファイナンス本部を立ち上げている⁴²⁾。同本部の責任者は、コーポレートファイナンス・ディレクター(CFD)と呼ばれ、株式・債券をはじめ、仕組み商品やデリバティブといった先端商品を習得し、全世界の多国籍企業に向けて低コストで効率的な資金調達を助言する役割を負っていた。同本部の中核、キャピタルマーケット・プロダクト・グループは、それまでドイツ銀行が常に上位を占めてきたユーロ債引受業務で培った顧客基盤に対し、引受手数料が債券を上回り、収益性の高い欧州企業株式の引受⁴³⁾やデリバティブ商品⁴⁴⁾を提供する体制を整えた。部門新設と併せ、ドイツ銀行はロンドン証券拠点の統廃合を行い、1992年7月に関連部門をロンドン支店に集約した⁴⁵⁾。本社と長く対立関係にあったDBCMを銀行支店に統合することでそれを解消するとともに、ロンドンの投資銀行部門を簡素化、事務部門の重複を是正することになった⁴⁶⁾。

1995年7月には、コーポレートファイナンス本部はMGに統合され、投資銀行部門ドイチェ・モルガングレンフェル(DMG)が発足した⁴⁷⁾。投資銀行部門のブランドや顧客窓口を一本化し、ドイツ銀行が長年培ってきた顧客企業に対し、効率的な営業活動を行うことがその目的である⁴⁸⁾。投資銀行部門としては欧州金融グループで最大の陣容となり、欧州主要都市、ニューヨーク、東京、シンガポール、シドニー、トロントといったドイツ銀行の拠点網に、中南米、アジア太平洋州、CIS諸国をカバーするMGの拠点網が加わり、世界40ヶ国超においてフルレンジの投資銀行サービスの提供が可能となった。

3. DMGの国際投資銀行業務

DMGが誕生して以降、ドイツ銀行投資銀行部門の手掛ける案件は、より大規模で地理的に広がりのあるものとなっていった。1990年代前半における大型案件は、1993年、米大手投資銀行とともに共同主幹事を務めたダイムラーベンツのニューヨーク上場程度であった。しかし、DMGの誕生以降は、ドイツ企業のクロスボーダーM&A、新規公開をはじめ、フランス、イタリア、ロシアといった各

国の主要な民営化及び欧州市場統合関連案件に関与する機会が格段に増えることになった。

MG は、英国のみならず欧州大陸の各国政府と強力な関係を築いて民営化案件では多くの実績を有しており、その実績がドイツ銀行の民営化案件獲得に大きく寄与した。欧州地域では、1995年末時点で国内約1,500支店（約650万の個人・中小企業顧客）を通じ、民営化株式の購入先となる個人・企業顧客を多数擁していたことから、ドイツ銀行は証券引受案件の獲得には有利な条件を備えていた。1990年代、ドイツ銀行が関与した最大の民営化案件は、国営の大手通信会社ドイツテレコムの新規株式公開であった。1998年のドイツ国内の通信自由化に向け、民営化作業は1996年に開始し、同国政府は5回に分けて保有株の市場放出を行うことになり、国策の一環としてドイツ銀行を主要な株式販売業者に指名した。ドイツ銀行は、1996年に米ゴールドマンサックス、メリルリンチとともに、計200億マルク（同年11月末の換算レートで約130億ドル）の売出しに取り組むことになったのである⁴⁹⁾。本件で、DMG はグローバル主幹事（global bookrunner）、米大手投資銀行2社とともにグローバル・コーディネーター⁵⁰⁾を務めた⁵¹⁾。DMG は、主要金融センター以外の都市でも機関投資家向けにロードショー⁵²⁾を開催、大量の新規発行株式を世界で売りさばくことに成功した。ドイツ銀行は、本件の成功について、第1にドイツテレコムという重要顧客との関係を改めて強化したこと、第2にドイツの個人投資家は基本的には株式投資に慎重だという誤解を払拭できたこと、そして第3に、旧MGの世界に広がる拠点網、顧客網が加わったことから、DMGが大規模な国際引受案件にも対応できる能力を国際金融市場に示すことができたことは、自社の国際投資銀行業務にとって極めて大きな意義があることだったと自己評価している⁵³⁾。複雑な手続きを伴う国際案件を主導し、ドイツやその他欧州大陸諸国、米国の投資家を相手にドイツテレコム株を販売した経験は、国際投資銀行市場においてDMGの存在感を高めるのに大きく貢献することになった。

また同じ時期、ドイツの自動車最大手ダイムラーベンツ（Daimler-Benz AG）、米自動車大手クライスラー（Chrysler Group, LLC）の合併案件に対し、ドイツ銀行はダイムラー側のM&Aアドバイザーとして主導的な役割を果たしている⁵⁴⁾。M&A取引金額750億ドル、「次世代型のM&A」といわれた超大型M&A案件⁵⁵⁾

の成否には、ドイツ産業界の盟主であるダイムラー社の威信がかかっており、1993年に同社ニューヨーク上場の際に主幹事を実質的にゴールドマンサックスに奪われたドイツ銀行にとっても、失地回復の好機となった⁵⁶⁾。

4. 米投資銀行市場における活動

ドイツ銀行の米国市場進出は、他の欧州大手銀行と比べても遅い。ニューヨーク支店の設置は1978年で⁵⁷⁾、1980年代前半にかけて全米の主要都市に支店を展開した。1984年にアトランティック・キャピタル社 (Atlantic Capital Corporation) から改称した投資銀行現法ドイチェバンク・キャピタル (DBCC) は、ドイツ企業関連案件が中心で米大手投資銀行に比べれば目立った業績はなかった。しかし、1980年代後半、1980年代後半にグラス・スティーガル法⁵⁸⁾の緩和が進むと、米投資銀行拠点の増強に動くことになった。MG は、米国に証券子会社 C. J. ローレンス (Cyrus.J.Lawrence : CJL) を擁し⁵⁹⁾、M&A 専門投資銀行グリーチャー・アンド・カンパニー (Gleacher & Co.) に出資していた⁶⁰⁾。ドイツ銀行は、MG のこれら拠点を取り込むことで、米投資銀行市場への本格参入を果たしたのである⁶¹⁾。

1993年、ドイツ銀行は、米国統括持株会社のドイツ銀行北米会社 (Deutsche Bank North America : DBNA) の下で DBCC (米国債取引子会社を含む) と CJL を合併し、新たなセクション20子会社、C. J. ローレンス/ドイチェバンク・セキュリティーズ (C.J.Lawrence/Deutsche Bank Securities : CJLDBS) を誕生させた⁶²⁾。DBNAは、CJLDBSを「高品質投資銀行(high quality investment bank)」として、米国で活動するドイツ大企業のみならず、米大企業が発行する株式・債券を引受け、それを米投資家に販売することを営業目標としていた。CJLDBSは、必然的に米大手投資銀行に勤務する米国人をスカウトし、早期に投資銀行部門を拡充することを目指した。

CJLDBSは、ドイツ企業が発行する証券の引受シンジケート団に積極的に米大手投資銀行を招き入れ、その見返りに CLJDBS が当該投資銀行案件への参加要請を受ける方法をとった⁶³⁾。ドイツ銀行は、国内大企業の監査役会に多数の役員を派遣しており、それら大企業に米国で資金調達を行うよう勧誘、現地投資銀行と共同で当該案件を遂行するのである⁶⁴⁾。米大手投資銀行が引受団に参加する

案件は、投資家の信認を得やすく販売活動が成功する可能性が高かった。1990年代半ばまで、米大手投資銀行は積極的にドイツ企業が発行する証券の引受幹事団に参加する一方、CJLDBS も多くの米企業の引受案件に参加することができた⁶⁵⁾。しかし、1990年代前半において、CJLDBS は米現地企業向けの株式引受案件で主幹事を獲得することはほとんどなかった。多くの場合、主幹事は現地大手投資銀行であり、CJLDBS はそれが主導する証券引受団の一業者として名を連ねるに過ぎなかったのである。米投資銀行市場に参入して間もないCJLDBS に対しては、米大企業が主幹事の就任を要請することは少なく⁶⁶⁾、主幹事に就任しなければ引受手数料の取り分も少なかった⁶⁷⁾。多数の案件を手掛けることで、個別には少額の利益を積み重ねてゆく方法を推し進めざるを得なかったのである⁶⁸⁾。

1件当たりの収益率は低かったが、投資銀行部門が得た引受手数料はそれに大きく貢献し⁶⁹⁾、DBNA は1993年に4億5,400万ドルの純営業収益をあげた。1990年代半ばまでに、ドイツ銀行はスイスのUBS とともに、欧州勢としては米投資銀行市場で一定の存在感を持つようになっていた⁷⁰⁾。1990年代半ばには、ドイツ銀行は、国際的な金融グループとして最先端の金融商品やサービスを顧客に提供するポジションにあった。世界で最も洗練されたウォール街で競争するという経験値を積み、DBNA のオペレーションは、株式デリバティブ、証券化といった先端の商品を揃えた、ドイツ銀行グループが全世界で提供する先端の金融商品のホームベースのような役割を担うようになっていた。

5. DMG の誕生と統合

1990年代半ば、米投資銀行市場では、商業銀行、投資銀行いずれかの専業ではなく、双方の金融サービスを提供できるハイブリッド型金融機関が台頭しようとしていた⁷¹⁾。その背景には、1980年代から本格化した銀行と証券を厳格に分離するグラス・スティーガル法の緩和があった。特に1996年、セクション20子会社の非適格証券業務収入の上限が25%に引き上げられたのを機に⁷²⁾、大手銀行は商業銀行業務とのシナジー効果が一段と期待できるようになったのである。こうした動きのなかで、欧州の大手ユニバーサルバンク、特にドイツ銀行とスイスユニオン銀行(Union Bank of Switzerland : UBS)、スイス銀行(Swiss Bank Corporation : SBC)は、近い将来、クレディスイスに次いで米投資銀行市場で高いプレゼンス

を実現し、米大手投資銀行の競合者になると見なされていた⁷³⁾。

大手投資銀行といえども、大手商業銀行に比べれば資産規模や資本金、オペレーションの厚みという点では不足感が否めなかった。大手商業銀行は、規模の経済を活かし市場の低迷期でも競争力を維持するとともに、豊富な資金力を後ろ盾に全世界で証券会社、投資銀行を買収し、最先端のトレーディングシステムを構築することができた。とはいえ、大手銀行でさえ、投資銀行業務では不可欠な案件の職務執行能力 (execution capabilities) を十分持ち合わせているとはいい難かった。ウォール街の投資銀行に勤務する人材に求められるのは、「顧客との関係 (client relationship)、つまり自らの能力や実績を信じ頼ってくれる顧客を多く抱えていること」と「案件を執行・完了させる能力 (ability to execute deals)」といわれていた⁷⁴⁾。金融グローバル化が進み規制緩和で銀行・証券業務の垣根が低下するなか、1990年代半ばから大手銀行は、証券引受、M&A 助言、証券化といった投資銀行サービスの強化を目指し、それら業務を専門とするハイプロファイルな人材の採用を積極的に行うようになった。

1990年代後半、DMG は、法外な報酬と条件⁷⁵⁾で「人材を買いあさる業者」として、ウォール街各社から批判的になっていったほどである⁷⁶⁾。1996年までにDMG が米証券業界から採用した人材は、株式・債券業務を中心に600名以上にのぼり、経営の中枢に外部出身者をあてていた⁷⁷⁾。その時点で、DMG は人材の採用や管理において、完全な米国流の経営を貫くようになっていたのである⁷⁸⁾。

1996年からは、産業セクター別の投資銀行チームを立ち上げ、株式・債券引受、M&A 助言といったサービスを一元的に提供する体制を整えた。情報・通信・メディア、医療・ヘルスケア、金融を重点セクターに定め、大手投資銀行から第一級の人材を各チームの長に迎えている⁷⁹⁾。特にモルガンスタンレーから採用したフランク・クアトローン氏を中心に1996年4月にスタートしたテクノロジーチームは、ほぼ全員がモルガンスタンレーから移籍する形で1997年1月末時点で約90名 (うち営業を担当するインベストメントバンカー約40名、アナリスト約30名) に達した。モルガンスタンレー時代、同氏のチームは年間2億ドルの営業収益 (1995年) をあげるほどの、いわば「稼ぎ頭」であった。1997年1月までの9ヶ月足らずで当該チームは、新規株式公開やM&A 助言など70の案件を獲得している⁸⁰⁾。

また DMG は、1996年には株式・債券業務に加え、証券化、デリバティブを専門とする人材の採用を積極化し、様々な案件を獲得することに成功している。1994年7月、ドイツ銀行は3億ドルを投じ、世界の主要金融センターに証券化部門を新設し、グローバルレベルで案件に対応できる体制を整備している⁸¹⁾。またこれに伴い、1995年から2年ほどをかけ、証券化業務の専門家を30名から40名採用している。1998年5月に住宅ローン債権を証券化したのに続き、同年8月、ドイツ銀行はドイツ金融機関としては初めて総額42億6,000万マルクの資産担保証券 (Asset Backed Securities : ABS) を発行した⁸²⁾。デリバティブ部門は、1994年8月にシカゴの先物オプション会社オコーナー社 (O'Connor & Associates) などから人材を採用して専門チームを結成、業務体制の整備が始まった。当時「トリプル A」の最高格付けを有するドイツ銀行の信用力を利用し、デリバティブ取引を有利に進めた。

しかし、優秀な人材を雇用するためのコストは DMG に重い負担を強いた。1997年1月から9月の投資銀行部門の費用対収益比率は80%に上昇していた⁸³⁾。例えば、クアトローン氏のチームに対しては、年間2,000万ドルのギャランティが与えられ、さらに案件獲得で得た利益の半分はチームメンバーが分配するといった契約であった。人材獲得のための重いコスト負担は、次に述べる1998年の組織改革の一因ともなったのである。

DMG の収益は拡大を続け、1997年の純営業収益は上期だけで22億ドル、同年の最終利益は4億4,400万ドルに達した⁸⁴⁾。1980年代に米投資銀行業界の首位を独走していたソロモン・ブラザーズを凌駕する水準であり、DMG の業績は順調に推移していたといえる。しかし、1998年初め、ドイツ銀行は DMG を銀行本体に統合する計画を発表、同社はドイツ銀行グループの5つの部門の1つである、グローバル・コーポレート・アンド・インスティテューショナル・グループ (Global Corporate and Institutional Group : GCI) のさらに下部組織である、投資銀行及びリレーションシップ・マネジメント部門 (Investment Banking and Relationship Management) に移管され、ドイツ銀行投資銀行部門の一部として完全に組み込まれることになった⁸⁵⁾。ドイツ銀行は、DMG の独立性を長く認めることはなかったのである⁸⁶⁾。この組織変更の直接の契機は、アジア通貨危機の発生により、DMG の業績が一転悪化したことである。1997年第3四半期まで

DMGは業績好調を維持したが、同年の利益の大半が第4四半期に消滅し、グローバル市場部門の利益は大きく減少した⁸⁷⁾。

大型案件の獲得により、1997年の米株式・債券引受主幹事ランキングでは、DMGは前年の20位から17位に浮上するなど、着実に欧米資本市場でのプレゼンスを高めていった⁸⁸⁾。しかし、その時点においてDMGの経営目標は、「20世紀中に米投資銀行の中で上位10位以内の地位を固める」といったものであった⁸⁹⁾。なりふり構わぬ人材集めによって投資銀行業務の一部分野で華々しい業績はあげられたが、これを見る限り、1990年代後半の段階においては、DMGがなお米大手投資銀行の後追いをするという構図に大きな変化はなかったのである。

ただそれでも、1995年に米投資銀行市場に誕生したDMGは、米国流の経営手法を採用して米大手投資銀行から多数の投資銀行家を引き寄せ、株式・債券引受やM&A、証券化といった分野で業務体制を整えるのには成功したといえよう。そして、実績の量では米大手投資銀行には及ばなかったものの、その高度な専門性を活用して、数々の米大企業の資金調達案件に関与することができた。またDMGは、米投資銀行市場で親銀行本体とはほぼ独立的に発展し、独自のカルチャーを持つ「米国の投資銀行」になりつつあった。

1990年代、ドイツ銀行内部では米国事業は副次的な位置づけであり、Kobrak〔2007〕が指摘したように、極めて米投資銀行に近い経営手法を採用したDMGも、銀行全体を変えるほどの存在とはならなかった。しかし、1990年代を通じてMGを中核に国際投資銀行部門を育成し、特に米投資銀行市場でDMGを打ち立て、体制を整備し業務の経験値を積んだことは、次世代の国際投資銀行の展開には大きな意味があったのである。それが、1998年に買収した米投資銀行のBTを円滑に取り込み、米大手投資銀行に遜色ない実績をあげる基盤となったということであろう。

また、DMGを中核に国際投資銀行業務を拡大したことは、ドイツ銀行本体にもさらなる経営改革をもたらした。ドイツ銀行の「企業文化の変質 (cultural transformation)」が起こったのは、DMGが誕生した1995年だったとされている⁹⁰⁾。例えば、1995年以降5年間だけを見ても人材評価システムの変化は目覚ましかった。グローバル案件における部門間の収益配分交渉は当初は試行錯誤だったが、2000年代に入る頃には抵抗なく受け入れられ、同行に定着していた。米投資銀行

が採用する業績連動型のストックオプションも1998年に導入され、間もなく米国並みの機能を持ち、十分に採用企業の従業員の士気向上に寄与するようになった。

Ⅲ 英マーチャントバンク買収の意義

1. MG 統合の背景

1998年春、DMG がドイツ銀行本体に統合されたことに対し、市場は同行の「国際投資銀行戦略の挫折」あるいは「ユニバーサルバンクへの回帰」といった評価を下した。アジア金融危機が DMG にもたらした損失は高々数億ドル程度であり、例えば、銀行本体のアジア向け不良債権に伴う損失に比べれば財務上の影響は小さかったはずである⁹¹⁾。市場が指摘したように、ドイツ銀行は1990年代に掲げた国際投資銀行業務の拡充という方針を、見直し変更しようとしていたのであろうか。

ドイツ国内の銀行市場では、貯蓄銀行、振替中央機関の占有率が高く、20%を超える ROE を実現していた英銀などに比べると、1990年代、ドイツ銀行リテール金融部門の ROE は一ケタ台後半と大きく見劣りしていた。そうした当時の状況に鑑みれば、当時の投資銀行部門出身のプロイヤー頭取の下、1990年代後半までに投資銀行部門を中核としたグループ戦略に転換するという選択肢があつてよかつたはずである。当時、同じ欧州銀行大手のスイス銀行 (SBC) は、マルセル・オスペル CEO⁹²⁾ の指揮で銀行本体を投資銀行化する大規模な組織改革を進め⁹³⁾、1997年末には、同国銀行最大手のスイスユニオン銀行 (UBS) を事実上買収し、投資銀行及び資産運用部門を中核とした欧州最大の金融グループ UBS (United Bank of Switzerland) となった。そこまで大胆でなくとも、当時のドイツ銀行には、商業銀行に投資銀行の文化を植え付けつつ、両部門の一体化を目指すといった選択肢はあり得たであろう。

また、1990年代後半、ドイツ銀行を取り巻く環境は一層の変化をとげていた。それは第1に、ドイツ企業の一層のグローバル化の進展である。例えば、ダイムラー・クライスラーの誕生は、1990年代に相次いだグローバル合併の典型例となった。ダイムラーは、ドイツ国民の誇りである「ベンツ」を社名から消してまで、

地球規模の競争に打ち勝つためにドイツ企業の枠内に留まることに妥協しなかった。第2に、不況の長期化に伴うドイツ企業への影響力の低下である。度重なる銀行の不祥事により企業に対する指導力は低下し⁹⁴⁾、その一方で、長期にわたり資金を固定化しなければならない株式持ち合いは銀行経営の負担となっていた。大企業が資金調達の間を米国市場を中心とする国外に求めるなか、長年の取引関係 (relationship) に頼るだけでは、金融案件は獲得しづらい状況になろうとしていた⁹⁵⁾。DMG が実績を伸ばすにつれ、ドイツ銀行行内では、高度な投資銀行サービスを提供し高額な手数料を得るハイ・マージン・ビジネスを人材・組織を含めいかに育成するかが検討されるようになり、グローバルな投資銀行ビジネスを再構築する気運が高まった⁹⁶⁾。そして、「メインバンク制度の下、資本参加を通じて顧客企業をコントロールし、リレーションを重視する営業」から、「高度な資金調達方法や適切な経営戦略を提案し手数料を得る」というペイ・フォア・サービス (pay-for-service) 型のビジネス、並びにトレーディングを志向するようになった。1988年に国際業務を営む銀行に対し導入されたバーゼル規制 (自己資本比率規制) などを契機に、投資銀行部門は、多くの銀行にとって手数料という資産を増加させずに利益を増やす重要な手段ともなっていたのである。従って、1998年の DMG 統合時点においても、投資銀行部門の縮小などは検討されてはいなかったであろう。

DMG 統合の背景には、業績悪化以外にも外部専門家の大量採用に伴う人件費負担、報酬格差に対する商業銀行部門の反発や、業績の急拡大に事務・会計システム・株式取引決済といったバックオフィス機能が追いつかなかったという事情もあったとされている⁹⁷⁾。また、DMG の銀行本体への統合は、結果よりもプロセスを重視する銀行カルチャーにおいてはやむを得なかったとの見方もある。経営の独立を認めた上で、ピーター・ヤング事件、ニコラ・ホーリック事件といった不祥事⁹⁸⁾が発生したことを見ても、ドイツ銀行の DMG に対するコントロールは効かなくなっていたことがうかがえる。

この組織変更には、DMG を銀行本体に取込むことで、部門の規律を含め高いクオリティを持った投資銀行部門を構築し直すという戦略的な意図があったとする指摘がある⁹⁹⁾。この大規模な機構改革後は、クレディスイスの CEO を歴任したヨゼフ・アッカーマン氏が GCI の全ての業務について経営責任を負うことに

なった。新体制では、アッカーマン氏が投資銀行部門を管掌することで、同部門の責任が明確となりアカウントビリティが高まることになった¹⁰⁰⁾。膨大なコストと労力を払いながら10年近くを費やし育成した高収益部門を自ら台無しにしてしまう行為とも受け取れかねないDMGの銀行本体統合は、ドイツ銀行経営陣からすれば、むしろ投資銀行業務の仕切り直しであり、次世代の部門発展に向けた体制の再構築に向けた動きだったとも捉えられよう。

2. 1990年代の経営課題

本論文の冒頭述べたように、ドイツ銀行の本格的な国際投資銀行業への参入と目されたMG買収は、1998年春にDMGが同行投資銀行部門に統合されたことに鑑みて、「結局、ドイツ銀行の投資銀行部門を強化するには至らなかった」というのが、Kobrak〔2007〕やSchwarz〔2003〕の見解であった。しかし、まず、1990年代前半におけるMGの好業績は、1990年以降の旧東独進出に伴い抱えた多額の不良債権と銀行本体の業績悪化を少なからず補った。1995年、MGとドイツ銀行投資銀行部門が統合してDMGが誕生すると、投資銀行拠点は主要な国際金融センターのみならず新興国にまで広がり、グローバルレベルの証券引受・販売体制を整えて、ドイツテレコムの新規公開をはじめグローバル案件にも対応できるようになった。さらに、米国においては、株式デリバティブ、証券化といった先端的商品のホームベースを構築し、それを欧州・アジアなど世界中の投資銀行ビジネスに活かすことができた。1990年代後半には、投資銀行としての基本的な機能や能力は、米大手投資銀行に遜色ないものとなっていたであろう。これらを見ても、MG買収に対する否定的な見解は必ずしもあたらないと考えるのであるが、その意義についてより重要なのは、1990年代を通じMGを中核とした国際投資銀行業務強化への取組みの中で、次世代のさらなる発展に向けた経営課題が明確となったことである。

その第1は、例えば、米大手投資銀行という異文化出身の人材を、いかにドイツ銀行グループの一員として同化させるかということである。これは、DMGが常に抱えていた最優先の経営課題だったといってよい。1990年代後半には、外部人材を大量に採用して部門を構築する手法に限界が指摘されるようになった。個々の人材が優秀でも、組織へのシンパシーも部門間の連携もない単なる「ブテ

ィック（専門家）の集団」であるならば、そのような組織は顧客からは支持されない。例えば、ある米国企業の経営トップは、「多くの顧客は自らの資金調達やM&Aのニーズを具体的な案件に結び付け執行してもらう前に、投資銀行としてのカルチャーに共感した上で案件を依頼するものである¹⁰¹⁾」と述べている。顧客企業が投資銀行に求めることで重要なのは、高度な専門性を持った社員が1つの企業文化の下で協調し合い顧客に最高の金融サービスを提供することへの安心感だということである。

DMGにおける人材管理が問題となったことを教訓に、プロイヤー頭取は、この問題に対応すべくそれまでのオン・ザ・ジョブトレーニングに基づく画一的で参加者の自己啓発によった教育に替え、新たな教育プログラムの導入を試みている。人材の多国籍化が進み、行内は多様な文化を内包するようになっていたが、特に投資銀行部門GCIでは、全世界の拠点で活動する同僚と同じ知的資産を共有しチームとして業務を行うための教育方法が模索された。1998年には、企業文化の共有をはじめとする社員教育は、バンカーストラスト（BT）買収に並ぶほど重要な経営課題と位置づけられた。ドイツ銀行のミッションやコアバリューに関するステイトメント策定が行われ、それが日々の業務の中で社員に徹底されることになった¹⁰²⁾。

経営課題の第2は、米国に大規模で完成された投資銀行オペレーションを打ち立てることである。もともとMGは、マーチャントバンク大手とはいえ、母国のバブル経済の追い風で業容を拡大していた邦銀系証券現法と大きく変わらない程度の事業規模だった¹⁰³⁾。例えば米国における株式業務は、MGの米国子会社CJLに託したわけだが、その事業規模は小さく同業務の強化には大きく貢献しなかった。MGが出資していたM&A専門投資銀行のグリーチャー社は、1993年5月の成長著しい米在宅医療最大手オルステン社によるライフタイム社買収案件（取引金額6億ドル）¹⁰⁴⁾に見られるような、米国内企業のM&A案件を得意分野としていた。1994年6月のドイツ電機大手ジューメンスのペースメーカー製造部門による米セント・ジュード・メディカル社（フロリダ州）の買収案件など、親銀行による紹介案件も増加した。しかし、同社に対しては、事業規模の小ささやドイツ銀行の米投資銀行戦略における位置づけの曖昧さが指摘されていた¹⁰⁵⁾。

MG規模の証券業者を買収しただけでは、欧州随一の規模を誇るドイツ銀行の

カルチャーを変え、「株式やデリバティブに強い」という評価を得られるまでには至らなかったのである。DMGを設立し株式やデリバティブ業務を強化すべく人材を外部から大量採用したわけだが、米大手投資銀行に比べれば、その事業規模や実績において劣勢は明らかであった。DMGの銀行本体統合に伴い大量の人材が退社し投資銀行部門の生命線が脅かされるとの理由から、ドイツ銀行は1998年に入るや米国の現地投資銀行買収の検討を急ぐことになった。米投資銀行市場での劣勢を克服すべく、ドイツ銀行は、長い業歴と業務実績、大規模なオペレーション、多数の専門家を擁する現地投資銀行を買収し、多額の資金を投じ「時間を買う」ことを選択したわけである。1998年秋、ドイツ銀行は米有力投資銀行BTの買収を発表した。MGは、ドイツ銀行投資銀行部門に多くの経験と教訓をもたらした。それを基に、ドイツ銀行は米投資銀行市場を攻略すべく、BTの買収という次なる行動を起こすことになったのである。以降、ドイツ銀行の国際投資銀行戦略はニューヨークを中心に展開し、2000年代半ばには「世界のリーディング・インベストメントバンク (Leading Investment Bank)」と評されるまでになり、2000年代半ば以降米大手投資銀行も恐れる存在となるのである。

【参考文献】

〔邦文〕

- 今井清孝〔1972〕「ロンドン・マーチャント・バンカー～各行の沿革と活動～（その1）」東京銀行『東京銀行月報』1972年4月
大矢繁夫〔1986〕「西独銀行の対外進出の方向」日本証券経済研究所『証券経済』155号、1986年3月
田中綾一〔2000〕「西欧通貨の交換性回復－ドイツの経済成長とEPUメカニズムの限界の観点から－」『立命館国際研究』13－2号 2000年12月

〔欧文〕

- Clemm, Michael〔1971〕“The rise of consortium banking”. *Harvard Business Review*, 49 (3), May-June, 1971
Krümmel, H. J〔1980〕: German Universal Banking Scrutinised : Some Remarks concerning the Gessler Report. *Journal of Banking and Finance* 4, Mar
Burk, Kathleen〔1989〕*Morgan Grenfell, 1838-1988 : the biography of a merchant bank*, Oxford University Press
Hobson, Dominic〔1990〕*The Pride of Lucifer-Morgan Grenfell 1838-1988 : The Unauthorized Biography of a Merchant Bank*, Hamish
Canals, Jordi〔1993〕*Competitive Strategies in European Banking*, Clarendon Press Oxford
Gall, Lothar et al〔1995〕*Die Deutsche Bank 1870-1995 125 Jahre Deutsche Wirtschafts- und Finanzgeschichte*, C-H-Beck
Schwarz, Friedhelm〔2003〕*Die Deutsche Bank : Riese auf tönernen Füßen*, Frankfurt am Main Capmpus
The Tuck School of Business〔2002〕The DaimlerChrysler Merger, 1-0071
Salama, Alzira et al〔2003〕Challenges and opportunities in mergers and acquisitions: three international case studies—Deutsche Bank-Bankers Trust; British Petroleum-Amoco; ford-Volvo, *Journal of European Industrial Training*, Vol.27 issue 6
Meyer, Richard et al〔2005〕DaimlerChrysler Post-Merger Integration (A) , Harvard Business School, 9-703-417, Dec.1
Kobrak, Christopher〔2007〕*Banking on global markets : Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present*, Cambridge University Press
Deutsche Bank Annual Report, 1989-1999
The DaimlerChrysler Annual Report, 1998
Die Bank, 1989-1999
Euromoney, 1989-1999
The Banker, 1989-1999
Investment and Dealers' Digest, 1989-1999
Harvard Business Review, 1971, 1979

【注】

- 1) 1989年11月のドイツ銀行による英マーチャントバンク、モルガングレンフェル(MG)の買収(買収金額9.5億ポンド)が「第2ビッグバン」の端緒といえる。1990年代に入ると、1992年2月にオランダのABNアムロ銀行が英株式ブローカーのホア・ゴベット

を買収（買収金額8,000万ポンド）、1995年3月にオランダのINGグループが英マーチャントバンクのベアリングスを買収（同10.7億ドル）、同月にドイツのコメルツ銀行が英有力投資顧問会社のジュピター・ティンドールを買収（買収金額非公表）、1995年5月にスイス銀行が英マーチャントバンク大手のSGウォーバグを買収（買収金額13.8億ドル）、同年6月にドイツのドレスナー銀行が英マーチャントバンク大手のクライノート・ベンソンを買収（同16億ドル）、同年7月に米メリルリンチが英株式ブローカーのスミス・ニューコートを買収（同8.4億ドル）している。欧州主要国では国内における異業種間M&Aも盛んに行なわれ、例えば1996年4月にはフランスのクレディ・アグリコールが同国投資銀行のインドスエズ（買収金額非公表）を、1996年8月には、オランダのラボバンクが同国大手運用会社のロベコ・グループを買収（推定買収金額は5億ギルダー）している（各ケースの買収金額は買収側金融機関が発表した額）。買収後、商業銀行は文化の異なる証券・投資銀行部門を融合させ、グループとしてのシナジー効果を実現するべく戦略を模索することになった。

- 2) 例えば、1958年、英アルミニウム製造大手ブリティッシュ・アルミニウム（British Aluminium Ltd）をめぐる、米アルミニウム製造大手レイノルズ・メタル（Reynolds Metals）及び英パイプ製造大手TIグループ（TI Group）の買収攻防戦では、複数のマーチャントバンクが買収側、被買収側のアドバイザーに就き、戦略を指南した。本件は、当時の国際M&A市場におけるマーチャントバンクの活動を象徴する事例である。
- 3) 田中〔2000〕, pp. 144-145
- 4) 今井〔1972〕, pp. 8-9.
- 5) 内外の資本移動に一定の制限を加えるため、内外金利差を平準化させるために徴収する税金。
- 6) 今井〔1972〕, pp. 9-10.
- 7) 1980年代まで英4大銀行の一角を占めたミッドランド銀行（Midland Bank plc）がサミュエル・モンタギュー（Samuel Montagu & Co）を買収するなど、資本力をもってマーチャントバンク業界を侵食する銀行も出現するようになった。ミッドランド銀行は、1992年に香港上海銀行（現HSBCグループ）の傘下に入り、サミュエル・モンタギューは、HSBC投資銀行部門の中核を担った。
- 8) コンソーシアム・バンクに出資し、それに自行の行員を派遣する銀行は、「株主銀行（investor banks）」と呼ばれていた。
- 9) もっとも株主機関によっては、コンソーシアム・バンクに参加して国際業務の拡大を目指したというよりも、その株主として得られる配当や高い投資収益（return on investment）に最大の関心をおいた機関もあった。Clemm〔1971〕, p.132.
- 10) 例えば、ドイツの銀行は東欧市場、イタリアの銀行は米国市場の開拓に関心があった。
- 11) 例えば、英大手銀行のナショナル・ウェストミンスター銀行（National Westminster Bank・現ロイヤルバンク・オブ・スコットランド）は、1967年にロンドンに設立されたコンソーシアム・バンク、国際商業銀行（International Commercial Bank）の中核的存在だったが、系列行のナショナル・プロビシアル（National Provincial）は、他のコンソーシアム・バンク、ロスチャイルド・インターナショナル・バンク（RIB・Rothschild International Bank）に50%出資していた。また、ナショナル・ウェストミンスターは、オリオン・グループの創設メンバーの1つでもあったまた、フランスのクレディリヨネは、前出ユーロパートナーズの中核メンバーだったが、パリのフランスアラブ銀行連合（Union des Banques Arabes et Françaises）の大株主でもあった。アラブ

- 銀行連合のロンドン子会社ユバフ・リミテッド (UBAF Ltd) には、EBIC の中核メンバーである英ミッドランド銀行が出資していた。このように参加金融機関は、必ずしも1つの連合体にコミットすることはなく、平然と他の連合体にも関与していた。Aronson [1976], pp.46-48.
- 12) 例えば、ユーロパートナーズに参加したローマ銀行は、それまで参加していた国際連合銀行 (United International Bank) を脱退し、クレディリヨネとコメルツ銀行が創設メンバーだったロンドンの国際商業銀行に参加した。また、ナショナル・ウェストミンスターは、オリオン・グループに参加した後に国際商業銀行から脱退した。The Banker, Aug, 1973, p.903.
- 13) そのために、例えばドイツ銀行は、ロンドン進出の際にも、当初は事務所の開設で妥協せざるを得ず、当地での支店開設は、他のドイツ大手銀行や邦銀よりも遅い1976年にずれ込むことになった。The Banker, Jul, 1977, pp.73-75.
- 14) 1970年代初め、ロンドンに勤務するコンソーシアム・バンク社員の場合、年間給与は概ね15,000ポンドから25,000ポンド、国際案件で活躍する投資銀行部門の専門家で上限10万ドルといった水準であった。経営陣向けのストックオプションなど案件に対しその貢献度で給与や賞与を変動させる報酬制度を導入するコンソーシアム・バンクもあったが、多くの場合、報酬支払いは現金で行われていた。Clemm [1971], p.133.
- 15) The Banker, Aug, 1974, p.941.
- 16) 1980年に存在したコンソーシアム・バンク280社のうち、少なくとも37社が事実上解散状態になっていた。Jacobsen and Tschoegl [1997], p.6.
- 17) The Banker, Aug, 1974, pp.945-946.
- 18) 欧州投資家が投資対象として好んだ銘柄の条件として、今井 [1972] は次をあげている。①当該企業の名前、特にその製品が国民に広く知れ渡りブランドを確立していること (家庭用品や耐久消費財)、②当該企業が投資家に人気の産業セクターに属していること、③当該企業が地域的なつながりを持ち、欧米地域に多額の投資を行っているもの、④財務状況が良好なもの、⑤国際的に知名度の高い会計士、弁護士あるいはマーチャントバンクを顧問に持つもの。今井 [1972], p. 26.
- 19) 1967年、JP モルガンがパリの投資銀行 JV 「モルガン・エ・シー (Morgan et Cie)」の持分の大半をモルガンスタンレーに売却したのに伴い、「モルガン・エ・シー・インターナショナル」として再編成された。
- 20) 北米ビジネスでは事業撤退なども経験している。例えば、1952年にカナダ・トロントの金融業者ハリス社 (W.C. Harris Co.) と設立した JV は、当初の業績こそ好調だったものの、合弁相手との利害の不一致が顕在化、ハリス社創業一族の後継者問題も絡み、当該 JV への出資縮小を余儀なくされている。
- 21) MG、SG ウォーバード、クラインオート・ベンソン、ベアリングス、ロスチャイルドの英大手マーチャントバンクの年次報告書によれば、1993年末現在、MG のアジア地域の拠点数は、東京、香港、シンガポール、ソウル、クアラルンプール、バンコク、ジャカルタ、マニラ、ニューデリー、ホーチミンの10ヶ所で、ベアリングスの13ヶ所に次いだ。南米の拠点数は、ボゴタ (コロンビア)、プエノスアイレス、サンパウロ、サンチアゴ (チリ)、キトー (エクアドル)、リマ (ペルー)、カラカス (ベネズエラ) の7ヶ所で大手5社中最多、また東欧・CIS 諸国でも、ワルシャワ、モスクワ、アルマトイ (カザフスタン) の3ヶ所で大手5社中最多となっている。
- 22) 1838年、米銀行家ジョージ・ピーボディが経営する JP モルガン (J.P.Morgan & Co.

- ・現 JP モルガンチェース)」のロンドン支店が MG の起源となっている。1904年、エドワード・グレンフェルがパートナーとなり、ロンドン支店を「モルガングレンフェル・アンド・カンパニー (Morgan Grenfell & Co.)」として別会社化、同社は長く JP モルガンの関連会社として活動することになった。同社は、1920年代から先端的なコーポレートファイナンス会社として業容を拡大し、欧州産業界の再建と発展に大きく貢献した。1933年に JP モルガンが株式の33%を売却して以降、MG は経営の独立性を高め、1982年には JP モルガンと完全に分離独立した。Burk, Kathleen [1989] *Morgan Grenfell, 1838-1988: the biography of a merchant bank*, Oxford University Press, pp.150-155.
- 23) 合意内容は、ドイツ銀行が1株5ポンド50ペンスで MG 株を取得するというもので、全株を取得した場合の買収総額は9億5,000万ポンド (1989年11月27日の換算相場で約14.8億ドル・約26.4億マルク・2,120億円)であった。ドイツ銀行は、1984年に MG の株式4.99%を取得して以降、過半数取得の機会をうかがってきたが、MG 経営陣が他社資本からの独立に固執し、「協力関係」以上の関係には発展しなかった。それが、フランス大手銀行インドスエズからの敵対的な買収攻勢に遭うと (インドスエズの持株比率はこの時点で14.9%)、MG はそれを阻止するために友好的な相手が買収に名乗りをあげる「ホワイトナイト」を求めた。当初英大手銀行パークレイズの投資銀行部門パークレイズ・デ・ズード・ウェッド (BZW・現パークレイズ・キャピタル) がその候補にあがったが合意に達せず、ドイツ銀行と交渉することになった。ドイツ銀行はこの時点で MG 株の30%弱を取得していたが、インドスエズが自社持分14.9%の売却を発表すると、イングランド銀行はドイツ銀行による MG 買収を認可した。
- 24) 当時、金融の新技術はまず米国で開発され、それが英国を通じ欧州大陸に移入されるという順路で国際金融市場に普及していたが、ロンドンの MG を通じ、欧州他行に先んじて新金融技術を入手し商品に組み込めることも期待された。Kobrak [2007], pp.344-345., Schwarz [2003], p.109.
- 25) 当該経営改革の柱は、①提供するサービスの拡充を通じ株式トレーディングにおけるポジションを強化する、②強力な国際化の推進、特に成長力の高い国際市場への進出を通じ、預金・貸付など伝統的な商業銀行業務の一層の拡充する、③新たなビジネス分野への進出及び新たな販売チャネルの活用を通じタリテール銀行業務におけるドイツ銀行の役割の強化、④グループの活動を量及び質の側面から補完する重要な要因として、電子データプロセッシングの適用で全てのビジネスラインを拡充する、の4つであった。Canals [1993], pp.97-100.
- 26) ドイツ銀行は、1986年から1989年10月までの3年間、国外金融機関の買収に約13億マルク (1988年末の換算レートで7.3億ドル) を投じている。Euromoney, Jan, 1990, p.34.
- 27) 1980年代後半は、ユーロ債引受業務においてもバブル経済で勢いのあった日系証券会社に優位に立られる状況にあった。1986年と1987年のユーロ債引受ランキングは、【1986年】第1位：クレディスイス・ファーストボストン (引受額199.7億ドル・シェア11.1%)、第2位：野村証券 (同147.5億ドル・8.2%)、第3位：ドイツ銀行 (同120.8億ドル・6.7%)、第4位：モルガン・ギャランティ (同98.4億ドル・5.5%)、第5位：大和証券 (同89.6億ドル・5.0%)、【1987年】第1位：野村証券 (引受額191.9億ドル・シェア13.6%)、第2位：クレディスイス・ファーストボストン (同93.9億ドル・6.6%)、第3位：ドイツ銀行 (同82.3億ドル・5.8%)、第4位：日興証券 (同80.2億ドル・5.7%)、第5位：山一証券 (同77.0億ドル・5.4%)、となっている。Investment and Dealers' Digest, Jan.11, 1988, p.38.

- 28) 1989年のユーロ債引受実績は72件だが、企業を相手とする社債はわずか26件（引受額ベースで21.4%）しかなかった。金額ベースでは国際機関債が41.6%を占めていた。*Euromoney, Jan, 1990, p.36.* ところで、1990年代に入り、ドイツ債券市場の拡大が顕著となると、国際機関はドイツマルク建て債券の発行を積極化している。例えば1993年には、世界銀行がグローバル債30億マルクの大規模発行を実施、ドイツ銀行は米ソロモンブラザーズとともに共同主幹事に就任している。1992年から1993年にかけての欧州通貨危機では、英ポンド、スウェーデン・クローナ、スペイン・ペセタ、ベルギー・フランが売られ、欧州随一の経済大国となったドイツのマルクが買われた。欧州共同体（EC）加盟国通貨のうち弱い通貨を補強するためにも、世界銀行は、強いドイツマルク建てで資金調達し、資金供給する必要に迫られたのである。*Investment Dealers' Digest, Sep.20, 1993, p.11.*
- 29) DBCM は、1987年に1,320万ポンド（3,900万マルク）の赤字を計上、その後も1988年は370万ポンド（1,190万マルク）、1989年は70万ポンド（190万マルク）の各々赤字となっている（1985年、1986年の純損益額は非公表）。特に1986年のイタリア自動車大手フィアット株の引受・販売の失敗に伴う巨額損失事件（引き受けた債券の大量の売れ残り）は、DBCMの業績悪化の最大要因の1つであった。引き受けた株式が売れ残るという失態は珍しくはないが、ドイツ銀行の場合、国外子会社における巨額損失の責任の所在が曖昧とされてしまったことが、国際金融界から批判されることになった。ドイツ銀行は、売れ残ったフィアット株を投資勘定で長期保有することにし、その時点で同行のフィアットに対する出資比率は2.5%となったが、これはDBCMから同社救済のため肩代わりした結果だった。本件に伴うドイツ銀行の帳簿上の損失は数億ドル単位だったと推定されている。*Deutsche Bank Annual Report, 1985-1989, Euromoney, Jan, 1990, pp.43-44.*
- 30) 当時のドイツ銀行は、DBCMに独立性を認めて業務上の責任を負わせることよりも、フランクフルト本社が世界各拠点を集中管理することに重きをおいていた。
- 31) 1971年、ドイツ銀行はスイスユニオン銀行と合弁で米国に投資銀行UBS-DBコーポレーションを設立、1978年にはUBSの持分を買取り、100%子会社「アトランティック・キャピタル」とした。1985年、これを「ドイチェバンク・キャピタル・コーポレーション（DBCC）」と改称している。
- 32) DBCCの1980年代後半の純損益は、1985年350万マルク、1986年720万マルク、1987年680万マルク、1988年▲90万マルク（赤字）、1989年非公表となっている。*Deutsche Bank Annual Report, 1985-1989*
- 33) MGは、既に1980年代前半に手数料収入を強化する方針を打ち出し、これに伴いコーポレートファイナンス部門を強化していた。コーポレートファイナンス部門が全社に占める純営業収益の比率は、1982年の15%から1984年に24%、1985年には32%へと大幅に拡大している。その一方で商業銀行業務の比率は、同期間で69%から52%、44%に低下している。*Burk [1989], p.277.*
- 34) MGは、帝政ロシア時代から対ロシアビジネスの開拓に積極的だった。第2次世界大戦後の東欧・ロシアビジネスは、1970年代初頭に再開されている。ロシア語を操れる人材を多数採用し、まず東欧市場に進出、ハンガリー政府によるユーロ債発行2件の共同主幹事として引き受け、旧コメコン（経済相互援助会議）諸国向けの6,000万ドルのシンジケートローンに参加するなどの成果をあげた。1971年には、英国の輸出信用保証局（ECGD）がソビエト連邦向けの資本財輸出に対し2億ポンドの資金を供与した際、モ

- スクワ・ナロードヌイ銀行と MG の代表者が並んで与信契約の調印式に臨んだのを機に、1972年以降当面は英国とロシアの貿易取引の5分の4に MG が関与することになったとされている。Hobson [1990], pp.145-147., *Euromoney*, Jan, 1990, pp.36-37.
- 35) 当時収益力で MG と伍していたマーチャントバンクはベアリングスであるが、1人あたり収益額を見ると、ベアリングスの30.3万ドル(1993年末)に対し MG は60.1万ドル(1994年末)とほぼ倍の水準となっている。ドイツ銀行をはじめ、第2次ビッグバンにおいてロンドンの証券業者を買収した欧州大陸の主要5行の平均ROE7.2%、ROA 0.35%と比べれば、MG の収益性の高さは際立っていた。
- 36) 業容拡大に伴い、MG の社員数は、1975年558名、1980年713名、1985年1,144名と増加し、1987年は2,057名に達したが、1987年10月の米国のマーケットクラッシュ(株価大暴落)を機に、人員削減を実施、1988年は1,658名まで減少している。Burk [1989], p.283.
- 37) 単独株主であるドイツ銀行による経営監視は行われるものの、MG の CEO は、獲得する案件や運営に関わる諸々の事項について、同行役員会の伝統であるコンセンサス方式に従い全会一致の支持を取り付けることなく、独断で素早く決定できる立場にあった。MG に独立性を認め経営の裁量を与えたのは、コッパー頭取の判断である。頭取就任前に投資銀行部門を統括していた同氏は、同業務において迅速な意思決定が重要であることを痛感していたとされる。また、かつての DBCM のフィアット株引受の失敗などを教訓とし、投資銀行部門の活動における責任の所在を明確する意図があった。*Euromoney*, July, 1998, p.42., Jan, 1990, p.33.
- 38) MG グループの1992年決算は、純利益5,650百万ポンド、資産総額は前年比24.8%増の97億ポンド(236億マルク)となっている。*Deutsche Bank Annual Report, 1992*, pp.57-58. 特に銀行本体から部門を移管された M&A 助言部門は、1991年の英国助言業務で首位となるなど高いプレゼンスを実現していた。MG は、特に株式公開買付 (takeover bid : TOB) の助言業務を得意としていた。米国、アジアでは、MG の出資先である M&A 専門投資銀行 Gleacher & Co.Inc. が MG と連携し、良好な業績をあげつつあった。*Deutsche Bank Annual Report, 1991*, p.22.
- 39) *Deutsche Bank Annual Report, 1993*, p.30. ドイツ銀行グループ(連結)の税引前利益は、1992年が40億5,000万マルク、1993年が52億6,600万マルク。これに対し、MG の税引前利益は、1992年が3億8,031万マルク(1億5,560万ポンド:1992年末の換算レート1£=2.444185DMで換算)、1993年が6億487万マルク(2億3,580万ポンド:1993年末の換算レート1£=2.565195DMで換算)と、ドイツ銀行グループ税引前利益の、1992年は9.4%、1993年は11.4%を占めることになる。特に資産運用部門モルガングレンフェル・アセットマネジメント(MGAM)の利益は過去最高を更新し、運用資産も283億ポンドと前期比38%増加した(預り資産のうち65%は英国外の顧客資産)。本決算では東南アジア部門も過去最高の利益を計上するなど、ドイツ銀行との提携メリットを發揮するようになっていた。
- 40) 1993年12月末の外国為替レート:1英ポンド=2.56ドイツマルク。この年、同社はドイツ銀行に対し1億ポンドの配当金を支払っている。1990年代前半、東西ドイツ統一に伴う旧東独向け貸付が急増し経費負担や不良債権が増加していたが、グループ収益が悪化した分を投資銀行部門が少なからず補う状況となっていた。
- 41) 1994年は主に、同年夏の債券相場急落に伴い3億6,900万マルクの債券ポジションの損失を計上したこと、1995年は管理費用の増加、旧東独向け貸付の貸倒引当金繰入損の

増加で税引前利益が大幅に縮小、ROEは13~14%台に低迷した。

- 42) *Euromoney*, Jun, 1992, p.25. デリバティブ、シンジケートローン、ストラクチャー・ファイナンス(複雑な仕組み商品を使った資金調達)という先進的な資本市場商品を取扱う。同本部の陣容は430名であり、そのうち170名は国外に配置された。
- 43) 1990年代に入り欧州株式の発行額は増加傾向が続いていたが、1980年から1991年まで、ドイツ銀行の欧州株式主幹事実績は37件(総額52億ドル)と、ゴールドマンサックスの168件(総額195億ドル)には遠く及ばなかった。しかも、37件の大半は歴史的に取引関係の長いドイツ大企業の発行案件であり、新規取引先の開拓はほとんど進んでいなかった。当時、欧州株式引受業務は、米大手投資銀行の独占状態に近かったのである。しかし、1980年代後半から米国企業が欧州で新規株式公開(IPO)を行うケースが増加したこと、1988年からの銀行自己資本比率規制(バーゼルI)の導入で銀行が貸出抑制に動いたため、企業の資金調達は資本市場にシフトしつつあったこと、旧東欧地域などで公営企業民営化が盛んになっていたこと、さらに新興国企業が国際金融市場で資金調達を行う例が増え始めていたことなどから、ドイツ銀行は欧州株式業務の将来性を確信していた。*Euromoney*, Jun, 1992, p.28.
- 44) 株式関連デリバティブは最重要項目の1つにあげられ、商品の品揃えや取引管理では米投資銀行などから人材を多数採用した。1991年半ばに米セキュリティパシフィックからジョン・ストマー氏、エクイティデリバティブ部門では米ペインウェーバー証券からマット・セレビュスキー氏を採用した。ドイツ銀行は他の欧州系銀行に比べてもデリバティブ業務の拡大に慎重だったが、1992年、ドイツ銀行と同じく米国で投資銀行事業の拡充を目指すスイス銀行(現UBS)がシカゴの先物・オプション取引会社オコーナー社を買収したのを機に、全世界の拠点で行われるデリバティブの取引帳簿(derivatives book)を一拠点で管理するのではなく、ドルの帳簿はニューヨーク、円は東京というようにオコーナー方式を採用している。*Euromoney*, Jun, 1992, p.29.
- 45) それまでは、ロンドン支店が商業銀行業務を行い、ロンドン現法であるDBCMが資本市場商品を取扱い、他に英DBファイナンス社とドイチェバンク・ギルト社(英国債取引)が各々の専門商品を担当していたが、それら全てが銀行支店に集約された。*Euromoney*, Jun, 1992, p.25.
- 46) 1980年代の英国では、完全なユニバーサルバンク制度をとる欧州大陸諸国とは異なり、イングランド銀行(BOE)が実質的な銀行・証券部門の分離規制を設けていたため、ドイツ銀行は1985年に英国で証券・投資銀行業務を開始する際、100%子会社のDBCMを設立した。しかし1990年代に入り、BOEの銀証分離に対する姿勢が軟化し両部門の一体営業に同意を得たことから、銀行支店への集約が可能となった。例えば、債券発行の場合、低い利回り設定を望む発行体企業と利回りが高かつ安全な債券を求める投資家のバランスを見極めて発行条件の設定を行うのが主幹事業者の役割となるが、そうした条件設定の際にドイツ銀行の後ろ盾は大きなメリットをもたらす。例えば、ドイツ銀行を通じ国内・国外の機関投資家の投資動向を把握し、近く発行される債券の引受を顧客にあらかじめ打診し、その過程で新発債の売れ行きを細かく予測できるために、業者としても有利な値付けが可能となる。また、引き受けた債券が売れ残っても、自己資本比率が10%を超えていたドイツ銀行ならば、そのまま自行のポートフォリオとして保有しても、大抵は大きな負担とはならなかった。
- 47) DMGは法的に会社としては存在しないが、通常の会社同様に役員会(専門委員会)を設置、ドイツ銀行のシュミット取締役を会長に据え、ドイツ銀行から3名、MGから

2名がメンバーに就任した。専門委員会の下には、15名で構成する経営委員会を設け、MGの経営トップだったミカエル・ドブソン氏が委員長に就任した。

48) *Deutsche Bank Annual Report, 1995, p.15.*

49) この金額は、ドイツ国内における過去7年間の新規株式発行額を超える額であった。

Deutsche Bank Annual Report, 1994, p.26.

50) 株式の公募・売り出しを国内外に対して実施するグローバルオファリングの際に、証券の発行・取り扱い業務を引き受ける主幹事会社。複数の証券会社の主幹事となっている場合に、それら複数の会社を代表し統括する役割を持つ主幹事。

51) 本案件最大の難点は、米国の投資家にドイツテレコム株を保有することのメリットを理解させることだった。ドイツテレコムは、通信自由化後競争激化に直面するものの、金融市場では同国通信市場は競争的とは見なされておらず、同社の経営改革がどこまで進むのかについて疑問の声（同社は、果たして経営改革を進め経営効率化を図り、利益成長できるのか）が多かった。また、米投資家には、会計制度、株式公開制度、コーポレートガバナンス、税制、法的な枠組み等々のドイツ独自の制度を理解してもらう必要があった。さらにドイツテレコムに対しては、その是非を含め米国上場をにらんだ米国会計基準（US-GAAP）に則った財務諸表の作成、米証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：SEC）への報告・情報開示義務等々膨大かつ煩雑な手続き、ドイツテレコムの作成する財務諸表をSECに承認してもらうための交渉の支援等々を行う必要があった。ドイツテレコム株は、保険会社、年金基金といった主要な機関投資家のみならず、リテール市場（個人投資家）にも幅広く販売しなくてはならなかった。

52) 上場承認後で株式公開の前に、機関投資家に向けて行う会社説明会。公開時の公募・売り出し価格の需給動向を判断する場ともなる。

53) *Deutsche Bank Annual Report, 1996, p.26.*

54) DMGは、ゴールドマンサックス、ソロモン・スミスバーニーといった米大手投資銀行とともにダイムラー側の買収アドバイザーに就任した（クライスラー側アドバイザーはCSファーストポストとチェスマンハットン）。ダイムラーは、1993年にニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場していたことから、買収相手の企業株式を現金で買い取るのではなく、新会社の株式と交換する株式交換方式による買収が可能であった。買収資金の調達方法を検討する必要もなく、合併諸手続きも円滑に運ぶこととなり、投資銀行の助言業務に多くの労力を払うことはなかった。

55) *Deutsche Bank Annual Report, 1998, p.26.*

56) *International Financial Law Review, Jul.1, 1998, p.15.* ダイムラークライスラー（DaimlerChrysler AG）の誕生は、経営難に陥った企業の救済という従来の合併とは全く異なっていた。両社は本件を「強者同士の結婚」と位置づけ、「真のグローバル企業の誕生」と謳い上げた。製造業では史上最大となった本案件によって、1998年には売上高約2,600億マルク（約155億ドル、約18兆200億円）、生産台数440万台（1998年）、売上高で米ジェネラルモーターズ（GM）、フォードに次ぐ巨大自動車メーカーが出現することになった。

57) この時点でドイツ銀行は、銀行業務と証券業務を厳格に分離していたグラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act・1933年連邦銀行法の銀行・証券兼業規制条項、第16条、第20条、第21条、第32条の4条項）の適用外条項（グラントファーザー条項）が適用され、米国において商業銀行と投資銀行双方の業務に従事することが許される15行の1つとなった。Kobrak [2007], p.319.

- 58) 1933年連邦銀行法の銀行・証券兼業規制条項を指す。銀行・証券兼業規制条項は、① 国債、政府機関債、州・地方債を除き、連邦準備制度加盟銀行本体による証券発行・引受を禁止（連邦銀行法第16条）、②加盟銀行が主として証券業務を営む会社を系列化し親子関係になることを禁止（同第20条）、③証券会社の預金受入れを禁止（同第21条）、④加盟銀行と証券会社の役員兼任を禁止（同第32条）の4つである。このうち、第20条、第32条は、1999年11月のグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）成立に伴い廃止されている。同法成立に伴い、銀行は金融持株会社（Financial Holding Company：FHC）を設立し、その傘下子会社として証券会社・投資銀行を設立することで（銀行もFHCの傘下子会社となる）、投資銀行専業業者とほとんど同じ内容の証券・投資銀行業務に従事できることとなった。
- 59) 1986年12月、MGは、130年の歴史を持ち株式調査能力で定評のあった中堅証券会社のCJLを7,000万ドルで買収することで合意した。その際MGは、同社の買収が国際的な投資銀行及び証券業務を展開するための重要なステップであるとした。CJLは株式取引を中核に、コーポレートファイナンス、M&A助言といったビジネスを展開していた。CJLは1864年創業、買収時には米国の約1,200法人、米国外では250法人を顧客に持ち、運用資産は4.5億ドルであった。*The New York Times*, Dec.12, 1986
- 60) ドイツ銀行は、元モルガンスタンレーの著名投資銀行家が創立したグリーチャー社と手数料分配契約を結んだ上で、同社をドイツ銀行の米国におけるM&A拠点に位置付けた。
- 61) 1991年、米国拠点の統括持株会社、ドイツ銀行北米会社（Deutsche Bank North America：DBNA）を設立し、個別に活動していた米国の各拠点をその傘下に収めた。1990年のMG統合完了の時点で、ドイツ銀行の北米拠点としては、銀行北米支店・事務所（ニューヨーク、シカゴ、ロスアンゼルス、トロント各支店、メキシコシティ駐在員事務所）、DBCC、CJL、トロントの投資銀行子会社があった。DBCCは、1990年にDBCCはプライマリーディーラー資格を取得して、米国債取引部門ドイチェバンク・ガバメント・セキュリティーズ（Deutsche Bank Government Securities, Inc.：DBGSI）を設立している。CJLは1992年末に米DBNAの傘下に入った。*Investment Dealers' Digest*, Aug.29, 1994, p.13.
- 62) セクション20子会社である限り、証券関連業務の営業収益制限、つまり法人向け証券業務から得る収益は、セクション20子会社の「営業収益の10%を上限とする」という制限に服さなければならなかった。しかし、DBCCはプライマリーディーラー業務が営業収益の多くを占めており、株式業務が中心のCJLと合併しても、新会社の証券関連収益は営業収益の10%には達しなかった（政府証券のディーリング業務から得られる収益は、FRBによるセクション20子会社の収益制限の対象外だった）。
- 63) 引受案件を増やすためのこうした戦略について、DBNA会長のジョン・ロールズCEOは「ドイツ企業に対し米国市場で証券を発行することを促し、実際の発行案件にまで持ち込むことこそが、米投資銀行市場においてドイツ銀行の存在を示すよい機会である」と述べている。Kobrak [2007], pp.328-330., *Investment Dealers' Digest*, Aug.29, 1994, pp.14-15.
- 64) 例えば、1994年1月、ダイムラーベンツの米国預託株式（American Depositary Share：ADS）7億ドル（1,725万株）をメリルリンチとの共同主幹事で引き受けた案件は、その典型例である。メリルリンチは、米証券業者としては最大のリテール販売網（当時約600店舗）を展開し、全米で1万数千名のファイナンシャル・アドバイザー（FA）

- を擁しており、引き受けた証券を富裕層、一般個人に大量販売することが可能であった。*Investment and Dealers' Digest*, Aug.29, 1995, p.15.
- 65) CJLDBS の引受案件の増加には、DBNA による ITT コマーシャル・ファイナンス社、GE キャピタル金融部門といった現地ノンバンクの買収も大きく貢献している。例えば、1995年の買収当時、ITT コマーシャル・ファイナンスは、1,800の製造業者、卸売業者を顧客に持っていたが、CJLDBS はその顧客企業に多様な投資銀行サービスを提供したのである。ITT コマーシャル・ファイナンスは、「ドイチェ・フィナンシャル・サービス・コーポレーション」に社名変更した後、小売業者・製造業者向けに主に資産担保貸付を提供した。顧客の40%超はパーソナルコンピュータ関連企業、残りはプレハブ住宅、RV車(キャンピングカー、トレーラーなど)関連企業が占めた。*Investment and Dealers' Digest*, May.8, 1995, p.6.
- 66) 主幹事証券会社とその他の引受証券会社とでは、証券引受するという点では業務に違いはないが、主幹事証券会社は、①上場コンサルティングサービスの提供の有無(上場スケジュールの作成・手続きの進捗管理、監査法人と連携した内部管理体制の整備、上場書類の作成等)、②企業への直接ヒアリングを通じた審査、③証券取引所との対応責任(取引所審査に対する推薦状の発行)、④引受団の組成・引受団構成他社の進捗管理といった業務を負担する必要がある。上場後のフォローとして、増資、株主数増加のための施策、株式分割等上場後の流通市場対策やM&A案件の紹介、企業防衛策の提案といった次のビジネスを獲得する機会にも恵まれるが、例えば、当該企業が上場後に不祥事を起こした場合、主幹事証券会社の審査能力が問われかねないなど、その業務責任は重い。
- 67) *Investment and Dealers' Digest*, Feb.19, 1996, p.12 公募の引受案件では、主幹事証券会社が公募売出し株の半分以上の引受シェアを獲得することが多いため、それと他の引受証券会社では受取手数料の水準は大きく違っている。米有力金融専門誌(*Investment and Dealers' Digest*)によれば、1994年の株式引受手数料(新規公開株、公募・売出株の総平均)は5.324%であるが、その半分以上を主幹事証券会社、それ以外は他の引受証券会社が引受シェアに応じて得ることになる。CJLDBS は米国を代表する企業の証券引受案件にも数多く参加したものの、引受団を構成する証券業者は数十社規模となる場合が多く、CJLDBS の取り分は少額となりがちだった。5.324%の手数料率で10億ドルの公募をした場合、5.324万ドルを引いた9億4,676万ドルが主幹事証券会社から入金される。1995年の株式引受手数料率平均は4.981%である。
- 68) 米証券市場における証券発行案件で、発行額が大規模となる場合、多数の投資銀行が証券引受団を構成するが、例えば1970年当時、それは主に次の4つの階層から構成されていた。①バルジブラケット(bulge bracket)又はスペシャルブラケット(special bracket)：引受団の中で主幹事及びその次に名を連ねる少数の業者、投資銀行でも別格の存在で参加する引受団では常に主幹事となるかそれに次ぐ地位を占めることがほぼ確実視される業者、②メジャーブラケット(major bracket)：バルジブラケットよりも引受シェアが20%程度低いが、ウォール街で発言力を持つ業者、③メジャー・アウト・オブ・オーダー(major out-of-order)：臨時にメジャー業者並みの引受シェアが認められたために墓石広告では番外扱い(out of order)だが、メジャーブラケットの地位を狙う有力業者、④サブメジャー(sub major)：引受シェアではメジャーブラケットの6~7割に留まるが、一般投資家向けの分売能力の高い業者。こうした引受団内のピラミッド構造は、現代まで続いている。*Harvard Business Review*, Mar-Apr, 1971, pp.142-147.

- 69) 1993年決算を踏まえ、ロールズ CEO は、DBNA の営業収益を1990年代末までに4倍に、従業員数を倍に拡大したいと語っている。*Investment Dealers' Digest*, Aug.29, 1994, p.15.
- 70) *Euromoney*, Nov, 1995, p.38-39.
- 71) 1996年末、米大手投資銀行のファーストボストン (First Boston Corporation) は、スイス大手銀行のクレディスイス (Credit Suisse Group) の傘下に入り、1997年からCSファーストボストン (CS First Boston) として営業を開始した。同社の誕生は、商業銀行と投資銀行が融合することで、顧客企業の多様な金融ニーズに対応する試みの象徴として国際金融界の注目を集めることになった。*Investment Dealers' Digest*, Nov.25, p.15.
- 72) グラス・スティーガル法第20条に基づく銀行持株会社傘下の証券会社 (セクション20子会社) が、銀行本体で引受が認められていない証券 (非適格証券) から得る収益を子会社収益の25%まで認めるとする規定。1987年、FRBはその裁量により、JP モルガン、バンカーストラスト (BT)、シティコープ (現シティグループ) に対し、セクション20子会社における非適格証券業務を子会社収益の5%まで認めた。その後、この上限は1989年に10%、1996年に25%に拡大し、1996年の再々引上げ後は大手米銀グループが株式引受やディーリングを含む投資銀行業務を、大手投資銀行並みの規模で展開する際の制度的制約は事実上なくなった (証券子会社には、米国債取引など銀行傘下の子会社でも行える証券業務を移したために、上限計算の分母である「証券子会社収益」が大きくなり、その分、分子の非適格証券業務収益を「上限25%」以内に収めるのは容易になった)。
- 73) *Euromoney*, Nov, 1995, pp.38-39.
- 74) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, pp.20-21.
- 75) DMG が人材採用のために提示した条件には、例えば次のような事例があった。あるトレーダーが DMG に採用された際、年収100万ドルを2年間保証するという契約を結んだ。しかし、そのうちの1年間の大半は世界一周慈善ヨットレースに参加するために費やすので、職場を離れることが初めからわかっていた。それでも DMG は1年分の仕事に対し2年分の報酬を与える約束をしている。*Euromoney*, July 1998, p.35.
- 76) 特に ING ベアリング証券から南米株式チーム60名を引き抜いた際には、ING 側がニューヨーク最高裁判所に訴訟を起こしている。*Investment Dealers' Digest*, Jun.24, 1994, p.14.
- 77) DMG は、米系投資銀行が1994年の債券市場暴落で巨額損失を計上したのを契機に、債券・外国為替・デリバティブなどの主要部門を強化していった。その際、DMG の投資銀行部門長となった元メリルリンチのエドソン・ミッチェル氏 (当時投資銀行部門長) ら、その後のドイツ銀行投資銀行部門を牽引した人材を多く採用している。
- 78) 1996年秋の時点で、DMG の経営委員会には、ゴールドマンサックス出身者2名、メリルリンチ出身者2名、モルガンスタンレー出身者3名が名を連ね、ドイツ銀行出身者は3名にとどまっていた。*Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, p.20.
- 79) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, pp.20-21. 1996年11月には、メリルリンチ、モルガンスタンレー、ゴールドマンサックスの3社、JP モルガンなどから45名のマネジング・ディレクターを採用し、産業セクター別投資銀行チームの長に登用している。
- 80) モルガンスタンレー時代の1995年、このテクノロジーチームは、2億ドルの営業収益を計上している。特に新興のソフトウェア企業、ネットスケープ・コミュニケーションズの新規株式公開案件をはじめ数々のハイテク企業を対象とした投資銀行サービスを手掛けていた。テクノロジーチームの特徴は、案件の開拓にアナリストが大きな役割を負

っていることであった。アナリストとはいっても、1名あたり既存の20~30の銘柄をカバーし、日々銘柄の業績や株価を監視するというイメージではなく、常に新規案件につながるような新興企業を開拓するべく訪問して取材を重ね、その経営・財務内容を把握し成長性を見極めるといった役割であった。案件獲得後は、アナリストが当該銘柄が有望であることを主張、クアトローン氏のテクノロジーチームは市場からの信認が強く、当該チームが手掛けた銘柄は公開後も順調に株価を上げることが多かった。当該チームの案件執行能力は、投資銀行業界随一といえるものであった。例えば、1996年12月、インド・バーン社 (Baan Co. NV) による劣後債2億ドルの発行案件では、ドイツ銀行は単独主幹事を獲得し、マーケティングに1日しかかけなかったにもかかわらず、発行後1週間以内に投資家に販売することに成功した。また、プーマ・テクノロジー社 (Puma Technology Inc) の新規株式公開案件 (売出し額は4,270万ドル) では主幹事を獲得、同行が1997年の同社予想業績を基に設定した公開価格は、44あった候補価格の最高値だったが、公開後同社株は公開価格の倍に上昇している。Investment Dealers' Digest, Feb.3, 1997, p.30., Apr.15, 1996, p.6., Investment Dealers' Digest, Feb.3, 1997, p.30., Investment Dealers' Digest, Feb.3, 1997, p30.

81) *Investment and Dealers' Digest*, Jul.18, 1994, p.5.

82) 固定金利で平均5.867%の企業貸付5,000件を特別目的会社 (special purpose company : SPC) に譲渡し、SPCがこの債権を担保に格付け、期間別に8種の証券を発行している。1998年の住宅ローン証券化では、信用力の高い債権を証券化していたため、販売する証券化商品は9割以上がトリプルAを取得、安全志向の投資家から需要を取り込むとともに、ダブルBクラスの証券も入れ、リスク志向のある投資家への需要にも応えるようにした。

83) *Eurromoney*, Dec, 1999, p.35.

84) *Eurromoney*, July, 1998, p.39. 1997年にDMGを退職した元幹部は、「DMGの業務はバランスがとれておらず米国拠点でも弱い分野は多くあったが、2~3年後には世界で10指に入る投資銀行になることは間違いなかった」と述べている。

85) 1998年1月、ドイツ銀行はグループを、①リテール及びプライベート・バンキング (Retail and Private Banking)、②コーポレート及び不動産 (Corporates and Real Estate・主にドイツ国内の中小企業向け金融サービスを担当)、③アセットマネジメント (Asset Management)、④トランザクション・サービス (Global Technology and Services・支払決済、証券事務、カスタディサービス、エレクトロニックバンキングを担当)、⑤グローバル・コーポレート・アンド・インスティテューショナル (Global Corporates and Institution : GCI) の5部門に分割する機構改革を実施した。GCIは、さらに①グローバル市場、②グローバル株式、③グローバル・バンキング及びストラクチャード・ファイナンス、④投資銀行及びリレーションシップ・マネジメント部門に分かれていた。当時GCIが採用しようとしていた方法は、投資銀行部門を商業銀行部門出身の「リレーションシップ・マネジャー」を中心に編成し直すというものだった。リレーションシップ・マネジャーの主な業務は、顧客サービスの特別チームを調整することである。各グローバル・プロダクト・グループは、特定企業が必要とするサービスを提供するため、トレーダー、融資担当者、証券アナリスト、アドバイザーなどを指名し、その企業を担当する当該マネジャーは、顧客企業に関するビジネスプランを作成する。当該マネジャーが顧客開拓にあたり、まずアプローチをする相手は企業のCEOではなく、財務最高責任者 (CFO) である。

- 86) DMG を支持してきたコッパー頭取とその側近だったウルリヒ・カリテリエーリ氏が1997年2月に退任、同年5月にロルフ・プロイヤー氏が頭取に就任するや、DMG は次第に行内で不利な立場に追い込まれていった。Euromoney, July, 1998, pp.38-43.
- 87) Euromoney, July, 1998, p.39.
- 88) Euromoney, Jul, 1998, p.39.
- 89) Investment Dealers' Digest, Feb.3, 1997, p.21.
- 90) Salama, Alzira et al(2003)Challenges and opportunities in mergers and acquisitions : three international case studies-Deutsche Bank-Bankers Trust ; British Petroleum-Amoco ; ford-Volvo, Journal of European Industrial Training, Vol.27 issue 6, p.316. 1993年、ダイムラーベンツがニューヨークに上場する際、主幹事にゴールドマンサックスを指名したことが節目となり、1995年からの一連の行内改革につながった。
- 91) ドイツ銀行の1997年12月決算は、アジア金融危機に伴うアジア向け債権の引当と9,000名の行員削減を柱とするリストラ費用の計上で大幅減益に陥った。特に抜本的な組織改革に25億マルクを費やし、1997年の経費は前年比20%以上増えて183億マルクに達した。また、DMG の業績は伸びたものの、行内の給与体系は伝統的な年功序列を残したまま一部が能力主義に切り替わったため、人件費が高騰した。投資銀行部門の経費率は88%まで上昇し、出張費の抑制など中途半端な経費削減では対応できない状況となっていた。
- 92) 同氏は、もともとスイス銀行出身ながら、1980年代前半に米メリルリンチに移籍し、同社が1978年に買収した米投資銀行ホワイト・ウェルドを核に投資銀行部門の立上げに尽力した。再びスイス銀行に戻ったオスペル氏は、1990年代初頭に資本市場部門の再建を任せられ、国際部門及び投資銀行部門を集約し、国内銀行部門と分離する大幅な組織改革を行った。1998年春に新生UBS が誕生して以降、2008年まで同社のCEO、会長職に就いた。
- 93) 1996年、スイス銀行は銀行本体に1995年までに買収した米デリバティブ取引会社オコーナー社、米運用会社プリンソン・パートナーズ、英マーチャントバンクのSG ウォーバークを直接取込む大胆な組織改革を行った。UBS となって以降は、投資銀行部門のウォーバーク・ディロン・リード、資産運用部門のプライベートバンキング・グループ及びプリンソン・インスティテューショナル・アセットマネジメントがグループの中核となり、採算が悪化していたスイス国内部門は大幅なリストラの対象となった。
- 94) 銀行の指導力低下を象徴したのが、1990年代半ばに相次いだ取引先企業の不祥事である。メタル・ゲゼルシャフト事件（金属メーカー子会社が石油先物取引の失敗により巨額損失を計上した事件）、シュナイダー事件（不動産開発会社を経営するユルゲン・シュナイダーが、銀行から不正に融資を引き出し、投機的な不動産投資をして多額の負債を抱え破産した事件）などが代表的だが、これら企業の監査役に役員を派遣していたドイツ銀行の責任が問われた。特にシュナイダー事件以降、同行は企業経営への積極的関与を回避するようになっていった。
- 95) ドイツ銀行という「金融帝国」の衰退を裏付けたのが、1996年12月末に米格付会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスがドイツ銀行本体と金融子会社、海外現法などの格下げを一齐に行ったことであった。例えばムーディーズ社は、ドイツ銀行の長期債格付けを「トリプル A (Aaa)」から「ダブル A1 (Aa1)」に、子会社MG の長期債格付けを「ダブル A1」から「ダブル A2」に引き下げた。積極的な国外展開に伴う収益リスクの増大、国内市場での競争激化による収益低下が、格下げの理由である。
- 96) Kobrak [2007], pp.323-326.

- 97) *Euromoney*, July, 1998, p.39. こうした証券関連業務のサポート機能はフランクフルト本社で集中管理されており、ロンドン本拠とする DMG の活動にしばしば支障が生じていた。
- 98) ピーター・ヤング事件は、1996年9月に DMG 運用部門 (Deutsche Morgan Grenfel Asset Management : MGAM) の花形ファンドマネジャーが担当する投資信託にハイテク未公開株を大量に保有、株価下落による巨額の含み損を隠していたことがロンドンの金融当局の調べで発覚した事件。本事件で、MGAM は7.3億ドルの損失を計上した。ニコラ・ホーリック事件は、同部門のニコラ・ホーリック氏が多数の部下とともに他社の引き抜きに応じようとしたとの疑いで停職処分を受けた事件。
- 99) *Euromoney*, July, 1998, p.42.
- 100) 以前は、例えばフランスの DMG 拠点では、DMG 担当役員と商業銀行部門の現地担当役員の双方に報告義務があったが、取引に不都合や事故があった場合は、役員はアカウンタビリティの義務を回避し合うことができた。*Euromoney*, July 1998, p.42.
- 101) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, p.24.
- 102) Marquardt, Michael [2004] "Harnessing the Power of Action Learning", TD, Jun., p.32. プロイヤー頭取は、バンカーストラスト買収と同時に、2002年までに達成すべき目標の1つに、行員の教育・研修機関「ドイツ銀行ユニバーシティ」の創設を掲げ、1998年に同行取締役会がこれを承認している。
- 103) 1994年末時点で、MG の総資産額は146.3億ドルで英マーチャントバンク中最大手であったが、邦銀系の証券現地法人 Tokai Bank Europe (旧東海銀行系) の110.3億ドル、IBJ International (旧日本興業銀行系) の107.6億ドルと規模的には大きくは変わらなかった。*Die Bank*, Dec, p.728.
- 104) *The New York Times*, May.11, 1993
- 105) *Investment Dealers' Digest*, Jul.3, 1995, p.3. MG はグリーチャー社と、メリルリンチや SG ウォーバークから M&A 専門家を採用し同部門を増強していたものの、案件獲得などで目立った連携はなく、グリーチャー社が MG 以外の他社と提携するという観測があったが、1995年、同社はナットウェスト・セキュリティーズに買収されることになった。