ドイツ銀行の国際投資銀行業務の展開

～第 2 次世界大戦終結から 2000 年代半ばまで～

埼玉大学大学院経済科学研究科博士後期課程

学籍番号　　11VE102

氏　　名　　漆畑春彦

目次

はじめに..... .P7

第 1 章　1960・70 年代のドイツ大手銀行の国際金融業務..... .P12
第 1 節　はじめに..... P12
第 2 節　ドイツ大手銀行の国際化の背景..... P14
1. 第 2 次世界大戦中の国際業務 P14
2. 1950 年代の国際業務の状況 P15
3. ドイツ大手銀行の国際化の背景 P16
第 3 節　コンソーシアム･バンクの形成と運営・業務.....P20
1. 様々な形態 P20
2. 組織運営と業務 P21
3. 主な金融サービス P22
4. 案件の獲得・実行 P25
第 4 節　コンソーシアム･バンクの活動と評価..... P25
1. 各コンソーシアム･バンクの状況 P25
2. 米国市場への進出 P30
3. 連合体経営が抱える問題点の顕在化 P37
4. コンソーシアム･バンクの評価 P38
第 5 節　国外拠点の展開..... P41
1. ルクセンブルグ現法の設立 P41
2. ルクセンブルグ現法の業務 P42
3. ルクセンブルグ現法の業務多角化 P44
4. ドイツ大手銀行の現法活動 P45
5. 国外支店網の構築 P47
第 6 節　小括..... P48

第 2 章　1980・90 年代のドイツ銀行の国際投資銀行業務..... P55
第 1 節　はじめに..... P55
第 2 節　国外金融機関の積極買収策..... P56
1. 1980 年代の経営課題 P56
2. 国外金融機関の積極買収策 P59
第 3 節　モルガングレンフェルの買収と国際投資銀行業の展開..... .P61
1. MG の買収と背景 P61

2. 1990 年代の投資銀行部門の業務体制 P64
3. 国際投資銀行市場における業務活動 P66
第 4 節　米投資銀行市場における業務展開..... P72
1. 米投資銀行市場における業務体制の整備 P72
2. C.J.ローレンス/ドイチェバンク･セキュリティーズの業務展開 P73
3. ドイチェ･モルガングレンフェルの業務展開 P76
第 5 節　モルガングレンフェル買収で得た教訓と経営課題..... P85
1. MG 統合の背景 P85
2. 浮上した経営課題 P87
第 6 節　小括..... P89

第 3 章　2000 年代のドイツ銀行の国際投資銀行業務..... P106
第 1 節　はじめに.....P106
第 2 節　米有力投資銀行バンカーストラスト（BT）の買収.....P107
1. BT の買収と目的 P107
2. BT の経営戦略 P110
第 3 節　新業務体制の構築.....P114
1. 認識ギャップの是正 P114
2. グループの新組織 P115
3. 投資銀行強化に向けたリテール網の強化 P118
4. 社内教育体制の推進 P120
5. BT 買収の意義と位置づけ P121
第 4 節　経営の国際化への対応.....P125
1. 企業との株式持ち合いの解消 P125
2. 国際会計基準への対応 P127
第 5 節　アッカーマン頭取の経営改革.....P128
1. 2 段階の経営計画 P128
2. 業績の回復と一層の業容拡大 P130
第 6 節　小括.....P131

第 4 章　バンカーストラスト買収後の国際投資銀行案件と評価.....P140
第 1 節　はじめに.....P140
第 2 節　BT 買収以降の株式関連業務.....P140
1. 欧州市場における株式関連業務 P143
2. 米国市場における株式関連業務 P151
3. 創造的な手法の導入 P155

4. その他の株式関連業務 P157
5. 株式関連業務におけるドイツ銀行の位置 P158
第3節　BT買収以降の債券関連業務.....P161
1. ユーロ債引受市場における地位 P162
2. ハイイールド債部門の強化と案件 P163
3. 中堅・中小企業向け資金調達スキームの開発 P167
4. 官民共同プロジェクトの推進 P168
第4節　BT買収以降のM&A助言及びプライベート･エクィティ投資業務.....P170
1. 業務の概況 P170
2. ITバブル下のハイテク企業関連案件 P173
3. 超大型案件：ボーダフォンによるマンネスマンの買収 P174
4. ITバブル以降の欧米市場における主要なM&A案件 P175
5. M&A市場におけるドイツ銀行の地位 P179
第5節　証券化業務とシャドーバンキングへの関与.....P180
1. シャドーバンキング･システムの構築 P182
2. ドイツ銀行のシャドーバンキング･システムへの関与 P185
第6節　アジア太平洋州・日本・新興国の投資銀行業務.....P187
1. 中国地域における投資銀行業務 P187
2. 日本における投資銀行業務 P191
3. 東南アジア・太平洋州における投資銀行業務 P193
4. その他新興国における投資銀行業務 P194
第7節　BT買収の成果と課題.....P196
1. BT買収の成果 P196
2. 残された経営課題 P199
第8節　金融危機とドイツ銀行の対応.....P202
1. 金融危機の影響と対応 P202
2. 金融規制の強化とドイツ銀行の対応 P205
第9節　小括.....P208

結語.....P217

文献一覧.....P222

図表リスト

はじめに

図表　ドイツ銀行の国際戦略の変遷（第 2 次世界大戦から 2008 年金融危機まで）.....P9

第 1 章

図表 1　1942 年当時のドイツ銀行の海外拠点網.....P15
図表 2　ドイツの対外・対内直接投資状況.....P17
図表 3　ドイツの地域別・業種別の対外直接投資.....P18
図表 4　ドイツ金融機関の構成.....P19
図表 5　コンソーシアム･バンクの主要なカテゴリーと特徴.....P21
図表 6　ロンドン・コンソーシアム･バンクのネット債権・債務額（期間別残高）.....P22
図表 7　ロンドン金融機関によるユーロ通貨建て貸付の期間別残高.....P23
図表 8　コンソーシアム･バンクの参加行（1973 年）.....P26
図表 9　EBIC グループの国際展開（1970～1988 年）.....P27
図表 10　ヨーロピアン･アメリカン･バンコープ（EAB）の発展経緯.....P30
図表 11　EBIC グループ金融機関の総資産額の推移（1968～1983 年）.....P31
図表 12　米国の株式・債券発行額の推移（1977-1983 年・種類別）.....P33
図表 13　ドイツ大手銀行が関与した株式･債券引受案件（1981-1985 年）.....P34-37
図表 14　ルクセンブルグ所在の銀行数と資産.....P42
図表 15　ドイツの銀行系ルクセンブルグ銀行現法の事業規模.....P43
図表 16　ドイツ企業・個人の国外銀行からの資金調達状況.....P44
図表 17　ルクセンブルグ現法の資産額上位 10 社（1981 年末）.....P45
図表 18　DBCFL の資産・資本額の推移.....P46
図表 19　ドイツ大手銀行の国外拠点（1981 年末）.....P47

第 2 章

図表 1　ドイツ銀行の貸付利鞘の推移（1982～1989 年・単体ベース）.....P56
図表 2　ドイツの個人金融資産残高の推移（1993～2000 年）.....P57
図表 3　ドイツの投資信託残高の推移（1994～2000 年）.....P57
図表 4　ドイツ銀行グループの ROE・ROA（1980～1993 年）.....P58
図表 5　1980 年代後半のドイツ国内外での主な活動.....P59
図表 6　ドイツ銀行主要国外子会社の業績（1989 年）.....P61
図表 7　MG の業績･資本の状況.....P62
図表 8　英主要マーチャントバンクの海外拠点（1993 年時点）.....P63
図表 9　MG の収益指標（1993 年時点・大手マーチャントバンク他社比較）.....P64

図表 10　ドイツ銀行グループの収益構造（1990-1998 年）.....P65
図表 11　ドイツ銀行投資銀行部門の主な案件（引受・M&A 助言/1995-1998 年）.....P69-70
図表 12　世界の自動車メーカー上位 12 社の状況（1997 年）.....P71
図表 13　欧米主要銀行系投資銀行部門の株式引受シ団参加件数（1992-1998 年）.....P74
図表 14　DMG の主な外部人材の採用状況（株式・債券部門・1995-1996 年）.....P79
図表 15　DMG･テクノロジーチームがまとめた主な投資銀行案件（1996 年 5 月～1997 年末）
.....P82
図表 16　ロンドン市場における MG の資産規模（1994 年）.....P88
参考資料　ドイツ銀行米投資銀行部門の株式引受案件（1992～1998 年）.....P91-94

第 3 章

図表 1　ドイツ銀行の BT 買収をめぐるマスコミ等の反応.....P107
図表 2　BT の金利・非金利収入の割合.....P113
図表 3　ドイツ銀行の組織変更（2001 年）.....P116
図表 4　ドイツ銀行投資銀行部門戦略部門の投資銀行家・アナリストの陣容.....P117
図表 5　米国のグループ統括会社の事業規模.....P118
図表 6　ドイツ銀行リテール部門の顧客数・スタッフ数.....P119
図表 7　ドイツ非金融企業の資金調達状況（1991～2006 年）.....P123
図表 8　ノイアマルクトの上場企業数及び上場企業時価総額.....P124
図表 9　ドイツ銀行の事業会社保有株式残高.....P129
図表 10　ドイツ銀行の事業会社株式保有状況（出資比率）.....P130
図表 11　ドイツ銀行の地域別株主構成の推移.....P131

第 4 章

図表 1　投資銀行部門の事業状況（株式･エクィティ関連業務･1999-2007 年）.....P141-142
図表 2　IT バブル期の主要な欧州ハイテク企業向け投資銀行案件.....P145
図表 3　2000 年前後のドイツポストの業績.....P147
図表 4　近年のポストバンクの業績推移.....P149
図表 5　欧州地域における新興企業向け証券市場開設の動き.....P150
図表 6　IT バブル期の主要な通信メディア・技術業界企業向け株式関連案件.....P152
図表 7　IT バブル期のヘルスケア業界企業向け株式関連案件（1999 年～2001 年初頭）..P154
図表 8　株式引受ランキング（2005-2006 年）.....P159
図表 9　グローバル新規公開株式引受額のランキングの推移.....P160
図表 10　投資銀行部門の事業状況（債券関連業務・1999-2007 年）.....P161
図表 11　ドイツ銀行のユーロ債引受ランキング（2000 年）.....P162
図表 12　BT の欧州市場における主要なハイイールド引受案件（1990 年代後半）.....P164

図表 13　ドイツ銀行のハイイールド債引受ランキング（グローバルベース）.....P166
図表 14　エクィノート（equiNote）の仕組み.....P168
図表 15　WPE プロジェクトの当事者.....P169
図表 16　ドイツ銀行投資銀行部門の事業状況（M&A 助言・PE 投資･1999-2007 年）
....P171-172
図表 17　企業投資ファンドによる企業買収案件（2003～2004 年）.....P179
図表 18　M&A 助言金額ランキングの推移（グローバル・米国企業関連）.....P180
図表 19　ドイツ銀行投資銀行部門の主要案件（証券化・不動産業務）.....P181
図表 20　金融危機前のシャドーバンキング･システムの基本構造（住宅ローンの場合）..P183
図表 21　証券化商品の引受ランキング（グローバルベース CLO・CBO）.....P186
図表 22　株式引受シェア（日本を除くアジア太平洋州・2000-2006 年）.....P187
図表 23　西気東輸ガスパイプライン･プロジェクトの概要（2002 年計画発表時点）.....P190
図表 24　株式引受シェアランキング（日本市場･2000-2006 年）.....P191
図表 25　2000 年代の主要な証券化案件（日本法人）.....P193
図表 26　ドイツ銀行投資銀行部門の国際的な位置（2005 年の投資銀行部門営業収益）..P196
図表 27　ドイツ銀行純営業収益の業務別内訳（1990-2010 年）.....P197
図表 28　ドイツ銀行の株式・債券引受ランキング（グローバルベース）.....P198
図表 29　ドイツ銀行の時価総額推移.....P201
図表 30　近年の欧州 3 大ユニバーサルバンクの業績（税引前利益の推移）.....P202
図表 31　ドイツ銀行の総資産額推移（総資産・投資銀行部門資産（20061Q-20091Q）....P204
図表 32　ドイツ銀行のトレーディング勘定の額.....P207
図表 33　ドイツ銀行総資産の内訳とトレーディング関連資産の割合.....P208

はじめに

本論文は、第 2 次世界大戦後から 2000 年代半ばに至るまで、ドイツ銀行（Deutsche Bank AG）が国際金融市場において展開した金融業務、とりわけ証券引受や企業の買収・合併に対する助言といった投資銀行業務について論じ考察するものである。ドイツ国内及びその周辺国を基盤としていた商業銀行が、1980 年代以降、米国、アジア、新興国と世界に向けて、国際投資銀行として業務展開した意味について考えてみたい。この場合の「国際投資銀行」をあえて定義するとすれば、当該金融機関が本社の所在する自国及びその周辺といった限られた地域で投資銀行サービスを提供するのではなく、世界の各地に拠点を張り巡らし、現地において自国のサービスと同等又はそれ以上の高水準な投資銀行サービスを提供できるような投資銀行、ということになろう。1960 年代まで、ユニバーサルバンクであったドイツ銀行の証券、投資銀行業務は、自国及び欧州の一部において展開するにとどまっていた。1980 年代以降、投資銀行業務を国際展開することで、ドイツ銀行は何を目指したのだろうか。

1870 年 1 月、外国貿易専門銀行としてベルリンで創業したドイツ銀行は、1872 年には東アジア取引の拡大を目指し初の海外支店を横浜と上海に開設、翌年にはロンドン支店を開設した。19 世紀末から 20 世紀初頭にかけては、合弁銀行などを通じてアジア、中南米地域、北米に進出、現地において企業投資や広範囲な金融業務に進出した。しかし、創業初期のこうした海外展開は不調に終わり、結果的にそれは同行の経営を圧迫した。横浜・上海支店は 3 年で閉鎖、北米における投資事業なども芳しい成果をあげることはできず、次第にその活動は縮小していった。

中南米において若干の拠点拡大はあったものの、1914 年に第 1 次世界大戦が開始する頃には、国外業務は欧州の近隣諸国、東欧などに限定され、ドイツ国内の産業に投資することに重点がおかれるようになった。大規模合併によって 1876 年にはドイツ国内最大の銀行となり、20 世紀初頭には欧州銀行界でも屈指の事業規模を擁するようになってはいたが、ドイツ銀行は、第 1 次世界大戦（1914 年から 1918 年まで）、第 2 次世界大戦（1939 年から 1945 年まで）という 2 度にわたる世界大戦において敗戦した国の銀行として、1960 年代までは本格的な国際展開に乗り出すことはなかった。特に 1914 年の第 1 次世界大戦の開始以降、1939 年に開戦した第 2 次世界大戦を経て 1957 年までの 40 年余年を、ドイツ銀行の「国際化の空白時代」と称する向きがあるが、特に 1945 年の敗戦に伴い海外拠点が清算され、海外資産の大半は戦勝国に押収されたことは、同行の国際化が他の欧州金融機関と比べても著しく遅れた大きな要因となった。第 2 次世界大戦後、ドイツ銀行を含めドイツ金融機関の国際化はまさにゼロの状態から再スタートせざるを得なかったのである。国外拠点を失ったことのほか、長くドイツ国内産業の復興・育成や同国国民への金融サービス提供が最優先に求められたことも、ドイツ銀行の国際化を遅らせる要因であったであろう。

しかしそれでも、1960 年代に入ると、ドイツ企業は米国をはじめとする国外進出を本格

化させ、ドイツ銀行は「ドイツの銀行」として取引先企業の国際化に対応するため、国際業務を強化せざるを得なくなった。本論文は、第 2 次世界大戦終結後から 2000 年代半ばまで 60 年余りの間のドイツ銀行の国際化の過程について、大きく 3 つの段階に分けて考察している（図表）。

第 1 の段階は、第 2 次世界大戦を経て、1960 年代から 1970 年代までである（第 1 章）。1960 年代初頭、ヘルマン･ヨゼフ･アプス（Hermann Josef Abs・在任期間：1957 年から 1976 年まで）頭取の下、同行の国際業務はコルレス主義を維持していたが、ドイツ大手各行は国外に駐在員事務所を設立、さらに欧州他国の有力銀行と共同で国際金融案件を開拓すべく、銀行クラブ（コンソーシアム･バンク）を形成することになった。そして 1970 年代に入ると、ドイツマルクの強化などに伴って、ドイツ大手銀行は「拠点主義」に転換し、ルクセンブルグ現地法人をはじめとした国外拠点、国外支店の拡充に乗り出すようになった。そして、それらを足場とした国際金融市場の与信・受信、さらに証券引受やトレーディングといった分野に本格的に乗り出すことになった。

第 2 の段階は、1980 年代から 1990 年代までである（第 2 章）。1980 年代、ドイツ銀行の国外における拠点が大幅に増加したが、国際戦略が大きく加速したのはその半ば、「中興の祖」といわれたアルフレッド・ヘルハウゼン氏（Alfred Herrhausen・在任期間：1986 年から 1989 年まで）が頭取に就任して以降である。1989 年 11 月、同氏が西ドイツ赤軍派に暗殺されると、後継者のヒルマー･コッパー頭取（Hilmer Kopper・在任期間：1990 年から 1997 年まで）は前任者の国際戦略を盤石なものとしつつ、グローバル化を進めることになった。1989 年 11 月末、ヘルハウゼン頭取は英マーチャントバンク大手モルガングレンフェル（Morgan Grenfell & Co.：MG）の買収を発表し、1990 年代を通じてロンドンを中心とする国際的な投資銀行の拡充を目指した。1995 年には、投資銀行ドイチェ･モルガングレンフェル（Deutsche Morgan Grenfell : DMG）を設立して米大手投資銀行からの人材採用を積極化、米国流の経営を進めた。

第 3 の段階は、1990 年代末から 2000 年代後半まで（近年の金融危機まで）である（第 3 章・第 4 章）。1998 年秋には、米有力投資銀行のバンカーストラスト（Bankers Trust & Co.：BT）を買収して米国に投資銀行業務の一大拠点を設け、ニューヨークを中心とする本格的な国際投資銀行業務を展開するに至った。2000 年代の業務展開は、欧米市場、アジア太平洋州、東南アジア、中国やロシアをはじめとする新興国と全世界に及び、ドイツ銀行は各市場において大型の投資銀行案件を獲得していった。国際業務の主軸が商業銀行業務から証券・投資銀行業務に移行するなかで、ロルフ･ブロイヤー（Rolf E.Breuer・在任期間：1997 年から 2002 年まで）、ヨゼフ･アッカーマン（Josef Ackermann・在任期間：2002 年から 2012 年まで）といった投資銀行出身者が同行の経営トップに就任するようになった。

そして 2000 年代半ばには、国際投資銀行市場において、米大手投資銀行専業業者に遜色ない実績をあげ確固とした地位を確立することとなった。特に 2000 年代半ばには、株式・債券引受額ランキングで米大手投資銀行と肩を並べ、証券化や企業の合併・買収アドバイ

ザリー業務（M&A 助言業務）などでも、上位を占めるようになった。スイスの UBS、クレディスイス（Credit Suisse Group）とともに欧州を代表するユニバーサルバンクとして、ドイツ銀行は国際投資銀行市場で最も際立った実績をあげた金融機関の 1 つ、また、米投資銀行市場で最も成功を収めた金融グループの 1 つといってよかろう。

図表 ドイツ銀行の国際戦略の変遷（第 2 次世界大戦から 2008 年金融危機まで）

年代	主な戦略部門（ｺｰﾎﾟﾚｰﾄﾌｧｲﾅﾝｽ）	国　際　戦　略	米　国　戦　略
第2次大戦中・終戦直後	支店・銀行子会社（大戦中）	◆欧州8ヶ国にドイツ銀行自身の26支店、欧州10ヶ国と南米・アジアに同行が支配する銀行子会社、日本・ユーゴスラビア・チェコスロバキアの銀行に資本参加（1942年） ◆1945年、ドイツ敗戦に伴い、海外拠点は清算、資産の大半は押収される	
1950～60年代	コルレス再建・代理店・駐在員事務所	◆コルレス契約の再建（それに必要な代理店の設置）、国外の新たな提携先の特定が目標	◆ニューヨーク、ロンドンなど世界有数の国際金融市場への進出は「時期尚早」との判断
1960年代後半～1970年代後半	銀行クラブ（コンソーシアム・バンク）	◆1963年、ドイツ銀行、アムステルダム銀行、英ミットランド銀行など欧州6行と協力協定を締結→ブリュッセルに「バンク・ユーロペーヌ・クレディア・ムアイアン・テルム（BEC）を設立 ◆1970年、ブリュッセルに「欧州銀行国際会社（EBIC）」を設立→EBICグループの結成	◆1968年、BECがニューヨークにジョイントベンチャー「欧州アメリカ銀行（EAB）」を設立（銀行部門EABCと信託銀行部門EABTCで構成） ◆1971年、スイスユニオン銀行と合弁証券会社UBS-DB Corporation（国際引受業務等）を設立 ◆1974年、EABがフランクリン・ナショナル銀行（R.I州）を買収
1960年代後半～1980年代前半	ルクセンブルク現法	◆1970年、ルクセンブルグ現法（DBCFL・Deutsche Bank Compagnie Financière Luxembourg）を設立 ◆1973年、EBICがロンドンにマーチャントバンク（European Banking Company）を設立 ◆1980年代前半には、ルクセンブルグ現法の比重低下とロンドン等在外支店の比重増大の傾向が鮮明に	◆1978年、EABCとEABTCが合併しEABの傘下に ◆1978年、ニューヨーク支店開設 ◆1978年、UBS-DB Corporationを前身として米投資銀行子会社Atlantic Capital Corpを設立
1980年代	支店・現法	◆1981年現在、ドイツ銀行の在外支店は12支店、在外銀行子会社は7社に拡大 ◆ドイツ国外の銀行、証券会社を相次いで買収 ◆1989年11月、英モルガングレンフェルを買収	◆1982年、ロスアンゼルス、シカゴ支店を開設 ◆1985年、Atlantic Capital Corp→Deutsche Bank Capital Corpに ◆1988年、Deutsche Bank Capitalは証券トレーディング業務を拡充、不動産管理、不動産金融、M&Aといった新分野に進出 ◆1988年、EAB解散→ドイツ銀行からの出向者がNY支店、投資銀行子会社へ異動 ◆1980年代半ば、NY支店はモービル、インターナショナル・ハーベスター、ATT、ITT、GM、フォードなど多数の米大企業と取引
1990年代	投資銀行部門（DMG）	◆1992年、コーポレートファイナンス本部を設置 ◆1995年、ロンドンに投資銀行部門「ドイツ・モルガングレンフェル（DMG）」が発足 ◆1998年、DMGを銀行本体の法人・投資銀行部門“Global Corporates and Institutions（GCI）”に統合 ◆1998年11月、米バンカーストラストを買収→1999年6月に統合完了	◆Deutsche Bank Capitalとモルガングレンフェル子会社のC.J.ローレンスを核に米投資銀行戦略を推進 ◆1992年、「ドイツ銀行北米持株会社（DBNA）」を設立しその傘下に米証券・投資銀行部門の統括会社Deutsche Bank Securitiesを設立 ◆1999年、銀行持株会社Taunus Corporationを設立
2000年代（金融危機まで）	投資銀行部門（CIB）	◆2000年、投資銀行部門をGCIから“Corporate and Investment Bank（CIB）”に改称 ◆2000年代半ばに「米大手投資銀行に比肩する国際投資銀行」としての地位を確立	◆2001年、ニューヨーク証券取引所に上場

（出所）筆者作成

本論文の重点は、上記のうち第 2 及び第 3 の段階における、ドイツ銀行の国際投資銀行業務の展開について、その一端ではあるにせよ、具体的・実証的に明らかにすることにある。特に同行が、1989 年 11 月の MG 買収、及び 1998 年 11 月の BT 買収によって、どのよ

うな案件に取り組みながら、国際投資銀行業務の対応能力を身に着け、当該市場で地位を築いていったのかが、本論文の最も大きな関心事項である。

実際、1980 年代以降におけるドイツ銀行の業務活動について論じた先行研究は極めて少ない。その中で、Kobrak〔2007〕や Schwarz〔2003〕は、第 2 次世界大戦後から近年までの、ドイツ銀行の国内外における経営や業務について取り扱っている数少ない先行研究である。例えば、MG 買収について Kobrak〔2007〕は、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、と評価している。そして、結果的に MG という異文化を受け入れただけでは、企業文化を含め「ドイツのユニバーサルバンク」から脱却するには至らなかったとも指摘している。また Kobrak〔2007〕は、BT の買収について、「ドイツ銀行に対し投資銀行としての重要なプラットフォーム、アイデンティティ、変革の精神（innovative spirit）、最先端の金融サービスに取り組むことへの自覚をもたらし､同行を 21 世紀のリーディング･インベストメントバンクに押し上げた（再構築させた）」と評価している。しかし、これらの評価は、数値に基づいた経営分析や具体的な事例研究を踏まえてのものではなく、同行の国際投資銀行業務に対する金融専門家としての所感に過ぎないのではないか、とも思えるのである。具体的・実証的な分析が不十分で、両社の買収に対する所感を述べたに過ぎない点は、Schwarz〔2003〕もまた然りである。

MG の買収については、Kobrak〔2007〕のみならず、マスコミをはじめネガティブな評価が多いのは確かである。しかし、本論文では敢えて同社買収がドイツ銀行にもたらした意義について考えてみたい。特に同社買収後の 1990 年代、それを中核として推進した国際投資銀行業務の中で、ドイツ銀行が得た教訓は何だったのか、それによって経営やビジネスの手法はどのように変わったのかといった点である。そしてその買収は、ドイツ銀行にとって 2000 年代の業務推進に向けた重要なステップだったとする立場で論じてみたい。例えば、同社買収前、ドイツ銀行のビジネスはドイツ国内有力企業との資本関係や人的関係（リレーションシップ）に大きく依存していたが、MG と協働したことは、自らの提案力で企業の証券発行や買収・合併（M&A）といった投資銀行案件を獲得するといったビジネススタイルに転換する契機となったと考えられる。

一方、BT 買収後、2000 年代半ばには確かにドイツ銀行の投資銀行関連収益は、国際投資銀行業界でもトップクラスに到達したわけであるが、その中身についてはよく検討する必要があると考えている。例えば、MG を中核に据えた業務をもってしても、かねてからの弱点であった株式関連業務や M&A 助言業務の克服には至らなかったが、それが BT 買収後にどの程度改善されたのか、どのような投資銀行案件に対応可能となったのか、そして、BT 買収後にドイツ銀行が投資銀行業務であげた実績は、「リーディング･インベストメントバンク」と呼ぶに相応しい内容だったのかという点である。年次報告書に記載されたデータや業務分野別のランキングなどを示すと同時に、本論文では、ドイツ銀行が BT 買収後に手掛けた主要な投資銀行案件を業務分野別にできる限り収集し、当該案件での同行の活動内容を明らかにすることによって、それを示したいと考えている。

1980 年代以降のドイツ金融機関の国際業務について、定量・定性面からの実証的な先行研究がほとんど見られない現状において、上記のような作業に取り組むことは、ドイツ金融機関の業務・戦略研究の水準を少なからず引き上げることに少なからず貢献するものと考えている。そして、まさにこの点が、本論文が提示するオリジナリティであろうと考えるのである。本論文が、今後のドイツ金融機関の近現代史研究を発展させる一端となることを望むものである。

第 1 章　1960・70 年代のドイツ大手銀行の国際金融業務

第 1 節　はじめに

本章の目的は、1960 年代から 1970 年代において、ドイツ[1]の大手銀行が採用した国際業務戦略とそれを通じた業務活動、そしてその限界と意義を考察することである。本章において「ドイツの大手銀行」とは、ドイツ銀行、ドレスナー銀行（Dresdner Bank AG）、コメルツ銀行（Commerz Bank AG）の「ドイツ 3 大商業銀行（いわゆる『ビッグ 3』）」を指しており、以下これらを「ドイツ大手銀行」と呼ぶこととする[2]。

ドイツの銀行は、第 2 次世界大戦の敗戦後国外拠点は清算され、その資産の大半は戦勝国により押収されることとなった。国内産業の復興が優先される状況では、国際金融市場への再進出はままならず、人材の育成もほとんど進まなかった[3]。第 1 次世界大戦（1914～1918 年）の敗戦国だったドイツの銀行は 1914 年以降目立った国外展開を行わなかったのだが、第 2 次世界大戦での敗戦が加わり、そうした時期は、結果的に（1914 年以降）40 年以上続くことになったのである。

戦後国内の体制整備が一巡し、ドイツ大手銀行が国外に目を向けるようになったのは、1960 年代に入ってからである。第 2 次世界大戦終結直後から 1960 年代まで、ドイツを本拠とする大手銀行は、その国際業務において「コルレス主義」を採用してきた。設置・運営コストを要する支店・現地法人の代りに、多数のコルレス銀行[4]のネットワークを世界中に広げることで、低コストで国際業務を展開しようとしていた。しかし、1960 年代から米銀の欧州進出が活発化するとともに、自国の大企業が積極的な海外展開に乗り出すようになると、欧州大陸の大手銀行は国際金融市場における業務強化を迫られ、自前の国外拠点の設置を検討をせざるを得なくなった。ドイツの対外直接投資が拡大[5]するなか、自国大企業が銀行に対して求めた金融サービスは、信用供与、貿易金融や資金決済など商業銀行分野に留まらず、国外進出先において、当該企業が発行した証券の引受・販売、買収・合併の助言など投資銀行分野に広がっていったのである。

しかし、1960 年代の欧州では、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遂行することは困難であった。そこでまず、国外の有力銀行と緊密な業務協力協定を締結し、その下で様々な事業を共同で行うという構想が打ち出された。構想の中核をなしたのは、協力協定を結んだ各行が出資し合い合弁銀行を設立、インフラや人材、参加行が自国で開拓した顧客案件を結集し、ユーロ中長期貸付やユーロ債引受といった企業の金融ニーズに対応するという手法である。各行が出資して設立した共同銀行は「コンソーシアム･バンク（consortium banks）」といい[6]、それに複数の銀行が参加するという意味で「銀行クラブ（bank club）」の別称で呼ばれていた。

1960 年代は、「欧州の高揚（Europa-Euphorie）」と呼ばれるナショナリズム[7]や統合に向け

た気運が欧州社会を覆っていた時代であり、それが域内各国の銀行間連携を促進した側面があったと考えられる。もともとコンソーシアム･バンクは、欧州各行が連携して汎欧州レベルの一大支店網を構築し、欧州進出を加速する大手米銀のグローバルかつ効率的な支店網に対抗する、そして欧州の結束した力を域外に示すための試みであった[8]。1960 年代半ばから 1970 年代半ばまで、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、大規模で国際的なプロジェクト金融、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のである[9]。併せて、同じ合弁銀行の参加行とともに米国に投資銀行を設立し、ニューヨークという世界最先端の金融資本市場で証券・投資銀行業務に関与する機会を得たことは、コーポレートファイナンスの主流が銀行借入から証券発行に移る 1980 年代に向け、重要な経験となったであろう。

また、1960 年代後半から 1970 年代にかけては、ドイツ大手銀行は、ルクセンブルグに現地法人を設立し、折から拡大期にあったユーロドル市場での業務に乗り出している。ドイツ大手銀行によるルクセンブルグ現法に対する出資比率は 99%から 100%と、ほぼ単独での設立となっており、当該現法の設立は、同国金融界が戦後国際金融市場に復帰した重要なメルクマールの 1 つだったともいえる。当該現法は比較的自由な金融規制の下、主に本国向けにユーロ資金の供与を行ったが、現地銀行及び他国の銀行現法との競争は激化し、業務多角化の必要性から、多様な金融商品の開発力を培うこととなった。そして、自らの行名を冠したルクセンブルグ現法で成果を収めた後、ドイツ大手銀行は本格的に国外支店の設置に乗り出すのである。1970 年代後半から 1980 年代にかけ、欧州大陸、ロンドン、ニューヨーク、東南アジア、中南米と支店網を張り、国際金融業務を拡充していった。

大矢〔1986〕及び大矢〔2001〕は、こうした 1960 年代から 1970 年代におけるドイツ大手銀行の国際化の過程として、コンソーシアム･バンク、ルクセンブルグ現法や国外支店の展開といった国際戦略の手法について、詳細な解説及び分析を行っている。特にユニバーサルバンク[10]であるドイツ大手銀行の商業銀行部門によるマルク建て決済システムの国際展開、それに伴い促進された「マルクの国際化」との関連で、その活動状況と展望が示されている。一方、筆者の関心は、1960 年代から 1970 年代にかけてのドイツ大手銀行の国際戦略及びその手法とその後の証券・投資銀行業務の展開との関わりを明らかにすることである。コンソーシアム･バンクやルクセンブルグ現法といった国際戦略は、1980 年代から 1990 年代にかけて本格化した、ドイツ大手銀行の国際投資銀行としての展開につながった又は少なからず影響したという考えに立っている。そしてそれらは、1980 年代以降、ドイツ大手銀行が金融の国際化・グローバル化への足掛かりを得るための重要なプロセスだったと考えている。大矢〔2001〕は、これらの国際戦略のうち主に商業銀行部門の活動を中心に論じており、投資銀行業務の側面からアプローチを行っているわけではない。当時の国際戦略における投資銀行部門の業務活動を併せて検討することが、本章の趣旨である。

本章では、大矢〔2001〕を含む先行研究などを参考に、当時のドイツ大手銀行の国際戦

略をやや掘り下げて整理した上で、将来の国際投資銀行につながっていく諸活動について評価し、その意義について検討したい。

第 2 節　ドイツ大手銀行の国際化の背景

1. 第 2 次世界大戦中の国際業務

ドイツ銀行は、1930 年代において既にドイツ民間銀行としては最大となっていたが、第 2 次世界大戦の間、合併を通じて欧州大陸で最大の銀行となっていた。1942 年には、ドイツの全民間銀行の資産総額の 18.5%、預金総額の 21%を擁していた。そして、大規模な支店網をドイツ国外に展開し、1940 年代の最盛期には、支店及び預金所（Depositenkassen）を合わせて 490 店を有していた。これは、ドイツ国内における同行最大の競合金融機関ドレスナー銀行の 1.5 倍に相当する店舗数であった[11]。

図表 1 は、20 世紀前半、特に第 2 次世界大戦以前のドイツ銀行の海外子会社の展開状況を示している。これら銀行子会社の設立は、第 2 次世界大戦に至るまでにドイツが行った欧州侵攻に伴い、1938 年以降特に拡大した。それまで、同行の主要な海外子会社は南米、オランダのみに存在した。1940 年代半ばには、欧州 8 ヶ国において同行自身の支店が 26、欧州 10 ヶ国と南米及びアジアにおいて同行が買収などで支配した銀行の 123 支店が存在しており、さらに、日本、ユーゴスラビア、チェコスロバキアに対する資本参加が行われていた。

ドイツ銀行は、欧州最大の銀行に相応しく、第 2 次世界大戦前には既に欧州全域、南米を中心として他に類を見ないほどの海外拠点網を直接・間接に擁していたわけだが、各国への進出の目的も多様であった。目的の主なものとしては、輸出入取引時に発生する金融取引への対応、外国金融機関の取得、外国株式会社に対する支配の増強、ドイツ政府の対外取引への関与などである。当時、ドイツ経済当局（ライヒ経済省）は、自国が欧州の銀行を資本的にも人的にも支配し、ベルリンが欧州の貨幣市場・資本市場の中心となるべく、ドイツの銀行の海外進出を国策として推進していった。特にこの時期、ドイツの銀行の東欧地域、バルカン諸国への勢力拡大の動きが際立っている。

例えば、ドイツ銀行は、1938 年のオーストリア併合とともに、オーストリア最大の商業銀行でバルカン地域にも大きな影響力を持つクレディットアンシュタルト・バンクフェライン（Creditanstalt Bankverein : CA）への出資を開始、1942 年に同行の支配的株主となった。そしてそれと同時に、ポーランド、チェコスロバキア、ブルガリア、ルーマニアなど中南東欧におけるドイツ銀行の支店や他行出資は、CA の管理下に移管することとなった。また、バルカン諸国の銀行市場で支配的地位を築く 1 つの過程として、ルーマニア政府に圧力をかけ、バンカ・コメルチアーレ・ロマーナ（Banca Comerciale Romana）[12]の 9 割近くの株式を掌握するまでになっている。

図表 1　1942 年当時のドイツ銀行の海外拠点網

進出国及び銀行名	出資比率（%）	取得年
1938年以前に子会社に編入		
【南米】		
Deutsche Überseeische Bank,Berlin	51	1886
【ブルガリア】		
Deutsch-Bularische Kreditbank,Sofia	64	1905
【中国】		
Deusche-Asiatische Bank,Berlin	60	1890
【オランダ】		
Handel-Maatschappij H.Albert de Bary & Co.N.V.,Amsterdam	95	1919
1938年以降に子会社に編入		
【オーストリア】		
Creditanstalt-Bankverein,Wien	51	1938/1942
【チェコスロバキア】		
Böhmische Union-Bank,Prag	59	1938/1939
【ポーランド】		
Creditanstalt A.G.,Krakau	20	1940
【ルクセンブルグ】		
Generalbank Luxembourg A.G.	30	1941
【ルーマニア】		
Banca Commerciale Romana,Bukarest	58	1941
【ユーゴスラビア】		
Bankverein A.G.,Belgrad	12	1941
Bankverein für Kroatien.,A.G.,Zagreb	15	1941
【日本】		
Deutsche Bank für Ostasien,Berlin	20	1942

（出所）大矢〔2001〕（原典は Greno〔1985〕）

2. 1950 年代の国際業務の状況

第 2 次世界大戦後、ドイツ大手銀行はいずれも複数の小銀行に解体・分割された。大戦終結直後の数年間、ドイツ経済は壊滅的な状況にあって金融界は混乱期にあり、ドイツ大手銀行は国内営業体制の再建に多くの労力を払わなければならなかった。戦後から 1950 年代にかけ、ドイツ大手銀行が再度国外進出を行うにあたり当面の目標としたのは、戦前のコルレス契約の再建と国外の新たな提携先を特定することであった。コルレス契約の再建・強化を図るため、代理店[13]が設置された。コルレス契約の再建は、銀行間の資金移動、顧客企業に対する貿易金融（貿易取引に係る書類の受渡し等）業務を可能とするため、国外との貿易拡大に不可欠の作業であった[14]。

1950 年代、大手米銀はドイツに支店形態で進出し始めていたが、ドイツの銀行は積極的な国外支店の展開には慎重であり、国外に設けた拠点は若干に留まった[15]。この時期、ドイツ大手銀行では、実質的にドイツ銀行の管理下にあったドイツ・アジア銀行（Deutsche-Asiatische Bank）が 1958 年に香港支店を、1962 年にはカラチ支店を開設している。また、同じくドイツ銀行が管理するドイツ海外銀行（Deutsche Überseeische Bank）が 1960 年にブエノスアイレス支店を開設しているが、これらが全てであった[16]。当時の国外進出先は基本的に開発途上国が中心であり、ロンドン、ニューヨークといった世界有数の国際金融市場への進出は「時期尚早」と見送られた。2 つの世界大戦をはさむ数十年間

（1914-1957 年）は、ドイツの銀行の国外進出はほとんど進展を見なかったといってよいだろう。急速な国外進出に必要な経験・能力を持ち合わせておらず、小銀行に分割された状況では、積極的な国外展開を可能とする資本力も十分ではなかった。また、国内・欧州経済の安定ほか、敗戦国に対する国際社会の世論の安定を待つ必要があったのである[17]。

しかし 1957 年、ドイツ銀行が国際業務の再開に向け動き出した。同行は 1947 年から 48 年にかけ 10 行に分割され、その際「ドイツ銀行」の名称を残すことも許されない状況だったが、1957 年に頭取に就任したヘルマン･ヨゼフ･アプスの多大な貢献により、統合に向け大きく前進することになった。1952 年に承継された 10 行は、ハンブルクのノルトドイチェ銀行（Norddeutschen Bank AG）、デュッセルドルフのライニッシェ・ヴェストフェーリッシェン銀行（Rheinisch-Westfälischen Bank AG）、ミュンヘンのズュートドイチェ銀行（Süddeutschen Bank AG）の 3 行に統合され、1957 年 3 月には 3 行が統合し、現在のドイツ銀行が誕生したのである[18]。さらに 1958 年、ドイツ銀行が主幹事となり、南アフリカのアングロ・アメリカン社（Anglo American Corporation）が行った外貨建て社債の発行は、外国企業のドイツ資本市場への復帰を表す象徴的な案件となった[19]。そしてそれ以降、ドイツ銀行は国外進出を徐々に積極化することになった。1960 年代に入ると、同行を取り巻く環境によって国外進出を加速せざるを得ない状況となった。

3. ドイツ大手銀行の国際化の背景

1960 年代半ば以降、ドイツの銀行が国外進出を積極化した背景としては、次に示すような要因があったと考えられる。

(1) ドイツ大企業の国外進出の積極化

第 1 に、戦前から欧州屈指の工業力を誇ったドイツ企業の復興は目覚しく、国内大企業が米国をはじめ国外への進出を積極化したことである。ドイツ企業は、日本よりも 10 年以上前から始まった自国通貨の切り上げに対し、常に企業のコスト削減、産業構造の調整を迫られたが、次第に国際競争力をつけ、1978 年には米国を上回る輸出額を達成した。その輸出力は世界最強の部類に属した[20]。

ドイツの対外直接投資は、1960 年代後半には国内設備投資の 2～4%の水準だったが、製造業ではそれが 7～9%の水準に達していた。1970 年代に入ると対外直接投資の増加は一層顕著となり、1973 年には前年度の倍に急増、1970 年代を通じて 50 億マルク前後の水準を維持することになった。1970 年代後半になると対外直接投資残高で英国に追いつき、米国に次ぐ世界第 2 の国外資産保有国へと成長した。これは主に、マルク相場の高騰に伴い国外資産を取得するメリットが高まった、ドイツ国内の労働コストが大幅に上昇したことから、国外の労働力を活用した現地生産のメリットが高まった、ことによるものと考えられている[21]。

図表 2 ドイツの対外・対内直接投資状況

（単位：億マルク）

年	西ドイツの対外直接投資額（A）			国内設備投資（C）		A/C	B/D
		うち製造業（B）	1952年以降の累計額		うち製造業（D）		
1965	11	9	83	645	240	1.7	3.9
1966	17	14	100	661	240	2.5	5.9
1967	21	16	121	591	211	3.5	7.6
1968	23	18	143	621	209	3.7	8.6
1969	33	28	176	770	286	4.2	9.8
1970	35	37	211	981	363	3.6	10.1
1971	27	20	238	1,112	382	2.4	5.1
1972	28	14	266	1,137	354	2.5	3.8
1973	56	37	322	1,177	354	4.8	10.4
1974	45	31	368	1,114	349	4.1	8.8
1975	52	42	420	1,151	345	4.5	12.2
1976	51	39	470	1,279	362	4.0	10.8
1977	51	38	521	1,384	372	3.7	10.1

（出所）日本銀行『日銀調査月報』1980 年 7 月号より転載

地域別では、例えば 1973 年時点で欧州向けが 168 億マルクと全体（322 億マルク）の半分近くであったが、米ドル相場の低下や対米貿易摩擦の高まりなどを背景に、1977 年には米国向け投資が 67 億マルクと 1973 年の 3 倍近くになっているのが目立っている（図表 3）。また、業種別では、1967 年以降 1970 年代を通じて製造業が全体の 4 分の 3 を占めており、化学、電機、鉄鋼、機械（建設・工作機械及び重機）、自動車の 5 業種で総投資額の半分以上を占めており、同国が重化学工業分野で積極的に対外投資を行ってきた経緯が見て取れる。対外直接投資は、ドイツ本国からの輸出を増加させる輸出誘発効果とその後の輸出の減少につながる輸出代替効果という相反する 2 つの効果をもたらし、これが当時の同国貿易収支の悪化につながったと指摘されている[22]。

ドイツ産業の中核は国際競争力のある大手製造企業であり、米国を中心とする先進国への進出を行う企業が全体の 70%以上を占め、その進出方法は現地企業の買収が主な手段となっていた。取引先企業の海外進出や対外直接投資の拡大に伴い、ドイツ大手銀行には、国内企業の現地拠点への信用供与から、企業が発行する証券の引受、企業の合併・買収に係るアドバイザリーに至るまでの広範なサービスが求められるようになった。ドイツ大手銀行は、取引先企業が求める金融サービスは、ドイツ国内だけでなく国外においても同様に提供しなければならないと考えていたのであり、企業のニーズに従う形で国外進出を図ったことは必然だったのである[23]。

図表 3 ドイツの地域別・業種別の対外直接投資

	1952年以降の累積額（億マルク）			構成比（%）			増加率（倍）	
	1967年	1973年	1977年	1967年	1973年	1977年	1973／1967	1977／1973
合計	121	322	521	100.0	100.0	100.0	2.7	1.6
工業国	86	226	364	71.2	70.1	69.8	2.6	1.6
欧州	62	168	248	51.4	52.1	47.6	2.7	1.5
米国	9	26	67	7.8	8.1	12.9	2.9	2.6
発展途上国	35	97	157	28.8	29.9	30.2	2.8	1.6
製造業	97	250	399	80.6	77.5	76.6	2.6	1.6
化学	20	62	94	16.3	19.2	18.0	3.1	1.5
電機	13	35	56	10.9	10.9	10.8	2.7	1.6
鉄鋼	10	28	41	8.1	8.6	7.8	2.8	1.5
機械	8	24	40	6.5	7.3	7.8	3.0	1.7
自動車	13	23	34	11.0	7.1	6.4	1.8	1.5
石油・ガス	4	8	26	3.1	2.6	5.0	2.0	3.3
食料品	2	9	12	1.9	2.7	2.4	4.5	1.3
サービス業	12	65	111	9.7	20.3	21.2	5.4	1.7
金融・保険	6	27	54	5.3	8.2	10.4	4.5	2.0

（出所）日本銀行『日銀調査月報』1980 年 7 月号より転載

（2）国内金融市場の競争激化

国外進出の第 2 の背景としては、ドイツ国内金融界の競争激化があげられる。1970 年代、同国金融システムは、ドイツ銀行をはじめとする大手銀行のほか、貯蓄銀行、協同組合などから構成されていたが、大手銀行は国内では必ずしも最大勢力ではなかった。1970 年代半ばの時点で、ドイツ国民や企業の預金の半分以上を吸収し、同時に貸付及び証券保有において最大シェアを占めていたのは、振替中央機関（Girozentrale）を上部機関とする貯蓄銀行（Sparkasse）である（図表 4）[24]。

1970 年代、振替中央機関、貯蓄銀行とも、既に業務内容は普通銀行と変わりなく、単独の銀行組織として最大の資金量を有し、国内約 17,000 の支店網を構築していた[25]。組合員である中小企業者や農業従事者の預金を集め、組合員に融資する信用協同組合グループの預金量の増加も著しかった。貯蓄銀行、協同組合は、多数の店舗網により預金を吸収し、積極的に業容拡大を図るに伴い、商業銀行との競争は激化していった。加えて 1960 年代から 1970 年代にかけ、大手米銀が米系の多国籍企業の世界展開に伴って、欧州、特にドイツへの進出を積極化、国際化を指向するドイツ大企業との取引拡大を図っていた。こうした国内外の競合金融機関に押される形で大手銀行が国外進出を加速させたのは、必然の流れであった。

図表 4 ドイツ金融機関の構成

（10億マルク・%）

	1975年末					1980年末				
	金融機関数	総資産	シェア	資金量	シェア	金融機関数	総資産	シェア	資金量	シェア
普通銀行	293	357	24.5	326	24.1	243	554	23.6	510	23.2
3大銀行	6	144	9.9	130	9.6	6	225	9.6	205	9.3
地域銀行	114	152	10.4	140	10.3	100	250	10.6	232	10.5
外銀支店	49	34	2.3	31	2.3	56	45	1.9	41	1.9
個人銀行	124	28	1.9	25	1.8	81	35	1.5	32	1.5
振替中央機関	12	245	16.9	233	17.2	12	383	16.3	365	16.6
貯蓄銀行	675	322	22.1	303	22.3	599	519	22.1	486	22.1
協同組合中央機関	12	64	4.4	61	4.5	10	101	4.3	96	4.4
協同組合	2,409	136	9.4	128	9.4	2,279	257	10.9	241	10.9
不動産抵当銀行	41	181	12.5	168	12.4	39	319	13.6	300	13.6
割賦金融機関	152	17	1.1	13	1.0	121	28	1.2	23	1.0
特殊銀行	19	103	7.1	96	7.1	16	149	6.4	140	6.3
郵便貯金	15	30	2.1	28	2.1	15	41	1.8	41	1.8
合　計	3,628	1,455	100.0	1,357	100.0	3,334	2,351	100.0	2,200	100.0

注）①ドイツ国外拠点の資産・負債は含まない　②「3大銀行」の金融機関数には、西ベルリン子会社が各1行ずつ含まれる
③「資金量」は預貯金、借入金、債券発行高の合計

（出所）Monthly Report of the Deutsche Bundesbank（Feb,1976 及び Feb,1981）より筆者作成

（3）ドイツマルクの国際化

そして第 3 には、外的要因としてのドイツマルクの国際化があげられる。1960 年代以降ドイツ企業の復興が顕著となり、世界経済における同国の経済・国際貿易の重要性が高まるなか、1974 年から 75 年にマルク資金の国内外間移動の自由化政策が実施されたことなどから、ドイツマルクの国際化が大いに促されることになった。マルクの国際化は、ドイツ大手銀行にとり、自国通貨を利用することで相対的に安価な資金コストと外債のプレイスメント能力を活用することを可能にした。さらに 1970 年代は、ドイツ企業が短期資金を欧州通貨市場から借り入れる傾向が強まり、それがドイツ大手銀行の国際業務基盤を強化することにつながった。

第 3 節　コンソーシアム･バンクの形成と運営

本節では、第 2 節で説明したような背景から国際展開を迫られることになったドイツ大手銀行が、まず採用した国際戦略の手法「コンソーシアム･バンク」の態様、運営や業務について見ることとする。

1. 様々な形態

Aronson〔1976〕によれば、1960 年代から 1970 年代にかけて形成されたコンソーシアム･バンクは主に、①欧州銀行からなる又は欧州銀行が中心となって形成された連合体、②欧米銀行からなるグローバルな連合体、③同一国の銀行の連合体、に分類することができる（図表 5）。

上記①は欧州大手銀行が中心メンバーであり、基本的に米銀は参加していない。欧州各行が連携して米銀に比肩・対抗し得る支店網を構築することが、その主たる目的である[26]。当該連合体は様々な欧州通貨を調達することはできたが、米銀が不参加のためにドルの調達は専らユーロドル市場に依存せざるを得ず、国際金融市場で拡大しつつあったドル建て貸付を行うには制限があった[27]。上記②は、欧州大手銀行と 1 つ以上の米大手銀行が連合したものである。欧州側には、ドル預金を持つ米銀と組むことで、世界で拡大していたドル･ファイナンスに対応する目的があった。一方米国側は、自国規制に縛られることなく、ロンドンを拠点として自由な国際金融業務を展開することを意図していた。銀行・証券業務の分離条項であるグラス･スティーガル法（Glass-Steagall Act）[28]下の米銀は、自国での証券業務への従事を制限され、当該業務に対応し得る専門家の育成もままならなかったが、コンソーシアム･バンクに参加することで国際市場において証券の発行・売買を行い、人材育成も可能となった[29]。

そして上記③は、同一国の銀行が複数集まり連合体を形成したものである。参加行は、各国の準大手銀行、地方銀行など、国際金融業務のノウハウや実績が不十分で単独では国際拠点網の構築が困難な銀行が中心であった。主に国内の顧客企業向けに、単独では困難な大規模貸付を可能とすることを目的としていた。

上記のほか、資源エネルギー分野など特定の産業セクターに対し金融サービスを提供すべく形成されたコンソーシアム･バンクも存在した。石炭から石油へという産業エネルギーの移行期において、例えば油田開発向け資金供与のリスクを分散することを目的としていた[30]。また、コンソーシアム･バンクの株主は概して民間銀行だったが、それが政府系金融機関であったり、製造会社、鉱山会社であったりするケースも見られた[31]。

図表 5 コンソーシアム･バンクの主要なカテゴリーと特徴

カテゴリー	概要・目的・特徴	主なコンソーシアム･バンクと参加行
欧州金融機関同士又は欧州金融機関中心の連合体	【概要】 ◆欧州大手金融機関が中心となり結成（米銀は不参加） 【目的】 ◆米銀のグローバルかつ効率的な支店網に比肩する営業ネットワークの構築 ◆欧州域内の支店網を一層強化し、米銀の欧州進出に対抗 ◆欧州ナショナリズムの下、欧州金融機関間のシナジー効果の実現を目指す 【特徴】 ◆基本的に米銀は参加しないため、ドル資金の調達はユーロダラー市場に依存	①Midland and International Banks Ltd（MAIBL）: 1964年設立 ・Midland Bank（英）、Toronto Dominion Bank（加）、Standard Bank（英）、Commercial Bank of Australia（豪） ②European Banks International Group（EBIC）: 1963年設立 ・Amsterdam-Rotterdam Bank（蘭）、Midland Bank（英）、Creditanstalt Bankverein（墺）、Deutsche Bank（西独）、Société Générale de Banque（ﾍﾞﾙｷﾞｰ）、Société Générale（仏）、Banca Commerciale Italiana（伊） ③Euro-Partners（旧C.C.B.Triangle）: 1970年設立 ・Banco di Roma（伊）、Banco Hispano Americano（西）、Commerzbank（西独）、Crédit Lyonnais（仏） ④ABECORE: 1971年設立 ・Banca Nazionale del Lavoro（西）、Banque Bruxells Lambert（ﾍﾞﾙｷﾞｰ）、Banque Nationale de Paris（仏）、Barclays Bank Ltd（英）、Bayerische Hypotheken und Wechselbank AG（西独）、Dresdner Bank（西独）、Österreichische Länderbank（墺）、Algemene Bank（蘭）Banque Internationale à Luxenbourg（ﾙｸｾﾝﾌﾞﾙｸﾞ）、Banque de la Société Européenne（仏）
欧米金融機関間のグローバル連合体	【概要】 ◆大手欧州金融機関と1つ以上の米大手金融機関が連合 【目的】 ◆ドル預金を持つ米金融機関と組むことにより、拡大する世界のドル資金の調達に対応	①Société Financiére Europénne（ABECOREの前身）: 1967年設立 ・Banque Nationale de Paris（仏）、Banque de Bruxells（ﾍﾞﾙｷﾞｰ）、Banca Nazionale del Lavoro（西）、Barclays Bank（英）、Dresdner Bank（西独）、Algemene Bank Nederland（蘭）、Bank of America（米） ②Orion Group ・Chase Manhattan Corp（米）、Credito Italiano（伊）、Mitsubishi Bank（日）、National Westminster Bank（英）、Royal Bank of Canada（加）、Westdeutsche Landesbank（西独）
同一国の金融機関の連合体	【概要】 ◆同一国の銀行が複数集まり連合体を形成（地方銀行など比較的小規模銀行が参加） 【目的】 ◆主に国内の顧客向けに、単独では困難な大規模貸付を可能とすること	①Japan International Bank ・主要邦銀7行 ②Italian International Bank ・イタリアの小規模銀行4行 ③Allied Bank International ・地方銀行16行

（出所）Aronson〔1976〕より筆者作成

2. 組織運営と業務

コンソーシアム･バンクの多くは、国際金融資本市場の中心地であるロンドンに本社をおき[32]、本国の親銀行（株主銀行）とは距離をおいた独自の経営体制をしいていた[33]。経営陣には、与信先の審査や与信条件の決定、与信の実行・管理について幅広い権限が付与されていた。コンソーシアム･バンクは、あたかも独立した 1 つの自治体のように活動していたわけだが、それは多くの場合、親銀行が設立当初から、それを自らが営む商業銀行とは一線を画した投資銀行（investment banks）と見なしていたためである。例えば、コンソーシアム･バンクは、各国の親銀行からの派遣行員から構成されていたが（派遣期間は概ね 2 年から 5 年）、競争が激化する国際金融市場で活動する社員には、国内の商業銀行行員とは異なる資質・姿勢が求められた。事務の正確性や秩序を重視する商業銀行員とは違い、アントレプレナー的な思考、大胆な行動力、直観力、投資家が何に投資するかといったことへの

鋭い勘を持たなければならなかった。国際金融市場で案件を獲得・管理するには、投資銀行並みの迅速な意思決定が必要だったのである。

迅速な意思決定を可能とするため、ロンドンを本拠とするコンソーシアム･バンクが設置した意思決定機関が「ロンドン委員会」と呼ばれる内部機関であった。当該機関のメンバーには、プロジェクト責任者、親銀行ロンドン支店の管理職といった前線の実務家が名を連ね、案件に関する会合が週に 1 回、最低でも月 1 回は開催されていたが、案件の重要度によっては非公式な会合が頻繁に開かれた。通常年 4 回の取締役会では、ロンドン委員会での決定を参考に案件の採択を審議し、重要案件については親銀行本店の決定を仰いだわけだが、実質的に当該委員会の判断が覆ることはほとんどなかったとされている[34]。経営陣には、複雑な国際案件に対するそうした実務家たちの対応能力を本店に見せつけることで、自らの自治を守ろうとした意図もあったのであろう[35]。

3. 主な金融サービス

1960 年代のロンドン金融市場では、イングランド銀行によるポンド建て信用供与規制の導入（1965 年 5 月）や世界的な金利上昇によって、企業の長期資金需要は縮小したものの、期間 1 年以内の短期資金市場でも金利上昇は著しく、短期資金需要も同様に縮小していた。

図表 6　ロンドン･コンソーシアム･バンクのネット債権･債務額（期間別残高）

（百万ポンド）

	貸付主体	期間別「債権−債務」の額				部門別合計
		1ヶ月未満	1ヶ月以上 1年未満	1年以上 3年未満	3年以上	
1971年10月	英銀行間市場	▲ 51	▲ 210	0	▲ 1	▲ 262
	その他英国居住者	2	10	189	27	57
	英国外銀行	▲ 77	▲ 313	3	▲ 11	▲ 398
	その他英国非居住者	23	129	178	298	628
	期間別合計	▲ 103	▲ 384	199	313	25
1972年10月	英銀行間市場	▲ 16	▲ 302	20	▲ 10	▲ 308
	その他英国居住者	4	13	15	36	▲ 68
	英国外銀行	▲ 160	▲ 429	16	17	▲ 556
	その他英国非居住者	8	158	289	375	830
	期間別合計	▲ 164	▲ 560	340	418	34
1973年9月	英銀行間市場	▲ 105	▲ 462	▲ 14	2	▲ 579
	その他英国居住者	6	53	54	90	203
	英国外銀行	▲ 273	▲ 741	18	▲ 8	▲ 1,004
	その他英国非居住者	107	438	335	559	1,439
	期間別合計	▲ 265	▲ 707	393	643	64
1974年11月	英銀行間市場	▲ 88	▲ 465	▲ 7	13	▲ 547
	その他英国居住者	▲ 5	20	46	240	301
	英国外銀行	▲ 751	▲ 829	42	107	▲ 1,431
	その他英国非居住者	24	331	443	926	1,724
	期間別合計	▲ 820	▲ 943	524	1,286	47

（出所）Aronson〔1976〕より筆者作成

この時期、顧客の資金需要は専ら期間 1 年から 3 年の貸付に向かっていた。1970 年代に入っても金利上昇基調は変わらなかったが、経済拡大に伴い長期資金需要が回復し、コンソーシアム･バンクは期間 3 年以上の中長期貸付を主力業務とするようになった。

図表 6 は、1970 年代前半における、ロンドンに本社をおくコンソーシアム･バンクの債権・債務のネット金額を示している。その対英銀行間市場、英居住者、英国外銀行・居住者の債権・債務残高を見ると、いずれのカテゴリーにおいても、特に期間 3 年以上の貸付債権額が伸びていることがわかる。期間 1 年未満の債務残高が 1971 年 10 月に 4 億 8,700 万ポンドの純減、1974 年 11 月には 17 億 6,300 万ポンドの純減と、その純減幅が拡大している一方、期間 3 年以上の債権残高は、3 億 1,300 万ポンドの純増から 12 億 8,600 万ポンドの純増と順調に伸びている。

図表 7　ロンドン金融機関によるユーロ通貨建て貸付の期間別残高

（百万ポンド・%）

	貸付主体	1ヶ月未満	1ヶ月以上1年未満	1年以上3年未満	3年以上	部門別合計・占率		
						合計額	全金融機関中の占率	期間1年以上の与信残高の占率
1971年10月	英国銀行	1,861	3,240	645	722	6,469	26.1	21.1
	英連邦銀行	337	922	18	14	1,291	5.2	2.5
	米国銀行	4,728	6,099	500	707	12,034	48.6	10.0
	その他英国外銀行	1,467	1,949	115	104	3,636	14.7	6.0
	コンソーシアム･バンク	274	459	229	352	1,314	5.3	44.2
	期間別合計	8,667	12,669	1,507	1,899	24,743	100.0	13.8
1972年10月	英国銀行	2,559	5,236	867	859	9,521	28.0	18.1
	英連邦銀行	548	1,344	58	74	2,204	6.5	6.0
	米国銀行	4,758	8,322	706	861	14,597	42.9	10.7
	その他英国外銀行	2,113	3,037	204	339	5,693	16.7	9.5
	コンソーシアム･バンク	395	686	380	474	1,985	5.8	43.0
	期間別合計	10,373	18,625	2,215	2,607	34,000	100.0	14.2
1973年9月	英国銀行	4,098	6,718	885	954	12,655	25.4	14.5
	英連邦銀行	727	1,804	83	80	2,694	5.4	6.1
	米国銀行	6,885	10,907	658	1,074	19,524	39.2	8.9
	その他英国外銀行	3,950	5,644	235	964	10,843	21.7	11.1
	（邦銀）	1,587	1,735	119	762	4,203	8.4	21.0
	（その他国外銀行）	2,363	3,909	116	202	6,640	13.3	4.8
	コンソーシアム･バンク	1,082	1,706	485	785	4,058	8.2	31.3
	期間別合計	16,742	26,779	2,346	3,857	49,774	100.0	12.5
1974年11月	英国銀行	4,687	6,761	1,389	2,426	15,263	23.0	25.0
	英連邦銀行	968	1,925	188	517	3,598	4.9	19.6
	米国銀行	9,801	12,614	1,044	2,473	25,932	39.0	13.6
	その他英国外銀行	6,056	7,057	516	3,075	17,161	26	20.9
	（邦銀）	2,631	2,956	210	1,928	8,182	12.3	26.1
	（その他国外銀行）	3,425	4,101	306	1,147	8,979	13.5	16.2
	コンソーシアム･バンク	1,001	1,427	619	1,416	4,463	6.7	45.6
	期間別合計	22,513	32,915	3,275	7,013	65,726	100.0	15.7

（出所）Aronson〔1976〕より筆者作成。

図表 7 は、ロンドンにある金融機関別のユーロ通貨建て貸付の期間別残高を示している。これによれば、1970 年代前半において、コンソーシアム･バンクによる期間 1 年以上のユーロ通貨建て与信残高は、概ねそれが行う全与信残高の 40%超を占めている。英国銀行など他の金融機関は同占率が 2～25%であるのに比べると、コンソーシアム･バンクがいかに中長期与信に注力していたのかがわかる。与信期間の長さに対し、その多くは期間 1 年未満の短期資金を銀行間市場から調達していた。当時、ロンドンにある銀行の信用仲介は「長期の資金調達、短期の貸付」を原則としていたが、コンソーシアム･バンクは、概してそれに従っていなかったと考えられる。

当時のイングランド銀行は、自由放任主義に基づく銀行監督を原則としていたため、コンソーシアム･バンクの資金調達及び運用の状況は、ほとんど外部からの監視を受けることはなかった。しかし、その与信や債券引受のエクスポージャーは、調達・運用の資金繰り、流動性リスクの観点から、本来は厳格に外部から監視・管理されるべきものだった。コンソーシアム･バンクの資金調達先は安定した預金ではなく市況に左右されやすい銀行間市場であり、その他国通貨及びクロス通貨取引は、それ相当の為替変動リスクを伴うものだったからである[36]。

そうしたリスクはあった一方で、中長期貸付・中長期債の引受について、コンソーシアム･バンクは様々な金融手法を開発し、付加価値の高いサービスを提供することに努めることになった。それらは例えば、貸付に対する変動金利方式の適用[37]、減債基金（sinking funds : 社債や国債などの元金償還に必要な資金を積み立てる制度）を長期債の発行スキームに組み込むことによる償還財源の確保（当該債券の安全性確保をアピールし、投資家への当該債券の販売を円滑に行う）、私募形式の中期債（medium-term notes）の発行といった、国際的企業のニーズに応えた試みである[38]。企業の金融ニーズに対し、オーダーメイドで応えることにより、国際金融市場で活動するコンソーシアム･バンクの商品開発力、顧客企業に対する提案力は、日々磨かれていったのである。

また、1970 年代半ばになると、株式・債券の引受、債券トレーディング、コーポレートファイナンス、企業の M&A といった、法人向け金融サービスの提供に特化するコンソーシアム･バンクが登場するようになった[39]。この頃、先進諸国の国際的企業の金融ニーズは、商業銀行分野である貸付や債券引受に留まらず、株式引受や M&A 助言といった本格的な投資銀行分野に及んでいたのである。1970 年代は、国際的企業のニーズに対応すべく様々な革新的金融商品が開発されたが、それが長期間専売特許であり続けることはなかった。金融機関間の国際ネットワークが形成され、新規投入された新商品は、直ちに市場全体に伝播し、短期間のうちにそれと類似の又はそれを超える商品が考案された。1970 年代は、近年の金融グローバル化の初期にあたり、金融サービスの質をめぐり、金融機関間の競争は激しさを増していったのである。

4. 案件の獲得・実行

その形成初期において、コンソーシアム･バンクの多くは、案件獲得を親銀行の顧客紹介に少なからず依存していた。1970 年代初頭において、それらが獲得した案件のうち親銀行の紹介によるものは 10%から 15%程度だったとされている[40]。しかし、コンソーシアム･バンク経営陣は、基本的には親銀行に頼らない独自の案件獲得を目指していた[41]。貸出先は、貸付審査のほとんど必要ない信用力の高い国際的大企業が中心だったが[42]、実際に案件を獲得するには、その高度な金融ニーズに応え得る、優れた金融商品開発力や営業能力が不可欠であった。

ところで、紹介案件には、親銀行自らが引受けたくない案件や、興味はあっても政治的にセンシティブな案件（旧西側諸国に本店のある親銀行が取扱うには、時代及び政治的背景から見て不適切な案件）が含まれていた。例えば、旧東側諸国、キューバ、北ベトナムといった社会主義国への信用供与などはコンソーシアム･バンクが担当することが多く、親銀行はそれを通じ現地経済の状況や将来戦略に必要な情報を得ていたと考えられる。1971 年には、複数の旧西側・東側金融機関が出資して「セントローパ銀行（Centropa Bank・本社ウィーン）[43]」が設立され、旧東側諸国に対する貿易金融業務を専門に行うようになったが、他のコンソーシアム･バンクにも同様の案件を手掛けるものが現れるようになった。

コンソーシアム･バンクが手掛ける貸付及び債券引受は、通常それを含む複数の銀行がシンジケート（募集引受団）を組成し実行されていたが[44]、主に 2 つの組成方法が採用されていた[45]。多くのコンソーシアム･バンクが採用した最も一般的な組成方法は、主幹事銀行が貸付先企業の信用リスクや資金ニーズを詳細に分析し承認された案件を特定した上で、銀行に対し引受団への参加を募るというものである[46]。もう 1 つは、主幹事銀行が貸付額全額を銀行の自己勘定から直接貸付けることを確約した上で案件を獲得し、その後多数の銀行に向けて貸付シンジケートへの参加を募る方法である[47]。主幹事行は、案件内容をテレックスで一斉に数百行に送信して引受団への参加を募り、自行の貸付を分担の上肩代わりしてもらうわけだが、全送信先の 5%から 10%がそのオファーに応じていた。主幹事銀行がまず貸付先の信用リスクを一手に負うことで、迅速な貸付実行を可能とした方法だが、既に当時は銀行間の案件獲得競争が激しさを増しており、案件獲得のためには、銀行が負担するリスクも一層大きくなっていたことが見て取れる。

第 4 節　コンソーシアム･バンクの活動と評価

1. 各コンソーシアム･バンクの状況

ドイツの銀行は、大手といえども国際業務は欧州他国に比べて大きく出遅れ、1970 年の時点では国外支店は目立って少なかった[48]。ニューヨーク、ロンドンといった主要金融市場

への進出でさえ、高い設立・運営コストを理由に見送られることになった[49]。

しかし、1960 年代に入り顕在化したいくつかの環境変化によって、ドイツ大手銀行の国際戦略には新たなアプローチが求められるようになった。環境変化の第 1 は、1960 年代以降米大手銀行が欧州支店を相次いで設置したことである。支店設置先としてとりわけ重視されたのが、経済復興著しかったドイツであり、米銀は現地大企業の国際進出を積極的に支援するようになった。ドイツ大手銀行は米銀への対抗上、（自前の支店設置は時期尚早だったとしても）国外において、自国の大企業に対し金融サービスを提供する体制を整える必要が生じた。第 2 は、ドイツ産業界が、大手銀行に対し国外進出を要望するようになったことである。第 3 は、1960 年代後半に、欧州金融資本市場に大きなビジネスの好機が到来するとの期待が広がったことである。そして第 4 は、複数行が協働するシンジケートローンが国際的な銀行ビジネスの中心的な手法になり始めたことである[50]。

図表 8 コンソーシアム･バンクの参加行（1973 年）

（百万ドル・店・人）

	設立年	参加金融機関	本社	資産規模	支店数	従業員数
EBIC	1963	Deutsche Bank AG	西ドイツ・フランクフルト	24,389	1,250	39,600
		Société Générale	フランス・パリ	22,821	2,300	36,800
		Midland Bank Ltd	英国・ロンドン	19,104	3,600	50,200
		Banca Commerciale Italiana	イタリア・ミラノ	18,105	300	12,500
		Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.	オランダ・アムステルダム	9,682	750	18,400
		Société Générale de Banque	ベルギー・ブリュッセル	8,662	1,050	13,700
		Creditanstalt Bankverein	オーストリア・ウィーン	3,105	180	6,800
ABECOR	1971	Banque Nationale de Paris	フランスパリ	30,142	2,000	N.A.
		Barclays Bank Ltd	英国・ロンドン	28,304	3,000	N.A.
		Banca Nazionale del Lavoro	イタリア・ローマ	22,651	232	N.A.
		Dresdner Bank	西ドイツ・フランクフルト	20,667	1,000	N.A.
		Algemene Bank Nederland	オランダ・アムステルダム	10,138	600	N.A.
		Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank	西ドイツ・ミュンヘン	9,457	428	N.A.
		Banque de Bruxelles	ベルギー・ブリュッセル	N.A.	1,000	N.A.
		〔Associated members〕				N.A.
		Banque Internationale à Luxenbourg	ルクセンブルグ	904	43	N.A.
		Österreichische Länderbank	オーストリア・ウィーン	2,042	70	N.A.
Europartners	1971	Crédit Lyonnais	フランス・パリ	27,743	2,298	43,655
		Commerzbank	西ドイツ・フランクフルト	14,382	745	16,062
		Banco di Roma	イタリア・ローマ	13,019	261	10,410
		Banco Hispano Americano	スペイン・マドリッド	6,005	618	15,862
Inter-Alpha	1972	Kredietbank	ベルギー・ブリュッセル	6,183	N.A.	N.A.
		Crédit Commercial de France	フランス・パリ	4,318	N.A.	N.A.
		Berliner Handels-Gesellschaft-Frankfurter Bank	西ドイツ・フランクフルト	4,314	N.A.	N.A.
		Nederlansche Middenstandsbank	オランダ・アムステルダム	4,265	N.A.	N.A.
		Williams and Glyn's	英国・ロンドン	3,122	N.A.	N.A.
		Banco Ambrosiano	イタリア・ミラノ	2,842	N.A.	N.A.
		Privatbanken	デンマーク・コペンハーゲン	1,486	N.A.	N.A.

注）数値は1973年末

（出所） *The Banker*,Aug,1974 より筆者作成。

こうした環境変化に対応すべく、自前で拠点を設立するより少ないコストでコンソーシアム･バンクに参加し、支店網と人材不足を補うことは、極めて有益であった。特に当時の

ユーロ金融市場は、存続が懸念される一方で成長性も秘めており、リスクを回避しながら国際金融業務のノウハウを蓄積するのにはコンソーシアム・バンクへの参加が適していたのである。ドイツ大手銀行は、いずれもコンソーシアム・バンクに参加した。メンバー行間で相互信用協定を結び、情報交換、人材の交換及び教育、支払手続きの調和、子会社の設立、ユーロ中長期貸付やユーロ債引受で連携を取りながら、共同で国際業務を推進した[51]。本節では、ドイツの銀行が出資・参加した連合体の活動や特徴について見ることとする（図表 8）。

（1）EBIC グループ（EBIC Group）

EBIC グループは、1963 年、ドイツ銀行、オランダのアムステルダム銀行（後の ABN アムロ）、ベルギー・ソシエテ・ジェネラル（Banque de la Société de Belgique）、英ミッドランド銀行（1992 年に香港上海銀行が買収、現 HSBC グループ）の欧州 4 行（創設 4 行）が「欧州諮問委員会（European Advisory Committee）」を設置し、業務提携したことに始まる。当初業務提携は、情報交換や相互助言、共同の市場・経済分析などにとどまったが、各行経営陣は上記委員会で定期的に交流を深めるなかで、国際金融業務の具体的な共同作業を検討・実施していった（図表 9）。

図表 9　EBIC グループの国際展開（1970～1988 年）

年	動　　向
1963	◆Amsterdamsche Bank N.V.（現ABNアムロ）、Banque de la Société de Belgique、Midland Bank Ltd.（英）、Deutsche Bank AG（以下「創立4行」）が、「欧州諮問委員会（EAC･European Advisory Committee）」を設立
1967	◆ブリュッセルにBanque Européenne de Crédit à Moyen Terme（BEC・短中期信用業務）を設立
1968	◆ニューヨークに「欧州アメリカ銀行（EABC）」、「欧州アメリカ信託銀行（EABTC）」を設立
1969	◆ジャカルタ、ヨハネスブルグに共同駐在員事務所を設置
1970	◆創立4行が、ロンドンに「欧州銀行国際会社（EBIC･European Banks' International Company S.A.）」を資本金200万ドルで設立 ◆豪･日･米の銀行とともにメルボルンにEuro Pacific Finance（預金・中長期信用業務）を設立
1971	◆Creditanstalt Bankverein（墺）、Société Générale（仏）が新規加盟（EBIC加盟は6行へ） ◆トロント共同駐在員事務所を設置
1972	◆Europänisch Asiatische Bank（アジア地域担当）が営業開始、シンガポール支店開設 ◆ルクセンブルグ、ブリュッセル、フランクフルトにアラブ主要行との合弁で3銀行を設立 ◆若手行員向け国際型人材育成のための「EBICMENプログラム」を導入
1973	◆Banca Commerciale Italianaが新規加盟（EBIC加盟は7行へ） ◆BECを“European Credit Bank”に改称 ◆ロンドンにマーチャントバンク子会社European Banking Companyを設立
1977	◆EACが“Board of EBIC”に改称
1978	◆EABC、EABTCが合併しEABの傘下に
1985	◆EBIC傘下子会社に対するEBIC加盟銀行の株式保有比率の見直し
1988	◆EBICからドイツ銀行が脱退

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1963-1988 より筆者作成。

初の共同作業は、1967 年、ブリュッセルにバンク･ユーロペーヌ･ド･クレディ･ア･ムアイヤン･テルム（Banque Europénne de Credit à Moyen Terme：BEC）を設立したことである。その主要業務は、国際的プロジェクトに参加する企業に対する短中長期の信用供与、貿易金融、証券業務であった。1970 年には、グループ管理機関である欧州銀行国際会社（European Bank's International Company：EBIC）をブリュッセルに設立している。EBIC は銀行業務を行わず、欧州諮問委員会の策定する経営方針に従い、参加各行の調整・管理を行うことを主たる業務としていた。さらに 1973 年には、ロンドンにマーチャントバンク、欧州銀行会社（European Banking Company Ltd.）を設立し、国際企業を対象に証券発行引受、短中期のユーロ信用供与といった金融サービスを提供した。

EBIC グループは、米国、東アジアなどにも合弁金融機関を設立している。米国では、1968 年、ニューヨークに欧州アメリカ銀行（European-American Banking Corporation：EABC）と欧州アメリカ信託銀行（European-American Bank & Trust Company：EABTC）を[52]、豪州では、1970 年、メルボルンに欧州・太平洋金融会社（Euro-Pacific Finance Corporation Ltd.）を設立している。また、東アジアの業務については、1972 年にハンブルグを本店とする欧州アジア銀行（European-Asiatische Bank）が営業を開始、当該地域に多数の支店網を有し、貿易金融や多国籍企業向けの信用供与を行った。1970 年代前半にかけ、創設 4 行にフランスのソシエテ･ジェネラルなど 3 行が新規に参加したことで、EBIC グループは、1973 年の時点で、メンバー7 行の合計で、総資産 877 億ドル、支店数 9,350、従業員 178,000 名に達する巨大金融グループとなった[53]。

（2）ユーロパートナーズ（Europartners）

1970 年から 1971 年にかけ、ドイツのコメルツ銀行、フランスのクレディリヨネ、イタリアのローマ銀行の 3 行間で緊密な連合体「CCB トライアングル（CCB Triangle）」が形成された[54]。この連合体は、銀行業務の全領域をカバーする広範囲な協力関係を築き、長期的には合併に近い「擬似合併銀行（quasi-merger bank）[55]」を想定していた。CCB トライアングルは、EBIC グループのように共同の管理機関を持たず、実質的な合併新銀行を設立するという高い理想を掲げていた。そして 1973 年、これら創設 3 行にスペインのバンコ･イスパノ･アメリカーノが加わったのに伴い、連合体は「ユーロパートナーズ（Europartners）」と改称した。

ユーロパートナーズ参加行が最初に共同設立したのは、1971 年、株式・債券及び資産管理業務を手掛けるニューヨークの証券会社、ユーロパートナーズ証券会社（Europartners Securities Corporation）である。1973 年末にはアムステルダムに合弁銀行を（過半数をコメルツ銀行、クレディ･リヨネが出資）、1974 年春にはドイツ･ザール州にコメルツ信用銀行（Commerz-Credit-Bank Aktiengesellschaft Europartners）を、またリース分野では、1973 年にパリにユーロパートナーズ･リーシングを設立した。ほかにユーロパートナーズは、EBIC と同様、東アジア、中東その他の地域に様々な形態で共同金融機関を設立していった。創

設 3 行は、中長期の欧州通貨建てシンジケートローンで連携したが[56]、証券分野でも、ユーロパートナーズ証券会社を中心に、1973 年半ばまでに 35 件の債券引受を手掛け、複数の投資ファンドを設立するなど、広範な分野で連携の実績を上げていった。また、電子データ処理言語（electronic data processing language）を使った参加行間の資金決済の迅速化、参加行間の相互信用供与制度「トランスクレジット（Transcredit）」の導入[57]など、業務インフラの整備でも連携が進んだ。

（3）ABECOR

1967 年、ドレスナー銀行、オランダの ABN（Algemene Bank Nederland・現 ABN アムロ銀行）、イタリアのラボロ銀行（Banca Nazionale del Lavor）、パリ国立銀行（Banque Nationale de Paris）、バークレイズ銀行（Barclays Bank）、バンク･オブ･アメリカの 6 行が、ルクセンブルグに共同機関「ソシエテ･フランシエーレ･ユーロピーネ（SFE・Société Financière Européenne）」を創設した。当該機関の下、中長期貸付その他業務の連携を目指したが、あくまでも各行独自の業務計画を補完するという位置づけであった。

1971 年には、SFE を創設したドレスナー銀行、ABN に加え、バンク･デ･ブリュッセル、ドイツ信用抵当銀行の 4 行（創設 4 行）は、国際的協力の拡大を企図して提携関係を結び、1972 年には、メンバー行の調整機関として、「欧州銀行連合（Associated Banks of Europe Corporation：ABECOR）」を創設したのである。その創設は、特に国際展開が遅れていたドレスナー銀行の尽力が大きかったが、ABECOR は SFE と同様、強固な団結によって自らの活動が他行に制約されることを避け、自行の自主性を尊重しようとする銀行の連合体であった。従って参加行は、お互い協力し支え合うパートナーというよりも、単に同じ連合体に出資する株主であるといった意識の下に集まっていたというのが実態であった[58]。

ABECOR は、EBIC やユーロパートナーズと同様に、多くの共同事務所・代理店を世界の主要都市に設置し、米証券子会社などを設立したほか、国際人材研修プログラムも共同で運営していた。その一方で参加各行は、グループの枠組みとは別に、非参加行とも提携し他の国際プロジェクトにも従事していた[59]。

（4）インターアルファ･グループ

インターアルファ･グループ（Inter-Alpha Group）は、ドイツの BHF 銀行（Berliner Handelsgesellshaft Frankfurter Bank）、イタリアのアンブロシアーノ銀行（Banco Ambrosiano）、フランス商業銀行（Crédit Commercial de France）、ベルギー信用銀行（Kredit Bank）、オランダ中小企業銀行（Nederlandsche Middenstandsbank）、英国のウィリアム･アンド･ギリンス銀行（Williams and Glyns Bank）、デンマークのプリバートバンケン（Privatbanken）という各国の準大手銀行を中心に、1972 年に形成されたコンソーシアム･バンクである。各行はいずれも十分な国外支店網を持たず、コンソーシアム･バンクに参加し各国に共同で駐在員事務所を設置したが、各行経営陣は「不十分な国外拠点を互いに補完し合い増強する」という

明確な目的で一致していた。参加行は、1974 年に共同でルクセンブルグ子会社のインターアルファ・アジア（Inter-Alpha Asia）を設立、同社はシンガポールでオフショア銀行免許を取得するなどアジア地域の開拓に注力することになった。また、参加各行は、米投資銀行ブラウン･ブラザーズ･ハリマンを中心に形成されたコンソーシアム･バンク（Brown Harriman and International Banks）の株式を合計で 47%保有しており、それとの共同で国際投資銀行を展開することも可能な立場にあった[60]。

2. 米国市場への進出

（1）EBIC グループの米国戦略

1950 年代、戦後間もない欧州諸国、とりわけドイツにとり、民主主義が根付き経済の繁栄を謳歌する米国は復興の手本であった[61]。終戦直後、ベルリン封鎖事件（ベルリン大空輸）、朝鮮戦争といった東西冷戦を象徴する事件が相次いだが、これらに伴う膨大な軍事支出によってドイツ経済の復興が軌道に乗るとともに、同国の政府・国民は米国への強い共感を抱くようになった[62]。1950 年代の経済急成長期から安定成長期に移行するに伴い、ドイツ輸出産業は米国が潜在的な巨大市場となると考えるようになった。

図表 10 ヨーロピアン･アメリカン･バンコープ（EAB）の発展経緯

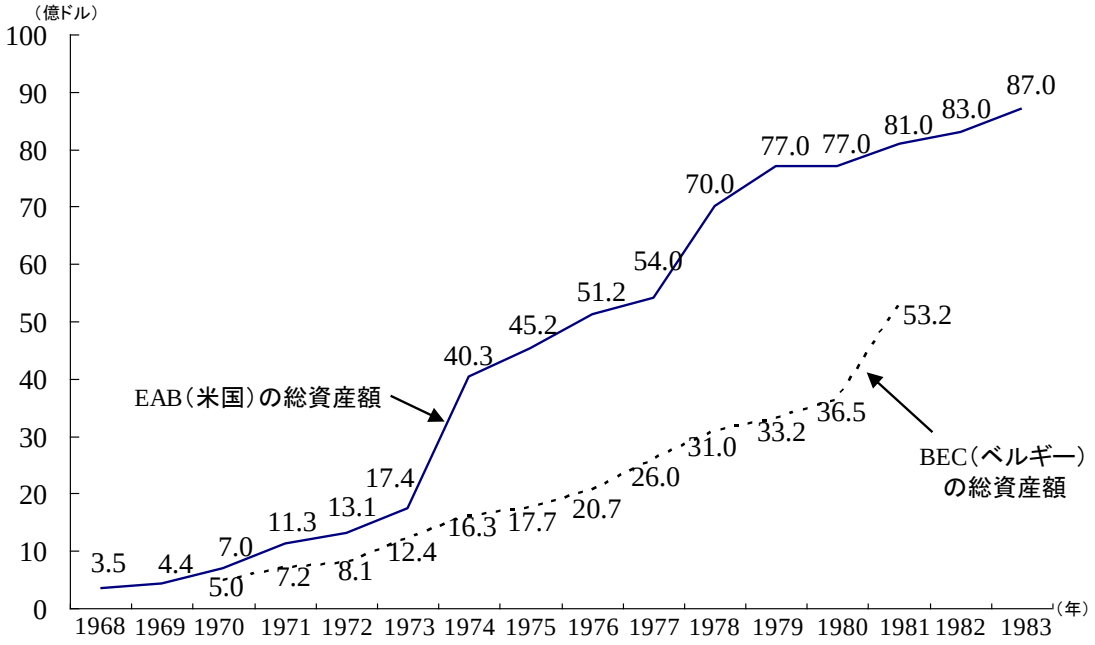
年	動　　向
1921	◆ベルギー･ソシエテ･ジェネラル子会社のバンク･ベルジ･ポア･レトランガー（Banque Belge pour l'Etranger）」が米国に代理店を設置→1952年までに、当該代理店を米国法に基づく2子会社に組織転換（EABC、EABTCの前身）
1968	◆ニューヨークに「欧州アメリカ銀行（EABC･European American Bank Corporation）」、「欧州アメリカ信託銀行（EABTC･European American Bank & Trust）」を設立
1969	◆EABCのバミューダ子会社が営業開始 ◆EABC、バハマ･ナッソーに駐在員事務所を設立
1972	◆ロスアンゼルス支店を開設
1974	◆ロードアイランドのフランクリン･ナショナル銀行（100支店）を買収→ホールセール･リテール向けのフルサービスバンクへ（買収時点でEABは米銀上位25行入り）
1977	◆EABC、EABTCが合併し、持株会社European American Bancorp（本社ニューヨーク）の傘下に
1978	◆外銀初のニューヨーク清算会員に就任
1979	◆ルクセンブルグ子会社を開設（外国為替･ユーロ市場業務）
1980	◆ニューヨークにベンチャー投資子会社EAB Venture Corporationを設立
1981	◆マイアミに子会社（国際業務）を設立 ◆不動産コンサルティング会社Dorman & Wilson（ニューヨーク州）を買収
1982	◆ブリュッセルのBanque Européenne pour L'Amérique Latine（BEAL）に20%出資（中南米向けビジネスのためのネットワーク強化）
1984	◆外国為替取引の損失処理、中南米向け等不良債権償却の目的で4,000万ドル増資
1985	◆EBIC加盟銀行のEBIC傘下子会社に対する株式保有比率の見直しにより、ドイツ銀行のEABに対する出資比率を20.1%から23.2%に引き上げ
1988	◆ドイツ銀行、EABの持分23.2%をオランダのアムロ銀行に売却→EABのドイツ銀行出身のスタッフは同行ニューヨーク支店などに再配置

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1968-1988 より筆者作成。

自国産業の対米進出意欲が旺盛であった一方、ドイツ大手銀行は米国への単独での進出には慎重にならざるを得なかった。そこで、1960 年代から 1970 年代にかけての米国進出は、コンソーシアム･バンクの現法や他行との合弁会社の設立という方法がとられることになった。とはいえ、ドイツ金融機関が参加した連合体の中でも、ドイツ銀行が参加した EBIC グループは、米国市場での業務拡充に最も積極的だった。ドイツ銀行は EBIC の中核銀行であり、戦後一貫して米国市場への進出を国際戦略の潜在的な最優先課題としてきた同行の意思は、そのまま EBIC の米国戦略に反映されていたのである。ドイツ銀行が主導した EBIC の米国戦略は、EABC と EABTC を傘下におく欧州アメリカ銀行（EAB）を中核に推進された。EAB は、主に欧州企業の米子会社を対象に、リボルビング･ローン、貿易金融などの広範なサービスを提供していた（図表 10）。

EAB の総資産額を見ると、1968 年の 3.5 億ドルから 5 年後の 1973 年には 17.4 億ドルに、1974 年には米地銀フランクリン・ナショナル銀行（Franklin National Bank）を買収して 40.3 億ドル、さらに 10 年後の 1983 年には 87 億ドルに拡大した（図表 11）。1974 年以降、EBIC グループ初の共同設立機関である BEC の資産を大幅に上回る成長をとげていた。

図表 11　EBIC グループ金融機関の総資産額の推移（1968～1983 年）



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1963-1984 より筆者作成。

フランクリン・ナショナルは、1974 年のユーロ市場危機に伴い、短期金融市場の状況に左右されにくい安定したドル調達源（ドル預金）の確保を余儀なくされ、買収に踏み切った先であるが、この買収により、EAB はホールセール・リテール向けのフルサービスバン

クになるとともに、資産規模で米銀の上位 25 位以内にランク入りすることになった。1970 年代半ばまでに、EAB は、150 を超えるドイツ企業のほか、GM、フォード、クライスラー、デュポン、ロックウェル･インターナショナル、ハネウェルといった、当時の米大企業と取引関係を築くに至っている[63]。

EAB は 1970 年代後半から 1980 年代の初頭にかけて、外国為替業務及びユーロ市場業務の拠点としてのルクセンブルグ支店、ニューヨークにはベンチャーキャピタル会社を設立し、シカゴやマイアミにも子会社を開設するなど業容を拡大した。しかし、マイアミ州から南米諸国まで積極的に業務展開を行った結果、同地域に係る多額の不良債権を抱えるに至った。さらに、1974 年には、フランクリン・ナショナルが外国為替取引で約 5,900 万ドルの損失を計上している[64]。1970 年代後半にかけ、中南米向け不良債権の償却や大規模な損失の負担は、大きく収益を圧迫することになった。

（2）米投資銀行拠点の設立

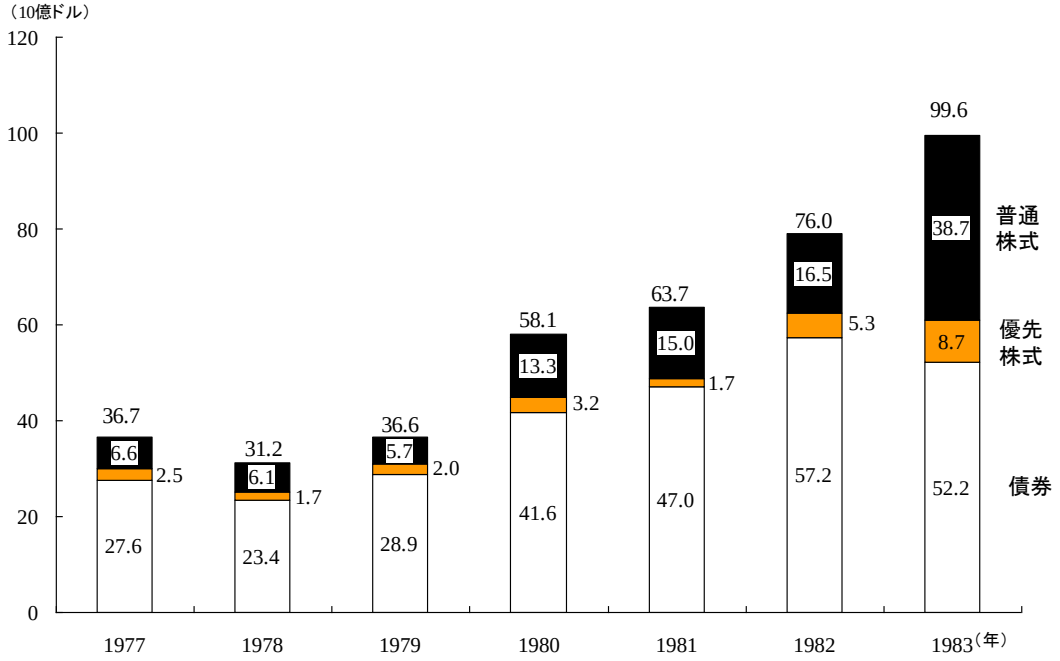
1980 年代を迎え、米国では、企業の資金調達手段として株式や債券の発行が一段と拡大しようとしていた。米国の株式・債券発行額は、1979 年の 366 億ドルから 1980 年 581 億ドルへ、1982 年には 1979 年の倍の 760 億ドルと急伸した（図表 12）。特に 1982 年の普通株式発行額は 159 億ドルと 1979 年の 3 倍近くに増加している。こうしたなか、ドイツ大手銀行も、各行なりの方法で投資銀行拠点（証券会社）を設立し、証券の引受案件を獲得していくのである。

まず、ドイツ銀行が参加する EBIC グループでは、他の参加行であるソシエテ･ジェネラル、ソシエテ･ジェネラル･ド･バンク、アムステルダム･ロッテルダム銀行が、スイスのソジェン･スイス･インターナショナル（Sogen Swiss International）に当該業務集中させることを決定したが[65]、ドイツ銀行は、1971 年に欧州銀大手のスイスユニオン銀行（Union Bank of Switzerland）と合弁で、大企業の株式・債券引受を専門とする投資銀行 UBS-DB コーポレーションを設立している。1978 年、ドイツ銀行は UBS の持分を買い取り 100％子会社とし、アトランティック･キャピタル（Atlantic Capital Corporation）[66]と改称して、多くの国際的大企業の発行する株式・債券の引受を手掛けるようになった。EBIC 参加行でドイツ銀行だけが、外部の UBS と合弁会社を設立したのは、リスク分散の意味が大きい。ドイツ銀行にとり、米国に投資銀行拠点を設立することは長年の目標だったが、EAB は商業銀行であり、グラス･スティーガル法下ではそれを通じて投資銀行業を営むことはできなかった。ドイツ銀行は EAB とオペレーションを厳格に分離し、合弁方式で米投資銀行業務に乗り出さざるを得なかったのである[67]。

ドレスナー銀行は、1968 年、ABECOR 参加行とともにボストンにジャーマン･アメリカン証券会社（German-American Securities Corporation）を設立、後に同社を ABD 証券会社（ABD Securities Corporation）と改称し、本社をニューヨークに移している[68]。コメルツ銀行は、1970 年、ユーロパートナーズ参加行とともに、ニューヨークにユーロパートナーズ証券会社

（Europartners Securities Corporation）を設立した。

図表 12　米国の株式･債券発行額の推移（1977-1983 年･種類別）



（出所）*Investment and Dealers' Digest* より筆者作成

株式・債券発行が増えるなか、米大手投資銀行には到底及ばなかったものの、ドイツ大手銀行が出資する米証券子会社は着実に実績をあげていった。図表 13 は、証券発行が大きく伸び始めた 1980 年代前半において、ドイツ銀行傘下のアトランティック・キャピタル、ドレスナー銀行が出資する ABD 証券会社、コメルツ銀行が出資するユーロパートナーズ証券会社が、引受シンジケート団（引受シ団）に参加した主な案件を一覧にしたものである（1981 年から 1985 年の案件のうち金融専門誌に墓石広告[69]が掲載された案件で、株式は発行株数が 100 万株以上、債券は発行金額が 1,000 万ドル以上のもの）。これを見る限り、これらのコンソーシアム･バンク 3 社は、米国内外の大企業案件に継続的に関与しており、一般社債や普通株式のみならず、累積型転換優先株式、転換型劣後債、減債基金付社債、設備信託証書（Equipment Trust Certificate：ETC）といった多様な証券の引受で実績を積み上げている。設備信託証書は、資産を裏付けとして発行される資産担保証券の 1 つパススルー証券（Pass Through Certificate）[70]のうち、航空機などの機器を担保としそのリース債権を表象するものをいうが、1970 年代後半に米国で登場した証券化という金融イノベーションに対し、これら証券 3 社は 1980 年代初頭には既に関与していたのである。

図表 13 ドイツ大手銀行が関与した株式・債券引受案件（1981-1985 年）

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）		
				Atlantic	ABD	Europart
1981.2.2	Time Incorporated	累積型転換優先株	300万株	○	○	○
1981.2.6	Hospital Corporation of America	転換型劣後債	125百万ドル	○	○	○
1981.2.9	Pfizer Inc.	転換型劣後債	150百万ドル	○	○	○
1981.2.18	Global Marine Inc.	普通株	200万株	○	○	○
1981.2.26	Long Island Lighting Company	一般・借換債	100百万ドル	○		
1981.2.27	Public Service Co. of New Mexico	普通株	350万株	○	○	○
1981.2.24	Countrywide Credit Industries,Inc.	転換型劣後債	320万株			○
1981.3.2	Chrysler Corporation	担保付社債	400百万ドル	○	○	○
1981.3.3	Transworld Corporation	普通株	250万株	○	○	○
1981.3.5	Florida Power & Light Company	第一担保付社債	125百万ドル	○	○	○
1981.3.11	Atlantic Richfield Company	無担保社債	250百万ドル	○	○	○
1981.3.16	Manufacturers Hanover Corporation	無担保社債	100百万ドル	○	○	○
1981.3.18	American Telephone and Telegraph Co.	無担保社債	600百万ドル	○	○	○
1981.3.19	Kingdom of Denmark	無担保債	100百万ドル	○		
1981.3.26	Pacific Telephone and Telegraph Co.	無担保社債	300百万ドル	○	○	○
1981.3.27	Arizona Public Service Company	普通株	500万株	○	○	○
1981.4.15	Kingdom of Sweden	新株予約権付社債	200万ドル	○	○	○
1981.4.15	Big Three Industries,Inc	転換型劣後債	100百万ドル	○	○	○
1981.4.20	British Columbia Hydro and Power Authority	無担保債	400百万ドル	○		
1981.4.23	Monsanto Company	普通株	300万株	○	○	○
1981.4.24	Province of Ontario	無担保債	300百万ドル	○		
1981.4.22	Virginia Electric and Power Company	第一担保付借換債	100百万ドル		○	○
1981.4.29	Citicorp	無担保社債	150百万ドル	○	○	○
1981.4.29	Michigan Bell Telephone Company	無担保社債	250百万ドル	○	○	○
1981.4.30	Republic of Venezuela	無担保債	200百万ドル	○		○
1981.5.6	Florida Power & Light Company	第一担保付社債	150百万ドル	○	○	○
1981.5.11	Allis-Chalmers Corporation	累積型転換優先株	120万株	○	○	○
1981.5.20	Commonwealth Edison Company	第一担保付社債	200百万ドル	○	○	○
1981.6.3	Pembroke Capital Company Inc.	無担保社債	200百万ドル	○		
1981.6.4	The Mexico Fund,Inc	普通株	1,000万株		○	
1981.6.4	Northern Indiana Public Service Company	普通株	400万株	○	○	○
1981.6.4	Bell Canada	無担保社債	150百万ドル	○		
1981.6.5	Canadian National Railway Company	減債基金付社債	150百万ドル	○	○	○
1981.6.8	Federal Business Development Bank	無担保社債	100百万ドル	○		
1981.6.17	Geophysical Systems Corporation	普通株	100万株		○	○
1981.6.25	Public Service Electric and Gas Company	普通株	600万株		○	
1981.7.1	Allegheny & Western Energy Corporation	普通株	100万株			○
1981.7.1	Long Island Lighting Company	一般・借換債	100百万ドル	○		
1981.7.1	IBM Credit Corporation	無担保社債	100百万ドル	○	○	○
1981.7.9	Ito-Yokado Co.,Ltd	転換社債	60百万ドル	○	○	○
1981.7.9	Novo Industri A/S	米国預託株	180万株	○		
1981.7.10	British Columbia Hydro and Power Authority	無担保債	250百万ドル	○		
1981.7.15	San Diego Gas & Electric Company	第一担保付社債	50百万ドル	○		
1981.7.17	Union Tank Car Company	設備信託証書	75百万ドル	○		
1981.7.23	Commonwealth Edison Company	普通株	1,000万株		○	○
1981.7.24	Hydro-Québec	無担保社債	200百万ドル			○
1981.7.29	Mountain States Telephone & Telegraph Co.	無担保社債	200百万ドル	○	○	○
1981.8.12	Oklahoma Gas and Electric Company	普通株	200万株		○	
1981.9.18	Private Export Funding Corporation	担保付社債	100百万ドル	○	○	○
1981.9.23	Southwestern Bell Telephone Company	無担保社債	300百万ドル	○	○	○
1981.9.24	Province of Saskatchewan	無担保債	200百万ドル	○		
1981.10.5	InterNorth,Inc	無担保社債	200百万ドル	○	○	○
1981.10.7	Halliburton Company	無担保社債	150百万ドル	○	○	○
1981.10.15	Transcontinental Gas Pipe Line Corporation	無担保社債	100百万ドル	○	○	○
1981.10.22	United Energy Resources,Inc	無担保社債	50百万ドル	○		

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）		
				Atlantic	ABD	Europart
1981.10.19	Enserch Corporation	転換型劣後債	125百万ドル	○	○	○
1981.10.22	United Energy Resources,Inc	無担保社債	50百万ドル	○		
1981.10.22	Province of Ontario	無担保債	250百万ドル	○		
1981.10.23	IBRD	無担保債	500百万ドル	○	○	○
1981.10.29	Hybritech Incorporated	普通株	110万株		○	○
1981.11.2	Hydro-Québec	無担保社債	200百万ドル			○
1981.11.6	Southern Bell Telephone & Telegraph Co.	無担保社債	300百万ドル	○	○	○
1981.11.11	European Investment Bank	無担保社債	125百万ドル	○		○
1981.11.18	Florida Power & Light Company	第一担保付社債	100百万ドル	○	○	○
1981.11.18	Ford Motor Credit Company	無担保社債	250百万ドル	○	○	○
1981.11.25	Arizona Public Service Company	普通株	400万株	○	○	○
1981.11.30	Sears,Roebuck and Co.	無担保社債	250百万ドル	○	○	○
1981.12.2	Imperial Oil Limited	減債基金付社債	200百万ドル	○		
1981.12.17	Union Tank Car Company	設備信託証書	25百万ドル	○		
1982.1.27	Hospital Corporation of America	無担保社債	100百万ドル	○		
1982.2.18	Southern California Edison Company	普通株	500万株	○	○	
1982.2.24	Province of Ontario	無担保債	200百万ドル	○		
1982.2.26	Canadian National Railway Company	減債基金付社債	150百万ドル	○		○
1982.2.25	Florida Power & Light Company	第一担保付社債	125百万ドル	○	○	○
1982.3.3	Houston Power & Light Company	第一担保付社債	125百万ドル	○	○	○
1982.3.10	Province of Manitoba	無担保債	200百万ドル	○		
1982.3.10	IBM Credit Corporation	期間延長債	125百万ドル	○	○	○
1982.3.10	Commonwealth Edison Company	第一担保付社債	200百万ドル	○	○	○
1982.3.18	American Express Credit Corporation	優先債	100百万ドル	○	○	○
1982.3.31	BankAmerica Corporation	貨幣乗数債	500百万ドル	○		
1982.7.8	Western Union Corporation	普通株	300万株	○	○	○
1982.7.20	Export Development Corporation	無担保社債	150百万ドル	○		
1982.7.23	BankAmerica Corporation	貨幣乗数債	300百万ドル	○		
1982.8.16	Province of Ontario	無担保債	300百万ドル	○		
1982.8.19	Canadian National Railway Company	減債基金付社債	200百万ドル	○		
1982.8.26	Phillips Petroleum Company	無担保社債	200百万ドル	○		
1982.9.9	Hospital Corporation of America	普通株	400万株	○		
1982.10.15	Florida Power & Light Company	第一担保付社債	100百万ドル	○	○	○
1982.10.18	Private Export Funding Corporation	担保付社債	100百万ドル	○	○	○
1982.10.29	Merrill Lynch & Co.,Inc	転換型劣後債	100百万ドル	○	○	○
1982.11.23	Virginia Electric and Power Company	普通株	500万株	○	○	○
1983.1.10	Ford Motor Credit Company	無担保社債	175百万ドル	○	○	○
1983.1.26	CT Comdial Corporation	普通株	180万株	○	○	
1983.1.27	AMR Corporation	累積型転換優先株	441万株	○	○	○
1983.2.14	Acco World Corporation	普通株	363百万ドル	○	○	○
1983.2.16	Eastern Air Lines,Inc.	累積型転換劣後株	200万株		○	
1983.2.25	Province of Ontario	無担保債	300百万ドル	○		
1983.3.23	Biogen N.V.	普通株	250万株		○	○
1983.3.30	Chrysler Corporation	普通株	2,600万株	○	○	○
1983.4.7	Province of Ontario	無担保債	300百万ドル	○		
1983.4.21	Telesphere International,Inc	普通株	200万株	○	○	○
1983.5.5	Safeway Stores,Incorporated	普通株	200万株	○	○	○
1983.5.11	Value Line,Inc	普通株	190万株		○	○
1983.5.9	Export Development Corporation	無担保社債	200百万ドル	○		
1983.5.13	Caterpillar Tractor Co.	普通株	500万株	○	○	○
1983.5.27	Florida Federal	普通株	500万株	○		
1983.6.10	Republic of Finland	無担保社債	100百万ドル	○	○	
1983.6.8	Iomega	普通株	220万株		○	
1983.9.15	The Philadelphia Saving Fund Society	普通株	3,025万株	○	○	○
1983.9.23	Ford Motor Credit Company	期間延長債	100百万ドル	○	○	○

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）		
				Atlantic or DBC	ABD	Europart
1983.10.13	Tribune Company	普通株	700百万株	○	○	○
1983.11.18	Midland Bank plc	保証付社債	150百万ドル	○		
1983.11.21	Rent-A-Center,Inc.	普通株	142万株			○
1983.11.28	Lafarge Corporation	普通株	185百万株	○	○	○
1984.1.9	Avco Financial Services,Inc	優先社債	100百万ドル			
1984.1.10	Florida Power & Light Company	第一担保付社債	125百万ドル	○	○	○
1984.1.16	British Columbia Hydro and Power Authority	無担保債	200百万ドル	○		
1984.1.26	Homecrafters Warehouse	普通株	200万株		○	
1984.1.25	GTE Corporation	無担保社債	200百万ドル	○	○	○
1984.1.27	Ford Motor Credit Company	期間延長債	100百万ドル	○	○	○
1984.2.21	Integrated Device Technology,Inc	普通株	150万株	○		
1984.7.27	Inter-American Development Bnk	無担保社債	150百万ドル	○		
1984.8.2	Merrill Lynch & Co.,Inc.	無担保社債	200百万ドル	○		
1984.8.15	Makita Electric Works,Ltd	転換社債	50百万ドル	○		
1984.8.15	Chevron Capital U.S.A.Inc.	保証付社債	1,000百万ドル	○		
1984.9.19	Province de Québec	無担保社債	250百万ドル	○		
1984.10.9	National Medical Enterprises,Inc	期間延長債	100百万ドル	○		
1984.11.1	Cabot Corporation	無担保社債	75百万ドル	○		
1985.1.22	Chrysler Financial Corporation	無担保社債	400百万ドル	○	○	○
1985.1.25	Mountain States Telephone & Telegraph Co.	無担保社債	175百万ドル	○		
1985.1.28	New England Telephone & Telegraph Co.	無担保社債	200百万ドル	○		
1985.1.30	Kingdom of Sweden	無担保債	200百万ドル	○	○	○
1985.1.31	Chevron Capital U.S.A.Inc.	保証付社債	500百万ドル	○		
1985.1.28	Hydro-Québec	無担保社債	200百万ドル	○		
1985.2.13	Chrysler Financial Corporation	劣後債	100百万ドル	○	○	○
1985.2.25	Chrysler Corporation	無担保社債	650百万ドル	○	○	○
1985.3.1	Texaco Capital Inc.	期間延長債	300百万ドル	○		
1985.4.3	Merrill Lynch & Co.,Inc.	無担保社債	200百万ドル	○		
1985.4.8	Chrysler Financial Corporation	期間延長債	300百万ドル	○	○	○
1985.4.24	Export Development Corporation	無担保社債	200百万ドル	○		
1985.5.1	FannieMae	普通株	700百万ドル	○		
1985.5.15	Merrill Lynch & Co.,Inc.	無担保社債	100百万ドル	○		
1985.5.16	IBM Credit Corporation	無担保社債	250百万ドル	○		
1985.5.23	Irving Bank Corporation	変動金利劣後債	200百万ドル	○		
1985.5.30	Chevron Capital U.S.A.Inc.	保証付社債	300百万ドル	○		
1985.6.4	Phibro-Salomon Inc	普通株	10百万ドル	○	○	
1985.7.1	Textron Inc.	無担保社債	100百万ドル	○		
1985.7.1	First Boston,Inc	普通株	250万株	○		
1985.7.10	IBM International Buiness Machines Corp.	無担保社債	500百万ドル	○		
1985.7.11	Beatrice Companies,Inc.	普通株	1,300万株	○	○	
1985.7.11	Canada	無担保債	450百万ドル	○	○	○
1985.7.12	Atlantic Richfield Company	無担保社債	500百万ドル	○	○	
1985.7.17	European Economic Community	無担保債	240百万ドル	○		
1985.8.2	Phibro-Salomon Inc	普通株	100百万ドル	○	○	
1985.8.23	Pacific Bell	無担保社債	400百万ドル	○		
1985.8.27	General Motors Acceptance Corporation	無担保社債	500百万ドル	○		
1985.8.26	The Dow Chemical Company	期間延長債	200百万ドル	○		
1985.9.6	SAFECO Corporation	無担保社債	200百万ドル	○		
1985.10.1	Mcdonnel Douglas Corporation	無担保社債	200百万ドル	○		
1985.9.30	General Motors Acceptance Corporation	無担保社債	500百万ドル	○		
1985.10.24	Kingdom of Sweden	無担保債	300百万ドル	○	○	○
1985.10.23	IBM International Buiness Machines Corp.	無担保社債	250百万ドル	○		
1985.10.24	Fireman's Fund Corporation	普通株	32百万ドル		○	○
1985.10.24	Atlantic Richfield Company	無担保社債	350百万ドル	○	○	

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）		
				Atlantic or DBC	ABD	Europart
1983.11.18	Chrysler Corporation	無担保社債	800百万ドル	○	○	
1985.12.5	General Motors Acceptance Corporation	無担保社債	250百万ドル	○		
1985.12.6	Merrill Lynch & Co.,Inc.	無担保社債	250百万ドル	○		
1985.12.13	Loews Corporation	劣後債	400百万ドル	○		
1985.12.11	Paine Webber Group Inc.	普通株	350万株	○		
1985.12.13	Chrysler Financial Corporation	無担保社債	200百万ドル	○	○	○
1985.12.19	Atlantic Richfield Company	無担保社債	150百万ドル	○	○	

注）①1981年から1985年の案件のうち金融専門誌にその墓石広告 が掲載された案件で、株式は発行株数が100万株以上、債券は発行金額が1,000万ドル以上を対象　②1985年よりAtlantic CapitalはDeutsche Bank Capital（DBC）に社名変更

（出所）*Investment and Dealers' Digest* 各号より筆者作成。

上記の証券 3 社では、ドイツ銀行系のアトランティック・キャピタルの活動が目立っていた。1980 年代初頭において、同社は自ら、ニューヨーク証券取引所（NYSE）上場株のうち主要な 120 銘柄以上を値付け・取引していること、ヤンキー債（米国の非居住者が米国市場で外貨建てで発行する債券）やユーロドル債の主要な取引業者かつ値付け業者であり、対欧州投資の頼れる専門集団であること、そしてドイツの株式・債券取引を最大の強みを持つことを謳っていた[71]。同社は、1985 年にドイチェバンク・キャピタル（Deutsche Bank Capital：DBC）に社名変更したが、1984 年から、アトランティック・キャピタル及びドイチェバンク・キャピタルが、米国での証券引受件数で他のドイツ系 2 社を上回っている。

しかしそれでも、当時の米投資銀行市場におけるドイツの銀行系投資銀行の存在感は小さいものだった。例えば、当時米国の株式・債券引受ランキングの上位を占めたのは、ソロモンブラザーズ（Salomon Brothers・現シティグループ）、メリルリンチ（Merrill Lynch Capital Markets）、ゴールドマンサックス（Goldman Sachs）、モルガンスタンレー（Morgan Stanley）、そして、当時信用力の低い企業が発行するジャンク債の引受で急成長したドレクセル・バーナーム・ランベール（Drexel Burnham Lambert・1990 年に破綻）といった米大手投資銀行であった。ドイツ大手銀行が出資・設立した 3 社を含む欧州系証券業者は、例えば 1985 年の同ランキングで上位 25 位内にも入っていなかったのである[72]。

3. 連合体経営が抱える問題点の顕在化

ABECOR では、ドレスナー銀行、ABN、バンク・デ・ブリュッセル、ドイツ信用抵当銀行による創設後、最終的にはパリ国立銀行、バークレイズ銀行、ラボロ銀行が参加行として、ルクセンブルグ国際銀行（Bank Internationale à Luxembourg）、オーストリアのレンダー銀行（Österreichische Länderbank）が準メンバー行として参加することになった。しかし、新規参加行が増える過程において、当該連合体の目的は創設 4 行が目指したものとは異なるものとなっていった。例えば、4 行が共同設置した各地の拠点（ABECOR offices）は、4 行が共同で運営するというよりは、各行が自らの勢力を欧州全土に広げるための前線基地であ

るとの意識が台頭してきたのである[73]。確かに、1974 年の時点で参加行の合計資産額は 1,300 億ドルを超えており、規模だけを見れば、ABECOR は欧州最大の連合体となっていた。しかし、もともと参加行間の結びつきが緩い上に、新規参加行が多くなるに従って、どの銀行が連合体をまとめるイニシアチブをとり、共同プロジェクトの責任をとるのかといったことが曖昧になっていった。経営上の基本事項が曖昧となるにつれて、ABECOR として連合体を形成する意義はさらに薄れていったのである。

これは設立当初、数あるコンソーシアム･バンクの中で最も強い結束力をアピールしていたユーロパートナーズでも同様の状況であった。1972 年には「疑似合併」という目標は修正され、提携内容は縮小されることとなり、業務提携は継続するものの、「参加各行の自主性と戦略・方針の相違を認めた上での協力」を謳い、参加行がユーロパートナーズの業務やプロジェクトだけにコミットしなくてよいことを認めるようになった。「疑似合併」の構想が、2 年足らずで変更を余儀なくされた点は、本来競合関係にある銀行間の連携の難しさを示している。1974 年にコメルツ信用銀行を設立した後、コメルツ銀行とクレディ･リヨネは相手国内に自行支店を開設したものの、支店ベースではあくまで異なる銀行の立場を維持し、競合する関係にあったのである。

また、ドイツ企業からは大手銀行に対し、コンソーシアム･バンクでなく自行の名を冠して単独で米国で活動すること、米国に独自の拠点を設立して業務を行うことを要望する声が高まった。企業からすれば、自らのハウスバンク（Hausbank：日本のメインバンクに相当）には、米国でも本国と同じ名を冠して活動することが望ましく、また他の参加行の都合で自らが受ける金融サービスが制約される懸念を払拭したかったのである。こうした点を含めて、コンソーシアム･バンクという国際戦略は、もはや奇妙な戦略としか映らなくなっていた。

こうして、1980 年代に入ると、ドイツ大手銀行が参加したコンソーシアム･バンクは米国での活動を縮小させた。例えばドイツ銀行は、1988 年に EBIC から脱退し、それに伴って持分（23.2%）をオランダ大手銀行のアムロ銀行に売却した。ドイツ銀行から EAB に派遣された出向者は、その後、1977 年以降開設された米国支店、証券現法のアトランティック･キャピタルなどに再配置されたが、その多くは、1980 年代から 1990 年代にわたり、「国際金融のプロフェッショナル」として、同行の国際投資銀行戦略を主導することとなったのである[74]。

4. コンソーシアム･バンクの評価

以上、1960 年代から 1970 年代にかけ欧州大手銀行を中心に形成されたコンソーシアム･バンクの組織・業務、ドイツ大手銀行の活動について見てきた。それを見る限り、コンソーシアム･バンクは、参加行に国際金融案件と収益の機会をもたらす点で有益だったと同時に、各国の参加行及び金融市場が連携することにより、顧客向け金融サービスを充実させ

る手段でもあった。国外のある国にいかにコストをかけて多店舗展開をしても、現地有力銀行の支店ネットワークには到底及ばず、費用に見合った効果があがる保証はない。それが、コンソーシアム･バンクに参加すれば、金融機関は支店コストを負担することなしに（コンソーシアム･バンクへの少額な出資金を負担する程度で）、他国金融市場の資金や経済情報、そして現地企業の取引案件を効率的に獲得することが可能となったのである[75]。また、合弁銀行に自行の行員を派遣することで、国際金融市場に通用する人材を育成することができるメリットも大きかった。コンソーシアム･バンクの解散後、派遣行員はロンドン、ニューヨークの支店や投資銀行子会社に再配置され、1980 年代から 1990 年代にかけ、欧州金融機関の国際戦略の中核として活躍した。

1971 年には、資産規模で世界の上位 50 行のうち 45 社がコンソーシアム･バンクに参加していた[76]。1970 年代には、欧州や豪州地域において相次ぎ連合体が形成され、ブラジルやメキシコといった中南米諸国、中東諸国、また、ユーゴスラビアなどの旧社会主義国の有力銀行や邦銀の一層の参加も期待されていた[77]。国外進出の機会が不十分であった銀行が、当時世界に広範な支店網を有した米シティバンク（現シティグループ）、英国のバークレイズ、ロイズ銀行を凌ぐ国際業務[78]を展開する可能性もあったのである。例えば、EBIC の参加行である英ミッドランド銀行が、ドイツ銀行の国内支店網を通じ、ドイツの顧客に対し独自の金融サービスを提供するといった展望を描くことができたはずである[79]。

しかし、コンソーシアム･バンクの運営やそれを通じた国際展開では、いくつかの問題が顕在化した。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合意、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（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）、どのようなタイプのマネジャーを配置するのか、業務部門ごとの収益目標としてどの指標をおくのか（投資収益率〔ROI〕か他の指標か）、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のである。設立段階でこうした諸条件の統一が図られそうなものだが、多くの場合、それさえ行われることなく業務が行われていたのが実態であった[80]。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が顕在化したことである。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[81]。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[82]、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。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[83]。

第 4 に、人材の質の問題である。商業銀行と投資銀行では求められる人材の質が違い、それ相当の時間を費やしても銀行員を投資銀行家に育てるのは難しいため、親銀行は時間をかけ、商業銀行業務をベースとし国際金融市場や投資銀行業務を理解する管理職の育成に努めることにした。同時に、若手人材を積極的に登用する[84]など、常に組織を活性化することにも配慮がなされた。しかしそれでも、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[85]。先端的な国際金融業務に従事する立場にあったものの、親銀行行員との給与格差が拡大することへの抵抗もあり、報酬体系への移行は難航した。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ず、国際金融業務、とりわけ投資銀行業務に対応し得る組織体制を整備し人材を揃えていたという点においては、マーチャントバンクには到底及ばなかったと考えられる。

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ってよい[86]。コンソーシアム･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[87]。そして、1970 年代半ばになると、コンソーシアム･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[88]。

1970 年代半ばには少なくとも、参加行間で決済・支払などの事務を統一化することの意義は失われつつあったといってよいだろう。1970 年代前半には、既に欧州 12 ヶ国の通貨で個人小切手（パーソナルチェック）を振り出せるサービス、ユーロチェック（Eurocheque system）が導入されており、例えば、コンソーシアム･バンクが提供する小切手決済よりも利便性が高く広域なサービスが行われるようになっていた。送金業務では、1973 年に国際銀行間通信協会（Society for World Wide Interbank Financial Telecommunications：SWIFT）が設立され、1977 年にオペレーションシステムが本格稼動し、22 ヶ国 518 行（稼動開始時）からなる世界的なコミュニケーションネットワークが実現しようとしていた。1970 年代、決済の世界では、特定の銀行ではなく世界中の銀行をメンバーとするワールドワイドな連携が行われるようになっていた。それは、コンソーシアム･バンクの限られた参加行間で行われる決済手続きよりも、はるかに広範囲で迅速な事務処理を可能とするものであった。

1960 年代から 1970 年代にかけ、欧州金融機関が採用した「コンソーシアム･バンク」という国際戦略の効果については賛否両論がある。連合体を結成することによって期待され

たほどの国際金融案件を獲得し、参加行が満足し得るような高収益をあげ、米銀の欧州市場侵攻に十分対抗し得たのかという点には、疑問の声も多い[89]。しかし、コンソーシアム・バンクの形成と活動には、費用対効果では測りきれない意義があったと考えられる。第 2 次世界大戦後、自国市場に閉じこもりがちだった欧州金融機関が、国際展開の初期段階においてコンソーシアム･バンクに参加したことは、国際金融市場での活動に不可欠なノウハウ・経験の蓄積や人材の育成といった点で多くをもたらした。特に第 1 次、第 2 次という両大戦での敗戦を経て、40 年以上も十分な国外進出を行わなかったドイツ銀行にとり、他の参加行とのフリクション、それに伴う経営・業務上の非効率が生じたとしても、コンソーシアム･バンクに参加し、先端の国際金融業務に従事したことは、「次世代の金融」に対する覚醒を呼び起こすような貴重な経験をもたらし、将来の本格的な国際展開に向けての第一歩となったに違いない。そしてそれは、次節で取り上げるルクセンブルグ現法を含む国外拠点の設置、さらに 1980 年代・90 年代の国外における大規模な買収、国際投資銀行業務の展開につながる、必要不可欠なステップだったといえるだろう。

第 5 節　国外拠点の展開

1. ルクセンブルグ現法の設立

国際戦略の中核にコンソーシアム･バンクへの参加を据える一方で、1960 年代後半から 1970 年代初頭にかけ、ドイツ大手銀行は相次いでルクセンブルグ現法を設立した。ドイツ大手銀行にとり戦後初の国外拠点であり、そこでは折から拡大過程にあったユーロドル及びユーロマルク市場での業務に携わることになった。

欧州の小国ルクセンブルグは、南部の豊富な鉄鉱石を利用した鉄鋼業を主要産業としていたが、それが 1960 年代後半に斜陽化すると、これに代わって金融業が中心的産業となった[90]。1922 年のベルギー・ルクセンブルグ経済同盟結成以降、ルクセンブルグでは、ベルギー資本系列の地場 3 大銀行[91]及びフランス系銀行が主体となり、同国国内の顧客に対し金融サービスを提供してきたが、これに加え、1929 年にルクセンブルグ証券取引所が設立され、1945 年には銀行監督法（Banking Control Act）の制定及び銀行監督委員会（Commissaire au contrôle des banques）の創設というように、市場インフラ及び制度基盤が整備され、国際金融市場としての発展が可能となったのである。

1960 年代にはユーロドル市場の拡大に伴い、欧州及び米国の大企業が同国に金融会社を設立し、ユーロ債発行により中長期資金を調達するようになった[92]。こうした流れのなか、1967 年にドレスナー銀行がルクセンブルグに現法（Compagnie Luxembourgeoise de la Dresdner Bank AG）を設立、これに続いて 1968 年にはコメルツ銀行（Commerzbank International S.A.）が、1970 年にはドイツ銀行が現地銀行子会社（Deutsche Bank Compagnie Financiére Luxembourg：DBCFL）を設立するに至った。ルクセンブルグには、1983 年末現

在で 115 行が拠点を設けていたが、ドイツからは 30 数行が同国に進出（26 行が現地法人、銀行子会社の形態）、国別で最大の勢力を形成していた（図表 14）。

図表 14　ルクセンブルグ所在の銀行数と資産

	銀行数	総資産	外貨建資産	外貨建資産の割合
1970年	37	236	162	68.6
1971年	43	343	252	73.5
1972年	51	517	399	77.2
1973年	70	832	673	80.9
1974年	76	1,067	845	79.2
1975年	76	1,478	1,254	84.8
1976年	78	1,709	1,453	85.0
1977年	90	2,115	1,828	86.4
1978年	97	2,509	2,170	86.5
1979年	108	3,253	2,820	86.7
1980年	111	3,917	3,367	86.0
1981年1月	112	4,142	3,589	86.6
1981年2月	112	4,303	3,748	87.1
1981年3月	112	4,518	3,951	87.5
1981年4月	112	4,491	3,928	87.5
1981年5月	112	4,629	4,046	87.4
1981年6月	112	4,763	4,171	87.6
1983年10月	115	6,530	5,841	89.4

（出所）*The Banker*,Mar,1984 などより筆者作成。

ドイツの銀行がルクセンブルグに進出したのは、①銀行の守秘性の確保、②厳格な最低準備率規制がない[93]、③資産総額が自己資本の 33 倍まで認められている[94]といったメリットが期待できるとともに、ドイツ本国からの地理的な近さ（フランクフルトから車で約 2 時間の距離）、本国中央銀行の金融政策や銀行規制の制約を受けないなどの理由からである。

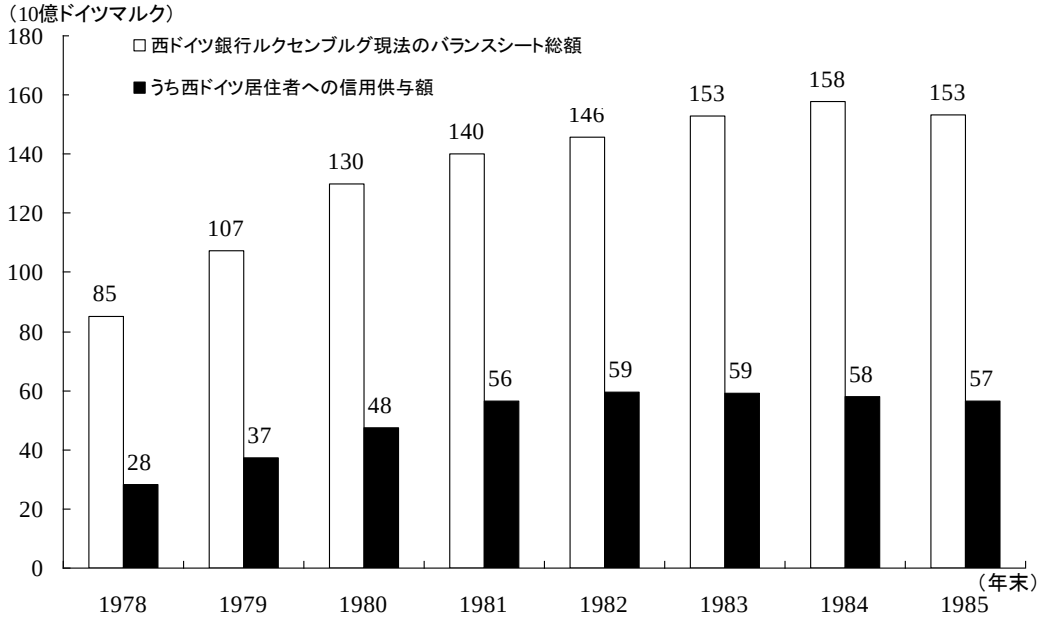
2. ルクセンブルグ現法の業務

ルクセンブルグ銀行現法は、ユニバーサルバンクとして国際的信用、証券業務、外為、貴金属、資産管理等の個人向け業務といった様々な業務に従事していたが、対企業取引としての国際的信用、特にユーロマルクとユーロドルの信用が重要な位置を占めていた。当時のルクセンブルグ金融市場は、ユーロ通貨市場としての存在意義が大きく、1983 年現在では金融取引全体の 9 割近くが外貨建て取引となっており[95]、中でもユーロマルク市場のウェイトが大きかった。1983 年 6 月末現在、ルクセンブルグ所在の銀行資産に占めるドル建て資産は 40.4%、ドイツマルク建て資産は 42.3%などとなっている[96]。

ドイツマルク市場としてのこうした特徴は、ドイツ系銀行現法の勢力によるところが大きい。図表 15 に見るように、1978 年と 1985 年のルクセンブルグ現法資産総額の伸びは 80%程度に留まっているが、現法からのドイツ居住者向け信用供与額はほぼ倍増している。ド

イツ系現法のドイツ居住者に向けたドイツマルク建て信用の強化がうかがえる。本国居住者向け与信の 9 割は中小企業向けであり、大型案件は少なく小口貸付が中心であったとされている[97]。

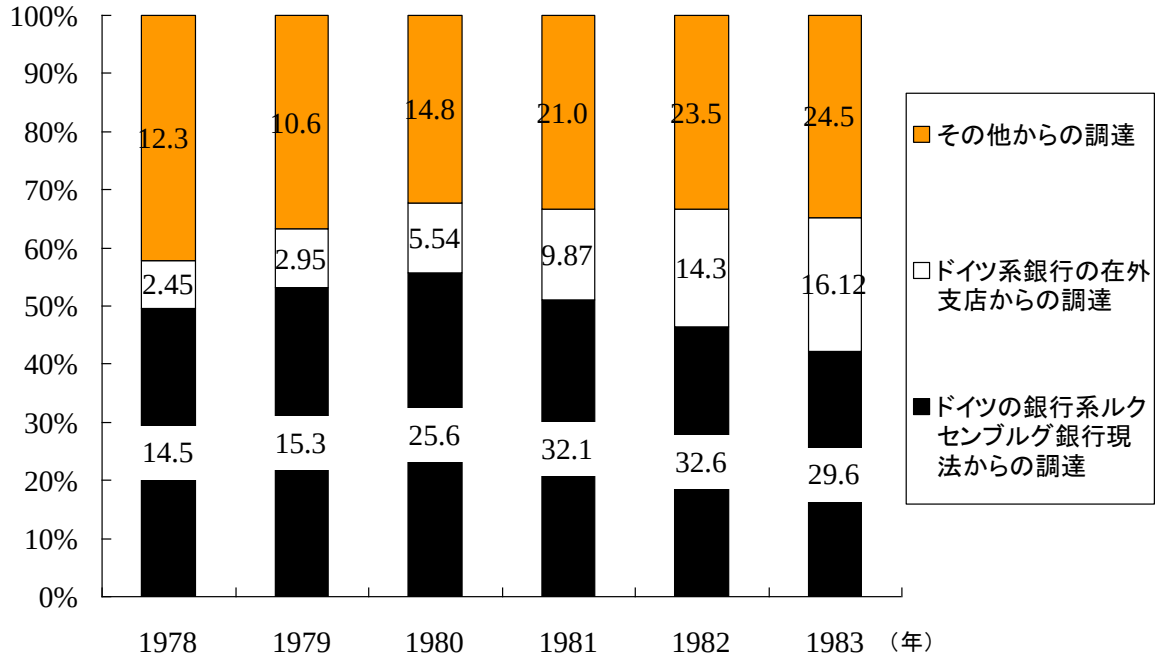
図表 15 ドイツの銀行系ルクセンブルグ銀行現法の事業規模



（出所）U.Damm.〔1985〕より筆者作成。

ルクセンブルグの銀行子会社は、1970 年代までドイツの銀行の国外拠点として特に重要だったわけだが、1980 年代半ばにはそのプレゼンスは低下しつつあった。ユーロ通貨市場全体に占めるルクセンブルグのシェアは、1979 年の 12.4%をピークに、1984 年には 9.1%に減少している[98]。現法を含むルクセンブルグ全銀行の税引前利益は、1981 年には前年比 131%増となったが、1982 年には 51%増へ、その後は 10～15%の増加率にとどまった[99]。結局、ドイツの銀行系ルクセンブルグ現法は本国への与信を強化しつつも、当該業務のシェアをロンドン支店などに奪われることになったのである。図表 16 を見ると、1980 年以降その傾向は鮮明であり、1980 年から 1983 年には、ドイツの企業や国民がドイツの銀行系ルクセンブルグ現法から資金調達する割合が 56%から 42%に低下しているのに対し、国外支店からの調達割合は 12%から 23%に拡大している。

図表 16 ドイツ企業･個人の国外銀行からの資金調達状況



注）図表中数値は資金調達額で、単位は 10 億ドイツマルク

（出所）U.Damm.〔1985〕より筆者作成。

3. ルクセンブルグ現法の業務多角化

ルクセンブルグ現法の役割は、1985 年の信用制度法改正以降さらに低下することになった。同法改正の主眼は、親銀行と内外子会社を含めた銀行グループ全体に対しドイツの銀行監督を導入する点にあり、これによりルクセンブルグ子会社も、ドイツの親銀行との連結ベースで 18 倍というギアリング･レシオに服さなければならなくなった。在外支店・銀行子会社等のドイツ以外へのマルク建て債権も、1990 年代半ば以降、ドイツ以外への全通貨建て債権総額に占める比率を顕著に低下させていった。

こうした状況に対し、ルクセンブルグ市場は、1970 年代のようにロンドンと競うのではなくその補完的な立場として自らを位置づけつつも、なお主要な金融センターであり続けようとしていた。多くのルクセンブルグ現法が着手したのが、業務の多角化、特に 1980 年代に入り成長し始めていた富裕層向けのプライベートバンキングとトレーディング（証券・外国為替・貴金属取引）の強化であった。このうちプライベートバンキングは、ルクセンブルグの国内 3 大銀行が従来より手掛けており順調に収益をあげていたが、1980 年代からは同業務における国外銀行のプレゼンスが高まっていた[100]。金融商品の多様化に伴い[101]、投資家サイドでは適切な資産運用アドバイスへのニーズが大きくなっていたのである

[102]。

4. ドイツ大手銀行の現法活動

1981 年末時点で、ドイツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行のルクセンブルグ現法は、資産額で同国現法全体の上位 3 社を占めている（図表 17）。ドイツ大手銀行のルクセンブルグ進出の背景は前述した通りだが、銀行規制との関係で補足すると、本国における「信用組織に関する法律（KWG･Kreditwesengesetzes）」に基づく総与信規制及び大口与信規制、最低準備制度（MRR･Minimum Reserve Requirement）による準備積立義務を回避することが大きな目的であった。このメリットを活かしつつ、ドイツ大手銀行はルクセンブルグ現法を通じ、主に本国の顧客企業に対しユーロマルク建て貸付を行った（貸付実行窓口及び記帳店としての機能）。さらに、1970 年代以降ドイツの銀行がユーロ・シンジケートローンに本格参入し、ドイツマルクが準備通貨としてのウェイトを高めたことなどから、ドイツの銀行はルクセンブルグ市場の拡大に主導的な役割を果たすことになった。

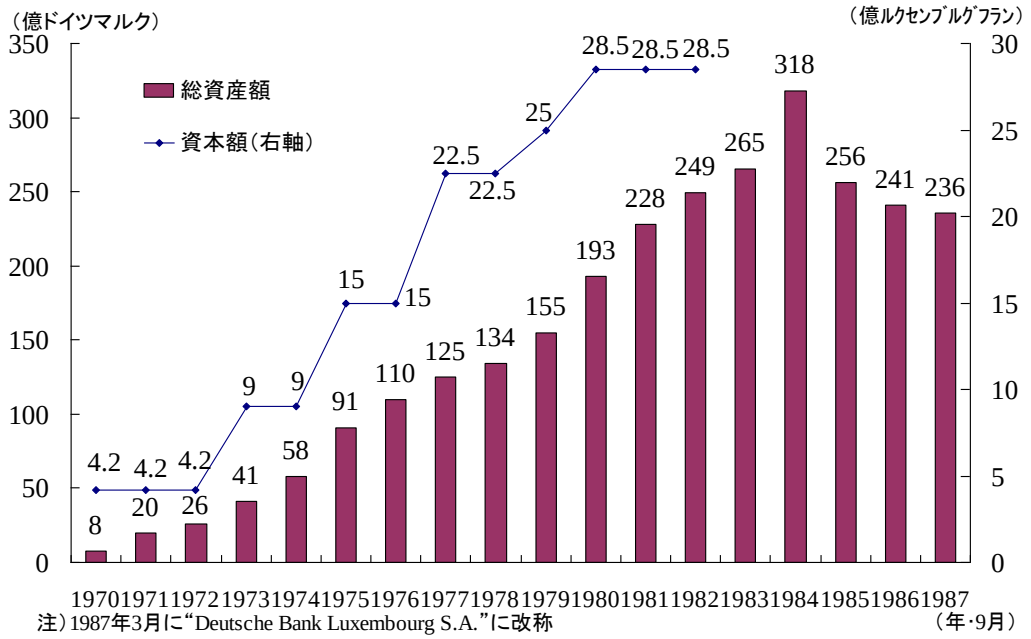
図表 17　ルクセンブルグ現法の資産額上位 10 社（1981 年末）

	現地法人	資産額
1	Deutsche Bank Compagnie Financiére	502,641
2	Compagnie Luxembourgeoise de la Dresdner Bank AG	467,676
3	Commerzbank International S.A.	273,107
4	BfG:Luxembourg société anonyme	194,627
5	WestLB International S.A.	194,448
6	Banque Internationale à Luxembourg S.A.	176,241
7	Caisse D'Epargne de l'Etat du Grand Duché de Luxembourg	170,260
8	Banque Générale du Luxembourg	159,762
9	Kredietbank S.A.Luxembourgeoise	149,454
10	Union de Banque Suisse	146,971

注）①首位の数値は1982年9月末時点　②第9位の数値は1982年3月末
（出所）Storck.〔1983〕より筆者作成。

ルクセンブルグ現法最大手だったドイツ銀行系の DBCFL は､1970 年の営業開始以来 1984 年まで順調に資産を伸ばし、収益状況も好調だったことから資本も着実に積み上がっていった（図表 18）。10 年以上にわたり、ルクセンブルグ現法はドイツ企業・個人に対するユーロマルク信用供与を行う唯一の機関だった。しかし、前述の通りロンドン市場の台頭により相対的にルクセンブルグ市場の地位は低下、それに伴い、DBCFL の資産額は 1984 年の 318 億ドイツマルクから 1985 年以降数年で 236 億ドイツマルクまで減少することになった。

図表 18　DBCFL の資産・資本額の推移



注）1987年3月に“Deutsche Bank Luxembourg S.A.”に改称

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1968-1988 より筆者作成。

ルクセンブルグの地位低下に対し、ドイツ系現法も業務多角化に積極的に対応した。欧州他国の現法は、まずプライベートバンキングを強化して顧客を獲得し、その顧客ベースに証券取引、外国為替取引を持ち込んでトレーディング業務でも収益をあげようとしたが、ドイツ系現法は、必ずしもそうしたプロセスをとらず、自己勘定の収益向上のためにデリバティブを含むトレーディング能力の増強に注力していた。例えば、ドレスナー銀行の現法は、特に先物取引を積極的に手掛け、1980 年代には順調に収益をあげるようになっていた。また、ドイツ銀行は、金利及び通貨スワップを巧みに使い、市場が変動していても、銀行間市場より低いコストで 7 年から 8 年の長期資金を調達していた[103]。1980 年代初頭に米国で開発されたスワップ取引を現法の業務に取り入れ、そこでトレーディングの経験を積んだのだが、こうした金融技術の蓄積が進んだのも、比較的業務の自由度が高いルクセンブルグ市場で活動したからこそであっただろう。

1980 年代半ばになると、ユーロマルク建て貸付に加え、ドイツ系ルクセンブルグ現法は欧州通貨単位（European Currency Unit：Ecu）建て債券のトレーディング業務を有望視し、それに積極的に取り組むようになった[104]。現在の欧州通貨ユーロに先立ち使用されていたバスケット通貨である Ecu[105]の最終的な価格決定力（pricing power）の 6 割から 7 割は、ルクセンブルグをはじめベネルクス諸国の市場にあり、中でもベルギー信用銀行は Ecu 建て債券の発行及びトレーディングで主導的な役割を担っていた。当時、創設間もない新通貨が国際金融市場でどの程度普及するかについて疑問を呈する向きもあったが、徐々に流動性が増し決済システムなど市場インフラが整備されるにつれ、Ecu 債取引は欧州のみならず

米国や日本に拡がるようになった。ドイツ大手銀行は、Ecu 債の流通・発行業務でベネルクスの大手銀行と並ぶ地位を確立し、当該ビジネスのグローバル展開を企図していたのである。

5. 国外支店網の構築

前述の通り、コンソーシアム･バンクの参加行には、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り、そのために独自の国外進出が遅れたという問題が生じた。ドイツ大手銀行は、国際金融市場への進出の遅れを取り戻すべく、1970 年代後半以降、ルクセンブルグに続き、主要な国際金融センターに自前の支店網を拡充していくことになる（図表 19）[106]。

図表 19 ドイツ大手銀行の国外拠点（1981 年末）

	ドイツ銀行		ドレスナー銀行		コメルツ銀行	
	支店	現法	支店	現法	支店	現法
アントワープ	○				○	
アスシオン	○					
アトランタ					○	
バルセロナ			○		○	
ブリュッセル	○				○	
ブエノスアイレス	○					
シカゴ			○		○	
ジュネーブ		○		○		
香港	○	○	○		○	
ルクセンブルグ		○		○		○
ロンドン	○	○	○		○	
ロサンゼルス			○			
マドリード	○		○		○	
ミラノ	○		○			
ニューヨーク	○	○	○		○	
パリ	○				○	
サンパウロ	○					
シンガポール		○	○			○
東京	○		○		○	
トロント		○		○		

（出所）大矢〔1986〕

ドイツ大手銀行が国外支店の展開を積極化した背景には、第 1 に現法の資本不足があった。現法の資産・資本額ともに拡大したが、健全性を維持するために一層の自己資本比率（capital asset ratio）の向上が求められていた。1974 年の第 1 次石油ショックに伴い国際経済の構造が変化するなか、1970 年代後半からは世界的にインフレが定着し、第三世界及び共産圏諸国からの資金需要が大幅に拡大した。急増する資金需要に対しては、現法の増資を行うレベルでは対応できず、銀行本体の支店を展開しそれ自体の資本力を活用する方が有利と判断したのである。第 2 に、知名度の問題である。ドイツ大手銀行は自らの知名度を活用し、国際展開する必要が生じた。例えば、1974 年以降石油輸出国機構（OPEC）には

大幅な経常収支黒字が生じたが、自行の名を冠したロンドン支店の方が、その短期資金を預金としてより有利に取り込むことができたのである[107]。

上記のことは、1970 年代以降の国際業務が経営体力と知名度に大きく依存するようになったということにほかならない。ドイツの銀行の国外支店数は、1970 年の 2 銀行 5 支店から 1978 年には 12 銀行 47 支店に増加した。しかし、米国銀行の 136 銀行 670 支店、英国の 20 銀行 1,262 支店、フランスの 24 行 226 支店（各 1978 年末時点）[108]などと比べると、その数は大きく見劣りしたままだった。こうした国際金融市場における劣勢は、ドイツ銀行が 1980 年代半ばに行ったような国外金融機関の積極買収策につながっていったのである。

第 6 節　小括

第 2 次世界大戦後、ドイツ大手銀行の国外進出は、1960 年代の欧州他行とのコンソーシアム･バンク設立から本格化した。ドイツ大手銀行はいずれもコンソーシアム･バンクに参加、国際金融市場で数々の案件に取り組んだ。特に米国市場では、参加行が共同で投資銀行を設立し、1980 年代にかけて株式・債券引受といった投資銀行業務を展開するなかで、当時の先端的な業務・商品に触れながら、国際金融に対応する人材を育成した意義は大きかった。自前の国外拠点を持たなくても、国外の顧客に様々な金融サービスを提供でき、大規模な国際金融案件に関与できることは、コンソーシアム･バンクのメリットであったが、一方で、利害の不一致や競争は完全には排除できず、参加行間の足並みが揃わないといった問題も浮上した。また、1970 年代に入ると、SWIFT の設立に伴う世界的な決済ネットワークの構築などによって、特定の参加行が連携する意味も薄れていった。1970 年代にはコンソーシアム･バンクを脱退する銀行が出始め、ドイツ大手銀行も自前の拠点設立に乗り出すようになった。

1970 年代初めにかけ、ドイツ大手銀行が相次ぎ進出した先がルクセンブルグであった。当該国の現地法人は、企業向けのユーロ・ドイツマルク及びユーロドル信用を主力業務とし、ドイツ国内企業の資金調達とその輸出支援に寄与するものだったが、他にも債券引受、外国為替、プライベートバンクなど多様な業務を手掛けていた。1970 年代のルクセンブルグ市場は、主としてドイツ大手銀行系現法をはじめ国外から多数の金融機関が集まり、ユーロ通貨取引をめぐってロンドンなど主要市場と競合する位置にあったが、1980 年代に入ると、欧州のローカル市場、ロンドンの補完市場にその地位は低下していった。

上記のように、コンソーシアム･バンク、ルクセンブルグ現法のいずれも、その最盛期は高々10 年程度であり、ドイツ大手銀行の長期的・中核的な国際戦略とはなり得なかった。しかしそれでも、2 回にわたる世界大戦での敗戦によって 40 年以上の長きにわたり十分な国際展開をしてこなかったドイツ銀行にとり、それらを通じ国際金融市場でビジネスを開拓、多くの国際案件に関与したことは、国際投資銀行業務の実践、国際金融市場において活躍し得る人材の育成といった面で大きな意義があったと考える。実際に国際業務を行う

ことで、国際金融市場における金融ビジネスの広がりと自らの国際業務における能力不足を認識できたことが、1980 年代において急速な国際展開を行う原動力となったのである。特に 1980 年代、ドイツ大手銀行の国際業務の中核として活躍したのは、1970 年代に国際金融市場で経験を積んだ人材であった。1960・70 年代のコンソーシアム･バンク、ルクセンブルグ現法における業務活動は、戦後のドイツ大手銀行の国際化初期段階として必要不可欠な経験だったと考えるのである。

---

[1]本論文では、第 2 次世界大戦前・大戦中・大戦終結直後、1949 年 5 月 23 日から東西冷戦終結後の 1990 年 10 月 3 日までの「旧西ドイツ（ドイツ連邦共和国）」、それ以降の「ドイツ（ドイツ連邦共和国）」を、全て「ドイツ」と表記するものとする。

[2]ドイツの金融機関は、多様な業態で構成されている。1975 年のドイツ連邦銀行（Deutsche Bundesbank）「月報（Monthly Report of the Deutsche Bundesbank）」によれば、同国の銀行業を営む金融機関は大きく、①普通銀行（commercial banks）、②振替中央機関（central giro institutions, Deutsche Girozentrale）、③貯蓄銀行（saving banks）、④協同組合中央機関（central institutions of credit cooperations, Deutsche Girozentrale）、⑤協同組合（credit cooperatives）、⑥不動産抵当銀行（mortgage banks）、⑦割賦金融機関（instalment sales financing institutions）、⑧特殊銀行（banks with special functions）、⑨郵便貯金（postal giro and postal savings bank offices）に分かれている。普通銀行はさらに、3 大銀行（big banks）、地域銀行等（regional banks and other commercial banks）、外銀支店（branchs of foreign banks）、個人銀行（private bankers）に分類される。1970 年代後半において、上記①に属する 3 大商業銀行（ビッグ 3）、②に属する西ドイツ銀行（Westdeutsche Landesbank Girozentrale：West LB）、BHF 銀行（Berliner Handelsgesellshaft Frankfurter Bank）、及びバイエリッシェ･フェラインス銀行（Bayerische Vereinsbank）の 6 行に、②に属するバイエルン州立銀行（Bayerische Landesbank Girozentrale）、ヘッシシェ州立銀行（Hessische Landesbank Girozentrale）、④に属する DG バンク（Deutsche Genossenschaftsbank）の 3 行を加えた 9 行が、ドイツの国民や産業界に対し重要な役割を持つ「大手銀行」であったが、本章では、大手銀行として「3 大商業銀行」を対象に取り上げる。

[3]特に第 2 次大戦の敗戦（1945 年）に伴い、ドイツ各行の海外拠点は清算され、海外資産の大半が戦勝国に押収されたことは、銀行の国際化に大きな打撃となった。もっとも、1960 年代前半までにおいて、ドイツの銀行による国外進出が皆無だったわけではない。例えば、ドイツアジア銀行（Deutsche-Asiatische Bank）は､1958 年に香港支店､1962 年にカラチ支店を開設した｡また､ドイツ海外銀行（Deutsche Überseeische Bank）の旧ブエノスアイレス支店が“Banco Alemán Transatlántico”の名称で 1960 年に復活した。大矢〔1986〕、163-164 頁。

[4]銀行が外国為替取引を行う場合、海外にある外国銀行と取引上の一般事項につき事前に契約を締結するわけだが、契約を締結した取引先銀行は「コルレス銀行（correspondent bank）」と呼ばれている。

[5]ドイツ産業は、1952 年から 1970 年までに、北米・西欧近隣諸国・中南米など開発途上国に対し、約 211 億マルクの対外直接投資を行っている。同期間の国内設備投資の累計は 981 億マルクである。「日銀調査月報」1980 年 7 月号、11 頁。

[6]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）」と呼ばれている。

[7]大矢〔2001〕、177 頁。

[8]*The Banker*,Aug,1973 ,p.905、大矢〔1986〕、165 頁。

[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]商業銀行、証券、保険業務などを広く兼営する金融機関。1 つの金融機関で全ての金融サービスを提供することから、顧客の利便性や事業の効率性は高いが、金融機関による産業支配力の強化につながると懸念する考え方もある。ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、欧州大陸諸国で一般的な金融形態。

[11]大矢〔2001〕、162 頁。

[12]同行は､ベルギーのソシエテ･ジェネラル･ドゥ･ベルジクとフランスのバンク･ドゥ･ルニオン･パリジェンヌの支配下にあった。ドイツ銀行が同行の獲得に向かったのは、膨大な資源・原料を有するルーマニアに強い関心を持っていたからである。同行獲得後の 1942 年には、バンカ･コメルチアーレ･ロマーナの輸出関

連業務は前年より倍増している。
[13]代理店は、固有の銀行業務を営むものではなく、設置先国のコルレス契約を結ぶパートナー金融機関との「得意先関係」を維持・育成するという目的を持っていた。ドレスナー銀行は、1952 年、イスタンブールにドイツの銀行として初めて代理店を設置している。Büschgen et al〔1983〕,p.387.
[14]Kobrak〔2007〕,p.309.
[15]Büschgen et al〔1983〕,p.387.
[16]Greno〔1985〕,pp.194-198.,pp.198-199.,大矢〔1986〕、164 頁。駐在員事務所は、コメルツ銀行が 1953 年にリオデジャネイロ、マドリッドに開設している。
[17]この時期、ドイツは、第 2 次大戦時下においてナチス党によるユダヤ人暗殺など人道的に批判される立場をまだ脱していなかった。Kobrak〔2007〕,p.307.
[18]Schwarz〔2003〕,pp.19-20.
[19]*Deutsche Bank Annual Report*,1958,p.19.
[20]国内企業の国外進出などに伴い、ドイツの外国貿易は戦後著しく増加した。特に輸出は、1950 年の 84 億ドイツマルクから 1981 年には 3,969 億ドイツマルクへと 50 倍以上拡大し、国民総生産に占める商品輸出の割合は、1950 年の 8.5%から 1982 年には 26.7%へと上昇した。金融機関には、戦後一貫して輸出市場を確保する役割が期待された。大矢〔1986〕、163 頁。
[21]日本銀行『日銀調査月報』1980 年 7 月号、11 頁
[22]日本銀行『日銀調査月報』1980 年 7 月号、11-12 頁。「輸出誘発効果」は、国外子会社の生産立上げ期に中間財（原材料等）、資本財（生産設備等）など本国からの輸出が増加すること、「輸出代替効果」は、投資先での生産が本格化するに従い、本国から輸出していた完成品が投資先で生産されるようになる、中間財が投資先で調達できるようになることから、本国からの輸出が減少することを指す。生産開始から時間が経過するにつれて輸出代替効果が相対的に高まり、ネットベースの輸出誘発効果は低下する。
[23]山村〔1980〕、29 頁
[24]これらはともに地方公共団体又は州の公立銀行であり、振替中央機関は、多くの地域銀行と合併して州立銀行振替中央機関（Landesbank Girozentrale）の形態をとっていた。両者は州を越えて支店を設置することはできず、貯蓄銀行が地域住民から本源的預金を吸収し、振替中央機関がその余資を運用、自らも金融債を発行し公共・民間部門への貸付を行った。
[25]山村〔1980〕、31 頁
[26]ただし、1972 年、ポルトガルのバンコ・エスリリト・サント・コメルシアル（Banco Esririto Santo Comercial）、バンコ・コメルシオ（Banco Comercio S.A.）、スイス銀行（Swiss Banking Corporation）が、ブラジルのバンコ・イタウ（Banco Itau）と設立した「リブラ銀行（Libra Bank）」は、米銀への対抗というよりも、中南米地域への金融サービスの提供を目的に設立されたコンソーシアム・バンクであった。Aronson〔1976〕,p.45.
[27]Aronson〔1976〕,pp.43-44
[28]グラス・スティーガル法は、1933 年銀行法（Banking Act of 1933）の銀行・証券兼業規制条項のことである。当該条項は、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（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（第 20 条）、③証券会社の預金受入れを禁止（第 21 条）、④加盟銀行と証券会社の役員兼任を禁止（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。
[29]大手米銀には、英マーチャントバンクが株主となるコンソーシアム・バンクへの参加を切望するものがあったが、その主たる目的は、マーチャントバンクの国際金融ノウハウを習得することであった。英マーチャントバンクが参加したコンソーシアム・バンクとしては、例えば、①英サミュエル・モンタギュー（Samuel Montagu）が参加する「バンク・ユーロペンヌ・ド・クレディ・ア・モアイヤン・テルム（Banque Europénne de Credit à Moyen Terme・本社ブリュッセル・1967 年設立）」、②英国のヒル・サミュエル（Hill Samuel）及び N.M.ロスチャイルド・アンド・サンズ（N.M.Rothschild & Sons）が参加する「ディベロプメント・ファイナンス・コーポレーション（Development Finance Corporation・本社シドニー・1969 年設立）」、③英モルガングレンフェル（Morgan Grenfel：MG）が参加する「ユーラメリカ・フィナンツィアリア・インテルナツィオナーレ（Euramerica Finanziaria Internazionale・本社ローマ）」がある。今井〔1972〕、14-17 頁。
[30]この代表格として、コンソーシアム・バンク「ソシエテ・フィナンシエーレ・ユーロペンヌ（Société Financiére Européenne）」などが株主となったインターナショナル・エナジー・バンク（International Energy Bank）があった。Aronson〔1976〕,p.45.
[31]例えば、コンソーシアム・バンク、①ユーラメリカ・フィナンツィアリア・インテルナツィオナーレの株主

として、イタリア政府系産業持株会社インスティトゥート･モビリアレ･イタリアーノ（IMI・Instituto Mobiliare Italiano）が参加、②ロンドン･マニュファクチャラーズ･ハノーバー・リミテッド（Manufacturers Hanover Ltd. of London）の株主として、イタリアの保険会社リウニオネ･アドリアティカ･ディ･シクルータ（Riunione Adriatica di Sicurta）が参加、③コンパニー･フィナンシエーレ･デ･スエズ･エ･ド･リュニオン･パリジャンヌ（The Compagnie Financiére de Suez et de l'Union Parisienne）の株主として、フランスの水資源・天然ガス供給会社のスエズ（Suez S.A.）が参加、④米バンカーズトラスト（Bankers Trust Co.）が設立したコンソーシアム･バンクの主要株主として、英化学会社インペリアル･ケミカル･インダストリーズ（ICI･Imperial Chemical industries）が参加する（当該コンソーシアム･バンクは、後に「バンカーストラスト･インターナショナル〔Bankers Trust Internatiuonal〕」として、バンカーストラストの完全子会社となった）といった事例がある。さらに株主で珍しいケースとしては、英国のクラウン･エージェント（Crown Agent）がある。クラウン･エージェントは、英国で 1833 年に設立され、80 ヶ国の政府、国連（UN）、160 の自治体、多くの大学その他世界の公益事業体、東南アジア条約機構（Southeast Asia Treaty Organization）、中央アジア条約機構（Central Asia Treaty Organization）、国際復興開発銀行（IBRD）といった国際機関が設立した主体である。同エージェントは、米コンチネンタル･イリノイ（Continental Illinois）とコンソーシアム･バンクを設立したほか、ケイマン諸島、ジャマイカ、西オーストラリア、シンガポールでも現地銀行などとともにコンソーシアム･バンクを立ち上げた。また、ポーランドの政府系金融機関ハンドロウィ･W･ワルシャワ（Handlowy w Warszawie）のように、東西冷戦下において旧東側の主体が旧西側のコンソーシアム･バンクに参加する例も見られた。Clemm〔1971〕,p.127.

[32]コンソーシアム･バンク本店所在地としては、ロンドンのほかにブリュッセル、ルクセンブルグ、チューリヒ、ミラノ、パリなどがあった。

[33]Clemm〔1971〕,p.130.

[34]Clemm〔1971〕,p.131.

[35]しかしそれでも、株主金融機関が自社の取引帳簿に載せたくないと考える金融取引を、コンソーシアム･バンクが肩代わりするといったケースは皆無ではなかった。例えば、1970 年 6 月の米鉄道会社ペン・セントラルの経営破綻（当時としては米国史上最大の企業倒産）時、欧米大手銀行は自らが株主であるコンソーシアム･バンクを使い、緊急の信用需要に対応した。同社の倒産は米金融システムに大きな混乱をもたらし、米コマーシャル･ペーパー（CP）市場は信用危機に陥ったが、米大企業は未決済 CP の信用強化のため、多額のユーロドルを借り入れる必要が生じたのである。コンソーシアム･バンク経営陣は、株主金融機関の要求に従い、CP 市場の信認を失わせるような信用需要に応えることに対しては、極めて批判的だった。Clemm〔1971〕,p.131.

[36]Clemm〔1971〕,p.135.

[37]米有力銀行バンカーストラスト系の「バンカーストラスト･インターナショナル（Bankers Trust International）」は、「変動金利債券（floating-rate bond）」など、当時としては革新的な商品を提供していた。Clemm〔1971〕,p.126.

[38]Clemm〔1971〕,pp.128-129.

[39]その代表であるオリオン･グループは、米チェースマンハッタン（20%出資）、伊クレディット･イタリアーノ（10%出資）、三菱銀行（10%出資）、英ナショナル･ウェストミンスター（20%出資）、加ロイヤル･バンク･オブ･カナダ（20%出資）、ドイツ州立銀行（20%出資）を参加メンバー行としていた。Aronson〔1976〕,p.45.

[40]Clemm〔1971〕,p.130.

[41]ビジネス案件獲得の親銀行への依存度は、国によっても異なり、英国系銀行が中心にあるコンソーシアム･バンクは親銀行からの紹介案件が多く、多様な国の大手銀行が株主となるようなコンソーシアム･バンクの場合は、親銀行からの紹介案件は少ないという傾向があった。Clemm〔1971〕,pp.129-130.

[42]Clemm〔1971〕,p.129.

[43]主な参加金融機関は、英マーチャントバンクのクラインオート･ベンソン（Kleinwort Benson）、フランスのバンク･オクシデンタール（Société de Banque Occidentale）、イタリアのバンコ･ディ･シチリア（Banco di Sicilia）、ドイツのバンク･フュア･アルバイト･ウント･ヴィルトシャフト（Bank für Arbeit und Wirtschaft）、ポーランドのハンドロウィ･W･ワルシャワ（Handlowy w Warszawie）、スペインのバンコ・ポピュラル･エスパニョル（Banco Popular Español）、日本の東京銀行（現三菱東京 UFJ 銀行）であった。

[44]引受団内の各行貸出額は、資本勘定や資金量の多寡により決定された。

[45]Clemm〔1971〕,pp.132-133.

[46]このアプローチは「プログラム･アプローチ（programmed approach）」と呼ばれている。プログラム･アプローチで用いられる貸付先企業のプログラミング情報に加え、マネジャークラスが金融市場や貸付先企業の時々の状況を勘案した上で、適切と判断される案件に対しシンジケーションに参加する金融機関を募る方法があり、これは「アドホック･アプローチ（ad hoc approach）」と呼ばれている。Clemm〔1971〕,pp.132-133.

[47]このアプローチは「ブロードキャスト･アプローチ（broadcast approach）」と呼ばれ、米銀が得意としていた。米銀を中心に形成されたコンソーシアム･バンク「欧州ウェスタン・アメリカン銀行（Western American Bank Europe Ltd.）」は、この方法で国際的なローン案件を伸ばし、設立後 2 年間で資産規模世界上位 350 行に入った。同行は、ナショナル･バンク･オブ･デトロイト（National Bank of Detroit）、セキュリティ･パシフィック･ナショナル･バンク（Security Pacific National Bank）、ウェルズ･ファーゴ（Wells Fargo）という当時の主要米銀のほか、英マーチャントバンクのハンブロス･バンク（Hanbros Bank）が参加していた。Clemm〔1971〕,pp.132-133.

[48]1970 年末の各国銀行の国外支店は、ドイツが 2 銀行 5 支店であった一方、英国は 13 銀行 4,192 支店、フランスは 19 銀行 179 支店であった。神野〔2006〕、271 頁。

[49]*The Banker*,Aug,1973,p.915.

[50]*The Banker*,Aug,1973,p.915.

[51]*The Banker*,Aug,1974 ,p.945.

[52]EABC と EABTC の前身は、EBIC の参加行ベルギー･ソシエテ･ジェネラルのブリュッセル子会社（Banque Belge pour l'Etranger）が 1921 年に米国に設立した代理店を発祥としている。1952 年までに当該代理店は、米国法に基づく 2 子会社に組織転換していた。EABC と EABTC は 1978 年に合併し、持株会社「欧州アメリカ銀行（European American Bank）」の傘下に入った。Kobrak〔2007〕,p.311.

[53]Kobrak〔2007〕,p.313.

[54]*The Banker*,Aug,1973,p.901.

[55]例えばコメルツ銀行は、「ユーロパートナーズは、フランスでは『クレディリヨネ』を名乗り、イタリアでは『ローマ銀行』を名乗る」と宣言している。*The Banker*,Aug,1974,p.941.

[56]例えば、1974 年 5 月のデンマーク政府に対する 3 億ドルの信用供与はその代表的案件であり、クレディリヨネが 7,200 万ドル、コメルツ銀行及びローマ銀行が各 5,000 万ドルを融資している。*The Banker*,Aug,1974,p.941.

[57]当該制度は、非参加行の英ロイズ銀行、日本の三井銀行（現三井住友銀行）も適用対象となった。*The Banker*,Aug,1974,p.941.

[58]*The Banker*,Aug,1973,p.919.

[59]例えば、ドレスナー銀行は、バンク･オブ･アメリカと協働でアジア案件を開拓していた。*The Banker*,Aug,1974,p.945.

[60]しかし、当該グループがこうしたポジションを利用して共同で投資銀行業務を展開した事実は確認できていない。

[61]Kobrak〔2007〕,pp.272-274.

[62]1949 年から 1955 年にかけ、ドイツの工業生産高は 1936 年水準の 89%から 198%に増加、雇用量は 4 倍に増加した。第 2 次大戦では、ドイツの生産設備の 7 割近くが破壊され 230 万の建造物が壊され、東方から 1,200 万の避難民が入り込むことになったが、米国によるドイツ再興への信念と 32 億ドルの補助金によって、ドイツは次第に自信を取り戻し、経済復興の礎を築くことができた。Kobrak〔2007〕,pp.279-280.

[63]Kobrak〔2007〕,p.317.

[64]Aronson〔1976〕,p.53.

[65]ロンドンでは、ソシエテ･ジェネラル、ソシエテ･ジェネラル･ド･バンクが各々マーチャントバンク子会社を有しており、EBIC 参加行のミッドランド銀行傘下のマーチャントバンク、サミュエル･モンタギューと競合する関係にあった。ミッドランドは、ドレイトン･グループ（Drayton group）を買収したが、同社は、EBIC と競合する ABECOR の参加行バンク･デ･ブリュッセルとロンドンに新たなコンソーシアム･バンクを設立していたのである。*The Banker*,Aug,1974,pp.943-945.

[66]同社は、1985 年にさらに「ドイチェバンク･キャピタル（Deutsche Bank Capital Corporation）」に改称し、証券引受のほかに、証券トレーディング業務を拡充、不動産金融、M＆A といった分野でも陣容の拡大を図った。

[67]Kobrak〔2007〕,p.314.

[68]1994 年 2 月、ドレスナー銀行は ABD 証券会社に対する他の参加行の持分を買い取り、ドレスナー証券会社（Dresdner Securities）と社名変更している。*Investment and Dealers' Digest*,16.May,1994,p.10.

[69]墓石広告（tombstone）は、企業が株式や社債などを発行するにあたり行う募集広告。一般に、株式の新規公開、社債発行、シンジケートローンや M＆A の告知のために幹事金融機関が掲載する。英字紙、英字誌などの海外媒体に掲載され、募集内容の表現形態が墓石のように見えることからこの名がついた。写真やキャッチフレーズはなく文字だけの広告である。

[70]資産（asset）を裏付けとして発行される資産担保証券（Asset Backed Securities：ABS）は、パススルー証券、資産担保債券（asset backed bond）、ペイスルー債券（pay-through bond）の 3 つタイプがある。このうち最初に登場したのがパススルー証券だが、満期・金利・質が一定の範囲に収まるローンなどの資産を多数集めてプールしたポートフォリオに対する直接の所有権を表象するものとして発行される（従って、パ

ススルー証券の発行者は、当該証券を発行することにより、自らのバランスシート上、資産を売却しオフバランス化を図ることになる)。
[71]1981 年当時、米国の金融専門誌 *Investment and Dealers' Digest* に掲載された同社の広告から引用した。
[72]1985 年の米株式・債券引受ランキングは、第 1 位：ソロモンブラザーズ（引受額 288.2 億ドル・市場シェア 21.6%）、第 2 位：ファーストボストン（同 205.7 億ドル・同 15.4%）、第 3 位：ゴールドマンサックス（同 160.2 億ドル・同 12.0%）、第 4 位：メリルリンチ（同 145.6 億ドル・同 10.9%）、第 5 位：ドレクセル・バーナーム・ランベール（同 132.2 億ドル・同 9.9%）、第 6 位：モルガンスタンレー（同 97.5 億ドル・同 7.3%）などとなっている。同じ 1985 年、全世界ベースの株式・債券引受額では、例えばドイツ銀行は第 10 位（引受額 78.6 億ドル）となっているが、そのほとんどはユーロ債引受（同 78.3 億ドル）によるものであり、株式引受の実績は極めて小さかった。*Investment and Dealers' Digest*,Jan,1986,pp.25-26.
[73]*The Banker*,Aug,1974,p.945.
[74]Kobrak〔2007〕,p.322.
[75]もっとも、コンソーシアム・バンクの有効性は、参加行が深く根を下ろす自国市場がどの程度国際金融市場と一体化するか、つまりいかに国際市場と歩調を合わせながら規制緩和をしているかという点に大きく左右された。1960 年代から 1970 年代は各国金融市場の規制緩和は十分でなく、その状況下でコンソーシアム・バンクが相次ぎ設立されたわけであるが、参加行がその経営資源を国内外にどのように配分するかという課題について、十分な対応がなされたとはいえない。Clemm〔1971〕,p.134.
[76]Ganoe〔1991〕,pp.51-57.
[77]Clemm〔1971〕,p.135.
[78]中でもシティバンク、ロイズ銀行は、欧米アジアやアフリカなど途上国の広範な支店網を有していたため、国際展開は単独で行う方針を貫き、コンソーシアム・バンクや他行とのジョイントベンチャーに参加することはほとんどなかった。Aronson〔1976〕,p.49.
[79]*The Banker*,Aug,1973,p.907.
[80]Clemm〔1971〕,pp.134-135. ,*The Banker*,Aug,1974,p.941.
[81]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・プロビンシアル（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 Arabs 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.
[82]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.
[83]*The Banker*,Jul,1977,pp.73-75.
[84]例えば、役員候補者は 40 歳以下の経験者とし、実績に応じて役員に抜擢するなどの人事制度を採用している。
[85]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.
[86]*The Banker*,Aug,1974,p.941.
[87]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.
[88]*The Banker*,Aug,1974,pp.945-946.
[89]例えば、*The Banker*,Aug,1974,p.941.
[90]同国の金融市場としての起源は、1856 年 2 月に設立された公営貯蓄銀行（Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat）の創立までに遡ることができるが、国際金融市場として発展したのは 1960 年代後半からである。
[91]Banque International à Luxembourg、Banque Générale du Luxembourg、Kredietbank S.A.Luxembourgeoise の 3 行で、いずれもベルギー大手銀行から分離独立した銀行である。
[92]1929 年、同国は持株会社法（Holding Company Act）を制定し、持株会社に対する税制優遇措置（会社設

立時に資本金の 1%相当の資本登録税と資本金及び債券発行残高に対し年 0.2%の資本税を課されるのみとする）を規定した。同法下で設立される持株会社は、持株会社として子会社株式の引受・保有・管理を目的としていたが、1970 年の政令により、直接の出資先、子会社でなくても同一グループ内の企業に対して、一定条件の下で貸付を認めたことから、金融子会社（起債会社）として機能することが可能となった（投資信託の管理会社としての機能も可能）。欧米大企業は当該規定を利用し、国際財務戦略のための金融子会社を設立した。

[93]当時ドイツ本国では、ブンデスバンクが満期 4 年未満の預金について平均約 8%の準備率を課していた。

[94]当時ドイツでは、「信用制度法（Gesetz über das Kreditwesen：KWG）」によって資産総額が自己資本の 15 倍までとされていたが（総与信規制及び大口与信規制）、これに比べてルクセンブルグでは、大幅に貸出枠を広げることが可能であった。また、本国の最低準備制度による準備金積立業務を回避できるメリットも大きかった。

[95]1983 年時点のルクセンブルグ所在の全銀行の資産総額は 6 億 5,300 万ルクセンブルグ･フラン、そのうち外貨建て資産は 5 億 8,410 万ルクセンブルグ･フラン（全体の 89.4%）である *The Banker*,Mar,1984,p. 101.

[96]*The Banker*,Mar,1984,p.107.　欧州諸国のうち、当時の国際決済銀行（BIS）加盟国のドイツ、ベルギー、フランス、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、英国、スウェーデン、スイス、オーストリア、デンマーク、アイルランドの銀行資産に占めるドル建て資産は 70.6%、ドイツマルク建て資産は 13.9%であり、ほかにスイスフラン建て 6.3%、英ポンド建て 1.4%などとなっている。

[97]*Euromoney*,Jul,1985,p.27.

[98]*Euromoney*,Jul,1985,p.19.

[99]*The Banker*,Mar,1984,p.103.

[100]ルクセンブルグ所在の銀行負債に占めるノンバンク預金は、1979 年末の 5 億 4,900 万ルクセンブルグフラン（同年の換算相場で約 1,870 万ドル）から 1984 年末には 15 億 8,000 万ルクセンブルグフラン（同年の換算相場で約 2,570 万ドル）に増加しており、同期間のノンバンク預金対銀行預金比率（ratio of non-bank to bank deposits）は、18.3%から 23.7%に上昇した。*Euromoney*,Jul,1985 ,pp.22-23.

[101]例えば、1960 年代までドイツの富裕層は、銀行預金、ドイツの発行する債券や株式で資産運用するしかなかったが、1980 年代に入ると、RUFs（Revolving Underwriting Facilities）や商品先物といった新商品が登場し、資産運用手段は大きく広がった。RUFs は、短期証券取引契約（NIF･Note Issuance Facility）の一種で、ユーロ市場で銀行が発行体に対し、一定期間内であればいつでも当初契約時に設定した金額の枠内で、ユーロノート、銀行引受手形（BA･Banker's Acceptance）などの発行を保証するもの。*Euromoney*,Jul,1985,p. 23.

[102]ルクセンブルグのプライベートバンキング市場は、1981 年に「銀行秘密保持法（The Banking Secrecy Law of 1981）」が制定されて以降一層の拡大を見たが、この分野でも、「スイスの補完」として位置づけられていた。ただし、ルクセンブルグの銀行が同業務で顧客に課す運用手数料、運用口座に預託される資産額（概ね 10 万ドルから 50 万ドル）はスイスのそれよりも低水準であり、同国プライベートバンキング市場には、主にフランス、ベルギー、ドイツの富裕層の中でも中堅・下位層の資金が集まっていた。Robson〔1985〕,p.25.

[103]*Euromoney*,Jul,1985,p.27.

[104]*Euromoney*,Jul,1985,p.25.

[105]欧州連合（EU）での使用期間は、1979 年 3 月 13 日から 1998 年 12 月 31 日まで。1999 年 1 月 1 日、Ecu は「ユーロ（Euro）」に移行した（交換レートは 1 Ecu = 1 ユーロ）。

[106]1976 年の東京、ロンドン支店に続き、1978 年にニューヨーク支店、1982 年にシカゴ及びロスアンゼルス支店を開設した。戦後 1975 年までは、グループ銀行のドイツ海外銀行（Deutsche Übersee Bank・1886 年設立）、ドイツアジア銀行（Deutsch-Asiatische Bank・1899 年設立）が実質的にドイツ銀行の国外支店として機能していたが、前者は中南米各国及び東京、後者はアジア各国に支店展開するものであり、ロンドンやニューヨークに拠点を有していなかった。ドイツアジア銀行は、ドイツ銀行が参加していたコンソーシアム･バンク「EBIC グループ」が 1972 年に設立した欧州アジア銀行（Europäisch-Asiatische Bank、後に European Asian Bank）に統合され、1987 年にドイツ銀行アジア部門に組み入れられた。

[107]山村〔1980〕、10-11 頁

[108]神野〔2006〕、271 頁。

第 2 章　1980･90 年代のドイツ銀行の国際投資銀行業務

第 1 節　はじめに

1980 年代末から 1990 年代前半にかけ、ロンドンの金融街シティでは、強力な資本力を有する欧州大陸や米国の商業銀行が、大手マーチャントバンクや有力資産運用会社を相次ぎ買収、傘下に収めた。欧州大手銀行は、商業銀行以外の業務多角化、コングロマリット化を進めると同時に、国際金融市場のグローバルプレイヤーを指向し、ロンドンに一大拠点を設けるに至った。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）以降、欧州大手銀行はロンドンの証券・投資銀行部門を増強していたが、この時期のシティにおける相次ぐ買収・合併（M&A）は、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]。

ドイツの銀行最大手であるドイツ銀行は、1989 年 11 月に約 9.5 億ポンド（約 14.9 億ドル）を投じて英マーチャントバンク大手のモルガングレンフェル（MG）を買収した。本件は、第 2 次ビッグバンの端緒ともいえるものであり、同行は 1990 年代を通じ MG を中核に国際投資銀行業務を展開することになった。1980 年代後半、ドイツ銀行は国外金融機関を積極的に買収する戦略に転換したが、その一環として買収したのが英国の MG であった。買収後、MG は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、ドイチェ･モルガングレンフェル（Deutsche Morgan Grenfell：DMG）が誕生した。DMG はロンドンを中心とする欧州地域で着実に実績をあげたほか、米国では、米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。しかし、1997 年から 1998 年にかけてのアジア、ロシア金融危機に伴い業績が悪化したのを直接的な契機として、DMG はドイツ銀行本体に取り込まれることになったのである。

こうした経緯から、Kobrak〔2007〕は、MG 買収は、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、そして、結果的に MG という異文化を受け入れただけでは、カルチャーの変革を含め「ドイツ国内のユニバーサルバンク」から脱却するには至らなかったと評価している[2]。また、Schwarz〔2003〕は、MG 買収によって投資銀行部門の収益増加、資産運用部門の運用資産の増加は見られたが[3]、その事業規模は小さく結果的に際立ったシナジー効果は認められなかったとし[4]、MG 買収による国際戦略上の効果に対し、懐疑的な見解を示している。

しかしこれらは、この時期のドイツ銀行の戦略を具体的・実証的に分析した上での評価では必ずしもない。本稿の冒頭でも述べたように、本章では、他の先行研究、年次報告書や金融専門誌などを手掛かりに、1980 年代及び 1990 年代の同行国際投資銀行業務を、できる限り具体的・実証的に検証してみたい。こうした試みは、実証的な先行研究が皆無に等しい 1980 年代以降のドイツ金融機関の経営戦略に関する研究に対し、少なからず貢献し得

るものと考える。本論文では、MG を中核とした 1990 年代の国際投資銀行業務において得た経験や教訓が、2000 年代の展開において重要なステップとなったとのスタンスをとっている。従って本章では、1990 年代の投資銀行業務から、ドイツ銀行が何を教訓として得たのか、それをいかに 2000 年代の業務展開につなげたのか、という点についても明らかにしたい。

第 2 節　国外金融機関の積極買収策

1. 1980 年代の経営課題

1970 年代後半、ドイツ銀行は、コンソーシアム･バンクやルクセンブルグ現法での活動を継続する傍ら、1976 年に開設した東京、ロンドンに続き、ニューヨーク支店など欧州大陸外の主要な金融センターに相次いで支店を開設していった。それでも 1980 年代前半において、ドイツ銀行の国際部門の陣容は国内業務に比べれば小さく[5]、その活動の中心は依然としてドイツ国内及び周辺国におかれていた。その一方で、1960 年代から本格化した大手米銀の欧州進出はますます盛んとなり、1980 年代半ばからは、1992 年に予定された欧州市場統合計画を見据え、国境をまたいだ欧州金融機関間の M&A が増加していた。

金融のグローバル化が本格化しようとしていたこの時期、ドイツ銀行は 2 つの経営問題に直面していた[6]。その 1 つは、収益性の低さ及び不安定さである。ドイツ銀行の貸付利鞘は、1980 年代にほぼ縮小の一途をたどった（図表 1）。例えば、1989 年の貸付残高は 1984 年の 1.7 倍となったが、純利息収入は 1.3 倍にも満たず、伸び悩んでいた。

図表 1 ドイツ銀行の貸付利鞘の推移（1982～1989 年・単体ベース）

	貸付利鞘（%）	純利息収入（百万DM）	貸付残高（百万DM）
1982	4.20	3,810	90,757
1983	4.55	4,146	91,093
1984	4.22	4,217	99,957
1985	3.93	4,317	109,731
1986	3.80	4,485	118,172
1987	3.40	4,366	128,559
1988	3.25	4,794	147,644
1989	3.11	5,324	171,435

注）①貸付利鞘＝純利息収入÷貸付残高　で算出　②「貸付残高」は、ドイツ銀行単体の対一般顧客及び銀行向けの期初・期末平均残高

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1982-1989 より筆者作成

預金業務についても、国内保険会社や国外投信会社がより高利回りの代替商品を提供、短期公社債投信（MMF）の導入もあり、1980 年代後半から伸び悩み傾向が見られていた[7]。

因みに、ドイツにおけるディスインターミディエーション（financial disintermediation）、つまり銀行など金融仲介機関を通じた間接金融縮小の動きは、米国に遅れること 10 年以上、1990 年代から本格化している。その兆候は 1980 年代後半には顕在化していたということである。1990 年に初めて「資本市場振興法（Finanzmarktforderungsgesetz・第 1 次法）」が制定され、以降 1998 年の第 3 次法に至るまで投信商品の規制緩和が実施されると[8]、ドイツ国民の銀行預金離れは一層顕著となっていった。図表 2 によれば、1997 年には個人金融資産に占める銀行預金は全体の 40%を下回る一方で、株式及び投資信託を合わせて 18%を超えるまでになった。しかも投資信託のうち株式投信の伸びは 1997 年となってから顕著であり、1997 年は前年比 77%増、1999 年には同 88%の大幅増になったのである（図表 3）。

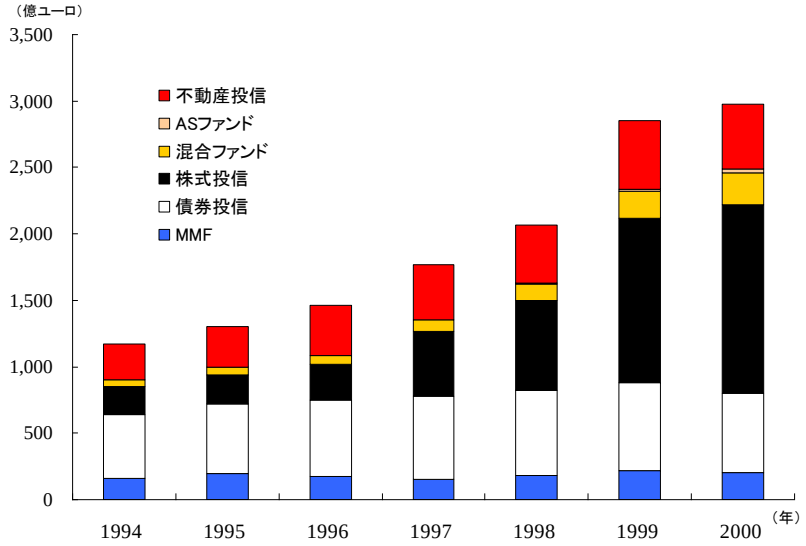
図表 2 ドイツの個人金融資産残高の推移（1993～2000 年）

（億ユーロ・%）

	1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000	
	残高	比率	残高	比率	残高	比率	残高	比率	残高	比率	残高	比率	残高	比率	残高	比率
銀行預金	2,130	45.0	2,138	43.4	2,205	41.7	2,307	40.9	2,367	39.2	2,457	38.1	2,476	35.2	2,415	33.9
有価証券	1,396	29.5	1,479	30.0	1,664	31.5	1,793	31.8	2,010	33.3	2,192	34.0	2,624	37.3	2,637	37.0
債券	600	12.7	597	12.1	715	13.5	721	12.8	706	11.7	703	10.9	708	10.1	717	10.1
株式	337	7.1	334	6.8	366	6.9	433	7.7	575	9.5	665	10.3	896	12.7	816	11.4
投資信託	266	5.6	340	6.9	372	7.0	410	7.3	477	7.9	567	8.8	737	10.5	816	11.4
その他	193	4.1	209	4.2	211	4.0	229	4.1	253	4.2	665	4.0	283	4.0	288	4.0
生命保険	937	19.8	1,024	20.8	1,121	21.2	1,227	21.8	1,337	22.1	1,450	22.5	1,575	22.4	1,696	23.8
企業年金	270	5.7	282	5.7	298	5.6	313	5.5	328	5.4	344	5.3	359	5.1	379	5.3
合計	4,733	100.0	4,923	100.0	5,288	100.0	5,640	100.0	6,042	100.0	6,443	99.9	7,034	100.0	7,127	100.0

（出所）*Monthly Report of Deutsche Bundesbank*,1993-2000 より筆者作成

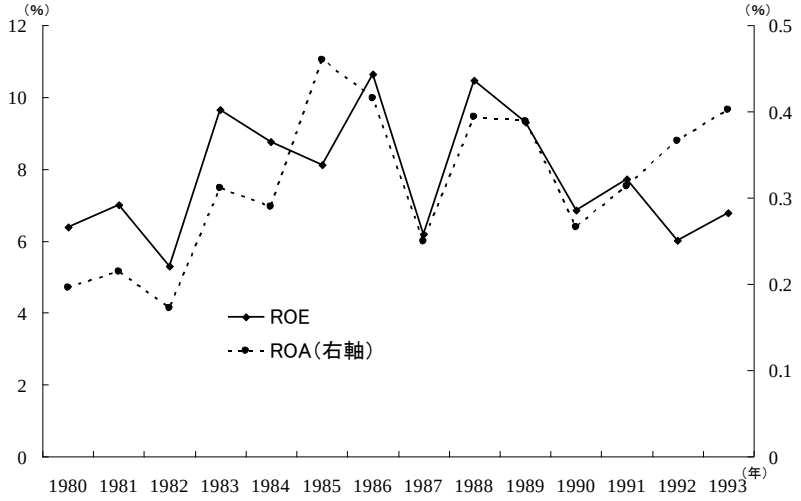
図表 3 ドイツの投資信託残高の推移（1994～2000 年）



（出所）*Monthly Report of Deutsche Bundesbank*,1994-2000 より筆者作成

また、1980 年代は国内企業の株式の多くを保有することから得る配当収入が利益項目の相当割合を占める状況にあり、企業業績が悪化した場合にドイツ銀行の収益も悪化する可能性があった[9]。この問題に関連して、1980 年代半ばから後半にかけ、ドイツ政界では、ユニバーサルバンクの産業界への影響力を弱めようという議論が再燃し、多数の出資先企業からの配当収入の恩恵を受けていたドイツ銀行は批判にさらされかねない状況にあった[10]。1980 年代、ドイツ銀行グループの自己資本利益率（ROE）は概ね 5%から 11%、総資産利益率（ROA）は 0.15%から 0.4%の範囲にあったが、その 10 年間（1980～1989 年）の平均は ROE8.17%、ROA0.31%と、当時大手米銀の大半が目標としていた「ROE15%、ROA1%」を大きく下回っていた[11]（図表 4）。

図表 4 ドイツ銀行グループの ROE・ROA（1980～1993 **年**）



注）ROE（%）＝純利益÷自己資本（期末）、ROA（%）＝純利益÷総資産（期末）

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1980-1993 より筆者作成

もう 1 つは、人材や事業の国際性の乏しさである。ドイツ銀行行員は全般に国際化志向が薄く、国際業務に対応できる人材は極端に少なかった[12]。これは同行の国際展開が、第 1 次世界大戦の開戦（1914 年）から第 2 次世界大戦終結後の 1950 年代半ばまで、40 年以上も滞ったことに起因している。一方、同行の主要な取引先企業は、1950 年代から着々と国際進出を進めていたが[13]、1970 年代まで同行がそれらの国際金融ニーズに応えているとはいい難い状況にあった。1985 年、ドイツ銀行の純利息収入と純手数料収入の合計額[14]は 73.6 億マルクとなり、純利益 11 億マルクを計上したが、こうした収益項目の大半は、商業銀行業務や資本参加に伴う配当収入などを含む国内業務で占められていたのである[15]。

2. 国外金融機関の積極買収策

上記の経営問題を克服するべく、1985 年、ドイツ銀行は大規模な経営改革に着手した。経営改革のいくつかの柱のうち、中核に位置付けられたのが「強力な国際化の推進」であった[16]。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、ドイツ銀行は大いに国際金融界の注目を集めることになった（図表 5）[17]。

図表 5　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・ユーロペーヌ・クレディア・ムアイヤン・テルム（BEC）」を設立 ○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）	○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） ○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）
1986年	○バンカ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
1987年	○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コの株式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）
1988年	○アジア地域本部を香港に設置 ○バンカ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 ○豪州大手証券ベイン・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・バリーを完全買収 ○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
1989年	○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コを完全系列化 ○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 ○英バ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
1990年	○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

国外における商業銀行部門の拡充策としては、1986 年、約 6 億マルクを投じ、バンク・オブ・アメリカからイタリアのバンカ・ダメリカ・エ・ディタリア（Banca d'America e d'Italia：BAI）を買収、1987 年にはスペインのバンコ・コメルシアル・トランスアトランティコ（Banco

Comercial Transatlántico）に 67%を出資し、子会社として傘下に収めた（1989 年に 100%子会社化）ことなどが主な動きである。中南米のアルゼンチンでは、バンク・オブ・アメリカから国内 29 支店を買収（1988 年）、ウルグアイで中堅商業銀行を子会社化し（1989 年）、ブラジルでも支店網を拡充している。商業銀行部門では、南欧や中南米地域では最大の外銀として基盤を築き、1990 年の東西冷戦終結を機に、東欧諸国やロシアを含む独立国家共同体（CIS）諸国にも積極的に拠点網を広げた[18]。

また、1980 年代以降、世界的に金融規制緩和が進行するなか、ドイツ銀行は世界各地で投資銀行、証券会社（証券ブローカー）、資産運用会社の買収を進めている。1988 年には、ポルトガルで米モルガン･ギャランティ（JP モルガンの前身）の流れをくむ投資銀行 MDM を 100%子会社化、カナダの証券会社マクレアン･マッカーシー（McLean McCarthy Ltd）を完全買収、豪州のベイン・セキュリティーズ（Bain Securities）に 50%出資、オランダの証券会社 H･アルベルト･デ･バリー（H. Albert de Bary & Co. N.V）を完全買収と、短期間で相次いで買収を行った。

これら買収先と 1980 年代前半に設立した米・英・アジアの証券子会社と連携させることで、1980 年代末には証券取引で 24 時間体制を構築したが、同行がこれを基盤として本格的な国際投資銀行業務に乗り出す契機となったのが、1989 年末、英大手マーチャントバンクである MG の買収であった。1986 年から数年間、ドイツ銀行は様々なタイプの金融機関を買収したわけだが、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。ただしそうした中にあって、買収を通じた証券・投資銀行部門の梃入れは、同行国際戦略の優先課題に位置づけられていたのである。

1980 年代後半、ドイツ銀行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く[19]、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[20]、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。しかも当時、同行投資銀行部門は深刻な内部問題を抱えていた。1985 年に設立されたロンドン現地法人ドイチェバンク･キャピタル･マーケッツ（Deutsche Bank Capital Markets：DBCM）と親会社であるドイツ銀行の間では、DBCM の経営独立性をめぐり摩擦が絶えず、投資銀行部門の人材流出が相次ぐ状況にあった。優秀な人材が根付かず、利益率の高い民間企業案件を獲得できない状況下、1980 年代後半において DBCM は、一貫して赤字を計上していたのである[21]。特に 1986 年のイタリア・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、同社の業績悪化の最大要因の 1 つであった[22]。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、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[23]。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のである。

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）[24]の業績も芳しくはなかった[25]。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一般的な評価であった（図表 6）。

図表 6 ドイツ銀行主要国外子会社の業績（1989 年）

（百万マルク）

	国外子会社	所在国	資産額（B/S）	資本額	純損益額
商業銀行	Banca d'America e d'Italia S.p.A（BAI）	イタリア・ミラノ	約14,200	705.2	60.6
	Banco Commercial Transatlantico,S.A.	スペイン・バルセロナ	N.A.	292.0	18.7
	Deutsche Bank Netherlands N.V.（H. Albert de Bary & Co買収後）	オランダ・アムステルダム	約3,900	159.6	11.6
	Deutsche Bank Luxembourg S.A.	ルクセンブルグ	約34,500	699.8	117.0
	Deutsche Bank Canada	カナダ・トロント	約1,900	111.9	10.0
	Banco de Montevideo	ウルグアイ	343.9	25.9	12.1
	Deutsche Bank Australia Ltd.	オーストラリア・メルボルン	約2,000	178.2	6.8
投資銀行	Deutsche Bank Capital Markets Ltd.（DBCM）	英国・ロンドン	136.1	N.A.	▲ 1.9
	Deutsche Bank（Suisse）S.A.	スイス・ジュネーブ	877.0	124.6	9.2
	MDM Sociedade de Investimento,S.A.	ポルトガル・リスボン	225.0	2.5	18.5
	Deutsche Bank Capital Corporation（DBCC）	米国・ニューヨーク	N.A.	173.7	▲ 0.9
	McLean McCarthy Ltd.	カナダ・トロント	139.0	7.4	N.A.

注）DBCCの純損益額は1988年の数値（1989年の数値は非公表）

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1989 より筆者作成

第 3 節　モルガングレンフェルの買収と国際投資銀行業の展開

1. MG の買収と背景

1989 年 11 月下旬、ドイツ銀行は、英国の MG[26]を買収することで同社と合意したと発表した[27]。同行のアルフレッド・ヘルハウゼン頭取[28]は、MG のジョン・クレイブン会長とともに、双方の得意分野を結集し、1992 年に予定される欧州共同体（EC）統合市場に向けた事業を発展させることを宣言した。一向に業績が上がらないロンドン投資銀行部門を増強する有望な策であるとともに、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に対し、その経験やノウハウが活かせることは、MG 買収の大きなメリットだった。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[29]。

一方、MG が買収を受け入れた理由は、資本不足の解消にあった。1980 年代に入ると、世界的規模で株式・債券が発行・流通し、膨大な投資資金がロンドンに流入するようになったのに伴い、証券引受やトレーディングの規模は巨額となった。大規模化する投資銀行案件にリスクをとって対応するには、自己資本の充実は不可避であった。さらに旺盛な投

資銀行サービスへの需要に応えるべく高額の人件費を賄うには、資本力の増強が過少資本のマーチャントバンクにとって喫緊の課題だったのである。1986 年には増資などで 1 億ポンドの資本積上げを行ったが、事業の急拡大に追い付かない状況にあった（図表 7）。ドイツ銀行による MG 買収は、大手マーチャントバンクでさえ豊富な資本力を擁する大銀行の支援なしには生き残れなくなったことを象徴していた。

図表 7　MG の業績・資本の状況

（千ポンド）

年	純営業収益	税引前利益	税引後利益	発行済資本	剰余金
1981	43,387	20,241	12,144	44,427	9,440
1982	58,540	26,586	17,340	44,554	13,750
1983	65,581	33,792	20,172	55,317	16,878
1984	116,010	46,395	24,372	65,104	6,875
1985	158,008	68,821	41,401	70,560	33,039
1986	199,748	82,185	54,932	171,251	36,938

（出所）Burk〔1989〕より筆者作成

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・助言型のコーポレートファイナンスとする方針を固めている[30]。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。

国際性と世界に広がる広範な拠点網も MG の利点であった。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（図表 8）[31]。MG は、旧ソビエト連邦とプロジェクトファイナンスを中心に強固な取引関係を持つことで知られていた[32]。また、東欧向け貿易金融では、輸出業者に対し良質なサービスを提供することで定評があった[33]。ドイツ銀行は、西側金融機関では東欧諸国や旧ソ連邦に対する営業力は随一とされてきたが、それでも現地での業務拡大は全て円滑にいくとは限らなかったようである[34]。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だったと考えられる。

図表 8　英主要マーチャントバンクの海外拠点（1993 年時点）

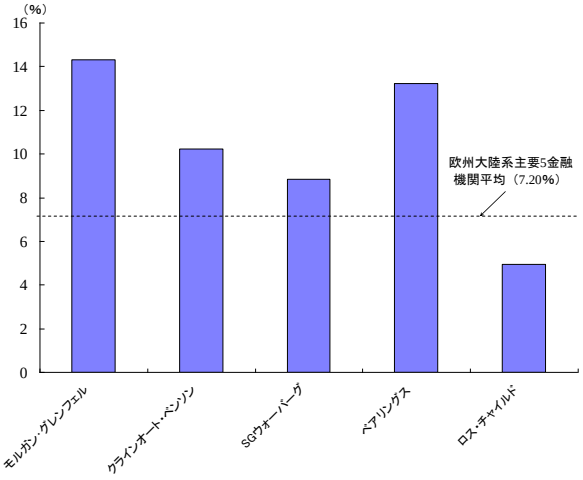
	モルガン･グレンフェル	SGウォーバーグ	クラインオート･ベンソン	ベアリングス（1993年末）	ロスチャイルド（1995年末）
欧州 中近東 アフリカ	○ロンドン ○エジンバラ ○ガンジー（英領） ○ジャージー（英領） ○ダブリン ○パリ ○フランクフルト ○ミラノ ○チューリヒ ○ジュネーブ ○ワルシャワ ○カザフスタン ○モスクワ	○ロンドン ○セント･ヘリエ（英） ○ダグラス（英） ○ブリストル（英） ○パリ ○フランクフルト ○ミラノ ○ルクセンブルグ ○アムステルダム ○チューリヒ ○ジュネーブ ○マドリッド ○ストックホルム ○イスタンブール ○モスクワ ○ワルシャワ	○ロンドン ○ガンジー ○ジャージー ○パリ ○フランクフルト ○ジュネーブ ○ウィーン ○マドリッド ○ワルシャワ ○モスクワ ○ヨハネスブルグ	○ロンドン ○マン島（英領） ○ガンジー ○ダブリン ○パリ ○フランクフルト ○ハンブルク ○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 ○キャディフ（英） ○リーズ ○マン島 ○ガンジー ○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 ○チューリヒ ○マドリッド ○リスボン ○マルタ ○モスクワ ○ワルシャワ ○プラハ ○ハラレ（ジンバブエ）
北･中南米	○ニューヨーク ○サンタフェ ○ケイマン ○ボゴタ（コロンビア） ○ブエノスアイレス ○サンパウロ ○サンチアゴ（チリ） ○クゥイト（エクアドル） ○リマ ○カラカス（ベネズエラ）	○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（加州） ○ボゴタ ○ブエノスアイレス ○リオデジャネイロ ○サンチアゴ	○ニューヨーク ○ボストン ○ワシントン（D.C.） ○ダラス ○サンフランシスコ ○セントルイス ○リマ ○トロント ○メキシコシティ ○ボゴタ ○ブエノスアイレス ○サンパウロ ○サンチャゴ	○ニューヨーク ○ワシントン（D.C.） ○デンバー ○バミューダ ○トロント ○メキシコシティ ○ボゴタ ○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
アジア 太平洋州	○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 ○シドニー ○メルボルン ○ブリスベン ○アデレード	○東京 ○大阪 ○香港 ○シンガポール ○ソウル ○クアラルンプール ○台北 ○バンコク ○シドニー ○メルボルン ○キャンベラ ○ブリスベン ○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	○東京 ○香港 ○シンガポール ○ソウル ○クアラルンプール ○ボンベイ	○東京 ○大阪 ○香港 ○シンガポール ○上海 ○ソウル ○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 ○シドニー ○メルボルン	○東京 ○香港 ○シンガポール ○クアラルンプール ○上海 ○シドニー ○メルボルン ○ブリスベン ○アデレード ○パース ○オークランド

（出所）各社年次報告書より作成

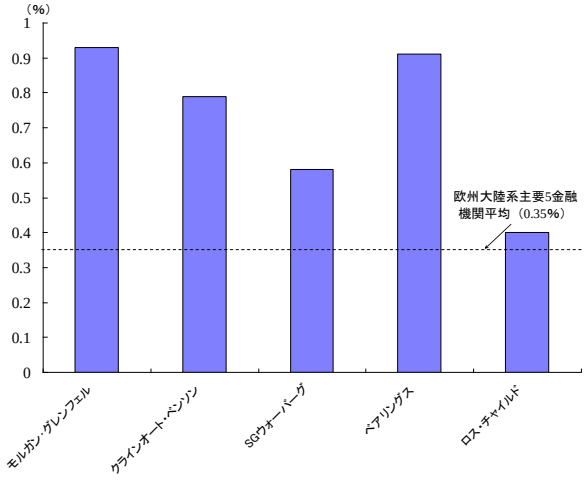
MG は、1990 年以降も大手マーチャントバンク 5 社で最高レベルの収益力を維持していた。1993 年末時点における大手 5 社の自己資本利益率（ROE）、総資産利益率（ROA）を比較すると、MG の 1994 年末時点の ROE は 14.3%、ROA は 0.93%に達し、他 4 社の平均 ROE9.3%、ROA0.67%を大きく上回っている（図表 9）[35]。

図表 9　MG の収益指標（1993 年時点・大手マーチャントバンク他社比較）

①ROE



②ROA



注）①ベアリングスは 1993 年 12 月末，ロスチャイルドは 1995 年 3 月末　②「欧州大陸系主要金融機関」は、第 2 ビッグバンで英国のマーチャントバンクや資産運用会社を買収したドイツ銀行、ドレスナー銀行、スイス銀行、ABN アムロ、オランダ ING の 5 行である（1993 年末の 5 行平均値）。

（出所）各社年次報告書より筆者作成

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り、その意味ではドイツ銀行としても理想的な合併相手であったと考えられる[37]。

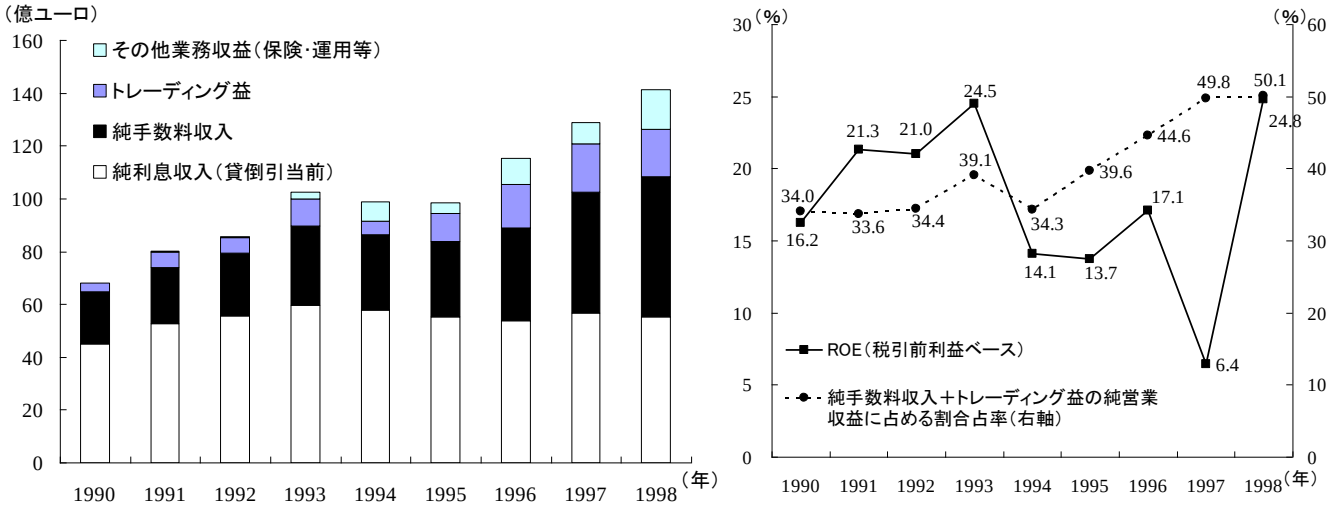
2. 1990 年代の投資銀行部門の業務体制

ドイツ銀行の M&A 戦略では、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が基本方針とされてきた。しかし 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[38]。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[39]。特にドイツ銀行から部門移管を受けた MG の M&A 助言部門は、1991 年の英国助言業務で首位となるなど[40]、英金融界で高いプレゼンスを実現していた。1985 年から 1989 年にかけ、ドイツ銀行の投資銀行など手数料収益は、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、純

手数料収入は 1990 年 20.1 億ユーロ、1993 年には 29.9 億ユーロ、1997 年には 45.7 億ユーロとなった。また、トレーディング益は同時期、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（図表 10）。

図表 10　ドイツ銀行グループの収益構造（1990-1998 年）

①収益構造の推移　　②ROE の推移と純手数料収入等の占率



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1990-1998 より筆者作成

1990 年代の非金利収入の増加を主導したのは､MG を中核とした投資銀行部門であった。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[41]、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[42]であった。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。1993 年には、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。ドイツ銀行グループの ROE（税引前利益ベース）は、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[43]。

MG の業績拡大に伴い、ドイツ銀行本体の投資銀行部門も一層の進化をとげようとしていた。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新組織を立ち上げている。資本市場商品、デリバティブ、シンジケートローン、ストラクチャード･ファイナンス（複雑な仕組み商品を使った資金調達）を取り扱う、コーポレートファイナンス本部の新設である[44]。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[45]やデリバティブ商品[46]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[47]。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[48]。

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[49]。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[50]。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。

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[51]。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[52]。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[53]。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[54]。

1989 年末から 1998 年春までの、MG を中核とするドイツ銀行の国際投資銀行業務の概要は上記の通りである。1998 年の組織変更では DMG は縮小することになったが、MG 買収後の 1990 年代、ドイツ銀行投資銀行部門は、国際投資銀行市場においてどのような業務活動を展開したのだろうか。特にどのような案件に取り組み、国際投資銀行としてどのような能力を備えるようになったのだろうか、次節において具体的に見てみたい。

3. 国際投資銀行市場における業務活動

ドイツ銀行投資銀行部門が取り組んだ案件は、特に 1995 年に DMG が誕生して以降、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。1991 年に英国で M&A 助言ランキ

ングで首位となった MG を取り込んだドイツ銀行投資銀行部門は、1990 年代前半、英国を中心とする証券引受や M&A 助言を主要な実績としてあげていた。例えば、1993 年、同行投資銀行部門は、英国で計 20 件、18 億ポンドの株式引受を行い、計 25 億ポンドの株式公開買付（take-over bid：TOB）に対し助言している。一般の M&A 案件にも積極的に取り組み、その 8 割はクロスボーダー案件だった[55]。また 1994 年は、計 16 億ドル相当の株式引受を行い、計 170 億ポンドの M&A 助言案件に関与した（特に英国や欧州大陸で盛んなマネジメント･バイ･アウト〔MBO〕[56]案件に 4,700 万ポンドを投資）[57]。ドイツ銀行の英米投資銀行子会社に目立った案件は少なく、この時期に関与した大型案件といえば、米大手投資銀行に主導権を握られた 1993 年のダイムラーベンツのニューヨーク上場程度であった。

ところが、1995 年に DMG が誕生して以降は、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案件に関与する機会が格段に増えることになった。特に 1990 年代後半は、欧州連合（EU）の市場統合に向けた施策が具体的に提示されており、市場統合後の新規参入などに伴う企業間の競争激化が予想されたことから、通信、エネルギー、金融といった分野で数多くの資金調達、M&A 案件が投資銀行市場に持ち込まれた時期である。ドイツ銀行も、ドイツ国内はもちろん欧州全域で数多くの案件に取り組むことになった。買収した 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ている。また欧州地域では、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）を擁し、1980 年代後半にイタリア、スペインなど周辺国でも現地銀行（ユニバーサルバンク）を買収していたことから、民営化株式の購入先となる個人・企業顧客を多数有するなど、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。

図表 11 は、1995 年から 1998 年までのドイツ銀行年次報告書「投資銀行部門の活動状況」欄に紹介された各年の代表的案件の一覧である（同行は、弱点とされる株式引受、M&A 助言業務を中心にその実績の高さを謳っている）。1995 年以降、欧州各国公営企業の民営化及びそれに伴う政府保有株の売出し、新規株式公開案件（initial public offering：IPO）を中心に、各年の代表的な案件として紹介されている。1990 年代になると、欧州の民営化企業は、多額の資金を調達する必要から、また財務国際化の一環として、米国を中心に欧州以外の投資家を増やそうとしていた。

そうした要望が強かったのは、ドイツテレコム[58]やフランステレコムといった大手通信会社である。特にドイツテレコムの新規株式公開は、DMG となってから初の国際大型案件であった。ドイツテレコムは、1998 年のドイツ国内の通信自由化に向け、事業の再構築・経営近代化･マーケティングの構築に向けて多額の資金を必要としていた。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。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[59]。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[60]を務めた。

投資銀行にとって、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[61]、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[62]。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。このため、米国に上場する場合、それがダイムラーベンツが行ったような完全上場（full listing）、米国預託証券（American Depositary Receipt：ADR）[63]の形での上場に関わらず、売り出した株式を米国市場で円滑に消化するために上場は不可欠と考えられていたのである（最終的にドイツテレコムは完全上場でなく、政府保有株の放出に伴い ADR を上場）[64]。

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[65]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[66]。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。

本件では米国の投資家対策が重視されたことから、米投資銀行 2 社への株式割当額は DMG への割当分を上回った。仮にドイツ銀行が米国市場で現地投資銀行に準ずるような事業規模を持ち、多数の現地投資家を顧客としていたとすれば、売出し株式の割当もドイツテレコムから受け取る手数料もより多くを見込めたに違いない。ドイツ企業が資金調達先を米国を中心とする国外に求めるなか、ドイツ銀行としては、米国に大規模なオペレーションを擁し現地投資家、企業や当局と緊密な関係を作ることの重要性を改めて認識した機会となったであろう。

図表 11　ドイツ銀行投資銀行部門の主な案件（引受・M&A 助言/1995-1998 年）

	年	企業	案件の内容・目的	DMGの役割・意義	案件獲得の要因
債券	1995	News Corporation （メディア/米国）	・普通社債引受 ・発行金額：2億ドル ・期間：20年	・引受主幹事 ・米債券引受でDMG初の大型案件	・企業とグローバル・デット・キャピタル・マーケット部門長の前職（メリルリンチ）からのリレーション
株式	1995	Royal KPN NV （通信/オランダ）	・新規公開株式引受 ・1998年のEU通信自由化を見据えた国営企業の民営化、政府保有株の放出	・引受幹事 ・国外大手通信会社との取引開拓	・旧MGの欧州大陸における民営化案件の実績 ・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網
	1995	ENI SpA （石油・ガス/イタリア）	・新規公開株式引受 ・601.9百万株、約32億ユーロ（1995年分） ・競争激化を見据えた国営企業の民営化、政府保有株放出	・引受幹事 ・国外大手エネルギー会社との取引開拓	・旧MGの欧州大陸における民営化案件の実績 ・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網
	1995	Usinor Sacilor （鉄鋼/フランス）	・新規公開株式引受 ・競争激化を見据えた国営企業の民営化、政府保有株放出	・引受幹事 ・国外大手鉄鋼会社との取引開拓	・旧MGの欧州大陸における民営化案件の実績 ・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網
	1995	Repsol （石油・ガス/スペイン）	・新規公開株式引受 ・競争激化を見据えた国営企業の民営化、政府保有株	・引受幹事 ・国外大手エネルギー会社との取引開拓	・旧MGの欧州大陸における民営化案件の実績 ・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網
	1995	Nynex Cable Comm （通信/英国）	・株式引受	・引受幹事	・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網
	1996	Deutsche Telekom AG （通信/ドイツ）	・新規公開株式引受 ・6億株、200億マルク（約130億ドル） ・1998年のEU通信自由化を見据えた国営企業の民営化、政府保有株の放出	・グローバル主幹事 ・グローバルコーディネーター（ゴールドマンサックス、メリルリンチと共同） ・DMG初の国際的な大型株式引受案件	◇国策への対応及びドイツ銀行のDTとのリレーション
	1996	MGM Grand （ホテル/米国）	・株式引受 ・3億3,400万ドル	・グローバル引受主幹事 ・米国外の業者が引受け主幹事を務めた米国株式案件としては年間で最大	・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網 ・MGMのCEOは元DMG幹部
	1996	PT Telekomnikasi （通信/インドネシア）	・ブロックトレード（株式大量売出し） ・6億1,100万ドル	・グローバル引受主幹事（共同） ・アジア株式案件の開拓 ・1996年のアジアにおけるブロック取引で最大級	・ドイツ銀行グループのドイツ国内外の株式販売網 ・旧MGのインドネシア拠点とのリレーション
	1997	Halifax Building Society （住宅金融/英国）	・組合組織から株式会社（上場銀行）への組織転換 ・取引金額：194億ポンド	・アドバイザー	・旧MGとHalifaxとのリレーション（1986年にMG主幹事で計1.5億ポンドの債券を発行）
	1997	Svyazinvest （地域電話/ロシア）	・民営化 ・18.5億ドルの株式・債券を発行	・アドバイザー ・国際コンソーシアムを組成	・ドイツ銀行とロシア政府とのリレーション
	1997	France Telecom SA （通信/フランス）	・新規公開株式引受 ・1億9,000万株 ・1998年のEU通信自由化を見据えた国営企業の民営化、政府保有株の放出	・共同引受主幹事 ・欧州通信第2位の大型民営化案件	・旧MGの欧州大陸における民営化案件の実績

	年	企業	案件の内容・目的	DMGの役割・意義	案件獲得の要因
M&A助言	1995	Hoechst AG （化学・医薬/ドイツ）	・化粧品部門の他社への売却	・アドバイザー（部門売却）	・ドイツ銀行本体のHoechstとの長期にわたるリレーショ
	1995	Hoechst AG （化学・医薬/ドイツ） Bayer AG （化学・医薬/ドイツ）	・両社染料製造部門の合併（国外拠点を含む）	・アドバイザー（合併）	・ドイツ銀行本体のHoechst及びBayerとの長期にわたるリレーション
	1995	Deutsche Telekom AG （通信/ドイツ）	・インドネシア国営通信大手Satelindoへの25%出資 ・東南アジアでの携帯通信事業の開拓	・アドバイザー（買収） ・アジアM&A案件の開拓	・国策への対応及びドイツ銀行のDTとのリレーション ・旧MGのインドネシア拠点とSatelindoとのリレーション
	1996	Auchan SA （小売り/フランス）	・フランス小売り大手Dock de Franceに対する株式公開 ・買収金額：30億ポンド	・アドバイザー（買収）	・ドイツ銀行のAuchanとのリレーション
	1997	Amersham plc （医薬/英国）	・ノルウェー医療技術大手Nycomedの買収	・アドバイザー（買収）	・旧MGとAmershamとのリレーション
	1997	Gehe AG （医薬/ドイツ）	・英医薬・化学大手Lloyds Chemistの買収 ・買収金額：6億5,000万ポン	・アドバイザー（買収）	・ドイツ銀行とGehe、旧MGとLloyds Chemistとのリレーション
	1997	Ascend Communications Inc （通信/米国）	・米通信機器大手Cascade Communicationsの買収 ・買収金額：37億ドル	・アドバイザー（買収）	・DMGテクノロジーグループとのリレーション
	1998	Daimler-Benz AG （自動車/ドイツ）	・米自動車大手Chrysler Corpとの合併（事実上の買 ・合併金額：750億ドル	・アドバイザー（買収） ・ドイツ銀行投資銀行部門初の国際的な大規模M&A案件 ・ゴールドマンサックス、ソロモン・スミスバーニーとの共同アドバイザー	・ドイツ銀行のDaimler-Benzとの長きにわたるリレーション

注）ドイツ銀行年次報告書 1995-1998 年において紹介された各年を代表する主要な案件

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1995-1998 などより筆者作成

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）の合併案件に対しても、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。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[67]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、失地回復の好機であった[68]。確かに、ダイムラークライスラーの誕生は、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ス（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（図表 12）。

図表 12　世界の自動車メーカー上位 12 社の状況（1997 年）

1997年順位	自動車メーカー	本社所在国	売上高（10億ドル）	税引前利益の対売上高比率（%）	自動車販売台数（千台）	世界市場シェア（%）
1	ジェネラルモータース	米国	177	4.9	8,776	15.9
2	フォードモータース	米国	153	7.0	6,943	12.6
	ダイムラークライスラー（合併後新会社）	**ドイツ**	**132**	**8.5**	**4,019**	**7.3**
3	トヨタ自動車	日本	96	7.1	4,454	8.1
4	ダイムラーベンツ	ドイツ	71	9.4	1,132	2.1
5	フォルクスワーゲン	ドイツ	65	5.1	4,257	7.7
6	クライスラー	米国	61	7.5	2,887	5.2
7	日産自動車	日本	54	N.A.	2,612	4.7
8	本田技研工業	日本	49	7.4	2,291	4.2
9	フィアット	イタリア	49	5.0	2,640	4.8
10	ルノー	フランス	35	2.0	1,837	3.3
11	BMW	ドイツ	34	4.0	1,196	2.2
12	PSA	フランス	32	N.A.	2,100	2.8

（出所）Meyer et al〔2005〕

本件は実質的にダイムラーによるクライスラーの買収であったが、ドイツ最大の企業グループだったダイムラーベンツが、350 億ドルもの巨費を投じてクライスラーを事実上買収したのは、経済のグローバル化に伴い激化する価格競争、コスト削減競争に向けた改革を実践するためであった。1997 年から 1998 年に発生したアジアや南米での通貨・経済危機によって自動車の購買力・需要が低下するとともに、韓国が割安の自動車を欧米に輸出するなど過剰生産を助長する懸念[69]、膨れ上がる研究開発費用[70]への対応である。こうした経営負担をカバーし利益を出すには、合併で規模を拡大し販売台数や市場シェアを増やすとともに、コスト削減を図る必要があった[71]。また、商品構成がほぼ完全に互いを補完し合い重複が少ないことも、両社が合併に向かった理由であった[72]。1999 年、欧州ではユーロ導入により人口 2.9 億人という米国を上回る市場が誕生、長期的には中東欧にも拡大する可能性があったのだが、欧州では消費者の嗜好や所得水準は国により格差があり、ベンツのような高級車だけでは業容拡大には限界があった。その意味で、ダイムラーがクライスラーと手を結び、ミニバンやジープといった新たな商品ラインを拡大したことは、ユーロ圏誕生に対する同社の回答でもあったのである。

上記のように、欧米自動車業界にとり極めて意義の大きな M&A 案件に対し、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 ファーストボストンとチェースマンハッタン）。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。当時、ダイムラークライスラーの誕生は、業界再編の序曲に過ぎないと

の見方は強く、実際に自動車関連の M&A は 1998 年以降も増加した。例えば、ドイツの BMW、フォルクスワーゲンが英ロールスロイス買収をめぐり激しい攻防戦を演じ、長期的には BMW がロールスロイスの商標を使用する権利を取得した。買収を成し遂げた BMW ではあったが、以前買収した英ローバー社（Rover Company Ltd）の業績悪化で巨額損失を被り社長が解任されるなど混乱が続き、フォルクスワーゲンなどが BMW への資本参加を検討した。さらに 1999 年には米フォード社がスウェーデンのボルボ（Volvo）乗用車部門を買収している。ドイツ銀行は、ダイムラークライスラー案件への関与の結果、それ以降高まる世界規模の自動車業界再編案件のいくつかに関わることとなった。また、ドイツ銀行は 1998 年から 1999 年にかけてバンカーストラスト（BT）の買収を行った際、買収資金を調達するために 40 億マルクの増資など追加措置を迫られたが、NYSE に上場したダイムラーが米国市場での大型買収を円滑に完了したことは、同行がそれから間もなくの 2001 年 9 月に NYSE 上場を果たす動機ともなったのである。

それでは、MG 買収後の 1990 年代、ドイツ銀行投資銀行部門は、米投資銀行市場でどのような活動を行っていたのだろうか。次節で詳細に見ていきたい。

第 4 節　米投資銀行市場における業務展開

1. 米投資銀行市場における業務体制の整備

ドイツ銀行は、1968 年にニューヨークに欧州他行と「欧州アメリカ銀行（European American Bank：EAB）」を共同設立して米商業銀行市場に参入、1971 年にはスイスユニオン銀行と組んでニューヨークに投資銀行 UBS-DB コーポレーションを共同設立した。1978 年には、UBS の持分を買い取り、アトランティック・キャピタル社（Atlantic Capital Corporation）と改称するとともに、同年に銀行本体のニューヨーク支店を開設した[73]。アトランティック・キャピタルは、1984 年に「ドイチェバンク・キャピタル（DBCC）」と改称し業務を開始したものの、ドイツ企業関連以外大型案件を獲得するわけでもなく、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーといった米大手投資銀行に比べれば目立った業績はなかったといってよい。

しかし、1980 年代後半、1980 年代後半にグラス・スティーガル法[74]の緩和が一層進展すると、ドイツ銀行は本格的に米投資銀行拠点の増強に動くことになった[75]。1989 年 11 月、ドイツ銀行が MG を買収し[76]、翌年には DBCC がニューヨーク連銀から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・セキュリテーズ（Deutsche Bank Government Securities,Inc.：DBGSI）を設立したことが、米国戦略の転機となった。MG は、米国に、130 年の歴史を持ち株式調査能力で定評のあった証券子会社 C.J. ローレンス（Cyrus.J.Lawrence：CJL）を擁し[77]、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[78]。ドイツ銀行は、MG のこれら拠点を取り込

むことで、米国における株式及び M&A 助言業務への参入の第一歩としたのである。

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[79]。1990 年代初頭、米国拠点の重要な経営課題は、同国の金融規制緩和への対応であった。DBNA は傘下に DBCC と CJL の 2 つの証券・投資銀行を擁することになったが、DBCC は 1978 年国際銀行法の適用除外条項（grandfather clause of the International Banking Act of 1978）下にあり[80]、CJL はグラス･スティーガル法第 20 条に基づき、ドイツ銀行本体が子会社として運営していた。連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board：FRB）は、DBCC が国際銀行法の適用除外となる一方で、MG 買収に伴い CJL を保有することに懸念を示し、DBCC と CJL の間に業務制限措置を設けざるを得なかった[81]。これに対し、1993 年、DBNA は国際銀行法の適用除外条項を放棄し、DBCC と CJL、DBGSI 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[82]。CJL 社員は DBNA 本社（マンハッタン西 52 番街）に異動し、同年 10 月からは一体となって営業を開始した[83]。

1990 年代前半、業務多様化と営業地域の拡大に伴い、DBNA 傘下の子会社は増加し続けたが[84]、一貫してその中核は投資銀行部門である CJLDBS であった。DBNA のジョン・ローズ CEO[85]は、CJLDBS を「高品質投資銀行（high quality investment bank）」と呼び、米国で活動するドイツ大企業のみならず、米大企業の株式・債券発行を支援し、それを米投資家に販売することを営業目標としていた。ドイツ企業に依存しない米国指向の取引を拡大するためには、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーといったウォール街の大手投資銀行に勤務する米国人を採用し、早期に投資銀行部門の陣容を固める必要があった。投資銀行を買収する案も俎上にあがったが、高額でその全てを買い取るよりも、各部門の強化に必要な外部専門家だけを大量に採用することを優先させたのである。そこで重視されたのは、専門家を個別に引き抜くのではなく、チームごと採用することであった。1990 年代初頭、CJL では有能な人材の退職が相次ぎ各部門で円滑な業務遂行が困難となり、ディールフローを維持するためにもチーム単位の採用が求められたのである。ドイツ銀行は、1990 年代前半、この方法で各部門を強化、証券化[86]、私募債引受、仕組み商品の開発、株式デリバティブ[87]と様々な新規業務を社内に立ち上げている[88]。

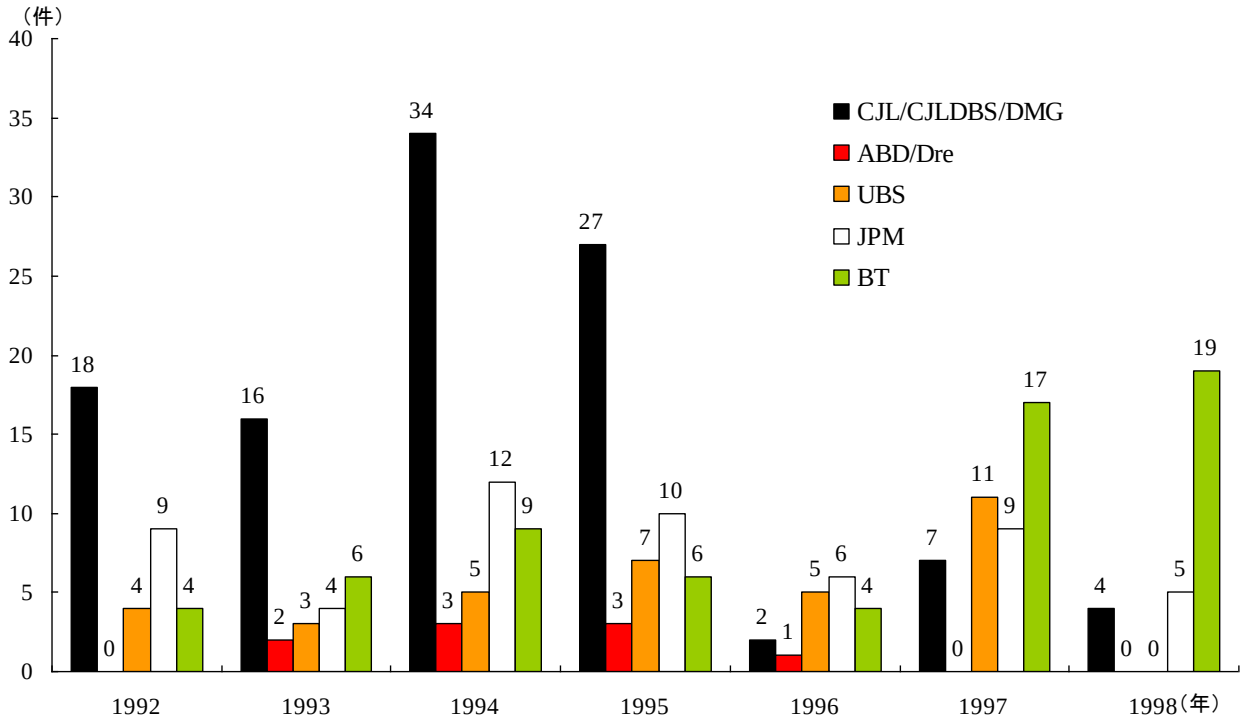
2. C.J.ローレンス/ドイチェバンク･セキュリティーズの業務展開

米投資銀行市場で案件を獲得するために 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[89]。ドイツ銀行は、ドイツ大企業に出資しそれらの監査役会に役員を多数派遣している関係にあり、自らが当該企業の資金調達を米国で行うよう勧誘することが可能であった。そうした資金調達案件を米国市場に持ち込み、ド

イツ大企業との取引を推進したい現地投資銀行と共同で案件を遂行するのである。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[90]。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。同社に限らず、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シンジケート団（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。

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[91]。

図表 13　欧米主要銀行系投資銀行部門の株式引受シ団参加件数（1992-1998 年）



注）①Investment and Dealers' Digest各号に掲載された株式発行の墓石広告のうち、銀行系投資銀行が引受シ団に参加した案件が対象　②墓石広告は、企業が株式や社債などを発行するにあたり行う募集広告。一般に、株式の新規公開、社債発行、シンジケートローンやM＆Aの告知のために幹事金融機関が掲載する。英字紙、英字誌などの海外媒体に掲載され、募集内容の表現形態が墓石のように見えることからこの名がついた。

（出所）*Investment and Dealers' Digest* 各号（1992-1998 年）より筆者作成

図表 13 は、ドイツ銀行投資銀行部門（CJL/CJLDBS/DBS）、ドレスナー銀行が出資するABD 証券会社又はドレスナー証券会社（ABD/Dre）[92]、旧スイスユニオン銀行（UBS）の投資銀行部門、米 JP モルガン（JPM）及び BT といった銀行系投資銀行が、引受シンジケート団に参加した株式引受案件数を一覧にしたものである[93]。これによれば、特に 1992 年から1995年にかけ、CJLDBSの参加案件数は他の銀行系投資銀行部門を大きく上回っており、CJLDBS の上記戦略は一定の効果をあげていたことがわかる（案件の詳細は章末参考資料を参照）。

ただしこの間、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。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。

また、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[94]、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[95]、CJLDBS の取り分は少額となりがちだった。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。

一般に債券引受業務は手数料率が株式引受の 10 分の 1 程度に抑えられ、煩雑な事務に見合う利益は得にくかったこともあるが[96]、何よりも、米投資銀行市場では株式業務でプレゼンスを高めることが、国際投資銀行として認められるための条件と考えられていた。1993 年、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[97]、DBNA は 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[98]。米投資銀行部門の存在感が高まり、その一層の業容拡大指向から、ドイツ銀行

による米大手投資銀行リーマンブラザースの買収観測が市場に流れるほどであった。

そして、1990 年代半ばには、国際的な金融グループとして、ドイツ銀行は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的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。最先端の商品やサービスを開発する外部専門家を揃えた米国拠点と伝統的な商業銀行業務で培った広範な顧客基盤を有するドイツ銀行本体が、各々の強みを日常的に共用し合う「異文化同士の相互作用（cross-fertilization）」を高めることは、長期的な発展のためにも意義が大きかった。DBNA 経営陣は、世界レベルの商品サービスを開発・提供することでドイツ銀行のステイタスを高めることこそが、自らの存在意義であると考えていた[99]。

しかしそれでも、当時のニューヨークとフランクフルトが想定する戦略には、なお大きな乖離があったと指摘されている[100]。例えば、1993 年、DBNA には約 5,000 名が在籍していたが、北米拠点の陣容はドイツ国内からすれば、特段存在感のあるものではなかった（1993 年末のグループ従業員は 73,176 名、うち国外は 16,271 名）。DBNA の純営業収益や利益も、グループ全体からすればまだ小さいものと考えられていた[101]。1990 年代前半、ドイツ国外事業のウェイトは高まっていたが、経営戦略上のプライオリティは、依然国内及び周辺国の商業銀行業務におかれており、国外業務で重要な地域は、なおドイツ以外の欧州諸国だったのである[102]。

3. ドイチェ･モルガングレンフェルの業務展開

（1）ユニバーサルバンクの優位性

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[103]。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[104]。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[105]、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[106]。

大手銀行は、膨大な事業規模と資本力を有していた。ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーといった大手投資銀行といえども、チェースマンハッタン、JP モルガンといった大手米銀に比べれば、資産規模、資本力やオペレーションの厚みという点では不足感があるのは否めなかった。大手銀行は、長年の預貸金業務で蓄積した巨額資本を有し、米国のみならず、欧州、アジア地域でも証券会社や投資銀行の買収が可能である。先端のトレーディングシステムへの多額投資を行い、規模の経済を存分に活かしマーケットの低迷期においても、金融機関としての競争力は維持できる立場にあった。

1993 年、同行の最大かつ最重要の取引先企業であったダイムラーベンツのニューヨーク証券取引所への上場、1995 年の大規模な証券発行といった大型案件において、ともに米大手投資銀行のゴールドマンサックスが共同主幹事会社として、ドイツ銀行に並ぶことになった。ダイムラーベンツと長年親密な関係にあり、同社への出資比率が 20%を超えていたにもかかわらず、その歴史的な案件で単独主幹事を逃したドイツ銀行経営陣の衝撃は大きかったが、翌年 1994 年 7 月には、同社の 30 億マルクの増資案件を手掛けることができた[107]。ドイツ企業の財務国際化のニーズに対し、ドイツ銀行は貸出から起債、増資を手掛け、ユニバーサルバンクとしてその後ろ盾となることができたのである。

（2）外部人材の積極採用と人事評価システムの変革

ただし、規模や資本力を持ち、全方位的なサービスが提供できたとしても、大手銀行は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。この 2 点においてハイプロファイルな人材を採用すれば、証券引受、M&A、証券化といった金融サービスをその日から顧客に提供することが可能となる[108]。

投資銀行家は、投資銀行部門におけるどのような職場環境の中で優れた職務執行能力を持つようになるのであろうか。2000 年 11 月、筆者はオランダの大手金融グループ ING の投資銀行部門 ING ベアリング社[109]に対し、投資銀行における人材育成について取材を試みている[110]。当時の取材結果を参考に、当時の欧米投資銀行の職務環境や人材育成について概観してみたい。

それによれば、まず投資銀行では、株式・債券・M&A 助言部門の各々が、あたかも別個の独立会社のように運営されている。これらは、プロフィットセンターにあたり、部門ごとに社員が達成すべき売上及び利益の目標（バジェット）が決まっている。売上達成に要した費用はここから支払われる。例えば、ある案件で 100 万ドルの利益が出た場合、それまでに社内の各部門から様々な支援を得ているものだが、それは内部の利益配分ルールに則り、各部への帰属利益が計算され案分される。例えば、株式デリバティブ案件の場合、販売担当者のほか商品開発、株式調査（アナリスト）、数理分析担当者（クォンツ・アナリ

スト）などが関与しており[111]、計算上の帰属利益をベースに部門間で配分割合について交渉が行われる。投資銀行各部門のスタッフは、自社のブランドを借りながらビジネスを行う独立事業者に近い。自社から提示されたバジェットを達成し、大きく貢献すれば大きく報いられる。その代り、達成できなければ解雇されるか自主退社を余儀なくされることになる[112]。

取材により得た上記のような状況を見るに、欧米投資銀行では厳格な成果主義が徹底していたことがわかる。次に、優秀な人材、職務執行能力の高い人材はどのように育成されていたのであろうか。再び同じ取材で得た情報からポイントを紹介してみる。

それによれば、高度な専門技術を持つ投資銀行家を他社から採用するのが、投資銀行の人材集めの基本である。しかし 1990 年代に入ると、投資銀行業務が多様化・複雑化するに従い投資銀行間同士の人材引き抜きが激化したことから、大学卒業者を新卒として採用し、自社の教育方法で投資銀行家を育成する業者が増えた。採用は、株式・債券・M&A 助言の各部門で行われ、採用の決定権も各部門に任せられた。従って、採用から人事管理まで全てを取り仕切る邦銀の人事部とは異なり、人事部門（Department of Human Resources）は採用事務の取りまとめを行うに過ぎない。採用された新卒者は、将来プロフェッショナルの投資銀行家となるべく、企業分析業務を補助するジュニアアナリストとして採用され、企業を見る目を養う業務からキャリアをスタートする場合が多い。入社後数年経つと、いったん退社しビジネススクールに留学、学位（MBA）を取得し、再度応募してアソシエートして採用される、というのが一般的ということである[113]。投資銀行業務は顧客企業とのリレーションシップが極めて重要であり、企業経営者や財務部門長との信頼関係を深めた人物が重要な案件を獲得することが多い。経験を積みシニアになればなるほど人的ネットワークが広がり、その年輪を活かし大型案件を獲得する一流の投資銀行家となっていくのである。

ただし、一流の投資銀行になるほど、新卒者がジュニアアソシエート、アソシエートを経て、バイスプレジデント（30 歳代前半程度）になるのは難関となる。投資銀行部門では、バイスプレジデントになるまでは上司が顧客企業とビジネスの折衝を行っており、それを支援する位置づけとなる。そのために、優秀な上司に恵まれなければ昇格は難しく、上司との相性が悪ければそれまでの労苦は報われないこともある。実力主義の職務になるほど、優秀な人材と組めるか否かが自己の人事評価を分けることになる。チームワークが求められる投資銀行部門では、人間関係も職務の成否を決める大きな要素となってくる。一方、販売やトレーディングといった部門では、投資銀行部門以上に実際に販売した額、あげた利益が重視される。キャリアパスは投資銀行部門と変わらないが、バイスプレジデントまでの昇進も、業績をあげ実力を証明すれば投資銀行部門よりも速くなることが多い[114]。徹底した成果主義の中で実力や実績が最も重要なのは当然だが、人間性やめぐり合わせの良し悪しまでが社員の命運を左右する職場環境を見るにつけ、弱肉強食の世界の厳しさを痛感させられる。

図表 14　DMG の主な外部人材の採用状況（株式・債券部門・1995-1996 年）

採用社員	部門	役職	前所属	採用年月
Carter McClelland	北米ドイツ銀行（DBNA）	会長	モルガンスタンレー	1995年8月
Barry Allardice	北米ドイツ銀行	業務最高責任者（COO）	モルガンスタンレー	1996年6月
Hans Albeck	北米ドイツ銀行	DBNA Credit社長、Managing Director（MD）	シティバンク	1995年10月
Grant Kvalheim	債券資本市場（DCM）	グローバル共同部門長、MD	メリルリンチ	1995年6月
Peter Bennett	債券資本市場	私募債部長、Director（D）	チェースマンハッタン	1996年3月
Dessa Bokides	債券資本市場	格付助言グループ長、D	ゴールドマンサックス	1996年3月
Michael Evelyn	債券資本市場	債券シンジケート部長、MD	メリルリンチ	1995年8月
Peter Goettler	債券資本市場	シニアオフィサー、MD	メリルリンチ	1996年2月
Peter Klosowicz	債券資本市場	負債戦略グループ長、D	メリルリンチ	1996年1月
Thomas Mahoney	債券資本市場	ヘッジファンド資本調達・プライベートエクィティ部長、MD	メリルリンチ	1996年3月
Henry Yordan	債券資本市場	米機関・金融機関部長、MD	ゴールドマンサックス	1996年4月
Len Jardine	債券資本市場	中期債・変動金利債トレーダー、D	モルガンスタンレー	1996年2月
Paul Jacobson	債券トレーディング	債券トレーディング部長、MD	ゴールドマンサックス	1996年1月
Joseph Carson	債券トレーディング	債券部門チーフエコノミスト、MD	ディーンウィッター	1996年3月
Kevin Ingram	債券トレーディング	モーゲージ担保証券部長、MD	ゴールドマンサックス	1996年4月
Peter Nason	債券トレーディング	社債トレーディング部長、MD	モルガンスタンレー	1996年2月
Paul Spillane	グローバル・セールス	グローバル・セールス部門長、MD	ゴールドマンサックス	1995年9月
David Barenborg	グローバル・セールス	社債セールス部長、D	リーマンブラザーズ	1996年2月
Michael McTernan	グローバル・セールス	先物セールス部長、D	ゴールドマンサックス	1996年1月
Michael Susoev	グローバル・セールス	国際債券セールス部長	ゴールドマンサックス	1995年10月
John Stomber	資金取引	DBNA Treasury社長、MD	not a new hire	-
Mario Pierro	資金取引	短期金融・レポ市場部長、MD	JPモルガン	1995年10月
Vincent Balducci	資金取引	店頭デリバティブトレーディング共同部長、MD	メリルリンチ	1996年5月
Dan Almeida	外国為替	外国為替部長、MD	シティバンク	1994年
Elaine Lloyd	外国為替	外国為替投資家及びグローバル外国為替証拠金取引ヘッジファンド・セールス	モルガンスタンレー	1996年2月
Edward Necarsulmer	株式	北米株式部長、MD	not a new hire	-
Roelfine Kuijpers	株式	欧州株式セールス、MD	SBCウォーバーグ	1995年8月
Anthony Kiniry	株式	NASDAQトレーディング部長、MD	バンカーストラスト	1996年5月
Michael Kwatinetz	株式	テクノロジーリサーチ・グループリーダー、MD	ペインウェーバー	1996年5月
Asatish Nandapurkar	株式	株式仕組商品トレーディング部長、MD	スイス銀行	1996年5月
Gary Tsarsis	株式	国際セールストレーディング部長、MD	ソロモンブラザーズ	1996年5月
Jonathan Wendell	コーポレートファイナンス	コーポレートファイナンス部長、MD	モルガンスタンレー	1996年1月
Frank Quattrone	DMGテクノロジーグループ	DMGテクノロジーグループ長、MD	モルガンスタンレー	1996年4月
Bill Brady	DMGテクノロジーグループ	引受部長、MD	モルガンスタンレー	1996年4月
George Boutros	DMGテクノロジーグループ	M&A部長、MD	モルガンスタンレー	1996年4月
James Baird	ストラクチャードファイナンス	国際企業ファイナンスリース部長、MD	ベルアトランティック・トリコン	1996年3月
David Kelley	ストラクチャードファイナンス	特別商品グループ長、MD		1996年3月
Jonathan Beatson-Hird	新興国市場	中南米株式部長、MD	INGベアリングス	1996年6月

（出所）*Investment and Dealers' Digest* 各号より筆者作成

日々の業務は比較的単純・定型なもので創造性よりも正確性を求められ、少なくとも 1990 年代半ばまでは昇進もほぼ横並び、勤務時間もほぼ一定という商業銀行部門の行員と、上記取材で垣間見た職場環境で勤務する投資銀行部門の社員とでは、日々の業務量、収益に対する考え方、昇進の速度、報酬の水準は大きく違っていたということであろう。そうした厳しい環境で育てられた投資銀行部門の人材の職務執行能力が高いのは半ば当然であろうし、彼らが手掛ける投資銀行案件に一般の商業銀行行員が対応しようと思っても難しいものと思われる。自前で投資銀行家を育成することは膨大な時間を要したことから、1990

年代半ばになると、ドイツ銀行投資銀行部門 DMG は、時間を買うべく多くの米企業を顧客に持ち投資銀行案件を執行・完了できる良質な人材の獲得に重きをおくようになった（図表 14）。DMG は、法外な報酬と条件[115]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の的になっていたほどである[116]。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[117]。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[118]。

ダイムラーベンツの投資銀行案件を相次いで米大手投資銀行に獲得されたことから、ドイツ銀行の経営陣は、早期に米大手投資銀行並みの陣容・能力を備えるよう DMG に求めた。「米国で成功しなければ、グローバルプレイヤーになれないのはもちろんのこと、ドイツ国内の投資銀行案件さえも取りこぼすことになる[119]」という危機感は、同行経営陣にも深く浸透するようになっていた。ただし、自国の重要な取引先企業の案件を守るため、ドイツ銀行は投資銀行部門を外部から採用した投資銀行家に任せ、それを遠目で見ていたわけではなかった。DMG の業務活動がグローバルにかつ複雑多様になるに従い、銀行本体の経営や人材管理方法を見直し、自ら変革を図っていった。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[120]。2000 年 11 月、筆者はドイツ銀行本店に赴き、同行のインベスターリレーションシップ部門（広報 IR 部門）に対し、同行の投資銀行業務の拡大と経営の変革について取材を試みている。それによれば、その経営変革の動きはまず人事管理面で顕れた。

部門担当者によれば、例えば、1995 年には部門間の交渉による人材評価システムが導入された。それまでは、年功序列的で同年齢間でそれほど差のない給与・報酬体系が証券部門でも採用されていた。新たな人事評価システムは、評価に先立ち業績目標値、評価基準（criteria）を仮に決めておき、他部門、各地域との交渉の中でより公正な評価数値を固めていくというものであった。業務上弱点のある行員に対しては、それを容赦なく評価表に反映するなど、プラスマイナスで評点を付け、最終的な人材評価につなげていく。そうした個々人の評価に基づき、各部門に配分された収益額は、各部門の完全裁量で個々の行員に配分されていった。

しかし、部門間の収益配分交渉は、商品がグローバルに展開されればそれだけ困難なものとなる。例えばエクィティ・トレーディングの場合、ニューヨークと香港では取引環境、会計・税務制度、取引慣行が違い、同じレベルのディーラーが同じような商品を提供しても、あげられる収益額が違ってくる。この点について同担当者は、ロンドン駐在のグローバル・エクィティ部門長の場合、欧米、アジアなど各地域のトレーディング部門長から、各地域共通の評価ルールに基づいた人材評価報告を受け、各地域部門長と収益配分を話し合うことで各地域の部門に対する収益配分額を決定する。人材評価に関する交渉は、単にその行員があげた収益額だけでなく、勤務態度、顧客獲得に払った努力や戦略、業務上の創意工夫など多面的な要素を考慮して行ったと述べている。

ドイツ銀行は、10 名ほどの銀行役員の年俸額が頭取を含めほぼ横一線に並んでいたほどの保守的、硬直的な銀行だったわけであるが、先端部門のこととはいえ、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という。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のである。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 年には導入されており、2000 年の取材時には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しているとのことであった。

（4）米投資銀行市場での業務活動

1995 年､米モルガンスタンレーから DMG の CEO に就いたカーター･マクレランド氏は、DMG の経営目標として、米国の大企業との取引を一層強化し、「米国の投資銀行」となることを宣言している[121]。そしてこの頃から、DMG が米国を代表する大企業の投資銀行案件に参加する機会が増え始めている[122]。

マクレランド CEO は就任早々、コストがかかる割には手数料が得にくい小規模な引受案件を避け、金額が大きく手数料の厚い大型案件や特定業種の案件に絞って獲得する「ターゲット･アプローチ」を採用した[123]。これは営業のコスト・ベネフィットを高めるため、主に米投資銀行が積極的に採用していた営業方法である。また資本力のある大手投資銀行が証券引受を複数業者からなる引受シ団を形成することなく一手に引き受けるケースが増えたこともあり、1996 年に入ると、DMG の株式引受案件はそれまでに比べ大きく減少しているが、案件ごとの採算性は大きく改善した（図表 13）。

1995 年 10 月、DMG は、米国債券市場でその方針を象徴するような初の大型案件を獲得している。DMG は、米メディア大手ニューズ社（News Corporation）発行の期間 20 年、2 億ドルの社債の引受主幹事に就任した[124]。本案件は、元メリルリンチのデット･キャピタル･マーケット（DCM）部門長で、DMG グローバル･デット･キャピタル・マーケット部門の共同部門長を務めていた投資銀行家の尽力によるところが大きかった。メリルリンチ時代のニューズ社とのリレーションを活かし、DMG に転籍直後から同社にアプローチをしていたのである。ニューズ社は頻繁に社債を発行する発行体として有名で、今回の案件はウォール街全体の関心も高かったが、本案件を機にその後も同社からの案件獲得が容易になることは、DMG にとってもメリットは大きかった。また、1996 年に DMG がグローバル主幹事に就任した米ホテルチェーン大手 MGM グランド（MGM Grand）の株式発行案件（発行額は 3 億 4,400 万ドル）は、米国外の投資銀行が主幹事を務めた案件としては最大であった。DMG が本件を獲得したのは、MGM の経営トップが元 DMG 副部門長であり、案件獲得営業が容易だったことが大きかった。投資銀行案件の獲得は、資金調達に関する優れた提案力もさることながら、実際にはこうした人的な関係がその成否を左右することは珍しくない。

図表 15　DMG･テクノロジーチームがまとめた主な投資銀行案件（1996 年 5 月～1997 年末）

案件完了年月	顧客企業名	本社所在国	業種	提供サービス	案件金額
1996年5月	Xylan	米国	化学	普通株式引受	273,700,000ドル
1996年7月	Berliner Elektro	ドイツ	電機	社債引受	50,000,000マルク
1996年7月	CNET Networks	米国	メディア	新規株式公開（IPO）	32,000,000ドル
1996年7月	Wind River Systems	米国	ソフトウェア	普通株式引受	102,465,000ドル
1996年8月	E*Trade	米国	オンライン証券仲介	新規株式公開	59,871,000ドル
1996年8月	Pure Software	米国	ソフトウェア	合併助言	976,000,000ドル
1996年9月	Rofin-Sinar Technologies	ドイツ	レーザー機器製造	新規株式公開	109,250,000ドル
1996年10月	People Soft	米国	ソフトウェア	買収助言	225,000,000ドル
1996年10月	Agile Networks	アイルランド	コンピュータネットワーク	事業売却助言	-
1996年10月	Infinity Broadcasting Corporation	米国	メディア	新規株式公開	43,040,000ドル
1996年11月	OnStream Networks	米国	通信サービス	事業売却助言	254,000,000ドル
1996年11月	Netscape Communications	米国	ソフトウェア（Webブラウザ）	普通株式引受	346,150,000ドル
1996年12月	Technology Crossover Ventures	米国	情報通信	投資ファンドの創設	-
1996年12月	Puma Technology	米国	ソフトウェア	新規株式公開	42,607,500ドル
1996年12月	Baan Corporation	インド	ソフトウェア	劣後債引受	200,000,000ドル
1996年12月	Raynolds & Reynolds	米国	ソフトウェア	社債引受	100,000,000ドル
1996年12月	High Level Design	米国	ネットワーク管理	事業売却助言	107,000,000ドル
1996年12月	Verio	米国	インターネットサービス	転換型優先株式引受	60,000,000ドル
1997年1月	Intuit	米国	ソフトウェア	事業売却助言	228,000,000ドル
1997年1月	Microchip Technology	米国	半導体製造	普通株式引受	50,025,000ドル
1997年1月	Sahara Networks	米国	インターネットサービス	事業売却助言	213,000,000ドル
1997年1月	Pure Atria Corporation	米国	ソフトウェア	買収助言	43,000,000ドル
1997年2月	Apple Computer	米国	コンピュータ製造	買収助言	430,000,000ドル
1997年2月	Micaon Technology	米国	半導体製造	普通株式引受	263,925,000ドル
1997年2月	Radiant Systems	米国	空調システム	新規株式公開	31,682,500ドル
1997年2月	Teles AG	ドイツ	通信サービス	転換社債引受	38,102,000ドル
1997年3月	National Semiconductor	米国	半導体製造	事業売却助言	550,000,000ドル
1997年3月	National Semiconductor	米国	半導体製造	買収助言	99,875,000ドル
1997年4月	Whitetree	米国	半導体関連機器製造	事業売却助言	72,000,000ドル
1997年4月	@Home Network	米国	インターネットサービス	転換型優先株式引受	48,000,000ドル
1997年4月	Amstrad	英国	コンピュータ製造	事業売却助言	150,000,000ドル
1997年4月	KLA-Tencor Corporation	米国	半導体関連機器製造	合併助言	1,355,000,000ドル
1997年5月	Amazon.com	米国	ネット小売業	新規株式公開	54,000,000ドル
1997年5月	Think Systems	米国	ソフトウェア	事業売却助言	146,600,000ドル
1997年5月	Quantum Corporation	米国	電機	ジョイントベンチャー設立	-
1997年5月	Atmel Corporation	米国	半導体製造	転換型劣後債引受	150,000,000ドル
1997年6月	USWeb	米国	ネットマーケティング	転換型優先株式引受	17,500,000ドル
1997年6月	ARIS	米国	ソフトウェア	新規株式公開	34,812,000ドル
1997年6月	Samsung Electronics	韓国	総合家電･電子製品	転換社債引受	300,000,000ドル
1997年6月	Beta Systems Software AG	ドイツ	ソフトウェア	新規株式公開	112,700,000マルク
1997年7月	WindRiver Systems	米国	ソフトウェア	転換型劣後債引受	140,000,000ドル
1997年7月	Radiant Systems	米国	空調システム	普通株式引受	80,750,000ドル
1997年7月	Corsair Communications	米国	通信サービス	新規株式公開	43,125,000ドル
1997年8月	Vantive	米国	ソフトウェア	転換型劣後債引受	69,000,000ドル
1997年8月	E*Trade	米国	オンライン証券仲介	普通株式引受	256,162,500ドル
1997年8月	Lam Research Corporation	米国	半導体関連機器製造	転換型劣後債引受	310,000,000ドル
1997年9月	Com21	米国	通信サービス	転換型優先株式引受	23,099,588ドル
1997年9月	Cypress Seiconductor	米国	半導体製造	転換型劣後債引受	175,000,000ドル
1997年9月	JD Edwards	米国	ソフトウェア	新規株式公開	417,910,000ドル
1997年10月	Industri-Matematik International	ドイツ	ソフトウェア	普通株式引受	162,725,000ドル
1997年10月	MMC Networks	米国	ソフトウェア	新規株式公開	44,275,000ドル
1997年10月	Documentum	米国	ソフトウェア（コンテンツ管理）	普通株式引受	71,846,250ドル
1997年11月	Singulus Technologies AG	ドイツ	ディスク製造	新規株式公開	385,000,000マルク
1997年12月	i2 Technologies	米国	物流システム管理	普通株式引受	139,500,000ドル
1997年12月	Amazon.com	米国	ネット小売業	信用保証ファシリティ	75,000,000ドル
1997年12月	Diamond Lane Communications	米国	通信サービス	転換型優先株式引受	31,189,942ドル
1997年12月	Platinum Technology	米国	ソフトウェア	転換型劣後債引受	150,000,000ドル
1997年12月	Crossworlds Software	米国	ソフトウェア	転換型優先株式引受	25,000,000ドル

注）「顧客企業名」、「本社所在国」、「業種」、「案件金額」の通貨は1996-1997年当時のもの

（出所）*Investment and Dealers' Digest* 各号より筆者作成。

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[125]。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（図表 15）[126]。

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う役割であった[127]。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[128]。

1997 年には、DMG は年初から 8 月までに、計 9 つの証券発行案件で主幹事となり、投資家から 8 億ドルの資金を集めた（うち 3 件は新規株式公開、2 件が転換社債発行案件）。新規公開案件 3 件のうち、1997 年 5 月に公開したアマゾン社（Amazon.com）、同年 6 月に公開したアリス社（Aris Corp.）は同年の成功事例である。アマゾン社は、公開価格 18 ドルに対し、3 ヶ月後の同年 8 月 13 日には 26.13 ドル（公開価格より 45%上昇）、アリス社は公開価格 15 ドルに対し、3 ヶ月後には 52%上昇の 22.75 ドルとなった[129]。上記企業の大半は、テクノロジーチームがモルガンスタンレー時代から取引のあった顧客である。特にプーマ社は、クアトローン氏がモルガンスタンレーの前職、米投資銀行アレックス・ブラウンに所属していた頃からの得意客であった。顧客企業とは、クアトローン氏がどの投資銀行に所属しようと、顧客の方から案件を依頼するといった関係を構築していたのである。

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。ドイツ銀行の証券化

部門の強化は、1994 年に本格化している。米大手投資銀行から人材を採用するとともに、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[130]。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。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。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。

1995 年以降、DMG が手掛けた上記案件の数々は、投資銀行家と顧客企業との長年の強固な信頼関係からもたらされたものである。顧客の信認が厚い業界トップクラスの投資銀行家（investment banker）は、極めて貴重かつ希少価値である。一流の投資銀行家は、大企業や特定の業界が抱える問題について、企業経営者と対等の立場で大所高所から議論でき、適切な解決策を提案することで当該経営者から株式発行、M&A 助言といった高収益な案件を任されるものだが、1990 年代後半において、こうした人材は、米国で 40 名から 50 名程度、欧州全体でも高々20 名程度といわれていた[131]。それだからこそ、多額の報酬を支払っても、希少な一流投資銀行家を競合他社から採用しようとしたのである。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[132]。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、1998 年の組織改革の一因ともなったのである。

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[133]。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[134]。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。

第 5 節　モルガングレンフェル買収で得た教訓と経営課題

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[135]。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ブロイヤー頭取の下、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ってよかったはずである。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 CEO[136]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[137]、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（新生 UBS）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、1998 年 11 月、独米自動車大手が国境を超えて合併したダイムラー・クライスラー（DaimlerChrysler AG）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[138]、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場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[139]。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[140]。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[141]。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[142]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ォ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[143]。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タビリティが高まることになった[144]。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. 浮上した経営課題

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に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[145]」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のである。

DMG における人材管理が問題となったことを教訓に、ブロイヤー頭取は、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（詳細は第 3 章）[146]。

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（図表 16）[147]。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）[148]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[149]。

図表 16　ロンドン市場における MG の資産規模（1994 年）

【証券現法･マーチャントバンク】　（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

【参考：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 Scottland	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 Scottland	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

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。

第 6 節　小括

1980 年代半ば以降、ヘルハウゼン頭取は、国外金融機関の買収を積極的に進め、その一環として 1989 年末に MG を買収、国際投資銀行市場への足掛かりを得た。東西冷戦終結後の東欧自由化や欧州市場統合をにらみ、M&A・民営化助言など手薄だった分野を強化するとともに、敢えてアングロサクソン流を取り入れることで、ドイツ銀行行内の変革を試みた。ダイムラーベンツをはじめ国内大企業が国外市場での資金調達を活発化させるなか、ゴールドマンサックスなど米大手投資銀行からの攻勢は激化していた。世界的な投資銀行案件の獲得には、弱点である株式とデリバティブ、トレーディング業務の強化は急務であった。

1990 年春の買収完了後、ドイツ銀行は M&A 助言部門を MG に集約した。同社の企業家精神を維持しそれを行内に浸透させ、眼前に広がる膨大な投資銀行案件を獲得すべく、MG に対し最大限の経営独立性を認める一方、1992 年のコーポレートファイナンス本部の設置など行内の組織改革を進めた。1990 年代前半、ドイツ銀行は世界に多数の投資銀行拠点を擁するようになり、MG の業績は好調で、市場は同社買収は一定の成果ありと評価していた。1995 年、ドイツ銀行は MG を統合して投資銀行部門ドイツ･モルガングレンフェル（DMG）を発足させ、1990 年代後半には米大手投資銀行などから約 1,000 人にのぼる人材を採用した。

1990 年代後半、DMG はドイツ銀行の手数料収益の増加に大きく貢献していたが、1998 年春、DMG を銀行本体の投資銀行部門（GCI）に統合する決定を下した。DMG が統合されたことに鑑み、Kobrak〔2007〕や Schwarz〔2003〕は、MG の買収だけでは、ドイツ銀行投資銀行部門を強化するには至らなかったと評価している。MG に十分な独立性を認めたことで、ドイツ銀行は同社への管理能力を十分保てなくなっていた。また、コッパー頭取が目論んだ「投資銀行スピリットの醸成」やドイツ銀行が得意としたリレーションシップバンキングと投資銀行部門の結合も十分には行われなかった。

しかし MG 買収後、国際投資銀行を拡充すべく、ビジネス手法の転換が行われたことには大きな意義があった。投資銀行ビジネスはハイ･マージンであり、「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･サービス型のビジネス、並びにトレーディングを指向する必要性を認識したのである。DMG は米国市場においてそれに先行して取組み、外部の専門家を集め案件ごとに機動的に配置する米

国流のビジネス手法を徹底させた。また、実績主義に基づく報酬体系の導入、部門別収益管理など経営の透明性の向上、不祥事防止に向けた人材管理方法の検討など、全行的に投資銀行業務に取り組むべく、組織運営の見直しが進められた。一方、国際投資銀行業務を拡大するにあたって、投資銀行家という異文化の人材を銀行グループへ同化させること、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など、経営課題も明確となった。MG 買収を大きな教訓とし、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」と評されるまでになるわけだが、その活動の詳細と意義については、第 3 章及び第 4 章で明らかにすることとしたい。

参考資料　ドイツ銀行米投資銀行部門の株式引受案件（1992～1998 年）

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）				
				CJL DBS DMG	ABD Dre.S	UBS	JPM	BT
1992.3.18	Fleercorp	普通株	414万株	○				
1992.3.19	Barnett Banks,Inc.	普通株	330万株				○	○
1992.4.1	York International Corporation	普通株	1,880万株	○			○	
1992.5.19	National Vision Associates,Ltd.	普通株	250万株	○				
1992.5.28	Federated Department Stores,Inc.	普通株	4,600万株	○				
1992.6.3	Dana Corporation	普通株	400万株	○		○		
1992.6.4	Santa Fe Pacific Corporation	普通株	3,250万株	○			○	
1992.6.18	Riverwood International Corporation	普通株	968万株				○	○
1992.6.22	Cone Mills Corporation	普通株	600万株	○			○	
1992.7.1	Cone Mills Corporation	普通株	200万株	○				
1992.7.15	Freeport-McMoran Copper & Gold	普通株（Class A）	850万株	○			○	
1992.7.10	Argus Pharmaceuticals,Inc.	普通株	170万株				○	
1992.7.21	Ultramar Corporation	普通株	3,795万株	○		○	○	
1992.6.11	Banco Comercial Português,S.A.	米国預託株	520万株	○		○	○	
1992.7.23	First Pacific Networks,Inc.	普通株	500万株	○				
1992.8.5	Tadiran Limited	普通株	560万株	○				
1992.9.23	Turner Broadcasting System,Inc.	普通株（Class B）	920万株	○				
1992.9.25	Compañía de las Cervecerías Unidas S.A.	米国預託株	452万株	○				○
1992.10.23	Citicorp	預託株	7,690万株			○		
1992.12.8	Varity Corporation	普通株	500万株	○				
1992.12.16	Value Health,Inc.	普通株	330万株	○				
1992.12.18	Hayes Wheels International,Inc.	普通株	660万株	○				○
1993.1.29	Dr Pepper Seven-Up Companies,Inc.	普通株	2,052百万ドル					○
1993.2.2	Nine West	普通株	920万株	○				
1993.2.3	Wabash National	普通株	300万株	○				
1993.2.4	Nature's Bounty	普通株	291万株	○				
1993.3.15	Scandinavian Broadcasting System SA	普通株	400万株	○				
1993.3.15	St.John	普通株	684万株	○				○
1993.2.17	First USA	普通株	400万株			○	○	
1993.3.8	Landstar	普通株	475万株			○		○
1993.4.8	Starter	普通株	775万株	○				○
1993.5.13	National Fuel Gas Company	普通株	250万株	○				
1993.5.25	Panhandle Eastern Corporation	普通株	900万株	○		○	○	
1993.6.7	Factory Stores of America Outlet Centers	普通株	530万株	○				
1993.6.10	Sunglass Hut International,Inc.	普通株	464万株	○				
1993.6.15	Varity Corporation	普通株	400万株	○				○
1993.6.30	Shiloh Industries,Inc.	普通株	335万株	○				
1993.7.1	Benon Eyecare Corporation	普通株	350万株		○			
1993.7.1	Blount,Inc.	普通株	100万株				○	
1993.7.5	AER Energy Resources,Inc.	普通株	250万株	○				
1993.7.8	Titan Holdings,Inc.	普通株	310万株		○			
1993.7.14	American Bankers Insurance Group	普通株	336万株				○	
1993.8.5	Dual Drilling Company	普通株	625万株	○				
1993.8.11	RJR Nabisco Holdings Corp.	普通株	5,000万株	○				○
1993.8.12	BorgWarner Automoble	普通株	350万株	○				
1993.8.24	Performance Food Group	普通株	207万株	○				
1993.8.16	Nine West	普通株	552万株	○				
1993.9.15	Nature's Bounty	普通株	256万株	○				
1993.9.22	Deere & Company	普通株	805万株	○			○	○
1993.10.5	Atchison Casting Corporation	普通株	215万株	○				
1993.10.7	Detroit Diesel	普通株	546万株	○				
1993.10.14	McArthur/Glen Realty Corp.	普通株	1,111万株	○			○	

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）				
				CJL DBS DMG	ABD Dre.S	UBS	JPM	BT
1993.10.21	Daimler Benz	Class A 証券	510百万ドル	○			○	
1993.11.5	Case Equipment Loan Trust 1993-B	資産担保証券	460百万ドル				○	○
1993.11.8	Boston Chicken,Inc.	普通株	190万株	○				
1993.11.11	Urban Outfitters,Inc.	普通株	155万株	○				
1993.11.11	Duracell International Inc.	普通株	580万株	○		○	○	○
1993.11.18	Talbots	普通株	1,100万株	○				
1993.11.23	FTP Software,Inc.	普通株	575万株	○		○		
1993.11.23	West Marine,Inc.	普通株	160万株	○				
1993.11.23	Banco Francés del Rio de la Plata	米国預託株	559万株	○			○	
1993.12.14	J & L Specially Steel,Inc.	普通株	1,794万株	○			○	
1993.12.14	Amway Asia Pacific Ltd.	普通株	908万株	○			○	
1993.12.15	MHI Group,Inc.	普通株	220万株		○			
1993.12.16	Omega Environmental,Inc.	普通株	250万株	○				
1994.1.27	Daimler Benz	米国預託株	1,725万株	○		○	○	
1994.2.8	Western National Corporation	普通株	3,162万株	○				
1994.3.10	Gaylord Entertainment Company	普通株（Class A）	744万株			○		
1994.3.29	Cambridge Technology Corporation	普通株	250万株				○	
1994.3.28	Sunbeam-Oster	普通株	800万株					
1994.3.30	Hanover Direct	普通株	800万株	○				
1994.4.25	ConAgra Capital,L.C.	普通株（Class A）	500万株	○				○
1994.4.26	Donnkenny,Inc.	普通株	253万株	○		○		
1994.4.14	The Mills Corporation	普通株	1,222万株	○				
1994.4.28	Crescent Real Estate Equities,Inc.	普通株	1,220万株	○				
1994.4.28	HealthTrust Inc.	普通株	700万株	○			○	
1994.5.19	Beacon Properties Corporation	普通株	771万株	○				
1994.5.11	AnnTaylor	普通株	500万株	○				
1994.5.26	Rex Store Corporation	普通株	200万株	○				
1994.6.2	Kenneth Cole Productions,Inc.	普通株（Class A）	186万株	○				
1994.6.8	Apogee,Inc.	普通株	450万株				○	
1994.6.23	First Industrial Realty Trust,Inc.	普通株	1,517万株	○				
1994.6.23	Foilmark,Inc.	普通株	150万株		○			
1994.7.1	United Wisconsin Services,Inc.	普通株	250万株	○				
1994.7.27	United International Holdings,Inc.	普通株（Class A）	480万株	○				
1994.8.4	Silverado Foods,Inc.	普通株	230万株		○			
1994.8.10	Evans Withycombe Residential,Inc.	普通株	868万株	○				
N.A.	P.T.Tri Polyta Indonesia	米国預託株	373万株	○				
1994.9.20	WHX Corporation	転換型優先株	350万株	○				
1994.10.6	BorgWarner Automobile	普通株	300万株	○				
1994.10.13	CasTech Aluminum Group,Inc.	普通株	658万株	○				
1994.11.2	Falcon Building Products,Inc.	普通株（Class A）	580万株	○	○			
1994.11.14	Hudson	普通株（Class A）	460万株	○				
1994.11.4	Banco Osornoy La Unión	米国預託株	830万株	○				
1994.11.4	Banco Osornoy La Unión	普通株（Class A）	1億5,400万株	○				
1995.1.31	ConAgra Capital,L.C.	累積型優先株	1,000万株					○
1995.1.26	TriNet Corporate Realty Trust,Inc.	普通株	300万株	○				
1995.2.1	CWM Mortgage Holdings,Inc.	普通株	805万株	○				
1995.2.23	Tyco International Ltd.	普通株	854万株	○			○	○
1995.3.15	Duracell International Inc.	普通株	1,610万株	○				
1995.3.20	Uniroyal Chemical Corporation	普通株	1,335万株	○		○		
1995.3.30	First USA	普通株	959万株	○				
1995.4.4	Crescent Real Estate Equities,Inc.	普通株	517万株	○		○		

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）				
				CJL DBS DMG	ABD Dre.S	UBS	JPM	BT
1995.4.26	Vormado realty Trust	普通株	250万株	○				
1995.5.25	Reckson Associates Realty Corp.	普通株	612万株	○				
1995.6.8	General Motors Corporation	普通株（Class E）	4,255万株	○		○	○	
1995.6.15	Teltrend Inc.	普通株	325万株	○				
1995.6.29	Starwood Lodging Corporation	ペア株	1,025万株	○				
1995.6.29	Kemet Corporation	普通株	200万株				○	
1995.8.3	Irvive Apartment Communities	普通株	517万株				○	
1995.7.26	RenaissanceRe Holdings Ltd.	普通株	310万株	○				
1995.7.27	Eckerd Corporation	普通株	617万株			○		
1995.9.6	US West,Inc.	優先証券（TOPrS）	617万株				○	
1995.9.19	The Warnaco Group,Inc.	普通株（Class A）	1,060万株				○	○
1995.10.31	DST Systems Inc.	普通株	2,530万株					○
1995.11.16	Water Corporation	普通株	1,093万株					○
1996.2.8	ContiFinancial Corporation	普通株	713万株		○		○	○
1996.2.22	Mossimo, Inc.	普通株	460万株			○		
1996.6.12	Noram Energy Corp.	普通株	1,150万株			○	○	
1996.6.18	Banco BHIF	米国預託株	289万株			○	○	
1996.6.19	Interstate Hotels Company	普通株	1,100万株					○
1996.6.27	Teleport Communications Group,Inc.	普通株（Class A）	2,702万株	○		○		
1996.9.27	Crescent Real Estate Equities,Inc.	普通株	1,150万株			○		
1996.9.30	Young Broadcasting Inc.	普通株（Class A）	736万株				○	○
N.A.	United Meridian Corporation	普通株	658万株				○	
1996.11.21	Nu Skin Asia Pachific,Inc.	普通株（Class A）	1,024万株				○	
1996.12.10	Interstate Hotels Company	普通株	400万株					○
1996.12.12	First USA Paymentech	普通株	680万株	○			○	
1997.1.22	Washington Mutual,Inc.	普通株	1,458万株			○	○	
1997.1.30	Equity Corporation International	普通株	919万株				○	
1997.2.20	Brylane	普通株	400万株				○	
1997.3.6	Sterling Commerce	普通株	1,437万株	○			○	
1997.4.10	Beacon Properties Corporation	普通株	700万株				○	
N.A.	Tenet Healthcare Corporation	普通株	663万株				○	
1997.3.24	Criimi Mae Inc.	普通株	506万株					○
1997.4.15	Cornerstone Properties Inc.	普通株	1,610万株					○
1997.4.22	Crescent Real Estate Equities,Inc.	普通株	1,932万株					○
1997.6.9	Irdium World Communications Ltd.	普通株（Class A）	1,200万株				○	
1997.6.26	JLK Direct Distribution Inc	普通株（Class A）	489万株	○				
1997.7.7	Equity Office Properties Trust	信託受益権普通株	2,875万株				○	
1997.8.6	Brightpoint,Inc.	普通株	500万株			○		
1997.8.1	Concentric Network Corporation	普通株	494万株			○		○
1997.9.9	Duke Reality Investments,Inc.	普通株	843万株			○		○
1997.9.30	Ivwx Packaging Corporation	普通株	966万株					○
1997.10.7	Telegroup	普通株	445万株	○				○
1997.10.7	Coinstar	普通株	300万株	○				○
1997.10.7	Edutrek International,Inc.	普通株（Class A）	299万株					○
1997.10.8	Crescent Real Estate Equities,Inc.	普通株	1,000万株			○		○
1997.10.9	Sinclair Broadcast Group	普通株（Class A）	609万株			○		○
1997.10.9	Sinclair Broadcast Group	転換型優先株	345万株					○
1997.10.9	Tower Reality Trust,Inc.	普通株	1,381万株					○
1997.10.21	Vormado realty Trust	普通株	1,400万株			○		○
1997.11.6	Teleport Communications Group,Inc.	普通株	1,725万株	○		○		○
1997.11.12	Metro-Goldwyn-Mayer Inc.	普通株	900万株			○	○	○

発行日	発行体（企業・国・州・公共機関等）	発行証券	発行額又は発行株数	引受団への参加状況（参加：○）				
				CJL DBS DMG	ABD Dre.S	UBS	JPM	BT
1997.11.13	Mettler-Toledo International Inc.	普通株	766万株					○
1997.12.4	Fleet Financial Group	普通株	1,075万株			○		
1997.12.18	United Rentals	普通株	805万株	○				
1997.12.29	PRT Group Inc.	普通株	474万株	○		○		
1998.1.26	ElderTrust	普通株	695万株					○
1998.1.26	Integrated Electrical Services	普通株	700万株					○
1998.2.2	Cornerstone Properties Inc.	普通株	1,437万株					○
1998.2.12	Infoseek	普通株	345万株					○
1998.3.2	Tyco International Ltd.	普通株	2,530万株				○	
1998.2.26	Post Properties,Inc	普通株	350万株					○
1998.2.25	Heska	普通株	575万株				○	
1998.3.5	United Rentals	普通株	862万株	○				
1998.6.4	Federal Mogul	普通株	1,265万株					○
1998.6.29	Mettler-Toledo International Inc.	普通株	1,146万株					○
1998.6.30	Republic Services,Inc.	普通株	6,325万株	○				○
1998.8.12	At Home Corporation	普通株	287万株					○
1998.8.10	Lincoln National Corporation	優先償還遞増配当株式（PRIDES)	287万株					○
1998.8.13	24/7 Media	普通株	325万株				○	○
1998.8.13	Rental Service Corporation	普通株	309万株					○
1998.8.12	ABN Amro Capital Funding Trust I	信託型優先証券	5,000万口					○
1998.9.15	ANZ Exchangeable Preferred Trust	信託型優先証券	1,600万口					○
1998.9.28	TransCanada Pipelines Limited	優先証券	460百万ドル					○
1998.11.10	Fox Entertainment Group,Inc.	普通株（Class A）	12,480万株				○	○
1998.12.3	uBid Online Auction	普通株	181万株	○				○
1998.12.10	UtiliCorp United	普通株	860万株					○
1998.12.9	Infinity Broadcasting Corporation	普通株（Class A）	15,525万株	○			○	○

注）①CJL＝C.J.Lawrence Inc.（1993年10月からDeutsche Bank Securities Corp.、1995年11月からDeutsche Morgan Grenfell、1998年6月30日からDeutsche Bank Seurities）,ABD＝ABD Securities Corporation（1994年2月からDresdner Securities）,JPM＝J.P.Morgan Securities Ltd.,BT=BT Securities Corporation

（出所）*Investment and Dealers' Digest* 各号（1992-1998 年）より筆者作成。

[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 ウォーバーグを買収（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ンオート･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]Kobrak〔2007〕,pp.324-325.

[3]合併時におけるドイツ銀行の資産運用額は 700 億ドル、MG は 300 億ドルだったが、1997 年の MG を合わせたドイツ銀行の資産運用額はその倍に伸びている。Schwarz〔2003〕,p.112.

[4]例えば、1991 年の証券引受額（全世界）は、米ゴールドマンサックスが 231 億ドルで首位、MG は 50 億ドルに留まっている。当年の証券引受ランキングでは、引受額 100 億ドルに達した「上位 7 社」がグローバルプレイヤーとして互いに競合関係であると認知されており、その意味で MG はグローバルプレイヤーとは認められていなかった。Schwarz〔2003〕,p.111.

[5]1985 年末時点で、ドイツ銀行単体の行員数は 41,674 名に対し国外部門の行員数は 3,759 名（全体の 9%）、同じく拠点数（支店・駐在員事務所・現地法人）は 1,410 ヶ所に対し 66 ヶ所となっている。*Deutsche Bank Annual Report*,1985,p.43,59.

[6]1986 年に頭取に就任した同行「中興の祖」アルフレッド・ヘルハウゼン氏は、環境変化に直面しながら動きの鈍いドイツ銀行が、大手米銀から M&A の標的にされる懸念を常に抱いたといわれている。*Euromoney*,Jan,1990,pp.33-34.

[7]*Euromoney*,Jan,1990,pp.33-34.　1980 年代後半には、ドイツ国内の一般預金者も金利に敏感となり、自らの資産を低利率の定期預金に入れたままで銀行の収益を下支えすることには抵抗感を感じるようになっていたという。国内の保険会社や投資信託会社が販売する魅力的な預金代替商品やマネー・マーケット・ファンド（MMF）との競合から、低利率の銀行預金の残高は減少せざるを得ないと考えられていた。

[8]1990 年制定の第 1 次資本市場振興法では、機関投資家等を対象として販売する投資信託（不動産投資信託、ファンド・オブ・ファンズ等）の解禁、1994 年制定の第 2 次資本市場新興法では、投資会社法の改正による MMF の解禁、1998 年の第 3 次資本市場新興法では、投資信託の多様化を目的として、新しい形態の投資信託（クローズド・エンド型の会社型投信、インデックス・ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、年金ファンド）の解禁、投資信託の運用規則の緩和（有価証券と不動産の両方に投資する一般投資家向けのファンドの設定、及び、非上場会社株式・デリバティブへの投資・レポ取引の利用を解禁）が規定された。

[9]ドイツ銀行はこうした保有株式の評価方法に原価法を採用していたが、その時価総額（1989 年末時点）は 200 億マルク以上と推定されている。同行役員は、ドイツ大企業の役員を 400 以上も兼任していた。1989 年 11 月末現在、ドイツ銀行が保有するドイツ企業の株式時価の上位 10 社は、①Daimler Benz：8,579 百万マルク（28.24%）、②Allianz : 4,217 百万マルク（10.00%）、③Münchner Rückversicherung（Munich Re）: 1,422 百万マルク（10.00%）、④Karstadt : 1,170 百万マルク（25.08%）、⑤Philipp Holzmann : 574 百万マルク（35.43%）、⑥Heidelberger Zement：480 百万マルク（25.00%）、⑦Linde：463 百万マルク（10.00 %）、⑧Klöckner-Humboldt-Deutz : 353 百万マルク（41.48%）、⑨Bergmann Elektrizitats : 352 百万マルク（36.46%）、⑩Horten：263 百万マルク（25.00%）となっている。*Euromoney*,Jan, p.38.,p.43.

[10]1979 年、政府内に「金融経済の基本問題研究会（Studienkommission Grund. sazfragen der Kreditwirtschaft：通称『ゲスラー委員会』」）が設置され、ユニバーサルバンクが複数の金融業務を行う際に発生し得る利益相反や産業支配の可能性が検討されたことがある。同委員会の最終報告の内容は、1984 年 12 月に連邦議会で可決された信用制度法第三次改正（Drittes Gesetz zur Änderung des Gezstzes über das Kreditwesen）に帰結している。同委員会は、ユニバーサルバンクが商業銀行、投資銀行業務を兼営することの是非、それが営む投資銀行・保険業務が健全な競争を阻害するのか否か（銀行の産業支配力がこれら業務を展開する上で有利に働いていないか）を検討したが、最終報告では、社会的コンプライアンスコストの負担や混乱への配慮から、現行の枠内での対応をとることが容認され、ユニバーサルバンクの産業支配力や利益相反を抑制・防止するための新規則が制定されることはなかった。Krümmel〔1980〕, pp.33-39, pp.43-51

[11]それでも、当該期間のドレスナー銀行、コメルツ銀行の ROE は各々6.8%、8.7%であり、ドイツ銀行はこれらを大きく上回っている。*Euromoney*,Jan,1990, Jan,p.33.
[12]Kobrak〔2007〕, pp.319-320.　ヘルハウゼン頭取は、ドイツ銀行行員の国際指向が極端に低いことを懸念していたとされている。1980 年代半ば、国際部門を管掌していた Hans-Otto Thierbach 氏は、「英国のバークレイズとドイツ銀行の違いは、バークレイズは国際業務に精通した人材が 1,000 人はいるが、ドイツ銀行にはほとんどいない」と述べている。
[13]例えば、ダイムラーベンツは 1955 年に全世界 178 の販売会社と再度販売委託契約を締結すると（最初は戦前から各国から評価の高かったスポーツカーの販路を確保）、ドイツ経済の回復に伴って欧州、米国、アジア各国に販路を広げていった。
[14]ドイツ銀行は、1988 年まで純営業収益の内訳としては、純利息収入及び純手数料収入を公表するにとどまっており、保険関連手数料やトレーディング益の公表は 1989 年からである。また、1993 年まではドイツ企業会計基準に従い財務諸表を作成していたが、1994 年分より国際会計基準（IAS）に従ったものを作成・公表している。
[15]1988 年（純利息収入・純手数料収入合計 91.3 億マルク、純利益 12 億マルク）となっても、同行純利益の 6 分の 5 は国内市場からのものだった。*Euromoney*,Jan,1990,p.33.
[16]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た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.
[17]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.
[18]ドイツ銀行は、歴史的に東欧や旧ソ連邦といった中央統制経済国家との関係が深く、1973 年から事務所を構えるモスクワには自社ビルも所有していた。1986 年 5 月にロンドンにあるモスクワ･ナロードヌイ銀行発行のユーロ変動金利債で主幹事に就任、1988 年には 20.3 億ドルの東欧向けシンジケートローンの主幹事となるなど、1980 年代後半はロシア・東欧の大型案件を獲得する機会に恵まれた。また、ハンガリーとポーランドの政治改革を受け、ドイツ銀行は、1990 年にブダペスト、プラハ、ワルシャワに駐在員事務所を相次ぎ開設した。1988 年に買収したコンサルティング会社ロラントベルガーはブルガリア政府とコンサルティング契約を結んでおり、1989 年に買収した MG は旧ソ連時代からプロジェクト･ファイナンスを中心に強い取引関係を持っていた。なお、ドイツ銀行の拠点数は、1988 年の国内 1,339・国外 191 から、1992 年は国内 1,713・国外 433 に増加している。*Deutsche Bank Annual Report*,1989,p.4.,1992,p.4.
[19]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たれる状況にあった。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.
[20]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.
[21]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。*Deutsche Bank Annual Report*,1985-1989
[22]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。*Euromoney*,Jan,1990, pp.43-44.

[23]当時、DBCM は同行頭取の管轄部門の 1 つとなっていた。フィアット株引受を承認したのは頭取だったが、スケープゴートを作って全責任を負わせ、責任の所在を曖昧にしたとの指摘がある。
Euromoney,Jan,1990,p.44.
[24]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 の持分を買い取り、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。
[25]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
[26]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〔1989〕,pp.150-155.
[27]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。当初英大手銀行バークレイズの投資銀行部門バークレイズ･デ･ズード･ウェッド（BZW・現バークレイズ･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。
[28]ドイツ企業には、通常業務に責任を負う役員会（Vorstand）、法的な最終責任を負う監査役会（Aussichtsrat）という 2 つの意思決定機関があった。監査役会は、業務執行の監督、取締役の選任・解任、役員会議長の指名など、日本企業でいう取締役会に該当する機能を持つ。ドイツ以外の西欧諸国の産業界では通常、役員会議長が代表取締役となる。ドイツ企業では、通常役員会議長が代表取締役となったが、個人銀行を起源とする銀行の場合は、その代表取締役（議長・Sprecher）を「最高経営責任者（頭取）」と見なしてきた。他の銀行や企業では、監査役会が取締役会議長を指名したが、ドイツ銀行では役員会が議長を選出していた。*Euromoney*,Jan,1990,p.44.　なお、ドイツ銀行では現在も、代表取締役のことを“Sprecher”と呼び、最高経営責任者（頭取）である。Schwarz〔2003〕,p.196.
[29]Kobrak〔2007〕,pp.344-345., Schwarz〔2003〕,p.109.
[30]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.
[31]MG、SG ウォーバーグ、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）、ブエノスアイレス、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。
[32]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.
[33]“*Euromoney*,Jan,1990,pp.36-37.
[34]ドイツ銀行は、第 2 次世界大戦前から東欧・旧ソ連邦との関係強化に取り組んできた。1986 年 5 月、ロンドンのモスクワ・ナロードヌイ銀行がユーロ変動金利債を発行することで、ソ連邦は国際債券市場に再

登場したが、その際ドイツ銀行は主幹事に就任している。また、1988 年、ドイツ銀行は 20.3 億ドルの東欧向けシンジケートローンの主幹事にも就任している。1990 年には、ブダペスト、プラハ、ワルシャワに駐在員事務所を開設した。しかし、同行国際部門担当役員によれば、例えば、ドイツ銀行がポーランド政府に対して大規模な債務の株式化計画を提案した際、即座に拒絶されたという。ユーロマネー誌はこの事実から、西側では随一とされるドイツ銀行でさえ、現地での業務拡大には限界があったと評している。*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%、ROA0.35%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]MG 買収は、ヘルハウゼン頭取の指揮下で進められていたが、友好的買収を発表した日の 3 日後、同氏はテロ組織「赤い旅団」の爆破テロで不慮の死をとげた。ヘルハウゼン氏亡き後、MG の買収作業は後継者であるヒルマー・コッパー氏が引き継ぐことになった。1990 年 1 月、ドイツ銀行は MG 買収が完了したのに伴い、取締役を改選、同行のヒルマー･コッパー取締役会代表（頭取）、ロルフ･ブロイヤー副頭取、シュナイダー･レンネ副頭取を新任取締役に選出した（同時にコッパー頭取は MG の共同副会長に就任）。コッパー氏は、MG 買収時に「コーポレートファイナンス部門では思考、行動、コミュニケーションの全てにアングロサクソン流が主流となっている」と述べており、同社買収を「国際金融界への極めて大きなステップ（giant step）」と見なしていた。コッパー氏は、アングロサクソン流の導入によって、ジーメンス、グヴィナーといった 19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけて活躍した先達が貪欲･果敢にドイツ国外に勢力を拡大していった「企業家精神」を取り戻したい、ドイツ銀行を「ドイツ」にとらわれないグローバルな金融グループに変身させたいと考えていたとされる。Kobrak〔2007〕, pp.307-308.,pp.363-364.

[38]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.

[39]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.

[40]*Deutsche Bank Annual Report*,1991,p.22.　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。

[41]*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発揮するようになっていた。

[42]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

[43]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。

[44]*Euromoney*,Jun,1992, p.25.　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。

[45]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.

[46]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、エクィ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.

[47]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.

[48]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く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。

[49]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。

[50]*Deutsche Bank Annual Report*,1995,p.15.

[51]*Euromoney*,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。

[52]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、カストディサービス、エレク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。

[53]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・ブ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.

[54]*Euromoney*,July,1998,p.39.

[55]*Deutsche Bank Annual Report*,1993,p.30.

[56]「経営陣買収」の意味で、会社経営陣が株主から自社株式を譲り受けたり、事業部門統括者が当該事業部門を事業譲渡されたりすることで、オーナー経営者として独立する行為。経営陣による会社買収、他者買収への対抗策など多様なケースで用いられる組織再編の手法。

[57]*Deutsche Bank Annual Report*,1994,p.27.
[58]1990 年 1 月、ドイツ郵政事業再構築法（Poststrunkgesetz）の下、旧ドイツ郵政省現業部門が郵便（ドイツポスト）、貯金（ポストバンク）、通信（ドイツテレコム）の 3 部門に分割された。
[59]*Deutsche Bank Annual Report*,1994,p.26.
[60]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。複数の証券会社が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。
[61]大手エネルギー会社の Veba、RWE、大手銑鋼一貫メーカーのマンネスマンなど異業種が通信事業への参入を計画していたほか、英ブリティッシュテレコム、米 AT&T がドイツ国内の通信事業で地歩を固めるなど、ドイツテレコムによる国内通信事業の独占は崩されつつあったが、それでも、金融界は同社が経営効率化を積極的に推進するか否かについて懐疑的であった。例えば、国内銀行大手バイエリッシェ･フェラインス銀行のアナリストは、民営化後 5 年間は、国内通信市場で少なくとも 75％のシェアは確保できるとの見解を示していた。*Euromoney*,May,1995,p.42.
[62]ドイツ特有の会計制度として、例えば「秘密準備金（hidden reserve）」の存在があった。当該会計項目は、貸借対照表上、「準備金」の名目で計上されるわけではなく、資産の過小評価又は負債の過大評価によって実質的に作られた準備金を指す。当該準備金は、会社の財産的基礎を強固にはするが、企業の損益計算を不明確にし脱税の手段となり得ることから、株主の利益配当請求権を害するばかりではなく、取締役に対し、株価の支配や不適切な活動の自由を与えるなどの弊害があるとされている。また、同国特有のコーポレートガバナンスとしては、例えば、労働者を経営に参加させるなど、株主の利益と並んで労働者の利益を重視する「ステークホルダー型コーポレートガバナンス」が採用されていることがあげられる。
[63]米資本市場において、非米国企業の ADR を上場することで、当該企業の株式取引と同様の取引ができる証券。米金融機関が株主となり、個人投資家にその権利だけを販売するもので、株式と同様に売買可能で配当も支払われるが、議決権は与えられない。非米国会社が、米国において株式により投資家から資金を集めようとする場合、母国との物理的な制約から株券の受け渡しに手間がかかる上、配当金が企業の母国通貨建てで支払われることから、米国投資家に取引上・為替上のリスクや不都合が生じていた。ADR は、これらの不都合を解消し、米国株式と同様、米ドルでの売買・決済、及び配当金の受領を可能にした。併せて証券の保管も米国内で行われる。
[64]当時、米国の教職員組合年金基金、農業従事者年金基金といった年金基金には、「NYSE に完全上場する銘柄以外には投資してはならない」旨の規定があった。主要な機関投資家 1,200 社のうち 25％は、（米国上場しない）外国株式を買うことを内規で禁じられていたが、600 を超える先が、ADR を上場させている外国株式を購入することが認められていた。*Euromoney*,May,1995,p.43.
[65]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。
[66]*Deutsche Bank Annual Report*,1996,p.26.
[67]*Deutsche Bank Annual Report*,1998,p.26.
[68]*International Financial Law Review*,Jul.1,1998,p.15.
[69]ダイムラー社のシュレンプ会長（当時）は、1999 年 2 月のダボス会議（経済フォーラム）で、「世界の自動車メーカーの生産能力は年間約 7,400 万台に達する一方で、需要は年間 5,200 万台しかない」と指摘している。これは、当時世界で毎年 2,200 万台の生産余剰が生じていたことを意味し、工場稼働率の低下につながりかねない状況にあったということである。
[70]ドイツ自動車工業会（Verband der Automobilindustrie）によれば、ドイツ自動車メーカーの研究開発費用は、1990 年から 1995 年までに約 40％増加し、約 130 億マルクに達している。
[71]ダイムラークライスラーによれば、本合併がもたらすコスト削減効果は、1999 年だけで 25 億マルクに上った。*The DaimlerChrysler Annual Report*,1998,p.4.
[72]ダイムラーは、メルセデスベンツなど高級車分野で地位を築いているにもかかわらず、米国での乗用車販売台数は 1995 年に 7.7 万台と、西欧市場の 5 分の 1 にとどまっていた。その一方でクライスラーは、ミニバンやジープといった車種に強みを持ち、米自動車メーカーの中でも斬新なデザイン、開発時間の短さで知られていた。*The DaimlerChrysler Annual Report*,1998,p.5.
[73]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（グランドファーザー条項）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.
[74]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。

[75]1980 年代、ドイツ銀行は米国現地で目立った買収は行わなかった。ユニバーサルバンクであるドイツ銀行が米大手銀行･証券会社を買収した場合、グラス･スティーガル法の適用除外特権（グランドファーザー・ステイタス）を失うからである。しかし、1980 年代半ば、グラス･スティーガル法の緩和が進むなか、ヘルハウゼン頭取の発言からドイツ銀行の本格的な米国進出は近いとの観測が広がったことがあった。ヘルハウゼン頭取は、「ドイツ銀行は米国で顕著な存在になることを目指しているが、これまではあまりで過ぎないようにしてきた」と語ったことがある。グラス･スティーガル法が業務拡大の障害とならなくなった場合、ドイツ銀行が北米市場で本格的な営業基盤拡大に乗り出す意図が、この発言から明らかとなった。*Euromoney*,July,1998, p.34.

[76]MG を買収する際、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board：FRB）の承認を必要とした。ドイツ銀行は、1984 年に MG に 4.99％出資していたが、以来 5 年間出資比率を 5％以下に抑えてきたのは、主としてグラス･スティーガル法の存在があったからである。*Euromoney*,July,1998,pp.34-36.

[77]1986 年 12 月、MG は米中堅証券会社の 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

[78]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。

[79]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）、ドイチェバンク・キャピタル、CJL、トロントの投資銀行子会社があった。CJL は 1992 年末に米 DBNA の傘下に入った。*Investment Dealers' Digest*,Aug.29,1994,p.13.

[80]FRB は、銀行持株会社傘下の証券・投資銀行子会社、いわゆる「セクション 20 子会社」の営業収益に占める証券関連業務の収益の割合を上限 10％としていたが、適用除外条項の適用を受ける投資銀行子会社はその制限を課されなかった。

[81]FRB は、ドイツ銀行が米国市場において 2 つの投資銀行を所有することになれば、競合する米投資銀行を差し置いて重大なメリットを与えてしまうことを懸念していた。ドイツ銀行は CJL の顧客システムを所有し自行の米国での営業活動に活用することができたが、規制を受けない DBCC がそれを使用し自社のビジネスに活用した場合は、ドイツ銀行が受ける恩恵は絶大なものとなる。従って FRB は、特別に CJL の経営資源又は活動を DBCC と共有しないようにルールを設けざるを得なかった。*Investment Dealers' Digest*,Aug.29,1994,p.15.

[82]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）。

[83]*Investment and Dealers' Digest*,.Sep.27,1993,p.8.

[84]1994 年には、金利スワップ及びオプション取引を中心とするデリバティブ専門会社であるドイチェバンク･フィナンシャル･プロダクツ（Deutsche Bank Financial Products）、担保貸付業者のドイチェ･クレジット（Deutsche Credit Corp）のほか、ドイツ銀行のカナダ現地法人が DBNA の傘下に加わった。

[85]同氏の前職は、自動車・航空機メーカーのユナイテッド・テクノロジーズ社の最高財務責任者（CFO）である。当時、買収などで DBNA 傘下の会社が増えるにつれ、傘下会社間の「分裂」が目立つようになっていた。まず投資銀行及び市場関連の子会社を統括して管理できる人物として、ロナルド・シュミッツ DBNA 会長が引き抜いたのがロールズ氏である。シュミッツ氏は、ヘルハウゼン頭取に請われドイツ銀行に入行し、同行監査役会メンバーとして DBNA の CEO に就任した。*Investment Dealers' Digest*,Aug.29,1994,pp.13-14.

[86]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証券化案件に対応できる体制を整備している。これに伴い、1995 年から 1 年半をかけ、証券化業務の専門家を 30～40 名を採用する計画を発表した。*Investment and Dealers' Digest*,Jul.18,1994,p.5.

[87]1994 年 8 月、ドイツ銀行は、SG ウォーバーグと米スミスバーニーから株式デリバティブの専門家を採用し、当該業務のチームを立ち上げている。*Investment and Dealers' Digest*,Aug.1,,1994,p.6.

[88]ロールズ CEO は、1993 年に M&A 専門投資銀行のワッサースタイン･ペレラ（Wassestein,Perella & Co.）の創立パートナーで最高業務責任者（COO）だったジョージ・ホーニッグ氏をスカウトし、CJLDBS の副社長に据えた。チーム単位で外部人材を採用する方法は、ホーニッグ氏の考えによるところが大きかった。ホーニッグ氏は、まず CLJ に証券化部門を立ち上げるため、1994 年 3 月に大和証券の証券化チームを引き抜くと同時に、当該業務に必要なソフトウェアやシステムを購入した。1994 年 4 月には、シティバンクから 9 人の外国為替トレーダーを、同年 8 月には、SG ウォーバーグからマーケティング部門長を、スミスバーニーからはトレーディング部門のチーフディーラーを採用した上で、株式仕組み商品の販売チームを構築した。同氏はさらに、DBNA グループの債券部門を強化するため、私募債引受部門の強化や、提携関係のあるグリーチャー･アンド･カンパニーに、ジャンク債（債券格付けで格付け BBB 未満の投資不適格とされた債券）引受部門をベンチャーとして立ち上げている。*Investment Dealers' Digest*,Aug.29,1994,p.16.

[89]引受案件を増やすためのこうした戦略について、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.

[90]*Investment and Dealers' Digest*, Aug.29,1995,p.15.

[91]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･サービシズ･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.

[92]1994 年 2 月、ドレスナー銀行は ABD 証券会社に対する他の参加行の持分を買い取り、ドレスナー証券会社（Dresdner Securities）と社名変更している。*Investment and Dealers' Digest*, May.16,1994,p.10.　1997 年 8 月には、米国株式部門が専門家 24 名（調査・セールス・トレーディング）を採用したのを皮切りに、ロンドンの投資銀行部門ドレスナー･クラインオート･ベンソン（DKB）、資産運用部門 RCM キャピタル･マネジメントを中心に、ドイツ国外の投資銀行及びコーポレートファイナンス部門の陣容を強化する計画を発表している。*Investment and Dealers' Digest*, Aug.11,1997,p.10.　この時期の主な案件としては例えば、1997 年 9 月、DKB は、旧ソ連邦のタタールスタン共和国の原油生産企業タトネフト社によるユーロ債 2 億ドルの引受案件がある。ルール 144A（当該規則に規定される機関投資家に販売される私募証券の証券取引委員会〔SEC〕登録の免除）に基づき米国市場での募集を行っている。*Investment and Dealers' Digest*, Sep.29,1997,p.11.

[93]1992 年から 1998 年までの案件のうち、米金融専門誌 *Investment Dealers' Digest* に墓石広告が掲載された案件で、発行株数が 100 万株以上のものを対象としている。

[94]*Investment and Dealers' Digest*, Feb.19,1996,p.12　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。

[95]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.

[96]*Investment and Dealers' Digest*, Feb.19,1996,p.12　1994 年の株式引受手数料率平均は 5.324%であるのに対し、債券引受手数料率は 0.574%（1995 年は 0.562%）である。

[97]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.

[98]*Euromoney*,Nov,1995,p.38-39.

[99]*Investment Dealers' Digest*,Aug.29,1994,p.16.

[100]Kobrak〔2007〕,pp.329-330.

[101]Kobrak〔2007〕,p.330.

[102]DBNA の業容拡大に対しては、フランクフルト本社から、DBNA の業績拡大は、ドイツ及びドイツ銀行のアイデンティティを喪失させかねないとして批判が起こるほどであり、本社の冷淡な反応に対し、DBNA 内では、ドイツ銀行が親会社で米大手投資銀行を相手にした高度な商品・技術競争に打ち勝てるのか、と

いった不安が支配的になった。フランクフルト本社の経営陣との DBNA との認識のずれは克服されることなく、ロールズ氏は CEO に就任 3 年で DBNA を去ることになった。Kobrak〔2007〕,p.330.

[103]*Investment Dealers' Digest*,Nov.25,p.15.

[104]金融規制緩和が進むなか、メリルリンチのジェローム･ケニー副会長（当時）は、ウォール街のトップ 20 社の半分以上は買収されて名前が消えるとし、2000 年までに、地方のリテール証券会社の 75%は大手銀行に買収されると予測している。I*nvestment Dealers' Digest*,Nov.25,p.15.

[105]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）。

[106]*Euromoney*,Nov,1995,pp.38-39.

[107]増資の実施に伴い、同社に対する米投資家の持株比率は 8%程度に上昇した。ダイムラーベンツは米国上場に伴い、米決算基準に合わせ、前期決算で配当政策を転換し、16 年ぶりに 5 マルクの大幅減配に踏み切っている。子会社メルセデスがアラバマ州での乗用車生産計画などをにらみ、国外の投資家から大量の資金を調達するという意味での「財務戦略の国際化」を行った結果である。

[108]*Investment Dealers' Digest*,Feb.3,1997,pp.20-21.

[109]ING ベアリング社は、オランダ金融大手の ING グループが 1995 年に経営破綻した英大手マーチャントバンクのベアリングス（Barings）を買収して誕生した。

[110]2000 年 11 月の取材のほか、2014 年 10 月中旬にも英大手投資銀行バークレイズキャピタル証券（日本法人）の元上級アナリストにも取材を試み、投資銀行部門の職務環境や人材育成について確認しているが、職務環境及び人材育成の方法は 2000 年当時とはほとんど変わっていない。

[111]この場合の「商品開発」は、「プロダクト･ディベロプメント（product development）」と呼ばれる。その担当者は、デリバティブ理論を学んだ経験があったうえで、コンピュータモデルに対応でき、法務・税務に精通しているなど専門性が必要となる。株式・債券業務に携わる中で優秀な人材がその担当者になることが多い。また、「数理分析担当者」は「クォンツアナリスト（quatitative analyst）」と呼ばれる。統計学や投資理論の専門家で､並外れた数学的センスを必要とする｡大手投資銀行には､前職が米航空宇宙局（NASA）のロケット開発担当者、大学の物理学教授といった者も在籍する。東西冷戦後、1990 年代の米国では、軍事企業などで職を失った者が大量にウォール街で採用され、投資銀行各社の商品開発、投資部門の高度化に大きく寄与したとされている。

[112]自己勘定売買取引を行うトレーダーも、利益按分のルールやバジェットは明確に決まっている。会社の資本を使って証券売買を行っているため、当然に高いリターンが求められる。トレーダーのバジェットは絶対額に加え、売買で使った資本に対するリターンの割合も設定されている。

[113]一般に欧米投資銀行部門に勤務する社員は、新卒者を含め MBA 取得が必須条件とのことである。ただし、MBA を取得し再応募しても、その際に投資銀行部門にニーズがなければ、採用されることはなく、他の投資銀行に応募せざるを得ない場合もある。また、新卒者のうち極めて優秀な人材のみ、留学に行かずにそのままアソシエートになることもある。

[114]例えば、トレーディング業務に従事する社員は、低年齢であっても相場を的確に読み大きな利益をあげれば、高額な報酬と速い昇進が約束される。その反面、体力と反射神経を要する当該業務に従事できる時間は投資銀行部門に比べて短いのが一般的である。

[115]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.

[116]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,p14.

[117]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。

[118]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.

[119]*Investment Dealers' Digest*,Nov.25,1996,p.20.　当時ドイツ銀行頭取だったヒルマー・コッパー氏が、ニューヨークタイムズ紙のインタビューで述べている。

[120]Salama,Alzira et al〔2003〕,p.316.　2000 年 11 月、ドイツ銀行広報 IR 部門に対して行った取材によれば、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とのことである。

[121]マクレランド CEO によれば、当時、米投資銀行は全ビジネスの 3 分の 1 を欧州市場が占めているのに対し、DMG は米国市場関連のビジネスは全体の 10%程度しかなかった。同 CEO は、就任早々に米国市場関連ビジネスの比率を 30%から 35%に引き上げる目標を掲げた。*Investment Dealers' Digest*,Oct.23,1995,p.4.

[122]1995 年 10 月、DMG は、米新聞・メディア大手ニューズ社（News Corp）の長期社債 2 億ドル（期間 20 年）引受案件で、メリルリンチと共同主幹事に就任した。米大企業から獲得した初の社債引受案件であり、元メリルリンチのデッド･キャピタル･マーケット部門長を歴任したグローバル･デッド･キャピタル･マーケット部門共同部門長グラント･クヴァルハイム氏が獲得した。*Investment Dealers' Digest*,Oct.9,1995,p.10.

[123]*Investment Dealers' Digest*,Dec.8,1997,p.3.　なお､1996 年 1 月に同行が採用した元ゴールドマンサックスの著名な債券トレーダー、ポール・ヤコブソン氏は、主要な債券商品の全てを取扱いたいとして、DMG のターゲット･アプローチには批判的な立場をとっており、1997 年 12 月に同社を退社している。

[124]*Investment Dealers' Digest*,Oct.9,1995,p.15.　ニューズ社社債は、30 年米国債を 110 ベースポイント上回る価格に設定された。同社の格付けとして、ムーディーズ･インベスターズ･サービスが「Baa3」、スタンダード･アンド･プアーズ（S&P）が「BBB」を付与している。社債引受幹事団は、ドイツ銀行のほか、メリルリンチ、モルガンスタンレーの 3 社で組成された。

[125]*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。

[126]ジョン･ロールズ氏の後任として、1995 年に DMG の CEO に就いたカーター・マクレランド氏は、「欧州系投資銀行が買収によることなく米国でも実績をあげられるようになること、米大企業は米投資銀行以外の引受業者を使わないという神話を破った典型例だ」とテクノロジーチームの成功を称賛している。*Investment Dealers' Digest*,Feb.3,1997,pp.20-21.　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。*Investment Dealers' Digest*, Feb.3,1997,p.30.,Apr.15,1996,p.6.

[127]*Investment Dealers' Digest*,Feb.3,1997,p.30.

[128]*Investment Dealers' Digest*,Feb.3,1997,p30.

[129]*Investment Dealers' Digest*,Aug.18,1997,p.11.

[130]*Investment and Dealers' Digest*,Jul.18,1994,p.5.

[131]*Euromoney*,July,1998,pp.38-43.　組織改革に伴い、DMG でテクノロジー・チームを率いていたフランク・クアトロン氏、投資銀行部門共同責任者のカーター・マクレランド氏、ジャンク債引受で実績のあったモーリス・トンプソン氏といった著名な投資銀行家が同社を退社した。

[132]*Euromoney*,Dec,1999,p.35.

[133]1990 年代後半における DMG の業績拡大について、同社の元幹部は､「事業のバランスが取れず米国でも弱い分野は多くあったものの、2～3 年後には世界でも十指に入る投資銀行になることは間違いなかった。いやそれ以上に業績は伸びていたかもしれない」と述べている。*Euromoney*,Jul,1998,p.39.

[134]*Investment Dealers' Digest*,Feb.3,1997,p.21.

[135]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。

[136]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され、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。

[137]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、米運用会社ブリンソン・パートナーズ、英マーチャントバンクの SG ウォーバーグ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グ･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･グループ及びブリンソン･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。

[138]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会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た。

[139]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斉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。

[140]Kobrak〔2007〕,pp.323-326.

[141]*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。

[142]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。

[143]*Euromoney*,July,1998,p.42.

[144]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.

[145]*Investment Dealers' Digest*,Feb.3,1997,p.24.

[146]Marquardt〔2004〕,p.32.　ブロイヤー頭取は、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。

[147]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.

[148]*The New York Times*,May.11,1993

[149]*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 ウォーバーグから 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。

第 3 章　米バンカーストラストの買収と国際投資銀行体制の整備

第 1 節　はじめに

ドイツ銀行は、1980 年代後半、国外金融機関を積極的に買収する戦略に転換し、その一環として 1989 年末に英大手マーチャントバンクのモルガングレンフェル（MG）を買収した。買収後、MG は順調に業容を拡大し、1995 年にはドイツ銀行投資銀行部門と統合してドイチェ･モルガングレンフェル（DMG）が誕生した。そして、1997 年から 1998 年にかけてのアジア、ロシア金融危機に伴い業績が悪化したのを直接的な契機として、DMG はドイツ銀行本体に取り込まれることになった。1995 年以降は、DMG が大量の投資銀行家を引き抜くことで米投資銀行市場の攻略を目指したが、1990 年代中には米大手投資銀行を脅かす存在になることはできなかった。同行は、1998 年年間の米国での公募証券引受ランキングの上位 15 位にも入っておらず、M&A 助言業務で第 13 位、資産担保証券（ABS）引受で第 15 位、モーゲージバック証券（MBS）引受で第 13 位となったことが目立つ程度であった[1]。ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーといった米大手投資銀行には、なお及ばないのが実態であった。

1998 年春の DMG の銀行本体への統合に伴い、DMG から大量の投資銀行家が退社したことを直接的な契機として[2]、同行は投資銀行家の確保を目的に米有力投資銀行を物色し、1998 年 11 月、バンカーストラスト（BT）を 101 億ドル（1 株あたり 93 ドル）で買収することを発表した。米大手投資銀行の後塵を拝していたドイツ銀行にとり、BT 買収は弱点を補う絶好の機会であっただろう。BT は、1994 年のデリバティブ商品の不適正販売以降、ハイリスクのデリバティブトレーディングよりも、証券引受や M&A といった助言業務、手数料ビジネスの強化を進めてきた。その一環として、1996 年に M&A 専門投資銀行のウォルフェンソン（Wolfenson & Co）、新興企業専門の投資銀行アレックスブラウン（Alex Brown & Sons）を買収している。当時の円貨換算で 1.2 兆円規模に達する BT 買収を成し遂げ、ドイツ銀行は、フランクフルト、ロンドンに加え、ニューヨークという投資銀行業務の最先端市場に大きな足場を築くことになった。

本章の目的は、1990 年代末から 2000 年代半ばにかけて、ドイツ銀行が BT を中核に推進した国際投資銀行業務の体制整備や組織改革等を扱い、また当該業務の推進がドイツ銀行グループに及ぼした影響（BT 買収は、投資銀行部門のみならずドイツ銀行グループ全体に何をもたらしたのか、それによって何が変わったのか）を整理することである。米投資銀行の BT を取り込み、どのような過程で国際投資銀行体制を築いたかについて、重点的に明らかにする（その体制をもって、国際投資銀行として具体的にどのような案件に取り組んだのかについては、第 4 章において詳細に解説する）。

第 2 節　米有力投資銀行バンカーストラスト（BT）の買収

1. BT の買収と目的

1998 年 11 月、ドイツ銀行は、米国の有力投資銀行 BT の買収を発表、翌年 6 月に経営統合を完了した。BT 買収により、1999 年末時点で、ドイツ銀行グループは総資産 8,398 億ドル、世界 60 ヶ国以上に 2,374 支店を構え、9 万 3,232 名の役職員を擁する世界最大級の金融機関となった[3]。米国外の銀行による米金融機関買収としては、今日まで最大級の規模である[4]。

ドイツ銀行による BT 買収が公表されると、米国のマスコミは、BT の米投資銀行市場における劣勢やドイツ銀行の BT に対する管理能力への懸念を指摘、こぞって批判的な論調を展開している（図表 1）[5]。1990 年代、欧州大手銀行がドイツを中心に欧州連合（EU）が形成され米金融機関の新たな脅威となるなか、そのドイツの大手銀行が、米金融機関の中でも極めて創造的で金融界の注目を集めることの多かった有力投資銀行を買収したわけであり、米国の当局、議会、マスコミはそれに対し過剰なまでに批判的であった[6]。

図表 1　ドイツ銀行の BT 買収をめぐるマスコミ等の反応

	主　体	評　　価
米国	米銀行アナリスト	・買収金額97億ドル（1株あたり93ドル）は、BTの市場価値より20%高く、割高。同行は不良債権も多い。ドイツ銀行株は前日比5%下落。
	マスコミ（WSJ）	・BT買収は、ドイツ銀行の米国化に向けた第1ステップではあるが、「安全性」が合言葉のドイツの銀行に米投資銀行をコントロールするのは難しく、ドイツ銀行が米国市場に入り込んで米大手投資銀行と競争するのは困難。 ・M&A助言業務で上位10位にも入らないBTは買収先として相応しいのか、十分吟味して買収先を決めたのか。 ・一方で、ドイツ銀行がBTの高水準な投資銀行家を多数取り込むことは、米投資銀行には脅威。米国に対抗するほど拡大する欧州連合を本拠とする同行が米国に強力な足場を築いたことは、国家間の政治的問題に発展する。 ・BT買収により、欧州の中堅・中小企業が発行する株式・債券の引受業務を増強できる。
ドイツ	マスコミ（Tagesspiegel）	・ダイムラーベンツやヘキスト等と同様に、ドイツ銀行もドイツの金融機関としてのアイデンティティを失う可能性がある。 ・ドイツ銀行は、国家政策を左右する力や欧州を代表するユニバーサルバンクの地位を失っただけでなく、自らの利益のためにドイツの顧客のためにあるという本来の使命感も失った。 ・ドイツ銀行の国内事業縮小に伴い、雇用機会の喪失も（買収時のドイツの失業率は10%前後）。
	国民	・ドイツ最大の労組「ドイツ金属鉄鋼労働組合（IGメタル）」がドイツ銀行本店ビルを取り囲む3万人規模のデモを敢行。「ドイツ銀行が米国型の敵対的買収をしかけている」と強く非難。
その他	英マスコミ（Financial Times）	・巨大合併によって規模の経済は本当に実現できるのか、合併に伴う組織・業務の複雑さにより合併効果は減退する。
	格付会社	・ドイツ銀行の長期債格付けを引下げ、バンカーストラストも引下げる方向で検討。

（出所）Kobrak〔2007〕などより筆者作成

BT 買収に対しては、アナリストなど市場関係者の反応も冷ややかであった[7]。その理由は、第 1 に、BT が不動産・LBO 関連・途上国向け融資で多額の不良債権を抱えていたことである。その償却負担により、利益・効率性指標は低下し続けた[8]。第 2 に、風評リスクである。1994 年 4 月、BT は、デリバティブ商品の不適切販売をめぐり米大企業に提訴されたが、社会的な批判は長くくすぶっていた[9]。そして第 3 に、買収後の費用削減効果への疑問である。銀行アナリストの多くは、BT 買収価格はその経営実態に比べ割高であり[10]、ドイツ銀がコンピューター統合や人員削減で目標に掲げる年間 17 億マルクの経費節減は、実現までには時間がかかると見られていた。

さらにドイツ国内のマスコミは、他の大企業と同様にドイツ銀行が事業を米国にシフトすれば、国内の雇用減少を招くことやフランクフルト金融市場の空洞化を招くと指摘していた。また、ドイツ最大の労働組合であるドイツ金属鉄鋼労働組合（IG メタル）が、BT に対し米国型の敵対的買収を仕掛ける様は同行経営の米国化を象徴するものであるとして、組合員 3 万人のデモ隊が本社ビルを取り囲んだこともあった。ドイツでは、国内の雇用喪失につながる企業行動には極めて批判的な風潮があったが、その急先鋒に IG メタルに代表される労働組合が立っていた。同国における労組は産業界に対する影響力が強く、ドイツ銀行としてもその意向は無視できない存在であった。

しかし、米国及びドイツ国内の批判をよそに、ドイツ銀行の経営陣や幹部行員は、米国の有力投資銀行を傘下に収めることは、米国市場のみならずグローバル戦略を進める上極めて意義深いものであるととらえ、大きな期待を抱いていた[11]。同行経営陣は、BT を「101 億ドルを費やしても安い買い物」と考えていたのである[12]。BT 買収には、これに加えホロコースト問題に対する賠償金（13 億ドル）[13]、投資銀行家の他社への流出防止策[14]、米当局からの合併承認の取得及び規制対応[15]といったコストと労力を要したが、それでも経営陣の BT への期待は揺るぎなかったという。

それでは、ドイツ銀行経営陣は、買収した BT に何を期待しそれをもって何をしようとしたのだろうか。その第 1 は、当然のことながら国際投資銀行業務の強化である。BT は、デリバティブを駆使した企業向けリスクマネジメント業務やデリバティブ・トレーディングを中核業務に据えていたが、1994 年にデリバティブ商品の不適切販売が発覚して以降、経営陣が交代し、高リスクなトレーディング業務を縮小する一方で、アドバイザリー業務（コーポレートファイナンスや資産管理等の手数料ビジネス）の強化を図った。BT は、1996 年に米国の M&A 専門投資銀行ウォルフェンソン、1997 年に米投資銀行のアレックスブラウンを買収、M&A 助言及び株式引受業務を強化している。特にアレックスブラウンの存在は、ドイツ銀行が BT を買収した最も大きな動機であった[16]。同社は、1800 年にメリーランド州ボルティモアで創業された米国最古の投資銀行である。買収当時テクノロジー、通信・メディア、ヘルスケアなど 7 つのセクターを専門に新規公開（IPO）や M&A といったビジネスを展開していた投資銀行であり、多くの中堅企業や成長企業を顧客に抱えていた。格付けがトリプル B 未満の企業が発行する投資不適格債（ハイイールド債又はジャンク債）の

引受やレバレッジド･バイアウト（leveraged buy-out : LBO）関連貸付[17]で有力業者だったBTは、アレックスブラウンを取り込み、中堅・中小企業に対するコーポレートファイナンスでは米国有数の業者となっていた。ドイツ銀行は、ドイツやフランスにおいて産業のバックボーンともいえる中小・中堅企業が、世代交代などに伴い資金調達を銀行借入から証券発行に切り替える時期にきていると判断し、アレックスブラウンのノウハウをドイツ国内をはじめ欧州全土における中小・中堅企業取引に活用できるとしていた[18]。それをアピールすることで、ドイツ国内のBT買収への批判は軽減できると考えていたのである。

またBTは、英ナショナル･ウェストミンスター銀行（National Westminster Bank Plc・現RBS Group）が投資銀行業務から撤退した際に、投資銀行部門ナットウェスト･マーケッツの現物株式部門を買収していた。同社は欧州アナリストランキングで1997・1998年に第4位となっており、調査能力でドイツ銀行以上の評価を得ていた。買収先を含めたBTのノウハウやインフラを、リレーションシップ･バンキング[19]を得意とするドイツ銀行のネットワークや資本力・信用力に結び付けることで、米国及び欧州の投資銀行市場での競争力向上が見込めたのである。

第2は、資産運用及びカストディ業務の強化である。ドイツ銀行の預り資産残高は、BT買収後に約6,000億ドル（1997年末ベース）となり、世界第4位、欧州で第2位に浮上した[20]。1990年代、資産運用業務は世界的な低金利や高齢化により成長が期待されており、預り資産に比例した運用報酬という安定収益源が見込めたことから、収益変動の大きい投資銀行部門が拡大するに従って、同業務も並行的に拡大する必要があった。1997年11月、ドイツ銀行にとって欧州最大の競合金融機関であるスイスユニオン銀行とスイス銀行が合併を発表、わずか数ヶ月で合併を完了させ「新生UBS」が誕生した。その運用資産額が約7,300億ドルと第2以下を大きく引き離して世界首位となったことも、BTの資産運用部門を取り込もうとした理由である。また、カストディ業務[21]は、BT買収後に欧州で最大、米国第4位となり（同業務の預り資産は4兆ドル）、複数国の有価証券の保管・管理を取扱うグローバル･カストディ業務を本格展開する体制が整った。

第3は、商業銀行業務の強化である。BTは、1970年代まで商業銀行として活動しており、シンジケートローンなど米大手投資銀行にはない強みを持っていた。キャッシュマネジメント業務は、米国で業務展開する欧州企業や欧州で活動する米国企業を数多く顧客に抱え、重要かつ有望な収益源となり得た。外国為替取引は投資銀行専業業者よりも強く、決済業務についても競争力は高かった。欧州統一通貨ユーロが国際決済通貨として利用が進めば、世界の2大流通通貨であるユーロとドルの双方の取扱いに優れている金融機関として、格段に有利に資金調達の提案を行うことができたのである。

2. BT の経営戦略

それでは、ドイツ銀行は BT のどのような点に買収先としての魅力を見出したのだろうか。BT のそれまでの発展経緯を見ることで、その経営や戦略の特徴を概観してみたい。

（1）業態転換の歴史

BT は、1903 年、旧モルガン銀行を中心とするニューヨークの大手銀行数行により設立された[22]。同行は信託会社として創業したが、金融環境の変化とともに、その節目において自らの戦略や業態を大胆に変化させながら発展してきた金融機関である。最初の戦略転換は 1914 年のことである[23]。連邦準備制度（Federal Reserve）創設で信託業務の役割が縮小したため、同行はリテール商業銀行業務に参入し、以降商業銀行としての性格を強めていった[24]。1960 年代から 1970 年代にかけ規模を拡大、国際部門を含め業容は一層拡大した[25]。

しかし、1970 年代まで同行は、不動産融資の不良債権化、リテールやカードビジネスの競争激化により収益や株価は伸び悩み、「二流のマネーセンターバンク」との評価を脱することはできなかった[26]。不動産融資などの損失を補うには、カードビジネスでは規模が小さく、リテール銀行業務の拡充が必要だったのであるが、ATM 導入などで技術変革が求められていた。1970 年代のリテール網拡充にもかかわらず、当時のシティコープ、チェースマンハッタンなどマネーセンターバンク上位行との格差は広がるばかりだった。そのような中、シティコープが ATM 網の整備に 1 億ドルを投資すると発表、リテール部門が全収入の 10%を占めるに過ぎなかった BT は、ATM 時代の到来に対し大規模な投資を行い、リテール業務で他行に対抗する必要性について検討を迫られた。結局、1979 年に検討していた銀行買収が連邦準備制度理事会（FRB）により不承認とされたのを直接の契機として、同行はリテール部門からの撤退を決定、1982 年にはクレジットカード部門からも撤退することになった。当時のマネーセンターバンクでは、法人取引及び国際部門が主でリテール部門は格下扱いだったこともあったが、何より BT の場合は、ATM 網など巨額投資を行いながらリテール部門を維持するほどの資本がなかったといった事情があったのである。

この時、BT 経営陣は同行の真の危機は不良債権ではなく、その戦略や業務には明確なアイデンティティがないことであるとし、伝統的な銀行カルチャーを打破することを目指している。1979 年 9 月、リテール部門の撤退後、BT は高らかにホールセール銀行への転換を宣言したのである。①ホールセールバンキング、②伝統的なカストディ、信託業務、運用管理業務、③資本市場、政府・地方債等を含むトレーディング、④コーポレート･ファイナンスの 4 部門をコア･ビジネスに位置づけることを明らかにしている。さらに 1983 年には、多国籍企業との取引推進を担当するワールド・コーポレート部門、米国部門に分け、自らが指向する金融機関像を英国のマーチャントバンクに設定したのであった。マーチャントバンクは証券引受や M&A 助言を中核業務におくものの、資本を投下して金融サービスを顧客企業に提供する業務を得意としていた。BT は、商業銀行としてグラス・スティーガル法

下で証券引受ができなくても、自社のバランスシートを戦略的・効果的に活用することで英国のマーチャントバンクに近いサービスは提供できると考えていたのである[27]。高水準な提案を行い自社の資本を投下する手数料ビジネスを主軸とするならば、1980 年代に本格化した金利自由化の影響を最小限に食い止めながら、金融業務の自由化に積極的に対応することになる。膨大なシステム投資を要するリテール部門では、既にスケールメリットを効かせることのできる大手銀行の優位が固まりつつあった。そのような状況下、大手銀行と同じ戦略では生き残れないというのは現実的な判断であっただろう。1978 年以降、BT はリテール部門の大胆なリストラを経て、マーチャントバンク化を急ぐことになったのである[28]。

（2）マーチャントバンク化に向けた経営改革

マーチャントバンク化に向け､BT 行内では急速な経営改革が断行された｡それは第 1 に、行員の意識改革である。行員には徹底してプロフェッショナルとしての意識を求め、単に企業に忠誠を尽くすことよりもパートナーシップとして金融技術力を高め、ともに高め合うという企業文化をトップダウンで浸透させた[29]。

第 2 に組織改革である。まず、組織全体をフラット型に替えて中間管理職を減らし、マネジメントと現場をできる限り直結させる体制とした[30]。各部門をプロフィット･センターと位置づけるとともに、人事・採用などの分権化を進めた。また、給与も職種により体系を変更し、成功報酬の比率を高めることで大手投資銀行から優秀な投資銀行家を即戦力として採用することが可能となった。

第 3 に、リスク調整後資本収益率（Risk Adjusted Return on Capital：RAROC）の経営への導入である[31]。マーチャントバンク化の前提として、全ての業務を RAROC という共通の基準で評価することで、案件のリスクとリターンの関係を重視して焦点とする業務を明確にし､各業務に従事する行員の評価や資本配分を客観的に行う経営手法を採用した[32]｡RAROC の実践には、リアルタイムに近い数値管理が必要であり、BT はリスク管理し適正な収益をあげるという目的に焦点をあて、膨大なシステム投資（1980 年代を通じ毎年約 2 億ドル）を行っている[33]。例えば 1980 年代後半には、BT の営業活動を支援する情報システムとしてのグローバルなコンピュータネットワークの構築、トレーディングシステム、マルチベンダーアプローチ（メインフレームと PC ベースのオフィス情報システムの統合）などに重点投資されている。

[34]BT は、RAROC を基準に常に事業の見直しを行った。例えば、1980 年代半ばには中堅・中小企業向け貸付業務から撤退している。当該業務は利鞘は厚いが、顧客企業の信用リスクの高さ、店舗網の整備といったコストはそれに見合ったものではなかった[35]。しかし、BT は当該業務から単に撤退するのではなく、貸付債権の流動化（債権という銀行資産の販売）を行うことで収益をあげるという新たな方法を切り開いたのであった。貸付担当者とトレーダーが一体となってビジネスを開拓する営業スタイルは、投資銀行専業業者からも一目おかれていた。1980 年代、グラス・スティーガル法下で米銀は証券引受を制限されていた

が、商業銀行業務の枠内で資本市場を見据えた事業を行うことは、BT が目指すマーチャントバンクそのものだったのである。

（3）業務戦略

マーチャントバンク化を急ぐなか､BT のコーポレートファイナンス業務で重視したのが、投資銀行さながらの商品販売力（プレイスメント）の強化であった。銀行でありながら、プレイスメント能力を強化することの重要性を認識し、機関投資家や金融機関に対する販売網の確立に膨大な資源を投下した。そこには、リスクを仲介することこそが金融機関の収益源であり、債権という銀行資産でさえ商品在庫に過ぎないという思想が感じられる。また、企業のリスク管理業務の強化も重点課題であった。1993 年 2 月、ファイナンス、デリバティブ、アドバイザリーの各部門をグローバル･インベストメント･バンク部門に統合し、同時にリスク･マーチャントバンク･グループを創設[36]、リスクマネジメントの企業向け営業を強化している。企業が直面する様々なリスク（金利・為替・商品等）を分析し、解決策を企業の最高財務責任者（CFO）を相手にコンサルティングすることで収益をあげようとする戦略の一環であった[37]。1980 年代、BT は、「リスクマネジメント･ハウス」と呼ばれ、企業のリスク管理業務を最大の特徴としていた。

上記のように、資本市場業務やリスクマネジメントを重点的に強化し経営資源を投下してきたが、そうした経営戦略が可能となったのは、伝統的な銀行としての体裁にこだわることなく、常にどこも手掛けていないニッチ市場を開拓しそこで創業者利益を得るという手法をとってきたことに尽きる。例えば、BT は、他の銀行・証券会社が起債のランキングを競っている最中に、ユーロ債引受から撤退している。その一方でユーロ債の仕組債や私募債など収益性の高い業務に資源を投下した。BT は低収益な業務をいち早く見直し、その中でのニッチ業務を察知し可能性があれば資源をシフトすることをいとわない銀行だったことは確かである[38]。

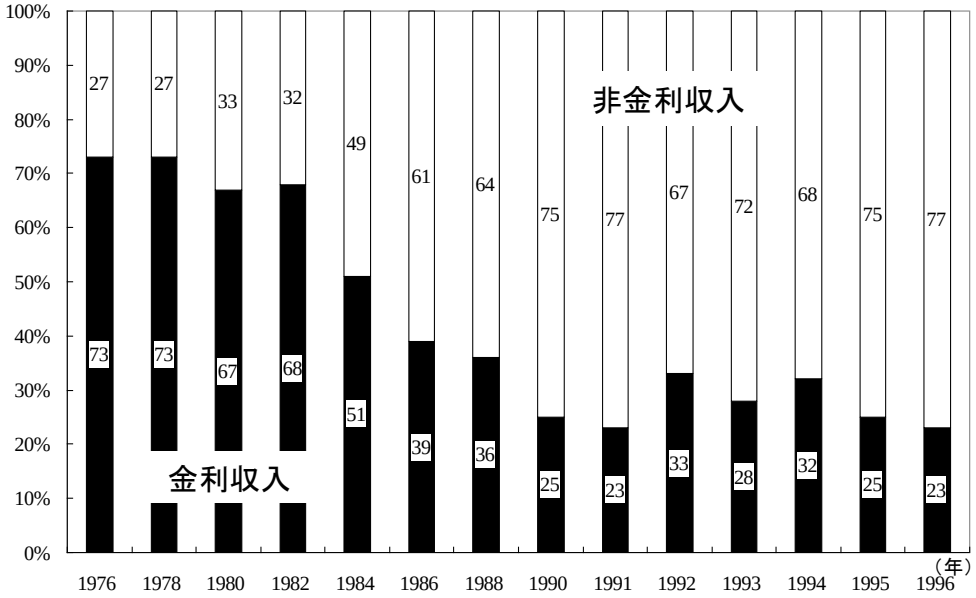
BT は当時、常に創業者利益の獲得が可能なニッチ市場に焦点をあてる戦略を「スワット・チーム・ストラテジー（SWAT Team Strategy）」と呼んでいた[39]。BT は、1989 年に証券子会社における社債引受の認可を得た。当初は高格付け企業が発行する投資適格社債に注力したが、その後低格付け社債（ジャンク債）に重点を移し成功した。低格付け債の引受を始めた 1989 年には賛否両論があったものの、結果的には B 格・BB 格の発行体の社債引受で第 2 位となっている[40]。また、BT は、1991 年 1 月に株式引受業務の認可を受けてから 2 年半後、ウィックス・ランバー社 2,800 万ドルの新株発行の株式公開主幹事に就任した[41]。ランバー社は、借入れ過多のいわゆるレバレッジ企業であり、同社の案件獲得には、BT のハイレバレッジ企業ファイナンスのノウハウと低格付け債への注力が功を奏した。低格付け債はエクィティの特性を持ち合わせており、この分野での経験ノウハウがハイレバレッジ企業の株式引受につながった。このほかにも、BT は、エクィティ・デリバティブのノウハウを活用し、エクィティセールスマンは単に米国株を販売するだけではなく、デリバティ

ブを絡めた取引や米国株を絡めた取引を推奨する体制をしいていた。

（4）BT の収益構成

1983 年以降の BT を端的にいえば、（戦略の変更や業態転換を繰り返してきた）ユニークな歴史と柔軟な経営スタイルを持つ、高度にアグレッシブで収益発掘型の金融機関ということであろう。業態転換後そのユニークな経営戦略によって、1978 年から 1992 年まで同行の収益（earnings）は年平均 19%成長した。収益構造も、非金利収入（non-interest revenue）が総収入（total revenue）に占める割合は、1979 年の 27%から 1990 年には 75%を占めるまでになった（図表 2）。非金利収入の相当部分は、デリバティブ及びリスクマネジメントが占めている。金利収入も、伝統的な貸付利息というよりは、保有有価証券から発生する金利収入やスワップ絡みのものが相当含まれていると考えられる。信託会社を前身とするため、信託・カストディ関連手数料（トランザクション･プロセッシング業務）などの収入に占める割合が高い。デリバティブやリスクマネジメントといった先端的な業務を展開している一方で、こうした安定した収益源の存在がある。事務部門という最も基本的な銀行業務をこれらと併せて中核業務に据えていた。総じて金利自由化の影響を受けにくい財務構造により、リテール銀行業務を拡大していたものの大胆に戦略転換したり、法人専門銀行として生きる道が可能となったと考えられる。ROE は、1970 年代後半の 8-9%から 1990 年には 27%に上昇した[42]。投資銀行への業態転換後の BT は、10 年あまりで高収益な投資銀行へと大胆な変身を遂げたのである。

図表 2　BT の金利・非金利収入の割合



（出所）Moody’s Bank and Finance Manual,1976-1996 より作成

第 3 節　新業務体制の構築

1. 認識ギャップの是正

買収発表から統合完了まで半年強の適正評価期間（due diligence period）には、ドイツ銀行経営陣は、まず自行と BT の企業文化の評価作業（cultural assessment exercise）を行っている[43]。これは、ドイツの銀行であるドイツ銀行と米国の投資銀行である BT のカルチャークラッシュを最小限に抑えるために重要な作業であった。外部コンサルタントを雇い、両社の行員・社員が当該合併に対し持つ懸念・批判や問題点を白日の下に晒し、あらゆる決め事について両社の妥協点を探ったのである。この評価作業の結果判明したのは、まずドイツ銀行の行員は BT 買収の妥当性に疑問を持っているということであった。BT は確かに米国の有力投資銀行に成長したが、投資銀行業界では準大手クラスと見なされており、同社買収が本当にドイツ銀行の投資銀行部門強化に寄与するのか、という感想を抱く行員が多かった。また、国民性の違いからくる誤解があった。特に BT の社員には、ドイツ銀行は「ドイツ経済の象徴であり、官僚的な階層組織で意思決定が遅い企業」という印象を持つ者が多かった。しかし、ドイツ銀行経営陣からいわせれば、これらは両者間の情報ギャップによるものといわざるを得なかったわけであり、双方の行員に対しては、当該買収の意義と合理性、妥当性、グローバル化時代を勝ち抜くための協働の重要性が詳細に説明されることになった。しかし、こうした各社のお互いに対する認識のズレがあったからこそ、それが、新組織となりむしろ別々のものから 1 つの新たな企業を立ち上げようという動機ともなったようである[44]。

こうした合併当事者間の認識のギャップやコミュニケーション不足を解消し相互に分かり合うための取組み（cultural awareness exercise）では、合併して間もなかった BT とアレックスブラウンの間にあったコンフリクトの解決にもあたる必要があった。BT 買収時、BT とアレックスブラウンは業務を各々の方法で行っており、十分かつ適切には統合したとはいえない状況であった。しかも、アレックスブラウンの社員は、BT との経営統合に伴い自社のアイデンティティを失うことに大きな危機感を抱いていた。ドイツ銀行にとってアレックスブラウンが BT 買収の最大の目的であったから、その意思に応え同社のブランドを維持するため、米国投資銀行部門のブランドを「ドイツ銀行･アレックスブラウン（Deutsche Bank-Alex Brown）」とすることに決定したのである[45]。

統合委員会が次に検討したのは、BT のどの部門をドイツ銀行投資銀行部門（GCI）に編入・統合するかということであった。BT の組織構造を分析した結果、多くの部門が GCI との統合対象となったが、いくつかの部門ではそれは難しく、当該部門の人員は余剰としてリストラ対象となった。BT やその傘下のアレックスブラウンから有力な投資銀行家の他社への流出防止策など、統合委員会は他にも買収・統合に伴う数々の問題にあたったが、統合作業は、1998 年 11 月の買収発表から 1999 年 6 月の経営統合完了までの半年強の間に比

較的円滑に進められた。合併作業を成功裡に終えたドイツ銀行は、ユーロマネー誌から 1999 年の総合最優秀銀行（Awards for Excellence）の評価を得るなど、順調なスタートを切ったのである[46]。

2. グループの新組織

1998 年 4 月から、ドイツ銀行は 25 億マルクを投じ、商品別の組織から顧客別の組織に変更している[47]。これは、顧客企業に対する複数部門の営業活動が重複するのを避け、より効率的なサービスの提供を目指したものであった。商業銀行、株式、債券部門といった部門が各々別個に顧客にコンタクトしていたため、非効率なばかりか顧客から不評を買ったが、これを解消するために組織変更に伴い、顧客ごとにリレーションシップ･マネジャーを配置、大企業の営業窓口をこの管理職に一本化した。また、新設の資産運用本部に機関投資家向けと投資信託など個人向け運用業務を統合することにより、運用効率の向上も意図したわけである。

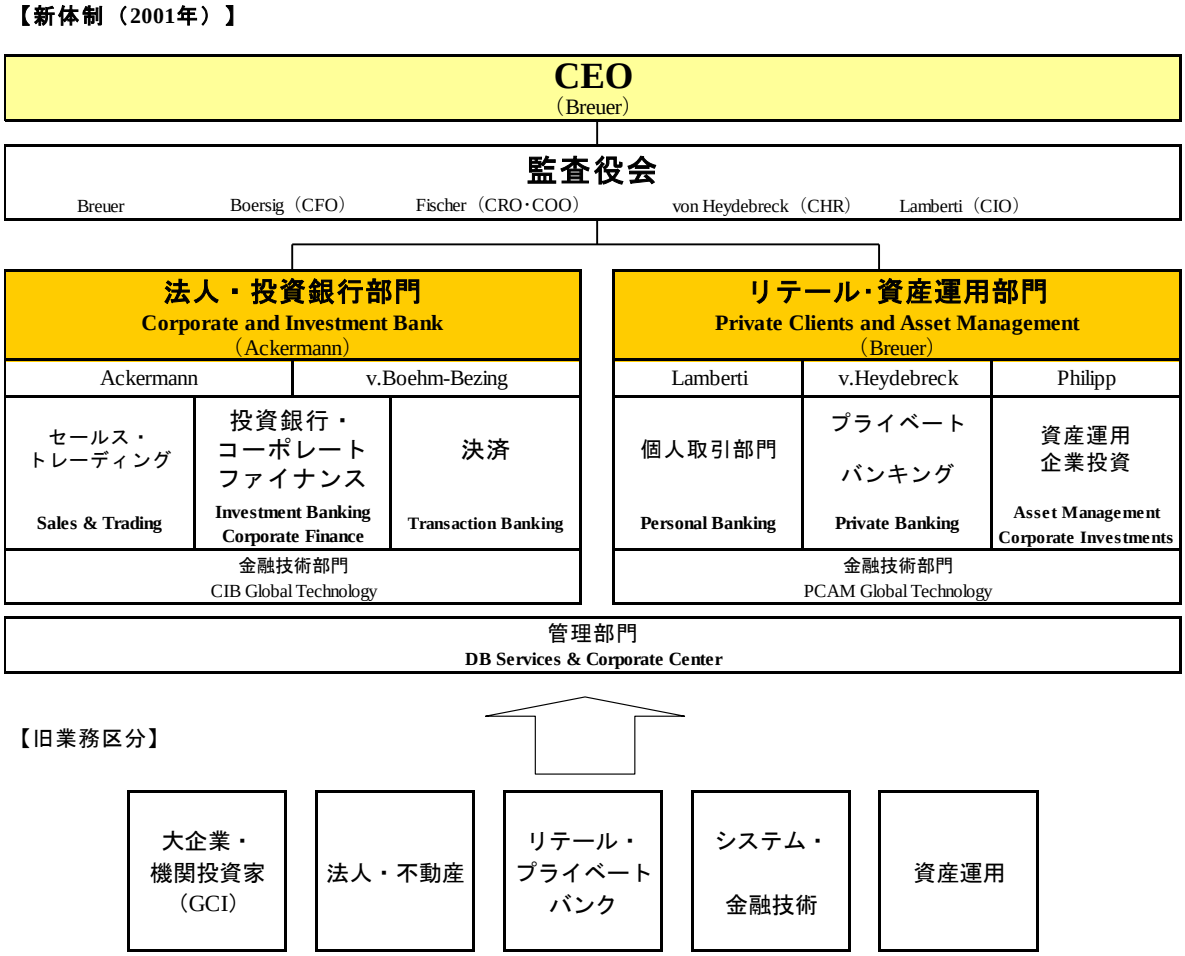
BT 統合後の投資銀行部門の管理及び業務推進は、投資銀行部門長のジョゼフ･アッカーマン氏（2002 年から 2013 年までドイツ銀行頭取）に託された[48]。アッカーマン氏は、元クレディスイス CEO であり、1996 年に当時のヒルマー･コッパー頭取から誘いを受けドイツ銀行に移籍したスイス人である。同氏は、伝統的な銀行文化で育った他のドイツ銀行役員とは違い、人員削減なども厭わず、ドイツ銀行と MG との部門統合でも、業績のあがらない投資銀行家を 200 名も解雇・整理するという徹底した成果主義を重んじていた。同氏の下、新会社の投資銀行部門では、成果・能力主義に基づく信賞必罰を徹底することになった。

旧 BT アレックスブラウンを投資銀行部門に完全に取り込み、案件獲得などフロント業務では、出身母体に関係なく、その業務、業界、企業を最もよく知る専門家の裁量に任せる方法をとった[49]。中でも旧 BT アレックスブラウン出身の担当者の案件開拓を尊重し、十分にサポートできる体制を組んだのである。それは、ドイツ銀行が旧 BT アレックスブラウン投資銀行部門の企業営業や実績、デリバティブやリスクマネジメントといった金融技術力を高く評価していたからにほかならない。しかし、投資銀行営業を後方支援するミドル及びバックオフィスはドイツ銀行との部門統合を推進し、フロント業務についても計数管理などはドイツ銀行経営陣が徹底して管理する方法がとられた[50]。これは、かつて買収した MG にほぼ完全な自由裁量や独立性を認め、十分な成果を出せなかったことを教訓としたものである。

2001 年 2 月には、ドイツ銀行は、それまでの 5 部門を、「法人・投資銀行部門（Corporate and Investment Bank：CIB）」と「リテール・資産運用部門（Private Clients and Asset Management：PCAM）」にほぼ集約する大規模な組織変更を行った（図表 3）。これに伴い、GCI は “CIB” に移行し[51]、グローバル株式（Global Equities）、グローバル･マーケット（Global

Market)、コーポレートファイナンス（Corporate Finance)、グローバル・トランザクション（Global Transaction Banking）の 4 部門で構成されることになった。

図表 3　ドイツ銀行の組織変更（2001 年）



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,2001 より筆者作成

グローバル株式部門は、現物株式、株式銘柄調査、セールス及びトレーディング、株式デリバティブ商品の開発及びトレーディング、そしてヘッジファンド向けの株式プライムサービス（プライム･ブローカレッジ･サービス）を、グローバル･マーケット部門は、金融証券商品のトレーディング全般、つまり、外国為替、政府及び政府機関の証券、投資適格債、新興国証券、上場及び店頭証券（exchange-traded and OTC)、クレジット・デリバティブ、商品（commodities)、仕組み商品、マネーマーケット、レポ及び証券化商品のセールス及び調査、商業用不動産業務を、コーポレートファイナンス部門は、M&A 助言、資本市場、クレジット商品及び顧客企業とのリレーションシップ･マネジメント（リテール･資産運用部門の協力も得ている）を担当した。

上記のうち特に、証券発行市場を担当するコーポレートファイナンス部門は、発行体企業を顧客とし、株式（Equity Capital Market：ECM）、債券（Debt Capital Market：DCM）、M&A の各部に分かれていた[52]。証券流通市場を担当するセールス・トレーディング部門は、プロダクトごとに株式・債券・為替・商品（コモディティ）部門などに分かれ、各々にデリバティブを含む商品開発・調査・トレーディング・セールス担当者が配置されていた。コーポレートファイナンス、セールス・トレーディング部門の間には「厳格な隔壁（チャイナウォール）」が設けられ、機密保持に最大限の注意が払われた。

BT 買収後、ドイツ銀行投資銀行部門は、旧 BT アレックスブラウンの得意分野とする通信・メディア、テクノロジー（ソフトウェア、IT サービス等）、ヘルスケアといった先端分野を核に数々の投資銀行案件で実績をあげることになった。1999 年 6 月の BT 統合直後、これら産業分野を担当するチームの陣容は、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーといった米大手投資銀行専業業者に比べ数では劣っていたが[53]、徐々に陣容を拡大しこれら分野を一流国際投資銀行となるべく突破口として、案件獲得に突き進むことになったのである（図表 4）。

図表 4　ドイツ銀行投資銀行部門戦略部門の投資銀行家・アナリストの陣容

金融機関	通信・メディア産業チーム	テクノロジー産業チーム	ヘルスケア産業チーム	ジャンク債引受部門
投資銀行家（ｲﾝﾍﾞｽﾄﾒﾝﾄﾊﾞﾝｶｰ）	28	15	23	6
アナリスト	10	23	33	11
その他	5	1	3	1
計	43	39	59	18
	（2000年2月）	（2000年2月）	（1999年11月）	（1999年10月）

（出所）*Investment Dealers' Digest* より各号より作成

国際投資銀行業務の要となる米国市場では、1999 年にグループ統括会社トーナス（Taunus Corporation）を設立しており、買収した BT は組織上その傘下に入ることになった。この統括会社はドイツ銀行商業銀行部門と BT を中核として成長を続け、2010 年には資産規模で全米第 8 位となっている（図表 5）。2001 年 7 月、ドイツ銀行は、ニューヨーク・ウォール街にある JP モルガン本店ビルを買収し、トーナスの本拠とした。また同年 10 月にはニューヨーク証券取引所に上場、米国での知名度を一層向上させ、株式交換による企業買収に道を開くことになった。また、ドイツ銀行は 1995 年 12 月期より国際会計基準（IAS）による決算報告を行っていたが、米会計基準（GAAP）に基づく会計報告にも対応している。BT 買収直後は、米投資銀行市場にも深く根を下ろす欧州金融機関としてハード・ソフト面の整備が大きく前進した。

図表 5　米国のグループ統括会社の事業規模

（10億ドル）

順位	銀行持株会社	本社（州）	グループの中核金融業態	2010年末総資産
1	Bank of America Corporation	NC	銀行	2,268
2	JP Morgan Chase & Co.	NY	銀行	2,118
3	Citigroup Inc.	NY	銀行	1,914
4	Wells Fargo & Company	CA	銀行	1,258
5	Goldman Sachs Group Inc.	NY	証券	911
6	Morgan Stanley	NY	証券	808
7	Metlife,Inc.	NY	保険	731
8	Taunus Corporation	NY	銀行	373
9	HSBC North America Holdings Inc	NY	銀行	344
10	U.S.Bancorp	MN	銀行	308
11	PNC Financial Services Group,Inc	PA	銀行	264
12	Bank of New York Mellon Corporation	NY	銀行	247
13	Capital One Financial Corporation	VA	銀行	198
14	TD Bank US Holding Company	ME	銀行	177
15	Suntrust Banks,Inc.	GA	銀行	173

（出所）FRB 資料より作成

3.　投資銀行強化に向けたリテール網の強化

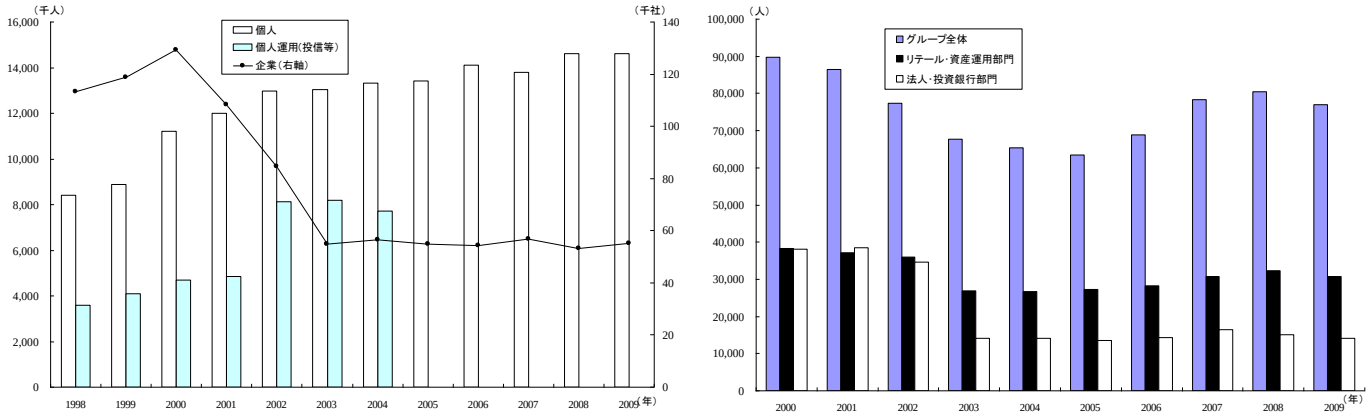
1999 年 9 月、ドイツ銀行はリテール子会社、ドイツ銀行 24（Deutsche Bank 24）を設立し、リテール業務を同社に集約することを発表した。総資産 850 億マルク、行員 17,500 名、中小企業と個人の顧客数 680 万を数える欧州最大のリテール専門銀行となった[54]。リテール部門の別会社化は、ドイツ銀行の同部門縮小・撤退の観測を生むことになったわけだが[55]、グループ内部でリテール部門が軽視されていたわけではなく、ドイツ銀行 24 を新設した意図は、むしろ同部門の強化策の一環にあった[56]。商業銀行、投資銀行業務を同じ銀行本体で行うユニバーサルバンクでは、リテール銀行部門が投資銀行部門の生み出す収益に依存することなく支店行員を緊張感をもって業務にあたらせるには、独立採算に近い仕組みとするのが最善と考えられた。銀行・証券・保険の全金融業態を自行で抱えるユニバーサルバンクは、コストや人材の専門性の点で米国の商業銀行や投資銀行の専業業者に対抗できない。そこで、部門ごとに組織を分け意思決定を速め、機動性のある専門銀行を設立する必要があったのである。

ドイツ銀行 24 設立後の個人顧客数を見ると、1999 年末で約 887 万人、これが翌年には 26％増の 1,120 万となり、2008 年には 1,460 万人に達している。この間、リテール部門の従業員数（資産運用部門を含む）は、2000 年代初頭の業績不振で人員削減などで 2004 年まで減少したものの、2000 年代半ばの急速な業績回復を反映して 2005 年から増加し、2007 年

には 3 万人を超えるまでに回復した（図表 6）。業績も順調であり、ドイツ銀行 24 の営業利益（operating profit）は、2000 年の 4.1 億ユーロから 2004 年には 10.2 億ユーロに拡大している。1999 年秋の設立から業務の効率化を進めた結果、2000 年 7-9 月期には収入に対するコストの比率が前年同期の 88%から 77%に大幅に改善している。2000 年 8 月にはドイツ銀行 24 のリテール事業を、24 時間取引可能なオンラインバンキング･サービスであるマックス・ブルー（Max Blue）をネットを通じユーロ圏全域に拡大する、「欧州化（Europeanisation）計画」を発表している[57]。

図表 6 ドイツ銀行リテール部門の顧客数･スタッフ数

①顧客数の推移　　②スタッフ数の推移



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1997-2009 より作成

個人顧客への対応をドイツ銀行 24 やオンラインバンキングに担わせる一方、ドイツ銀行は欧州各地で現地のリテール銀行を買収し[58]、支店での対面取引の機会を増やすことで中堅・中小企業顧客の取り込みを図っている。銀行支店を株式・債券など投資商品の販売チャネル、企業の資金調達ニーズを開拓する投資銀行部門の前線ととらえ、そこから上がる証券発行や M&A といった案件に対し、中堅・中小企業取引に定評のあった BT のノウハウを活用することを企図していたのである[59]。1990 年代後半から、欧州では、中堅・中小企業による資金調達の直接金融へのシフトが加速しており、新規株式公開、ハイイールド債（ジャンク債）の発行､M&A といった案件の獲得が見込まれていた（詳細は第 4 章で紹介する）。また、1990 年代の MG を中核とした投資銀行部門がそうしたように、ドイツ銀行と同様ユニバーサルバンク制度の下にある欧州各地の銀行を買収することは、投資銀行部門が引き受けた証券の有力な販売チャネルを確保する意味があったのはいうまでもない。

4. 社内教育体制の推進

1990 年代後半は、銀行ビジネスの多様化やグローバル化が進み、行内の人員構成も多国籍化が顕著になっていた。BT 買収前のドイツ銀行では、画一的な OJT を社員教育の基本としてきたが、BT を買収して新たに約 18,000 名をグループ内に受け入れ（新銀行グループ全体の約 20%）、これまでとは異なる文化を内包することになった。特に投資銀行部門（GCI）では、全ての同僚と対面するのが実質的に不可能となり、他部門のビジネスニーズを見つけ出し、ビジネスでの共通項を見出すのが困難な状況となった。そこで、例えばニューヨークやロンドン、シンガポールで働く同僚と、同じ知的資産を共有しチームとして業務を行うための新たな教育手法が模索された。ブロイヤー頭取は、こうした幹部社員に対する教育は、BT 買収に匹敵するほど重要であるとの考えから、幹部社員を中心に新銀行に対して、新たな行内教育制度を立ち上げた。異文化の BT をドイツ銀行に融合させ、その能力を最大限に引き出すためのソフトインフラともいえる新教育制度では、次のような具体策が講じられた。

（1）行内教育インフラ「ドイツ銀行大学」の創設

1997 年に就任したブロイヤー頭取は、新たな行内の教育インフラとして、「ドイツ銀行大学（Deutsche Bank University：DBU）」の創設を経営目標の 1 つに設定し、1998 年に取締役会の承認を得ている。それまで、職場でのオン・ザ・ジョブ・トレーニング（OJT）、自己啓発ツール、国外留学など多様な教育プログラムを行員に提供していたが、その多くが個人向けで組織的に活用されることはほとんどなかった。講義で学んだことが職場で実践されることも少なく、世界中の行員を 1 ヶ所に集めた教育研修や国外一流大学への留学といった非 OJT（off-the-job training）は実施費用及び業務における機会費用は高額にのぼった。こうした従来の反省から、DBU のラーニング・モデルでは、①行動に向けた知識の創造と共有、②付加価値を高めるためのネットワーク作り及びグループ学習の促進、③ジャスト・イン・タイムの学習、③エンプロイヤビリティ（employability）[60]の醸成に向けた自己啓発の促進、⑤場所や時間に縛られない柔軟性の高い学びの場の提供、という 5 つの指針が掲げられた[61]。この原則に従い、受講者が都合のよい時間に最新技術で学べるよう、学習事項のモジュール化とインターネットの活用が推進された[62]。

（2）米デューク大学との提携プログラム

ドイツ銀行は、米国でトップランクのビジネススクールの 1 つ、デューク大学ビジネススクール（Fuqua School of Business：FSB）と提携し、DBU の幹部社員向け教育プログラムを開発している[63]。FSB は、“GEMBA（Masters of Executive Business Administration）”として知られる、グローバル企業に勤める将来有望な管理職や幹部社員（executive）向けのプログラムを開発していた。GEMBA は、それまで受講生の居住地域ごとに別々に行われていた講

義をインターネットを通じて世界共通の講義に変えることで、受講生はどの国に住んでいても働きながらにして 19 ヶ月間学び、ワールドクラスの MBA の学位を取得できるものである。FSB は、他の欧米ビジネススクールと違い、提携先企業が抱える特有の経営問題に対応するようカスタマイズされた教育プログラムを提供していた。他校の多くは、企業研究の一環としてケーススタディを用いるが、そうした情報は間もなく陳腐化し受講生には使えないものとなってしまう。現実社会に起こっている問題（real-world case studies）を教材として取り入れ、世界各地の受講生がインターネットで情報の交換・共有を重ねながら協力して解決策を考え出し、そこで習得したことを現実の業務にフィードバックしながら組織文化を改革していくところに、当該プログラムの最大の特徴があった[64]。1998 年夏、20 名の幹部社員が選抜され、第 1 回プログラムの受講者となっている[65]。

BT 買収後、経営トップが主導する教育政策の下、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が作成された[66]。統合作業で行員の業務量は増大したにもかかわらず、当時ブロイヤー頭取は、受講者たちに教育プログラムの受講を継続し、それを必ず修了することを求めている。そして、1999 年 4 月にブリュッセルで開催されたエグゼクティブ･カンファレンスにおいて、ブロイヤー頭取は当該プログラムの実施の結果、同行においてチームスピリットが生まれたことを成果として讃えたのであった[67]。当該プログラムの成果により、幹部社員のみならず全てのレベルで教育プログラムの重要性が見直され、人材が部門の枠組みを超えて交流し、教育コストの削減ともに効率のよい組織体制を作る役割を果たしたのである[68]。

5. BT 買収の意義と位置づけ

前述のように、1980 年代から 1990 年代にかけての BT は、当時としては極めて先進的な銀行だったわけだが、1980 年代初頭に商業銀行から投資銀行に業態転換してから少なくとも 5 年から 10 年は、役職員にとっては苦闘の連続であったとされる。経営方針、社員の人事評価や給与体系、ビジネスの進め方の違い、毎日のように新商品が市場に投入される業務環境と、業態転換した BT は、商業銀行行員には相当のフラストレーションを伴った職場だったようである[69]。1990 年代に入り投資銀行部門の強化に乗り出したシティコープ（現シティグループ）やチェースマンハッタン（現 JP モルガン･チェース）が最も労力を必要としたのは、商業銀行行員を市場・投資銀行部門で業務に従事できる人材に転換し育成することであった。同じ金融業務でも、業態展開を図るのは並大抵の労力ではすまされないということであろう。

BT は、商業銀行出身者に長年にわたり市場・投資銀行業務を実務として行わせて人材育成する一方、外部の投資銀行家を積極的に採用することで、1990 年代には投資銀行専業業者に極めて近い金融機関に成長していた。ドイツ銀行は、大手米銀が投資銀行部門育成に大きな労力を払ったのと対照的に、商業銀行から既に転換しさらに米国でも最先端の金融

技術を持つ投資銀行を手中に収めることができたのである[70]。投資銀行部門をグループ事業の中核に据えたいと考えていたドイツ銀行にとっては、労苦の末に業態転換を果たした BT はまさにこれからの戦略の最高の手本と映ったであろう。BT を買収して各部門を強化できたわけだが、BT 買収の最大の意義はまさにこの点にあったものとも考えられる。そうした経緯と特徴を持つ BT を投資銀行部門の中心に据え、長年リレーションシップ営業で培ってきた顧客企業に対し、その先端的な金融技術力及び資金調達サービスを提供することが、2000 年代のドイツ銀行の基本戦略となった。

しかし、BT を買収したとしても、その事業規模からいって、ドイツ銀行は米投資銀行市場における大手投資銀行の牙城を崩すことはできないことは明白だった。BT は、1998 年年間の米国での公募証券引受ランキングの上位 15 位に入っておらず、同行が得意とする新規株式公開（IPO）で 12 位、ジャンク債（公募・私募）で 7 位と、大手投資銀行には遠く及ばかった[71]。ドイツ銀行も、それまで外部から大量の専門家人材を引き抜いて米投資銀行業務を強化してきたが、米国では期待通りの実績をあげたとはいい難かった。

ドイツ銀行は、BT 買収と同時に「欧州第一主義（“Europe First, But Not Only Europe”）」を掲げ、米投資銀行市場においてゴールドマンサックス、モルガンスタンレーといったバルジ・ブラケットの一角を切り崩すという目標は、当面の間保留している。BT 買収の際、ブロイヤー頭取は、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーといった上位業者（バルジ・ブラケット）の買収は念頭になかったことを強調している。リレーションシップ･バンキングの優先度が低下し、同行が長年蓄積してきたカルチャーが駆逐されてしまうのを恐れただけではなく、米投資銀行市場をホームマーケットとするバルジ・ブラケットと真っ向から競争することは当面は難しいと判断したのである。ドイツ銀行投資銀行部門は、米国市場での業務基盤作りは引続き行うものの､BT の業務ノウハウを欧州市場で生かしつつ、グローバル市場全体の収益向上を当面の経営目標とした。

こうした当面の戦略変更の背景には、第 1 にドイツ企業の資金調達先としての銀行離れの加速があった。図表 7 は、ドイツ企業の資金調達源泉の構成変化を見たものである。ドイツ企業の場合、内部資金調達の割合は依然大きいが、2000 年以降、銀行借入が減少する一方で、株式や債券など証券市場を通じた調達を増やし、その他の貸し手（金融子会社、投資ファンド等）からの借入れも増加する傾向にあった。

図表 7　ドイツ非金融企業の資金調達状況（1991～2006 年）

（10億ユーロ）

	1991	1993	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
資金調達総額	260.6	245.8	248.4	251.2	389.4	569.0	362.6	259.5	238.0	190.3	237.7	318.4
対1991年の増減率（%）	–	▲ 5.7	95.3	▲ 3.6	49.4	118.3	39.1	▲ 0.4	▲ 8.7	▲ 27.0	▲ 8.8	22.2
内部資金調達額	132.1	132.1	168.1	174.0	154.7	152.5	186.1	196.3	190.3	214.9	218.6	235.7
純留保利益	12.5	▲ 7.5	18.8	17.7	▲ 11.0	▲ 20.5	7.4	13.6	7.3	30.3	28.6	46.1
減価償却費	119.6	139.6	149.3	156.3	165.7	173.1	178.7	182.7	183.0	184.7	190.0	189.5
内部資金調達比率（%）	48.7	55.7	68.7	69.2	37.5	27.1	50.4	80.9	76.3	98.0	78.5	76.6
外部資金調達額	128.5	113.7	80.3	77.2	234.7	416.5	176.5	63.2	47.7	▲ 24.6	19.1	82.7
銀行借入	90.1	37.0	57.9	44.0	66.5	46.8	33.6	▲ 22.6	▲ 40.9	▲ 31.9	▲ 4.2	15.4
うち短期借入	34.3	▲ 10.5	19.0	7.4	10.3	13.2	2.1	▲ 27.7	▲ 25.4	▲ 32.5	▲ 15.8	▲ 3.3
ドイツ国内	27.7	▲ 7.9	16.5	4.7	▲ 5.3	19.0	6.7	▲ 24.5	▲ 24.8	▲ 27.6	▲ 15.1	▲ 11.4
国外	6.6	▲ 2.7	2.5	2.7	15.5	▲ 5.7	▲ 4.6	▲ 3.2	▲ 0.6	▲ 4.9	▲ 0.7	8.1
うち長期借入	55.8	47.5	38.9	36.6	56.2	33.6	31.6	5.2	▲ 15.6	0.5	11.6	18.7
ドイツ国内	55.5	45.3	39.1	36.1	53.5	32.1	19.8	3.1	▲ 13.5	▲ 1.4	1.7	3.3
国外	0.3	2.2	▲ 0.2	0.5	2.7	1.4	11.8	2.1	▲ 2.0	1.9	9.9	15.4
その他借入	11.1	11.3	2.1	15.9	84.9	161.0	60.8	43.5	19.8	▲ 34.0	10.3	21.0
ドイツ国内	▲ 0.3	7.0	▲ 9.2	▲ 0.5	17.8	2.9	7.2	18.8	5.6	4.3	▲ 18.4	▲ 24.6
短期	▲ 0.9	0.1	▲ 1.5	▲ 0.2	2.6	5.9	1.5	6.5	8.6	3.2	2.2	▲ 1.3
長期	0.6	6.9	▲ 7.7	▲ 0.3	15.2	▲ 3.0	5.6	12.3	▲ 2.9	1.1	▲ 20.6	▲ 23.3
国外	11.4	4.4	11.3	16.4	67.1	158.1	53.6	24.7	14.1	▲ 38.2	28.7	45.5
短期	7.4	0.8	6.0	12.5	39.7	82.5	6.5	▲ 17.0	12.7	▲ 2.1	25.9	39.0
長期	4.0	3.6	5.2	3.9	27.4	75.6	47.1	41.7	1.5	▲ 36.2	2.8	6.6
社債・短期証券	3.6	46.9	▲ 3.3	▲ 3.0	1.3	9.6	9.8	6.0	27.0	2.1	3.1	17.4
株式	16.5	14.2	16.5	16.7	75.8	190.8	64.1	27.5	34.0	32.6	4.4	23.4
ドイツ国内	14.2	15.8	14.0	12.7	57.1	81.0	51.7	0.1	▲ 9.8	▲ 1.0	▲ 0.1	2.7
国外	2.3	▲ 1.7	2.5	4.0	18.6	109.9	12.4	27.4	43.8	33.6	4.5	20.7
年金引当金	7.2	4.2	7.1	3.6	6.3	8.2	8.2	8.7	7.9	6.6	5.5	5.5

注）1991年及び1995年はDeutsche Bundesbank Monatsbericht 2006年6月号に掲載された数値、1993年及び1997年は、同2005年6月号に掲載された数値

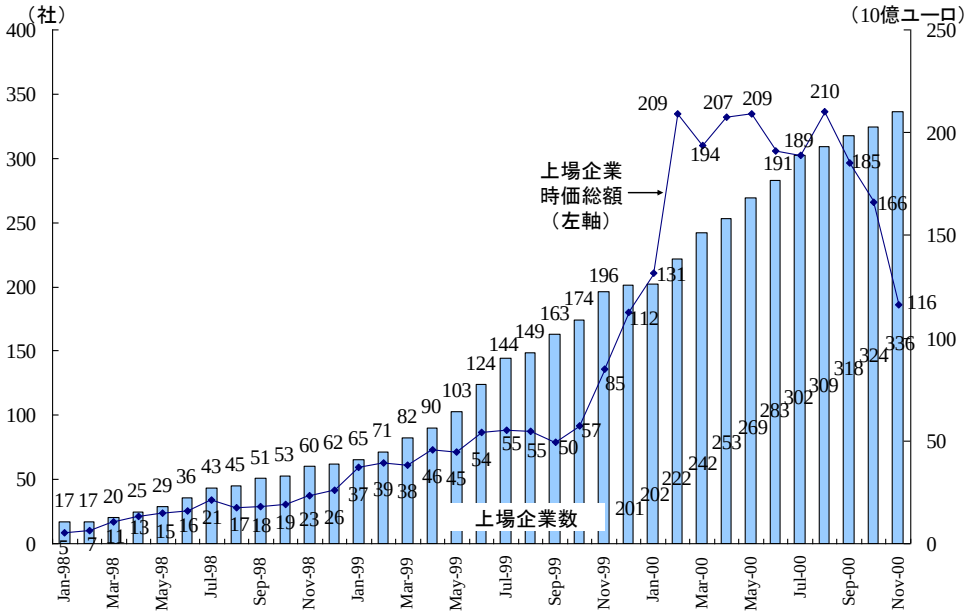
（出所）Deutsche Bundesbank Monatsbericht 各号より作成

中堅・中小企業の資金調達においても直接金融化が進み、足下のドイツ国内や欧州においても、中堅・中小企業の投資銀行業務案件が大幅に増加することが見込まれた。例えば、1990 年代後半に取引開始したドイツの新興企業向け証券市場ノイア・マルクト（Neuer Market）が、1998 年末に 62 社、1999 年には 201 社と順調に上場企業数を伸ばしていた（図表 8）。それまで銀行借入が中心だったドイツ中小企業の資金調達は、経営者の世代交代などから、着実に直接金融へシフトするようになっていた。

この時期、ドイツ銀行は、欧州市場への米投資銀行の侵攻への対応を迫られていた。例えば、1998 年、ダイムラー社が米クライスラーと大西洋を越えて合併し、化学大手のヘキスト社がフランスの大手化学ローヌ・プーランと生命科学部門を合併した。当時、欧州 M&A 市場におけるドイツ銀行のプレゼンスは高くなく、米大手投資銀行が当該業務で市場を席巻していた。1999 年 2 月、イタリア事務機器大手オリベッティが仕掛けた同国最大の通信・電話会社テレコム・イタリアの買収案件のアドバイザーは、米国のリーマンブラザーズ、チ

ェースマンハッタンであり、防戦側のテレコム･イタリアには JP モルガンなど米金融機関がついた。イタリア最大の外銀として同国に 260 支店を擁するドイツ銀行が主要な M&A 案件で助言業者の選から漏れた事実は、投資銀行案件の獲得競争の厳しさと欧州における米金融機関の攻勢の凄まじさを浮き彫りにしていた。ドイツ国内を含む欧州地域で増える案件を取りこぼすことは、ドイツを代表する金融機関として避けなければならなかったのである。

図表 8　ノイアマルクトの上場企業数及び上場企業時価総額



（出所）Neuer Markt 資料より作成

さらに同じ欧州で、1998 年にスイスユニオン銀行とスイス銀行が合併し資産額で世界最大級の UBS が誕生したことも、ドイツ銀行を欧州回帰に向かわせる動機となった。ホームマーケットである欧州では、投資銀行ビジネスもそれまでとは格段に広がりを見せるとともに、次々と経営課題が生じていた。欧州市場における一層の競争激化に対し、ドイツ銀行の危機感は強かった。

戦略変更の第 2 の理由は、ホームマーケットであるドイツ及びその国民・企業への配慮である。BT 買収に対しドイツ国内からは激しい批判や反対運動が起こったが、その主な理由が雇用の確保への懸念であった。ドイツ銀行は、伝統的に自ら「ドイツの国民と企業のためにある銀行」を謳い、国外進出する際にも、自国の企業の国外業務を支援することを目的としてきた。ドイツ銀行は、1960 年代以降積極的な国外展開を志向してきたが、必ず並行して意識しなくてはならなかったのが、ドイツ国内に対する金融サービスの質を落とさないことだったとされている。実際、ヘルハウゼン、コッパー氏といった歴代の頭取は、

「ドイツ語を話すドイツ国民にはリテール業務をいかに重視しているかを、英語を話せる大企業の幹部社員にはコーポレートファイナンスをいかに重視しているかを主張すること」の重要性をよく認識していたといわれている[72]。

第 3 の理由は、投資銀行部門にとって米国市場で上位になることの意味が薄れたことがある。確かにそれまで、「米投資銀行市場で優位な位置を占める投資銀行が国際投資銀行市場を制す」という考え方はあったわけであるが、「国際投資銀行市場で優位に立てば、米投資銀行市場でも高い評価を受けられる」という考えが台頭していた。経済のグローバル化とともに、米国のみならず欧州やアジアの企業の資金調達は、間接金融から急速に直接金融に向かっており、その場は世界各国に広がっていた。大企業の資金調達ニーズに対し「世界のどこでも同じサービスを提供できる投資銀行こそが、国際投資銀行市場で勝者となり得る」といった考え方が一般的になろうとしていた。例えば、1990 年代に強力な調査力で高い評価を得、ジャンク債引受で「米国で最も成功した投資銀行」と評されたドナルドソン･ラフキン･ジェンレット（Donaldson, Lufkin & Jenrette：DLJ）は、米国市場、特定の業務分野でバルジ・ブラケットを凌駕していたが、必ずしも一流の国際投資銀行とは評価されなかった。同社の活動の大半は米国市場であり、欧州やアジアでの実績には乏しかったからである。国際投資銀行業務において、ドイツ銀行が米国を中核とした業務強化策を欧州その他にも広げたことは、こうした考えに沿ったものであった。

米投資銀行市場で優位に立ち、米国のバルジ・ブラケットに追いつくことが大目標であったには変わりないが、この時のドイツ銀行投資銀行部門の当面の目標は、「米国を含むグローバルベースでの証券引受や M&A のランキングを高める」ということに切り替わったのである。そして後述するように、この時から、投資銀行部門のみならず、リテールや資産運用などドイツ銀行の全業務部門が、金融のグローバル化や IT 化に対応した経営改革に動き出すことになった。

第 4 節　経営の国際化への対応

2000 年代に入り、ドイツ銀行はさらなる国際化及び国際投資銀行業務の拡充に備えて、次のような経営改革を進めている。

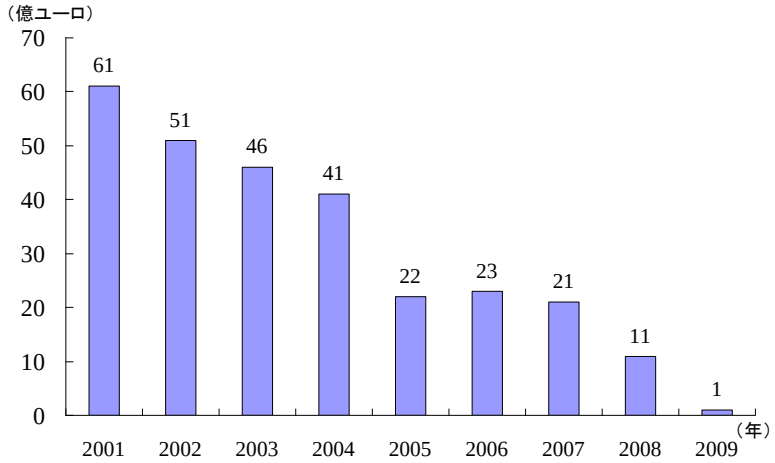
1. 企業との株式持ち合いの解消

ドイツでは、大手金融機関が相互に株式を保有すると同時に、国内事業会社の主要株主となることで、親密な資本ネットワークが構築され、それは長期にわたり維持されてきた。大手金融機関は、株式を保有する事業会社の監査役会に役員を派遣することで、当該会社の意思決定にも深く関与してきた。こうした金融機関と事業会社の人的・資本上の関係は、「ドイツ株式会社」の異名で呼ばれ、第 2 次世界大戦後、ドイツ経済復興の強力な推進力

となった。しかし、1990 年代後半にはこうした状況に変化が生じた。経済のグローバル化、EU の市場・通貨統合に伴い国際競争が激化し、ドイツの大手金融機関及び企業は生き残り及びさらなる成長のための戦略見直しを余儀なくされた。特に大手金融機関は事業の収益性や効率性を重視する方針を明確に打ち出し、それまでの国内企業の安定株主としての役割を見直した結果、事業会社の保有株式の売却が進んだ。加えて、連邦政府による税制・会計基準・企業の情報開示といった制度改正が行われ、さらに売却を促進した[73]。1990 年代後半から加速した保有株式売却の動きは、2000 年代に入っても続いている[74]。

保有株式の売却は、それによって得た資金を事業拡充にあてる目的のほかに、例えば M&A 案件のアドバイザー獲得のために、特定企業と関係持たず中立的な地位を確保する意味合いもあった。ドイツ国内企業の主要株主という立場は、投資銀行案件を獲得するには、それが不利に働くことが多かったのである。ドイツ銀行は、1998 年 12 月、ドイツ銀行は、保有する 400 億マルク相当のドイツ国内企業株式を本体から分離し、別組織の株式会社 DB インベスター（DB Investor）で運営・管理する方針を固めた。新会社は地方所得税率が低いフランクフルト近郊のエシュボーンに設立され、1998 年末までに全ての保有株式の移管を完了させた。移管された株式総額は約 400 億マルク（2.8 兆円）超であった[75]。

図表 9　ドイツ銀行の事業会社保有株式残高



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,2001-2009 より作成

株式保有専門会社を設立した目的の第 1 は、経営の透明性の向上である。国内企業株式の大量保有に伴いその含み益も膨大だったが、その存在が同行資産の実態を分かりにくいものとしていた。そしてそれが、当時懸案となっていたニューヨーク証券取引所の上場認可にも障害となりかねなかった。第 2 に、保有株式を活用した新たな収益源の確保である。新会社は、単に株式を保有管理するだけでなく、積極的な運用を行いプロフィットセンターと位置づけた。特に保有期間 2 年から 5 年をメドとしたプライベート・エクィティ投資業務に参入する基礎となった。第 3 は、自己資本の増強である。簿価と時間の間の価格で

保有株式を移管するため、その差益により自己資本が 40 億マルク増額された。

持ち合い株式の別会社への移管及び積極的な売却により、ドイツ銀行の事業会社株式の保有残高は、2001 年末の 61 億ユーロから 2009 年末には 1 億ユーロにまで減少し、国内主要企業への出資件数も大幅に減少している（図表 9）。1989 年末の 28%から 2009 年にはほぼ 0%となったダイムラーベンツ株に見るように、ドイツ銀行が長きにわたり維持してきた株式持ち合い関係は、2000 年代を通じて大半が終了することになった（図表 10）。株式の持ち合い解消によって、ドイツ銀行の国際投資銀行業務の自由度は高まった。高度な技術力と成長力を有していたにもかかわらず、当時のドイツ企業は金融機関との資本関係に守られ収益性や株主価値を高めるための経営改革に消極的であるとされ、市場評価が実態よりも割り引かれる、いわゆるジャーマン･ディスカウントにさいなまれていたが、持ち合い解消によってそれは少なからず是正された。株式売却の対象となった企業は買収対象となる懸念が高まったものの、むしろそれが企業の事業再編やその後の積極的な国際展開を促した[76]。ドイツの金融機関や企業は古く内向きな慣行から解放され、経営の近代化・国際化が一層推し進められたのである。

図表 10　ドイツ銀行の事業会社株式保有状況（出資比率）

（%）

株式保有先企業	業種	1989	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ダイムラーベンツ（Daimler Bentz）	自動車	28.2	12.1	12.1	11.8	11.8	10.4	4.4	4.4	4.4	2.7	0.0
コンチネンタル（Continental）	自動車部品	N.A.	7.8	8.2	0.0							
ドゥーツ（Klöckner-Humboldt-Deutz）	機械	41.5	25.4	25.4	25.9	10.5	4.5	2.0	0.0			
リンデ（Linde）	工業化学	10.0	10.1	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0	7.8	5.2		0.0
ズートツッカー（Südzucker）	食品	23.1	11.4	11.3	10.9	4.8	4.8	0.0			2.4	
フィリップホルツマン（Philipp Holzmann）	建設	35.4	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
ハイデルベルガーセメント（Heidelbergercement）	セメント	25.0	9.2	8.9	8.5	0.0						
アリアンツ（Allianz）	保険	10.0	4.2	4.0	3.2	2.5	2.5	2.4	2.2	1.7	0.0	
ミュンヘン再保険（Munich Re）	保険	10.0	9.7	7.2	0.0							

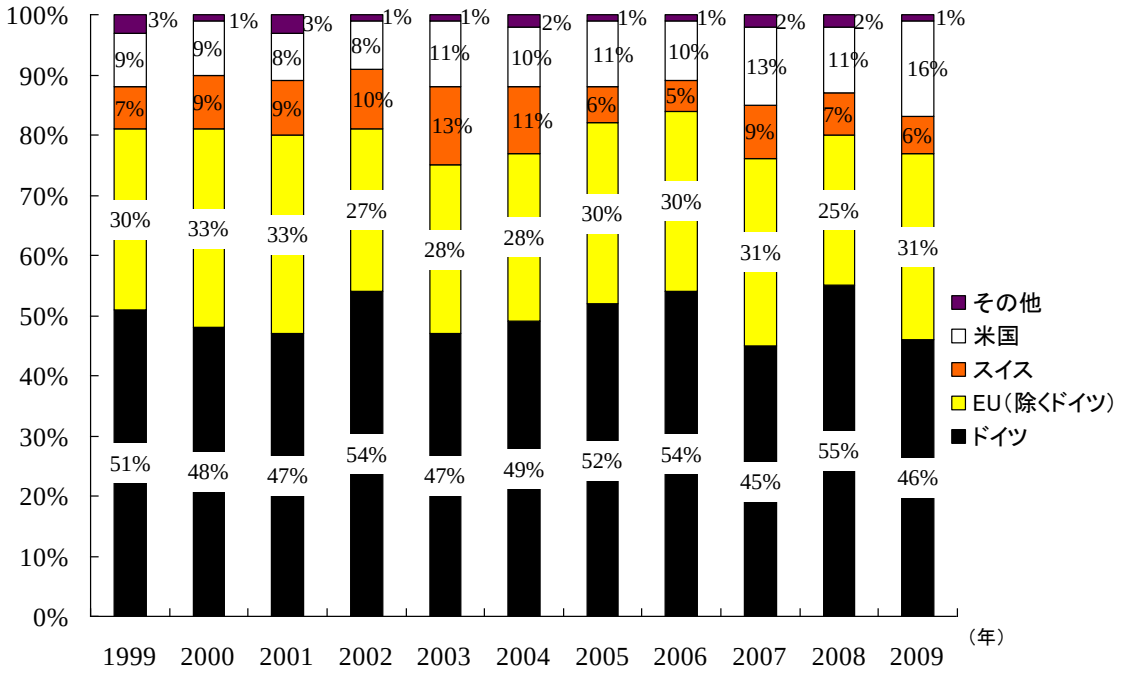
（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,2001-2009,*Euromoney* より作成

2. 国際会計基準への対応

ドイツ銀行は、ドイツ金融機関として初めて、1995 年 12 月期連結決算から国際会計基準（IAS）を導入している。IAS は、貸倒引当準備や有価証券取引の償却準備など危険準備金の個別詳細な開示を求め、ドイツ会計基準で認められる非公表準備金の積立てや有価証券売買益の一部の危険準備金への組み入れなどの措置を認めていない。自己勘定の金融取引損益も市場価値での計上が求められており、ドイツ基準に比べトレーディング実績などがより正確に把握できるようになった[77]。ドイツ銀行には、ドイツ基準で認められる会計上の優遇を享受するよりも、IAS を採用することで国際市場に経営・財務の強さを印象付ける狙いがあった。また、2000 年代に入ると、国際事業の展開に伴って地域別株主構成でドイツが 50%を下回るようになり（図表 11）、財務の国際化、株主の国籍の多様化に対応するため

にも、国際基準が求められていた。さらに、1999 年 6 月に BT 統合が完了し、米国事業の一層の拡大のため 2001 年にニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場すると同時に、財務報告に適用する会計基準としてより厳格な米国会計基準（US-GAAP）を採用することになった。

図表 11　ドイツ銀行の地域別株主構成の推移



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1999-2009 より作成

第 5 節　アッカーマン頭取の経営改革

1. 2 段階の経営計画

2002 年 6 月、ブロイヤー氏の後任として、投資銀行部門を担当するアッカーマン氏が頭取に就任した。伝統を誇るドイツ銀行の頭取に投資銀行出身の外国人が就任することは、グローバル化時代における欧州金融機関の大きな転換を象徴していた[78]。アッカーマン頭取は、まず旧来のドイツ銀行取締役会の改革を行っている。取締役会メンバーを 8 名から 5 名に減らし、その下に執行委員会を設置、同時に取締役会のトップである頭取には米国の CEO に近い大きな権限が与えられることになった。

欧州統合の流れのなか、同行は BT 買収後もさらに規模拡大を模索している。2000 年 3 月から 4 月にかけ、ドイツ銀行は、ドレスナー銀行との合併に向けた交渉を行った。当時の欧州諸国の競合行の急速な拡大に危機感を抱きつつ[79]、ドイツ銀行は当該合併によって、

投資銀行部門の拡充やリテール部門の大幅な合理化を画策した。2001 年の新税制（企業が持ち合い株式を処分する際の税負担を軽減）移行に伴い M&A 助言案件の増加が予想されたが、合併によってドレスナー銀行傘下の投資銀行部門ドレスナー･クラインオートベンソン（Dresdner Kleinwort Benson：DKB）を取り込むことで、欧州随一の投資銀行として案件獲得が可能となると見込んだのである。新銀行本体の中核業務を投資銀行とする一方で、両行リテール部門を本体から分離・統合する方針[80]を打ち出し、2000 年 7 月の合併を目指すことになったが、市場は本合併計画に批判的であった[81]。結局、投資銀行部門の新体制をめぐり折り合いがつかず当該合併案件は破談となり、両行は当面の間後遺症に悩まされることになった。さらに、2001 年秋の米国の同時多発テロ、エンロン事件[82]によって、ドイツ銀行を含む欧州金融機関は、危機回避に向けた対応、経営改革を余儀なくされることになった[83]。

上記のような波乱要因を契機として、アッカーマン頭取はドイツ銀行の経営引き締めを狙い、2001 年に経営改善計画を発表している。当該計画は、まず 2002～2003 年の 2 年間を「フェーズⅠ（ビジネスの重点調整）」として、①パフォーマンスと利益管理の徹底、②中核事業の選択・集中、不採算事業のスピンオフ、③資本とバランスシートの管理の改善、④個人顧客・資産管理（PCAM）プログラムの最適化の 4 点を重点目標とした。この時期、ドイツでは、銀行業界は危機的な状況であり、ドイツ銀行以外の大手金融機関の業績は惨憺たるものであった。2003 年 12 月期決算では、ヒポ･フェラインス銀行は 24 億 4,200 万ユーロ、コメルツ銀行は 22 億 2,900 万ユーロ、ドレスナー銀行が 19 億 7,800 万ユーロの当期損失を計上したが、ドイツ銀行は前年の 3.4 倍の当期利益を達成した。しかしそれでも、ドイツ銀行の 2003 年 ROE は 4.7％に留まり、米国の主要金融機関が 15～20％に比べれば大きく見劣りしていた。

アッカーマン頭取はさらに経営効率化を進めるため、2003～2004 年の 2 年間を「フェーズⅡ（成長戦略）」と定義し、「税引前 ROE25％の達成」という目標を打ち出した。具体的には、①コスト・資本・リスク管理の徹底、②CIB 部門での世界的リーダーとしてのポジションの活用、③PCAM プログラムによる利益拡大、④ドイツ銀行をもっとも名声の高いブランドにする努力である。飛躍的な成長を実現するため、アッカーマン氏が期待をかけたのが投資銀行部門であった。

金融のグローバル化は、否応なくドイツ銀行をはじめ金融界に対し改革を突き付け膨大なコスト負担を課すようになっていた。また、2001 年の米国同時多発テロ、エンロン事件の悪影響は最小限にとどめられたものの、2002 年には、ドイツ金融機関はドイツをはじめ欧州経済の減速、金融市場の軟調に直面することになった。旧東ドイツ向け及び国内企業向けの債権が不良債権化、株価下落による保有株の含み損処理も迫られ、ドイツ銀行の経営に重くのしかかった。ドイツでは、デフレスパイラルで不良債権が著しく増加した日本と同じ道を歩むのではないかという声が起こり、経済の「日本化」が懸念されていた[84]。アッカーマン氏が頭取に就任した際に 80 ユーロ近かったドイツ銀行の株価は、景気後退や不良債権の増加に伴い、2002 年には年に一時 35 ユーロ台に下落した。

ドイツ銀行は、上記の経営計画に沿った中核事業の絞り込みの結果、投資銀行業務や個人富裕層向け事業、資産管理事業を柱とする一方で、2003 年 2 月、保険事業や米国でのリース事業、カストディなど非中核事業の売却を打ち出し、短期間のうちにその大半にめどをつけた。また、思い切った人員削減や債権の損失処理を進めた結果[85]、2003 年夏には、同行を含む大手各行の収益は急回復し[86]、ドイツ経済「日本化」の懸念は後退したのであった。

2. 業績の回復と一層の業容拡大

ドイツ銀行は大胆なリストラが奏功し[87]、2003 年 4-6 月期の決算で最終損益 5 億 7,200 万ユーロと、四半期ベースで 1 年ぶりに黒字転換を果たした。業績回復を受け[88]、2003 年 9 月、ドイツ銀行は市場からの自社株買い戻しを実施する計画を発表した。2004 年 9 月までの 1 年間に発行済株式の 1 割に相当する 5,800 万株を上限に取得するものであり、自社株買いにより資本効率を向上させ、税引前利益段階の株主資本利益率（ROE）を 25%に引き上げるという計画である[89]。2003 年 12 月期決算は、純利益が 13 億 6,500 万ユーロと前年の 3.5 倍に回復、1 年で従業員の 13%にあたる 1 万人を削減するなど、合理化効果が鮮明になった。

徹底した経営合理化と ROE 重視の経営をさらに進め、2004 年 12 月決算では、当期利益が前年比 87%増の 25 億ユーロとなるなど好調ぶりがより鮮明になった。その後もさらに世界で約 6,400 人の人員削減（ドイツ国内で約 2,000 人の削減）を行い、2005 年 12 月期決算では同行の当期純利益は、対前年比 43%増の 35 億ユーロ、税引前ベースの ROE は、前年の 16%から 24.7%に上昇した。ROE は、ドイツ経済が苦境にあった最中の 2002 年 12 月期決算時（4%）から 3 年間で 6 倍に上昇したことになる。アッカーマン頭取は、税引前 ROE を 25%に引き上げるという目標を達成した。同行の営業収益 256 億ユーロのうち 62%が CIB 部門によって確保された。CIB 部門の税引前利益は、前年比 57%増の 48 億ユーロ、純利益は同行全体の 75%を占めるに至った。

2005 年の業績発表以降、ドイツ銀行は当面の目標として税引前 ROE を 25%の水準に維持し、一株当たり利益（EPS）を毎年少なくとも 10%増やすことを目標に掲げた。アッカーマン頭取は、2006 年 2 月に行ったプレゼンテーションで、ドイツ銀行を強固な個人顧客基盤を持つと同時に、グローバル投資銀行のリーダーと位置付け、欧州のみならず北米、アジア、新興市場で成長しその地位をより確立したものにすることを強調し、自国や欧州以外では、自力成長を基本としながらも補完的な買収を模索していく、と宣言していた。

2005 年、ドイツ銀行はロシアのユナイテッド･フィナンシャル･グループ（United Finncial Group：UFG）を買収し、同国で最大の投資銀行となったほか、JP モルガン･チェースの英国クリアリングセンターやトルコのベンダー証券を買収している。2006 年 10 月には、英国の老舗資産運用会社のティルニー･グループを買収している[90]。ティルニーは約 170 年以上の歴史を持ち、富裕層を中心に 1 万 5,000 人の顧客、約 100 億ユーロの資産を運用していた

（買収時、独立系資産運用会社としては英国第 4 位であり従業員は 330 人）。

また、2004 年 8 月に米政府保証付商業モーゲージ大手バークシャー･モーゲージ社（Berkshare Mortgage Finance）[91]を買収した後、2006 年 12 月にはカリフォルニアの有力モーゲージ貸付業者チャペル･ファンディング社（Chapel Funding LLC）[92]を買収、そして 2007 年 1 月には、同国不動産投資信託（REIT）運用大手のモーゲージ IT 社（Mortgage IT Holdings）[93]を 4 億 2,900 万ドルで買収している。2000 年代前半、ドイツ銀行は、これらの住宅ローン会社を投資銀行部門に取り込み、それらが生み出す貸付債権から住宅ローン担保証券（residential mortgage-backed securities：RMBS）など証券化商品に加工、投資ファンドなどに高利回り投資商品として販売していた。住宅ローン会社（オリジネーター）が初めから販売目的で住宅ローンを実行するビジネスモデルは、「オリジネート･トゥー･ディストリビュート･モデル（originate-to-distribute model：OTD）」と呼ばれている。2000 年代前半の住宅バブルの最中に欧米金融機関が米国で展開した OTD は、2007 年夏にいわゆるサブプライム危機が発生し貸付債権が不良化すると間もなく破綻することになった。それらを基に組成された証券化商品の価値は大幅に下落し、投資家は軒並み多額の損失を被った。例えばドイツ銀行自体もそうして組成した証券化商品を保有していたことから、サブプライム危機直後の決算では大幅な赤字に陥った。2000 年代、米国市場で OTD に邁進したドイツ銀行ではあったが、米大手投資銀行と同様に行き過ぎたリスクテイクに走った結果であったが、それが同行の業績や投資銀行戦略に与えた影響は大きかった。

第 6 節　小括

BT 買収に伴い、ドイツ銀行はデリバティブ取引、リスクマネジメント、ハイイールド債引受、新規公開部門を強化するとともに、旧アレックスブラウン出身のハイテク産業を専門とする投資銀行家を多数取り込んだ。統合作業は、投資銀行部門長に指名されたクレディスイス元 CEO のヨゼフ・アッカーマン氏に託されたが、MG 運営の教訓から、BT に完全な独立経営は認められず、リスク管理など管理部門から営業部門への投資銀行などフロント部門へと段階を踏み経営統合を進めた。ドイツ銀行は、1990 年代後半、実績主義報酬体系の導入やリテール銀行部門の本体からの分離・独立採算化など経営改革を行ったが、BT を買収して以降それは加速的に進展した。例えば、特別な社内教育制度を設けて BT との意識や情報の共有を図り、世界の投資銀行業務の収支を一体化させ、グループ組織をそれまでの 5 部門から投資銀行部門（CIB）とリテール・資産運用部門に集約する大規模な組織変更を実施（2001 年 2 月）することによって、国際投資銀行として米大手投資銀行を追撃する体制を整えたのである。2002 年 5 月、アッカーマン氏が頭取に就任して以降は、ドイツ銀行のグローバル化に向けた経営改革は一段と加速した。2002 年半ばから経営合理化や人員削減を一段と加速するとともに、大企業との持ち合い株式の売却や非中核事業の売却[94]も大胆に進めた。

ドイツ銀行の本格的な国際投資銀行業務は、1989 年 11 月の MG 買収に始まり、1998 年 11 月の BT 買収によってさらなる高みを目指すことになった。MG 及び BT がその中核となることによって、2000 年代半ばには、ドイツ銀行が国際投資銀行業務で米大手投資銀行に遜色ない実績をあげるまでに至ったことは疑いようのない事実である。しかし、それは単に投資銀行を買収したからというだけではなく、グローバル時代を見据え、様々な経営改革を行い組織や人材を大胆に変えることを厭わなかったドイツ銀行の決意と覚悟があったからこそ実現したこととも考えられよう。

第 4 章では、BT 買収後のドイツ銀行投資銀行部門が、株式、債券、証券化、M&A 助言といった投資銀行業務において、時々の事業環境の下、どのような案件に取り組み、国際投資銀行としてどのような能力を備えていったのか、について見ていきたい。

---

[1]1998 年、ドイツ銀行の M&A 助言金額（Top Financial Advisers-All announced deals involving U.S.targets）は 612 億 820 万ドル（第 13 位）なのに対し、首位のゴールドマンサックスは 7,555 億 4,870 万ドル。ABS 引受額は 22 億 6,050 万ドル（第 15 位）なのに対し、首位のモルガンスタンレー･ディーンウィッターは 256 億 7,060 万ドルとなっている。“Investment Dealers’ Digest”,Jan.11,1999,p.23,31.

[2]1998 年には、6 月にドイツ銀行北米持株会社（DBNA）社長のカーター･マクレランド氏が米大手行のネイションズバンク投資銀行部門に移籍、7 月にはハイテク企業の新規公開や M&A で高い実績をあげていた、フランク･クアトローン氏が率いるハイテク金融チーム 132 名がクレディスイス･ファーストボストン（Credit Suisse First Boston：CSFB）に移籍するという事態が起きた。

[3]*Deutsche Bank Annual Report*, 1999,p.3.

[4]ドイツ銀行の米投資銀行買収は、もともとメリルリンチ出身の債券･通貨トレーディング部門長エドソン･ミッチェル氏のアイデアだったとされている。買収候補先としては、当初 JP モルガンやハイテク産業に強みを持つブティック投資銀行のハンブレクト・クィスト（Hambrecht & Quist：HQ）を検討していたとされている。当時 JP モルガンは米国を代表する名門銀行であり、投資銀行部門は数多くの大企業を顧客としていたが、ゴールドマンサックスなど大手投資銀行に準じる位置にあり強烈な存在感があったわけではなかったこと、シティグループやチェースマンハッタンほどのリテール部門を持たなかったことなどから、買収候補先からは早々に外れた。HQ は成長著しかったが、ハイテク企業というニッチ市場に特化しており、米投資銀行部門の陣容・業容の拡大には規模の点で不十分だった。チェースマンハッタンは、1999 年 9 月に HQ を 13 億 5,000 万ドルで買収し、2000 年 2 月に英大手マーチャントバンクのロバートフレミングを買収、5 月には M&A 専門投資銀行ビーコン・グループの買収を発表している。さらに同年 9 月には JP モルガンの買収を発表している。Kobrak〔2007〕,p.344

[5]Kobrak〔2007〕pp.342-346.

[6]1999 年 11 月に、米商業銀行に対し、金融持株会社（Financial Holding Company：FHC）を設立しその傘下の投資銀行子会社には、投資銀行専業業者と変わらない投資銀行業務を認めるグラム･リーチ･ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）が成立した背景には、ドイツ銀行による BT 買収を受け、米金融機関の競争力を高めるために米議会が大胆な規制緩和を指向したことがあったといわれている。

[7]買収発表日（11 月 30 日）の BT 株の終値は 7 ドル上昇の 84.5 ドルとなったが、買収価格の 93 ドルには及ばず、ドイツ銀行の株価上昇はわずかに 2%だった。

[8]1985 年から 1995 年まで BT は、シティグループや JP モルガンを上回り、米金融機関屈指の高収益を誇ったが（1974 年から 1986 年までの ROE は平均 12.9%だったが、この 10 年間のうち 6 年はその ROE は 20%を超えている）、デリバティブ、シンジケート･ローン、ジャンク債の引受･販売、レバレッジド･バイアウト（LBO）向け融資といったサービスを中核とする BT は、突如として起こる市場のイベントには脆弱な体質だった。1995 年第 1 四半期には、中南米のレバレッジポジションに係る多額のトレーディング損失を計上したことも、BT を窮地に追い込んだ一大要因である。

[9]プロクター･アンド･ギャンブル（P&G）、ギブソン･グリーティングス社は、同行に対し販売した高リスクなデリバティブ商品をめぐり訴訟を起こした。これに伴い、1994 年第 2 四半期には、BT の株価は 30%近く下落した。1995 年 1 月、BT はギブソン社の事件に絡み、司法当局に 1,000 万ドルを支払ったものの、P&G の件では、裁判で勝利し当局は特段懲罰的な対応をとらなかったが、これに対しマスコミが批判的な論調を続けた。BT は、1997 年までにデリバティブでのトラブルを克服するかに見えたが、1996 年にカリスマ的経営者チャールズ・サンフォード CEO が 60 歳で退社すると発言したことを機に、同行の株価や風評の改善は遅れた。Kobrak〔2007〕,p.345.

[10]「1 株あたり 93 ドル」の買収価格は、BT の市場価値より 20%高く、簿価の 2.4 倍に達した。

[11]BT 買収発表直後に DBNA 会長に就任したセス･ワーフ氏は、「BT という米国でのプラットフォームがあったからこそ、ドイツ銀行は大きく有機的な成長をとげた。」と語っている。Kobrak〔2007〕,pp.351-352.

[12]Kobrak〔2007〕,pp.340-341.

[13]ニューヨーク市当局は、1998 年 12 月、ドイツ銀行の BT 買収計画について、ユダヤ人虐殺に関連した問題がドイツ銀行とユダヤ人遺族側との間で解決するまで承認を保留するよう、米連邦制度準備理事会とニューヨーク州銀行委員会に要請した。ニューヨーク州は、ドイツ企業がホロコースト犠牲者に対する補償を行わない限り、買収は認めないと警告した。ユダヤ人遺族らは、ドイツ、スイス、オーストリアの銀行が当時のナチス政権と結託し、ユダヤ人の虐殺犠牲者の資産をナチスが戦争資金に利用することを手助けしていたと主張、同年 10 月にドイツ、オーストリアなどの銀行を相手取り、ニューヨーク連邦地裁に損害賠償を求める訴えを起こしていた。米政府内からも「ホロコーストへの関与をさらに明確にするべきだ」との批判が噴出、BT 買収計画に対しては、在米のユダヤ人団体が「買収を支持しない」と反対声明を出し、米国の裁判所に補償を求める民事訴訟を起こした。その際、独政府が調整に乗り出す一方、同行のブロイヤー頭取は急遽訪米する事態となった。これに関連し、1999 年 4 月、ドイツ銀行は約 60 億マルクの増資計画を発表した。資金調達額の大半は BT 買収にあてられたが、一部はナチスの迫害に遭ったユダヤ人やその遺族のため、ドイツ政府と独民間企業設立した補償基金の原資とされた。こうして、1999 年 5 月には米当局により買収は承認された。Gall et al〔1995〕,pp.277-305.

[14]1999 年 1 月、BT は、ドイツ銀行による買収過程で幹部社員の流出を防ぐため、2000 年 1 月に支給予定の 1999 年賞与を前払いする方針を固めたことを発表している。株式やストックオプションを保有する従業員に対しては、買収完了の時点で会社に在籍していれば、買収価格と同じ 1 株あたり 93 ドルの現金を支払うことを認めるという内容だった。Salama et al〔2003〕,p.316.　ドイツ銀行は、BT の上級幹部を引き留めるために 4～5 億ドルの資金を用意していたが、この賞与の前払いと保有株式に応じた現金支給はこれとは別に実施された。BT の人材に対し、ソロモン･スミスバーニー、ドナルドソン･ラフキン･アンド･ジェンレット（DLJ）といった、トレーディングやジャンク債引受を主力とする有力投資銀行が、スカウト人事に力を入れ始めた。特に BT 傘下の BT アレックスブラウンは人材の「草刈り場」となった。クレディスイス･ファーストボストン（CSFB）のスカウト攻勢は特に激しく、1999 年 6 月末には買収後の DB アレックスブラウンから、ヘルスケア業界担当チームの責任者ラッセル･レイ氏を含む幹部 4 人を引き抜いた。CSFB への転籍者はチーム全体の 4 分の 1 にあたる 32 人に膨らんだ。ドイツ銀行は、年末までこの幹部 4 人がアレックスブラウンの顧客と接触しないよう求める訴えを連邦地裁に起こしている。*Investment Dealers' Digest*,Jul.5,1999,pp.3-4.,Sep.6,1999,pp.16-17.

[15]連邦準備制度理事会（FRB）は、ドイツ銀行の BT 買収が、銀行・証券分離規制のグラス・スティーガル法に抵触しないか否かの審査を担当した。その最大の焦点は、ドイツ銀行のノンバンク・非金融企業株の保有状況である。この時点で同業はダイムラークライスラーに 12%を出資していたが、それは同法の規定（銀行持株会社による直接の株式投資は、議決権付株式の上限 5%までという制限がある）に抵触する可能性が高かった。Kobrak〔2007〕,p.346.

[16]Salama et al〔2003〕,p.316.

[17]LBO は、企業買収手段の 1 つで、買収の対象企業の資産（将来キャッシュフロー）を担保にした負債（借入金・債券）を買収資金にして行われる手法。買収資金に自己資金ではなく負債を充てることで、少額資金で大規模な買収が可能である。LBO に伴う負債は、被買収会社の事業から得られるキャッシュフローから返済する。

[18]*Euromoney*,Jul,2000,p.33.

[19]「リレーションシップ･バンキング」は、金融機関（特に銀行）が資金の借り手である顧客との間で親密な取引関係を継続･維持することにより、公表情報などでは入手しにくい借り手の信用情報などを入手し、その情報を基に貸出などの金融サービスを提供するビジネスモデルのことをいう。貸出審査など取引コストの軽減や早期の事業再生支援が可能になるなどの利点がある。2002 年 10 月、当時の竹中金融担当大臣が作成し金融庁が公表した「金融再生プログラム」では、特に中小・地域金融機関（地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合）を中心に、リレーションシップ･バンキング（地域密着型金融）を導入する検討の必要性が盛り込まれた。2005 年 3 月に金融庁が公表した「新アクションプログラム」は、具体的な取

組みとして、地域企業の創業・新事業支援機能等の強化、取引先企業の経営相談等の強化、早期事業再生に向けた取り組みなどをあげ、地域密着型金融の一層の推進を目指している。このように、わが国では、リレーションシップ･バンキングは、当該金融機関が主に営業する地域の顧客、地域企業向けの金融サービスを意味することが多い。これに対し、欧米では、その対象は自社が取引する企業のうち、大企業など多様な金融ニーズを持つものであり、当該金融機関が基盤とする地域の顧客に限られていない（他地域、国外企業も含まれる）。米大手取引所運営会社 CME グループ傘下のインベストペディア社（Investopedia：投資教育・市場分析事業）のウェブサイト（http://www.investopedia.com/terms/r/relationship-banking.asp）は、当該用語を次のように定義している。「銀行が収益性向上のために用いる戦略。銀行が、顧客との関係を強化し銀行へのロイヤリティを高めるために、様々な金融商品・サービスをクロスセルすること。顧客に対し、預金や小切手だけでなく幅広い金融商品・サービス（定期預金証書、貸金庫、保険、投資商品、クレジットカード、貸付、事務処理など）を提供することも含んでいる。（筆者訳）」

[20]資産運用業務の強化は、1990 年代からのドイツ銀行の経営課題であった。ドイツ銀行（1997 年末の預り資産残高は 2,790 億ドル）は、資産運用残高で欧州地域最大の競合金融機関であるスイスの UBS（同 7,346 億ドル）、クレディスイス（同 5,918 億ドル）の後塵を拝していたが、BT（同 3,178 億ドル）を買収後は、UBS、米資産運用会社フィディリティ･インベストメンツ（同 6,259 億ドル）、日本の簡易保険局（1998 年 3 月末預り資産残高は 6,220 億ドル）に次ぐ世界第 4 位となった（預り資産残高は、Institutional Investor 誌調べ）。1998 年には、ドイツ銀行は日本生命と同業務で提携している。

[21]証券投資を行う投資家に代り、有価証券の保管、受渡決済、議決権行使などを行う常任代理人業務。

[22]1900 年代初頭のモルガン銀行は合名会社のため信託業務を行なえず、同行を筆頭に他行との共同出資の方法がとられた。出資行の目的は、信託ビジネスを顧客企業のつなぎ止めに使うことにあった。BT は、1911 年にマーカンタイル･トラストを買収して全米第 2 位の信託会社となり、モルガン銀行の信託業務を一手に引き受けることになった。その後モルガン銀行は株式会社となり、信託業務に従事できるようになったため、BT とモルガン銀行の提携関係は薄れていった。

[23]Rogers〔1992〕,pp.148-149.

[24]Rogers〔1992〕, pp.148-149.　1914 年から 1928 年まで、フルレンジの商業銀行・信託業務の兼営で多様な金融サービスを提供することで、業容・収益は拡大し、設立 15 年で従業員 4,000 名、17 事務所、総資産 20 億ドルと、当時全米で総資産第 8 位の商業銀行に成長した。同行は 1908 年に国際部門を設置し、1920 年にパリ、1922 年にロンドン支店を開設、1916 年には証券部門を設置して証券引受・販売を手がけるようになり、1930 年代初頭までに主要な証券引受業者としての地位を固めた（1933 年のグラス･スティーガル法制定前）。こうして、ニューヨークの金融業界では、BT は「ホールセール型の商業銀行（wholesale commercial bank）」としての評価が定着し、「ミニ・モルガン」と称されるようになった。1930 年代前半の大恐慌時代から第 2 次世界大戦前後までは、業務部門の大半は縮小に追い込まれたが、信託部門だけは業容が拡大している。不況や社会不安で証券、不動産の価値が変動したことで、証券・不動産信託が拡大、その受益権保護が求められたからである。戦後から 1950 年代までは、米国内外の経済拡大に伴い同行は再び成長することになる。米国は一般国民の住宅所有、モータリゼーションの時代を迎え、リテール向け商業銀行業務が大幅に拡大した。1958 年、同行は米銀第 9 位の商業銀行に復活し、1962 年には、総資産で世界 20 位以内にランク入りし（預金残高 32 億ドルで第 8 位）、従業員 7,000 名、株主数 2.5 万人の大銀行になった。また、1970 年代までには、世界 30 ヶ国に拠点を展開する国際銀行となっていた。

[25]特に注力したのが、店舗網の拡充であった。支店開設やニューヨーク州の中小銀行買収を通じ、州内の店舗数は 1960 年代半ばの約 60 点から 1970 年代後半には 200 店に拡大した。同時期、米国外の拠点数は 1960 年代半ばの 4 店から 1970 年代後半には 40 店を超えていた。同行の貸付残高は、1960 年代半ばの約 20 億ドルから 10 年間で約 120 億ドル、総資産は約 40 億ドルから約 230 億ドルと急増した。

[26]特に 1970 年代半ば、同行は不動産投信（REIT）やディベロッパー向けに多額の資金を融資していたが、ニューヨーク地域の不動産相場が暴落したことで、700 億ドル近い不動産融資が不良債権化した。米国経済のリセッションも重なり、同行の経営は大きく圧迫された。不動産貸付分野でプレゼンスが高かった BT は、1973 年から 1974 年のリセッション、1975 年のニューヨーク市の財政危機を目前としていたにもかかわらず、多額の不動産投信を保有しなくてはならなかった。Rogers〔1992〕,pp.155-156.

[27]御代田〔1994〕、269-270 頁

[28]1978 年以降、BT は米国内 200 超の支店の全て、クレジットカード部門を売却し、1984 年にはホールセール特化の営業体制を確立している。リテール部門の不良債権の償却も進め、1981 年までに整理を完了、翌年からは順調に商工業向け貸付を伸ばした。Rogers〔1992〕,p.157.

[29]Rogers〔1992〕,pp.157-158.

[30]1986 年 4 月、当該組織改革を行った。社員の肩書変更（例えば、「バイスプレジデント」は「マネジングディレクター」に変更）、給与・賞与の増加（成功報酬部分の増加）、部門の簡素化を図るとともに、当時 7 名だった役員は少なくとも週に 1 回は会議を行うなど相互の意思疎通を拡大した。　*Investment Dealers'*

Digest,Nov.3,1986,p.28.
[31]*Euromoney*,Oct,1995,pp.37-38.
[32]業態転換後は、「高いパフォーマンスをあげる」ことを雇用条件とするなど、役職員には一層の収益志向を求めた。BT は、収益の絶対額、ROE・ROA といった収益率ではなく、RAROC に基づく収益指標を採用した。例えば、リスキーな案件は、通常「RAROC20%」という高いハードルをクリアしなければ、社内審査で承認されなかった。Rogers〔1992〕,pp.158-160.
[33]御代田〔1994〕、272 頁
[34]浜口強、山下廣太郎、正坊地邦典「米国における金融機関のシステム戦略の動向」『日立評論』Vol.70 No.3 1988 年 3 月、p.10.
[35]御代田〔1994〕、272-273 頁
[36]同グループは、デリバティブ商品の開発を行うトランザクション･ディベロプメント･グループ、顧客を直接担当するリスク･アドバイザリー・グループから構成されていた。
[37]BT がリスク･マネジメント業務を提供したのは、シェル石油、ジョンソン･アンド･ジョンソンといった大企業であった。例えば、シェル石油の原油採掘資金の案件では、BT は債券発行を勧めず埋蔵原油の「前払い先渡し契約（prepaid forward contract）」を市場で売却することにより資金調達を行うことを提案、その結果、シェルは資金調達を行うだけではなく、販売価格を確定することができた。また、ジョンソン･アンド・ジョンソンは、5,000 万ドル、1 億ドルのミディアム･ターム･ノート（あらかじめ設定した枠内で随時発行が可能な中期債）を予想より低い調達コストで発行することが可能となった。*American Banker*,Aug.10,1993
[38]御代田〔1994〕、280 頁
[39]*Investment Dealers' Digest*,Jun.21,1993,pp.18-19.　“SWAT”はその機動力で知られる米国の特別警察部隊の略称である。
[40]1993 年に入り、低格付け債の投資家が投資適格債投資に関心を示すようになったため、1993 年 5 月には再度投資適格社債グループを創設することになった。特定の顧客層に焦点をあて、ニッチ分野で収益をあげる戦略は際立っていた。投資適格社債を再び重視するようになったのは、投資家への販売を重視した結果である。引受ランキングを重視するのではなく、あくまで顧客ニーズのある社債の引受に的を絞っている。*Investment Dealers' Digest*,Jun.21,1993,pp.19-20.
[41]*Investment Dealers' Digest*,Aug.23,1993,p.3.
[42]1988 年、ソロモンブラザーズのレポートは、同行を「米国で最も洗練されたマーチャント･バンク」と賞賛し、同行を「大手米銀 35 行で最高の実力行」と評した。この年、BT は M&A ランキングで第 1 位、スワップ業務で世界第 2 位、ローンセールスで第 3 位、コマーシャル･ペーパー売買高で第 5 位、私募債引受で第 7 位、外国為替第 7 位、政府債売買で第 5 位と好業績をあげていた。
[43]Salama et al〔2003〕,p.316.
[44]Salama et al〔2003〕,p.316.
[45]Salama et al〔2003〕,p.316.
[46]*Euromoney*,Jul,2000,p.33.
[47]大企業・機関投資家（GCI 部門）、リテール及びプライベートバンク、資産運用、システム・テクノロジー、不動産の 5 部門である。
[48]Kobrak〔2007〕,p.348.
[49]例えば、BT アレックスブラウンのデリバティブ、リスクマネジメント部門を最大限に活用するため、合併後の役員会メンバーに BT 出身のニューマン元 CEO のほか、イービス･バルマン氏（Yves De Ballman）、メイヨー･シャタック氏（Mayo Shattuck）、メアリー･シリロー氏（Mary Cirillo）を就任させたことである。バルマン、シャタック両氏が、グローバル市場、株式部門を統括するエドソン･ミッチェル、ミカエル･フィリップ氏らと連携することで、グローバル戦略を決定する体制が整備された。Kobrak〔2007〕,p.348.
[50]Kobrak〔2007〕,pp.347-348.
[51]Schwarz〔2003〕,pp.100-101.
[52]各部は、クライアントカバレッジ、プロダクトスペシャリストの 2 グループで構成されている。前者は、顧客である発行体企業への対応窓口となり、資金調達や資金運用の遂行を支援する。後者は、顧客の財務戦略の遂行、資金調達のための株式・債券の発行、M&A など個別プロダクトの設計や調達を行う。
[53]2000 年 2 月時点で、ゴールドマンサックスの通信・メディア産業チームの陣容は、投資銀行家（インベストメントバンカー）49 名、産業セクターアナリスト 24 名の計 73 名、モルガンスタンレーは、各々20 名、40 名の計 60 名などとなっている。*Investment Dealers' Digest*,Feb.28,2000,pp.30-47.,Nov.8,1999,pp.28-45.
[54]ドイツ銀行は、リテール部門だけでなく顧客の資金決済と証券取引を請け負う約 3,000 人の部門も 1999 年に分離・独立させている。電話やインターネットを通じたリモートバンキングを行っている子会社、バンク 24（Bank 24）も新会社に統合した。
[55]Kobrak〔2007〕,pp.363-364.

[56]*Die Bank*,Juli,1999,pp.444-445.
[57]ドイツのほか、フランス、イタリア、スペイン、ポルトガル、ベルギー、ポーランドを対象国としている。2005 年の株主総会で、アッカーマン頭取は、マックスブルー計画をさらに発展させ東欧やロシアといった新興市場で、現地銀行の買収を視野に入れ、個人向けのリテール金融業務を拡大する方針を表明している。ドイツ銀行は、リテール部門の規模を従業員数約 2 万人、支店数 2,000 超、顧客数 1,050 万人と想定し、同部門の営業収益は 2000 年見通しの約 4 億ユーロから 4 年間で 10 億ユーロに引き上げる目標を打ち出している。
[58]1998 年 12 月、ドイツ銀行はフランス・クレディリヨネのベルギー子会社を 10 億マルクで買収すると発表した。2001 年には、フランスにおける金融事業の再編に着手した。リースや駐車場管理など複数の専門子会社をフランス大手行のソシエテ・ジェネラルに売却する一方、フランス保険最大手アクサ傘下のボルムス銀行（従業員 850 人、フランス国内に 17 支店、個人顧客数約 15,000 人、企業顧客数約 2,000 社）を買収し、リテール金融事業を強化した。また、2000 年 9 月にはイタリア投資銀行最大手のメディオバンカに 2.5％出資している。また、2002 年 3 月には、ドイツ銀行と英大手行ロイズ TSB との合併交渉が明らかになった。ロイズ TSB は、英国内のリテール業務に経営資源を集中させ、高収益を実現、株式時価総額も欧州金融機関では上位に位置していた。しかし、ドイツ銀行側が本社をロンドンに移すことに抵抗したため、当該案件は実現しなかった。ドイツ銀行は、2005 年までにユーロ圏の事業規模として、従業員数 21,000 人、支店数 2,000 店以上、顧客数約 1,050 万人を想定していた。
[59]*Euromoney*,Jul,2000,p.33.
[60]人材管理に関するそれまでに語られなかった概念で、ドイツ銀行年次報告書 1998 年版に初めて記載された言葉である。変化が激しく知識の陳腐化が急速に進む情報社会においては、就業にも学ぶことが重要となるが、その中にあっては学習の機会を社員に与えることが、雇用者と社員の安定した関係を築く必要性があるという意味で用いられている。井原〔2002〕、65 頁
[61]"Deutsche Bank and Duke University：A corporate/College Alliance Customized to Fit",Corporate Universities International,Partnership Forum,May/June,1998,p.10.
[62]1999 年春には、行員向けにエデュネット（Edunet）が稼働している。これは、行員のデスクトップに直結し、英語及びドイツ語により約 800 コースが用意され、行員は初心者から上級者までレベルに応じて都合のよい時間に学習できる教育ネットワークである。井原〔2002〕、65 頁
[63]"Deutsche Bank and Duke University：A Corporate/College Alliance Customized to Fit",Corporate Universities International,Partnership Forum,May/June,1998,p.8.　ドイツ銀行頭取は、伝統的に「シュプレッヒャー（Sprecher）」、英語訳では「スポークスマン（Spokesman）」と呼ばれている。これに因み、ブロイヤー頭取は、デューク大学との提携で開発された幹部社員向け教育プログラムを「スポークスマンの挑戦（Spokesman's Challenge）」と命名している。FSB は、ドイツ銀行との提携時点で、すでに英医薬大手グラクソ（Glaxo Welcome）、パネルメーカーのフィリップス･コンポーネンツ（Philips Components）、独電機大手のジーメンス（Siemens）と同様の提携を行い、提携先企業が抱える特有の経営問題に対応するようカスタマイズされた教育プログラムを提供していた。
[64]GEMBA のあるクラスの集合講義では、世界各地から受講生がチェコ・プラハに一同に会し、市場経済に即した生産体制の構築に奮闘する同国ビジネスリーダーに面会、実際に工場を見学した。各地に帰国した受講生は、インターネットを通じて問題点の明確化・共有を図り、約 15 週間かけその工場が市場経済に対応した生産体制を構築するための対策を協力して導き出すという作業を行った。"Deutsche Bank and Duke University：A Corporate/College Alliance Customized to Fit",Corporate Universities International,Partnership Forum,May/June,1998,p.8.
[65]Marquardt〔2004〕,Jun.,p.32.
[66]その際、ドイツ銀行が作成した自らの「ミッション（Mission）」として、「（ドイツ銀行は）自社の株主や従業員、顧客のために優れた価値を生み出そうとするクライアントに対し、金融ソリューションを提供するリーディング･グローバル･プロバイダーたること」、「コアバリュー（core value）」は、「パフォーマンス、イノベーション、顧客志向、チームワーク、信頼」をあげている。
www.db.com/cr/en/strategy/mission-statement.htm, www.db.com/cr/en/special/values.htm?kid=values
[67]井原〔2002〕、73 頁
[68]井原〔2002〕、74 頁
[69]まず、投資銀行案件の獲得に向けた BT の営業活動は、徒労に終わることが多かった。多くの米国企業、国際企業の経営陣は、公開買付やバイアウトといったセンシティブな投資銀行案件を、投資銀行業界で知られていない業者に託すリスクを取りたがらなかった。企業経営陣にとっては、「大手投資銀行」のブランドネームは大きな意味を持っていたのである。BT が案件を獲得しても、単独主幹事、単独アドバイザーとなることは少なく、顧客企業の意向によって大手投資銀行が幹事に加わるケースが大半であった。その場合、BT の手数料の取り分減少は避けられず、案件獲得の費用対効果が高まらない状況が続いた。また、投

資銀行市場における BT のプレゼンスが高まった場合、大手投資銀行から提訴されるなどのリスクが懸念されたために、投資銀行業務で顧客を獲得しても金融専門誌などの墓石広告の掲載を控えなければならないなど、不自由な立場に立たされていた。 *Investment Dealers' Digest*,Nov.3,1986,pp.26-29.

[70]Kobrak〔2007〕,p.345.

[71]1998 年、BT の米新規公開株引受額（Initial Public Offerings は、9 億 2,740 万ドル（12 位）なのに対し、首位のメリルリンチは 95 億 9,500 万ドル。ジャンク債引受額（High-yield Straight Debt：Public+144A）は 84 億 7,600 万ドル（7 位）なのに対し、首位のドナルドソン･ラフキン･アンド･ジェンレット（DLJ）は 216 億 3,770 万ドルとなっている。"Investment Dealers' Digest",Jan.11,1999,p.30,34.

[72]Kobrak〔2007〕,p.329.

[73]株式売却が加速した制度的な要因としては、第 1 に株式売却益に対する非課税措置がある。1998 年に誕生したシュレーダー社会民主党・緑の党中道左派政権は、2000 年の税制改革において法人税の基本税率を 25%に引き下げる法人減税策を打ち出したが、その際に株式会社（及び有限会社、合資会社）が保有株式を売却した場合のキャピタルゲインを非課税とする措置が盛り込まれ、2002 年に施行された（当該措置は 2005 年にキリスト教社会民主同盟〔CDU〕への政権交代に伴い、歳入確保を理由に廃止）。第 2 に、1998 年に施行された「資本調達簡易化法（Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz：KapAEG）」により、ドイツでは他国に先駆けて国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards：IFRS）の適用が認められ、企業の海外における資金調達がより容易となったことである。当時、ドイツ大企業は国外企業の買収資金を外国証券取引所に上場することで調達するケースが増えていたが、当該取引所に上場するためには、ドイツ一般会計原則に基づく財務諸表に加え、追加的に米一般会計原則（US-GAAP）又は IFRS に基づく財務諸表を作成する必要があったが、KapAEG はこうした負担を軽減し国外における資本調達を容易にしたとされている。企業の直接金融へのシフトが促進され銀行借入への依存度が低下するにつれ、金融機関が企業株式を保有するインセンティブも低下していった。

[74]近年の金融危機を受けた国際金融規制強化のなか、グローバル銀行当局のバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision：BCBS）は、2010 年 12 月に自己資本規制強化策を公表している。それによれば、金融機関間の株式等の保有が自己資本から控除される、いわゆるダブルギアリングに対する規制や流動性規制が厳格化されている。こうした規制動向は、金融機関による株式保有を一層難しくするものとされており、ドイツや日本など金融機関による株式保有が一般的な国において、その売却は一段と進むと考えられていた。

[75]2003 年からは、DB インベスターが保有する企業株の売却はさらに加速した。同社が保有する企業の株式は 2001 年末に 32 社だったが、翌年には 24 社に減少、2003 年にも 8.46%保有していたセメント大手のハイデルベルガー・セメント株を売却したほか、自動車部品のフェニックス（2002 年末で発行済株式の 13%保有）や化学品の mg テクノロジーズ（同 9%保有）などの売却に踏み切った。ドイツ銀行グループが大株主として 5%以上を保有する企業の数は、2002 年以降半減し 2003 年末現在で 15 社となった。2003 年末現在ではダイムラー株の 11.8%、同国化学工業メーカー大手リンデ（Linde Group）株の 10%、事務用品大手ヘルリッツの 13.1%、破綻した建設大手フィリップ･ホルツマンの 19.51%などを保有していたが、いずれも早晩売却の方針を打ち出した。一方、100%の株式を持つ完全子会社や過半数以上を握る子会社の数は増加している。ドイツ銀行グループが保有する株式は 2003 年末で 2,181 社と、2001 年大きすぎてつぶせない 2,138 社に比べ増加している。中核事業と位置付けた分野で買収などを活発化させたことが背景にある。

[76]例えば、リンデは、金融機関による株式売却が進むなか、2006 年に英工業ガス大手の BOC グループ（British BOC Group）を買収して主力の産業ガス事業を強化し、非中核事業を積極的に売却する抜本的な事業再編を行った。中核事業に経営資源を集中し収益性向上と規模拡大を図ることで、株主価値の向上を目指した同社の戦略は、株式持ち合い解消後に企業戦略の 1 つのモデルとなった。*Linde Group Annual report*,2006,p.5.

[77]1993 年 12 月期決算からは、基準改正に伴い、①部分業務損益の内訳のうち、表示されなかった自己勘定取引収支（有価証券取引、為替・貴金属取引、デリバティブなど）を業務損益算出前に抜き出して表示する、②それまで特別損益に含まれていた「リスク準備金（貸倒引当金等）」を別項目として明記するなどを含め、40 項目以上が設けられている。リスク準備金の中心は貸倒引当準備金だが、ドイツでは貸倒引当準備の積み立てがほぼ全面的に非課税だったため、ドイツの銀行は、1992 年決算は部分業務利益が軒並み過去最高だったが、リスク準備金を不必要に厚く積み上げることで、税引前利益を圧縮、法人税節税の手段に使ったとの批判があった。

[78]欧州におけるドイツ銀行の最大の競合金融グループ UBS においても、2001 年に、マルセル･オスペル氏の後任として、英国出身のルクマン･アーノルド氏が CEO に就任している。

[79]2000 年には、フランスのパリ国立銀行（Banque Nationale de Paris：BNP）とパリバ（Paribas）というフランス有力行同士が合併（現在の BNP パリバ）、英ロイヤルバンク･オブ･スコットランド（Royal Bank of Scotland plc）が英 4 大銀行の一角だったナショナル･ウェストミンスター銀行を買収した。

[80]合併計画は、両行合計で約 2,500 店舗を抱えるドイツ国内リテール部門を切り離し、新銀行の出資比率を

将来は10%程度に引き下げることを目指していた。計画では、①ドイツ銀行のリテール部門「ドイツ銀行24」の株式をドイツ保険最大手のアリアンツが約半数取得し、ドレスナー銀行の同部門を併合する、②分離から3年後を目途にドイツ銀行24の株式上場を実現させ、出資比率はアリアンツ32%、新銀行10%程度とし、その経営実権はアリアンツに渡す、③アリアンツはドイツ銀行の投資信託会社DWSと保険会社ドイツ・ヘロルドも買収し、ドイツ銀行24の強力な販売網を活用して、自社やドイツ銀行の保険・投信商品を個人に販売する戦略だった。

[81]主要証券会社の銀行アナリストは投資判断を相次いで引き下げ、両行の株価は下落していた。合併新銀行は合理化によって、2003年までに年29億ユーロの経費削減を目指していた。これは当時のドレスナー銀行の営業経費の44%に相当するものだったが、大量の人員削減に踏み切った米英系銀行でさえ経費削減率は30%台が精一杯であり、そこまでの経費削減は難しいとの見方が支配的だった。

[82]2001年11月、米総合エネルギー企業のエンロンが米連邦破産法第11条の適用を申請したのを受け、同社向け債権を抱える欧州主要行の株価が急落した。欧州主要行の同社向けリスク債権額は数千万ドルから数億ドルに及び、またクレジットデリバティブなど複雑な取引を通じてリスクが分散し、金融市場に不安が広がった。英大手格付会社フィッチ･レーティングスの報告によれば、エンロン向け債権額は、ドイツ銀行が最大数千万ドル、ドレスナー銀行が1億ドル近くとなっており、欧州主要行では、フランスのクレディ･リヨネの1.25億ドル、オランダINGの1.95億ドルなどと並びそれ相当の損失負担をせざるを得なかった。

[83]ドイツ銀行は、スイス保険最大手のチューリヒ･フィナンシャル･サービシズ（Zurich Financial Services）から米資産運用会社スカダー･インベストメンツ（Scudder Investments）を買収する一方、傘下の保険会社ドイチャー･ヘロルド（Deutscher Herold Versicherungsgruppe）をチューリヒに売却した。これに伴い、ドイツ銀行の保険部門はなくなり、商業銀行、投資銀行、資産運用部門を中核部門とする金融グループとなった。

[84]ドイツ国内では、長引く不況で企業倒産が増え、銀行は厳しい貸出資産のリスク管理を迫られるようになった。2001年のドイツ企業倒産件数は32,300件と前年比14%増、銀行の貸倒引当金計上は大きく増加した。2002年3月、ドイツゼネコン大手のフィリップ･ホルツマン（Philipp Holzmann AG）が2度目の破産申請を行った。これに続き同年4月には、大手メディアのキルヒグループ（Kirch Group）の主要企業であるキルヒメディアが、ミュンヘン地裁に会社更生手 続き適用を申請した。負債総額は、65億ユーロ（約7,500億円）と、独では戦後最大規模の破綻となった。ドイツ銀行の2002年第1四半期（1-3月期）の貸倒引当金繰入額は3億8,400万ユーロと前年同期の倍となった。ドイツには、日本の不動産バブルに相当する「東西統一バブル」の後遺症があった。1990年のドイツ統一後、銀行は雪崩を打つように旧東ドイツ地域への貸し付けを増やしていった。政府は旧東ドイツのインフラ建設などに1991年以降の9年間で5,110億ユーロを投入、続々と完成したオフィスビルには空室が目立ち、ホルツマンなどゼネコンの破綻につながった。

[85]2000年代初頭、国内大企業の破綻や旧東ドイツ地域への積極融資で大量に発生した不良債権がドイツ銀行の経営の負担となっていたが、2003年12月期決算では不良債権処理も一巡するようになっていた。これに合理化効果が加わり、2002-2003年の2年間で60億ユーロ圧縮し、2003年は173億ユーロまで減らすことに成功した。貸倒引当費用も2003年は11億ユーロと2002年比半減したのである。2001年に127億ユーロあった問題債権は66億ユーロに減った。

[86]ドイツ銀行、ヒポ･フェラインス銀行、コメルツ銀行の大手3行の2003年4-6月期決算では、最終損益の3行合計が5億7,500万ユーロの黒字と、四半期ベースで4期ぶりに黒字化した。各行の不良債権処理は概ねヤマ場を越え、費用計上した貸倒引当金の合計額は、2002年7-9月期に24億ユーロを超えたものの、2003年に入り14億ユーロ台に落ち着いている。

[87]ドイツ銀行は、2002年半ばに経営合理化や人員削減を一段と加速、年間で268億ユーロの総経費（支払金利を除く）を、2003年12月期までに20億ユーロ削減する計画を明らかにしている。2004年12月、2005年から2006年にドイツ国内の従業員を1,920人削減して25,000名程度へ、グローバルバンキング部門でも後方事務職を中心に500人、グローバルマーケット部門ではセールスや売買担当者を中心に100人を削減する人員削減を行うと発表した。さらに2005年2月には、投資銀行部門や資産運用部門の後方事務を中心に6,400人を削減する追加合理化策を決定している。ドイツ銀行の2003年6月末の従業員数は69,308人と7万人を下回り、人員がピークだった2000年末の98,311人から3年を経ずに30%も削減したことになる。

[88]他のドイツ大手行の業績も改善に向かった。2002年後半に大幅な赤字に転落、資金繰り悪化説が流れたコメルツ銀行は、2003年4-6月期の最終損益が7,000万ユーロの黒字に転換、ドイツ第2位のヒポ・フェラインス銀行も最終赤字が縮小、営業利益ベースでは2ケタの増益になった。ドイツ銀行と同様、非中核事業の売却など大幅な合理化の効果が出た形である。2003年3月には、ドイツ銀行の株価は60ユーロ近くまで回復、一けた台までに落ち込んだコメルツ銀行やヒポ・フェラインス銀行の株価も買近くまでに回復した。

[89]自社株取得は、市場を通じて直接買い付けるほか、プット･オプションを売却する方法で行われた。買い

付け総額は 33 億ユーロに上り、資金はすべて手元資金で行う計画である。取得した自社株は消却するほか、一部を業績連動型報酬として従業員に支給するものである。同行の ROE は、2000 年 12 月期に 24.5%まで上昇したが、翌 2001 年には 4.9%まで急落、2002 年は回復したものの 11.8%に留まっていた。

[90]2000 年代半ば、ドイツ銀行資産運用部門は、英ティルニーなど資産運用会社の買収とともに、画期的な資産運用商品の開発・投入に注力している。例えば、2006 年 2 月、同行が設定した商品先物指数連動上場投信（Exchange Traded Funds : ETF）である DB コモディティ･インデックス･トラッキング･ファンド（DBC）を米アメリカン証券取引所（AMEX）に上場した。ドイツ銀行の商品先物指数 DBLCI と連動する仕組みであり、商品先物指数 ETF は米国では初の上場となった。当該 ETF を購入した投資家は、株式・債券と値動きが異なるエネルギーや穀物など商品先物への投資に活用可能であり、ドイツ銀行は分散投資を望む個人や機関投資家の需要を見込み、新たな資産運用商品として注目を集めた。

[91]1969 年創業、ボストン本社を含め米国内に 3 拠点。政府保証貸付残高は 2003 年末時点で 35 億ドル、モーゲージ･サービシング･ポートフォリオは 18 億ドル超。
https://www.db.com/ir/en/content/ir_releases_2004_3422.htm

[92]https://www.db.com/medien/en/content/press_releases_2006_3175.htm

[93]ニューヨーク州を本拠とし、全米 47 州に従業員 2,100 名を擁する。傘下の住宅ローン会社が全米 50 州で個人向けの住宅ローン貸付業務の免許を取得している。同社は、2005 年のローン設定額が 292 億ドルと、前年比 124%増加となっている。https://www.db.com/ir/en/content/ir_releases_2007_5502.htm

[94]保険事業や米国のリース事業、カストディなど非中核事業の売却を進める一方で、有望な業務を強化するための買収も積極的に進めた。例えば、2005 年半ば、ロシアのユナイテッド･フィナンシャル･グループ（UFG）、JP モルガン･チェースの英国クリアリングセンター、トルコのベンダー証券を相次いで買収し、2006 年には、カリフォルニア州の住宅ローン会社（5 月）、米不動産投信（REIT）大手のモーゲージ IT ホールディングス（7 月）英国の老舗資産運用会社のティルニー･グループ（10 月）を買収した。

第 4 章　バンカーストラスト買収後の国際投資銀行案件と評価

第 1 節　はじめに

BT を買収し国際投資銀行業務を展開する体制が整備された後、2000 年代を通じドイツ銀行はどのような投資銀行案件を手掛け、どのように国際投資銀行業務を世界で展開したのであろうか。また、それらはドイツ銀行の業務展開に何をもたらしたのか。本章では、株式関連、債券関連、M&A 助言及びプライベート・エクィティ投資、証券化の各業務、及びアジア太平洋州・日本・新興国の投資銀行業務に分け、各々の具体的な投資銀行案件の内容を明らかにすることにより、BT 買収後の国際投資銀行業務を評価したいと考えている。

ドイツ銀行年次報告書は、各年ごとの投資銀行部門の活動状況の一環として、当該年においてドイツ銀行が手掛けた案件のうち、代表的な投資銀行案件をあげている。主に取引金額の大規模な案件、同行のみならず金融業界全体としても意義深い案件、ドイツ銀行ならではの提案力が生かされた創意工夫に富んだ案件がとりあげられている。こうした投資銀行案件や当該案件に対するドイツ銀行の取り組みについて、先行研究、金融専門誌などを参考にできる限り詳細に整理し、その特徴や意義を把握することにより、2000 年代、BT 買収後の同行が、投資銀行業務に関しどのような案件に対応可能だったのか、どのような能力を備えていたのかを推し測ることができよう。

BT 買収後、「欧州第一主義」を掲げながらも、2000 年代のドイツ銀行は、欧州のみならず米国、アジア、新興国と全世界を対象に国際投資銀行業務を展開した。米国市場では、投資銀行部門 BT アレックスブラウンを中核に、ハイテク企業の株式・債券、M&A 助言案件を数多く獲得、当該案件を中心に現地市場に深く根をおろすことができた。中国、ロシアといった新興市場においても、当該国を代表する大企業の資金調達案件を獲得するなど、2000 年代のドイツ銀行は、「グローバル･インベストメントバンク」と呼ぶに相応しい業績をあげていった。

として評価されるに値する業績をあげていたものと考えられる。

第 2 節　BT 買収以降の株式関連業務

BT 買収後の 1999 年から 2007 年にかけて、ドイツ銀行年次報告書（*Deutsche Bank Annual Report*）に紹介された、投資銀行部門の株式関連業務の状況と主な実績は、図表 1 の通りである。本節では、BT 買収後にドイツ銀行が手掛けた欧米地域における株式関連案件のうち主要なものを紹介し、当該案件のドイツ銀行の国際投資銀行業務にとっての意義について考えてみたい。アジア太平洋州・日本・新興国に関する株式関連案件については、第 6 節

において、詳細に検討することとしたい。

図表 1　投資銀行部門の事業状況（株式・エクィティ関連業務・1999-2007 年）

	事業の状況	組織・市場評価（投資銀行部門全般を含む）
1999	【事業環境・業務動向】 ◆BTアレックス・ブラウン（BT Alex.Brown）の統合で北米における株式業務基盤を大幅に拡充 【主要案件】 ◆ドイツテレコムの公募増資（第2次募集・104億ユーロ）主幹事 【新業務】 ◆株式インターネットトレーディングを開始	【組織】 ◆BTアレックス・ブラウンを迅速かつ成功裏に統合 【市場の評価】 ◆EM：first place in the Poll of Polls, a reflection of excellence in all aspects of investment banking（投資銀行業務で総合首位）
2000	【事業環境・業務動向】 ◆2000年は投資銀行部門の営業収益で世界第2位 ◆株式業務営業収益で世界上位3社の一角を占める ◆世界の株式相場が低迷するなか、株式業務の営業収益はほぼ倍増（債券及び外国為替部門の営業収益にほぼ並ぶ） 【主要案件】 ◆EADS（現エアバス）の新規公開（IPO）案件主幹事 ◆ドイツテレコムの新規公開案件（第3次募集）主幹事 ◆ドイツ大手半導体メーカー、インフィニオン・テクノロジーズのIPO主幹事 ◆ドイツポスト（ドイツ郵便）のIPO主幹事	【市場の評価】 ◆EM：No.1 in the benchmark Poll of Polls（2000年最優秀金融機関賞）
2001	【事業環境・業務動向】 ◆欧州株式業務で支配的地位、特に英国、ドイツ、イタリア、スイス、スペイン、オーストリア、フィンランドの大企業株式案件で主導的な実績、米国でも初めて米国株式で上位10位入り ◆日本株トレーディングでNo.1の実績 【主要案件】 ◆オランダの通信会社Royal KPN N.V.の公募増資（50億ユーロ）の主幹事 ◆ドイツ及びアジア地域で最大級の新規公開案件（IPO）の主幹事 ◆スイス大企業のエクィティリンク債（28億ユーロ）の引受主幹事 ◆米大企業の転換型証券（12億ドル）の引受主幹事	【組織】 ◆台湾に株式ブローカレッジ拠点を設置
2002	【事業環境・業務動向】 ◆転換社債、株式デリバティブ、プログラムトレーディング、株式プライムブローカレッジの各分野で上位3社入り ◆ドイツ、英国の株式業務を席巻、ドイツワラント市場で躍進・首位へ ◆欧州・中東・アフリカの株式及び株式関連の資金調達案件で市場シェア13.8%に達し、首位に 【主要案件】 ◆ポルトガル企業及びスイス化学大手企業に対する革新的な株式関連取引で主幹事に就任 ◆ゲーム業界最大のIPO案件の主幹事に就任 ◆欧州大手銀行に対し、画期的なエクィティスワップ、ブロックトレード等の取引を実施	【市場の評価】 ◆Corporate Finance Magazine：Covertible Deal of the year ◆ITI：number 3 in the All-European research product（欧州アナリストランキング総合第3位）

	事業の状況	組織・市場評価（投資銀行部門全般を含む）
2003	【事業環境・業務動向】 ◆転換型株式、株式デリバティブ、プライムサービス、プログラムトレーディングが、グローバル株式部門の総営業収益の半分以上を占める ◆欧州の新株引受権発行の引受で首位、欧州最大規模となった転換社債発行案件など、株式関連分野でも主要な案件に関与 ◆欧州最大株式市場のドイツと英国で、株式引受業務は各々29%、15%のシェアを確保 ◆グローバルトレーディングを展開。欧州では首位のシェアで米国でも主導的地位を確保。プライムブローカレッジでトップ3入り アジア太平洋州では、株式ブローカレッジで第5位以内、日本では外資系首位 【主要案件】 ◆2003年で世界最大規模の中国生命保険会社・中国人寿保険のIPOの主幹事 ◆英国公益企業（Northumbrian Water Group）のIPO主幹事（Global IPO of the Yearに選出） ◆グローバル･トランジション･マネジメント･ビジネス（年金戦略ビジネス）で、プログラムトレーディングの業務基盤を効果的に活用し、ソブリン投資ファンドが保有する4億株強、総額90億ユーロを、3日間で10社に及ぶ投資運用機関に移行する複雑な案件に対応 ◆欧州最大規模の転換社債の発行案件で主幹事（IFRで株式関連商品部門の首位に選出）	【市場の評価】 ◆IFR：Equity Derivatives House of the Year,European Equity-Linked House of the Year for 2003 ◆IFR：Top equity-linked accolade（株式関連商品部門で首位） ◆ITI：No.1 in the European Program Trading ◆ITI：number 4 in the All-European research product（欧州アナリストランキング第3位） ◆Global Custodian Magazine：Top 3 in the equity prime services
2004	【業務環境・業務動向】 ◆欧州及び日本市場の現物株式、プログラムトレーディングのシェアは上位に位置 ◆グローバルな株式プライムブローカレッジ業務で上位業者の地位を固める ◆アジア新興国・東欧・アフリカ・南米における株式業務で上位業者 【主要案件】 ◆ドイツ・ポストバンク（ドイツ郵貯）のIPO共同主幹事（モルガンスタンレーと共同） ◆欧州の有力通信プロバイダーのIPO案件で主幹事に就任 ◆ドイツ企業のIPO案件で、IPO手法（accelerated equity placement）と他社株転換債（EB債）を組み合わせた革新的な手法を導入 ◆フランステレコムとメディア企業の持合い株式（15億ユーロ）の再構成	【市場の評価】 ◆EM：Best Bank in German Equities
2005	【事業環境・業務動向】 ◆株式資本市場部門（ECM）は株式引受などで世界でも主導的な地位を維持 ◆仕組み株式商品の顧客基盤を大幅に拡充し、ボラティリティ/バリアンス・スワップなど主要な株式デリバティブ商品の取扱高が前年の2倍以上に増加 【主要案件】 ◆太陽エネルギー会社（Ersol Solar Energy AG）に対する分離IPOプロセス（de-coupled IPO）の導入 ◆欧州中堅企業のIPO案件5件で主幹事に就任	【組織】 ◆現物株式とデリバティブトレーディング部門の統合 ◆ロシア大手投資銀行UFGを買収 ◆債券・株式の業務基盤を統合し、経営組織を一本化し両業務連携を強めてコスト効率と収益性で相乗効果を図る ◆株式・クレジット調査を統合し、企業調査グループを編成 【市場の評価】 ◆Dealogic：No.1 in equity origination
2006	【事業環境・業務動向】 ◆中東欧・中東・アフリカにおける株式業務でトップランク、シェア14.8%を確保 ◆2005年に引続き、自己勘定取引の株式チームによる卓越した業績 【主要案件】 ◆中国工商銀行のIPO案件で共同主幹事に就任（IPO規模は219億ドル・2006年世界最大規模のIPO案件）	【組織・商品】 ◆仕組み商品（貸付・株式）を活用した高利回り商品の開発、当該商品のヘッジファンドへの提供
2007	【事業環境・業務動向】 ◆株式業務は、米国のサブプライム危機の影響はほとんどなく、収益・市場シェアともに良好に推移 ◆欧州新規株式公開（IPO）の取扱高が第6位から首位に躍進 ◆中東欧地域の株式業務は、ロシア投資銀行UFGを統合した効果で拡大 ◆ロシア株式業務の取扱高で前年第5位から首位に躍進、中東地域では第6位に 【主要案件】 ◆中国インターネット企業アリババのIPO案件で共同主幹事に就任（香港で過去最大規模のIPO案件）	【市場の評価】 ◆IFR：Equity Derivatives House of the Year ◆IFR：EMEA Equity House of the Year ◆Global Finance：Best Investment Bank Western Europe

注）EM：*Euro Money*（ユーロマネー誌）、ITI：*Institutional Investor*（インスティテューショナル・インベスター誌）、IFR：*International Financing Review*（インナーナショナル・ファイナンシング･レビュー誌）

（出所） *Deutsche Bank Annual Report*,1999-2007

1. 欧州市場における株式関連業務

（1）IT バブル期の株式引受案件

BT 買収後、株式業務部門では、旧アレックスブラウン部門の通信・メディア、テクノロジー、ヘルスケアといった産業セクターを担当する多数の投資銀行家を取り込み、当該セクターに係る公募増資、新規株式公開といった案件を獲得し、顧客企業に対し高水準なサービスを提供することが主要なミッションの 1 つとなった。1996 年 4 月から 2 年にわたり活躍したフランク・クアトローン氏率いるテクノロジーチームが CS ファーストボストンに集団移籍後、当該セクターを専門とする投資銀行家の層は薄いままであり、早期に体制の立て直しが迫られた。旧アレックスブラウンは、ハイテク産業向け投資銀行業務で、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーといった大手投資銀行専業業者と競合し、高品質なサービスを提供することで知られていた。1996 年から数次に亘ったドイツテレコムの新規株式公開案件に対し、ドイツ銀行は銀行支店網や DMG の総力をあげて取り組み、これを成功裡に終えることができた。

しかし、通信、メディア、ソフトウェア、化学、バイオ、医薬といった先端産業では技術の進展が目覚ましく、主力商品やビジネスモデルの変更は珍しくはなかった。こうした企業に対し金融サービスを提供する投資銀行は、先端分野企業がその時々に直面する環境変化を理解した上で営業活動をしなければ、当該企業に対する投資家の理解を得られないなど、案件をうまく遂行できない事態にもなりかねなかった。

例えば、BT の経営統合が完了（1999 年 6 月）する直前の 1999 年 5 月、ドイツ銀行が手がけたアグファ･ゲバルト社（Agfa-Gevaert NV）の新規株式公開案件は、そうした意味での好ましくなかった一例であろう[1]。当時同社は、写真・映画用のフィルム製造事業を行っていたベルギー及びドイツに本社機能をおく企業であり、1981 年から 1999 年までドイツ総合化学薬品大手バイエル（Bayer AG）の子会社であったが、同社が保有するアグファ株式のうち 55%、16.9 億ユーロ相当が市場に売り出されることなった。この新規株式公開では、ドイツ銀行とゴールドマンサックスが共同主幹事に就任することになった。当該銘柄のプレマーケティング[2]では、公募価格は 1 株あたり「25 ユーロから 29 ユーロが妥当」というものだったにもかかわらず、ブックビルディングでは、厳しい市場環境を考慮して「21 ユーロから 26 ユーロが妥当」という結果であった。ブックビルディングを基に検討した結果、その底値の 21 ユーロから 22 ユーロとされ、最終的な公募価格は 22 ユーロとなった。アグファ事業の大半はベルギーにあったため、主にベルギーの投資家に向けて行われたブックビルディングの結果を基に公募価格 22 ユーロが提示されたわけだが、この価格に対しドイツ投資家は「市場環境や同社の業績を考慮すれば、21 ユーロが妥当」と反発したのである。

こうした反発が起こった一因には、共同主幹事だったドイツ銀行が、ドイツ国内において、当該銘柄を投資家に対し十分マーケティングしていなかったことがあった。ドイツ銀行はアグファブランドに頼るあまり、「中核事業を写真・商用画像からグラフィックに移行

していく」というアグファの成長戦略やエクィティストーリーをドイツ人投資家に十分説明せず、同社の将来性を十分に伝えることができなかったのである。自らの担当地域において、機関投資家に対しアグファ株式を果敢にマーケティングしたゴールドマンサックスとは対照的な対応であった。

当時のドイツでは、ドイツテレコムの第 1 次、第 2 次売出しなど大規模な新規公開が続いていたこともあり、よほど投資妙味のある銘柄でなければ積極的に投資しないといった投資家心理があったとされている。バイエル子会社でドイツにも大きなオペレーションをおく企業の株式だったにもかかわらず、ドイツ投資家による購入は低調だった。最終的に英機関投資家が売出株式の 20%超を購入するなど英米投資家からの需要が高く、売出し株式は完売となったが、ドイツ国内向けマーケティングは不成功に終わった。市場は、本案件での失態をドイツ銀行の投資銀行案件に対する詰めの甘さ、先端企業案件の遂行力の弱さと評価したが[3]、それだけに、米国市場で 1980 年代から大手投資銀行と競合し、中堅・中小企業の新規株式公開やハイイールド債の発行引受で実績をあげてきた BT アレックスブラウンを早期統合することが期待されたのであった。

ドイツ銀行が BT アレックスブラウンの統合を完了した当時は、欧米のいわゆる「インターネットバブル（Internet Bubble・IT バブル）」の只中にあり、旧 BT アレックスブラウンの投資銀行家やアナリストは、統合直後からハイテク産業セクターの大型案件の獲得・執行に貢献することになった。例えば、ドイツの総合電機大手ジーメンス（Siemens AG）は、半導体部門をインフィニオンテクノロジーズ（Infineon Technologies AG）として分離、新規株式公開を行うこととなり、主幹事にドイツ銀行が就任することになった。2000 年 3 月に行われた新規公開は、公開価格 35 ユーロ、売出株式数 1 億 7,400 万株（全株式の 29%）、資金調達額は 59.1 億ユーロと、1996 年のドイツテレコム新規公開（100 億ユーロ）に次ぐ、テクノロジー業界に属する企業としては史上最大規模の案件となった[4]。ブックビルディングの結果、公開価格のレンジは 29 ユーロから 35 ユーロとされたが、世界第 10 位の半導体メーカーとなるインフィニオンの成長期待から公開価格はその上限価格の 35 ユーロに設定された。同社の成長期待からドイツ国内外から多くの買いを集め、公開した 3 月中には 80 ユーロ前後まで値上がり、ドイツ銀行は本案件を成功裏に遂行したのであった[5]。

ドイツ銀行が、テクノロジー産業で最大の新規株式公開となった本案件で大成功を収めたことは、BT アレックスブラウンを取り込んだ同行が、欧州地域でハイテク産業の投資銀行案件獲得を本格化させるという号砲ともなり得たであろう。ドイツ銀行は、欧州地域においてインフィニオン以外にも IT 関連企業向けの大型案件を手掛けようとしたわけだが、しかし、1999 年に始まった IT バブルはインフィニオン社の新規公開後半年で終焉を迎え、2001 年に入ると IT 関連企業の投資銀行案件は大幅に減少した。結局、IT バブル期、ドイツ銀行が欧州地域で獲得した IT 関連の株式案件で取引金額が 1 億ドル以上のものは、インフィニオン社を含め 10 件程度にとどまった（図表 2）。また、欧州地域では医薬、バイオ、医療機器といったヘルスケアセクターの獲得案件も多いとはいえない状況にあった。IT バブ

ルは、米国西海岸を中心に設立された IT 企業群によってもたらされた経済現象であり、ドイツ銀行の場合も、当該企業関連の案件獲得は米国市場が欧州市場を大きく上回っていたのである（米国の IT 関連企業案件は後述）。

図表 2　IT バブル期の主要な欧州ハイテク企業向け投資銀行案件

（1）通信メディア・テクノロジー業界

年月	企業	本社	業種	主力商品・製品	案件内容	金額
2000年1月	Libertysurf	フランス	通信メディア	インターネットサービス	新規株式公開の事務主幹事グローバルコーディネーター兼単独事務主幹事	5億2,000万ユーロ
2000年2月	Flag telecom	バミューダ	通信メディア	通信ネットワーク	新規株式公開	7億6,000万ドル
2000年2月	Pinnacle Holdings	ザンビア	通信メディア	情報通信機器製造・ソフト開発	株式追加募集	4億2,430万ドル
2000年2月	Mannesmann AG	ドイツ	通信メディア	携帯電話、ワイアレス通信	転換社債売出し	23億ドル
2000年2月	Global Telesystems Europe	オランダ	通信メディア	通信ネットワーク	シニア債売出し	2億2,500万ユーロ
2000年2月	Global Telesystems Europe	オランダ	通信メディア	通信ネットワーク	シニア債売出し	2億7,500万ユーロ
2000年3月	Infineon Technologies	ドイツ	テクノロジー	半導体製造	新規株式公開	60億ユーロ
2000年3月	Lycos Europe	オランダ	通信メディア	Webサービス	新規株式公開	7億ドル
2000年6月	Dialog Semiconductor	ドイツ	テクノロジー	ファブレス半導体製造	新規株式公開	4億6,200万ドル
2000年10月	nCipher	英国	テクノロジー	ネットセキュリティ機器製造	新規株式公開	1億800万ポンド
2000年10月	Deutsche Telecom	ドイツ	通信メディア	通信ネットワーク	グローバル債売出しの共同主幹事	145億ドル
2001年3月	British Telecom	英国	通信メディア	通信ネットワーク	普通社債売出し	91億ユーロ
2001年3月	Deutsche telecom	ドイツ	通信メディア	通信ネットワーク	株式追加売出し	130億ユーロ

注）①Flag eTelecom,Pinnacle Holdingsは、英国での事業が中心のため、欧州案件に含めている。②ドイツ銀行が「主要な案件」にあげている案件のみ

（2）ヘルスケア業界

年月	サービス提供先企業	本社	主力業務・製品	案件の内容	取引金額
2000年3月	Cambridge Antibody Technology Group	英国	バイオ技術	株式追加売出し	1億4,300万ドル
2000年6月	Pyrosequencing A.B.	スウェーデン	生命科学研究向け機器	新規株式公開	1億1,400万ドル
2000年8月	LION BioScience AG	ドイツ	生命科学R&D情報	新規株式公開	2億900万ドル

注）①通信メディアの Flag Telecom,Pinnacle Holdings は、英国での事業が中心のため、欧州案件に含めている。②ドイツ銀行が「主要な案件」にあげている案件のみ

（出所）*Investment Dealers' Digest,*1999-2000 各号より作成

それでも、BT 買収直後に「欧州第一主義」を宣言し、ドイツを中心とする欧州地域を営業基盤とするドイツ銀行にとって、欧州市場統合やドイツテレコム新規公開を皮切りとした公的企業の民営化に伴う株式引受案件が相次いだことは幸運だったといえよう。

（2）相次ぐ欧州の市場統合・民営化関連案件

2000 年初頭、欧州では、国策・公的企業の市場統合及び民営化関連案件が相次いだが、欧州系投資銀行として最大級でかつ広範なリテール銀行網を有していたことから、ドイツ銀行はその中でも代表的な案件で主幹事に就任している。

1）航空･国防･宇宙機器開発製造大手 EADS の新規株式公開案件（2000 年）

EADS（European Aeronautic Defence and Space Company）[6]は、2000 年 7 月にフランス、ドイツ、スペインの航空･国防･宇宙機器開発製造 3 社が合併して設立された、米ボーイングなどに次ぐ世界第 3 の航空･国防･宇宙機器開発製造企業、また英国の BAE システムズに次ぐ欧州第 2 位の軍事関連機器開発製造企業であった（1999 年の 3 社合計売上高は 225 億ユ

ーロ）[7]。1997 年、EU 主要国首脳が、当該セクターにおいて欧州随一の企業を誕生させようと航空・国防・宇宙産業の集約に動き、EADS は誕生した。1990 年の冷戦終結に伴い国防・軍事機器部門が低迷する一方で、経済のグローバル化に伴い順調な需要の見込める商用航空機部門、長期的に有望な宇宙機器部門を核とした当該産業の総合企業を目指しており、EADS は株式発行による多額資金を必要としていた。

ドイツ銀行は、この案件で、オランダ大手行 ABN アムロ（ABN Amro NV）と英マーチャントバンク大手ロスチャイルド（Rothchild Group）の合弁投資銀行 ABN アムロ・ロスチャイルドと共同主幹事兼共同グローバルコーディネーター（Joint Bookrunners and Global Coordinators）に就いている。EADS の前身の 3 社のうち 1 社は、ドイツのダイムラークライスラー・アエロスペース（DaimlerChrysler Aerospace : DASA）であり、ダイムラーとドイツ銀行は長年の親密な取引関係があったこと、EADS は欧州地域において、機関投資家、個人投資家双方に幅広く販売することを望んでおり、欧州最大級の投資銀行かつ欧州地域に広範な銀行支店網を擁していたことから、ドイツ銀行が主幹事に選任されたのである。引受幹事団は、欧州及び米国その他地域の機関投資家、ドイツ・フランス・スペインの個人投資家向けに同社株式を公募販売する担当業者で構成されていた[8]。本件の公募株式数は 1 億 4,487 万株、約 27 億 5,000 万ユーロ相当の公募案件で[9]、同社株式は、パリ証券取引所第 1 部市場（Premier Marché）のほか、フランクフルト、マドリッド、ビルバオ、バルセロナ、バレンシアの各証券取引所に上場されることになった。

ドイツ銀行は本件で、共同主幹事のほか機関投資家及び個人投資家向け公募販売の全てを担当しており、幹事団では最も重責を担っていたが、同行が世界の金融センターに展開する投資銀行部門の拠点、ドイツ国内の本支店、1987 年に子会社化したスペインの商業銀行（ユニバーサルバンク）などを通じ、株式の公募販売は結果的に成功裡に遂行された。EADS は、一企業というよりも欧州 3 ヶ国の国策企業の連合体であり、その運営には各国の政治的な思惑が複雑に絡み合い企業としての意思決定が必ずしも迅速には行われないだろうこと[10]、また国防・軍事機器部門の売上高の 24%（民生部門 76%・1999 年）と比重は大きくなかったものの、需要縮小が見込まれる国防・軍事部門を商用航空機など好調な部門がどの程度カバーするのかは未知数だったことから、一部投資家からはその成長性には疑問が呈されていた。しかし、欧州発で世界有数の航空･国防･宇宙機器開発製造企業は、ドイツ銀行をはじめ販売幹事団の営業活動によって、結果的には欧州地域の機関投資家・個人投資家の買いを集めたのであった。

民間企業とはいえ欧州の戦略的企業と位置付けられ、ドイツを実質的に本拠としながらフランス、英国、スペイン、ドイツの政府・企業が出資するという複雑な所有構造となっていた EADS の公募増資案件を主幹事として全うしたことは、ドイツ銀行が欧州で最高の投資銀行のひとつと認められた証ともなったわけだが、投資銀行部門において本案件を中核として担ったのは､旧 BT アレックスブラウンのハイテク投資銀行家であった｡EADS は、航空機等製造というテクノロジー産業の側面を持ち、軍事企業として通信部門を擁してい

たため、技術産業を専門とする投資銀行家やアナリストの役割が大きかったのである。航空･国防･宇宙機器産業は、その傘下に多様な子会社群を抱えている。本件における成功によって、その後も EADS 本体のみならず傘下企業の投資銀行案件にも関与する機会が増えることになった[11]。

2）ドイツポストの新規株式公開案件（2000 年）

1990 年 1 月、ドイツ郵政事業再構築法（Poststrunkgesetz）の下、旧ドイツ郵政省現業部門は、郵便（ドイツポスト）、貯金（ポストバンク）、通信（ドイツテレコム）の 3 部門に分割された。ドイツポスト（Deutsche Post AG）は、1998 年末現在、従業員約 23 万 4,000 名、約 14,000 の郵便局をドイツ国内に展開し、国内外に 173 子会社を有し、営業収益 287 億マルクを誇る欧州最大の郵便・物流企業であった。分割後の 1990 年代半ばまで、ドイツポストは赤字経営が続いたが､クラウス･ツムヴィンケル CEO は徹底したコスト削減とともに、郵便事業の収益拡大に必要な企業の買収を進め、1998 年には黒字転換を果たしていた（図表 3）。例えば、1997 年に民間文房具販売のマックペーパー（McPaper AG）を買収し、受託業務として文房具を郵便局で販売し利益増につなげた。また、1999 年 3 月には、スイスの大手物流企業ダンザス（DANZAS）を完全子会社（100%出資）とし、郵便サービス業者から総合物流企業への脱皮の契機としたのである。ドイツポストは、世界的な総合物流企業となるべく株式公開し、株式交換方式を通じた買収など業容拡大に動くこととなった。

図表 3　2000 年前後のドイツポストの業績

（百万ユーロ）

	1998	1999	2000	2001	2002
営業収益	15,529	23,532	33,917	34,955	42,262
営業経費	14,696	22,521	31,538	32,408	39,841
営業利益	827	939	2,379	2,547	2,421
純利益	925	1,117	1,527	1,587	1,590
総資産	15,120	77,118	150,280	156,701	162,647
資本	1,765	2,652	4,001	5,353	5,095
ROE（税引前利益･%）	63.1	35.9	62.1	45.9	35.5

（出所）*Deutsche Post Annual Report*,1998-2002 より作成

2000 年 11 月､ドイツポストは全株のうち 49%（51%は政府保有を維持）を新規公開した。本案件は、全株の 49%、総額 66 億ユーロ（56 億ドル）相当の大型新規公開であり、欧州 7 ヶ国（フランス、ベルギーは除く）、米国、日本での公募が計画されていた。ドイツ銀行は、本案件で、スイス大手行 UBS の投資銀行部門 UBS ウォーバーグ（UBS Warburg）とともに共同主幹事に就任している。同社のビジネスモデルは長期的に安定した収益を計上すると同時に、株式公開後の積極的な拡大戦略によって業績向上が実現すれば株価の大幅な値上

がりも見込め、個人投資家には魅力的な銘柄ではあった。また、同社株式が広く個人投資家に購入されることによって、預金中心だった個人の資産運用が変わる絶好の機会と評する向きもあった[12]。しかし、同年夏に実施されたドイツテレコム第 3 次新規公開案件では、公開価格が 66.5 ユーロだったものが数ヶ月後に 40%も下落する事態となったこともあり、公開引受業者 2 社はグループをあげて万全の体制で本案件に取り組む必要があったのである。事業規模が大きく国民の知名度も高いため、民営化銘柄の公開は市場に好意的に受け入れられるものであるが、公開後は業績と経営内容に従って冷徹に分析・評価されることを、ドイツテレコム株式の株価下落は示していた。結果的には、個人投資家に「身近な郵便局」を運営する企業として受け入れられ、ドイツ銀行の国内外の機関投資家営業部門、国内本支店、イタリアやスペインなどの銀行子会社支店を通じ、ドイツポスト株式は順調に個人及び機関投資家に販売された[13]。

ドイツポストは、新規公開で調達した資金で 2000 年以降さらなる買収攻勢をかけるようになった。例えば、株式公開前に米国の国際宅配便大手 DHL に 22.5%を出資、2000 年末時点で 25%を出資していたが、2002 年に完全子会社化して国際的な総合物流企業の足掛かりを築いた（2009 年から郵便・物流企業として「ドイツポスト DHL」のブランド名を使用）。その後も米国、オランダ、イタリアの有力物流関連企業を買収し、2005 年には、当時世界最大のサードパーティ・ロジスティクス（3PL）[14]企業の英エクセル（Exel plc）を 65 億ドルで買収・完全子会社し、社員 50 万人を擁する世界最大規模の総合物流企業となっている[15]。新規公開で主幹事だったドイツ銀行は、同社のこうした拡大過程で、同社本体及び子会社・関連会社に関する社債引受主幹事、M&A アドバイザーなど様々なビジネス機会を得ることになった[16]。

3）ポストバンクの新規株式公開案件（2004 年）

1999 年、ドイツの郵便貯蓄銀行に相当するポストバンク（Postbank AG）はドイツポストの完全子会社となった。1994 年の新郵政改革法（Gesetze zur Postreform Ⅱ）に基づき、1995 年に株式会社形態に変更したのに伴い、ポストバンクは業務範囲拡大が可能になったが、まだ独立した金融機関として収益をあげるのは難しく、ドイツポストの傘下に入ったのである。郵便局店舗網を活用して金融商品のクロスセリングを行ったことで、ポストバンクの業況は次第に改善した[17]。2004 年 6 月、同行は他社買収を通じたさらなる事業展開、業容拡大を目指し発行済株式の 33.23%、約 30 億ユーロ相当の新規株式公開を実現した（ドイツポストは発行済株式の過半数〔50%＋1 株〕の保有を維持）。

ドイツ銀行は、本案件でモルガンスタンレーとともに共同主幹事に就任している。ポストバンクの業務は、貯蓄（積立・定期預金、投資信託）、送金・決済（郵便振替口座）、外貨両替、保険商品販売といった低リスクかつ安定収益が見込めるものであり、長期保有を志向する個人投資家から高い需要が望めた[18]。また、2001 年以降欧州で行われた新規株式公開案件としては最大規模であり、欧州資本市場の同社株式への期待は高まった。しかし、ポ

ストバンクの利益水準は高くなく、投資家にアピールし新規公開を円滑に進めるため、それに先行して投信販売に参入し、アドバイザリー会社を買収するなどいくつかの手当てが必要となった（図表 4）。さらには、共同主幹事を務めたドイツ銀行がポストバンクを買収する可能性が金融専門紙で報じられ、当初公募価格のレンジを「1 株 31.5 ユーロから 36.5 ユーロ」としていたものを「1 株 28 ユーロから 32 ユーロ」に、また発行規模も「発行済株数の 50%マイナス 1 株」から 33.23%に引き下げざるを得なくなったのである。ポストバンク株式は、個人投資家のほか機関投資家からの需要も多く順調に販売されたものの、ドイツ銀行としても、自行戦略に関する情報や風評リスクの管理について課題を残す案件となった[19]。

図表 4　近年のポストバンクの業績推移

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
総資産（10億ユーロ）	59.97	133.99	139.82	141.09	132.62	128.25	140.28	184.89	202.99
資本（10億ユーロ）	4.41	4.58	4.85	4.40	4.87	4.77	5.19	5.21	5.31
純金利収入（10億ユーロ）	1.52	1.65	1.64	1.85	1.65	1.57	1.68	2.15	2.24
純手数料収入（10億ユーロ）	0.40	0.45	0.41	0.46	0.47	0.61	0.70	1.41	1.43
税引前利益（百万ユーロ）	91.0	234.1	343.2	398.7	496.5	719.0	648.0	941.0	1,004.0
ROE（%・純利益ベース）	N.A.	N.A.	4.0	2.7	7.1	9.4	10.0	14.0	16.7
従業員数（千人）	11.78	10.76	10.43	10.23	8.70	10.01	9.24	21.70	21.47

（出所）*Post Bank Annual Report*,1999-2007 より作成

株式公開後、ポストバンクは、2005 年 1 月にオランダ金融大手 ING グループ傘下ドイツ中堅銀行 BHF 銀行のロンドン支店を、2005 年 10 月には建築貯蓄金庫（Bausparkasse）グループでドイツ第 2 位の BHW ホールディングス（BHW Holdings AG）を買収している（買収金額は非公開だが、その上限は 17.9 億ユーロとすることで合意済）。また、同年 12 月には、ドイツポストの 850 支店の買収も発表している。特に BHW は買収当時ドイツ住宅ローン分野で 11.7%の市場シェアを占め、強力なブランドを有していた。ドイツ銀行は、新規公開後もポストバンクに対する案件開拓営業などを通じ、本体及びその子会社群から投資銀行案件を獲得している。ドイツ銀行は、2008 年 9 月に翌年 3 月までにポストバンク株式の 29.75%を買収すると発表、2010 年 12 月には出資比率が過半数となり、事実上買収するに至っている（2012 年には出資比率が 93.7%）。

（3）欧州新興企業向け証券市場の新規株式公開案件の開拓

相次ぐ民営化に絡む新規株式公開案件のほか、1990 年代後半から設立の相次いだ新興企業・ベンチャー企業向け証券市場の設立も、ドイツ銀行をはじめ欧州投資銀行には案件獲得の追い風となった。欧州では、1995 年に英国のロンドン証券取引所（London Stock Exchange：LSE）内にベンチャー及び中小企業向け証券市場の代替投資市場（Alternative Investment Market：AIM）が設立されて以降、ドイツのノイアマルクト（Neuer Markt）、フ

ランスのヌーボーマルシェ（Nouveau Marché）をはじめ各国で相次いでベンチャー・中小企業向け市場の開設が相次いだ（図表 5）。これら新興証券市場の場合、そこでの上場を目指す企業は上場申請時に 1 社又は 2 社のスポンサー（主幹事証券会社）をつける必要があったが、ドイツ銀行は欧州各地の新興市場において、ドイツ国内外の中堅・中小企業の新規株式公開スポンサーに就任している。ドイツ銀行は、ドイツ携帯電話第 2 位のモビルコム（Mobilcom AG）、自動車部品・車体製造のベルトラント（Bertrandt AG）といったノイアマルクト主要銘柄の上場主幹事を務めている。

図表 5 欧州地域における新興企業向け証券市場開設の動き

年月	動　　向
1995年5月	・汎欧州店頭株式市場イスダック（European Association of Securities Dealers Automated Quotation：EASDAQ）の運営主体EASDAQ設立
1995年6月	・ロンドン証券取引所が新興企業向け証券市場の投資代替市場（AIM）を開設・取引開始
1996年3月	・パリ証券取引所が新興企業向け証券市場のヌーボーマルシェ（nouveau marché）を開設・取引開始
	・ブリュッセル証券取引所がユーロ・ヌーボーマルシェ（Euro nouveau marché）を設立
	・ドイツ取引所が新興企業向け証券市場のノイア・マルクトを設立、同時にユーロNMに参加
1996年9月	・アムステルダム証券取引所がユーロNMに参加
1996年11月	・ブリュッセル証券取引所が新興企業向け証券市場のユーロNMベルギーを設立
1997年2月	・アムステルダム証券取引所が新興企業向け証券市場NMAXを設立
1997年3月	・ノイア・マルクト（Neuer Markt）が開設・取引開始
	・NMAXが開設・取引開始
1997年4月	・ユーロNMベルギーが開設・取引開始
1999年1月	・イタリア証券取引所が新興企業向け証券市場のヌオボ・メルカート（Nuevo Merkart）を設立、ユーロNMに参加
1999年4月	・ウィーン取引所の新興企業向け証券市場オーストリア・グロース・マーケットが取引開始
1999年7月	・スイス取引所の新興企業向け市場SWXニューマーケットが取引開始
1999年11月	・ロンドン証券取引所がハイテクベンチャー企業向け証券市場のテックマート（TechMart）
2000年4月	・マドリード証券取引所の新興企業向け市場ヌエボ・メルカートが取引開始
2001年3月	・米ナスダック・ストック・マーケットがEASDAQ買収計画を発表（ナスダック・ヨーロッパとして再編成）
	・ナスダック・ヨーロッパとベルリン証券取引所が提携（2002年6月にナスダック・ドイチュラントに再編成）

（出所）各証券取引所資料より作成

ドイツ国外では、新興企業向け市場として成長の著しかった AIM がある英国、及び同族経営の中堅中小企業の宝庫で 1986 年に買収したバンカ・ダメリカ・エ・ディタリア（BAI）の支店網が全国に張り巡らされているイタリアにおいて、中小・新興企業を開拓し、実際の株式公開につなげている。例えば英国では、ドイツ銀行は、2003 年にリゾート運営のセンターパークス社（Center Parcs UK Group plc）が AIM に上場する際の主幹事証券会社（AIM では、上場主幹事をスポンサー又はアドバイザーと称している）に就任している。同社は、1987 年創業、短期滞在型のロッジビレッジを英国や欧州大陸で展開するリゾート運営業者であった[20]。2001 年にドイツ銀行傘下の投資会社ドイチェバンク・キャピタル・パートナーズ（Deutsche Bank Capital Partners：DBCP）が同社を買収した後、役員を派遣して経営効率化を図り、2003 年に有望銘柄として AIM に株式公開している。AIM は、ハイテク企業専門を謳うドイツのノイアマルクトなどとは違い、中堅・中小企業向けとしてハイテク企業のみ

ならず電機、小売り、出版、石油採掘、金属、不動産、金融など様々な業種の企業が上場、上場企業の国籍も欧州各国のほかロシア、中国に広がっていた。ノイアマルクトが 1997 年 3 月の開設後 5 年半で閉鎖したのに対し、AIM は 1995 年の時点では上場基準は極めて緩く[21]、中小企業でも上場しやすい市場のイメージが定着したことで英国内外から多数の銘柄を集めることに成功、現在も上場企業は 1,099 社を数えている（2014 年 11 月末）[22]。企業買収ファンドは、有望企業に投資し数年のうちに経営効率化を図って企業価値を高め、当該企業を上場させ多額の売却益を得るといった出口戦略に新興証券市場を利用することが多かった。市場として成功し 2000 年代半ばには隆盛するロンドン証券市場の象徴となった AIM は、当時から中堅・中小企業の資金調達や投資ファンドの出口戦略の場としてその役割は大きかった。

また、イタリアにおいては、ミラノ証券取引所が 1999 年 1 月に中堅・ベンチャー企業向け市場ヌオボ・メルカート（Nuevo Merkart）を発足させ、同年 6 月に取引を開始したのに伴い、ドイツ銀行は北イタリアの同族企業の上場アドバイザー業務獲得に本格的に取り組んだ。ドイツ銀行は同地域の冷凍ピザ会社のロンカディン（Roncadin SpA）を取引先として開拓し、1999 年にその上場主幹事を務めている。ヌオボ･メルカートに現地の取引先中小企業を次々と上場させている。

欧州地域において中堅・中小企業を開拓し、新興証券市場への株式公開助言業務を拡充できたのは、ドイツ本国及び欧州各国に現地銀行の買収によって張り巡らした銀行支店網との協働によるところが大きかった。1990 年代後半以降、ドイツ銀行は、同族経営の中堅・中小企業が欧州諸国でも際立って多いイタリアでは、BAI 支店網に加え現地金融機関への出資や買収できめ細かな情報網を構築している。同行は資本参加するドイツ保険最大手アリアンツを通じ、イタリアの中堅保険会社であるアドリア海保険連合（Riunione Adriatica di Sicurtà：RAS）を傘下に持ち、同地域の企業情報収集の拠点としてきたが、1999 年 11 月にはイタリア北部を地盤とする独立系中堅金融グループ、カッサマルカ（Casamarca）傘下のアドリアリース（Adria Leasing）を完全子会社化、2000 年 11 月には、同国最大の投資銀行メディオバンカ（Mediobanca SpA）に 2 億ドルを出資している。ドイツ銀行は、こうした金融機関の影響下にある同族企業を次々と開拓していった。前述したように、1990 年代後半から 2000 年代初めにかけ、ドイツ銀行は周辺各国のリテール銀行の買収を行った。これにより現地の中堅・中小企業の経営・財務、信用力や成長力を日常取引の中で把握し、将来の証券発行、M&A といった企業のニーズを汲み上げ、実際の投資銀行案件につなげていったのである。

2. 米国市場における株式関連業務

（1）IT バブル期のハイテク企業向け株式引受案件

1999 年から 2001 年初頭の IT バブル期、ドイツ銀行投資銀行部門の DB アレックスブラ

ウン（DB Alex.Brown）は、北米地域において通信・メディア、テクノロジー業界向けの多くの株式関連案件を獲得した（図表 6）。旧アレックスブラウンは、米国西海岸に本社を構える多数のハイテク企業と取引関係にあり、ドイツ銀行が BT アレックスブラウンを統合した 1999 年 6 月は IT バブルの最中にあった。当時、多くのハイテク企業がカリフォルニア州を中心に設立され発展していたが、旧アレックスブラウン出身の投資銀行家が中心となって新規公開、証券発行案件を次々に獲得し、それが当時のドイツ銀行投資銀行部門による主たる実績の 1 つとなったのである。

図表 6　IT バブル期の主要な通信メディア・技術業界企業向け株式関連案件

年月	サービス提供先企業	業種	主力業務・製品	案件の内容	取引金額
1999年2月	FlyCast Communications Corp	通信メディア	ウェブ広告	新規株式公開	8,000万ドル
1999年7月	JDS Uniphase Corporation	テクノロジー	光学製品	新規株式公開	8億7,900万ドル
1999年9月	Bluestone Software,Inc	テクノロジー	ソフトウェア	新規株式公開	4億3,100万ドル
1999年9月	Foundary Networks	テクノロジー	ネットワーク機器	新規株式公開	1億4,400万ドル
1999年9月	Yesmail.com,Inc	テクノロジー	Eメールマーケティング	新規株式公開	3,740万ドル
1999年10月	Women.com	通信メディア	ソーシャルメディア運営	新規株式公開	4,310万ドル
1999年10月	DSL.net	通信メディア	デジタル通信網	新規株式公開	6,200万ドル
1999年11月	Webvan Group,Inc	テクノロジー	食料品のオンライン通販	新規株式公開	4億3,100万ドル
1999年12月	VA Linux Systems,Inc	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	1億5,200万ドル
2000年1月	Extensity,Inc	テクノロジー	アプリケーション開発	新規株式公開	8,000万ドル
2000年2月	Hispanic Broadcasting Corp	通信メディア	ラジオ局運営	株式追加募集	2億5,500万ドル
2000年2月	Clear channel Communications	通信メディア	テレビ・ラジオ局運営	転換社債売出し	14億ドル
2000年2月	Nextel Communications	通信メディア	携帯電話	株式追加募集	28億ドル
2000年3月	Register.com	通信メディア	ウェブサービス	新規株式公開	1億2,000万ドル
2000年4月	i3 Mobil	通信メディア	通信機器・部品製造	新規株式公開	9,000万ドル
2000年5月	Autonomy Corporation	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	2億7,300万ドル
2000年5月	Pixelworks	テクノロジー	ファブレス半導体製造	新規株式公開	6,600万ドル
2000年5月	Stanford Microdevices	テクノロジー	電子部品製造	新規株式公開	5,500万ドル
2000年6月	Mobility Electronics	テクノロジー	コンピュータ周辺機器	新規株式公開	5,500万ドル
2000年7月	WebEx Communication	テクノロジー	Web会議システム開発	新規株式公開	5,600万ドル
2000年7月	VailCert	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	4,000万ドル
2000年7月	Terayon Communication Systems	テクノロジー	ブロードバンドサービス	転換社債の売出し	5億ドル
2000年7月	Tripath Technology	テクノロジー	ファブレス半導体製造	新規株式公開	5,000万ドル
2000年8月	Evolve Software	テクノロジー	ゲームソフトウェア開発	新規株式公開	5,200万ドル
2000年9月	Connected Corp	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	5,750万ドル
2000年9月	Vastera	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	9,700万ドル
2000年9月	Docent Solutions	テクノロジー	サーバー管理	新規株式公開	1億100万ドル
2000年9月	Open Port Technology Inc	テクノロジー	インターネット機器製造	新規株式公開	8,050万ドル
2000年9月	Vastera Inc	テクノロジー	物流ソフトウェア	新規株式公開	7,000万ドル
2000年9月	Colo.com	テクノロジー	ｺﾛｹｰｼｮﾝﾎｽﾃｨﾝｸﾞｻｰﾋﾞｽ	新規株式公開	2億3,000万ドル
2000年9月	IWO Holdings, Inc	テクノロジー	ワイアレス通信サービス	新規株式公開	1億7,250万ドル
2000年10月	Endwave	テクノロジー	半導体製造	新規株式公開	8,400万ドル
2000年10月	Switch & Data Facilities	通信メディア	データセンター運営	私募株式の募集代理	1億800万ドル
2000年10月	American Tower	通信メディア	ワイアレス通信設備	転換型劣後債売出し	4億5,000万ドル
2000年10月	Pinnacle Towers	通信メディア	ワイアレス通信設備	転換型劣後債売出し	2億ドル
2000年11月	Transmeta	テクノロジー	半導体製造	新規株式公開	2億7,300万ドル

（出所）*Investment Dealers' Digest*,1999-2000 各号、IPO Monitor より作成

IT バブル期、ドイツ銀行が獲得したハイテク企業案件として代表的なのが、2000 年 11 月の米ベンチャー企業トランスメタ社（Transmeta Corporation）の新規株式公開である。同社は、低消費電力を特徴とするマイクロプロセッサを開発・製造していたが、その後は低消費電力集積回路の知的財産権のライセンス提供を主な事業とした。ドイツ銀行（ドイチェバンク･アレックスブラウン）は、モルガンスタンレー･ディーンウィッター（現モルガンスタンレー）、ソロモン･スミスバーニーなどとともに共同主幹事に就いている。米国のナスダック市場（NASDAQ）における公開価格は 21 ドル、売出し株式数 1,300 万株で総額 2 億 7,300 万ドルを調達した。

トランスメタ社は、1995 年の創業後数年間は知名度の低い企業だったが、2000 年 1 月に革新的な低消費電力の Crusoe プロセッサ（x86 互換プロセッサ）を発表、同年の PC エキスポ 2000 において IBM、日立などが Crusoe 搭載ノートブックを展示、8 月にはソニーが年末商戦向けの自社製品（VAIO）に搭載を発表したことで、一気に注目を集めることになった銘柄である[23]。同社製品への期待は高く公開初日の株価は急騰、一時 50 ドルを超え終値は 46 ドルとなった。これは、2004 年のグーグル（Google）の新規株式公開により記録が塗り替えられるまで、IT バブル期における同国最大のハイテク企業の株式公開となった。創業当初の知名度は低かったものの、同社は、Linux カーネルを開発し 1991 年に一般に公開したことで有名なプログラマー、リーナス・ドーバルズ氏をはじめ極めて優秀な技術者が在籍しており、その技術力の高さから創業当初から旧アレックスブラウンが注目し、取引開拓を行っていた顧客企業であった。

また IT バブル期、ドイツ銀行は米国市場において、医薬、バイオ、医療機器といったヘルスケア業界向けでも、新規株式公開その他の株式関連案件を多く手掛けている（図表 7）。同じヘルスケアでも、医薬・バイオ企業は多額の研究開発費を要するが、その割にはその成果が出るか否か、企業が成長軌道に乗るか否かについて未知数な部分が多く、当該銘柄を敬遠する投資家は、通信メディア、テクノロジー業界と比べても少なくなかった。当該セクターの新規公開案件にはそうした意味でのリスク（売残り等のリスク）があったが、医療機器（medical device）製造企業の場合は、良質な技術があれば着実に病院などの需要を取り込み成長軌道に乗ったことから、ドイツ銀行としてもそうした企業の取引開拓に注力していた。例えば、車椅子や介護用ベッドを専門とするサンライズ･メディカル社（Sunrise Medical Inc）は非上場企業ながら、欧州や中国に製造拠点を擁し世界 130 ヶ国以上に販売網を持つグローバル企業であった[24]。IT バブル期においても、同社は敢えて新規公開することなく、2000 年の 10 月と 12 月に 2 つのベンチャーキャピタルから出資を受けている。ドイツ銀行は、資金調達アドバイザーとしてベンチャーキャピタルや投資ファンドを結び付け、同社の資金調達を支援するサービスを提供している[25]。

この時期、ドイツ銀行は旧アレックスブラウンの実績を活用して多くのハイテク企業案件を獲得したが、株式公開した銘柄は、業務分野を問わず玉石混交の状況であったことは否めない。公開後も長く黒字転換せず株価が低迷したり、公開直後に経営破綻し投資家が

損失を被るようなケースは多かった。悪質な企業の案件を手掛け、投資銀行として評価を下げることも少なくなかった。例えば、1999 年 10 月に新規株式公開したウェブバン社（Webvan）のケースでは、公開後 1 年半で同社は経営破綻、公開時に企業と交わした諸契約をめぐり、ドイツ銀行を含む主幹事各社が投資家から提訴される事態に発展している[26]。ウェブバンは、1996 年に創業、食料品のオンライン販売を主力事業とし、サンフランシスコ地区において先端の配送システムを擁した最新鋭の倉庫から「注文を受けてから 30 分以内に配送」することを謳い文句に成長していた。革新的な事業内容と創業時から有力なベンチャーキャピタルが出資していたことから、極めて有望な新規公開案件（“blockbuster IPO”）として前評判は高く、同社は公開で 3 億 2,500 万ドルを調達することができた（公開価格 15 ドル、売出し株式 2,500 万株）。

図表 7　IT バブル期のヘルスケア業界企業向け株式関連案件（1999 年～2001 年初頭）

年月	サービス提供先企業	本社	主力業務・製品	案件の内容	取引金額
1999年	Health Care REIT,Inc	米国	不動産投信	累積型優先株式売出し	7,500万ドル
1999年	United Payors & United Providers,Inc	米国	ヘルスケア向け金融	普通株式売出し	4,750万ドル
1999年	Coulter Pharmaceutical,Inc	米国	医薬開発・販売	普通株式売出し	6,000万ドル
1999年	Province Healthcare Company	米国	地域救急病院運営	普通株式売出し	1億670万ドル
1999年	American Dental Partners,Inc	米国	歯科治療サービス	新規株式公開	3,880万ドル
1999年	United Therapeutics Corporation	米国	バイオ技術	新規株式公開	6,200万ドル
1999年	Wesley Jessen Visioncare,Inc	米国	ソフトコンタクトレンズ製造	株式追加売出し	1億1,500万ドル
2000年1月	Incyte Pharmacuticals,Inc	米国	製薬	転換社債売出し	2億1,100万ドル
2000年1月	Trimeris,Inc	米国	バイオ医薬	公開株への投資	7,100万ドル
2000年2月	Incyte Pharmacuticals,Inc	米国	製薬	公開株への投資	4億4,200万ドル
2000年2月	Sepracor Inc	米国	製薬	転換社債発行	4億6,000万ドル
2000年2月	Titan Pharmaceuticals,Inc	米国	バイオ医薬	公開株への投資	4,100万ドル
2000年3月	Angiotech Pharmaceuticals,Inc	米国	医療機器・縫合技術	株式追加売出し	9,400万ドル
2000年3月	CIMA Labs,Inc	米国	溶性錠剤カプセル製造	公開株への投資	2,100万ドル
2000年3月	IntraBiotics Pharmaceuticals,Inc	米国	抗菌薬製造	新規株式公開	1億1,300万ドル
2000年3月	Pharmacopeia,Inc	米国	バイオ医薬	公開株への投資	1億1,700万ドル
2000年3月	ACLARA BioSciences,Inc	米国	生命科学	新規株式公開	2億1,700万ドル
2000年8月	Inspire Pharmaceuticals,Inc	米国	眼科用医薬品	新規株式公開	7,600万ドル
2000年8月	Genaissance Pharmaceuticals,Inc	米国	遺伝子変異検査技術	新規株式公開	9,000万ドル
2000年8月	Amerigroup Corporation	米国	健康保険・管理ﾍﾙｽｹｱ	新規株式公開	8,620万ドル
2000年10月	Sunrise Medical Inc	米国	車椅子等医療器具製造	資本増強（Vestar & Park av.Equity Partners）	3億5,900万ドル
2000年10月	Inhale Therapeutic Systems,Inc	米国	吸入式インスリン製剤	転換社債売出し	2億3,000万ドル
2000年10月	Aligin Technology,Inc	米国	歯科矯正装置製造	PEによる投資	1億100万ドル
2000年10月	Albany Molecular Research,Inc	米国	無菌充填機器製造	株式追加売出し	1億9,900万ドル
2000年11月	Array BioPharma Inc	米国	低分子医薬	新規株式公開	5,600万ドル
2000年11月	CIMA LABS Inc	米国	溶性錠剤カプセル製造	株式追加売出し	1億7,000万ドル
2000年12月	Songbird Hearing Inc	米国	補聴器製造	私募株式売出し	4,500万ドル
2000年12月	Sunrise Medical Inc	米国	車椅子等医療器具製造	資本増強	3億5,900万ドル
2001年1月	Align Technology,Inc	米国	歯科矯正装置製造	新規株式公開	1億3,800万ドル

（出所）*Investment Dealers’ Digest*,1999-2000 各号、IPO Monitor より作成

しかし、公開後に同事業をシカゴ、ダラス、アトランタなど遠方を含む全米 26 都市で展開し始めると、同社株は大きく低迷した。全米に展開するといっても各地域で無の状態から事業を始めなくてはならないこと、特に最新鋭の倉庫を全米各地に建設するとなるとその費用（平均 3,000 万ドル）負担が同社売上高に比べて割高だったこと、同社経営陣に食品・小売り業界経験者がいないことが判明したことから、市場の失望を誘う結果となった。短期間での無理な業容拡大がたたり業績は低迷、2000 名の大規模な人員削減を行うに至り、2001 年 7 月、同社はついに破綻した。

（2）IT バブル期以降の株式関連案件

新規公開自体が成功したからといって、当該企業やその株価が長期にわたり成長するとは限らない。また、粉飾決算を隠しながら株式公開を目論む悪質企業やウェブバンのように戦略を誤り短命で終わる企業の案件を担当した投資銀行は、それ自身の評価も落としかねない。しかし、米国のハイテク企業は、IT バブル崩壊後も、2000 年代を通じドイツ銀行投資銀行部門の主要な顧客であり続けた。IT バブル崩壊直後案件は減少したものの、2000 年代半ばには当該案件は復調・拡大している。例えば、2004 年 1 月から 9 月まで、ドイツ銀行が手掛けたハイテク企業の株式関連案件を見ると、テクノロジー業界案件だけで取引金額 1 億ドル以上の案件が、新規株式公開、株式追加売出し、転換社債売出しを中心に 20 件以上に上っている[27]。2000 年代半ばにドイツ銀行が手掛けた案件には、カリフォルニア州などを本拠とするハイテクベンチャー企業のみならず、コンサルティング大手のアクセンチュア（17 億ドルの株式追加売出しの共同主幹事）、オンライン金融取引大手のアメリトレード（6.5 億ドルの株式追加売出しの共同主幹事）、ゼロックス･コーポレーション（8 億ドルの転換社債売出し）など大企業による大型のエクィティファイナンス案件が多数含まれている。

2000 年代、ドイツ銀行は、ハイテク企業との取引深耕を図ると同時に、自動車、電機、鉄鋼といった主要産業以外のニッチ産業においても案件の開拓を行い実際のビジネスにつなげている。例えば、2000 年代初頭には投資銀行では数少なかったゲーム・エンターテインメント業界向けに投資銀行サービスを提供するチーム[28]を抱え、ゲーム、エンターテインメント、カジノ、宿泊施設運営、レジャーといった業界の案件を開拓していた。当該業界の資金調達案件は債券発行が主だったが、2002 年には当時としてゲーム業界では史上最大の新規株式公開案件の主幹事に就任するなどの成果[29]をあげている。

3. 創造的な手法の導入

前述したように、ドイツ銀行に買収される前からニッチビジネスを開拓し、大手投資銀行からも一目おかれる革新的な新商品や特殊なスキームを顧客企業に提示してきた。そうした BT の伝統は、新興企業関連の株式引受を主たる業務としたアレックスブラウンを買収

し、さらにドイツ銀行と統合してからも受け継がれることになった。そして、ドイツ銀行投資銀行部門は、顧客企業に対し一段と利便性の高い商品サービスを提供したのである。

例えば、2004 年から 2005 年にかけ、ドイツ銀行は新規株式公開案件に頻繁にアクセラレイテッド・ブックビルディング（accelerated bookbuilding）という手法を積極的に採用するようになった[30]。これは、企業の新規株式公開や公募増資の際、ロードショーなどの大規模な株式勧誘活動を行わずに発行価格と割り当ての決定を行うブックビルディングの一方式であり、当該株式の株価下落リスクを抑えながら、低コストかつ迅速な公開や増資が容易となるほか、予め公開株式を購入する投資家を特定するために企業の望む株主構成を確保しながら確実な資金調達を可能にするとされている[31]。

2005 年、ドイツ銀行は、太陽光エネルギー機器製造のエアゾル･ソーラー･エネルギー社（Ersol Solar Energy AG）の新規株式公開案件で単独主幹事に就きこの手法を導入したが、同社株に対しては応募株数が売出し株数の 50 倍に達し、まれに見る人気銘柄となった。本件は、2005 年にドイツ企業が行った中で最も成功した新規公開案件と評価されている[32]。エアゾル社は小規模な太陽電池製造会社だったが、2004 年に大株主だった企業が倒産したのに伴い、ドイツ新興企業投資ファンドのベンティッツ（Ventizz Capital Partners Advisory AG）が同社株の 79.7％を取得、同社を太陽電池製造業者から国際的な太陽光産業グループ（international photovoltanic group）に再構築することで、企業価値の向上を図った。ベンティッツは事業拡大のために上記新規公開を実施、1 億 1,600 万ユーロを調達して、太陽電池製造に欠かせないシリコンの供給基地として米国のシリコン再生会社を買収し、さらに成長を遂げた。従業員は当初の 100 名から 1,200 名へ、EBIT は 2008 年には 3 億 1,000 万ユーロに達した[33]。またドイツ銀行は、2006 年に不動産・地域開発業者のパトリツィア･インモビーレン社（Patrizia Immobillen AG）の新規株式公開案件を手掛け、3 億 5,370 億ユーロの調達に成功している[34]。さらに同時期、ドイツ銀行は、ドイツ国内における新規株式公開案件において、アクセラレイテッド･ブックビルディングを採用した株式募集方法（accelerated equity placement）と他社株転換債（exchangeable bond）[35]を組み合わせた革新的な新規公開を手掛けている[36]。2000 年代半ば、ドイツ銀行はこの株式募集方法をドイツを中心とした欧州市場に普及させ、他の欧米投資銀行が相次いで公募増資や新規株式公開に採用するようになった[37]。

また、ドイツ国外の案件においても、創意工夫に富みかつ顧客の要望に応えるスキームを提案している。例えば、2003 年 5 月、フランス水道・ガス事業大手のスエズ（Suez S.A.）の英水道供給子会社の売却案件において、ドイツ銀行は英国の地場投資銀行コリンズ･スチュワート（Collins Stewart）及び環境産業専門投資銀行エコフィン（Ecofin）と組み、画期的なスキームを提供した[38]。スエズは、英国子会社ノースアンブリアン･ウォーター社（Northumbrian Water Group）の株式 75％、3 億 8,900 万ポンドを、26 社からなる機関投資家連合に売却し、資金調達を行っている。本案件では、多数の機関投資家に対し安定成長かつ高配当な水道事業銘柄の割当てをオークションにかけることで（売却側のスエズが望

む通り）売出し価格を高く設定する一方、ブックビルディングなど公開手続きの手間を省き、通常の新規株式公開につきものの株価下落リスクを回避しながら、実質的な新規公開を果たした。本案件は、「バーチャル IPO（virtual IPO）」と評され、革新的な株式公開スキームとして金融市場の注目を集めることとなった[39]。

証券引受競争の激化で 1990 年代以降引受手数料の低下が顕著となるなか、BT 買収後のドイツ銀行は、単純な公募増資、新規公開をこなすにとどまらず、上記に見るように自社の利益を確保しつつ顧客企業や投資家の利益や利便性を高めるような手法を導入し、それをもって市場を牽引する力を持ち合わせようになっていたのである。

4. その他の株式関連業務

2000 年代、株式関連業務で引受業務以外に重視されたのが、ブロックトレーディング、IT 技術を駆使したプログラムトレーディングと主にヘッジファンドを相手に行うプライムブローカレッジ業務であった。

ブロックトレーディングは、一度に数百万株にも上るまとまった株数の株式を、その日の引け値より数パーセント値引きした価格で売り手から投資銀行が買い取り（この時の値引き幅をグロススプレッドという）、それを一般投資家に売り捌く業務で、ボートディール（bought deal）とも呼ばれている。まず投資銀行が顧客から株式を全額買い取るわけだが、大型取引の場合、一度に数億から数十億ドル規模の在庫リスクを取ることになる。そして次の日のマーケットが開くまでに、投資家に手あたり次第に在庫の株式を転売する投資銀行は、短時間に多額の株式を販売する必要があることから、有力な機関投資家を多数顧客にしていなければできない取引であるが、株式を安価で仕入れている分、買い取った全株を販売した時の利益は大きい。2000 年代にドイツ銀行は、シンガポール大手政府系銀行（後述）、欧州大手銀行向けなど[40]、いくつかの大型案件を成功裡に行っている。

プログラムトレーディングは、コンピュータの自動処理によって株式や債券の売買を行う手法であり、株式指数に連動するポートフォリオを維持する、裁定取引を行うなど、定型取引に対しては利便性が高い。例えば 2003 年、ドイツ銀行は、グローバル･トランジション･マネジメント･ビジネス（年金戦略ビジネス）の一環として、プログラムトレーディングの業務基盤を効果的に活用することで、同年で最大規模となる案件をいくつか獲得している。そのうちの 1 つは、ソブリンファンドが保有していた 4 億株強、総額 90 億ユーロを、3 日間で 10 社におよぶ投資運用機関に移行するという複雑な案件であった。同行はこのビジネスで、主要な金融専門誌（グローバル･インベスター誌）の調査で、9 カテゴリーのうち 8 つにおいて首位にランクされることになった[41]。

また、プライムブローカレッジは、銀行・証券会社が、プライムブローカー（prime broker）としてヘッジファンドなどに信用力を提供する形で他の金融機関と取引する場を与える業務である。プライムブローカーは、ヘッジファンドから、資金調達、証券の借入れ、取引

決済、有価証券の管理、リスク管理、オフィスの手配など様々な周辺業務の委託を受け、サービス提供に伴う手数料を受け取る。ドイツ銀行年次報告書には、2001 年に“prime equity service”が初めて記載されているが、ドイツ銀行は、1997 年から 1998 年にかけて発生したアジア通貨危機、ロシア財政危機を機に経営破綻した米ヘッジファンド、ロングターム･キャピタル･マネジメント（LTCM）に出資、破綻時には救済融資を行ったことから、2000 年代以降、ヘッジファンド業界との取引を拡大するようになっていた。

5. 株式関連業務におけるドイツ銀行の位置

上記の通り、BT 買収後、ドイツ銀行年次報告書に紹介された各年の代表的な株式関連案件を見てきたわけであるが、1999 年の BT の買収・統合から金融危機前の 2007 年まで、ドイツ銀行が獲得した案件を見ると、まず欧州では、IT バブル期のハイテク企業に始まり、公的・国策企業の民営化・新規株式公開、中堅・中小企業の新規公開案件が際立っていた。米国では、1999 年に統合した BT アレックスブラウンが得意としたハイテク企業向けの新規株式公開等が獲得案件の中心であり、案件遂行において新たな手法、創造的なスキームが取り入れられた。また、2000 年代半ば以降は、中国国営企業やロシア･エネルギー企業の新規公開などが同行の象徴的な株式関連案件としてあげられるようになっていた（アジア・新興国案件は本章第 5 節で詳説）。2000 年代は、ドイツ銀行が手掛ける投資銀行ビジネスは、欧州、米国、アジア・新興国と全世界に広がっていた。

株式引受ランキングでほとんど上位 10 社に入らなかった BT 買収前に比べれば、BT アレックスブラウンを取り込んだ後のドイツ銀行投資銀行部門は、米国や欧州の多くの株式関連案件に取り組み、案件対応可能な業界を広げ、顧客企業に対するサービスの質も格段に向上したものと考えられる。図表 8 に見るように、大規模な民営化案件を数多く手掛けたことなどが奏功し､欧州市場の株式引受ランキングでは上位 5 位以内に入るようになった。しかし、米国市場では、2005 年は第 13 位、2006 年は第 9 位となお米大手投資銀行の後塵を拝し、アジアや日本市場を含むグローバルランキングでも、2005 年、2006 年は第 8 位に甘んじている。新規株式公開業務においても状況は変わらず、2005 年に第 10 位、2006 年に第 8 位と、同じ欧州系の UBS に大きくリードを許した形となっている（図表 9）。これを見る限り、2000 年代においては、新規株式公開で定評のあった BT を合わせても、株式関連業務では米大手投資銀行に準じる地位からは脱しておらず、欧州市場以外は買収前と比べて大きく改善しているとはいい難い。

図表 8　株式引受ランキング（2005-2006 年）

グローバル株式全体

（百万ドル・%・件）

2005年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	42,821	9.5	236	902	3.8
2	ゴールドマンサックス	40,805	9.1	143	581	4.1
3	モルガンスタンレー	40,264	8.9	141	782	5.5
4	UBS	36,873	8.2	202	549	2.7
5	メリルリンチ	34,976	7.8	168	532	3.2
6	JPモルガンチェース	25,709	5.7	143	455	3.2
7	CSFB	25,358	5.6	124	651	5.2
8	ドイツ銀行	22,020	4.9	114	160	1.4
9	リーマンブラザース	21,020	4.7	114	502	4.4
10	野村証券	11,367	2.5	113	356	3.2
11	ABNアムロ	9,801	2.2	63	23	0.4
12	カリヨン	6,948	1.5	5	-	-
13	BNPパリバ	6,298	1.4	17	2	0.1
14	HSBCホールディングス	6,076	1.4	28	60	2.1
15	大和証券	5,962	1.3	73	262	3.6
	引受額合計	450,379	100.0	2,844	8,278	2.9

2006年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	ゴールドマンサックス	58,589	10.2	180	1,018	5.66
2	UBS	48,307	8.4	243	570	2.35
3	モルガンスタンレー	45,918	8.0	171	591	3.45
4	シティグループ	41,875	7.3	230	868	3.77
5	メリルリンチ	40,969	7.1	196	726	3.70
6	JPモルガンチェース	38,090	6.6	188	498	2.65
7	クレディスイス	34,912	6.1	169	515	3.05
8	ドイツ銀行	26,766	4.7	143	291	2.03
9	リーマンブラザース	19,882	3.5	123	557	4.53
10	野村証券	19,236	3.4	109	545	5.00
11	ABNアムロ	13,971	2.4	67	3	0.04
12	大和証券	11,445	2.0	89	466	5.23
13	中国国際キャピタル	11,132	1.9	10	95	9.48
14	ﾄﾞﾚｽﾅｰ･ｸﾗｲﾝｵｰﾄ	6,532	1.1	19	-	-
15	中国銀行	5,050	0.9	7	21	2.96
	引受額合計	573,523	100.0	3,031	9,064	2.99

米国株式

2005年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	モルガンスタンレー	15,301	12.1	59	474	8.03
2	シティグループ	15,146	12.0	88	500	5.68
3	リーマンブラザース	13,565	10.7	87	462	5.31
4	ゴールドマンサックス	13,508	10.7	56	417	7.44
5	メリルリンチ	11,030	8.7	75	420	5.60
6	JPモルガンチェース	10,039	7.9	62	365	5.88
7	CSFB	8,367	6.6	53	300	5.66
8	UBS	7,428	5.9	70	308	4.40
9	ﾌﾘｰﾄﾞﾏﾝ･ﾋﾞﾘﾝｸﾞｽ	5,399	4.3	32	306	9.56
10	BofAセキュリティーズ	4,433	3.5	45	171	3.80
11	ベアスターンズ	3,215	2.5	28	138	4.93
12	ワコビア	3,196	2.5	38	106	2.79
13	ドイツ銀行	3,000	2.4	25	117	4.66
14	ジェフェリーズ	1,335	1.1	18	71	3.97
15	ﾚｲﾓﾝﾄﾞ･ｼﾞｪｰﾑｽ	1,303	1.0	14	60	4.28
	引受額合計	126,384	100.0	669	4,736	7.08

2006年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	ゴールドマンサックス	20,066	15.1	71	599	8.43
2	シティグループ	15,045	11.3	86	501	5.83
3	リーマンブラザース	13,690	10.3	86	509	5.92
4	モルガンスタンレー	13,555	10.2	62	409	6.60
5	メリルリンチ	12,678	9.5	84	477	5.68
6	JPモルガンチェース	10,348	7.8	69	366	5.30
7	UBS	8,287	6.2	72	317	4.40
8	クレディスイス	8,091	6.1	61	321	5.26
9	ドイツ銀行	5,216	3.9	44	171	3.88
10	BofAセキュリティーズ	4,441	3.3	40	158	3.95
11	ベアスターンズ	3,896	2.9	237	120	0.51
12	ワコビア	3,498	2.6	37	134	3.63
13	ﾌﾘｰﾄﾞﾏﾝ･ﾋﾞﾘﾝｸﾞｽ	1,506	1.1	19	80	4.21
14	ジェフェリーズ	1,247	0.9	15	50	3.30
15	ﾚｲﾓﾝﾄﾞ･ｼﾞｪｰﾑｽ	1,104	0.8	12	46	3.82
	引受額合計	133,144	100.0	636	4,786	7.52

欧州株式

2005年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	ゴールドマンサックス	15,193	9.5	36	31	0.87
2	メリルリンチ	14,441	9.0	37	16	0.43
3	ドイツ銀行	13,424	8.4	57	13	0.23
4	UBS	13,193	8.2	51	59	1.15
5	モルガンスタンレー	12,221	7.6	35	118	3.38
6	JPモルガンチェース	9,457	5.9	41	26	0.64
7	シティグループ	8,503	5.3	32	11	0.35
8	CSFB	7,845	4.9	33	172	5.22
9	ABNアムロ	7,687	4.8	38	8	0.20
10	カリヨン	6,903	4.3	4	-	-
11	リーマンブラザース	6,786	4.2	22	24	1.07
12	BNPパリバ	5,658	3.5	11	2	0.21
13	メディオバンカ	3,999	2.5	8	-	-
14	ﾄﾞﾚｽﾅｰ･ｸﾗｲﾝｵｰﾄ	3,736	2.3	12	-	-
15	ソシエテジェネラル	3,593	2.2	12	-	-
	引受額合計	160,402	100.0	651	580	0.89

2006年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	モルガンスタンレー	20,777	11.0	51	22	0.42
2	JPモルガンチェース	18,464	9.8	62	32	0.52
3	UBS	16,936	8.9	57	0	0.00
4	メリルリンチ	16,454	8.7	52	21	0.40
5	ドイツ銀行	13,291	7.0	59	9	0.15
6	ゴールドマンサックス	11,833	6.3	42	11	0.25
7	クレディスイス	9,703	5.1	39	6	0.14
8	ABNアムロ	9,289	4.9	33	0	0.00
9	シティグループ	7,540	4.0	35	43	1.23
10	ﾄﾞﾚｽﾅｰ･ｸﾗｲﾝｵｰﾄ	6,506	3.4	18	1	0.03
11	リーマンブラザース	5,088	2.7	29	31	1.05
12	ﾗｻﾞｰﾄﾞ･ﾅﾃｨｷｽ	4,087	2.2	13	0	0.00
13	BNPパリバ	3,748	2.0	21	10	0.47
14	ウニクレデイト	2,813	1.5	22	4	0.16
15	カーネギー	2,420	1.3	22	-	-
	引受額合計	189,467	100.0	797	235	0.29

注)「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

図表 9　グローバル新規公開株式引受額のランキングの推移

（百万ドル・%・件）

2001年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	ゴールドマンサックス	15,153	16.7	26	624	24.01
2	モルガンスタンレー	13,430	14.8	15	442	29.47
3	シティグループ	8,084	8.9	44	263	5.98
4	CSFB	7,770	8.6	24	261	10.86
5	メリルリンチ	552	6.1	23	167	7.26
6	UBSウォーバーグ	3,867	4.3	21	64	3.06
7	ｸﾚﾃﾞｨｱｸﾞﾘｺｰﾙ･ｲﾝﾄﾞｽｴｽﾞ	3,028	3.3	1	60	59.50
8	野村証券	2,739	3.0	48	136	2.83
9	DK･ワッサースタイン	2,627	2.9	5	62	12.34
10	ソシエテジェネラル	2,324	2.6	5	59	11.78
11	大和証券SMBC	2,038	2.3	34	106	3.11
12	ドイツ銀行	1,897	2.1	14	53	3.80
13	リーマンブラザース	1,850	2.0	11	103	9.33
14	中国国際キャピタル	1,590	1.8	2	8	3.85
15	サンパオロIMI	1,009	1.1	6	15	2.47
	引受額合計	90,779	100.0	776	2,713	3.50

2005年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	CSFB（ｸﾚﾃﾞｨｽｲｽ）	16,687	10.3	62	485	7.82
2	ゴールドマンサックス	13,949	8.6	58	417	7.19
3	UBS	11,324	7.0	55	364	6.63
4	モルガンスタンレー	10,203	6.3	56	213	3.81
5	シティグループ	9,938	6.1	76	389	5.12
6	メリルリンチ	9,836	6.1	53	195	3.68
7	カリヨン	6,777	4.2	2	0	0.00
8	JPモルガンチェース	6,413	4.0	41	192	4.68
9	リーマンブラザース	5,908	3.6	41	232	5.66
10	ドイツ銀行	5,863	3.6	38	90	2.36
11	BNPパリバ	4,563	2.8	10	2	0.23
12	HSBCホールディングス	4,439	2.7	11	51	4.64
13	中国国際キャピタル	3,647	2.3	3	54	18.13
14	ﾄﾞﾚｽﾅｰｸﾗｲﾝｵｰﾄ	2,170	1.3	5	0	0.00
15	野村証券	2,151	1.3	40	97	2.43
	引受額合計	162,312	100.0	1,278	3,804	2.98

2006年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	UBS	23,037	9.0	93	279	3.00
2	モルガンスタンレー	22,679	8.9	81	432	5.33
3	ゴールドマンサックス	21,410	8.4	70	558	7.97
4	クレディスイス	18,283	7.1	73	335	4.59
5	メリルリンチ	17,968	7.0	77	332	4.31
6	JPモルガンチェース	13,889	5.4	60	274	4.57
7	シティグループ	12,551	4.9	69	438	6.34
8	ドイツ銀行	11,822	4.6	49	152	3.09
9	中国国際キャピタル	8,040	3.1	6	71	11.80
10	ABNアムロ	7,446	2.9	24	0	0.00
11	リーマンブラザース	7,328	2.9	43	281	6.54
12	大和証券	5,927	2.3	50	274	5.47
13	野村証券	5,490	2.1	43	149	3.47
14	中国銀行（BOC）	5,050	2.0	7	21	2.96
15	ﾄﾞﾚｽﾅｰｸﾗｲﾝｵｰﾄ	4,015	1.6	8	0	0.00
	引受額合計	256,352	100.0	1,326	1,326	1.00

注）「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

2000 年代半ば以降も、そうした状況は大きく変わっていない。ドイツ銀行のグローバルベースの株式引受額ランキングは、2007 年は引受額 384 億 9,260 万ドル（市場シェア 5.5%、引受件数 164 件）で世界第 8 位、2008 年は引受額 163 億 5,220 万ドル（市場シェア 4.4%、引受件数 80 件）で世界第 8 位となっている。グローバルベースの新規公開株式引受額ランキングは、2007 年は引受額 173 億 4,410 万ドル（市場シェア 5.6%、引受件数 62 件）で世界第 8 位、2008 年は引受額 37 億 8,680 万ドル（市場シェア 4.5%、発行件数 13 件）で世界第 9 位となっている。

さらに、株式引受 1 件当たりの手数料を見ても、他の欧米勢に比べ高水準とはいえない。2005 年の米国株式引受実績を見ると、首位のモルガンスタンレーは案件 1 件当たり約 803 万ドル、ゴールドマンサックスは 1 件当たり約 744 万ドルを得ているのに対し、ドイツ銀行は約 466 万ドルしか得ていない。これは、米大手 2 社が高額手数料を得られる大規模案件に絞って獲得している、バルジブラケットとして主幹事に就く案件が多いことが理由として考えられる。ドイツ銀行は、米大手投資銀行ほどには米企業の大規模な株式発行案件を獲得できておらず、主幹事に就く機会も多くはなかったということであろう。米国市場での株式引受案件を少しでも多く獲得するには、米大手投資銀行と同じレベルのサービスを提供したとしても、顧客企業から得る手数料を低めにし、多少不採算な案件でも引き受けていたといった事情もあったであろう。少なくとも 1990 年代は、ドイツ銀行は米投資銀行市場では新規参入者の立場にあり、中堅・中小企業を主要顧客としていた BT をもって大企業市場を開拓するにしても米大手投資銀行には敵わず、高額な手数料を要求するわけにはいかなかったはずである。

また、本来現地企業に対し大きな影響力を持っているはずの欧州地域でも、ドイツ銀行が株式引受業務から得る手数料は、米大手投資銀行と比べても多くはない。その理由の 1 つとしては、一般に欧州市場では米国市場に比べて引受手数料の水準が低いことのほかに、獲得案件の多くが中規模・小規模案件であったことなどが考えられる。

第 3 節　BT 買収後の債券関連業務

1999 年から 2007 年に至るまでのドイツ銀行年次報告書に紹介された債券関連業務の状況と主な案件実績は、図表 10 の通りである。

図表 10　投資銀行部門の事業状況（債券関連業務・1999-2007 年）

	市況・主要案件等	組織・市場の評価
1999	【事業環境・業務動向】 ◆「ドイツマルク起債のリーダー」から「ユーロ債起債のリーダー」へ ◆BTアレックス・ブラウン（BT Alex.Brown）の統合で北米におけるコーポレートファイナンス業務及びトレーディング基盤を大幅に拡充 【新業務】 ◆債券インターネットトレーディングを開始	
2000	【事業環境・業務動向】 ◆2000年は投資銀行部門の営業収益で世界第2位	【市場の評価】 ◆EM：Award for Excellence ◆IFR：Eurobond House of the Year
2001	【主要案件】 ◆国際債券市場で最もアクティブな引受業者として、通信・自動車・テクノロジー・エンジニアリング・メディア・金融セクターに対し、社債引受主幹事として計1,400億ユーロを調達（うち5案件がEuro WeekのDeals of the Year in the Bond Pollに選出）	【市場の評価】 ◆Euro Week：Deals of the Year in the Bond Poll ◆IFR：Awards for Euro House of the Year and European Investment Grade Corporate Bond House of the Year ◆IFR：High Yield Bond House of the Year
2002	【事業環境・業務動向】 ◆米国では債券発行額が前年比20%近く減少したものの、ドイツ銀行は北米企業のによる社債発行の引受額を前年比3倍に増加 ◆国際債券引受で初の首位を獲得 ◆米州地域のハイイールド債市場で第2位に躍進 ◆米国債市場において、機関投資家による投票でトップディーラーに選出 ◆ドル建て以外のハイイールド債市場では40%超のシェアを達成 ◆米国のハイイールド債市場（ドル建て）で上位2強入り ◆非ドル建てハイイールド債市場で市場シェア40%以上	【市場の評価】 ◆IFR：US High Yield Bond House of the Year
2003	【事業環境・業務動向】 ◆ハイイールド債ビジネスの欧州シェアが21%超と圧倒的な市場シェア	【市場の評価】 ◆IFR：Bond House of the Year for 2003 ◆IFR：Eurpean High-Yield Bond House of 2003
2004	【業務環境・業務動向】 ◆高金利、信用スプレッドの縮小、社債発行の減少など逆風の環境下、債券部門は記録的な営業収益を計上 ◆国際債券の引受で第2位、ユーロ債引受で首位を維持 ◆米国市場では、ハイイールド債の引受でランキング上位に位置 ◆ハイイールド債引受のグローバルランキングで三指の地位を維持、欧州ハイイールド債引受では首位を維持（ドイツ国内のシェアは50%超）	
2005	【事業環境・業務動向】 ◆米転換社債市場で、大型10案件のうち4案件で主幹事に就任 ◆ハイイールド債の組成業務で、手数料シェアは世界の12%を確保 ◆自己勘定取引（proprietary trading）は前年比大幅増収 【新商品】 ◆中小中堅企業向け社債プログラム（db-Schuldschein）の導入 ◆中小企業向けメザニンファイナンス商品“equiNotes”を導入	【組織・商品】 ◆債券・株式の業務基盤を統合し、経営組織を一本化し両業務連携を強めてコスト効率と収益性で相乗効果を図る ◆株式・クレジット調査を統合し、企業調査グループを編成 【市場の評価】 ◆Dealogic：No.1 in debt origination
2006	【事業環境・業務動向】 ◆欧州のハイイールド債引受業務では6年連続でトップの地位を維持 【主要案件】 ◆ドイツのヘルスケアセクター向けで初の官民共同プロジェクト（Public-Private-Partnership:PPP）に参加、シニア債、メザニン債の単独主幹事に就任	
2007	【事業環境・業務動向】 ◆欧州ハイイールド債引受で7年連続首位 【主要案件】 ◆スペインのソーラー・プロジェクトの開発に参加 ◆ドイツの高速道路の資金調達に対する2回目のA-モデル官民共同プロジェクトのアドバイザーに就任 ◆中東・北アフリカ・南アジア（MENASA）地域における輸送及びインフラストラクチャー関連の大規模プロジェクトに関与	【市場の評価】 ◆IFR：Bond House of the Year

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1999-2007

1. ユーロ債引受市場における地位

ドイツ銀行は、1980 年代半ばまで、発行体が発行する債券のうちユーロ債[42]引受額でほぼ首位を独走してきた。1980 年代から 1990 年代初頭にかけ、バブル経済のなか日本企業の大量発行に支えられた日系証券会社の追い上げを受けたが、1990 年代半ばには以前の地位を回復している。同じ欧州系の UBS ウォーバーグやメリルリンチなどと競合しながらも、それ以降は現在までほぼ首位を維持している。2000 年には、英金融専門誌インターナショナル・ファイナンシング・レビュー（IFR）誌においてユーロ債引受業務で卓越した評価（Bond House of the Year）を受け、2000 年代には複数回にわたり当該業務で金融界で最高の引受業者として評価を受けてきた。例えば、2000 年の引受額ランキングで、同行はユーロ債全体で首位、中でも大企業が中心となって発行する長期的格債については第 2 位以下を大きく引き離していた（図表 11）。

図表 11　ドイツ銀行のユーロ債引受ランキング（2000 年）

①1990 年代のランキング推移

（百万ドル・%・件）

1990年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	野村証券	15,744	9.1	101
2	ドイツ銀行	9,978	5.8	49
3	CSFB	9,622	5.6	46
4	大和証券	7,990	4.6	63
5	JPモルガン	7,242	4.2	31
6	日興証券	6,603	3.8	42
7	メリルリンチ	5,950	3.4	38
8	スイスユニオン（UBS）	5,656	3.3	21
9	山一インターナショナル	5,470	3.2	38
10	BNPパリバ	4,974	2.9	23
11	ソロモンブラザーズ	4,927	2.8	13
12	CCFローレンスブルスト	4,511	2.6	25
13	日本興業銀行	4,504	2.6	42
14	SGウォーバーグ	4,105	2.4	16
15	ゴールドマンサックス	3,969	2.3	19
	引受額合計	173,217	100.0	1,209

1993年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	ドイツ銀行	23,526	6.1	74
2	ゴールドマンサックス	21,695	5.6	96
3	モルガンスタンレー	20,078	5.2	98
4	CSFB	18,728	4.8	84
5	野村証券	16,663	4.3	69
6	メリルリンチ	16,142	4.2	93
7	パリバ	13,748	3.5	57
8	ソロモンブラザーズ	12,913	3.3	61
9	JPモルガン	12,909	3.3	61
10	リーマンブラザース	12,736	3.3	70
11	ドレスナー	12,092	3.1	31
12	スイスユニオン（UBS）	11,503	3.0	60
13	日興証券	10,476	2.7	60
14	大和証券	10,333	2.7	75
15	フランス商業銀行（CCF）	10,037	2.6	40
	引受額合計	388,269	100.0	2,158

1997年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	メリルリンチ	31,432	6.6	194
2	ﾄﾞｲﾁｪ･ﾓﾙｶﾞﾝｸﾞﾚﾝﾌｪﾙ	28,578	6.0	192
3	ゴールドマンサックス	27,760	5.8	100
4	SBCｳｫｰﾊﾞｰｸﾞﾃﾞｨﾛﾝﾘｰﾄﾞ	27,666	5.8	151
5	CSFB	25,819	5.4	143
6	JPモルガン	23,247	4.9	142
7	ABNアムロ	21,825	4.6	123
8	モルガンスタンレーDW	19,961	4.2	140
9	パリバ	17,848	3.8	94
10	リーマンブラザース	17,312	3.6	86
11	UBS	16,854	3.5	109
12	ｿﾛﾓﾝ･ｽﾐｽﾊﾞｰﾆｰ	16,595	3.5	85
13	BZW（ﾊﾞｰｸﾚｲｽﾞ）	16,562	3.5	68
14	HSBC	13,814	2.9	68
15	ﾅｯﾄｳｪｽﾄﾏｰｹｯﾂ	11,402	2.4	44
	引受額合計	475,182	100.0	2,804

②2000 年のランキング

（百万ドル・%・件）

ユーロ債全体

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	ドイツ銀行	90,736	9.6	405	246	0.61
2	UBSウォーバーグ	73,572	7.8	366	272	0.74
3	モルガンスタンレーDW	72,605	7.7	388	240	0.62
4	ｿﾛﾓﾝ･ｽﾐｽﾊﾞｰﾆｰ	69,837	7.4	290	169	0.58
5	メリルリンチ	69,690	7.4	311	206	0.66
6	CSFB	62,360	6.6	353	261	0.74
7	JPモルガンチェース	61,633	6.5	262	182	0.70
8	ゴールドマンサックス	51,031	5.4	226	135	0.60
9	バークレイズ･キャピタル	43,491	4.6	186	133	0.72
10	ABNアムロ	43,254	4.6	194	175	0.90
11	リーマンブラザース	35,138	3.7	176	93	0.53
12	BNPパリバ	31,386	3.3	179	149	0.83
13	ﾄﾞﾚｽﾅｰ･ｸﾗｲﾝｵｰﾄ	29,214	3.1	122	119	0.98
14	HSBCホールディングス	21,554	2.3	145	64	0.44
15	野村証券	15,638	1.7	68	75	1.10
	引受額合計	946,298	100.0	3,858	3,200	0.83

長期投資適格ユーロ社債

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	ドイツ銀行	51,964	9.9	251	173	0.69
2	モルガンスタンレーDW	38,636	7.4	185	140	0.76
3	UBSウォーバーグ	38,290	7.3	211	200	0.95
4	ｿﾛﾓﾝ･ｽﾐｽﾊﾞｰﾆｰ	35,870	6.8	139	100	0.72
5	CSFB	28,238	5.4	138	182	1.32
6	メリルリンチ	28,200	5.4	137	135	0.99
7	バークレイズ･キャピタル	27,445	5.2	105	84	0.80
8	JPモルガンチェース	25,326	4.8	127	99	0.78
9	ABNアムロ	25,242	4.8	113	127	1.12
10	ゴールドマンサックス	24,813	4.7	110	90	0.82
11	BNPパリバ	19,526	3.7	99	114	1.15
12	ﾄﾞﾚｽﾅｰ･ｸﾗｲﾝｵｰﾄ	19,332	3.7	69	87	1.26
13	リーマンブラザース	17,470	3.3	83	60	0.72
14	HSBCホールディングス	14,900	2.8	104	45	0.43
15	コメルツ	9,071	1.7	44	25	0.57
	引受額合計	524,593	100.0	1,994	2,216	1.11

長期ハイイールドユーロ社債

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	モルガンスタンレーDW	1,882	12.6	9	N.A.	N.A.
2	ｿﾛﾓﾝ･ｽﾐｽﾊﾞｰﾆｰ	1,601	10.7	15	10	0.65
3	CSFB	1,516	10.1	14	14	0.98
4	ゴールドマンサックス	1,141	7.6	10	1	0.11
5	メリルリンチ	1,059	7.1	14	6	0.39
6	JPモルガンチェース	930	6.2	12	1	0.10
7	UBSウォーバーグ	857	5.7	8	3	0.31
8	ABNアムロ	855	5.7	8	6	0.78
9	ドイツ銀行	588	3.9	8	4	0.46
10	バークレイズ･キャピタル	581	3.9	5	1	0.16
11	ウェストLB	512	3.4	4	1	0.15
12	リーマンブラザース	443	3.0	5	6	1.14
13	INGベアリングス	382	2.6	6	N.A.	N.A.
14	ベアスターンズ	361	2.4	1	N.A.	N.A.
15	BNPパリバ	321	2.2	4	2	0.53
	引受額合計	14,961	100.0	108	57	0.53

注）「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

ドイツ銀行は、ユーロ債のみならず債券全体でも世界で上位の引受業者であった。例えばグローバルベースの債券引受額（ABS・MBS を含む）は、2000 年に 1,630 億ドル（503 件）で世界第 6 位、2005 年には 3,926 億ドル（1,256 件）で世界第 3 位となっている。米国市場の債券引受額は、2000 年に 533 億ドル（149 件）で第 10 位、2005 年には 2,310 億ドル（648 件）で第 6 位となっている。

図表 10 にあるように、2001 年にドイツ銀行は社債引受主幹事として合計約 1,400 億ユーロを調達し[43]、金融専門誌ユーロウィーク誌（EuroWeek）が、そのうち 5 件を「年間優秀債券取引（Deals of the year in the Bond Poll 2001）」に選出している。この 5 件は、ブリティッシュテレコムによる社債 50 億ユーロの引受、フィンランド共和国による国債 50 億ユーロの発行、RWE ファイナンス（RWE Finance AG：ドイツ大手エネルギー会社系金融会社）による債券 35 億ユーロ、フランス国債庁（L'Agence France Trésor：AFT）による国債 65 億ユーロ、欧州投資銀行（European Investment Bank：EIB）による債券 50 億ユーロの引受案件である。

このうちブリティッシュテレコムの案件では、ドイツ銀行は英バークレイズキャピタル、英 HSBC グループ（窓口は傘下のフランス商業銀行）とともに共同主幹事に就任している。本件は、調達資金が大規模であると同時に、2001 年に相次ぐと見られていた欧州大手通信会社による資金調達の成否の試金石として注目されていた案件であった。2001 年にフランステレコムは、携帯電話部門オレンジ（Orange France SA）の新規株式公開に踏み切り、その調達資金でテレコム本体の債務を返済、財務健全性を改善させている。これは、欧州の通信自由化を展望しての戦略であったが、その後、ドイツテレコム、オランダ KPN（Royal KPN NV）と続く携帯電話部門公開の先駆けとなった案件となった。欧州投資家の関心は当初より高かったものの、ブリティッシュテレコム債が成功裡に遂行されたことは、調達金額の大きさもさることながら、その後の大手通信他社による資金調達の成功に道筋をつけたという点で、本案件は高く評価されることとなった[44]。

上記のように、2000 年代前半には、ドイツ銀行はユーロ債引受業者として世界最高の評価を受ける一方、ドイツ国外の大手企業の大規模案件に対応できる能力を有していたわけであるが、上記の図表 11 にもあるように、発行体の信用力が低いハイイールド債の引受業務については、ユーロ社債であっても 2000 年で第 9 位と、米大手投資銀行やスイス系投資銀行の後塵を拝していた。

2. ハイイールド債部門の強化と案件

前述したように、BT はハイイールド債（ジャンク債）引受では米投資銀行でも有力業者であり、ドイツ銀行はそれを統合することにより、欧米両市場で上位業者となることを計画していた。ハイイールド債引受で上位業者となれば、経営の世代交代に伴い資金調達方法を間接金融から直接金融に移行しようとする、ドイツ、フランス、イタリアとった欧州

地域の中堅・中小企業を資本市場業務の新たな顧客とすることができる。国内で貯蓄金融機関や州立銀行から攻勢を受けていた中小企業マーケットでの失地回復、欧州周辺国での有力中小企業との取引拡大が可能となる。それには、ハイイールド債市場の成長著しい米国で有力業者だった BT のノウハウが必要と考えたのである。BT は、米投資銀行としては後発であったため、ニッチ市場を開拓して存在感を出し創業者利益を享受することで、1980 年代に新興勢力として頭角を現した。それは国際業務においても同様であり、早くから欧州市場でハイイールド債発行の需要を取り込み現地顧客を開拓してきた（図表 12）。そうした欧州での実績が評価され、BT は IFR 誌から、1997 年 8 月に「欧州ハイイールド債業務における最優秀業者（No.1 European High Yield Bonds）」に、同年 9 月には「欧州ベンチャーキャピタルに対する最優秀資金提供業者（No.1 European Venture Capital Debt Provider）」に各々選出されている。

図表 12　BT の欧州市場における主要なハイイールド債引受案件（1990 年代後半）

発行年月	企業	本社所在国	業界	発行金額	発行証券の概要
1995年6月	Independent Newspapers Finance Plc	英国	金融（メディア系金融会社）	7,500万ポンド	保証付社債、9.25%
1995年11月	Computacenter Services Group Plc	英国	電機（コンピュータ）	5,000万ポンド	普通社債、クーポン10%
1995年12月	Exide Corporation Inc	米国	蓄電池（バッテリー再生業）	3億4,600万ドル	転換型上位劣後債、クーポン2.9%
1996年10月	Fitzwilton Finance（U.K.）Plc	英国	金融	8,000万ポンド	保証付社債、クーポン9.75%
1996年12月	ITS Intertek	英国	検査（電子機器等検査）	2億300万ドル	上位劣後債、クーポン10.25%
1997年3月	Ionica Plc	英国	通信	2億28万9,600ポンド	シニアディスカウント債、クーポン15%
1997年4月	Exide Holding Europe S.A.	フランス	蓄電池	1億7,500万マルク	シニア債、9.125%
1997年6月	Sutton Bridge Investors	英国	金融（投資会社）	8,900万ドル	保証付社債、クーポン7.4%
1997年7月	Standa SpA	イタリア	小売り（食料品）	2,500億リラ	保証付変動利付債
1997年7月	Eco-Bat Technologies Plc	英国	鉱業	6,500万ポンド	保証付社債、クーポン9.125%
1997年7月	Moulinex S.A.	フランス	電機（家庭用電化製品）	3億フラン	無保証変動利付社債
1997年7月	Gènèrale de Santè	フランス	医療（病院経営）	4億5,000万ポンド	シニア債（メザニンローン設定枠を含む）
1997年7月	Somerfield	英国	小売り	1億7,800万ドル	シニア債
1997年8月	Welcome Break	英国	ｻｰﾋﾞｽ（ｻｰﾋﾞｽｴﾘｱ運営）	3億2,100万ポンド	普通社債
1997年10月	Junta de Andalucia	スペイン	メディア	1億8,500万ドル	シニア債、6.75%
1998年2月	Cremonini Group	イタリア	食品	2,500億リラ	保証付変動利付債
1998年3月	NTL Incorporated	米国	メディア（優先通信）	1億2,500万ポンド	上位繰延クーポン債
1998年3月	NTL Incorporated	米国	メディア（優先通信）	3億ポンド	上位繰延クーポン債
1998年3月	NTL Incorporated	米国	メディア（優先通信）	13億ドル	上位繰延クーポン債

（出所）*Investment Dealers' Digest*,1997-1998 年各号より作成

1990 年代後半、米国業者は自国の金融技術やノウハウを欧州に持ち込んでハイイールド債の案件獲得を目指した。米国では適格機関投資家向け私募証券市場（規則 144A 証券市場）が発達しており[45]、欧州の中堅・中小企業が発行した債券を私募証券流通市場に持ち込めば、米機関投資家に販売できると判断していた。1990 年代は、ドイツの資産担保証券（ABS）市場が草創期にあったが、ハイイールド債の発行が拡大すればそれを買い集めてパッケージ化し ABS 商品（合成社債）として販売するといったビジネスも可能であった[46]。しかし、欧州の中堅・中小企業は、自ら発行した証券を本社所在国を中心とした欧州投資家、それも個人に重点販売することを希望したことから、モルガンスタンレーやメリルリンチといった大手投資銀行であっても、当該債券について自社が抱える米国の機関投資家

層や米国流通市場制度といったメリットを生かすことは難しかった[47]。欧州ハイイールド債市場において顧客開拓を行うのは、米大手投資銀行でさえ容易ではなかったのである。

この点、早くから、ニッチビジネスとして欧州ハイイールド債市場を開拓していたBTは、当該業務について一日の長があった上に、ドイツ銀行の本支店及び欧州各国の銀行子会社は、多くの中堅・中小企業と取引を行っており、それらの信用力を把握しているため、当該債券の引受案件を有利に開拓することができた。2000年11月、クレディスイス投資銀行部門のCSファーストボストンが、ハイイールド債引受で米国随一の実績を誇る米ドナルドソン･ラフキン･ジェンレット（Donaldson Lufkin Jenrette：DLJ）を買収し市場を席巻しようとしていたが、ドイツ銀行投資銀行部門が当該業務で並ぶことは十分可能と考えられていた。この時期、ドイツ銀行にとって当該業務は、ユニバーサルバンクとしての特色を活かし、米大手投資銀行と比べて優位に立ち得る投資銀行業務の1つであったであろう。

中堅･中小企業は、ハイイールド債を発行して他社の買収資金を調達するケースが多く、債券発行主幹事を務めた投資銀行が M&A アドバイザーに就任するといったことも珍しくなかった。資金調達案件ごとにコンテストを行い顧客が最も好条件を提示した投資銀行を主幹事に選任する大企業と違い、中堅・中小企業の場合は、例えばハイイールド債の発行を契機として、引き続きその引受主幹事に当該企業の株式引受やM&A助言案件を持ち込むことが多かった。例えば 1999 年 10 月、ドイツ銀行はオランダ物流大手のバーマン社（Buhrmann NV）が米国子会社（Buhrmann US Inc）を通じ、米物流企業のコーポレート・エクスプレス社（Corporate Express Corporation）を買収した際、米国子会社のハイイールド債発行（上位劣後債3.5億ドルなど）、信用供与枠の設定を含む30億ドルの資金調達プランを主幹事として取りまとめている。その後には別件で、同社のグローバル株式売出し（3億ドル）の主幹事兼グローバルコーディネーターを務めている。米ハンガー･オーソペディック（整形・人口装具製造）の上位劣後債（senior subordinated Notes）1.5億ドルの引受案件では、主幹事を務めた後、ハンガー社が全米に看護サービスネットワークを構築するにあたり、ドイツ銀行は、同社が看護サービス会社を買収する案件でアドバイザーに就任している。また、アジア地域では、フィリピンの医薬製造最大手のユナイテッド・ラボラトリーズ（United Laboratories：Unilab）の上位劣後債1億5,500万ドルの引受案件では主幹事に就任、同時に1億8,500万ドルの信用供与枠の設定を行い、同社事業部門売却のアドバイザーを務めている。

BT は、ハイイールド債と併せレバレッジドローン[48]の有力業者でもあった。当該ローンは、プライベート･エクィティ･ファンドがレバレッジド･バイ･アウト（LBO）を行う際に用いられる。LBO は、対象企業の資産やキャッシュフローを担保に当該ローン（ハイイールド債の発行を併用する場合もある）で資金を調達して上場企業を買収し、買収した企業の資産の売却や事業の改善などによって、キャッシュフローを増加させ負債を返済していくM&A手法の1つである。多くの場合、当該企業を買収後上場廃止とし、事業の再構築を図った上で再上場させて資金回収とローン返済を図るというスキームが用いられる。BT買

収後のドイツ銀行は、BT のハイイールド債及びレバレッジドローンにおける優位を取り込み、そのノウハウや顧客基盤を活かして、M&A 助言、不動産ファイナンス、ローン・ポートフォリオ管理といった分野について、証券発行を伴う市場主導型のビジネス（market-leading business）を積極的に提供した。例えば 2001 年、IFR 誌はドイツ銀行を「欧州レバレッジド・ローン・ハウス・オブ・ザ・イヤー」、「ハイイールド・ボンド・ハウス・オブ・ザ・イヤー」を選定している。

図表 13　ドイツ銀行のハイイールド債引受ランキング（グローバルベース）

①ハイイールド債引受金額（グローバル・公表ベース）

（百万ドル・%・件）

1998年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	ﾄﾞｸﾞﾙﾄﾞｿﾝ・ﾗﾌｷﾝ・ｼﾞｪﾝﾚｯﾄ	21,638	14.4	113
2	ソロモン・スミスバーニー	19,626	13.1	90
3	モルガンスタンレーDW	19,260	12.8	103
4	メリルリンチ	12,513	8.3	70
5	ゴールドマンサックス	11,321	7.6	61
6	チェースマンハッタン	9,096	6.1	70
7	バンカーストラスト	8,476	5.7	61
8	リーマンブラザース	7,918	5.3	44
9	ｸﾚﾃﾞｨｽｲｽ・ﾌｧｰｽﾄﾎﾞｽﾄﾝ	7,897	5.3	48
10	ベアスターンズ	6,816	4.5	38
11	JPモルガン	5,747	3.8	28
12	バンク・オブ・アメリカ	2,933	2.0	26
13	ジェフェリーズ	2,392	1.6	22
14	ｳｫｰﾊﾞｰｸﾞ・ﾃﾞｨﾛﾝﾘｰﾄﾞ	2,132	1.4	19
15	CIBCウッドガンディ	1,887	1.3	19
	引受額全体	149,899	100.0	821

2004年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	23,506	14.4	124	38.2	0.31
2	CSFB	21,892	13.4	127	29.6	0.23
3	ドイツ銀行	17,724	10.9	107	16.6	0.16
4	JPモルガンチェース	17,597	10.8	105	41.5	0.40
5	BofAセキュリティーズ	15,801	9.7	106	21.3	0.20
6	モルガンスタンレー	13,230	8.1	58	62.7	1.08
7	ゴールドマンサックス	9,524	5.8	62	6.4	0.10
8	リーマンブラザース	8,939	5.5	68	21.8	0.32
9	UBS	7,966	4.9	63	14.5	0.23
10	メリルリンチ	6,307	3.9	44	23.0	0.52
11	ベアスターンズ	5,359	3.3	47	21.4	0.46
12	ワコビア	2,413	1.5	32	19.9	0.62
13	ジェフェリーズ	2,300	1.4	25	N.A.	N.A.
14	パークレイズ・キャピタル	1,425	0.9	7	4.7	0.67
15	BNPパリバ	1,255	0.8	9	N.A.	N.A.
	引受額全体	163,193	100.0	606	361.8	0.60

2005年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	JPモルガンチェース	15,137	12.7	86	13.5	0.16
2	ドイツ銀行	13,885	11.6	70	8.8	0.13
3	シティグループ	13,109	11.0	76	17.6	0.23
4	CSFB	12,745	10.7	75	9.3	0.12
5	BofAセキュリティーズ	11,843	9.9	85	7.9	0.09
6	リーマンブラザース	8,153	6.8	53	10.3	0.19
7	メリルリンチ	7,949	6.7	45	7.6	0.17
8	ゴールドマンサックス	7,761	6.5	35	3.6	0.10
9	モルガンスタンレー	6,116	5.1	37	22.8	0.62
10	UBS	5,387	4.5	43	7.7	0.18
11	ワコビア	3,904	3.3	28	8.1	0.29
12	ベアスターンズ	2,693	2.3	28	8.3	0.30
13	ジェフェリーズ	1,432	1.2	15	N.A.	N.A.
14	BNPパリバ	1,331	1.1	10	N.A.	N.A.
15	ABNアムロ	897	0.8	4	N.A.	N.A.
	引受額全体	119,327	100.0	407	148.8	0.37

注）「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

②ハイイールド債引受金額（米国企業関連・公表ベース）

（百万ドル・%・件）

1998年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	ﾄﾞｸﾞﾙﾄﾞｿﾝ・ﾗﾌｷﾝ・ｼﾞｪﾝﾚｯﾄ	21,638	14.4	113
2	ソロモン・スミスバーニー	19,626	13.1	90
3	モルガンスタンレーDW	19,260	12.8	103
4	メリルリンチ	12,513	8.3	70
5	ゴールドマンサックス	11,321	7.6	61
6	チェースマンハッタン	9,096	6.1	70
7	バンカーストラスト	8,476	5.7	61
8	リーマンブラザース	7,918	5.3	44
9	ｸﾚﾃﾞｨｽｲｽ・ﾌｧｰｽﾄﾎﾞｽﾄﾝ	7,897	5.3	48
10	ベアスターンズ	6,816	4.5	38
11	JPモルガン	5,747	3.8	28
12	バンク・オブ・アメリカ	2,933	2.0	26
13	ジェフェリーズ	2,392	1.6	22
14	ｳｫｰﾊﾞｰｸﾞ・ﾃﾞｨﾛﾝﾘｰﾄﾞ	2,132	1.4	19
15	CIBCウッドガンディ	1,887	1.3	19
	引受額全体	149,899	100.0	821

2004年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	20,949	14.8	112	41.9	0.37
2	CSFB	18,170	12.8	110	29.6	0.27
3	JPモルガンチェース	16,138	11.4	97	44.2	0.46
4	BofAセキュリティーズ	15,110	10.7	101	23.2	0.23
5	ドイツ銀行	13,489	9.5	86	18.7	0.22
6	モルガンスタンレー	11,781	8.3	52	62.7	1.21
7	リーマンブラザース	8,751	6.2	66	22.7	0.34
8	ゴールドマンサックス	7,894	5.6	58	14.2	0.24
9	UBS	7,798	5.5	62	20.1	0.32
10	メリルリンチ	6,612	4.7	43	28.8	0.67
11	ベアスターンズ	5,152	3.6	47	23.2	0.49
12	ワコビア	2,513	1.8	34	20.2	0.59
13	ジェフェリーズ	2,299	1.6	25	N.A.	N.A.
14	CIBC ﾜｰﾙﾄﾞﾏｰｹｯﾂ	822	0.6	8	1.3	0.16
15	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	引受額全体	141,863	100.0	547	395.0	0.72

2005年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	JPモルガンチェース	12,652	13.0	74	13.5	0.18
2	BofAセキュリティーズ	11,611	12.0	84	7.9	0.09
3	シティグループ	10,466	10.8	65	17.6	0.27
4	CSFB	9,755	10.1	64	9.3	0.15
5	ドイツ銀行	8,768	9.0	55	3.3	0.06
6	リーマンブラザース	7,572	7.8	50	10.3	0.21
7	メリルリンチ	7,157	7.4	41	7.6	0.19
8	ゴールドマンサックス	6,498	6.7	31	3.6	0.12
9	モルガンスタンレー	5,539	5.7	32	22.8	0.71
10	UBS	5,335	5.5	42	7.7	0.18
11	ワコビア	3,904	4.0	28	8.1	0.29
12	ベアスターンズ	2,693	2.8	28	8.3	0.30
13	ジェフェリーズ	1,432	1.5	15	N.A.	N.A.
14	CIBC ﾜｰﾙﾄﾞﾏｰｹｯﾂ	608	0.6	5	N.A.	N.A.
15	BNPパリバ	318	0.3	4	N.A.	N.A.
	引受額全体	97,026	100.0	355	141.6	0.40

注）「@Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

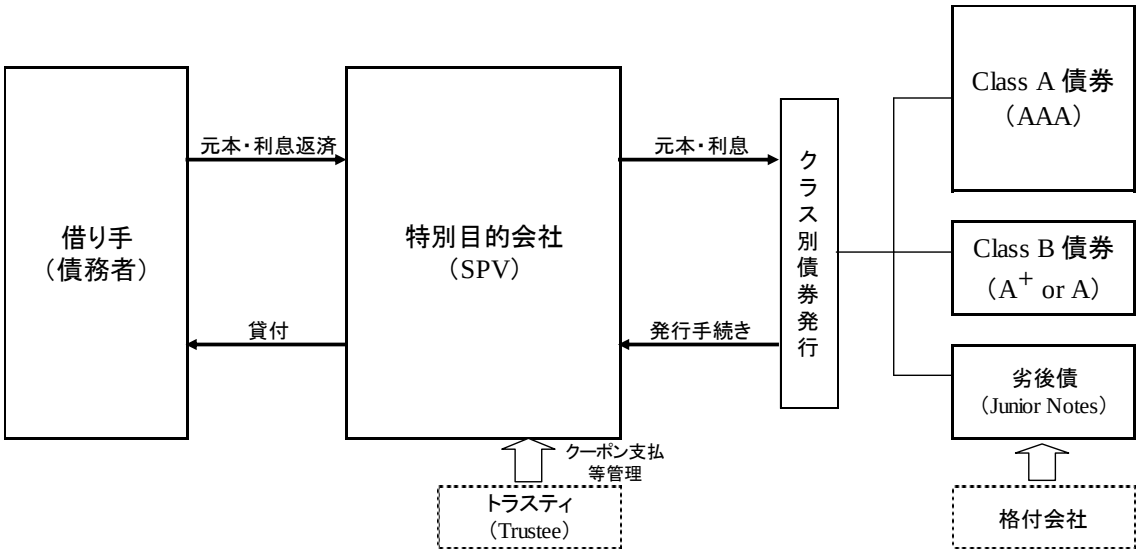
1990 年代後半、ハイイールド債の引受業務は米投資銀行が優勢な分野であり、ドイツ銀行は上位業者ではなかった。もともと BT は当該業務で有力業者だったが、DLJ や大手投資銀行に比べればなおその事業規模は小さかった。しかし、BT の当該分野における実績及び技術力と、ドイツ銀行の営業力が合わさることにより、2005 年には世界第 2 位（グローバルベース）を達成するに至った（図表 13）。同年には米国市場においても、DLJ を買収した CS ファーストボストン（CSFB）に次ぐ第 5 位となっている。図表 10 にあるように、ドイツ銀行年次報告書によれば、ドイツ銀行は、既に 2002 年の段階で、欧米ハイイールド市場では上位のシェアを占めていた。2003 年には当該業務の欧州におけるシェアは 21%超とな

り、圧倒的な地位を占めるようになった。同行が欧州地域で優位に立ったのは、もともとの BT の事業基盤に加え、ドイツ国内、フランス、イタリア、スペインなどに広がる現地銀行子会社を中心としたリテール銀行網が原動力のひとつとなった。銀行支店は貸付業務を通じ、中堅・中小企業の財務・資産内容や人材の状況、成長性などを詳細に把握している。経営者の世代交代などに伴う経営戦略の変更で、例えば他社の買収を視野に入れた場合は、多額資金の調達に適したハイイールド債の発行を勧めることが可能である。当該企業の内容は詳細に把握しているため、その財務・資産内容に適った発行条件（発行額・クーポン・期間等）を決定し、投資銀行部門が当該債券を販売する際に投資に伴う利益やリスク等の説明を投資家に対し正確に行うことができたのである。これは、投資銀行業務を推進するにあたり、商業銀行部門を持つユニバーサルバンクならではのメリットであった。

3. 中堅・中小企業向け資金調達スキームの開発

ドイツ国内だけで 90 万社超、国内労働者全体の 7 割が勤務し国民総生産の半分を占める中堅・中小企業（Mittelstand）[49]に対する資金調達支援は、同行投資銀行部門にとっても重点業務となっていた。これに伴い投資銀行部門は、ハイイールド債発行の促進を先駆けとして中堅・中小企業に対し、証券化手法等を用いたスキームを開発・提供している。ドイツ銀行は、その一環として、2005 年にエクィノート･メザニン･キャピタル･プログラム（equiNotes mezzanine capital programs）、db 貸付証書プログラム（db-Schuldschein debenture bond program）という 2 つの資金調達スキームを、中堅・中小企業取引に導入している。

図表 14　エクィノート（equiNote）の仕組み



（出所）Franke and Hein〔2007〕

エクィノートは、銀行が特別目的会社（special purpose vehicle：SPV）を設立、銀行が中堅・中小企業向け貸付を SPV に譲渡し[50]、その元利金を担保に SPV がローン担保証券（Collateralized Loan Obligation：CLO）を発行、機関投資家に販売、資金調達を行う仕組みである（図表 14）。CLO は、クラス A 債（シニア債）、クラス B 債（メザニン債[51]）、劣後債といった支払優先順位の異なる数種類の債券から構成される（貸付元利金は支払優先順位の高い順に支払われる）。従って発行体が同一でも、階層の異なる債券ごとに各々異なる格付けが格付会社から付与され、リスク・リターンの選好が異なる様々な層の投資家に投資機会を提供することができるとされている。

例えば、2005 年 12 月、ドイツ銀行はドイツ IKB 産業銀行（IKB Deutsche Industriebank）と共同でエクィノートプログラムのファイナンシャルアドバイザーを務め、CLO3 億 7,050 万ユーロをドイツをはじめ欧州の機関投資家に販売している[52]。当該案件は、自動車、食品、化学、機械セクターの中堅・中小企業 57 社向け債権の元利金を担保に債券を発行するというものであった[53]。信用力により 5 段階に分けられた CLO のうち[54]、7,780 万ユーロは信用力が最も低い劣後債であり、当該債券については、ドイツ銀行が主幹事、IKB 及びドイツの有力プライベートバンク（Sal.Oppenheim）が幹事となり引受・販売を行ったが、ドイツ銀行投資銀行部門の欧州拠点と取引のある機関投資家、特にリスク選好度の高い機関投資家に販売されている。

また、貸付証書（Schuldschein）は、企業向け貸付債権を裏付けに無担保社債（debenture bond）を発行し投資家に販売する仕組みで、投資家間の売買や当該証券と債券（bond）との交換が可能な証書である[55]。疑似証券商品（quasi security）として資本市場の機関投資家からの投資需要も高いために多くの資金を集め、中堅・中小企業の豊富な資金需要に対応できるという商品であった。ドイツ銀行は、上記のほかにも、成長力の高いベンチャー企業、新興企業の特殊な資金需要に対応するべく、間接・直接金融を絡めたオーダーメイド商品を提供する資金調達プランを提供していた。2000 年代半ば、ドイツ銀行は、ドイツ国内を 20 地域に分けた地域マネジメントチームを設置し、投資銀行部門が営業支援を行っていた。地域の産業特性に根差したきめ細かい営業の中で、様々な中堅・中小企業向け商品を提案したことが、同行の当該市場開拓に大きく貢献した。

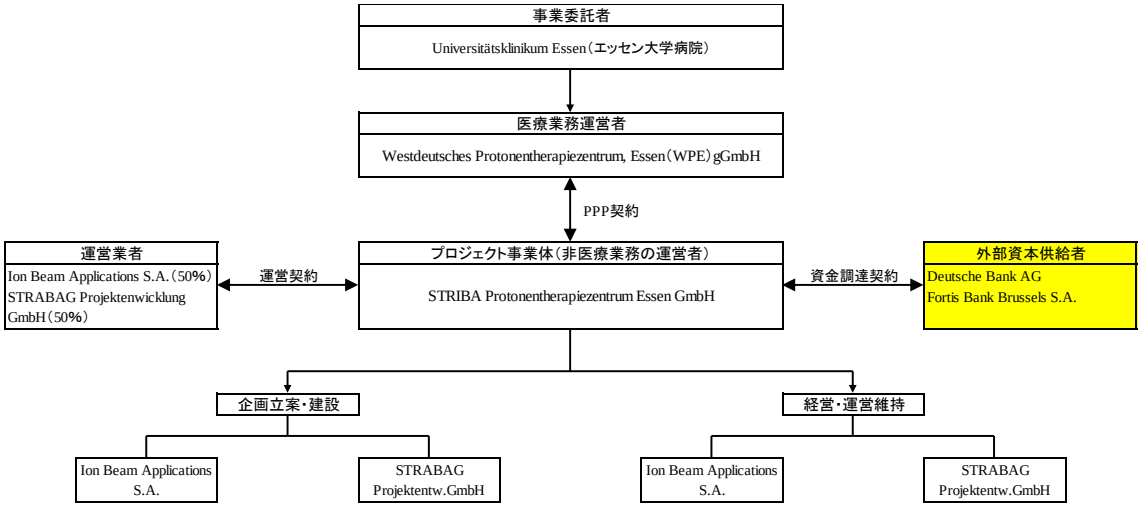
4. 官民共同プロジェクトの推進

2000 年代半ば、上記のほかにドイツ銀行の営業活動で特筆すべきものとしては、公的サービスへの民間資金の導入があげられる。具体的には、官民パートナーシップ（public-private-partnership：PPP）という官民の共同プロジェクトに参加し、そこに直接金融の手法を用いた資金調達方法を提案・実施した。PPP は、水道、交通、道路、公共医療施設など従来、国や地方自治体が提供してきた公共サービスに企業や NPO（非営利法人）など民間の資金や技術・ノウハウを取り入れることを指し、国や地方の財政負担を減じ効率

的かつ良質な公共サービスの提供、民間部門への新たなビジネス機会の提供とそれに伴う経済活性化を狙ったものである。

2000 年代半ば、ドイツ銀行が関与した PPP 案件として代表的な案件が、ドイツ・エッセンの西ドイツ放射線治療センター（Westdeutsches Protonentherapiezentrum, Essen：WPE）建設・運営プロジェクトであった。事業内容は、WPE が委託者となり、不動産開発業者、建設業者とともに、2006 年 11 月から 2010 年 7 月まで（約 15 年）、プロジェクトの企画立案、施設の建設、資金調達、医療事項以外の運営を行うというものである[56]。プロジェクト総額は 3 億ユーロ、投資総額は 1 億 2,700 万ユーロであり、ドイツにおける PPP 導入の先駆けとなる案件であった。ドイツ銀行は、本案件でオランダ大手金融フォルティス（Fortis Bank）とともに資金調達を担当しており、SPV を通じた債券発行などを手掛けている（図表 15）[57]。本案件は、ユーロマネー誌の 2006 年最優秀ヘルスケア関連案件（Euromoney Healthcare Deal of the Year 2006 for the Essen PPP）に選出されている。WPE プロジェクト以降も、ドイツ銀行は PPP を今日まで世界的に展開しており、ドイツ国内以外の欧州地域、北南米、アフリカなどにおいて重要なプロジェクトに参加している。

図表 15　WPE プロジェクトの当事者



（出所）Daube〔2010〕

第 4 節　BT 買収後の M&A 助言及びプライベート･エクィティ投資業務

1. 業務の概況

1999 年から 2007 年に至るまでの M&A 助言及びプライベート・エクィティ投資業務の状況と主な実績は、図表 16 の通りである。アジア太平洋州・日本・新興国に関する M&A 関連案件については、第 6 節において、詳細に検討することとしたい。

IT バブル期には、通信・メディアを中心とした IT 関連の大型案件に関与できたものの、2001 年に入ると、バブル崩壊とともに M&A ブームは終焉し、助言案件数は大幅に落ち込んでいた。例えば 2001 年は、1997 年に比べて M&A 総額は 50％近くも減少、2002 年はさらに前年比 39％減少している。このように 2000 年代前半は、M&A 助言部門にとって受難の時期となった。しかし、ドイツ銀行は、2002 年に世界市場におけるシェアを 6％から 17％に増加させている。IT バブル崩壊後には、案件の業種や地域の多様化・広域化を進め、石油メジャーをはじめとする米英の大企業の M&A 案件に関与、さらにアジア太平洋州では, 中国の大型プロジェクトや豪州企業向けの大型アドバイザリー案件なども手掛け、2003 年には、同地域の M&A 助言金額で初めて首位を獲得するまでになっている[58]。

1998 年、ドイツ銀行は、一般的な M&A 助言業務に加え、資産運用部門にプライベート・エクィティ投資業務（未公開株投資業務）部門を新設している。潜在的な成長性は高いが現時点での評価が低い企業があった場合、通常は投資銀行部門が M&A 案件として顧客企業に持ち込むが、当該業務では投資銀行が自己資金を使い当該企業を買収する。その上で投資銀行が企業に役員を送り込んで経営に参画したり、経営コンサルタントを雇い入れたりすることで、経営を早期に立て直し収益体質を向上させて株価をあげ、成長した時点で当該企業を売却（未公開企業の場合は当該企業を上場させて）、膨大なキャピタルゲインを得ることを目的としている。2001 年の組織変更に伴い、同業務は企業株式管理の DB インベスター、DB キャピタル･パートナーズ（DB Capital Partners : DBCP）を擁する企業投資部門（Corporate Investor）が担当することになった。DB インベスターは、持株運営会社として、産業関連株ポートフォリオの管理及び再調整を担当し、現有持株のアクティブなポートフォリオ運用を行うことのほか、魅力ある成長企業にも投資し、企業や産業全体の事業再構築策を支援した。DBCP は直接投資部門として、バイアウト、ベンチャーキャピタル、成長企業及びメザニン企業に対するファイナンス（メザニンファイナンス[59]）を担当していた。当該業務は 1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて欧米投資銀行に膨大な利益をもたらすと同時に、将来の資金調達案件の開拓にもつながったものの、2000 年代初頭の景気後退とともに、ドイツ銀行は 2003 年から 2006 年にかけて当該業務の段階的な縮小に向かうことになった。

図表 16　ドイツ銀行投資銀行部門の事業状況（M&A 助言・PE 投資･1999-2007 年）

	市況･主要案件等	組織･市場の評価
1999	【事業環境･業務動向】 ◆PE投資業務は特に業績好調 【主要案件（PE投資）】 ◆ドイツ大手ケーブルテレビのテレ･コロンブス（Tele Columbus）への出資･買収 ◆欧州バイアウト･ファンド15億ユーロを立上げ、ファンドの半分以上を有望な企業に投資	【組織】 ◆PE業務のフランクフルト事務所を開設 ◆フラウンホーファー･インスティテュートISIと共同で、ビジネスエンジェルとしての富裕な個人顧客と新興成長企業を結び付ける全国規模のネットワークを構築
2000	【事業環境･業務動向】 ◆M&A取引金額は、前年比149%増の3,260億ユーロ（2000年の世界M&A市場は前年比47%増） 【主要案件（M&A助言）】 ◆英ボーダーフォン（Vodafone）による独携帯電話大手マンネスマン（Mannnesmann）の買収案件でマンネスマン側のアドバイザー ◆米メディアのクリア･チャネル･コミュニケーションズ（Clear Channel Communications）によるAM-FMインク（AM-FM Inc）買収案件で買収及び被買収側アドバイザー ◆NTTコミュニケーションズによる米インターネットサービス大手のベリオ社（Verio Inc）買収案件でNTT側の買収アドバイザー 【主要案件（PE投資）】 ◆英食品メーカーのユナイテッド･ビスケット（United Biscuits）への出資 ◆米ギフト大手のジョステンス社（Jostens）に対する出資（同社役員とともに発行済株式の94%を取得） ◆環境保全型のエネルギープロジェクト向けの資金供給スキームを設定（事業運営ファンドを活用した6つの風力発電施設、バイオマス発熱･発電施設等）	【組織】 ◆DBコンサルト（DB Consult）を設立し、M&A助言業務を強化
2001	【事業環境･業務動向】 ◆M&A助言案件が大幅に落ち込み、1997年に比べてM&A総額は50%近くも減少した。しかし、ドイツ銀行は世界の助言ランキング上位10業者のうち、唯一自社の手がけたM&A総額が増加 ◆PE投資は、株式市場の低迷、世界的景気後退から一転して厳しい状況に 【主要案件（M&A助言）】 ◆米石油大手買収案件のアドバイザー ◆欧米メディア企業の合併案件のアドバイザー 【主要案件（PE投資）】 ◆英リゾート運営のセンターパークス社（Center Parcs Ltd）への出資（→2003年にロンドン証取代替投資市場（AIM）に上場→ロンドン証取第1部市場に移行） ◆米化学ノベオン社（Noveon）への出資（→2004年に米化学ラブリゾル社が買収） ◆米教育プロバイダーのストレイヤー･エデュケーション社（Strayer Education）への出資 ◆米消費財メーカーのプレステージ･ブランド社（Prestage Brand）への出資 ◆2001年を代表するレバレッジドファイナンス案件に関与	
2002	【事業環境･業務動向】 ◆世界のM&A案件は39%減少するも、ドイツ銀行のシェアは前年の6%から17%に上昇、ドイツ国内では首位を維持、英国では上位3社の一角 ◆PE業務の縮小（保有するPEポートフォリオの8割を15億ユーロで売却→以降2000年代後半まで縮小方針をとる） 【主要案件（M&A助言）】 ◆英石油メジャーに対し、多数のM&A案件でアドバイザーに就任 ◆米通信最大手企業に対する買収アドバイザー ◆米ショッピングセンター最大手企業に対する買収アドバイザー ◆米林産業界最大手企業のバイアウトに対するアドバイザー（1989年以降最大のバイアウト案件） ◆中国におけるパイプライン建設プロジェクトに向けた世界大企業4社の合弁会社設立に対するアドバイザー ◆豪州企業の会社分割案件に対するアドバイザー、ニューランド産業史上最大の合併案件に対するアドバイザー（ドイツ銀行は豪州及びニュージーランドにおける最大のM&Aアドバイザー） ◆日本で最大規模マネジメントバイアウト（MBO）案件を2件取りまとめ	

	市況・主要案件等	組織・市場の評価
2003	【事業環境・業務動向】 ◆欧州新株引受権発行の引受で首位 ◆アジア太平洋州地域のM&A案件で首位 【主要案件（M&A助言）】 ◆中国電力会社の国外大型買収案件に対するアドバイザー ◆日本の金融機関の事業再編に対するアドバイザー ◆ニュージーランドで過去最大規模となったM&A案件（英国金融機関側のアドバイザー） 【主要案件（PE投資）】 ◆2003年2月、成熟段階にある企業の投資ポートフォリオの8割相当（15億ユーロ）をDBPPに売却 ◆テレ・コロンブス（1999年買収）の持分株式をBC Partnersに売却 ◆米国では、2003年、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資を約3億5,000万ユーロで売却	
2004	【業務環境・業務動向】 ◆グローバルM＆A助言業務で第7位 ◆ドイツ及び英国のM＆A市場で各々第2位、第3位 【主要案件（PE投資）】 ◆PE投資資産は12億ユーロに減少、ドイツ・トレビラ（Trevira AG）の過半数株式を売却	
2005	【事業環境・業務動向】 ◆欧州M&A市場でアドバイザリーランキングで前年の7位から5位に躍進、取引金額で上位20案件のうち10案件でアドバイザーに就任 ◆過去最大規模のLBO案件5件のうち4件が2005年に実施されたが、4件全てにおいてアドバイザリーや資金調達に関与 【主要案件（M＆A助言）】 ◆M&A案件の資金調達として、CELLO（Collateralized Equity-Linked Limited Liability Obligations）を活用した新たな資金調達方法の導入に成功	【組織】 ◆ストックホルムにアドバイザリー業務拠点を開設 【市場の評価】 ◆Dealogic：No.1 in M&A advisory
2006	【事業環境・業務動向】 ◆M&A助言業務の取扱高は前年比62%増加、ドイツ、英国、ロシア、中東欧・中東・アフリカ（CEMA）で主導的な市場シェアを維持（米国市場は前年比57%増加）	
2007	【事業環境・業務動向】 ◆全世界でのM&A助言業務の取扱高は前年比79%増加（M&A助言ランキングで第8位に上昇） ◆欧州のM&A取扱高が前年比43%増加だったのに対し、ドイツ銀行の取扱高は同85%増加 ◆米国のM&A取扱高は前年比16%増加だったのに対し、ドイツ銀行の取扱高は同60%増加 【主要案件（M&A助言）】 ◆鉱山セクターでの買収、化学会社の合併でアドバイザーに就任 ◆過去最大規模のLBO案件でアドバイザーに就任	【市場の評価】 ◆EM：Best M&A House Central & Eastern Europe ◆EM：Best M&A House Russia

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1999-2007

M&A 助言、プライベート・エクィティ投資案件は、買収側企業、買収を阻止する買収防衛する企業、さらにそれらにアドバイザーとして就く投資銀行の思惑が複雑に絡むことで長期に及ぶことも多い。買収成功と思われても、買収対象企業がさらに強力なパートナー企業を巻き込み逆に買収されてしまうといったハプニングに見舞われることは珍しくない。案件が完了するまでにはアドバイザーである投資銀行も長期にわたる神経戦を強いられる

ことから、株式又は債券による単発の資金調達案件よりもその手数料率は大きいのが一般的である。長い神経戦の中では、緊急に買収側企業につなぎ融資を実施するなど M&A 助言以外のビジネス機会に浴することがある。そして、特に自社が買収側のアドバイザーとなった結果当該業界でも屈指の大企業が誕生した場合は、その新会社から継続的に株式や社債の発行、さらなる M&A 助言案件がもたらされることになる。そのため，投資銀行のビジネスの重点はどうしても M&A 助言案件に向かうことが多いわけだが、基本的にこの分野は、米大手投資銀行が長く優位な状況にあり、ドイツ銀行投資銀行部門にとっても同分野の攻略が最大の課題となっていた。

2. IT バブル下のハイテク企業関連案件

1999 年、欧州の M&A 取引金額は 1 兆 3,000 億ドル（約 133 兆円）を上回った。同年の世界の M&A 金額は総額約 3.4 兆ドル（約 348 兆円）に達したが、そのうち欧州は 38%を占めていたことになる。その拡大の勢いは 2000 年になっても衰えず、前年並みの金額を維持していた[60]。2000 年上半期だけを見ると、米国の M&A 金額が概ね 5,000 億ドルから 6,000 億ドルの間にとどまったのに対し、欧州では約 7,900 億ドルと大きく伸長した。1999 年の EMU（経済通貨同盟）発足で域内の通貨の壁がなくなるなど欧州市場の一体化が進むにつれ、欧州企業の営業基盤は国内から欧州全域に広がり、各国の有力企業は域内企業を相次いで買収するようになった。税制など各国の制度改革も M&A 拡大の要因であった。例えばドイツでは、2000 年 7 月に税制改革法が成立（2001 年施行）し、法人税引下げや保有 1 年を経過した株式の譲渡益課税の撤廃が実施されたが、これに伴い企業利益が向上、企業間の持ち合い解消とその売却代金を使った M&A が増加した。

1999 年から 2001 年にかけ約 3 年間続いた、欧米の IT バブルのなか、BT 買収直後の M&A 案件の中心は、通信、メディアといった IT 分野であった。ハイテク及び IT 関連企業の株価が上昇したことで、各社は負担の大きな現金による買収でなく、手続きが比較的簡易な株式交換方式での買収を選択することができたからである。そして、ドイツ銀行が関与した数多くの案件において、特に旧 BT アレックスブラウンのハイテク投資銀行家は、BT 統合直後から大きな役割を果たすことになった。

BT 統合後、旧 BT アレックスブラウンの投資銀行家が中心となりドイツ銀行が手掛けた大型案件として、米ラジオ局運営第 3 位のクリア･チャネル･コミュニケーションズ（Clear Channel Communications・現 iHeartMedia,Inc）による同国有力ラジオ局運営会社の AM-FM インク（AM-FM Inc）の買収（買収金額 159 億ドル）がある[61]。クリア･チャネル社は、旧アレックスブラウン通信・メディアチームの顧客企業であり、例えば 1998 年 3 月には、BT アレックスブラウンが同社の無担保社債 5 億ドル（期間 5 年、クーポンレート 2.625%のシニア債）を引き受けている[62]。BT 投資銀行部門のクリア･チャネル社との取引関係から、ドイツ銀行は本案件で同社の買収アドバイザーに就任した。クリア･チャネル社は、AM-FM

インクの買収に伴い、ラジオ局 830 ヶ所、19 のテレビ放送局を擁する米国最大のラジオ局運営会社及び有力テレビ局運営会社となり、広告業界から毎年 50 億ドル以上の広告収入を得る事業規模となった[63]。本件を成功させたことにより、ドイツ銀行投資銀行部門の米メディア業界に対するプレゼンスは大いに高まった。

また、本案件に先立ち、1999 年にはドイツ銀行は、プライベート・エクィティ投資業務の一環として、傘下の DB インベスターを通じ、高周波ケーブルテレビ運営第 2 位のテレ・コロンブス社（Tele Columbus）を買収している[64]。当時同社は経営難だったが、1990 年代後半、ドイツ国内においても IT 企業の潜在的な成長と株価上昇が見込まれたため、プライベート・エクィティ投資部門の投資対象となった。3 年から 5 年の投資期間内に、ドイツ銀行は経営効率化などの助言を通じ、同社の市場価値を引き上げることを企図していた。同社は、2002 年には 230 万人のケーブル契約顧客を獲得、2 億 3,500 万ユーロの営業収益（売上高）をあげるまでに業績回復している。2003 年 4 月、ドイツ銀行は同社を欧州買収ファンド大手 BC パートナーズに 5 億 1,000 万ユーロで売却、売却益（非公表）を得ている[65]。DB インベスター及び DBCP が取り組んだ企業投資案件は、投資を行いその後いったん売却した後も、ドイツ銀行の次のビジネスにつながることが多かった。それが成長企業であれば、ほとんど切れ目なく買い手が現れるものである。BC パートナーズによる買収の後、テレ・コロンブス社と同業のカーベル・ドイチュラント（Kabel Deutscheland）が同社の買収に着手している[66]。ドイツのケーブルテレビ運営最大手カーベルは、2012 年 5 月に同社を買収、買収資金として 6 億ユーロ（7 億 6,700 万ドル）を調達すると発表した[67]。これに伴い、モルガンスタンレー、ゴールドマンサックスとドイツ銀行は、カーベルに対し短期のつなぎ融資（ブリッジローン）を実行している。結局本買収案件は頓挫し、テレ・コロンブスは単独での生き残りを目指し、2015 年 1 月に新規株式公開を果たしたところである（本案件ではドイツ銀行は幹事団に入っていない）[68]。

DB インベスターや DBCP の IT 企業への投資、それに関連する投資銀行ビジネスについても、旧 BT アレックスブラウンを中心とする投資銀行家が深く関与しており、一連の案件でドイツ銀行に相当の収益をもたらしたことはいうまでもない。そして 2000 年には、それらハイテク産業を得意とする投資銀行家は、ドイツ銀行がそれまでに手掛けたことのない大型 M&A 案件に取り組むことになった。

3. 超大型案件：ボーダフォンによるマンネスマンの買収

2000 年で最も重要な投資銀行案件は、英通信大手ボーダフォン･エアタッチによるドイツ通信大手マンネスマン（Mannesmann AG）の買収である[69]。本案件は、新会社ボーダフォン・エアタッチ株の 50.5％をボーダフォンの株主が、また 49.5％をマンネスマンの株主が保有することで決着した[70]。新会社の携帯電話事業は、英国とドイツで首位、米国とイタリアで 2 位となり、買収時点で両社合わせた顧客数は 4,200 万、同事業を欧米に展開する巨大企業

が誕生することになった。

ボーダフォンによる全額株式交換による買収であり、取引金額（2,028 億ドル）で現在までで最大の M&A 案件となっている[71]。買い手であるボーダフォン側には米ゴールドマンサックスと UBS 投資銀行部門のウォーバーグ･ディロン･リード（Warburg Dillon Read）が、マンネスマン側に米国のモルガンスタンレー、メリルリンチ、JP モルガン及びドイツ銀行（defence advisory team）が、各々アドバイザーとして就任した[72]。マンネスマンのヨアヒム・ファンク会長（当時）はドイツ銀行諮問委員会のメンバーであり、1991 年にイタリア大手タイヤメーカーのピレリ（Pirelli & C.SpA）がドイツ自動車部品・タイヤ製造大手コンチネンタル（Continental AG）社に対し敵対的買収（hostile bid）を仕掛けた際、コンチネンタル株を買い増すなどドイツ銀行が買収防衛に大きな役割を果たしたことから、マンネスマンは同行に信頼を寄せ、アドバイザーを託すことになった[73]。

1999 年 11 月、ボーダフォンはマンネスマンに対し友好的買収提案を行ったが[74]、これが拒否されると直ちに敵対的買収を行う方針に転じた。マンネスマンを買収した直接の動機は、マンネスマンの携帯電話子会社の大株主だったボーダフォンとの意見調整がないまま、マンネスマンが英国の携帯電話事業第 3 位のオレンジ社の買収に踏み切ったことであった[75]。英国をはじめ欧州携帯電話市場での地位を脅かされかねなかったボーダフォンは、マンネスマンを買収することで一気に形勢逆転を狙ったのである[76]。ボーダフォン側の描いた新会社の事業戦略[77]は、マンネスマン側の提案よりも株主には魅力的であり、しかも当時株主の 6 割超を国外投資家（発行済株式のうち約 40％を米英投資家が保有）が占めるマンネスマンとしては、問題の決着をグローバル標準で行われる株主の選択に委ねる以外に方法はなかったとされている[78]。

こうして誕生した新会社ボーダフォン･エアタッチは、欧米のみならずアジアを含めた世界展開を進め、その過程で生じる新たな M&A 案件に、買収防衛に失敗したドイツ銀行としては同社の新規案件にどこまで関与できるかは未知数ではあった。しかし、それまで経験のない大規模な取引案件をめぐり、M&A 助言業務で首位のゴールドマンサックスを相手にモルガンスタンレーと協働した神経戦は、同行が国際投資銀行市場でステップアップするにあたり貴重な経験をもたらしたとされる[79]。また同行自身も、グローバル化する通信業界に対する助言能力を高める上で重要なキャリアだったと自己評価している[80]。

4. IT バブル以降の欧米市場における主要な M&A 案件

（1）欧州市場における案件

IT バブル崩壊後、世界的な M&A ブームは去り、2000 年代前半にドイツ銀行が手掛けた M&A では、ボーダフォンによるマンネスマン買収など超大型といえるほどのハイテク関連案件は多くはなかった。IT バブル以降 2000 年代前半から半ばにかけ、ハイテク企業関連の M&A 助言案件は減少したものの、2000 年前半において、ドイツ銀行は欧米市場で、化学、

小売り、通信、電力、石油、娯楽など多岐にわたる業種、企業の案件を手掛けている。

2000 年代､欧州市場における案件では､例えば 2002 年にロイヤル･ダッチ･シェル社（Royal Dutch Shell）をはじめ英石油メジャーの M&A 案件で買収アドバイザーに就任している[81]。例えば、2002 年に英蘭を本拠とするロイヤル･ダッチ･シェルがドイツ総合電機大手ジーメンスの太陽光発電部門（Siemens Solar）を買収した案件では、シェルのアドバイザーに就任している。2002 年にドイツ銀行頭取に就任したアッカーマン氏は、2014 年までシェルの外部取締役に就いており、同行とは親密な関係にあった。シェルやブリティッシュ･ペトロリアム（British Petroleum：BP）といった英石油メジャーは、毎年世界中で石油他社の買収を通じて本業を拡充するほかに、上記のような再生可能エネルギー部門の拡充にも注力していたため、M&A 案件につながる機会は少なくなかった。

また、2000 年代前半にドイツ銀行が欧州市場で手掛けた代表的案件の 1 つに、2004 年 4 月、ドイツのエンジニアリング大手 MG テクノロジーズ社による、同国化学・軍事機器大手のダイナミット・ノベル社（Dynamit Nobel AG）に対して保有する参加持分（participation）の、米特殊化学会社のロックウッド社（Rockwood specialities Group）への売却案件がある。本案件で、ドイツ銀行は MG テクノロジーズのアドバイザーに就任している。売却金額は 22.5 億ユーロで、ロックウッドは米大手投資会社 KKR から買収資金を調達し、資本増強した上で買収を実施している（KKR はダイナミットの化学関連部門を買収するロックウッドに投資）。ダイナミット社は、ファインセラミックス、特殊化学、顔料、合成化学、プラスティックの 5 事業部門を持つが、プラスティック部門を除く全事業の売却案件であった。ダイナミット社は、自動車産業向けで高いシェアを維持するプラスティック部門に資源を集中投資する戦略を選択したのである。

2006 年にはエネルギーセクターを中心に M&A 市場はやや持ち直し、大型案件が出現するようになった。例えば、2006 年、ドイツ最大の電力会社イーオン（E.ON SE）によるスペイン電力最大手エンデサ（Endesa S.A.）の買収案件で、ドイツ銀行は英 HSBC グループ、シティグループ、JP モルガン・チェースとともに共同の買収アドバイザーに就任した[82]。本案件は、買収総額 291 億ユーロの大型案件であり、市場の期待は高まったが、本案件はスペインのエネルギー事業を他国が握る可能性をめぐり政治問題に発展した。エンデサに対しては、イーオンのほかにスペイン最大のガス会社ガス・ナトゥラル･フェノーサ（Gas Natural SDG, SA）が敵対的買収を仕掛け、イタリアのエネルギー最大手エネル（Enel）が買収に名乗りを上げた。外国企業がスペインの電力の最大業者を傘下に置くことに対する経済ナショナリズムから来る反発がある一方、社会党の影響力の強いカタルーニャの企業（バルセロナに本社をおくガス･ナトゥラル）の傘下になることを嫌う右派のエンデサ幹部、むしろイーオンの子会社となることを予想するメディアといったように、本案件については様々な思惑が交錯し国民の世論を分けた。2006 年 2 月、スペイン政府は条件付でガス・ナトゥラルによる買収を認めたが、イーオンはさらに 400 億ユーロを超える巨額の買収金額を提示し、状況はさらに混乱した。2007 年 4 月、イーオンはエンデサ買収を断念、最終的

にエネルとスペインの建設大手アクショーナがエンデサを買収することとなった。買収対象企業がその国の経済を象徴するあるいは代表的な企業の場合、ナショナリズムがそれを阻むことは珍しいことではない。経済のグローバル化によって M&A 案件は着実に増えたが、一方で国境を越える案件ではこのような障害が立ちはだかることが多く、その成約は必ずしも容易ではなくなっていた。

（2）米国市場の M&A 助言案件

2000 年代前半は、欧州よりも米国で主要な案件が成約に至っている。ドイツ銀行が米国市場で手掛けた主要な M&A 助言案件としては、次のようなものがある。

1）物流企業の買収

2003 年 6 月、米物流大手イエロー･コーポレーション（Yellow Corporation）は、長距離小包輸送大手のロードウェイ･コーポレーション（Roadway Corporation）を 10 億 5,000 万ドルで買収すると発表した[83]。本案件で、ドイツ銀行はイエロー側の買収アドバイザーに就任している。イエロー･コーポレーションは、同社買収により、長距離小包配送部門（long- haul less-than-truckload）を強化するとともに、2003 年の売上高は 30 億 7,000 万ドルと倍増し、企業向け配送業務（shipments for business-to-business customers）では全米最大となった。米国配送業の 2 大ブランドが統合した後の事業拡大は目覚ましく、2004 年の売上高は 68 億ドル、2005 年にシカゴの大手物流 USF コーポレーション買収を経て、2006 年の売上高は 99 億ドルとなっている。

2）小売り大手ドラッグストア部門の買収

2004 年 4 月、米小売り大手 J.C.ペニー（J.C.Penney）は、ドラッグストア部門のエカード･コーポレーション（Eckerd Corporation）を 45.3 億ドルで売却すると発表、エカードの 2,800 店舗のうち、米小売りの CVS コーポレーション（CVS Corporation）が 21.5 億ドルで 1,260 店舗を、カナダのドラッグストア大手のジェーンコーツ（Jean Coutu Group）が 23 億 7,500 万ドルで、米東海岸からフロリダ州に広がる 1,539 店舗を買収することになった[84]。ドイツ銀行は、本案件でジェーンコーツの買収アドバイザーに就任した。本案件により、ジェーンコーツは北米第 2 位の医療品販売業者となり、J.C.ペニーは、主力の百貨店、通信販売部門に経営資源を集中する戦略に転じた。

3）化学メーカーの買収

2004 年 4 月、米特殊化学大手のルブリゾル･コーポレーション（Lubrizol Corporation）は、米中堅化学会社ノベオン･インターナショナル（Noveon International）を 18 億 4,000 万ドルで買収すると発表した[85]。本案件で、ドイツ銀行はノベオン側のアドバイザーに就任した。ルブリゾルは、ノベオンのアクリル系増粘剤、熱可塑性ポリウレタン樹脂など需要が多く

高い成長が見込める商品群を取り込むことで、事業規模の拡大（合併後の売上高は 20 億ドルから 32 億ドルへ）と同時に、商品ラインの大幅強化を図ることが可能となった。

4）ホテル･カジノ運営会社の買収

2004 年 6 月、米ホテルチェーン大手の MGM ミラージュ（MGM Mirage Hotel Group）は、ホテル・カジノ運営大手のマンダレイリゾート･グループ（Mandalay Resort Group）の買収を発表した。本案件はマンダレイ 1 株あたり 71 ドルでの買収で買収総額は 79 億ドル、米国のホテル業界の M&A としては過去最大級の規模である[86]。ドイツ銀行は本案件で、バンク･オブ･アメリカ、シティグループ、JP モルガン・チェースなどとともに買収アドバイザーに就任した。1996 年にドイツ銀行投資銀行部門（DMG）が MGM ホテル部門の株式発行案件で主幹事に就任しており、それ以降の継続営業の結果獲得した案件である。MGM は、マンダレイ買収により、大規模なカジノ部門を手中に収めるほか、五大湖周辺都市や東海岸地域にまで広がる 5 つのブランドのホテル網を展開、コンベンションセンターとしては全米第 5 位となり、レジャー、旅行、イベント業をカバーする総合ホスピタリティ企業となった。

2000 年代前半、M&A 助言業務においては、その企業全体又は事業部門の売却を企業投資ファンド（プライベート･エクィティ･ファンド）や投資銀行につなげる案件が多く見られている。ドイツ銀行は、米国のブラックストーン（The Blackstone Group）、コールバーグ･クラビス･ロバーツ（Kohlberg Kravis Roberts：KKR）をはじめ大手企業投資ファンドを顧客に持ち、それらの投資ニーズに合った出資案件を発掘し、自ら買収側のファンド又は買収先企業のアドバイザーに就任していた。例えば、2003 年から 2004 年にかけては、2003 年 4 月の米環境対策大手オンデオ･ナルコ社（Ondeo Nalco Company）[87]、2003 年 10 月の独立系電力会社のコジェントリックス社（Cogentrix Energy Power Management）[88]、2004 年 4 月の米石油化学製品大手のセラニーズ･コーポレーション（Celanese Corporation）[89]の買収などの主要案件がある（図表 17）。

図表 17　企業投資ファンドによる企業買収案件（2003～2004 年）

発表年月	買収先企業	本社所在国・主要事業	PEファンド/投資銀行	案件内容
2003年4月	オンデオ・ナルコ （Ondeo Nalco Company）	◇米国 イリノイ州 ◇環境対策（水処理）、化学	◇ブラックストーン・グループ （The Blackstone Group） ◇アポロ・マネジメント （Appolo Management L.P.） ◇ゴールドマンサックス・キャピタル・パートナーズ （GS Capital Partners）	◇米大手プライベート・エクィティ投資会社のブラックストーン、アポロ・マネジメント、ゴールドマンサックス・キャピタル・パートナーズからなる投資コンソーシアムは、米国の環境対策大手オンデオ・ナルコを、フランス水道・ガス事業大手のスエズから42億ドルで買収。 ◇ナルコ社は、世界130ヶ国で事業を展開、高いブランド力を誇るグローバル企業であることに加え、環境事業の成長性から、投資会社各社はナルコ社買収を決断。 ◇ドイツ銀行は、アポロ・マネジメントのアドバイザーに就任。同社の親会社のスエズは、ドイツ銀行と親密な取引先。
2003年10月	コジェントリックス・エナジー （Cogentrix Energy Power Management）	◇米国 ノースカロライナ州 ◇電力発電・供給、化石燃料及び再生可能電力施設の開発・建設・運営	◇ゴールドマンサックス （The Goldman Sachs Group）	◇米投資銀行大手のゴールドマンサックスは、米国の独立系電力会社のコジェントリックス社を24億ドルで買収（うち23億ドルは同社の債務引受部分）。 ◇ゴールドマンサックスは、本案件により26の電力発電所、3,300万メガワット近い発電能力を新たに対電力会社投資ポートフォリオに追加。 ◇ドイツ銀行は、コジェントリックス社側のアドバイザーに就任。
2004年4月	セラニーズ・コーポレーション （Celanese Corporation）	・米国 テキサス州 ・石油化学製品製造	・ブラックストーン・グループ	◇ブラックストーンは、傘下のドイツ投資会社BCPクリスタル・アクィジション（BCP Crystal Acquisition GmbH）を通じ、セラニーズ・コーポレーションを38億ドル（1株あたり32.5ユーロ）で買収。 ◇セラニーズは、ドイツ総合化学大手ヘキストの米合弁企業を前身とするグローバルな石油化学製品メーカーであり、工業用酢酸では世界トップシェア。 ◇同社はニューヨーク、フランクフルト両取引所に上場していたが、買収に伴いフランクフルト市場では上場廃止となった。本案件は、ドイツで公開企業が非公開企業となった最大の事例であり、企業投資ファンドが化学業界において行った買収としても最大規模であった。 ◇ドイツ銀行は、ナルコ社の買収アドバイザーに就任。

（出所）企業投資ファンド運営会社 News Release などより作成

5. M&A 市場におけるドイツ銀行の地位

BT 買収後、その投資銀行部門 BT アレックスブラウンを中心に M&A 助言業務を拡充、その中で名だたる企業の大型案件にも関与したが、2000 年半ばまでに米大手投資銀行に比肩する実績をあげたとはいい難かった。図表 18 は、M&A 助言業務のグローバルベース（公表ベース）のランキングを金額で見たものだが、BT 買収後に若干の順位をあげたものの、2000 年代半ばで 7～8 位程度にとどまっており、依然米大手投資銀行の後塵を拝する状況だったことがわかる。これが米国市場（買収側・被買収側の両方又はいずれかが米国企業）の場合、その順位はさらに低迷し、バンカメリカ系の BofA セキュリティーズなど米国の大手銀行系投資銀行にさえ及ばないといった状況であった。

その後も、2007 年は引受額 5,884 億 5,410 万ドル（発行件数 296 件）で世界第 8 位、2008

年は引受額 4,401 億 965 万ドル（発行件数 283 件）で世界第 8 位と、金融危機後も国際的なアドバイザーとしての地位を維持してはいるものの、2000 年代半ばに比べ M&A 助言業務の順位に大きな変化はない。

図表 18　M&A 助言金額ランキングの推移（グローバル・米国企業関連）

①M&A助言金額（グローバル・公表ベース）

（百万ドル・件）

1999年			
	金融機関	M&A金額	件数
1	ゴールドマンサックス	1,354,984	416
2	モルガンスタンレーDW	1,144,043	457
3	メリルリンチ	1,097,771	383
4	CSファーストボストン	543,093	332
5	JPモルガン	515,575	246
6	ｳｫｰﾊﾞｰｸﾞ･ﾃﾞｨﾛﾝﾘｰﾄﾞ	493,438	281
7	ソロモン･スミスバーニー	457,973	276
8	ラザード	374,178	160
9	リーマンブラザース	311,111	200
10	ドイツ銀行（BT統合後）	296,744	239
11	チェースマンハッタン	295,317	205
12	ﾄﾞﾅﾙﾄﾞｿﾝ･ﾗﾌｷﾝ･ｼﾞｪﾝﾚｯﾄ	279,114	324
13	ベアスターンズ	171,687	87
14	ロス･チャイルド	164,699	218
15	ドレスなーKB	145,275	97
	M&A金額合計	3,409,167	31,842

2005年			
	金融機関	M&A金額	件数
1	ゴールドマンサックス	875,159	435
2	モルガンスタンレー	727,106	381
3	JPモルガンチェース	658,656	397
4	メリルリンチ	597,903	312
5	シティグループ	559,795	360
6	UBS	495,629	344
7	リーマンブラザース	434,012	234
8	ドイツ銀行	369,142	244
9	ラザード	308,806	219
10	CSFB	308,497	267
11	ロスチャイルド	214,807	275
12	BNPパリバ	199,444	132
13	BofAセキュリティーズ	144,313	114
14	ベアスターンズ	136,940	65
15	野村証券	100,232	153
	M&A金額合計	2,706,291	32,726

2006年			
	金融機関	M&A金額	件数
1	ゴールドマンサックス	1,068,123	430
2	シティグループ	1,018,838	408
3	モルガンスタンレー	965,714	392
4	JPモルガン	853,852	426
5	メリルリンチ	739,747	315
6	CSファーストボストン	700,131	374
7	UBS	650,143	404
8	リーマンブラザース	570,406	218
9	ドイツ銀行	508,806	232
10	ラザード	365,266	231
11	ロスチャイルド	324,403	353
12	BNPパリバ	300,682	131
13	HSBCホールディングス	247,653	84
14	BofAセキュリティーズ	232,906	119
15	ABNアムロ	187,037	156
	M&A金額合計	3,682,620	36,827

②M&A助言金額（米国-米国及び米国-外国の案件・公表ベース）

（百万ドル・件）

1998年			
	金融機関	M&A金額	件数
1	ゴールドマンサックス	755,549	223
2	メリルリンチ	520,154	195
3	ソロモン･スミスバーニー	429,627	198
4	モルガンスタンレーDW	416,482	210
5	CSファーストボストン	297,653	144
6	JPモルガン	214,136	92
7	ﾄﾞﾅﾙﾄﾞｿﾝ･ﾗﾌｷﾝ･ｼﾞｪﾝﾚｯﾄ	196,260	211
8	リーマンブラザース	162,642	116
9	チェースマンハッタン	158,512	61
10	ベアスターンズ	123,100	66
11	ラザード	83,497	65
12	バンク･オブ･アメリカ	80,054	82
13	ドイツ銀行	61,208	19
14	BTｱﾚｯｸｽﾌﾞﾗｳﾝ/Wolfen.	53,923	95
15	ｳｫｰﾊﾞｰｸﾞ･ﾃﾞｨﾛﾝﾘｰﾄﾞ	43,621	62
	M&A金額合計	1,628,779	11,638

2005年			
	金融機関	M&A金額	件数
1	ゴールドマンサックス	426,923	172
2	モルガンスタンレー	388,549	140
3	JPモルガンチェース	267,906	137
4	シティグループ	258,956	137
5	メリルリンチ	236,077	126
6	リーマンブラザース	233,273	122
7	UBS	191,954	112
8	CSFB	171,253	135
9	ベアスターンズ	135,761	62
10	BofAセキュリティーズ	133,824	97
11	ラザード	120,738	70
12	ドイツ銀行	66,907	59
13	エバーコア	58,681	26
14	ブラックストーン	49,705	21
15	ワコビア	44,673	67
	M&A金額合計	1,132,115	9,081

2006年			
	金融機関	M&A金額	件数
1	ゴールドマンサックス	552,364	189
2	シティグループ	429,232	144
3	モルガンスタンレー	406,986	150
4	JPモルガン	382,776	166
5	クレディスイス	333,688	159
6	リーマンブラザース	330,926	122
7	メリルリンチ	327,813	134
8	UBS	234,075	155
9	BofAセキュリティーズ	208,524	103
10	ラザード	192,543	73
11	エバーコア	155,360	26
12	ベアスターンズ	142,122	50
13	ドイツ銀行	139,346	56
14	ワコビア	108,650	56
15	ブラックストーン	106,052	24
	M&A金額合計	1,521,241	10,409

注）通常、案件1件には複数の業者がアドバイザーに就任することが多いため、各社の金額は重複したものでり、各社の金額の合計額はM&A金額合計とは一致しない。

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

第 5 節　証券化業務とシャドーバンキングへの関与

2005 年 5 月、ドイツ連邦政府は、郵便公務員年金受給権を担保とした証券化案件で、ドイツ銀行とモルガンスタンレーを主幹事に指名している。本案件は、旧ドイツ連邦郵便に勤務していた公務員（ドイツテレコム、ドイツポスト、ポストバンクに勤務する職員）の年金受給権を担保に 60 億ユーロを調達し、これにより財政赤字の削減にあてようというものであった。英国に証券化のための特別目的ビークル（SPV）であるドイツ郵政年金証券化会社（German Postal Pensions Securitisation PLC）を設立し、当該 SPV が金額 60 億ユーロの債券を 5 回に分けて発行した（期間は 10 年から 15 年で固定金利、格付けはトリプル A）。

本案件は、債権や不動産を担保とした証券発行ではなく、年金受給権という将来キャッシュフローを担保とした証券化技術を要する案件として注目された[90]。

図表 19　ドイツ銀行投資銀行部門の主要案件（証券化・不動産業務）

	市況・主要案件等	組織・市場の評価
1999	【事業環境・業務動向】 ◆BTアレックス・ブラウン（BT Alex.Brown）の統合で北米におけるコーポレートファイナンス業務及びトレーディング基盤を大幅に拡充	
2000	【事業環境・業務動向】 ◆2000年は投資銀行部門の営業収益で世界第2位	【市場の評価】 ◆EM：Award for Excellence
2001		【組織】 ◆組織変更に伴い、欧州セールスファイナンス・リース、フリート・マネジメント業務を廃止
2002	【主要案件】 ◆米国において自動車ローンの50億ドルの証券化を実施（本件によりIFRの「北米及び欧州における最優秀証券化ハウス」を獲得	【市場の評価】 ◆IFR：North American and European Securitization House of the Year
2003	【事業環境・業務動向】 ◆不動産投資銀行ビジネスで躍進、不動産関連ファイナンス案件の規模と仕組み（ストラクチャリング）で実績	【市場の評価】 ◆IFR：Award of Securitization Deal of the Year in 2003
2004		【組織】 ◆バークシャー・モーゲージ（Berkshire Mortgage Finance）を買収
2005	【事業環境・業務動向】 ◆商業用不動産の分野では、2004年に買収したバークシャー・モーゲージを核に設立したドイチェバンク・バークシャー・モーゲージが貢献し、取扱高は前年比46%増の42億ドルに ◆グローバルCMBS（商業用不動産担保所見）と不動産CDO（債券担保証券）市場で上位3位を確保 【主要案件】 ◆欧州ガレリオ衛星プロジェクトの入札コンソーシアムに対するアドバイザーに就任（アセットファイナンス＆リーシング業務）	【組織】 ◆顧客カバレッジ・グループを編成し、グローバル市場部門の全ての資産クラスを横断的に提供できる体制を強化 【市場の評価】 ◆EM：No.1 Commercial Real Estate Bank in the inaugural real Estate poll
2006	【事業環境・業務動向】 ◆不動産債務担保証券（CDO）では過去最高の業績を達成 【主要案件】 ◆ドイツで、特許に投資する初のクローズドエンド型投資信託を設定	【組織】 ◆上海、香港、シドニー、ムンバイに商業用不動産ビジネスの拠点を開設 ◆シンガポールにアセットファイナンス拠点を開設 ◆住宅ローンのオリジネーター、チャペル・ファンディング（Chapel Funding）、モーゲージIT（Mortgage IT）を買収
2007	【事業環境・業務動向】 ◆投資家心理の悪化から、債務担保証券（CDO）やクレジットトレーディングなどの業務は低迷 ◆2006年に買収したモーゲージITは、米サブプライム住宅ローン債権のうち、「オルトA（信用力の低いサブプライムローンと信用力の 高い人向けのプライムローンの中間レベル）」、「プライム」に特化したオリジネーターであったため、債権の不良化による損失は比較的軽微であり、銀行本体への影響は限定的 ◆マイクロファイナンスなど新しい資産クラスに対するサービスを拡大し、世界でも有数の劣後マイクロファイナンス証券化プログラムを実施 ◆ドイチェバンク・バークシャー・モーゲージの業績好調（オリジネーションの取扱高が記録的水準） ◆サブプライム危機に伴う欧州市場の混乱は、不動産スペシャル・シチュエーション・グループに有望な投資機会をもたらす	【組織】 ◆ドバイにファイナンス・アドバイザリー業務の拠点を開設 【市場の評価】 ◆IFR：Securitisation House of the Year ◆Euro Week：Best Arranger of German Loans ◆Euro Week：Loan Trading House ◆ITI：Bank of the Year（Epic Award for Real Estate Finance & Investment）

（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1999-2007 より作成

本案件や米国市場におけるオートローン債権を担保とした 50 億ドル規模の案件など高い技術力を伴うものを含め、ドイツ銀行は世界各地で様々な証券化案件に取り組んでいる。

しかし、2000 年代に入ってから同行が手掛けた証券化案件の主眼は、住宅・不動産ブームに沸く米国及び南欧諸国において行う、積極的な住宅・不動産向け貸付と債権の流動化にあったといってよい。図表 19 に見るように、2007 年夏に米国で発生したサブプライム危機以前、ドイツ銀行年次報告書で紹介された証券化業務の多くは、いわゆるオリジネート･トゥ･ディストリビューション･モデル（originate-to-distribute model：OTD）を通じた、証券化市場に対する貸付債権の供給及び投資銀行としての新型投資商品の投資家への提供であった。

1. シャドーバンキング･システムの構築

2008 年 9 月、米大手投資銀行リーマンブラザースの破綻によって金融資本市場は混乱に陥り、間もなく世界的な金融危機に発展した。近年の金融危機は、突如として起こったわけではなく､2000 年代半ばの同国住宅市場のバブル崩壊に端を発していた｡2000 年代前半、米国の住宅価格は 2006 年夏をピークに緩やかに低下し続けたが、その過程で低所得者向けのサブプライム･ローンの返済延滞・不能が相次いだ。米国の住宅ローンに占めるサブプライム・ローンの比率は 2003 年の 2%強から 2006 年秋には 14%近くにまで高まっていたものの[91]、金融市場では、その一部が不良債権化したとしても影響は限定的だとする見解が大勢であった。

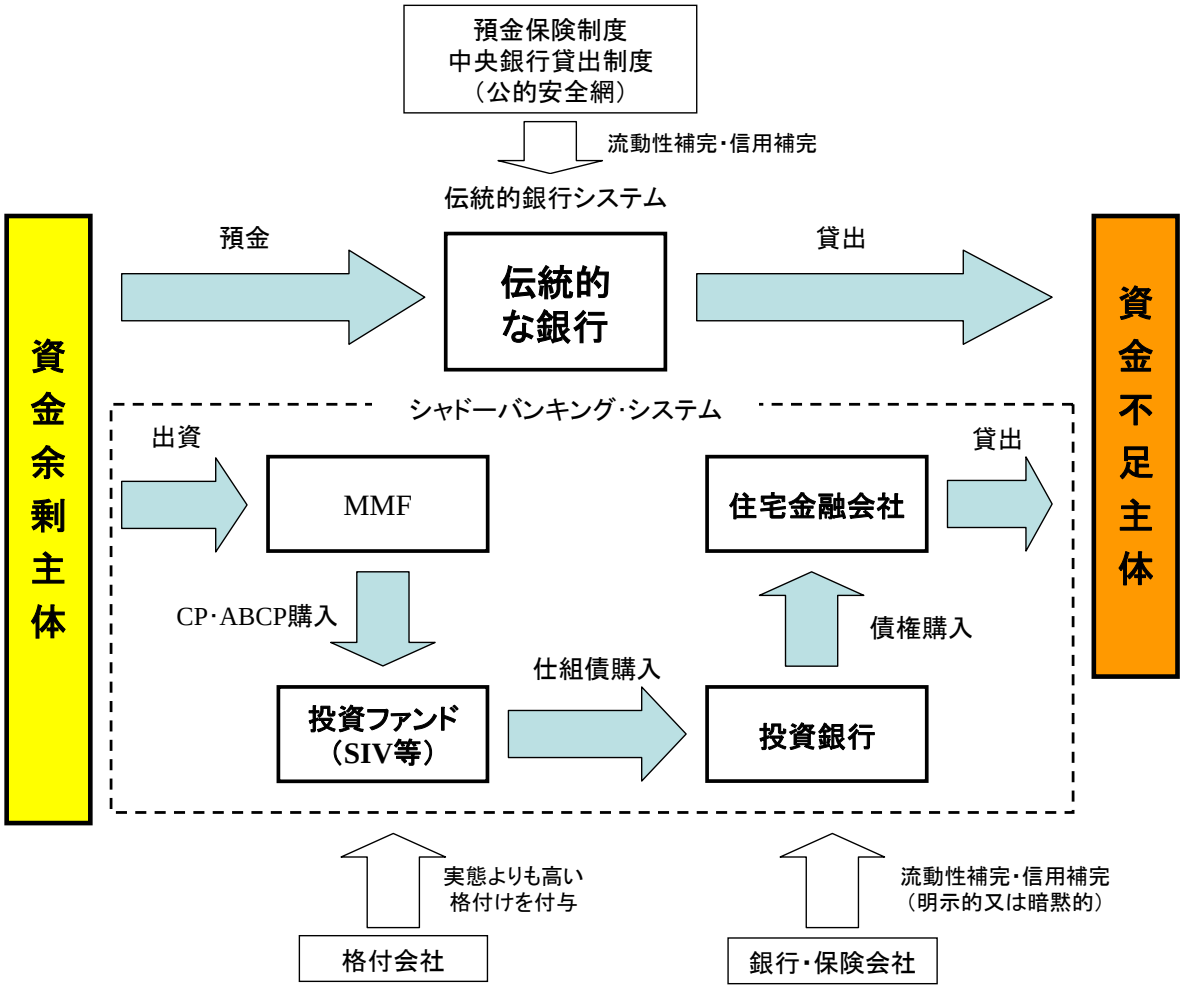
しかし当時、国際金融資本市場では、サブプライム･ローンのリスクを世界中に拡散させるような仕組みが出来上がっていた。そして、米国の住宅バブル崩壊とともに多額の不良債権が発生、その仕組みを通じて損失の連鎖は世界中に拡大していったのである。これまで各地で数々の経済バブルが発生したが、そのたびに経済のレバレッジが拡大、資産価格は高騰しバブル崩壊とともに大きく下落した。近年の金融危機の発端となった米国の住宅バブルも、基本的にはそれまでと同様の過程を経て発生・崩壊した。しかし、ただ一点違ったのは、伝統的な銀行システムでなく「シャドーバンキング･システム（影の銀行システム）」という異質な信用仲介システムの成長によって、経済レバレッジが高められたことによるバブルであったということである。

それまでとは異質な銀行システムの中心にあったのは、「影の銀行（シャドーバンク・shadow banks）[92]」と呼ばれる、投資銀行や投資ファンドなど厳格な金融規制の対象とならない金融機関群である。シャドーバンクは、伝統的な商業銀行が単独で行っていた預金受入れと貸出という機能を、フォーメーションを組んで分業しながら行っていた。それは基本的に、商業銀行に課される諸規制を免れ、レバレッジを高めて巨額の利益を得るための仕組みであった。

シャドーバンクが行った信用仲介業務のカギとなるのが、「満期変換（maturity transformation）」及び「流動性変換（liquidity transformation）」といった金融活動である。両者は、もともとはともに伝統的な銀行が有する基本的かつ最重要な機能である。「満期変換」

は、銀行が預金などの短期負債を貸付など中長期資産に変換することである。「流動性変換」は、預金など短期の流動性負債を中長期の貸付債権という流動性の低い資産に転換することをいう。

図表 20　金融危機前のシャドーバンキング･システムの基本構造（住宅ローンの場合）



（出所）金融安定理事会（FSB）報告書などを参考に作成

一般に伝統的な銀行は、盤石な財政基盤を有し安定した業務を行うイメージを持たれがちだが、「取り付け」という流動性リスク（資金繰りリスク）を抱えている。預金という短期の資金源で貸付債権という長期資産を保有するには、継続的に短期資金を回転させそれにあてる必要がある。そして、そのような条件下で多額の預金引出しや不良債権が発生すれば、銀行は着実に破綻に近づくことになる。満期変換を行うために、多額の預金引出しに備えるだけの現金の持ち合わせは少なく、貸出債権の焦げ付きが多額にのぼれば、たちまち債務超過となってしまう（債権の減少に伴い「資産の部」は縮小する一方で、元本保証商品の預金で構成される「負債の部」の額は変わらない）。事実、伝統的銀行のこうした

不安定な業務は、かつて欧米や日本において何度も経済恐慌の要因となってきた（1920 年代末の米大恐慌や昭和初期の金融恐慌など）。

何らかのイベントによって金融システムが動揺すると、銀行の継続的な短期資金調達が行きづまりかねない。そこで政府・当局は、預金保険制度や準備預金制度、中央銀行が提供する中央銀行貸出（最後の貸し手〔LLR･Lender of Last Resort〕機能）といった制度対応を行い、このようなリスクを担保している。これらの制度は、民間サイドでは十分提供できない、金融市場の安定には極めて重要なインフラとなっている。

一方、シャドーバンクが行っていた満期・流動性変換は、サブプライム層向け住宅ローンを例に説明すると、概ね次のようになろう（図表 20）。第 1 段階として、商業銀行や住宅金融会社がオリジネーター（originator）[93]として住宅ローンを実行し、当該債権を大手投資銀行などに売却する。第 2 段階として、投資銀行は各行・各社から大量の住宅ローン債権を購入してプールし、先端的な証券化手法により長期で高格付けの仕組み債に加工した後（ローン債権を特別目的ビークル（SPV）に移転し、それを担保に当該 SPV を発行会社とする仕組み債を発行）、投資家に販売する。第 3 段階として、投資家は購入した仕組み債を担保に資金調達し、別の証券化商品に投資してリターンを得る。

第 2 段階において、長期でリスクの高いローン債権は、高格付けで信用力の高い商品に変化することで、高い流動性を得ている（流動性変換）。オリジネーターが初めから販売目的で住宅ローンを実行するビジネスモデルは、オリジネート･トゥー･ディストリビュート･モデル（OTD）と呼ばれている。第 3 段階の投資家は、主に様々な形態の投資ビークル（SIV･Structured Investment Vehicle）[94]である。SIV をはじめとする投資ファンドは、購入した高格付けの仕組み債を担保に、銀行規制の対象外である非預金商品、例えばコマーシャルペーパー（CP）、資産担保コマーシャルペーパー（Asset-Backed Commercial Paper：ABCP）、リバース･レポ[95]を発行して資金調達し、それをさらに資産担保証券（ABS）、不動産担保証券（Mortgage-Backed Securities：MBS）やローン担保証券（Collateralized Loan Obligation：CLO）、債務担保証券（Collateralized Debt Obligation：CDO）[96]など長期の証券化商品に投資することで、膨大な利鞘を得ていた[97]。これは、新たな負債を追加することでレバレッジを拡大し、収益率を高めるための行動であり、この段階で満期変換が行われている。

SIV が発行した ABCP は、主に米国のマネー･マーケット･ファンド（MMF・Money Market Fund）が購入していた。MMF は、米国の代表的な投資信託商品であり、銀行への預金者でもある個人など一般投資家が保有していた（MMF 資産残高は、2006 年末で 2 兆 3,544 億ドル[98]）。MMF の資産は、本来ならば米国債など安全資産で運用されるため、預金保険のような公的安全網がなくても、安全な金融商品と考えられていた。

上記に見るように、シャドーバンクが運営する信用仲介システムは、「信用仲介チェーン（credit intermediation chain）」ともいえる連鎖体系を形成していた[99]。この場合、一般銀行の預金者（資金余剰主体）にあたるのは MMF に資金供給する一般投資家、貸付先（資金不足主体）に貸し付けるのは、商業銀行のほかノンバンクである住宅金融会社ということにな

る。

シャドーバンクが発行する非預金商品は、預金保険制度や中央銀行貸出といった公的な安全網が適用されず、シャドーバンクも当該商品も一般銀行が課されるような健全性規制の対象ではなかった。しかし、シャドーバンクが直面する流動性リスクに対しては、一般の銀行システムに属する銀行や保険会社が「明示的又は暗黙的に（explicit or implicit）」流動性補完を請け負うケースが多く、これが伝統的銀行システムに対する公的安全網と同じ役割を果たすようになっていた。そして、銀行や保険会社による流動性補完によって守られるという信用力を背景に、格付会社は、シャドーバンキング･システムが生み出す金融商品に対し，トリプル A など高格付けを付与していったのである（図表 40）。

しかし、シャドーバンキング･システムは、近年の金融危機のような市場のイベントには極めて脆弱な構造だった。金融危機が発生すると、シャドーバンクは連鎖的に破綻してそれが関与する信用仲介システムは混乱をきたし、その影響は流動性補完を行っていた銀行や保険会社を通じて一般の金融システムにも波及することとなった。

シャドーバンクがもたらし得るこの「市場型システミック･リスク」は、証券化及びデリバティブ取引の存在によっていっそう拡大・顕在化した。例えば、リースや消費者金融などハイリスク・ハイリターンの商品が普及すると、貸付債権を流動化し、不特定多数の投資家にリスク分散する仕組みが考え出された。証券化商品は、住宅ローン担保証券（Residential Mortgage-Backed Securities : RMBS）や住宅・自動車ローンなど様々な債権プールを裏付け資産として CDO が組成され、さらに CDO を担保にして独自の事業体が ABCP を発行して資金調達を行うケースもあった。証券化商品からさらに高次元の証券化商品を組成して資金調達を行う仕組みが重層的に形成され、リスクの計測が困難な独自の信用膨張が生じるといったこともあった[100]。

また、金利・通貨・株式などの価格変動リスクが高まると、大量の金融資産を抱えた主体は、デリバティブにより保有資産のリスクヘッジを行うようになった。バーゼル規制によりオンバランスのリスク資産を増やしにくくなった銀行がオフバランスのデリバティブ取引で収益を得ようとする動きや、そのレバレッジ効果を求めた投機資金の流入から当該取引は一層増加した。

2. ドイツ銀行のシャドーバンキング･システムへの関与

2000 年代前半の米住宅バブルのなか、上記のシャドーバンキング･システムには、多くの銀行、保険会社、投資銀行をはじめとするノンバンクが関与することになった。BT 買収後、積極果敢に米国戦略を推し進めたドイツ銀行は、例に漏れず、2000 年代前半から顕著となった米住宅バブル関連業務、2007 年夏にサブプライム危機と呼ばれる金融危機に巻き込まれることになったのである。ドイツ銀行は、2004 年から 2007 年にかけて買収した米政府保証付商業モーゲージ大手バークシャー･モーゲージ社、チャペル･ファンディング社、不動

産投資信託運用大手のモーゲージ IT 社を、いずれも同行投資銀行部門に組み入れている[101]。さらに 2006 年には、全米ヒスパニック・モーゲージ協会とともに、ヒスパニック系及び移民者向け住宅関連貸付を促進するためのジョイントベンチャーを設立している。バークシャー・モーゲージを核に住宅関連貸付専門の新銀行（Deutsche Bank Berkshare Mortgage）を設立し、2003 年の貸付額は前年比 46%増の 42 億ドルに拡大[102]、2007 年まで毎年記録的に貸出額を伸ばした。当該行が好調だったことから、ドイツ銀行はさらにもモーゲージ貸付業者を買収し、全米規模で少数民族系米国人を中心とする低所得者層（サブプライム層）に対し、多額の住宅関連貸付を実施していた[103]。ドイツ銀行は米国の住宅関連金融業務を拡大し、住宅ローン設定も自前で手掛けながら、住宅ローン担保証券（MBS）など証券化商品の販売に深く関わることになった。ドイツ銀行は、最初から販売目的で住宅ローンを実行し、典型的な OTD モデルを通じて、投資銀行部門は自行が実行した住宅ローン債権を活用し ABS、MBS や CDO を組成し、投資ファンドなどに販売することが可能となった。2000 年代半ば、ドイツ銀行は証券化業務で米国でも上位の業者となっていた（図表 21）。

図表 21　証券化商品の引受ランキング（グローバルベース CLO・CBO）

2000年				
	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	CSFB	8,877	14.8	33
2	リーマンブラザース	6,577	11.0	19
3	ゴールドマンサックス	6,003	10.0	16
4	JPモルガンチェース	4,559	7.6	10
5	モルガンスタンレー	4,515	7.5	14
6	ベアスターンズ	4,123	6.9	15
7	ｼﾃｨｸﾞﾙｰﾌﾟ/ｿﾛﾓﾝ. SB	3,946	6.6	10
8	ドイツ銀行	3,651	6.1	9
9	CIBCﾜｰﾙﾄﾞﾏｰｹｯﾂ	3,027	5.1	5
10	ワコビア	2,700	4.5	8
11	BofAセキュリティーズ	1,972	3.3	6
12	メリルリンチ	1,625	2.7	9
13	UBSウォーバーグ	1,401	2.3	4
14	ABNアムロ	1,159	1.9	9
15	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
株式・債券引受全体		59,979	100.0	168

2002年				
	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	CSFB（ｸﾚﾃﾞｨｽｲｽ）	9,139	14.2	29
2	ドイツ銀行	7,676	11.9	22
3	モルガンスタンレー	6,074	9.4	15
4	ワコビア	4,868	7.5	19
5	ｼﾃｨｸﾞﾙｰﾌﾟ/ｿﾛﾓﾝ. SB	4,852	7.5	15
6	JPモルガンチェース	4,546	7.0	20
7	ベアスターンズ	4,082	6.3	21
8	ゴールドマンサックス	3,317	5.1	8
9	UBSウォーバーグ	3,016	4.7	9
10	ヒボフェラインス	2,990	4.6	3
11	リーマンブラザース	2,491	3.9	10
12	CIBCﾜｰﾙﾄﾞﾏｰｹｯﾂ	1,559	2.4	3
13	ﾌｧｰｽﾄﾃﾈｼｰﾊﾞﾝｸ	1,454	2.3	4
14	BofAセキュリティーズ	1,272	2.0	11
15	メリルリンチ	1,248	1.9	5
株式・債券引受全体		64,539	100.0	214

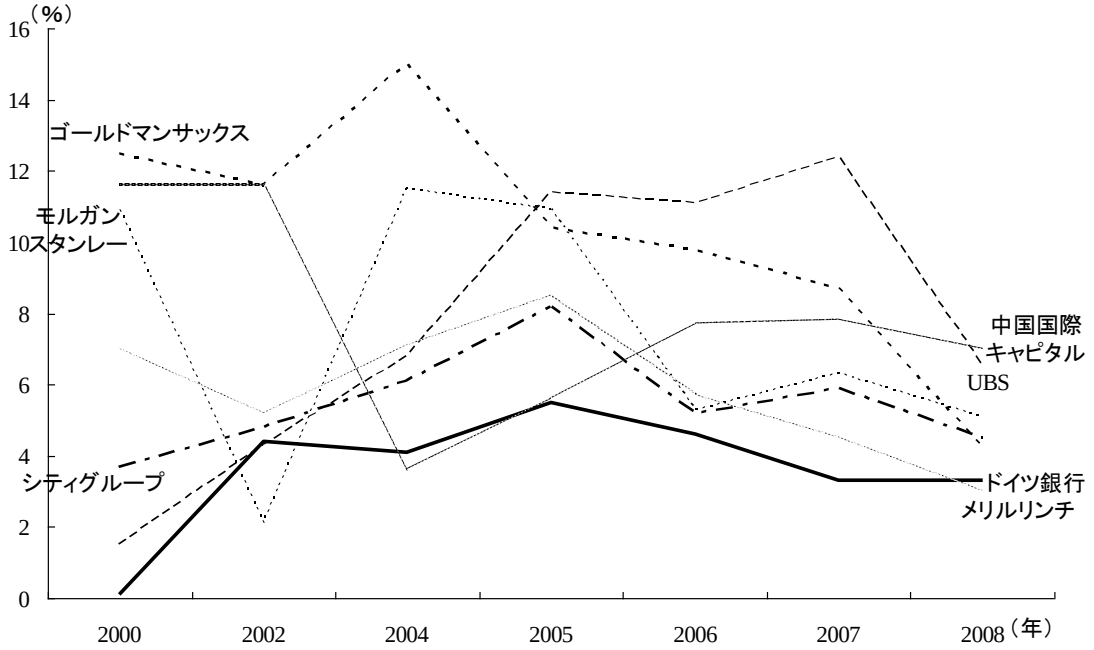
2005年				
	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	メリルリンチ	26,914	12.8	42
2	シティグループ	21,305	10.1	48
3	ワコビア	19,955	9.5	36
4	CSFB（ｸﾚﾃﾞｨｽｲｽ）	13,973	6.6	23
5	JPモルガンチェース	13,016	6.2	39
6	ベアスターンズ	12,741	6.1	36
7	モルガンスタンレー	12,078	5.7	45
8	ﾊﾞｰｸﾚｲｽﾞ･ｷｬﾋﾟﾀﾙ	12,045	5.7	12
9	ドイツ銀行	11,695	5.6	29
10	BofAセキュリティーズ	10,656	5.1	38
11	UBS	8,847	4.2	20
12	リーマンブラザース	7,287	3.5	22
13	ABNアムロ	4,048	1.9	1
14	Groupe Caisses d'Epargue	3,490	1.7	6
15	ゴールドマンサックス	2,967	1.4	7
株式・債券引受全体		210,465	100.0	504

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

第 6 節　アジア太平洋州・日本・新興国の投資銀行業務

2000 年代は、アジアや日本といった地域における投資銀行案件の獲得も進んだ。例えば、2000 年代を通じた株式引受ランキングを見ると、2000 年代半ばには米大手投資銀行ほどではなかったものの、中国国営企業の民営化案件では相次いで共同主幹事入りするなど、それらに準じた地位にあったことがわかる。

図表 22　株式引受シェア（日本を除くアジア太平洋州・2000-2006 年）



（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

1. 中国地域における投資銀行業務

（1）大規模な新規公開案件

ドイツ銀行は、1872 年に上海に初の国外支店を開設するなど、中国市場における業歴は長い。近年においては、中国が 1992 年に計画経済を公式に放棄し社会主義市場経済を目指し始めた頃から、ドイツ銀行は同国市場への参入を模索してきた。2001 年 12 月、中国が世界貿易機関（WTO）に加盟して以降は、一層中国事業を拡大している。特に 1990 年代後半にはアジア現法内の中国調査チームを増員し、同国でのビジネス機会をうかがっていた[104]。

ドイツ銀行は、中国市場におけるリテール顧客向け業務の営業基盤の確保及び自社製品の販路確保の一環として、2005 年 3 月、現地大手資産運用会社である嘉実基金管理有限公司[105]に 19.5%を出資し、2008 年 3 月には出資比率を 30%に引き上げ、提携関係を一段と強化した。また、ドイツ銀行はリテール顧客向けの金融商品の販路確保に向け、2005 年 5 月

に現地中堅銀行の華夏銀行に 9.9%を出資し[106]、2006 年 6 月には、華夏と共同でクレジットカード事業を開始している。そして 2008 年には、ドイツ銀行の 100%子会社「ドイツ銀行中国会社（Deutsche Bank China Co., Ltd.・本社北京）」を設立し、北京、上海、広州、天津、重慶、青島の各支店、北京及び上海事務所を通じて、ビジネスを展開するようになった。

中国市場におけるこうした業容・陣容の拡大に伴い、ドイツ銀行は投資銀行業務でも大規模案件を獲得、業績をあげている。特に 2003 年以降は、中国国営企業の民営化及びそれに伴う新規株式公開で大型案件を獲得した[107]。同行が現地市場で初めて獲得した大型案件としては、2003 年 12 月、中国最大の生命保険会社[108]である国営中国人寿保険（China Life Insurance Company）[109]の新規株式公開案件がある。本案件では、ドイツ銀行は中国の投資銀行大手の中国国際キャピタル（China International Capital Corporation : CICC）、シティグループ、CS ファーストボストンとともに共同主幹事に就任した。中国保険会社最大手の公開案件の獲得は中国市場開拓を進めるにあたっての「金字塔」とも呼ぶべきものであり、本案件が契機となり、将来的にはその傘下にある多数の子会社群に対しても、投資銀行を含む様々な金融サービスの提供が可能となった。

主幹事各社にとり、今後の中国投資銀行業務を左右しかねない重要案件であったが、大きな問題も伴っていた。それは、同社の保険契約に帰属する資産・負債を 1999 年以前と以後に分離し、1999 年以降の保険契約に帰属する健全な資産・負債だけからなる会社として上場させようという意図が中国政府にあったことである[110]。これは、幹事証券会社が投資家に当該株式を販売する際、投資家の理解が得ることが難しい要因と考えられた。会社のバランスシートを形式的に分離したとしても、1999 年以前の保険契約の管理義務は依然として同社にあり、また、保険契約に帰属する資産・負債は 1999 年以前以後に関係なく、実質的に同じ勘定で管理されることは明らかだったからである。こうした問題があったため、米国上場の申請を受けた米証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：SEC）は、公開企業の透明性を重視したためにその認可を遅らさざるをえなかった。さらに、短期契約商品を取り扱う損害保険会社と比べ、長期契約商品を取り扱う生命保険会社は財務構造が複雑であることが、同社株式を販売勧誘する際の障害だったことはいうまでもない。本案件に先駆け、中国大手損保会社の中国人民保険集団（People's Insurance Company of China：PICC）が成功裡に株式公開を遂行したのと対照的に、中国人寿保険公開の成否は未知数であった。それでも結局は、毎年 10%を超える中国の経済成長率の高さ[111]、それに伴う国民所得の上昇及び同社業績の成長予想を根拠とする「中国経済・企業への期待感」から、同社株式が市場で消化されるのに時間はかからなかった。その後同社株式は香港、上海のほか、ニューヨークにも上場したのであった。

また、2006 年 10 月、中国国有 4 大商業銀行の 1 つである中国工商銀行の新規株式公開案件では、ドイツ銀行は香港市場での公開を担当し、CICC、メリルリンチ、クレディスイス・グループ、工商銀傘下の ICEA 証券とともに共同主幹事に就任している[112]。中国工商銀行は、1984 年に中国の中央銀行である中国人民銀行から分離・独立して誕生し、同国 4 大国有商

業銀行（中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行）の中で最大規模（2006年 6 月末時点で総資産が約 130 兆円[113]）となっている。本案件の公開価格は、仮条件レンジの上限で決まり[114]、新規公開株式の総額は 191 億ドルとなり、当時としては過去最大規模となった。中国工商銀行も他の国営商業銀行の例に漏れず多額の不良債権を抱え実質的な赤字経営であったが、中国政府は新規株式公開に備えて、無定見な貸付と内部管理の欠如で不良債権を膨らませた銀行の健全性回復を図った。同行株式に対しては、1990 年代から本格化した中国経済改革の成果を評価しつつも、「銀行改革の成否は未知数であり、工商銀行株式の価格は割高」といった指摘もあったが、中国政府の取り組みや中国経済の高成長から、同行株式は前向きに評価され、本案件は成功裡に遂行されている。

また、近年の案件となるが、2010 年 7 月、資産規模で中国第 3 位の中国農業銀行（Agricultural Bank of China）の新規公開案件でも、ドイツ銀行は、CICC、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、JP モルガン･チェース、豪マッコリーグループ（Macquarie Group）とともに、香港上場の主幹事に就任している。農業銀行は香港（H 株）及び上海（A 株）両市場で株式公開し 193 億ドルを調達したが、その後同行株式の追加募集（over-allotment）が行われると調達額は 220 億ドル超となり、2006 年に中国商工銀行が調達した 219 億ドルを上回って史上最高の株式公開案件となった。農業銀行は農業向けを主たる貸付対象とし、都市部向けと違い資金回収がままならず不良債権比率が極めて高かった[115]。同行の株式上場は、中国財政部の資本注入と不良債権買取り、中国人民銀行の無利息貸付といった同行支援の結果可能となったが、農業関連貸出の多さから与信管理能力の向上が必要であり、経営の透明性確保や経営責任の明確化を含むガバナンスの強化も不可欠と指摘されていた[116]。案件の規模や会社の成長力が高くても、中国国営企業の案件は同国の特殊な制度や慣行によって複雑な対応を迫られた。ドイツ銀行が当該国の案件を問題なく遂行したことは、国際投資銀行としての対応力を身に着け、一段の成長をとげたというであろう。

そのほか、中国関連の新規公開案件では、2007 年 10 月の電子商取引最大手アリババグループ（Alibaba Group）の香港証券取引所への新規公開（売出し金額 19 億ドル）をはじめ、2007 年以降の中国企業による海外での資金調達案件のうち､4 件で主幹事を務めている[117]。M&A 助言業務としては、中国企業の中国国外における助言、外国企業の中国における企業仲介を手掛けている。広東開発銀行による戦略的株式売却（31 億ユーロ）のセルサイド・アドバイザー、中国石油天然気股份有限公司（ペトロ･チャイナ）の親会社である中国石油天然気集団公司（China National Petroleum Corporation：CNPC）の保有するカナダのペトロ･カザフスタンを 41.8 億ドル（67％出資）する際の資金調達アドバイザーに就任している。また、ドイツ銀行は、2003 年 7 月に中国で適格外国機関投資家（QFII）の認可を受け、同年 9 月に 5,000 万ドルの投資枠を獲得した。これに伴い、中国国内の証券市場への投資業務が可能となった。2005 年 11 月以降は投資枠が引き上げられ､4 億ドルとなった。さらに 2007 年 8 月には、適格国内機関投資家（QDII）として 3 億ドルの運用枠を取得し、同行が組成

したグローバルな投資商品を中国国内投資家に販売することが可能となった。

2008 年 1 月には、中国に現地法人を設立し[118]、預金・貸出、外国為替業務の人民元建て取引、国債・金融債の売買、株式以外の外貨建て証券の売買など、実施可能な業務範囲は大幅に拡大している。

（2）大型プロジェクト案件

2002 年 7 月、中国石油天然気股份有限公司（中国石油・PetroChina Company Limited）は、「西気東輸ガスパイプライン･プロジェクト（West-East Pipeline Project）」で、国外大手石油ロイヤル･ダッチ･シェル、ガスプロム、エクソン･モービルの 3 社と合弁契約（Joint Venture Framework Agreement : JVFA）、共同経営に関する枠組み協定を締結した。パイプラインは、新疆タリム盆地の天然ガスを河南、安徽、江蘇、浙江、上海地区に供給するもので、10 の省・自治区をまたぎ総計 4,000 キロメートルにも及ぶ（図表 23）。

図表 23　西気東輸ガスパイプライン･プロジェクトの概要（2002 年計画発表時点）

	内　　容
名称	・西気東輸ガスパイプライン･プロジェクト（West-East Pipeline Project）
参加企業	・中国石油天然気股份有限公司（中国石油・PetroChina Company Limited） ・ロイヤル･ダッチ･シェル（契約主体はShell International Gas Limited） ・ガスプロム（同OAO Gazprom） ・エクソン･モービル（ExxonMobil China Gas Pipeline Limited）
開発事業権益	・中国石油：50%、シェル・ガスプロム･エクソン：各15%、中国石油化工（Sinopec）：5%
共同経営契約期間 ガス供給開始年	・45年 ・2004年（靖辺～上海：1,516km）、2005年（靖辺～新疆：2,484km）
全線開通年	・2005年
ガス供給量（予定）	・2004年：28億㎥（立方メートル）　2005年：80億㎥　2006年100億㎥　2007年：120億㎥
敷設投資額	・約85億ドル（パイプライン敷設費用）
予定総投資額	・1,400億元（45年間）

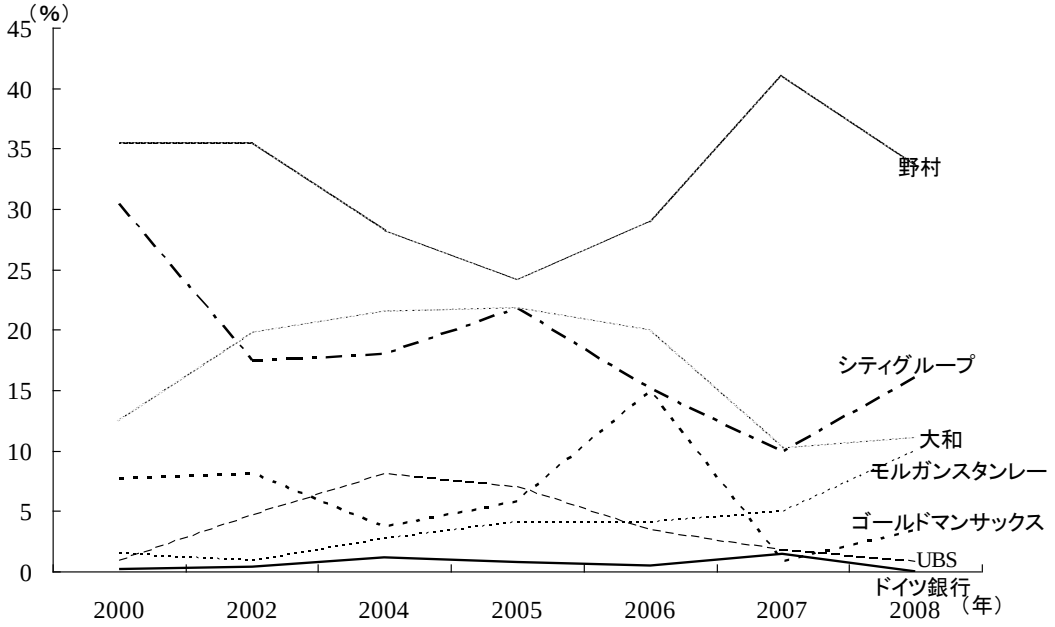
（出所）中国石油 News Release,Jul.4,2002 より作成

ドイツ銀行は、この「世紀の一大プロジェクト」を取りまとめる中国石油の単独フィナンシャル･アドバイザーに就任した。当該プロジェクトでは、パイプライン敷設費用の 35%を中国石油の株式発行から、65%をジョイントベンチャーの債券発行によって調達することになっていたが、こうした資金調達に対する助言及び証券引受業務を一手にドイツ銀行が行うことになった。当該プロジェクトは、2004 年夏の全線開通直後、4 社間の方針の違いにより枠組み協定が終了し、中国石油が単独でプロジェクトを請け負う状況になった[119]。世界の石油業界が注目する世紀の大型プロジェクトにおいて、資金調達支援を成功させたドイツ銀行は、大規模案件の遂行能力の点で中国市場のみならず国際金融市場からも称賛を集めたのはいうまでもない。

2. 日本における投資銀行業務

ドイツ銀行投資銀行部門の日本法人ドイツ証券会社は、1985 年に東京事務所を開設している。日本の株式引受市場は、野村、大和証券の大手証券 2 社、1998 年に日興証券（現 SMBC 日興証券）を買収したシティグループが大きなシェアを占めており、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーでさえ、年間シェア 10%を上回ることは稀であった。2000 年代、ドイツ銀行の株式引受シェアは常に 1.5%以下であり、2008 年にはほとんど 0%となっている（図表 24）。

図表 24　株式引受シェアランキング（日本市場・2000-2006 年）



（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

株式引受業務が劣勢な一方で、ドイツ証券は優位にある債券引受[120]のほか、M&A 助言業務や証券化といった分野でプレゼンスを高めていった。同行が日本市場で M&A 助言業務に乗り出したのは BT 買収後の 1999 年と後発だったが、通信・メディアなど特定分野に焦点を絞ることで急速に実績を積んだほか、米投資ファンド大手リップルウッド（Ripplewood Holdings LLC）による日本長期信用銀行買収、NTT コミュニケーションズの米ベリオ社（Verio Inc）買収といった大型案件で買収アドバイザーに就いた。2001 年 7 月時点で、ドイツ証券の M&A 助言部門の人員は 100 名程度であったが、これを 130 名前後に増員し、買収に関連するファイナンス業務（貸付や債券発行）に注力し、助言・仲介との相乗効果を狙う戦略をとっていた[121]。

自前の企業投資ファンドも保有し、成熟企業に投資し、企業価値を高めて回収するビジ

ネスにも意欲的に取り組み、M&A 助言案件のうち、有望な案件については自ら投資家となり収益を狙うプライベート・エクィティ投資業務を展開していた。2001 年 8 月には、ドイチェバンク・キャピタル・パートナーズの（DBCP）の日本拠点を設立し、電機・通信・メディアなど IT 関連企業、ビジネスサービス、消費財、ヘルスケア分野を中心に年間 200 億円程度の投資を実施することになった[122]。旧 BT アレックスブラウンが得意としていた IT 関連及びヘルスケア分野を案件営業で前面に出し、日本企業の投資銀行案件を獲得する戦略を展開した。

上記のベリオ社買収案件は、ドイツ証券の 2000 年代前半における代表的な M&A 助言案件である。ベリオ社は、世界最大規模のウェブ・ホスティング・サイトを有する米国のインターネットソリューション・プロバイダーであった。NTT コミュニケーションズは、ベリオ社株式に対し公開買付（TOB）を実施し、同社を買収して自身の米国子会社と合併することになった（1 株あたり買付価格は 60 ドル、買収総額は約 55 億ドル、約 6,000 億円）。ベリオ社は、米国内に大容量の IP バックボーンネットワーク（Internet Protocol Backbone Network）を所有する大手プロバイダーである[123]。NTT コミュニケーションズは、アジア太平洋州を中心に国際事業を展開していたが、ベリオ社買収により米国市場への参入を図った上で、先進的な IP サービスを中心とする「欧米アジアのフルサービス提供業者」という事業ミッションの達成に向けて重要な一歩を踏み出すことになった。

ベリオ社は当時、世界最大の新興企業向け証券市場ナスダック（National Association of Securities Dealers Automated Quotations：NASDAQ）に上場しており、かつて BT アレックスブラウンの取引先であった。NTT コミュニケーションズは、1998 年 5 月にベリオ社に 10%を出資しており、米国市場への参入を検討していた NTT 側に対しドイツ銀行が買収の助言を行った案件である。ドイツ銀行は、1987 年の NTT 株式上場において主導的な役割を果たせなかったが、本案件で同グループの主要会社との取引上の関係が構築できたことで、旧アレックススブラウンの IT 投資銀行家を中心とした当該分野での案件開拓を進めることとなった。

また、2000 年代に入り不動産証券化業務を積極的に展開、商業用証券化ローン及び商業用不動産担保特定社債の証券化では、日本市場でも際立った業績をあげている（図表 25）。

図表 25　2000 年代の主要な証券化案件（日本法人）

年月	案件の内容
2003年8月	・266億円の商業用不動産担保ローンを証券化。不動産担保付ローン及び不動産を証券化する目的で設立された特別目的会社（SPC）の発行する変動利付社債を発行。
2003年10月	・総額140億円の商業用不動産担保特定社債を証券化。住友生命新大阪ビルを信託財産とする信託受益権に裏付けられた特定社債を裏付けとして信託受益権を発行。
2004年12月	・総額269億円の不動産担保貸付金を証券化。りそな銀行グループの関連ノンバンク2社が保有していた不動産等を担保とする貸付債権プールを裏付とした信託受益権を再証券化して発行。
2005年11月	・総額345 億円の不動産を裏付けとする特定社債を証券化。28物件の不動産等を特定資産とする東海ホールディング特定目的会社発行の特定社債を裏付けとして信託受益権を発行。
2008年9月	・総額727億円の不動産担保特定社債を証券化。新生銀行本店ビルを原資産として、モルガン・スタンレーが運営する不動産ファンドによって設立されたSPCが発行した特定社債を裏付けとして信託受益権を発行。
2008年9月	・オフィスビルを裏付けとした総額219億円の特定社債を証券化。東京都23区内に所在する流動性の高いオフィスビル18件の不動産信託受益権、不動産物件および現金を裏付けとしてSPCが発行した特定社債を裏付けとして信託受益権を発行。

（出所）ドイツ銀行資料（日本拠点）2003-2008 年より作成

3. 東南アジア・太平洋州における投資銀行業務

2000 年代前半から半ばまで、東南アジア、太平洋州における代表的な投資銀行案件としては、次のようなものがあった。

（1）東南アジア

2001 年 11 月、ドイツ銀行は、シンガポールの大手政府系シンガポール開発銀行（Development Bank of Singapore Group Holdings：DBSH）の株式発行の引受主幹事に就任した[124]。発行総額は 22 億シンガポールドル（約 12 億ドル）で、22 億 S ドルのうち 11 億 5,000 万 S ドルを事前に承認を得る形で米国の大手資産運用会社 2 社に売却、残り 10 億 5,000 万 S ドルをボートディールで買い取り、シンガポール地域の機関投資家に売却するという方法を採用している。本案件でドイツ銀行は、DBSH から 1 億 937 万株を買い取り、一度に 10 億 5,000 万 S ドルの在庫リスクを取り、翌日市場が開くまでに在庫にした株式を投資家に一斉に転売している[125]。本案件により、DBSH の発行済株式数は発行前よりも 19%増加、ボートディールの対象となった 1 億 937 万株は、約 200 の機関投資家が購入したが、そのうち 3 割が新規の投資家であり、結果同社の株主構成は、アジア 4 割、米国 4 割、欧州 2 割と地域的に分散が進み、資金調達の一段の国際化が図られたのである。なお、本案件は、金融専門誌ユーロウィーク誌から「2001 年最優秀アジア・セカンダリー・イシュー」を受賞している。

（2）太平洋州

2000 年代、太平洋州（オセアニア）地域においてドイツ銀行が手掛けた案件として象徴的なのが、2003 年、ニュージーランド銀行最大手 ANZ バンキング･グループ（ANZ Banking Group Ltd）による同国大手銀行ニュージーランド･ナショナル銀行（National Bank of New Zealand：NBNZ）の買収である。買収金額は 37.9 億米ドルと、ニュージーランドで行われた M&A 金額としては過去最大規模となった案件である[126]。NBNZ は、1872 年に英国のロイズ銀行（現ロイズ TSB）が設立した銀行子会社を起源としており、買収前はロイズ TSB 傘下にあったが、同国で業容拡大を続けていた ANZ が買収することになった。ドイツ銀行は、ロイズ TSB（被買収側）のアドバイザーに就任、本案件を成功裡に完了している。

4. その他新興国における投資銀行業務

2000 年代、ドイツ銀行は、中国以外にもインド、ロシア、中東諸国など新興国への進出を積極化している。

（1）インド

ドイツ銀行は、インドでは、中国のように現地金融機関と提携するのでなく、銀行支店を通じ事業を展開した。1980 年にインドに初めて支店を開設して以降、同国の経済成長ともに拠点網を拡大、2008 年末時点で主要 6 都市に 10 支店、計 400 名以上の行員を擁している。業務は、商業銀行、投資銀行、投資信託の運用・販売、クレジットカード業務、保険商品の販売と多岐にわたっている。投資銀行業務では、特にインド企業による G3 通貨建て債（アジア企業が米ドル・ユーロ・円建てで発行する債券）のアレンジャーとしては、2007 年時点で 33.8％のシェアを有し同市場の主導的な地位にあった。また、デリバティブ商品の販売では国内第 3 位、外国金融機関によるインド政府債のトレーディングでも上位 3 位に入る有力プレイヤーであった。また、1999 年にインド国内及び外国投資家向けの証券保管・預託サービスを開始し、国内の投資信託、ポートフォリオ・マネジャー及び保険会社向けのファンド・アカウンティング・サービスではパイオニア的な存在として認知されていた。

（2）ロシア

2003 年 11 月、ロシアの有力投資銀行ユナイテッド・フィナンシャル・グループ（United Financial Group：UFG）に 40％出資して戦略的提携関係を結んで以降[127]、ドイツ銀行グループの同国関連の投資銀行案件は目立って増えるようになった（2005 年 12 月には UFG を完全子会社化[128]）。買収当初は、例えば、2004 年 6 月にドイツ財務省（German Federal Ministry of Finance）が企図したロシア連邦のパリクラブ[129]に対する債務（未払い分）に連動するクレジットリンク債の販売主幹事（ゴールドマンサックスを共同主幹事）[130]など比較的小規

模で単純な案件が主だったが、2005 年に入ると、より複雑なスキームを伴う大規模案件に携わる機会も増えた[131]。

2005 年 1 月から 11 月の同国における M&A 金額は、前年同期比 20～25％増の約 370 億ドルに達するなど[132]、同国の M&A 市場は急速に拡大していた。2005 年には、同国天然ガス大手ガスプロム（Gazprom）による同国石油大手シブネフチ（Sibneft）の買収[133]、ロシア石油最大手ルクオイル（Lukoil）によるカザフスタンの油田開発・原油生産大手のネルソン・リソーシズ（Nelson Resource）買収及び鉄鉱原料大手ミハイエロフスキ（Mikhailousky GOK）の買収など大型 M&A が行われ、各案件にドイツ銀行が関与している。

特にガスプロムによるシブネフチ買収は、買収総額 131 億ドルにのぼり（株式 72.7％を取得）、ロシア史上最大の M&A 案件であった。東シベリア、北極海などフロンティア地域の石油開発のために官民の協力を推進するとのプーチン政権の方針の下、シブネフチなど民間に譲渡した石油会社をロシア政府が取り戻す動きが起こったことが[134]、本案件の背景にあった[135]。本案件に先立ち、ガスプロムはドイツ銀行、ドレスナー･クラインオートベンソン、BNP パリバ、仏クレディリヨネの投資銀行部門カリヨン（Calyon）などドイツ及びフランスを中心とする銀行、投資銀行を幹事団として、買収資金 120 億ドルを調達している。2005 年 9 月の買収時には、ドイツ銀行ガスプロム側の買収アドバイザーに就任し、本案件を他社とともにまとめあげることに成功した。

2000 年代半ば、UFG は、同国資源大手やその多数の子会社に対し、株式・債券の発行、新規株式公開、M&A 助言といった案件を開拓している。当時、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange：LSE）に上場し世界の投資家からの資金調達を試みるロシア資源関連企業が多く、株式引受業務は同国における主要ビジネスであった。また、同国の経済自由化が進む過程で様々な業界の新興企業が誕生したが、こうした企業群に対しても営業基盤を広げていた。この時期、ドイツ銀行が UFG を通じて手掛けた案件として代表的なのが、ランブラー･メディア（Rambler Media Limited）の LSE 内にある新興企業向け証券市場 AIM への新規株式公開案件である。ロシア発のメディア企業がロンドンに上場する初の案件において、UFG は当該案件で主幹事を務めている[136]。ランブラー社の公開価格は 1 株あたり 10.25 ドルで 3,000 万ドルを調達した。同社は、インターネット、携帯電話、マルチメディアといった成長分野での事業拡大、他社買収のため、運転資本を増加させ財務力強化を図ることができた。

また、2000 年代半ばには、同国において証券化市場が拡大の最中にあった。同国における証券化業務でも、ドイツ銀行は主要な業者として活動している[137]。例えば、2006 年春、ロシア外国貿易銀行（Vneshtorgbank：VTB）は、外国からの将来の送金フローや他の電子的支払いの受領権（diversified payment rights：DPRs）を担保に 3 億ドルの証券を発行、ドイツ銀行はドレスナー･クラインオートベンソンとともにその引受主幹事に就任している。2005 年 1 月、ドイツ銀行は VTB に対し 10％出資し、提携関係を築いている。

（3）中近東

2005 年 4 月、ドイツ銀行は、世界的な資産家・投資家として知られたワリド・ビンタラール王子が率いるアジジア・コマーシャル・インベストメント（Al-Azizia Commercial Investment : ACIC）と合弁でサウジアラビアに合弁投資銀行を設立し[138]、株式ブローカレッジ及び投資銀行業務で提携、当該業務で協力関係を結んでいる。また、2006 年 12 月には、アラブ首長国連邦（UAE）のドバイ・イスラム銀行（Dubai Islamic Bank）とドイツ銀行傘下の投信運用会社 DWS が投資信託の組成・運用するイスラム法（シャリア）適格のミューチュアルファンドの販売契約を結んでいる。この時期ドイツ銀行は、中東地域でイスラム金融の本格的な展開を企図していた。

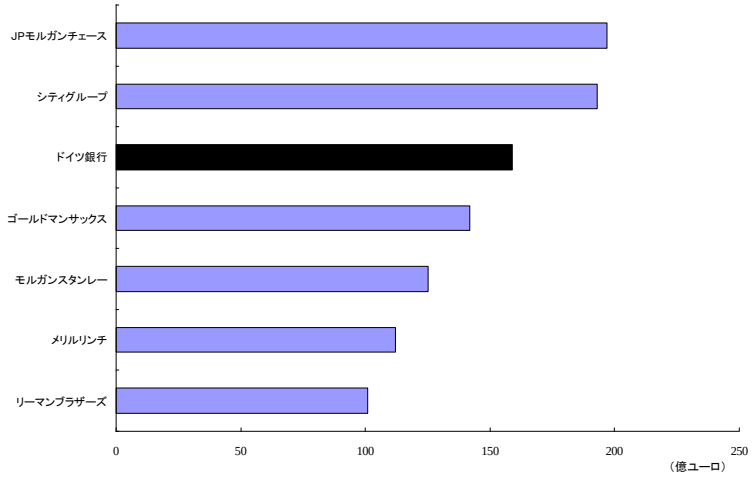
イスラエルでは、国営銀行の民営化に伴い、2005 年 3 月に同国第 2 位の国営銀行レウミ銀行（Bank Leumi）に 6.5%を出資している。2007 年 11 月には、投資銀行や富裕層向け資産運用ビジネスを展開し、オイルマネーを取り込むことを狙い、カタールの金融特区に支店を開設している。

第 7 節　BT 買収の成果と課題

1. BT 買収の成果

ドイツ銀行は、2000 年代半ば、買収した BT を中核として推進した投資銀行業務で業績を向上させ、国際投資銀行市場における地位を確立した。

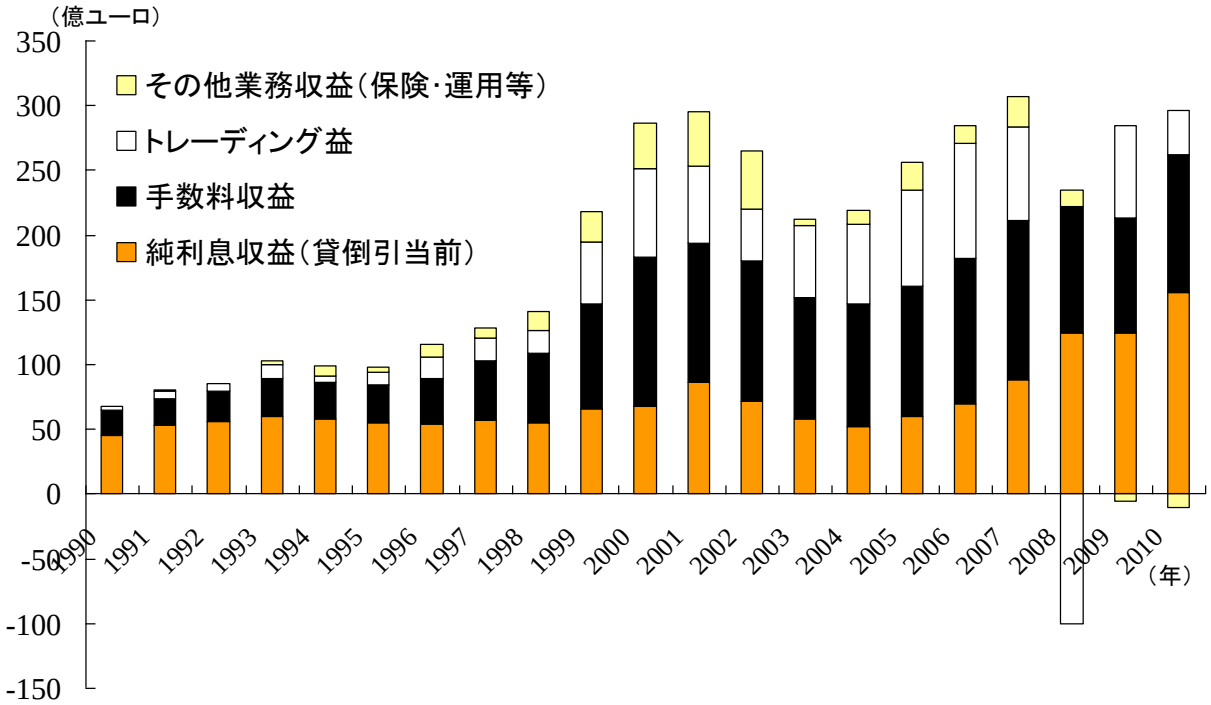
図表 26 ドイツ銀行投資銀行部門の国際的な位置（2005 年の投資銀行部門純営業収益）



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,2005 などより作成

BT を買収したことによるグループ業績への効果は、買収から間もなく実現している。ドイツの 4 大銀行が 2001 年 2 月に発表した 2000 年度業績は、各行とも大幅増益を達成すると同時に純利益は過去最高を記録したが、投資銀行部門が牽引したドイツ銀行の好決算はその中でも際立った[139]。その後 IT バブル崩壊に伴う欧州経済の停滞などはあったものの、投資銀行業務の国際展開を進めたドイツ銀行は業績好調を維持し、2005 年 12 月期決算では過去最高益を実現するに至った。そして、この年の同行投資銀行部門の純営業収益は、JP モルガンチェース、シティグループに次ぐ世界第 3 位に成長していた（図表 26）。同行グループ純営業収益 256 億ユーロのうち 62%（159 億ユーロ）が投資銀行部門で占められており、同部門の税引前利益は、前年比 57%増の 48 億ユーロと、同行総利益の 4 分の 3 に相当していた（図表 27）。

図表 27　ドイツ銀行純営業収益の業務別内訳（1990-2010 年）



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,1990-2010 より作成

また、投資銀行業務の要である株式・債券引受実績は、2005 年及び 2006 年にグローバルベースで世界第 3 位となり、国際投資銀行市場におけるプレゼンスを大いに高めることになった（図表 26）。株式・債券引受業務はその後も好調を続け、同行は国際的な証券引受業者としての地位を維持している。2007 年は引受額 5,400 億 992 万ドル（市場シェア 7.1%、発行件数 1,637 件）で世界第 4 位、2008 年は引受額 3,085 億 8,780 万ドル（市場シェア 6.6%、発行件数 807 件）で同じく世界第 4 位となっている。

図表 28 ドイツ銀行の株式・債券引受ランキング（グローバルベース）

①株式・債券引受金額（グローバル・公表ベース）

（百万ドル・%・件）

1999年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	メリルリンチ	420,604	12.6	2,443
2	ソロモン・スミスバーニー	325,470	9.8	1,778
3	CSFB	309,675	9.3	1,899
4	モルガンスタンレーDW	301,073	9.0	2,636
5	JPモルガンチェース	278,527	8.4	1,907
6	ゴールドマンサックス	269,240	8.1	1,354
7	リーマンブラザース	208,739	6.3	1,161
8	ドイツ銀行	140,370	4.2	889
9	UBSｳｫｰﾊﾞｰｸﾞ	123,586	3.7	852
10	ABNアムロ	102,097	3.1	1,225
11	ベアスターンズ	98,116	2.9	730
12	BofAセキュリティーズ	82,102	2.5	670
13	BNPパリバ	53,394	1.6	261
14	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
15	バークレイズ・キャピタル	47,472	0.9	228
引受額合計		3,337,221	100.0	22,104

2005年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	564,671	8.7	1,856	1,411	0.76
2	リーマンブラザース	422,609	6.5	1,250	757	0.61
3	ドイツ銀行	419,950	6.5	1,399	434	0.31
4	JPモルガンチェース	414,555	6.4	1,553	853	0.55
5	モルガンスタンレー	385,458	5.9	1,240	1,092	0.88
6	メリルリンチ	342,871	5.3	1,449	890	0.61
7	CSFB	337,459	5.2	1,139	914	0.80
8	UBS	323,130	5.0	1,187	886	0.75
9	ゴールドマンサックス	310,188	4.8	819	924	1.13
10	バークレイズ・キャピタル	269,915	4.1	855	175	0.20
11	ロイヤル・スコットランド	256,339	3.9	625	63	0.10
12	BofAセキュリティーズ	249,019	3.8	882	351	0.40
13	ベアスターンズ	213,955	3.3	536	202	0.38
14	HSBCホールディングス	183,961	2.8	689	259	0.38
15	BNPパリバ	140,934	2.2	586	79	0.13
引受額合計		6,514,098	100.0	20,128	13,750	0.68

2006年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	616,700	8.5	1,849	1,619	0.88
2	JPモルガンチェース	463,251	6.4	1,469	908	0.62
3	ドイツ銀行	461,402	6.3	1,338	511	0.38
4	モルガンスタンレー	411,462	5.6	1,225	1,092	0.89
5	リーマンブラザース	406,186	5.6	1,066	795	0.75
6	メリルリンチ	406,151	5.6	1,105	1,332	1.21
7	ゴールドマンサックス	356,987	4.9	833	1,370	1.64
8	クレディスイス	353,054	4.8	1,043	792	0.76
9	バークレイズ・キャピタル	352,424	4.8	1,007	140	0.14
10	UBS	316,655	4.3	1,161	854	0.74
11	ロイヤル・スコットランド	308,758	4.2	643	—	—
12	BofAセキュリティーズ	300,470	4.1	906	450	0.50
13	HSBCホールディングス	222,923	3.1	770	196	0.25
14	ベアスターンズ	203,931	2.8	439	239	0.54
15	ABNアムロ	169,123	2.3	541	102	0.19
引受額合計		7,290,172	100.0	18,989	14,470	0.76

②株式・債券引受金額（米国企業関連・公表ベース）

（百万ドル・%・件）

1998年

	金融機関	引受金額	シェア	件数
1	メリルリンチ	303,995	16.7	2,212
2	ソロモン・スミスバーニー	224,212	12.3	1,242
3	モルガンスタンレーDW	204,054	11.2	1,696
4	ゴールドマンサックス	191,635	10.5	1,051
5	リーマンブラザース	147,086	8.1	803
6	CSFB	129,143	7.1	886
7	JPモルガン	89,147	4.9	615
8	ベアスターンズ	84,650	4.7	626
9	チェースマンハッタン	70,973	3.9	685
10	ﾄﾞﾅﾙﾄﾞｿﾝ・ﾗﾌｷﾝ・ｼﾞｪﾝﾚｯﾄ	60,622	3.3	391
11	ペインウェーバー	52,241	2.9	372
12	バンク・オブ・アメリカ	32,337	1.8	305
13	ﾌﾞﾙﾃﾞｼｬﾙ・ｾｷｭﾘﾃｨｰｽﾞ	22,213	1.2	238
14	ファーストユニオン	20,065	1.1	238
15	グリーンウィッチ	19,139	1.1	91
引受額合計		1,819,957	100.0	14,395

2005年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	383,811	10.0	1,063	936	0.88
2	リーマンブラザース	349,427	9.1	1,049	722	0.69
3	モルガンスタンレー	289,261	7.6	909	800	0.88
4	JPモルガンチェース	287,919	7.5	1,102	714	0.65
5	メリルリンチ	256,076	6.7	1,124	792	0.70
6	CSFB	238,653	6.2	753	493	0.65
7	ドイツ銀行	237,342	6.2	687	272	0.40
8	ゴールドマンサックス	229,158	6.0	576	747	1.30
9	BofAセキュリティーズ	226,504	5.9	790	322	0.41
10	ベアスターンズ	208,491	5.5	519	201	0.39
11	UBS	202,164	5.3	675	527	0.78
12	ロイヤル・スコットランド	164,167	4.3	281	19	0.07
13	カントリーサイド	124,856	3.3	265	5	0.02
14	バークレイズ・キャピタル	119,133	3.1	388	86	0.22
15	ワコビア	105,891	2.8	406	213	0.53
引受額合計		3,822,177	100.0	11,130	8,239	0.74

2006年

	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
1	シティグループ	380,749	9.6	950	1,080	1.14
2	JPモルガンチェース	339,294	8.5	1,019	775	0.76
3	リーマンブラザース	335,229	8.4	873	746	0.85
4	モルガンスタンレー	278,181	7.0	818	859	1.05
5	メリルリンチ	278,131	7.0	736	1,092	1.48
6	BofAセキュリティーズ	272,666	6.9	828	446	0.54
7	ゴールドマンサックス	253,855	6.4	570	946	1.66
8	ドイツ銀行	239,420	6.0	612	334	0.55
9	クレディスイス	236,188	5.9	581	557	0.96
10	ベアスターンズ	193,923	4.9	412	238	0.58
11	ロイヤル・スコットランド	187,733	4.7	314	48	0.15
12	UBS	178,942	4.5	602	527	0.88
13	バークレイズ・キャピタル	146,927	3.7	377	82	0.22
14	ワコビア	126,296	3.2	367	350	0.95
15	カントリーサイド	114,444	2.9	272	—	—
引受額合計		3,980,018	100.0	9,377	9,133	0.97

注）“@Fee”は案件 1 件あたりの平均手数料

（出所）*Investment Dealers' Digest* より作成

またドイツ銀行は、BT 買収によって、金融のグローバル化に対応し得る業務体制を確立することができた。大胆な業態転換と経営改革を断行し 1980 年代を通じて投資銀行専業業者に近い金融機関となっていた BT を取り込めたのは、国際投資銀行を目指すドイツ銀行にとっては極めて幸運なことであっただろう。1990 年代、大手米銀も投資銀行業務を拡充してはいたが、商業銀行の人材や文化、業務の進め方を投資銀行型に変えていくことは膨大な労力と時間を要し、長く乗り越えるべき障害であり続けた。一方でドイツ銀行は、既に投資銀行化を果たした BT を取り込むことによって、それを活用し学びながら自らを国際投資銀行に変えていく推進力を得ることとなったのである。

ドイツ銀行は、投資銀行部門におけるビジネス推進のスタイルに BT 方式を採用し、その組織に自行の投資銀行担当者を組み込んでいく方法をとった。先端的金融商品を提供するためのプラットフォーム、投資銀行業務を展開するのに不可欠なコンプライアンス、リスク管理などミドルオフィス業務、RAROC など先端的なシステムインフラ、ブランド、革新的なスピリットを取り込み、その業務能力を格段に向上させた。MG 買収ではそれは必ずしも叶わなかったが、ドイツの商業銀行に過ぎなかったドイツ銀行に対し、BT はグローバル化時代の金融機関像を提示しながら、新時代に即した経営認識や企業文化、金融活動の業

務や地理的な広がり、人材の質を変え得る役割を果たしたのではないかと思われる。

2000 年代を通じ、ドイツを含む欧州のみならず、米国、アジア、新興国市場において大型投資案件を獲得したのは、BT を取り込んだことに伴う投資銀行部門の高水準な業務能力があったことが、大きかったといわざるを得ない。BT が有していた投資銀行部門の陣容や技術力、ノウハウは、その本拠である米国市場以外でも応用され、欧州やアジアでも具体的な案件獲得に結び付いた。一方、BT 買収後にドイツ銀行が払った経営努力も高く評価しなければならない。投資銀行部門をグループの中核に位置付ける組織改革を行うとともに、ドイツ銀行及び BT の社員が知識と情報を共有すべく特別な社内教育制度を導入し、ドイツ銀行という新たな活動の場を得た BT の投資銀行家の能力を最大限引き出す土壌を作った。

またドイツ銀行は、銀行ならではの機能やインフラを投資銀行部門の業績向上に役立てるよう努めた。銀行支店の貸付業務を通じて顧客企業とのリレーションシップを維持・強化しつつ、そこで開拓した証券引受や M&A といったニーズを投資銀行部門につなぐことで数々の案件成約に貢献した。例えば、投資銀行部門で M&A 助言を行いながら銀行部門で多額の買収資金を貸し付けるというハイブリッドな金融サービスを提供できるのがユニバーサルバンクの強みである。またこれと併せ、銀行部門で得た顧客企業に関する情報を踏まえながら、投資銀行部門が適切な資金調達を顧客企業に助言できるという点も、その大きな強みであろう。銀行担当者が日々当該企業の経営・財務状況や信用力を把握していれば、証券の発行金額・条件を適切に決定できることが可能となるからである。

1980 年代半ばからの 20 年間、ドイツ銀行は、国際金融市場の主要なプレイヤーとしてロンドンやニューヨークという世界最高の資本市場に深く根を下ろしつつ、いかに「ドイツの銀行」から脱皮しグローバル化するかという課題に腐心してきた。MG や 101 億ドルを投じた BT の買収による国際投資銀行業務の拡大は、ドイツ銀行が自身を再構築するための野心的な戦略だったといえよう。1960 年代になってようやく国際業務を再開した欧州の銀行が、1980 年代まで投資銀行業務で足下にも及ばなかった米大手投資銀行を、2000 年代半ばには投資銀行関連収益で凌駕し、米大手投資銀行も一目おく存在となった。時代の変化をとらえたドイツ銀行の決断と長きにわたる取組みは、着実に実を結んだものと考える。

2. 残された経営課題

（1）株式・M&A 助言業務の強化

2000 年代半ばにおいて、ドイツ銀行は国際投資銀行市場で大きな存在感を持つに至ったわけだが、なお、株式引受、M&A 助言など米大手投資銀行に及ばない主要業務は残っていた。前述したように、グローバルベースの株式・債券引受額はトップクラスであっても、株式引受額だけを見ると、2005 年、2006 年の順位はともに第 8 位であり、米大手投資銀行に比肩するほどの実績はあげていない。2006 年にグローバル新規公開株式引受ランキングで第 8 位となった新規株式公開業務だったが、米大手投資銀行に加え UBS、クレディスイ

スといった欧州勢にも劣る水準であった。M&A 助言に至っては、グローバルベース、米国市場では 10 位前後に留まっていた。

2005 年、2006 年とドイツ銀行が、グローバル株式・債券の引受ランキングでゴールドマンサックスやモルガンスタンレーを上回ったことは、証券引受手数料の低下とともに、米大手投資銀行は証券引受よりも利幅の大きな M&A 助言業務を重点的に獲得した結果であるという推測も可能であろう。株式の引受手数料は債券のそれと比べ利幅は大きいが、それでも 1990 年代には手数料水準の低下が始まっていた[140]。当然ながら債券の引受手数料はさらに低下しており、費用を差し引けばほとんど利益のない業務と見なされていた。M&A 助言業務は、案件の規模、投資銀行側の労力と提案内容、過去の M&A 助言実績により手数料は大きく違ってくる。また例えば、投資銀行がいったん買収企業と被買収企業のアドバイザーに就いた後、その後企業間の合併交渉が決裂した場合はアドバイザー各社に対し多額の違約金が支払われることになる。交渉決裂の場合は、投資銀行は何もしないままアドバイリー手数料を手に入れるといったこともあり得る。

こうしたことから、投資銀行は M&A 助言案件の獲得に注力したわけであるが、特に米国では、「当該業務の主要な案件は、米大手投資銀行が必ずアドバイザーを務めることになっている（米投資銀行に“lockup”されている）分野である」ともいわれていた[141]。さらにいうならば、米国では株式引受、ハイイールド債引受なども、引受主幹事には米大手投資銀行が就任するのが当然とされてきた[142]。2000 年代、BT 買収後のドイツ銀行は、株式関連及び M&A 助言業務のそうした構造的ともいえる難題に挑んできたわけであるが、株式引受はまだしも、M&A 助言業務では米大手投資銀行の牙城を崩すまでには至らなかったということである。

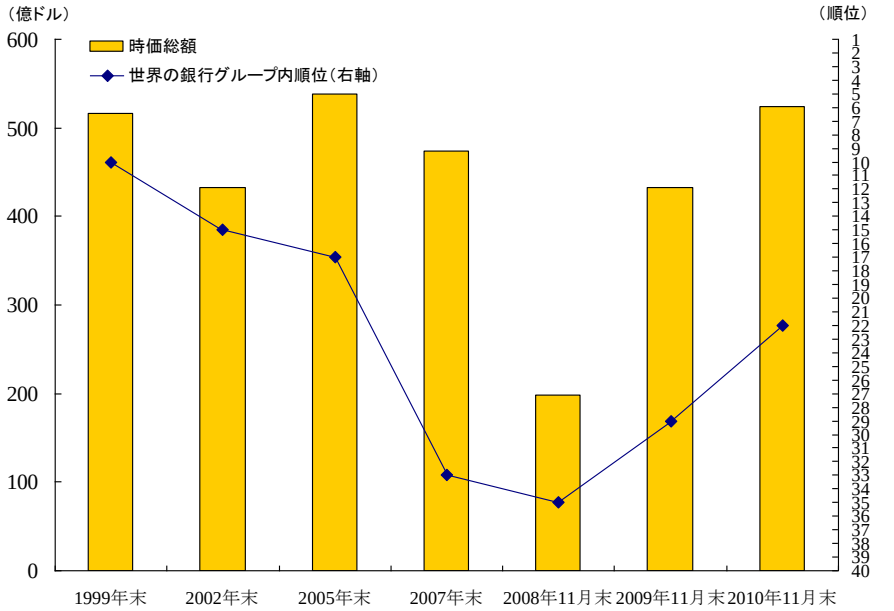
（2）グループ時価総額の低下

BT 買収後ドイツ銀行は、投資銀行部門をグループの中核におく経営戦略を内外に明らかにした上で、当該業務を欧州、米国、さらにアジアや新興国に展開する一方、欧州地域においては買収によりリテール銀行網を拡充したわけだが、こうした総合的、総花的な業務展開に対し、必ずしも市場は高く評価していたとは限らない。同行が国際投資銀行としての地位を確立してもグループ時価総額は大きく改善せず、世界の銀行の時価総額ランキングではむしろ順位を低下させている（図表 29）。これは Kobrak〔2007〕や Schwarz〔2003〕も指摘していることであるが[143]、事業規模の拡大とともに業務の多様化を進めてきたドイツ銀行だったが、市場からはむしろ「何を目指しているのかが曖昧」との評価を受けたことが時価総額の低下につながったと考えられる。Kobrak〔2007〕は、MG や BT の買収を通じ、ドイツ銀行の国際投資銀行業務は米大手投資銀行に遜色ない地位を築いたとしながらも、1990 年代に時価総額で欧州首位を維持していた頃の「欧州最強の金融機関」のイメージはかなり薄まっており、時価総額の低下を「経営改革の副作用だった」と指摘している。

また、外的な要因としては、1990 年代後半から好調な米国経済の後押しを受け米銀の業

績が好調だったこと、2008 年に旧ウェルズファーゴとワコビアが合併してウェルズファーゴが誕生、英国やスペインなどでも大型合併が相次いだこと、新興国ブームで中国、ロシア、中南米諸国の銀行が時価総額で世界の上位に進出したことなどがあげられる[144]。

図表 29 ドイツ銀行の時価総額推移



注）世界の銀行グループのみを対象とし、ノンバンク、2007年末時点で投資銀行専業業者だったものは除く。The Banker誌の各年時価総額データ上位50位内にあった、Goldman Sachs、Morgan Stanley、Visa、American Expressは除いた。

（出所）英 *Banker* 誌各号より作成

多額の資金を投じて BT を買収して、2000 年代半ばに投資銀行収益では上位につけたものの、まだ株式引受や M&A 助言業務で米大手投資銀行に並んだとはいい難かった。また、世界トップクラスのグローバルバンクとなっても同行の株式価値は高まらず、かつて自行の収益性や事業規模の劣勢からヘルハウゼン頭取が絶えず抱いていた買収される懸念が完全に払拭されたとはいえない状況があった。それだけを見ると、1989 年の MG 買収から積み上げてきた同行の投資銀行戦略の成否、特に本当に国際投資銀行として米国のバルジブラケットに比肩する地位に至ったのかという点について、懐疑的な見方もできよう。

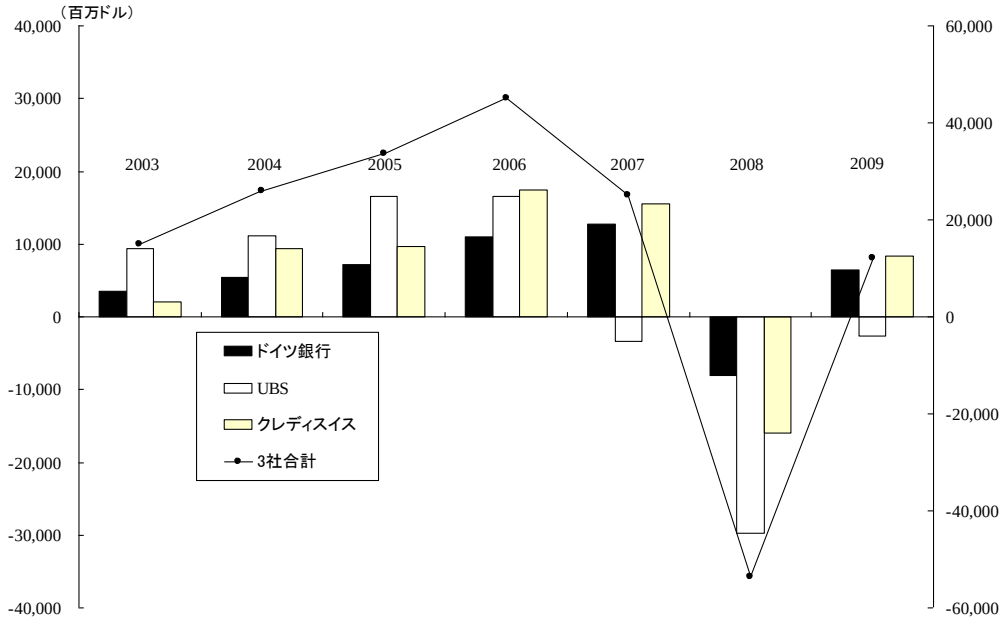
第 8 節　金融危機とドイツ銀行の対応

1. 金融危機の影響と対応

（1）サブプライム危機の影響と要因

2007 年夏、米国のサブプライム問題に端を発した金融混乱は、比較的早くドイツ銀行の決算に影響を及ぼすことになった。2007 年 7-9 月期決算は、純利益が 16 億 2,200 億ユーロと前年同期比 31%増となったが、資産評価損など 22 億ユーロを計上、利益は大幅に圧迫された。2008 年 1-3 月期決算は、最終損益が 1.3 億ユーロの赤字、同年年 10-12 月期決算は 48 億ユーロと赤字幅が拡大し、同年通期でも赤字額は 39 億ユーロとなった。

図表 30　近年の欧州 3 大ユニバーサルバンクの業績（税引前利益の推移）



（出所）各行年次報告書より作成

ドイツ銀行、UBS、クレディスイス･グループの大手 3 行の投資銀行部門は、いずれも業績がピークに達した 2006 年におけるグループ純営業収益に占める割合が、ドイツ銀行 65%、UBS45%、クレディスイス 53%であり、他の欧州大手行グループが 1 割から 3 割であったのに比べるとその影響は大きかったといえる。3 行の連結税前損益を見ると、好調だった投資銀行部門を牽引役として、2007 年度第 1・第 2 四半期に過去最高益を実現した後、同年第 3 四半期には投資銀行部門で多額のクレジット関連商品の損失が発生している。2007 年度までは資産運用、プライベートバンク部門など他部門が好調だったが、2008 年度以降はサブプライム危機の影響を受けて業績が低迷したため、投資銀行部門の減益要因を補うに

は十分ではなかった（図表 30）。

3 社の中では、サブプライムローンへのエクスポージャーが大きかった UBS が、2007 年に税引前ベースで赤字を計上、翌年にはそれが 370 億ドル近くに達した。UBS は、2007 年第 3 四半期時点で米住宅関連の証券化商品残高が突出していたため多額の損失処理が必要となった。また、ドイツ銀行、クレディスイスは、特に商業用不動産関連やレバレッジローンのエクスポージャーが大きく、少なからず損失を被った[145]。

UBS の巨額損失については、2008 年 4 月に公表された同行の株主向け報告書「株主報告書にあげられた問題に対応した修正プランに関する要約[146]」にその背景が説明されている。当時の投資銀行部門の内部事情を知るには貴重な資料なので、その点について簡単に紹介しておく。同報告書によれば、金融危機前まで UBS は、ウェルスマネジメント、資産運用、投資銀行及びトレーディング業務をグループ業務の中核に据えており、投資銀行業務強化の一環として、債券業務（fixed income business）及びオルタナティブ投資業務（alternative asset management business）の強化を目指していた。報告書は、これら部門の過剰な債務担保債券（CDO）の取引、投資に伴い顕在化したリスクが、同社の不十分なリスク管理によって十分管理しきれず、損失拡大につながったと分析している。また、CDO に対するリスク管理の問題点として、①分散的な業務承認構造（fragmented approval structure）、例えば、CDO の取引及び投資に関しては、内部のリスク委員会と投資銀行部門管理職が別々に承認権限を有していたこと、②利益相反の潜在性（potential structuring/trading conflict）、例えば、CDO の組成部門と CDO の弁済順位最上位債券のポジション管理を行う CDO デスクはレポーティングラインが同じだったこと、③リスク管理の欠如（absence of risk management）、例えば、2007 年第 2 四半期に CDO デスクが米サブプライム市場に悲観的な見方をしていながら、さらに他社の住宅モーゲージ担保債券（RMBS）を購入したこと、④CDO のポジション制限の不明確さ（lack of operational/notional limits）、⑤リスク管理手法の不完全さ（imcomplete risk control methodologies）、例えば、主なリスク管理手法として、そもそもリスク評価が不十分だったバリュー・アット・リスク（VaR）[147]に依存しすぎたこと、といった点を指摘している。

これに加え報告書は、UBS の資産運用・ヘッジファンド部門であるディロン・リード・キャピタル・マネジメント（Dillon Read Capital Management：DRCM）が損失の発生源として大きなウェイトを占めていたことを指摘している。UBS の前身の 1 つであるスイス銀行は、1997 年 5 月に米名門投資銀行ディロン･リードを買収したが、傘下の DRCM は、10 年間にわたり UBS の資産運用及びヘッジファンド部門として重要な位置を占めていた。報告書によれば、2007 年 12 月末現在、UBS のサブプライム関連損失のうち 16%近くを DRCM が占めているとしている。UBS は DRCM に対し、経営の独立性と CDO などサブプライム関連投資について相当の裁量を与えており、UBS 自体の緩慢なリスク管理も相まって、DRCM の CDO の過剰投資を放置してしまったことが、サブプライム関連損失をさらに拡大したとしている。2007 年 5 月、UBS は DRCM を閉鎖、これに伴い税引前ベースで 3 億 8,400

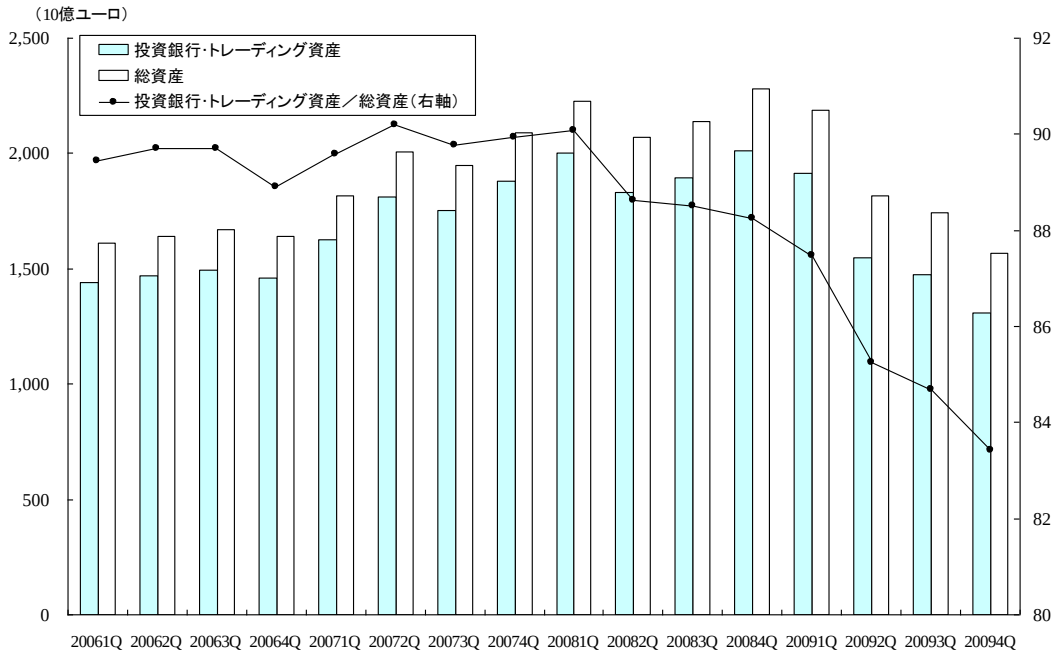
万スイスフランの特別損失を計上している。

1998 年にスイスの大手行同士（スイス銀行、スイスユニオン銀行）が合併して UBS となって以降、旧スイス銀行が主導する形で部門・業務統合は進んだ。しかし、1995 年に英マーチャントバンクの SG ウォーバーグ（SG Warburg）、1997 年に米投資銀行ディロン・リード、2000 年に米有力証券ペインウェーバーと買収を重ねてきた UBS にとって、統合的なリスク管理体制を整えるのは容易なことではなかったようである。そして、リスク管理体制が不十分なまま、米国のサブプライム関連業務に参入、膨大な CDO 取引及び投資を行い、巨額の損失を計上したものと考えられる。

（2）ドイツ銀行の対応

一方、ドイツ銀行は、1999 年 6 月に BT 買収が完了した直後から部門統合を急ぎ、BT の RAROC も参考に、高度で統合されたリスク管理体制を確立しようとしていた。リスク管理やコンプライアンスに関するレポーティングラインは、投資銀行など業務部門からは完全に独立したリスク管理最高責任者に一任する体制をとっていた。高度なリスク管理体制を早期に確立していたことにより、ドイツ銀行のサブプライム関連損失は UBS ほどには膨らまずに済んだのである。

図表 31 ドイツ銀行の総資産額推移（総資産・投資銀行部門資産（20061Q-20091Q）



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,2006-2009 より作成

金融危機後、ドイツ銀行は、市場関連業務のうち多額の損失を生んだ自己勘定トレーディング、複雑な仕組みデリバティブ商品、モーゲージ組成、CDO といった業務からの撤退を表明、リスクポジションを圧縮した。同時に、市場関連業務では、顧客からのオーダーフローに基づくレバレッジを抑制したビジネスに重点をおくとし、金利、為替、株式デリバティブなどに注力する方針を明らかにした。2000 年代半ばから同行総資産は急激に増加、2008 年第 4 四半期には過去最大の 2 兆 2,020 億ユーロに達し、資本に対する資産の倍率（レバレッジ倍率）は 2008 年末で 69 倍（国際会計基準ベース）にも上っていた。2008 年末総資産は国内総生産（GDP）の 85%に達し、破綻した場合には国による救済が可能な範囲を超えて巨大化していたのである。2009 年には、トレーディング勘定資産を中心に資産圧縮し、同年末の総資産は 1 兆 5,010 億ユーロと前年末から 7,010 億ユーロ減少した（図表 31）。圧縮額は、世界の銀行史上でも最大規模となったが、レバレッジ倍率はなお 40 倍と高水準であった。

ただし、2008 年度第 4 四半期発表後、同行は 2009 年の見通しについて、ボラタイルな事業環境を背景に慎重な見方を示す一方、2009 年に入ってからの業績は比較的良好であるとの見解を示していた[148]。ドイツ銀行の 2009 年 1-3 月期決算は、最終損益が 11 億 8,500 億ユーロの黒字に転換、投資銀行部門の業績悪化に歯止めがかかり、同年 7-9 月期の純利益は約 14 億ユーロと前年同期の 3.4 倍に急伸し、中核的自己資本も 11.7%と比較的高水準を回復している。2009 年は最終的に約 52 億ドルの税引前利益、50 億ドル弱の純利益をあげ、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）による長期債務格付けも信用力の高い方から 5 番目の「Ａプラス」を維持している。

2. 金融規制の強化とドイツ銀行の対応

（1）欧米主要国の銀行構造改革

金融危機前は大規模金融機関が破綻した場合、いわゆる「大きすぎてつぶせない（too-big-to-fail：TBTF）」の認識の下、政府が公的資金（国民の税金）で支援し救済することが暗黙の了解事項であった。しかし、金融危機後は、破綻は金融機関の過度なリスクテイクが一因であるとの認識に立ち、国民の負担によることなく「TBTF でもつぶせる」制度的枠組みを構築する方向に転換することになった。その一環として欧米では、投資銀行部門の高リスク業務から預金を保護するための銀行構造改革が、相次いで提示されることになった。

2010 年 7 月に成立した米国の新金融改革法「ドッド･フランク法（Dodd-Frank Act）」第 619 条に規定されたボルカールール（Volcker Rule）は、銀行に対し、自己勘定取引の禁止、ヘッジファンドやプライベート･エクィティ･ファンドに対する投資やそのスポンサーになることの制限を義務付けるものである[149]。英国では、2010 年 5 月に発足したキャメロン連立政権がその翌月に設置した独立銀行委員会（Independent Commission on Banking：ICB）が、

金融危機を踏まえた英国の銀行構造改革を検討してきた。2011 年 9 月の最終報告書[150]では、①大手英銀グループのリテール銀行部門は、大企業取引・市場取引を専業とするホールセール銀行及び投資銀行部門（wholesale and investment banking）と法人格を分け、別会社とする、②別会社として設立されるリングフェンス銀行（ring-fenced bank）は、取締役会は過半数を社外取締役で構成、他部門とは独立したガバナンス体制を構築することとした。これにより、リテール銀行部門が取り扱う預金及び決済部門は、ホールセール銀行及び投資銀行部門のリスクから厳格に遮断され、預金等をホールセール及び投資銀行部門の活動に活用すること等は禁止されることになった。ICB は当該事項の導入を 2019 年までに完了することを求めている。

また、2012 年 9 月、EU では、フィンランド中央銀行総裁のエリッキ・リーカネン氏が委員長を務める「銀行部門の構造改革に関するハイレベル有識者グループ（High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector）」の報告書（リーカネン報告書）が公表された。これは、自己勘定取引等が業務の重大なシェアを占める場合、銀行グループ内で銀行とは別の法人に自己勘定取引等の分離を求めるものである[151]。欧州委員会（EC）は、EU 加盟各国で新法を制定し各国の事情を反映して業務制限を個別に規定するものとしていた[152]。ドイツの銀行改革法は、概ねリーカネン報告書の内容を踏襲し、自己勘定取引、ヘッジファンド及びそれに類似する企業へのエクスポージャーを発生させる業務をグループ内で別の事業主体（トレーディング法人）として分離することを規定している[153]。

（2）ドイツ銀行の規制対応

ドイツ銀行は、国内のいずれの銀行よりも、バランスシートに対するトレーディング業務の割合は高かった。リーカネン報告及び上記の銀行改革法が規定するトレーディング分離規制に対し、ドイツ銀行はどのような対応をとったのだろうか。

まず、分離対象となる同行の自己勘定取引の規模は、2012 年のバランスシートから見る限り、トレーディング勘定は 62%に上り、その大半は「純損益を通じて公正価値で測定する金融資産」に計上されている（図表 32）。当該資産項目は、①トレーディング資産、②デリバティブ金融資産の正の時価、③純損益を通じて公正価値で測定するものとして指定された金融資産の 3 項目で構成されているが、ここでは「純損益を通じて公正価値で測定する金融資産」を「トレーディング資産」とみなし、これをもって自己勘定取引を概算的な推移を見ることにする。

図表 32　ドイツ銀行のトレーディング勘定の額

	バランスシート（a）	うちトレーディング勘定（b）	（b）／（a）（%）	うちバンキング勘定（c）	（c）／（a）（%）
現金及び銀行預け金	27,885	163	0.6	27,722	99.4
利付銀行預け金	119,548	2,905	2.4	116,643	97.6
中央銀行ファンド貸出金及び逆レポ	36,570	18,872	51.6	17,698	48.4
借入有価証券	23,947	23,845	99.6	102	0.4
純損益を通じて公正価値で測定する金融資産	1,200,881	1,152,793	96.0	48,088	4.0
・トレーディング資産	245,538	229,070	93.3	16,458	6.7
・デリバティブ金融資産の正の時価	768,316	754,792	98.2	13,524	1.8
・純損益を通じて公正価値で測定するものとして指定された金融資産	187,027	168,931	90.3	18,096	9.7
売却可能金融資産	49,379		0.0	49,379	100.0
持分法適用投資	3,577		0.0	3,577	100.0
貸出金	397,279	2,175	0.5	395,104	99.5
土地建物及び設備	4,963		0.0	4,963	100.0
のれん及びその他無形資産	14,219		0.0	14,219	100.0
その他の資産	123,973	47,708	38.5	76,265	61.5
当期税金資産	2,390		0.0	2,390	100.0
繰延税金資産	7,718		0.0	7,718	100.0
資産合計	2,012,329	1,248,461	62.0	763,868	38.0

注）各勘定科目は、2012年ドイツ銀行年次報告書2012年版に準じたもの

（出所）高橋〔2012〕、*Deutsche Bank Annual Report*,2012 より作成

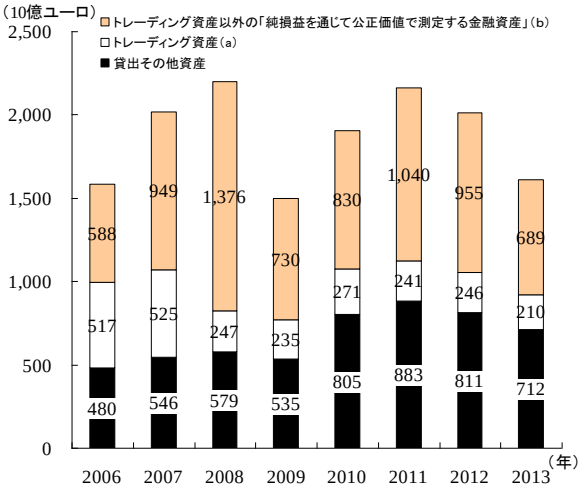
図表 33 は、ドイツ銀行の総資産の推移をトレーディング関連資産と貸出等その他の資産の別に示したものである。これによれば、同行総資産は 2008 年末の 2 兆 2,020 億ユーロから、2011 年以降は資産の圧縮が続いており、2013 年末には 1 兆 6,110 億ユーロとなっている。トレーディング関連資産が総資産に占める割合（図表 32-②の「{（a）＋（b）}／総資産」）は 2008 年までに 70％超に達した。

しかし、2010 年に買収したポストバンクが 2010 年からバランスシートに反映されることになったことで、貸出等その他資産の比率が高まり、トレーディング関連資産は 55％から 60％の範囲に低下した。また、銀行改革法が成立する前から、ドイツ銀行は信用自己勘定取引、株式勘定取引から撤退しており、トレーディング資産が総資産に占める割合は 2006 年の 32.6％から 12％前後に低下している。

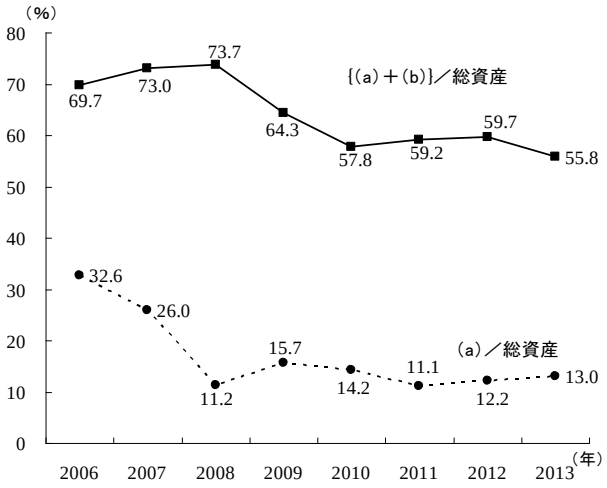
ただし、2013 年以降のトレーディング関連資産の減少が今後も続くか否かは不透明である。2012 年の決算報告では、住宅関連及びマーケットメイキングのための自己勘定ポジションを維持していく方針が示されている。ドイツ銀行を含む欧州ユニバーサルバンクでは、リーカネン報告や自国の高リスク業務制限に向けた法律に対する反発は根強くあり、基本的には法規制に従い、トレーディングなど高リスク業務を抑制する方針ではあるものの、長期的にそれがどの程度維持されるかについては、不透明な部分が多いのも事実である。

図表 33　ドイツ銀行総資産の内訳とトレーディング関連資産の割合

①総資産内訳



②トレーディング関連資産の比率



（出所）*Deutsche Bank Annual Report*,2006-2013 より筆者作成

第 9 節　小括

BT 買収後、その統合とともに国際投資銀行体制を整えたドイツ銀行は、1990 年代後半に始まった IT バブルに乗じ、米国を中心にハイテク企業の株式・債券引受、M&A 案件を獲得、BT 出身の投資銀行家は統合後早速、案件獲得に寄与することになった。IT バブルは、2001 年前半には終焉したが、その直後には欧州を中心に公的企業の民営化、新規株式公開案件が相次ぎ、BT 買収後「欧州第一主義」を宣言した同行の投資銀行部門には幸運な時期であった。2000 年代はその半ばにかけて、ハイテクを含む多様な産業セクターに対し、株式、債券、M&A 助言、証券化等々全ての投資銀行分野で数々の大型案件を手掛ける一方、BT 出身の投資銀行家が中心となって金融技術を駆使した創造的なソリューションも見られた。この時期には、BT 投資銀行家の力を借りながら、米大手投資銀行に遜色ない資金調達案件の遂行能力、提案能力を備えていたと考えられる。欧米市場のみならず、アジア諸国や日本、中国やロシアをはじめとする新興国でも大型案件を獲得しており、ドイツ銀行は事業規模とサービスの質両面において、国際投資銀行としての地位を着実に固めていった。

BT 買収後ドイツ銀行が取り組んだ投資銀行案件を具体的に見る限り、その活動には華々しいものがあったが、それでもなお株式関連業務や M&A 助言業務では、米大手投資銀行に比肩する水準には達しておらず、案件の収益性改善などいくつかの課題が残されている。しかし、ドイツ国内及び欧州地域の商業銀行に留まっていた同行が、1980 年代後半以降国際投資銀行業務に乗り出し、20 年足らずのうちに欧米アジアの各地で高水準な投資銀行サービスを提供できるまでに成長した過程は、銀行の国際戦略について 1 つのあり方を示すものとなったに違いない。

[1]*International Financing Review*,Jun.5,1999,p.63.
[2]公開予定会社の公募価格（売出価格）にある程度の目処が立った段階で、ブックビルディング（発行株式に対する投資家の需要予測）に備えて、申請会社が機関投資家に対してロードショー（1 週間程度の公開予定会社及び銘柄の説明会）を行い、主幹事証券会社が価格の妥当性や申込予定数についてヒアリングを行うが、これをプレマーケティングという。ブックビルディングは、投資家に対して、公募（売出）価格の上限・下限を一般投資家に提示してその幅の範囲内で「いくらなら購入するか」という回答を広くから募集し、需要の予測を行うもの。その需要予測の結果をもとに、公募価格を決定する。
[3]*International Financing Review*,Jun.5,1999,p.63.
[4]*Wall Street Journal*,Feb.22,2000, *CNN Money News*,Mar.13,2000
（http://cnnfn.cnn.com/2000/03/13/europe/infineon/）, *International Financial Law Review*,Oct.1,2000
[5]2000 年 3 月時点で、売出株式の 6 割は欧米アジアの機関投資家、4 割はドイツの個人投資家が保有した。
[6]2014 年 1 月 1 日、EADS から「エアバス・グループ（Airbus Group NV）」に社名変更している。
[7]European Aeronautic Defence and Space Company Global Offering memorandum（IPO Prospectus）,Jul.9,2000,p.7.
[8]本件の引受幹事団のうち、共同グローバルコーディネーターは、BNP パリバ、ゴールドマンサックス、スペイン大手行サンタンデールの投資銀行部門サンタンデール･セントラル･イスパノ･インベストメント（Santander Central Hispano Investment）、グローバル機関投資家向け公募担当（Global Institutional Offering）はドイツ銀行、ABN アムロ・ロスチャイルド、BNP パリバ、ゴールドマンサックス、フランス大手行ソシエテジェネラルの投資銀行部門 SG インベストメントバンキング（SG Investment Banking）、個人投資家向け公募担当（Retail Offering）はドイツ銀行、BNP パリバ、サンタンデール･セントラル･イスパノ･インベストメントが就いている。
[9]European Aeronautic Defence and Space Company Global Offering memorandum（IPO Prospectus）,Jul.9,2000,pp.1-2
[10]*The Wall Street Journal*,Jan.16,2014
[11]債券発行など資金調達案件や、国家間の利害調整がつかず結局破談となったが、2012 年、英防衛大手 BAE システムズとの合併案件では、シティグループ、クレディスイス･グループなどとともに EADS 側のアドバイザーに就いている。　*Bloomberg News*,Oct.11,2012,*Reuter News*,Oct.11,2012
[12]*International Financial Law Review*,Dec.1,2000
[13]*International Financial Law Review*,Dec.1,2000
[14]受注会社が荷主の物流コスト削減を契約期間内に達成する提案を行い、受注会社がその削減幅の一部を手数料として受け取る仕組み。
[15]*Financial Times*,Sep.16,2005
[16]ドイツ銀行は、DHL や英エクセルの買収アドバイザーに就任したほか、子会社関連では例えば、ドイツポスト・ファイナンス（Deutsche Post Finance B.V.）に対し、2002 年には 30 億ユーロの社債引受主幹事、総額 15 億ユーロの社債の上場主幹事にクレディスイス･ファーストボストン（CSFB）、モルガンスタンレーとともに共同で就任している。
[17]Postbank:History　https://www.postbank.com/postbank/en/au_history.html
[18]*DW Academie Business News*,May.7,2004
[19]*International Financing Review*,May.8,2004,p.8.
[20]センターパークス社は、2006 年に米国の大手企業買収ファンドのブラックストーン（Blackstone Group）が買収しており、現在も同ファンドの子会社である。
[21]中小企業の資金調達コストの低下が優先され、1995 年の取引開始時点の上場基準は上場目論見書の提出程度であり、企業には引受主幹事証券会社（AIM では“Adviser”という）の指名も義務付けられなかった。しかし、上場基準の緩い AIM には批判も多く、上場基準の厳格化が図られた。企業の上場目論見書の作成・提出に加え、①銀行、証券会社、法律・会計事務所などを指定アドバイザー（Nominated Adviser：NOMAD）に指名するアドバイザリー制度の導入、②企業の上場開示事項の拡充、③企業に対する助言を確実なものとするための NOMAD の義務などが盛り込まれることになった。こうした上場基準の厳格化が AIM の市場としての信認を高め、さらに上場企業を集める結果となったとされている。London Stock Exchange,AIM Homepage http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm
[22]AIM の上場企業及び上場企業時価総額は、2003 年末：754 社、183 億 5,800 万ポンド、2007 年末：1,694 社、975 億 6,100 万ポンド（年末時点の数値では上場社数、上場企業時価総額ともに 2007 年がピーク）、2014 年 11 月末：1,099 社、717 億 4,300 万ポンドとなっている。AIM Factsheet,Nov,2014
[23]*PC Watch*,Aug.17,2000
[24]Sunrise Medical Inc Company History
http://www.fundinguniverse.com/company-histories/sunrise-medical-inc-history/
[25]*Los Angeles Times*,Oct.18,2000

[26]*Your Story*,Sep.16,2014　http://yourstory.com/2014/09/webvan-e-tailer/　高額かつ非公開の手数料と引き換えに、ウェブバン株（議決権制限株式）を特定の投資家に譲渡する契約を結んでいたことを目論見書に記載しなかったが虚偽の情報公開にあたるとされ、ドイツ銀行投資銀行部門（Deutsche Bank Securities）とともに、ゴールドマンサックス、ドナルドソン･ラフキン･ジェンレット、メリルリンチ、トマス･ワイゼルなど幹事会社が訴訟の対象となった。
[27]*Investment Dealers' Digest*,Sep.20,2004,pp.36-37.
[28]2001 年 6 月時点で、投資銀行家 8 名、アナリスト 3 名の陣容である。*Investment Dealers' Digest*,Jun.4,2001,p.19.
[29]*Deutsche Bank Annual Report*,2002,p.34.
[30]*International Financing Review*,Apr.1,2006,p.93.
[31]"de-coupled bookbuilding"ともいう。この方法を利用すると、新規公開発表日から発行価格と割り当ての決定までの日程は 2 日以内に抑えることが可能となる。これにより、発行企業が新規公開時にさらされる価格変動リスク（流動性が低くなりがちなことに伴う株価下落、また公募・売出しの発表日翌日から発行価格等決定日までの期間に同一銘柄の有価証券につき空売りが行われた場合、発表日前後に株価下落をもたらすようなリスク）を抑える効果があるとされている。ただし、証券会社は発表日の前に投資家の需要を固めるため、プレヒアリングを行うことになる。プレヒアリングは、有価証券の公募発行の公表に先立ち、証券会社が特定少数の機関投資家に対し、発行会社及び有価証券の公募発行に関する情報を守秘義務契約下で提供し、当該有価証券の公募発行の公表・実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。財団法人資本市場研究会「月刊資本市場」2013 年 10 月号、12-13 頁。
[32]ドイツベンチャーキャピタル協会（BVK）が行った同社に関するケーススタディでの評価。Bundesverband Deutscher Kapitalbeteilungsgesellschaften e.V.,Case Studies http://cache.yahoofs.jp/search/cache?c=6JoqFBh89U8J&p=Ersol+Solar+Energy+AG++IPO&u=www.bvkap.de%2Fprivateequity.php%2Fcat%2F156%2Faid%2F669%2Ftitle%2FErsol_Solar_Energie_AG%3A_Cutting_edge_thanks_to_private_equity
[33]エアゾル社は元々良質な経営陣と高水準の商品開発力を擁し、2004 年には売上 3,800 万ユーロ、340 万ユーロの利払・税引前利益（EBIT）をあげていた。2008 年、ドイツの自動車部品・輸送用機器大手のロバート・ボッシュ社がエアゾル社の大株主となり、エアゾル社はボッシュの傘下に入った。
[34]同社案件でドイツ銀行は、JP モルガンチェースとともに共同主幹事に就任している。ブックビルディングの際に提示された公募価格のレンジは 1 株 15.8 ユーロから 18.5 ユーロで、公募価格はその上限である 18.5 ユーロに決定した。*International Financing Review*,Apr.1,2006,p.93.
[35]株式関連仕組債のうち、償還時に指定された特定の株式の価格によって償還条件が変わる債券で、場合によっては、償還金の代わりに株式で返還される可能性があるものをいう。特定の上場銘柄株を対象に選び、満期日にその株価が設定水準より高い場合には、元本と高い利息が現金で償還され、株価が設定水準より低い場合には元本は得られず、代りに対象となった株式で償還される。通常の債券よりクーポンレートを高く設定してあり、高利回りの金融商品である。
[36]*Deutsche Bank Annual Report*,2004,p.30.
[37]モルガンスタンレーと UBS が共同主幹事となったドイツの化学会社 Wacker Chemie AG、ドレスナー･クラインオートベンソンが主幹事となったドイツのソフトウェア開発会社 Magix AG、BNP パリバが主幹事となったスイスのソフトウェア開発会社 SAF Software の新規株式公開案件では、"accelerated equity placement"が採用されている。*International Financing Review*,Apr.1,2006,p.93.
[38]*International Financing Review*,May.24,2003,p.107.
[39]本案件は、英金融専門誌 International Financing Review がその年に最も注目され話題となった金融案件に贈呈する"IFR Award"の 2003 年受賞案件になった。
[40]*Deutsche Bank Annual Report*,2002,p.33.
[41]*Deutsche Bank Annual Report*,2003,pp.28-29.
[42]発行通貨の自国市場以外の市場（ユーロ市場）で発行される債券。ユーロ債は、自国市場に比べて規制が緩く、発行条件を比較的自由に設定でき、源泉課税の対象にならないなどのメリットがある。欧州共通通貨ユーロ（Euro）と区別するため、例えば、円建て債券は「ユーロ円債」、ドル建て債券は「ユーロドル債」、ユーロ建て債券は「ユーロユーロ債」、ポンド建てのものは「ユーロポンド債」などと対象となる通貨を明示するのが一般的である。
[43]*Deutsche Bank Annual Report*,2001,p.24.
[44]*EuroWeek*,Jan.21,2001,p.5.
[45]1933 年証券法規則 144A（Rule 144A under the Securities Act of 1933）は、適格機関投資家（qualified institutional buyer：QIB）に対し私募証券の転売規制を免除する規定で、当該証券の流通制限を大幅に緩和したもの。同規則が適用される証券については、投資家が 500 名を超えない限り、米証券取引委員会（SEC）への登録（1933 年証券法に基づく公募証券の開示規制）を免除される。QIB は、少なくとも 1 億

ドルの証券投資を行う、保険会社、年金基金、投資運用会社といった機関投資家。
[46]*International Financing Review*,Apr.19,1997,p.12.
[47]1997 年 4 月、フランスのエクサイド社（Exide Holding Europe S.A.）が発行したシニア債（1 億 7,500 万マルク、期間 7 年）の 8 割、スイスのサニタリー製品製造ゲベリット（Geberit International Europe S.A.）が発行した劣後債（1 億 5,750 万マルク、クーポン 10.125%、期間 10 年）の 7 割は、欧州投資家が購入している。*International Financing Review*,Apr.19,1997,p.12.
[48]レバレッジド・ローンは、格付けがダブル B（BB）以下の投機的格付けの企業向け貸付（通常はシンジケートローンの形態をとる）で、利回りが LIBOR＋150 ベーシスポイント（bp）以上のものをいう。ハイイールド債に類似する商品だが、デフォルト時の弁済順位が高く、有担保、財務制限条項がより厳格といった点で、ハイイールド債よりも投資リスクは小さいと考えられている。
[49]Speech at Deutsche Bank's Annual General Meeting 2007,by Dr.Josef Ackermann Chairman of the Management Board and the Group Executive Committee Deutsche Bank AG, May.24,2007,pp.8-9.
[50]銀行が貸付債権を SPV に譲渡するのは、銀行に対し課される自己資本比率規制を回避するためである。SPV は銀行ではないため、新たなローンエクスポージャーに対する所要自己資本を賦課されることなく貸付を行える。Franke and Hein〔2007〕,p.6.
[51]メザニン債は、債券や貸付債権、不動産等を証券化した資産担保証券（ABS）の発行において、信用力の高いシニア債と低い劣後債（ジュニア債）とともに、その中間に位置する債券として発行されるもの。
[52]Deutsche Bank Press Release.Dec.16,2005
[53]57 社に対する債権額は 250 万ユーロから 1,500 万ユーロ、57 社のうち 95%は年間売上 5,000 万ユーロから 5 億ユーロであった。
[54]SPC が発行した 5 種類の債券のクーポンレートは、欧州銀行間取引金利（Euribor）3 ヶ月物に 31 ベーシスポイントから 220 ベーシスポイント（0.31%～2.2%）を上乗せした水準であった。
[55]Wittek and Kreppel〔2014〕,pp.1-2.
[56]2014 年 3 月以降、エッセン大学病院（Uniklinik Essen）が WPE の運営を引き継いでいる。
[57]Jacob〔2009〕,p.95.
[58]*Deutsche Bank Annual Report*,2003,p.29.
[59]企業の資金調達手段の一つで、ローンや普通社債等による「デットファイナンス」と、株式等による「エクイティファイナンス」の中間に位置するファイナンス手法をいい、具体的には、劣後ローン・劣後社債・優先株・種類株・ハイブリッド証券・ハイブリッドローンなどの資金調達手段を用いて行われる。
[60]Bloomberg Data によれば、欧州の M&A 取引金額は、1997 年 2,723 億ドル、1998 年 5,775 億ドルだったものが、1999 年には 1 兆 3,392 億ドル、2000 年 1～11 月に 1 兆 2,548 億ドルとなっている。佐賀・川村・漆畑他〔2001〕、148-149 頁
[61]*Los Angeles Times*,Oct.5,1999
[62]1999 年当時、クリア･チャネル社は、大手格付会社ムーディーズ･インベスターズ･サービスからトリプル B マイナス（BBB⁻）の格付けを付与されていた。これを見る限り企業としての信用力は高くなく、投資適格格付け（トリプル B 以上）にも満たない、投機的格付けに区分されていた。その場合本来ならば、米国のルール 144A に基づき適格機関投資家向けに限定して販売される私募債、あるいは特約付きの劣後債（subordinated bond）を発行すべき発行体であった。しかし、BT アレックスブラウンは同社に対し無担保社債の発行を提案、劣後債よりもはるかに低水準のクーポンレート、幅広い投資家に販売できる公募債という形を実現している。IT バブルの最中にあって通信・メディア各社は業績好調ではあったが、BT アレックスブラウンが長い取引関係の中で、クリア･チャネル社の信用力や成長性を正確に把握できていたからこその提案であったと考えられる。*Investment Dealers' Digest*,Mar.30,1998,pp.4-5.
[63]広告収入は、米大手メディアのニューズ･コーポレーション（News Corp）、ウォルト･ディズニー（Walt Disney Co.）に比肩する規模である。
[64]1999 年には、テレ・コロンブスのほか、ドイツ小売り大手のメトロ（Metro AG）が非中核事業の処分を目的に設立したディヴァコ（Divaco）に対し、DB インベスターが 39%を出資している。*Deutsche Bank Annual Report*,1999,p.40.
[65]*BC Partners News Release*,Apr.30,2003　http://www.bcpartners.com/news/archive/30-04-03.aspx
[66]2012 年 4 月、ドイツテレコムもテレ・コロンブスの買収を画策していた。*Reuters Business & Financial News*,Apr.13,2012
http://www.reuters.com/article/2012/04/13/us-telecolumbus-deutschetelekom-idUSBRE83C0OC20120413
[67]*Bloomberg News*,May.21,2012
http://www.bloomberg.com/news/2012-05-21/kabel-deutschland-raises-767-million-debt-to-buy-tele-columbus.html
テレ・コロンブスはベルリンに本拠を置き、ブランデンブルク州、ザクセン・アンハルト州、テューリンゲン州など旧東ドイツ地域を中心に約 170 万件の顧客を抱えていた。これらの地域ではケーブル運営会社間のシェア争いが激化しており、カーベルはテレ・コロンブス買収で大きなシナジー効果を見込んでいた。

http://www.bloomberg.com/news/2012-05-21/kabel-deutschland-raises-767-million-debt-to-buy-tele-columbus.html
[68]Reuter News,Jan.12,2015,finanzennet,Jan.21,2015
[69]*Euromoney*,Mar,2000,p.25-37.
[70]合併合意の内容は、①マンネスマン株 1 株にボーダフォンの 58.96 株を割り当てる、②株式交換方式（50.5%がボーダフォン、49.5%がマンネスマンの株主）による合併とする、③マンネスマンの非通信事業は分離し上場、④マンネスマンが買収した英国 3 位の携帯電話会社オレンジを分離、⑤合併新会社の経営トップはボーダフォンのジェント CEO とする、⑥新会社の取締役会の定数は 19 人で、マンネスマン側からは 5 人が就任、などとなっている
[71]この時点における敵対的買収案件の買収金額ランキングは、第 1 位：ボーダフォンによるマンネスマン買収（買収金額 1,830 億ドル）、第 2 位：アメリカン・オンライン（AOL）によるタイムワーナー買収（同 1,810 億ドル）、第 3 位：MCI ワールドコムによるスプリント買収（同 1,270 億ドル）、第 4 位：ファイザーによるワーナーランバート買収、第 5 位エクソンによるモービル買収（860 億ドル）となっている。*BBC News*,Feb.11,2000　http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/630293.stm
[72]*The New York Times*,Nov.15,1999
[73]1999 年 2 月、マンネスマンは、イタリアのオリベッティ・テレコム・グループ（Olivetti-Telecom）に対し敵対的買収を仕掛けた際にも、マンネスマン側はメリルリンチとともにドイツ銀行を買収アドバイザーに指名している。オリベッティ・テレコムは、1999 年に民営化された旧国営通信テレコム・イタリア（Telecom Italia）に対し、同国事務機器大手オリベッティが株式公開買付（TOB）を実施、総額 315 億ユーロで株式 52%を取得してグループ傘下に収めて誕生した。
[74]*The New York Times*,Nov.15,1999
[75]マンネスマンは、1992 年に GSM（Global System for Mobile Communications）方式のサービスを開始、携帯電話子会社マンネスマン･モービルフンク（Mannesmann Mobilfunk）に対し、ボーダフォンと合併前のエアタッチ・コミュニケーションズが 35%の出資を行った。1999 年 6 月にボーダフォンがエアタッチを買収したことで、株主権は英国を本拠とするボーダフォン･エアタッチに移っていた。
[76]*The New York Times*,Nov.15,1999,*Business Week*,Feb.28,2000,pp.25-27.
[77]マンネスマン側は、株主に対し、固定通信子会社（Mannesmann Arcor）と移動通信部門の融合が同社の市場価値を高めるのであり、固定通信部門を持たないボーダフォンとの合併は新会社に高い成長をもたらさないため、マンネスマンの独自路線こそ株主価値を高めると主張した。一方、ボーダフォンは、インターネット市場の成長を強調し、IBM やフィンランドのノキアなどワイヤレス･インターネット企業間の提携を進めることが両社にとって最善の選択とした。携帯電話市場の急成長で、ワイヤレス･インターネットへの期待が高まり、株主からはボーダフォンのワイヤレス特化戦略が評価された。*Business Week*,Feb.28,2000,pp.27-28.
[78]Höpner and Jackson〔2001〕,p.25.　ボーダフォンがマンネスマン従業員の雇用を保障したこともあり、ドイツ政府も労働組合も異議を唱えなかった。最後の決め手になったのは、2000 年 1 月のフランスのメディア大手ビベンディ（Vivendi Communication）とボーダフォンのインターネット・ポータル事業での提携だったと見られている。マンネスマンは、親密な関係にあったビベンディに買収回避の協力を求めたが、結局ビベンディはボーダフォンが有利と見て、同社との提携に踏み切った。
[79]*Euromoney*,Mar,2000,pp.35-36.
[80]*Deutsche Bank Annual Report*,2000,pp.32-33.
[81]*Deutsche Bank Annual Report*,2002,p.33.
[82]*International Financing Review*,Feb.25,2006,p.55.
[83]*Materalhandling & Logistics News*,Jun.14,2003
[84]*The New York Times*,Apr.6,2004
[85]*Beaking News on Cosmetics Formulation & Packaging in Asia-Pacific*,Apr.21,2004
[86]MGM Mirage Press Release http://mgmresorts.investorroom.com/index.php?s=43&item=504　71 ドルは、買収発表日の株価終値に 30%の買収プレミアムが上乗せされた額。79 億ドルの内訳は、株式価値約 48 億ドル、約 6 億ドルの転換社債、その他債務約 25 億ドル。
[87]The Blackstone Group,Press Release,Sep.4,2003
[88]2012 年 9 月、ゴールドマンサックスはコジェントリックスを米大手投資ファンドのカーライル･グループに売却することで合意している。*Wall Street Journal*,Sep.7,2012
[89]The Blackstone Group News Release,Apr.1,2004
[90]*International Financing Review*,Jun.4,2005,p.36.
[91]小野亮〔2007〕「S&L 危機は再来するか　米サブプライム･ローン問題の現状」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』2007 年 3 月 14 日号
[92]「シャドーバンク」の呼称は、米大手資産運用会社パシフィック･インベストメント･マネジメント（PIMCO）のポール･マッカレイ氏が、2007 年 8 月に行った講演で初めて用いたとされている。マッカレイ氏は、「シャドーバンク」を「レバレッジを使ったノンバンクの導管体（investment conduit）、ビークル

（vehicle）、ストラクチャーの総称」と定義している。McCulley〔2009〕,p.3.
[93]資産流動化の仕組みにおいて流動化の対象となる資産を保有している企業。
[94]基本的には、自己資本比率規制（BIS 規制）に対応して、銀行がリスク資産をバランスシート上から消すために本体と分離させることを狙った仕組みだったが、金融危機で自力での資金調達ができなくなると銀行本体に戻さざるを得なくなった。
[95]レポ取引は債券の貸借取引のことで、当事者の一方が他方に債券を貸出し、見返りに担保金を受入れ、一定期間経過後にこの債券の変換を受けて担保金を返却する取引。「リバース･レポ」取引はレポ取引の反対で、借手側が債権を担保として貸手側より資金を借り入れる取引。
[96]CLO は、金融機関等が保有するローンや社債などを特定目的会社（SPC）や信託などを利用して流動化・証券化する仕組み、又はその際に発行される証券を指す。流動化・証券化の対象となるのが、ローンである場合を CLO、社債である場合を CBO と呼ぶ。CLO 及び CBO の基本的な仕組みは、まず特定目的会社や信託などを設定し、そこに金融機関が保有するローンや社債などを売却する。その特定目的会社や信託などが、出資証券や受益証券の形で小口化して販売することとなる。また、金融機関との間で、対象となるローンや社債などのリスクを保証するクレジット・デリバティブ契約を結ぶ場合もある（シンセティック CLO/CBO）。この場合、ローンや社債などが直接売却されるわけではないが、債務者が破綻した場合に、あらかじめ契約に基づいて定められた支払金を金融機関が受け取ることができる仕組みであり、実質的にローンや社債などが売却されたのと同様の経済的効果が期待できる。
[97]金融危機前、大手商業銀行の多くが、傘下に投資銀行、投資導管体、SIV、ヘッジファンドといったレバレッジを使った貸付・投資主体（シャドーバンク）を擁し、膨大な利益を得ていた。
[98]Investment Company Institution〔2007〕“2007 Investment Company Fact Book”,47th Edition
[99]Financial Stability Board〔2011〕,pp.2-5.
[100]野田弘英〔2010〕「成熟経済と金融危機」東京経済大学学会誌第 267 号、6-7 頁
[101]バークシャー･モーゲージは、ドイツ銀行のグローバル･コーポレート･ファイナンス部門のグローバル不動産債券市場グループ（Global Real Estate Debt Markets group within Global Corporate Finance business）に組み込まれた。チャペル･ファンディングは、グローバル市場住宅ローン担保証券（Global Markets Residential Mortgage Backed Securities：RMBS）プラットフォームの 1 つである「db ホームレンディング（db home lending）」のブランドで貸付業務を行うことになった（ドイツ銀行は、当該ブランドで全米 36 州で住宅関連貸付を行っていた）。また、モーゲージ IT は、住宅モーゲージ担保証券グループ（Residential Mortgage Backed Securities group）に属することになった。
[102]*Deutsche Bank Annual Report*,2005,p.30.
[103]この時期、欧米投資銀行は、ドイツ銀行と同様に相次いで米住宅ローン会社を買収している。例えば、2004 年 4 月、メリルリンチは非定型住宅ローン会社のウィルシャー・クレジットを 5,200 万ドルで買収した後、2006 年 9 月に大手地銀ナショナルシティからサブプライム層向け住宅金融子会社のファースト・フランクリンを 13 億ドルで買収した。モルガンスタンレーは、2006 年 8 月、サブプライム層向け住宅金融会社サクソン・キャピタルを 7 億 600 万ドルで買収、リーマンブラザーズは、2003 年から 2004 年にかけ 2 億 1,900 万ドルを投じ 5 件の買収を行い、オリジネーション（貸付の実行）、サービシング（債権回収）の基盤を整備・強化した。欧州投資銀行では、クレディスイスが 2005 年 5 月にサブプライム層向け住宅ローンのサービサー（債権回収会社）の SPS ホールディングスを 1 億 4,440 万ドルで、英バークレイズは、2006 年 5 月に米大手行ワコビアのホームエクィティ（所有する住宅の正味価値、ホームエクイティを担保としこの正味価値を貸付限度として組まれたローン）の債権回収子会社ホームエク･サービシングを 4 億 6,900 万ドルで各々買収している。
[104]*International Financing Review*,Jul.31,1999,p.8.
[105]嘉実基金は、2007 年時点で、クローズドエンド･ファンド 2 本、オープンエンド･ファンド 13 本を運用し、社会保障基金及び企業年金基金口座の運営も手がけ、外資系と現地金融機関との合弁会社としては最大シェアとなっている。
[106]2008 年には、華夏への出資比率は 13.7%に引き上げている。
[107]Deutsche Bank News Release,Jul.18,2010
https://www.deutsche-bank.de/medien/en/content/press_releases_2010_5109.htm
[108]2002 年、中国人寿保険の生命保険業務における中国国内シェアは 57%である。*International Financing Review*,Nov.22,2003,p.95.
[109]同社は、1949 年に中国人民保険公司として創業し、1996 年に中国人民保険公司の下に中国人寿保険有限公司が設立され、1999 年に中国人寿保険公司に改称した。2003 年には中国人寿保険公司が再編され、中国人寿保険集団公司に名称変更となった。
[110]1990 年代半ばの一時期、中国がハイパーインフレーションに見舞われた際、中国人寿保険は保険商品の予定利率（保証利率）を年 9～10%に設定した。当時の市場金利は 20%程度でありこの水準は妥当なもの

だったが、2003 年時点の同国 1 年定期預金利率が 1.98%だったのと比べると、法外に高い利率だったことは明らかであった。高い予定利率を保証していては保険経営が破綻しかねず、1999 年に中国金融当局は保険商品の予定利率の上限を 2.5%に大幅に引き下げた。こうした経緯から、2003 年時点で現存する 1999 年以前の保険契約と当該年以降の保険契約に各々帰属する資産・負債を分離して管理し、中国人寿保険は 1999 年以前の保険契約に帰属する資産・負債から独立した会社として株式公開に臨むことになった。*International Financing Review*,Nov.22,2003,p.95.

[111]同国の GDP 成長率は、2002 年 9.1%、2003 年 10.1%、2004 年 10.1%、2005 年 11.3%、2006 年 12.68%、2007 年 14.2%となっている。IMF World Economic Outlook Databases,Oct,2014

[112]中国本土での公開は、CICC、中信証券（CITIC 証券）、国泰君安証券が主幹事に就任している。

[113]*Bloomberg News*,Oct.20,2006

[114]香港で売却する 353 億 9,000 万株の価格は 1 株当たり 3.07 香港ドル、中国本土で公開する 130 億株も、元建てで同等の価格（3.11 元）となった。

[115]2003 年 12 月末、中国の主要商業銀行の不良債権比率は 17.9%に対し、農業銀行の不良債権比率は 30.6%であった。不良債権比率の高さが要因となり、香港市場（H 株）での IPO 価格は 3.20 香港ドルに設定され、想定レンジは当初の 2.88～3.48 香港ドルから 3.18～3.38 香港ドルに縮小された。同市場での売り出し株数は 254 億株となった。上海市場（A 株）での IPO 価格は、同取引関係者によると 2.68 元であった。人民元建ての A 株の売り出し株数は 222 億 4,000 万株となる。*Bloomberg News*, Aug.16, 2010

[116]*Financial Times*, May.31,2012

[117]2007 年から 2008 年にドイツ銀行が関与した中国関連案件としては、アリババグループの IPO 案件のほかに、2007 年 11 月の中国ニッケル資源（China Nickel Resources Holdings）による転換社債（発行金額 20 億香港ドル）の発行、不動産ディベロッパー大手の衆安房産（Zhong An Real Estate）による香港証券取引所への IPO（売出し金額 36 億香港ドル）、2008 年 5 月の中国建設銀行の機関投資家による保有株式の売却（4.08 億株・3.72 億香港ドル）、2008 年 6 月の中国火鍋専門店最大手の小肥羊集団（Little Sheep Group Ltd）による香港証券取引所への IPO（売出し金額 1 億米ドル）がある。

[118]2008 年 6 月時点で、同現法は北京を本拠とし、上海、広州に銀行支店が 7 支店、証券部門の 2 つの駐在員事務所、合計で 500 名超の社員を擁している。

[119]*People Daily,Aug.5,2004*　http://en.people.cn/200408/05/eng20040805_151916.html

[120]2002 年から 2008 年までのドイツ証券（投資銀行部門の日本法人）による債券引受案件としては、三菱地所や三菱商事といった三菱系企業の社債発行で複数回単独・共同主幹事に就任しているほか、アコム、アイフルなどのノンバンクが発行する国内普通社債の単独・共同主幹事、また、日本政策投資銀行、公営企業金融公庫、住宅金融公庫といった政府系金融機関による財投機関債、貸付債権担保債券の引受案件で複数回共同主幹事に就任している。

[121]日経金融新聞 2001 年 7 月 26 日付。当時、ドイツ証券が有望と見ていたのが、経営不振企業の再建スキームにレバレッジド・バイアウト（LBO）を用いる M&A であった。2001 年 3 月、野村証券グループのベンチャーキャピタル会社ジャフコ（JAFCO）によるスポーツ用品最大手ヴィクトリアの一部事業買収では、ドイツ銀行による与信枠の設定やハイイールド債引受の形で、総額 95 億円を供与している。

[122]日経金融新聞 2001 年 10 月 2 日付。DBCP 日本拠点の第 1 号案件は、テレビ用受信機器最大手の DX アンテナ（本社神戸市）の買収であり、100 億円前後を投資している。

[123]IP ネットワークは、インターネットプロトコル技術を利用して相互接続されたコンピュータネットワークを意味する。ベリオ社は、米国で高成長するドットコム企業に対しインターネット接続サービス、セキュリティーサービス、ウェブ･ホスティング、E コマースパッケージなどウェブベースの幅広いソリューションサービスの提供を行っていた。特にウェブ･ホスティングでは世界 127 ヶ国に約 40 万の顧客を有していた。NTT コミュニケーションズ㈱「ベリオ社買収に関する報道発表資料」2000 年 5 月 8 日

[124]*EuroWeek*,Feb.1,2002,p.10.

[125]米資産運用会社向けの 11 億 5,000 万 S ドルは、1 株あたり 9.5S ドルで 1 億 1,980 万株を発行、ボートディールの対象となった 10 億 5,000 万 S ドルは、1 株あたり 9.6S ドルで 1 億 937 万 5,000 株を発行したもの。1 株あたり 9.60S ドルは前日の終値 10.10S ドルよりも 4.95%ディスカウントされた価格であった。

[126]*International Financial Law Review*,Mar.25,2004

[127]*International Financing Review*,Nov.8,2003,p.6.　UFG は 1994 年創業。ロシア市場には、1997 年 11 月にスイスの UBS 系投資銀行ウォーバーグ･ディロンリード（Warburg Dillon Read）が現地金融機関ブランズウィック（Brunswick Group）と折半出資の合弁投資銀行を設立し、投資銀行部門のロシア進出を果たしている。

[128]Deutsche Bank News Release,Dec.5,2005　https://www.db.com/ir/de/content/ir_informationen_2005_3345.htm

[129]パリクラブは、フランス財務省が主催する、主要な債権国が債務国との二国間のリスケジュールの協議を行う非公式の会合（主要債権国会議）。

[130]*International Financing Review*,Jun.26,2004,p.78.

[131]2005 年 1 月には、ドイツ銀行はロシアの国営銀行第 2 位の対外貿易銀行、ブネシュトルクバンク

（Vneshtorgbank・VTB）に対し 10%出資することを発表し、ロシアでの業容拡大を本格化させている。欧州連合（EU）の東方拡大で経済的関係が一段と深まっているロシア市場での事業拡大を意図した関係の構築であり、投資銀行案件の開拓には、VTB の拠点網が一定の役割を果たしている。

[132]*International Financial Law Review*,Apr.1,2006

[133]*International Financing review*,Jul.30,2005,p.62.,*Forbes*,Sep.28,2005

[134]1995 年、政府系のシブネフチを含む石油数社が新興財閥の傘下に入ったが、民営化ではなく国家財産の私物化との批判が根強くあった。

[135]*The New York Times*,Sep.29,2005

[136]*BusinessWire*,Jul.13,2005

[137]*International Financing Review*,Apr.1,2006,p.80.

[138]Deutsche Bank News Release https://www.db.com/medien/en/content/press_releases_2005_2779.htm

[139]同行の純利益は前年同期比 102%増の 49.5 億ユーロとなり、それを牽引したのが BT を中心とする投資銀行部門だった。同部門の営業利益は前期比 79%増の約 40 億ユーロと急拡大し、ドイツ銀行グループ全体の 6 割を占めていた。

[140]*Investment Dealers' Digest*,Feb.19,1996,pp.12-13.

[141]1991 年から 1995 年のゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、メリルリンチの投資銀行大手 3 社の業務別シェア（グローバルベース）は、株式引受：37～43%、債券引受：39～55%、ハイイールド債：41～44%、M&A 助言：35～41%である。*Investment Dealers' Digest*,Nov.25,1996,pp.18-19.

[142]*Investment Dealers' Digest*,Nov.25,1996,p.18.

[143]Kobrak〔2007〕,pp.362-367.,p.379.,Schwarz〔2003〕,pp.186-187.

[144]2007 年の英金融専門誌 *The Banker* のランキングでは、中国工商銀行（ICBC）が世界首位（時価総額 2,488 億ドル）、中国建設銀行（CCB）が第 2 位（同 1,970 億ドル）、中国銀行が第 4 位（同 1,476 億ドル）、ロシアのスベルバンク（Sberbank）が第 16 位（同 742 億ドル）、ブラジルのバンカ･イタウ（Banco Itau）が第 21 位（同 611 億ドル）、ブラジルのブラデスコが第 22 位（同 610 億ドル）となっている。

[145]ドイツ銀行をはじめ 3 社の 2008 年までの業績低迷要因には、2007 年度第 3 四半期にサブプライムローン関連の証券化商品で損失計上が始まり、2008 年にかけクレジット関連の損失計上額がピークとなったことがあげられる。次第に資産価格の下落は他の金融商品に波及し、米住宅ローンに関しては、サブプライムから「オルト A（サブプライムローンのうち与信先の信用力が中間レベルのもの）」やプライム層に質の劣化が進んだ。ドイツ銀行を含む上記 3 社は米国の証券化業務に大きく関与しており、在庫として抱えたポジションの損失処理を余儀なくされた。

[146]UBS AG〔2008〕

[147]統計的手法を使って、市場リスクの予想最大損失額を算出する指標。保有している資産を、将来のある一定期間保有すると仮定した場合に、ある一定の確率の範囲内（信頼区間）で、マーケットの変動によって、どの程度の損失を被る可能性があるかを計測したもの。

[148]具体的には、業務のリストラ及び撤退により、①不良債権の圧縮が進展し、潜在的な損失リスクが低下、②2008 年度第 4 四半期のトレーディング損失は、当該機関の極度な金融市場の混乱がもたらした一過性のものであり、同レベルの環境の再来は考えづらい、③混乱が続いても、トレーディング業務のリスクポジションを圧縮したため、損失額は縮小、④商業銀行部門の貸倒損失は、増加が予想されるが、事業割合の低さを考慮すれば、連結業績に与えるマイナスの影響は限定的となる、といった見解である。

[149]2013 年 12 月、その最終案が米監督当局から公表されている。①銀行が証券、派生商品、商品先物・オプションの短期的自己勘定取引を行うことを禁止、②銀行が個々のヘッジファンドやプライベート･エクィティ･ファンドの総資産の 3%以上の出資を行うことを禁止を正式に提案している。その適用期限は、さらなる調整の必要から当初案より 1 年延期され、2015 年 7 月 21 日とされた。当該最終案は、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board：FRB）、連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation：FDIC）、通貨監督庁（Comptroller of the Currency：OCC）、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：SEC）、商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission：CFTC）の 5 監督当局の連名で公表されている。

[150]http://www.hm-treasury.gov.uk/d/ICB-Final-Report.pdf

[151]2014 年 1 月、リーカネン報告を受け欧州委員会は、EU 大手行約 30 行を対象に「銀行セクター構造改革案」を公表し、①自己勘定トレーディングの原則禁止（適用期限：2017 年 1 月）、②トレーディング業務の分離・別法人化を規定（同 2018 年 7 月）している。

[152]ドイツでは、「金融機関と金融グループのリスクからの保護と清算・再建計画のための法律（銀行改革法）」が 2013 年 2 月 6 日に連邦政府から連邦議会に提案され，同年 5 月 17 日に可決された。また、フランスでは、フランソワ･オランド大統領の与党･社会党環境グループが提案した「銀行業務の分離および規制に関する法案（銀行改革法案）」が、2013 年 2 月 19 日に国民議会（下院）を通過したのち，同年 3 月 19 日には上院で可決・成立した。

[153] トレーディング法人は、銀行本体からは法的・業務上分離され、別途銀行法上の認可を取得する必要がある。また、銀行改革法が規定する業務範囲は、高頻度取引（high-frequency trading：HFT）を分離対象業務に含めており、自己勘定取引の例外として、①顧客のためのヘッジ取引、②銀行及び銀行グループの金利・通貨・流動性管理目的の取引、③長期的投資としての取得・売却に係る業務、④マーケットメイク（値付け）業務を認めている。

結語

以上、ドイツ銀行の第 2 次世界大戦以降 2000 年代までの国際業務、特に 1980 年代以降の国際投資銀行業務について重点的に整理し、同行の戦略や業務、それらの意義について一定の評価を行った。ドイツ銀行の戦後から近年に至るまでの国際金融市場、特に国際投資銀行市場における活動の一端を明らかとしたことで、本論文における議論の展開には、わが国のドイツ銀行経営史の研究を一段と進展させる意義があり得るものと思われる。ドイツ銀行は欧州を代表する銀行グループではあるが、特に 1980 年代以降、近年における活動に関する学術研究が極めて少ない。特に具体的な投資銀行案件を複数取り扱った文献は、おそらく本論文が初めてとなろう。

本論文は、上記の期間における同行の国際的活動の歴史を大きく 3 つの期間に分けて、分析・検討を進めている。第 1 章:「1960・70 年代のドイツ大手銀行の国際金融業務（1960・70 年代）」、第 2 章:「1980・90 年代のドイツ銀行の国際投資銀行業務（1980・90 年代）」、第 3 章:「2000 年代のドイツ銀行の国際投資銀行業務 2000 年代」及び第 4 章:「バンカーストラスト買収後の国際投資銀行案件と評価」（近年の金融危機まで）という構成の下、ドイツ銀行の国際業務について議論を展開している。

第 1 章では、主にドイツ大手銀行が 1960 年代後半より他国の主要銀行と設立したコンソーシアムバンク（銀行クラブ）及び、拠点主義への転換に伴い設立したルクセンブルグ現法、それを端緒とした国外拠点の展開とそれらの国際金融業務について検討した。本章では、商業銀行業務よりも証券・投資銀行業務に焦点をあて、1980 年代以降の国際投資銀行業務につながる、その礎となり得る活動の評価を行った。コンソーシアム･バンク、ルクセンブルグ現法のいずれも、ドイツ大手銀行の長期的・中核的な国際戦略とはなり得なかったが、2 回にわたる世界大戦での敗戦によって 40 年以上の長きにわたり十分な国際展開をしてこなかったドイツ銀行にとり、それらを通じ国際金融市場でビジネスを開拓、多くの国際案件に関与したことは、国際投資銀行業務の実践、国際金融市場において活躍し得る人材の育成といった面で大きな意義があったことを指摘した。1960 年代から 1970 年代、国際金融市場における金融ビジネスの広がりと自らの国際業務における能力不足を認識できたことが、1980 年代において急速な国際展開を行う原動力となったのである。

第 2 章では、ドイツ銀行が 1980 年代後半に行った積極的な国外金融機関買収政策、その一環として行われた英マーチャントバンク大手モルガングレンフェル（MG）の買収、そして MG を中核に展開した国際投資銀行業務について検討した。MG を中核とした同行の国際投資銀行業務は 1997 年まで順調に業績をあげたが、Kobrak〔2007〕は、経営の独立性を与えたことで MG の運営・管理がうまくいかず、結局 MG 買収はドイツ銀行の国際投資銀行業務に多くのメリットをもたらさなかったと断じていたが、それでも本章では、2000 年代につながり得る MG 買収の意義について考えてみた。特に MG 買収後、国際投資銀行を拡

充すべく、ビジネス手法の転換が行われたことには大きな意義があった。投資銀行ビジネスはハイ･マージンであり、それまでの顧客とのリレーションシップ重視の影響がから、先端的金融スキームなど優れた提案を行って手数料を得るペイ･フォア･サービス型のビジネス、並びにトレーディングを指向する必要性を認識したのである。DMG は米国市場においてそれに先行して取組み、外部の専門家を集め案件ごとに機動的に配置する米国流のビジネス手法を徹底させた。また、実績主義に基づく報酬体系の導入、部門別収益管理など経営の透明性の向上、不祥事防止に向けた人材管理方法の検討など、全行的に投資銀行業務に取り組むべく、組織運営の見直しが進められた。

第 3 章では、主に 1998 年 11 月に発表された米投資銀行バンカーストラスト（BT）の買収と、その後に行われた経営改革と国際投資銀行業務体制の形成について取り上げた。BT 買収に伴い、ドイツ銀行は旧アレックスブラウン出身のハイテク産業を専門とする投資銀行家を多数取り込んだ。統合作業は、MG 運営の教訓から BT に完全な独立経営を認めず、リスク管理など管理部門から営業部門への投資銀行などフロント部門へと段階を踏み経営統合を進めた。ドイツ銀行は、1990 年代後半、投資銀行部門を中核に据える組織変更、実績主義報酬体系の導入、社内教育制度の拡充、リテール銀行部門の本体からの分離・独立採算化など経営改革を行いながら、国際投資銀行として米大手投資銀行を追撃する体制を整えた。

第 4 章では、その業務体制をもって、欧州、米国、アジア太平洋州・日本、新興国において、どのような投資銀行案件に取り組んだのか、それによってドイツ銀行がどのような能力を備えるようになったのかという事項について、できる限り具体的・実証的に検討してみた。さらに、Kobrak〔2007〕や Schwarz〔2003〕は、BT 買収後のドイツ銀行について、米大手投資銀行に対抗し得る欧州系投資銀行のひとつ、として前向きにとらえていたが、業務分野別に案件の収益性などをより現実的に評価してみた。

1980 年代半ば以降、ロンドン、ニューヨークという主要資本市場との関係を強めつつ、いかに「ドイツの銀行」から脱皮しグローバル化するかという課題に取り組んできた。英国の MG や 101 億ドルを投じた BT の買収、それらを中核に進めた国際投資銀行業務の拡大、特に BT 買収により米投資銀行市場に一大オペレーションを築いたことは、ドイツ銀行が自身の事業を再構築するための野心的な取組みだったともいえよう。MG や BT を自らの業務に取り込む一方で、グローバル化時代の経営スタイルを取り入れ新たな金融技術を吸収しながら、自らを変化させていった。単に MG や BT を投資銀行業務拡充のために外注的に使っていたというのではなく、ドイツ銀行は、投資銀行部門を中核事業に据えてリテール銀行部門を別会社化し、実績主義の報酬体系や新たな社内教育制度を導入するなど自ら変革することを厭わなかった。Kobrak〔2007〕も指摘するように、1990 年代半ばまで、ドイツ銀行は自らの認識を変えグローバル化を指向することには慎重だったが、1990 年代半ば以降、その方針は大きく転換することになった。

投資銀行部門のみならず、グローバル化を見据え、持ち合い株式の解消や国際会計基準

の導入などに見るように、グループ全般の改革につなげていったのである。またドイツ銀行は、銀行ならではの機能やインフラを投資銀行部門の業績向上に役立てるよう努めた。例えば、銀行支店の貸付業務を通じて顧客企業とのリレーションシップを維持・強化しつつ、そこで開拓した証券引受や M&A といったニーズを投資銀行部門につなぐことで数々の案件成約に貢献した。

他の競合金融機関に遅れながら、1980 年代に始まったドイツ銀行の国際投資銀行業務については、基本的に前向きに評価したいと考えている。ドイツや欧州地域の大銀行に留まるかもしれなかったドイツ銀行が、全世界の顧客を相手に大型案件を獲得し、当時としては革新的な金融手法を織り交ぜながら、高品質な金融サービスを提供する実力をつけたことは、第 4 章の投資銀行案件などを見ても明らかであろう。それでは、ドイツ銀行は、1980 年代半ば以降の約 20 年間に国際投資銀行を展開することで、何を得、何を達成したのだろうか。

それはまず第 1 に、2000 年代半ばにおいて国際投資銀行市場で確立した地位を築いたことである。2005 年に投資銀行関連収益で世界第 3 位となり、2005 年・2006 年のグローバル株式・債券引受実績でも第 3 位と米大手投資銀行に並ぶようになった。一部の業務分野とはいえ、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーを凌駕したことで、欧州系随一の投資銀行という評価が定着することになった。

第 2 に、金融サービスの質を向上させ世界中の顧客にサービス提供を行う体制を整えたことである。MG 買収に伴い、アジアや中南米を含む広範な拠点網を手中に収め、投資銀行サービスを全世界に提供する基盤ができた。また、BT 買収で米国に投資銀行業務の一大オペレーションを築くことで、同国でのビジネス基盤を手中に収めると同時に、グループにおける米国事業の地位を高めることになった。BT 買収後は、MG 運営で得た失敗の教訓を生かし、BT の迅速な統合とその人材、創造的なノウハウを積極的に取り入れ、それを欧州やアジア、新興国に持ち込んで大型案件の獲得につなげることに成功した。米国市場においても、事業規模では現地大手投資銀行に及ばなかったとしても、BT を中核とした創造的な商品開発力、提供力は、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーと比べても遜色のないものだったに違いない。

米国市場において、2000 年代前半の住宅バブルのなか、ドイツ銀行はオリジネート・トゥ・ディストリビューション・モデル（OTD）に積極的に加担し、金融危機に伴い自らも多額の損失を計上した。ドイツ銀行も大量の銀行貸付債権を証券化、それを基に新たな投資商品を組成し積極的に投資家に販売していた。他の大手投資銀行を追い収益を追求するあまりに過度なリスクテイクをした結果であった。その結果自体は残念なものだったが、これは見方を変えれば、投資銀行として機会を機敏にとらえ世界中のどこででも積極的に資本を投下し収益を獲得するといった姿勢が確立していたということに他ならない。それほどに、BT 買収後の投資銀行業務を通じ、ドイツ銀行の事業スピリットは、古く伝統的な商業銀行とは異なるものとなっていたとは考えられないだろうか。

それでは、MG や BT を中核とし国際投資銀行業務を強化しても達成できなかったこと、残された課題としては何があっただろうか。それは、確かにグローバル株式・債券引受では米投資銀行専業業者に並ぶ実績をあげるまでになったものの、株式引受や M&A 助言といった収益率が高く主要な分野で米大手投資銀行に並ぶ実績をあげるには至っていないということである。業務分野別のランキングのみならず、例えば株式引受案件 1 件あたりで得た引受手数料の水準を見ても、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーなどと比べると、大きく見劣りするのは第 4 章で見た通りであった。M&A 助言業務のランキングは、グローバルベースで 8 位から 10 位、米国市場では米大手投資銀行の寡占を破ることは難しく、10 位に届かないことも珍しくないという状況である。BT 買収後に「欧州第一主義」を宣言し、結果的に欧州案件が多くなったことも影響していようが、米投資銀行市場の攻略にはなお多くの課題を残していたのである。

また、ドイツ銀行は投資銀行業務で多額の収益を得、世界中で案件を手掛けることができたものの、巨大な銀行部門を持つ同行の戦略は総花的で、事業規模の割に市場の評価、時価総額は必ずしも高くはならなかった。かつてヘルハウゼン頭取は、収益性や事業規模の劣勢から絶えず買収される懸念を抱いていたとされるが、時価総額水準を見る限りはその懸念は今もなお完全には払拭されたとはいえない状況がある。同行が今もなお収益力の一層の向上を求められている所以である。

前述したように、ドイツ銀行の 1980 年代以降の先行研究は極めて少ない。しかも、Kobrak〔2007〕や schwarz〔2003〕といった本件を扱った先行研究を見ても、特に具体的な分析や事例があげられことなく、同行の経営戦略に対し感覚的な評価が下されているに過ぎない。一方、本論文は、第 2 次世界大戦後から 2000 年代に至る約 60 年間のドイツ銀行の国際戦略について取り上げ、できる限りの分析や具体的な事例を盛り込んだ、おそらくは初めての取組みとなる可能性があると考えている。しかし、今後もその内容をさらに精緻とする作業は必要である。先行研究が少なく統計資料も十分でなかったために、年次報告書などの基本資料のほか、議論を展開する随所で金融専門誌、金融専門紙などを多用せざるを得なかった。金融専門誌などはあくまで第 2 次情報であるため、、今後は同行担当者などに対する取材を併せ、できる限り第 1 次情報にアクセスする必要がある。次の研究では、ドイツをはじめとする現地での取材など、現実を見据えた第 1 次情報の収集を試みたい。

また、本論文の場合、実証のひとつとして数々の投資銀行案件をあげたわけだが、例えば、買収した BT の人材が当該案件にどの程度貢献したのかについては、必ずしも明らかにしていない。こうしたことは、国内で入手できる文献で確認するのも困難であろうから、例えばドイツ銀行に直接取材を試みる、現地で第 1 次情報となるような文書を探し求めるといったことは今後の研究では不可欠となるものと考えられる。

本論文をベースに、ドイツ･ユニバーサルバンクの経営戦略に関する研究は続行するが、今後は本論文であまり詳細に取り扱わなかった、近年の金融危機前後のドイツ銀行の業務活動内容について研究を進めたいと考えている。特に 2009 年以降、二度と世界の金融市場

や経済に壊滅的な打撃となる金融危機を再発させることのないよう、金融規制改革が主要各国で進展している。米国のボルカールールをはじめ、金融機関が国際投資銀行業務を展開することに大きな影響をもたらし得る金融規制も導入された。制度変更を含めた環境下、同行の投資銀行業務はどのように変化したのか、中核ビジネスはどの分野に移行したのか、投資銀行部門はグループ内部でどのように位置づけられるようになったのか、といった点について具体的・実証的に分析したい。

ほかにも、現在のコメルツ銀行をはじめとするドイツ内外との競合問題、同じ欧州系ユニバーサルバンクの UBS やクレディスイス･グループとの戦略比較など､本論文以降に展開できる研究テーマは尽きない。本論文で行った作業及び考察をもとに、一段と高水準にドイツ銀行をはじめドイツ金融機関、欧州ユニバーサルバンクに関する真実を追求したいと考える次第である。

以上

文献一覧

【参考文献：第 1 章】

〔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
山村信幸〔1980〕「西ドイツの大手銀行に見る国際化の要因」日本長期信用銀行『調査レポート』1980 年 5 月
相沢幸悦〔1985〕「研究ノート・ユニバーサルバンクシステムの問題点」『三田学会雑誌』第 78 巻 3 号　1985 年 8 月　P93-P118
山口博教〔1988〕「西ドイツの巨大企業と銀行」文眞堂・1988 年 9 月
相沢幸悦〔1989〕「ユニバーサル･バンキング」日本経済新聞社 1989 年 9 月
ハンス･オット･エグラウ（長尾秀樹訳）〔1990〕「ドイツ銀行の素顔」東洋経済新報社　1990 年 12 月
相沢幸悦〔1992〕「東西ドイツの統一と金融再編」『三田学会雑誌』第 84 巻 4 号　1992 年 1 月
大矢繁夫〔1994〕「為替清算システム・『マルク決済圏』とドイツの銀行」東北大学『研究年報経済学』Vol.55 No.4　1994 年
相沢幸悦〔1994〕「アルフィナンツ金融革命」同文館　1994 年 9 月
赤川元章〔1997〕「ドイツ大銀行の国際証券業務について」『三田商学研究』第 40 巻第 4 号 1997 年 10 月
大矢繁夫〔2001〕『ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開』北海道大学図書刊行会、2001 年
居城弘〔2001〕「ドイツ金融史研究－ドイツ型金融システムとライヒスバンクー」ミネルヴァ書房　2001 年 2 月
石河達也・山井康浩・家田明〔2002〕「金融機関のリスク資本に関する考察」日本銀行金融研究所『金融研究』2002 年 9 月
居城弘〔2003〕「ドイツ型金融システムにおけるユニバーサルバンク化をめぐって」『経済学研究』53-3　北海道大学
赤川元章〔2003〕「19 世紀末のドイツ銀行業と東アジア」『三田商学研究』第 49 巻第 5 号 2003 年 12 月

神野光指郎〔2006〕「1970 年代における欧州系銀行の対外進出とアメリカでの業務展開（上）」福岡大學商學論叢第 182 号

〔欧文〕

Michael von Clemm.〔1971〕“The rise of consortium banking”. *Harvard Business Review*,49 (3),May-June,1971

Aronson, Jonathon.〔1976〕“Politics and the Consortium Bank”,Stanford University, *Stanford Journal of International Studies*,1976

Hans E.Büschgen.〔1983〕“Zeitgeschichtlische Problemfelder des Bankwesens der Bundesrepublik Deutschland”, *Schlüsselereignisse der deutschen Bankengeschichte*, Fritz Knapp Verlag,1983

F. Greno.〔1985〕*Ermittlungen gegen die Deutsche Bank*, 1946/1947 / übersetzt und bearbeitet von der Dokumentationsstelle zur NS-Politik, Hamburg Nördlingen : F. Greno, 1985

F. Greno〔1986〕“Ermittlungen gegen die Dresdner Bank, 1946”, Office of Military Government. Financial Investigation Section.,Nördlingen,1986

Ganoe,Charles.〔1991〕“Banking Consortia:Are they Here to Stay?”,*Columbia Journal of World Business*,Mar,1991

Bank of England.〔1993〕“Cross-border alliances in banking and financial services in the single market”,*BOE Quarterly Bulletin*,Vol.33

Casserley,Dominic〔1993〕“Facing Up To The Risks: How Financial Institutions Can Survive And Prosper”,Mar,1993

Gall,Lothar et al〔1995〕“*Die Deutsche Bank 1870-1995 125 Jahre Deutsche Wirtschafts- und Finanzgeschichte*”,C-H-Beck

Doz, Yves, L. 〔1996〕“The Evolution of Cooperation in Strategic Alliances: Initial Conditions or Learning Processes? ”,John Wiley & Sons,Ltd.,*Strategic Management Journal* 17 (1)

Siv Fagerland Jacobsen and Adrian E. Tschoegl〔1997〕“The Norwegian Banks in the Nordic Consortia: A Case of International Strategic Alliances in Banking”,The Wharton School,University of Pennsylvania,Aug,1997

Friedhelm Schwarz〔2003〕*Die Deutsche Bank:Riese auf tönernen Füssen*, Frankfurt am Main Capmpus,2003

Kobrak,Christopher〔2007〕*Banking on global markets : Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present* ,Cambridge University Press, 2007

Deutsche Bank Annual Report,1968-1988

Investment and Dealers' Digest,1981-1985

The Banker,1973-1984

Euromoney,1975-1985

Die Bank,1980-1985

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank,1975-1990

【参考文献：第 2 章】

〔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。
相沢幸悦〔1994〕「アルフィナンツ金融革命-ドイツにおける銀行業と保険業の融合」同文舘出版、1994 年 9 月。
〔欧文〕
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 DaimlerChrystler 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

【参考文献：第 3 章】

〔邦文〕

御代田雅敬「米銀の復活」日本経済新聞社 1994 年 7 月
佐賀卓雄・川村雄介・漆畑春彦他〔2001〕「『投資銀行』の戦略メカニズム」財団法人資本市場研究会編、清文社　2001 年 5 月
井原久光〔2002〕「コーポレート･ユニバーシティにおける組織変革機能－ドイツ銀行ユニバーシティの事例－」長野大学紀要第 23 巻第 4 号　2002 年
居城弘〔2010〕「現代ドイツの企業金融構造分析」静岡大学『静岡大学経済研究』第 14 巻第 4 号　2010 年 2 月 26 日
居城弘〔2011〕「世界金融危機とドイツ銀行業の分析」静岡大学経済研究第 15 巻第 3 号　2011 年 1 月 31 日
羽森直子〔2012〕「ドイツの銀行構造について」流通科学大学論集　第 20 巻第 2 号

〔欧文〕

Meister,C.Jeanne〔1994〕“*Corporate quality universities: Lessons in Building a World －Class Work Force*”, American Society for Training and Development
Gall,Lothar et al〔1995〕“*Die Deutsche Bank 1870-1995 125 Jahre Deutsche Wirtschafts- und Finanzgeschichte*”,C-H-Beck
“Deutsche Bank and Duke University: A Corporate/College Alliance Customized to Fit”, Partnership Forum,Corporate Universities International,May/Jun,1998
Schwarz,Friedhelm〔2003〕“*Die Deutsche Bank:Riese auf tönernen Füssen*”, Frankfurt am Main Capmpus
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
Kobrak,Christopher〔2007〕“*Banking on global markets : Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present*” ,Cambridge University Press
Speech at Deutsche Bank's Annual General Meeting 2007,by Dr.Josef Ackermann Chairman of the Management Board and the Group Executive Committee Deutsche Bank AG, May.24,2007
Deutsche Bank Annual Report,1998-2007
Euromoney,1998-2007
The Banker,1998-2007

Investment and Dealers' Digest, 1986,1998-2007
International Financing Review,1997-2007
International Financial Law Review,2000-2007
EuroWeek,2000-2003
Die Bank,1998-2007
Wirtschaftswoche,1998-2006

【参考文献：第 4 章】

〔邦文〕

小野亮〔2007〕「S&L 危機は再来するか　米サブプライム･ローン問題の現状」みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』2007 年 3 月 14 日号
野田弘英〔2010〕「成熟経済と金融危機」東京経済大学学会誌第 267 号　2010 年
高橋和也〔2012〕「欧州投資銀行業と銀行構造改革」日本証券経済研究所「証券レビュー」第 53 巻第 11 号　2013 年 11 月
漆畑春彦〔2013〕「英独立銀行委員会が推進する銀行構造改革～商業銀行と投資銀行の分離論をめぐって～」平成国際大学『平成法政研究』第 17 巻第 2 号　2013 年 3 月
漆畑春彦〔2013〕「影の銀行システムと国際的な政策対応」平成国際大学『平成法政研究』第 18 巻第 1 号　2013 年 10 月

〔欧文〕

Gall,Lothar et al〔1995〕“*Die Deutsche Bank 1870-1995 125 Jahre Deutsche Wirtschafts- und Finanzgeschichte*”,C-H-Beck
European Aeronautic Defence and Space Company Global Offering memorandum（IPO Prospectus）,Jul.9,2000
Financial Stability Board〔2011〕“Shadow Banking: Scoping the Issues”,Apr.11
Höpner, Martin and Jackson,Gregory〔2001〕“An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance”, MPIfG Discussion Paper,Sep.
Schwarz,Friedhelm〔2003〕“*Die Deutsche Bank:Riese auf tönernen Füssen*”, Frankfurt am Main Capmpus
Hoepner,Martin and Krempel,Lothar〔2003〕“The Politics of the German Company Network”,Max Planck Institute for the study of societies MPIfG Working Paper,Sep.
Marquardt,Michael〔2004〕“*Harnessing the Power of Action Learning*”,TD,Jun.
Vitols,Sigurt 〔2005〕“German corporate governance in transition: implications of bank exit from monitoring and control”Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung ,Sep
Höpner, Martin and Jackson,Gregory〔2006〕“Revisiting the Mannesmann takeover: how markets for

corporate control emerge”, *European Management Review*, Max-Planck-Institute for the Study of Societies.
Kobrak,Christopher〔2007〕“*Banking on global markets : Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present*” ,Cambridge University Press
Franke,Günter and Hein,Julia〔2007〕“Securitisation of Mezzanine Capital in Germany”, Universität Konstanz,Oct.
Speech at Deutsche Bank's Annual General Meeting 2007,by Dr.Josef Ackermann Chairman of the Management Board and the Group Executive Committee Deutsche Bank AG, May.24,2007
Ganesh Rajendra〔2008〕“European securitisation market review and outlook”, Global Securitisation and Structured Finance 2008,Deutsche Bank
UBS AG〔2008〕“Summary of the Remendiation Plan in response to Issues Outlined in the Shareholder Report”,Aug.12
Jacob,Dieter〔2009〕“Endbericht zum Forschungsprojekt ‘PPP – Krankenhäuser: Qualitative & quantitative Risikoverteilung und die Lösung von Schnittstellenproblemen bei der Umstrukturierung von Kliniken’”, Technische Universität Bergakademie Freiberg,May.20
Fereira,A.Miguel and Matos,Pedro〔2009〕“Universal banks and corporate control evidence from the global syndicated loan market”, *ECB Lamfalussy fellowship programme Working Paper Series* No.1066 ,July
Wasson,Baxter〔2009〕“Deutsche Bank Financing Energy Efficient Projects”,Deutsche Bank,Mar.
Daube,Dirk〔2010〕“Public Private Partnership (PPP) für Immobilien öffentlicher Krankenhäuser Entwicklung eines PPP-Eignungstests als Entscheidungshilfe für kommunale Krankenhäuser und Universitätsklinika”,Bauhaus-Universität Weimar,Dez.16,2010
McCulley,Paul〔2009〕“The Shadow Banking System and Hyman Minskey's Economic Journey”,PIMCO, Global Central Bank Focus,May.
Wittek,Nick and Kreppel,Ulf〔2014〕“Debt capital markets in Germany: Regulatory overview”,Jones day,June
Deutsche Bank Annual Report,1998-2010
Deutsche Post Annual Report,1991-2005
Euromoney,1998-2010
The Banker,1998-2010
Investment and Dealers' Digest, 1998-2010
International Financing Review,1997-2010
International Financial Law Review,2000-2010
EuroWeek,2000-2003
Die Bank,1998-2010
Wirtschaftswoche,1998-2006