

《研究ノート》

1980・90年代のドイツ銀行の国際投資銀行業務

～英マーチャントバンクの買収と米国市場戦略～

漆 畑 春 彦

目 次

はじめに

第1章 国外金融機関の積極買収策

1. 1980年代の経営課題
2. 国外金融機関の積極買収策

第2章 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. モルガングレンフェルの買収と背景
2. 1990年代の投資銀行部門の業務体制
3. 国際投資銀行市場における業務活動

第3章 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
2. C.J. ローレンス / ドイツェバンク・セキュリティーズの業務展開
3. ドイツェ・モルガングレンフェルの業務展開

おわりに：1990年代の国際投資銀行業務の評価

キーワード：「ドイツ国外金融機関の積極的買収」, 「英モルガングレンフェルの買収」, 「ドイツェ・モルガングレンフェルの米国市場戦略」

はじめに

1990年代前半、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⁽²⁾の銀行最大手であるドイツ銀行（Deutsche Bank AG）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（Morgan Grenfell & Co.: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。さらに1998年秋には、米投資銀行バンカーストラスト（Bankers Trust & Co.:BT）を買収し、2000年代半ばには

株式・債券引受や証券化など主要業務で、米大手投資銀行に並ぶ業績をあげるに至ったことから⁽³⁾、「国際投資銀行市場で際立った実績をあげ、米投資銀行市場でも一流と評価される欧州金融機関の1つ」と見なされるまでになった⁽⁴⁾。

ドイツの銀行は、第2次世界大戦の敗戦後国外拠点が清算され、その資産の大半は戦勝国により押収されたため、ほとんどゼロから国際戦略を再開せざるを得なかった。1960年代から1970年代にかけ、ドイツ銀行は、国外他行と連携し銀行クラブを結成、「コンソーシアム・バンク (consortium bank)」を共同設立するとともに⁽⁵⁾、初の国外現地法人をルクセンブルグに設立⁽⁶⁾することで、中長期貸付やユーロ債引受といったサービスを展開した。こうした活動は、戦後同行の国際金融市場への復帰を内外に示すことになったものの、大手英銀・米銀に比べれば、国際化はなお大きく遅れをとっていた。

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たものの、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、1995年にMGとドイツ銀行投資銀行部門が統合して形成されたドイチェ・モルガングレンフェル (Deutsche Morgan Grenfell : 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。

MGをめぐ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」と評価している。それによれば、ドイツ銀行はMGに対し経営の独立性を認めたものの、その業容拡大に伴い、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。結果的にDMGを銀行本体に統合したが、それにより、マーチャントバンクが持つアントレプレナー精神や高い収益性を十分に活かせなくなった。また、MGは1990年代半ばまで業績好調だったものの、1997年の統合まで株式やデリバティブといった高収益分野の基盤は弱いままだった。そして、結果的にMGという異文化を受け入

れただけでは、企業文化を含め「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も指摘している⁽⁷⁾。また、Schwarz [2003] は、証券引受やM&AなどMGの投資銀行事業の規模は米大手投資銀行に比べてあまりに小さく⁽⁸⁾、1990年代後半となっても、それだけでは米投資銀行市場を攻略するには至らなかったとし⁽⁹⁾、MG買収の国際戦略上の効果に対し、懐疑的な見解を示している。

しかし本稿では、ドイツ銀行のMG買収の成否の如何を主な関心事とはせず、それにより同行が何を得たのかに焦点をあてたい。本稿で明らかにしたいのは、第1に、1990年代のMGを中心とした国際投資銀行業務の展開、特に米投資銀行市場における活動の詳細である。上記2編は、この時期の同行の戦略を具体的・実証的に分析した上でMG買収の成否について判断しているわけではない。年次報告書など基礎的資料や金融専門誌その他を手掛かりに、1990年代の国際投資銀行市場におけるドイツ銀行の発展過程を具体的・実証的に分析・整理することは、近年におけるドイツ金融機関の戦略研究に少なからず貢献し得るものと考えられる。

ドイツ銀行は、1998年秋にバンカーストラストの買収を発表した後、5～6年で国際投資銀行市場でも大手投資銀行専業業者に並ぶ存在となったわけだが、これは、1990年代にMGを中心とした国際投資銀行業務、そこで得た経験や教訓があったからこそなし得たことと考えている。本稿において明らかにすべき第2の点は、1990年代の投資銀行業務から、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、ということである。本稿では、1990年代を通じたドイツ銀行の国際投資銀行戦略を実証的に分析し、これらの点について検討したい。

第1章 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

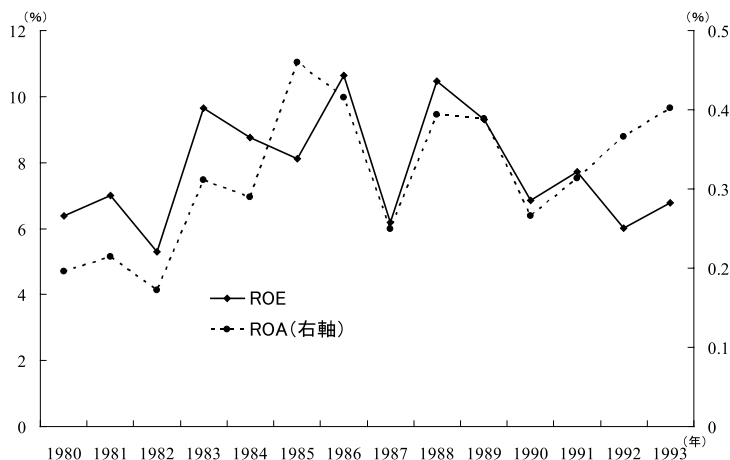
図表1 ドイツ銀行の貸付利鞘の推移 (1982～1989年・単体ベース)

	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

図表2 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

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⁽¹⁰⁾、その活動の中心は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⁽¹¹⁾。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年代にはほぼ縮小の一途をたどった(図表1)。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、伸び悩みの傾向は鮮明となっていた⁽¹²⁾。

また、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であり、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⁽¹³⁾。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、ドイツ銀行を中心とする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⁽¹⁴⁾。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⁽¹⁵⁾(図表2)。

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⁽¹⁶⁾。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、約40年も滞ったことに起因している⁽¹⁷⁾。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⁽¹⁸⁾、1970年代まで同行がそれらの国際金融ニーズに込めているとはいえない状況にあった。1985年、ドイツ銀行の純利息収入と純手数料収入の合計額⁽¹⁹⁾は73.6億マルク、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⁽²⁰⁾。

2. 国外金融機関の積極買収策

上記の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⁽²¹⁾。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3)⁽²²⁾。

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(支店数105)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)、ウルグアイでは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⁽²³⁾。

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(旧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・マッカーシーを完全買収、豪州のペイン・セキュリティーズに50%出資、オランダの証券会社ハンクハウス・H・アルベルト・デ・バリーを完全買収と、短期間で立て続けに買収を行った。

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。こうした部門強化策の一環として、同行が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年末英マーチャントバンク、モルガングレンフェル(MG)の買収であった。1986年から数年間、上記のように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。ただしそうした中であって、買収を通じた証券・投資銀行部門の挺入れは、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

図表3 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併証券会社「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) ○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	○バンカメリア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 ○合併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 ○バンカメリア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ア支店網を買収 ○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 ○英パークレイズ銀行傘下のイタリア証券ブローカーを買収 ○英マーチャントバンクのモルガン・グレンフェル(MG)を買収
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 ○旧東独の合併銀行「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

図表4 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

上位に位置する投資銀行業務はユーロ債引受程度しかなく⁽²⁴⁾、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⁽²⁵⁾、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・マーケット(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る摩擦が絶えず、投資銀行部門の人材流出が相次ぐ状況にあった。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⁽²⁶⁾。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⁽²⁷⁾。引き受けた株式が売れ残ることはよくあることだが、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⁽²⁸⁾。当時のドイツ銀行は、子会社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)⁽²⁹⁾の業績も芳しくはなかった⁽³⁰⁾。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⁽³¹⁾ではあったが「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だった(図表4)。

第2章 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. モルガン・グレンフェルの買収と背景

1989年11月下旬、ドイツ銀行は、英国のモル

図表5 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

ガングレンフェル (MG)⁽³²⁾ を買収することで本社と合意したと発表した⁽³³⁾。同行のヘルハウゼン頭取⁽³⁴⁾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進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を活かせることは、MG買収の大きなメリットだった。当時は、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拡大していたが、ロンドンのMGを通じ欧州他行に先んじて新金融技術を手し商品に組み込めることも期待されていた⁽³⁵⁾。

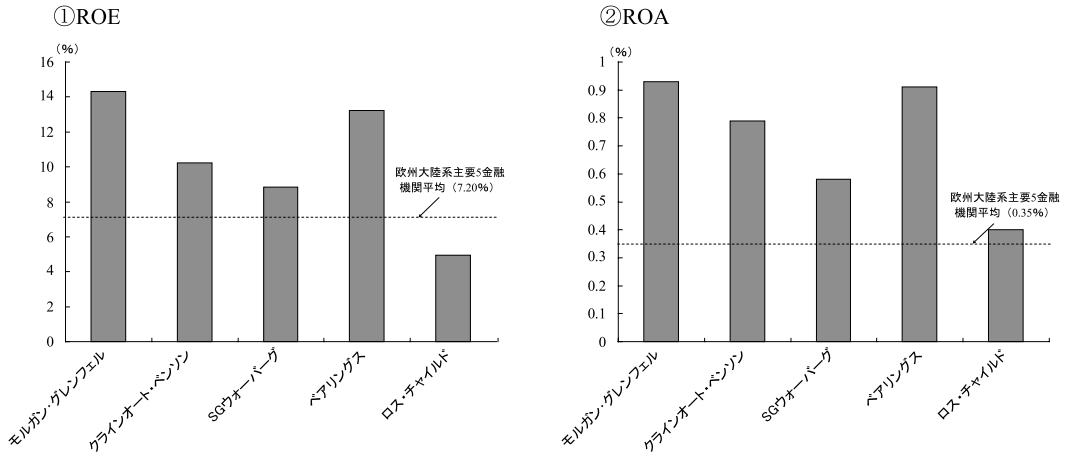
一方、MGが買収を受け入れた理由は、主に資本不足の解消にあった。1980年代に入ると、世界的規模で株式・債券が発行・流通し、膨大な投資資金がロンドンに流入するようになったのに伴い、証券引受やトレーディングの規模は巨額となった。さらに旺盛な投資銀行サービスへの需要に応えるべく高額の人件費を賄うには、資本力の増強が過少資本のマーチャントバンクにとって喫緊の課題だったのである。1986年には増資などで1億ポンドの資本積上げを行ったが、事業の急拡大に追い付かない状況にあった (図表5)。ドイツ銀行によるMG買収は、大手マーチャントバンクでさえ豊富な資本力を擁する大銀行の支援なし

には生き残れなくなったことを象徴していた。

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⁽³⁶⁾。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⁽³⁷⁾。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⁽³⁸⁾。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⁽³⁹⁾。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⁽⁴⁰⁾。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6 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)



注) ①ペアリング・アズは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、収益力の高さに定評があり、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6)⁽⁴¹⁾。

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⁽⁴²⁾。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⁽⁴³⁾。

2. 1990年代の投資銀行部門の業務体制

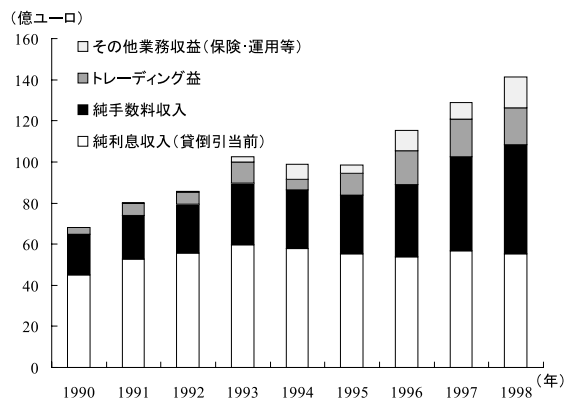
ドイツ銀行のM&A戦略では、買収先企業を完全子会社化し、当該企業を完全に管理することが基本方針とされてきた。しかし1990年5月、MGの完全子会社化が完了すると、ドイツ銀行は行内のM&A助言部門をMGに集約し、同社の経営独

立性や案件に係る管理上の裁量を認めている⁽⁴⁴⁾。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⁽⁴⁵⁾。特にドイツ銀行から部門移管を受けたMGのM&A部門は、1991年の英国助言業務で首位となるなど⁽⁴⁶⁾、英金融界で高いプレゼンスを実現していた。1985年から1989年にかけて、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、投資銀行部門の統合が進んだ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7)。

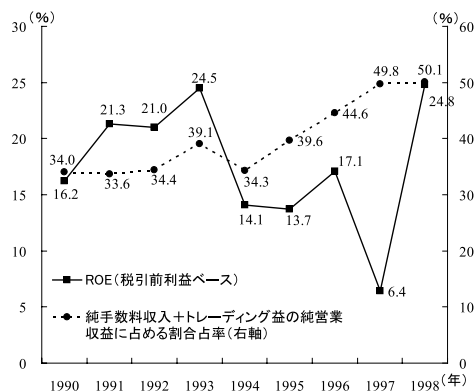
1990年代の非金利収入の増加を主導したのは、MGを中核とした投資銀行部門であった。例えば、MGの1993年12月期決算は、税引前利益が2億3,580万ポンドと前期比3倍に拡大したが⁽⁴⁷⁾、これはドイツ銀行グループ(連結ベース)の税引前利益(52億6,600万マルク)の11.5%を占める水準⁽⁴⁸⁾であった。この年、同社はドイツ銀行に対し1億ポンドの配当金を支払っている。1993年

図表7 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

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⁽⁴⁹⁾。

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た。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⁽⁵⁰⁾。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株式引受⁽⁵¹⁾やデリバティブ商品⁽⁵²⁾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⁽⁵³⁾。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⁽⁵⁴⁾。

さらに、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、ロンドン投資銀行部門「ドイチェ・モルガングレンフェル(DMG)」が発足した⁽⁵⁵⁾。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⁽⁵⁶⁾。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⁽⁵⁷⁾。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、少なくともここまでは、DMGの業績は順調であった。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」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⁽⁵⁸⁾。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⁽⁵⁹⁾。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⁽⁶⁰⁾。

1989年末から1998年春までの、MGを中核とするドイツ銀行国際投資銀行戦略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。英国でM&A助言ランキングで首位となった（1991年）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）について対し助言した。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⁽⁶¹⁾。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〕⁽⁶²⁾案件に4,700万ポンドを投資⁽⁶³⁾）。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国際的な大型案件といえば、米大手投資銀行に主導権を握られた1993年のタ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ロシアを含む欧州地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8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

図表8 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)	<ul style="list-style-type: none"> ●普通社債引受 ●発行金額：2億ドル ●期間：20年 	<ul style="list-style-type: none"> ●引受主幹事 ●米債券引受でDMG初の大型案件 	<ul style="list-style-type: none"> ●企業とグローバル・デット・キャピタル・マーケット部長の前職(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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●引受幹事 ●国外大手通信会社との取引開拓 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●引受幹事 ●国外大手エネルギー会社との取引開拓 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●引受幹事 ●国外大手鉄鋼会社との取引開拓 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●引受幹事 ●国外大手エネルギー会社との取引開拓 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●株式引受 	<ul style="list-style-type: none"> ●引受幹事 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ◇国策への対応及びドイツ銀行とのDTとのリレーション
	1996	MGM Grand (ホテル/米国)	<ul style="list-style-type: none"> ●株式引受 ●3億3,400万ドル 	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●ブロックトレード(株式大量売出し) ●6億1,100万ドル 	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●アドバイザー 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●民営化 ●18.5億ドルの株式・債券を発行 	<ul style="list-style-type: none"> ●アドバイザー ●国際コンソーシアムを組成 	<ul style="list-style-type: none"> ●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)	<ul style="list-style-type: none"> ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ●共同引受主幹事 ●欧州通信第2位の大型民営化案件 	<ul style="list-style-type: none"> ●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ン
	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Dockde 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	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 (事実上の買収) ●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

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IPOは、DMGとなつてから初の国際的大型案件であった。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⁽⁶⁴⁾。本件で、DMGはグローバル主幹事 (global bookrunner) に就任、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⁽⁶⁵⁾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⁽⁶⁶⁾、同社の経営改革がどこまで進むのかについて疑問の声が多かった（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）。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⁽⁶⁷⁾。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、主要な機関投資家のみならず、保険会社、年金基金、リテール（個人）までに販売しなくてはならない。このため、それがダ임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）⁽⁶⁸⁾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米国上場は不可欠と考えられていたのである（最終的に完全上場でなく、政府保有株の放出に伴いADRを上場）⁽⁶⁹⁾。

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（book building）⁽⁷⁰⁾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などから、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評価している⁽⁷¹⁾。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社への株式割当額が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を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だったであろう。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。次章で詳細に見ていきたい。

第3章 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、持分をUBSから買い取り、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⁽⁷²⁾。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、大型案件をまとめるでもなく、米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年代後半に銀行・証券業務を分離するグラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）⁽⁷³⁾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⁽⁷⁴⁾。1989年11月、ドイツ銀行がMGを買収し⁽⁷⁵⁾、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・セキュリティーズ (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⁽⁷⁶⁾、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⁽⁷⁷⁾。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⁽⁷⁸⁾。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⁽⁷⁹⁾、CJL はグラス・スティーガル法 (Glass-Steagall Act) 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⁽⁸⁰⁾。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⁽⁸¹⁾。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⁽⁸²⁾。

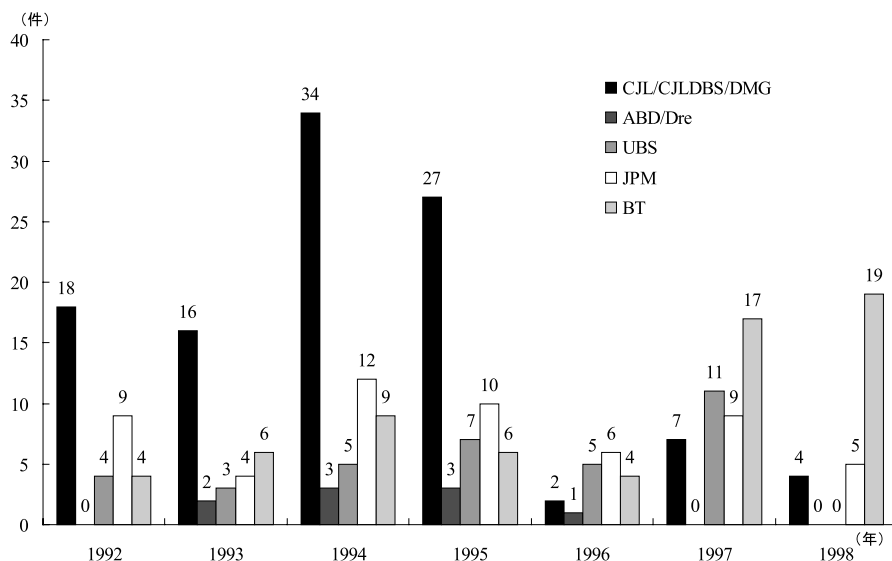
1990年代前半、業務多様化と営業地域の拡大に伴い、DBNA 傘下の子会社は増加し続けたが⁽⁸³⁾、一貫してその中核は投資銀行部門である CJLDBS であった。DBNA のジョン・ロールズ CEO⁽⁸⁴⁾ は、CJLDBS を「高品質投資銀行 (high quality

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狙上にあがったが、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⁽⁸⁵⁾、私募債引受、仕組み商品の開発、株式デリバティブ⁽⁸⁶⁾と様々な新規業務を社内に立ち上げている⁽⁸⁷⁾。

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⁽⁸⁸⁾。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わせ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成功させる方法である。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⁽⁸⁹⁾。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 (約600店舗) を展開し、全米で1万数千名の

図表9 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) *Investment 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を対象としている。
 (出所) *Investment and Dealers' Digest* 各号 (1992-1998年) より筆者作成。

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⁽⁹⁰⁾。

図表9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)⁽⁹¹⁾、

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) 及びバンカーストラスト (BT) といった銀行系投資銀行が、引受シ団 (引受シ団) に参加した株式引受案件を一覧にしたものである⁽⁹²⁾。これによれば、特に1992年から1995年にかけて、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。

ただしこの間、CJLDBSは米現地企業向けの株式引受案件で単独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。1994年の株式引受手数料率(新規公開株, 公募・売出し株の総平均)は5.324%であるが⁽⁹³⁾, 通常はその半分以上を主幹事証券会社, それ以外は他の引受証券会社が引受シェアに応じて得ることになる。CJLDBSは米国を代表する企業の証券引受案件にも数多く参加したものの, 引受団を構成する証券業者は数十社規模となる場合が多く, CJLDBSの取り分は少額となりがちだった。多数の案件を手掛けることで, 1件あたりの低い利益を積み重ねてゆく方法を押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⁽⁹⁴⁾, 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⁽⁹⁵⁾, 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⁽⁹⁶⁾。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ズ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の金融商品のホームベースのような役割を担うようになっていた。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ニューヨーク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フランクフルトが, 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, 長期的な発展を考えれば意義あることであった。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⁽⁹⁷⁾。

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も指摘されている⁽⁹⁸⁾。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⁽⁹⁹⁾。1990年代前半, ドイツ国外事業の割合は伸びてはいたが, 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欧州諸国だったのである⁽¹⁰⁰⁾。

3. ドイツ・モルガングレンフェルの業務展開

(1) 一流投資銀行家の獲得

1996年末, 米大手投資銀行のファーストボストンは, スイス大手銀行のクレディスイス(Credit Suisse)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⁽¹⁰¹⁾。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⁽¹⁰²⁾。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⁽¹⁰³⁾のを機に、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、スイス銀行は、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⁽¹⁰⁴⁾。

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は長年親密な関係にあり、同社への出資比率が21%を超えていたにもかかわらず、その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た⁽¹⁰⁵⁾。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、増資と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。

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「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)」である。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⁽¹⁰⁶⁾。1990年代半ばになると、欧州大手銀行系の投資銀行は、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10)。特にDMGは、法外な報酬と条件⁽¹⁰⁷⁾で「人材を買いあさる業者」として、ウォール街各社から批判的になっていったほどである⁽¹⁰⁸⁾。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、経営の中核に外部出身者をあてていた⁽¹⁰⁹⁾。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⁽¹¹⁰⁾。

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」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。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⁽¹¹¹⁾。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⁽¹¹²⁾。

図表10 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・プライベートエクイティ部長, 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・レボ市場部長, 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 ウォーバーク	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ソース部長, MD	ペ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。

(2) 米投資銀行市場での業務活動

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⁽¹¹³⁾。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10)。

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ス社(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⁽¹¹⁴⁾。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ス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。ニュース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、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)の大型株式発行案件(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のものであった。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有利に働いたためである。

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⁽¹¹⁵⁾。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、このチームは年間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(半分は株式、半分はM&A関連)(図表11)⁽¹¹⁶⁾。

この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活動していた⁽¹¹⁷⁾。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、それが手掛けた銘柄は公開後も順調に株価を上げることに成功していた。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)の新規公開案件(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⁽¹¹⁸⁾。

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件は株式新規公

図表11 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 Semiconductor	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	デバイス製造	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。

開、2件が転換社債)。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⁽¹¹⁹⁾。上記企業の大半は、全て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。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が構築されていたのである。

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証券化案件に対応できる体制を整備している⁽¹²⁰⁾。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30～40名を採用している。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(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(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の需要が高かった。しかし本件は、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。

「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が手掛けた上記の案件の数々は、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年代後半においてでさえ、こうした人材は、米国で40から50名程度、欧州では高々20名程度といわれていた⁽¹²¹⁾。それだからこそ、多額の報酬を支払っても、一流の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。DMGを銀行本体に統合する組織改革を行った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⁽¹²²⁾。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、徐々に欧米資本市場でのプレゼンスを高めていった。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⁽¹²³⁾。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を獲得するに至った。DMGは、米投資銀行市場で銀行本体とはほぼ独立的に発展し独自のカルチャーを形成した。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]が指摘するように、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。それが、1998年に買収した米投資銀行バンカストラストを円滑に取り込み、米大手投資銀行に比肩する実績をあげる基盤となったということであろう。

おわりに：1990年代の国際投資銀行戦略の評価

1998年春、DMGがドイツ銀行本体に統合されたことは、国際金融界に衝撃をもって受け止められると同時に、「ドイツ銀行国際投資銀行戦略の挫折」あるいは「ドイツ銀行のユニバーサルバンクへの回帰」といった観測が市場に流れた。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⁽¹²⁴⁾。

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、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。当時欧州投資銀行の多くは業績が振るわず、例えば大手英銀パークレイズの株主

は、リテール部門の高収益を収益が振るわない投資銀行部門（パークレイズ・キャピタル）が浸食していると強く反発していた⁽¹²⁵⁾。しかし、少なくともドイツ銀行の場合、大手英銀とは事情は異なっていた。不採算なドイツ国内リテール部門の状況に鑑みれば、投資銀行部門出身のプロイヤー頭取の下、1990年代後半までに投資銀行部門を中核としたグループ戦略に転換するという選択肢があつてよかつたはずである。

当時、同じ欧州銀行大手のスイス銀行（Swiss Bank Corporation：SBC）は、マルセル・オスベルCEO⁽¹²⁶⁾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⁽¹²⁷⁾、1997年末には、同国銀行最大手のスイスユニオン銀行（Union Bank of Switzerland：UBS）と合併し、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。欧州最大の競合2行が合併でさらに巨大化し投資銀行化を図るという動きに対し、そこまで大胆でなくとも、当時のドイツ銀行には、商業銀行にも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。

1990年代後半、ドイツ銀行は欧州金融機関でも高い収益力を維持し国際部門の拡充も著しかったが、同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」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同行の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、その企業に対する指導力は低下し⁽¹²⁸⁾、その一方で、長期にわたり資金を固定化しなければならぬ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⁽¹²⁹⁾。先端の金融技術やノウハウを取り入れ、顧客の資金調達に關与し的確な助言を行うことで手数料を得る投資銀行業務の強化は、グローバルバンクとなるために不可欠となっていた。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ということ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⁽¹³⁰⁾。以降ドイツ銀行は、「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⁽¹³¹⁾。1990年代前半、MGは税引前利益ベースでドイツ銀行グループ全体の10%超を占めていた。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なっていたのである。

DMG統合の背景には、その業績悪化以外にも、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があったとされている⁽¹³²⁾。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⁽¹³³⁾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⁽¹³⁴⁾。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(2002年から2012年までドイツ銀行頭取・CEO)がGCIの全ての業務について経営責任を負うことになった。新体制では、アッカーマン氏が投資銀行部門を管掌することで、同部門の責任が明確となりアカウントビリティが高まることになった⁽¹³⁵⁾。「10年近くにわたり、膨大なコストと労力を払い育成した高収益部門を自ら台無しにしてしまう行為」とも受け取れた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。

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

その第1は、例えば、米大手投資銀行という異文化出身の人材を、いかにドイツ銀行グループの

一員として同化させるかということである。これは、特にDMGが直面した最大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⁽¹³⁶⁾」と述べている。顧客企業が投資銀行に求めることで重要なのは、高度な専門性を持った社員が1つの企業文化の下で協調し合い顧客に最高の金融サービスを提供することへの安心感だということである。

DMGにおける人材管理が問題となったことを教訓に、プロイヤー頭取は、この問題に対応すべくそれまでのオン・ザ・ジョブトレーニングに基づく画一的で参加者の自己啓発によった教育に替え、新たな教育プログラムの導入を試みている。人材の多国籍化が進み、行内は多様な文化を内包するようになっていたが、特に投資銀行部門のグローバル・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(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⁽¹³⁷⁾。

経営課題の第2は、米国で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⁽¹³⁸⁾。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）⁽¹³⁹⁾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⁽¹⁴⁰⁾。

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、ドイツ銀行は米国の現地投資銀行買収に着手した。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バンカーストラストの買収を発表した。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「国際投資銀行として一流」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、次の研究で明らかにすることとしたい。

《注》

- (1) 1989年11月のドイツ銀行による英マーチャントバンク、モルガングレンフェルの買収（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ウォーバークを買収（買収金額13.8億ドル）、同年6月にドイツのドレスナー銀行が英マーチャントバンク大手のクライノート・ベンソンを買収（同16億ドル）、同年7月に米メリルリンチが英株式ブローカーのスミス・ニューコートを買収（同8.4億ドル）している。欧州主要国では国内における異業種間M&Aも盛んに行なわれ、例えば1996年4月にはフランスのクレディ・アグリコールが同国投資銀行のインドスエズ（買収金額非公表）を、1996年8月には、オランダのラボバンクが同国大手運用会社のロベコ・グループを買収（推定買収金額は5億ギルダー）している（各ケースの買収金額は買収側金融機関が発表した額）。買収後、商業銀行は文化の異なる証券・投資銀行部門を融合させ、グループとしてのシナジー効果を実現するべく戦略を模索することになった。
- (2) 本稿では、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。
- (3) 株式・債券引受額（全世界）で、ドイツ銀行は2005年に世界第2位、2006年に第3位（米大手投資銀行ゴールドマンサックスは各第8位、第7位）、M & A 助言（全世界）でドイツ銀行は2005年に第8位、2006年に第9位（ゴールドマンサックスは2005・2006年とも第1位）などとなっている。*Investment and Dealers' Digest*, Jan.8, 2007, p.16, p.23.
- (4) 例えば、Christopher, Kobrak[2007] *"Banking on global markets : Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present"*, Cambridge University Press, pp.352-353.
- (5) ドイツ銀行は、1963年に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、英ミッドランド銀行とともに諮問委員会を設立、1970年に、ロンドンに「欧州銀行国際会社（European Bank's International Company S.A.:EBIC）」を設立し、他行と共同で国際金融市場での活動を開始している。
- (6) 1970年、ドイツ銀行は現地銀行子会社（Deutsche Bank Compagnie Financière Luxembourg :DBCFL）を設立している。
- (7) Kobrak[2007], p.325.
- (8) 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、モルガングレンフェルは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, Friedhelm [2003] *Die Deutsche Bank: Riese auf tönernen Füßen*, Frankfurt am Main Capmpus, p.111.
- (9) ただし、資産運用分野では、ドイツ銀行とMGの合併は効果的だったとされている。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年には運用額はその倍に伸びている。Schwarz [2003], p.112.
- (10) 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.
- (11) 1985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.
- (12) *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ていた。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。
- (13) 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、① Daimler Benz: 8,579百万マルク(28.24%)、② Allianz: 4,217百万マルク(10.00%)、③ Münchner Rückversicherung (Munich Re): 1,422百万マルク(10.00%)、④ Karstadt: 1,170百万マルク(25.08%)、⑤ Philipp Holzmann: 574百万マルク(35.43%)、⑥ Heidelberger Zement: 480百万マルク(25.00%)、⑦ Linde: 463百万マルク(10.00%)、⑧ Klöckner-Humboldt-Deutz: 353百万

- 万マルク(41.48%), ⑨ Bergmann Elektrizitats:352 百万マルク(36.46%), ⑩ Horten:263 百万マルク(25.00%)となっている。Euromoney, Jan, p.38., p.43.
- (14) 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, H. Jacob [1980]: “German Universal Banking Scrutinised: Some Remarks concerning the Gessler Report”. *Journal of Banking and Finance* 4, Mar, pp.33-39, pp.43-51
- (15) 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.
- (16) Kobrak. [2007], pp.319-320. ヘルハウゼン頭取はドイツ銀行の行員が極端に国際部門指向がな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, 「英国のパークレイズとドイツ銀行の違いは, パ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ことだ」と述べている。
- (17) 特に第2次大戦の敗戦(1945年)に伴い, ドイツ各社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, 163-164頁。
- (18) 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。
- (19) 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。
- (20) 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.
- (21) 当該経営改革の柱は, ①提供するサービスの拡充を通じ株式トレーディングにおけるポジションを強化する, ②強力な国際化の推進, 特に成長力の高い国際市場への進出を通じ, 預金・貸付など伝統的な商業銀行業務の一層の拡充する, ③新たなビジネス分野への進出及び新たな販売チャネルの活用を通じタ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, Jordi [1993] “Competitive Strategies in European Banking”. Clarendon Press Oxford, pp.97-100.
- (22) 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.
- (23) 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.

- (24) 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・ファーストポストン（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・ファーストポストン：（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.

- (25) 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, pp.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.

- (26) 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

- (27) 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.

- (28) 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個人的に承認したのが頭取だったから、スケープゴートを作って全責任を負わせなかったことが、責任の所在を曖昧にしたとの指摘がある。*Euromoney*, Jan, 1990, p.44.

- (29) 1971年、ドイツ銀行はスイスユニオン銀行と合併で米国に投資銀行UBS-DBコーポレーションを設立、1978年にはUBSの持分を買取り、100%子会社「アトランティック・キャピタル」とした。1985年、これを「ドイチェバンク・キャピタル・コーポレーション（DBCC）」と改称している。

- (30) 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

- (31) 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。

- (32) 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「MG・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。Kathleen, Burk [1989] *"Morgan Grenfell, 1838-1988 : the biography of a merchant bank"*, Oxford University Press, 1989, pp.150-155.

- (33) 合意内容は、ドイツ銀行が1株5ポンド50ペンスでモルガングレンフェル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年にモルガングレンフェルの株式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、モルガングレンフェル経営陣が他

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%）、モルガングレンフェルはそれを阻止するために友好的な相手を買収に名乗りをあげる「ホワイトナイト」を求めた。当初英大手銀行パークレイズの投資銀行部門パークレイズ・デ・ズード・ウェッド（BZW・現パークレイズ・キャピタル）がその候補にあがったが合意に達せず、ドイツ銀行と交渉することになった。ドイツ銀行はこの時点でモルガングレンフェル株の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モルガングレンフェル買収を認可した。

(34) 旧西ドイツ企業には、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る。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。旧西ドイツの企業では、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.

(35) Kobrak. [2007], pp.344-345. Schwarz [2003], p.109.

(36) 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.

(37) MG, SGウォーバーク, クラインオート・ベンソン, ベアリングス, ロスチャイルドの英大手マーチャントバンクの年次報告書によれば、1993年末現在、MGのアジア地域の拠点数は、東京、香港、シンガポール、ソウル、クアラルンプール、バンコク、ジャカルタ、マニラ、ニューデリー、ホーチミンの10ヶ所で、ベアリングスの13ヶ所に次いだ。南米

の拠点数は、ボゴタ（コロンビア）、プエノスアイレス、サンパウロ、サンチアゴ（チリ）、キトー（エクアドル）、リマ（ペルー）、カラカス（ベネズエラ）の7ヶ所で大手5社中最多、また東欧・CIS諸国でも、ワルシャワ、モスクワ、アルマトイ（カザフスタン）の3ヶ所で大手5社中最多となっている。

(38) 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、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, Dominic [1990] “*The Pride of Lucifer-Morgan Grenfell 1838-1988: The Unauthorized Biography of a Merchant Bank*”, Hamish Hamilton, 1990, pp.145-147.

(39) “*Euromoney*, Jan, 1990, p.36-37.

(40) 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、当時の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.

(41) 当時収益力でMGと伍していたの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。
- (42) 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.
- (43) 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の運営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。コッパー頭取は、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.
- (44) 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.
- (45) 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.
- (46) *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。
- (47) *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£=2,444,185DM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£=2,565,195DM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。
- (48) 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
- (49) 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。
- (50) *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。
- (51) 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。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、企業の資金調達に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

- 確信していたのである。*Euromoney*, Jun, 1992, p.28.
- (52) 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バシフィックからジョン・ストマー氏、エクイティデリバティブ部門では米ペインウェーバー証券からマット・セレビュスキー氏を採用した。ドイツ銀行は他の欧州系銀行に比べてもデリバティブ業務の拡大に慎重だったが、1992年、ドイツ銀行と同じく米国で投資銀行事業の拡充を目指すスイス銀行(現UBS)がシカゴの先物・オプション取引会社オコーナー社を買収したのを機に、全世界の拠点で行われるデリバティブの取引帳簿(derivatives book)を一拠点で管理するのではなく、ドルの帳簿はニューヨーク、円は東京というようにオコーナー方式を採用している。*Euromoney*, Jun, 1992, p.29.
- (53) 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.
- (54) 1980年代の英国では、完全なユニバーサルバンク制度をとる欧州大陸諸国とは異なり、イングランド銀行(BOE)が実質的な銀行・証券部門の分離規制を設けていたため、ドイツ銀行は1985年に英国で証券・投資銀行業務を開始する際、100%子会社のDBCMを設立した。しかし1990年代に入り、BOEの銀証分離に対する姿勢が軟化し両部門の一体営業に同意を得たことから、銀行支店への集約が可能となった。例えば、債券発行の場合、低い利回り設定を望む発行体企業と利回りが高かつ安全な債券を求める投資家のバランスを見極めて発行条件の設定を行うのが主幹事業者の役割となるが、そうした条件設定の際にドイツ銀行の後ろ盾は大きなメリットをもたらす。例えば、ドイツ銀行を通じ国内・国外の機関投資家の投資動向を把握し、近く発行される債券の引受を顧客にあらかじめ打診し、その過程で新発債の売れ行きを細かく予測するために、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%を超えるドイツ銀行ならば、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い。
- (55) 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。
- (56) *Deutsche Bank Annual Report*, 1995, p.15.
- (57) *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。
- (58) 1998年1月、ドイツ銀行はグループを、①リテール及びプライベート・バンキング(Retail and Private Banking)、②コーポレート及び不動産(Corporates and Real Estate・主にドイツ国内の中小企業向け金融サービスを担当)、③アセットマネジメント(Asset Management)、④トランザクション・サービス(Global Technology and Services・支払決済、証券事務、カスタマイズサービス、エレクトロニックバンキングを担当)、⑤グローバル・コーポレート・アンド・インスティテューショナル(Global Corporates and Institution:GCI)の5部門に分割する機構改革を実施した。GCIは、さらに①グローバル市場、②グローバル株式、③グローバル・バンキング及びストラクチャード・ファイナンス、④投資銀行及びリレーションシップ・マネジメント部門に分かれていた。当時GCIが採用しようとしていた方法は、投資銀行部門を商業銀行部門出身の「リレーションシップ・マネジャー」を中心に編成し直すというものだった。リレーションシップ・マネジャーの主な業務は、顧客サービスの特別チームを調整することである。各グローバル・プロダクト・グループは、特定企業が必要とするサービスを提供するため、トレーダー、融資担当者、証券アナリスト、アドバイザーなどを指名し、その企業を担当する当該マネジャーは、顧客企業に関するビジネスプランを作成する。当該マネジャーが顧客開拓にあたり、まずアプローチをする相手は企業のCEOではなく、財務最高責任者(CFO)である。
- (59) 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・カリテリエリ氏が1997年2月に退任、同年5月にロルフ・プロイヤー氏が頭取に就任するや、DMGは次第に行内で不利な立場に追い込まれていった。*Euromoney*, July, 1998, pp.38-43.
- (60) *Euromoney*, July, 1998, p.39.
- (61) *Deutsche Bank Annual Report*, 1993, p.30.
- (62) 「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。
- (63) *Deutsche Bank Annual Report*, 1994, p.27.
- (64) *Deutsche Bank Annual Report*, 1994, p.26.
- (65) 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。
- (66) 大手エネルギー会社の Veba, RWE, 大手鉄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、国内大手行バイエリッシュ・フェラインス銀行は、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
- (67) ドイツ特有の会計制度としては、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することから、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、株価の支配や勝手な機械的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。
- (68) 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。
- (69) 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、600 を超える会社が、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.
- (70) 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。
- (71) *Deutsche Bank Annual Report*, 1996, p.26.
- (72) 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.
- (73) 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。
- (74) 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・ステータス) 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・ステイ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.
- (75) 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・ステイーガル法の存在があったからである。*Euromoney*, July, 1998, pp.34-36.
- (76) 1986年12月、モルガングレンフェル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。その際モルガングレンフェルは、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
- (77) 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。
- (78) 1990年のモルガングレンフェル統合完了の時点で、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の傘下入りしている。*Investment Dealers' Digest*, Aug. 29, 1994, p.13.
- (79) 米連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board: 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。
- (80) 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、米国の競合業者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がそれを使用し同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.
- (81) 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)。
- (82) *Investment and Dealers' Digest*, Sep.27, 1993, p.8.
- (83) 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。
- (84) 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, p.13-14.
- (85) 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.
- (86) 1994年8月、ドイツ銀行は、SGウォーバークと米スミスパ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.
- (87) 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、ホーニグ氏の考えによるところが大きかった。ホーニグ氏は、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ウォーバークからマーケティングヘッドを、スミスバーニーからはトレーディングのチーフを採用した上で、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、私債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を行っている。*Investment Dealers' Digest*, Aug.29, 1994, p.16.
- (88) 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.
- (89) *Investment and Dealers' Digest*, Aug.29, 1995, p.15.
- (90) ITT コマーシャル・ファイナンスは、「ドイチェ・フィナンシャル・サービス・コーポレーション」に社名変更した後、小売業者・製造業者向けに主に資産担保貸付を提供した。顧客の40%超はパーソナルコンピュータ関連企業、残りはプレハブ住宅、RV車（キャンピングカー、トレーラーなど）関連企業が占めた。*Investment and Dealers' Digest*, May.8, 1995, p.6.
- (91) 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・クライノート・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. 例えば、1997年9月、DKBは、旧ソ連邦のタタルスタン共和国の原油生産企業タネフト社によるユーロ債2億ドルの引受案件を獲得、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.
- (92) 米金融専門紙 *Investment Dealers' Digest* の1992年から1998年の各号に掲載された墓石広告（tombstone：英字紙・英字誌に掲載され、その形態が墓石のように見えることから名づけられた広告で、株式や社債の発行、シンジケートローンやM&Aの告知を行う際に幹事証券会社が掲載するもの）より作成した。図表には、1992年から1998年の案件で、発行株数が100万株以上のものを掲載している。
- (93) *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。
- (94) *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。
- (95) 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.
- (96) *Euromoney*, Nov, 1995, p.38-39.
- (97) *Investment Dealers' Digest*, Aug.29, 1994, p.16.
- (98) Kobrak [2007], pp.329-330.
- (99) Kobrak [2007], p.330.
- (100) 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DBNAへの批判が起こるほどであり、本社の冷淡な反応に対し、DBNA内ではドイツ人が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のである。Kobrak [2007], p.330.
- (101) *Investment Dealers' Digest*, Nov.25, p.15.
- (102) 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社の半分以上は米国の大手金融機関に買収され、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。*Investment Dealers' Digest*, Nov.25, p.15.

- (103) 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(現ドイツ銀行)、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」は大きくなり、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)。
- (104) *Euromoney*, Nov, 1995, p.38-39.
- (105) 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マルク的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。
- (106) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, pp.20-21.
- (107) 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た。
Euromoney, July 1998, p.35.
- (108) 特にINGベアリング証券から南米株式チーム60名を引き抜いた際には、ING側がニューヨーク最高裁判所に訴訟を起こしている。*Investment Dealers' Digest*, Jun.24, 1994, p.14.
- (109) 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。
- (110) 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.
- (111) 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.
- (112) 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.
- (113) *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。
- (114) *Investment Dealers' Digest*, Oct.9, 1995 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。同社の格付けはムーディーズ「Baa 3」、S&P「BBB」。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。
- (115) *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。
- (116) 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.
- (117) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, p.30.
- (118) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, p.30.
- (119) *Investment Dealers' Digest*, Aug.18, 1997, p.11.
- (120) *Investment Dealers' Digest*, Jul.18, 1994, p.5.
- (121) *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。
- (122) *Euromoney*, Dec, 1999, p.35
- (123) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, p.21.
- (124) 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。
- (125) 1997年10月、バークレイズは、投資銀行子会社バークレイズ・デ・スード・ウェッド (Barclays de Zoete Wedd [BZW]・現バークレイズキャピタル)の英国及び欧州株式、企業金融、アジア部門を、スイスのクレディスイス・グループ (Credit Suisse Group : CSG) に売却することを発表している。同時期には、英大手銀行ナショナル・ウェストミンスター銀行も、傘下の投資銀行部門ナットウエスト・マーケッツの株式部門の売却を発表している。
- (126) 同氏は、もともとスイス銀行出身ながら、1980年代前半に米大手証券会社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・ウェルドを核にメリルリンチ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ベル氏は、1990年代初頭に資本市場部門の再建を任せられ、国際部門及び投資銀行部門を集約し、国内銀行部門と分離する大幅な組織改革を行った。1998年春に新生UBSが誕生して以降、2008年まで同社のCEO、会長職に就いた。
- (127) 1996年、スイス銀行は銀行本体に1995年までに買収した米デリバティブ取引会社オコーナー社、米運用会社プリンソン・パートナーズ、英マーチャントバンクのSGウォーバークを直接取込む大胆な組織改革を行った。UBSとなって以降は、投資銀行部門のウォーバーク・ディロン・リード、資産運用部門のプライベートバンキング・グループ及びプリンソン・インスティテューショナル・アセットマネジメントがグループの中核となり、採算が悪化していたスイス国内部門は大幅なリストラの対象となった。
- (128) 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。
- (129) ドイツ銀行という「金融帝国」の衰退を裏付けたのが、1996年12月末に米格付会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスがドイツ銀行本体と金融子会社、海外現法などの格下げを一齐に行ったことであった。例えばムーディーズ社は、ドイツ銀行の長期債格付けを「トリプルA(Aaa)」から「ダブルA1(Aa1)」に、子会社モルガングレンフェルの長期債格付けを「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。
- (130) Kobrak [2007], pp.323-326.
- (131) 例えば、米国では、1998年にフォード自動車の14億ドルのデッド・エクステンション案件をまとめ、ドイツ銀行が保有していた住宅モーゲージを証券化し、その6割を米国で販売するなどモーゲージ債分野でも躍進が見られた。エクイティ部門では、英ナットウエストのエクイティ・デリバティブ・グループを採用するや、1997年から最先端技術を用いたトレーディング・システムを構築、これにより同行の1日あたり取引高はそれまでの3倍に拡大した。
- (132) *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。

- (133) ビーター・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。
- (134) *Euromoney*, July, 1998, p.42.
- (135) 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、役員はアカウントビリティの義務を回避し合うことができた。*Euromoney*, July 1998, p.42.
- (136) *Investment Dealers' Digest*, Feb.3, 1997, p.24.
- (137) Marquardt, Michael [2004] "Harnessing the Power of Action Learning", TD, Jun., p.32. プロイヤー頭取は、バンカーストラスト買収と同時に、2002年までに達成すべき目標の1つに、行員の教育・研修機関「ドイツ銀行ユニバーシティ」の創設を掲げ、1998年に同行取締役会がこれを承認している。
- (138) 1994年末時点で、モルガングレンフェルの総資産額は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の110.3億ドル、IBJ Internationalの107.6億ドルと規模的には大きくは変わらない。因みに英銀最大手のパークレイズの総資産額は2,493億ドル、ナショナル・ウェストミンスターは2,472億ドルとなっている。*Die Bank*, Dec, 1995, p.728.
- (139) "Olsten in Deal for Lifetime; Will Be Giant in Home Care" *The New York Times*, May.11, 1993
- (140) *Investment Dealers' Digest*, Jul.3, 1995, p.3. MGはグリーチャー社と、メリルリンチやSGウォーバークからM&A専門家を採用し同部門を増強していたものの、案件獲得などで目立った連携はな

く、グリーチャー社がMG以外の他社と提携するという観測があったが、1995年、同社はナットウェスト・セキュリティーズに買収されることになった。

参考文献

[邦文]

- 今井清孝 [1972] 「ロンドン・マーチャント・バンカー～各行の沿革と活動～(その1)」東京銀行『東京銀行月報』1972年4月。
- 大矢繁夫 [1986] 「西独銀行の対外進出の方向」日本証券経済研究所『証券経済』155号, 1986年3月。
- 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」同文館出版, 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 Campus
- 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
- Die Bank*, 1989-1999
- Euromoney*, 1989-1999
- Investment and Dealers' Digest*, 1989-1999

《Summary》

Deutsche Bank's International Investment Banking Activities
from the 1980's to the 1990's

URUSHIBATA Haruhiko

Deutsche Bank might become The Bank of the 1990's. It has the requisites: greater domination of its home market than any major bank in the world and strength in two regions likely to boom during the next decade, the European Community and eastern Europe. During the last three years under forceful Alfred Herrhausen, the bank looked as if it had finally thrown off its sluggishness. It had begun to expand aggressively abroad and to diversify at home to protect its domestic earnings base.

From 1986 to 1989, the bank bought dominant banks and securities houses at Europe and in America. As part of such a global strategy, the bank took command of UK's Morgan Grenfell for 950 million pounds, the biggest post-war investment by the bank and the biggest merchant banking takeover in London. Deutsche Bank made an aggressive push to become Europe's leading capital markets firm.

The bank developed investment banking businesses, such as underwriting and advisory across the globe, and one of the most important markets for this was the US market. To enhance the US strategies, the bank established Deutsche Morgan Grenfell (DMG) and it adopted American lines in terms of business style and human management. DMG had the goal of being a right behind-the-bulge-bracket firm for as short a time as possible.

Deutsche Bank learned many lessons from DMG's activities to develop international business and got on base as a global investment bank. This paper shows Deutsche Bank's international investment banking strategies centered on Morgan Grenfell in the 1990's and will evaluate businesses that led to its international activities from the 2000's onward.

Keywords: acquisition of financial institutions overseas, acquisition of Morgan Grenfell, Deutsche Morgan Grenfell's investment banking activities in the US market