

## 米国投資銀行業界の決算動向（2000年度）

2000年の米国投資銀行業界では、株価の下落や大型合併などが注目されたが、業績面では、多くの投資銀行が99年を上回る好業績を記録した。本稿では、2000年の主要投資銀行の業績と動向についてレポートする。

### 1. 主要投資銀行の業績と動向

SIA（米国証券業協会）の調査による米国証券業全体の業績を確認しておくとして、2000年第3四半期、第4四半期は悪化傾向にあったが、通年ではほぼすべての業務で過去最高を記録した。下半期の業績悪化が目立つ業務は手数料収入と債券引受である。一方で、アセットマネジメント業務は、株価の乱高下を反映して、自己指図による株式投資から、フルサービス口座や投信商品に資金を戻した投資家も多く、販売・運用手数料とも増加している。以下にみる5つの大手投資銀行の決算においても、これらの傾向が観察される。

#### 1) メリル・リンチ

2000年の純収入は267.87億ドル（前年比22%増）で、全部門で99年を上回った。第1四半期の手数料収入とトレーディング収入が大きかったこと、また一年を通じてアセットマネジメント収入が大きかったことが寄与している。また、純金利収入（金融収支）も通年で31億ドルに達した。会社発表では、全社の資産負債ミックスが改善したことなどが要因としている。通年の純利益（37.8億ドル）は前年比44%増と大幅な増益となった。ただし、四半期別にみると、2000年第一四半期をピークに、手数料収入と投資銀行業務が明確な下落傾向を示し始め、純利益額も同様に下落しつつある。

メリル・リンチは、今後の業績悪化に先手を打つ形で、2000年夏頃よりコスト削減策を打ち出している。7月に北米リテール部門の人員削減（2,000人）を含むコスト削減計画を発表し、ノンコア事業とみられる業務の整理にも着手した。12月にはモーゲージ貸付業務を行っていたメリルリンチ・クレジットの業務をセンダント社に売却し、2001年1月にはエネルギー取引部門（グローバル・エネルギー・マーケット）をアレゲーニー・エネルギー社に売却している。こうした努力もあり、通年ではほぼ全部門で利益マージンを高めたが、今後の業績次第では、利益率が相対的に低いリテール部門のコスト削減をより進める可能性もあろう。

表 1 メリル・リンチの事業セグメント別利益マージン

メリル・リンチ:事業セグメント別利益率

	1999			2000		
	純収入	税前利益	利益率	純収入	税前利益	利益率
法人・機関投資家グループ	9,792	2,698	27.6%	12,545	3,881	30.9%
個人グループ	10,619	1,386	13.1%	12,095	1,617	13.4%
資産運用	2,245	482	21.5%	2,484	537	21.6%
本社	-335	-360	-	-337	-318	-
計	22,321	4,206	18.8%	26,787	5,717	21.3%

(出所) メリル・リンチ決算速報より野村総合研究所作成

投資銀行業務では、伝統的な引受業務を中心に、通年で 99 年を上回る収益を得たが、直近 2 四半期は連続で対前年比マイナスとなっている。メリル・リンチ投資銀行部門では、ストラテジック・サービスと呼ばれる助言業務を急拡大してきたが、2000 年に M&A 部門の成長を牽引したジャック・レヴィ氏がゴールドマン・サックスへ転籍するなど、人材流出も起き、若干足踏みした格好となっている。一方で、クレディ・スイス・ファースト・ボストンからメディア産業の専門家ルイス・ザカリー氏などを採用するなど、これまで出遅れているといわれたハイテク分野の強化に努めている。

また、トレーディング業務では、2000 年 6 月にハーzog・ハイン・ゲドゥード(Herzog Heine Geduld)を買収(約 9 億ドル)したことが注目される。この買収により、メリルはナスダックの値付け銘柄数を 650 から 8,000 超まで一気に増やした。売買量が急拡大しているナスダック公開株式の売買注文執行を、相当程度内部化できることで、手数料の増加と経費削減の両方を狙えることがメリットと考えられる。

また 2000 年には、リテール部門の再編も行われた。2000 年 2 月に米国リテール部門の統括役員に就任したスタンレー・オニール副社長は、ブローカレッジ出身でなかったことから、どのような戦略を打ち出すかが注目されていたが、5 月の組織改正でウェルス・マネジメント・サービス部を設置し、運用資産 1,000 万ドル以上の顧客を対象とする関連部署を統合するなど、富裕層営業の強化を打ち出した。また、4 月に発表した英国 HSBC との提携も、米国外でのオンライン金融サービスを標榜しているが、欧州・アジアにおける伝統的な銀行業務およびその顧客基盤と、メリルの証券運用・リサーチを組み合わせ、富裕層サービスの国際展開を図ろうという意図が感じられ、今後の動向が注目される。

表2 メリル・リンチの業績推移

メリル・リンチ (百万ドル)	1997	1998	1999	2000	1999-1Q	1999-2Q	1999-3Q	1999-4Q	2000-1Q	2000-2Q	2000-3Q	2000-4Q
手数料	4,995	5,799	6,334	6,977	1,567	1,592	1,440	1,735	2,160	1,647	1,624	1,546
トレーディング	3,827	2,651	4,361	5,995	1,444	1,064	1,059	794	2,038	1,548	1,160	1,249
投資銀行業	2,876	3,264	3,614	4,049	633	908	948	1,125	996	1,087	858	1,108
アセットマネジメント	3,002	4,202	4,753	5,688	1,110	1,159	1,183	1,301	1,390	1,413	1,414	1,471
純金利収入	1,056	1,008	2,087	3,111	380	542	521	644	691	869	775	776
その他	500	623	720	967	132	175	117	296	249	282	318	118
純収入	16,256	17,547	21,869	26,787	5,266	5,440	5,268	5,895	7,524	6,846	6,149	6,268
人件費	8,333	9,199	11,153	13,730	2,762	2,729	2,746	2,916	3,918	3,508	3,146	3,158
その他経費	3,981	3,981	6,638	7,340	1,508	1,680	1,631	1,819	1,921	1,925	1,692	1,802
非金利支出	13,145	15,451	17,791	21,070	4,270	4,409	4,377	4,735	5,839	5,433	4,838	4,960
税前利益	3,111	2,096	4,078	5,717	996	1,031	891	1,160	1,685	1,413	1,311	1,308
純利益	1,935	1,259	2,618	3,784	609	673	572	764	1,101	921	885	877

(出所) メリル・リンチ決算資料より野村総合研究所作成

## 2) ゴールドマン・サックス

2000年の純収益は165.9億ドルで前年比24%増、純利益は30.7億ドルで同13%増であった（ただし、スピア・リーズ&ケロッグの買収に伴う特別償却の影響を除くと、純利益は32.5億ドル、前年比20%増となる）。

投資銀行関連業務では、株式・債券の引受収入が好調で、3年ぶりにアドバイザー収入を上回った。アドバイザー業務では、引き続き大型案件を中心にM&Aアドバイザーに指名されており、一種の受注残を形成している。ボイスストリーム・ワイヤレスへの助言（ドイツテレコムからの買収提案、買収総額約539億ドル）、アソシエイツ・ファースト・キャピタルへの助言（シティグループからの買収、約310億ドル）などが代表的な案件である。

トレーディング業務では、派生商品のトレーディングを中心に株式関連だけで34.9億ドルの収益をあげたことが注目される（99年から78%増）。また一方で、自己勘定による投資（プリンシパル・インベストメント）収益が、前年の9.5億ドルから1.3億ドルへと相当の減少となったことも注目される。ゴールドマンの自己勘定投資による収益は、元々は全トレーディング収益の5-10%を占める程度であったが、ベンチャーブームで99年に多額の利益を計上した。2000年も、98～99年に株式公開した投資先のロックアップ期間が終了するのに伴い、株式売却による実現利益が計上されるようになっており、第3四半期には4.8億ドル程度の利益を計上できた。ところが、ハイテク産業の株価下落の影響を受け、第4四半期は一転して未実現損失（約2.4億ドル）を計上せざるを得なくなり、乱高下となっている。ゴールドマンは、当面は四半期ごとに3億ドル程度の実現利益を計上できると予想しているが、回収見通しが急速に悪化しつつある投資先が生み出す損失との相殺となる可能性も大きい。

トレーディング業務に関連して、ナスダックのマーケット・メイカー（値付け業者）を相次いで買収していることが注目される。1999年にはハル・グループ、2000年にスピア・リーズ&ケロッグ（SLK）を買収し、2001年になってからベンジャミン・ジェイコブソン・

アンド・サンズの買収 (2.5 億ドル) も発表している。SLK はニューヨーク証取のスペシャリストとしても最大手であり、クリアリング業務も手がけている。これらは機関投資家ブローカレッジ業務での収益拡大と、トレーディング収入の安定化を目指した動きであるといわれている。

アセットマネジメント業務では、富裕層顧客の開拓などが功を奏し、預かり資産が増大している (99 年末比で 14% 増の約 2,940 億ドル)。ただ、収益貢献度はまだ低く、収益性の向上が課題とされている。

表 3 ゴールドマン・サックスの業績推移

ゴールドマン・サックス (百万ドル)	1997	1998	1999	2000	1999-1Q	1999-2Q	1999-3Q	1999-4Q	2000-1Q	2000-2Q	2000-3Q	2000-4Q
手数料	989	1,368	1,522	2,307	327	361	395	439	625	556	530	596
トレーディング	2,926	2,379	5,773	6,627	1,357	1,719	1,447	1,250	2,096	1,335	2,115	1,025
投資銀行業	2,587	3,368	4,359	5,371	902	1,002	1,150	1,305	1,230	1,585	1,321	1,220
アセットマネジメント	945	1,405	1,691	2,285	409	388	416	478	544	606	561	574
純収入	7,447	8,520	13,345	16,590	2,995	3,470	3,408	3,473	4,493	4,155	4,527	3,415
人件費	3,097	3,838	6,459	7,773	1,275	1,953	1,704	1,527	2,247	2,077	2,263	1,186
その他経費	1,336	1,761	4,894	3,797	532	3,003	622	737	767	820	891	1,319
非金利支出	4,433	5,599	11,353	11,570	1,807	4,956	2,326	2,264	3,014	2,897	3,154	2,505
税前利益	3,014	2,921	1,992	5,020	1,188	-1,486	1,082	1,209	1,479	1,258	1,373	910
純利益	2,746	2,428	2,708	3,067	1,007	340	638	723	887	755	824	601

(出所) ゴールドマン・サックス決算資料より野村総合研究所作成

### 3) モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター (MSDW)

2000 年度の純収入は 264.3 億ドル (99 年度から 20% 増)、純利益は 54.6 億ドル (14% 増) と史上最高益となった。

投資銀行業務収入では、株式とアドバイザーが好調で、債券 (特にハイイールド債) での減速感を相殺したが、下半期は頭打ちとなっている。企業再編が活発な欧州で、M&A アドバイザー業務だけでなく、株式引受・債券引受でも上位 2 社に入る活躍をみせており、バランス良く収益基盤を固めたといえよう。2000 年に欧州最大の M&A 案件となったグラクソ・ウエルカムによるスミスクライン・ビーチャム買収 (買収総額約 760 億ドル) でスミスクライン側の単独アドバイザーに指名されている。

2000 年の決算で目立ったのは、トレーディング収益の乱高下である。第 1 四半期だけで 27 億ドルに達する収益をあげた後悪化し、第 4 四半期は第 1 四半期の約 3 分の 1 の水準まで落ち込んだ。第 2 四半期には、プライベートエクイティ投資で 1.97 億ドルの損失を計上、第 4 四半期にも同様に約 7,000 万ドルの損失を計上した。第 3 四半期には、ハイイールド債取引で約 7,000 万ドルの評価損を計上したが、この決算を発表する直前に 10 億ドル規模の巨額損失を被ったという噂が流れてしまい、株価が急落するという事件が起きた。

他の業務の収益が減少するなか、アセットマネジメント収入は順調に伸び、収益の柱として浮上した。新しく設定したミューチャルファンドの販売が好調に推移するなど、資金流入が多かったことが要因とみられる。アセットマネジメント収入に含まれるクレジット

カードのメンバーフィーやサービシングフィーは、横ばいから微増となった。

表4 MSDWの業績推移

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター (百万ドル)	1997	1998	1999	2000	1999-1Q	1999-2Q	1999-3Q	1999-4Q	2000-1Q	2000-2Q	2000-3Q	2000-4Q
投資銀行業	2,694	3,340	4,523	5,008	957	1,022	1,207	1,338	1,335	1,370	1,172	1,131
トレーディング	3,654	3,380	6,707	7,586	1,956	2,076	1,256	1,427	2,708	2,265	1,698	915
手数料	2,059	2,317	2,774	3,645	665	733	709	741	984	972	831	858
アセットマネジメント	4,971	5,424	5,856	7,449	1,308	1,432	1,530	1,550	1,696	1,871	1,963	1,919
純金利収入	1,284	1,749	1,836	2,248	426	292	602	516	594	499	480	675
その他	144	198	248	491	39	67	39	74	94	91	150	156
純収入	14,833	16,444	21,946	26,427	5,351	5,645	5,343	5,633	7,411	7,068	6,294	5,654
人件費	6,019	6,636	8,398	10,936	2,363	2,413	2,302	1,320	3,408	3,097	2,656	1,775
その他経費	4,540	5,108	5,883	7,000	1,316	1,386	1,478	1,703	1,571	1,676	1,763	1,990
非金利支出	10,559	11,744	14,281	17,936	3,679	3,799	3,780	3,023	4,979	4,773	4,419	3,765
税前提益	4,274	5,385	7,728	8,526	1,672	1,858	1,563	2,635	2,432	2,295	1,910	1,889
純利益	2,586	3,276	4,791	5,456	1,037	1,151	970	1,633	1,544	1,458	1,246	1,208

(出所) モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター決算資料より野村総合研究所作成

#### 4) リーマン・ブラザーズ

2000年度の純収入は77億ドル（前年度比44%増）、純利益は17.8億ドル（同57%増）と買収等がなかったにもかかわらず、大幅な増収増益率を記録した。

リーマン・ブラザーズは、1994年にアメリカン・エキスプレスから分離・独立し株式公開して以降、リチャード・ファルドCEOの主導でコスト削減・リテール業務からの撤退・債券以外の業務強化などを進め、増益を続けており、2000年は特に名門投資銀行の復活を印象づけた年であったといえよう。

なかでも、投資銀行部門は復活の象徴ともいえる存在である。最近の高い評価は、通信産業での活躍によるところが大きい。例えば、1999年の欧州域内M&Aで最大の案件となった、オリベッティによるテレコム・イタリア買収（買収総額約348億ドル）では、オリベッティから単独のアドバイザー受託を目指したチェースと激しく争って、コ・アドバイザーの地位を得、リーマンの欧州での伝統と強さを市場関係者に再認識させる結果となった。また、99年のAT&Tによるメディアワンの買収（約631億ドル）では、メディアワンのアドバイザーとして、先に買収をしかけていたコムキャストを上回るオファーをAT&Tから引き出す役割を演じたといわれている。2000年には、テキサコを買収するシェブロン（約428億ドル）のアドバイザーに指名されているほか、金融・エネルギーなどM&Aが活発な産業に絞り込んだ戦略をとっている。もっとも、ランキング（米国企業を含む契約締結ベース）に限ってみれば、最近は7-8位前後に甘んじている。

引受業務においては、MBS（住宅ローン担保債券）及びABS（資産担保証券）分野で伝統的な強さを維持しているが、債券引受全般では3強及びソロモン・スミス・バーニーに若干水をあけられている。この点に関しては、1998年夏のロシア金融危機とそれに引き続いたロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻をきっかけに、リーマンの中で債券引受に対するリスク意識が強まっているためともいわれている。

リーマン・ブラザーズが、かつての退潮から前進へ転じたのは明らかといえよう。しか

し、3強の次に位置する投資銀行の再編が当然のように見られている現在の空気のなかで、今後も独立を維持できるかどうかはわからない。もっとも、株式時価総額は2000年の2-3月頃の約70億ドルから、2001年2月現在、約180億ドル超まで増大しており、被買収候補としての魅力が薄れているのも事実である。

表5 リーマン・ブラザーズの業績推移

リーマン・ブラザーズ (百万ドル)	1997	1998	1999	2000	1999-1Q	1999-2Q	1999-3Q	1999-4Q	2000-1Q	2000-2Q	2000-3Q	2000-4Q
トレーディング	1,461	1,373	2,341	3,713	534	685	492	623	1,114	870	1,071	659
投資銀行業	1,275	1,441	1,682	2,216	313	445	499	432	602	480	582	552
手数料	423	513	651	944	146	168	151	186	229	226	234	254
純金利収入	625	761	602	700	108	150	181	163	175	159	154	212
その他	89	25	64	134	17	7	33	7	82	20	11	21
純収入	3,873	4,113	5,340	7,707	1,118	1,455	1,356	1,411	2,202	1,755	2,052	1,698
人件費	1,964	2,086	2,707	3,931	567	738	688	715	1,145	912	1,067	806
その他経費	972	975	1,002	1,197	242	251	251	258	263	285	312	338
非金利支出	2,936	3,061	3,709	5,128	809	989	939	973	1,408	1,197	1,379	1,144
税前利益	937	1,052	1,631	2,579	309	466	417	438	794	558	673	554
純利益	647	736	1,132	1,775	211	330	290	301	541	378	457	399

(出所) リーマン・ブラザーズ決算資料より野村総合研究所作成

## 5) ベア・スターンズ

ベア・スターンズは、リーマン・ブラザーズとは対照的に、業績の伸びは停滞気味で、収益性も悪化している。ベア・スターンズの2000年度(2000年度より11月決算に変更)の純収入(約55億ドル)は前年比約7%増、買収効果を除外した純利益(約8.7億ドル)は約5%増(買収効果を考慮すると約7%の減益)にとどまっている。四半期別にみると、2000年第2四半期以降、3期連続で純利益は対前年比マイナスとなっている。

主力のトレーディング収入は対前年比でほぼ横ばい、手数料収入は増収となった。またグローバル・クリアリング・サービス事業(収益はトレーディングと手数料に振り分けて計上しているとみられる)が、2000年度は機関投資家の売買高増大を受け、好業績となった。トレーディングでは、株式の増収分を債券の減収で相殺した形となっている。

投資銀行業務収入は、対前年比で約3%の減収となったが、M&Aアドバイザーは増収となった模様である。大型案件の中では、ゼネラル・エレクトロニックによるハネウエルの買収(買収総額452億ドル)で、ハネウエル側の単独アドバイザーに指名されている。

アセットマネジメントとリテール証券事業を含む「ウエルス・マネジメント」部門は、ベア・スターンズの収益の中ではそれほど比重が高くない(手数料収入に包含されているとみられる)が、2000年度通年では17%程度の収益増となっている。

こうした業績の停滞から、情報システム部門で63人のレイオフを実施するなど、コスト削減にも動き始めた。しかし、時価総額が100億ドルを下回っており、買収されたペインウエバー(買収価額108億ドル)、DLJ(同115億ドル)と同程度の企業価値であることから、ベア・スターンズが次の再編において買収標的になるという見方は多い。

表 6 ベア・スターズの業績推移

ベア・スターズ (百万ドル)	6月決算				11月決算P				11月決算			
	1997	1998	1999	2000	1999-1Q	1999-2Q	1999-3Q	1999-4Q	2000-1Q	2000-2Q	2000-3Q	2000-4Q
手数料	732	903	1,022	1,207	247	272	239	265	310	322	262	313
トレーディング収入	1,571	1,727	2,278	2,254	620	662	497	499	648	514	528	564
投資銀行業務	663	1,001	1,056	1,022	236	245	266	310	308	236	237	241
純金利収入	507	647	642	841	159	155	165	163	188	232	209	212
その他	52	63	119	151	22	23	29	44	52	17	35	47
純収入	3,526	4,341	5,116	5,476	1,284	1,356	1,196	1,281	1,506	1,321	1,271	1,377
人件費関連	1,727	2,112	2,527	2,814	628	676	602	621	719	705	664	727
その他経費	785	1,166	1,262	1,490	286	357	400	330	334	451	338	367
非金利支出	2,512	3,278	3,788	4,304	914	1,033	1,002	951	1,052	1,155	1,002	1,095
税前利益	1,014	1,063	1,328	1,172	370	323	366	282	454	166	270	282
純利益	613	660	829	773	231	198	192	208	278	118	181	195

注：1999年度数値は98年12月から99年11月の12ヶ月間についてさかのぼって修正計算した情報  
(出所) ベア・スターズ決算資料より野村総合研究所作成

## 6) JP モルガン・チェース

チェース・マンハッタンは、2000年9月13日にJPモルガンの買収を発表、同年12月31日に買収を完了し「JPモルガン・チェース」となった。世界最大級のホールセール・バンク登場と話題を呼んだが、足下の業績の方は好調とはいえない。合併発表後初の四半期決算となった2000年第3四半期は、税引利益で前年比約25%減、つづく第4四半期も約68%減と、大幅減益となっている。結局、JPモルガン合併の影響を2000年初より考慮した2000年通年の総収入は前年比48.2%増、税引利益は5.2%増という結果となった。

このように合併効果が吹き飛んでしまった要因は、旧チェースのプライベートエクイティ投資部門である「JPモルガン・パートナーズ(旧チェース・キャピタル・パートナーズ)」の赤字と、主力の投資銀行業務の減益である。

JPモルガン・パートナーズについては、近年ニューエコノミー分野への投資を急増していたこと、実現益に加えて時価評価損益も計上する会計方針をとっていることから、部門収益の振幅が大きくなっている。直近3四半期についても、実現益は每期計上しているものの、評価損が発生している。すでに公開した投資先の株価が低迷していることから、株価の影響を受けやすい体質となっている。

JPチェースの投資銀行部門は、債券株式引受、M&Aアドバイザーなどに加えて、旧チェース・マンハッタンが米国1位のマーケットシェアを有しているローン・シンジケーションの組成手数料などが収益となる。ハンブレクト&クイストの買収(99年)など投資銀行業務拡大戦略によって、99年には旧チェースの安定収益源であった信託・カストディ・投資顧問手数料を上回る投資銀行業務収入をかせぎだすまでになった。チェースは、2000年にこの流れを一気に加速し、ブティック投資銀行だったビーコン・グループ(7月)と、英国の投資銀行であるロバート・フレミングを買収(8月)し、JPモルガンの買収にいたった。こうした積極策により、投資銀行ビジネスのさまざまなカテゴリーで上位にランクされるなど、存在感を高めているが、一方で、買収に伴い費用面の負担も顕著になってきている。このように、2000年はチェース・マンハッタンの伝統的銀行業からの脱却が一応

の完成をみた年であったが、成否は今後にかかっているといえよう。

## 7) シティグループ (ソロモン・スミス・バーニー)

シティグループの事業部門のうち、ソロモン・スミス・バーニー (SSB) が属するグローバル・コーポレート&インベストメント・バンキング部門は、99年度の全基幹事業利益の約51% (未公開株投資収益を含めると約62%) を占め、収益の柱となっている。SSBは部門収益の46%、同じく純利益の48%を生み出しており、合併1年目のシティグループの業績を支えたのはSSBの貢献によるところが大きかったといえるだろう。ちなみに2000年度の基幹事業利益 (除くアソシエイツ) は、127.6億ドル (前年比28%増) で、グローバルコーポレート&インベストメントバンキング部門は50% (63.7億ドル) を占めた。

2000年も、第3四半期まではSSBの収益・基幹事業利益は好調に推移し、シティの業績を牽引した。しかし、SSBとグローバル・リレーションシップ・バンクを合算して基幹事業利益を開示するようになった2000年第4四半期から、投資銀行部門の利益成長は急速に悪化した。この収益悪化をその他の部門 (新興市場、法人向け保険業務など) が補ったことで、多角化による安定した収益力を発揮している。

SSBの投資銀行業務は、一連の合併によるメリットを最も享受しているビジネスではないか、といわれている。1999年の年次報告は「債券株式引受・M&AなどにおけるSSBとシティバンクの共同案件は99年までに約300件のぼり、シティバンクとの連携なしにSSBの増収増益はありえなかった」としている。通信・ハイテク産業を極端なまでに重視しているのが最近の傾向で、これらの産業に詳しい専門家を多く登用し、人気アナリスト (通信担当のジャック・グルブマン氏) の提言力を投資銀行業務の受注に生かしているともいわれる。トムソン・フィナンシャル・セキュリティーズ・データ社の調査によれば、1999年にSSBが手がけた株式引受業務のうち、取扱額の49%を通信関連の企業が占めたという<sup>1</sup>。2000年にも106億ドルの大型調達となったAT&Tワイヤレス (AT&Tの携帯電話事業部門の業績に連動するトラッキング・ストック) のIPO幹事を獲得して注目を集めたが、その後は通信・ハイテク企業の株価下落などで通信重視の姿勢が今後も収益に寄与していくのかどうかポイントとなっている。

## 2. 2000年の米国投資銀行ビジネスの概況

### 1) 証券発行市場と引受ランキング

トムソン・フィナンシャル・セキュリティーズ・データ社の調査によれば、2000年にお

---

<sup>1</sup> ゴールドマン・サックスで同じ比率をみると28%、MSDWでは25%、メリル・リンチは17%であった。



ける米国の債券・株式発行は、約 1.96 兆ドルと前年（約 2.13 兆ドル）から約 8%の減少となった。株式と投資適格長期社債の発行は伸びたものの、ハイイールド債、住宅ローン担保証券（MBS）、転換社債などが大きく減少し、その他の証券は微減となっている。

投資適格債発行市場では、史上最高の米国外企業によるドル建て大型起債である、ブリティッシュ・テレコム（BT）による 100 億ドルの社債発行があった（幹事会社は MSDW、メリル・リンチ、ソロモン・スミス・バーニー）。BT の起債は、欧州次世代携帯電話の事業免許取得費用の高騰を背景としたものであったが、ドイツテレコムなど他の欧州通信大手も大量の資金調達を実施もしくは予定したことから、各社の社債価格は大幅に下落（利回りが高騰）しており、流通市場の懸念材料となっている。さらに、ゼロックス、ダイムラー・クライスラーの北米部門など、米国大企業の業績悪化が表面化する中、企業の資金調達の収縮が懸念されていた。年明けにニューヨーク連銀が利下げに踏み切ったことから、社債発行の活発化が期待されているが、景気・株価の先行きも不透明であり、予断を許さない状況にある。取扱発行額ランキングでは、ソロモン・スミス・バーニーが 1 位となった。JP モルガン・チェースは 2 位となったが、旧 JP モルガンの取扱額がそれほど伸びなかったことが 1 位をとれなかった要因とみられる。一方、メリル・リンチは 3 位となり、商業銀行系投資銀行に押された格好となった。

ハイイールド債の発行市場は、株式 IPO 市場と同様、乱高下した一年であり、第 1・第 3 四半期は高水準だったが、第 2・第 4 四半期の停滞が目立った。これは、ハイテク・通信セクターのハイイールド債発行体に占める比重が高かったことに起因していると考えられる。ランキングでは、クレディ・スイス・ファースト・ボストン（CSFB）が、従来ハイイールド債の引受でトップを走ってきたドナルドソン・ラフキン・ジェンレット（DLJ）を買収しトップとなったが、発行低迷のあおりで取扱額は昨年より半減しており、いまのところ買収による効果を十分得ることができずにいる。市場縮小により、準大手投資銀行においては、ハイイールド債部門の業務縮小やリストラも取りざたされている。

表 7 社債引受ランキング

投資適格債（長期）引受ランキング

2000			1999			1998			
	取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	
1	SSB	68.2	15.9	JPモルガン・チェース	54.5	14.4	メリル・リンチ	71.5	17.9
2	JPモルガン・チェース	61.5	14.3	メリル・リンチ	53.9	14.2	MSDW	56.4	14.1
3	メリル・リンチ	53.1	12.4	SSB	50.9	13.4	ゴールドマン・サックス	53.2	13.3
4	MSDW	52.2	12.1	MSDW	44.6	11.8	SSB	51.7	12.9
5	ゴールドマン・サックス	40.8	9.5	ゴールドマン・サックス	39.2	10.4	JPモルガン	33.4	8.4
6	リーマン・ブラザーズ	35.9	8.4	CSFB	34.5	9.1	リーマン・ブラザーズ	29.0	7.3
7	CSFB	30.5	7.1	リーマン・ブラザーズ	30.8	8.2	CSFB	22.9	5.7
8	バンク・オブ・アメリカ証券	27.3	6.4	バンク・オブ・アメリカ証券	15.9	4.2	チェース・マンハッタン	22.7	5.7
9	UBSウォーバーク	11.7	2.7	ベア・スターンズ	13.5	3.6	ベア・スターンズ	14.3	3.6
10	ベア・スターンズ	10.9	2.5	UBSウォーバーク	9.2	2.4	ウォーバーク・ディロン・リード	9.3	2.3
	合計	429.5		合計	378.5		合計	399.3	

■ 資本市場クォーターリー 2001 年 春

ハイイールド債 引受ランキング

2000		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	1999		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	1998		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)
1	CSFB	10.2	23.8	CSFB	22.1	23.4	DLJ	21.6	14.3		
2	ゴールドマン・サックス	5.6	13.1	SSB	13.4	14.2	MSDW	19.6	12.9		
3	SSB	5.3	12.4	JPモルガン・チェース	12.8	13.5	SSB	19.5	12.9		
4	MSDW	4.7	11.0	ゴールドマン・サックス	10.7	11.4	メリル・リンチ	12.8	8.5		
5	JPモルガン・チェース	4.3	10.0	MSDW	8.3	8.8	ゴールドマン・サックス	11.3	7.5		
6	メリル・リンチ	2.6	6.1	メリル・リンチ	5.7	6.0	ドイツ銀行	10.1	6.7		
7	ドイツ銀行	2.5	5.8	リーマン・ブラザーズ	4.3	4.6	チェース・マンハッタン	8.8	5.8		
8	バンク・オブ・アメリカ証券	2.4	5.5	ベア・スターンズ	4.1	4.4	リーマン・ブラザーズ	8.1	5.4		
9	リーマン・ブラザーズ	1.9	4.4	バンク・オブ・アメリカ証券	2.9	3.1	CSFB	8.1	5.4		
10	UBSウォーバーク	1.2	2.9	ドイツ銀行	2.4	2.5	ベア・スターンズ	7.0	4.6		
	合計	42.9		合計	94.5		合計	151.3			

(注) クレディ・スイス・ファースト・ボストン、JP モルガン・チェースについては、1999 年に遡って取扱発行額を集計し、ランキングをつけている。

(出所) インベストメント・ディーラーズ・ダイジェスト誌より野村総合研究所作成

新規株式公開 (IPO) を含む株式発行市場は、株価の下落にもかかわらず、史上最高の発行量を記録した。しかし、実際には第 2 四半期以降は減速しており、2001 年も引き続きマーケットの停滞が予測されている。

普通株全体の発行引受ランキングでは、ゴールドマン・サックスが順調に取扱発行額を増やし 1 位を守った。またゴールドマン・サックスは IPO ランキングでもシェアを上げ、強さをみせた。普通株・IPO とも 2 位の MSDW も取扱発行額を若干は増加させたが、ゴールドマンとの格差は若干広がった。CSFB は DLJ 合併の結果、メリル・リンチを抜いてトップ 3 に入った。

表 8 株式引受ランキング

普通株

2000		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	1999		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	1998		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)
1	ゴールドマン・サックス	49.2	22.1	ゴールドマン・サックス	33.7	19.3	MSDW	17.7	16.5		
2	MSDW	34.9	15.7	MSDW	32.7	18.7	ゴールドマン・サックス	16.0	14.8		
3	CSFB	30.2	13.5	CSFB	25.4	14.6	メリル・リンチ	15.9	14.7		
4	メリル・リンチ	26.3	11.8	メリル・リンチ	17.3	9.9	DLJ	7.8	7.3		
5	SSB	19.2	8.6	SSB	13.2	7.6	ソロモン・スミス・バーニー	7.5	7.0		
6	JPモルガン・チェース	11.2	5.0	JPモルガン・チェース	12.8	7.3	JPモルガン	5.6	5.2		
7	リーマン・ブラザーズ	7.9	3.5	リーマン・ブラザーズ	6.6	3.8	ドイツ銀行	5.3	4.9		
8	ドイツ銀行	7.4	3.3	ドイツ銀行	5.5	3.2	CSFB	4.4	4.1		
9	フリード・ボストン・フィナンシャル	6.4	2.9	ベア・スターンズ	5.1	2.9	リーマン・ブラザーズ	3.9	3.6		
10	バンク・オブ・アメリカ証券	3.5	1.6	フリード・ボストン・フィナンシャル	4.3	2.5	ベア・スターンズ	3.7	3.4		
	上位10社合計	222.9	88.0	上位10社合計	174.7	89.8	上位10社合計	87.8	81.5		

IPO

2000		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	1999		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)	1998		取扱発行額 (10億ドル)	シェア (%)
1	ゴールドマン・サックス	17.7	24.2	ゴールドマン・サックス	12.9	20.3	MSDW	7.9	21.5		
2	MSDW	11.3	15.5	MSDW	12.8	20.2	メリル・リンチ	7.1	19.5		
3	CSFB	11.2	15.3	CSFB	9.8	15.4	ゴールドマン・サックス	3.4	9.4		
4	SSB	8.9	12.1	メリル・リンチ	7.4	11.6	ソロモン・スミス・バーニー	2.5	6.8		
5	メリル・リンチ	6.7	9.2	リーマン・ブラザーズ	2.9	4.5	CSFB	1.9	5.2		
6	ドイツ銀行	3.1	4.2	フリード・ボストン・フィナンシャル	2.7	4.2	ペイン・ウェーバー	1.7	3.8		
7	JPモルガン・チェース	2.6	3.5	SSB	2.5	4.0	ドイツ銀行	1.3	3.5		
8	リーマン・ブラザーズ	2.5	3.4	JPモルガン・チェース	2.1	3.3	DLJ	1.2	3.3		
9	フリード・ボストン・フィナンシャル	2.1	2.9	ドイツ銀行	2.1	3.3	ベア・スターンズ	1.1	3.1		
10	チャイナ・インターナショナル	1.3	1.8	ベア・スターンズ	2.1	3.3	JPモルガン	1.0	2.7		
	上位10社合計	73.3	92.1	上位10社合計	63.5	90.1	上位10社合計	29.0	78.8		

(注) クレディ・スイス・ファースト・ボストン、JP モルガン・チェースについては、合併前の 1999 年に遡って取扱発行額を再集計し、ランキングをつけている。

(出所) インベストメント・ディーラーズ・ダイジェスト誌より野村総合研究所作成

## 2) M&A アドバイザリー

2000年中に契約が締結された案件(completed deals)をベースとしたトムソン社の集計結果では、各社とも99年より取扱金額を増やしている。締結ベースのランキングでは、ゴールドマン・サックス、MSDW、メリル・リンチの3強が維持されたが、公表段階の案件(announced deals)ベースでは、DLJを買収したCSFBの躍進が目立っている。もともと、旧DLJが、案件数では非常に多く、中型の案件や欧州企業とのクロスボーダー案件で強みをもつ素地があった。

今後のM&A市場は、最近2年のような活発な取引は行われず、アドバイザリー収入を増大させてきた投資銀行も、2001年には成長の壁に当たるという見方が多い。企業再編が活発化し、M&A市場の牽引役として期待された欧州でも、案件数は急増しているが、案件価額は頭打ちの傾向にある。

このように、2001年の投資銀行業界では、徐々に厳しくなる市場環境のなかで、収益性向上や効率化への動きが注目を集めることとなろう。

（関 雄太）

《参考》

表9 M&A フィナンシャルアドバイザーランキングの推移

(米国企業を含むディール・締結ベース、単位:百万ドル、97年まで順位のみ)

	95			96			97			1998			1999			2000		
	金額	順位	件数	金額	順位	件数	金額	順位	件数	金額	順位	件数	金額	順位	件数	金額	順位	件数
ゴールドマン・サックス	2	2	3	435,570	2	207	614,086	1	232	755,730	1	216						
MSDW(*1)	1	1	2	320,682	3	205	361,566	3	196	563,055	2	193						
メリルリンチ	8	3	1	441,732	1	192	297,112	4	174	516,073	3	138						
CSファースト・ボストン(*3)	5	6	5	222,772	5	128	377,355	2	359	470,991	4	394						
チェース・マンハッタン	NA	NA	18	103,815	10	101	258,042	5	200	397,724	5	212						
ソロモン・スミス・バーニー(*2)	3	4	4	284,538	4	214	231,778	6	207	379,013	6	173						
リーマン・ブラザーズ	4	5	10	219,336	6	114	78,249	7	120	250,357	7	125						
ベア・スターンズ	6	10	6	55,751	14	65	71,100	8	83	235,718	8	72						
ラザード・ハウス	7	8	7	171,457	8	72	39,532	12	51	164,176	9	59						
UBSウオーバーク(*4)	12	15	11	97,114	11	72	50,852	11	117	140,300	10	92						
ドレスナー・クラインオート・ワッサーズタイン(*5)	16	13	NA	13,746	19	42	52,266	10	51	117,528	11	46						
ドイツ銀行	NA	NA	16	96,455	12	118	60,785	9	105	69,892	12	91						
DLJ	10	11	9	91,604	12	202	—	—	—	—	—	—						
JPモルガン	12	9	8	172,404	7	99	—	—	—	—	—	—						
合計	—	—	—	1,330,044	—	9,922	1,313,717	—	9,105	1,717,938	—	8,435						

\*1: 1996年までモルガンスタンレー

\*4: 1996年までデロン・リード

\*2: 1996年までソロモンブラザーズ

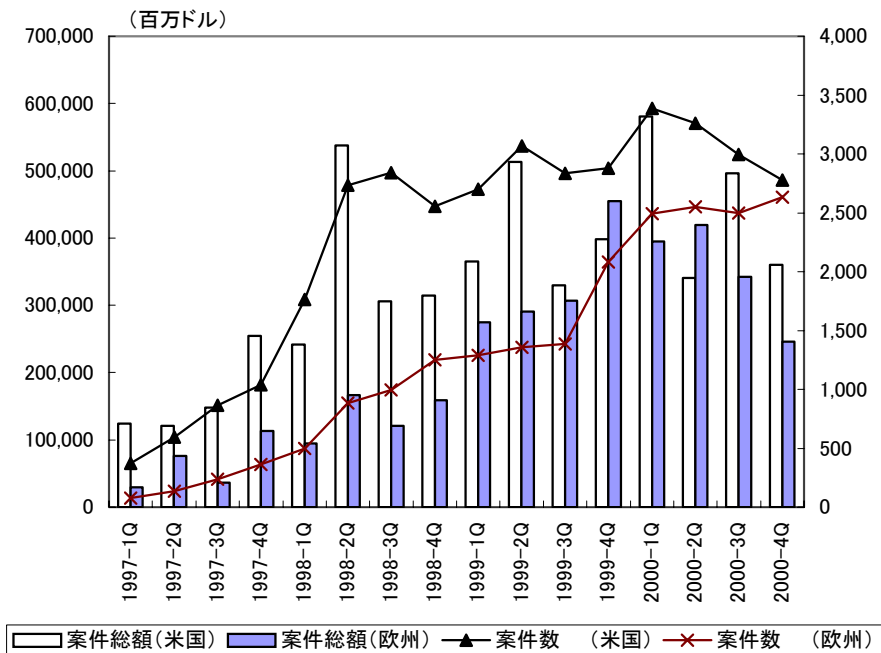
\*5: 1998年までワッサーズタイン・ペレラ

\*3: 1991年までファーストボストン

(注) クレディ・スイス・ファースト・ボストン、JPモルガン・チェースについては、1999年に遡って取扱発行額を集計し、ランキングをつけている。

(出所) インベストメント・ディーラーズ・ダイジェスト誌より野村総合研究所作成

図1 米国・欧州のM&A案件数・価額推移(四半期別)



(出所) ブルームバーグ M&A 統計より野村総合研究所作成

表 10 米国投資銀行業界に関連した合併・買収

1997年	モルガン・スタンレー スイス銀行(SBC) バンカーズ・トラスト バンカメリカ ネーションズ・バンク トラベラーズ(スミス・バーニー) メリル・リンチ UBS	ディーン・ウイッター ディロン・リード アレックス・ブラウン ロバートソン・スティーブンス モンゴメリー証券 ソロモン・ブラザーズ マーキュリー・アセット・マネジメント SBC(ウオーバーク・ディロン・リード)	合併 買収 合併 買収 買収 合併 買収 合併	米証券=米証券・カード 欧州銀行→米証券 米銀行=米証券 米銀行→米証券 米銀行→米証券 米銀行→米証券 米コングロマリット=米証券 米証券→英運用 欧州銀行=欧州銀行
1998年	トラベラーズ(ソロモン・スミス・バーニー) メリルリンチ バンクポストン メリルリンチ ドイツ銀行	シティコープ 山一証券 ロバートソン・スティーブンス(バンカメリカ投資銀行部門) ミッドランド・ウオルウイン バンカース・トラスト(アレックス・ブラウン)	合併 買収 買収 買収 買収	米コングロマリット=米銀行 米証券→日証券 米銀行→米証券 米証券→カナダ証券 欧州銀行→米銀行・証券
1999年	フリード・フィナンシャル(クイック・アンド・ライリー) チェース・マンハッタン	バンクポストン(ロバートソン・スティーブンス) ハンブレクト・アンド・クイスト	合併 買収	米銀行=米銀行 米銀行→米証券
2000年	シティグループ チェース・マンハッタン チェース・マンハッタン UBS(UBSウオーバーク) クレディ・スイス(CSファースト・ポストン) チェース・マンハッタン ドレスナー銀行(クライノート・ベンソン)	シュローダーズ ロバート・フレミング ビーコン・グループ ペインウェパー ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット(DLJ) J.P.モルガン ワッサーズ・ペレラ	買収 買収 買収 買収 買収 買収 買収	米コングロマリット→英証券 米銀行→英証券 米銀行→米投資銀行 欧州銀行→米証券 欧州銀行→米証券 米銀行→米銀行 欧州銀行→米投資銀行

(出所) 野村総合研究所