

## スイス・ドイツ金融グループの投資銀行業務の展開

欧州の大手金融グループが、株式、債券引受、M&A アドバイザリーといった投資銀行業務を拡大している。本稿では、クレディスイス・グループ、UBS、ドイツ銀行の投資銀行戦略を概観する。

### 1. 欧州金融グループの投資銀行業務拡大の背景

クレディスイス・グループ (Credit Suisse Group)、UBS (United Bank of Switzerland)、ドイツ銀行 (Deutsche Bank AG) は、円換算で総資産 70~100 兆円、純利益 4,000~5,000 億円に達しており、事業規模、収益力ともに世界有数の金融グループである (表 1)。

各グループが本格的に投資銀行業務の体制整備に着手したのは、クレディスイスが 1980 年代後半、UBS の前身の旧スイス銀行 (現在の UBS は 1998 年にスイス銀行とスイスユニオン銀行が合併して誕生) が 1990 年代初頭、ドイツ銀行が 1990 年代半ばのことだった。

表 1 欧州 3 大金融グループの概要

	クレディスイス・グループ	UBS	ドイツ銀行
(1) 創立	○1856年	○旧SBC: 1872年・旧UBS: 1912年	○1870年
(2) 総資産	○9874.3億スイスフラン (69.1兆円)	○108.7億スイスフラン (76.1兆円)	○9,670億ユーロ (103.5兆円)
(3) 収益	○372.3億スイスフラン (2.61兆円)	○364.0億スイスフラン (2.55兆円)	○286.5億ユーロ (3.06兆円)
(4) 純利益	○57.8億スイスフラン (4,049億円)	○81.3億スイスフラン (5,692億円)	○49.5億ユーロ (5,295億円)
(5) 従業員数	○80,538名 (国外: 52,303名)	○71,076名 (国外: 約40,981名)	○93,232名 (国外: 約42,000名) (1999年)
(6) 拠点数 (1999年)	○スイスを含み51拠点 ○スイス国内239本支店	○スイスを含み50ヶ国95拠点 ○スイス国内385本支店	○独国内本支店を含み70ヶ国2,374拠点
(7) 財務データ	○長期格付: AA- (S&P) ○BIS自己資本比率: 18.2% (Tier1: 11.3%) ○BIS自己資本: 435.6億スイスフラン	○長期格付: AA+ (S&P) ○BIS自己資本比率 (Tier1) : 11.7%	○長期格付: AA (S&P) ○BIS自己資本比率: 12.0% (Tier1: 5.9%) ○BIS自己資本: 352億ユーロ (1999年)
(7) 投資銀行部門データ (1999年)	①名称: CS・ファーストボストン ②陣容: 15,185名 ③収益: 145.3億スイスフラン ④責任者: アラン・ウィート ⑤最近の主な業績 (1999~2000年) ・独がムラー・クライスター、米クライスターの合併でクライスターの単独アドバイザー ・米アルコアによるレイノルズ・メタル買収アドバイザー etc.	①名称: UBSウォーバーク ②陣容: 40ヶ国・12,694名 ③収益: 129.1億スイスフラン ④責任者: マーカス・グランジオール ⑤最近の主な業績 (1999~2000年) ・スプリント社のMCI買収アドバイザー ・英ボーグフォン・エアタッチによる独マンネスマン買収アドバイザー ・ドイツポストのネットIPO主幹事 etc.	①名称: GCI (Global Corporations & Institutions) ②陣容: 株式約2,300、マーケット約2,200名 etc ③収益: 95.9億ユーロ ④責任者: ヨゼフ・アッカーマン ⑤最近の主な業績 (1999~2000年) ・ドイツテレコムの子会社増資主幹事 ・フランステレコムの子会社買収アドバイザー etc.

注) 1スイスフラン=70円、1ユーロ=107円で換算

(出所) 野村総合研究所作成

## 1) スイス市場の地盤沈下とスイス金融機関

1980年代、スイス金融機関は、欧米の富裕層、アジアの華僑といった「世界中の資金の余っているところ」から資金を預かり運用して手数料を稼ぐ一方、日欧米の企業にユーロ市場での起債を仕掛け、また手数料を手にするといった戦略を展開していた。

世界から流入する資金の受け皿となったのが、スイス金融機関の「匿名口座」である。当局も立ち入れない銀行の秘密主義を求め、世界中から匿名口座に膨大な資金が流入した。銀行、証券、信託、運用の兼営が可能なユニバーサルバンク制の下、資金の需要供給両サイドのニーズに広く対応することで、スイス金融機関は多様な収益源を得ることができた。

だが、1980年代後半までに国内市場は転換期を迎えていた。環境変化としては、まず銀行業務の収益性の低下があげられる。貸付利ザヤの縮小に加え、1980年代に拡大した不動産融資が不動産価格の下落で不良債権化し、多額の引当て、不良債権処理の必要が生じた。

また、ロシアのペレストロイカ、ベルリンの壁崩壊といった東西間の緊張緩和という大きな流れのなかで、1980年代後半には「中立国スイス」やスイス銀行部門の役割は後退を余儀なくされていた。これにルクセンブルクなど他市場の成長、スイスフランの下落といった要因が加わり、国内市場の地盤沈下が進行した。

さらに、財政赤字から脱却した北欧諸国の政府債発行が減少するなど発行市場が低迷、日米証券会社との競争激化から、スイス金融機関のユーロ債部門は業績不振に陥った。クレディスイス系投資銀行CSFBは1983年年間引受額を465億ドル、市場シェアを20%以上に伸ばしたが、1980年代後半にはシェアが半減、同社利益は1986年の1.51億スイスフラン、翌年が2.43億スイスフランだったが、1988年には7,470万スイスフランに減少した。

## 2) 銀行業の収益性低下とドイツ金融機関

1980年代から1990年代前半にかけ、欧州他行は、欧州域内の銀行拠点拡大に重点を置いていた。1960~70年代に米銀の欧州進出意欲が高まり、1985年の欧州市場統合計画で域内製造業の国際化が進むに伴い、欧州金融機関は法人サービスの充実に向け域内に拠点網を広げていった。1980年代後半からはリテール強化のため、ドイツ銀行、クレディリヨネといった大手行が域内各国の商業銀行を相次ぎ買収した。ドイツ銀行の場合、1990年代初頭にはスペイン(350店)、イタリア(250店)などで最大の外銀となり在外店舗数は700を超えていた。1989年のベルリンの壁崩壊後は、旧東独への本格進出が優先課題となった。

一方、1990年代前半には企業の資金調達直接金融への移行と借入の抑制から貸付残高の伸び悩みが顕著となった。また、同行の商業銀行貸付の-margin低下が顕著になり始めていた。ドイツ銀行の純利息収益を総資産(トレーディング勘定、保険子会社資産を除く)で除した数値でみた貸付の-marginは、1990年代前半には3%台から2%台に、以後1995年2.25%、1996年1.94%と縮小の一途をたどった(2000年第1四半期1.25%)。

### 3) 投資銀行業務拡大の理由

それまでの主たる営業基盤の収益性低下が著しくなってきたスイス、ドイツの金融機関は、新たな収益機会を求める必要が出てきていた。スイス、ドイツ勢にとって、次の可能性を切り開くのが投資銀行業務であった。

投資銀行業務は一般に、発行市場で証券発行を仲介し、発行者の資金調達に対し各種サービスを行う業務と定義づけられる<sup>1</sup>。業務範囲は幅広いが、大きく引受、トレーディング（ブローカー、ディーラー業務）、M&A アドバイザリー、証券化などに分けられる。

1980年代、引受ける株式、債券、モーゲージ担保証券（MBS）の巨額化、店頭デリバティブの拡大、より大きなポジションをとる証券売買、単なるアドバイザリーではなく LBO など M&A 手法の発達によって、投資銀行には十分な資本力が求められるようになった。

資本力のある金融機関においては、投資銀行業務の可能性は大きく広がった。資本を活用することで、例えば M&A ではアドバイザリー手数料のほかに、ローン斡旋手数料などを得ることができた。スイス、ドイツの金融機関は、自らの資本力を背景に投資銀行業務の拡大を画策した。

バランスシートに出す必要のない準備金（hidden reserve）を大量に抱えるスイス、ドイツの大手行は、1990年代初めまでに BIS 規制比率が 9%を超えており、1992年までいずれもトリプル A の格付けを有していた。特にドイツ銀行の準備金は 500～600 億マルクに及び、欧州随一の資本力を誇っていた（Institutional Investor 誌）。

また、ホームマーケットでの競争激化と不良債権の後遺症の払拭のため、特にスイス金融機関では効率経営やリスク管理の高度化への関心が高まっていた。収益変動が大きい投資銀行業務の拡大にあたり課題となったのは、①リスクの分散、軽減を図れる組織体制、②リスク管理システムなどインフラの構築であった。

スイス、ドイツ大手行は、1990年前後から投資銀行部門の本格的な育成に取りかった。金融機関の買収、人材のスカウトによって投資銀行部門の陣容を拡大し、適切なリスクマネジメントが図れる体制を作り上げていった。スイス勢は小規模な自国市場を飛び出す必要から、またドイツ勢は国内、欧州企業がグローバル化を進めたことから、投資銀行業務は国際的なものとなっていった。

中でもクレディスイスは、1978年に他行に先駆け米大手投資銀行ファーストボストンと合併投資銀行 CSFB をロンドンに設立、1980年代にはトッププレイヤーとしてユーロ市場に君臨していた。1988年から投資銀行部門の本拠地をニューヨークに構え、10年以上も米投資銀行と直に熾烈な競争を繰り広げながら、世界市場で着実に実績を積んできた（表 2）。

<sup>1</sup> 資金の需要者に対し資金を供給する点で、投資銀行業務は商業銀行業務と同様だが、商業銀行は預金や市場性資金を原資として主に短期の運転資金を供給するのに対し、投資銀行は主に設備資金など長期の資金を供給するといった違いがある。

## 2. クレディスイス・グループの投資銀行戦略

### 1) 投資銀行部門の本拠地をニューヨークに移転

1988年12月、クレディスイスはニューヨークに投資銀行統括会社CS・ファーストボストンを設立し、ユーロ市場中心から世界市場をカバーする投資銀行体制に移行した。

1980年代後半、クレディスイスは、トレーディング部門が赤字続きで収益が不安定だったことに加え、1988年初めにブルース・ワッサスタイン、ジョゼフ・ペレラといったスタープレイヤーが辞職してM&A部門が弱体化したファーストボストンを事実上買収した。

表2 投資銀行業務のランキング

#### 【ユーロ債引受】

順位	金融機関	2000年			1999年			
		引受額 (百万ドル)	取扱件数	シェア (%)	引受額 (百万ドル)	順位	取扱件数	シェア (%)
1	ドイツ銀行	90,736.1	405	9.6	97,640.8	1	433	9.1
2	UBS ウォーバーク	73,571.9	366	7.8	50,020.3	9	253	4.7
3	モルガンスタンレー・ディーンウィッター	72,604.6	388	7.7	63,363.8	4	278	5.9
4	ソロモン・スミス・バーニー	69,837.1	190	7.4	57,531.8	7	217	5.4
5	メリルリンチ	69,690.3	311	7.4	69,347.8	3	294	6.5
6	CS・ファーストボストン	62,359.7	353	6.6	53,379.9	8	222	5.0
7	JPモルガン・チェース	61,633.3	262	6.5	62,205.8	5	277	5.8
8	ゴールドマン・サックス	51,031.1	226	5.4	57,691.3	6	187	5.4
9	パークレイズ・キャピタル	43,490.8	186	4.6	43,195.0	12	168	4.0
10	ABNアムロ	43,253.6	194	4.6	70,590.3	2	224	6.6
合計		946,298.4	3,858	100.0	1,069,203.1	-	3,893	100.0

#### 【普通株引受（全世界）】

順位	幹事会社	2000年			1999年			
		引受額 (百万ドル)	取扱件数	シェア (%)	引受額 (百万ドル)	順位	取扱件数	シェア (%)
1	ゴールドマン・サックス	62,739.0	193	19.5	44,071.4	2	190	16.5
2	モルガンスタンレー・ディーンウィッター	45,980.5	171	14.3	48,459.4	1	166	18.1
3	メリルリンチ	41,163.9	187	12.8	27,773.3	4	186	10.4
4	CS・ファーストボストン	35,675.4	230	11.1	30,246.6	3	235	11.3
5	ソロモン・スミス・バーニー	23,700.4	156	7.4	17,371.6	5	111	6.5
6	ドイツ銀行	17,831.6	87	5.5	11,358.2	7	105	4.3
7	JPモルガン・チェース	13,398.1	80	4.2	14,273.8	6	84	5.3
8	ABNアムロ	9,833.5	54	3.1	4,729.1	11	39	1.8
9	リーマン・ブラザーズ	9,368.1	83	2.9	10,447.3	8	91	3.9
10	UBS ウォーバーク	9,157.3	80	2.8	9,041.9	9	73	3.4
合計		322,283.2	1,644	100.0	267,310.5	-	1,693	100.0

#### 【M&Aアドバイザー（全世界・公表ベース）】

順位	金融機関	2000年			1999年			
		取引額 (百万ドル)	取扱件数	シェア (%)	取引額 (百万ドル)	順位	取扱件数	シェア (%)
1	ゴールドマン・サックス	1,278,363.4	415	36.9	1,472,177.7	1	429	44.7
2	モルガンスタンレー・ディーンウィッター	1,116,720.6	427	32.3	1,072,511.9	3	453	32.6
3	CS・ファーストボストン	940,329.1	708	27.2	705,845.0	5	646	21.5
4	メリル・リンチ	780,368.9	344	22.5	1,139,609.6	2	387	34.6
5	ソロモン・スミス・バーニー	666,851.0	434	19.3	377,002.8	8	427	11.5
6	JPモルガン・チェース	635,841.9	570	18.4	798,888.1	4	557	24.3
7	ドレスナー・クラインオート・ワッサスタイン	436,164.0	139	12.6	214,054.0	12	158	6.5
8	UBS ウォーバーク	368,608.8	289	10.7	448,221.6	6	337	13.6
9	リーマン・ブラザーズ	257,981.6	220	7.5	312,420.4	11	206	9.5
...	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
13	ドイツ銀行	122,044.9	256	3.5	341,070.9	10	258	10.4
合計		3,461,444.0	36,890	100.0	3,290,750.0	-	33,962	100.0

(出所) IDD より野村総合研究所作成

そして、これに続いて設立した CS・ファーストボストンの傘下に米国市場担当のファーストボストンと、CSFB（欧州・中近東・アフリカ担当）、CS・ファーストボストン・アジアパシフィック（アジア・太平洋州担当）を置く組織再編を行った。新体制への移行には、

- ① あらゆる情報がリアルタイムで集まり、世界最大の資本市場を抱えるニューヨークに投資銀行統括会社(中間持株会社)を置き、統括会社傘下の地域別投資銀行に裁量を与え、互いに協力させながら意思決定の迅速化、広域化を図る。
- ② 世界の主要市場に有力投資銀行を配置することで、リスク分散の観点から、ある市場が不振でも他の市場でカバーし、投資銀行部門全体としては黒字を維持できる体制を作る。といった目的があった（Euro Money 誌）。

それまで、ロンドンの CSFB と米国のファーストボストンが共同で行う国際案件で成果配分の調整がつかないことが、両社の連携を妨げる障害となっていた。CS・ファーストボストンが世界共通の人事評価・報酬制度（幹部社員利益制度：全拠点の幹部に税引後利益の25%を賞与として支払う）を設けることで、傘下の投資銀行子会社は利益を共有するパートナーとなり、協調して国際案件を獲得するようになった。

1990 年からはシステムを含めた内部リスク管理体制にも着手した。バンカーズトラストからデリバティブ取引で世界の 5 指に入るとされるアラン・ウィート氏（現 CS・ファーストボストン会長）を迎え、リスク管理体制の強化を図った。同氏はバンカーズが開発したリスク管理インフラである RAROC（リスク調整後資本収益率）システム推進の中心人物であり、リスク計量化技術を CS・ファーストボストンに浸透させていった。

同年夏にはデリバティブ専門会社「クレディスイス・ファイナンシャル・プロダクツ（CSFP）」を設立、バンカーズ出身者を中心に、起債の際のデリバティブを組み合わせた仕組み商品の開発力強化を通じてデリバティブ取引を拡大した。

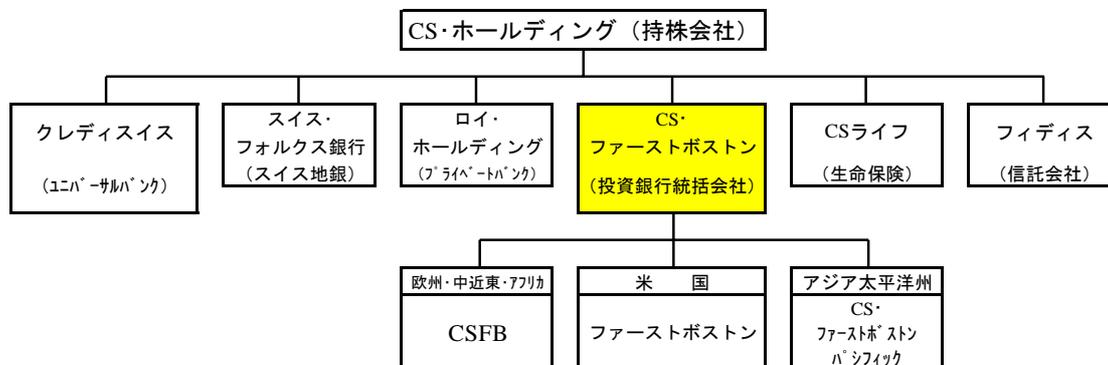
表 3 クレディスイス・グループの証券・投資銀行部門の動向

<p><b>1970～1989</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○米ホワイトウェルド社スイス現法に出資（1970）</li> <li>○ロンドンに米ファーストボストンと合併投資銀行CSFBを設立（1974）</li> <li>○投資銀行持株会社CS・ファーストボストンをNYに設立（1988）</li> </ul> <p><b>1990</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ロンドンにデリバティブ専門会社CSFPを設立</li> <li>○米有力資産運用会社BEAを買収</li> </ul> <p><b>1991</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○CSFB東京支店の増資（資本金105億円→131億円）</li> <li>○ジャンク債相場下落で多額の問題債権を抱える</li> <li>○CSFBの間接部門合理化</li> </ul> <p><b>1992</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○CSFBの米国、欧州、アジア投資銀行子会社の商品、業務での連携強化（商品別に統括責任者を配置）</li> </ul> <p><b>1993</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○東京に投信会社設立</li> <li>○CSFBロシア拠点の陣容拡大（株式売買部門の強化）</li> </ul> <p><b>1994</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○CSFBの増資計画（4億ドル）</li> <li>○米国M&amp;A部門の陣容拡大計画</li> <li>○MBS、債券部門の人員削減</li> <li>○CSFBが米証券引受総合ランキングで2位に躍進</li> </ul> <p><b>1995</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○CSFBの世界規模での事業リストラクチャリング計画</li> <li>○CSFBが民営化など東欧ビジネスを強化</li> <li>○ウィンタートータル保険と保険デリバティブ商品開発で提携</li> <li>○CSFBがM&amp;A仲介で世界第2位に浮上</li> </ul>	<p><b>1996</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○クレディスイス、スイスユニオン銀行の合併観測が流れる</li> </ul> <p><b>1997</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○証券・投資銀行部門を新会社クレディスイス・ファーストボストンに集約</li> <li>○英投資銀行BZWのM&amp;A、欧州株式部門を買収</li> <li>○米ハイテク投資銀行ボルビー・ブラウン・ウィーランに25%出資</li> </ul> <p><b>1998</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ブラジルの大手投資銀行ギャランティアを6.7億ドルで買収</li> <li>○ドイツ銀行グループよりハイテク担当者約130名をスカウト</li> <li>○米投資顧問ウォーバーク・ピンカスと提携・合併会社設立</li> </ul> <p><b>1999</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ABNアムロからスペインのプライベートバンキング拠点を買収</li> </ul> <p><b>2000</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○CS・ファーストボストンが米投資銀行DLJの買収を発表（8月）</li> <li>○欧州主要国で好景気、株高を背景に資産の増えた「新富裕層」を対象にインターネットを通じた資産運用ビジネスに着手（9月）</li> <li>○目標ROEを18～22%に引き上げる長期経営計画を発表（9月）</li> <li>○富裕層向けにロンドン、NYなど15市場で株式売買を可能にする「グローバル・インベスター・ポートフォリオ」を開始（10月）</li> <li>○ネット金融強化で、マイクロソフトと提携（11月）</li> </ul> <p><b>2001</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○オンライン証券子会社CSFBディレクトの人員削減・リストラ策を発表（3月）</li> <li>○間接部門を中心とした350名の人員削減策を発表（4月）</li> </ul>
---	--

（出所）アニュアルレポート、新聞報道などより野村総合研究所作成

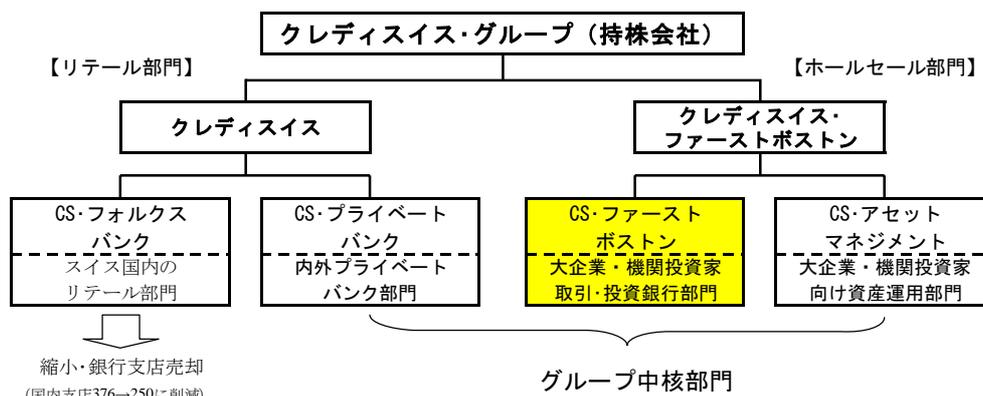
図1 クレディスイス・グループの組織の変遷

【1990年代半ば】



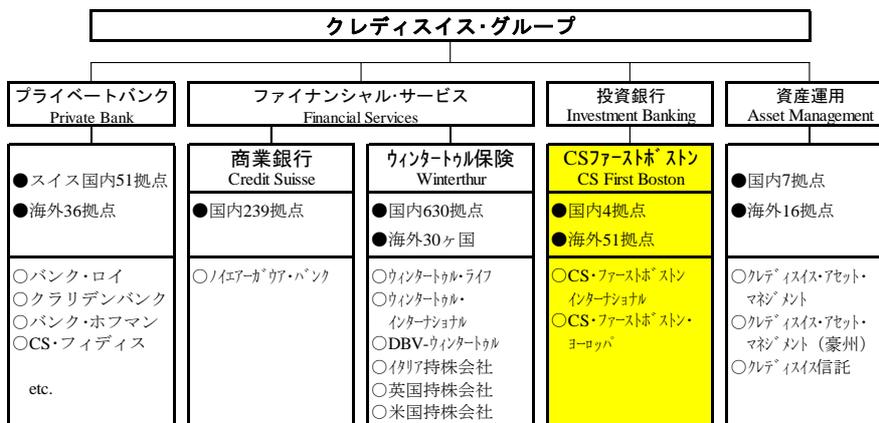
- (Point) ①CS・ホールディングは1982年3月に設立。1989年4月よりグループを統括する持株会社に移行。  
 ②1990年代前半に国内商業銀行、プライベートバンクの買収、生命保険子会社などの設立が相次ぐ。

【1997年1月】



- (Point) ①グループの中核を投資銀行、資産運用部門とする経営方針を発表。国内銀行支店は3分の1を閉鎖。  
 ②ホールセール部門のクレディスイス・ファーストボストンの資本力が大幅増強。

【2000年末(現在)】



- (Point) ①1998年にスイス大手保険ウインタートゥルを買収。  
 ②グループを4部門に組織を簡素化。

(出所) アニュアルレポートなどより野村総合研究所作成

1990年2月の大手証券ドレクセル社の破綻などを契機にジャンク債市場が下落すると、多額の不良債権を抱え一時苦境に見舞われたが、欧州のユーロ債引受の回復が寄与し、CSFPの業績の好調もあってCS・ファーストボストンは1991年には黒字に転換した。

## 2) 証券・投資銀行部門の集約と資本力増強

ジャンク債市場の混乱の経験からいっそうリスク管理体制の強化、効率経営、デリバティブ、株式、債券など商品サービスの多様化を図りながら、1994年には株式・債券の総合引受ランキングで第2位に食い込むなど、CS・ファーストボストンは着実に米国でのプレゼンスを高めていった。業容拡大に伴い、投資銀行部門の資本力強化が求められた。

1997年1月、グループを統括する持株会社を「CS・ホールディング」から「クレディスイス・グループ」と改称し、グループ会社は「クレディスイス（リテール銀行部門）」、「クレディスイス・ファーストボストン（ホールセール部門）」の2法人、4部門に再編された（図1）。個々に活動していたグループ会社をまとめ、業務の重複を減らし資本を集約する目的であり、CS・ファーストボストンとクレディスイスの投資銀行、資産運用部門を合わせたクレディスイス・ファーストボストンは、総資産2,707億ドル、資本85億ドルと、資本力ではモルガン・スタンレーなど大手投資銀行を上回る規模となった（Financial Times紙）。

組織再編に伴う資本増強により、1998～1999年には投資銀行部門の拡大戦略がいっそう明確になった。欧州ビジネスの拡大に伴い、1998年に英有力投資銀行BZWのM&A仲介、欧州株式部門を買収した。また、通信、メディアなどハイテク企業の隆盛に伴い、1998年にはドイツ銀行から、通信、バイオ、ヘルスケアなど計130名のハイテク担当者を引き抜き、ハイテク部門はゴールドマンサックスなど米大手投資銀行並みに拡大した。

1997～1999年には、引受、M&A、証券化といった幅広い業務で米大手投資銀行に次ぐ3～5位にランクされるようになった。

## 3) 米有力投資銀行DLJの買収（2000年）

2000年夏、CS・ファーストボストンは米有力投資銀行のDLJを115億ドルで買収した。DLJは、高い調査能力をベースにジャンク債引受、M&Aなど特化戦略で業績を拡大し、1990年代後半には「ウォール街で最も成功した証券会社」（Euro Money誌）として注目を集めた。CS・ファーストボストンは、1998年のロシア金融危機に伴い、新興市場の債券部門を大幅に縮小しており、DLJは債券部門の再強化には格好の買収相手であった。

企業のM&A拡大で欧州でもジャンク債市場規模が拡大しており、その市場規模は400～600億ユーロ、2005年には米国の3分の1強にあたる2,000～2,500億ユーロまで拡大すると見込こまれている。DLJは欧州でのジャンク債ビジネスに寄与すると期待されている。

2000年のランキングでは、

- ①普通株引受：3位（引受額 301.7 億ドル／首位：ゴールドマンサックス・492.4 億ドル）、
- ②IPO：3位（引受額 112.0 億ドル／首位：ゴールドマンサックス・176.9 億ドル）、
- ③ジャンク債引受：首位（引受額 102.0 億ドル）、
- ④ABS：3位（引受額 334.2 億ドル／首位：ソロモン・スミスバーニー・512.0 億ドル）、
- ⑤MBS：首位（引受額 278.3 億ドル）

となっており、メリルリンチを抜き、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレーとともに「米投資銀行業界の3強入り」を果たす可能性もあるといわれるほどである<sup>2</sup>。

2000 年は不動産証券化商品や新興成長市場の債券業務などが好調で、クレディスイス・グループの手数料収益は 165.9 億スイスフラン（約 1.1 兆円）と前年比 52.6%増加した。トレーディングも、米国、スイス、東欧の株式トレーディングが好調で 87.9 億スイスフラン（約 6,153 億円）と前年比 33.6%増加した。手数料、トレーディング収益は全収益の 69%を占め、グループ戦略は投資銀行や運用部門にシフトしている。

2000 年 9 月、クレディスイス・グループは、グループ ROE の目標値を、18~22%に引き上げる長期経営計画を発表した。1999 年決算の段階で ROE が 18%を上回り、DLJ 買収をテコに収益力を高める可能性から、強気の見通しを投資家にアピールしている。

### 3. UBS、ドイツ銀行の投資銀行戦略

#### 1) UBS の投資銀行戦略

1980 年代後半、スイス銀行（SBC）は総資産で国内第 2 位、スイスフラン建て債券の引受で圧倒的なシェアを占め、強固な財務体質を背景にデリバティブ取引では世界的なプレイヤーとなっていたが、3 大銀行では最も国際化が遅れていた。1989 年のユーロ債引受主幹事実績は第 36 位と振るわず証券部門の再構築を迫られ、また内外大口取引先の破綻に伴う不良債権の増加で、1992 年にはトリプル A からダブル A に格下げされる状況にあった。

##### (1) 国際投資銀行部門の設置

同行のウォルター・フレーナー頭取は、商業銀行貸付を減少させる一方で、デリバティブ、投資銀行、トレーディングを収益の柱とする方針を決めた。そこで 1991 年、国際、投資銀行部門をチューリヒに集約、バーゼルの商業銀行部門と分離する大幅な機構改革を行った。

マルセル・オスペル氏率いる国際・投資銀行部門（IFG）には大幅な経営の裁量が与えられ、商品開発、リスク管理など部門長には 35~42 歳の若手が据えられた。同氏はもともと SBC 出身だが、1980 年代にメリルリンチに転じ投資銀行部門を立ち上げた経歴を持っている。

<sup>2</sup> 米国投資銀行ビジネス、米系投資銀行の最近の状況については、関 雄太「米国投資銀行業界の決算動向（2000 年度）」（金融・資本市場動向レポート No.01-11）を参照。

(2) マルセル・オスペル氏の台頭と銀行本体の投資銀行化（1992～1996年）

不良債権問題で商業銀行部門が行内での発言力を失い、IFG が行内で勢力を伸ばすと、オスペル氏の指揮下、1992年に米オプションハウスのオコーナー社、1994年米有力投資顧問ブリンソン・パートナーズ社を相次ぎ買収、香港、シンガポールにデリバティブ取引の一大拠点を設けた。1995年5月には英マーチャントバンク最大手のSGウォーバークを傘下に収め、SBCは欧州最大級の投資銀行部門を抱えるまでになった（表5）。

1996年5月、オスペル氏がCEOに就任すると、旧SGウォーバーク、オコーナー、ブリンソン（総勢5,000～6,000名）がSBC本体に取り込まれ、投資銀行部門「SBCウォーバーク」が新設された。オコーナーのクオンツ部隊（約300名）による先端金融技術とSBCの信用力、資本力が結びつき、マージンの厚いOTCデリバティブ取引が拡大、また大規模な証券引受けが可能になり、ユーロ債引受では毎期トップランクに名を連ねるようになった。

「金融機関の優劣を決するのは、デリバティブとリスク管理の高度化への対応力」との信念の下、オスペル氏はSBC本体を米国型の投資銀行に作り変えていった。人事面でも、オコーナー出身、31歳でデリバティブ部門担当となったデビッド・ソロ氏など若手役員が相次ぎ誕生するなど、年齢や出身企業に関係ない米国流の能力主義が導入された。

(3) UBS とのスピード合併

1998年6月、SBCはスイス・ユニオン銀行（Union Bank of Switzerland. 旧UBS）と合併、運用資産が1兆3,200億スイスフラン（約120兆円）に及ぶ巨大金融機関UBSグループが誕生した。新生UBSでは、投資銀行が金融ビジネスの中心となっていく流れに乗る形で、

表4 UBSの証券・投資銀行部門拡大の経緯

※○→旧SBC ●→旧UBSの動向		1996
1990	○米派生商品専門会社オコーナー社と合併証券設立 ○国内、国際部門を分離する大規模機構改革	○英スタンチャート銀のプライベートバンク部門買収 ○PB、投資顧問部門を銀行部門より分離 ●UBSによるスイス銀行買収説流れる
1991	○インドネシア証券会社リッポ社に25%出資 ○英銀系豪州投資銀行DBSM買収を発表 ○有力PBのスイス・イタリア銀行（BSI）を買収 ●米チェースマンハッタン傘下投資顧問会社を買収 ●仏プライマリーディラー・プリュス社を買収 ●韓国に証券事務所、台北支店、香港証券現法を設立	1997 ○米証券デロン・リードを買収 ○長銀と提携 ○郵便局PTTと提携、郵便局窓口を通じた投信販売 ●独資産運用会社シュレダー・ミューハイマー・ベクトを買収 ●仏中堅運用会社アルフィ・ジュスティオンを買収 ●預り資産7,300億S.Fr（65兆円）で世界最大の資産運用会社に
1992	○オコーナー社買収 ○ムーディーズ社が長期価格下げ「AAA」→「AA1」	【新生UBSの動向】
1993	○シンガポールの豪州系証券会社に49%出資 ○トレーディングが利息収入に代わる「ドル箱」に	1998 □旧UBSのデリバティブ損失3.5億S.Frが表面化。 □長銀UBSブリンソン投資顧問、長銀ウォーバーク証券設立。 （4～5月→9月に提携解消。合弁会社はUBS子会社に） □1998.1-9月期決算で投資銀行部門が8.8億S.Frの赤字を計上。米ヘッジファンドLTCMへの投資損失990億円が主因。 □投資銀行部門ウォーバーク・デロンリード売却観測流れる。
1994	○タイ証券会社プレミヤー社と合弁会社設立 ○アジア地域証券統括本部をロンドンから香港に移転 ○米投資顧問ブリンソン・パートナーズを7.5億ドルで買収	1999 □パンカメリアより欧州・アジアのPB拠点を買収 □米資産証券化関連子会社4社をINGに売却 □英運用会社グローバル・アセット・マネジメントを買収
1995	○SGウォーバークを買収 ○南アフリカの証券ブローカーを買収 ○米ブルデンシャル証券買収の観測流れる ●UBSによる米リーマン・ブラザーズ買収観測流れる	2000 □英通信ボーダフォンと提携。投資情報をネットで提供（1月） □英フィリップス・アンド・ドリユー運用部門と米ブリンソン・パートナーズの統合（3月） □米ペインウェーバーを108億ドルで買収（7月） □日本の証券・投資銀行部門を2,000名体制にする計画（11月） □スイス運用会社フンドベストを買収（11月）

（出所）アニュアルレポート、新聞報道などより野村総合研究所作成

旧 SBC 側が経営の主導権を握った。マルセル・オスペル氏が新会社の CEO に就任、投資銀行、プライベートバンキング、運用など主要部門のトップは旧 SBC 出身者が独占した。合併作業は SBC が旧 UBS 側を一方向的に押し切る形で進み、ほぼ 1 年で完了した。

新会社は規模のメリットと同時に、SBC の投資銀行と旧 UBS の資産運用をグループの両輪とすることで、米系投資銀行を急追、国際金融界における覇権を目指すことになった。合併によって、ウォーバグ・ディロンリード（現 UBS ウォーバグ）は欧州で最有力の投資銀行となった。1999～2000 年には、英ボーダーフォン・エアタッチによる独マンネスマンの買収などハイテク関連の大型案件を次々と獲得した。また、2000 年秋には、日本の投資銀行、運用部門を 2,000 名体制にする計画を発表するなど、欧州、アジアの投資銀行部門の業容拡大が目立っている。

米国では、1997 年に旧 SBC が中堅証券のディロンリードを 6 億ドルで買収したのに加え、2000 年夏には有力証券会社のペインウェーバーを買収し、証券・投資銀行部門の約 1,600 名を取り込んだ。だが、買収した 2 社の投資銀行部門は小規模で、米国ビジネスを大幅に強化するには至っていない。

最近、UBS の発行済株式の 3% を握る大株主 BZ グループが、収益変動の激しい投資銀行より運用部門の拡大を主張している。UBS グループの手数料、トレーディング収益は、合併前の 1997 年の 177 億スイスフランから 2000 年には 266 億スイスフランに拡大、グループ収益に占めるは割合 73% に達し、投資銀行部門は順調に業績を伸ばしているが、欧州で台頭する「行動する株主」の存在が、投資銀行部門の拡大の壁になっているとみる向きもある。

## 2) ドイツ銀行の投資銀行戦略

1989 年、ドイツ銀行は 10 億ドルを投じて英名門マーチャントバンクのモルガン・グレンフェル (MG) を買収したが、人材の大量流出に見舞われ、投資銀行部門の大幅な強化にはつながらなかった。これを教訓に、ドイツ銀行は証券・投資銀行部門に積極的に英米流を取り入れ、純血主義を排して外部からのスカウトによる投資銀行部門の強化に踏み切った。

### (1) モルガン・グレンフェルへの投資銀行部門の統合

1992 年、ドイツ銀行はコーポレートファイナンス本部を設置した。国内、国際部門の壁を取り払い、コーポレート・ファイナンス・ディレクター (CFD) を中心に株式、債券、M&A の専門家総勢 430 (うち海外 170 名) が、企業向け投資銀行サービスを提供する体制が組まれた。新本部の目的は、ユーロ債部門で培った顧客基盤を相手に、当時手数料がユーロ債を上回ってきたユーロ株式、デリバティブ取引を強化することだった。

1995 年には、引受、M&A 取引額のボリュームを増やし、国際的なリーグテーブルでのプレゼンスを高める一環として、モルガン・グレンフェルにコーポレート・ファイナンス本部を統合、ロンドン投資銀行部門「ドイツ・モルガングレンフェル (DMG)」が発足した。

DMG では純血主義を廃し、モルガン・グレンフェル出身者、米投資銀行からの移籍組に経営、人事をほぼ一任した。DMG はバイオ、エネルギー、金融、公益といったセクター別チームを立ち上げ、トレーディング部門を増強する一方で、他社から数百名に及ぶ人材引き抜きを行った。

1997年には世界の投資銀行部門の人員は、総勢 11,000 名（欧州 8,000 名、米国 1,000 名、アジア 2,000 名）に膨れ上がった。モルガンスタンレーから移籍したハイテクチームが株式新規公開を相次ぎ獲得、米株式・債券の引受主幹事ランキングは前年の 20 位から 17 位に浮上するなど、欧米資本市場でのプレゼンスを徐々に高めていった。

## (2) ブロイヤー頭取の登場と銀行本体の投資銀行化（1997～2000 年）

1997 年 5 月、ロルフ・ブロイヤー氏が頭取に就任した。ドイツ銀行初の投資銀行部門出身のトップとして、コーポレートファイナンス、投資銀行部門の陣容増強、業績拡大を最優先課題とし、本体の経営資源を投資銀行と資産運用にフォーカスする戦略をとった。

同氏はまず、内外に展開していた多数の銀行、証券、保険部門をリテール・プライベートバンク、法人・不動産、国際企業・投資銀行（GCI）、資産運用、金融技術の 5 事業部門に再編し、担当役員の管理下におく機構改革を行った。GCI には、国際投資銀行、グローバルバンキング、グローバル株式、グローバルマーケット部門が置かれ、大企業や機関投資家との取引では 1 つの窓口であらゆるサービスも提供できる体制が整った。

表 5 ドイツ銀行の証券・投資銀行部門強化の経緯

<b>1989</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○英モルガン・グレンフェル（MG）を買収</li> <li>○ヒルマー・コッパー氏が頭取就任（1989.11.～1997.4.）</li> </ul>	<b>1998</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○北米投資銀行部門のハイテク担当部隊が退社</li> <li>○日本生命と資産運用業務で提携</li> <li>○米バンカーストラストを買収、世界最大の銀行へ</li> <li>○1998年決算で手数料収入が初の100億マルク突破</li> <li>○JPモルガンの買収観測が流れる（1998～2000）</li> <li>○政策投資部門をDBインベスター社として分離することを発表</li> </ul>
<b>1990</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ポルトガルに全額出資投資銀行子会社を設立</li> <li>○MG出身のクレイブンを会長を役員（副頭取）に選出</li> <li>○米国でプライマリディーラー免許を取得</li> </ul>	<b>1999</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○法人向け証券業務でさくら銀行と提携合意</li> <li>○国際証券とロンドンに合弁運用会社を設立</li> <li>○英電子証券取引所トレードポイントに9.7%出資</li> <li>○米ネット検索サービス・ヤフー社と電子商取引で提携</li> </ul>
<b>1991</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○スペインに証券化専門銀行・DBクレジットを設立</li> <li>○米国で証券引受業務の認可取得</li> </ul>	<b>2000</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○AOL、独SAP社とネットを利用した電子商取引で提携（2月）</li> <li>○英保険プルデンシャルより英国資産運用部門（預り資産120億ポンド）を買収（3月）</li> <li>○米ディスカウントブローカーのナショナル・ディスカウント・ブローカー・グループ（NDB）に出資（2000.10.に買収）（3月）</li> <li>○日本でハイテク関連投資銀行業務を拡充（4月）</li> <li>○JPモルガンとネット上にアジア債券の共同取引市場を開設、香港に運営会社設立（5月）</li> <li>○メリルリンチ出身のエドソン・ミッチェル、マイケル・フィリップ氏が役員に昇進（6月）</li> <li>○イタリア電力大手Enelグループと不動産事業で提携（7月）</li> <li>○米ハイテク企業のアジア進出支援ファンドを設立（8月）</li> <li>○ヘッジファンドへの投資ファンド「クサベクス・ヘッジセレクト」が資産規模で欧州最大に（18億ユーロ）</li> <li>○投資銀行部門No.2のエドソン・ミッチェル氏が急死（12月）</li> </ul>
<b>1992</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○証券子会社・DBキャピタルをロンドン支店に吸収</li> <li>○豪州大手証券のペイン・セキュリティーズを完全系列化</li> <li>○本体に投資銀行部門コーポレートファイナンス本部を新設</li> </ul>		
<b>1993</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○北米に証券部門統括持株会社を設立</li> <li>○米商品先物会社シャープス・ピクシレイ社を買収</li> </ul>		
<b>1994</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ロンドン支店証券部門とMGの統合開始</li> </ul>		
<b>1995</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○モスクワに証券子会社を設立</li> <li>○ロンドン支店とMGの統合完了、投資銀行部門DMG設立</li> <li>○イタリア有力投信会社を買収</li> <li>○系列シンクタンク・DBリサーチの株式調査部門をDMGに統合</li> </ul>		
<b>1996</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○INGベアリングスより中南米株式担当44名をスカウト</li> <li>○チェース信託銀（日本）を買収</li> <li>○1996年米国株式・債券引受幹事ランキングで17位（前年20位）</li> </ul>		
<b>1997</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○バンク24社で株式・投信の取扱い開始</li> <li>○ロルフ・ブロイヤー氏が頭取就任（1997.5.～）</li> </ul>	<b>2001</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○組織を投資銀行、資産運用に集約する大規模組織改革（2月）</li> <li>○2000年決算で前年比102%の増益を達成（投資銀行部門が牽引）</li> </ul>

（出所）ドイツ銀行アニュアルレポートより野村総合研究所作成

■ 資本市場クォーターリー 2001年春

1998年11月には、バンカーズトラストを買収し、リスクマネジメント、ジャンク債引受部門を強化、バンカーズ傘下のヘルスケア、ハイテク、メディア業界に強い証券会社アレックスブラウン、M&A 専門会社ウォルフエンソンを取り込んだ。

バンカーズの陣容を加え、エドソン・ミッチェル氏ら70名のメリルリンチ出身者を中心に、GCIは業績を急速に伸ばした。2000年上半期、GCIは総収入81.6億ユーロ（前年同期比96%増）、税引前利益24億ユーロ（同57%増）と好調な決算を発表した（表6）。投資銀行、マーケット部門は、総収入、利益とも前年同期比2ケタ成長を達成した。GCIは通期でも、総収入が前年比51%増の146.5億ユーロ（グループ全体の51%）、税引前利益が同79%増の39.7億ユーロ（同59%）と急拡大しており、グループの好決算を支えている。

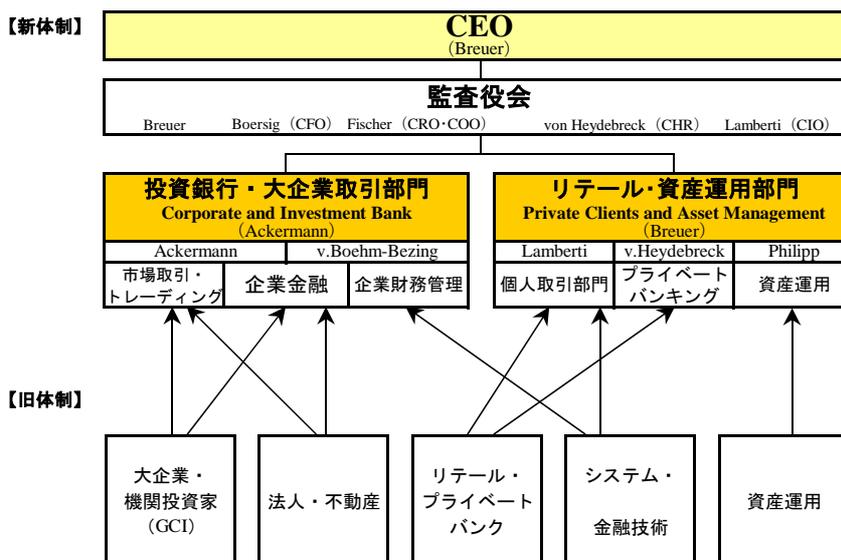
またGCIは、1999年にドイツテレコム公募増資（1,040億ユーロ）の主幹事など大型案件の獲得、ユーロマネー誌の人気投資銀行の第1位に選ばれるなど評価が高まっている。

表6 GCIの最近の実績

GCI部門	総収入			税引前利益		
	1999年	2000年	増減率	1999年	2000年	増減率
	上期	上期	(%)	上期	上期	(%)
グローバル・マーケット	1,978	2,850	44	681	941	38
グローバル・エクイティ	1,067	2,911	173	337	1,096	225
グローバル・インベストメント・バンキング	460	1,647	258	96	292	204
グローバル・バンキング	501	696	39	309	323	5
その他	165	59	▲64	110	▲252	▲45
合計	4,171	8,163	96	1,533	2,400	57

（出所）ドイツ銀行IR資料より野村総合研究所作成

図2 ドイツ銀行の新組織（2001年2月）



注) 各部門の人名は担当役員

（出所）同行ニュースリリースより野村総合研究所作成

2001年2月、ドイツ銀行は5つの業務部門を投資銀行、リテール・運用の2部門に集約し、投資銀行、国際、トレーディングといった大企業・機関投資家向けサービスを提供する各部門を一本化した(図2)。複数部門が同一の顧客に対応する営業スタイルを改め、資本、人材、ノウハウを集中し多様なニーズに応じて、引受、M&Aといったビジネスを取り込み、ホールセール部門のいっそうの業容拡大を見込んでいる。

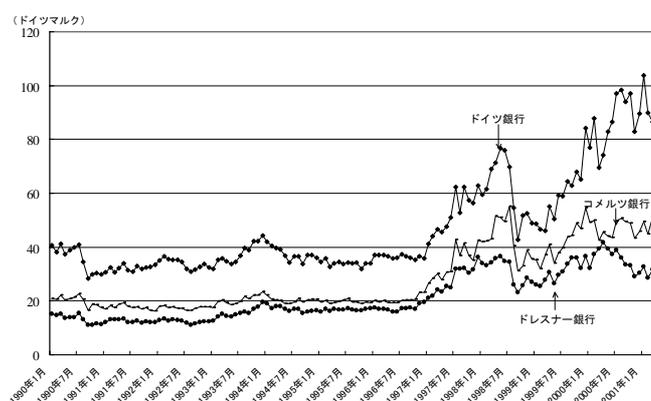
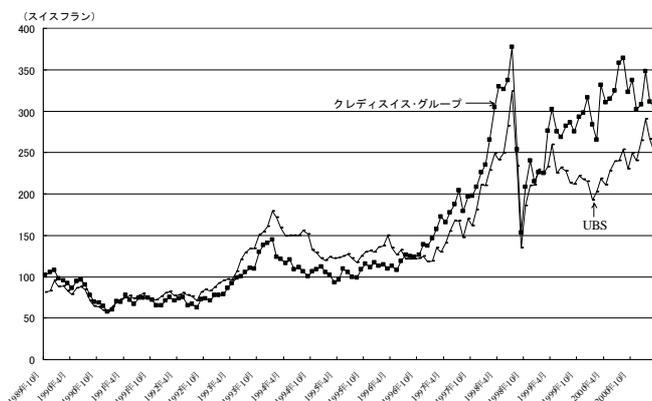
クレディスイス、UBS、ドイツ銀行は、伝統的な商業銀行の組織やカルチャーを積極的に解体、変貌させ、合理的、柔軟に自己変革しながら、買収戦略によって積極的に投資銀行部門を拡大してきた。

特にクレディスイスは、1978年から一貫して投資銀行部門の拡大をグループ戦略の中核に掲げ、有力投資銀行のDLJを買収、引受、M&Aで一躍米大手投資銀行と肩を並べることとなった。旧SBCは、銀行本体に買収した証券・投資銀行部門を直接取り込み、銀行そのものを投資銀行化し、旧UBSとのスピード合併を果たした。ドイツ銀行も大幅な組織改革を図りながら、GCIを銀行本体の中核部門に育て上げた。

米系投資銀行など世界の競合者は、今後もいっそう魅力ある商品・サービスを提供してくる。またインターネットの普及により、顧客はこれまで以上に洗練され、金融機関を選ぶ目はいっそう厳しいものとなってくる。顧客が金融機関を評価するポイントは商品の品揃えや問題解決能力に移っており、投資銀行部門を抱え先端的な業務を経験した人材や商品開発力は不可欠となるとの認識は各グループとも共通している。

クレディスイス、UBS、ドイツ銀行は、いずれも投資銀行部門をグループ戦略の核として位置付け、その拡大を表明しているが、これら欧州金融グループの投資銀行戦略は引き続き注目されよう。

参考：欧州主要金融グループの株価推移



(出所) Data Stream

(漆畑 春彦)