

2001 年度の欧米主要投資銀行の動向

欧米主要投資銀行の 2001 年度の業績は、軒並み大幅な減益となった。株価の下落や米国同時多発テロの影響で株式発行や M&A が低迷したことに加え、エンロンやアルゼンチンのデフォルトなどによる不良債権の増加、などが大きな影響を与えた。

2001 年には、商業銀行系投資銀行が、信用供与枠を提供することによって証券の引受主幹事や、M&A のアドバイザーとなる動き (pay to play) が見られるなど、変化も見られた。本レポートでは、2001 年度の欧米主要投資銀行の業績と動向についてまとめる。

1. 悪化した欧米投資銀行の業績

1) 大幅減益となった 2001 年度決算

2001 年度の欧米主要投資銀行の業績は、軒並み大幅減益となった (表 1)。米国大手証券会社 4 社の税引前利益は、いずれも 30%前後の減益となった。また、大手銀行グループの投資銀行部門も、他に比べ堅調だったシティグループを除き、いずれも大幅減益となった。なお、表 1 の「投資銀行部門等」には、米国証券会社との比較を考慮し、投資銀行部門の他、プライベート・バンキングを含む資産運用部門、自己勘定投資部門の業績を含めた¹。

最終純利益で見ると、最も堅調だった SSB でも 2 割減益、大胆な人員削減を柱とするリストラ策を打ち出し、その費用を特別損失に計上したメリル・リンチや CSFB では、8 割以上の大幅減益となった。

大幅減益の主な背景としては、①株式発行額や M&A 案件の減少、②トレーディング部門の業績悪化と自己勘定運用の失敗、③アルゼンチンのデフォルトやエンロンの破綻による大口の貸倒損失の発生、④人員削減などのリストラ費用の増加、の 4 点が挙げられる。

¹ 以下、シティグループの「投資銀行部門等」を便宜上、ソロモン・スミス・バーニー (SSB)、クレディ・スイスの「投資銀行部門等」を CSFB と記述する。

表 1 欧米主要投資銀行の 2001 年度業績比較

(100 万ドル、%)

	純収益			税引前利益			純利益		
	2000	2001	変化率	2000	2001	変化率	2000	2001	変化率
メリル・リンチ	26,766	21,880	-18.3	5,717	3,701	-35.3	3,784	573	-84.9
ゴールドマン・サックス	16,590	15,811	-4.7	5,020	3,696	-26.4	3,067	2,310	-24.7
モルガン・スタンレー	25,999	21,896	-15.8	8,526	5,684	-33.3	5,456	3,521	-35.5
リーマン・ブラザーズ	7,707	6,736	-12.6	2,579	1,748	-32.2	1,775	1,255	-29.3
シティグループ	75,188	80,057	6.5	21,143	21,897	3.6	13,519	14,126	4.5
〔うち投資銀行部門等〕	25,042	23,251	-7.2	6,807	6,595	-3.1	5,551	4,414	-20.5
JPモルガン・チェース	32,934	29,050	-11.8	8,733	2,566	-70.6	5,727	1,694	-70.4
〔うち投資銀行部門等〕	23,678	20,159	-14.9	7,591	4,087	-46.2	5,004	2,957	-40.9
ドイツ銀行	30,686	26,363	-14.1	6,113	1,605	-73.8	3,761	1,218	-67.6
〔うち投資銀行部門等〕	n.a.	n.a.	n.a.	5,485	2,619	-52.2	n.a.	n.a.	n.a.
UBS	21,763	22,567	3.7	6,119	4,031	-34.1	4,675	2,984	-36.2
〔うち投資銀行部門等〕	16,935	17,786	5.0	4,957	2,884	-41.8	n.a.	n.a.	n.a.
クレディ・スイス	22,339	23,492	5.2	5,437	1,517	-72.1	3,471	952	-72.6
〔うち投資銀行部門等〕	17,041	18,626	9.3	4,664	3,299	-29.3	3,164	558	-82.4

(注) 1. ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズは 11 月決算。それ以外は 12 月決算。

2. ドイツ銀行、UBS、クレディ・スイスの決算数値は、年末の為替レートでドル換算。

3. 「うち投資銀行等」には、投資銀行部門、プライベート・バンキング部門、資産運用部門、自己投資部門の合計。ただし、ドイツ銀行は資産運用部門がリテール銀行部門と統合されているため、資産運用部門を含まず。また、シティグループの税引前利益には、自己勘定運用部門を含まず。

(出所) 各社資料より野村総合研究所作成

2) 業績悪化の背景

(1) 株式発行、M&A の減少

2001 年の米国証券引受額は、前年比 47% 増となる 2.9 兆ドルに達し、過去最高を記録した。前年の発行額に比べ、約 47% の増加となった。

証券引受額の大幅増加は、債券発行が急増したためである。FRB による利下げが続いた上に、株価の下落により投資家が債券投資を選好したこともあり、債券市場にとっては絶好の環境となった。高格付け社債の引受額は前年比 55% 増の 6,384.7 億ドル、ジャンク債引受額は前年比倍増の 763.2 億ドルとなった。

一方、米国における株式の引受額は、対前年比 25% 減となる 1,255.5 億ドルに留まった。特に、IPO 件数の減少は顕著で、IDD によれば、前年の 386 件から 106 件にまで急減、IPO 引受金額も前年比約 4 割減少し 371 億ドルとなった。年初に株価が再び急落し、世界的な景気低迷に対する懸念が高まったため、投資家および発行体の株式離れが進んだことに加え、9 月の同時多発テロの影響も大きかった。

一層落ち込みが激しかったのが、M&A 市場である。米国企業が関連する M&A 金額は 2000 年の 1.7 兆ドルから 8,256.7 億ドルへと半減した（発表ベース）。金額が 9,000 億ドルを下回ったのは、1996 年以来 5 年ぶりのことである。発表される案件数や金額が減っただけでなく、合併や買収が一度発表された後に中止されるケースも増えた。発表された M&A 案

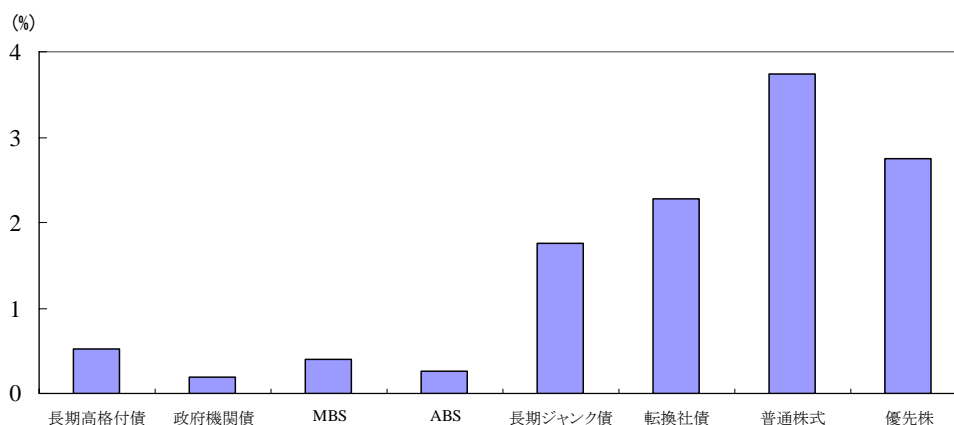
件のうち無事完了した案件の比率は、1999年の84%から2001年には70%まで低下した。

欧州においても、債券の発行額が増加した一方で、IPO件数や株式の発行額、M&Aが減少したという傾向は同じである。ユーロ建て国際債発行額は、前年比25%増となる7,256億ドルに達した。

一方、IPO市場では、1999、2000年共に150件を超えたドイツ取引所でのIPOが2001年はわずかに21件となり、ロンドン証券取引所の新規公式上場企業数も、前年比ほぼ半減の92社に留まった。2001年に欧州企業が関連したM&Aも、2000年の15,891件、1.0兆ドルから、11,807件、5,515.7億ドルへとほぼ半減した。

債券引受業務の手数料率は、株式引受手数料に比べて低いので（図1）、債券の発行額がこれだけ増加しても、株式引受手数料の落ち込みをカバーすることはできなかった。また、M&Aアドバイザー手数料は、各行で2~3割前後の減益となった（表2）。

図1 米国での商品別平均引受手数料率（2001年）



（出所）IDD

ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの両社の引受手数料が、他社に比べて大きく減少しているのは、両社が株式の引受に強く、2000年の株式引受手数料が大きかった分、2001年の株式市場低迷の影響をより強く受けたためと思われる。また、UBSウォーバーグがこのような環境下で引受手数料を大幅に延ばしたのは、信用供与枠の提供を武器に、欧米での株式引受額を大幅に延ばしたためである（後述）。また、UBSは米国債券市場でも引受額を大きく伸ばした。

表2 欧米主要投資銀行の引受、アドバイザー手数料

(100万ドル、%)

	引受			アドバイザー		
	2000	2001	変化率	2000	2001	変化率
メリル・リンチ	2,699	2,438	-9.7	1,381	1,101	-20.3
ゴールドマン・サックス	2,779	1,766	-36.5	2,592	2,070	-20.1
モルガン・スタンレー	2,740	1,942	-29.1	2,141	1,420	-33.7
リーマン・ブラザーズ	1,402	1,333	-4.9	777	592	-23.8
JPモルガン・チェース	2,555	2,358	-7.7	1,801	1,252	-30.5
UBSウォーバーグ	860	1,295	50.5	1,063	803	-24.4

(注) 決算発表資料では、シティグループ、ドイツ銀行、CSFB は計数を示していない。

(出所) 各社決算発表資料より野村総合研究所作成

(2) トレーディング収益の低下、自己勘定投資の失敗

大手投資銀行のトレーディング部門は、債券関連では横ばいまたは増益となったものの、ゴールドマン・サックスと CSFB を除く各社では、株式相場の低迷による株式関連の減益分を補うにはほど遠く、トレーディング業務全体では大幅な減益となった(表3)。売買代金が減少したことやボラティリティが低下したこと以外にも、米国でのデシマライゼーションの実施でマーケット・メイクでのスプレッドが縮小したことが響いた。

この部門でわずかながら増益を確保したゴールドマン・サックスでは、株式のトレーディング業務は16%減益となったものの、債券の他、外国為替や商品取引によるトレーディング益が過去最高になったことが寄与した。

主要投資銀行はこの数年、自己勘定での未公開企業投資を積極化してきた。特に、ハイテク関連企業への投資を積極的に行う投資銀行が多い中で、ナスダック指数の下落からも容易に推測できるように、投資したハイテク企業の公開が難しかったことから、運用パフォーマンスも2001年度には大きく悪化した。もともとあまり積極的でなかったリーマン・ブラザーズを除き、主要投資銀行のほとんどが、自己勘定での投資で赤字を計上している(表3)。

表3 欧米主要投資銀行のトレーディング、PE投資実績

(100万ドル、%)

	トレーディング			プライベート・エクイティ		
	2000	2001	変化率	2000	2001	変化率
メリル・リンチ	5,964	3,930	-34.1	967	528	-45.4
ゴールドマン・サックス	6,493	6,970	7.3	134	-621	-
モルガン・スタンレー	7,361	5,501	-25.3	133	-311	-
リーマン・ブラザーズ	3,713	2,779	-25.2	44	76	72.7
シティグループ	4,238	3,248	-23.4	n.a.	n.a.	n.a.
JPモルガン・チェース	6,820	6,184	-9.3	789	-1,457	-
UBSウォーバーク	1,150	554	-51.8	104	-619	-
CSFB	5,275	5,510	4.5	n.a.	n.a.	n.a.

(注) 1.メリル・リンチのプライベート・エクイティ部門の実績は、「その他」のもの。「その他」の減益の最大の理由として、プライベート・エクイティ投資での損失を挙げている。

2.決算発表資料では、ドイツ銀行は計数を示していない。

(出所) 各社決算発表資料より野村総合研究所作成

(3) 膨らむリストラ費用

収益環境の悪化に伴い、欧米金融機関は、人員削減を柱とするリストラ策を実行に移している。特に、大胆なリストラ案を公表し実行に移しているのが、メリル・リンチとCSFB、ドイツ銀行の3社である。メリル・リンチ、CSFBの純利益が対前年比で他社に比べて大きく落ち込んでいるのは、リストラに伴う巨額の損失を計上しているためである。

メリル・リンチは、2001年度第4四半期に、全従業員の約15%に当たる9,000人の人員削減を柱とするリストラを行い、22億ドルの特別損失を計上した。この一環として、創業後116年にして初めてのことでとなる全職員を対象とした希望退職者の募集や、国内、海外の業務内容の抜本的見直しが行われた。希望退職者は2,600人に留まったため、投資銀行部門での15%人員削減を追加的に行ったほか、核となる市場ではないと判断したカナダやフィリピンからのリテール撤退も決めた。山一証券の大部分を買収することによって強化した日本のリテール営業部門も、大幅な業務縮小を余儀なくされた。22億ドルの内訳は、人員削減関連の費用が12億ドル、現地法人や支店閉鎖などに伴う不動産関連費用が5億ドル、IT設備除却関連費用が3億ドルで、部門別の内訳は、個人営業部門が10.8億ドル、投資銀行部門が8.3億ドル、資産運用部門が2.8億ドルとなっている。

2001年7月に、モルガン・スタンレーの前COOで、大胆な業務の見直しや人員削減で「マック・ザ・ナイフ」との異名を取ったジョン・マック氏をCEOに迎えたCSFBは、2001年10月、投資銀行部門だけで2,000人の人員削減を発表した。同社はこの結果、13億スイス・フランの損失を計上した。

ドイツ銀行は、2001年中に3度に亘り人員削減を発表し、グループ全従業員の約10%に当たる9,200人の人員を削減することを決めた。このうち、最低でも2,100人は投資銀行部門での削減となり、そのための費用として2001年度第4四半期には2.1億ユーロを計上し

た。

この3社以外は、リストラ費用を特記事項とはしていないものの、人員削減は各社とも進めている(表4)。人件費の削減は、新年度に入ってから各社において継続している。例えば、ゴールドマン・サックスは、2002年度の第1四半期に、全職員の2%に当たる541人を削減した。通常、真っ先に人員削減の対象になる若手やバック・オフィス業務担当スタッフから、シニアのトレーダーやアナリスト、バンカーまで、対象が広がっている。

表4 主要投資銀行が発表した人員削減計画

(人、%)

	人員削減数	うちNY	うちロンドン	削減前人員	比率
ゴールドマン・サックス	1,100			23,000	4.8
モルガン・スタンレー	1,500	200	1,300	64,500	2.3
シティグループ(投資銀行部門)	1,800			57,000	3.2
JPモルガン・チェース	7,000			102,000	6.9
UBSウォーバーク	340	240	100	39,000	0.9
<参考>					
ベア・スターンズ	400		400	11,300	3.5
ラザード	130	60	70	2,900	4.5
INGベアリング	1,000	500	200	10,300	9.7
ABNアムロ	1,300	20	300	23,000	5.7
ドレスナーKW	1,500			8,500	17.6
ソシエテ・ジェネラル	180	80		13,000	1.4

(注) ニューヨーク、ロンドンの内訳が示されていないものは不明。

(出所) フィナンシャル・タイムズ 2001年8月13日号

(4) 大型デフォルト、同時多発テロによる損失

シティグループやJPモルガン・チェース、欧州系投資銀行は、グループ内に証券業務より収益の安定した商業銀行部門を持っているため、メリル・リンチやゴールドマン・サックスのような証券業務専門の投資銀行に比べれば、収益の安定性が高いと言われる。しかし、2001年には、アルゼンチン債のデフォルトやエンロンの破綻など、不良資産が急増したこともあり、シティグループを除き、商業銀行部門の大きい金融機関ほど利益の減少率が大きかった。シティグループ、JPモルガン・チェース、CSFBの各行は、アルゼンチンやエンロンに関連する高額の引当てを行っているのに対し²、メリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズは、特記事項に両デフォルトへの対応を記載しておらず、影響は小さかったようである(表5)。

同時多発テロの影響は、各行によってまちまちである。ワールド・トレード・センターに隣接するワールド・フィナンシャル・センターに本社を置いていたメリル・リンチやリ

² ドイツ銀行の決算発表資料では、エンロン、アルゼンチン関連の貸倒引当金額は、示されていない。ただ、2001年の貸倒引当金引当額は、2000年の4.8億ユーロから2001年には10.2億ユーロとなっており、アルゼンチンとエンロン向け債権への引当てが中心であることが表記されている。

リーマン・ブラザーズが大きな損失を計上した一方で、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーは、被害額を保険でカバーすることができた。

さらに、CSFBでは、IPOに関する不正疑惑でSECとの和解に応じたことで1億ドルの損失が発生した。同様の疑惑は他の投資銀行にもあると見られていることや、公開後の相場操縦に関する疑惑も解明されていないことから、今後、他の投資銀行も同様の和解金の支払いが求められる可能性がある。

表5 主要投資銀行のアルゼンチン、エンロン、テロの影響

(100万ドル)

	アルゼンチン	エンロン	同時多発テロ
メリル・リンチ	—	—	43
ゴールドマン・サックス	—	—	保険でカバー
モルガン・スタンレー	—	—	保険でカバー
リーマン・ブラザーズ	—	—	127
シティグループ	228	470	702
JPモルガン・チェース	合計	807	—
CSFB	216	128	—

(注) 1.—は決算発表資料に特別な表記なし。

2.CSFBの計数は、年末の為替レートでドル換算。

(出所) 各社資料より野村総合研究所作成

2. ランキング

1) 欧米の主要ランキング

米国株式引受ランキングを見ると、ゴールドマンがダントツの1位を守った(表6-1)。昨年のトップ3が揃って引受額を3割強減らす中で、メリル・リンチとSSB、UBSウォーバーグが健闘した。引受額だけで見ると2~5位は拮抗しており、6位以下との差は大きい。

米国債券引受では、SSBが首位に立った(表6-2)。SSBはシティバンクの企業貸付部門を債券業務部門に統合することによって債券業務を強化することに成功し、2000年にはIDDのバンク・オブ・ザ・イヤーに輝いた。債券市場が活況を呈した2001年にも、引き続き強みを見せつけた。

表 6-1 米国株式引受ランキング

(100 万ドル、%)

2001	2000	金融機関名	金額	増加率
1	(1)	ゴールドマン・サックス	26,685	-30.8
2	(4)	メリル・リンチ	16,720	6.0
3	(2)	モルガン・スタンレー	16,165	-34.2
4	(3)	CSFB	16,165	-31.3
5	(5)	シティグループ	16,036	9.2
6	(8)	リーマン・ブラザーズ	6,840	16.8
7	(13)	UBSウォーバーク	6,555	306.8
8	(6)	JPモルガン・チェース	4,738	-54.5
9	(11)	バンク・オブ・アメリカ	3,276	-0.8
10	(9)	ドイツ銀行	2,917	-27.2

表 6-2 米国債券引受ランキング

(100 万ドル、%)

2001	2000	金融機関名	金額	増加率
1	(2)	シティグループ	355,063	49.8
2	(1)	メリル・リンチ	306,355	24.1
3	(4)	CSFB	248,354	38.0
4	(3)	JPモルガン・チェース	237,995	8.2
5	(6)	リーマン・ブラザーズ	214,555	60.4
6	(7)	ゴールドマン・サックス	198,116	64.8
7	(11)	UBSウォーバーク	168,289	184.4
8	(5)	モルガン・スタンレー	154,598	1.7
9	(9)	バンク・オブ・アメリカ	153,918	87.2
10	(8)	ドイツ銀行	128,551	55.7

(出所) IDD

欧州でも、株式引受では米国のトップ 3 社が強い (表 7-1)。ただ、ここでも UBS ウォーバークの躍進が目立つ。メリル・リンチを除き、上位が軒並み引受額を大幅に減らす中で、引受額を約 40%増やし 2 位に付けた。シュローダーを買収した SSB が今後、どこまでランキングを上げられるかが注目される。

表 7-1 欧州株式引受ランキング

(100 万ドル、%)

2001	2000	金融機関名	金額	増加率
1	(3)	メリル・リンチ	12,777	-6.0
2	(8)	UBSウォーバーク	11,194	39.7
3	(1)	ゴールドマン・サックス	8,556	-59.1
4	(4)	モルガン・スタンレー	7,884	-41.4
5	(6)	CSFB	7,113	-25.7
6	(2)	ドイツ銀行	5,514	-61.5
7	(9)	シティグループ	4,575	-34.8
8	(10)	ソシエテ・ジェネラル	4,511	62.8
9	(5)	ABNアムロ	4,035	-66.3
10	(23)	クレディ・アグリコル	3,528	183.9

(出所) ブルンバーク

表 7-2 ユーロ債引受ランキング

(100 万ドル、%)

2001	2000	金融機関名	金額	増加率
1	(2)	ドイツ銀行	57,916	0.2
2	(7)	JPモルガン・チェース	53,736	35.5
3	(5)	シティグループ	50,543	15.1
4	(1)	UBSウォーバーク	49,557	-23.3
5	(8)	パークレイズ・キャピタル	46,797	27.9
6	(3)	CSFB	45,806	-19.1
7	(4)	モルガン・スタンレー	44,668	-7.7
8	(6)	メリル・リンチ	42,680	3.1
9	(11)	BNPパリバ	36,850	36.6
10	(10)	ゴールドマン・サックス	30,352	2.5

ユーロ債市場では、銀行系の投資銀行が強く、SSB、JP モルガン・チェースが UBS ウォーバーク、CSFB を抜き、2、3 位となった (表 7-2)。米国のバルジ・ブラケッツ 3 社の存在感は株式引受に比べ低い。

グローバル M&A のアドバイザー・ランキングでは、大きな順位の変動はなかった (表 8)。ドイツ銀行が、2001 年に発表された M&A 案件の中で最大のものと 2 番目に大きいもののアドバイザーとなったことから順位を上げたが、上位との差は依然として大きい。ちなみに、ゴールドマン・サックスは金額上位 10 案件のうち、実に 8 件についてアドバイザーとして参加している。

表8 グローバル M&A アドバイザリー・ランキング (発表済み)
(100万ドル、%)

2001	2000	金融機関名	M&A金額	増減率
1	(1)	ゴールドマン・サックス	602,830.0	-51.5
2	(4)	メリル・リンチ	477,560.9	-35.4
3	(2)	モルガン・スタンレー	460,618.9	-58.2
4	(3)	CSFB	395,312.2	-55.1
5	(6)	JPモルガン・チェース	388,378.8	-32.8
6	(5)	シティグループ	264,940.6	-63.5
7	(8)	UBSウォーバーグ	227,875.0	-38.0
8	(12)	ドイツ銀行	224,069.4	77.6
9	(9)	リーマン・ブラザーズ	123,241.5	-54.8
10	(7)	ドレスナーKW	120,724.3	-70.6

(出所) IDD

2) 増加する共同幹事案件

2001年の引受、アドバイザリー・ランキングを見る上で注意しなければならないのは、共同で引受やアドバイザリーを行う案件が増えていることである。

2001年に発表された M&A 案件のうち、最も金額の大きい上位 10 デールで、売り手と買い手が共に投資銀行を 1 社しか指名しなかった案件は 2 件だけである³。最大の案件となったコムキャストによる AT&T ブロードバンドの買収では、コムキャスト側に 3 社、AT&T ブロードバンド側に 4 社もの投資銀行がアドバイザーとして付いた。

複数のアドバイザーを企業が利用する理由としては、異なる視点からのアドバイスを得られることや、敵対的買収を狙う競争相手が雇える投資銀行を限定することができる事が挙げられる。例えば、2001年11月に発表された、コノコによるフィリップス・ペトロリアムの友好的買収案件では、コノコ側にモルガン・スタンレー、CSFB、SSB の 3 社、フィリップス側にゴールドマン、JP モルガン・チェース、メリル・リンチの 3 社が付いた。友好的な案件にも関わらず、6 社もの投資銀行がアドバイザーに付いたのは、競争相手であるシェブロンテキサコやトタルフィナエルフが、敵対的買収を仕掛けることによって阻止しようとするのを防ぐためであったと言われている。

ただ、ランキングでの順位を上げたい投資銀行にマンドートを与えることによって恩を売り、今後のファイナンスを容易にするという狙いがある場合も多いようである。この場合、この投資銀行には手数料は支払われないが、ランキングを作成する際にはディール金額に含めることができる。

実際、ランキングは、その年の大型案件にどれだけ参加できるかで決まると言っても過言ではない。どの投資銀行を見ても、関与した M&A 案件のうち規模の大きい 10 件の金額の比率が、アドバイスした案件の金額合計の 40%以上を占める。ソロモン・スミス・バー

³ ダイナジーによるエンロン買収のように、発表された後中止された案件は除く。

ニーやドレスナーKW では、この比率は 70%にも達する。手数料収入を得られなくても、大型の案件に名前だけでも参加するというインセンティブは強いと考えられる。したがって、ランキング上位の投資銀行が、その業務で本当に利益を上げているとは限らない。

そこで、M&A のアドバイザー手数料を明らかにしている投資銀行を対象に、2001 年に完了した M&A に関するアドバイザー実績を元に、その収益性を比較してみたのが表 9 である。ただし、この表の結果は、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズの 3 社は 11 月決算であり、M&A の実績は暦年単位であること、2000 年に完了した M&A に関連する手数料のみが、2000 年度にカウントされるわけではないこと、発表はしたものの結局中止した案件からも手数料の一部は得ていると思われることなどから、決して厳密なものではないことには注意が必要である。

表 9 主要投資銀行の M&A 業務収益性比較

(100 万ドル、%)

	件数(a)	金額(b)	1件当たり金額	M&A手数料(c)	c/a	c/b
ゴールドマン・サックス	340	846,990	2,491.1	2,070	6.09	0.24
モルガン・スタンレー	305	626,839	2,055.2	1,420	4.66	0.23
メリル・リンチ	233	597,350	2,563.7	1,101	4.73	0.18
JPモルガン・チェース	406	428,011	1,054.2	1,248	3.07	0.29
UBS	249	212,449	853.2	787	3.16	0.37
リーマン・ブラザーズ	156	172,180	1,103.7	592	3.79	0.34

(注) UBS の計数は、年末の為替レートでドル換算。

(出所) 各社資料、IDD 統計より野村総合研究所作成。

この表を見ると、メリル・リンチとゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーのバルジ・ブラケッツ 3 社が、大型ディールに強いことが分かる。大型案件の方が手数料は高いので、1 件当たりの M&A 手数料 (c/a) は 1 件当たりの M&A 金額が大きいほど高くなるのは当然であるとはいえ、ゴールドマン・サックスの 1 件当たりの手数料は 600 万ドルを超え、他に抜きん出ている。一方、メリル・リンチは、1 件当たりの M&A 金額はゴールドマン・サックスとほぼ同じであるのに、1 件当たりの手数料は低く、M&A 金額で手数料を割って算出した手数料率 (c/b) でも他に比べ低い。

1 件当たりの平均 M&A 金額が 1,000 万ドル前後の 3 社を比べると、同様に、JP モルガン・チェースの 1 件当たりの手数料や手数料率が低い。ランキングだけで、各投資銀行の能力を判断するのは問題であろう。

3) 投資銀行の戦略

表 9 から、1 件当たりの M&A 金額が小さくても、手数料率という観点からは効率的であるという見方もできる。ゴールドマン・サックスのように大型の案件からがっちり手数料

を得られるのでなければ、投資銀行の戦略としては、ランキングで上位に入るために大型の案件に参加することもさることながら、小さい案件でもいいから単独主幹事を獲得するよう努めることも重要である。

例えば、単独主幹事案件は全体の56%に過ぎず、44%は複数の投資銀行間の共同主幹事案件だった2001年の米国のジャンク債市場で、UBS ウォーバーグの引受ランキングは10位で、その引受シェアはわずか4%に留まったが、78.3%が単独主幹事案件であったため、十分な収益を確保できたようである。UBS ウォーバーグは得意とするセクターに特化することによって、全体のランキングでは地位が低くても、知名度と収益性を十分確保することが可能となると主張している。

UBS ウォーバーグの他に、単独主幹事比率が高い投資銀行には、ジャンク債引受に強いDLJを買収してジャンク債引受業務を強化したCSFB（単独引受比率は71.6%）と、モルガン・スタンレー（同74.0%）の2社が挙げられる。これに対し、JPモルガン・チェースやSSBは、ジャンク債市場における単独主幹事比率が共に40%程度と低い。

3. Pay to play

SSBやJPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、ドイツ銀行やUBSといった欧州系金融機関など、商業銀行業務を持つ投資銀行が、貸付や信用供与枠の提供を武器に、証券発行の際の引受やM&Aのアドバイザー契約を取る動きが、2001年には顕著に現れた。前述したとおり、M&AやIPOの件数が減り、投資銀行間の競争が激しくなる一方で、資本市場での資金調達が可能でなくなった企業にとって、融資の重要性が高まったためである。米国では、この現象をpay to playと呼んでいる。商業銀行系投資銀行が、引受主幹事やM&Aのアドバイザーになるために（playするために）、貸付または信用供与枠を提供する（pay）というわけである。

インスティテューショナル・インベスター誌が1,600人のCFOを対象に行ったアンケート調査では、3年前に比べ、商業銀行系投資銀行が投資銀行サービスの提供に、極めて積極的になった、あるいは、より積極的になったと答えたCFOが91.8%に達した。1年前と比べても、この比率は71.4%と極めて高い。

同じアンケート調査で、投資銀行サービスを発注してくれればローンを提供すると持ちかけてきた商業銀行があったと答えたCFOは27.7%、ローン金利の引き下げを持ちかけてきた商業銀行があったと答えたCFOは30.4%となっている。実際、商業銀行系投資銀行にサービスを発注したと答えたCFOは60.4%、来年までに商業銀行系投資銀行を利用しようと考えていると答えたCFOは68.1%に上った。

具体例を挙げると、今年米国において発表されたM&Aディールの中で2番目に規模の大きかった衛星テレビ会社エコスターによるヒューズ買収では、ドイツ銀行が買収側で

あるエコスターのアドバイザーとなったが、この際、27.5 億ドルもの信用供与枠を提供した。この他、JP モルガンとシティグループが、ルーセント・テクノロジーへの短期貸付の見返りに、ルーセントの子会社であるアギア・システムズの IPO 引受に参加したケースや、ワールドコムが信用供与を拒んだゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズを外して、JP モルガンや ABN アムロ、ドイツ銀行などを 119 億ドルという大型起債の幹事団に選んだケース、米国で史上 2 番目の規模となったクラフトの IPO で、ゴールドマン・サックスとメリル・リンチが幹事から外れ、SSB や SG カウウェン、HSBC が入った例など、大型案件だけでも枚挙に暇がない。

このため、「pay-to-play」が注目を集めたものの、あらゆる商業銀行系投資銀行がこの戦略によって成功を収めたというわけではない。確かに、SSB や UBS ウォーバークは株式引受額を伸ばし、ドイツ銀行は M&A アドバイザリーで順位を上げたが、JP モルガン・チェースやバンク・オブ・アメリカのように、成果が上がっていないところもある。M&A のアドバイザーでは、依然としてバルジ・ブラケッツ 3 社の壁は厚い。

また、この手法は、エンロンの破綻によりリスクも大きいことが露呈した。ダイナジーによるエンロンの買収でのエンロン側のアドバイザーは、共に巨額の融資と信用供与枠を提供していた JP モルガン・チェースと SSB であった。この結果、両グループがエンロンの破綻の影響で、巨額の貸倒引当金の計上を余儀なくされたのは前述の通りである。

また、2001 年末には、米国財務基準委員会 (FASB) が信用供与枠を派生商品と捉え、それを時価評価してバランス・シートに計上することを求めるという方針を示した。この結果、信用供与枠の提供を制限せざるを得ないという見方もある。ただ、この点については、信用供与枠は市場での売買がほぼ不可能であることから、FAS133 が定めた派生商品の定義に合わないことや、そもそも時価をどう決めるかなど議論すべき点が多く残されており、影響は限定的という見方もある。

メリル・リンチなど投資銀行側でも、融資機能の強化を図ろうという動きも見られる。「pay to play」戦略を巡る今後の展開が注目される。

4. 展望

11 月末を決算期とする米国証券会社は、すでに 2002 年度の第 1 四半期の業績を発表している。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズいずれも、前年同期比 2 桁減益となっている。米国景気の底入れも見え始め、証券市場にも明るさが戻りつつあるものの、エンロンのもたらした会計制度に関する疑惑などもあり、本格的な回復については見方が分かれている。このような環境下で、投資銀行各行は一層のリストラを余儀なくされている。

一方、欧州の商業銀行系投資銀行には、米国での業務を閉鎖または大幅に縮小し、投資

銀行業務強化戦略を転換するものが相次いでいる。オランダ最大手行の ABN アムロは、2002年3月、米国の国内株式部門及び M&A 部門を閉鎖し、550人の人員削減を行うことを発表した。同行は2001年初に、一足先に米国株式業務からの撤退を決めた ING ベアリングの米国株式部門を買収し米国業務の強化を図ったものの、米国の投資銀行部門が赤字になったことから、低い競争力を認めて撤退するに至った。

この他、ドレスナー銀行はアリアンツに買収された後、投資銀行部門のヘッドを務めていたワッサースタイン氏がラザードに転出し、方向性が定まっていない。他に遅れて投資銀行業務の強化を図ったコメルツ銀行は、コストが予想以上に上昇し、銀行全体の収益性を大きく損なった。一時はフランスの銀行の中で最も投資銀行業務の強化に積極的だったソシエテ・ジェネラルは、既に収益の上がる顧客に特化するニッチ戦略に転換し、7,000社を超えていた投資銀行部門の企業顧客を3,000社まで縮小した。

M&A や株式発行が盛んに行われる環境であれば中堅投資銀行にも生き残る道はあるが、証券市場の本格的回復が遅れ、案件数が増加しないようなら、投資銀行は限られた超大型金融機関とニッチ・プレーヤーへとますます二極化することになるだろう。

(落合 大輔)