

M&A を通じて経営基盤の強化を図る米国の中堅投資銀行

岩井 浩一、星 隆祐

■ 要 約 ■

1. 2012年11月に米国で中堅投資銀行のM&Aが相次いで合意された。まず11月5日に、中堅投資銀行のスタイフェルが同じく中堅投資銀行であるKBWを買収すると公表し、翌週の12日には、投資会社のルーカディアが中堅投資銀行ジェフリーズを完全子会社にすることを公表した。
2. スタイフェルもKBWも中堅企業向けサービスに定評のある投資銀行である。スタイフェルはKBW買収により、金融業界に対する引受・アドバイザー業務等の市場シェア拡大を目指す。中堅企業向けの引受主幹事では全米2位、リサーチカバレッジではJPモルガンを抜いてトップに躍り出る可能性がある。また、スタイフェルはKBWの超過資本を取り込んで、財務力の強化を図る。
3. ルーカディアは、傘下に、精肉業、通信業、娯楽業、不動産業等の複数の事業を抱える投資会社である。事業構造が類似していることもあり、「ミニ・バークシャー・ハザウェイ」と呼ばれることもある。ルーカディアとジェフリーズは、M&Aを通じて投資事業と投資銀行業務の相乗効果を引き出すとしているが、それ以外にも、財務面での課題が指摘されてきたジェフリーズがルーカディアの相対的に強固な財務基盤を活用することも狙いの一つとされる。
4. 2つのM&Aには共通点がある。第一に、M&Aを通じて財務力を改善させ、積極的な事業展開に備えようとしている点である。第二は、被買収先のKBWとジェフリーズが買収後に自社ブランドを残して事業展開を続ける点である。即ち、ブランド力や特定の経営資源・スキルを有する会社を買収対象として選ばれている。
5. 今般のM&Aは、大手投資銀行が規制強化への対応や一部事業の縮小に追われるなかで、中堅投資銀行が虎視眈々と事業拡大の機会を窺っていることを示すものである。今後、こうした中堅投資銀行の動きが広範化していくようであれば、大手投資銀行のビジネス戦略に影響を与えることもあり得えよう。大手投資銀行の対応も含めて引き続き注目される。

I. はじめに

米国投資銀行業界は金融危機以降、収益の低迷や規制強化等による経営環境の悪化に直面してきた。こうしたなか、2012年11月に、注目すべき中堅投資銀行に絡んだM&Aが相次いで合意された。まず11月5日に、中堅投資銀行であるスタイフェル・ファイナンシャル（以下、スタイフェル）が同じく中堅投資銀行であるKBWを買収することを公表した。翌週の12日には、投資会社であるルーカディアが中堅投資銀行のジェフリーズを完全子会社にすることを公表した。

II. KBW とスタイフェル案件の概要

1. 会社概要

KBWは、1962年に設立されたニューヨークに本社を置く独立系投資銀行である。創業者の一人であるキーフ氏は、金融機関のリサーチを得意分野とする、ウォール街の株式リサーチの第一人者とされた人物である¹（図表1）。

現在の事業内容は、機関投資家向けトレーディング部門、投資銀行部門等から構成されている。リサーチ部門は米国内の約390銘柄をカバーし、グローバル金融サービス業界の分析に強みを有している。金融業界のリサーチ業務は言わば創業以来の同社のDNAになっている。また、機関投資家向けトレーディング部門においてKBW Bank Indexという指数を提供するほか、欧米の金融業界（銀行や保険、資産運用）のアドバイザー業務にも競争力を有するなど、金融法人関連分野において圧倒的な存在感を示している。例えば、2005年以降の金融機関の株式引き受け業務やM&Aアドバイザー業務では市場トップを保持している²。

但し、2008年の金融危機以降は厳しい経営環境に晒されている。金融市場の混乱に加え

図表1 企業概要

	創業	本社	上場市場	時価総額	利益	従業員数	主要事業分野
KBW	1962年	ニューヨーク	NYSE	536	-32	448人	金融法人関連分野に特化した投資銀行
スタイフェル	1890年	セント・ルイス	NYSE	1,885	1,417	5,266人	フルサービスの投資銀行、エクイティ・リサーチ、機関投資家向けセールス・トレーディング
ジェフリーズ	1962年	ニューヨーク	NYSE	3,798	2,549	3,804人	エクイティ、債券、投資銀行、アセット・マネジメント
ルーカディア	1854年	ニューヨーク	NYSE	5,892	641	11,711人	事業投資会社。傘下に精肉業、通信業、娯楽業等の子会社を有する

（注）1. 時価総額は2013年1月15日時点、純利益は2011年期末時点。いずれも単位は100万ドル。

2. 従業員数は、KBW、スタイフェル、ジェフリーズについては2012年11月時点、ルーカディアは2011年12月時点。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ “Harry Keefe Jr., 79, Innovator In Investments in Bank Stocks”, *The New York Times*, Mar. 14, 2002 を参照。

² 因みに、2012年初から2012年11月までのM&Aのディール件数は48件（総額29億ドル）である。

て、金融規制強化の影響もあり、同社の主要顧客である中小銀行や保険会社が本業に苦しみ、ビジネス機会が減少してきたためである。この結果、2008年と2011年に比較的大きな損失を計上したほか、この数年、投資銀行アドバイザー手数料やコミッション収入が漸減傾向にある³。更に、2001年9月11日のワールド・トレード・センターへのテロ攻撃により本社が被害に遭い、従業員67名、役員5名が亡くなり、人材面での制約にも直面してきた⁴。

スタイフェルは、1890年に設立されたセント・ルイスを本拠地とする総合投資銀行である。同社の事業はグローバル・ウェルス・マネジメント部門と機関投資家部門の2部門から成る。グローバル・ウェルス・マネジメント部門の預かり資産は約1,360億ドルであり、営業担当者は約2,000名である。同部門は個人や企業を相手にアセットマネジメント・サービスや銀行及び信託サービス等を提供している。このほか、同部門では、中堅企業向けに資金調達関連のサービス（同社自身は「カスタマーファイナンス業務」と呼称）を提供しており、中堅企業の株式引受業務では2005年以降、米国市場でトップの座を確保している⁵。

他方、機関投資家部門は、リサーチ、機関投資家セールス・トレーディング、キャピタルレイジング、M&A業務等を行っている。リサーチ部門は1,022銘柄の米国株をカバーしており⁶、カバレッジはJPモルガン、バンク・オブ・アメリカに次いで業界3番手の位置にある。これら2部門に支えられ、過去17年間連続で純利益を計上している。

利益を支えてきた一つの背景は積極的な事業買収にある。2005年以降、断続的にM&Aを進め、企業規模と事業範囲を拡大させてきた（図表2）。この結果、現在の企業規模は2005年と比較して約7倍、金融危機後の2008年と比較して約2倍に拡大している。CEOのクルゼウスキー氏は2012年11月のカンファレンスにおいて「わが社の規模拡大は買収と純粋なビジネスの成長によるものである。正確な数字こそないものの、成長の55%は企業買

図表2 スタイフェルの買収案件

被買収企業(部門)	買収年月	被買収企業(部門)の事業内容
レグ・メイソン	2005年12月	投資銀行、エクイティ・債券のリサーチ、エクイティのセールス・トレーディング
ライアン・ベック&CO	2007年2月	個人・機関投資家向けの金融アドバイザー業
ファースト・サービス・バンク	2007年4月	銀行業
パットラー・ウィック	2008年12月	個人・市町村向けの金融アドバイザー業
UBS	2009年10月	55支店と320人のファイナンシャル・アドバイザー
トーマス・ワイゼル・パートナーズ	2010年7月	投資銀行業、リサーチ
ストーン&ヤングバーグ	2011年10月	地方債関連ビジネス

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

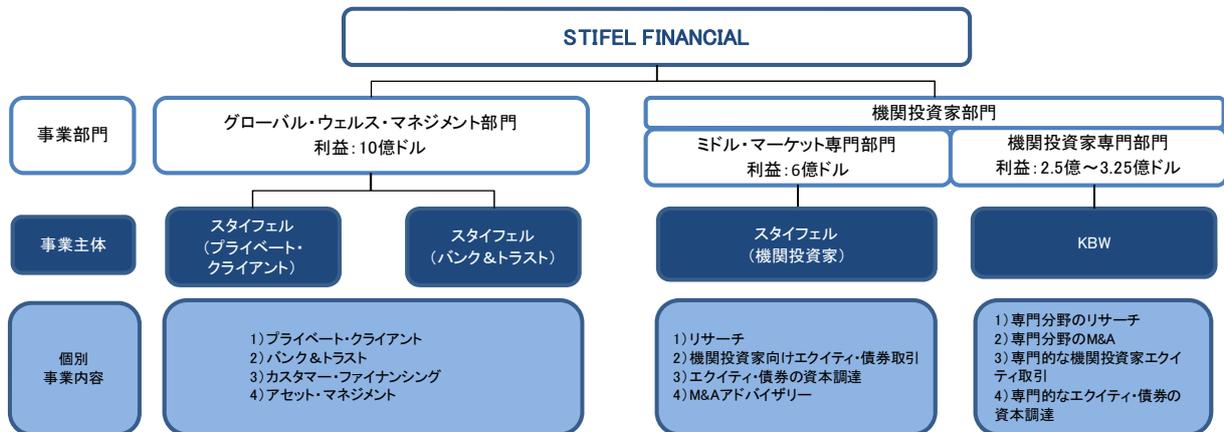
³ 2011年の総収入は対前年比38%減少し、2億6,450万ドルとなった。

⁴ 被害に遭った従業員への補償も財務面での負担になっている面もある。

⁵ 同部門は年間10億ドル程度の利益を産み出してきた。

⁶ 2012年10月末時点。

図表3 ディール後のスタイフェルの組織構造



(出所) スタイフェルのホームページより野村資本市場研究所作成

収が要因である」と述べている⁷。

但し、金融危機の影響もあり、同社の買収は2009年以降3件に留まっていた。今般のKBWの買収に続き、2012年12月にはミラー・バックファイヤー⁸の買収を行ったことを受け、市場では同社が積極的なM&Aを再開したとみる向きもある。

2. ディール概要

両社のディールでは、スタイフェルがKBWの全株式を買い取り、KBWの株主はスタイフェル株と現金10ドルを受け取る予定である(買収金額は5億7,500万ドル)⁹。規制当局からの承認は既に得られているものの、ディールが最終的に承認されるには、2013年1月末に予定されているKBW株主からの承認を待つ必要がある¹⁰。

M&A完了後は、KBWがスタイフェルの一事業部門となるが、KBWは引き続き自らのブランド名を利用してビジネスを行う(図表3)。また、KBWのミカウドCEOも留任するほか、同氏とKBWの取締役一名がスタイフェルの取締役に就任する予定である。

III. ジェフリーズとルーカディア案件の概要

1. 会社概要

ジェフリーズは、1962年にロサンゼルスで設立され、当初は、ニューヨーク証券取引所

⁷ “Stifel Financial at KBW Securities Brokerage & Market Structure Conference-Final”, *CQ FD Disclosure*, Nov. 28, 2012 による。

⁸ ミラー・バックファイヤーは企業再生アドバイザー会社である。スタイフェル社のプレスリリース (“Stifel Financial Acquires Miller Buckfire”) を参照。

⁹ 株式交換比率は、申込み期間中の株価を考慮して決定される。

¹⁰ “KBW shareholders to vote on Stifel deal”, *St. Louis Business Journal Online*, Dec. 17, 2012 を参照。

図表 4 ジェフリーズの買収案件

被買収企業	買収年月	被買収企業の事業内容
ランダル&ドゥエイ	2005年2月	エネルギー分野に特化したアドバイザリー会社
ヘリックス・アソシエイツ	2005年5月	プライベート・エクイティファンド
ロング・エーカー・パートナーズ	2007年5月	メディア関係 M&A アドバイザリー会社
パトナム・ロベル	2007年7月	金融アドバイザリーサービス
デファ・ファースト・アルパニー・セキュリティーズ	2009年3月	地方債ビジネスに強みを持つブローカー・ディーラー
パッシュ・グローバル・コモディティーズ	2011年7月	商品オプション取引
ホアレ・ゴベット	2012年2月	英国の証券会社

(出所) ジェフリーズのプレスリリースより野村資本市場研究所作成

から離れた投資家に対して、大型株の取引を提供していた（図表 1）。現在は、投資銀行業務、エクイティや債券のトレーディング業務、アセット・マネジメント業務等をグローバルに展開している。特に、ミドルマーケットのトレーディング業務では全米トップの市場シェアを誇ってきた。また、過去 20 年間のうち、金融危機局面を除けば、ほぼ全ての四半期において黒字を計上する等、堅固な収益力を有している¹¹。安定的に収益を出してきた背景については、市況の変化や市場のボラティリティに応じて、レバレッジを適宜調整してきたためと言われている。また、ここ数年は、M&A アドバイザリー会社やブローカー・ディーラーを買収する等、提供サービスを拡充し、総合投資銀行への転換を目指してきた（図表 4）。

一昨年には、欧州ソブリン危機や MF グローバル問題が注目を集めるなかで、格付け機関（イーガン・ジョーンズ）が、同社の欧州向けエクスポージャーが自己資本の 77%に達すると指摘したことをきっかけに、市場において、同社の欧州向けエクスポージャー及びレバレッジの高さが懸念される事態に陥った。同社がリーマンブラザーズのような破綻に至る可能性を取り沙汰され、金融危機前に 30 ドルを超えていた株価が、2011 年 11 月には 10 ドル以下にまで低下した。

これに対して同社は、エクスポージャーの大部分が反対ポジションで相殺されており、実質的なエクスポージャーは自己資本の 1%に過ぎないと反論すると共に、市場の懸念を払拭するために、速やかに欧州ソブリン向けエクスポージャーを売却して対応した。この対応によって、欧州向けエクスポージャーを巡る懸念は沈静化したものの、同社の事業拡大路線に関しては市場から前向きな評価を得られずにいる。例えば、2012 年 10 月 16 日には、ムーディーズが、同社の積極的な事業展開に伴うリスクを理由に、同社の格付けを Baa2 から 1 ノッチ引下げ、Baa3 としている。

ルーカディアは、創業 1854 年の投資会社である（図表 1）。CEO であるカミング氏とプレジデントであるステインバーグ氏が入社した 1970 年代以降、ルーカディアは事業投資を中心にしたビジネスモデルを積極的に展開してきた。現在の事業は、精肉、通信、娯楽（カジノ）、不動産、衣料品開発、鉱業、ワイナリー等から成り、2012 年時点の総資産は 90 億

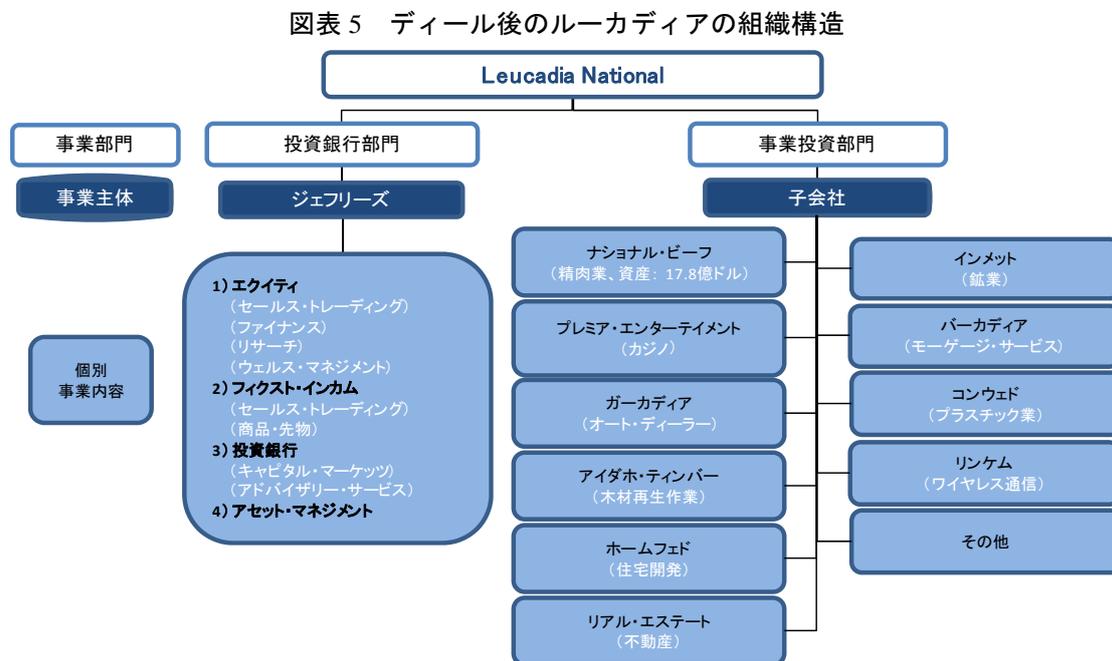
¹¹ ジェフリーズの IR 資料を参照（“Leucadia-Jefferies: A Unique Combination”, Nov. 12, 2012 等）。

ドルである。事業構造が類似していることに加えて、パークシャー・ハザウェイと共同出資のモーゲージビジネスを展開していることもあり、「ミニ・パークシャー・ハザウェイ」と呼称されることもある。また、ルーカディアはジェフリーズ株式の29%を保有する筆頭株主として、過去20年間に亘り、良好な関係を維持してきたと言われている。これまでの事業投資において、ジェフリーズをアドバイザーとして起用してきた経緯もある。

2. ディール概要

ルーカディアがジェフリーズの全株式の71%分を株式交換を通じて買い取る（買収金額は36億ドル¹²⁾。ジェフリーズの株主は保有1株につき、ルーカディア株を0.81株受けとることが予定されている。既に見取内容について両社の取締役会で承認は得られており、今後は、株主からの承認を経て、2013年第一四半期にディールを終了する見込みにある。

ルーカディアは、既に保有している29%分の株式と合せてジェフリーズを完全に子会社化することになる（図表5）。ムーディーズによれば、ジェフリーズがルーカディア傘下の中間持株会社となり、その下に規制対象の事業と対象外の事業の両者がぶら下がる組織形態になると想定されている¹³⁾。ジェフリーズも、前述のKBWと同様に、自社のブランド名を残し、これまでの業務を継続することになる。なお、買収後には、ジェフリーズがルーカディアの企業価値の大部分を占めると指摘されている¹⁴⁾。



(出所) ルーカディアのIR資料より野村資本市場研究所作成

¹²⁾ “Leucadia to Buy Jefferies in \$3.6 Billion Deal”, *The New York Times*, Nov. 12, 2012 を参照。

¹³⁾ Moody’s Investor Service, “Moody’s Reviews Ratings of Leucadia for possible upgrade following merger announcement”, Nov.12, 2012 を参照。

¹⁴⁾ “Leucadia-Jeffries Merger”, *The Brooklyn Investor*, Nov. 13, 2012 及び“Leucadia National Corporation and Jefferies Group, Inc. to Merge”, *Business Wire*, Nov. 12, 2012 を参照。

IV. M&A の狙いと評価

1. KBW とスタイフェルのケース

KBW とスタイフェルの狙いについて、両社は次のように述べている。第一に、ミドルマーケットに特化した投資銀行モデルを構築することである。前述の通り、両社は共に、中堅企業向けのサービスには競争力を持っているが、M&A を通じて、ミドルマーケットでの存在感を一層高めることを狙っている。例えば、2005 年以降の中堅企業向けの引受主幹事のランキングを基にすると、両社が合併することによって、市場シェアはバンク・オブ・アメリカに次いで第二位になる。また、米国株式のリサーチカバレッジは JP モルガンを抜いてトップに躍り出る可能性がある（図表 6）。

図表 6 各種投資銀行業務のランキング

(1) 米国エクイティ・リサーチ・カバレッジ数

	企業名	カバレッジ数
1	スタイフェル/KBW	1287
1	JPモルガン	1074
2	バンク・オブアメリカ・メリル・リンチ	1040
3	スタイフェル	1022
4	パークレイズ	960
5	レイモンド・ジェイムス	957
6	シティ・グループ	901
7	シティ&カンパニー	867
8	ウェルズ・ファーゴ	849
9	ゴールドマン・サックス	836
10	クレディ・スイス	835
11	モルガン・スタンレー	830
12	モーニングスター	808
13	UBS	807
14	ドイツ・バンク	806
15	RBC キャピタル・マーケット	802
16	ジェフリーズ	790
17	ロバート W. バード	630
18	BMO キャピタル・マーケット	537
19	ウィリアム・ブレア	522
20	キーバンク・キャピタル・マーケット	518
21	ピパー・ジャフレー	501
22	オープンハイマー	494
23	マッコーリー・グループ	484
24	スターン・アギー & リーチ	453
25	ジャーニー・キャピタル・マーケット	408
N/A	KBW	390

(2) 2005 年以降の金融機関に対する財務

アドバイザーサービスのディール数

	企業名	数量
1	スタイフェル/KBW	461
1	KBW	357
2	サンドラー・オニール & パートナーズ	346
3	マーシュ・ベリー & カンパニー	217
4	レイモンド・ジェイムス	191
5	バンク・オブアメリカ・メリル・リンチ	186
6	ダウリング・ヘルズ	171
7	JPモルガン	162
8	ゴールドマン・サックス	149
9	モルガン・スタンレー	131
10	ホブド・ファイナンシャル	119
12	スタイフェル	104

(3) 2005 年以降の 5 億ドル未満の企業の引受主幹事

	企業名	取引数	取引量 (10億ドル)
1	バンク・オブアメリカ・メリル・リンチ	240	15.1
2	スタイフェル/KBW	199	N/A
2	JPモルガン	186	10.1
3	シティ・グループ	182	12.8
4	UBS	160	8.6
5	ドイツ・バンク	153	8.9
6	クレディ・スイス	147	8.1
7	モルガン・スタンレー	131	7.6
8	パークレイズ	126	7.4
9	スタイフェル	125	5.0
10	ジェフリーズ	122	5.2
11	ウェルズ・ファーゴ	107	5.0
12	ピパー・ジャフレー	100	3.8
13	ロス・キャピタル・パートナーズ	87	2.3
13	RBC キャピタル・マーケット	83	3.3
15	オープンハイマー	79	2.7
16	レイモンド・ジェイムス	77	3.8
17	KBW	75	4.5

(出所) スタイフェルの各種資料より野村資本市場研究所作成

第二に、金融機関向けのサービスに高い評価を有する **KBW** を傘下に置くことで、スタイフェルの2つの事業部門（グローバル・ウェルス・マネジメント部門と機関投資家部門）の収益バランスを改善することである。現状のスタイフェルの収益は、グローバル・ウェルス・マネジメント部門が約6割で、機関投資家部門が残りの4割を占めるが、合併後にはこれが約半分ずつになる見込みである。

第三に、スタイフェルは、**KBW** が持つ2億5,000万ドルの超過資本を自らの資本に上乗せすることで、財務基盤の強化を図れると考えている。更に、**M&A** を通じたバックオフィスの経費削減効果等も期待できるとしており、スタイフェルは、買収後の **ROE** が10%~16%になると考えている¹⁵。

但し、両社の狙いに関しては、懐疑的な見方もある。例えば、**KBW** の収益の変動が比較的大きいため、買収を通じて収益バランスを改善させるのは難しいのではないかとみられている。むしろ、スタイフェルの収益のボラティリティが買収後に上昇するだろう、という指摘も聞かれる¹⁶。

2. ジェフリーズとルーカディアのケース

ジェフリーズとルーカディアの狙いは、次の3点である。第一は、ジェフリーズが持つ投資銀行や資本市場の事業基盤とルーカディアが有する企業投資に関する専門知識を組み合わせることで、相乗効果を出すことである。

第二に、ジェフリーズのハードラーCEOを始めとする、同社経営陣の能力をルーカディアに持ち込むことである。ルーカディアのカミングCEOが引退する意向にあるなか、ルーカディアは、欧州向けエクスポージャーを上手く乗り切ったジェフリーズ経営陣の手腕を高く評価してきたとされる。

第三に、財務面に懸念が残ると度々指摘されてきたジェフリーズにとって、ルーカディアの相対的に強固な財務基盤を手に入れる必要があったことである。業態の違いがあるため、単純な比較には注意が必要ではあるが、2011年度末の自己資本比率（簿価ベース）をみると、ジェフリーズの9.3%に対して、ルーカディアは69.2%である。また、ジェフリーズは、手元流動性の改善も達成できるとしている。

両社の株価は、ディールの公表日には僅かながら下落したものの、その後は、比較的堅調に推移している。また、ムーディーズは、今般の公表を受けて、ジェフリーズの格付けは不変とする一方、ルーカディアの親会社格付（Corporate Family Rating）をBa3からBa1に引き上げることを念頭に、ポジティブ見通しとした。ムーディーズは、Baa3格のジェフリーズがルーカディアに加わること、そして、ジェフリーズの経営陣がルーカディアの経営を担うことを前向きに評価し、**M&A** 後のバランスシートやルーカディアの投資方針の変化に注目していくと述べている。

¹⁵ **KBW** は買収発表と同時に、アジア部門のビジネスを閉鎖する可能性も公表している。

¹⁶ Goldman Sachs, "Company Update: Stifel Financial Corp.," Nov.6, 2012 を参照。

3. 共通点

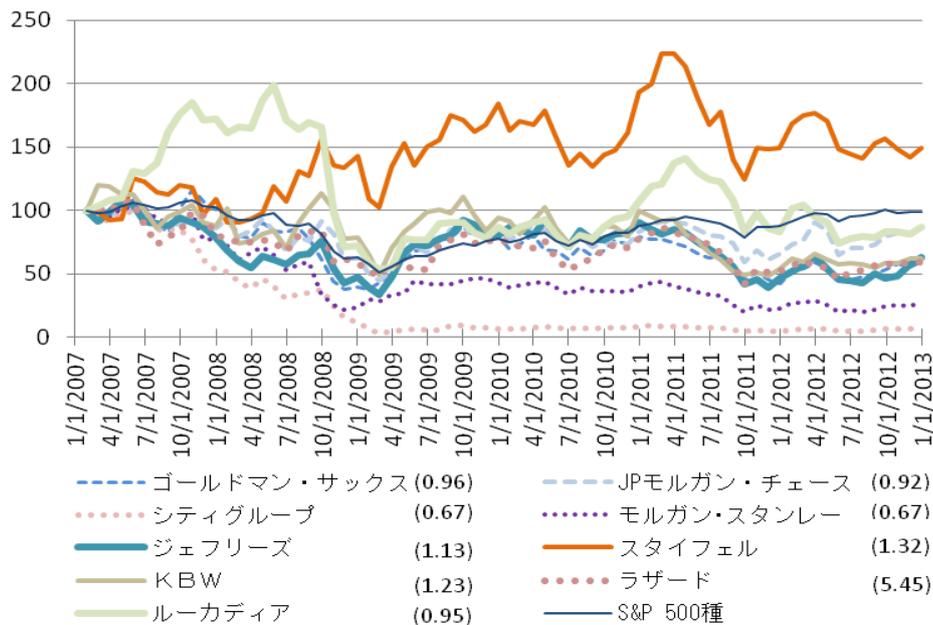
2つのディールには、少なくとも2つの共通点を見出すことができる。一つ目は、いずれのディールにおいても、財務力の改善が目標になっている。スタイフェルもジェフリーズも、金融危機後の苦しい経営環境のなかでも、事業の拡張と多様化を持続させてきた。しかしながら、こうした戦略を推し進めていくうえでは、財務力の引き上げを同時に進める必要があり、その解決策として、財務改善が見込める相手と一緒にすることを選択したと考えることができる。

二つ目は、被買収先のKBWとジェフリーズが共に、買収後に自社ブランドを活かして事業展開を続ける点である。換言すれば、これまでの顧客基盤や従業員を維持することに注意が払われているといえよう。また、買収先がブランド力や特定の経営資源・スキルを有する会社を買収対象として選んだことを示すものである。

図表7は、2007年1月末を基準にした、金融危機以降の株価推移である。これをみると、スタイフェルを除く全ての主要投資銀行の株価がS&P指数を下回っていること、また、大手投資銀行のPBRが中堅投資銀行の水準を下回り、1倍割れしていることが確認できる。

株式市場の評価を踏まえると、今回の2つのディールは、大手投資銀行よりも相対的にはポジティブな評価を受けている中堅投資銀行が、大手銀行が身動きが取れない現下の局面を活かして、自らの得意分野に焦点を当てつつ、事業拡大と財務強化を図ったものとして理解することができる。

図表7 金融危機後の株価推移（2007年1月末日=100）



(注) 括弧内は2013年1月15日時点のPBR

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

V. おわりに

本稿で紹介した2つのM&Aは、中堅投資銀行が経営基盤を強化するためにM&Aを実施したものである。大手投資銀行が規制強化への対応やデレバレッジを通じた事業縮小に追われるなかで、中堅投資銀行が虎視眈々と事業拡大の機会を窺っていることを示すものでもある。なお、2012年4月に完了したM&Aであるが、中堅の投資アドバイザー会社のレイモンド・ジェームスが、リージョンズ・バンクから中小ブローカー・ディーラー（モルガン・キーガン¹⁷）を買収した。レイモンド・ジェームスは、この買収によって、投資アドバイザーを約6,000人に増加させ、米国富裕層ビジネスの最大手であるモルガンスタンレーやバンク・オブ・アメリカ等と肩を並べることを目指していた¹⁸。

今後、こうした中堅投資銀行の動きが広範化していくようであれば、大手投資銀行のビジネス戦略に影響を与えることもあり得えよう。大手投資銀行の対応も含めて、米国投資銀行業界が今後どのような勢力図に向かっていくのか、引き続き注目される。

¹⁷ “Raymond James to buy brokerage Morgan Keegan”, *Reuters*, Jan. 12, 2012 によれば、M&A 前の時点では、同社の本社はテネシー州メンフィス市にあり、顧客預かり資産は約800億ドルであった。

¹⁸ “It’s official: Raymond James closes on Morgan Keegan deal”, *Investment News*, Apr. 2, 2012 を参照。