

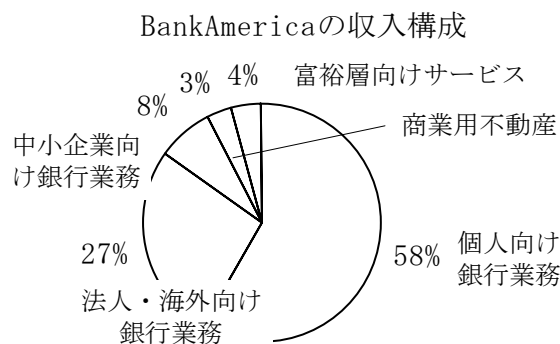
## 米国における銀行の証券会社買収

最近、米国では、銀行による証券会社の買収が相次いでいる。97年6月9日、大手地銀のバンカメリカが、中堅証券会社のロバートソン・スティーブンスの買収を、また6月30日には、同じく大手地銀のネーションズ・バンクが、同じく中堅証券会社のモンゴメリー・セキュリティーズの買収を発表した。97年に入って、銀行による証券会社の買収は、バンカーズ・トラストによるアレックス・ブラウンの買収、SBCの子会社であるSBCウォーバーグによるディロン・リードの買収に続き4件となった。一連の買収は、97年3月より、銀行による証券引受・ディーリング業務制限<sup>1</sup>が緩和されたことがきっかけとなっており、同様の動きは今後もみられると考えられている。

### 1. 買収案件の内容

#### 1) バンカメリカ/ロバートソン・スティーブンス

バンカメリカは、サンフランシスコを拠点とする総資産ランキング第3位（96年）の大手地銀である。2,000店を超す広範な営業網を持ち、96年の純利益29億ドルの半分弱も、個人向け銀行業務が占める。

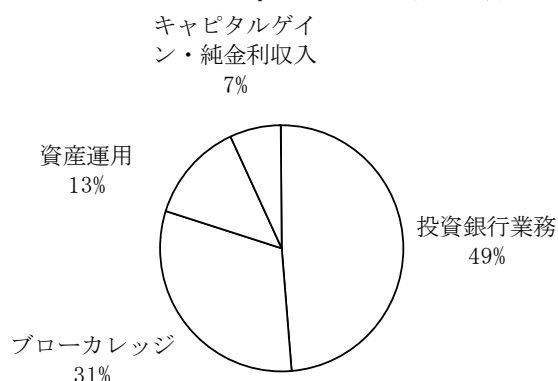


(出所) BankAmerica アニュアルレポート

<sup>1</sup> 連邦準備理事会（FRB）は、銀行がセクション 20 子会社（銀行関連引受ディーリング証券会社）を通して行うことのできる非適格証券（一部の地方債、資産担保証券、CP、債券、株式等）の引受・ディーリング収入を、同社の総収入の10%に制限していた（いわゆるレベニューテスト）。近年の大手5行の引受・ディーリング収入比率を見ると、10%近くとなっていたが、97年より、レベニューテストが25%に引き上げられたため、銀行は中堅規模程度の証券会社を買収することが可能になった。

一方、ロバートソン・ステューブンスは、パートナーシップ制をとる中堅規模の証券会社で、同じくサンフランシスコを本拠地とする。従業員は約800人で、内65人がパートナー

Robertson Stephensの収入構成(96年)



(出所) BankAmerica

である。投資銀行業務が収入の約半分を占め、中でもハイテク企業やヘルスケア企業等の新規公開引受を得意とする。実際、昨年(95年)の新規公開引受の実績を見ると、案件数では第10位であるが、引き受けた企業の公開後のパフォーマンスを見ると、アレックス・ブラウンに次いで第2位となっている。

IPOランキング

	案件数	金額(億ドル)	平均金額(億ドル)	リターン(%)
Alex Brown	258	139	0.54	126
Robertson Stehphens	183	72	0.39	101
Morgan Stanley	213	318	1.49	94
Cowen & Co.	129	50	0.39	73
Goldman Sachs	200	353	1.77	73
Montgomery	219	96	0.44	70
H & Q	199	73	0.37	64
DLJ	217	236	1.09	57
Smith Barney	210	175	0.83	54
Merrill Lynch	185	335	1.81	53
Lehman Brothers	188	158	0.84	51
Paine Webber	173	171	0.99	48
CS First Boston	140	234	1.67	44
Bear Stearns	101	136	1.35	36
Salomon Brothers	130	198	1.52	34
Oppenheimer	101	40	0.40	28

(注) 92年1月1日～96年12月31日

IPO案件数が100件以上の証券会社を採用。

96年12月30日時点の株価で、公開直後からのリターンを算定。

不動産、公益企業、金融機関などの新規公開企業及び96年末時点で取引が停止されている企業を除く。

コーマネージャーとなった案件数を計上。

(出所) Securities Data Corp.

バンカメリカは6月9日、このロバートソン・ステューブンスを5.4億ドルで買収すると発表した。そのうちの2.95億ドルは、ロバートソン・ステューブンスのマネージング・デ

イレクター以上の幹部を引き留めるための、繰延報酬<sup>2</sup>である。これらの税効果を鑑みた実質的な買収金額は、3.7 億ドルとなる模様である。

ロバートソン・スティーブンス会長の Robertson 氏は、バンカメロカの取締役会に迎えらる。現社長兼最高経営責任者の McCaffery 氏は、買収後も現職を続けるとともに、バンカメロカの Global Wholesale Bank 部門社長の Murray 氏に報告を行うことになる。

ロバートソン・スティーブンスは、バンカメロカ本社のテナントであるため、合併に伴う事務所移転はない。但し、今後もロバートソン・スティーブンスは、経営の独立性を比較的に認められていく模様である。

今回の買収の最大の狙いは、両社で投資銀行部門の品揃えを補完し合うことである。バンカメロカは、元々シンジケートローンやプロジェクトファイナンス等、融資関連業務に強く、近年は債券引受業務も手がけるようになった。また近年、高度の数理計算に基づいた株式デリバティブを得意とする証券会社の DE ショーと提携をすることで、トレーディング能力を強化してきた。さらに、今回、ロバートソン・スティーブンスを買収することにより、株式引受や株式リサーチが加えられることになる。

BankAmerica/Robertson Stephensの業務補完

	BankAmerica	D. E. Shaw	Robertson Stephens
世界的な顧客ネットワーク	○	○	○
資本金	○		
債券/キャッシュマネジメント/トレーディング	○		
非投資適格債	○		
資本市場業務の情報技術投資		○	
資産運用	○		○
株式トレーディング		○	○
株式リサーチ			○
株式引受			○
機関投資家ネットワーク			○
M&Aアドバイザー			○
ベンチャーキャピタル			○

(出所) BankAmerica

バンカメロカのもう一つの狙いは、ロバートソン・スティーブンスの資産運用業務であった。ロバートソン・スティーブンスは 12 本の投信約 30 億ドルを運用しており、中には全米第 2 位のパフォーマンスを誇るものもある。退職マネーが拡大し、銀行による投信販売が定着していく中で、バンカメロカは、強力な資産運用能力を必要としていた。

なお、バンカメロカは同じく 6 月 9 日、消費者金融子会社セキュリティー・パシフィック・ファイナンシャル・サービスズを、トラベラーズ傘下のコマーシャル・クレジットに売却することを発表した。バンカメロカにとって、同社の 13 億ドルの貸付債権は、規模

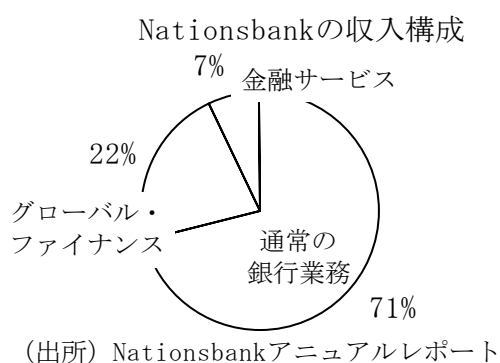
<sup>2</sup> ロバートソン・スティーブンスのマネージング・ディレクター達は、2.25 億ドルは、今後 3 年間に亘って、また 0.7 億ドルは今後 4 年間に亘って、年末にマネージング・ディレクターに支払われることになっている。この期間内に退職した者は、この繰延報酬を得られない。

の経済が働く水準ではなく、同社の ROE も 10%程度にとどまっていた模様である。そこでバンカメリカ会長の Coulter 氏は、消費者金融業務に新たな投資を行うよりは、これを売却し、ROE25%以上のロバートソン・スティーブンスを買収した方が資本効率を向上させられると判断した。実際、バンカメリカはセキュリティー・パシフィック・ファイナンシャル・サービスの売却資金と合わせて、投資可能資本が 2.8 億ドルとなる。ロバートソン・スティーブンスの実質的な買収価格が 3.7 億ドルであることを鑑みると、今回の合併は、バンカメリカの事業再編の一環と見ることもできる。

ロバートソン・スティーブンスにとっても、債券引受や、シンジケートローン業務が強化されることは、顧客サービスの向上につながる。新規公開を果たした既存顧客でも、会社の規模が大きくなるにつれ、ワンストップ・ショッピング的なサービスを求めるようになるからである。しかし、これらの業務には資本力を必要とする。

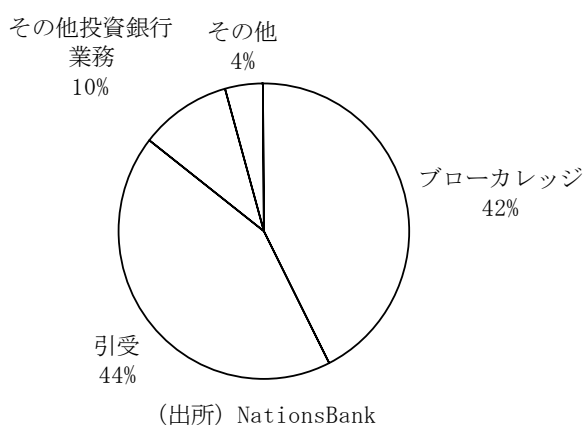
## 2) ネーションズ・バンク/モンゴメリー・セキュリティーズ

ネーションズ・バンクは、ノースカロライナ州を本拠地とする大手地銀である。84 年の総資産ランキングでは第 23 位であったが、海兵隊出身の現会長 McColl 氏の下で合併を繰り返して、足下の総資産ランキングは第 5 位である。約 2,600 の店舗網を持ち、収入の約 7 割は、伝統的な銀行業務が占める。



一方、モンゴメリー・セキュリティーズは、パートナーシップ制の中規模証券会社で、ロバートソン・スティーブンス同様、ハイテク企業やヘルスケア企業等の新規公開に強いと言われている。両社

Montgomery Securitiesの収入構成  
(96年純収入5,896億ドル)



の業容に類似点が見られるのは、モンゴメリーの前身であるロバートソン・コールマン・

アンド・シーゲルの元パートナー4人のうち、2人（Sanford Robertson氏と Robert Coleman氏）が抜けてロバートソン・スティーブンスを設立し、残ったパートナーの1人である Weisel氏が、現在のモンゴメリー・セキュリティーズを築き上げたという経緯があるためである。また、モンゴメリー・セキュリティーズは、そのブロック・トレーディング能力でも定評があり、業種別に見た取引高マーケットシェアでは、小売りが7%、ハイテク企業が5%となっている。

モンゴメリー・セキュリティーズの買収価格は12億ドルで、7割がキャッシュ、残りが株式で支払われる。モンゴメリーは、ネーションズ・バンクのセクション20子会社にあたるネーションズ・バンク・キャピタル・マーケットの傘下に入るが、現状通りの独立性は約束されている。モンゴメリーの経営最高責任者の Weisel氏は、ネーションズ・バンク・キャピタル・マーケットの会長に就任する予定である。

ネーションズ・バンクとモンゴメリーの狙いも、投資銀行業務を補完し合うことによるワンストップショッピングの構築である。従って、この案件でも、バンカメロカのケース同様、シンジケートローンを得意とする大手地銀と、ハイテク企業等の新規公開に特化した中堅証券会社が手を組むこととなった。加えてブロック・トレーディングのノウハウも、ネーションズ・バンクにとっては魅力的であった。

モンゴメリーも、90年代より手がけてきた非投資適格債業務を強

化し、ブリッジローン業務を構築しようとしていた。ところが、業務拡大が過小資本の制約を受けるようになっていたため、昨年より四半期ごとに2,500万ドルを内部留保として積み立て始めたほか<sup>3</sup>、10~20%程度の出資者を探していた。モンゴメリーは今回の買収により、これらの悩みを解決することになる。

NationsBank/Montgomeryの業務補完

	NationsBank	Montgomery
株式引受		○
株式トレーディング		○
株式リサーチ		○
M&Aアドバイザー	○	○
非投資適格債	○	○
ローンシンジケーション	○	
個人富裕層向けサービス	○	○
世界的な顧客網	○	○

(出所) NationsBank

## 2. セクション20子会社の現状

米国の銀行にとって、業務として取り組みやすい証券は、債券であると言われている。債券は、信用リスク分析を必要とする点において、銀行ローンとの類似性が見られるからである。実際、銀行は、引受ランキングのトップ15社の中に、投資適格債及び非投資適格債で4行、MBS/ABSで3行が入っている。この中で最も実績のあるJPモルガンは、最近、

<sup>3</sup> パートナシップ制を取っているため、従来は利益を全て分配していた。

株式の引受においてもランキング入りを果たした。

これに対してバンカメリカ、ネーションズ・バンクは、証券会社の買収により、株式引受市場への参入を一気に果たそうとしている。こうした戦略の違いの背景には、バンカメリカ、ネーションズ・バンクが、債券引受業務でさえも、必ずしも成功していないことが指摘されている。今後の米銀の引受業務の行方を占う上でも、ここでは、両行の証券引受

米国内民間証券引受ランキング (97年第1四半期)

合計		投資適格債		非投資適格債		
1	Merrill Lynch	443	Merrill Lynch	287	Merrill Lynch	39
2	Goldman Sachs	334	<b>JP Morgan</b>	232	DLJ	39
3	Salomon Brothers	304	Goldman Sachs	189	Salomon Brothers	35
4	<b>JP Morgan</b>	265	Salomon Brothers	184	Morgan Stanley	21
5	Lehman Brothers	261	Lehman Brothers	149	<b>Chase Manhattan</b>	15
6	Morgan Stanley	219	Morgan Stanley	131	Goldman Sachs	14
7	CSFB	156	CSFB	72	<b>JP Morgan</b>	13
8	DLJ	124	Bear Stearns	35	Lehman Brothers	12
9	Bear Stearns	104	<b>NationsBank</b>	34	Bear Stearns	12
10	Paine Webber	58	Smith Barney	32	<b>Bankers Trust</b>	11
11	Prudential	56	<b>Chase Manhattan</b>	23	CSFB	9
12	Smith Barney	56	Deutsche Morgan Grenfel	21	CIBC Wood Gundy	7
13	<b>Chase Manhattan</b>	54	<b>First Tennessee Bank</b>	16	Smith Barney	7
14	<b>NationsBank</b>	42	DLJ	15	<b>Citicorp</b>	4
15	Nat West Markets	32	Morgan Keegan	13	Jefferies	2
業界合計		2,757	業界合計	1,528	業界合計	258
MBS/ABS		普通株式		内新規公開		
1	Lehman Brothers	90	Goldman Sachs	37	Morgan Stanley	8
2	Salomon Brothers	86	Merrill Lynch	36	CSFB	8
3	Bear Stearns	64	DLJ	19	Goldman Sachs	5
4	Merrill Lynch	62	Morgan Stanley	18	Merrill Lynch	4
5	CSFB	62	Lehman Brothers	11	DLJ	3
6	Goldman Sachs	60	<i>Alex Brown</i>	10	Prudential	3
7	DLJ	59	Smith Barney	8	<i>Montgomery Securities</i>	2
8	Morgan Stanley	57	CSFB	8	Bear Stearns	2
9	Paine Webber	45	<i>Montgomery Securities</i>	7	Lehman Brothers	1
10	Prudential	43	Prudential	7	<i>Alex Brown</i>	1
11	NatWest Markets	27	<i>Robertson Stephens</i>	5	Cowen	1
12	<b>Chase Manhattan</b>	24	Bear Stearns	4	<b>JP Morgan</b>	1
13	<b>JP Morgan</b>	19	Salomon Brothers	4	<i>Robertson Stephens</i>	1
14	Nomura Securities	10	Cowen	2	Hambrecht & Quist	0.9
15	<b>Citicorp</b>	10	<b>JP Morgan</b>	2	ING Baring	0.7
業界合計		755	業界合計	215	業界合計	59

(出所) Securities Data Corp

業務に対するこれまでの取り組みについて、触れておきたい。

J Pモルガンとバンカメリカ、ネーションズ・バンクの第一の違いは、証券引受業務への参入時期である。J Pモルガンは、70年代後半にロンドンに設立したモルガン・ギャランティーを通じて、ユーロ・ボンド市場に参入していた。米国内においても、87年にセクション20に基づく認可をいち早く受けている。これに対して、ネーションズ・バンクが初認可を受けたのは89年のことであるが、当初は地方債、資産担保証券、CP等の引受のみ

で株式・債券の引受認可も受けたのは、93年である。同様に、バンカメ리카が初認可を受けたのは92年で、株式・債券の引受認可は94年になってからのことである。

より重要な違いは、カルチャーであると言われている。JPモルガンは、ニューヨークを拠点とし、元々法人業務に特化した銀行であったため、投資銀行のカルチャーを受け入れやすかったようである。これに対し、バンカメ리카とネーションズ・バンクは、収入構成の半分を個人向け銀行業務が占める。銀行的な経営方針や、銀行・証券会社出身者間のトラブルが両銀行に以下のようなコンフリクトをもたらしたようである。

バンカメ리카の問題点の一つは、投資銀行業務が、中央集権化されていないことにあると言われている。バンカメ리카は、94年に、中西部の法人マーケットを掌握していた破綻銀行コンティネンタルを買収した。このことは、法人顧客の拡大に大きく寄与し、証券引受業務における強みとなっているようである。実際、95年にバンカメ리카が引き受けた非投資適格債の発行体の6割は、融資部門の顧客であると言われている。一方、中西部の法人顧客を維持するために、バンカメ리카の資本市場部門は、サンフランシスコ、シカゴ、ニューヨークの三極体制となった。このことが機動的な意志決定を阻むとともに、資本市場部門の方向性を混乱させているとの指摘もある。

反対に、ネーションズ・バンクは、会長 **McColl** 氏の号令のもと、ウォールストリートの投資銀行に匹敵する投資銀行業務を構築しようとした。まず第一に93年、オプション・トレーディング専業のシカゴ・リサーチ・アンド・トレーディングを買収した。次に同じく93年、債券引受部門の責任者として、リーマン・ブラザーズの債券部門を育てた **Griff** 氏や、非投資適格債部門の責任者として、元サロモン・ブラザーズの **Meredith** 氏を引き抜いた。ところが、セクション20子会社の幹部に銀行出身者も加えたため、カルチャーの違いによる抗争が絶えなかった模様である。例えば、非投資適格債部門は、わずか3年の間にローン・シンジケーション部門と統合した後、再び分離し、同部門の経営責任が銀行出身者の手にわたったため、**Meredith** は退職した。**Griff** 氏も、セクション20子会社の副会長に就任したものの、実質的には経営権限を縮小されたため、今年に入って退職したと報道された。また、ネーションズ・バンクの当初の壮大な構想に反し、最近は同行の得意とする中小企業向け市場に特化するという動きが見られるようになったため、投資銀行出身者を失望させたと言われている。

セクション20子会社設立銀行（97年6月30日現在）

銀行名	初認可年	外銀/米銀	業務範囲
Bankers Trust	87		株式・債券
Citicorp	87		株式・債券
JP Morgan	87		株式・債券
Chase Manhattan	87		株式・債券
PNC Bank	87		
Bank of Montreal*	88	外銀	株式・債券
First Chicago NBD	88		債券
Fleet Financial	88		
Barnett Banks**	89		
NationsBank	89		株式・債券
South Trust	89		
First Union	89		株式・債券
Norwest	89		
Barclays Bank	90	外銀	債券
Canadian Imperial Bank of Commerce	90	外銀	株式・債券
Royal Bank of Canada	90	外銀	株式・債券
Bank of Nova Scotia	90	外銀	株式・債券
Sanwa Bank	90	外銀	
Tronto Dominion Bank	90	外銀	株式・債券
ABN AMRO Bank	90	外銀	株式・債券
Banc One	90		株式・債券
Daiichi Kangyo Bank	91	外銀	
Dauphin Deposit Corp***	91		株式・債券
Synovus Financial	91		
BanAmerica	92		株式・債券
Deutsche Bank	92	外銀	株式・債券
Huntington Bancshares	92		
Saban/Republic New York	94		株式・債券
National City	94		株式・債券
SunTrust Bank	94		
First of America	94		債券
Swiss Bank	94	外銀	株式・債券
Mellon Bank	95		
Banco Santander	95	外銀	株式・債券
HSBC Holdings	96	外銀	株式・債券
Keycorp	96		
Bank of NY	96		株式・債券
Dresdner Bank	96	外銀	株式・債券
National Westminster Bank	96	外銀	
BankBoston	96		株式・債券
BOK Financial	97		
Crestar Financial Corp	97		

\*セクション20子会社を2社持つ

\*\*休眠会社

\*\*\*Allied Irish Banks及びFirst Maryland BancorpがDauphin Deposit Corpを買収の予定。

上記の銀行は全て、地方債の一部、モーゲージ関連証券、CP、ABSの引受が認められている。

債券、株式・債券の引受と表記してある銀行は、上記の業務の他に株式もしくは債券の引受を認められていることを指す。

（出所）FRB資料よりNRIA作成



### 3. 今後の展望

銀行による証券会社買収の動きは、今後も続くと思われる。その理由としては、第一に、伝統的銀行業務の事業機会の縮小に伴い、米国銀行業界は、大幅な構造変革を求められているからである。95年以降の大手米銀の動向を見ると、何らかの形で殆どの銀行が買収、合併に携わっていることが、銀行業界の将来に対する懸念を物語っている。

第二に、証券業界においても、グローバル化、業態を越えた競争の激化進むにつれ、モルガン・スタンレーとディーン・ウィッターの合併にみられるように、大手といえども資本拡大による体力強化が必要となっている。こうした中、これまでニッチ市場に特化してきた中堅規模の証券会社は、過小資本が足かせとなる可能性がある。そこで、こうしたニッチ証券会社は、株式市場の活況に支えられて、自社の企業価値が高い間に、身売りをするであろうとの見方もある。

懸念材料としては、まず、買収価格の高騰が挙げられる。実際、新規公開を得意とするHARM（ハンブレクト・アンド・クイスト、アレックス・ブラウン、ロバートソン・ステイブンス、モンゴメリー・セキュリティーズ）で残されているのは、ハンブレクト一社となっており、少数の優良証券会社をめぐる競争が繰り広げられる可能性がある。

また、こうして手に入れた証券会社が、銀行とのカルチャーの違いから、上手く機能しない場合も予想される。過去の轍を踏まないためにも、ある程度の独立性を維持した慎重な経営が望まれることになるだろう。

米国銀行の事業再編（95年以降）

銀行	合併銀行/企業
1 Chase	Chemical（存続銀行はChemical）
2 Citicorp	American Express（カード会社）との合併の噂が報道されている。
3 BankAmerica	Robertson Stephens（証券会社）
4 JP Morgan	カストディ及びプロセッシング部門売却。American Century（資産運用会社）との合併の噂が報道されている。
5 NationsBank	Boatman Bancshares（銀行）、Montgomery Securities（証券会社）
6 First Union	First Fidelity（銀行）、Keystone（資産運用会社）
7 Bankers Trust	Alex Brown（証券会社）
8 Wells Fargo	First Interstate（銀行）
9 First Chicago NBD	First Chicago（銀行）とNBD（銀行）が対等合併
10 Banc One	First USA（カード会社）

（注）96年末総資産ランキング上位10行

（出所）NRIA

（沼田 優子）