

ドイツ銀行のバンカース・トラスト買収

ドイツ銀行（Deutsche Bank）が、ついに米国の大手投資銀行買収を決行した。総資産額では米国 8 位のバンカース・トラスト（Bankers Trust Corporation）の買収により、98 年 6 月に正式に合併した UBS を抜いてドイツ銀行は再び欧州最大の銀行となるだけでなく、世界最大の銀行となる。

1. 買収の内容

11 月 30 日、ドイツ銀行は、総資産額で全米 8 位のバンカース・トラストを買収することを正式に発表した。バンカース・トラストの全発行済み株式を、1 株当たり 93 ドルで全額現金で買い取る。買収金額は約 101 億ドル（約 1.2 兆円）に達し、外資系銀行による米国銀行の買収としては過去最大となる。

また、ドイツ銀行は、株式取得資金のほかに 4 億ドルのボーナス枠を用意した。バンカース・トラストから有力なバンカーが流出するのを防ぐためである¹。

両行の総資産を単純に合計すると約 8,500 億ドルとなり、UBS やシティグループを抜き、世界最大の銀行が誕生する（表 1）。

表 1 主要国の最大手銀行規模比較

	現地通貨	円換算
ドイツ銀行+バンカース・トラスト		1,149,253
UBS（スイス）	10,899	1,068,756
シティグループ（米国）	7,018	952,483
ドイツ銀行（ドイツ）	11,558	937,123
東京三菱銀行（日本）	855,929	855,929
ソシエテ・ジェネラル（フランス）	30,901	717,830
ABNアムロ（オランダ）	10,013	692,099
HSBCホールディングズ（イギリス）	2,906	682,619
バンカース・トラスト	1,563	212,130

- (注) 1.単位は各国通貨で億。円換算の単位は億円。
 2.ソシエテ・ジェネラル、ABNアムロ、HSBCホールディングズは98年6月末。他は同9月末。
 3.6月末および9月末の為替レートで円換算。

(出所) 各行ホームページより NRI-E 作成。

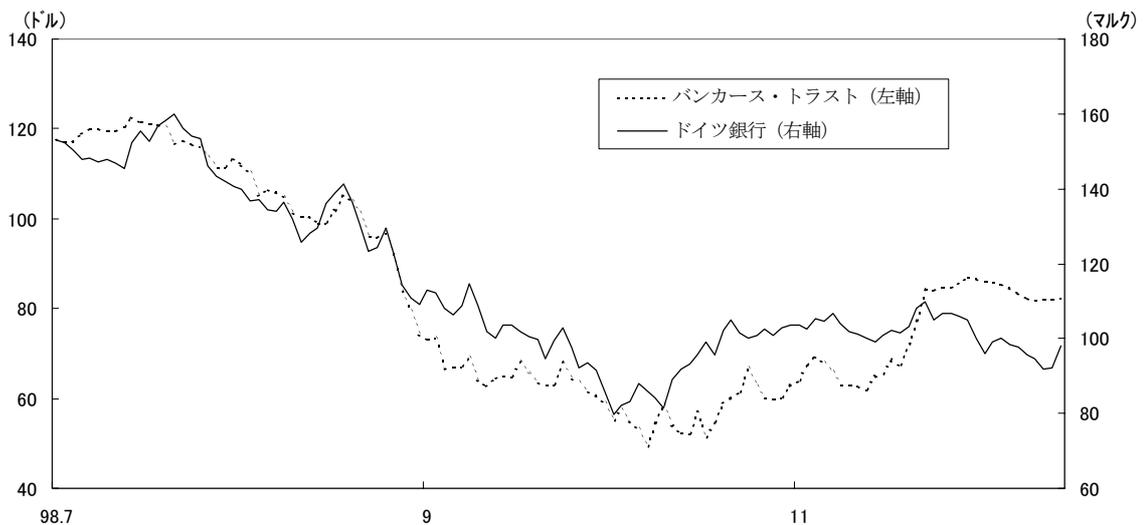
¹ ただし、プロイアー頭取は、4 億ドル全額を使い切るつもりはない旨を表明している。

ドイツ銀行は、直後の12月8日には、アリアンツ株式に転換することのできるエクステンジブル債を13億ユーロ（約1,800億円）発行しており²、この資金の大部分は買収資金に当てられる見込みである。また、買収資金の調達のため、40億マルク（約2,800億円）分の増資を行う方針を明らかにしているほか、転換社債やワラント債の発行なども検討している。

ドイツ銀行による米国投資銀行の買収はかねてから噂されており、ドイツ銀行のブローアークもそれを否定してはいなかったが、米国投資銀行の株価が高水準で推移している限り、「高い買い物」はしないと公言していた。今夏のロシア国債のデフォルトやそれを端緒としたヘッジファンドの破綻などによる国際金融資本市場の混乱により、主要金融機関が大幅な損失を被り株価が急落した結果、候補とされていたバンカース・トラストやJPモルガンの買収が視野に入った。

バンカース・トラストの株価は、一時120ドルを上回る水準まで上昇したが、主にロシア債券のデフォルトにより、巨額の損失を被った結果、9月以降、株価は70ドルを下回り、一時は50ドルを切る局面も見られた。ドイツ銀行による買収の噂が流れ始めた11月中旬から株価は上昇し、情報リークのために余儀なくされた一回目の両行の記者発表が行われた11月23日には、すでに株価は84ドルまで急上昇していた。ブローアークは、買収価格は過去1年間の株価のほぼ平均であり、妥当な水準であることを強調しており、9月末の簿価の2.3倍、99年の予想EPSの15.8倍という買収価格は、数字だけを見る限り、他の金融機関の大型買収と比べても決して高くない。

図1 ドイツ銀行、バンカース・トラストの株価の推移（98年7月～）



(注) 土日を除く取引所の休場日は直近営業日の株価でつないだ。
(出所) ブルンバークより NRI-E 作成。

² 応募が超過した場合には最大15億マルクまで発行額を積み増すオプション付き。

今後、バンカース・トラスト株主による決議³と各国の規制当局の認可を経て、遅くとも 99 年 5 月には買収の全手続きを終了させたい考えである。ただ、ニューヨーク州の銀行監督当局（New York State Banking Department）が、ドイツ銀行がナチス・ドイツによるユダヤ人の金の強奪に関与したとされる問題が解決されない限り、認可しない可能性もあり、同様の問題で合併手続きの完了が数ヶ月にわたり延期された UBS と同様、手続きが遅れる危険性もある。

2. 買収の狙い

今回の買収の結果、シナジー効果とコスト削減により、遅くとも 2001 年から年間 17 億マルク（約 1,200 億円）の増益が見込めるとしている。同行は 2001 年までには、税引き前 ROE を 26% まで引き上げることを目標に掲げている。

グローバル・バンクをめぐる競争は、投資銀行業務を中心に議論されてきただけに、今回の買収も投資銀行業務の強化だけが注目されている感がある。しかし、両行の狙いはそれだけではない。規模の経済が強くなり働き、安定的な収入源となりうる、アセット・マネジメント、カストディ、キャッシュ・マネジメントの強化も、重要な狙いとなっている。

1) 投資銀行業務の強化

欧州でも、米国ほどではないにせよ、大型の合併や買収が相次いでいる。ドイツ企業では、ダイムラーがクライスラーと合併して世界中を驚かせたほか、化学大手のヘキストがフランスの大手化学会社ローヌ・プーランと生命科学部門を合併することを決めた。

中小企業の資本市場利用も大きな流れとなっている。層の厚い中小企業（Mittelstand）が産業の基盤を支えていると言われるドイツでも例外ではない。ドイツのベンチャー企業向け証券取引所ノイア・マルクト（Neuer Markt）では、97 年 3 月の開設以降、上場企業が順調に増加し 63 社に達している（98 年末現在）。また、マルクト建てのジャンク債発行や LBO も次第に普及しつつある。

ドイツ銀行にとって、投資銀行業務の強化が喫緊の課題であることは以前から指摘されてきたし、ドイツ銀行も十分に認識していたが、このような環境下で、より一層の努力が必要であることがはっきりしてきた。米国市場でバルジ・ブラケッツ⁴を脅かすことができなかなただけでなく、ドイツを含む欧州市場においても、米国有力投資銀行の進出を許している。ドイツ企業の M&A アドバイザリーでさえ、ドイツ銀行は米系の後塵を拝している。その意味で、バンカース・トラストの買収は、ドイツ銀行の弱点を補う格好のチャン

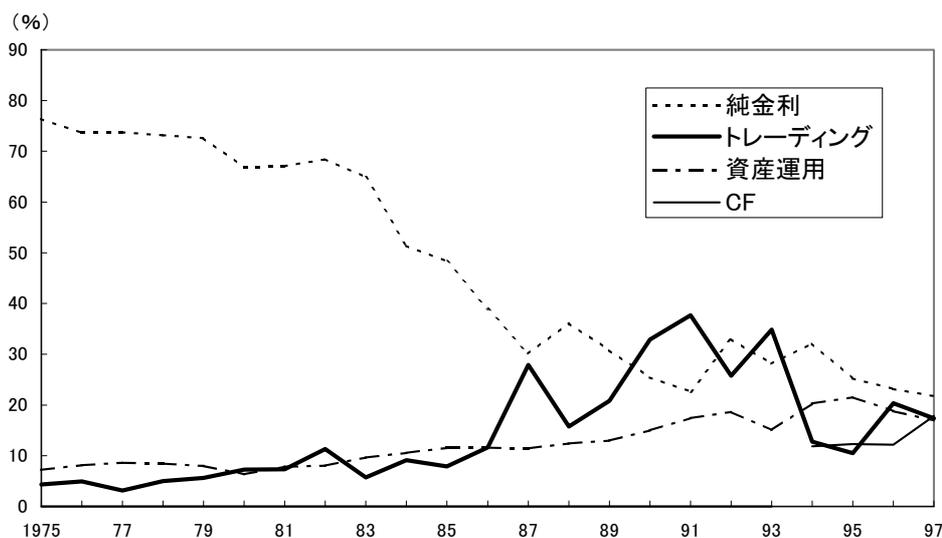
³ 3 分の 2 以上の賛成が必要。

⁴ 米国投資銀行の上位 3 社～5 社を指す総称。

スである。

バンカース・トラストは、94年のデリバティブ商品の不適正販売以降、頭取も交代し、ハイリスクのトレーディング重視から、アドバイザリー・ビジネスの強化を進めてきた。91年には収益合計の38%を占めたトレーディング収入は、97年には17%まで低下しており、かつてのハイ・リスク・トレーディング・ハウスの趣はかなり薄まった。コーポレート・ファイナンス・ビジネスや資産管理からの手数料収入の比率が高まっている（図2）。

図2 バンカース・トラストの収益構成の推移



(注) 1.その他手数料収入などがあるので、合計は100%にはならない。

2.CFはコーポレート・ファイナンス手数料。94年以降のみ。

(出所) Moody's

手数料ビジネスの強化に貢献したのは、債券業務に強かったバンカース・トラストがエクイティ関連業務の強化を目指して96年に合併したウォルフエンソン (Wolfensohn & Co) と、97年に合併したアレックス・ブラウン (Alex Brown & Sons) である。ウォルフエンソンは、M&Aに特化した新興のブティック証券会社で⁵、元FRB議長のポール・ボルカー氏が会長を務めたことでも有名である。一方、アレックス・ブラウンは7つのセクターに限ってIPO、M&Aビジネスを展開する投資銀行で、中堅企業向けサービスでは評価が高い。もともとジャンク債の引受けやLBO貸付けに強かったバンカース・トラストとの合併により、中小企業に対するコーポレート・ファイナンス・サービスには強みがある。

また、バンカース・トラストは、ナショナル・ウェストミンスター銀行が投資銀行業務から撤退する際に、同行の投資銀行部門ナット・ウェスト・マーケッツの現物株式部門を買収した⁶。ナット・ウェスト・マーケッツは欧州リサーチでは4位に入っており、ドイツ

⁵ ウォルフエンソンは1981年に設立された。

⁶ デリバティブ部門はドイツ銀行が買収した。

銀行に比べその評価は高い（表2）。

バンカース・トラストのノウハウを、「リレーションシップ・バンキング」を標榜するドイツ銀行のネットワークや資本力に結び付けることができれば、欧州での競争力は高まるだろう。

表2 欧州アナリスト・ランキング

順位	98	97	総合		業界トップ		業界2位		業界3位	
			98	97	98	97	98	97	98	97
1	1		46	43	15	11	5	14	7	7
2	3		41	31	17	10	11	6	5	8
3	2		34	33	7	6	11	7	11	5
4	4		24	29	6	5	8	7	5	6
5	7		19	19	7	8	4	4	4	5
6	6		13	20	0	4	3	3	4	7
6	7		13	19	0	1	4	5	4	4
8	13		11	5	3	1	1	2	1	0
9	10		10	10	3	2	2	2	2	3
9	5		10	22	1	2	2	4	3	6

(注) 1.調査時点の関係で、ナット・ウェスト・セキュリティーズ、DMGの名称のままとなっている。

2.順位以外は、アナリストの人数。

(出所) Institutional Investor

ただ、米国での投資銀行業務に関しては、バンカース・トラストを買収してもバルジ・ブラケッツに対抗できるわけではない。98年第3四半期までの実績では、バンカース・トラストは、米国での公募証券引受けランキングの上位15行には入っておらず、得意とするIPO部門やジャンク債部門でもバルジ・ブラケッツには遠く及ばない⁷。

ドイツ銀行はこれまで大量の人材引抜きで米国関連業務の強化を図ってきた。しかし、米国での実績が期待通り上がらず、一方で人件費の高騰を招いたことから、内外からの批判が高まったこともあり、今年に入って、米国のドイツ銀行を率いてきたマククリーランド氏 (Carter McClelland、モルガン・スタンレー出身) や、ハイテク部門のクオトロネ氏 (Frank Quattrone、ゴールドマン・サックス出身) が相次いで退社した。年初には、ブロイアー頭取がホーム・マーケットである欧州第一 (“Europe First, But Not Only Europe”) を唱え、米国市場でバルジ・ブラケッツの一角を崩すという野望は、当面の間撤回している。

今回の買収の際にも、ブロイアー頭取は繰り返し、メリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの買収は考えもしなかったことを強調している。それは、ドイツ銀行のカルチャーであるリレーションシップ・バンキングが薄まり、同行のカルチャーが駆逐されてしまうことを危惧したためだけではなく、米国市場でそこをホームとするバルジ・ブラケッツと真っ向から競争することを当面諦めたためでもあろう。米国でもビジネスを行っている欧州企業は数多く、そういった企業のグローバル・ビジネスをサポ

⁷ IDDのデータによる。バンカース・トラストは金額に比べて案件数が多いことから明らかのように、顧客には中小企業が多いため、現在のように大型ディールが相次ぐときには、上位との差が広がりやすいという要因もあろう。

ートするための米国での基盤作りと、欧州で展開するためのノウハウの取得を目指しているのである。

2) アセット・マネジメントの強化

今回の合併により、新銀行の預かり資産残高はほぼ 6,000 億ドルに達し、簡易保険局に次ぐ世界第 4 位となる。

アセット・マネジメントはドイツ銀行がこれまでも強化してきた部門である。今回の合併の直前には、日本生命との提携を発表した。この提携により、ドイツ銀行は日本生命と合併で運用会社を設立し、日本生命の欧州証券市場での運用をサポートするほか、日生契約者の満期保険金運用を目当てに、自らが運用する投資信託を提供することになった。日本生命は、その後、新通貨ユーロへの移行がスムーズに進めば、運用資産に占める欧州資産の比率を高めていく意向を表明している。

アセット・マネジメント業務は、金利の低下や高齢化による機関化の進展、などにより成長が見込まれる上に、預かり資産に比例した運用報酬が得られ、安定した収益源となるため、各金融機関とも力を入れている部門である。

プライベート・バンキングに強みを持つ UBS や大手保険会社を傘下に持つクレディ・スイスに比べ、アセット・マネジメント部門が小さかったという課題も、今回の買収により克服される。

表 3 預かり資産ランキング (97 年末)

	金融機関名	預かり資産残高
1	UBS	7,346
2	フィデリティ	6,259
3	簡易保険局	6,220
	ドイツ銀行+バンカース・トラスト	5,968
4	クレディ・スイス	5,918
5	AXA	5,310
6	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	4,858
7	メリル・リンチ	4,463
8	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	3,987
9	キャピタル・グループ	3,435
10	バンカース・トラスト	3,178
11	メロン・バンク	3,134
12	日本生命	3,027
13	プルデンシャル (米国)	2,983
14	チューリッヒ・グループ	2,887
15	ドイツ銀行	2,790

(注) 簡易保険局、日本生命の数字は 98 年 3 月末、その他は 97 年末。

(出所) Institutional Investor の米国、欧州、アジア調査より NRI-E 作成。

3) カストディ業務の強化

カストディ業務がもう一つの重要な柱として位置づけられている。カストディ業務は特に規模の経済が働きやすく、近年、大手による寡占が進んでいる。

新銀行のカストディ部門は、欧州最大、米国第4位、アジア第4位、クロス・ボーダー・カストディで第2位となり、グローバルにカストディ業務を展開する体制を整える。合計するとカストディとしての預かり資産は4兆ドルに達する。

強いカストディ部門を活かして、証券貸借業務でも収益を見込むことができる。

4) 銀行業務の強化

ドイツ銀行はユニバーサル・バンクとはいえ商業銀行を中心としてきたし、バンカース・トラストも元々は商業銀行である。バンカース・トラストは投資銀行への脱皮を目指し、純金利収入の比率は低下したが、それでも、シンジケート・ローンなど、米国の投資銀行にない強みがある。米国のシンジケート・ローン市場では、チェース・マンハッタン、シティ・グループ、バンカメリカ、JP モルガンが強いが、この市場で新たに競争力を得られる可能性もある。

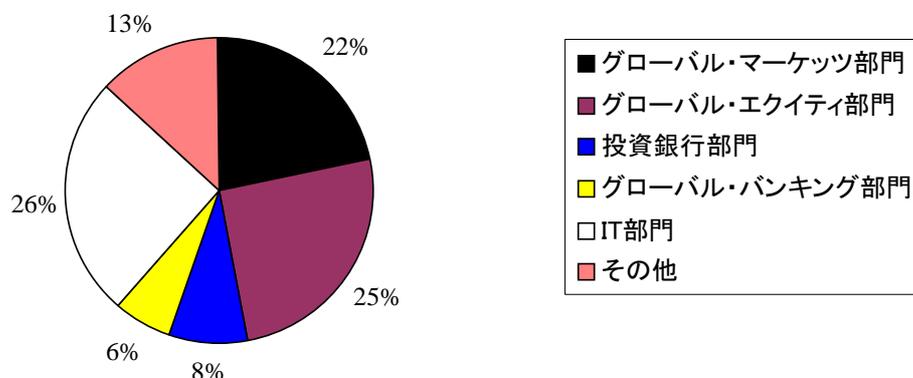
また、キャッシュ・マネジメントについても、強みを発揮できる。米国でビジネスを展開している欧州企業や、欧州で事業を展開している米国企業も数多くあり、このような企業のキャッシュ・マネジメントは重要な収益源となる。商業銀行中心であっただけに、外国為替取引では投資銀行よりも強く、決済業務についても競争力は高い。ユーロが誕生し、国際決済通貨としての利用が進めば、ユーロとドルの双方の取り扱いに優れていることが強みとなろう。

5) コスト削減

コスト削減は重複部門の人員削減と、IT システムの共有化によるシステム投資の削減によって実現する予定である。

ドイツ銀行は米国での投資銀行業務を強化しようという動きを強めていたし、また、バンカース・トラストはナット・ウェスト・マーケッツを買収したため、株式や債券の引受けや売買を行う部門では、ロンドン、およびニューヨークで人材の重複が最も多く見られる。このため、人員削減による大幅なコスト削減効果が見込まれている。すでに、ロンドンとニューヨークでグローバル・マーケッツ（短期金利商品及び債券部門）とグローバル・エクイティ部門の従業員 5,500 人を解雇することが発表された。

図3 部門別コスト削減寄与度



(出所) ドイツ銀行合併発表資料

3. 動き出すドイツ銀行

1) 組織改正

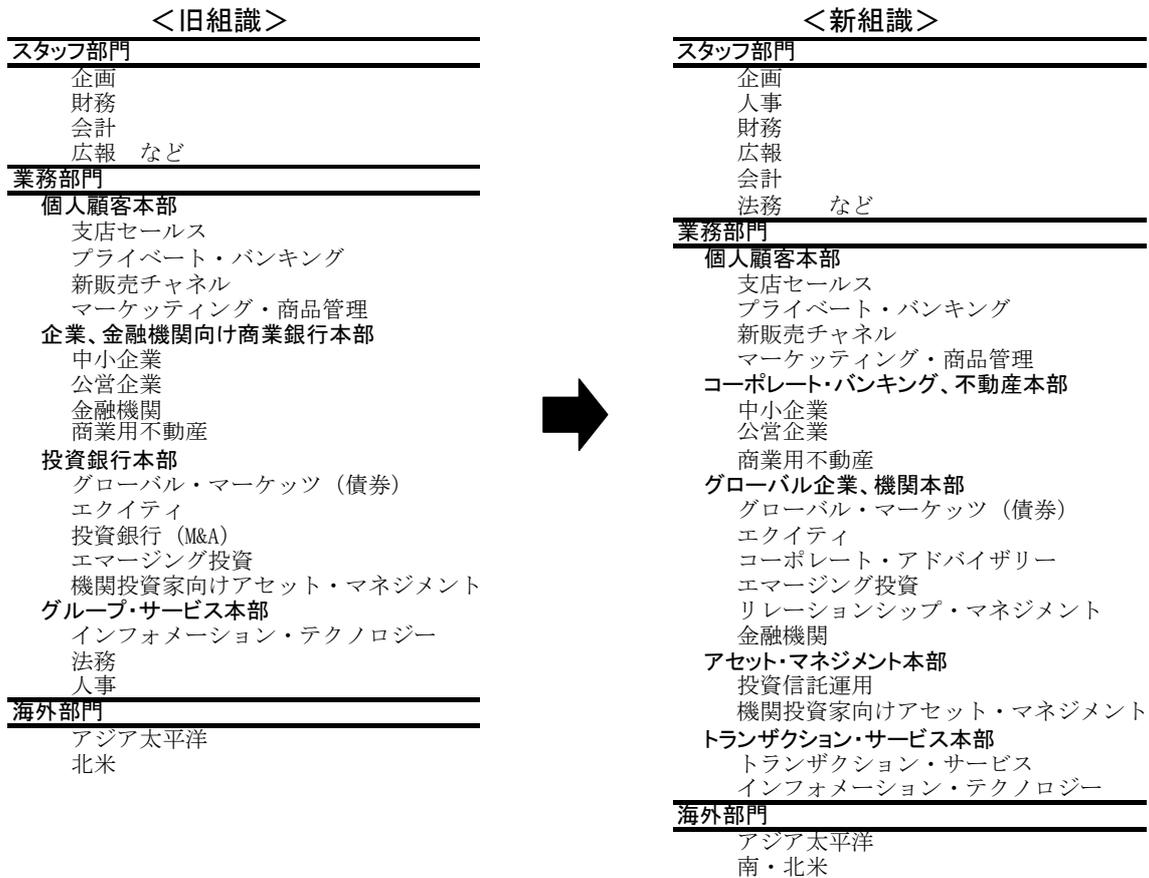
98年4月より、ドイツ銀行は25億マルクをかけて、プロダクト別の組織から対象顧客別の組織に改めた⁸(図4)。

企業顧客に対して複数部門からのコンタクトが重なることを避け、より効率的にサービスを提供することを目指す。商業銀行部門、株式部門、債券部門などが、それぞれ別個に顧客にコンタクトしていたため、効率が悪い上に顧客の側にも不満があった。今回の組織改正により、このような問題を解決することができる。いずれは、各顧客ごとにリレーションシップ・マネジャーを付ける予定である。

また、新設のアセット・マネジメント本部に機関投資家向けと投資信託などの個人向けアセット・マネジメントを統合することによる、運用効率の向上も狙っている。

⁸ その際、投資銀行部門からモルガン・グレンフェルの名称が削られた。

図4 ドイツ銀行の新旧組織図



(注) 99年初よりグローバル企業・機関本部の中に海外本部やITの一部を取り込むことなどを

内容とする、もう一段の組織改正が予定されている。今回の買収発表後も予定通り実行されるかどうかは不明。

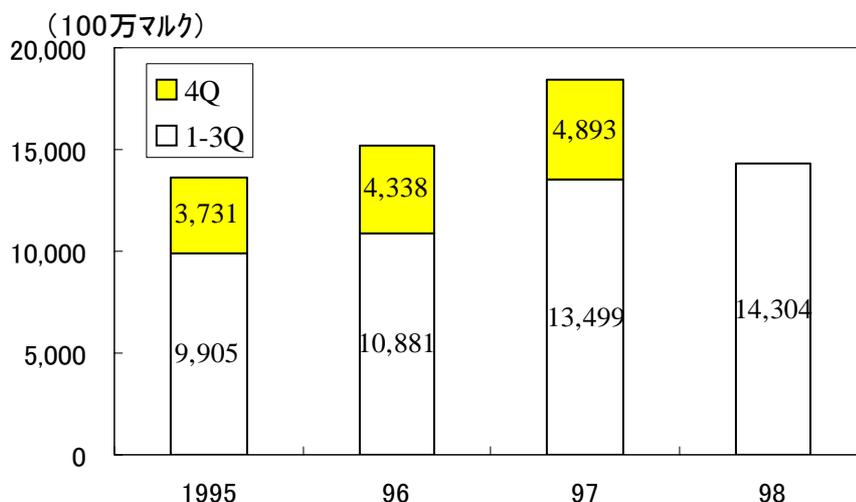
(出所) ドイツ銀行年次報告書より作成。

2) リテール部門の統合、独立子会社化

10月28日には、リテール部門を100%子会社として独立させることを検討していることを明らかにした。テレフォン・バンキング、インターネット・バンキングなど、リモート・バンキングを行っている100%子会社バンク24(Bank 24)も、新リテール子会社に統合する考えである。新子会社は、99年1月に正式に決定後、規制当局の認可を待って、秋にも設立される予定で、新子会社の人員は17,000人に上る見込みである。

ドイツ銀行は、リテール業務の見直しを進めてきた。国内だけで2,000を超えていた支店網が、コスト面から負担になってきたためである。同行の営業費用は、投資銀行部門のコストが大幅に上昇した昨年ほどではないとはいえ、今年に入っても増加基調は変わっていない(図5)。コスト・インカム比率も上昇しており、コスト削減は急務となっている。

図5 ドイツ銀行の営業費用の推移



(注) 営業費用には、人件費、その他管理費、器具備品の償却費などが含まれる。
 (出所) ドイツ銀行、第3四半期決算発表資料

同行は、国内支店を母店、地域の中核店舗、末端の支店に分類し、地域の中核店舗におけるアドバイス機能の強化、末端支店機能のATMなどへの振り替えによる効率化、を図ってきた。今回、リテール部門を分離して100%子会社化すると同時にバンク24を統合することの狙いは、このようなリテール業務の効率化をさらに進めることが狙いと見られる。

別会社化することの真の狙いは、土日出勤や残業などをさせやすくすると同時に、人員削減も容易にすることである、という見方もある。ドイツでは労働組合の力が強く、賃金や雇用条件の変更に関する柔軟性が極めて低い。しかし、別会社化されると、賃金や雇用条件に関する銀行業界と労働組合の合意が新会社の従業員には適用されないという見方が一般的なためである。ドイツ銀行の試みは、ドイツの他の銀行からも関心を集めている。

リテール業務の一角を担うバンク24は、11月19日、米国の有力インターネット・ブローカーであるアメリトレード(Ameritrade)と提携した。来年早々にも、ドイツの投資家はアメリトレードを通じて米国株式を、米国の投資家はバンク24を通じてドイツ株式を売買することができるようになる。

ドイツでも、金利の低下による預金の魅力の低下や好調な株価を反映して、個人投資家による証券投資が次第に活性化している。このような環境下で、ドイツ銀行は、個人投資家に対するブローカレッジ・ビジネスにも力を入れている。

3) クレディ・リヨネ・ベルギーの買収

ドイツ銀行は、バンカース・トラストの買収を発表した直後の12月2日には、クレディ・リヨネのベルギー子会社(Credit Lyonnais Belgium)を10億マルク(約700億円)で買収す

ることを発表した。ベルギーでは銀行名を「ドイツ銀行」に統合し、銀行業から証券業までフル・サービス体制を予定している。

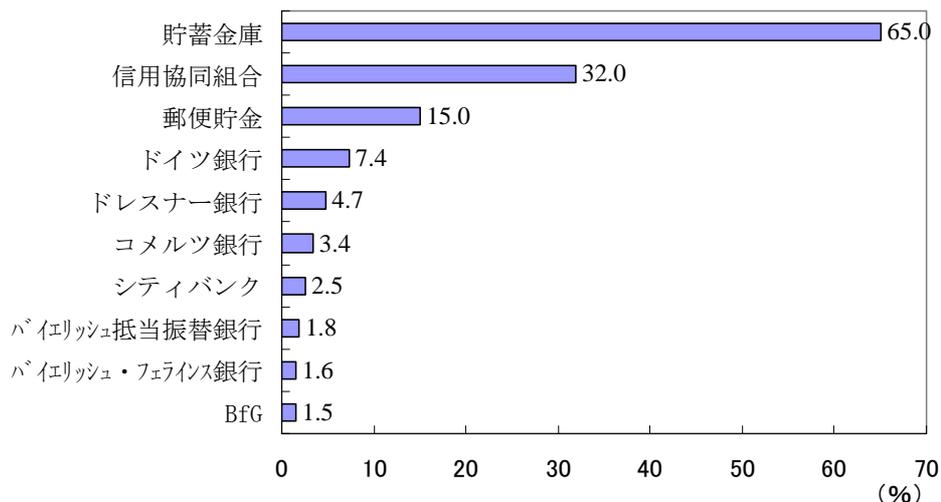
ただ、クレディ・リヨネ・ベルギーの総資産は 241 億マルクで、ベルギー国内では第 6 位とはいえ、最大手のジェネラル・バンクに比べれば、資産規模は 10 分の 1 程度と小さい。国内に 38 支店を持つクレディ・リヨネ・ベルギーの買収により、イタリア、スペインに続いて、ベルギーにもリテール業務を視野に入れた支店網を持つことになるが⁹、支店の数もジェネラル・バンクの 1,072 店には比べるべくもない。富裕層やその予備軍に限定した形でのサービス提供が中心となろう。

ドイツ銀行は、クレディ・リヨネ・ベルギーの買収を発表する場で、親銀行であるクレディ・リヨネそのものを含め、フランスの銀行買収に興味を持っていることを改めて表明した。これまで、EMU 全域に積極展開しようという銀行はないが、ドイツ銀行が先頭を切って進めて行く可能性もある。

その背景には、国内商業銀行業務での厳しい競争がある。ドイツでは依然として貯蓄金庫など、地方に密着し、公的な補助を受けている金融機関が個人業務や中小企業関連業務で極めて強い。成人の 65% が貯蓄銀行、32% が信用協同組合に口座を持っているのに対し、ドイツ銀行に口座を持っているのはわずかに 7.4% にすぎない (図 8)。ドイツ銀行は世界最大の銀行となるほどの規模にも関わらず、国内の預金シェアは 10% にも満たない。

ドイツの民間各行は、貯蓄金庫などに対する公的な補助が、不公正競争に当たると EU 委員会に提訴しており、99 年中にもその主張は認められそうではあるが、当面の間、国内の収益性が高まるとは考えにくい。

図 6 各種金融機関の家計への浸透度 (97 年)



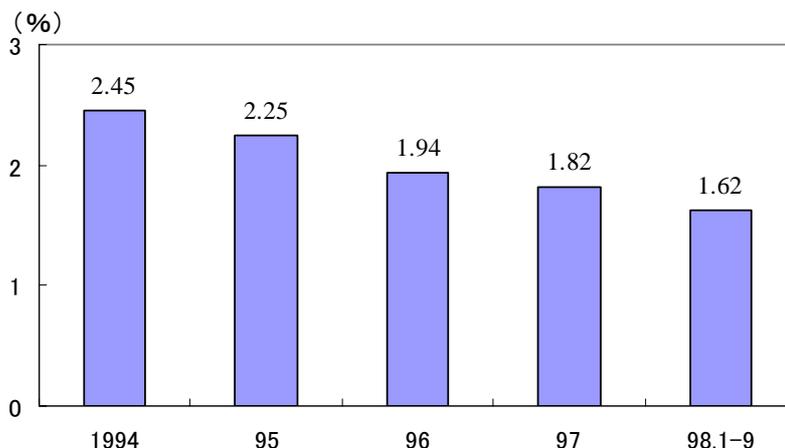
(注) ドイツ国内の成人の何%が口座を持っているかを示す。

(出所) ドレスナー銀行資料

⁹ドイツ銀行のベルギーでの支店は、ブリュッセルとアントワープの 2 店のみだった。

このため、ドイツ経済の復調や金利の低下にも関わらず、純金利収入の利ザヤは年々低下している（図7）。ドイツ銀行は、純金利収入への依存度を下げ、手数料収入の比率を高めようとしており、それは効果を上げてはいるものの、依然として純金利収入が46%を占めている（98年1-9月、図8）。このような環境下で国内ビジネス特化による生き残りは現実的ではない。このことが、汎欧州を視野に入れた銀行網の展開に走らせる可能性もある¹⁰。

図7 ドイツ銀行の純金利利ザヤの推移

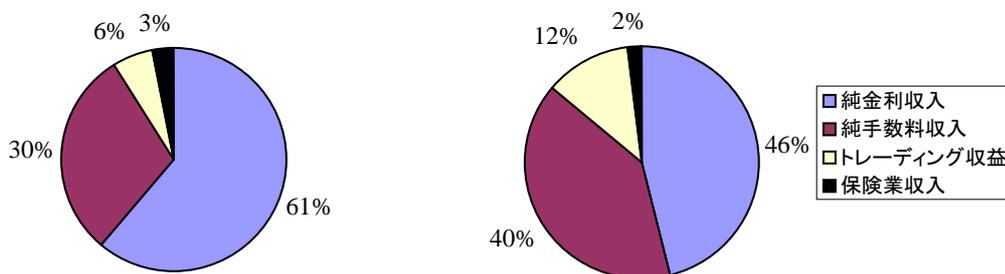


（出所）ドイツ銀行第3四半期決算発表資料

図8 ドイツ銀行の収益構成の変化

<1994年>

<1998年1-9月>



（出所）ドイツ銀行第3四半期決算発表資料

¹⁰ 12月21日には、ギリシャで2番目に大きい民間銀行であるEFG Eurobankに10%出資することを発表し、ギリシャ市場に積極的に進出していく意向を明らかにした。

4) 保有株式の別会社への移管

ドイツ銀行は、12月16日、大量に保有するドイツ企業の株式を新会社に移管することを発表した。株式を保有するのは、株式会社をジェネラル・パートナーとする複数のリミテッド・パートナーシップ (AG & Co. KG) で、ジェネラル・パートナーとなる株式会社 DB インベスター (DB Investor、仮称) を新たに設立する。このような複雑な仕組みを取ったのは、移管の際のキャピタル・ゲイン課税を免れるためである。新会社は地方所得税率が低いフランクフルト近郊の Eschborn に設立され、移管は 98 年末に行われる。

ドイツ銀行は、産業金融に深く関わった経緯から、代表的なドイツ企業の株式を多く保有している。移管される株式の額は 400 億マルク (2.8 兆円) を超える¹¹。

保有する株式を別会社に移管する目的としては、まず第一に経営の透明性を高めることが上げられる。ドイツが保有株式による多額の含み益を抱えていることは周知の事実で、この存在がドイツ銀行の資産内容を不透明なものとしていた。また、事業会社の株式を大量に保有していることは、懸案となっているニューヨーク証券取引所への上場認可にも障害となっていた。

第二の狙いは新しい収益部門の確立である。新会社は、単に株式を保有管理するだけでなく、積極的な運用を行い、プロフィット・センターとなることを目指す。これまで、保有株式の売却は半ばタブー視されていたが、今後はタブーなく売却すべき株式は売却する一方で、保有期間 2~5 年を目途にしたプリンシパル・ファイナンス業務にも参入する。新会社の CEO 以下、15~20 人の専門職は、業績に連動して処遇される。

第三の狙いは、自己資本の増強である。簿価と時価の間の価格で保有株式を移管するため、その差益により自己資本が 40 億マルク増額される。

ドイツ銀行に限らず、ドイツの主要銀行は多額の株式を保有している。タブー視されてきた株式の売却を進めると同時に、キャピタル・ゲイン課税も免れるというドイツ銀行の試みは、リテール部門の子会社化と同様、その他主要行の注目を集めている。

4. バンカース・トラスト側の思惑

バンカース・トラストは、98 年第 3 四半期には、ロシア債券のデフォルトの影響が大きく、4.88 億ドルの赤字を計上した。しかし、その他の大手金融機関も第 3 四半期には、トレーディング部門で大きな損失を計上したことや、株式や債券の発行が止まり、引受けなどの収入も減少したことから、大幅減益に陥った。メリル・リンチも第 3 四半期は赤字である。バンカース・トラストだけがハイ・リスク投資を高めすぎたという見方は正しくな

¹¹ 12 月末にはドレスナー銀行がこれに追随し、ドイツ銀行と同様のスキームで 250 億マルク相当の保有株式を新会社に移管した。

い。

今回のドイツ銀行による買収は、言わば救済であるという見方も強い¹²。しかし、米国の主要投資銀行の株価を比べてみると、バンカース・トラストの株価は他に比べ、国際金融市場の混乱以降、飛びぬけて低水準に留まっているということとはできない(表4)。経営戦略の見直しが市場から評価されていないという批判も当たらない。

米国の大手投資銀行が、ホールセールとリテールの両輪を備えるようになる中で、ホールセール専業であるバンカース・トラストの収益は変動性が高いことは否定できない。今回のような市場の大きな変動に対して、ホールセール専業では弱いことを示したとも言える。しかし、典型的な総合証券会社であるメリル・リンチでさえ、第3四半期には赤字に陥っていることや、ホールセール専業行であるJPモルガンが、今回のショックからいち早く立ち直っていることを見れば、それだけが問題なのではない。

表4 米国主要投資銀行の株価比較

(ドル、%)

	最高値	最安値		11/13終値		
	株価	株価	(a)	株価	(b)	(c)
バンカース・トラスト	122.675	49.1875	-59.9	64.8125	31.8	-47.2
メリル・リンチ	107.9375	37.75	-65.0	62.0	64.2	-42.6
モルガン・スタンレーDWD	96.875	37.4375	-61.4	61.25	63.6	-36.8
JPモルガン	133.5625	74.5	-44.2	101.875	36.7	-23.7
リーマン・ブラザーズ	85	24.75	-70.9	39.938	61.4	-53.0
DLJ	63.0625	22.3125	-64.6	34.375	54.1	-45.5
ベア・スターンズ	60.875	27.875	-54.2	34.625	24.2	-43.1

(注) 1.終値による比較。最高値、最安値は98年7月1日以降。

2.(a)は最安値の最高値からの下落率、(b)は11月13日の終値の最安値からの上昇率、(c)は11月13日終値の最高値からの下落率。

3.バンカース・トラストの株価は11月16日以降、ドイツ銀行による買収の噂で上昇したと見られるので、11月13日時点の株価で比較した。

(出所) NRI-E 作成。

むしろ、バンカース・トラストの弱みは、顧客が中小企業に偏りすぎ、大企業の顧客が少ないことであろう。グローバルに大型の買収、合併が相次ぎ、株価も国際優良銘柄のパフォーマンスの方が高い。このことは、大企業をどれだけ顧客に持つことができるかが重要になっていることを示している。ドイツ銀行の傘下に入ることにより、ドイツ銀行の持つ大企業に対してもサービスを提供することができるようになることは、バンカース・トラストにとっても大きな利点である。

¹² 英国のエコノミスト誌によれば、FRBが買収の打診を複数行に対して行った。

5. 展望

今回の買収後、ドイツ銀行の株価は下がり、金融関係者の評価も低い。その批判は、バンカース・トラストとのカルチャーの違いを乗り越え両行を統合し、シナジー効果を生むのは難しいし、可能だとしても時間がかかるという点、バンカース・トラストを買収しても、米国市場でバルジ・ブラケッツと競うほど競争力が強化できないという点の2点に集中している。

商業銀行部門での収益性が低下する中、それを補完する最大の柱は投資銀行業務であるが、ドイツ銀行は、米国はおろか、欧州、ドイツ国内でも米国勢に対して劣勢である。投資銀行業務を強化していかざるを得ず、しかもなるべく早く、目に見える形での成果を求める以上、有力投資銀行の買収はやむを得なかったということもできる。

これまで見たように、バンカース・トラストの買収には、具体的な目的が見受けられる。バンカース・トラストが中小企業金融や、ジャンク債発行に強いこと、セクターは限られているものの強い M&A 部門を持っていること、前ナット・ウェスト・マーケッツとの統合により、一層広くかつ欧州カバーが実現することなど、補完関係が明らかな点も多い。規模の経済を活かした安定的な収益基盤の拡大も見込めるし、商業銀行としての強みを活かせる部分もある。

ドイツ銀行がグローバル競争に勝ち残っていくためには、今回の買収はむしろ避けて通ることのできない道だったかもしれない。過去に成功した例が少ないことや、カルチャーの融合が難しいということでそれを避けるのは敗者の戦略である。モルガン・グレンフェルの統合や人材引抜き戦略は、これまでのところ、期待通りの成果を上げてこなかったが、その教訓を活かすこともできるだろう。バンカース・トラスト側にも、他社との合併の経験があることも活きるかもしれない。

最近のドイツ銀行の矢継ぎ早な行動は、重大な決断の求められるものばかりである。このような果敢な動きが功を奏するか、今後が注目される。

(落合 大輔)