

# ドイツ大手銀行の米投資銀行買収と証券引受業務

漆 畑 春 彦

## 要 旨

本誌2015年6月号の拙稿「ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革」では、米有力投資銀行バンカーストラスト (BT) 買収 (1998年11月) 前後に、ドイツ銀行が国際投資銀行戦略の一環として行った、グループ組織、人材管理・教育、企業文化にわたる行内改革について検討した。一連の改革により同行の業務体制は盤石となり、2000年代半ばには証券引受などで米大手投資銀行に並ぶ実績をあげ、国際投資銀行市場で「リーディング・インベストメントバンク」の1つと評されるようになった。1990年代まで、特に株式引受、ハイイールド債引受、M&A 助言業務は米大手投資銀行の牙城であり、ドイツ銀行はいずれにおいても、世界の上位10社には遠く及ばなかった。この状況にドイツ銀行はどうか対応し、国際投資銀行市場における地位を築いていったのだろうか。例えば、米大手投資銀行の牙城を切り崩すべく、ドイツ銀行はBTをどのような場面で活用したのか、また上記の行内改革は当該業務における業績向上にいかにか寄与したのだろうか。本稿では、株式、ハイイールド債といった証券引受業務に絞って、2000年代半ばにかけて同行が手掛けた代表的な案件への対応を参考としつつ見てみたい。

## 目 次

はじめに

### I. 欧州地域の株式引受業務

1. IT バブル期の株式引受案件
2. 欧州市場統合・民営化関連案件
3. 欧州新興企業の新規株式公開案件
4. 革新的な金融手法の導入

### II. 米国市場における株式引受業務

1. IT バブル期のハイテク企業向け株式引受案件
2. IT バブル期以降の株式関連案件

### III. アジア・新興国の株式引受案件

1. 中国
2. 東南アジア
3. ロシア

### IV. ハイイールド債の引受案件

### V. 証券引受業務におけるドイツ銀行の位置

1. 株式引受
2. ハイイールド債引受

おわりに

## はじめに

本誌2015年6月号では、1989年11月の英マーチャントバンク、モルガン・グレンフェル(Morgan Grenfell & Co.: MG)買収から9年後、ドイツ銀行が米有力投資銀行バンカーストラスト(Bankers Trust & Co.: BT)を買収するのに伴って行ったグループ組織の変更、人材管理、報酬体系など行内改革について概観した。一連の改革により、ドイツ銀行の投資銀行業務体制は盤石となり、BTを円滑に取り込んで、2000年代半ばには株式・債券引受ランキングで米大手投資銀行に比肩する実績をあげた。そして、国際投資銀行市場における「リーディング・インベストメントバンク」の1つという評価を得るに至ったのである<sup>1)</sup>。

1990年代、ドイツ銀行はMGを中核に株式業務を拡充、1995年には投資銀行部門とMGを統合してドイツ・モルガン・グレンフェル(Deutsche Morgan Grenfell: DMG)を設立し、国際投資銀行市場での存在感を高めていった。しかし、DMGを銀行本体に統合した1997年においても、株式引受やM&A助言では、世界上位10社には遠く及ばなかった。少なくとも1990年代まで、特に株式引受、ハイイールド債引受、M&A助言業務は米大手投資銀行の牙城であり<sup>2)</sup>、その切り崩しは容易ではなかったのである。BT買収後、ドイツ銀行はこの状況にどう対処し、国際投資銀行市場における地位を築いていったのだろうか。

近年におけるドイツ銀行の経営戦略について取り扱った先行研究としては、Kobrak [2007] や Schwarz [2003] が確認できるのみであるが、金融専門家としての所感が述べられるに留

まり、具体的・実証的な記述が十分行われているわけではない。本稿では、株式引受及びハイイールド債引受といった証券引受業務に絞り、BT買収後2000年代半ばまでに同行が手掛けた代表的案件を参考に、ドイツ銀行の案件対応状況を見てみたい。

## I. 欧州地域の株式引受業務

近年のドイツ銀行年次報告書(*Deutsche Bank Annual Report*)には、同行が関与した代表的な金融案件のタイトルが掲載されている。それによれば、BT統合が完了した1999年から2007年までの主な株式関連業務は図表1の通りである。BT買収直後に投資銀行業務の軸足を欧州に移す「欧州第一主義」を宣言したこともあり<sup>3)</sup>、当該地域での案件が目立つが、次第に米国、アジアや新興国市場でも大規模で象徴的な案件に関与するようになった。

### 1. ITバブル期の株式引受案件

ハイテク産業の技術進展は目覚ましく、当該企業の主力商品やビジネスモデルの変更は珍しくはなかった。投資銀行は、その環境変化を理解して営業活動しなければ投資家の理解を得られず、案件を遂行できない事態にもなりかねなかった。例えば、BT統合完了(1999年6月)直前の1999年5月、ドイツ銀行が手がけたアグファ・ゲバルト社(Agfa-Gevaert NV)の新規株式公開案件は、そうした意味での好ましくない事例だったであろう<sup>4)</sup>。

アグファは、ベルギー及びドイツを本社とする大手フィルム製造メーカーであり、1981年からドイツ総合化学薬品大手バイエル(Bayer AG)の子会社であったが、バイエルは保有す

図表 1 BT 買収後の主な株式関連案件 (1999-2007年)

	主要投資銀行案件	市場の評価 (金融専門誌)
1999	◆ドイツテレコムの子募増資 (第2次募集・104億ユーロ) 主幹事	◆ EM : first place in the Poll of Polls, a reflection of excellence in all aspects of investment banking (投資銀行業務で総合首位)
2000	◆ EADS (現エアバス) の新規公開 (IPO) 案件主幹事 ◆ドイツテレコムの子募増資 (第3次募集) 主幹事 ◆ドイツ大手半導体メーカー、インフィニオン・テクノロジーズの IPO 主幹事 ◆ドイツポスト (ドイツ郵便) の IPO 主幹事	◆ EM : No.1 in the benchmark Poll of Polls (2000年最優秀金融機関賞)
2001	◆オランダの通信会社 Royal KPN N.V. の公募増資 (50億ユーロ) の主幹事 ◆ドイツ及びアジア地域で最大級の子募増資 (IPO) の主幹事 ◆スイス大企業のエクイティリンク債 (28億ユーロ) の引受主幹事 ◆米大企業の転換型証券 (12億ドル) の引受主幹事 ◆東南アジア大手政府系銀行の子募増資案件の引受主幹事	
2002	◆ポルトガル企業及びスイス化学大手企業に対する革新的な株式関連取引で主幹事に就任 ◆ゲーム業界最大の IPO 案件の主幹事に就任 ◆欧州大手銀行に対し、画期的なエクイティスワップ、ブロックトレード等の取引を実施	◆ Corporate Finance Magazine : Convertible Deal of the year ◆ ITI : number 3 in the All-European research product (欧州アナリストランキング総合第3位)
2003	◆2003年で世界最大規模の子募増資 (中国生命保険会社・中国人寿保険) の主幹事 ◆英国公益企業 (Northumbrian Water Group) の IPO 主幹事 (Global IPO of the Year に選出) ◆グローバル・トランジション・マネジメント・ビジネス (年金戦略ビジネス) で、プログラムトレーディングの業務基盤を効果的に活用し、ソブリン投資ファンドが保有する4億株強、総額90億ユーロを、3日間で10社に及ぶ投資運用機関に移行する複雑な案件に対応 ◆欧州最大規模の子募増資の発行案件で主幹事 (IFR で株式関連商品部門の首位に選出)	◆ IFR : Equity Derivatives House of the Year, European Equity-Linked House of the Year for 2003 ◆ IFR : Top equity-linked accolade (株式関連商品部門で首位) ◆ ITI : No.1 in the European Program Trading ◆ ITI : number 4 in the All-European research product (欧州アナリストランキング第3位) ◆ Global Custodian Magazine : Top 3 in the equity prime services
2004	◆ドイツ・ポストバンク (ドイツ郵貯) の IPO 共同主幹事 (モルガンスタンレーと共同) ◆欧州の有力通信プロバイダーの子募増資 (IPO) 案件で主幹事に就任 ◆ドイツ企業の子募増資 (IPO) 案件で、IPO 手法 (accelerated equity placement) と他社株転換債 (EB 債) を組み合わせた革新的な手法を導入 ◆フランステレコムとメディア企業の持合い株式 (15億ユーロ) の再構成	◆ EM : Best Bank in German Equities
2005	◆太陽エネルギー会社 (Ersol Solar Energy AG) に対する分離 IPO プロセス (de-coupled IPO) の導入 ◆欧州中堅企業の子募増資 (IPO) 案件5件で主幹事に就任	◆ Dealogic : No.1 in equity origination
2006	◆中国工商銀行の子募増資 (IPO) 案件で共同主幹事に就任 (IPO 規模は219億ドル・2006年世界最大規模の子募増資 (IPO) 案件)	
2007	◆中国インターネット企業アリババの子募増資 (IPO) 案件で共同主幹事に就任 (香港で過去最大規模の子募増資 (IPO) 案件)	◆ IFR : Equity Derivatives House of the Year ◆ IFR : EMEA Equity House of the Year ◆ Global Finance : Best Investment Bank Western Europe

(注) EM : *Euro Money* (ユーロマネー誌), ITI : *Institutional Investor* (インスティテューショナル・インベスター誌), IFR : *International Financing Review* (インターナショナル・ファイナンス・レビュー誌)

[出所] *Deutsche Bank Annual Report, 1999-2007*

ドイツ大手銀行の米投資銀行買収と証券引受業務

るアグファ株式のうち55%、16.9億ユーロ相当の売出しを決定した。本件の共同主幹事に就任したドイツ銀行と米大手投資銀行ゴールドマンサックスは、プレマーケティング<sup>5)</sup>及びブックビルディングに基づき、最終的な公募価格を1株あたり22ユーロと設定した。アグファ事業の大半はベルギーにあったため、公募価格は主にベルギー投資家の需要を基に算出されたが、この価格設定に対しドイツの投資家は「業績やセクターの事業環境を考慮すれば、21ユーロが妥当」と反発したのである。その一因には、ドイツ銀行の自国内でのマーケティング不足があった。アグファブランドに頼るあまり、「中核事業を写真・商用画像からグラフィックに移行する」という中長期の成長戦略やエクイティストーリーをドイツ人投資家に十分説明せず、新生アグファの将来性を伝えきれなかったのである。

当時のドイツでは、ドイツテレコム<sup>6)</sup>の第1次、第2次売出しなど大規模な新規公開が相次ぎ、よほど投資妙味がなければ積極的に投資しないといった投資家心理が支配的であった。ドイツ大企業の関連銘柄だったにもかかわらず、マーケティングは不成功に終わった。最終的に英機関投資家が売出株式の20%超を購入するなど英米投資家からの需要が高く、売出し株式は完売となったが、市場は、本件での失態をドイツ銀行の案件に対する詰め甘さ、先端企業案件の遂行力の弱さと評価したのであった<sup>6)</sup>。それだけに、1980年代から大手投資銀行と競合し、中堅・中小企業の新規株式公開やハイイールド債の引受で実績をあげてきた米投資銀行アレックスブラウン (Alex Brown & Sons) を買収したBTの早期統合が待たれたのであった。

BT買収完了時、欧米はインターネットバブ

ル (Internet Bubble) の只中にあり、旧 BTアレックスブラウン出身者は、早速ハイテク企業の案件獲得及び執行に携わることになった。例えば、2000年3月、ドイツの総合電機大手ジーメンス (Siemens AG) 半導体部門、インフィニオン・テクノロジーズ (Infineon Technologies AG) の新規株式公開では、ドイツ銀行は主幹事として国内外で果敢にマーケティングを行い、これを成功裏に遂行したのであった<sup>7)</sup>。欧州ハイテク企業の新規公開で最大級となった本案件で成功を収めたことは、BTアレックスブラウンを取り込んだ同行が、欧州ハイテク産業に対する案件開拓を本格化させる号砲ともなったわけだが、1999年に始まったITバブルは本案件の後半年で終焉し、2001年にはIT関連案件は大幅に減少した。ITバブル期、ドイツ銀行が欧州地域で手掛けたIT関連の株式引受で取引金額が1億ドル以上のものは、インフィニオン社を含め10件程度<sup>8)</sup>、医薬・バイオなどヘルスケア関連の案件も数件に留まった<sup>9)</sup>。それでも、「欧州第一主義」を標榜するドイツ銀行にとって、欧州市場統合を主な動機とした公的企業の民営化案件が相次いだことは幸運だったといえよう。

## 2. 欧州市場統合・民営化関連案件

当時、同行が手掛けた代表的な市場統合案件のひとつに、航空・国防・宇宙機器開発製造大手EADS (European Aeronautic Defence and Space Company) の新規株式公開があった<sup>10)</sup>。1990年の冷戦終結に伴い国防・軍事機器部門が低迷する一方、順調な需要の見込める商用航空機部門、長期的に有望な宇宙機器部門を核に事業展開すべく、EADSは多額の資金を必要としていた。ドイツ銀行は、本案件でABNアム

ロ・ロスチャイルド (ABN Amro Rothchild) と共同主幹事兼共同グローバルコーディネーター (Joint Bookrunners and Global Coordinators) に就いた<sup>11)</sup>。公募株式数は1億4,487万株、約27億5,000万ユーロ相当で<sup>12)</sup>、同社株式は、パリ証券取引所第1部市場 (Premier Marché) のほか、フランクフルト、マドリッド、ビルバオ、バルセロナ、バレンシアの各証券取引所に上場されることになった。

EADSは、欧州3ヶ国の国策企業連合であり、その運営には各国の政治的な思惑が複雑に絡み合い意思決定は迅速ではないだろうこと<sup>13)</sup>、また国防・軍事機器部門の低迷を商用航空機部門がどの程度カバーするかは未知数だったことから、新会社の成長性は疑問視されていた<sup>14)</sup>。しかし、欧州発の大規模先端企業は、結果的には広く欧州地域の機関・個人投資家の買を集め、ドイツ銀行は本案件を無事に全うしたのであった。航空機製造部門、通信を含む軍事部門などを擁するEADSはハイテク部門の集合体ともいえ、旧BTアレックスブラウンのハイテク投資銀行家やアナリストは当該銘柄の引受・販売に大きく貢献した。また、個人投資家向け公募の担当でもあったドイツ銀行は、銀行子会社を含む欧州地域の広範かつ綿密な銀行支店網を販売チャネルとして活用できた。本件の成功で、その後もEADS本体のみならず、多様な子会社群の投資銀行案件にも関与する機会が増えることになった<sup>15)</sup>。

1990年1月、ドイツ郵政事業再構築法 (Poststruktengesetz) の下、旧ドイツ郵政省現業部門は、郵便 (ドイツポスト)、貯金 (ポストバンク)、通信 (ドイツテレコム) の3部門に分割された。このうちドイツポスト (Deutsche Post AG) は、世界的な総合物流企

業となるべく、株式公開し株式交換方式を通じた買収に動くこととなった<sup>16)</sup>。2000年11月、ドイツポストは発行済株式のうち49% (51%は政府保有を維持)、総額66億ユーロ (56億ドル) 相当の新規公開に踏み切った。ドイツ銀行は、本案件で、スイス大手行UBSの投資銀行部門UBSウォーバーク (UBS Warburg) とともに共同主幹事に就任している。

郵便及び1999年に買収したポストバンク<sup>17)</sup> という安定収益部門を擁しつつ、総合物流化が成功すれば株価の大幅な値上がりが見込めたことから、ドイツポストは投資家に魅力的な銘柄であった<sup>18)</sup>。しかし、2000年夏のドイツテレコム第3次新規公開では、公開価格66.5ユーロが数ヶ月後に40%も下落したことから、知名度の高い民営化銘柄ではあってもドイツ銀行としては万全の体制で本案件に取り組みが必要があった。結果的には、欧州域内の銀行支店網が域内各国の個人投資家に株式を販売し、ドイツ銀行は本案件を遂行することができた<sup>19)</sup>。公開後、ドイツポストは調達資金を元手に物流企業の買収に乗り出した。米国際宅配便大手DHL (2000年末に25%を出資) を2002年に完全子会社化した後、オランダ、イタリアの物流大手を相次ぎ買収した。2005年には、世界最大のサードパーティ・ロジスティクス (3PL)<sup>20)</sup> 企業の英エクセル (Exel plc) を65億ドルで完全子会社とし、社員50万人を擁する世界最大の総合物流企業となった<sup>21)</sup>。ドイツ銀行は、同社のこうした拡大過程で、社債引受主幹事、M&Aアドバイザーなど様々な投資銀行案件を獲得することになった<sup>22)</sup>。

1999年にドイツポストの傘下に入ったポストバンク (Postbank AG) は<sup>23)</sup>、2004年6月、発行済株式の33.23%、約30億ユーロ相当の株式

ドイツ大手銀行の米投資銀行買収と証券引受業務

を新規公開した（ドイツポストは発行済株式の過半数〔50% + 1 株〕の保有を維持）。ポストバンクは利益水準が低く、モルガンスタンレーとともに共同主幹事となったドイツ銀行は、株式公開に先立ち投信販売への参入や業務多角化（アドバイザリー会社の買収等）を図り、当該銘柄の魅力向上策に腐心した<sup>24</sup>。結果的に長期保有を志向する個人投資家から高い需要を集め<sup>25</sup>、ドイツ銀行は、2001年以降の欧州株式公開としては最大規模となった象徴的な案件を成功裡に遂行したのであった。公開後、ポストバンクは住宅ローン大手 BHW ホールディングス（BHW Holdings AG）などを買収して業容を拡大<sup>26</sup>、その過程でドイツ銀行は様々な投資銀行案件を獲得した。2008年9月、ドイツ銀行はポストバンク株式の29.75%を買収すると発表、2010年12月までに過半数を出資し、事実上同社を買収するに至っている（2012年の出資比率は93.7%）。

### 3. 欧州新興企業の新規株式公開案件

1990年代後半から、新興企業・ベンチャー企業向け証券市場の設立が相次ぎ、欧州地域中小企業の株式発行ニーズを取り込んだ<sup>27</sup>。ドイツ銀行は、1997年3月の取引開始から成長著しかった新興企業向け市場ノイアマルクト（Neuer Markt）<sup>28</sup>をはじめ国内外の新興証券市場において、数多くの上場主幹事に就任した。ノイアマルクトでは、ドイツ携帯電話第2位のモビルコム（Mobilcom AG）、自動車部品・車体製造のベルトラント（Bertrandt AG）など主要銘柄の主幹事を務めている。

ドイツ国外では、新興企業向け市場として成長の著しかったロンドン証券取引所（London Stock Exchange : LSE）傘下の代替投資市場

（Alternative Investment Market : AIM）がある英国<sup>29</sup>、及び同族経営の中堅中小企業の宝庫で1986年に買収したパンカ・ダメリカ・エ・ディタリア（BAI）の支店網があるイタリアにおいて<sup>30</sup>、中小・新興企業を開拓し、多くの株式公開案件につなげた。例えば英国では、2003年にリゾート運営のセンターパークス社（Center Parcs UK Group plc）の AIM 上場主幹事に就任<sup>31</sup>、イタリアでは、ミラノ証券取引所が1999年1月に中小企業向け市場ヌオボ・メルカート（Nuovo Mercato）を足踏させたのに伴い、銀行支店の取引先だった北イタリア同族企業の上場主幹事に就任している<sup>32</sup>。

### 4. 革新的な金融手法の導入

ニッチビジネスを開拓し革新的な新商品やスキームを顧客企業に提示するという BT の伝統は、ドイツ銀行との統合後も生き続け、同行投資銀行部門の提案力強化に大きく貢献している。2004年から2005年にかけて、ドイツ銀行は新規株式公開案件に頻繁にアクセラレイテッド・ブックビルディング（accelerated bookbuilding）という手法を積極的に採用するようになった<sup>33</sup>。これは、企業の新規株式公開や公募増資の際、ロードショーなどの大規模な株式勧誘活動を行わずに発行価格と割り当ての決定を行うもので、通常のブックビルディングと比べ、株価下落リスクを抑えながら低コストかつ迅速な公開や増資が容易となるほか、予め公開株式を購入する投資家を特定するために企業の望む株主構成を確保しながら確実な資金調達を可能にするとされている<sup>34</sup>。

2005年、ドイツ銀行は、太陽光エネルギー機器製造のエアゾル・ソーラー・エネルギー社（Ersol Solar Energy AG）の新規株式公開案件

で単独主幹事としてこの手法を導入したが、応募株数が売出し株数の50倍に達し、まれに見る人気銘柄となった<sup>35)</sup>。エアゾル社は、新規公開で調達した1億1,600万ユーロで、太陽電池製造に欠かせないシリコンの供給基地として米国のシリコン再生会社を買収し、さらに成長を遂げた<sup>36)</sup>。従業員は当初の100名から1,200名へ、EBIT (Earnings before Interests and Taxes) は2008年には3億1,000万ユーロに達した<sup>37)</sup>。2006年に手掛けた不動産・地域開発業者のパトリツィア・インモビレン社 (Patrizia Immobilien AG) の新規株式公開では、当該手法で3億5,370億ユーロの調達に成功している<sup>38)</sup>。さらに同時期、ドイツ銀行は、ドイツ国内における新規株式公開案件において、アクセラレイテッド・ブックビルディングを採用した株式募集 (accelerated equity placement) と他社株転換債 (exchangeable bond)<sup>39)</sup>を組み合わせた革新的な新規公開を手掛けている<sup>40)</sup>。ドイツ銀行は、アクセラレイテッド・ブックビルディングを欧州市場に普及させ、他の欧米投資銀行が相次いで公募増資や新規株式公開に採用するようになった<sup>41)</sup>。

2003年5月、ドイツ銀行は、フランス水道・ガス事業大手のスエズ (Suez S.A.) の英水道供給子会社の売却案件において、ドイツ銀行は英国の地場投資銀行コリンズ・スチュワート (Collins Stewart) 及び環境産業専門投資銀行エコフィン (Ecofin) と組み、画期的なスキームを提供している<sup>42)</sup>。スエズは、英国子会社ノースアンブリアン・ウォーター社 (Northumbrian Water Group) の株式75%、3億8,900万ポンドを、26社からなる機関投資家連合に売却し、資金調達を行っている。本案件では、多数の機関投資家に対し安定成長かつ

高配当な水道事業銘柄の割当てをオークションにかけることで (売却側のスエズが望む通り) 売出し価格を高く設定する一方、ブックビルディングなど公開手続きの手間を省き、通常の新規株式公開につきものの株価下落リスクを回避しながら、実質的な新規公開を果たすことに成功している。本案件は、「バーチャル IPO (virtual IPO)」と評され、革新的な株式公開スキームとして金融市場の注目を集めることとなった<sup>43)</sup>。

証券引受競争の激化で手数料の低下が顕著となるなか、ドイツ銀行は、単純な公募増資、新規公開をこなすにとどまらず、自社の利益を確保しつつ顧客企業や投資家の利益や利便性を高める手法を創造、革新性で市場を牽引する力を持ち合わせるようになっていたのである。

## II. 米国市場における株式引受業務

### 1. IT バブル期のハイテク企業向け株式引受案件

1999年から2001年初頭のITバブル期、ドイツ銀行投資銀行部門は、北米地域のハイテク企業から多くの株式引受案件を獲得した (図表2)。その中核を担ったのは、米国西部及び東部のハイテク企業と多数の取引関係を持つ旧アレックスブラウンの投資銀行家であった。2000年11月の米ベンチャー企業トランスメタ社 (Transmeta Corporation) の新規株式公開は、ドイツ銀行が獲得した代表的なハイテク案件である<sup>44)</sup>。ドイツ銀行は、モルガンスタンレー、ソロモン・スミスバーニーなどとともに共同主幹事に就いている。米国のナスダック市場

図表2 ITバブル期の主要な通信メディア・技術業界企業向け株式関連案件

年月	サービス提供先企業	業種	主力業務・製品	案件の内容	取引金額
1999年2月	FlyCast Communications Corp	通信メディア	ウェブ広告	新規株式公開	8,000万ドル
1999年7月	JDS Uniphase Corporation	テクノロジー	光学製品	新規株式公開	8億7,900万ドル
1999年9月	Bluestone Software, Inc	テクノロジー	ソフトウェア	新規株式公開	4億3,100万ドル
1999年9月	Foundary Networks	テクノロジー	ネットワーク機器	新規株式公開	1億4,400万ドル
1999年9月	Yesmail.com, Inc	テクノロジー	Eメールマーケティング	新規株式公開	3,740万ドル
1999年10月	Women.com	通信メディア	ソーシャルメディア運営	新規株式公開	4,310万ドル
1999年10月	DSL.net	通信メディア	デジタル通信網	新規株式公開	6,200万ドル
1999年11月	Webvan Group, Inc	テクノロジー	食品品のオンライン通販	新規株式公開	4億3,100万ドル
1999年12月	VA Linux Systems, Inc	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	1億5,200万ドル
2000年1月	Extensity, Inc	テクノロジー	アプリケーション開発	新規株式公開	8,000万ドル
2000年2月	Hispanic Broadcasting Corp	通信メディア	ラジオ局運営	株式追加募集	2億5,500万ドル
2000年2月	Clear channel Communications	通信メディア	テレビ・ラジオ局運営	転換社債売出し	14億ドル
2000年2月	Nextel Communications	通信メディア	携帯電話	株式追加募集	28億ドル
2000年3月	Register.com	通信メディア	ウェブサービス	新規株式公開	1億2,000万ドル
2000年4月	i3 Mobil	通信メディア	通信機器・部品製造	新規株式公開	9,000万ドル
2000年5月	Autonomy Corporation	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	2億7,300万ドル
2000年5月	Pixelworks	テクノロジー	ファブレス半導体製造	新規株式公開	6,600万ドル
2000年5月	Stanford Microdevices	テクノロジー	電子部品製造	新規株式公開	5,500万ドル
2000年6月	Mobility Electronics	テクノロジー	コンピュータ周辺機器	新規株式公開	5,500万ドル
2000年7月	WebEx Communication	テクノロジー	Web会議システム開発	新規株式公開	5,600万ドル
2000年7月	VailCert	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	4,000万ドル
2000年7月	Terayon Communication Systems	テクノロジー	ブロードバンドサービス	転換社債の売出し	5億ドル
2000年7月	Tripath Technology	テクノロジー	ファブレス半導体製造	新規株式公開	5,000万ドル
2000年8月	Evolve Software	テクノロジー	ゲームソフトウェア開発	新規株式公開	5,200万ドル
2000年9月	Connected Corp	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	5,750万ドル
2000年9月	Vastera	テクノロジー	ソフトウェア開発	新規株式公開	9,700万ドル
2000年9月	Docent Solutions	テクノロジー	サーバー管理	新規株式公開	1億100万ドル
2000年9月	Open Port Technology Inc	テクノロジー	インターネット機器製造	新規株式公開	8,050万ドル
2000年9月	Vastera Inc	テクノロジー	物流ソフトウェア	新規株式公開	7,000万ドル
2000年9月	Colo.com	テクノロジー	コロケーションホスティングサービス	新規株式公開	2億3,000万ドル
2000年9月	IWO Holdings, Inc	テクノロジー	ワイアレス通信サービス	新規株式公開	1億7,250万ドル
2000年10月	Endwave	テクノロジー	半導体製造	新規株式公開	8,400万ドル
2000年10月	Switch & Data Facilities	通信メディア	データセンター運営	私募株式の募集代理	1億800万ドル
2000年10月	American Tower	通信メディア	ワイアレス通信設備	転換型劣後債売出し	4億5,000万ドル
2000年10月	Pinnacle Towers	通信メディア	ワイアレス通信設備	転換型劣後債売出し	2億ドル
2000年11月	Transmeta	テクノロジー	半導体製造	新規株式公開	2億7,300万ドル

[出所] *Investment Dealers' Digest*, 1999-2000各号, IPO Monitor より作成

(NASDAQ)における公開価格は21ドル、売出し株式数1,300万株で総額2億7,300万ドルを調達した。同社製品への期待の高さから公開初日の株価は急騰、一時50ドルを超え終値は46ドルとなった。2004年のグーグル (Google) の新

規株式公開により記録が塗り替えられるまで、ハイテク企業の株式公開としては同国最大であった。

この時期、ヘルスケア関連では、医療機器 (medical device) 関連での取組みが目立って



いる<sup>45)</sup>。例えば、車椅子や介護用ベッドの製造会社サンライズ・メディカル社 (Sunrise Medical Inc) は非上場企業ながら、欧州や中国に製造拠点を擁し世界130ヶ国以上に販売網を持つグローバル企業であった<sup>46)</sup>。IT バブル期においても、同社は敢えて新規公開することなく、2000年の10月と12月に2つのベンチャーキャピタルから出資を受けている。ドイツ銀行は、資金調達アドバイザーとしてベンチャーキャピタルや投資ファンドを結び付け、同社の資金調達を支援するサービスを提供している<sup>47)</sup>。

IT バブル期は多くの優良企業が株式市場にデビューしたが、上場銘柄はなお玉石混交の状況であったことは否めない。公開後も黒字転換せず株価が低迷したり、公開直後に経営破綻するケースは珍しくなかった。悪質な企業の案件を手掛け、評価を下げる投資銀行も少なくなかった。例えば、1999年10月に新規株式公開したウェブバン社 (Webvan) のケースでは、公開後1年半で同社は経営破綻、公開時に企業と交わした諸契約をめぐり、ドイツ銀行を含む主幹事各社が投資家から提訴される事態に発展している<sup>48)</sup>。革新的な事業内容と創業時から有力なベンチャーキャピタルが出資していたことから<sup>49)</sup>、極めて有望な新規公開案件 (blockbuster IPO) として前評判が高く、同社は公開で3億2,500万ドルを調達したが (公開価格15ドル、売出し株式2,500万株)、短期間で無理な業容拡大がたたり業績は低迷、2,000名の大規模な人員削減を行うに至り、2001年7月には破綻している。

## 2. IT バブル期以降の株式関連案件

IT バブル崩壊後も、米国のハイテク企業は

ドイツ銀行投資銀行部門の主要な顧客であり続け、旧アレックスブラウン出身のハイテク投資銀行家は対応の中核を担った。IT バブル崩壊直後案件は減少したものの、2000年代半ばには当該案件は復調・拡大している。例えば、2004年1月から9月まで、ドイツ銀行が手掛けたハイテク企業の株式関連案件を見ると、テクノロジー業界案件だけで取引金額1億ドル以上の案件が、新規株式公開、株式追加売出し、転換社債売出しを中心に20件以上に上っている<sup>50)</sup>。2000年代半ばにドイツ銀行が手掛けた案件には、カリフォルニア州などを本拠とするハイテクベンチャー企業のみならず、コンサルティング大手のアクセンチュア (17億ドルの株式追加売出しの共同主幹事)、オンライン金融取引大手のアメリトレード (6.5億ドルの株式追加売出しの共同主幹事)、ゼロックス・コーポレーション (8億ドルの転換社債売出し) など大企業による大型のエクイティファイナンス案件が多数含まれている。

2000年代、ドイツ銀行は、ハイテク企業との取引深耕を図ると同時に、自動車、電機、鉄鋼といった主要産業以外のニッチ産業においても案件の開拓を行い実際のビジネスにつなげている。例えば、2000年代初頭には投資銀行では数少なかったゲーム・エンターテインメント業界向けに投資銀行サービスを提供するチーム<sup>51)</sup>を抱え、ゲーム、エンターテインメント、カジノ、宿泊施設運営、レジャーといった業界の案件を開拓していた。当該業界の資金調達案件は債券発行が主だったが、2002年には当時としてゲーム業界では史上最大の新規株式公開案件の主幹事に就任するなどの成果<sup>52)</sup>をあげている。

### Ⅲ. アジア・新興国の株式引受案件

#### 1. 中国

2003年12月、ドイツ銀行は、中国最大の生命保険会社<sup>53)</sup>である国営中国人寿保険 (China Life Insurance Company)<sup>54)</sup>の新規株式公開案件を獲得、中国投資銀行大手の中国国際キャピタル (China International Capital Corporation : CICC)、シティグループ、CS ファーストボストンとともに共同主幹事に就任した。中国投資銀行市場の開拓を左右しかねない重要案件であったが、本案件は大きな問題を孕んでいた。それは中国政府が、同社の保険契約に帰属する資産・負債を1999年以前と以後に分離し、1999年以降の保険契約に帰属する健全な資産・負債だけからなる会社として上場させようとしていたことである<sup>55)</sup>。バランスシートを分離しても、1999年以前の保険契約の管理義務は依然同社にあり、帰属する資産・負債は新旧関係なく同じ勘定で管理されることは明らかだったから、当該銘柄に対する投資家の理解は得られにくいと考えられた。米国上場の申請を受けた米証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission : SEC) は、本案件を透明性の観点から問題ありとし、認可を遅らさざるをえなかった。本案件に先駆け、中国大手損保会社の中国人民保険集団 (People's Insurance Company of China : PICC) が成功裡に株式公開を遂行したのと対照的に、中国人寿保険公開の成否は未知数であった。主幹事各社は、SECとの交渉、投資家説明を精力的に行い案件の遂行に尽力したわけだが、高い経済成長<sup>56)</sup>、国民

所得の上昇から同社成長の期待は強く、同社株式は香港、上海、ニューヨークへの上場を果たしたのであった。

2006年10月、中国国有4大商業銀行の1つである中国工商銀行<sup>57)</sup>の新規株式公開案件で、ドイツ銀行は香港市場での公開を担当し、CICC、メリルリンチ、クレディスイス・グループ、工商銀傘下のICEA証券とともに共同主幹事に就任している<sup>58)</sup>。本案件の公開価格は、仮条件レンジの上限で決まり<sup>59)</sup>、新規公開株式の総額は過去最大の191億ドルとなった。中国国営銀行の例に漏れず多額の不良債権を抱え実質的な赤字経営であったが、政府は新規株式公開に備え、無定見な貸付と内部管理の欠如で不良債権を膨らませた銀行の健全性回復を図った。同行株式に対しては、銀行改革の成否や価格設定に懐疑的な見方も多かったが、中国政府の取り組みや中国経済の成長力から銘柄も前向きに評価され、本案件は成功裡に遂行されている<sup>60)</sup>。成長力が高くても、中国国営企業の案件では同国の特殊な制度や慣行によって複雑な対応を迫られた。ドイツ銀行が当該国の案件を成功裡に遂行したことは、国際投資銀行としての対応力を身に付け、一段の成長をとげたというであろう。

その他、ドイツ銀行は、2007年10月の電子商取引最大手アリババグループ (Alibaba Group) の香港証券取引所への新規公開 (売出し金額19億ドル) をはじめ、2007年以降の中国企業による海外での資金調達案件のうち、4件で主幹事を務めている<sup>61)</sup>。広東開発銀行による戦略的株式売却 (31億ユーロ) のセルサイド・アドバイザー、中国石油天然気股份有限公司 (ペトロ・チャイナ) の親会社である中国石油天然気集团公司 (China National Petroleum

Corporation : CNPC) の保有するカナダのペトロ・カザフスタンを41.8億ドル (67%出資) で買収する際の資金調達アドバイザーに就任している。ドイツ銀行は、2008年1月、北京に100%子会社「ドイツ銀行中国会社 (Deutsche Bank China Co., Ltd.・本社北京)」を設立し、北京、上海、広州、天津、重慶、青島の各支店、北京及び上海事務所を通じて、商業銀行業務とともに投資銀行業務を展開するに至っている。

## 2. 東南アジア

2000年代前半、ドイツ銀行は東南アジア地域で初のポートディール案件を成功させている<sup>62)</sup>。2001年11月、シンガポールの大手政府系シンガポール開発銀行 (Development Bank of Singapore Group Holdings : DBSH) の株式引受主幹事に就任した<sup>63)</sup>。発行総額は22億シンガポールドル (約12億ドル) で、22億シンガポールドルのうち11億5,000万シンガポールドルを事前に承認を得る形で米国の大手資産運用会社2社に売却、残り10億5,000万シンガポールドルをポートディールで買い取り、シンガポール地域の機関投資家に売却するという方法を採用した。本案件でドイツ銀行は、DBSH から1億937万株を買い取り、一度に10億5,000万シンガポールドルの在庫リスクを取り、翌日市場が開くまでに在庫にした株式を投資家に一斉に転売している<sup>64)</sup>。本案件により、DBSH の発行済株式数は発行前よりも19%増加、ポートディールの対象となった1億937万株は、約200の機関投資家が購入したが、そのうち3割が新規の投資家であり、結果同社の株主構成は、アジア4割、米国4割、欧州2割と地域的に分散が進み、資金調達の一段の国際化が図られたのであ

る<sup>65)</sup>。

## 3. ロシア

2003年11月、ロシアの有力投資銀行ユナイテッド・フィナンシャル・グループ (United Financial Group : UFG) に40%出資して戦略的提携関係を結んで以降<sup>66)</sup>、ドイツ銀行グループの同国関連の投資銀行案件は、M&A を中心に目立って増えるようになった (2005年12月にはUFG を完全子会社化)<sup>67)</sup>。2000年代半ば、LSE に上場し世界の投資家からの資金調達を試みるロシア資源関連企業が多く、株式引受でも多くのビジネス機会に恵まれた。経済自由化が進む過程で様々な業界の新興企業が誕生したが、ドイツ銀行はこうした企業群に対しても営業基盤を広げていた。この時期、ドイツ銀行がUFG を通じて手掛けた案件として代表的なのが、ランブラー・メディア (Rambler Media Limited) のAIM への新規株式公開案件である。ロシアのメディア企業がロンドンに上場する初の案件において、UFG は当該案件で主幹事を務めている<sup>68)</sup>。

## IV. ハイイールド債の引受案件

2000年代前半、ドイツ銀行はユーロ債引受業者として世界最高の評価を受ける一方、ドイツ国外の大手企業の大規模案件に対応できる能力を有していたわけであるが、発行体の信用力が低いハイイールド債 (ジャンク債) の引受業務については、ユーロ社債であっても2000年で第9位と、米大手投資銀行やスイス系投資銀行の後塵を拝していた。BT はハイイールド債引受で米国の有力業者であり、ドイツ銀行はそれを取り込み、欧米両市場で上位業者となることを

計画していた。実現すれば、経営の世代交代に伴い資金調達方法を間接金融から直接金融に移行しようとする、欧州地域の中堅・中小企業を資本市場業務の新たな顧客とすることができると期待していた。国内で貯蓄金融機関や州立銀行から攻勢を受けていた中小企業市場での失地回復、欧州周辺国での有力中小企業との取引拡大が可能となった。

1990年代後半、米大手投資銀行は自国の金融技術やノウハウを欧州に持ち込んでハイイールド債の案件獲得を目指していた。米国では適格機関投資家向け私募証券市場（規則 144A 証券市場）が発達しており<sup>69</sup>、欧州の中堅・中小企業が発行した債券を私募証券流通市場に持ち込めば、米機関投資家に販売できると判断していた。1990年代、ドイツの資産担保証券（ABS）市場は草創期にあったが、ハイイールド債の発行が拡大すればそれを買集めてパッケージ化し ABS 商品（合成社債）として販売するといったビジネスも可能であった<sup>70</sup>。しかし、欧州の中堅・中小企業は、自社の発行証券を自国の個人投資家に重点販売することを希望したことから、モルガンスタンレーやメリルリンチが抱える母国の機関投資家層や流通市場制度は、当該欧州案件の獲得には大きくは寄与しなかった<sup>71</sup>。

一方、旧 BT はニッチ市場を開拓して創業者利益を享受する戦略で、1980年代に投資銀行市場で頭角を現し、国際業務では早くから欧州市場でハイイールド債発行の需要を取り込んできた<sup>72</sup>。BT は欧州での当該業務に一日の長があった上に、ドイツ銀行の本支店及び欧州各国の銀行子会社は、多くの中堅・中小企業の内容や信用力を把握しているため、当該債券の発行ニーズを有利に取り込むことができた。2000年

11月、クレディスイス投資銀行部門の CS ファーストポストンがハイイールド債引受で米国随一の実績を誇った米ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット（Donaldson Lufkin Jenrette : DLJ）を買収し市場を席卷しようとしていたが、少なくとも欧州地域では当該業務でそれに並ぶことは十分可能と考えられていた。

中堅・中小企業は、ハイイールド債を発行して他社の買収資金を調達するケースが多く、その発行主幹事を務めた投資銀行が買収アドバイザーに就任することも珍しくなかった。資金調達案件ごとに最も好条件を提示した投資銀行を主幹事に選任する大企業と違い、中堅・中小企業の場合は、例えばハイイールド債の発行を契機として、引き続きその引受主幹事に当該企業の株式引受や M&A 助言案件を持ち込むことが多かった。例えば1999年10月、ドイツ銀行はオランダ物流大手のバーマン社（Buhrmann NV）が米国子会社（Buhrmann US Inc）を通じ、米物流企業のコーポレート・エクスプレス社（Corporate Express Corporation）を買収した際、米国子会社のハイイールド債発行（上位劣後債3.5億ドルなど）、信用供与枠の設定を含む30億ドルの資金調達プランを主幹事として取りまとめている。その後には別件で、同社のグローバル株式売出し（3億ドル）の主幹事兼グローバルコーディネーターを務めている。米ハンガー・オーソペディック（整形・人口器具製造）の上位劣後債（senior subordinated notes）1.5億ドルの引受案件では、主幹事を務めた後、ハンガー社が全米に看護サービスネットワークを構築するにあたり、ドイツ銀行は、同社が看護サービス会社を買収する案件でアドバイザーに就任している。また、アジア地域では、フィリピンの医薬製造最大手のユナイテッ

ド・ラボラトリーズ (United Laboratories : Unilab) の上位劣後債 1 億 5,500 万ドルの引受案件では主幹事に就任, 同時に 1 億 8,500 万ドルの信用供与枠の設定を行い, 同社事業部門売却のアドバイザーを務めている。

## V. 証券引受業務におけるドイツ銀行の位置

### 1. 株式引受

株式引受でほとんど世界の上位10社に入らなかった1990年代までに比べれば, BT アレックスブラウンを取り込んだ後のドイツ銀行投資銀行部門は多様な地域, 業界に顧客基盤を広げ, サービスの質も格段に向上したものと考えられる。大規模なハイテク企業, 民営化案件を数多く手掛けたことなどが奏功し, 2000年代半ばには, 欧州株式引受ランキングで上位5位以内に入るようになった(図表3)。しかし米国市場では, 2005年は第13位, 2006年は第9位となお米大手投資銀行の後塵を拝し, アジアや日本市場を含むグローバルランキングでも, 2005年, 2006年は第8位に甘んじている。新規株式公開業務においても, 2005年に第10位, 2006年に第8位と, 同じ欧州系のUBSにリードを許している(図表4)。2000年代半ばにおいて株式・債券引受額の合算では世界トップクラスの業績を確保していたが(2005年及び2006年は世界第3位)<sup>73)</sup>, BTを合わせても, 株式引受では米大手投資銀行に準じる地位からは脱しておらず, 買収前と比べて大きく改善しているとはいえない。

2000年代半ば以降も, 状況は大きく変わっていない。ドイツ銀行のグローバルベースの株式

引受額ランキングは, 2007年は引受額384億9,260万ドル(市場シェア5.5%, 引受件数164件)で世界第8位, 2008年は引受額163億5,220万ドル(同4.4%, 同80件)で世界第8位となっている。グローバルベースの新規公開株式引受額ランキングは, 2007年は引受額173億4,410万ドル(市場シェア5.6%, 引受件数62件)で世界第8位, 2008年は引受額37億8,680万ドル(同4.5%, 同13件)で世界第9位となっている。

さらに, 株式引受1件当たりの手数料水準を見ても, 他の欧米勢に比べ高水準とはいえない。2005年の米国株式引受実績を見ると, 首位のモルガンスタンレーは案件1件当たり約803万ドル, ゴールドマンサックスは1件当たり約744万ドルを得ているのに対し, ドイツ銀行は約466万ドルしか得ていない。これは, 米大手2社が高額手数料を得られる大規模案件に絞って主幹事を獲得するケースが多いことなどが理由として考えられる。米大手投資銀行ほどには米企業の大規模な株式発行案件を獲得できておらず, 主幹事に就く機会も多くはなかったということであろう。また, 本来現地企業に対し大きな影響力を持っているはずの欧州地域でも, ドイツ銀行が株式引受業務から得る手数料は, 米大手投資銀行と比べても多くはない。一般に欧州市場では米国市場に比べて引受手数料の水準が低いことのほかに, 獲得案件の多くが中規模・小規模案件であったことなどが考えられる。

### 2. ハイイールド債引受

1990年代, ハイイールド債引受は米投資銀行が優勢にあり, ドイツ銀行は上位業者ではなかった。しかし, BTの当該分野における実績

図表3 株式引受ランキング (2005-2006年)

グローバル株式全体

(百万ドル・%・件)

2005年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee
1	シティグループ	42,821	9.5	236	902	3.8
2	ゴールドマンサックス	40,805	9.1	143	581	4.1
3	モルガンスタンレー	40,264	8.9	141	782	5.5
4	UBS	36,873	8.2	202	549	2.7
5	メリルリンチ	34,976	7.8	168	532	3.2
6	JPモルガンチェース	25,709	5.7	143	455	3.2
7	CSFB	25,358	5.6	124	651	5.2
8	ドイツ銀行	22,020	4.9	114	160	1.4
9	リーマンブラザーズ	21,020	4.7	114	502	4.4
10	野村証券	11,367	2.5	113	356	3.2
11	ABN アムロ	9,801	2.2	63	23	0.4
12	カリヨン	6,948	1.5	5	-	-
13	BNP パリバ	6,298	1.4	17	2	0.1
14	HSBC ホールディングス	6,076	1.4	28	60	2.1
15	大和証券	5,962	1.3	73	262	3.6
引受額合計		450,379	100.0	2,844	8,278	2.9

2006年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee
1	ゴールドマンサックス	58,589	10.2	180	1,018	5.66
2	UBS	48,307	8.4	243	570	2.35
3	モルガンスタンレー	45,918	8.0	171	591	3.45
4	シティグループ	41,875	7.3	230	868	3.77
5	メリルリンチ	40,969	7.1	196	726	3.70
6	JPモルガンチェース	38,090	6.6	188	498	2.65
7	クレディスイス	34,912	6.1	169	515	3.05
8	ドイツ銀行	26,766	4.7	143	291	2.03
9	リーマンブラザーズ	19,882	3.5	123	557	4.53
10	野村証券	19,236	3.4	109	545	5.00
11	ABN アムロ	13,971	2.4	67	3	0.04
12	大和証券	11,445	2.0	89	466	5.23
13	中国国際キャピタル	11,132	1.9	10	95	9.48
14	ドレスナー・クラインオート	6,532	1.1	19	-	-
15	中国銀行	5,050	0.9	7	21	2.96
引受額合計		573,523	100.0	3,031	9,064	2.99

米国株式

2005年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee
1	モルガンスタンレー	15,301	12.1	59	474	8.03
2	シティグループ	15,146	12.0	88	500	5.68
3	リーマンブラザーズ	13,565	10.7	87	462	5.31
4	ゴールドマンサックス	13,508	10.7	56	417	7.44
5	メリルリンチ	11,030	8.7	75	420	5.60
6	JPモルガンチェース	10,039	7.9	62	365	5.88
7	CSFB	8,367	6.6	53	300	5.66
8	UBS	7,428	5.9	70	308	4.40
9	フリードマン・ビルングス	5,399	4.3	32	306	9.56
10	BofA セキュリティーズ	4,433	3.5	45	171	3.80
11	ベアスターンズ	3,215	2.5	28	138	4.93
12	ワコビア	3,196	2.5	38	106	2.79
13	ドイツ銀行	3,000	2.4	25	117	4.66
14	ジェフエリーズ	1,335	1.1	18	71	3.97
15	レイモンド・ジェームス	1,303	1.0	14	60	4.28
引受額合計		126,384	100.0	669	4,736	7.08

2006年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee
1	ゴールドマンサックス	20,066	15.1	71	599	8.43
2	シティグループ	15,045	11.3	86	501	5.83
3	リーマンブラザーズ	13,690	10.3	86	509	5.92
4	モルガンスタンレー	13,555	10.2	62	409	6.60
5	メリルリンチ	12,678	9.5	84	477	5.68
6	JPモルガンチェース	10,348	7.8	69	366	5.30
7	UBS	8,287	6.2	72	317	4.40
8	クレディスイス	8,091	6.1	61	321	5.26
9	ドイツ銀行	5,216	3.9	44	171	3.88
10	BofA セキュリティーズ	4,441	3.3	40	158	3.95
11	ベアスターンズ	3,896	2.9	237	120	0.51
12	ワコビア	3,498	2.6	37	134	3.63
13	フリードマン・ビルングス	1,506	1.1	19	80	4.21
14	ジェフエリーズ	1,247	0.9	15	50	3.30
15	レイモンド・ジェームス	1,104	0.8	12	46	3.82
引受額合計		133,144	100.0	636	4,786	7.52

欧州株式

2005年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee
1	ゴールドマンサックス	15,193	9.5	36	31	0.87
2	メリルリンチ	14,441	9.0	37	16	0.43
3	ドイツ銀行	13,424	8.4	57	13	0.23
4	UBS	13,193	8.2	51	59	1.15
5	モルガンスタンレー	12,221	7.6	35	118	3.38
6	JPモルガンチェース	9,457	5.9	41	26	0.64
7	シティグループ	8,503	5.3	32	11	0.35
8	CSFB	7,845	4.9	33	172	5.22
9	ABN アムロ	7,687	4.8	38	8	0.20
10	カリヨン	6,903	4.3	4	-	-
11	リーマンブラザーズ	6,786	4.2	22	24	1.07
12	BNP パリバ	5,658	3.5	11	2	0.21
13	メディオバンカ	3,999	2.5	8	-	-
14	ドレスナー・クラインオート	3,736	2.3	12	-	-
15	ソシエテジェネラル	3,593	2.2	12	-	-
引受額合計		160,402	100.0	651	580	0.89

2006年						
	金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee
1	モルガンスタンレー	20,777	11.0	51	22	0.42
2	JPモルガンチェース	18,464	9.8	62	32	0.52
3	UBS	16,936	8.9	57	0	0.00
4	メリルリンチ	16,454	8.7	52	21	0.40
5	ドイツ銀行	13,291	7.0	59	9	0.15
6	ゴールドマンサックス	11,833	6.3	42	11	0.25
7	クレディスイス	9,703	5.1	39	6	0.14
8	ABN アムロ	9,289	4.9	33	0	0.00
9	シティグループ	7,540	4.0	35	43	1.23
10	ドレスナー・クラインオート	6,506	3.4	18	1	0.03
11	リーマンブラザーズ	5,088	2.7	29	31	1.05
12	ラザード・ナティキス	4,087	2.2	13	0	0.00
13	BNP パリバ	3,748	2.0	21	10	0.47
14	ユニクレディト	2,813	1.5	22	4	0.16
15	カーネギー	2,420	1.3	22	-	-
引受額合計		189,467	100.0	797	235	0.29

(注) 「@ Fee」は案件1件あたりの平均手数料額

[出所] Investment Dealers' Digest より作成

図表4 グローバル新規公開株式引受額のランキングの推移

2001年							2005年							2006年									
金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee		金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee		金融機関	引受金額	シェア	件数	Fee	@ Fee				
1	ゴールドマンサックス	15,153	16.7	26	624	24.01	1	GSFB (クレディスイス)	16,687	10.3	62	485	7.82	1	UBS	23,037	9.0	93	279	3.00			
2	モルガンスタンレー	13,430	14.8	15	442	29.47	2	ゴールドマンサックス	13,949	8.6	58	417	7.19	2	モルガンスタンレー	22,679	8.9	81	432	5.33			
3	シティグループ	8,084	8.9	44	263	5.98	3	UBS	11,324	7.0	55	364	6.63	3	ゴールドマンサックス	21,410	8.4	70	558	7.97			
4	CSFB	7,770	8.6	24	261	10.86	4	モルガンスタンレー	10,203	6.3	56	213	3.81	4	クレディスイス	18,283	7.1	73	335	4.59			
5	メリルリンチ	552	6.1	23	167	7.26	5	シティグループ	9,938	6.1	76	389	5.12	5	メリルリンチ	17,968	7.0	77	332	4.31			
6	UBS ウォーバーク	3,867	4.3	21	64	3.06	6	メリルリンチ	9,836	6.1	53	195	3.68	6	JP-モルガンチエース	13,889	5.4	60	274	4.57			
7	クレディアグリコル・インドゥス	3,028	3.3	1	60	59.50	7	カリヨン	6,777	4.2	2	0	0.00	7	シティグループ	12,551	4.9	69	438	6.34			
8	野村証券	2,739	3.0	48	136	2.83	8	JP-モルガンチエース	6,413	4.0	41	192	4.68	8	ドイツ銀行	11,822	4.6	49	152	3.09			
9	DK-ワットサースタイン	2,627	2.9	5	62	12.34	9	リーマンブラザーズ	5,908	3.6	41	232	5.66	9	中国国際キャピタル	8,040	3.1	6	71	11.80			
10	フジエフエネラル	2,324	2.6	5	59	11.78	10	ドイツ銀行	5,863	3.6	38	90	2.36	10	ABN アムロ	7,446	2.9	24	0	0.00			
11	大和証券 SMBC	2,038	2.3	34	106	3.11	11	BNPパリバ	4,563	2.8	10	2	0.23	11	リーマンブラザーズ	7,328	2.9	43	281	6.54			
12	ドイツ銀行	1,897	2.1	14	53	3.80	12	HSBC ホルデルディングス	4,439	2.7	11	51	4.64	12	大和証券	5,927	2.3	50	274	5.47			
13	リーマンブラザーズ	1,850	2.0	11	103	9.33	13	中国国際キャピタル	3,647	2.3	3	54	18.13	13	野村証券	5,490	2.1	43	149	3.47			
14	中国国際キャピタル	1,590	1.8	2	8	3.85	14	ドレスター・クワイオンポート	2,170	1.3	5	0	0.00	14	中国銀行 (BOC)	5,050	2.0	7	21	2.96			
15	サンパオロ IMI	1,009	1.1	6	15	2.47	15	野村証券	2,151	1.3	40	97	2.43	15	ドレスター・クワイオンポート	4,015	1.6	8	0	0.00			
引受額合計							90,779	100.0	776	12,713	3.50	引受額合計							256,352	100.0	1,326	1,326	1.00

(注) 「@ Fee」は案件1件あたりの平均手数料額  
(出所) Investment Dealers' Digest より作成

(百万ドル・%・件)

ドイツ大手銀行の米投資銀行買収と証券引受業務

及び技術力と、ドイツ銀行の営業力が合わさることにより、2005年には世界第2位を達成した(図表5)。

同年には米国市場でも、CSファーストボストン(CSFB)に次ぐ第5位となっている。ユーロ債引受などとともに、ハイイールド債引受の実績は、伸び悩む株式引受を少なからずカバーしていた。ドイツ銀行年次報告書によれば、ドイツ銀行は、既に2002年の段階で、欧米ハイイールド市場では上位のシェアを占めていた。2003年には当該業務の欧州におけるシェアは21%超となり、圧倒的な地位を占めるようになった。同行が欧州地域で優位に立ったのは、もともとのBTの事業基盤に加え、ドイツ国内支店やフランス、イタリア、スペインなどに広がる現地銀行子会社といったリテール銀行網が大きく寄与したことはいうまでもない。銀行支店は貸付業務を通じ、中堅・中小企業の財務・資産内容や人材の状況、成長性などを詳細に把握している。経営者の世代交代などに伴い、当該企業が銀行借入が中心だった資金調達戦略の変更を検討しているような場合、例えば他社の買収資金の調達方法としてハイイールド債の発行を勧めることができた。債券発行の際にも、当該企業の財務・資産内容に合った発行条件(発行額・クーポン・期間等)を決定することが可能であった。

2000年代半ば、ドイツ銀行は、グローバル株式・債券の引受ランキングでゴールドマンサックスやモルガンスタンレーを上回ったわけであるが、それは米大手投資銀行が、証券引受手数料の低下とともに証券引受よりも利幅の大きなM&A助言業務を重点的に獲得した結果であるとの推測も可能であろう。米国勢がM&A業

務にシフトするなかで、欧州勢の証券引受案件を獲得する余地が拡大したということである。1990年代、特に債券引受は諸費用を差し引けば手元に残る利益は少ない業務と見なされていた<sup>74)</sup>。一方、M&A助言業務は、案件の規模、投資銀行側の提案内容、過去の実績により手数料は異なり、実績のある米大手投資銀行が多額の収益をあげられる分野である。投資銀行がいったん買い手、売り手企業のアドバイザーに就いた後、企業間の合併交渉が決裂した場合、投資銀行は何もしないままアドバイザー手数料を手に入れるといったこともあり得る。こうした投資銀行市場の環境や業者行動の変化も、ドイツ銀行の同市場における上位進出を可能とした面もあったのではなかろうか。

## おわりに

以上、BT買収後2000年半ばにかけ、株式及びハイイールド債引受業務において、ドイツ銀行が「米大手投資銀行の牙城」を切り崩すべく取り組んだ活動の一端についてまとめてみた。2000年代、株式引受やM&A助言のシェアは米大手投資銀行に及ばなかったものの、ドイツ銀行はリーディング・インベストメントの1つと目されていた。その投資銀行市場におけるプレゼンスは、MGを中核としたままでは実現できなかったであろう。BT買収後、ドイツ銀行は、単純な公募増資、新規公開をこなすにとどまらず、例えば、欧州でアクセラレイテッド・ブックビルディングを普及させて当該市場を牽引し、アジアや新興国などでも大規模で高度な案件に対応していた。2000年代、その業務能力自体は米投資銀行と遜色ない水準に達していたと考えられる。それは本誌2015年6月号に紹介



図表5 ドイツ銀行のハイイールド債引受ランキング (グローバルベース)

①ハイイールド債引受金額 (グローバル・公表ベース)

1988年			
金融機関	引受金額	シェア	件数
1 ドルバンク・アフィニティ	21,638	14.4	113
2 ソロモン・ミスバニー	19,626	13.1	90
3 モルガンスタンレー・DW	19,260	12.8	103
4 メリルリンチ	12,513	8.3	70
5 ゴールドマンサックス	11,321	7.6	61
6 チェースマンハッタン	9,096	6.1	70
7 バンカーストラス	8,476	5.7	61
8 リーマンブラザーズ	7,918	5.3	44
9 カリフォルニア・ファースト	7,897	5.3	48
10 ベアスターンズ	6,816	4.5	38
11 JPモルガン	5,747	3.8	28
12 バンク・オブ・アメリカ	2,933	2.0	26
13 ジェフエリーズ	2,392	1.6	22
14 ウォーバーク・ディロンロード	2,132	1.4	19
15 CIBC ウッドガンドアイ	1,887	1.3	19
引受額全体	149,899	100.0	821

2004年			
金融機関	引受金額	シェア	件数
1 シティグループ	23,506	14.4	124
2 CSFB	21,892	13.4	127
3 ドイツ銀行	17,724	10.9	107
4 JPモルガンチエース	17,597	10.8	105
5 BoA セキュリティーズ	15,801	9.7	106
6 モルガンスタンレー	13,230	8.1	58
7 ゴールドマンサックス	9,524	5.8	62
8 リーマンブラザーズ	8,939	5.5	68
9 UBS	7,966	4.9	63
10 メリルリンチ	6,307	3.9	44
11 ベアスターンズ	5,359	3.3	47
12 ワコピア	2,413	1.5	32
13 ジェフエリーズ	2,300	1.4	25
14 ハークレイズ・キャピタル	1,425	0.9	7
15 BNPパリバ	1,255	0.8	9
引受額全体	163,193	100.0	606

2005年			
金融機関	引受金額	シェア	件数
1 JPモルガンチエース	15,137	12.7	86
2 ドイツ銀行	13,885	11.6	70
3 シティグループ	13,109	11.0	76
4 CSFB	12,745	10.7	75
5 BoA セキュリティーズ	11,843	9.9	85
6 リーマンブラザーズ	8,153	6.8	53
7 メリルリンチ	7,949	6.7	45
8 ゴールドマンサックス	7,761	6.5	35
9 モルガンスタンレー	6,116	5.1	37
10 UBS	5,387	4.5	43
11 ワコピア	3,904	3.3	28
12 ベアスターンズ	2,693	2.3	28
13 ジェフエリーズ	1,432	1.2	15
14 BNPパリバ	1,331	1.1	10
15 ABN アムロ	897	0.8	4
引受額全体	119,327	100.0	407

(注) 「@ Fee」は案件1件あたりの平均手数料率

②ハイイールド債引受金額 (米国企業関連・公表ベース)

1988年			
金融機関	引受金額	シェア	件数
1 ドルバンク・アフィニティ	21,638	14.4	113
2 ソロモン・ミスバニー	19,626	13.1	90
3 モルガンスタンレー・DW	19,260	12.8	103
4 メリルリンチ	12,513	8.3	70
5 ゴールドマンサックス	11,321	7.6	61
6 チェースマンハッタン	9,096	6.1	70
7 バンカーストラス	8,476	5.7	61
8 リーマンブラザーズ	7,918	5.3	44
9 カリフォルニア・ファースト	7,897	5.3	48
10 ベアスターンズ	6,816	4.5	38
11 JPモルガン	5,747	3.8	28
12 バンク・オブ・アメリカ	2,933	2.0	26
13 ジェフエリーズ	2,392	1.6	22
14 ウォーバーク・ディロンロード	2,132	1.4	19
15 CIBC ウッドガンドアイ	1,887	1.3	19
引受額全体	149,899	100.0	821

2004年			
金融機関	引受金額	シェア	件数
1 シティグループ	20,949	14.8	112
2 CSFB	18,170	12.8	110
3 JPモルガンチエース	16,138	11.4	97
4 BoA セキュリティーズ	15,110	10.7	101
5 ドイツ銀行	13,489	9.5	86
6 モルガンスタンレー	11,781	8.3	52
7 リーマンブラザーズ	8,751	6.2	66
8 ゴールドマンサックス	7,894	5.6	58
9 UBS	7,798	5.5	62
10 メリルリンチ	6,612	4.7	43
11 ベアスターンズ	5,152	3.6	47
12 ワコピア	2,513	1.8	34
13 ジェフエリーズ	2,299	1.6	25
14 CIBCワールドマケッツ	822	0.6	8
15 N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
引受額全体	141,863	100.0	547

2005年			
金融機関	引受金額	シェア	件数
1 JPモルガンチエース	12,652	13.0	74
2 BoA セキュリティーズ	11,611	12.0	84
3 シティグループ	10,466	10.8	65
4 CSFB	9,755	10.1	64
5 ドイツ銀行	8,768	9.0	55
6 リーマンブラザーズ	7,572	7.8	50
7 メリルリンチ	7,157	7.4	41
8 ゴールドマンサックス	6,498	6.7	31
9 モルガンスタンレー	5,539	5.7	32
10 UBS	5,335	5.5	42
11 ワコピア	3,904	4.0	28
12 ベアスターンズ	2,693	2.8	28
13 ジェフエリーズ	1,432	1.5	15
14 CIBCワールドマケッツ	608	0.6	5
15 BNPパリバ	318	0.3	4
引受額全体	97,026	100.0	355

(注) 「@ Fee」は案件1件あたりの平均手数料率

(出所) Investment Dealers' Digest より作成

したように、同行が投資銀行業務を中核に据えるに依り1995年以降大胆な組織・経営改革を断行しなかったこと、世界最高の資本市場である米国でBTという一大オペレーションを手中に収め、その能力を十分に引き出し活用しようと努めたことに尽きよう。1980年代半ばから国外金融機関の積極的な買収を行いMG買収で国際投資銀行市場への本格参入を図ったヘルハウゼン頭取以降、歴代の経営陣が目指した第一級の投資銀行になるという目標は、BT買収後概ね達成されたものと考えられる。同行経営陣による、時代を見据えた決断は評価されるべきであろう。

欧州系銀行などに比べ、邦銀の場合、金融危機、ギリシア問題などによる影響は比較的軽微にとどまった。1990年代の不良債権問題を公的資金で乗り切った邦銀は、金融危機後不良資産に苦しむ欧米金融機関を尻目に、アジアや新興国を含む国外への投資を再開、数千億円規模の買収も増えてきた。今後、邦銀が国際金融市場への進出を積極化するとすれば、BT買収のような規模に達するか否かは別として、国際金融市場を攻略するには相当の投資が必要となろう。資金力を振り回すだけの買収戦略が成功する可能性は低く、ドイツ銀行が行ったように自らを大胆に変え異質な文化を同化するといった決断も迫られよう。

ドイツ銀行のみならず欧州大手銀行（例えば、スイスのUBS、クレディスイスグループなど）は、1990年代後半以降大規模な投資を行いつつ様々な経営変革を断行して国際投資銀行市場における地位を築いてきた。わが国の銀行や証券会社の国際的なプレゼンスが再び高まるなか、改めて欧州大手銀行の投資銀行戦略に注目することは、わが国金融界にとってもそれ相

当の意義があるものと考えている。

#### 注

- 1) 例えば、Kobrak [2007], pp.352-353.
- 2) 1991年から1995年のゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、メリルリンチの投資銀行大手3社の業務別シェア（グローバルベース）は、株式引受：37～43%、債券引受：39～55%、ハイイールド債引受：41～44%、M&A 助言：35～41%である。*Investment Dealers' Digest*, Nov.25, 1996, pp.18-19.
- 3) 漆畑 [2015], 105-106頁
- 4) *International Financing Review*, Jun.5, 1999, p.63.
- 5) 公開予定会社の公募価格（売出価格）にある程度の目処が立った段階で、ブックビルディング（発行株式に対する投資家の需要予測）に備えて、申請会社が機関投資家に対してロードショー（1週間程度の公開予定会社及び銘柄の説明会）を行い、主幹事証券会社が価格の妥当性や申込予定数についてヒアリングを行うが、これをプレマーケティングという。
- 6) *International Financing Review*, Jun.5, 1999, p.63.
- 7) *Wall Street Journal*, Feb.22, 2000, *CNN Money News*, Mar.13, 2000 (<http://cnfn.cnn.com/2000/03/13/europe/infineon/>), *International Financial Law Review*, Oct.1, 2000 公開価格35ユーロ、売出株式数1億7,400万株（全株式の29%）、資金調達額は59.1億ユーロ。ブックビルディングの結果、公開価格のレンジは29ユーロから35ユーロとされたが、世界第10位の半導体メーカーとなるインフィニオンの成長期待から公開価格はその上限価格の35ユーロに設定された。公開した2000年3月中に同社株は80ユーロ前後まで値上がった。2000年3月時点で、売出株式の6割は欧米アジアの機関投資家、4割はドイツの個人投資家が保有した。本案件は、1996年のドイツテレコム新規公開（100億ユーロ）に次ぐ、テクノロジー業界では史上最大規模の案件であり成長期待は高かった。
- 8) インフィニオン以外の株式関連案件としては、2000年1月のインターネットサービス会社リバティサーフ（Libertysurf：本社フランス）の新規株式公開（公開金額5億2,000万ユーロ）、2000年2月の通信ネットワークサービスのフラッグ・テレコム（Flag Telecom：本社バミューダ）の新規株式公開（公開金額7億6,000万ドル）、2000年2月の情報通信機器製造ピナクル・ホールディングス（Pinnacle Holdings：本社ザンビア）の株式追加売出し（売出金額4億2,430万ドル）、2000年6月のファブレス半導体製造ダイアログ・セミコンダクター（Dialog Semiconductor：本社ドイツ）の新規株式公開（公開金額4億6,200万ドル）、2001年3月のドイツ・テレコムの株式追加売出し（売出金額130億ユーロ）などがある。
- 9) ITバブル期の欧州ヘルスケア分野の株式関連案件としては、2000年3月のバイオ企業ケンブリッジ・アンティボディ・テクノロジー（Cambridge Antibody Technology Group：本社英国）の株式追加売出し（売

- 出金額1億4,300万ドル)、2000年8月の生命科学R&D情報のライオン・バイオサイエンス (LION BioScience AG:本社ドイツ)の新規株式公開(公開金額2億900万ドル)などがある。
- 10) EADSは、2000年7月にフランス、ドイツ、スペインの航空・国防・宇宙機器開発製造3社が合併して設立された、米ボーイングなどに次ぐ世界第3位の航空・国防・宇宙機器開発製造企業、また英国のBAEシステムズに次ぐ欧州第2位の軍事関連機器開発製造企業であった(1999年の3社合計売上高は225億ユーロ)。1997年、EU主要国首脳が、当該セクターにおいて欧州随一の企業を誕生させようと航空・国防・宇宙産業の集約に動き、EADSは誕生した。2014年1月1日、EADSは「エアバス・グループ (Airbus Group NV)」に社名変更している。European Aeronautic Defence and Space Company Global Offering memorandum (IPO Prospectus), Jul.9, 2000, p.7.
- 11) EADSの前身の3社のうち1社は、長年の取引関係のあったダイムラー社の関連会社ダイムラークライスラー・エアロスペース (DaimlerChrysler Aerospace: DASA)であったこと、EADSは欧州地域において、機関投資家、個人投資家双方に幅広く販売することを望んでおり、欧州最大級の投資銀行かつ欧州地域に広範な銀行支店網を擁していたドイツ銀行が主幹事に選任された。引受幹事団は、欧州及び米国その他地域の機関投資家、ドイツ・フランス・スペインの個人投資家向けに同社株式を公募販売する担当者で構成されていた。本件の引受幹事団のうち、共同グローバルコーディネーターは、BNPパリバ、ゴールドマンサックス、スペイン大手行サンタンデールの投資銀行部門サンタンデール・セントラル・イスパノ・インベストメント (Santander Central Hispano Investment)、グローバル機関投資家向け公募担当 (Global Institutional Offering) はドイツ銀行、ABN アムロ・ロスチャイルド、BNPパリバ、ゴールドマンサックス、フランス大手行ソシエテジェネラルの投資銀行部門SGインベストメントバンキング (SG Investment Banking)、個人投資家向け公募担当 (Retail Offering) はドイツ銀行、BNPパリバ、サンタンデール・セントラル・イスパノ・インベストメントが就いている。
- 12) European Aeronautic Defence and Space Company Global Offering memorandum (IPO Prospectus), Jul. 9, 2000, pp.1-2.
- 13) *The Wall Street Journal*, Jan.16, 2014
- 14) 1999年の売上高構成は、国防・軍事部門24%、民生部門76%である。
- 15) 債券発行など資金調達案件や、国家間の利害調整がつかず結局破談となったが、2012年、英防衛大手BAEシステムズとの合併案件で、ドイツ銀行は、シティグループ、クレディスイス・グループなどとともにEADS側のアドバイザーに就いている。*Bloomberg News*, Oct.11, 2012, *Reuter News*, Oct.11, 2012
- 16) ドイツポストは、1998年末現在、従業員約23万4,000名、約14,000の郵便局をドイツ国内に展開し、国内外に173子会社を有し、営業収益287億マルクを誇る欧州最大の郵便・物流企業であった。分割後の1990年代半ばまで、ドイツポストは赤字経営が続いたが、当時の経営トップだったクラウス・ツムヴィンケルCEOは徹底したコスト削減とともに、郵便事業の収益拡大に必要な企業の買収を進め、1998年には黒字転換を果たしていた。例えば、1997年に民間文房具販売のマックペーパー (McPaper AG)を買収し、受託業務として文房具を郵便局で販売し利益増につなげた。また、1999年3月には、スイスの大手物流企業ダンザス (DANZAS)を完全子会社(100%出資)としている。
- 17) 貯蓄(積立・定期預金、投資信託)、送金・決済(郵便振替口座)、外貨両替、保険商品販売を主業務としている。
- 18) *International Financial Law Review*, Dec.1, 2000 また、同社株式が広く個人投資家に購入されることによって、預金中心だった個人の資産運用が変わる絶好の機会と評する向きもあった。
- 19) *International Financial Law Review*, Dec.1, 2000
- 20) 受注会社が荷主の物流コスト削減を契約期間内に達成する提案を行い、受注会社がその削減幅の一部を手数料として受け取る仕組み。
- 21) *Financial Times*, Sep.16, 2005
- 22) ドイツ銀行は、DHLや英エクセルの買収アドバイザーに就任したほか、子会社関連では例えば、ドイツポスト・ファイナンス (Deutsche Post Finance B.V.) に対し、2002年には30億ユーロの社債引受主幹事、総額15億ユーロの社債の上場主幹事にクレディスイス・ファーストポスト (CSFB)、モルガンスタンレーとともに共同で就任している。
- 23) 1994年の新郵政改革法 (Gesetze zur Postreform II) に基づき、1995年に株式会社形態に変更したのに伴い、ポストバンクは業務範囲拡大が可能になったが、まだ独立した金融機関として収益をあげるのは難しく、ドイツポストの傘下に入ったのである。
- 24) さらには、共同主幹事を務めたドイツ銀行がポストバンクを買収する可能性が金融専門紙で報じられ、当初公募価格のレンジを「1株31.5ユーロから36.5ユーロ」としていたものを「1株28ユーロから32ユーロ」に、また発行規模も「発行済株数の50%マイナス1株」から33.23%に引き下げざるを得なくなったのである。ポストバンク株式は、個人投資家のほか機関投資家からの需要も多く順調に販売されたものの、ドイツ銀行としても、自行戦略に関する情報や風評リスクの管理について課題を残す案件となった。*International Financing Review*, May.8, 2004, p.8.
- 25) *DW Academic Business News*, May.7, 2004
- 26) 2005年1月にオランダ金融大手INGグループ傘下ドイツ中堅銀行BHF (Berliner Handels-und Frankfurter Bank)のロンドン支店を、2005年10月には建築貯蓄金庫 (Bausparkasse) グループでドイツ第2位のBHWホールディングス (BHW Holdings AG)を、同年12月には、ドイツポストの850支店を買収している。BHWは買収当時ドイツ住宅ローン分野で11.7%の市場シェアを占め、高いブランド力を有していた。
- 27) 欧州では、1995年に英国のロンドン証券取引所

## ドイツ大手銀行の米投資銀行買収と証券引受業務

(London Stock Exchange : LSE) 内にベンチャー及び中小企業向け証券市場の代替投資市場 (Alternative Investment Market : AIM) が設立されて以降、ドイツのノイアマールクト、フランスのヌーポマルシェ (Nouveau Marché) をはじめ各国で相次いでベンチャー・中小企業向け市場の開設が相次いだ。

- 28) ノイアマールクトの上場企業数は、1998年1月：17社、1999年1月：65社、2000年1月：202社、2000年11月：336社、上場企業時価総額は、順に50億ユーロ、370億ユーロ、1,310億ユーロ、1,160億ユーロと推移している。同市場は、ITバブルの崩壊、上場企業の粉飾決算の表面化を機に市場は縮小し、2002年に閉鎖された。
- 29) AIMは、ハイテク企業専門を謳うドイツのノイアマールクトなどとは違い、中堅・中小企業向けとしてハイテク企業のみならず電機、小売り、出版、石油探掘、金属、不動産、金融など様々な業種の企業が上場、上場企業の国籍も欧州各国のほかロシア、中国に広がっていた。AIMの上場企業及び上場企業時価総額は、2003年末：754社、183億5,800万ポンド、2007年末：1,694社、975億6,100万ポンド (年末時点の数値では上場社数、上場企業時価総額ともに2007年がピーク)、2014年11月末：1,099社、717億4,300万ポンドとなっている。AIM Factsheet, Nov, 2014
- 30) 1990年代後半から、ドイツ銀行はイタリアにおける営業情報及び案件開拓拠点の拡充に注力している。資本参加するドイツ保険最大手アリアンツを通じ、イタリアの中堅保険会社であるアドリア海保険連合 (Riunione Adriatica di Sicurtà : RAS) を傘下に持ち、同地域の企業情報収集の拠点としてきたが、1999年11月にはイタリア北部を地盤とする独立系中堅金融グループ、カッサマルカ (Casamarca) 傘下のアドリアリース (Adria Leasing) を完全子会社化、2000年11月には、同国最大の投資銀行メディオバンカ (Mediobanca SpA) に2億ドルを出資している。
- 31) センターパークス社は、1987年創業、短期滞在型のロジビレッジを英国や欧州大陸で展開するリゾート運営業者であった。2001年にドイツ銀行傘下の投資会社ドイチェバンク・キャピタル・パートナーズ (Deutsche Bank Capital Partners : DBCP) が同社を買収した後、役員を派遣して経営効率化を図り、2003年に有望銘柄として AIM に株式公開している。同社は、2006年に米国の大手企業買収ファンドのブラックストーン (Blackstone Group) が買収しており、現在も同ファンドの子会社である。
- 32) ドイツ銀行は、例えば同地域の冷凍ピザ会社のロンカディン (Roncadin SpA) を取引先として開拓し、1999年にその上場主幹事を務めている。
- 33) *International Financing Review*, Apr.1, 2006, p.93.
- 34) “de-coupled bookbuilding” ともいう。この方法を利用すると、新規公開発表日から発行価格と割り当ての決定までの日程は2日以内に抑えることが可能となる。これにより、発行企業が新規公開時にさらされる価格変動リスク (流動性が低くなりがちなことに伴う株価下落、また公募・売出しの発表日翌日から発行価格等決定日までの期間に同一銘柄の有価証券につき空売りが行われた

場合、発表日前後に株価下落をもたらすようなリスク) を抑える効果があるとされている。ただし、証券会社は発表日の前に投資家の需要を固めるため、プレヒアリングを行うことになる。プレヒアリングは、有価証券の公募発行の公表に先立ち、証券会社が特定少数の機関投資家に対し、発行会社及び有価証券の公募発行に関する情報を守秘義務契約下で提供し、当該有価証券の公募発行の公表・実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。財団法人資本市場研究会「月刊資本市場」2013年10月号、12-13頁。

- 35) ドイツベンチャーキャピタル協会 (BVK) が行った同社に関するケーススタディでの評価。本件は、2005年にドイツ企業が行った中で最も成功した新規公開案件と評価されている。Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V., Case Studies [http://cache.yahooofs.jp/search/cache?c=6JqoFBh89U8J&p=Ersol+Solar+Energy+AG++IPO&u=www.bvka.p.de%2Fprivateequity.php%2Fcat%2F156%2Faid%2F669%2Ftitle%2FErsol\\_Solar\\_Energie\\_AG%3A\\_Cutting\\_edge\\_thanks\\_to\\_private\\_equity](http://cache.yahooofs.jp/search/cache?c=6JqoFBh89U8J&p=Ersol+Solar+Energy+AG++IPO&u=www.bvka.p.de%2Fprivateequity.php%2Fcat%2F156%2Faid%2F669%2Ftitle%2FErsol_Solar_Energie_AG%3A_Cutting_edge_thanks_to_private_equity)
- 36) エアゾル社は小規模な太陽電池製造会社だったが、2004年に大株主企業が倒産したのに伴い、ドイツ新興企業投資ファンドのベンティッツ (Ventizz Capital Partners Advisory AG) が同社株の79.7%を取得、同社を太陽電池製造業者から国際的な太陽光産業グループ (international photovoltaic group) に再構築することで、企業価値の向上を図った。ベンティッツは事業拡大のために、株式の新規公開に踏み切った。
- 37) エアゾル社は元々良質な経営陣と高水準の商品開発力を擁し、2004年には売上3,800万ユーロ、340万ユーロの利払・税引前利益 (EBIT) をあげていた。2008年、ドイツの自動車部品・輸送用機器大手のロバート・ボッシュ社がエアゾル社の大株主となり、エアゾル社はボッシュの傘下に入った。
- 38) 同社案件でドイツ銀行は、JP モルガン・チェースとともに共同主幹事に就任している。ブックビルディングの際に提示された公募価格のレンジは1株15.8ユーロから18.5ユーロで、公募価格はその上限である18.5ユーロに決定した。*International Financing Review*, Apr.1, 2006, p.93.
- 39) 株式関連仕組債のうち、償還時に指定された特定の株式の価格によって償還条件が変わる債券で、場合によっては、償還金の代わりに株式で返還される可能性があるものをいう。特定の上場銘柄株を対象に選び、満期日にその株価が設定水準より高い場合には、元本と高い利息が現金で償還され、株価が設定水準より低い場合には元本は得られず、代りに対象となった株式で償還される。通常の債券よりクーポンレートを高く設定してあり、高利回りの金融商品である。
- 40) *Deutsche Bank Annual Report*, 2004, p.30.
- 41) モルガン・スタンレーとUBSが共同主幹事となったドイツの化学会社 Wacker Chemie AG、ドレスナー・クラインオートベンソンが主幹事となったドイツのソフトウェア開発会社 Magix AG、BNPパリバが主幹事となったスイスのソフトウェア開発会社 SAF Software の

- 新規株式公開案件では、アクセラレイテッド・ブックビルディングが採用されている。*International Financing Review*, Apr.1, 2006, p.93.
- 42) *International Financing Review*, May.24, 2003, p.107.
- 43) 本案件は、英金融専門誌 *International Financing Review* がその年に最も注目され話題となった金融案件に贈呈する“IFR Award”の2003年受賞案件になった。
- 44) *PC Watch*, Aug.17, 2000 トランスメタ社は、低消費電力を特徴とするマイクロプロセッサを開発・製造していたが、その後は低消費電力集積回路の知的財産権のライセンス提供を主な事業としていた。1995年の創業後数年間は知名度の低い企業だったが、2000年1月に革新的な低消費電力の Crusoe プロセッサ (x86互換プロセッサ) を発表、同年の PC エキスポ2000において IBM、日立などが Crusoe 搭載ノートブックを展示、8月にはソニーが年末商戦向けの自社製品 (VAIO) に搭載を発表したことで、一気に注目を集めることになった銘柄である。創業当初の知名度は低かったものの、同社は、Linux カーネルを開発し1991年に一般に公開したことで有名なプログラマー、リーナス・トーバルズ氏をはじめ極めて優秀な技術者が在籍しており、その技術力の高さから創業当初から旧アレックスブラウンが注目し、取引開拓を行っていた顧客企業であった。
- 45) 医薬・バイオ企業は多額の研究開発費を要するが、その割にはその成果が出るか否か、企業が成長軌道に乗るか否かについて未知数な部分が多く、当該銘柄を敬遠する投資家は少なくなかった。当該セクターの新規公開案件にはそうした意味でのリスク (売残り等のリスク) があつたが、医療機器製造企業の場合は、良質な技術があれば着実に病院などの需要を取り込み成長軌道に乗ったことから、ドイツ銀行としてもそうした企業の取引開拓に注力していた。
- 46) Sunrise Medical Inc Company History <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/sunrise-medical-inc-history/>
- 47) *Los Angeles Times*, Oct.18, 2000
- 48) *Your Story*, Sep.16, 2014 <http://yourstory.com/2014/09/webvan-e-tailer/> 高額かつ非公開の手数料と引き換えに、ウェブバン株 (議決権制限株式) を特定の投資家に譲渡する契約を結んでいたことを目録見書に記載しなかったが虚偽の情報公開にあたることされ、ドイツ銀行投資銀行部門とともに、ゴールドマンサックス、ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット、メリルリンチ、トマス・ワイゼルなど幹事会社が訴訟の対象となった。
- 49) ウェーブバンは、1996年に創業、食料品のオンライン販売を主力事業とし、サンフランシスコ地区において先端の配送システムを擁した最新鋭の倉庫から「注文を受けてから30分以内に配達」することを謳い文句に成長していた。新規公開直後から同事業をシカゴ、ダラス、アトランタなど遠方を含む全米26都市で展開し始めると、同社株は大きく低迷した。全米に展開するには各地域で無の状態から事業を始めなくてはならないこと、特に最新鋭の倉庫を全米各地に建設するとその費用 (平均3,000万ドル) 負担が同社売上高に比べて割高だったこと、同社経営陣に食品・小売り業界経験者がいないこと
- が判明したことから、市場の失望を誘う結果となった。
- 50) *Investment Dealers' Digest*, Sep.20, 2004, pp.36-37.
- 51) 2001年6月時点で、投資銀行家8名、アナリスト3名の陣容である。*Investment Dealers' Digest*, Jun.4, 2001, p.19.
- 52) *Deutsche Bank Annual Report*, 2002, p.34.
- 53) 2002年、中国人寿保険の生命保険業務における中国国内シェアは57%である。*International Financing Review*, Nov.22, 2003, p.95.
- 54) 同社は、1949年に中国人民保険公司として創業し、1996年に中国人民保険公司の下に中国人寿保険有限公司が設立され、1999年に中国人寿保険公司に改称した。2003年には中国人寿保険公司が再編され、中国人寿保険集团公司に名称変更となった。
- 55) 1990年代半ばの一時期、中国がハイパーインフレーションに見舞われた際、中国人寿保険は保険商品の予定利率 (保証利率) を年9~10%に設定した。当時の市場金利は20%程度でありこの水準は妥当なものだったが、2003年時点の同国1年定期預金利率が1.98%だったのと比べると、法外に高い利率だったことは明らかであった。高い予定利率を保証しているのは保険経営が破綻しかねず、1999年に中国金融当局は保険商品の予定利率の上限を2.5%に大幅に引き下げた。こうした経緯から、2003年時点で現存する1999年以前の保険契約と当該年以降の保険契約に各々帰属する資産・負債を分離して管理し、中国人寿保険は1999年以前の保険契約に帰属する資産・負債から独立した会社として株式公開に臨むことになった。*International Financing Review*, Nov.22, 2003, p.95.
- 56) 同国の GDP 成長率は、2002年9.1%、2003年10.1%、2004年10.1%、2005年11.3%、2006年12.68%、2007年14.2%となっている。IMF World Economic Outlook Databases, Oct, 2014
- 57) 中国工商銀行は、1984年に中国の中央銀行である中国人民銀行から分離・独立して誕生し、同国4大国有商業銀行 (中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行) の中で最大規模 (2006年6月末時点で総資産が約130兆円) となっている。*Bloomberg News*, Oct.20, 2006
- 58) 中国本土での公開は、CICC、中信証券 (CITIC 証券)、国泰君安証券が主幹事に就任している。
- 59) 香港で売却する353億9,000万株の価格は1株当たり3.07香港ドル、中国本土で公開する130億株も、元建てで同等の価格 (3.11元) となった。
- 60) また、近年の案件となるが、2010年7月、資産規模で中国第3位の中国農業銀行 (Agricultural Bank of China) の新規公開案件でも、ドイツ銀行は、CICC、ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、JPモルガン・チェース、豪マッコリーグループ (Macquarie Group) とともに、香港上場の主幹事に就任している。農業銀行は香港 (H株) 及び上海 (A株) 両市場で株式公開し193億ドルを調達したが、その後同行株式の追加募集 (over-allotment) が行われると調達額は220億ドル超となり、2006年に中国工商銀行が調達した219億ドルを上回って史上最高の株式公開案件となった。農業

## ドイツ大手銀行の米投資銀行買収と証券引受業務

- 銀行は農業向けを主たる貸付対象とし、都市部向けと違い資金回収がままならず不良債権比率が極めて高かった。同行の株式上場は、中国財政部の資本注入と不良債権買取り、中国人民銀行の無利息貸付といった同行支援の結果可能となったが、農業関連貸出の多さから与信管理能力の向上が必要であり、経営の透明性確保や経営責任の明確化を含むガバナンスの強化も不可欠と指摘されていた。*Financial Times*, May.31, 2012
- 61) 2007年から2008年にドイツ銀行が関与した中国関連案件としては、アリババグループのIPO案件のほかに、2007年11月の中国ニッケル資源 (China Nickel Resources Holdings) による転換社債 (発行金額20億香港ドル) の発行、不動産ディベロッパー大手の衆安房産 (Zhong An Real Estate) による香港証券取引所へのIPO (売出し金額36億香港ドル)、2008年5月の中国建設銀行の機関投資家による保有株式の売却 (4.08億株・3.72億香港ドル)、2008年6月の中国火鍋専門店最大手の小肥羊集団 (Little Sheep Group Ltd) による香港証券取引所へのIPO (売出し金額1億米ドル) がある。
- 62) ポートディールは、まず投資銀行が顧客から株式を全額買い取り (大型取引の場合、一度に数億から数十億ドル規模の在庫リスクを取ることになる)、次の日のマーケットが開くまでの短時間に、在庫株式を転売する取引。有力な機関投資家を多数顧客にしていなければできない取引であるが、株式を安価で仕入れている分、買い取った全株を販売した時の利益は大きい。
- 63) *EuroWeek*, Feb.1, 2002, p.10.
- 64) 米資産運用会社向けの11億5,000万シンガポールドルは、1株あたり9.5シンガポールドルで1億1,980万株を発行、ポートディールの対象となった10億5,000万シンガポールドルは、1株あたり9.6シンガポールドルで1億937万5,000株を発行したもの。1株あたり9.60シンガポールドルは前日の終値10.10シンガポールドルよりも4.95%ディスカウントされた価格であった。
- 65) 本案件は、金融専門誌ユーロウィーク誌から「2001年最優秀アジア・セカンダリー・イシュー」を受賞している。
- 66) *International Financing Review*, Nov.8, 2003, p.6. UFGは1994年創業。ロシア市場には、1997年11月にスイスのUBS系投資銀行ウォーバーク・ディロンリード (Warburg Dillon Read) が現地金融機関ブランズウィック (Brunswick Group) と折半出資の合併投資銀行を設立し、投資銀行部門のロシア進出を果たしている。
- 67) 2005年1月から11月の同国におけるM&A金額は、前年同期比20~25%増の約370億ドルに達するなど、同国のM&A市場は急速に拡大していた。*International Financial Law Review*, Apr.1, 2006 2005年には、同国天然ガス大手ガズプロム (Gazprom) による同国石油大手シブネフチ (Sibneft) の買収、ロシア石油最大手ルクオイル (Lukoil) によるカザフスタンの油田開発・原油生産大手のネルソン・リソーシズ (Nelson Resource) 買収及び鉄鉱原料大手ミハイエロフスキ (Mikhailousky GOK) の買収など大型M&Aが行われ、各案件にドイツ銀行が関与している。*International Financing review*, Jul.30, 2005, p.62., *Forbes*, Sep.28, 2005
- 68) *BusinessWire*, Jul.13, 2005 ランプラー社の公開価格は1株あたり10.25ドルで3,000万ドルを調達した。同社は、インターネット、携帯電話、マルチメディアといった成長分野での事業拡大、他社買収のため、運転資本を増加させ財務力強化を図ることができた。
- 69) 1933年証券法規則144A (Rule 144A under the Securities Act of 1933) は、適格機関投資家 (qualified institutional buyer: QIB) に対し私募証券の転売規制を免除する規定で、当該証券の流通制限を大幅に緩和したものの。同規則が適用される証券については、投資家が500名を超えない限り、米証券取引委員会 (SEC) への登録 (1933年証券法に基づく公募証券の開示規制) を免除される。QIBは、少なくとも1億ドルの証券投資を行う、保険会社、年金基金、投資運用会社といった機関投資家。
- 70) *International Financing Review*, Apr.19, 1997, p.12.
- 71) 1997年4月、フランスのエクスアイト社 (Exide Holding Europe S.A.) が発行したシニア債 (1億7,500万マルク、期間7年) の8割、スイスのサンタリー製品製造ゲベリット社 (Geberit International Europe S.A.) が発行した劣後債 (1億5,750万マルク、クーポン10.125%、期間10年) の7割は、欧州投資家が購入している。*International Financing Review*, Apr.19, 1997, p.12.
- 72) 1995年から1998年まで、BTが欧州市場で手掛けたハイイールド債引受案件のうち、発行金額が1億ドル相当以上のものとしては、Exide Corporation Inc (米国・蓄電池製造) の転換型上位劣後債3億4,600万ドル (発行年月は1995年12月)、ITS Intertek (英国・電子機器検査) の上位劣後債2億300万ドル (同1996年12月)、Ionica Plc (英国・通信) の上位ディスカウント債2億28万9,600ポンド (同1997年3月)、Exide Holding Europe S.A. (フランス・蓄電池) の上位債1億7,500万マルク (同1997年4月)、Gènèrale de Santé (フランス・病院経営) の上位債4億5,000万ポンド (同1997年7月)、Sommerfield (英国・小売り) の上位債1億7,800万ドル (同1997年7月)、Junta de Andalucia (スペイン・メディア) の上位債1億8,500万ドル (同1997年10月)、NTL Incorporated (米国・有線通信) の上位繰延クーポン債13億ドル (同1998年3月) などがある。そうした欧州での実績が評価され、BTはIFR誌から、1997年8月に「欧州ハイイールド債業務における最優秀業者 (No.1 European High Yield Bonds)」に、同年9月には「欧州ベンチャーキャピタルに対する最優秀資金提供者 (No.1 European Venture Capital Debt Provider)」に各々選出されている。
- 73) 漆畑 [2015], 112-114頁
- 74) *Investment Dealers' Digest*, Feb. 19.1996. pp.12-13.

## 参 考 文 献

- 漆畑春彦 [2015] 「ドイツ銀行大手銀行の国際投資  
銀行業務と経営改革-2000年前後10年間の取組  
み-」『証券経済研究』第90号, 2015年6月
- Kobrak, Christopher [2007] *Banking on global  
markets : Deutsche Bank and the United  
States, 1870 to the present*, Cambridge Uni-  
versity Press
- Wittek, Nick and Kreppel, Ulf [2014] “Debt capital  
markets in Germany: Regulatory overview”,  
Jones day, June  
(<http://www.jonesday.com/files/Publication/f62bb5bc-2359-457e-b00f-a63c95fa2275/Presentation/PublicationAttachment/d7060f4c-e2a5-4471-a960-abb08c4c215a/Debt%20Capital%20Markets%20in%20Germany.pdf#search=Debt+capital+markets+in+Germany%3A+Regulatory+overview>)
- Gall, Lothar et al [1995] *Die Deutsche Bank 1870-  
1995 125 Jahre Deutsche Wirtschafts- und  
Finanzgeschichte*, C-H-Beck
- Schwarz, Friedhelm [2003] “*Die Deutsche Bank:  
Riese auf tönernen Füßen*”, Frankfurt am  
Main Campus
- European Aeronautic Defence and Space  
Company Global Offering memorandum (IPO  
Prospectus), Jul.9, 2000
- Vitols, Sigurt [2005] “German corporate gover-  
nance in transition: implications of bank exit  
from monitoring and control”, *International  
Journal of Disclosure and Governance*,  
Wissenschaftszentrum Berlin für  
Sozialforschung, Sep.
- Speech at Deutsche Bank's Annual General  
Meeting 2007, by Dr. Josef Ackermann  
Chairman of the Management Board and the  
Group Executive Committee Deutsche Bank  
AG, May.24, 2007
- Deutsche Bank Annual Report*, 1998-2010  
*Deutsche Post Annual Report*, 1991-2005  
*Euromoney*, 1998-2010  
*The Banker*, 1998-2010  
*Investment and Dealers' Digest*, 1998-2010  
*International Financing Review*, 1997-2010  
*International Financial Law Review*, 2000-2010  
*EuroWeek*, 2000-2003  
*Die Bank*, 1998-2010  
*Wirtschaftswoche*, 1998-2006
- (平成国際大学法学部教授)