

# 米国証券とユニバーサル・バンクの国際競争

保坂 健志

昨年末にF R Bが銀行持株会社の証券業務に關する規制を緩和（非適格証券業務からの収入を全収入の二五％へ引き上げ）して以来、銀行による証券会社・投資顧問会社の買収が多数実現し、これに対応する形で、大手証券同士の合併も行われ、証券業界の再編が進行中である。（末尾「米国証券業界を巡る鳥瞰図」参照）

特に、九月二四日に発表されたスミス・バーニー（トラベラーズ・グループ傘下）とソロモン・ブラザース（ソロモン・インク）の合併により、株主資本ベースで見たランキングでは、合併

後の新会社（ソロモン・スミス・バーニー）が八九億ドルと、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターの二二八億ドルに次いで二位となるため、米国証券会社の上位二社は、いずれも合併会社という形になった。（表一）

証券レビュー四月号の「米国におけるM & Aと証券業界への影響」では、このような米国証券業界の再編進行に關して触れているが、その後急速に進行した業界再編の動向に鑑み、米国の証券会社の海外進出及び欧州金融機関（いわゆるユニバーサル・バンク）の米国証券市場への進出に代

証券会社名	(億ドル) 株主資本額	(億ドル) 株式時価総額	(人) 外務員数	
Morgan Stanley Dean Witter	128	329	9,634	合併会社
Salomon Smith Barney Holdings	89	550	11,518	合併会社
Merrill Lynch	73	237	14,800	
Goldman Sachs	58	N/A	350	未公開
Lehman Brothers	41	50	350	
Bear Sterns	36	51	871	
Paine Webber Group	18	40	6,100	
Donaldson Lufkin & Jenrette	18	39	350	

出所：Wall Street Journal 97/9/25

Salomon Smith Barney Holdingsの時価総額は、親会社のTravelers。

表される証券業務の国際化及びグローバル競争の進展を踏まえ、今回は米国の証券会社と欧州金融機関（ユニバーサル・バンク）の競争に焦点を当て、分析することとした。

## 一、歴史的経緯

### (1) 米国・英国と欧州大陸の相違

欧州には、米国のグラス・ステイティガル法に相当する銀行業務と証券業務を分離する法律がないため、銀行業務と証券業務の両方を行う金融機関（以下、ユニバーサル・バンクという）が欧州の金融システムにおいて伝統的に主流の地位を占め、英国を除き、証券業（ユニバーサル・バンキング業務から独立した証券業務という意味）は特別大きな発達を見なかった。

一方、対照的に米国と英国が共に活発な証券業

務を長い間展開してきたことはよく指摘される。米国では、形骸化しつつあるとは言え、長年にわたりグラス・ステイガル法により証券業務と銀行業務の兼営が禁止されており、ユニバーサル・バンクは法律上存在しないこととなっている。また、英国では、一九八六年のビッグバンにより、証券取引所の会員規則が変更され、従来の単一資格制度の廃止、証券業者によるジョバー（いわゆるマーケット・メーカー）とブローカーの兼営、さらには、マーチャント・バンキング業務も行うことができるようになった。また、伝統的に証券業者の資本力が商業銀行よりも弱小であることから、海外の証券業者との対抗上、商業銀行による証券業者の買収も承認された。したがって、英国においてはユニバーサル・バンク業務が可能となっている。

このように、銀行と証券会社の兼営を禁じる米国のFRBによる決定が下され、米国銀行と外国銀行に初めて米国での証券業務を行うきっかけが与えられた。

だが、銀行本体、または、銀行の直接の子会社で証券の引受やディーリング（非適格証券業務）を行うことはリスクが高すぎるとの判断から、銀行の経営に与える影響と顧客との利益相反などを考慮し、預金保険の対象外であるセクション二〇子会社においてのみ、非適格証券業務からの収入を全収入の一〇%以内とするという制約の下に認められており、その結果、銀行持株会社が従事できる証券業務の範囲は非常に限定的なものに留められたため、この規制緩和がもたらした効果は、当初は限定的なものに過ぎなかった。さらに、適格証券業務として米国政府証券の引受とディーリングを大規模に行っていた大手の銀行だけが、非適格証券業務を営むに十分な適格証券業務からの

国のグラス・ステイガル法に相当する法律が無い欧州において、英国とそれ以外の国で証券業務の発達の程度が大きく違っていることから、グラス・ステイガル法の有無自体が証券業務の発達に影響したと考えることは、適切ではないであろう。十九世紀半ばから米国と英国に浸透していた自由貿易主義の強い影響、競争の重要性に対する社会的認識、活発な企業家精神、積極的なリスク志向、規模は小さくとも独立したビジネスを生み出す社会風土など、しばしば証券業務の発達は、欧州大陸との文化、法制度の違いを用いて論じられることが多い。

## (2) 米国銀行持株会社の規制緩和

一九八七年に、銀行持株会社(BHC: Bank Holding Companies)に一定の制限内で証券引受及び株式・債券業務を行う会社を認めるとい

収入を得ていたため、中小の銀行は非適格証券業務を十分に行うことができず、実質的には、大手の銀行のみが証券業務を行うということになったのである。<sup>(注1)</sup>

その結果、多くの米国の銀行と外国銀行がセクション二〇子会社を設立したにも関わらず、非常に少数の持株会社だけしか、証券市場でのプレゼンスを持つことができなかった。さらに、米国の証券会社がその収入のうち、二五%以上を非適格証券業務で得ていた一方で、米国の銀行持株会社、または、外国銀行による証券会社の合併は非常に希であったため、大多数の銀行持株会社と外国銀行にとって、証券業務への進出は困難であった。<sup>(注2)</sup>

しかし、九六年のFRBによるセクション二〇子会社の非適格証券に関する収入枠の引き上げは、米国の銀行持株会社と外国銀行が米国の証券

会社を買収することをかなり現実的なものとした。また、九七年八月、FRBは、米国の銀行持株会社と外国銀行による証券会社の買収、または、営業に伴う制約（銀行持株会社・セクション二〇子会社の資本規制、資金調達、開示、引受と信用供与に関する規制）を課していたファイア・ウォールの大半を廃止しており、バンカース・トラストによるアレックス・ブラウン（九七〇四、一七億ドル）、スイス銀行によるディロン・リード（九七〇五、六億ドル）、INGによるファーマン・セルズ（Furman Selz、九七〇八、六億ドル）の買収（表2）が実現している。

現在、米国へ進出を図る外国金融機関は、主として投資銀行業務と資産運用業務の拡充に注力していると言われている。上記の規制緩和は、米国の銀行持株会社と外国銀行が、米国における主たる証券業務のプレーヤーになる可能性、及び、グ

ローバルな意味での米国証券会社との競争相手になる可能性を高めたものと思われる。

（注1） これらの子会社は、グラス・ステイガル法第二〇条において承認されているため、「セクション二〇子会社」と呼ばれる。同法第二〇条において、銀行は証券の引受とディーリングを、主として、行わない会社と資本関係を持つことが許されている。当時、FRBは同法において、引受とディーリングが禁止されている「証券」とは、債券とエクイティであると判断し、これは現在「非適格証券（ineligible securities）」として、知られている。一方、米国政府証券や地方債は、従来から銀行による引受とディーリングが禁じられていたわけではないので、これは「適格証券（eligible securities）」として知られている。この結果FRBは、非適格証券からの収入が全収入の一〇%を超えた場合、引受とディーリングを、主として、行っていると定義した。なお、さらに、九六年にはこの制限が一〇%から二五%に引き上げられたのである。

（注2） 国際銀行法（International Banking Act）により、米国外で設立された銀行は、それがあかとも米国の銀行持株会社であるかのように、米国で規制される。したがって、外国銀行も銀行持株会社同様、セクション二〇子会社を保有することは可能である。

表2 97年の銀行・保険による証券業者買収一覧（金額順）

銀行→証券			億ドル
発表日	買い手（銀行）	売り手（証券）	推定金額
1997/4/6	Bankers Trust	Alex Brown	16.4
1997/9/17	Fleet Financial Group	Quick & Reilly Group	16.0
1997/6/30	Nations Bank	Montgomery Securities	12.0
1997/7/30	J. P. Morgan	America Century (45%取得)	9.0
1997/5/15	SBC	Dillon Read	6.0
1997/6/9	Bank America	Robertson Stephens	5.4
1997/7/22	Canadian Imperial Bank of Commerce	Oppeinheimer	5.2
1997/8/28	ING Barings	Furman Selz	5.0
1997/8/20	First Union	Wheat First Butcher Singer	4.8
1997/8/25	Mellon Bank	Pacific Brokerage Services	1.4
保険→証券			億ドル
発表日	買い手（保険）	売り手（証券）	推定金額
1997/5/29	Zurich Group	Scudder Stevens & Clark	16.7

## 二、米国の証券会社の欧州における競争

### (1) グローバル展開の意義

「証券会社が生き残るためには、グローバル展開が必須の条件である」と言い切れることは、必ずしも妥当ではないかもしれないが、「証券をグローバルに販売・提供できる証券会社のみが顧客の信頼を勝ち得て、デリバティブ、民営化、M&A、証券公募、私募証券販売、企業金融などの高度な証券取引を提供できるという時代が近い将来に到来する」という命題には、大多数の者が賛同することではないだろうか。非常に多くの証券業界の関係者が、今後のグローバルに生き残る金融機関は、いくつかのニッチ・プレーヤーを除けば、せいぜい数社であり、メリル・リンチ、モル

ガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、ゴールドマン・サックスはほぼ当確であるが、残りを米国証券と欧州のユニバーサル・バンクが争うという構図を指摘している。この仮説が正しいと仮定すれば、現在多くの証券会社・金融機関がグローバルな証券会社になるために競争していることの重要性が納得できるであろう。

高度な非伝統的金融取引へ参加することは、高度なノウハウが必要であるため、その業務の利益率は高い傾向にあり、リスク管理を徹底することで、証券会社の在庫リスクを低減し、また、自己資本も投下せずに手数料収入（例えば、advisory feeなど）を得るという収益機会を獲得でき、その結果、高い自己資本利益率（ROE）を享受できるのである。また、顧客である投資家自身の国際化（証券会社の顧客が当該証券会社にとって海外に存在すること、及び、国際分散投資の進展か

ら、投資家の求める商品が海外商品となるウエイトが高まること、の二つの意味）が急速に進展した場合、顧客を獲得する機会が増大したり、国際拠点間の連携に伴うシナジー効果、収益源の多角化によるリスク分散効果の実現など、得られる効果は、少なくとも理論的には、大きなものと考えられる。

## (2) 米国証券会社による欧州での業務概況

米国証券会社が欧州でどのような業績を挙げているかを見るために、アニュアル・レポートから該当部分を抄訳した。

### ① モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター

モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、アニュアル・レポートにおいて、地域別（米州、欧州、アジア）の総収益（Total

revenue）<sup>1)</sup> 純収益（net revenue）<sup>2)</sup> 税引前利

益（income before tax）及び識別可能資産

（identifiable assets）を開示している。<sup>（注3）</sup> 会社

の業務が国際的に統合されており、地域毎に完結する業務だけではないことから、同社は開示された数字にさほどの重要性はないとしているが、一定の傾向を把握する手がかりにすることは可能であろう。

開示された数字を見る限り、欧州の比重はさして大きくないように見えるものの、米州での業務の拡大が非常に大きいため、むしろ欧州で一定の水準を維持していることは大いに評価されるべきであろう。欧州からの収益（total revenue, net revenue）は全体の二〇%〜三〇%を維持しており、その大半はユーロ債の引受業務によるものと考えられる。

### ② メリル・リンチ

メリル・リンチの欧州での展開については、同社のアニュアル・レポートによれば、九五年の Smith New Court、96年の FG Inversions（スペイン最大のブローカー）、Carregie Italia（イタリアの株式リサーチ・セーリス会社）などの買収を通じて拡大したと説明されている。なお、モルガン・スタンレー同様、メリルの欧州からの収益の大半はユーロ債の引受業務によるものと考えられる。

（注3）米国の会計基準であるFAS14において、当該企業の海外収益が連結収益の一〇%以上を占める場合、または、海外事業における識別可能資産が連結貸借対照表の一〇%以上を占める場合、当該企業の国内事業と海外事業による収益、営業損益、識別可能資産を地位別に開示することとなっている。なお、識別可能資産（identifiable assets）とは、当該事業セグメントにおいて使用される有形・無形資産であり、合理的な基準により、各セグメントに配分されることを求められている。

## (3) 米国の証券会社の欧州での競争

## ① 欧州の大型M&amp;A案件獲得

最近の米国証券の欧州展開を見ると、米国の証券会社が欧州の大手金融機関の顧客と活発に取引を行い、欧州の主要プレーヤーになっている状況が垣間見られる。例えば、九六年一二月に Ciba Geigy と Sandos というスイスの二大製薬会社の合併 (The Star-Ledger 紙 九六/二二/一八 推定合併金額二七〇億ドル、新会社名 Novartis、利益三〇億ドル、売上二二〇億ドル)、英国の Glaxo Wellcome に次ぐ世界第二位の規模) があったが、J.P. モルガンは Ciba Geigy、モルガン・スタンレーは Sandos というように、それぞれ別々に、これらの会社のアドバイザーに指名されている。

Ciba Geigy と Sandos の両社とも、スイスの大手投資銀行であるスイス・バンク、UBS、は、グローバルな投資銀行業務と証券業務に多大な投資を行っているドイツ・モルガン・グレンフェル (ドイツ銀行) やドレスナー・クラインフォート・ベンソン (ドレスナー銀行) だけではなく、やはり米国大手投資銀行であるゴールドマン・サックスも買収資金一三六億マルクの資金調達アドバイザーとして指名されている。(Euroweek 誌 九七/三/一一)

さらに、最近の米国でのM&Aの隆盛に連動する形で、欧州での大型合併が続出しており、欧州企業をターゲットとしたM&A金額ランキング(一〇月一〇日現在、出所: IFR Securities Data, Wall Street Journal 九七/一〇/一四) によれば、モルガン・スタンレーが一位(五九一億ドル)、ゴールドマン・サックス四位(四六四億ドル)、J.P. モルガン五位(三八〇億ドル)と、SBC Warburg 三位(五

及び、クレディ・スイスと歴史的に関係が非常に深いのであるが、両社は米国証券市場の主要プレーヤーのアドバイスを取って求めていたため、米国の銀行であるJ.P. モルガンと大手投資銀行のモルガン・スタンレーをアドバイザーとして指名したと見られる。<sup>(注4)</sup>

(注4) J.P. モルガンは、厳密には証券会社に該当しないが、リスク管理や高度な証券業務、リスクの高い証券の引受などに定評があるため、実質的には証券会社と同等の認識を受けている面がある。なお、J.P. モルガンのような米国の銀行が米国証券市場の主要プレーヤーになれたことは特筆すべきことである。

Securities Data 社の調査によれば、J.P. モルガンは、九七年上期の世界のドルベース取引のアドバイザー・ランキングにおいて、金額ベースで九位、件数ベースで四位に、米国内の取引に限定すれば、金額ベースで二位、件数ベースで九位にランクされている。

同様に、九七年三月には、ドイツの Krupp-Hoesch グループ (大手製鉄会社) が Thyssen A.G. Krupp に敵対買収を仕掛けた時に

六六億ドル)、UBS 六位(二二七億ドル)、ドイツ・モルガン・グレンフェル八位(二五二億ドル)という欧州勢を凌駕している。M&Aは株式市場の動向、金利動向など各種の要因に左右される部分が多いものの、米国で進行する企業の効率化、戦略的M&Aに対抗する形で欧州に大型M&Aが発生していると考えられることでもできるため、この傾向が今後も継続するとすれば、今後も米国証券主導のM&Aが見られると思われる。

なお、欧州の企業がこのような取引において、米国の証券会社にサービスを求めているのは、下記の理由があると思われる。

(a) 米国証券会社は、米国において非常に厳しい環境で競争しており、競争を勝ち抜くための新商品開発力(具体的には、証券化、デリバティブ、クレジット・リスク、その他などの

近年米国で開発されている金融技術を指す。)とマーケティング戦略に長けていると言える。このような特質は、米国証券会社が欧州においても有利な競争条件を得られる原因となっていると考えられる。

(b)米国の証券会社は、従来から米国の顧客に対して、ユーロ市場でドル商品の提供を行ってきたという経緯がある。ユーロ市場の自由度の高さとこのような営業展開は、米国証券会社に国際的なクロス・ボーダー業務に熟達する機会を与え、欧州の市場が米国証券会社を受け入れ始めた段階で、市場への浸透がかなり可能になっていたと言える。一方、欧州のユニバーサル・バンクは、米国での規制の存在により、米国証券市場の活況が鮮明になった九〇年代半ばになって、ようやく米国証券市場への本格的進出が実現したという点で相

違している。

(c)欧州の比較的緩い規制は、欧州での米国証券会社の成功を促進したであろうが、それが唯一の理由ではないであろう。欧州の企業とユニバーサル・バンクの長期的な関係は、単純なM&Aのような業務で米国の証券会社をアドバイザーに指名するほど、浅いものではないが、進行する資本市場のグローバル競争などから、今後の欧州の投資会社や保険会社などの機関投資家は、伝統的な証券業務よりも、よりリスクの高い金融サービスを必要としてきており、その結果、欧州のユニバーサル・バンクが提供するサービスよりも、米国証券会社の積極的なサービスを必要とし始めていると考えられることができる。

(d)英国のマーチャント・バンクを除く欧州のユニバーサル・バンクは、さほど大きなリスク

(自己資本を投入するなど)を取りたがらない傾向が見られるが、米国の証券会社はそのような業務に比較優位を持っている。上記のKrupp-Hoeschグループで言えば、ゴルドマン・サックスは、Krupp-Hoeschグループの現金による買収提案を援助するために、30億ドルの融資(ブリッジ・ローン)を行っている。

## ② 欧州の大型IPO案件の獲得

米国株式市場の活況と欧州における民営化の進展から、96年は欧州企業のIPOの幹事を米国証券会社が勤めるケースが見られた。従来からゴルドマンはIPOに強みを持っているが、九六年のIPO金額で最大の案件であったDeutsche Telekom (九六/一一、一一三億ドル)及び四番目のNew Holland N.V. (九六/一一/一、一〇億ドル)の幹事となった。

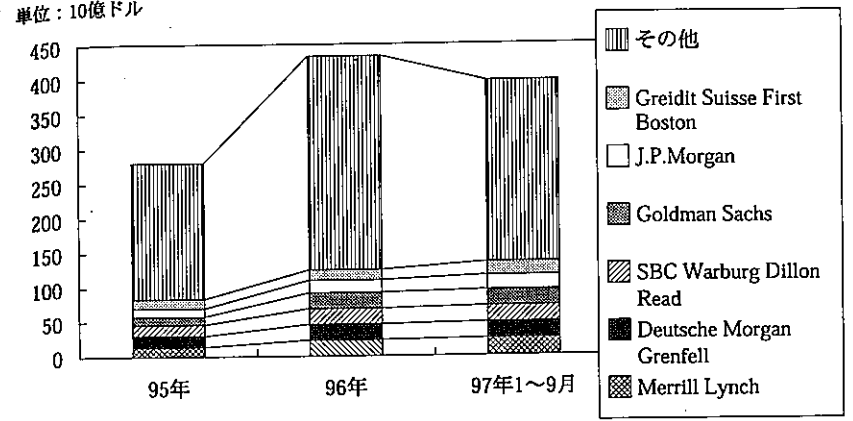
(Investment Dealers' Digest 九七/一/一三号)

以上①、②に見るように、米国の証券会社は、既に欧州証券市場へのかなりのアクセスを持っており、自己資本を投入するというようなリスクを取ること、新商品開発力やマーケティング手法における経験を十分に持ち合わせており、それを十分に活用することにより、欧州においても十分にユニバーサル・バンクと競争できるのである。

## ③ 英国銀行の証券子会社の一部撤退

一方、ビッグバンにより、証券業務に参入した英国商業銀行の証券子会社(投資銀行)も最近の競争激化を受け、一部その戦略の見直しを迫られている様子が伝えられている。例えば、今年8月のナットウエスト銀行の証券子会社NatWest Marketsの業務縮小(Investment Dealers' Digest 九七/八/四号)、一〇月の

表3 ユーロボンド引受ランク



(注) メリル、ゴールドマン、J.P. モルガンが欧州勢とはほぼ同様のシェアを持っていることが分かる。(出所：Investment Dealers' Digest 97/1/13、97/10/6号)

パークレーズ銀行の証券子会社(BZW証券)の売却検討(九七/一〇/六 Wall Street Journal)などがその典型であり、国際的投資銀行業務を目指した両行とも、採算の悪化が伝えられている。この理由は、デリバティブなどの内部管理の問題もあると言われているもの、米国証券との競争によるものもあると思われる。

三、ユニバーサル・バンクの米国における競争

ユニバーサル・バンクは、米国証券会社の買収と人材獲得により投資銀行業務及び資産運用業務を拡充しようとしているが、米国での成功のためにはいくつかの条件があると考えられる。その条件と今後の問題点を、以下において検討してみたい。

(1) これまでの経緯

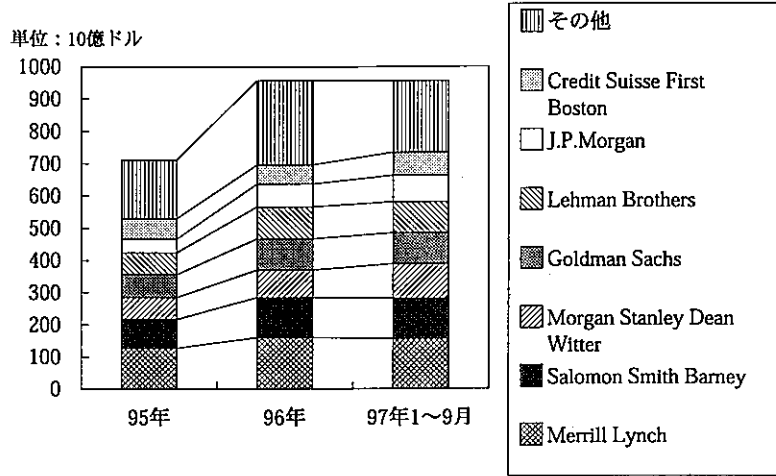
グラス・ステイーガル法と国際銀行法(International Banking Act)により、非適格証券業務からの収入が制約されているとは言え、欧州をはじめとする銀行(主としてユニバーサル・バンク)は、非適格証券業務を行わない証券会社であれば簡単に設立することが可能であった。しかし、ユニバーサル・バンクは米国証券会社を買収することができず、また、米国証券会社の優秀な社員を雇用することも事実上困難であったため、FRBがセクション20子会社を承認して以来、かなりの努力を行ってきたが、米国での証券業の本格的な展開は、非常に限定的なものに留まっていた。しかし、ようやく九六年にセクション20子会社の収入制限が緩和(一〇%から二五%へ)され、ユニバーサル・バンクは米国の証券市場の主要プレーヤーになるチャンスを得たと言えよ

う。

なお、七八年に国際銀行法が施行されるまでに、ドイツ銀行、UBSなど外国銀行一六行は、米国での証券業務を開始していた。この業務活動は、同法の既得権益として免除(Grandfather)され、これらの証券業務は、新規業務への進出は禁じられたものの、その証券子会社によって従来通りの営業に限り、業務を継続することを認められた。しかし、米国証券市場は常に発達を続けているため、この免除規定の恩恵は時間の経過とともに、その価値を失っていった。例えば、九五年にドイツ銀行は、この既得権益を受けた証券会社をセクション20子会社に併合した。<sup>(注5)</sup>

(注5) 上院銀行委員会のダマト議長は、スイスをはじめとする外国銀行が米国において証券引受などの非銀行業務を行うことを認めている国際銀行法の改正を求めており、これが実現すれば、外国銀行の米国内での証券業務に影響が及ぶ可能性がある。(九七/七/三一 New York Times)

表4 米国内引受ランク (主幹事ベース)



(注) クレディ・スイス・ファースト・ボストンのみが上位にランクされ、欧州勢が大きな実績を挙げていることがわかる。(出所: Investment Dealers' Digest 97/1/13, 97/10/6号)

買収による方法の二つがあると言われている。ユニバーサル・バンクが米国証券市場に参入するケースは、米国市場の動きが非常に速く、特に、現在活況を呈しているM&A等に見られる投資銀行業務と資産運用業務の基盤構築のためには、早期参入を優先する必要があると考えられる。この方向性の下で、欧州のユニバーサル・バンクはいくつか異なる戦略を展開した。例えば、スイス銀行がディロン・リードとS.G.ウォーバークを、英国のナット・ウエスト銀行がグリニッジ・キャピタルとGlencorを、ドイツ銀行がモルガン・グレンフェルを、INGがファーマン・セルスを、ドレスナー銀行がクラインウォート・ペンソンとRCM Capital Managementを合併したように、英国または米国の既存の証券会社を買収し、営業拠点とした。

一方、スイスのUBSやドイツ銀行は、米国証

(2) ユニバーサル・バンクの米国での競争  
ユニバーサル・バンクが米国でどのような業績を挙げているかを見るために、アニュアル・レポート及び各種報道から主要なものを抄訳した。

①ドイツ・モルガン・グレンフェル

同社は、八月現在三つのIPO主幹事(九七/五/一五のインターネット書店で有名なアマゾン社を含む)など八億ドルの実績があるものの、米国での株式引受は二九位に留まっております、昨年の二五位から後退した。昨年来、積極的なヘッドハントを展開しているものの、大きな実績には至っていないようであり、同社の戦略の有効性を疑問視する向きもある。(IDD誌九七/八/一八)

なお、ドイツ銀行の連結アニュアル・レポートによれば、ドイツ・モルガン・グレンフェルだけの財務情報は開示されていないが、同行グ

ループ全体の地域別データ(総資産、経常利益)をみると欧州中心の構造が明らかである。

②スイス銀行グループ

同行の地域別データは、連結ベース資産のみしか開示されていないので、収益動向は不明であるが、北米の比重が約二〇%とドイツ銀行グループの約一五%より高いことが特筆される。

③UBSグループ(Union Bank of Switzerland)

同行のアニュアル・レポートにも、特段の開示がないが、地域別連結総資産では、北米の比重が二〇%を若干上まわっている。

(3) ユニバーサル・バンクの戦略と予想される課題・問題点

一般に、企業が新規産業、または、新規市場に参入する場合、独力で営業基盤を構築する方法と



券会社の著名な人材をヘッドハントして、雇用する動きに出た。例えば、ヘッドハントの条件が非常に破格であることから、経済誌 Fortune (九六/九/三〇号) では以下のように述べられている。

「欧州のユニバーサル・バンクが米国証券業界進出を目的に、ウォール街のトップ人材を破格の条件で次々とヘッドハントしている。三〇歳から四五歳までの非常に優秀な人材は、ウォール街では一百万ドル弱から二百万ドルの報酬を得ていることが多いが、移籍後は二〜三年間の雇用と報酬の保証、ほとんどが現金での支払い、ビジネスで得られた収益の一定割合も特別賞与として支給し、新しい報酬はほぼ倍になる。米国証券会社は、報酬の一部がストック・オプション(現金化するのに数年が必要)であるので、現金での倍額の支給は非常に魅力的な条件である。ドイツ銀

られており、この実績がそのまま買収を行ったユニバーサル・バンクのものとなるのである。

これらの戦略が成功するかどうかについて、現段階で予測することは非常に困難であるが、重要なポイントは、ユニバーサル・バンクが買収した非常に高額な米国証券会社と、雇用了た著しく高額な人材の件費に見合う収益が継続的に得られるかどうかであろう。米国においては、優秀な人材は、自らが働きやすい環境と満足する報酬を求め、会社間を渡り歩くことが非常に一般的であるため、これに対応した報酬形態であるストック・オプションが長期の会社存続のインセンティブとして米国において定着した。ユニバーサル・バンクがヘッドハントのために、高額の報酬の現金払いを提示したことは、獲得した人材が流出する可能性があるという懸念もはらんでいるため、米国における証券業務が成功するカギは、優秀な人材

行、UBS、Nat West、その他の欧州銀行は、ほぼ同様に、活発なスカウト攻勢に出ている。昨年は、INGベアリングスのラテン株式のトレーダー、セールスマン、アナリストが揃ってドイツ銀行に移籍した。少数のスター・プレーヤーが移籍する際に、チームごと移籍するケースもあり、一気に戦力を拡充することが可能である。」

さらに、ドイツ銀行はスイス銀行がディロン・リードを買収した時に支払った金額以上のものを、人件費として支払っているという報道もある。

これらの買収は、買収先の証券会社のプレゼンスを買い取ったというだけの理由で、ユニバーサル・バンクに証券業務での実績を加えたという面がある。例えば、九七年の第一四半期において、ディロン・リードは米国のM&Aランキングにおいて七位に、ファーマン・セルスは八位にランク

を如何に確保し、かつ、活用するかであると思われる。

さらに、このように銀行に買収された証券会社にとって、従来までの環境が変わってしまうことのひとつの問題は、買収元の外国銀行が米国の銀行法に準じなければならないことであろう。セクション二〇子会社の収入制限の引き上げに代表される規制緩和にも関わらず、グラス・ステイガール法と国際銀行法は依然として存在しており、特に、国際銀行法に関しては、米国の銀行持株会社と同等の規制を外国銀行に課している。このような規制の存在が米国におけるセクション二〇子会社の営業の柔軟性に対する影響は、否定できないであろう。

米国の銀行法が上記のような制約を課しているものの、前述の「モルガン」のように、米国証券業界で大きな成功を収めている銀行が現実に存

在しているという事実から、銀行（米国銀行、外国銀行とも）が証券業務を拡充することが不可能ではないと言える反面、一般論としては、独立した米国の証券会社が依然として優位性を維持していると考えられることができる。

また、非常に競争的な米国証券市場において、欧州のユニバーサル・バンクが米国証券会社のよきな、柔軟で迅速な体質を構築できるかどうかも重要であろう。もし、それができなければ、一度獲得した高額な人材の流出を招くことになりかねない。

したがって、ユニバーサル・バンクは米国において買収と人材獲得を活発化させているが、まだ米国証券会社にとって驚異となる存在になるまでは至っていない。非常に競争的な米国証券市場において、ユニバーサル・バンクが十分な業務を展開するには、依然として課題が多いと言えよう。

（ほさか たけし・ニューヨーク事務所研究員）

米国証券会社を巡る鳥瞰図

