

## 米銀の投資銀行業務参入

山本 仁

### 一、はじめに

商業銀行の投資銀行業務参入が進んでいる。八〇年代から徐々に注力してきたJ. P. モルガンをはじめとして、投資銀行業務を成長分野と位置付ける大手銀行は多い。実際、引受ランキングやM & Aアドバイザー・ランキングでは、いくつかの銀行が大手証券と肩を並べるようになってい

る。また、一九九七年の証券業界はM & Aが相次いだ

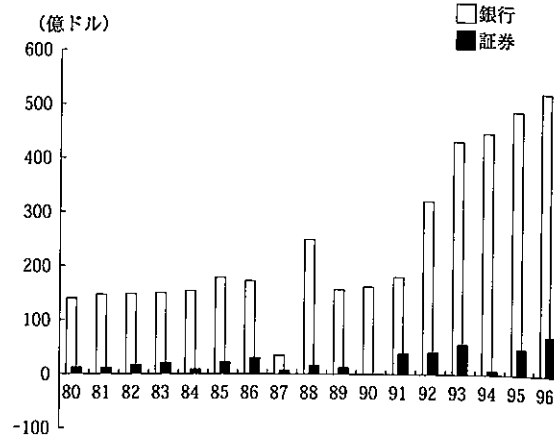
が、証券会社同士の合併だけではなく、銀行

による投資銀行買収が多かったのも一つの特徴である。

制度面でも進展がみられる。米国議会で審議中の金融制度改革法案は、成立の見込みが徐々に高まっている。三月一〇日には、共和党主導で下院商業委員会案と銀行委員会案の妥協が成立した。通貨監督庁(OC C)も、直接子会社方式での銀行による証券業務参入を昨年暮れに初めて認可した。FRBは既に、セクション二〇子会社の非適格証券業務からの収入制限を二五%に引き上げている。制度的な枠組みが整備されるにつれ、銀行

年	銀行	証券
80	140.9	12.22
81	146.89	11.58
82	148.26	16.39
83	149.89	20.65
84	153.79	8.68
85	178.02	22.36
86	172.02	29.76
87	34.29	6.80
88	248.43	16.45
89	156.11	12.16
90	161.36	-1.07
91	179.46	38.61
92	319.92	40.82
93	430.59	55.90
94	446.32	7.33
95	487.49	48.13
96	523.90	73.27

図1 税引後利益



資料) SIA, 1997 Securities Industry Fact Book, p. 32.

の投資銀行業務参入はさらに加速しそうである。

こうした過去二年來の動きを受け、大手格付け機関のムーディーズとスタンダード・プアーズ(S&P)が最近、レポートを出した。(1)ともに銀行による証券会社(特に投資銀行)の買収を論じているが、興味深いことに、両者は正反対の見方をしていいる。ムーディーズは、商業銀行・証券会社間のM&Aは、不得意業務の相互補完という戦略的メリットが大きいとして、肯定的な評価を与えている。一方S&Pは、既に競争が激しい投資銀行ビジネスに、潤沢な商業銀行資本が投入されると、「over-capacity」になってしまう、と過熱化を懸念している。(2)

このレポートは、銀行による投資銀行業務参入をさらに詳しく考察するが、その様子はやや過熱気味、という見方を支持するものである。以下、まず銀行と証券会社の規模・収益率を大まかに比

較し、銀行にとって投資銀行業務が魅力的に映る理由を説明する。次に銀行による実際の参入戦略を検証し、(1)自前で投資銀行業務を確立、(2)買収、のいずれの方法でも困難が大きいことを示す。さらに投資銀行業務の実際に触れ、債券引受などの分野で、激しい競争によりビジネス妙味が薄れつつあることを指摘する。最後に、「仮に金融制度改革法案の成立などがあっても、参入が一気に進むことはないのでは」という見通しを提示する。

### 二、銀行と証券会社の比較

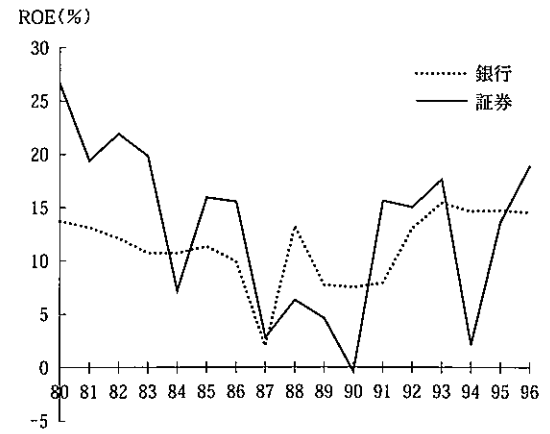
銀行と証券会社の大きな違いとして、規模・資本力が挙げられる。端的に言って、銀行の方が圧倒的に大きい。確かに、個別の株式時価総額では、大手商銀に伍す証券会社が現れている。例え

ば、チェース・マンハッタンの五三二億ドル、シティコープの六〇一億ドルに対し、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは四一五億ドルである。(3)だが大手商銀の規模にマッチする証券会社の数は少なく、業界全体では、その差はまだまだかなりある。税引後の利益額で見れば、両者の違いは歴然としている。(図1を参照)

図から明らかのように、銀行業は、依然として十分儲かる商売である。実際、銀行はいま、資金が非常に豊富である。一九九〇年代初頭の不況から急速に立ち直り、自己資本は十分すぎる水準に達したとよく指摘される。過剰気味とさえ言われる。(4)

一方、ROEでみた収益率は、銀行と比べ証券会社の方が高い。八〇年から九六年の平均ROE(税引後)は、銀行の一・二九%に対し、証券会社は一三・〇八%である。但し、証券会社のR

図2 ROE(税引後)の比較



資料) SIA, Fact Book, p. 32.

OEは年によって振れが大きい(σ=17.8四)。銀行のROEが比較的安定しているのと対照的である(σ=3.4八)。(図2を参照)

三、銀行が投資銀行業務に参入する理由

資金の豊富さと相対的な収益率の低さは、銀行による証券業務参入の背景にある。しかしこれだけでは十分に動機を説明できない。別にもっと大きな理由があると思われる。それは、「伝統的な銀行業務だけではジリ貧になってしまおう」という銀行経営者の危機感ではないだろうか。

個人金融資産は銀行預金から株式やその関連商品に大きくシフトしつつある。また企業も銀行借入れよりも資本市場からの資金調達に重きを置く。一九八三年から一九九三年までの一〇年間で、新規ローンが年率で一〇程度伸びてあった

のに対し、CP発行は一二%、社債発行は二三%伸びている。要するに、現在は銀行業務のパイは大きい(3)が、今後これ以上大きくならないのでは、ということである。逆に証券業務のパイはさらに大きくなりそうである。

証券業務の中で、特に投資銀行業務は、ある意味で銀行業務の延長線上にあり、比較的やりやすいと思われる。例えば、クレジット評価など、融資の際の手法は、引受業務(特に債券)に十分応用可能である。また、商業銀行の資産であるローン(貸出債権)そのものが、証券化の対象たりうるし、実際にローンの証券化はかなり進んでいる。そこで次の二節では、銀行による投資銀行業務参入の実際に触れる。まずは、自前で投資銀行業務の確立を目指したケースである。

#### 四、自前で投資銀行業務を確立

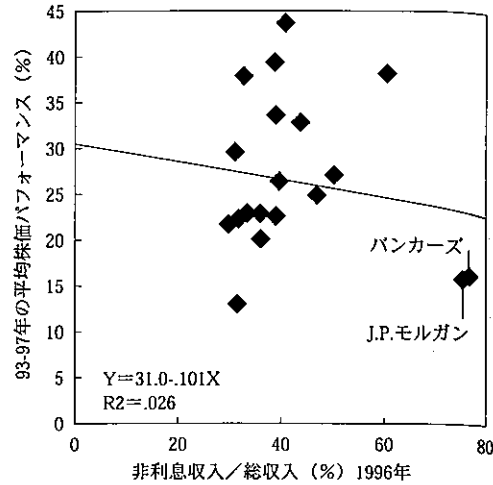
(J.P. モルガン、バンカーズ・トラスト)

J. P. モルガンは一九八〇年代から、商業銀行から投資銀行への変身をアグレッシブに進めている。一九八〇年当時、利息以外の収入は全体の一〇%強に過ぎなかったが、一九九〇年には六〇%を上回った。他の大手商業銀行とは一線を画した大胆な戦略であり、メリル・リンチやモルガン・スタンレーなどの有力投資銀行をライバルと目してきた。

だが、投資銀行業務の急激な拡大は、支出の急増を意味する。ワナー会長が全社員に宛てた最近の手紙の中で自ら認めるように、過去四年のうち三年は、支出の伸びが収入の伸びを上回っている。実際、一九九七年の引受部門は成果が芳しくない。主幹事ベースの引受金額ランキングでは、

	非利息収入 /総収入 (%)	平均株価 リターン
Chase Manhattan	50.2	27.1
Citicorp	40.8	43.7
BankAmerica	38.7	39.4
J. P. Morgan	75.2	15.8
NationsBank	38.9	22.6
First Union	33.4	22.9
Bankers Trust	76.5	16.2
Wells Fargo	32.7	37.9
First Chicago	46.9	24.9
Banc One	31.5	13.0
Fleet Financial	39.0	22.6
Norwest	43.7	32.8
PNC Bank	36.0	20.1
KeyCorp	29.7	21.7
Bank of Boston	38.9	33.6
Bank of New York	60.5	38.2
SunTrust	31.0	29.6
Republic New York	31.7	22.3
National City	39.6	26.4
Wachovia	35.9	22.9
平均	42.5	26.7
標準偏差	13.6	8.5

図3 非利息収入の割合と株価リターン



資料) 非利息収入: American Banker, Ranking the Banks-Statistical Review Update 1997, p. 36.  
 株価パフォーマンス: "Shareholder Scoreboard" The Wall Street Journal, February 26, 1998.

J. P. モルガンは一〇四億ドル、シェア八・一％で第六位である。<sup>10)</sup> しかしながら、引受手数料ランキングでは、三・一億ドルでシェア三・七％にとどまり、第八位に下がってしまった。<sup>11)</sup> 引受金額の割には儲かっていないわけで、マージンの厚い株式(特にIPO)やジャンク債をあまり手がけていないことが見てとれる。これは同行の顧客構成に理由がありそうである。

J. P. モルガンは従来、ブルーチップ(優良企業)を主な顧客層としてきたが、投資銀行業務ではこれが往々にして仇となる。すなわち、優良企業には株式発行のニーズが少なく、近年は逆に自社株の買入れ償却が盛んである。従って株式引受部門の充実が既存顧客との新たなビジネス構築にはあまり結びつかない。<sup>12)</sup> 同じことは債券についても言える。優良企業の発行する証券はマージンが薄く、ジャンク債と比べた時の妙味のなさは否

めない。<sup>13)</sup>

バンカーズ・トラストも、自前で投資銀行業務の確立を目指してきた。株式市場などでの分類は、いまだ商業銀行だが、実態はJ. P. モルガンと同様、ほとんど投資銀行である。一九九〇年代に入って特にデリバティブ業務に注力、大きな利益を上げた。しかし金利が急上昇した一九九四年は大幅減益を蒙っている。<sup>14)</sup> なお、バンカーズは一九九七年にアレックス・ブラウン証券を買収し、自前での証券業務確立プラス既存証券会社の買収と、方針を転換した。これについては後述する。

両行の戦略は、これまでのところマーケットの評価につながっていない。例えば、非利息収入が高いほど伝統的な銀行業務からの離脱が進んでいるとすれば、大手米銀二〇行(一九九六年末の資産規模ベース)のうち、両行の変容ぶりは際立っている。非利息収入の総収入に占める割合(九六

年)は、二〇行平均で四一・五％(σ二・三・六)だが、J. P. モルガンは七五・二％、バンカーズは七六・五％である。しかし過去五年間の平均株価リターン(複利ベース、配当の再投資分を考慮)で見ると、二〇行平均の二六・七％(σ二・八・五)に対し、J. P. モルガンは一五・八％、バンカーズは一六・二％と、それぞれ下から二、三番めである。(図3を参照)

もっとも、両行の例だけで「非利息収入が多いほど株価リターンが低い」と一般化するのには誤りである。実際のところ、二〇行のデータ分析では、二変数に相関はない(R二〇・〇二八)。例えば、バンク・オブ・ニューヨークは非利息収入の割合が高く(六〇・二％)、かつ、株価リターン(二八・二％)が平均を大きく上回っている。同銀行は、証券管理・売買処理業務に比重を移し、大きな利益を上げている。一九九八年は、こ

の業務からの収入が総収入の四〇%に達する見込みである。<sup>(15)</sup> ニッチ業務に特化して大成功を収めたよい例で、競争の激しい投資銀行業務で苦戦する J. P. モルガンやバンカースとは対照的である。

### 五、既存の証券会社を買収

投資銀行業務に参入するもう一つの道は、証券会社の買収である。証券会社は一部の大手を除けば、商業銀行よりも規模がはるかに小さい。また買収すれば、自前で築き上げる場合と違い、一気に投資銀行業務に進出できる。こうしたことから、銀行にとって買収という選択肢は魅力的である。先に触れたFRBによるセクション二〇子会社の収入制限緩和もあり、昨年は商業銀行による中堅投資銀行の買収が相次いだ。主要な案件は表

買収側 (銀行)	被買収企業 (投資銀行)
バンク・オブ・アメリカ カネゴン銀行	アレックス・ブラウン ロバートソン・ステューブンス モンゴメリ

の通りである。

これらの三社は、ハイテクやヘルスケアなどの成長分野に特化し、主にIPOを手がけるシリコンバレーの投資銀行である。<sup>(16)</sup> こうしたM&Aのメリットとして、クロス・セリングによる相乗効果がよく指摘される。また買収された投資銀行からすれば、商業銀行の潤沢な資金へのアクセス、という利点も生まれる。<sup>(17)</sup>

#### 高額買収への疑問

だが買収には問題点も多い。一つには、いずれの銀行も、被買収企業の帳簿価格(資産から負債を引いたもの)をはるかに上回る金額を支払っていることが挙げられる。例え

ば、アレックス・ブラウンの買収価格は簿価の約二・八倍<sup>(18)</sup>、ロバートソン・ステューブンスは五倍である。<sup>(19)</sup> 投資銀行が魅力的とは言え、果たして高いプレミアム(買収価格が簿価を上回る部分)を支払う価値があるのか、疑問である。

企業のM&Aを研究するニューヨーク大学のマーク・サイロワーは、「シナジীরわな」と題した近著で、買収時のプレミアムの払い過ぎに警鐘を鳴らしている。<sup>(20)</sup> 彼によれば、プレミアムは潜在的な価値を表すものでも何でもなく、買収後のシナジীর(相乗)効果とは全く無関係である。プレミアムは逆に企業の価値を減ずるものであり、具体的には、キャッシュによる買収だと、そのまま買収企業の株主利益減殺(=被買収企業の株主への利益移転)を意味する。なお株式交換では、被買収企業の株主と減殺分を分け合うことになるが、株主利益が減ることに変わりはない。<sup>(21)</sup>

もちろん、企業は何も考えずに高いプレミアムを払っているわけではない。例えば、他のM&Aが高価格で成立しているときに、プレミアムなしの買収はほぼ不可能であろう。<sup>(22)</sup> だがサイロワーによれば、高いプレミアムを支払った場合、その分を上乗せした利益成長を要求されることになる。<sup>(23)</sup> また、シナジীর効果の現出が遅れるにつれ、プレミアム損失の回復が加速度的に困難になる。<sup>(24)</sup> つまり、企業は買収直後から相乗効果による成長率の上乗せを求められるのであり、「買収の効果は一〇年先に出る」などと悠長なことは言えないのである。

もっとも、サイロワーのM&A分析は、被買収企業が比較的大きい場合に限定している。即ち、被買収企業が買収企業の一〇%以上のケースである。従って彼の分析は、巨大な商業銀行が小さな証券会社を買収するケースには、そのまま適用で

きない。「巨額のプレミアムはコスト・パフォーマンスを無視している」のはその通りだが、大銀行には徹々たる金額に過ぎまい。実際、被買収企業が相対的に小規模であれば、失敗の確率が減少する、とした研究もある。<sup>(25)</sup> ただ一般論として、「高い買ひ物は株主利益に反する」という彼の結論は非常に明快である。

#### 報酬体系・カルチャーの違い

商業銀行と証券会社の統合が難しい大きな理由の一つに、両者の給与体系の違いがある。ウォール街情報を集める“Wall Street Letter”は、バンカーズ・トラストに昨年買収されたアレックス・ブラウン証券のブローカーが、銀行の保守的な給与体系を嫌って他社に移ったと報じている。<sup>(26)</sup> 米国の証券会社では、実績に応じて給与がかなり弾力的に上下するが、商業銀行の給与は保守的な

より弾力的な給与体系をとる他の証券会社に移ることも十分あるだろう。

商業銀行・証券会社間の異業種合併は別の問題も引き起こす。証券会社はコーポレート・ファイナンスやM&A等に関して顧客にアドバイスするが、その中には商業銀行も含まれる。複数の商業銀行を顧客に持つ証券会社がある銀行に買収されれば、他銀行との関係が複雑になるのは容易に想像がつく。例えばモンゴメリー証券は、ウエルズ・ファーゴ、NBDバンコープ、バンカメリカ等の有力商

買収会社/非買収会社	買収価格	「つなぎ止め料」
バンカーズ/アレックス・ブラウン	1700	200
バンカメ/ロバートソン・スティープンス	245	295
ネーションズ銀行/モンゴメリー	1200	100

注) 単位はいずれも100万ドル。買収価格は「つなぎ止め料」を含まない金額。  
資料) Salomon Smith Barney; The Wall Street Journal; American Banker.

だけでなく、証券会社より一般に低いとされる。

その一方で、商業銀行は被買収企業の幹部に高額の報酬を約束し、彼らをつなぎ止めようとする。主要な人材が抜けると、「人が命」の証券会社を買収する意味がないからである。“Deferred Compensation (後払い報酬)” または “Retention Plan (つなぎ止めプラン)” と呼ばれるが、この「つなぎ止め料」は巨額である。(表を参照)

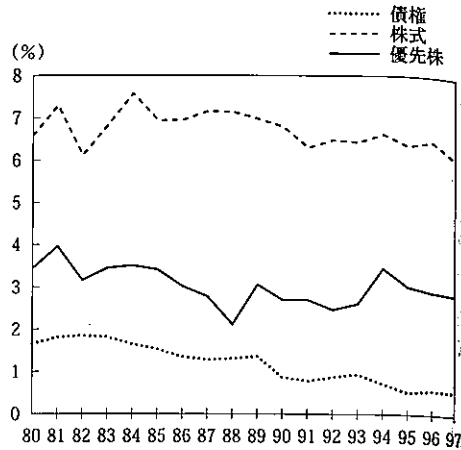
これは固定費として経営の負担となるだけでなく、証券会社の給与体系・企業文化とも相容れない。なぜなら、今後の成果とは無関係に、被買収企業の幹部には高額報酬が保証されるからである。<sup>(27)</sup> 確かに買収当初の人材流出防止には有効だが、高所得が保証される人材の、仕事に対する意欲が薄れる可能性は否定できない。また、買収後数年の保証期間が経過した後には、こうした幹部が

銀を顧客として抱えていた。しかしネーションズ銀行による買収ののち、ウエルズ・ファーゴはモンゴメリーとの取引を打ち切っている。「銀行が重大な経営判断を下すとき、ライバル銀行の子会社からアドバイスを受けられるだろうか」ということである。<sup>(28)</sup>

さらに、数字に表れない要素も重要ではないだろうか。例えば、バンカメリカとロバートソン・スティープンスの本社は同じ建物の中だが、両社の雰囲気は全く異なるそうである。巨大かつ殺伐として官僚的なバンカメに対し、ロバートソンの本社は高級家具を配し、伸び伸びとした空気を感ずるといふ。<sup>(29)</sup> また、これまで高級車に乗って顧客訪問をしていた証券会社の社員は、買収後はエコノミー・カーで銀行員と同伴外交するそうである。<sup>(30)</sup> 銀行と証券会社のこうしたギャップは、両者に失望・妬み・軽蔑といったマイナス面をもたら

年	債券	株式	優先株
80	1.66	6.58	3.44
81	1.81	7.29	3.96
82	1.85	6.12	3.16
83	1.82	6.83	3.45
84	1.65	7.57	3.51
85	1.53	6.94	3.41
86	1.35	6.95	3.02
87	1.28	7.16	2.78
88	1.31	7.14	2.12
89	1.36	6.98	3.06
90	0.87	6.79	2.70
91	0.78	6.30	2.70
92	0.87	6.48	2.47
93	0.94	6.43	2.61
94	0.72	6.62	3.45
95	0.52	6.36	3.02
96	0.57	6.47	2.90
97	0.55	6.09	2.85

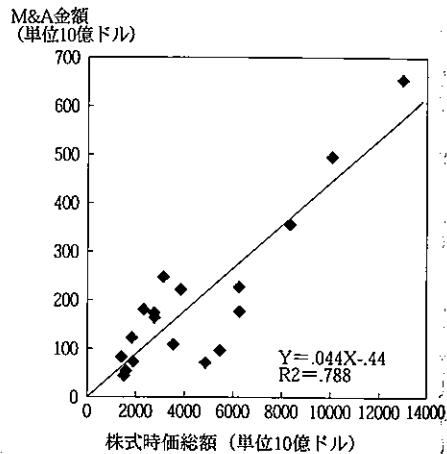
図4 引受手数料料率の推移



資料) Securities Data Co.

年	株式	M&A
80	1514	44.3
81	1403	82.6
82	1588	53.8
83	1889	73.1
84	1825	122.2
85	2319	179.8
86	2746	173.1
87	2763	163.7
88	3115	246.9
89	3832	221.1
90	3537	108.2
91	4866	71.2
92	5458	96.4
93	6258	176.4
94	6238	226.7
95	8331	356.0
96	10061	495.0
97	12959	654.7

図5 M & A金額と株式時価総額



資料) 株式時価総額: FRB, Flow of Funds Accounts

M&A金額: Barron's, March 2, 1998 (元のデータは Mergestat, S&P, DMG)

## 六、競争の激化

しかなない。

投資銀行業務は、参入の難しさもさることながら、参入後も大変である。そこには厳しい競争が待っている。商業銀行にとっては、投資銀行業務は目新しい分野だが、このビジネスで既に地歩を固めてきた有力なプレーヤーはたくさんいる。そこに強引に割り入ろうとすれば、競争の一段の激化は避けられない。そうなれば当然、利ざやも薄くなる。

例えば、一九九七年は証券発行額が過去最高となったが、引受手数料収入は逆に前年を下回った<sup>(31)</sup>。明らかに、手数料率の低下によるものである。九七年は特に普通株式(IPOを含む)での落ち込みが激しい。(図4を参照)

少し長いスパンで見れば、債券引受の手数料率が趨勢的に低下していることが分かる。債券は前述のように商業銀行が比較的得意とする分野である。一方、株式引受の手数料率は、昨年急低下したとは言え、依然として高水準のままである。しかし、銀行が本格的に参入すれば、債券と同様、その低下は避け難いと思われる。

では引受と並ぶ有力収益源のM&Aアドバイス業務はどうだろう。この分野に進出するメリットは多角化効果、と言われる。つまり、マーケットが不振で証券発行が落ち込んでも、M&Aでカバーできれば、投資銀行業務の収益は安定する<sup>(32)</sup>。

この実現には、個々の要因が互いに独立であることが必須だが、実際はM&A活動とマーケット動向(株式時価総額)はかなり強い相関関係(R<sup>2</sup> 〇・七八八)がある。(図5を参照)

もちろん、この相関は過去のもので、今後も続く保証はない。また一部のアナリストは、マーケット動向がM&A活動に影響するのではなく、その逆であるとする<sup>(33)</sup>。即ち、キャッシュを用いた(株式交換ではない)M&Aはかなりあり、それが自社株買いと同じく株式吸い上げ要因として働く、というのである<sup>(34)</sup>。だが、現在のようなマーケットの活況時にM&A部門拡充を検討する銀行は、この強い相関関係を一応は念頭に置くべきだろう。マーケット不振時にM&Aも落ち込めば、多角化効果もリスク分散効果もなくなるからである。

## 七、今後の展望

以上見てきたように、商業銀行の投資銀行業務参入は、決して容易ではない。特に、大手投資銀

行を買収するという方法は、難しいように思われる。その理由は、上で見てきたことを要約すると、買収価格の高騰、引受市場での競争の激化とそれに伴うビジネス妙味の減少、商業銀行と投資銀行のカルチャーの違い、シナジー効果への疑問、などである。加えて、大手投資銀行には強い独立志向がある。

最近の報道によれば、米銀ナンバーワンのチェイス・マンハッタンは、投資銀行部門強化の選択肢として、買収を検討しているという。実際、非公式な形で投資銀行四社(クレディ・スイス、J. P. モルガン、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチ)と話し合いを進めている。だが、チェイスの社長は、株式リサーチと株式引受部門の強化の必要性を認めつつも、買収価格の高騰に触れ、「株主のためになる行動をとりたい」としている<sup>(35)</sup>。明らかに、「高い買ひ物は株主

利益に反する」ことを意識しての発言である。

今後、もし大規模なM&Aがあるとすれば、次の二つの場合に限られるだろう。一つは、買収する側が高い買ひ物の愚かさを認識し、プレミアムなしの対等合併に踏み切る場合である。もう一つは、(銀行の例ではないが)トラベラーズによるソロモンの買収、また(米国の例ではないが)スイス銀行によるUBSの買収のように、被買収企業がデリバティブ取引で大きな損失を出すなどの理由で、割安に、或いは意のままに買収できる場合である。

ソロモンは帳簿価格の一・七倍で買収されたが、これは当時の同業平均三・一倍よりもかなり低い。同社の株式・投資銀行部門での損失がその背景では、と指摘された<sup>(36)</sup>。またUBSは規模の小さいスイス銀に吸収された形だが、これは同行が日本株で数億ドル単位の損失を出したことが原因

と言われる<sup>(37)</sup>。その結果、UBSのロンドンの投資銀行部門は、両行の統合が進むにつれ、「まるで海賊船に略奪されるような」扱いを受けている<sup>(38)</sup>。

買収によらず、自前で投資銀行業務を確立する、という方法も、成功が約束されるわけではない。上で見たように、J. P. モルガンとバンク・オブ・アメリカに対するマーケットの評価は、他の銀行よりも圧倒的に低い。両行の経験に照らせば、「豊富な資本力を背景に投資銀行部門でマーケットシェアを拡大することは可能だが、それは必ずしも収益拡大・利益率向上に直結しない」と言えるのではないか。

J. P. モルガンとバンク・オブ・アメリカは投資銀行なのに、FRBによる商業銀行規制の下に置かれたため、という見方もある。非適格証券業務からの収入制限などは、両行がライバルと目するメリルやゴールドマンにはない足かせで



ある。この見方を一歩進めれば、「グラス・ステイーガル法が撤廃されれば、制約から解放され、収益力は向上する」と言えるのかもしれない。両行は大手投資銀行に決して見劣りしない資本力・人材を擁するからである。

だが、J. P. モルガン、バンカーズは共に、投資銀行業務への本格参入を始めてもう何年も経っている。リターンが低くても許容される初期投資の時期はとうに終わっているはずである。この長い期間の不振をひとえに規制のせいにするのは、無理があろう。両行が投資銀行業務に参入を開始した際には、グラス・ステイーガル法の撤廃が視野にあったと思うが、金融制度改革にもたついた議会を責めるのは、やや筋違いである。議会の緩慢な取り組みを予見できなかった経営者の判断ミスが、現在まで尾を引いているのである。

最後に、制度・規制について一般的に言えるは、

*Economist*, December 13, 1997; *Wall Street Journal*, December 16, 1997.

(3) 一九九八年十二月二十七日現在の数字。 *Business Week*, March 30, 1998

(4) *Wall Street Journal*, December 15, 1997; Hazel J. Johnson, 1996, *The Banker's Guide to Investment Banking: Securities and Underwriting Activities in Commercial Banking*, Chicago, Irwin, pp. 150, 152.

(5) Johnson, *Ibid.*, pp. 8-9.

(6) *Ibid.*, pp. 15-41.

(7) *Ibid.*, p. 173.

(8) *Ibid.*, p. 160.

(9) *American Banker*, February 25, 1998.

(10) *Investment Dealers' Digest*, January 12, 1998

(11) *Investment Dealers' Digest*, January 26, 1998.

(12) *Wall Street Journal*, February 25, 1998.

(13) *Economist*, February 14, 1998.

(14) Johnson, p. 11.

(15) *Wall Street Journal*, December 29, 1997.

(16) *Eurumoney*, February 1998.

(17) *Ibid.*

(18) *Wall Street Journal*, April 8, 1997.

(19) *Wall Street Journal*, June 9, 1997; ロビンソン

金融制度改革法案の実現、あるいはFRBやOC Cによる業際規制のさらなる緩和があったとしても、それは直ちに金融業界再編を意味しない。多角的な業務展開が制度上可能になることと、実際に業務を拡大することは別である。『営利』企業は、当然ながら、経済的合理性のない行動はとらないのである。総合金融サービス会社の時代が来る、或いは業際を超えた完全統合が実現する、とのセンセーショナルな論調がここ一、二年多いが、冷静に分析すれば、にわかに賛同はできない。

(注)

(1) Moody's Investor Service, "Why Moody's Has a Positive View of Banks' Acquisitions of Securities Firms," February 1998; Standard & Poor's Corporation, "Bank Acquisitions Of U. S. Brokers Add To Industry Capacity," February 25, 1998.

(2) 投資銀行のビジネスが過熱気味であるという指摘は最近しばしば見られる。

(3) Mark L. Sirover, 1997, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, New York, The Free Press.

(4) *Wall Street Journal*, November 11, 1997. (1) 注意したところ、株式交換が必ずしも優れた方法ではないという点もある。実際、サイロローは、キャンペーンによる買収の方が成功率が高いを示している。(Sirover, pp. 93-94, 131-132.) また、株式交換による合併で多用される "Pooling of Interest" 方式は、キャンペーンによる買収時の会計処理と異なり、一社の資産を単に加算するだけ。"Goodwill (のれん代)" プレミアム部分を差引かならう。従って償却負担を発生せず、「利益の水増し」になるという批判が強い。実際、米国の会計基準を決める FASB は、このプレミアム方式の見直しを検討している。(Wall Street Journal, February 27, 1998.)

(5) 上記三件の買収方法は、バンカーズが全額株式、バンカアメリカが全額キャッシュ、ネーションズがキャッシュ (170%) と株式 (330%) の組み合わせである。

(6) Sirover, p. 70.

(7) *Ibid.*, pp. 18-43.

(8) *Ibid.*, pp. 44-74.

(9) *Ibid.*, p. 96.

- ⑧ *Wall Street Letter*, February 2, 1998.
- ⑨ Dean P. Eberling, "The Future of Investment Banking and Brokerage" September 25, 1997.  
(一九九七年九月二十五日ニューヨーク市のスミス大学で開催されたFourth Annual Securities Industry Conference での講演・録音)
- ⑩ *American Banker*, October 1, 1997.
- ⑪ *Eurromoney*, February 1998.
- ⑫ *Ibid.*
- ⑬ *Wall Street Journal*, January 2, 1998.
- ⑭ *Wall Street Journal*, October 29, 1997.
- ⑮ 図とは異なり、 $M$ と $A$ の活動が独立変数 $[X]$ で、 $M$ 者が入れ替わっても $R$ の値は同じ。
- ⑯ これはダイナエ・モルガン・グレンフェルのストラテジスト、トム・ガルバン氏の意見でも、*Barron's*, March 2, 1998.
- ⑰ *Financial Times*, March 20, 1998.
- ⑱ *Wall Street Journal*, September 29, 1998.
- ⑲ *Economist*, January 31, 1998.
- ⑳ *Eurromoney*, March 1998.

(おきかへ ひんご・当研究所ニューヨーク事務所研究員)