

米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ

機能の高度化と業際化・融合化が重なり合う展開

2005年3月

日本政策投資銀行

ニューヨーク駐在員事務所

Development Bank of Japan
Representative Office in New York

米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ
機能の高度化と業際化・融合化が重なり合う展開

要 旨

我が国の金融業界では金融庁の新しい政策の標榜もあり、金融のコングロマリット化(銀行、証券、保険の総合化)についての関心が高まっている。本稿は、このような流れも念頭におき、米国の金融・資本市場の中軸に位置しているとも言える投資銀行(ユニバーサルバンクの同部門を含む)の状況を、主としてそのホールセール業務について概観・整理し、併せてそこから伺える金融・資本市場の潮流の一端をみることにより、官民を問わず我が国のホールセール金融の領域と金融・資本市場全体の今後の展開について示唆を探ろうとしたものである。

米国の投資銀行はリテール部門を抱える企業もあるが、元来は、ホールセールに特化し、資金面を中心とした金融サービス機能の提供により産業界等の事業展開や機関投資家の資産運用を支援・差配してきた存在である。Morgan Stanley や Goldman Sachs 等の伝統的な投資銀行に加え、Citigroup や JP Morgan Chase 等の主要商業銀行を抱えるユニバーサルバンクのホールセール部門等もこれを担ってきており、両者は特徴や強みの違いはあるものの、実質的には殆ど同一の業界として議論されるようになってきている。

これら投資銀行(ユニバーサルバンクの同部門を含む)のホールセール部門は、投資銀行業務(M&A等のアドバイザー、株式・債券の引受)、トレーディング業務、プリンシパル・インベストメント業務(自己勘定投資)、アセットマネジメント業務(資産運用管理)、これらに關係するその他の金融サービスに大別できる。

投資銀行業務(M&A等アドバイザー、株式・債券の引受)は投資銀行の代表的な業務で、他部門にも繋がる重要な部門であるが、トレーディング等他部門の伸びや、ユニバーサルバンクの進出攻勢による競争の激化、一部業務のコモディティ化の進展などを背景に、投資銀行全体に占める収入、利益の一義的なウェイトは2割を切る水準に低下してきている。

これに対し、現在、投資銀行の収入、利益の両面で全体の柱になっているのが、トレーディング部門であり、全体に占めるシェアは6~7割にまで高まっている。伝統的な商品分野である株式・債券だけでなく、通貨、コモディティ(エネルギー等の商品)領域でのウェイト拡大も見受けられる。業務内容はブローカレッジ(取引執行の受託)や商品のマーケット・メイク(ディーラー機能)、自己勘定投資(プロップ取引)からなるが、商品の在庫資金や取引プラットフォームへのシステム投資等を必要とし、投資銀行の運用資本のかなりの割合が当分野に充てられている。ブローカレッジ以外の領域ではリスクテイクがポイントとなる部門であるが、近時は各社とも恵まれた金利環境やヘッジファンド関連取引の伸びなどに支えられ、全体としては概ね順調に拡大させてきた。

トレーディングに加え、その他の部門の伸びもみられる。アセットマネジメント業務については、各社は世界有数の資産運用機関のグループに位置づけられるまでになってきている。運用受託資産が積み上がれば、収支が比較的安定している為、収支がボラタイルになりがちなトレーディング業務の拡大傾向の中であって、全社的な収益の安定性を補完する効果があるとみられる。プリンシパル投資業務については、トレーディング同様にリスクをとり高リターンを

目指す業務であり、投資銀行業務の案件ソースとしても期待される分野である。主要な投資銀行の同部門は業界でも有力な存在となってきたが、他方で、投資銀行業務を中心とした領域で投資銀行の重要な顧客となってきたプライベート・エクイティ・ファンドとの競合の回避等の観点からこれを投資銀行内部から社外に出す流れ(スピン・オフ)がみられつつある。これらの業務に関連する付帯的な金融サービスの中ではヘッジファンド向けのプライムブローカレッジ業務(各種のバックオフィス機能の総合的な提供)の伸びが目立っている。

米国では1999年のGLB(グラム・リーチ・ブライリー)法により銀行・証券の垣根の撤廃が実質的に完成をみているが、これらを背景として、クレジット供与能力等の企業との総合取引力が強く、安価な資本調達手段(預金)を有し資本力で圧倒的に優位にあるユニバーサルバンクによる投資銀行業務等への進出攻勢が一層強まり、斯業での競争をより厳しいものとした。また、運用利回りの低水準に直面する機関投資家からの株式売買委託手数料の引き下げ圧力等もあり、総じて投資銀行の伝統的な業務での業務環境は厳しさを増してきている。

一般的には預金調達手段を有しない伝統的な投資銀行のサイドでは、こういった環境の激化に対し、クレジット供与能力の補完に努め対抗せんとする動きもあるが、ユニバーサルバンクに比べバランスシート力等で劣勢にあることは否めない。その中で生き残りを図っていくためには、ビジネス構成が資本集約度を強める中であって如何に収益性の高いビジネスを確保していかけるかが鍵とならざるを得ない。

そのような中で注目されるのは、近年、運用資産規模と取引規模等を拡大させ、金融・資本市場の主要プレーヤーの一角に定着した観のあるプライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドとの取引が投資銀行の重要な業務領域になってきていることである。投資銀行とこれら各種のファンドとは、業務的にも人的にも密接に繋がりにある。投資銀行はこれらの金融集団との共生の中で投資銀行業務の維持やトレーディング収入の拡大を図ると共に、これらの市場での存在感の高まりを下支えしている。ある意味では投資銀行の機能がこれらファイナンシャル・インベスターの領域を通じて外延化・拡大をしているとも言える。

これらの勃興著しい領域で特徴的なのは、ヘッジファンドのアービトラージ(裁定)運用戦略に端的にみられるような市場の中に残っている非効率的な側面への着目や、PEファンドの投資先事業の立て直し・事業価値引き上げへの動きにみられるような金融技術の発揮や高度化、新規領域の開拓などを通じた新しい付加価値発揮の追求である。これらはPEファンドやヘッジファンドだけでなく、これを支えている投資銀行にも該当するものであろうと思われる。

今後を予想すれば、伝統的な業務の環境は一層厳しくなっていくとみられ、また、ヘッジファンドとプライベート・エクイティ・ファンドとの領域間の垣根も低下・融合化しつつあり、将来的には市場の主要プレーヤーの顔ぶれにも変化が続いていくものと思われるが、投資銀行は、引き続き、金融技術を基盤にしつつ、従来の枠を超えて効率的な市場や新規のサービス内容をいち早く創出することで、時々々の市場の主要プレーヤーとの関係を確保しつつ、また、相対的に資本市場の発展ポテンシャルの高い中国等米国外でのビジネスも一層重視することで、その機能の維持を図り続けようとしていくものとみられる。

以上

目 次

要 旨	2
目 次	4
はじめに	5
第1章 投資銀行の業務の概要	6
1 投資銀行の業務内容	6
(1) 投資銀行業務	6
(2) トレーディング業務	9
(3) プリンシパル・インベストメント業務(マーチャントバンキング業務)	10
(4) アセットマネジメント業務	11
(5) その他の金融サービス業務	12
2 投資銀行の業務区分の見方	12
第2章 投資銀行の最近の収益状況と主なビジネス部門の概観	14
1 主要投資銀行の概要	14
(1) 企業規模等の概観	14
(2) 近年の収支状況	15
(3) 主要各社の概要	15
2 投資銀行業務(M&A等アドバイザリー業務、引受業務)	17
(1) 投資銀行業務のウェイト	17
(2) M&A等のアドバイザリー業務	18
(3) 引受業務	20
3 トレーディング業務	25
(1) トレーディング業務のウェイトと内訳	25
(2) トレーディング業務の各領域の状況	26
(3) トレーディング業務とリスク負担	29
4 プリンシパル・インベストメント業務(マーチャントバンキング業務)	33
5 アセットマネジメント業務	35
6 証券サービス業務(プライムブローカレッジ業務等)	36
第3章 投資銀行を巡る横断的なトピックス	38
1 投資銀行とユニバーサルバンクとの競合	38
(1) ユニバーサルバンクに有利な背景	38
(2) 投資銀行の対応	39
(3) 今後の見通し	41
2 PEファンド・ヘッジファンドと投資銀行とのビジネス関係	41
(1) PEファンドと投資銀行	41
(2) ヘッジファンドと投資銀行	43
3 取引の電子システム化を含む金融技術の進展の側面	47
(1) クレジット・デリバティブの主要プレーヤー	47
(2) 取引システムの高度化への対応	48
4 海外でのビジネスへの期待	49
むすびに代えて	51
主要参考情報ソース	52
付表 目次	53

はじめに

我が国の金融業界は大手行の不良債権問題も峠を越えたと言われるようになり、平成16年12月に発表された金融庁の「金融改革プログラム - 金融サービス立国への挑戦」では金融行政がこれまでの「安定」から「活力」へとフェーズを転換させることが述べられている。新方針の中では、金融の領域において、国際的な金融の規制緩和に伴う金融機関の諸機能の分化・専門化やコングロマリット化・国際化、新たな取引形態・商品の登場による金融サービスの多様化等の構造変化が進展しつつあり、これらに対応した制度整備、金融行政の体制整備を行うとして、金融のコングロマリット化に対応した金融法制の整備の検討などが挙げられている。

上記のような構造変化と対応の必要性の認識には、米国で1999年のGLB(グラム・リーチ・ブライリー)法により銀行・証券の垣根の撤廃が実質的に撤廃され、金融のコングロマリット化に弾みがついたケースも参考にされているものとみられる。しかしながら、米国の金融・資本市場での展開は必ずしも十分に的確には我が国に伝わっていない面があると思われる。

しばしば Wall Street という表現で総称される米国の投資銀行(インベストメントバンク Investment Banks)は、米国の金融・資本市場の中にあって重要な資金仲介機能を果たし、新しい金融商品や金融手法の開発などを通じて市場を高度化させる機能を果たしてきた。その業態は、上記の銀行・証券の分離撤廃などによって大きく影響を受けつつも、今日まで投資銀行としての存在感を持続させている。加えて、投資銀行が担ってきた業務の重要性は主要商業銀行を抱える金融グループ(ユニバーサルバンク)による一層の同分野への進出も加わり、些かも変わっていないように見受けられる。それどころか、米国内外にまたがるグローバルな金融・資本市場の中における米系投資銀行の位置づけは着実に高まっているようにさえみられる。米国の金融・資本市場の展開、特にそのホールセール部門の動きをフォローする上では、同市場の中軸に位置し、金融のコングロマリット化の中でも密接な関係主体となっている投資銀行の状況についての的確な理解が不可欠である。

本稿ではこのような認識の下で、主として米国の伝統的な投資銀行の状況について、特にそのホールセール部門の領域に焦点をあて、その実情の整理を試みたものであり、これを通して、官民を問わず我が国のホールセール金融の領域と金融・資本市場全体の今後の展開について示唆を探ろうとしたものである。

構成は、第1章で米国の投資銀行の業務内容の初歩的な説明をし、第2章で最近の投資銀行の業況を主として業務部門別に概観し、第3章で投資銀行全体に関わる幾つかの横断的なトピックを取り上げる。これら3章全体で投資銀行の近年の状況とこれらから伺える金融・資本市場の潮流の一端を浮かび上がらせようと努めてみた。また、投資銀行各社の経営数値を中心に、参照した関連データを付表に掲載している¹。

¹ 本稿は日本政策投資銀行ホームページ <http://www.dbj.go.jp/newyork/report.html> にも掲載している。

第1章 投資銀行の業務の概要

しばしば Wall Street という表現でも総称される米国の投資銀行は、企業等のビジネス展開をその財務面の調達支援や企業戦略面のアドバイス等によって差配し、機関投資家等の資金運用を支援する存在で、企業貸出を中心とする商業銀行と並び、あるいは評価・prestige という点でははるかにそれを上回り、米国金融業界の中軸に位置づけられる存在である²。

主な投資銀行としては、伝統的な投資銀行である Goldman Sachs、Morgan Stanley、Merrill Lynch、Lehman Brothers、Bear Stearns、Lazard、商業銀行を擁する金融グループ、ユニバーサルバンクで投資銀行部隊を有する Citigroup、JP Morgan Chase、Bank of America、米国からみて今では外国銀行系金融グループ系として位置づけられる UBS、CSFB、Deutsche Bank³ 等が挙げられる。

本稿では、主として伝統的な投資銀行に焦点をあて、これにユニバーサルバンクの投資銀行部門を比較対象として含めつつ、その業務状況をみていく。また、これら投資銀行の中にはリテール向け業務を擁しているところもあるが、リテール証券やクレジットカード業務等の一般的なリテール業務を除き、ホールセール業務（主として中堅以上の大手企業や機関投資家等を対象とするビジネス。一部、高額富裕層の個人などを含む）を主たる対象としていく。

1 投資銀行の業務内容

投資銀行の業務は、投資銀行業務（M&A 等アドバイザリー、株式・債券の引受、） トレーディング業務（ブローカー業務、ディーラー業務、裁量的取引） プリンシパル・インベストメント業務、 アセットマネジメント業務、 その他の金融サービス業務、に区分できる⁴。

（1）投資銀行業務

投資銀行業務は M&A（合併・買収）等の財務戦略アドバイザリー業務と株式、債券の引受業務（Underwriting）とに分けられる⁵。

M&A（合併・買収）等のアドバイザリー業務には、企業の M&A の際の戦略策定、企業価値評価（Valuation）、交渉などや、敵対的買収をかけられた際の防衛の為の助言、財務構成の改善に関するコンサルティング、企業・政府等の ALM 管理へのアドバイス等がある。企業等の依頼者側からすれば、極めて重要な事業展開等に掛かる特定の協働関係に入ることを意味し、財務アドバイザーに指名される為には、戦略策定、ディール遂行力等に対する高い信頼と実績、ブランド力を有している必要があり、また、トップ・マネジメント層レベルでの人的な関係も影響を与えるとも言われている。

² 本稿では、特に伝統的投資銀行とユニバーサルバンクを区分して叙述する必要がある場合には両者を区分けし、そこまでの必要がないと思われる場合にはユニバーサルバンクの当該部門を含む総称として投資銀行という表現を使いたい。

³ UBS は Paine Weber を、CSFB は First Boston を、Deutsche Bank は Bankers Trust をそれぞれ傘下に収めている。UBS、CSFB、Deutsche Bank 等については本稿ではあまり取り上げていないが、いずれも有力な投資銀行であり、業界全体を考えると当然これらを含めて考えなければならない。

⁴ 区分の仕方も多少の幅がある。ブローカレッジ業務をトレーディングと分けて独立して議論されることも多く、また、プリンシパル・インベストメント業務を投資銀行業務に含める区分け等もある。

⁵ 本稿では「投資銀行業務」という表現を M&A アドバイザリーや引受業務の部門を指す特定の述語として使っている。

アドバイザー業務に対してはフィー収入が得られるが、M&A の場合にはディール金額に応じた料率となることも多く、費用は人件費等に限定されるので、一般的にはディール金額が大きくなるほど収益性が高くなる。また、アドバイザー業務を獲得すれば、M&A や財務構成の変更 (Recapitalization、負債・資本の再編成) 等に伴ってくる各種の投資銀行業務、例えば、株式・社債の発行や M&A の結果で非コア部門となった事業や資産の売却等の際に主幹事を獲得するチャンスが高まるなどビジネスの可能性が複合的に広がるという意味でも重要である⁶。

M&A アドバイザーは高度な金融技術力や企業等からの信頼感が不可欠である為、そのランキングを示すリーグテーブル (League Table) は企業側からみた投資銀行の総合的な実力評価の有力な目安となる。但し、計上される案件の特殊性によっても左右される為、複数年次、趨勢的な評価も重要である。また、M&A の分野は優れたスタッフを擁すれば可能となる側面があり、Rothschild、Lazard といったアドバイザー業務に特化したブティック的な投資銀行が存在感を保っているのも特徴である。リーグテーブルはディール交渉に入っていることを開示した時点での「アナウンス時」と、ディールが完了 (クロージング) した際の「完了時」との2時点のものがある。案件の不成立等があり両者間には相違がある。(表1)

表1 M&Aディールの財務アドバイザー・ランキング(グローバルベース) (金額単位:10億ドル)

アナウンス時				完了時					
2004年				03年	2004年				03年
アドバイザー	金額	順位	案件数	順位	アドバイザー	金額	順位	案件数	順位
Goldman Sachs	577	1	337	1	Goldman Sachs	492	1	285	1
JP Morgan Chase	512	2	397	4	Morgan Stanley	349	2	273	2
Citigroup	485	3	378	3	JP Morgan Chase	321	3	324	5
Morgan Stanley	382	4	300	2	Merrill Lynch	313	4	199	4
Merrill Lynch	368	5	222	5	Citigroup	283	5	308	3
Lehman Brothers	308	6	176	9	Lehman Brothers	237	6	166	10
Deutsche Bank	247	7	219	10	UBS	205	7	247	9
Rothschild	231	8	269	12	Lazard	188	8	184	6
Lazard	230	9	207	6	CSFB	165	9	241	7
UBS	219	10	289	7	Rothschild	143	10	169	12
市場全体	1,951		30,599		市場全体	1,504		20,818	

(出所) Investment Dealer s Digest 2005.1.17号

引受業務については、株式関連では株式 IPO (Initial Public Offering 新規公開株式発行) や追加的な株式発行 (Follow-on Offering, Non-IPO)、転換社債の引受、債券関連では企業社債 (Corporate Bond) や CP (Commercial Paper)、地方債 (Municipal Bond)、政府機関等の債券などの引受がある。

次の表2は、株式、債券の引受時に発行会社が支払う販売手数料・幹事手数料・引受料等の支払関連手数料で料率が開示された案件の平均料率 (発行金額に対する比率: 引受スプレッド)

⁶ M&A が大型化した 1980 年代を念頭において「投資銀行はブリッジ・ローンの供与、ジャンク債の発行、株式の取得、資産の売却など、M&A&D (Merger (合併) Acquisition (買収) Divestiture (事業部門切り離し)) 取引全般にわたるファイナンスにかかわり、膨大な手数料を手にした。通常、これらの複合的な業務からの収益は取引額の 1.7% から 5% に達するといわれる。」との記述もある(図説「アメリカの証券市場」2002 年版「M&A 活動と証券市場」(佐賀卓雄氏))

である。株式と債券を比べると、アレンジをする発行金額は圧倒的に債券の金額の方が大きい
が、手数料率はリスクがより高いと考えられる株式の方が厚い。また、株式の中でも株式の追
加発行より IPO の料率が高く、IPO の主幹事獲得は一層重要となる。

債券でも、リスクが高いほど引受料率が高い。投資適格債（Investment Grade, High Grade
債 一般に格付 BBB-以上の債券）よりもハイイールド債（非投資適格債、High Yield 債）の方
が高い。ABS 債（Asset-backed Securities アセット・バック債）は高い格付で発行される割合
が高く、年限も総じて短いこともあり、手数料率は普通債（Straight Debt）の投資適格債より
も低い。また、信用度が高く、一機関あたりの発行額も大きい政府機関（ファニー・マエ
等の Agency）債券も引受スプレッドが低い⁷。

表2 米国の株式・債券の発行会社支払関連手数料(元本100に対する平均料率 2004年) (%)

株 式		債 券	
U.S. Equity & Equity-related Issues	3.694	U.S. Long-term Straight Debt	0.386
Common Stock	3.878	High Grade Debt	0.515
IPOs	5.272	High Yield Corporate Debt	1.887
Follow-on Offerings(Non-IPOs)	3.122	U.S. Asset-backed Securities	0.294
Convertibles	2.334		

(出所) Investment Dealer s Digest 2005.1.17号

株式・債券の引受については商品分野毎に投資銀行別の引受金額を整理したリーグテーブル⁸
があるが(一覧は付表6参照)引受料率は分野毎に水準が異なる為、複数の分野を合計したリー
グテーブルの場合には、引受金額の合計がそのまま引受収入の序列に繋がっている訳ではなく、
また、手数料の中からこれをはき出してディール遂行に投入したりすることも一般的と思われ
るので、一義的な引受収入と収益性との間にもズレがあり得ることを念頭に見ていくことが必
要である。

株式、債券の引受の際に主幹事等の上位のポジションとなることは、それぞれの証券の当初
の販売に関与し、起債の評価や購買層の分布を直接知るとともに、その後のトレーディング(売
買)上でも有利になる等の様々なメリットがある。また、主幹事等は、発行後の市場でのマー
ケット・メイク(Market Make、市場に対し自社の買値(bid)と売値(offer)を提示し、証
券の流通を支えるディーラー業務、Bid-Offerの差額が業者の収益となる。)を行っていくのが
一般的であり、これは後述のトレーディング業務の領域となる。

引受は、販売が不調の場合に買い支えるリスクも伴い、証券発行企業のクレジットリスク、
金利変動等の市場リスク等を負う。引受を成功させる為には、特に、大型の証券発行や見極め
の難しい市場環境、まだ実績に乏しい発行体、複雑な構成の証券になるほど、発行体の内容・
市場環境・需要動向を的確に見極められる力や、投資家の顧客層の厚み、各種の現物(cash)
やデリバティブにまたがってリスクをヘッジする力、最終的なリスクバッファとなる資本金
などが求められることになる。近年は事業会社の規模拡大やグローバル化の進展などに伴い、
証券発行額の大型化も進んできている。リスク・ヘッジに活用できる市場の発達(ex クレジ
ット・デリバティブ市場)もみられているものの、引受業者サイドに望まれるリスクバッファ
としての資本金額も増大してきているものと推測される。

⁷ 債券の Long-term Straight Debt の対象は、Corporate Debt(社債)の High Grade, High yield の他、料率
の低い Agency 債等も含んでいる。

⁸ 金融商品別に各社のビジネスの扱い金額・件数・シェア等を示すリーグテーブルは多数に亘っており、各金
融機関の重点分野は必ずしも同一ではないことから、各社の全体的な業界地位や評価を判断するには多くの
リーグテーブルを総合的にみる必要がある。

表3は金融コンサルティング企業 Greenwich Associate の M&A 手数料を含む投資銀行へのフィー支払い(M&A 手数料と株式・債券の引受関連手数料等の合計と推察される)の調査データである。データとしてはやや古いですが、企業規模が大きくなるほど、平均支払金額が大きくなっている。また、リード・インベストメント・バンクはその5~6割を収受しており、主幹事獲得が如何に意味をもっているかを示している。2位以下の会社の収入割合は順位が下がるにつれて大きく低下していくのが通例である。また、表4の通り、いったん、主幹事になると長い期間、その地位を維持し、大手企業になるほど特定の投資銀行を主幹事起用の中心におく期間が長い⁹。主幹事になることの利益は大きく、逆に上位に入らないことのお金費用もまた大きい。よく「主幹事が全て」と言われるゆえんである。

表3 投資銀行へのフィー支払い状況 (1999年)

	平均支払金額(百万ドル/社)	主幹事のフィー獲得シェア(%)
Fortune100社	32.5	49
Fortune300社	18.9	55
Fortune500社	15	55
その他大企業*	9.5	58

(注) *その他大企業: 年商5億ドル程度or資本金10億ドル程度

(出所)「Financial Services without borders」(Greenwich Associates, 2001年)

表4 リード・インベストメント・バンクの座にある平均年数 (年)

Fortune 500社		売上高規模	
1~100位	13.3	25億ドル超	11.5
101~200	12.6	10~24億ドル	8.9
201~300	11.4	5~9.99億ドル	7
301~400	9.4		
401~500	9.2		

(出所)「Financial Services without borders」(Greenwich Associates, 2001年)

投資銀行部門は、新規の株式・債券発行、M&A等の企業戦略等に関わるだけに、トレーディング等の他部門との間の情報遮断(Chinese Wall)、守秘義務の徹底が特に求められるセクションでもある。

(2) トレーディング業務

投資銀行の各業務部門の中で、収入・利益の両面で投資銀行業務を遙かに凌ぎ、中心となっているのがトレーディング部門である。同部門は、ブローカー業務、ディーラー業務、裁量的取引に区分できる(ブローカー業務とトレーディングとに分ける区分もある)。また、分野としては大きくは株式関連(Equity)と債券等(Fixed income¹⁰, Currency, Commodities)に分けられる。

ブローカー業務(Brokerage)は、顧客の取引執行の注文を取引所等に取り次ぐもので、間に入る投資銀行自身はリスクを取らず、仲介の手数料(コミッション)だけを得る。情報通信技術の継続的な発展により、取引の電子化などの動きも着実に進みつつあり、取引単位あたり

⁹ 例えば、米国の三大自動車メーカーは長らく、GM=Morgan Stanley、Ford=Goldman Sachs、Chrysler=FB (First Boston, 現CSFB)と言われてきた。

¹⁰ Fixed Incomeは厳密に言えば、Equity(株式)に対比させる区分として使われることが多く、債券だけでなくローン等を含め「利回り等がある程度一定のものを見込める」金融商品を指すことが多い。

のブローカレッジ手数料率は低減傾向にある（第3章参照）。

ディーラー業務は、上述の通り、仲介業者として市場に対し自社の買値 (bid) と売値 (offer) を提示してマーケットメイク (Market Make) を行い、流動性 (liquidity) を提供して、bid - offer のスプレッド (spread 鞘) を得る。流動性の高い (liquid な) 商品のスプレッドは薄く、流動性が薄くなるにつれて (illiquid) そのリスクを埋め合わせるべくスプレッドは厚くなる。

ディーラー業務の中心には会社のブック (Book, 帳簿・勘定) を管理するトレーダーがおり、金融商品につきポジションを取っている (その後の市場動向等により自社の損益が左右される状態において)。

このディーラーのポジションテイクを一層積極的に推し進め、自己資金 (あるいは顧客からの預かり資金) を用い、金利・為替等の市場リスクや企業の信用度等のクレジットリスクなどのリスクをとって、高いリターンを追求する売買がプロプライアタリー取引 (Proprietary Trade 自己勘定による裁量的売買 略してプロップ取引とも呼ばれる) である。近年、多くの大手投資銀行がトレーディングで積極的にリスクを取り、一層の収益拡大を目指すようになってきていたと言われているが、この分野も関係しているものと考えられる。

主たる費用は、トレーダー等の人件費 (特に業績に応じた報酬体系になっているのが特徴) の他にはトレーディング・システムなどのシステム投資、金融商品の在庫負担、リスク・ヘッジの為に各種のヘッジコスト等であるが、リスクをとる為に損益変動の可能性も大きいことから、リスク吸収力としての資本の厚みが重要となる分野である。

(3) プリンシパル・インベストメント業務 (マーチャントバンキング業務)

これは投資銀行が自らファイナンシャル・インベスターとなって自己勘定による投資活動を行い、リターンを追求するもので、マーチャントバンキング業務とも呼ばれる。比較的早くから行っていた不動産分野での投資に加え、90年代以降ウェイトが高まってきたプライベート・エクイティ・ビジネス (Private Equity 「PE」と略される未公開企業への投資活動) からなる (不動産分野を含めて全体を PE 業務、PE 投資と呼ぶことも多い) 不動産分野の運用収益や、未公開企業の IPO によるキャピタルゲイン等の総合的な投資収益を目指す。

投資先企業による区分では、バイアウト投資 (Buy Out: 企業として定着をみている企業が対象) とベンチャー・キャピタル投資 (Venture Capital: 実績がまだあまりない企業が対象) に分かれる。

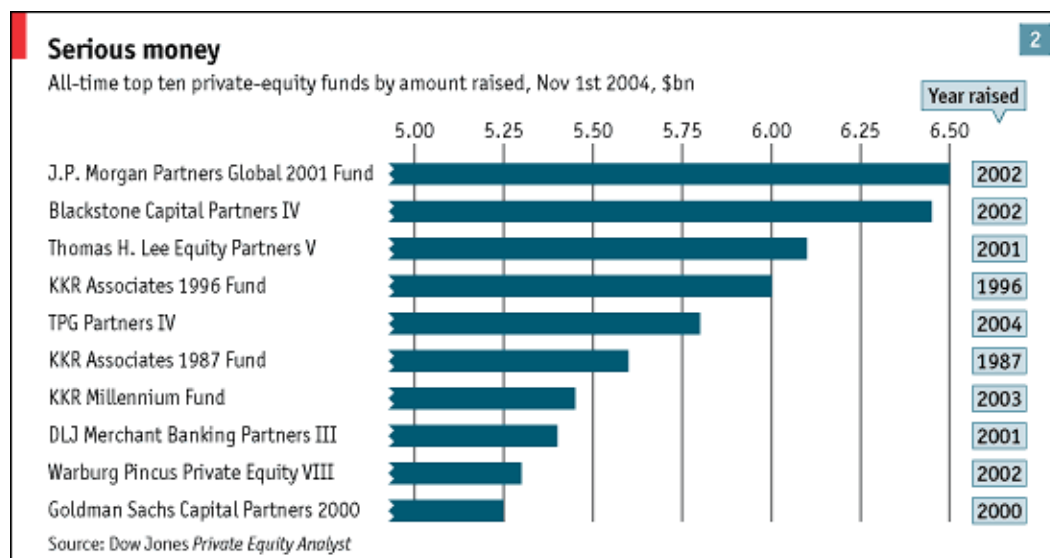
投資の直接・間接の別では、自社が直接に対象企業等に投資をするものと社外の PE ファンドやヘッジファンド、REIT (不動産投資信託) といったファンドに投資をするものがある。更に、社外のファンドへの投資は、自社が中心となって設立した系列ファンドへの投資と、第三者のファンドへの投資とに分けられる。系列ファンドは投資銀行が中心的な割合の出資をし、外部の LP (Limited Partner: リミテッドパートナー) からの出資を含めた金額をファンド総額として組成される。投資銀行が GP (General Partner: ジェネラルパートナー) として運用管理を受託するのが一般的で (アセットマネジメント業務となる) 投資銀行にはファンド総額の 1~2% 程度の年間マネジメントフィーが入る他、利益が上がった場合にも協定で定められた配分に従った配金が入る。他方、第三者のファンドへの投資の場合には投資銀行が LP として一般投資家的な位置づけに留まることが多いと思われる。

PE ファンド業界では世界全体で少なくとも 2700 以上のファンドがあると言われている。KKR (Kohlberg Kravis Roberts) Blackstone、Carlyle 等の独立系ファンドと投資銀行の系列ファンドを比べると、投資銀行の PE ファンドはやや後発にあたるが、次ページのグラフにあるように、独立系大手ファンドと並び、PE 業界でもトップクラスの額のファンドを組成している投資銀行もある。投資銀行は投資家と他の業務での取引関係を有しており、資金集めにも有利な

面がある。

ファンド組成に際し独立系ファンドは GP の出資が通常は僅か（1%程度）であるのに対し投資銀行系 PE ファンドは GP（投資銀行）の出資割合が総体的に高いと言われている。また、独立系の PE ファンドでは創業者等のキーパーソンが軸になっていることが多いのに対し、投資銀行系 PE ファンドは企業組織的な運営の色彩が強いと言われている。

一方で、独立系 PE ファンドも投資銀行系列ファンドも、それぞれ単独での投資をする他、1件あたりの投資額上限制限等の関係での他のファンドと共同で投資をする場合もある。



（出所：The Economist 2004.11.27号）

投資銀行の PE 業務は、投資による直接的な投資収益が業務の根幹であり、これに加えて、GP としてのファンド運営手数料等の収益を期待できることとなるが、企業への投資に伴いその後発生してくる各種の投資銀行業務を獲得する(deal sourcing)ことにも大きな狙いがある。例えば、投資先企業が資本負債構造を変更する(Recapitalization)一環で行う社債発行の引受、株式 IPO のアレンジ、事業再構築の為に特定の事業部門や会社全体の M&A のアドバイザー等である。

なお、第2章以下で触れるが、PE ファンド業界の成長に伴い、投資銀行の同業界とのビジネスも拡大し、投資銀行の重要な収益源の一つになってきていることを受けて、投資銀行が独立系 PE ファンドとの競合関係を回避すべく社内に抱えていた PE ファンドを外部にスピン・オフさせるケースも増えてきている。

（4）アセットマネジメント業務

アセットマネジメントは、資金の運用管理受託、投資顧問業務である。ミューチュアル・ファンド（Mutual Fund 投資信託）の組成・運用受託、機関投資家や高額富裕層等の特定の資金運用の受託などがある。当分野は運用管理残高等に応じた手数料収入が基本であり、収入の損益変動の振れが小さい。総じて、投資銀行の他の業務分野は市場環境や運用の巧拙如何で収支のボラティリティが大きい。投資銀行は従来続けてきたパートナーシップ制から資本調達力強化の為に次々に公開企業に移行してきており¹¹、株価の安定化を意識せざるを得なくなっている

¹¹ Goldman Sachs の IPO (1999年5月) をもって主要な企業が殆ど公開企業となっている。また、M&A advisory 業務に特化した投資銀行 Lazard が現在、公開を検討中である。

が、アセットマネジメント業務は、収益安定化を補完する効果があると考えられ、運用受託資産の金額を積み上げていけるかどうかのポイントとなる。

なお、運用にあたってのトレードの発注に際しては、自社のトレーディング部門等の利用には一定の制約が掛かっており（例えば、自社の引受部門で売れ行きが悪く在庫となってしまった証券をアセットマネジメント部門で吸収させるといった適切でないトレードの予防の為）例えば、Merrill Lynch の運用部門の最大のトレード発注先が同業他社の Goldman Sachs であるといったケースがあると言われている。

（５）その他の金融サービス業務

投資銀行はその他に上記の各業務に係る様々な金融サービスを行っている。例えば、レポ取引（短期の証券貸借）や、プライムブローカレッジ業務（prime brokerage：顧客である投資家の金融取引・資産管理のオペレーションに関するバック・オフィスの機能（取引の遂行、資金決済管理、帳簿管理・報告、証券保護預かり等）の提供）委託証拠金等の融資などである。

また、近年は銀・証の垣根の実質的な撤廃を受けて、商業銀行的なクレジット供与機能（クレジット・コミットメントや実際のローン資金の提供等）も拡充させてきている。

2 投資銀行の業務区分の見方

投資銀行の業務は以上のように区分できるが、アニュアルレポート等の開示資料では各社がそれぞれ独自の部門区分を用いている。参考までに、ホールセール業務に特化している点で代表的である Goldman Sachs の部門区分と同社による各業務内容の説明を次ページに示してみる（2005. 2. 8 付け同社 SEC Filing Form 10-K による）。

投資銀行業務、トレーディング&自己勘定投資、アセットマネジメント&証券関連サービスの3部門に区分されているが、一つのビジネスから発生する収入・損益が複数の部門に分かれて帰属することも多い。例えば、前述のように、引受時の手数料収入は投資銀行部門の収入となるが、引受の直後からセカンダリーマーケットに移行し、そのマーケット・メイクで発生する取引はトレーディング&自己勘定投資部門で認識される。系列の PE ファンドに係る資産残高に対し一定の料率で収受するマネジメント手数料はアセットマネジメント&証券関連サービスに帰属する一方、PE ファンドの運用収益から出資者として得られる利益分配金はトレーディング&自己勘定投資部門で認識されている。

PE ファンドと並んで最近伸びが顕著なヘッジファンド（Hedge Fund）との取引全体が、プライムブローカレッジと略称されることもあるが、プライムブローカレッジ業務それ自体は、資金決済管理、帳簿管理・報告、証券の保護預かり等からなるバック・オフィス機能の提供であり、アセットマネジメント&証券関連サービスの収入となっている。一方で、ヘッジファンドとの各種金融商品の売買に伴う収入・損益は株式の売買委託手数料を含めトレーディング&自己勘定投資部門で認識されることになる。このように収入・損益の帰属が実質的には複数部門にまたがる点は、他の投資銀行でもよくみられることと思われる。

また、各社間で扱いが違う部分もあり（例えば、M&A アドバイザリーに付帯して獲得したビジネス収入をどこまで含めるか等）留意が必要である。総じて、各社間で類似の部門を比較する場合でも細かく見ればある程度の差異を抱えた上での比較とならざるを得ない

以上、第1章では投資銀行の業務内容を概観した。次に、第2章では、投資銀行の近年の業況を全体および業務部門別についてみていきたい。

(投資銀行の業務部門区分の例 Goldman Sachs のケース)

Business Segment/Component 部門区分	Primary Products and Activities 主要業務
Investment Banking: 投資銀行業務 Financial Advisory アドバイザリー業務 Underwriting 引受業務	<ul style="list-style-type: none"> ・ M&A アドバイザリー・サービス ・ 財務戦略アドバイザリーサービス ・ 株式・債券の引受
Trading and Principal Investment トレーディング&自己勘定投資 FICC (Fixed Income, Currency and Commodities) 債券・為替・商品 Equities 株式 Principal Investments 自己勘定投資	<ul style="list-style-type: none"> ・ 商品・同デリバティブ(発電ビジネスを含む) ・ クレジット商品(投資適格債券、ハイイールド債券、銀行ローン、地方債、エマージング(発展途上国)市場デット(debt)、これらのデリバティブを含む) ・ 通貨・同デリバティブ ・ 金利商品(デリバティブ、各国国債を含む) ・ 短期金融市場商品 ・ モーゲージ・バック(mortgage-backed)¹²証券・ローン ・ 株式・同デリバティブ ・ 株式・先物・オプションの決済サービス ・ 株式・オプションのマーケットメイキング(スペシャリスト¹³経由を含む) ・ マーチャントバンキング業務に係る自己勘定投資 ・ 三井住友ファイナンシャルグループ優先株式への投資
Asset Management & Securities Services アセットマネジメント&証券関連サービス Asset Management Securities Services	<ul style="list-style-type: none"> ・ 機関投資家・高額富裕層(high-net-worth)向けの主要な資産種類(短期金融商品、債券・為替、株式、代替投資を含む)をカバーするアセットマネジメントサービス ・ マーチャントバンキングファンドの運用 ・ 委託証拠金(先物信用取引)等の融資(margin lending) ・ プライムブローカレッジ業務(prime brokerage) ・ レボ取引(securities lending)

¹² 住宅ローン(Mortgage)を裏打ち資産とする。

¹³ NYSE(ニューヨーク証券取引所)独自のスペシャリストと呼ばれる取引所メンバーが独占的に行う取引突き合わせ機能。

第2章 投資銀行の最近の収益状況と主なビジネス部門の概観

米国の投資銀行の収益状況は、米国経済が1990年代を通じて概ね好調さを持続し拡大したのに平仄を併せ90年代末まで順調に収入、利益を拡大させ、ITバブルの頂点を迎えた1999年～2000年にかけてそれまでの最高となる収益を計上した。その後、2001年～2002年になるとバブルが破綻、米国経済が落ち込み、エンロン・ワールドコムに代表される企業不祥事・企業破綻の多発、これらに投資銀行の関与があったことを受けての罰則の賦課・規制強化などが続いた。この時期には投資銀行の主要顧客である企業・発行体も過剰負債の削減に迫られる等でM&A等の投資銀行業務も大きく落ち込む一方、株価も冴えず、投資銀行の収益環境は厳しい時期が続いた。

しかし、米国経済も2003年頃から回復基調に入り、企業のセンチメントや株価も回復基調に入り、他方で、金利はデフレ対策等もあって史上最低水準まで低下、且つ、長短金利差が大きい状態で（イールドカーブが立った状態で）推移したこと等から、投資銀行の収益状況も改善に転じ、2004年度決算では多くの投資銀行で史上最高益を更新するまでに至った。

2005年は断続的に金利上昇が進むと予想されており、金利面および企業のクレジット面では展開に留意を要する局面に入りつつあるが、他方で、積極的な展開を指向する企業のM&A活動の高まり等ポジティブな雰囲気も継続している状況にある。

本章では、バブル崩壊から現在に至るまでの投資銀行の収支状況を全体と部門別に概観し、特に、最近の収益回復に寄与したと思われる幾つかのポイントにも触れつつ、その中身を見てみたい。

1 主要投資銀行の概要

(1) 企業規模等の概観

はじめに、主要な投資銀行・ユニバーサルバンクの収支・資産規模等の概要を示しておきたい¹⁴。会社全体の規模は伝統的な投資銀行とユニバーサルバンクでは相当の格差があるが、ユニバーサルバンクの投資銀行部門自体は伝統的な投資銀行の活動規模と似たような水準にある¹⁵。

表5 主要投資銀行の概要

(単位:百万ドル)

		純収入	純利益	総資産	株主資本	受託運用 資産(10億 ドル)	従業員数 (人)	株価(ドル 2004/12 末)	株価時価 総額
投資 銀行	ML	22,023	4,436	496,316	28,950	501	50,600	59.8	55,532
	MS	23,765	4,486	775,410	28,206	547	53,284	55.5	60,350
	GS	20,550	4,553	531,379	25,076	452	20,722	104.0	50,344
	LB	11,576	2,369	357,168	14,920	137	19,579	87.5	23,987
	BS	6,813	1,345	212,168	7,470	35	10,961	102.3	10,476
ユニバー サルバ ンク	Citigroup	86,190	17,046	1,484,101	109,291	514	275,000	48.2	250,042
	(CGIB)	21,774	2,038	762,960					
	JP Morgan Chase (Investment Bank)	43,097	4,466	1,157,248	105,653	791	160,968	39.0	139,034
		12,065	2,948	473,121					

(注) CitigroupのCGIB(Global Corporate & Investment Bank 大企業取引)部門とJP Morgan ChaseのInvestment Banking部門は参考までに掲示。比較のベースは同一ではない。受託運用資産(Asset under Management)は該当部門のみの数値。MLとBSの総資産、株主資本、Citiの従業員数は2003年。株価時価総額はCommon shareベース。(出所)各社資料

¹⁴ 当該企業のグローバルな金融機関群における位置づけは付表1～2を参照。

¹⁵ 以下の各表では各社を以下のように略している。ML(Merrill Lynch)、MS(Morgan Stanley)、GS(Goldman Sachs)、BS(Bear Stearns)、Citi(Citigroup)、JP(JP Morgan Chase)。

(2) 近年の収支状況

主要な投資銀行の近年の収益推移は表6の通りである。全体として、ITバブルのピークを受けて各社とも2000年にそれまでの最高益を計上、その後の収益低迷を経て、従業員の削減も続く中、2003年には回復基調となり、多くの投資銀行で2004年に2000年を上回る最高益を更新している。但し、前回のピーク時の2000年と直近期の2004年を比較すると、各社によって伸びや回復の度合いが異なっている。

表6 投資銀行各社の収入・利益・従業員数の推移

		(単位:百万ドル)	1999年	2000	2001	2002	2003	2004	04/00 (%)
投資銀行	純収入	ML	22,119	26,571	21,684	18,436	19,868	22,023	-17.1
		MS	21,681	26,163	22,087	19,127	20,857	23,765	-9.2
		GS	13,345	16,590	15,811	13,986	16,012	20,550	23.9
		LB	5,340	7,707	6,736	6,155	8,647	11,576	50.2
		BS	4,502	5,476	4,907	5,128	5,994	6,813	24.4
		計	66,987	82,507	71,225	62,832	71,378	84,727	2.7
		前年比	-	23.2	-13.7	-11.8	13.6	18.7	
	純利益	ML	2,414	3,444	-335	1,710	3,836	4,436	28.8
		MS	4,791	5,456	3,521	2,988	3,787	4,486	-17.8
		GS	2,708	3,067	2,310	2,114	3,005	4,553	48.5
		LB	1,132	1,775	1,255	975	1,699	2,369	33.5
		BS	673	773	619	878	1,156	1,345	74.0
		計	11,718	14,515	7,370	8,665	13,483	17,189	18.4
		前年比	-	23.9	-49.2	17.6	55.6	27.5	
	従業員数(人)	ML	67,900	71,600	57,100	50,900	48,100	50,600	-29.3
MS		55,288	62,679	61,319	55,726	51,196	53,284	-15.0	
GS		15,361	22,627	22,677	19,739	19,476	20,722	-8.4	
LB		8,893	11,326	13,090	12,343	16,188	19,579	72.9	
BS		10,081	11,201	10,452	10,574	10,532	10,961	-2.1	
計		157,523	179,433	164,638	149,282	145,492	155,146	-13.5	
	前年比	-	13.9	-8.2	-9.3	-2.5	6.6		
ユニバーサルバンク	純収入	Citigroup	54,809	63,572	67,367	71,308	77,442	86,190	35.6
		JP Morgan	31,146	33,186	29,344	29,614	33,384	43,097	29.9
		計	85,955	96,758	96,711	100,922	110,826	129,287	33.6
		前年比	-	12.6	0.0	4.4	9.8	16.7	
	純利益	Citigroup	11,243	13,519	14,126	15,276	17,853	17,046	26.1
		JP Morgan	7,501	5,727	1,694	1,663	6,719	4,466	-22.0
計		18,744	19,246	15,820	16,939	24,572	21,512	11.8	
	前年比	-	2.7	-17.8	7.1	45.1	-12.5		

(注) 投資銀行の囲みは純収入、純利益の過去最高額。BSの1999年は99/6期。(出所) 各社資料

伝統的な投資銀行5社とユニバーサルバンク2社を比較すると、収入面ではリテール金融部門の好調やM&Aによるグループの拡大(ex. JP Morgan Chaseは2004/7 Bank Oneと合併)を受けてユニバーサルバンク2社を合わせた方が持続的に拡大している。利益面でも投資銀行5社の方が振幅が大きい。ユニバーサルバンク2社は2004年にはワールドコム関連訴訟費用等の一時的と見られる巨額の引当計上の影響が大きく、最終損益は減益となったが、これを除き実質的にみると増益基調であった。

(3) 主要各社の概要

ユニバーサルバンクと伝統的な投資銀行との最も大きな違いは、リテール銀行部門の有無と企業貸出(ホールセール)の度合いである。企業貸出は近年は伝統的な投資銀行も防衛的に対

応しつつあるが、商業銀行を核とするユニバーサルバンクのレベルには到底及ばない。

伝統的な投資銀行 5 社の中でも、従来より広範なリテール証券網を事業の基盤にして成長してきた Merrill Lynch および 1997 年の Dean Witter との合併でリテール証券網および Discover Card 部門を抱えることとなった Morgan Stanley はホールセール証券とリテール証券を併せ持つ事業部門を持つのに対し、Goldman Sachs 以下の 3 社は高額富裕層の個人投資家とのビジネスは行うものの、基本的な領域はホールセール証券部門となっている。

表 7 各金融機関の業務領域と部門別収支構成

セグメント	ホールセール証券				資産運用管理	リテール証券	リテール銀行・カード等
事業	企業貸出	投資銀行	トレーディング	ブローカレッジ	ファンド運用・プライベートバンキング	ブローカレッジ	
主要顧客	発行体・企業等		機関投資家 ヘッジファンド PEファンド等		(富裕層)	個人投資家等	
主な収益	利鞘	手数料等投資銀行収益	売買損益 投資損益	委託手数料	資産運用管理収入		委託手数料
ML	Global Markets & Investment Banking				ML Investment Managers	Global Private Client	
MS	Institutional Securities				Investment Management	Individual Investors Group	Credit Services
GS	Investment Banking	Trading & Principal Investments	Securities Services & Asset Management				
LB	Investment Banking	Capital Markets			Client Services		
BS	Capital Markets		Global Clearing Services	Wealth Management			
Citigroup	Global Corporate & Investment Bank (GCIB) / Proprietary Investment Activities				Global Investment Management	Global Wealth Management (Private Client Services)	Retail Banking等
JPMorgan	Investment Bank/Treasury & Securities Services/ JP Morgan Partners				Investment Management & Private Banking		Retail Banking等

(出所) 大和総研アメリカ 村木正雄氏資料を参考に作成

2004年 (ML従業員のみ2003年) (単位:百万ドル, %)		純収入		税前利益		従業員
ML	Global Markets & Investment Banking (GMI)	11,022	50.0	3,869	66.4	10,300
	Global Private Client (GPC)	9,831	44.6	1,873	32.1	30,200
	Merrill Lynch Investment Managers (MLIM)	1,581	7.2	460	7.9	2,600
	調整等	-411	-1.9	-366	-6.3	
全社		22,023	100.0	5,826	100.0	48,100
MS	Institutional Securities	13,063	55.0	4,097	61.3	
	Individual Investor Group	4,615	19.4	371	5.5	
	Investment Management	2,738	11.5	827	12.4	
	Credit Services	3,634	15.3	1,272	19.0	
調整等	-285	-1.2	118	1.8		
全社		23,765	100.0	6,685	100.0	53,284
GS	Investment Banking	3,374	16.4	401	6.0	
	Trading and Principal Investments	13,327	64.9	5,040	75.5	
	Asset Management & Securities Services	3,849	18.7	1,419	21.3	
全社		20,550	100.0	6,676	100.0	20,722
LB	Investment Banking	2,188	18.9	587	16.7	
	Capital Markets	7,694	66.5	2,526	71.8	
	Client Services	1,694	14.6	424	12.1	
全社		11,576	100.0	3,518	100.0	19,579
BS	Capital Markets	5,353	78.6	2,003	99.1	
	Global Clearing Services	910	13.4	382	18.9	
	Wealth Management	626	9.2	67	3.3	
	調整等	-77	-1.1	-430	-21.3	
全社		6,813	100.0	2,022	100.0	10,961

(出所) 各社資料

2 投資銀行業務（M&A 等アドバイザー業務、引受業務）

（1）投資銀行業務のウェイト

M&A 等アドバイザー業務や株式・債券の引受業務からなる投資銀行業務は投資銀行の業務の中で、その名前的一致もあって投資銀行を代表するとみられている業務である。資産運用等のその他の業務が投資銀行以外の金融主体（機関投資家、PE ファンド等）でも行われているのに対し、投資銀行業務はユニバーサルバンクを含む投資銀行がほぼ専ら行っている業務である。しかし、代表的業務とのイメージの割には、現時点での投資銀行の収入・利益の全体に占めるウェイトは意外なほど小さくなってきている（表8）（各社の経営数値細目は付表に掲載）。

ホールセールに特化している Goldman Sachs および Lehman Brothers の収入構成比をみると、投資銀行業務が 2004 年で 16～18% 台まで低下してきており、代わってトレーディング業務（プリンシパル投資業務を含む）が 65～67%、アセットマネジメント業務やプライムブローカレッジ等の各種サービス業務が 15～19% へとウェイトを高めてきている（Goldman Sachs に至っては、税前利益に占める投資銀行業務のウェイトは 6% にまで低下してきている）。リテール証券部門も抱える Merrill Lynch、Morgan Stanley については投資銀行業務のウェイトは更に 13% 程度と低くなる。また、両社のホールセール証券部門の中での投資銀行業務とトレーディング業務の収入を対比してみると、Goldman Sachs および Lehman Brothers と同様にトレーディング業務の収入が投資銀行業務をはるかに上回る状況にある。

表8 投資銀行業務の収入ウェイト

(単位:%)

		1999年	2000	2001	2002	2003	2004
ML	Global Markets & Investment Banking (GMI)			47.4	45.7	50.3	50.0
	うち Investment Banking			14.5	11.7	10.9	12.8
	うち Global Markets					39.4	37.3
	全社			100.0	100.0	100.0	100.0
MS	Institutional Securities				47.7	53.8	55.0
	うち Investment Banking				11.4	10.0	12.7
	うち Sales & trading revenues				35.4	42.9	40.5
	全社				100.0	100.0	100.0
GS	Investment Banking		32.4	24.3	20.2	16.9	16.4
	Trading and Principal Investments			60.5	61.8	65.2	64.9
	Asset Management & Securities Services			15.2	17.9	17.8	18.7
	全社		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
LB	Investment Banking	31.2	28.3	28.6	28.1	19.9	18.9
	Capital Markets	57.9	60.8	59.7	58.8	69.6	66.5
	Client Services			11.7	13.1	10.5	14.6
	全社	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 会社資料

但し、投資銀行業務は収入等の面で 2 割を切るまでに至っているが、M&A アドバイザーがその他の各種のビジネスを併せてもたらすことが多いことや、株式・債券の引受とトレーディングが密接な関係にあることから、社内における投資銀行業務の重要性は上記の金額シェアを遙かに上回るものがあると考えられる。

各社の投資銀行業務の収入構成比を最近 3 年度の平均でみると表 9 の通りである。各社の部門別のウェイトの違いが伺える。伝統的な投資銀行とユニバーサルバンクを全般的に比べると、投資銀行の方は相対的に M&A、株式引受のウェイトが大きく、ユニバーサルバンクは債券引受のウェイトが大きい。投資銀行 4 社の中では Goldman Sachs の M&A のウェイトが目立つ

ており、また従来“ボンド・ハウス”と言われてきた Lehman Brothers は債券引受のウェートが大きい。Merrill Lynch、Morgan Stanley の両社は 3 部門が比較的バランスしている。

表9 投資銀行業務の部門別収入構成比 (最近3年度平均) (%)

		M&A	株式引受	債券引受	計
投資銀行	ML	27.4	36.2	36.4	100.0
	MS	38.0	29.5	32.5	100.0
	GS	49.6	25.1	25.3	100.0
	LB	25.1	23.6	51.3	100.0
	4社平均	36.5	28.7	34.9	100.0
ユニバーサル バンク	Citigroup	21.4	24.0	54.6	100.0
	JP Morgan	25.1	20.8	54.2	100.0

(出所) 各社資料 2002年～2004年までの3年度平均 (Citiのみ2003年～2004年の2年度平均)

(2) M&A 等のアドバイザー業務

グローバルなベースでの M&A の金額・件数の推移は表10の通りで、1999年～2000年頃を頂点、2002年頃をボトムとして、近時は回復基調にある。

案件の平均金額をみると2004年は前年に比べ回復しているが、1999年～2000年の水準には遙かに及んでいない。M&A のアドバイザーフィーの料率は、ディールの金額サイズに応じて決まってくる。案件金額が大きくなるにつれフィー料率は小さくなっていき、現状では10億ドル～100億ドルの案件ではディール金額の0.3%程度、1億ドル～5億ドルの案件では0.8%程度とみられているが、前述の通り、主要コストは人件費であり、関与する案件のサイズが大きいほど収益性が高い。M&A のフィー料率の過去10年間のトレンドは極めて緩やかながら料率自体は低下気味で推移してきている¹⁶。アドバイザー・サービスを受ける企業サイドでの金融ノウハウの蓄積が進んできており、フィー水準の抑制材料になっていると思われる。また、プライベート・エクイティ・ファンドなどのように各種のビジネスを少数の投資銀行引に限定して実施する傾向にある顧客層のウェートが高まっていくと、関連ビジネスを含めた総合的な価格交渉が出てきやすいものと推察される。

表10 M&A案件状況 (グローバルベース) (単位:百万ドル)

		1999年	2000	2001	2002	2003	2004
完了ベース	Deal総額	2,419,228	3,588,438	2,173,147	1,298,338	1,150,461	1,504,150
	件数	26,163	26,623	21,219	18,004	19,169	20,818
	平均金額	92.5	134.8	102.4	72.1	60.0	72.3
	前年比	Deal総額		48.3%	-39.4%	-40.3%	-11.4%
アナウンス ベース	件数		1.8%	-20.3%	-15.2%	6.5%	8.6%
	平均金額		45.8%	-24.0%	-29.6%	-16.8%	20.4%
	Deal総額	-	3,461,444	1,751,857	1,231,385	1,336,055	1,951,496
	件数	-	36,890	28,885	25,094	27,906	30,599
前年比	平均金額	-	93.8	60.6	49.1	47.9	63.8
	Deal総額	-	-	-49.4%	-29.7%	8.5%	46.1%
	件数	-	-	-21.7%	-13.1%	11.2%	9.7%
	平均金額	-	-	-35.4%	-19.1%	-2.4%	33.2%

(出所) Investment Dealers' Digest より作成

各社の M&A を中心としたアドバイザー収入の動向も概ね市場全体と同様の傾向にある。同収入がピークであった2000年と最近期の2004年のリーゲテーブル状況をみると表11の通り

¹⁶ Morgan Stanley Equity Research, Industry Overview, "Much Ado about Investment Banking", 2005.2.14

である。

表11 M&A Advisory リーグテーブル

(単位:10億^{ドル})

順位	2000年(完了ベース)				2004年(完了ベース)				2004年(アナウンスベース)			
	アドバイザー	Deal総額	件数	平均金額	アドバイザー	Deal総額	件数	平均金額	アドバイザー	Deal総額	件数	平均金額
1	GS	1,633	381	4.3	GS	492	285	1.7	GS	577	337	1.7
2	MS	1,372	387	3.5	MS	349	273	1.3	JP Morgan	512	397	1.3
3	ML	1,161	301	3.9	JP Morgan	321	324	1.0	Citigroup	485	378	1.3
4	JP Morgan	897	517	1.7	ML	313	199	1.6	MS	382	300	1.3
5	CSFB	878	665	1.3	Citigroup	283	308	0.9	ML	368	222	1.7
6	Salomon SB	608	380	1.6	LB	237	166	1.4	LB	308	176	1.8
7	UBS Warburg	607	279	2.2	UBS	205	247	0.8	Deutsche	247	219	1.1
8	Rothschild	424	202	2.1	Lazard	188	184	1.0	Rothschild	232	269	0.9
9	Lazard	367	173	2.1	CSFB	165	241	0.7	Lazard	230	207	1.1
10	LB	335	212	1.6	Rothschild	143	228	0.6	UBS	219	289	0.8
11	Deutsche	325	248	1.3	Deutsche	129	169	0.8	CSFB	201	271	0.7
12	Dresdner KW	274	128	2.1	BofA	123	82	1.5	ABN Amro	151	160	0.9
13	Bear Stearns	239	78	3.1	BNP Paribas	113	88	1.3	BNP Paribas	102	96	1.1
14	ING Barings	120	141	0.9	ABN Amro	66	135	0.5	BofA	73	109	0.7
15	RBC Dominion	105	43	2.4	Evercore	59	13	4.6	Evercore	60	16	3.7
	市場合計	3,588	26,623	0.1	市場合計	1,504	20,818	0.1	市場合計	1,951	30,599	0.1
	(A) Citi+JP 平均			1.7				1.0				1.3
	(B) GS+MS+ML平均			3.9				1.5				1.5
	(A)/(B)			42.8%				62.5%				83.1%

(注) 網掛けは米国商業銀行系 Salomon SB=Citigroup、BofA=Bank of America (出所) Investment Dealers' Digest より作成

JP Morgan Chase と Citigroup 等のユニバーサルバンク(網掛け)の順位が上昇してきている。総合的な順位だけでなく、案件の規模でも上位を占めてきた投資銀行群との格差が近づきつつある。Goldman Sachs、Morgan Stanley、Merrill Lynch の3社の平均案件規模に対し、JP Morgan Chase と Citigroup の2社の平均規模は2000年には半分未満であったが、2004年のアナウンスベースでは8割を超えるレベルにまで至っている。獲得案件規模が投資銀行とほぼ遜色ないものになってきていることを物語っている。

各社のアドバイザー収入をM&A件数で割り、案件当たりの収入平均値を試算してみると¹⁷、この分野のトップバンクである Goldman Sachs 等で一部高めとなっているが¹⁸、一般的には投資銀行とユニバーサルバンク2社とでさほど大きな差はないとみてよいだろう。ユニバーサル

表12 アドバイザリー収入とM&A案件数

		2003年	2004年
GS	Advisory等収入(A) (百万 ^{ドル})	1,202	1,737
	M&A 件数 (B)	268	285
	A/B = 案件当たり収入(百万 ^{ドル})	4.5	6.1
MS	Advisory等収入	662	1,156
	M&A 件数	230	273
	A/B	2.9	4.2
ML	Advisory等収入	554	679
	M&A 件数	159	199
	A/B	3.5	3.4
Citigroup	Advisory等収入	856	990
	M&A 件数	270	308
	A/B	3.2	3.2
JP Morgan	Advisory等収入	642	939
	M&A 件数	233	324
	A/B	2.8	2.9

(出所) Investment Dealers' Digestおよび各社資料より作成

¹⁷ 厳密には、アドバイザー収入はM&A案件以外にも財務戦略等のアドバイス等に係るものが含まれている。

¹⁸ Goldman Sachs は Investment Dealers' Digest のデータからもディール当たりの平均金額が抜きんでてい

バンクの存在感の拡大は、案件獲得競争の激化をもたらしているものと思われる。

(3) 引受業務

発行市場（株式、債券）の概況

米国およびユーロ市場での公募案件等の株式・債券の発行額の推移は表13の通りである。近年は金額的に9割超を占める債券が増加し、これに株式関係の回復も加わって、2004年の株式・債券を合わせた引受額は過去最高額となっている。株式、債券ともに米国ベースよりもグローバルベースの伸びの方が高い（表13）。

株式関連はIPOおよび追加発行とともに2000年にピークをつけ、ITバブル崩壊を受け急減、2003年に底をうち2004年には急回復してきている。株式発行は、M&A絡みも多く、上述のM&Aの推移と似た動きとなっているとも言える。

	発行額 (10億ドル)				伸び率 (%)		
	2001年	2002	2003	2004	2002年	2003	2004
グローバル 株式・債券 合計	4,112	4,257	5,362	5,693	4	26	6
株式関連 計	421	319	389	506	24	22	30
株式	257	222	224	407	13	1	82
IPOs	92	64	57	136	30	12	140
継続発行 (Non-IPOs)	165	158	167	271	4	6	62
転換社債	164	97	165	99	41	71	40
債券関連 計	3,691	3,938	4,973	5,188	7	26	4
社債 (Investment Grade)	1,367	1,337	1,758	1,922	2	32	9
社債 (High Yield)	85	63	146	163	26	134	12
ABS	443	548	719	1,000	24	31	39
うち CDOs	77	74	85	121	4	15	42
MBS	649	880	1,049	905	36	19	14
うち 米国 株式・債券 合計	2,916	2,859	3,417	3,399	2	19	1
株式関連 計	238	164	188	194	31	15	3
株式	126	104	91	147	17	12	61
IPOs	39	27	16	50	32	39	211
継続発行 (Non-IPOs)	87	77	75	97	11	3	29
転換社債	112	60	97	47	47	62	51
債券関連 計	2,678	2,695	3,228	3,204	1	20	1
社債 (Investment Grade)	668	549	665	689	18	21	4
社債 (High Yield)	78	59	135	141	25	128	5
ABS	374	456	605	857	22	33	42
MBS	597	805	916	729	35	14	20

(注) ABS: Asset-backed Securities, MBS: Mortgage-backed Securities, CDOs: Collateralized Debt Obligations(CBOs CDOs CLOs) 対象: U.S. Public, Rule 144a, domestic and international equity and euro-market issues (出所) Investment Dealers' Digest

債券関連は趨勢的に金利が低下し、さらに金利の低水準が続く環境の下で、グローバルベース、米国ベースともに2003年に発行水準がかなり増加し、2004年もこれに前後する水準となった。

債券の内訳をみると、米国では金利低下、クレジットスプレッドの急速なタイト化のもと、投資適格ゾーンの企業については財務体質改善を優先する指向が続き、社債の伸びは緩やかである一方、ハイイールド社債（格付がBBB未満の企業が発行する社債）については、2003～

る。また、同社は、M&Aに付帯して獲得しているビジネスの収入を同部門に帰属させているとも言われている。

2004年にかけて発行額水準が大きく切り上がっている。

また、住宅ローンを裏付け資産とする MBS は同ローン需要等を背景に 2003 年をピークに急増した。さらに、各種の債権を裏付け資産とする ABS は一貫して増加基調にあり、2004 年には米国において初めて ABS が社債発行額を上回った。ABS は、その一種である CDO に典型にみられるように、リスク・リターンのプロファイルが異なるトランシュ設計等によってニーズの異なる投資家層に分かれて販売されることが多いが、ABS が社債を上回る発行額となってきている点は、これらをアレンジする投資銀行等の機能を考える上でも注目に値すると思われる。

引受関連手数料の状況

2003 年から 2004 年にかけての株式、債券の発行増加傾向を受け、投資銀行等の株式・債券の引受関連手数料も回復傾向にある。表 1 4 は、米国およびユーロ市場の公募を中心とした関連手数料で開示されたものの集計である。

表 1 4 開示された引受関連手数料金額(合計)のランキング

2004年 順位	マネージャー	2003年		2004年		伸び率(%) 04/03
		(百万ドル)	シェア(%)	(百万ドル)	シェア(%)	
1	Citigroup	1,778.0	12.3	1,717.4	11.2	3.4
2	Morgan Stanley	1,199.8	8.3	1,377.4	8.9	14.8
3	Goldman Sachs	1,010.8	7.0	1,159.0	7.5	14.7
4	Merrill Lynch	1,006.4	7.0	1,141.2	7.4	13.4
5	JP Morgan	1,046.7	7.2	1,041.4	6.8	0.5
6	CSFB	910.5	6.3	884.5	5.7	2.9
7	UBS	786.3	5.4	809.4	5.3	2.9
8	Lehman Brothers	643.8	4.5	743.0	4.8	15.4
9	野村證券	576.3	4.0	670.2	4.4	16.3
10	Deutsche Bank	636.2	4.4	524.1	3.4	17.6
上位10社 計		9,594.8	66.4	10,067.6	65.4	4.9
市場 合計		14,444.7	100.0	15,400.6	100.0	6.6

(出所) The Wall Street Journal 2005.1.3付け (データはThomson Financial)

表 1 4 では私募発行等のカバーが不足している。これらを含み投資銀行各社が引受関連収入として計上している金額を整理したものが次頁の表 1 5 である。

時系列的には、2000 年にピークを打ち、2002 年を底とし、2003 年、2004 年と回復してきた。投資銀行 4 社の 2003 年の回復は債券引受の回復に負うところが大きく、2004 年は債券の引き続きの伸びに加え、IPO の回復などを受けた株式関連引受の伸びが目立った。Citigroup、JP Morgan のユニバーサルバンク 2 社は、2003 から 2004 年にかけては、共に株式引受が伸び、債券については Citigroup が減少する一方で、JP Morgan は 2004 年 7 月に Bank One を合併した効果もあり増加している。

注目されるのは、引受関連収入のユニバーサルバンクと伝統的な投資銀行とのシェアの推移である。2000 年以降の比較が可能な JP Morgan と Goldman Sachs を比べると、2000 年では JP Morgan の手数料合計額は Goldman Sachs に及ばなかったが、2004 年には JP Morgan の引受収入は Goldman Sachs の 1.7 倍近くになっている。ユニバーサルバンク 2 社と投資銀行 4 社を合わせた引受関連収入に占める Citigroup、JP Morgan の 2 社のシェアは、投資銀行の復調が目立った 2004 年段階で、債券では 52%と過半を占め、投資銀行がまだ総体的に強みを残している株式でも 36%に至っている。

1999 年の通称グラム・リーチ・ブライリー法により実質的に銀行・証券の垣根が撤廃されたことを背景としつつ、M&A アドバイザリー業務や引受業務への主要商業銀行を抱える金融グループのシェア拡大が進んできていた。ユニバーサルバンクはクレジット供与能力や幅広い金

融サービスを包括的に提供できる立場を活用し、これまでは収益的に旨味があると言われてきた引受等の投資銀行業務を広げてきたと言われている（第3章参照）。2004年にかけては株式関係の好調もあって投資銀行の回復がみられ、引受業務におけるユニバーサルバンク系のシェア拡大は一段落の観がある。

このシェア拡大の一服状態を、組織の巨大化に伴う利益相反の可能性の広がりや組織管理効率化の低下といったユニバーサルバンクの構造的要因に基づく注目すべき現象とみるべきか、あるいは一時的、循環的なものと片づけるかは現時点では判断が難しく、今後をみていく必要がある。しかし、程度の差はあってもユニバーサルバンクのシェア拡大圧力自体は引き続き続いていく可能性が高いと思われる。

表15 投資銀行の引受関連収入金額

(百万ドル)		1999年	2000	2001	2002	2003	2004	伸び率(%) 04/03	ウェイト(2004年)(%)		
									合計	株式	債券
投資銀行	ML			2,036	1,452	1,615	2,132	32.0	16.1		
	株式			1,343	820	762	994	30.4		18.9	
	債券			693	632	853	1,138	33.4			14.3
	MS				1,218	1,434	1,852	29.1	14.0		
	株式				543	640	993	55.2		18.9	
	債券				675	794	859	8.2			10.8
	GS		2,779	1,766	1,331	1,509	1,637	8.5	12.4		
	株式				734	678	819	20.8		15.6	
	債券				597	831	818	1.6			10.3
	LB	1,160	1,402	1,333	1,306	1,343	1,562	16.3	11.8		
	株式	456	817	440	420	363	560	54.3		10.6	
	債券	704	585	893	886	980	1,002	2.2			12.6
	BS			378	405	456	497	9.0			
小計(除BS)				5,307	5,901	7,183	21.7	54.4			
株式				2,517	2,443	3,366	37.8		64.0		
債券				2,790	3,458	3,817	10.4			48.0	
再計(含BS)				5,712	6,357	7,680	20.8				
ユニバーサルバンク	Citigroup					3,497	3,295	5.8	24.9		
	株式					962	1,108	15.2		21.1	
	債券					2,535	2,187	13.7			27.5
	JP Morgan		2,623	2,364	2,007	2,248	2,732	21.5	20.7		
	株式		859	525	464	699	785	12.3		14.9	
	債券		1,764	1,839	1,543	1,549	1,947	25.7			24.5
	小計					5,745	6,027	4.9	45.6		
株式					1,661	1,893	14.0		36.0		
債券					4,084	4,134	1.2			52.0	
合計(除BS)					11,646	13,210	13.4	100.0			
株式					4,104	5,259	28.1		100.0		
債券					7,542	7,951	5.4			100.0	
再計(含BS)					12,102	13,707	13.3				

(注)データ開示があり最新収入区分でトレースできるデータを整理。債券にはシンジケート・ローン等手数料を含む場合がある(出所) 各社資料(annual report, Form 10-K, Form 10-Q)

引受業務の収益性

株式・債券の発行金額の増加に伴い、引受業者の引受手数料も足下は増加してきたが、引受業務の収益性となると、長期的には徐々に低下しつつあるようである。

例えば、米国での社債市場(公募債等)では2004年も発行総額が伸びを示したにも拘わら

ず（投資適格社債 2003 年 6,650 億ドル 6,886 億ドル 3.5%増、ハイイールド社債 1,347 億ドル 1,408 億ドル 4.6%増）その開示された引受関連手数料は、逆に減少している（投資適格社債 24.9 億ドル 16.6 億ドル 33.5%減、ハイイールド社債 1,347 億ドル 1,408 億ドル 11.3%減）（付表 5 参照）。ハイイールド社債の引受スプレッドの水準は 2.417%（1994 年） 2.083%（2002 年） 1.887%（2004 年）と趨勢的に低下してきている¹⁹。ハイイールド社債の領域は引受スプレッドが開示されている公募債等以外の私募も多い分野で、全体の引受手数料は 2,650 百万ドルにもなるとの見方もあるが、私募の分野も同様の傾向にあると見られている²⁰。

また、株式関連でも株式の IPO 発行が最も厚い引受スプレッドを維持しているものの、株式の継続発行や転換社債の引受スプレッドも近年では緩やかながら縮んでいく傾向にある²²。

引受業務は以前にはリスクテイクの色彩が強い業務とみなされていたが、近年はその度合いが薄まり、かなりコモディティ化してきていると指摘する市場関係者もいる。確かに、市場評価の実績に乏しい企業の株式 IPO のように適正な価格を見極めていくのが容易でない場合を別として、企業実績があり、市場評価が定着しているような企業の場合にはその企業の調達に関する値付け（プライシング）もさほど困難ではなく、市場の発展に伴って引受リスクのマネージも容易になってきているところがあるように思われる。業務の質の変容が進行しつつあるとする見方に立てば、引受スプレッドが低下しているのは、競争の激化に加えて、ビジネスのコモディティ化の進行に伴う付加価値の低下に見合うものと言えなくもない。

以上、まとめれば、M&A 等のアドバイザリー業務と株式・債券の引受業務が中心となる投資銀行業務は伝統的な投資銀行が主要な領域としてきた部門であるが、近年は、Citigroup、JP Morgan Chase に代表される有力商業銀行を抱えるユニバーサルバンクがクレジット供与機能等を武器に積極的に進出してきた分野であり、競争も一層厳しくなっている。

収益性という点では、M&A でのフィー水準および引受についての引受スプレッドは、競争の激化や一部業務のコモディティ化の進展等も背景としつつ、共に低下傾向が伺われる。投資銀行業務は、投資銀行業界の看板部門ではありながらも、全体の収支における意味合いは徐々に低下しているのである。

¹⁹ Investment Dealer's Digest 2005.1.17 号

²⁰ 同上

²¹ ハイイールド社債は発行額は投資適格社債の約 2 割（米国）にとどまっているが、発行企業の信用度が低い為に引受スプレッドも投資適格債に比べて厚い他、セカンダリー市場に移行した後の売買での bid-offer のスプレッドも厚く（最低でも 25 セントはあり、特に流動性の乏しいものになると 1 ドルの声を聞くととも言われる）。また、価格変動も大きいことやレバレッジド・ローン（投資適格未満の企業向けのローン）等との裁定取引などが行われ易いことなどから、引受業者にとってのビジネス機会が広がり易い金融商品とみられている。シンジケート・ローンの中でもセカンダリーの取引が多い分野はレバレッジド・ローンの領域であり、格付が投資適格ゾーンの企業のシンジケート・ローンのセカンダリー取引はこれに比べれば相対的には多くないとみられている（当該分野については、「米国における一般事業会社の負債調達の概観～シンジケート・ローンを中心として～」（日本政策投資銀行ニューヨーク事務所 No.83 2003 年 10 月）「米国レバレッジド・ローンと市場型間接金融」（財界観測 2004 年秋号（株）野村資本市場研究所 関雄太氏）を参照）

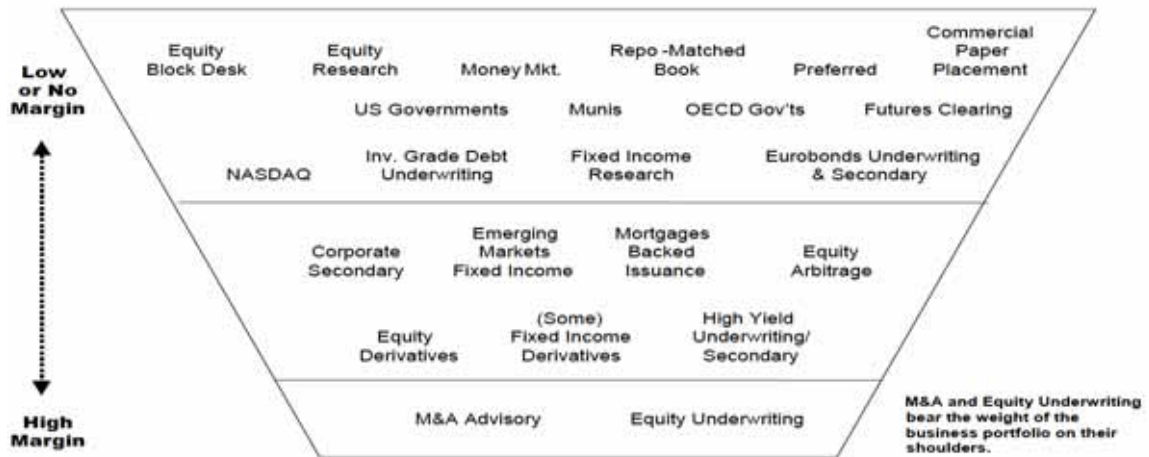
²² Morgan Stanley Equity Research, Industry Overview, "Much Ado about Investment Banking", 2005.2.14

(参考)

米国の金融リサーチ会社 Sanford Bernstein 社は投資銀行業務および次節のトレーディング業務に属する各種の金融商品・ビジネス分野についてその収益性の格差を次頁の図のように示している²³。M&A アドバイザリー業務や株式引受に代表される相対的に少数の収益性の高いビジネスが、数多くの収益性の低い、あるいはコストセンターとなっているその他の分野を支えているとしており、M&A 等に代表される複雑なもの、価格の発見がより難しいものほど収益性が高いことが示されている。

但し、M&A や株式引受等の収益性の高いビジネスといえども、多くの場合に時間経過とともにコモディティ化の道を辿り易い金融商品の宿命と無縁ではありえないとみておくべきであり、投資銀行は常に収益性の高い分野を探していくことを宿命付けられているとも言えるであろう。

Cross Subsidization - Low Return Businesses are Supported by a Declining Number of High Margin Businesses



²³ SIA(Securities Industry Association) Operation Update Conference(2004.11.19)での Sanford Bernstein 社プレゼン資料”The U.S. Securities Industry, Looking at 2005-A Good But Not Great Environment”

3 トレーディング業務

(1) トレーディング業務のウェートと内訳

上述のように現在の投資銀行の収入・利益の中心となっているのはトレーディング部門である。ホールセールに特化している Goldman Sachs および Lehman Brothers の全収入に占める同部門の構成比(プリンシパル投資業務を含む)は2004年で65~67%、税前利益に占めるウェートは7割を占め、リテール証券部門も抱える Merrill Lynch、Morgan Stanley も同様にトレーディング業務の収入が投資銀行業務の3倍を上回る状況にある。

トレーディング部門については、投資銀行業務に比べると、含まれているビジネスの幅が広いために外部者にはそのウェート構成や何が収益源になっているのかが分かりにくい分野である。一般的な開示区分としては、Equity 部門と Fixed Income 部門とに分かれている。前者は株式関連ビジネス、後者は債券関連を中心としながらもこれに通貨、コモディティ(エネルギー関連等各種商品)等を合わせ、株式関係を除くその他一式といった括りになっていることが多い。ちなみに、Goldman Sachs では第1章でみたように、トレーディング部門を FICC(Fixed Income, Currency and Commodities) 債券・為替・商品と Equities 株式に分け、部門別収益は Principal Investments 自己勘定投資を含めたベースで開示している。

業界全体の各分野の収入状況をまとめるのは容易ではないが、Morgan Stanley が主な投資銀行ビジネスを行っている金融機関を包括的に整理したと思われる数値を示している(表16)。これによれば対象金融機関の投資銀行関連収入の全体が2004年の実績で1,800億ドル(約18兆円)、M&A・引受の投資銀行業務が全体の約1/4(約450億ドル)、残りの約3/4がトレーディング等で、そのうち株式関連が全体の1/4、債券・通貨・商品等が2/4という構成になっている。

表16 投資銀行の投資銀行業務とトレーディング等の収入合計額 (単位:10億ドル)

		2004年		2005(予想)	伸び率%	内訳
Fixed Income	Rates	21.4	11.9	19.9	-7.0	Swap等金利物
	Mortgages	12.2	6.8	8.6	-29.5	住宅ローン等証券化商品
	Credit	27.0	15.0	25.2	-6.7	社債等クレジット物
	FX	16.2	9.0	15.3	-5.0	通貨
	Commodities	7.7	4.3	7.3	-5.2	商品
	Other	10.4	5.8	9.0	-13.5	
	Total	93.2	51.8	85.3	-10.0	
Equities	Cash Equities	16.9	9.4	19.0	12.4	株式(現物)
	Non-cash	12.1	6.7	14.5	19.8	株式(先物オプション等)
	Converts	0.9	0.5	1.0	11.1	転換社債
	Prop & Risk	7.9	4.4	8.7	10.1	上記以外
	Total	37.8	21.0	43.3	14.6	
	Prime Brokerage	4.0	2.2	4.6	15.0	プライムブローカレッジ
Advisory	M&A	13.2	7.3	15.8	20.0	
	ECM	14.5	8.1	16.2	12.0	株式関連引受
	DCM	17.1	9.5	15.4	-10.0	債券関連引受
	Total	44.8	24.9	46.2	3.1	
Total Revenue Pool		179.8	100.0	179.4	-0.2	

(Data source) 各社資料, Morgan Stanley Research. 2005年はMorgan Stanley Researchによる予想。内訳は筆者による追記。2004年Fixed Incomeは数値が一部符合せず。(出所) Morgan Stanley Global Equity Research, Industry Overview, "Capital Markets into 2005", 2005.1.11

表17 株式部門と債券等部門の収入構成比

(単位:%)

構成比		2000年	2001	2002	2003	2004	対象収入額	
投資銀行	ML	Equity Markets			35.5	37.6	GMI部門のGlobal Markets内	
		Debt Markets			64.5	62.4		
	MS	Equities		52.1	40.1	42.3	Institutional Securities部門の Sales & trading revenues	
		Fixed income		47.9	59.9	57.7		
	GS	Equities (Equities Trading)		56.4	46.1	43.3	39.0	Trading and Principal InvestmentsのFICC・Equities
					11.6	17.6	16.4	
(Equities commissions)				34.5	25.7	22.5		
	FICC		43.6	53.9	56.7	61.0		
LB	Equities	56.1	44.7	27.7	27.0	25.4	Capital Markets	
	Fixed Income	43.9	55.3	72.3	73.0	74.6		
BS	Institutional equities		41.4	36.6	24.2	25.9	Capital Markets内	
	Fixed income		58.6	63.4	75.8	74.1		
ル コ バ ニ ン バ ン ク サ	Citi	Equity Markets			19.3	20.3	GCIB部門のCapital Markets & Banking内	
		Fixed Income Markets			80.7	79.7		
ク ー サ	JP	Equities		15.3	17.8		Investment Bank部門の Capital market & lending revenue内	
		(うちFees and commissions)		14.1	11.1			
		Fixed income		84.7	82.2			
		(うちFees and commissions)		5.3	4.1			

(出所) 各社資料

個別の投資銀行につきホールセール部門の株式と債券等の比率をみると表17の通りである。総じて、伝統的な投資銀行の方がユニバーサルバンクより総体的に株式部門のウェイトが高い。近年はITバブル崩壊後株式部門が低調であったこと、債券等が金利低下等により好調であったことから、投資銀行では後者の部門のウェイトが一貫して上昇してきた。但し、ユニバーサルバンクではこれと逆に僅かながら株式部門のウェイトが高まっていた。

2005年については、表16のMorgan Stanleyの予想によれば、債券等がやや落ち込み、株式関係の伸びが見込まれている。

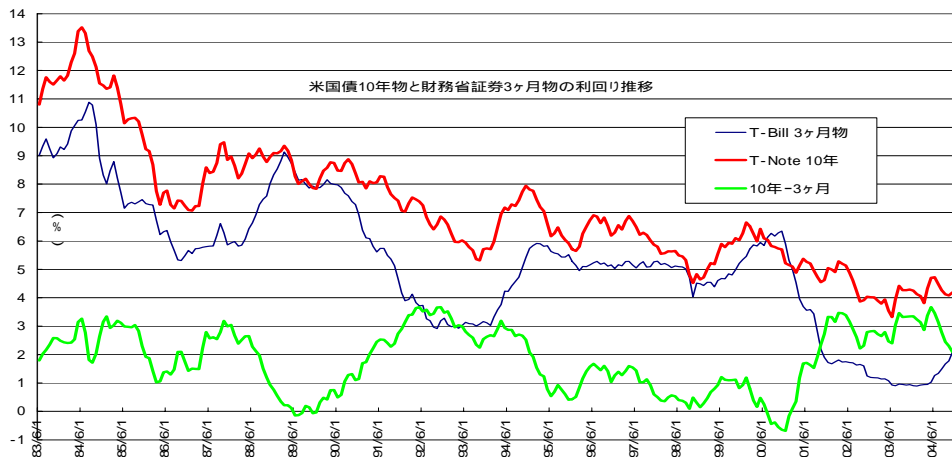
(2) トレーディング業務の各領域の状況

トレーディング部門は株式、債券(更に金利物とクレジット物に分けられる²⁴)、通貨(為替)、コモディティ(商品)等と部門が幅広い。また、第1章で触れたように、顧客の取引を受託し取引所につなぎ委託手数料(コミッション)を得るブローカレッジから自社でポジションをとり、市場・顧客との間で売り買いに応じるマーケットメーカーとしての機能、更にはそれを一層拡大させて積極的にトレーディング益を狙うプロップ取引に至るまで密接に繋がりが合っていて区分けが難しい。ここでは、投資銀行におけるトレーディング部門の状況を断片的に伺えるような側面を若干示すこととしたい。

長短金利格差を利用した債券のキャリートレード

バブル崩壊後、景気下支えやデフレ懸念払拭の為に政策金利の引き下げが趨勢的に2003年前半まで実施され、ドル金利の長短格差は歴史的にみても過去のピーク期と並ぶレベルで拡大した状態がしばらく続いた(次頁グラフ参照)。

²⁴ 債券はクレジットリスクを殆ど考慮しなくてよい米国債(一応 credit risk free とされる)や金利スワップ(金融機関マーケット)のような主として金利リスクが念頭に置かれるものと、金利リスクに加え信用リスク(クレジットリスク)を伴い、クレジットリスクが主として念頭に置かれるクレジット商品(社債、クレジット・デリバティブなどが代表的)とに分けて議論されることも多い。



グラフ 米国長短金利（財務省証券3ヶ月物と米国債10年債）および金利差の推移

投資銀行を含む金融機関はこの間、債券を対象に短期調達・長期運用のいわゆるキャリートレードで長短金利差による運用収益を享受してきたと思われる。金融リサーチ会社 Bianco Research 社の調べでは、プライマリーディーラー（米国債の取引でFRBとの直接取引が可能。現在のメンバーは右表の通り）全体の借入合計額（ネット）は2000年初めには3000億ドルを下回っていたのが、2004年3月3日時点では7640億ドル（その1年前は6300億ドル）に達していたとのことである²⁵。投資銀行等が金利リスク等をとって債券でのキャリートレードを拡大していたのが借入増の大きな要素になっていたものと思われる。

通貨（為替）

投資銀行は証券売買やクロスボーダーのM&A等で異なる通貨間の取引を対顧客、自己取引で日常的に行っており、通貨に関わるビジネスが発生するのは必然である。その延長で通貨についてもリスクをとって市場の方向性に賭ける投資行動をとることも多いと思われる。

上記のBianco Research社調査を報じたWall Street Journal誌の記事では、ある投資銀行の関連情報として、同社が2004年第1四半期に米ドルが日本円に対し下落する方にリスクをとって賭け、かなりの収益を享受したとの見方を示している。

トレーディングではポジションをとるのは当然であるが、為替の分野でも決算動向を左右するほどのリスクテイクがあり得ることを示唆している²⁶。

- ABN AMRO Bank, N.V., New York Branch
- BNP Paribas Securities Corp.
- Banc of America Securities LLC
- Barclays Capital Inc.
- Bear, Stearns & Co., Inc.
- CIBC World Markets Corp.
- Citigroup Global Markets Inc.
- Countrywide Securities Corporation
- Credit Suisse First Boston LLC
- Daiwa Securities America Inc.
- Deutsche Bank Securities Inc.
- Dresdner Kleinwort Wasserstein Securities LLC.
- Goldman, Sachs & Co.
- Greenwich Capital Markets, Inc.
- HSBC Securities (USA) Inc.
- J. P. Morgan Securities Inc.
- Lehman Brothers Inc.
- Merrill Lynch Government Securities Inc.
- Mizuho Securities USA Inc.
- Morgan Stanley & Co. Incorporated
- Nomura Securities International, Inc.
- UBS Securities LLC.

²⁵ The Wall Street Journal, 2004.3.24, "Risky Business: Brokerage Firms Place More Bets"

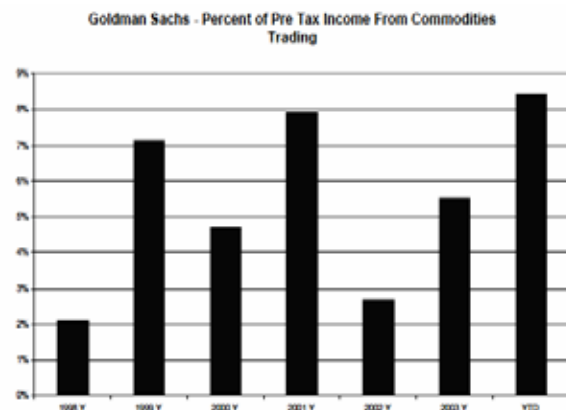
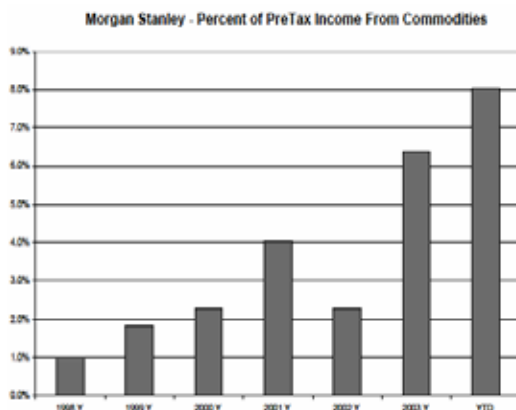
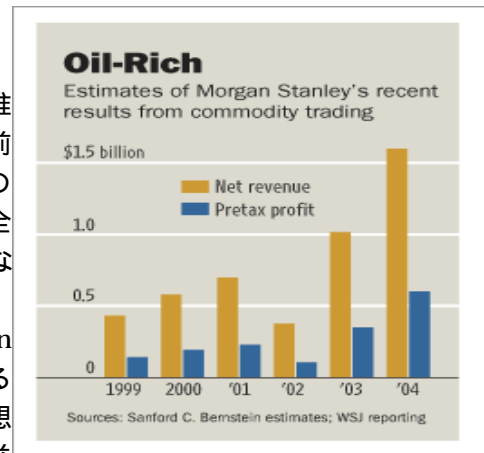
²⁶ 金利の分野では、別の投資銀行の2004年の第3四半期決算が同業他社に比べ思わしくなかった要因として金利の方向を見誤ったことが一般に報じられた例などがある。

コモディティ（商品）

一般的な金融商品に対し、石油・貴金属・電力といったコモディティはこれまでは金融機関の中ではあまり主たる業務領域とは捉えられていなかったと思われる。債券等の伝統的な金融商品が総じて金利上昇期には弱いのにに対し、コモディティはインフレに強いといったように、両者の相場の方向性に補完性があることから、投資銀行もコモディティの分野に関心は有し、幾つかの投資銀行ではこれまでも同分野に参入したり、撤退したりといった動きを繰り返してきた。その中であって投資銀行の2社、Morgan Stanley と Goldman Sachs はかなり以前からコモディティへの取り組みを行い、ここまでビジネスを継続させ、特に最近の数年間注目値する拡大をみせている。

右のグラフは金融リサーチ会社 Sanford Bernstein 社の推計による Morgan Stanley のコモディティ部門の収入、税前利益の推移である。2004 年の収入は約 14 億ドル～18 億ドルのレベル、税前利益は 5 億ドル～7 億ドルの間にあり、それぞれ全社ベースの収入、利益に占める割合は約 6.5%（収入）、少なくとも 8%以上（利益）と推定している²⁷。

Sanford Bernstein 社は 2004 年 11 月時点で Morgan Stanley と Goldman Sachs 両社の 2005 年の収入に占めるコモディティの割合をそれぞれ 10%、13%に伸びると予想している。下記のグラフは同社推計による両社の全社利益に占める比率推移である。Goldman Sachs も振幅はやや大きものの 2004 年には Morgan Stanley 並みの 8%を上回るシェアを占めるに至っている²⁸。



金融機関のコモディティへの投資は通常は商品先物売買等のトレーディングフロアでのビジネス(paper trading)となるが、両社はそれに留まらず、コモディティの現物(physical assets)を実際に取り扱うことも行っている。その典型例はエネルギーの分野である。

Morgan Stanley は石油の現物の扱いを 1986 年に手掛け始めて以降、ビジネスを継続、現在では家庭暖房用オイルの分野では米国の戦略備蓄の 1/4 を管理し、米国北東部では卸売りへの主要な供給元の一社となっている。米国の Nymex(New York Mercantile Exchange ニューヨー

²⁷ The Wall Street Journal, 2005.3.2, "Morgan Stanley Trades Energy Old-Fashioned Way: In Barrels"

²⁸ SIA(Securities Industry Association) Operation Update Conference(2004.11.19)での Sanford Bernstein 社プレゼン資料"The U.S. Securities Industry, Looking at 2005-A Good But Not Great Environment"

ク商品取引所)を通した取引で実際に現物の受け渡しがあったうちの61.5%(2002年~2004年合算)は同社関係で占められ、今では同商品分野での需給を左右する影響力を持つに至っているとされている。また、同社は経営悪化に伴いジェット燃料の自己調達オペレーションが苦しくなってきた航空会社Unitedに、同社が代わって燃料を供給する代替策を提供し、これによって発生したメリットを両社で分け合っているとされている。一方、電力の分野では、Goldman Sachsは最近、購入して所有するに至った電力の発電所の数は30拠点を数えるに至り、同社はニューヨーク近隣への電力供給事業者として有数の事業者の顔を持つようになってきている。また、Morgan Stanleyは数ある電力会社を抑え、全米で2番目に活発な電力の売り手となっているとされている²⁹。

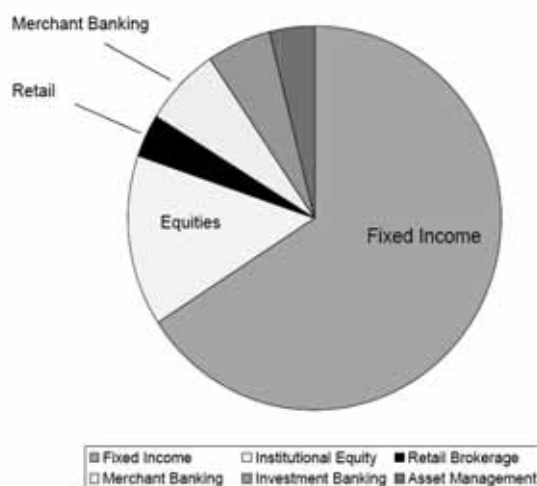
両社のこのような展開のベースには、対象となる石油関連や発電所・電力といったものをfair value(本来的に妥当と考えられる価格)よりも割安と思われる時期に購入、仕込み、価格が割高になったところで鞘を抜くというトレード志向的な狙いがあるものと考えられる。また、それに加えて、コモディティを現資産のレベルから関与することで、関連の分野・ビジネス・企業に関する一次的な情報をいち早く、ダイレクトな形で入手し、社内の関連のビジネスに生かせるメリットがあることを指摘する声もある。

勿論、ペーパービジネスだけにとどまらず現資産の商いを手掛けることはそれだけ資本も要し、リスクも大きく取ってビジネスを行うことを意味する。それにも拘わらず、両社のコモディティビジネスが現在拡大方向にある背景としては、近年、原油価格を初めとして一次産品等のコモディティ価格がボラティリティを伴いながらも上昇基調にあることや、投資銀行の重要な顧客となってきたヘッジファンドにおいてコモディティの扱いも増えてきていると伝えられることが考えられるが、より重要な要素としては、投資銀行の従来業務の先細り懸念に対しこれに一層踏み込んで対応しようとする経営姿勢があるように思われる。

(3) トレーディング業務とリスク負担

トレーディング業務は、このようにブローカレッジ以外ではリスクをとり、それによって利益を追求するビジネスである。同時に、トレーディングに不可欠なコンピューターシステム等のシステム投資、抱える必要のある商品の在庫資金、リスクをヘッジするヘッジコストやリスクバッファーとしての自己資本などを必要とする極めて資本投入型の色彩の強いビジネスでもある。金融リサーチ会社Sanford Bernstein社は投資銀行の各部門の資本利用度を右のグラフのように示している³⁰。トレーディング部門(Fixed IncomeとEquities)が最も資本を使っていることがよく示されている(時点:2003年末)。

Capital Usage 2003 YE



各社の部門構成に占めるトレーディング業

²⁹ The Wall Street Journal, 2005.3.2, "Morgan Stanley Trades Energy Old-Fashioned Way: In Barrels"

³⁰ SIA(Securities Industry Association) Operation Update Conference(2004.11.19)での Sanford Bernstein社プレゼン資料"The U.S. Securities Industry, Looking at 2005-A Good But Not Great Environment"

務のウェートの高まりと共に、各社がトレーディングでとっているリスク量も増大してきている。リスク量の計測に絶対的なものは無いが、各社が開示しているものに VaR (Value at Risk) の値がある (表 1 8)。

表 1 8 各社の VaR (収入減少額) 開示金額の推移

(単位 : 百万ドル)

		1999年	2000	2001	2002	2003	2004	計算前提	
投資銀行	ML	Interest rate and credit spread			45	56		・ a weekly holding period ・ 95% confidence level	
		Equity			35	30			
		Commodity			-	1			
		Currency			3	2			
		Volatility (option等)			18	26			
		小計			101	115			
	Diversification effect			-43	-54				
	全体			58	61				
	MS	Interest rate and credit spread	29	31	37	43	50	・ a one-day time horizon ・ 99% confidence level	
		Equity price	24	23	19	25	34		
		Foreign exchange rate	5	6	7	11	11		
		Commodity prices	16	24	25	27	33		
		小計	74	84	88	106	128		
		Diversification effect	-34	-38	-37	-51	-55		
	全体	40	46	51	55	73			
	GS	Interest rates	23	13	20	34	38	36	・ a one-day time horizon ・ 95% confidence level
		Equity prices	9	21	20	32	27	32	
		Currency rates	23	6	15	16	18	20	
		Commodity prices	9	8	9	12	18	20	
小計		64	48	64	94	101	108		
Diversification effect		-25	-20	-25	-38	-43	-41		
全体	39	28	39	46	58	67			
LB	Interest rate risk	21.6	12.8	12.2	14.9	17.6	21.5	・ daily trading net revenue ・ 95% confidence level	
	Equity price risk	11.9	11.2	15.9	11.3	7.2	9.6		
	Foreign exchange risk	3.2	2.1	1.8	1.9	2.9	3.4		
	小計	36.7	26.1	29.9	28.1	27.7	34.5		
	Diversification benefit	-5.8	-5.3	-6.1	-7.1	-5.8	-7.7		
	全体	30.9	20.8	23.8	21	21.9	26.8		
ユニバーサルバンク	Citi	Interest rate		43	55	54	79	・ a one-day time horizon ・ 99% confidence level	
		Foreign exchange		10	12	16	21		
		Equity		20	15	18	15		
		Commodity		14	18	13	8		
		小計		87	100	101	123		
		Covariance adjustment		-35	-37	-35	-43		
	全体		52	63	66	80			
	JP	Interest rate			51.1	67.6	63.9	・ a one-day time horizon ・ 99% confidence level	
		Foreign exchange			7.4	11.6	16.8		
		Equities			21.6	14.4	18.2		
		Commodities			5.2	3.6	2.9		
		Hedge fund investments			3.1	3.2	4.8		
小計				88.4	100.4	106.6			
Portfolio diversification			-21	-28.8	-38				
全体			67.4	71.6	68.6				

(出所) 各社資料

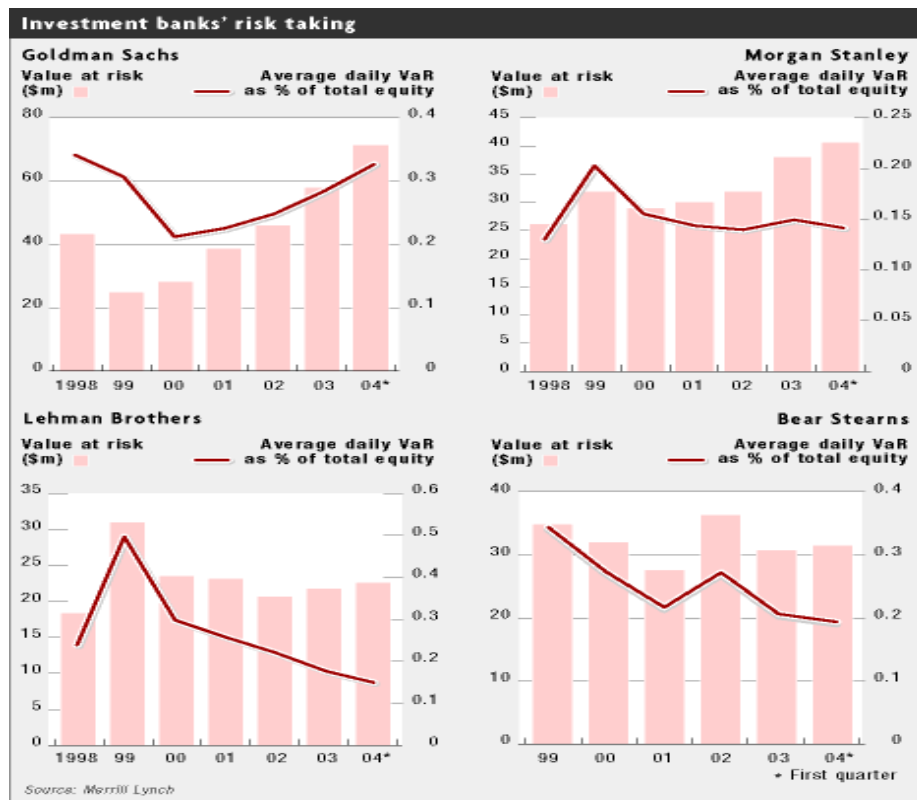
これは、過去のトレード実績をベースに、市場環境が悪化した場合に、どれだけの収入減少のリスクがあるかを一日当たり等の収入減少額で示したものである。各社ともそれぞれの前提条件において試算している値であり、参考にする過去の取引期間の長短や確率レベルの水準などでも数値はかなり変化する性格のものであり、単純な他社比較は慎重に構える必要があるが、主として各社の業務ウェートの違いを反映していると思われる商品別のリスク量のバランスの

違いや時点間の商品別のリスク量の変化度合いをみる上では、各社の展開をかなり物語っている面があり、有益なデータである。

全体量の傾向としては概ね各社ともリスク量が拡大してきている。商品分野のウェートを最新時点で見ると、ユニバーサルバンク 2 社や投資銀行の中で“ボンド・ハウス”と言われることの多かった Lehman Brothers は金利リスク関係のリスク量のウェートが大きく、Merrill Lynch、Morgan Stanley、Goldman Sachs の 3 社は金利リスク関係に加えて株式関係のリスク量も相応のウェートがあり、コモディティ関係は Morgan Stanley、Goldman Sachs の 2 社がリスク量をかなり有している一方で Merrill Lynch は極めて小さい。為替関係では Goldman Sachs が他部門とのバランスの点でやや大きいとみられる。

各社の分野別のウェートの変化を時系列で見ると、変化の方向は概ね各社間で類似しているように見受けられる。

このようにトレーディングの領域でのリスク量の増勢傾向に対し、取っているリスクが増えているかどうかは最終的にリスクバッファとなる自己資本の厚みの度合いとの対比で見るとべきだという見方もある。下記のグラフは薄い色の棒グラフが VaR の水準自体を、濃い色の折れ線グラフは株主資本に対する VaR の割合を示したものである（Merrill Lynch のアナリストによる）。これによれば Goldman Sachs で同比率が上昇傾向にあるものの、Morgan Stanley、Lehman Brothers、Bear Stearns の 3 社についてはやや下降気味となっている。同アナリストはこれをもって、主要投資銀行についてリスクを一層多く取ってきているとの一般的な認識があるが、各社のリスクテイクの効率性（efficiency）は向上している、とみている³¹。



³¹ The Financial Times, 2005.1.27, “Keeping pace with effective results”（グラフを含む）

市場関係者の中には、同様に、金融機関のリスク管理能力は過去の試練の経験を経てかなり水準が高まってきていることを強調する声もある³²。一方、VaR は過去の市場情報に基づくもので、いつも相場の危機はそれまでに経験していないルートでもたらされるとして、VaR での議論は単なる参考にしかならないとする見方もある。VaR はトレードが容易で適正と思われる市場価格がトランスペアレントな（透明な）形で認識できるものを中心とした領域で計算されていると思われる。しかし、投資銀行の現在の方向性の一つには、まだ、市場としての効率性が十分に高まっておらず、取引する際の適正価格の水準がグレーで、その発見が容易でないような分野に一層乗り出していき、価格がトランスペアレントになっていないところに着目し、これを売買し、流動性を高めていくことを通じて厚いマージンを狙うことがあると思われる³³。従って、VaR で表しにくい分野でのリスクテイク量が増えている可能性があり、留意しなければならないとする見方もある。

なお、投資銀行は四半期毎に期末のバランスシート情報を開示しているが、主としてリスク管理の一貫および投資家対策を念頭に、期末のバランスシートを期中より削減する調整をしているようである。Goldman Sachs は 2003 年のアニュアルレポートで過去 6 四半期毎末の総資産残高が同期間の週ベースの平均水準に比べ 18%低水準となっており、その調整は各期末前の数週間に米国債等の流動性の高いもので行っていると述べている³⁴。各社の日常のバランスシートは期末時点よりも膨らんでいる可能性が高い。

Wall Street 各社の決算期日は各社間で表 19 のように少しずつ、ずれている。もし、決算期末が全社で同一日であれば、全社が同じようにバランスシート調整をしようとしたら市場は各社が一時的に放出する玉を吸収仕切れず、大変なことになるが、各社間でズレがあることで、各社の調整が市場に影響を与えることなく相互にスムーズに行える余地をもたらしていると指摘する声もある。

表 19 各社の決算期末日

各社の決算期	2003年11月	同 12月	2004年11月	同 12月	
ML		26日(金)		31日(金)	12月最終金曜日
MS	30日(日)		30日(火)		11月30日
GS	28日(金)		26日(金)		11月最終金曜日
LB	30日(日)		30日(火)		11月30日
BS	30日(日)		30日(火)		11月30日
Citigroup		31日(水)		31日(金)	12月31日
JP Morgan		31日(水)		31日(金)	12月31日

以上をまとめれば、リスクテイクとも背中合わせであるトレーディング業務は、投資銀行の投下資本の相当部分を占め、株式、債券から通貨、コモディティにまで領域を拡張させながら、全社的な収入、利益の中で一層主要なウェイトを占めるようになってきている。

³² The Financial Times, 2005.1.27, "Will investment banks sustain their explosive advance?"

³³ 例えば、米国地方債市場は総じて流動性に乏しく、価格のゆがみなどがかなり残っているようであり、これらの価格のゆがみを利用したビジネスに関心をもつ投資銀行もある模様である。また、ABSに含まれる CDO（債務担保証券）は近年成長が著しいが、トランシュ毎のプライシングには高度な金融技術が要る分野と思われる。更に、次節のプリンシパル・インベストメントも適正価格の見極めが難しい分野と思われる。

³⁴ Goldman Sachs 2003 Annual Report p62

4 プリンシパル・インベストメント業務（マーチャントバンキング業務）

表20は各社のプリンシパル・インベストメント部門の状況を並べたものである。

表20 プリンシパル・インベストメント部門の状況

(単位:百万ドル)

会社(部門)		1999年	2000	2001	2002	2003	2004	
MS Principal Transactions (Investments)	全社ベース収入	725	193	-316	-31	86	512	
	うちInstitutional Securities部門				42	63	269	
GS Principal Investments	全社ベース収入			-228	-35	566	1,332	
	Corporate and real estate gains and losses				-229	156	456	
	Overrides (ファンドの規定収益配分後の価値上昇分)				194	117	105	
	SMFG convertible preferred stock				-	293	771	
	Principal Investments 資産計上額 (Carrying value) *				1,779	3,755	4,654	
	Corporate (held directly & through merchant banking funds)				1,035	2,956	3,834	
	Private				881	1,054	935	
	Public				154	219	343	
	(Corporate 小計 SMFG以外)				1,035	1,273	1,278	
	SMFG convertible preferred stock				-	1,683	2,556	
Real Estate				744	799	820		
	* Outstanding equity capital commitments of Principal Investments (in billions)						1.04 b	
	* 他にAssets in consolidated employee-owned merchant banking fundsがあり					1.07 b	1.28 b	
	GS merchant banking fund (raised committed equity capital) (in billions)					39.05 b	40.67 b	
	corporate private investment funds					26.96 b	28.54 b	
	real estate private investment funds					12.09 b	12.13 b	
	GS merchant banking fund (funded equity capital out of committed) (in billions)						31.75 b	
	Assets under GS management of these funds (in billions)						27.81 b	
Citigroup Proprietary Investment Activities	純収入 (利子費用控除後)					1,222	1,663	
	Private Equity					907	1,324	
	Hedge Funds					80	12	
	Other					235	327	
	税前利益					829	1,201	
	純利益					366	743	
JP JP Morgan Partners	(全社ベースPrivate equity gains)			-1,233	-746	33		
	収入計			-1,463	-976	-190		
	Private equity gains				-733	27		
	Direct investments				-583	346		
	Private third-party fund investments				-150	-319		
	利息収入(ネット)			-302	-302	-264		
	Fees and other revenue				59	47		
	純利益			-1,116	-808	-293		
	Average managed assets			11,698	9,677	8,818		
	Full-time equivalent employees				357	316		
	JPMP investment portfolio		2002年			2003年		
	Direct investments (社数等は2003年末)	Carrying value	Cost	Gap	Carrying value	Cost	Gap	
	Public securities (51社)	520	663	-143	643	451	192	
Private direct securities (822社)	5,865	7,316	-1,451	5,508	6,960	-1,452		
Private third-party fund investments (252社)	1,843	2,333	-490	1,099	1,736	-637		
Total investment portfolio	8,228	10,312	-2,084	7,250	9,147	-1,897		
% of portfolio of the Firm's common equity	20%			15%				

(出所)各社資料

当部門の収支は、収入がキャピタルゲイン中心となり、収入と利益の額の乖離幅が総じて小さい。各社の最近の推移をみると、当然かもしれないが、景気動向の大きな流れに概ね沿った動きになっている。収入、利益の絶対額水準は他部門に比べ決して大きくはないが、変化の度合いは大きく、全体の収益変動の振れを直接的にもたらし易い分野である³⁵。また、出資が中心の事業であり、直接的に資本を必要とする分野である。各社は対象企業等への直接的な投資と PE ファンド・ベンチャービジネスファンド等のファンド経由の投資とを行っている。例えば、JP Morgan のプリンシパル・インベストメント部門である JP Morgan Partners は 2003 年末の時点で、公開企業 51 社に対し 643 百万ドル (@13 百万ドル/社)、非公開企業 822 社に対し 5,508 百万ドル (@7 百万ドル/社)、第三者ファンド 252 件への投資 1,099 百万ドル (@4 百万ドル/件) のポートフォリオを有しており、これの普通株式株主資本額に対する割合は 15% (2002 年末 20%) とされている³⁶。

Goldman Sachs は 2004 年度末(11月)では、SMFG(三井住友ファイナンシャルグループ)への優先株式出資を除き、21 億ドル(4,654-2,556=2,098 百万ドル)の投資額を有している。これには同社が GP (General Manager) を務める同社主導で設立されているファンドへの投資が含まれている。開示資料では同社主導で設立されているファンド(GS merchant banking fund)に同社および外部から投資された拠出額は 318 億ドルで、これらファンドの運用資産のうち 278 億ドルが同社に運用委託されているようである。プリンシパル・インベストメント部門の展開は投資銀行自体の経営数値自体とこれが関与する社外に位置づけられるファンドとの関係・状況の両方をみておく必要がある。また、Goldman Sachs の場合には自社の投資案件(上記 21 億ドル)に、社員が拠出するファンドも絡んで出資してくるケースもよくあるようであり、社員拠出ファンドの資産額(2004 年度末で 13 億ドル)の情報も併せて開示されているのが特徴的である。Goldman Sachs の法人自体に加え、その従業員関係も同社機能を拡張した広い投資主体ユニバースの一翼を担っている。ヘッジファンド関係では Goldman Sachs 出身者の活躍が目立っているが(第 3 章参照)、プリンシパル・インベストメント部門、特に PE ファンドの分野でも一部類似の状態にあることが伺える。

投資銀行は JP Morgan Partners のようにこれまでプリンシパル・インベストメント部門(プライベート・エクイティ部門とも呼ばれる)を社内(グループ内)に抱えてきた。投資銀行がファンドを組成する場合には、投資銀行の名前の浸透度があること、トレーディングその他の業務で投資家とのパイプがあることから、独立系の一般のファンドに比べて、投資家を集め易いと言われている。ところが、最近になって、これらファンド部門を社外にスピン・オフする動きが続いてみられている。

具体的には、ドイチェバンクが 2003 年に先鞭をつけ、2004 年 7 月には Morgan Stanley がプライベート・エクイティ部隊を同部門を率いていたスタッフにより組成されたチームに売却、CSFB (Credit Suisse First Boston) も内部の DLJ Merchant Banking の類似のスピン・オフを 2004 年 12 月に発表³⁷、2005 年 3 月には投資銀行群の中でも大型のオペレーションをしていた JP Morgan Partners も 2006 年を目処にスピン・オフする計画と報じられている^{38,39}。

³⁵ 例えば、Goldman Sachs の三井住友ファイナンシャルグループ(SMFG)への転換型優先株式(convertible preferred stock 1503 億円(約 U.S.\$ 1.27 billion))への投資の評価額は 2003 年度から 2004 年度にかけて大きく上昇している。

³⁶ JP Morgan は損益変動へのエクスポージャーを抑制するため、これを 10%以下に下げたいと考えているようである(The Economist, 2005.3.5 号, "J.P. Morgan and private equity")

³⁷ 但し、The Wall Street Journal 2005.3.23 付け記事"CSFB Flip-Flops on Private Equity?"では、方針を撤回し、社内に留保する方向に戻ったとも報じられている。

³⁸ 報道によれば、スピン・オフの対象は外部の投資家資金も受け入れている旧 JP Morgan Chase サイドの JP Morgan Partners であり、統合した Bank One が有していて、外部資金を受け入れていない 20 億ドルのファン

スピン・オフの背景としては、従来から指摘されていた社内の他部門との利益相反の可能性（同一の企業に対しビジネス関係をもとうとする場合、プリンシパル・インベストメント部門（ターゲットの企業資産をできるだけ安値で購入しようとする）と投資銀行部門（顧客となる企業にとってより適切と思われる提案をする）とでは利害が合わない可能性がある）への対応、投資銀行のプリンシパル・インベストメント部門での事業展開（例えば、投資先企業の株式 IPO 等）では自社内の他部門の機能を活用するインセンティブが働くが、外部投資家資金の受け入れが増えるにつれ、ビジネス相手先の範囲についての議論を呼び易くなってきていること、に加え、投資銀行のプリンシパル・インベストメント部門がターゲット企業の買収などの投資銀行の主要な顧客である独立系のプライベート・エクイティ・ファンドと競合する面が目立つようになり、投資銀行にとって重要な顧客となってきた外部の PE ファンドとの総合的なビジネス関係に配慮する必要が強まったことがあげられる。最近では、特に三点目が大きいとみられている（投資銀行と PE ファンドとのビジネス関係は第 3 章を参照）。

5 アセットマネジメント業務

各社のアセットマネジメント部門の収支および運用受託資産額は表 2-1 の通りである。

表 2-1 各社のアセットマネジメント部門の状況（単位：百万ドル, Assetsのみ10億ドル）

各社 掲載部門		2002年	2003	2004
ML Merrill Lynch Investment Managers(MI IM)	収入計	1,550	1,359	1,581
	(うち Asset management fees)	1,355		
	税前利益	219	260	460
	同利益率	14.1%	19.1%	29.1%
	Assets Under Management	462	500	501
MS Investment Management	収入計	2,506	2,276	2,738
	(うち Asset management fees)	2,435	2,177	2,390
	税前利益	656	482	827
	同利益率	26.0%	21.0%	30.0%
	Assets under management or supervision	337	357	424
GS Asset Management	収入計	1,653	1,853	2,553
	Assets under management	348	373	452
Citigroup Global Investment Management (Asset Management)	収入計	1,698	1,633	1,824
	税前利益	509	485	408
	同利益率	30.0%	29.7%	22.4%
	純利益	351	324	238
	Asset under Management		522	514
JPMorgan Asset & Wealth Management	非利息収入 (Noninterest revenue)	2,465	2,482	3,383
	(うち Asset mgt, admi & commissions)	2,228	2,258	3,140
	利息収入 (Net interest revenue)	467	488	796
	収入計	2,932	2,970	4,179
	税前利益	439	449	1,060
	同利益率	15.0%	15.1%	25.4%
	純利益	278	287	681
	Assets under management		561	791

(注) Assets Under Management: 運用受託資産金額 (出所) 各社資料

ド部門 One Equity Partners は社内に維持するとのことである。

³⁹ これらの結果、大手投資銀行で内部にプリンシパル・インベストメント部門を抱え続けるのは Goldman Sachs くらいになる見込みであるが、同社では PE ファンド業界で最大となる 85 億ドルのファンドを組成中である(The Wall Street Journal, 2005.3.1, "J.P. Morgan Sheds "Golden Goose" "

表 2 1 の掲載部門の対象範囲は各社間で必ずしも平仄がとれている訳ではないので、各社間の比較には留意をする必要があるが、運用受託資産額の水準は各社とも 4,000 億ドルを超える規模を有しており、各社は規模的には世界有数の資産運用機関のグループに位置づけられる。

第 1 章で触れた通り、当部門は受託資産の運用が中心で、収支変動の程度は比較的小さく、運用資産の大きな減少が無ければ比較的安定して収益の下支えとなる分野と見受けられる。当該部門での他社の買収等がなければ、資本投入の程度は相対的に低位と思われる。投資銀行が、一般的に収益のボラティリティが高く、資本を必要とするトレーディング業務への依存度を高めていく中であっては、さほど資本を要せずに、収支安定度の高いアセットマネジメント部門を拡充させていくことができれば、全社的な安定性を補完できると考えられる。当該部門でのポイントは受託資産の規模をどの程度伸ばしていけるかであるが、近年の伸びは各社によって多少ばらつきが見受けられる。

なお、プリンシパル・インベストメント投資で組成している自社系列のファンドの運用受託にかかる手数料もアセットマネジメント部門の収入となる。前項で触れたプリンシパル・インベストメント部門のスピンのオフがアセットマネジメント部門に今後影響を与えていくかどうかは注目される点であろう。

6 証券サービス業務（プライムブローカレッジ業務等）

投資銀行はこれまで個別に述べた各分野の業務をスムーズに行うために、各種の証券関連サービス、具体的には、レポ取引や、プライムブローカレッジサービスの提供、委託証拠金等の融資などを行っている。これらの収入、利益の管理は上記の各部門に含まれているケースも多く、独立して区分され開示されているケースは総じて少ない。その中では、他社に比べ規模的にやや小振り、準大手的に位置づけられる Bear Stearns (BS) が唯一、損益を含めて独立した区分で開示しており⁴⁰、また、Goldman Sachs が収入のみを区分して開示している。

証券サービスの分野も当然ながら、金融取引全般の動向に類似した推移になるが、中でも最近、近年勃興著しいヘッジファンド向けのプライムブローカレッジ業務の伸びが著しいと言われている（投資銀行とヘッジファンドとの関係については第 3 章を参照）。

表 2 2 はヘッジファンド向けのプライムブローカレッジ業務でトップ 3 社と言われている各社の関連部門の収支を、対象範囲にズレはあるものの、並べて掲示したものである。

最も端的に伺える Bear Stearns では収入、利益ともに 2004 年にかなりの伸びを見せており、Goldman Sachs の収入も過去 2 年間順調な伸びをみせている。Morgan Stanley の場合にはプライムブローカレッジ業務自体を取り出せる区分開示が無いが、これが関係していると思われる Institutional Securities 部門の Sales & trading 収入や純利息収入（両者は重複があるとみられる）の伸びにプライムブローカレッジ業務の伸びを伺うことができる⁴¹。これら 3 社がトップ 3 社で同業務の過半のシェアを押さえている、と言われている。

⁴⁰ Bear Stearns の Global Clearing Services 部門はヘッジファンド、ブローカー・ディーラー、投資アドバイザー（機関投資家等）向けに取引執行、決済、ファイナンス（ローン等）、レポ（証券貸借）、キャッシュ・マネジメント、ポートフォリオ・レポーティング等のサービスを提供している（同社アニュアルレポート）。

⁴¹ Morgan Stanley は Institutional Securities 部門の Equity sales & trading 収入が 2004 年に 13%の伸びとなったが、この伸びの主要因の一つがプライムブローカレッジ業務の伸びで、同業務の収入はこれまでの最高額を記録したと述べている（同社 2004 年アニュアルレポート）。

表2.2 各社の証券サービス業務関連分野の推移

(単位:百万ドル)

		2001年	2002	2003	2004
MS	収入		9,119	11,211	13,063
	(Sales & trading収入)		6,773	8,947	9,622
	Equities		3,528	3,591	4,067
	Fixed income		3,245	5,356	5,555
Institutional Securities	(純利息)		1,541	1,388	2,245
	税前利益		2,655	3,645	4,097
GS Asset Management & Securities Services	収入	2,405	2,509	2,858	3,849
	Asset Management	1,473	1,653	1,853	2,553
	Securities Services	932	856	1,005	1,296
	税前利益	1,080	947	968	1,419
BS Global Clearing Services	収入	811	778	784	910
	税前利益	250	265	246	382

(注)MSのSales & trading収入は該当する純利息も含んでいると見られる (出所)各社資料

ヘッジファンド向けのプライムブローカレッジ業務は、ヘッジファンド自身が行う機能を絞り込み、その他の機能をプライムブローカー機関に委ねる度合いが高いことやヘッジファンドの成長が著しいこと、ヘッジファンドの取引が極めてアクティブであることなどを背景に、収益性の高い業務と言われており、現在、投資銀行各社が競ってビジネス拡大を志向している分野である。しかし、システム的な対応を含めビジネス体制の整備には相当な投資も必要な分野と言われており、後発の投資銀行は上位を占める上記3社ほどの収益性は期待できていないようである⁴²。

以上、第2章では投資銀行の全体および業務部門毎に最近の状況を概観してきた。

投資銀行業務(M&A アドバイザリー、株式・債券の引受)は投資銀行の代表的とみられている業務で、他部門とも密接な関係がある重要な部門であるが、トレーディング部門等他部門の伸びや、銀・証分離撤廃によるユニバーサルバンクの進出攻勢による競争の激化、一部業務のコモディティ化の進展などを背景に、投資銀行全体に占める収入、利益のウェートは一義的には2割を切るレベルに低下してきている。

これに対し、現在、投資銀行の収入、利益の両面で全体の柱になっているのが、トレーディング業務であり、伝統的な株式・債券だけでなく、通貨、コモディティ(エネルギー等の商品)領域でのウェート拡大も見受けられる展開となっている。トレーディングに加え、プリンシパル・インベストメント業務、アセットマネジメント業務、プライムブローカレッジ等の証券サービスの伸びもみられる。

トレーディング業務やプリンシパル投資業務は資本を必要とするビジネスで、損益の振れ幅も大きくなる可能性があるが、収支が比較的安定しているアセットマネジメント業務等の拡大はこれらを補完する効果があるとみられる。プライムブローカレッジ等の証券サービス部門は近時、ヘッジファンド関係の伸びが目立っている。

これらをあわせた全体としては1999年~2000年に頂点をつけたITバブルが崩壊する過程で収支低迷時期を迎えたものの2003年頃より回復に転じ、2004年にかけては史上最高益の更新を示す企業も多くみられる等好調だった。

⁴² JP Morgan ChaseのJamie Dimon社長は「同社はGoldman SachsやMorgan Stanleyと違って、ヘッジファンドへの株式プライムブローカレッジ業務でのベネフィットは無い。同分野に参入するには手遅れ」と述べている(The Financial Times, 2005.1.20)。

第3章 投資銀行を巡る横断的なトピックス

第2章までは投資銀行の状況を主として部門別にみてきたが、本章では、そのビジネス展開に関する横断的なトピックス、具体的には、伝統的な投資銀行と商業銀行系金融グループの競合の問題、近年、勃興著しいプライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドと投資銀行とのビジネス関係、取引の電子システム化を含む金融技術の進展の側面、投資銀行の海外展開、特に、ポテンシャルが期待される中国への関心状況、の4点を取り上げて、投資銀行の現況把握を補完することとしたい。

1 投資銀行とユニバーサルバンクとの競合

既に触れたように、1999年のGLB(グラム・リーチ・ブライリー)法により実質的に完成をみた銀行・証券の垣根の撤廃は、安価な資本調達手段(預金)とクレジット供与能力(ローン等)を初めとした企業との総合取引力を武器とした主要商業銀行を抱えるユニバーサルバンクの投資銀行業務等への一層積極的な進出をもたらし、斯業界の競争をより厳しいものとした。これが最も顕著に表れているのが、投資銀行業務(M&A、引受)の分野であり、同領域でのユニバーサルバンクのシェア拡大状況は前章で触れた通りである。伝統的な投資銀行サイドは、ユニバーサルバンク側がローン供与能力等を材料に、これと抱き合わせる形で収益性の高い投資銀行業務を安値受注していく、と苦言を呈してきた。ローン等のクレジット供与と投資銀行業務を抱き合わせて売り込むという、いわゆるタイピング(Tying)問題については、OCC(通貨監督庁)やGAO(会計検査院)が、タイピング批判はかならずしも当を得ていないとする報告書を出し、議論は下火になりつつある⁴³。しかし、現場での金融機関と企業とのやりとりは当然ながら微妙な呼吸を伴うところも多く、投資銀行サイドの指摘は実質的には的はずれではないとする声も根強い。

(1) ユニバーサルバンクに有利な背景

商業銀行を抱える金融グループは伝統的な投資銀行に対し有利な点を2点もっていると思われる。第一は、預金という相対的に安価な資本の調達手段を有していること、第二には企業に提供できる金融サービスの幅が広いことである。

表2-3は企業の財務担当者へのアンケート調査であるが、商業銀行を中心としたグループの方が企業に提供する金融サービスを幅広く擁していることを示している。企業が取引金融機関を絞り込もうとすれば、幅広い分野にまたがりサービス提供できる機関の方が優先されるのはある意味では自然である。特に、金融サービスにかかる高度化は複数の部門にまたがる複合的な対応の必要性をもたらすことがあると思われるが、その場合には幅広い部門・カバレッジを擁している方が一義的には有利になるものと考えられる。

各種の金融サービスの中でも、特に、とりわけポイントとして指摘されるのがクレジット(ローン等)の提供である。表2-4は、企業が金融取引を割り当てる際にクレジット提供者を優先的に考えるとする企業が大半となっていることを示している。米国企業のローンの調達形態ではシンジケート方式が一般的であるが、金融機関が企業と各種の金融取引を行おうとした際には、ローンのシンジケーションに入っていることが取引の前提となり、ビジネス獲得の度合いはシ

⁴³ この問題については、「資本市場クォーターリ」(野村総合研究所)2004年冬号「米国における銀行のタイピング問題を巡る動向」(淵田康之氏)が適切にまとめている。

ンジケーションでの各社の地位に密接に関係していると言われている。

表23 金融サービスの金融機関別利用状況

(単位:%)

	銀行	ファイナンス・カンパニー	証券会社 (投資銀行)	保険会社
Cash Management(キャッシュマネジメント)	98	3	11	1
Credit(ローン等)	85	16	15	9
Foreign Exchange(為替)	60	3	6	0
Investment Management(投資運用)	58	7	53	4
Capital Markets Services(株・債券の引受)	48	7	42	2
Derivatives/ Hedging Services(デリバティブ・ヘッジ)	37	3	19	1
M&A Advice	23	7	33	2
Insurance(保険)	1	1	7	87

(注) 財務担当者による各金融サービスの業態別利用状況の全回答者に占める割合

(出所) Association for Financial Professionals (米財務専門家協会) Financial Industry Consolidation Survey, 2000:

表24 クレジット提供関係とその他のビジネスの購入関係

	金融取引を割り当てる際にクレジット提供者を優先的に考えると回答した企業の割合と対象取引		過去5年間に他の取引を与えなかった為に銀行から借入拒絶・条件悪化をされたと回答した企業の割合・対象取引	
	全企業	年商10億ドル以上	全企業	年商10億ドル以上
あらゆる取引	76%	85%	35%	50%
キャッシュマネジメント	73%	85%	28%	41%
引受(債券)	64%	73%	32%	48%
引受(株式)	59%	64%	20%	24%
M&A/財務アドバイザー	49%	59%	23%	30%

(出所) Association for Financial Professionals (米財務専門家協会) Credit Access Survey, 2003年3月

(2) 投資銀行の対応

このように金融ビジネスの獲得に際し、クレジット供与度合いがポイントになっている中で、ユニバーサルバンクの攻勢に対し、伝統的な投資銀行側でもローンビジネスにより積極的に関与することで防御的に対抗しようとしてきている。

表25は投資銀行4社のクレジットのコミットメント度合い等を整理したものである。各社ともこの間、総じてコミットメント額を拡大させてきている(伝統的な投資銀行の場合、ローンの供与残高よりもコミットメント額の方が大きい)⁴⁴。また、米国等のローン市場のデータ調査機関LPC(Loan Pricing Corporation)の調べでは、上記の投資銀行4社の米国のシンジケート・ローン・ファシリティへの参加状況は、2002年に85%、2003年に29%、2004年に27%それぞれ伸びているとのことである⁴⁵。

エンロン、ワールドコム破綻に代表される企業倒産が多発した2001年から2002年頃は、企業のクレジットリスクへの警戒感が高まり、クレジットがタイトになった時期であったが、2003年から2004年へと経過するにつれ、全般的にクレジット環境は緩和してきている。その流れにも拘わらず、一般にローンにかかる資本リターンは低いと言われる中、この期間に投資銀行各社が貴重な資本を使い、クレジットのコミットメントの額を拡大させてきていることは、投資銀行が防御的な意味でクレジット供与能力を発揮させざるを得ないプレッシャーを受け続けていることを示唆しているように思われる。

⁴⁴ Lehman Brothersで2004年に投資適格企業向けを減額するといった一部の例外的な動きはある。

⁴⁵ The Financial Times, 2005.2.19 付け記事“The great big balance sheet debate”。数値のベースについての言及は無いが、(lead manager ベースではなく) manager ベースの金額と推察される。

投資銀行の中で、クレジット供与力を積極的に拡大させた方策の典型例が Goldman Sachs の三井住友ファイナンスグループ (SMFG) との間の損失補填契約である。同社は SMFG との間で 2003 年 2 月に、SMFG の転換型優先株式 (1,503 億円 約 12.7 億ドル) を引き受けると共に、Goldman Sachs グループによる投資適格企業へのクレジット供与に対し、損失が出た場合に SMFG からの補填を受ける約定 (Goldman Sachs は SMFG のコミットメントに対しフィーを払う) を結んでいる (対象は、一次損失分として 10 億ドル分、更に追加的余地として二次的損失分 11.25 億ドル)。

各社のコミットメント額の伸びを自己資本額とのバランスを含めてみると Goldman Sachs での伸びが目立っている。同社が上記スキームの為に新設した the William Street credit extension program の利用額の伸びをみると、同社全体のコミットメント額の半分近くを同プログラムによって占めており、同社にとって SMFG との提携スキームの活用が大きな梃子になっている様子が伺える。

表 2.5 信用(クレジット)供与のコミットメントの状況 (単位:百万ドル)

		2000年	2001	2002	2003	2004
ML	コミットメント額			28,821	36,871	
	(うち Commercial) a			20,503	28,015	
	うち 満期 1年以上の割合				50.6%	
	a の株主資本に対する比率			84.9%	96.8%	
MS	Investment grade			13,786	14,244	18,989
	Non-investment grade			1,318	1,869	1,409
	コミットメント額 (A)			15,104	16,113	20,398
	Investment grade			37.0%	42.7%	66.9%
	Non-investment grade			84.7%	83.0%	83.0%
	うち 満期 1年以上の割合			41.2%	47.4%	68.0%
	Commitments for secured lending transactions (B)			5,055	9,825	8,258
	うち 満期 1年以上の割合			30.9%	34.2%	11.9%
	b = (A) + (B)			20,159	25,938	28,656
	b の株主資本に対する比率			92.1%	104.3%	101.6%
GS	コミットメント額 c			9,414	15,830	27,716
	うち 満期 1年以上の割合			34.9%	47.7%	61.2%
	(うち the William Street credit extension program, in billions)				4.32 b	9.40 b
	Bank loans				6,706	8,900
	c の株主資本に対する比率			49.5%	73.2%	110.5%
LB	Investment grade	4.4 b	4,050	7,117	8,137	4,863
	Non-investment grade	1.3 b	1,432	1,833	2,857	3,097
	コミットメント額 d		5,482	8,950	10,994	7,960
	Investment grade		32.8%	39.0%	43.3%	55.3%
	Non-investment grade		86.8%	74.5%	74.0%	74.7%
	うち 満期 1年以上の割合		46.9%	46.3%	51.3%	62.8%
	d の株主資本に対する比率		64.8%	100.1%	83.5%	53.4%

(出所)各社資料

また、企業等の信用リスクの移転を可能とするクレジット・デリバティブ市場が近年、急速に拡大、発展してきているが、他の投資家にクレジットリスクを移転できる同市場・技術を活用することで伝統的な投資銀行のような業態も企業に対しクレジットを提供しやすくなってきているとみられている。

なお、各社のコミットメント額の内訳をみると、企業の信用度別では、投資適格レベルの比較的信用度の高い企業向けの金額が多めである。期間が一年を超えるコミットメントの割合は非投資適格の企業の方が高い。これらは企業のクレジット・ファシリティの使い方 (ファシリ

ティの設定金額自体は投資適格企業の方が大きい等)等を反映している面が大きいとみられる⁴⁶。最近では、投資適格レベルの企業へのコミットメント額のうち期間が一年を超える割合が高まっているが、企業サイドで金利低下を享受すべくファシリティ期間を長期化する流れが強まっていたことを背景にしているものとみられる。

(3) 今後の見通し

上記のように伝統的投資銀行は近時、防御的にクレジットのコミットメント等を広げてきているが、ユニバーサルバンクに比べバランスシートの余裕度に乏しいことは否めず、資本面でユニバーサルバンクに対抗していくのは容易ではないものと見られる⁴⁷。加えて、最近まではクレジット環境が極めて良好な状態であったが、クレジットサイクルは循環的であることが多く、将来的には下方に向かっていくものと思われる。

伝統的投資銀行にとってクレジット・コミットメント等の拡張は資本面での劣勢がビジネス上の更なる劣勢に至るのを食い止める防御的な意味で不可欠な対応であるが、その戦略の基本は資本面でのまともな対峙を避けられるような領域で収益性の高い業務シェアを確保しつつ、収益をもって資本力の劣勢を補っていくことであると考えられる。

2 PE ファンド・ヘッジファンドと投資銀行とのビジネス関係

現在の投資銀行にとって、収益的に重要性を増してきた顧客層の典型的な存在がプライベート・エクイティ・ファンド(PE ファンド)とヘッジファンドである。

PE ファンドもヘッジファンドも、以前から存在していた業態であったが、特に、近年の市場における存在感の拡大は著しく、米国あるいは欧州の金融・資本市場では既にその主要プレーヤーの一角を占めるに至った観がある⁴⁸。PE ファンドやヘッジファンドが市場の中での存在感を増すにつれと共に、これらの業態は投資銀行にとって極めて重要な顧客業態になってきている。

(1) PE ファンドと投資銀行

PE ファンドの存在感の高まり

PE ファンドはバイアウト(buy-out)ファンドとベンチャーファンドからなる。1970年代までは一部の富裕財閥の投資部門によるベンチャービジネス投資を対象とする小さな業態だったPE ファンドは、1980年代末には既存大企業のレバレッジ・バイアウト(leveraged buy-outs:LBO)で世間の注目を浴びる存在に成長、その後の衰退期を経て、1999~2000年のITバブルの絶頂期には投資資金のコミット額が史上最高となった。集めた資金を元手にファンドが行う実際のディール(企業買収投資等)の動向は、バブル崩壊後の停滞期を経て2003年以降、特にバイアウトファンドの分野を中心に顕著な伸びが続いた。業界誌Buyoutによれば、2004年

⁴⁶ 企業のクレジット・ファシリティの設定・使い方については「米国における一般事業会社の負債調達概観～シンジケート・ローンを中心として～」(日本政策投資銀行ニューヨーク事務所 No.83 2003年10月)参照。

⁴⁷ クレジット・コミットメント額の株主資本に対する割合は100%を超える投資銀行も出てきている(表25)。一方、分野は異なるが、プリンシパル・インベストメント分野ではJP Morganの場合、同投資の株主資本に対する比率を20%(2002年) 15%(2003年) 10%(目標)と低下させてきている(第2章)。クレジット・コミットメントとプリンシパル投資とではコミットの意味合いが違うものの、クレジット・コミットメント額の株主資本に対する割合が100%を超えてきていることはかなりの高さになってきているとみてよいものと思われる。

⁴⁸ The Economist誌2004.11.27号は、The new kings of capitalismと題する特集を掲示し、PEファンド業界が資本市場システムの周辺に位置していた存在からその中心に変わっているとしている。

のバイアウトの取引金額は復調した 2003 年を 45%上回る水準で、2001 年の約 6 倍に達したとのことである⁴⁹。大手ファンドになると産業社会に影響を及ぼしている度合いは大きく、また、近時は PE ファンドが絡む企業や特定部門の売買等の話がニュースにならない日は無い位である⁵⁰。

2003 年から 2004 年、そして直近までの活況は、1999～2000 年にかけて集めた資金の投資期間（通常 5 年）が 2004～2005 年に期限切れを迎え、それまでにディールをクローズさせようとするインセンティブが働いていること、案件買い取り時等にはレバレッジをかけることが多いが金融環境が緩和し金融機関側の姿勢が積極的であったこと、企業の M&A 意欲が回復してきたこと等が重なってもたらされてきたものと思われる。

PE ファンドと投資銀行

バイアウトファンドは、買収企業の選定や買収（外部資金も併せて調達することが一般的）買収企業のビジネス内容の見直しや資本・負債の再構成（recapitalization）、上場や第三者への売却等の Exit（出口）戦略を実施していき、ベンチャーファンドは企業としての発展段階を加速させて IPO 等を目指していくことになるが⁵¹、これらの動きは、投資銀行業務の分野を中心に投資銀行のビジネスに密接に関係してくる。具体的には、投資銀行による買収候補案件の紹介や、Exit の一環としての売却や IPO の検討へのコンサルティング、株式発行・負債調達時の引受や買収の際の資金融資アレンジ等である。あるいは、PE ファンドの資金集めのアレンジを投資銀行が支援したりすることもある。また、前項でみたように企業が使う金融サービスの機能は幅広いが、PE ファンドは特に、多くの金融サービスの利用を特定の金融機関に集中させる「one stop shopping」に傾きがちな業態の一つと言われている。

表 2 6 は金融データ調査会社 Dealogic 社が、PE 業界各社が投資銀行に 2004 年に支払った手数料金額を同社サイドで推計したものである。これによると PE ファンド各社が支払った手数料は該当する部門の投資銀行収入全体の 17%を占めており⁵²、トップと目される KKR は約 5 億ドル（500 億円）を 1 社で支払っている（このリストで 2 位に位置している Blackstone の 2003 年の投資銀行への支払い額は 7 億ドルとも言われているので⁵³、実際には推計額が固めの数値となっている可能性もある）。

また、同じデータで事業会社の上位の企業が投資銀行に支払っている手数料の水準と比べてみても、総じて PE ファンド上位各社の水準が上回っている。これら手数料は、PE ファンド・事業会社ともに、細かい案件の積み上げというよりは、大型の M&A や企業にとっても根幹をなすファンディング・ファシリティ設定等の大きなディールによって左右されている。投資銀行業務を中心とした領域においては、今や PE ファンドは個社ベースでも業態全体としても投資銀行の重要な顧客層になっていることが伺えるのである⁵⁴。

⁴⁹ <http://www.buyoutsnewsletter.com/> 2005.1.3 付け

⁵⁰ 業界大手の Blackstone が private equity を出資する 35～40 社を合算すると、従業員 30 万人以上、年商 500 億ドル（5 兆円）超のレベルに、Carlyle's の場合には、従業員 15 万人、年商 310 億ドル（3 兆円）になるとのことである（The Economist 誌 2004.11.27 号）。

⁵¹ これらのバイアウトファンドの動き方の一端は、「米国のプライベート・エクイティとメザニン融資～中堅企業の資金調達の観点から～」（日本政策投資銀行ワシントン事務所 No.73 2004 年 3 月）にも紹介されている。

⁵² ここでの投資銀行の収入全体は、投資銀行業務部門を指していると思われる。第 2 章で掲示した Morgan Stanley の投資銀行全体の収入内訳の推計で 448 億ドル（2004 年）にほぼ相当するものとみられる。ちなみに、Dealogic 社のデータ 533 億ドルの内訳は、業種面ではトップが金融セクター 147 億ドル（28%）、2 番目が通信 38 億ドル、次が不動産 33 億ドル、国別では米国がトップで 260 億ドル、2 位が英国 約 44 億ドル、3 位がドイツ 30 億ドルとされている（The Financial Times 2005.1.24 付け）。

⁵³ The Economist 誌 2004.11.27 号

⁵⁴ PE ファンドの活発な動きは、当然ながら投資銀行関係のみならず、借入や会計・法務サービス、あるいは

表26 プライベート・エクイティ業界と事業会社の投資銀行への支払手数料

順位	PEファンド	金額 (百万ドル)	比率	順位	事業会社	金額 (百万ドル)
1	KKR	495	5.5%	1	General Electric (米 コングロマリット)	454
2	The Blackstone Group	419		2	Sanofi-Aventis (仏 医薬)	210
3	The Carlyle Group	389		3	Enel (伊 電力)	194
4	Apollo Management	306		4	SBC Communications (米 通信)	
5	GS Capital Partners	288		5	Kabel Deutschland (独 通信)	
6	Apax Partners	222		6	France Telecom (仏 通信)	
7	JP Morgan Partners	198				
8	Warburg Pincus	195				
9	Bain Capital	187				
10	Thomas H. Lee Partners	166				
(小計)		2,865				
	PEファンドの支払い手数料合計	90 億ドル超	100.0%	12	Invensys (英 エンジニアリング)	108
	当該部門の投資銀行収入合計	533 億ドル	100%		当該部門の投資銀行収入合計	533 億ドル

(データ: Dealogic 対象: PE企業 300社、2004年)

(出所) (PEファンド) www.privateequityonline.com/newsletter 2005.1.27-28付け (事業会社) Financial Times 2005.1.24付け

(2) ヘッジファンドと投資銀行

ヘッジファンドの成長

ヘッジファンドも PE ファンドと同様に、相当古くからあった業態で、長年、ごく一部の高額富裕層等の資産運用が中心であった。規模的に拡大したのは 1990 年代に入ってからで、90 年代初頭には 500 億ドルにも満たなかった世界のヘッジファンドの資産額は 90 年代以降一貫して資金流入により拡大し、現在ではほぼ 1 兆ドルに達したと見られており⁵⁵、ヘッジファンド数も 7500~8000 以上とみられている⁵⁷。これまでは、極めて緩い規制しか受けず、「空売り」「レバレッジ」「デリバティブ」「流動性の乏しい案件」などの活用を含め、多様な運用手段の選択や取引回数の多寡などで極めて高い柔軟性を持ち、相場の上げ下げに拘わらず絶対リターンを追求する極めてプロ向けの投資運用業態である。

ヘッジファンドのリターンは近年でこそ伸び率が鈍化しているが、90 年代後半は 20% 台を超える水準を享受していた。こうした高いリターン期待の下で、ヘッジファンドへの資金流入は従来太宗だった高額富裕層や各種の基金 (Endowment) 等からだけでなく、近時は年金基金、生保等の伝統的機関投資家が投資を振り向けるようになってきている。

ヘッジファンドの存在感の高まり

ヘッジファンドは資産額がグローバルにみて約 1 兆ドルに達したとみられているが、米国の代表的な投資信託であるミューチュアル・ファンド (mutual fund) だけで約 8 兆ドル (2004 年末) の規模であり⁵⁸、静態的な規模では伝統的な機関投資家に比べれば依然かなり小さい。しかし、実際の運用ベースになると、レバレッジを効かせ受託資産を遙かに上回る規模で資金を動かす

コンサルティングサービス等の需要を拡大させており、商業銀行にとっても重要な貸出先となっている他、マッキンゼー等のコンサルティングファームも PE ファンドを重要な顧客層と位置づけ、関連ビジネスの強化を図っているようである。

⁵⁵ Hedge fund Research Inc.によれば、1990 年は 380 億ドル

⁵⁶ TASS(Tremont Capital Management Inc)調べでは 9,750 億ドル、Hennessee Group LLC データでは 9,340 億ドル、Hedge Fund Research Inc.推計は 9,726 億ドル (<http://www.hedgeworld.com> 2005.2.17)

⁵⁷ The Economist 誌は 2005.2.19 号のヘッジファンドの特集記事で、確認されているヘッジファンド数だけで 7000 あり (未確認のものが他に多数あり) ほぼミューチュアル・ファンドと同数に達したとしている。

⁵⁸ Investment Company Institute (<http://www.ici.org/index.html>) による。

のに加え、機敏なオペレーションを特徴とし売買が活発な場合も多く、動的にみた場合にはヘッジファンドが市場の主要プレーヤーの一角を占めるという領域が増えてきている⁵⁹。

例えば、金融リサーチ会社 Greenwich Associates 社は、2004 年には米国のハイイールド(非投資適格)の債券およびクレジット・デリバティブの取引の約 3 割、上場あるいは標準的な店頭でのオプション取引の半分以上、額面割れが大きいローンや債券(distressed debt)に至ってはその 82%もの取引がヘッジファンドによって占められている、としている⁶⁰。また、投資銀行 CSFB のレポートは、ニューヨークとロンドンの証券取引所でのデイリーの取引の 5 割、転換社債の取引の 7 割超がヘッジファンドによるとしている⁶¹。

ヘッジファンドと投資銀行のビジネス関係の深まり

このように市場での取引規模が大きくなったヘッジファンドは投資銀行にとって PE ファンドと同様に、あるいは業態全体として投資銀行の収入・利益に与える影響度合いという点では PE ファンド以上に重要な顧客層となってきているとみられる。投資銀行にとってのヘッジファンドビジネスは大きくはトレーディング(売買)そのものとこれの支援業務であるプライムブローカレッジ業務(証券サービス部門)になる。

投資銀行にとってのビジネス規模を推計した調査をみると、ドイツ銀行のレポート(2004 年 3 月)では、ヘッジファンドは 2004 年通年で約 75 億ドルの収入(業界全体の株式トレーディング関連収入の 25%)を投資銀行にもたらさだろうと推計し、その内訳は 30 億ドル(約 4 割)が株式手数料(Equity commission) 15 億ドル(約 2 割)が転換社債関連取引、30 億ドル(約 4 割)プライムブローカレッジサービス関連としている⁶²。

The Economist 誌(2005.2.19 号)は Boston Consulting Group のヘッジファンドの収入(450 億ドル)利益(収入の 1/3 ~ 1/2)の推計値を紹介しつつ、投資銀行がヘッジファンド関係で直接・間接に得た収入は 150 億ドル、利益が 60 億ドルとしている。また、同誌は 2004 年には Goldman Sachs の全社利益の 1/4、Morgan Stanley の場合にはこれをやや下回る割合の利益がヘッジファンドによってもたらされているとする Merrill Lynch アナリストの推計を紹介している。

CSFB が 2005 年 3 月にまとめたレポートでは、投資銀行業界のヘッジファンドとのビジネス規模はグローバルベースで 250 億ドルに達し(2003 年対比で約 20%の伸び)、証券業界全体の収入の約 1/8 を占めるに至っている、としている。また、250 億ドルの内訳は約 190 億ドルがトレーディングから、残り約 60 億ドルがプライムブローカレッジからとしている⁶³。

第 2 章で示した Morgan Stanley による主要投資銀行各社の収入合計(ヘッジファンドだけに限らない)の推計(2005 年 1 月)では、Equity のトレーディング関係とプライムブローカレッジの収入全体の推定がそれぞれ、378 億ドル、40 億ドルとなっており(2004)、ヘッジファンド関係はその内輪の数値と考えられる。

このように、各社によって推定金額にかなり幅はあるものの、ヘッジファンドが投資銀行のトレーディング業務を中心として収支的に重要な相手先になってきていることは明らかであり、投資銀行が近年ますますトレーディング業務への依存度が強まってきている背景には活発な取引行動をするヘッジファンドとの取引の拡大があるものと考えられる。

⁵⁹ The Economist 誌は 2005.2.19 また、同特集ではヘッジファンドは規模ではミューチュアル・ファンドの 1/6 だが、収入ベースではミューチュアル・ファンドを上回っているとする Bernstein Research の報告(2003 年)を紹介している。

⁶⁰ Greenwich Associates 社 2005.1.18 付け Press release

⁶¹ CSFB, "European Wholesale Banks, Hedge Funds and Investment Banks" 2005.3.9

⁶² Deutsche Bank, F.I.T.T. Research, "Of Prime Importance: Catering to hedge funds" 2004.3.1

⁶³ CSFB, "European Wholesale Banks, Hedge Funds and Investment Banks" 2005.3.9

また、従来、投資銀行のトレーディング部門は、商品（Products）区分を軸にして、株式部門と Fixed Income 部門（債券等）とに分かれているのが一般的であったが、最近になり両者を一体化させるケースが Goldman Sachs、Morgan Stanley、ドイツ銀行などでみられるようになってきている。この業務体制の合体化にはヘッジファンドとの取引拡大が影響しているとみられる。ヘッジファンドは、例えば株式の現物とクレジット・デリバティブの水準を見比べながら割安のものを買い、割高と思われるものを売って鞘をとるような幅広い商品種類にまたがって投資行動を行うことが多く、これらのニーズに対応するためには投資銀行側では色々な商品種類（asset class）を横断的にカバーし、機能的にも各種の機能を選択提供や組み合わせで複合的に提供できるような統合的な体制が求められるようになってきていると言われている。幾つかの投資銀行での株式部門と Fixed Income 部門（債券等）とを一体化させていく動きはヘッジファンドとの取引の重要性の拡大に伴う市場のニーズの流れを反映したものと考えることができる。

ヘッジファンドに対するプライムブローカレッジ業務（投資家の募集、取引執行・決済、資金・証券の貸借、証券の保護預かり、ポートフォリオ管理、キャッシュ・マネジメント等）は、ヘッジファンドのバック・オフィス機能と言われるが、ヘッジファンドとそのプライムブローカーは系統的に密接に繋がっている。従って、プライムブローカーになることはトレーディングのビジネス獲得上も絶対的に有利になる。ヘッジファンド向けの同分野を巡る投資銀行の関心が極めて強いのは、プライムブローカレッジを介してトレーディング取引を獲得し、市場情報を最前線で入手できるようにするところに眼目がある。現状、ヘッジファンド向けプライムブローカレッジ業務は、Morgan Stanley、Goldman Sachs、Bear Stearns の 3 社が過半のシェアをおさえていると言われている。特に、Morgan Stanley、Goldman Sachs の 2 社で約 50%を占め、Bear Stearns がこれに続き 13%程度の 3 位、残りをその他の多くの金融機関で分け合っている状態であるが、その他の各社も上位進出に余念が無いと言われている⁶⁴。

ヘッジファンドと投資銀行の関係の緊密さ

このようにヘッジファンドと投資銀行の間のビジネス規模は大きなものとなっているが、両者の関係は、一般的なビジネス関係よりもかなり密接である。元々、投資銀行は自社でもプロダクト取引とよばれるヘッジファンドと類似の取引を行っており、極端にはある投資銀行や複数の投資銀行をそれぞれが大きな一つのヘッジファンドであるという人もいるほどである。

投資銀行で業務を行っていた者が社外に出てヘッジファンドを興すケースはかなり多く見られる。中でも目立っているのは Goldman Sachs での勤務経験者で、現在のヘッジファンド業界の資産残高約 1 兆ドルのうち 10%にあたる 1,000 億ドルが同社出身者がスタートさせたファンドで集められたものとの見方もあるほどである⁶⁵。こうしたスピン・オフのケースの場合、プライムブローカレッジサービスなどを元の親元投資銀行のものを使うケースが多くなる他、元の社員が社外に出て興したファンドに親元の投資銀行や、場合によっては投資銀行の上層部が個人として出資をしたりするケースもある。社員が外部にでてヘッジファンドを興す最大の誘因は、

⁶⁴ この点についてはドイツ銀行、CSFB の 2 つのレポートともほぼ一致している。

⁶⁵ ヘッジファンドの金融・資本市場への影響については各国金融当局も強い関心をもってフォローしている。中でも、1998 年の LTCM（Long Term Capital Management）破綻時に破綻波及防止措置の中心となったこともありヘッジファンド関連情報の蓄積が最も厚いとみられるのがニューヨーク連銀（New York Fed）であるが、同連銀ガイトナー総裁は 2004.11.17 の講演で、ヘッジファンドのカウンターパーティたる主要なディーラー（投資銀行等）の間で、対ヘッジファンドのリスク管理レベルに格差があることを示唆している。

<http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/2004/gei041117.html>

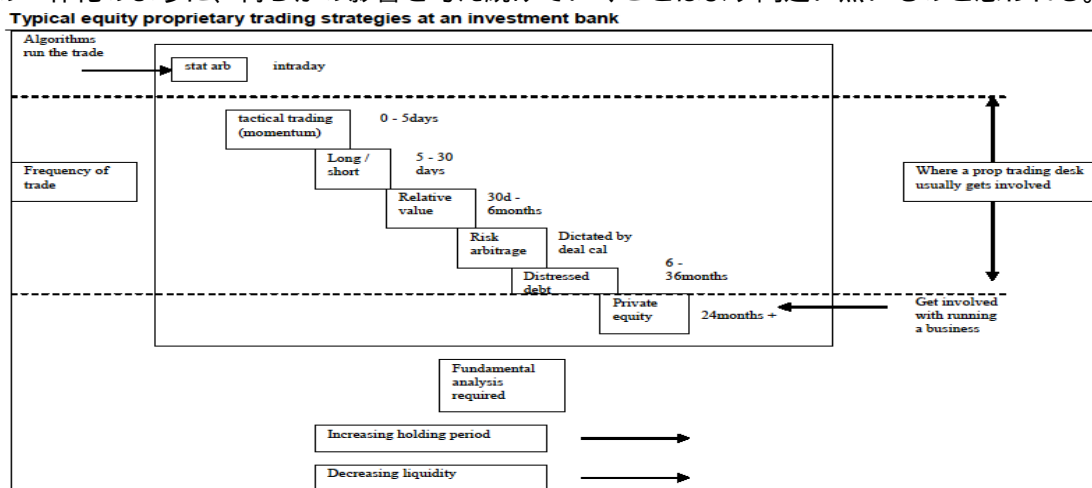
⁶⁶ The New York Times 2005.2.3 Market Place 記事

個人的な収益の享受度合いがヘッジファンドの場合の方が高い為であるが⁶⁷（勿論、リターンが得られた場合であるが、同時にリスクも大きい）こうした人的な流動化を軸にしたヘッジファンドの拡大の状況は、投資銀行機能の外延化・拡散化とも呼べるようなものである（PEファンド業界についても類似の側面がある。第2章参照）。

一方で、ヘッジファンドのビジネスがこれまで相対的に高いリターンをあげてきたこと、金融ノウハウの点で先進的なものを持っているケースがあることなどから、投資銀行サイドの方でもヘッジファンドを自社の傘下に抱えようとする動きもある。具体的には、2004年9月にJP Morganが有力ヘッジファンド Highbridge をグループ内に抱える契約を結び注目された他、他社での一部類似の動きがある。投資銀行から社外にでてヘッジファンドを興すのと逆の動きで、両者の間の出入りが双方向になるような例である。

（3）PEファンドとヘッジファンドの業際境界の低下と融合化の兆し

このようにPEファンドやヘッジファンドはその内部に類似の機能を抱えつつビジネスパートナーとなっている投資銀行と密接なビジネス関係にあるが、最近では更にPEファンドとヘッジファンドの間でも主としてヘッジファンドがPEファンドの領域に入っていきという動きを中心としながら両者の業際の垣根が低くなりつつある。ヘッジファンドは資金流入が続き、規模が急ピッチで拡大する一方で、必ずしも適切な収益機会の発見は容易ではなくリターンが低下する傾向にある。その中で、ヘッジファンドよりも目標リターン水準が高いPE分野にヘッジファンドが関心を向けつつある。下図は両者の投資対象と見込む投資期間とを整理したものである。短期間寄り（ヘッジファンド）からやや長期（2年以上 PEファンド）まで投資の時間軸に応じてターゲット領域が異なっているのを示しているが、同時に、ヘッジファンドとPEファンドとの間も近接していることも物語っている⁶⁸。ヘッジファンドが商品横断的、機能統合的なファンクションを求めるようになってきていることに触れたが、それがPEファンドの間でも境界の低まり・融合化という形で現れ始めていると言えるであろう。このような機能の境界の低まりや融合化という流れは、これらを重要な顧客層とする投資銀行にも、上記の部門体制の一体化のように、何らかの影響を与え続けていくことはまず間違い無いものと思われる。



（出所）Source: Morgan Stanley Equity Research, “Brokers and Asset Managers, Part I: Brokers-Getting the Balance Right”, 2004.12.1 Exhibit 109

⁶⁷ ヘッジファンドのマネージャーの手数料は運用残高の2%程度の固定手数料と上がった収益の2割という水準が一般的と言われているが、もっと高いケースもあるようである。

3 取引の電子システム化を含む金融技術の進展の側面

PE ファンド、ヘッジファンドの著しい躍進の背景には、投資家がより高いリターンを期待して資金を流入させていることがあるが、そもそもこれらの業態が相対的に高いリターンを生み出していたとすれば、それぞれがそれまでの金融主体を上回って広い意味で金融技術を発揮していた面があると言える。例えば、ヘッジファンドについては相場のボラティリティを高める等色々な議論があるが、各種の金融商品間等の裁定取引に代表される機動的な取引を開拓してきたことは新規性があったし、PE ファンドについては、投資先事業の立て直しや事業価値引き上げへの集中的な資源の投入は、金融技術の発揮の仕方の高度化と言えるような面があるように思われる。

これら PE ファンドやヘッジファンドとの共生の中にビジネスを維持・拡張してきている投資銀行も、例えば、PE ファンドとジョイントでのプリンシパル投資というケースや、ヘッジファンドの高度な内容の取引ニーズへの対応、ヘッジファンドへの取引アルゴリズム（取引方策のノウハウ）の提供あるいはこれを可能とするようなトレーディング・システムの高度化、といった様々な局面を通しながら、彼らの様々なニーズに対応したり、逆に、高度化した金融サービスを彼らに提供したりして金融・資本市場のダイナミズムの創出に重要な役割を果たしてきている。このような密度の濃いプロセスの中で広い意味での金融技術の進展が進んでいるものと思われる。

（1）クレジット・デリバティブの主要プレーヤー

金融技術と一口に言ってもその概念の幅も広く、簡単に取り出して示すことは容易ではないが、一例として、最近、市場の拡大が著しいクレジット・デリバティブの利用状況が参考になる。クレジット・デリバティブは、信用リスクであるクレジットリスクの移転を可能にする技術であるが、かつて金利スワップが登場したことで変動金利・固定金利の区分や金利の長短の垣根が取り払われていったように、ローンや債券という伝統的なクレジット商品の領域だけでなく、株式（equity）の領域などとの金融商品間の領域・垣根を取り払っていく結節点の役割も果たしていると言われている。また、前述のように、クレジット・デリバティブ市場の発達で投資銀行もクレジット・ファシリティのコミットメントなどが容易になってきていると言われている。更には、近年の債券発行額の大型化⁶⁹が可能になってきている背景にはヘッジ技術の高度化があると言われているが、これにもクレジット・デリバティブが密接に関与しているものとみられている。

クレジット・デリバティブ市場での取引プレーヤーの上位層は投資銀行部門を有するユニバーサルバンクと伝統的な投資銀行によって占められており、投資銀行が金融技術の進展を活用している様子が伺える（表 27）。

表 27 クレジット・デリバティブでの
カウンターパーティ上位 25 社

1	JP Morgan Chase
2	Merrill Lynch
3	Deutsche Bank
4	Morgan Stanley
5	Credit Suisse First Boston
6	Goldman Sachs
7	UBS
8	Lehman Brothers
9	Citigroup
10	Commerzbank
11	Toronto Dominion
12	BNP Paribas
13	Bank of America
14	Bear Sterns
15	Societe Generale
16	Royal Bank of Canada
17	Barclays
18	Dresdner
19	Royal Bank of Scotland
20	ABN AMRO
21	CIBC
22	Rabobank
23	WestLB
24	HVB
25	AIG

(注) 下線: 主要商業銀行の無い投資銀行

(出所) Fitch社 Global Credit Derivatives
調査 2003.9.24 回答金融機関 181社
取引総額 1.7兆ドル

⁶⁹ 起債の超大型化の例としては、自動車メーカーGM（General Motors）が 2003 年 6 月に合わせて 169 億ドル（グループ会社を含め 10 本強の起債の合計）を起債したケースがある。

(2) 取引システムの高度化への対応

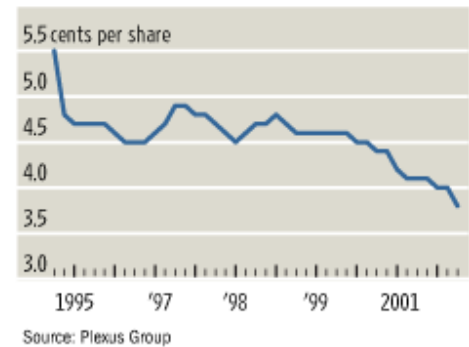
金融技術が進展している例は通信・情報処理技術に密接に関係する分野でもみられる。端的な例は株式等の取引における電子取引プラットフォームの重要性の高まりである。

ニューヨーク証券取引所では株式取引で依然、スペシャリストとよばれるフロアー（場立ち）トレーダーによる売り注文・買い注文の付け合わせを行っているが、テクノロジーの進展を体化させた電子トレーディングへの業界の関心の高まりに伴い、徐々に電子取引化への対応を進めざるを得ない情勢となってきた。

右のグラフは金融コンサルタント Plexus Group の調べによるミューチュアル・ファンド等の機関投資家が投資銀行等のブローカーに払っている NYSE 上場株式一株当たりの平均手数料の推移である。趨勢的に下降傾向にあるが、下落のテンポは近年にとみに強まっており、2002 年に一株当たりで 4.8 セントだった平均手数料が 20% 下がり、現在は 3.8 セントになっている。NASDAQ 上場株式の場合は現在約 3.5 セントとのことである。金融調査機関 Greenwich Associates の調べでは 2002 年に機関投資家はブローカレッジ手数料を 134 億ドル支払っていたが、2004 年にはこれが 20 億ドル以上減少しているとしている。下落の要因としては、低金利もあって低い運用利回りに悩む投資家サイドの手数料へのスタンスが厳しくなったことがあげられるが、電子取引への関心の広まりも影響を与えているとみられている。ちなみに、電子取引の場合の手数料は 0.5 セントから 2 セントの幅とのことである⁷⁰。伝統的なブローカーと機関投資家のパワーバランスは技術進展を背景に明らかに投資家サイドに傾きつつある。

A Penny Saved

Average brokerage commissions paid by mutual funds and other institutions to buy or sell stocks listed on the New York Stock Exchange.



債券の分野でも電子取引の成長は続いているようである。米国 The Bond Market Association の調査によれば、米国、欧州の債券市場に関係し Fixed Income 分野の電子取引をサポートする取引プラットフォーム（システム）は全体で 2002 年にピークの 81 を数えた後、2004 年には 74 に減少し、既に整理統合のプロセスに入っている一方で、その中で金利スワップ、クレジット・デフォルト・スワップ等の店頭（OTC）デリバティブの電子取引をサポートする取引プラットフォーム（システム）は 2003 年の 13 から 2004 年には 25 に倍増している⁷¹。オンラインのデリバティブ取引の成長は市場におけるデリバティブ商品利用の広まりと、ある範囲のデリバティブ商品のコモディティ化の流れを示すものである。また、電子取引システムは、例えば、現物とデリバティブの組み合わせといった複数の商品（Products）にまたがって同時に取引を執行するような場合に特に効率性が高い。

このような電子取引の重要性の高まりに対応すべく投資銀行各社も関連の対応を進めているが、各社の事業構成の違いもあって状況には差異があるようである。最も積極的なのはリテール部門を持たない Goldman Sachs とみられている。同社はニューヨーク証券取引所の主要なライバルとみられる電子取引市場 Archipelago Exchange（ArcaEx）を運営する Archipelago

⁷⁰ The Wall Street Journal, 2005.2.25 付け記事 “Mutual funds are cutting Commissions—at What Cost?”

⁷¹ “eCommerce in the Fixed-Income Markets, The 2004 Review of Electronic Transaction Systems”, The Bond Market Association, 2004.12

社⁷²を初めとする電子取引関連の複数の企業に出資をしている⁷³。同社の近年の FICC (fixed-income, currency & commodities) 部門が収益ウェートを拡大させている背景にはシステムを重視した同社の戦略が奏功しているとする見方がある⁷⁴。同社がクオンツ系(高度な数学的テクニック・コンピューターを使った数量分析を重視するタイプ)の色彩が強いと言われるヘッジファンド向けのプライムブローカレッジ業務で Morgan Stanley と並びトップのシェアにあることと繋がるものがあると考えられる。

こうした電子取引面での対応にはソフト面を含む相当の投資が不可欠であり、トレーディングビジネスが資本を必要とするビジネス色を強める一因となっているのは第2章で触れた通りである。投資銀行がトレーディング業務への依存度を高めつつあることと、テクノロジーの進展の活用は相互に密接に絡み合っていると思われる。トレーディング業務への依存度が高まる中にあるのは、テクノロジーの進展をどのように活用していくかは投資銀行にとって極めて重要になってきているものと考えられる。

4 海外でのビジネスへの期待

主要投資銀行の米国と海外の収入・利益のバランスの状況は表28の通りであり、各社によっても多少の差はあるが、収入・利益とも概ね米国が7割、米国以外が3割というところである。

表28 各社の地域別の収支状況 (単位:%)

						米国以外	米国	調整	合計	
		欧州等	(うち英)	アジア	(うち日本)	中南米他				
ML	収入	16.5		10.0	6.3	3.9	30.3	71.6	-1.9	100.0
	税前利益	15.7		15.4	12.5	4.9	35.9	70.6	-6.6	100.0
MS	収入	22.0		8.2		2.2	32.4	73.3	-5.7	100.0
GS	収入	25.2	22.5	10.6		1.4	37.3	62.7		100.0
	税前利益	15.7	13.7	14.8		4.9	35.4	69.9	-5.3	100.0
LB	収入	18.2		10.8			28.9	71.1		100.0
Citigroup	収入	18.5		16.7	2.5	19.2	54.4	45.6		100.0
	税後利益	9.8		14.1	4.2	11.7	35.6	62.5	1.9	100.0
JPMorgan	収入	19.0		5.7		2.8	27.5	72.5		100.0
	税前利益	23.8		1.6		5.3	30.6	69.4		100.0

(注) MS, LBは2004年、他は2003年。Citigroupの米国は北米。(出所) 各社資料

主要投資銀行は比較的早期から欧州を初めとして海外展開を図ってきた。依然、収入、利益に占める米国の比重は大きい。米国が世界で最も発達し、成熟した資本市場であるのに対し、アジアを初めとしたその他の地域では今後の発展の余地を大きく残しており、主要投資銀行の海外ビジネス拡大に向けた関心は強いものがある。

中でも、特に関心が向いているのは、高い経済成長を続け、今後の資本市場の発展が期待されている中国である。経営コンサルタント企業のボストン・コンサルティングはそのレポートの中で、中国企業のIPOが世界のIPO全体の10%(2004年)を占めるなど中国での投資銀行ビジネスが高い成長を見せており、IPOを期待したプライベート・エクイティ投資も高いリターンを享受していることを紹介している⁷⁵。

⁷² <http://www.archipelago.com/>

⁷³ The Hull group(電子オプション取引業者)、Witt Capital(オンライン引受業者)、Optimark(コンピュータによる注文突き合わせシステム)等

⁷⁴ The Wall Street Journal, 2003.11.23 付け記事 “The War between the Street and Floor—A Tech Power Play at Goldman Sachs”

⁷⁵ The Boston Consulting Group, “Investment Banking and Capital Markets, Market Report –Third Quarter 2004 Edition”, 2004.11.30

現時点で中国市場進出で最も先行しているとみられているのは Morgan Stanley である。Morgan Stanley は 1995 年に China Construction Bank 他と合併で、China International Capital Corporation を設立し、同社は株式関連引受で中国のトップ証券の座にあり、Morgan Stanley がこれに次ぐ状況にある。また、Goldman Sachs もこれらを追う形で、2004 年 8 月に合併方式での証券ビジネスの当局承認を得ている。表 2 9 は 1994 年以降 2004 年年央までの累計ベースの株式関連の引受実績ランキングであるが、Morgan Stanley、Goldman Sachs 両社の先行振りが伺える。

また、2005 年に入ってからはやや後発とみられている Merrill Lynch も IPO の可能性を有する案件を中心とした中国へのプライベート・エクイティ投資を積極化させていると報じられている⁷⁶。これらのプライベート・エクイティ投資は、IPO 等によるキャピタルゲイン狙いであると同時に IPO のアレンジ、引受等の投資銀行業務収入も併せて期待している典型的なディールソーシング（発掘）型の投資と考えられる。

表 2 9 中国での株式関連のランキング

Top managers of Stock and stock-related Offerings in China, 1994-2004	Deal 金額 (10億ドル)	市場シェア (%)
China International Capital *	15.1	13.4
Morgan Stanley	8.4	7.4
Goldman Sachs	7.9	7.0
Guotai Junan Securities	6.3	5.6
China Int'l Trust & Investment Corp (CITIC)	5.6	5.0
China Southern Securities	5.1	4.5
CSFB	3.7	3.3
BNP Paribas	3.2	2.8
GF Securities	2.8	2.5
Haitong Securities	2.7	2.4
その他	52.5	46.3

(注) * Morgan Stanleyが34%出資

(データソース) Dealogic (出所) The Wall Street Journal 2004.8.13

表 3 0 は、商業銀行業務の展開のウェイトが大きいと思われる Citigroup の日本とアジア（日本以外）との最終利益の比較である。日本について 2004 年秋の不祥事によるプライベートバンクビジネスの撤退という特別な事情を勘案してもなお、おそらく中国関係も相応に内訳に含まれると思われる日本を除くアジアでの収益の著しい伸びは特筆すべきものがある。投資銀行のビジネスについても今後似たような展開を辿るものと思われる。

表 3 0 Citigroupの地域別最終利益額 (百万ドル)

	2003年	2004	伸び率 (%)
日本	833	769	-7.7
アジア (除く日本)	1,754	2,639	50.5

(出所) 会社資料

⁷⁶ The Wall Street Journal 2005.2.1 付け記事, “Merrill Lynch is the Latest to Buy Chinese Property”

むすびに代えて

本稿では、官民を問わず我が国のホールセール金融の領域と金融・資本市場全体の今後の展開について示唆を探るべく、主として伝統的な投資銀行のホールセール部門の状況を概観してみた。

伝統的な投資銀行は、銀行・証券の垣根の実質的な撤廃を背景としたユニバーサルバンクの進出攻勢の強まりや、引受業務の一部にみられるような金融サービス機能が不断にコモディティ化していく流れ、伝統的業務である株式委託手数料の低減傾向等、経営環境の厳しさが強まりつつある中で、近年は、勃興著しいPEファンドやヘッジファンドとのビジネスを拡大させつつ、投資銀行業務の維持やトレーディング業務の拡大に務めてきている。

PEファンドやヘッジファンドの躍進の背景には、それぞれの領域で、これまで以上に金融技術を革新し、適用させようとする流れがあると考えられるが、伝統的な投資銀行はそれらの金融業態との共生の中でビジネスの支援とインターメディアリー（中間介在者）としての自らの業務領域の確保を図ってきている。

これらの動きをみると、投資銀行は、自らの金融技術をより発揮できる業務領域でのビジネスの拡大を指向することで、厳しさを増しつつある環境変化に対応しようとしているように見受けられる。その中には、投資銀行の観点から見てこれまで相対的に効率的（efficient）でなかったとみられる領域について、そこでの効率化の度合いを高めることに関与することで自らのビジネス領域を確保・拡張してゆこうとする動きも含まれるものと思われる。

近時はヘッジファンドのリターンの低下やPEファンド・ヘッジファンド間での融合化の進展の兆しなどがみられ、将来的には市場の主要プレーヤーの顔ぶれにも変化が続いていくものと思われる。しかし、現下の投資銀行とこれらの業態との関係から伺えることは、いち早く市場の成長分野を捉え、あるいはこれを創出していくことでその機能維持を図っていくことが今後も投資銀行の戦略の基軸であり続けるだろうということである。中国を中心とした海外ビジネスへの投資銀行の関心もこのような指向性の中で理解することができるであろう。

勿論、これらは伝統的な投資銀行だけに該当する話ではない。しかし、ユニバーサルバンクに比べ資本力等で劣勢にあるこれらの投資銀行にあっては、他の業態に比べて一層、将来の潜在的成長分野へのいち早い取り組みを重要視せざるを得ない立場にある。この際に鍵となるのは、表現としては月並みであるが、広い意味での金融技術力であり、最終的にはトップ層を中心とした企業の経営力ということになる。

以上

日本政策投資銀行 ニューヨーク事務所
首席駐在員 松川力造⁷⁷

⁷⁷ 本稿作成にあたっては日系・外系の投資銀行、商業銀行、証券会社、格付機関、機関投資家、PEファンド、ヘッジファンド、調査機関等の関係の方々との日常的な情報交換を下地としている。日頃より貴重な示唆を与えてくださったこれらの方々々に御礼申し上げたい。

主要参考情報ソース

1 投資銀行各社

- ・ Annual Report, Form 10-K、Form10-Q 等

2 新聞

- ・ The Wall Street Journal
- ・ The Financial Times
- ・ The New York Times

3 雑誌

- ・ The Economist
- ・ Investment Dealer's Digest
- ・ 「資本市場クォーターリー」((株)野村総合研究所)

4 書籍

- ・ 「図説 アメリカの証券市場」((財)日本証券経済研究所 2002年版)
- ・ 「Financial Services without borders」(Greenwich Associates, 2001年)(邦訳「トップ・スリーの銀行・証券戦略」(チャールズ・エリス/グリニッチ・アソシエーツ編 鹿毛雄二訳 日本経済新聞社 2002年)
- ・ 「「投資銀行」の戦略メカニズム」((財)資本市場研究会編 清文社 2001年)

5 レポート

- ・ Deutsche Bank, F.I.T.T.Research, "Of Prime Importance: Catering to hedge funds" 2004.3.1
- ・ Morgan Stanley Equity Research, "Brokers and Asset Managers, Part I: Brokers-Getting the Balance Right", 2004.12.1
- ・ Morgan Stanley Equity Research, Industry Overview, "Capital Markets into 2005", 2005.1.11
- ・ Morgan Stanley Equity Research, Industry Overview, "Much Ado about Investment Banking", 2005.2.14
- ・ CSFB, "European Wholesale Banks, Hedge Funds and Investment Banks" 2005.3.9

6 プレゼンテーション資料

- ・ SIA(Securities Industry Association) Operation Update Conference(2004.11.19)での Sanford Bernstein 社プレゼン資料"The U.S. Securities Industry, Looking at 2005-A Good But Not Great Environment"

7 Web site

- ・ Greenwich Associates 社 <http://www.greenwich.com/>
- ・ The Boston Consulting Group <http://www.bcg.com/home.jsp>
等

付表 目次

1	世界の金融機関 資産残高トップ100社 (1 / 2)
2	同 (2 / 2)
3	米国商業銀行の統合の系譜
4	株式・債券の発行額の推移 (2001年~2004年)
5	株式・債券の発行状況と手数料 (2003年~2004年)
6	引受リーグテーブル状況
7	株式 IPO 市場の状況
8	投資銀行の部門別収入・利益ウェイト推移
9	M&A アドバイザリー リーグテーブル推移 (要約)
10	M&A アドバイザリー リーグテーブル (1 / 3)
11	同 (2 / 3)
12	同 (3 / 3)
13	各社の M&A 等アドバイザリー収入と M&A 案件数
14	各社の株式部門と債券等部門の収入比較
15	各社のアセットマネジメント部門の推移
16	Merrill Lynch 経営状況 (1 / 3)
17	同 (2 / 3)
18	同 (3 / 3)
19	Morgan Stanley 経営状況 (1 / 3)
20	同 (2 / 3)
21	同 (3 / 3)
22	Goldman Sachs 経営状況 (1 / 4)
23	同 (2 / 4)
24	同 (3 / 4)
25	同 (4 / 4)
26	Lehman Brothers 経営状況 (1 / 3)
27	同 (2 / 3)
28	同 (3 / 3)
29	Bear Stearns 経営状況
30	Citigroup 経営状況 (1 / 4)
31	同 (2 / 4)
32	同 (3 / 4)
33	同 (4 / 4)
34	JP Morgan Chase 経営状況 (1 / 6)
35	同 (2 / 6)
36	同 (3 / 6)
37	同 (4 / 6)
38	同 (5 / 6)
39	同 (6 / 6)

(注) 各社経営数値は計上区分が維持されている範囲につき整理している。また、一部、同一年度の数値につき翌年度に数値の見直しがあった場合に両方の数値を掲示した部分がある。