

アメリカ大手投資銀行の経営実態

— New York 金融市場, 最近の金融機関経営変化の実情 (II) —

The Actual Condition Concerning the Management of the Biggest Investment Banks in the USA.

— The state of affairs on the changes in the management of the financial organs in New York (II) —

吉川 顕磨
Akimaro Kikkawa

〈目次〉

はじめに

- I 1999～2000年における投資銀行の経営環境と経営実態 —市場の現況—
 - II 1990年代における投資銀行の競争力とシェアの巨大な拡大, グローバリゼーション
 - III 市場を支える貯蓄資金プール, 退職金積立基金
 - (1) Investment management 投資マネジメント産業
 - (2) 退職積立金
 - IV 投資銀行の戦略的業務
 - (1) Mutual Fund 投資信託 —投資銀行成長の牽引的業務(1)
 - (2) 株価反転と資金の流れの変化
 - (3) M&A —投資銀行成長の牽引的業務(2)
 - (4) 新型投資ファンドの貢献 —401kプラン(確定拠出型年金)
 - V 個別金融機関における企業展開の簡単な経過と経営の傾向および経営戦略
 - (1) Goldman Sachs Group, Inc.
 - (2) Merrill Lynch & Co., Inc.
 - (3) Morgan Stanley Dean Witter & Co.
 - VI 投資銀行上位3行における経営の特徴と経営戦略
- おわりに

はじめに

New York 金融市場は, 2000年夏以降異変に見舞われている。根本的要因は New York 株式市場での株価の趨勢的下落の始まりである。

1990年代, New York 金融市場は世界の市場をリードして大きな発展を遂げてきた。中でもアメリカの投資銀行は他の商業銀行や機関投資家, 個人大口投資家などを含む金融市場全体をリードし刺激し, 新しく開発した金融手法を駆使しながら取引を拡大し, 巨額な利益を手にしてきた。その勢いは「金融グローバリゼーション」として世界の金融市場へも波及し各市場に大きな影響を与えて市場を支配した。その国の経済全体にまでも深刻な影響を及ぼして, 事実上国家の政策遂行を規制し支配するほどであった。1997年のアジア危機はその典型的な事象であったと言っ

てよい。

1990年代におけるアメリカ投資銀行の活動は, 何より

も New York 株式市場での株価上昇と歩調を合わせて行なわれてきた。株価上昇は長い間アメリカ企業の業績の好調さを印象付け, 企業の資金調達を有利にし, かつまたそれ自体資金運用(投資)の格好の対象となった。それらは相互に作用し合いながら豊かに息長く成長発展を続けるアメリカ経済を印象付けた。好調な成長を維持するアメリカ好景気の特徴となった。いわゆる「ニューエコノミー」である。企業は何よりもまず利益率を高め, そして株価上昇, 高い株価評価を獲得することを目指した。どの企業にとっても高い株価評価を獲得することが至上命令となり, 企業も金融機関もその経営評価のウエイトをますます強く株価関連指標に置くようになる。高株価を維持しさらに引上げることに経営を集中しそれを自己目的とするようになり, いびつな企業経営が常態となるようになる。

2000年夏以降繰り返されてきた株価の傾向的下落の波と経営指標の著しい低下は過去10年間に築き上げてきた市場の虚像を実像に置き換えていく過程に入ってきたこと

を示している。それはこれまで度々指摘されてきたバブル崩壊の過程と評して良いであろう。

2000年がアメリカ経済全体とNew York金融市場にとって大きな転換点となったことは間違いない。だがまた、以下に見るようにNew York金融市場の活動は、一方では大きな伸びを記録し他方では大きな落ち込みを伴いながら、全体としてその勢いを弱めながらも、本稿で取り上げた資料で見ると限りでは止まることなく上昇を続けてきているのである。New York金融市場をめぐる今日の金融指標をどのように見るべきなのか明確にその評価を下すのは難しい。ともあれ、以下与えられた資料からNew York金融市場の現況の一端を見てみることにする。

New York金融市場をはじめとする国際金融市場動向をめぐっては、今日の市場環境の実態ないし最近の金融機関経営変化の実情を見るべく、すでに前号の拙論で触れた^(註1)。今号ではアメリカ投資銀行Investment Bankの経営実態について記述し考察することが目的である。使用した調査資料は前稿のSTANDARD & POORSのものと同種であり基本的に変わらない。前稿のものの対象がBankであったのに対して本稿のそれはInvestment Bankである。New York金融市場の現状を投資銀行の活動の様子を通して把握し考察することが目的であり、ここでも同類のそれに関連した資料を使っている。前稿と同様本稿でも研究の中心的な目的はNew York Marketでの経営実態やその実情を紹介することにとどまる。本稿はSTANDARD & POORSの諸資料の記述・説明を訳出してそれを材料とし中心的な内容としながら、これに適宜私見を加える論述内容となっている。^(註2)

I 1999～2000年における投資銀行の経営環境と経営実態 —市場の現況—^(註3)

1990年代におけるNYSE (New York Stock Exchange ニューヨーク証券取引所)の取引規模の急拡大、ニューヨーク証券市場の拡大については、本稿でも随所に指標が示される。ここでは、1990年代末から2000年にかけての変化を中心にしてみることにする。

投資サービス業界は、不安定さを持ちながらも急激な拡大を続けている。2000年度の証券取引仲介業の収入をNYSE会員のそれについてみれば、1999年度に比べて34%も増加している。だが他方では、FRBの金利変更によって企業利益では過去最大の落ち込みも経験している。S&P500は、1974年以来最悪の10.1%の落ち込みとなったし、ナスダック指標も40%近くも低下した。以下、ここでは投資銀行が関わる様々な業務分野、経営部門の近年の経営事情を知るために、市場全体の動向をまず概観しておくことにする(図1)。

(1) 2000年のこの業界の利益は記録的な水準を達成している。NYSE加盟の280社が稼ぎ出した利益は、課税前利益でみて、1999年の163億ドル、1998年の98億ドルに対して、2000年には210億ドルを記録している。課税前のROA (Return on Assets 総資産利益率)の値は、1999年の23%に対して、2000年には25%となった。また2000年の業界全体の収入は34%増加して2,452億ドルとなっている。

これらの企業の委託取引からの収入は15%伸びている。NYSEの一日あたりの平均取引規模は29%増加して10億ドルとなり、またナスダックの一日の取引規模は平均62%伸びて18億ドルとなった。

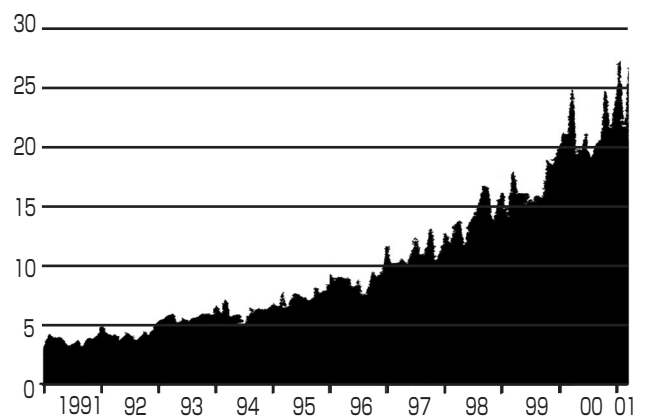
引受業務からの収入総額は、世界的なM&Aの活発化と株式に対する引受環境の好転に支えられて2000年には6%上昇している。株式の引受けだけで見ると30%の増加となった。2000年は世界的にM&Aが活発であったことから、1999年と比較して5.5%伸びて3兆5,000億ドルとなった。

アセット・マネージメント業務の収入は、投資対象に対する貪欲な需要をもち続ける投資家からの儲けによって増加が続いており、年率39%の伸びとなっている。また投資信託の売上げからの収入が16%の伸びを記録している。

同時に、これらを相殺する支出額も大きくなっている。支出額の規模はこれまでは年々ほぼ15%の率で増加し続けてきており、2000年12月31日時点での被雇用者の人数は36万5,381人と、前年同時期の32万6,151人から大きく増加した(12.0%の伸び)。

(2) SEC (Securities and Exchange Commission 証券取引委員会)公表資料に基づくSTANDARD & POORS,

図1 ニューヨーク証券取引所、取引規模の推移



出所：STANDARD&POORS, Industry Survey, May 31, 2001.
Investment Services, Industry Profile
(原資料：New York stock Exchange)

Industry Survey, Industry Profileの説明によると、1999年12月31日時点での投資銀行業務や仲介業務を営む産業分野の企業の総数は7,483社、総資本規模は1,220億ドルであった。この分野でも集中が大きく進み、1987年末と比較すると、当時の企業数は9,515社であったが、総資本額は360億ドルに過ぎなかった。企業数では21.4%減少しているにも関わらず、資本額では3.4倍に増加しているのである。NYSE加盟のこの産業分野の企業数は、最大で最も目立ったもの280社に過ぎず、残り大部分のそれは相対的にもまた絶対的規模においても小さい。歴史的に見て大体NYSE加盟の証券会社が保有する資産額がこの業界全体が保有する資産額に占める割合は約70%ほどだといわれる。7,483社のうちの280社(3.74%)だけで業界全体の総資産額の70%を保有するのである。

先に別の資料で紹介したところと重なるが、SIA(証券産業協会)の資料に基づく説明によると、2000年末現在でNYSE加盟の証券産業の業界が全体で雇用する従業員数は36万5,381人であった。これは前年比では12%以上も増加しており、1980年と比較すると二倍以

上の増加となっている。SIAによると、証券会社上位10社が1999年度に稼ぎ出した利益は、NYSE加盟の同業会員全体が行なった仲介ディーラーの仕事から得られる収入の半分以上を占めている。このパーセンテージ自体は過去11年間大きく変わっていない。上位25社についてみると全体の77%を占めている。一方、NYSE会員の大部分を占める他の同業企業はそれぞれが、残り23%の収益の争奪をめぐる極めて小さな経営を行っているのである。

II 1990年代における投資銀行の競争力とシェアの拡大、グローバル化^(注4)

1980年代初頭以前の証券分野の活動は、増資と国内証券の売買に限定されていた。しかしそれ以後、この時期に境に多くの要因が重なって、世界的規模で幅広く金融商品や金融サービスの取り扱いが拡大してきた。

その要因の第一は投資銀行が地球的規模での国際業務の拡大を図ってきたことである。そのために投資銀行は新たな成長が望める新市場への参入を図り、競争力を強化し、またそのための経費削減を行ってきた。

第二の要因は国営企業のかつてない民営化の動きであって、この中で政府は国営企業を民間に売却したが、その結

表1 ファイナンシャル・アドバイザー 上位25行(2000年実績)

	取扱金額別ランキング (単位:百万\$)	マーケットシェア (%)	取引件数
1. Goldman, Sachs	1,284,401.5	36.7	420
2. Morgan Stanley Dean Witter	1,126,920.6	32.2	422
3. Credit Suisse First Boston	945,054.2	27.0	715
4. Merrill Lynch	780,007.8	22.3	344
5. Salomon Smith Barney	666,827.1	19.1	435
6. J.P.Morgan	630,565.0	18.0	572
7. UBS Warburg	371,011.9	10.6	291
8. Wasserstein Perella	282,392.9	8.1	49
9. Lehman Brothers	257,411.6	7.4	221
10. Lazard Houses	242,428.4	6.9	193
11. Rothschild	210,156.7	6.0	217
12. Dresdner Kleinwort Benson	155,366.1	4.4	93
13. ING Barings	135,002.9	3.9	158
14. Deutsche Bank	122,293.6	3.5	256
15. Bear, Stearns	117,816.6	3.4	84
16. RBC Dominion Securities	100,198.4	2.9	54
17. Banc of America	90,553.6	2.6	89
18. Thomas Weisel Partners	74,049.7	2.1	44
19. CIBC World Markets	71,754.2	2.1	92
20. Greenhill	59,872.1	1.7	16
21. Cazenove	58,083.5	1.7	36
22. ABN AMRO	56,561.3	1.6	165
23. Societe Generale	46,684.7	1.3	123
24. Houlihan Lokey Howard & Zukin	42,758.3	1.2	179
25. KPMG Corporate Finance	36,704.2	1.1	539
アドバイザー取引	3,131,906.3	89.6	6,751
アドバイザー以外の取引	363,615.9	10.4	30,169
総計	3,495,057.7	100.0	36,920

出所：STANDARD & POORS, Industry Survey, May31, 2001, Investment Services, Industry Profile(原資料：Financial Times)

表2 合衆国マネー・マネジャー 上位25行(1999年実績)

	資産額 (単位:百万\$)
1. Fidelity Investments	1,074,200
2. Barclays Global	784,500
3. State Street Global	681,413
4. Deutsche Asset	589,000
5. Vanguard	564,176
6. Merrill Lynch	557,265
7. Morgan Stanley	425,000
8. Putnam	391,303
9. Alliance Capital	368,320
10. SSB Citi	364,416
11. J.P.Morgan	348,997
12. Prudential	344,439
13. Capital Research	333,216
14. Northern Trust	299,128
15. Scudder Kemper	298,395
16. TIAA-CREF	290,941
17. Brinson Partners	282,709
18. American Express	262,500
19. Met Life	260,332
20. Janus	249,506
21. Goldman Sachs	240,288
22. Wellington Mgmt	233,524
23. Schroders	230,000
24. Chase Manhattan	226,348
25. Credit Suisse	202,880

出所：STANDARD & POORS, Industry Survey, May31, 2001, Investment Services, Industry Profile(原資料：Pensions & Investments)

果株式の量的拡大や資本規模の増加が大きく生じた。

第三に投資家たちが収入の拡大や投資リスクの抑制をしなからたえずグローバルな投資機会を狙っていたことである。

第四には投資技術の向上によって海外への投資が前以上に容易になったことである。因みに、このような要因によって合衆国の外国証券保有高は、1990年の3,130億ドルから1999年度には2兆1,000億ドルにまで拡大することになった(6.7倍)。同時に、並行して外国勢が保有する合衆国の有価証券残高も、1990年度の9,490億ドルに対して1999年度には3兆7,000億ドルと、大幅な増加を遂げた(約3.9倍)。

STANDARD & POORSによれば、the investment services industry 投資サービス産業は、主要な二つの分野によって構成される。一つは投資マネージメント産業であり、他は投資銀行業務および仲介業務を営む産業である。(注5)(注6)

この二つの各事業内容の中にはまたいくつものsegment 事業部門があり、それゆえ国内外の規制の緩和、自由化が進むにつれて投資銀行が扱う業務内容もきわめて多岐にわたるようになる。ここで経営実態を見る際にも主には事業収入が大きいものを中心として見ることになるが、以下では、その中で注目すべきいくつかの活動分野を取り上げておきたい。銀行業(商業銀行)の場合も取扱資本の集中が大きく進んでいたが(注7)、投資銀行の場合もその点では同じことが言える。

オンライン・トレーディング、すなわちインターネット

表3 株式および株式関連 上位5社の取扱いシェア(2000年実績)

	取引高 (百万\$)	マーケットシェア (%)	取引件数
1. Merrill Lynch	380,366.6	12.5	3,148
2. Salomon Smith Barney	328,900.0	10.8	1,893
3. Morgan Stanley Dean Witter	280,526.0	9.2	2,581
4. Credit Suisse First Boston	280,378.6	9.2	1,872
5. JP Morgan/Chase	271,407.9	8.9	1,592
上位5社	1,541,579.1	50.7	11,086
業界総計	3,042,185.3	100.0	20,427

出所：STANDARD & POORS, Industry Survey, May31, 2001, Investment Services, Industry Profile (原資料：Thomson Financial Securities)

表4 合衆国 公開公募 上位5社の取扱いシェア(2000年実績)

	取引金額 (百万\$)	マーケットシェア (%)	取引件数
1. Goldman Sachs	17,698.3	24.2	59
2. Morgan Stanley Dean Witter	11,335.9	15.5	44
3. Credit Suisse First Boston	11,207.1	15.3	81
4. Salomon Smith Barney	8,863.5	12.1	32
5. Merrill Lynch	6,749.1	9.2	33
上位5社	55,853.9	76.2	249
業界総計	73,283.3	100.0	429

出所：STANDARD & POORS, Industry Survey, May31, 2001, Investment Services, Industry Profile (原資料：Thomson Financial Securities)

上での証券売買は飛躍的な成長が期待されてきた。SIAによれば1998年には730万件のオンライン仲介勘定と4200億ドルのオンラインの管理資産が存在する。そしてSIAは、2002年までにこれらの数値がそれぞれ1,400万件、7,000億ドルにまで成長するだろうと見積っている。以下、アメリカ主要投資銀行のシェアを示すいくつかの指標を掲げておく(表1, 表2, 表3, 表4参照)。

Ⅲ 市場を支える貯蓄資金プール、退職積立金

(1) Investment management 投資マネージメント産業

Investment management 投資マネージメント産業はいわば貯蓄資金プールのマネージメントを請け負う様々な機関によって構成されている。その際この「投資マネージメント」について若干触れておこう。

銀行や保険会社、証券会社などほとんどすべての金融機関が何らかの投資マネージメント、資産マネージメント活動に従事している。有利で安全な投資機会を狙う貯蓄資金プール＝国民貯蓄の争奪がそれだけ広範囲かつ激しいものであることを示している。

また、投資マネージメント産業は、オープンエンド(資本額追加型)投資信託やクローズドエンド(資本額固定型)投資信託、ユニット型投資信託、投資顧問会社、その他個人や団体の貯蓄資金プールのマネージメントを請け負う会社などの諸企業を含んでいる。投資家の貯蓄資金をプールすることによって投資マネージメント業者は、多くの個人投資家に対して、投資の分散化やリスクの削減、取引コストの節減、その他様々な専門的アドバイス等の利益利便を提供している。

(2) 退職積立金

ところで、その資金プールの大きな割合を構成しているのが退職積立金である。一般的なタイプの投資マネージメント・サービスの対象にこの退職積立金が含まれる。

1999年末時点において、合衆国の退職積立金の規模と資金運用動向を見てみると、退職積立金の市場規模総額12兆7,000億ドルのうち、Mutual fundがその20%、2兆5,000億ドルを占め、残り80%の10兆2,000億ドルは、年金基金や保険会社、銀行、仲介企業となっている。

Investment products 投資金融商品に対する需要は、相当額の資金が投資サービス産業に流入するのに伴って今後も着実に増加すると見られる。

この大きな成長の出発点になったのはベビーブーム世代であって、1946年から1964年の間に生まれたおよそ8,100万人のアメリカ人による退職後の貯蓄ニーズは極めて大きい。概して、アメリカ人はポートフォリオにしたがって貯蓄の調整を行なっているが、その結果、現在、合衆国の家

族世帯の流動金融資産のうちの80%は証券へ、そして残りの20%が預金やCD(譲渡可能定期預金証書)に流れていることになっている。ところがSIA(証券産業協会)の調べによれば、1985年にはこれらの資産の半分以上は商業銀行の金融商品に向かっていたのである。

またアメリカ投資会社産業を代表するグループであるワシントンDCのICI(Investment Company Institute)によれば、Mutual Fundを購入している家族世帯は1980年にはアメリカ全体の5.7%に過ぎなかったが、1999年には47%にまで増加したという。個人資産運用の大きな割合がMutual Fundに向かっていったことがうかがえる。Mutual Fundについては項を改めて見ておくことにしよう。

IV 投資銀行の戦略的業務

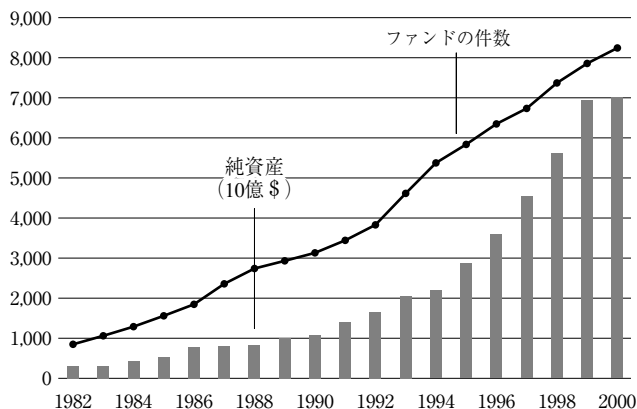
(1) Mutual Fund 投資信託 — 投資銀行成長の牽引的業務(1) (注8)

Mutual Fund(オープンエンド投資信託)(注9)は急速な発展を遂げてきた市場分野である。Mutual Fund投資に関する動向情報を発表しているICI(Investment Company Institute)によれば、2000年12月時点で合衆国には8,184のMutual Fundがあり、それは総額で6兆9,700億ドルの資産を管理下においていた。合衆国では商業銀行について2番目に大きな金融仲介の機能を果たしている。

過去20年間においてMutual Fundの個人世帯保有は着実に増加してきた。ICIによると、2000年6月現在では、5,100万世帯、8,800万人のアメリカ人がMutual Fundを保有していた。Mutual Fundへの投資家の最多の年齢は44歳。彼らは、5万5,000ドルのMutual Fundをもち、総金融資産残高では8万ドルを保有する(図2、図3参照)。

The mutual fund industry 投資信託産業は1990年代において目覚ましい成長を遂げた。取扱い総資産額は過去10年間対前年比で年々およそ21%の伸び率で上昇をつづけ、

図2 mutual fund 成長の推移



出所: STANDARD & POORS, Industry Survey, May31, 2001, Investment Services, Industry Profile (原資料: Investment Company Institute)

1990年末1兆700億ドルであった総資産残高は2000年末には6兆9,700億ドルへとおよそ6.5倍に増加した。このような飛躍的な拡大は退職後のための個人貯蓄資金の活発な動きを反映しており、配当や利子が再投資されることによって生まれる新たなファンドの追加による増加や、これまでも高い人気を博してきた海外投資の増加も関係している。

株式投資信託の売上げは、過去16年間に大きな前進を遂げた株式市場から強い刺激を受けてきた。それによってまた取扱資産の価値も上昇してきた。もっとも最後の数年間の投資資産は年率にして大体10~12%と、ややスローな成長に落ち着いてきている。

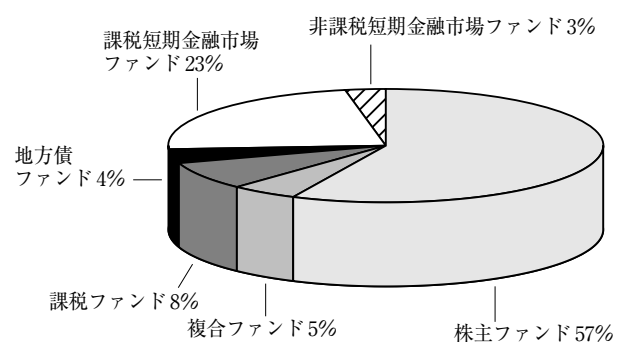
2000年末におけるMutual Fundのファンド別内訳は、図3に見られるとおりであるが、株式ファンドが(57%)、課税短期金融市場ファンド(23%)が大きなシェアを占めている。

株式投資信託が大きなシェアを占める要因は株式市場における株価の強い上昇傾向にある。その際最も広く用いられている株式市場指数はS&P500である。1990年代後半の株価の上げ相場をこの指数の年間上昇率で見ると、1995年34.1%、1996年20.3%、1997年31.0%、1998年26.7%、1999年19.5%となっている。もっとも2000年に入ると指数は逆に10.1%の下落となり、その後も下落傾向が続くのである。いずれにしてもこのような長期にわたる株価の上昇傾向が株式および株式関連のファンドの増加をもたらしてきたことが分かるのである。

(2) 株価反転と資金の流れの変化

ところで株価の反転がまた貯蓄資金プールの資金運用のルートを変更させている。言うまでもなくこのような資金シフトが株価下落にさらに追い討ちをかけることにもなる。事実、2000年以降の株価下落の影響はMutual Fundとそのファンド別の投資先にも現れている。2001年の第1四半期における株式投資信託の新規販売額は2,806億ドルで

図3 ファンドタイプ別mutual fund 資産 (2000年度実績, %)



出所: STANDARD & POORS, Industry Survey, May31, 2001, Investment Services, Industry Profile (原資料: Financial Times)

35%ダウンしている。逆に課税債券投資信託のそれは588億ドルで56%の上昇となっている。株式市場変化の影響をはっきりと示している。株価の下落が資金の流れを相対的に安全と見られた債券市場へとシフトさせたのである。

(3) M & A — 投資銀行成長の牽引的業務(2)

企業の合併・買収M&Aの活動は近年ウォール街にとって金の卵だと言われてきた。1991年以降、毎年非常に大きな規模で仲介業者や銀行のビジネスに成長をもたらしつつづけた。このような傾向は、防衛産業から金融サービスの分野まで、多くの産業で起こった企業合併のほとんどで定着していた。図4は、アメリカにおけるM&Aの取引規模の推移を示している。

金融サービス産業を取ってみれば、M&Aは何よりも1990年代初頭以降、弱い国内成長予想と資本形成の状況が、より有利な資金運用環境へと展開していくことを阻んでいることへの巨大銀行の大きな不満によって支えられていた。また、公益事業やエネルギー、通信、小売業等を含むその他の産業では、企業が過剰設備能力を抱えていることや、規制が変更されてきたこと、企業合併に関わる有力な関係者が積極的に行動してきたことなど、いくつかの要因が重なってM&Aの非常な活発化に貢献することになった。^(注10)

仲介業者や投資銀行などによるM&Aの仲介業務そのものが稼ぎ出す大きな利益と、M&Aによって産み落とされた合併後の新・再生企業による企業活動、経営の改善が生み出す利益が、投資銀行の成長を牽引し、活力を生み出してきたものと考えられる。

(4) 新型投資ファンドの貢献 — 401k プラン (確定拠出型年金)

この間大きく伸びてきた投資ファンドに401k プラン

(確定拠出型年金)がある。401k プランは1990年の3,850億ドルから1999年のおよそ1兆7,000億ドルへと4.4倍に膨張した。また、IRA (Individual Retirement Account, 個人退職金勘定) が保有している資産 (免税対象となっている) は1990年の6,360億ドルから1999年の2兆5,000億ドルへと3.9倍に増加している。

V 個別金融機関における企業展開の簡単な経過と経営の傾向および経営戦略^(注11)

以下では最大手のInvestment Bank 投資銀行である3行を個別に取り上げた。すなわち、①Goldman Sachs Group, Inc. ゴールドマン・サックス・グループ・インコーポレーション、②Merrill Lynch & Co. Inc. メリル・リンチ&カンパニー・インコーポレーション、③Morgan Stanley Dean Witter & Co. モーガン・スタンレー・デイン・ウィッター&カンパニーである。

(1) Goldman Sachs Group, Inc. ゴールドマンサックス・グループ・インコーポレーション (GS)。

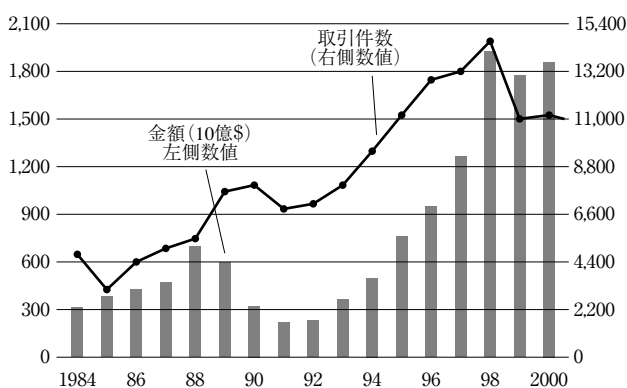
Goldman Sachs Group, Inc. は世界的規模でのリーディング投資銀行であり、証券会社である。その経営ラインは、投資銀行、トレーディングおよび大規模投資、資産管理、そして証券サービスである。この企業の最終目標は顧客のための資産選択アドバイザーになり、この分野におけるグローバルな市場でのリーディング企業になることである。顧客は企業、金融機関、政府、そして高額所得階層の個人である。

ゴールドマンは1999年5月に株式の公開を行なったが、それは未曾有の大きな期待をもたれた公開公募 (IPOs) であった。以前のパートナーも含む被雇用者が会社の株式のおよそ55%を保有することになった。

Goldman Sachs Group, Inc. は投資銀行として、さまざまな債券や株式の有価証券発行仲介業務を通じて企業の資本規模拡大を助けている。ゴールドマンは世界の引受業務においてグローバル・リーダーのひとつである。2000年には世界的規模で株式販売額のトップに位置し、合衆国での高額利回りの債券販売でも二位をつけている。ファイナンシャル・アドバイザー業務では、株式公開買い付けや企業防衛、M&Aなどの業務を企業顧客に対して行っている。

Goldman Sachs Group, Inc. はまた世界的規模でのM&Aアドバイザー・サービスで1994年から2000年までを通じて市場シェアのトップをいき、ファイナンシャル・アドバイザー業務ではグローバル・リーダーを保持していた。投資銀行業務の収益では、2000会計年度と1999会計年度には (いずれも11月末時点) それぞれ純収入の32%と33%を稼ぎ出していた。

図4 合衆国におけるM&A実績の推移



出所: STANDARD & POORS, Industry Survey, May 31, 2001.
Investment Services, Industry Profile
(原資料: Thomson Financial Securities)

トレーディング業務および大規模投資業務では、2000会計年度と1999会計年度でそれぞれ、純収入の40%と43%を稼いだ。ゴールドマンは、株式や固定利子収入商品や、通貨や商品の市場を創出してきた。この会社はまた、スワップなどのデリバティブ取引に参入したり、あるいはproprietary trading 商標取引や裁定取引をも手がけている。その大規模投資業務部門でゴールドマンは、不動産投資ばかりでなく、民間株式投資を行っている。商業銀行業務の活動は、大規模投資業務の純収入の大部分をここで稼いでいる。

ゴールドマンの資産管理業務および株式取引サービス業務は、2000会計年度および1999会計年度でそれぞれ純収入の28%と24%を稼いでいる。この部門は、三つの異なる業務から構成されている。資産管理業務では、ゴールドマンの個人顧客や機関投資家から、投資戦略の提供やアドバイスをを行うことによって報酬を引き出している。証券サービス業務では、ヘッジファンドや年金基金、高額所得階層の個人などに最良の仲介やファイナンシャル・サービス、証券貸付などを行っている。また委託業務では、ゴールドマンの個人顧客や機関投資家のための代理取引から得られる報酬が生まれる。

投資信託や、個人顧客や機関投資家のために管理された分離勘定、商業銀行業務資金、その他の投資資金などを含むゴールドマンが管理するこのような資産額は、1996会計年度の940億ドルから2000会計年度には2,940億ドルまで増加している。また高額所得の個人顧客の仲介勘定の資産を含む他の顧客資産も同時期に770億ドルから1,980億ドルにまで増加している。

(2) Merrill Lynch & Co.Inc.メリル・リンチ&カンパニー・インコーポレーション (MER)。

Merrill Lynch & Co.Inc.は世界最大級の、しかも最も多角的な経営を行っている証券会社の一つである。

先ずこの会社の1990年代初頭までの経営実績をみておくと、証券業の中で最大企業の一つであり、また保険や他の金融サービスにも参画していた。MERは、リストラに伴って4四半期にわたって続いた4億7,000万ドルという初年度にこうむった年間損失から脱して、1990年には黒字に転じた。また、市場環境の改善やそれまでの数年間にわたるコスト削減を反映して1991年第1四半期には収入は急上昇に転じている。

今日、MERは、43の国々にオフィスをもち、1兆7,000億ドルの顧客資産を持っており、ファイナンシャル・マネージメントとアドバイザリーの分野では世界のリーディング・カンパニーとなっている。Thompson Financial Services Dataによると、Merrill Lynch & Co., Inc.は、

1999年中実績でアメリカ合衆国の国債と株式の引き受けでトップ、そしてM&Aでは第三位である。他方、グローバルに見てもMERは国債や株式のリーディング引受け会社であり、またM&A取引でも第三位にランクされている。

MERは、その経営を三つの営業部門に分割して行なっている。企業および機関投資家グループ (CICG)、個人顧客グループ (PCG)、アセット・マネージメント・グループ (AMG) の三部門である。1999年には、CICGは全部門の純収入の42%、純収益の60%を稼ぎ出し、PCGはそれぞれ48%と29%を、AMGは10%と11%を稼いだ。

企業および機関投資家グループCICGは、投資銀行業務やM&Aアドバイザリー・サービス、株式・債券トレーディング、あるいは世界中の企業や政府への資本市場サービスなどの提供を行っている。この部門は、証券や通貨、デリバティブ商品などの提供によって、機関投資家顧客のニーズを満たすべくトレーディングを行っている。MERメリルリンチは、投資銀行として、債券や株式の提供を通じて企業や政府の資本拡大を助けている。MERはまた、M&A合併・買収アドバイザリー業務を通じて、経営権の奪取や買収、企業防衛などの問題について企業にアドバイスを行っている。

この部門の営業活動は、証券アナリストや販売担当者、トレーダーたちの世界的なサポートによって支えられている。MERは、28カ国に及ぶ国々での株式トレーディング活動を誇っている。MERのPCG (個人顧客グループ) は、リテール仲介業務、資産管理業務、負債管理業務、銀行業務、保険商品等によって、個人投資家や企業、機関投資家へのサービスを、世界36カ国に展開する1,000店舗のオフィスに働く1万8,200人の金融コンサルタントの活動を通じて行なっている。

この部門はまた近年のオンライン・トレーディングの出現によって急激な変化をとげてきた。MERは、顧客の多様なニーズに適合し、これに応じて開発された種々の多くのニューサービスに乗り出した。1999年7月には、委託・手数料ベースとは異なる対照的な、報酬ベースの金融サービスであるUnlimited Advantageを開発して売り出した。1999年12月にMERは、資産の自己管理を行っている投資家に対するオンライン投資サービスであるMerrill Lynch Directを開発、導入した。Merrill Lynch & Co., Inc.の国際金融市場での最近の拡大には、1998年の、145箇所のオフィスに1,300人の投資プロのオペレーターをもつカナダの証券会社Midland Walwynの買収や、やはり1998年のMerrill Lynch 日本証券 (MLJS) の設立が含まれている。

MERは、1999年末の時点で、管理下に5,570億ドルの資産を持っており、世界最大の投資マネジャーの一つとな

っている。資産管理業務は、1997年にイギリスの資産管理のリーディング企業であった Mercury Asset Management Group を買収することによって著しい拡大を遂げるようになった。

(3) Morgan Stanley Dean Witter & Co. モーガン・スタンレー・デイン・ウィッター&カンパニー(MWD)。

Morgan Stanley Dean Witter & Co.は世界的な営業活動を行うリーディング証券会社である。ファイナンシャル・サービスでの巨大資本である MWD は、1997年5月に Dean Witter, Discover & Co.と Morgan Stanley Group の合併によって生まれた。Morgan Stanley Dean Witter & Co.は、Morgan Stanley の投資銀行としての組織的販売力やトレーディング能力を、Dean Witter の投資やグローバルな資産管理サービスの技術、Discover Card フランチャイズと結合させることによって、多くの事業部門や金融業務から多様な収入源をもつ金融サービスの最強チームとして生まれかわらせたのである。

2000年11月、MWD の税控除後の利益は、証券取引業務では総額で40億ドルであった。資産管理業務は6億8,300万ドル、クレジット・サービス業務が7億2,600万ドルであった。これは1999年度ではそれぞれ37億ドル、4億4,800万ドル、6億6,200万ドルであった。

この金融機関が世界的規模で展開する証券取引には、その中に投資銀行業務、組織販売活動、トレーディング業務、仲介サービス、大規模投資活動などを含んでいる。2000年末において Morgan Stanley Dean Witter & Co.のファイナンシャル・アドバイザーは、合衆国内に540万人以上の顧客口座と6,590億ドルの資産をもっている。この会社はまた全米第二位のファイナンシャル・アドバイザー・ネットワークを持っている。Morgan Stanley Dean Witter & Co.は投資銀行として、株式や債務提供を通じて企業顧客の資本の拡大を助け、企業防衛や企業の獲得、あるいはリストラなどの問題について、企業顧客にアドバイスをしている。2000年中にアドバイスしたものは公表されたM&A案件で1兆ドルを超えている。その販売業務やトレーディング業務でMWDは、投資信託や年金基金のような大きな購買側である機関投資家にアドバイスを行なうことによって証券保有に影響を与えて、顧客が売りや買いのオーダーを出すたびに、委託手数料か売買益を受け取っていた。またリテール業務では、公認の代理者や株式取引仲介者が個人を相手に、魅力的と思われるような株式や債券、投資信託などを提案してアドバイスをを行ってきた。

Morgan Stanley Dean Witter & Co.は世界の10位以内に入る最大の資産管理者のひとつである。2000年11月30日時点で支配・管理下にあった総資産額は5億200万ドル

であった。会社の資産管理グループは、個人や機関投資家向けに広範囲国内外の株式や債券、様々なクラスの国債などを提供した。

マネー・マネージメントは高度に収益性の高い業務である。その理由のひとつは、数十億ドルに達する資産に対して収入が入ってくる一方、コストの方はポートフォリオ・マネージャーへの支払いやオフィスの家賃以上に小額なものだからである。

クレジット・サービスはデイスカバー・カードやデイスカバー・プラチナカード、MWDカードを含んでいる。また2000年11月30日時点での消費者ローンの取り扱い金額の総額は471億ドルで、一年前の380億ドルから約24%増加している。

VI 投資銀行上位3行の経営の特徴と経営戦略

アメリカの上記最大手投資銀行の経営実体と経営戦略には幾つかの共通した特徴が見られる。

第1の特徴は、これは大手商業銀行の経営戦略にも言えたことであるが^(註12)、巨大投資銀行グループ同士の合併(MWD)や、他の金融機関の買収(MER)の進展に見られるように、金融機関相互間の積極的な提携により組織的な統合一体化が図られ、それが経営合理化による経営体質の強化・高度化、そしてそれぞれの得意分野を生かした経営多角化のテコとして戦略的重要性を増していることである。経営の多角化、高度化がこれら最大手投資銀行の市場支配と収入確保の手段として大きな意味を持っていることが理解される。

第2の特徴は、このことにも関係して、各社とも保険業その他の金融サービスや、特に注目されるのはアドバイザー・サービスへの経営の傾斜が顕著に見られることであろう。証券発行仲介業務をはじめとした証券取引サービス、仲介サービスなど伝統的な投資銀行業務に加えて、M&Aアドバイザー・サービスやファイナンシャル・アドバイザー・サービスなど、法人や個人を対象として、個別企業経営戦略の開発と助言(アドバイザー・サービス)と仲介、特に富裕個人を対象とした資産運用への積極的な関わりが各投資銀行にとって高い戦略的地位を占めていることが分かる。この業務分野からの収入割合も年々大きなシェアを占めてきたと言える。

第3に、マネージメントないし経営管理業務が経営戦略上の中心業務として独自の地位を確保していることである。投資マネージメントや資産管理業務だけでなく近年負債管理業務にも積極的に関わってきており、こうしたマネージメントから上がる収入を一層重視していることがわかる。

第4に、経営多角化、高度化の中心として、株式等のトレーディング業務や大規模投資業務が収入の大きな割合を

稼ぎ出している。金融を仲介する社会的使命といった過去の金融機関が果たした役割における細々とした利ざや収入に依存した経営手法から見れば、これは利益を追求することを直接の目的とし自己目的とする、アメリカの金融機関に最も典型的に見られる型であり、そこでは金融を仲介するなどの社会的使命はほとんど問題にはならない。いかに効率的に大きな（巨額な）利益、ハイリターンを引き出すかが金融機関経営の最大の動機となり課題となり目的となっている。このような経営スタンスが、リスクの極めて大きい取引に傾斜しているという意味で、それ自体経営不安定化の要素を内包していることもまた指摘しておく必要がある。

第5の特徴としては、様々な顧客層の中でも、大企業、機関投資家、高額所得階層の個人投資家がいわばコアの顧客として重要な対象と目されていることである。1件の取引から効率的に大きな利益を稼ぎ出すことのできる最も魅力的な顧客である。この金の卵をコアとして、しかもあらゆる分野の取引に関わり、あらゆる階層から収入を得る。どんなビジネスチャンスも逃さない経営姿勢を基本としながら、戦略的経営としては、最大の効率性を求めてコア顧客層に最大のコストとエネルギーを傾注して行く。そして最後にはそこから最大の収穫を手にするのである。

最大手3行の投資銀行の経営実態から得られるアメリカ投資銀行の経営戦略の特徴をひとまずこのようにまとめることが出来るかと思われる。

おわりに

1980年代においてアメリカでは金融の再編（リストラクチャリング）が大きく進んだのであるが、1990年代においても企業のM&Aが大きな進展を遂げ、それに伴って投資銀行の収益機会と収益自体も大きく拡大し、また金融機関も自らM&Aを進めていったのである。

さらに、金融に対するニーズは1990年代においてはさらに多様化し、かつ高度化していった。Mutual Fundやトラスト、年金基金を中心とした貯蓄資金プールの拡大、さらにM&A合併・買収が企業の統合再編を促すと同時に、金融機関の新たなビジネスチャンス＝収益機会をもたらした重要な収益源となった。大手投資銀行の取扱いシェアや資産規模の飛躍的拡大を可能にただけでなく、他方では、買収資金調達などこれらの関連業務そのものがまた大手商業銀行に対しても収益機会の新たな拡大に結びつき、大手商業銀行と大手投資銀行の双方の活動において一層提携と融合が進んだと言えよう。

1998年に一度大きな後退を経験したアメリカの投資銀行はその後にも拡大を続けたが、2000年には株式市場の下落をきっかけとしてその経営にはかげりが見られるように

なった。この変化が基調的に趨勢として継続するのはいまのところ明確には判断できない。しかし、十数年以上にわたる株価上昇の波に乗って成長を続けてきたNew York金融市場の金融取引活動やアメリカの経済活動そのものが、このまま下落傾向の株価を反転させてもう一度さらなる大きな成長の波を作り出せるかは予断できないであろう。(2002.9.22)

*前稿に引き続き本稿も、2001年度金沢経済大学（現金沢星稜大学）海外研修制度によるNew York, Columbia University（客員研究員）での在外研究の成果報告の一部である。

<注>

- (1) 拙稿「アメリカ大手商業銀行の経営実態 — New York 金融市場、最近の金融機関経営変化の実情（I）—」（『金沢星稜大学論集』第36巻第1号）
- (2) 記述の方法それ自体も、本稿の記述内容の多くの部分に前記諸資料の記述を訳出紹介した内容を含むという事情から、これも前稿と同様煩雑さを避けて引用のためのかぎ括弧を使用することはしていない。
- (3) STANDARD & POORS Investment services industry survey May31,2001, Current Environment pp1-4.
- (4) STANDARD & POORS Industry Surveys, Investment Services, May31 2001, Industry Profile, pp5-21.
- (5) STANDARD & POORS Industry Surveys, Investment Services, May31 2001, Industry Profile, p5. ところで、STANDARD & POORSがそのIndustry Surveysで区分しているInvestment servicesや一般にInvestment bankとされているものを本稿では「投資銀行」と総称している。
- (6) 合衆国の投資銀行および仲介業者の区分—証券会社の経営区分と言ってよいと思われる—は、幾つかの側面からいろいろな考え方で行なわれ得る。

第1に、業績報告のルート、主体別に以下のように区分することが出来る。①「ワイヤーハウス」として知られる、米国最大の総合的サービスを提供しているブローカー・ディーラーであるナショナル・フルライン・ファーム。②主要都市に支店を置いている大投資銀行。③リージョナル・ブローカー。地方の一定地域に支店網を持っている総合サービスのブローカー・ディーラーである。④ニューヨークシティに拠点を置いたブローカー・ディーラー。⑤ニューヨーク証券取引所会員であり、仲介ビジネスには最も早くから参加しているデイスカウンター。⑥その他、である。

第2に、収入源泉別に区分すると以下ようになる。①委託手数料。②トレーディングによる収入。③投資銀行収入としても知られているが、引受業務収入。④資産管理手数料。⑤利ざや収入。⑥他の証券関連収入。⑦証券取引以外からの収入。

第3の区分けは、SIAが採用している区分であり（STANDARD & POORSはこれをベストの区分け方法だとしている）、以下のようなproduct areaを含んでいる。①リテール活動。②mutual fundやトラストなどの専門化された会社。③トレーディング活動。④会社によっては①と②を混合さ

せた活動を行なっている。Mixed product areaである。⑤ 国際活動。⑥ 割引業務活動。(STANDARD & POORS Investment services industry survey May31,2001, Industry Profile,p.p.13-15.)

- (7) 前掲, 拙稿 p 35-38。
 (8) アメリカでは mutual fund が投資信託の主力を成している
 ので, そのまま投資信託と訳しても良いと思われるが, 投資
 信託にはいくつかのタイプが区別され, アメリカの Mutual
 Fundは投資信託の中でも, オープンエンド(資本額追加型)
 投資信託とされている。以下ではあえて訳さずにそのまま
 Mutual Fundとした。
 (9) mutual fund は, 資本追加型のオープンエンド投資信託で
 あり, 1990年代のアメリカにおける株価上昇過程において急
 速に拡大したもので, その大きな部分が株式投資に向かった。
 資本固定型の closed end fund とは対照的である。
 (10) 因みにこの時期ヨーロッパでは, 統一通貨ユーロの誕生に
 よってレート変動による不安定性にともなわれて生じていた為
 替コストが除去されたことからM&Aの活動が活発化し, 特
 に国際間のM&Aが激発したと言われる。規制の緩和もその
 傾向に拍車をかけた。

ヨーロッパ全体の数値を公表されたデータでみると, 2000
 年の総計は1兆ドル, 1999年は1兆2,000億ドルであったが,
 1998年は5,895億ドルであった。1998年と比較すると, 1999
 年は104%の伸び, 2000年は70%の伸びとなる。

さらに, Thomson Financial Securities Dataによると,
 2000年中の世界全体におけるM&A取引に関する公表された
 規模は3兆5,000億ドルであり, 1999年と比較すると5.5%ア
 ップしている。とはいえこれは1998年中の2兆5,000億ドルと
 比較すると40%もの拡大となっているのである

- (11) STANDARD & POORS, Stock Reports, June,9,01
 やや不完全な資料であるが, 1980年代および1990年代に
 おける投資銀行上位行の総資産額の推移, 動向を右に掲げ
 た。
 (12) 前掲, 拙稿。

(表A) 1980年代: 投資銀行上位行の総資産の推移
 (単位: 10億ドル)

	Morgan Stanley Group	Merrill Lynch	J. P. Morgan
1981		17.7	
1982		20.7	
1983		26.1	58.0
1984	13.1	30.8	64.1
1985	15.8	48.1	69.4
1986	29.2	53.0	76.0
1987	29.7	55.2	75.4
1988	40.1	64.4	83.9
1989	53.3	63.9	89.0
1990	53.5	68.1	93.1

※決算時期は各行異なる。

※ Goldman, Sachs Groupの1980年代の資料は入手できなかった。
 [出所] STANDARD & POOR'S Industry Surveys, Investment Services 各号より作成。

(表B) 1990年代: 投資銀行上位行の総資産の推移
 (単位: 10億ドル)

	Goldman, Sachs Group	Morgan Stanley D.W.	Merrill Lynch	J.P.Morgan
1991	NA	22.8	86.3	103.5
1992	NA	23.8	107.0	102.9
1993	NA	27.7	152.9	
1994	NA	31.9	164.0	
1995	NA	38.2	177.0	
1996	NA	42.4	213.0	
1997	NA	302.3	292.8	
1998	231.8	317.6	299.8	
1999	250.5	367.0	328.1	
2000	289.8	426.8	407.2	

※決算時期は各行異なる。

※ J.P.Morganの1993年度以降の資料は入手できなかった。
 [出所] STANDARD & POOR'S Industry Surveys, Investment Services 各号より作成。

〈参考文献〉

- BIS 作業部会編・日本銀行オフバランス取引研究会訳『変貌する
 国際金融市場—オフバランス取引の急増とその影響』
 (1993,金融財政事情研究会)
 日本証券経済研究所『BIS規制と外国銀行の経営分析』(1993,
 同研究所)
 吉野昌甫監修『金融のリスクチャリング—収益不安定の原
 因を探る—』(1990,経済法令研究会)
 高田太久吉『金融グローバル化を読み解く—10のポイント—』
 (2000,新日本出版社)
 同,「国際金融システムの不安定性と脆弱性—マネーセンター
 銀行のトレーディング業務を中心に」(『中央大学企業研究所』
 Working Paper No.1, 1999,4)
 IMF 報告書『ヘッジファンドの素顔』(松崎延寿訳,1999,シグマ
 ベイスキャピタル)
 ロバート・ソロモン『マネーは世界を駆け巡る—1980年以降
 の国際金融』(佐久間潮訳,1998,東洋経済新報社)

- ポール・クルーグマン『グローバル経済を動かす愚かな人々』
 (三上義一訳,1999,早川書房)
 同『世界大不況への警告』(三上義一訳,1999,早川書房)
 ジョージ・ソロス『グローバル資本主義の危機—「開かれた社
 会」を求めて—』(大原進訳,1999,日本経済新聞社)
 毛利良一『グローバル化とIMF・世界銀行』(2000,
 大月書店)
 久留間健・山口義之・小西一雄編『金融「空洞化」(有斐閣,
 1985年)第二部第二章, 拙稿「アメリカの金融革命」, およ
 び同書その他の諸章
 STANDARD & POORS, Stock Report, 09-JUN-2001
 STANDARD & POORS, Industry Surveys, Investment
 Services, May31 2001, Industry Profile
 STANDARD & POORS, Industry Surveys, Investment
 Services, May31 2001, Current Environment