

# ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革

—2000年前後10年間の取組み—

漆 畑 春 彦

## 要 旨

ドイツ銀行最大手のドイツ銀行は、2000年代半ば、国際投資銀行市場において証券引受などで米大手投資銀行に比肩する実績を残すなど、同市場で最も成功した欧州金融機関の1つとされている。同行は、1989年末に英大手マーチャントバンクのモルガングレンフェルを買収したのに伴い国際投資銀行市場に本格参入したが、特に1998年秋の米有力投資銀行バンカーストラスト買収以降、当該市場での地位を着実に固めていった。ドイツ銀行の国際投資銀行業務の展開は、それら有力業者なしでは難しかったであろうが、同行の場合、単に欧州大手銀行として豊富な資金力をもって買収を行い、不慣れな業務を買収先に外注する形で補強しようとしたわけではなかった。特に1990年代半ば以降、ドイツ銀行は、伝統的な経営体質を改め、グループ組織や人材管理、報酬体系など自らを大胆に変革することを厭うことなく、BTの持つ金融技術を活かしつつ国際投資銀行業務を展開する体制を作り上げていった。1990年代半ばから2000年代前半の約10年間は、同行が、異文化のバンカーストラストを取り込むことを含め一流の国際投資銀行に脱皮することに腐心していた、経営戦略上極めて重要な時期であったと考えられる。本稿は、この時期における同行の投資銀行部門強化に向けた経営改革の一端について整理・検討するものである。

## 目 次

- |                            |                        |
|----------------------------|------------------------|
| はじめに                       | 2. グループの新組織            |
| I. ドイツ銀行の米バンカーストラスト買収      | III. 社内教育体制の推進         |
| 1. バンカーストラストの買収            | 1. 新たな行内教育インフラの創設      |
| 2. マーチャントバンクを指向したバンカーストラスト | 2. 米デューク大学との提携プログラム    |
| 3. BT買収後の戦略変更：欧州第一主義       | IV. 投資銀行強化に向けたリテール網の強化 |
| II. BT買収後の経営改革             | V. グループ経営国際化への対応       |
| 1. 認識ギャップの是正               | 1. 株式持合いの解消            |
|                            | 2. 会計国際化への対応           |

VI. 経営改革後の国際投資銀行業務

1. 経営改善計画と業績回復

## はじめに

1980年代末から1990年代前半にかけ、ロンドンの金融街シティでは、強力な資本力を有する欧州大陸が、大手マーチャントバンクや有力資産運用会社を相次ぎ買収、傘下に収めた。欧州大手銀行は国際金融市場のグローバルプレイヤーを指向し、ロンドンに一大拠点を設けるに至った。ドイツ銀行（Deutsche Bank AG）は、1989年11月に約9.5億ポンド（約14.9億ドル）を投じて英マーチャントバンク大手のモルガン・グレンフェル（Morgan Grenfell & Co：MG）を買収し、国際投資銀行市場への足掛かりを築いた。さらに1998年秋には米投資銀行バンカーストラスト（Bankers Trust & Co：BT）を101億ドルで買収して業容を拡大し、2000年代半ばには国際投資銀行市場で米大手投資銀行と並ぶ実績を築くまでになった。Kobrak〔2007〕は、2000年代半ばのドイツ銀行を「リーディング・インベストメントバンク（leading investment bank）」の1つと位置づけ、米投資銀行市場でも最も成功した欧州金融機関の1つと評価している。

第2次世界大戦後、敗戦で国外資産が戦勝国に没収される一方、国内市場の復興が優先され、1960年代に入るまでドイツ大手銀行による十分な国際展開は行われなかった。ドイツ銀行の場合、国外支店の設立もロンドンが1976年、ニューヨークが1978年と邦銀よりも遅かったほどである。例えばロンドン支店設立から30年余りで、しかも国際投資銀行業務を主導する1つ

2. 国際投資銀行業務の展開

おわりに

となることなど、上記の英米業者、特にBTの買収なしでは難しかったであろう。しかしドイツ銀行の場合、単に欧州大手銀行としての豊富な資金力をもって買収を行い<sup>1)</sup>、不慣れな業務を買収先に外注する形で補強したわけではなかった。特に1990年代半ば以降、自ら投資銀行に変身すべくグループ組織や人材管理を変革することで、BTの持つ金融技術を活かしつつ業務展開する体制を作り上げていった。「ドイツ最大の銀行」が世界的な「リーディング・インベストメントバンク」となるまでに数々の経営改革を断行した過程には、金融グローバル化時代に向き合う同行の決意と覚悟を感じるのである。

本稿では、欧州ユニバーサルバンクの代表格であるドイツ銀行において、BT買収前後、国際投資銀行業務を展開するにあたり、どのような組織・人材、企業文化の変革が行われたのか、それが同行の国際投資銀行業務の展開にどのようにつながったのかについて見てみたい。BT買収前後を含め、近年におけるドイツ銀行の経営戦略について取り扱った先行研究としては、Kobrak〔2007〕やSchwarz〔2003〕が確認できるのみであるが、それらでさえ金融専門家としての所感が述べられるに留まり、具体的・実証的な記述が十分行われているわけではない。本稿は、ドイツ金融機関の近代史研究を一部補うため、欧州の商業銀行から国際投資銀行へと脱皮しつつあった、ドイツ銀行の極めて重要な時期における経営改革の一端を整理・検討するものである。

## I. ドイツ銀行の米バンカーストラスト買収

### 1. 米バンカーストラストの買収

1998年11月、ドイツ銀行は、米国の有力投資銀行バンカーストラスト (BT) の買収を発表、翌年6月に経営統合を完了した。同行は、1999年末時点でグループ総資産8,398億ドル、世界60ヶ国以上に2,374支店を構え、9万3,232名を擁する世界最大級の金融機関となった<sup>2)</sup>。米国外の銀行による米金融機関買収としては、今日まで最大級の規模である。

1980年代後半、ドイツ銀行は、同行中興の祖アルフレッド・ヘルハウゼン頭取の下、国外金融機関を積極的に買収したが、1989年末の英大手マーチャントバンクのモルガングレンフェル (MG) 買収もその一環であった。MG は最大限の独立経営を認められ、潤沢な資本を擁する同行の下で、証券引受やトレーディングなどの業務を順調に拡大した。1995年には、ドイツ銀行は自らの投資銀行部門と MG を経営統合し、投資銀行部門ドイチェ・モルガングレンフェル (Deutsche Morgan Grenfell : DMG) を誕生させ、欧州のみならず、米投資銀行市場に確固たる足場を築くに至った。DMG は、外部から大量の投資銀行家を引き抜くことで米投資銀行市場の攻略を目指したが、1997年から1998年にかけてのアジア、ロシア金融危機を契機とした業績悪化によって、1998年春、最終的にドイツ銀行本体に取り込まれることになった。

この時点においては、ドイツ銀行はなおゴールドマンサックス、モルガンスタンレーといった米大手投資銀行を脅かす存在には至っていな

かった。例えば、1998年年間の米国での公募証券引受ランキングでは、同行は上位15位にも入っておらず、M&A 助言業務で第13位<sup>3)</sup>、資産担保証券 (ABS) 引受で第15位、モーゲージバック証券 (MBS) 引受で第13位となったことが目立つ程度であった。

銀行本体への統合に伴い、DMG から大量の投資銀行家が退社し立て直しの必要が生じたことを主な理由として、ドイツ銀行は BT 買収を断行した<sup>4)</sup>。BT は、デリバティブを駆使した企業向けリスクマネジメントやトレーディングを中核業務としていたが、1994年にデリバティブ商品の不適切販売が発覚して以降<sup>5)</sup>、高リスクなトレーディングを縮小する一方で、アドバイザリー業務の強化を図っていた。1996年に M&A 専門投資銀行ウォルフエンソン (Wolfenson & Co)、1997年に老舗投資銀行のアレックスブラウン (Alex Brown & Sons) を買収したが、特に後者は、ドイツ銀行が BT を買収した最も大きな動機であった<sup>6)</sup>。アレックスブラウンは中堅・中小企業向け投資銀行業務で米国有数であったが、それを取り込めば、米国のみならず欧州のミドルマーケットでも投資銀行案件の開拓が期待できたのである<sup>7)</sup>。

米国及びドイツ国内ではドイツ銀行による BT 買収への批判が起こったが<sup>8)</sup>、それをよそに、同行の経営陣や幹部行員は、グローバル戦略を進める上で BT には大きな期待を抱いていた<sup>9)</sup>。買収金額以外にも膨大なコストと労力を要したが<sup>10)</sup>、それでも同行経営陣は BT を「安い買い物」と考え、同社への期待は揺るぎなかったという<sup>11)</sup>。

## 2. マーチャントバンクを指向したバンカーストラスト

BTは、1903年、旧モルガン銀行を中心とするニューヨークの大手銀行数行により信託会社として設立されたが、信託業務の低迷に伴い1914年以降リテール銀行業務に参入、商業銀行としての性格を強めていった<sup>12)</sup>。1960年代から1970年代には、マネーセンターバンクの一角として業容を拡大したが、過剰な不動産融資の不良債権化<sup>13)</sup>、リテールやカード業務の競争激化に伴い業績は伸び悩んだ。それに加え、ATM導入など技術変革への対応負担は重く、結局リテール業務の撤退を決定したのであった<sup>14)</sup>。

1979年9月、BTはホールセール専門銀行として、①ホールセールバンキング、②伝統的なカスタディ、信託業務、運用管理業務、③資本市場、政府・地方債等を含むトレーディング、④コーポレート・ファイナンスの4部門をコア・ビジネスに位置づけると宣言し、英国のマーチャントバンクを指向することになった。マーチャントバンクは、資本を投下して証券引受やM&A助言といったサービスを顧客企業に提供している。BTは、グラス・スティーガル法で証券業務が制限されても、商業銀行として自社のバランスシートを戦略的・効果的に活用することでマーチャントバンクに近い手数料ビジネスは可能であり<sup>15)</sup>、それが1980年代に本格化した金利自由化の影響を最小限に抑える最良の方法だと考えていた。

1980年代初頭から、BTは急速な経営改革に着手した。それは第1に、行員の意識改革である。行員には徹底してプロフェッショナルとしての意識、企業に忠誠を尽くすことよりもパートナーシップとして金融技術力を高めることを

求め、行員同士がともに高め合うという企業文化をトップダウンで浸透させた<sup>16)</sup>。第2に組織改革である。まず、中間管理職を減らし、組織全体をフラット型に替え、マネジメントと現場をできる限り直結させる体制とした<sup>17)</sup>。各部門をプロフィット・センターと位置づけ、人事・採用などの分権化を進めた。また第3に、リスク調整後資本収益率(Risk Adjusted Return on Capital: RAROC)の経営への導入である<sup>18)</sup>。全ての業務をRAROCという共通の基準で評価することで、リスクとリターンの関係を重視して業務や案件を見直し<sup>19)</sup>、各業務に従事する行員の評価や資本配分を客観的に行う経営手法を採用した<sup>20)</sup>。

ビジネス戦略では、投資銀行さながらの商品販売力(プレイズメント)の強化、企業のリスク管理業務の強化<sup>21)</sup>を図った。1980年代、BTは、「リスクマネジメント・ハウス」と呼ばれ、企業のリスク管理業務を看板業務としていた。伝統的な銀行としての体裁にこだわることなく低収益な業務をいち早く見直し、その中でニッチ業務を察知し可能性があれば、創業者利益を得るために資源をシフトすることをいとわない方針をとった<sup>22)</sup>。1989年、BTの証券子会社は社債引受業務の認可を得、投資適格社債のみならず、低格付け社債(ジャンク債)というニッチ分野に重点を移し成功した<sup>23)</sup>。また、その後株式引受業務の認可を受けてからも積極果敢に案件を獲得、銀行系としてはJPモルガンと並び主要な業者と見なされるようになった<sup>24)</sup>。

上記に見るように、1980年代のBTを端的に言えば、業態変更を繰り返したユニークな歴史と柔軟な経営スタイルを持つ、高度にアグレッシブで収益発掘型の金融機関だったということであろう。業態転換後そのユニークな経営戦略

によって、1978年から1992年まで同行の純営業収益は年平均19%成長した。収益構造も、非金利収入が純営業収益に占める割合は、1979年の27%から1990年には75%を占めるまでになった。手数料収入が中心で総じて金利自由化の影響を受けにくい財務構造により、大胆な戦略転換が可能となったと考えられる。ROEは、1970年代後半の8-9%から1990年には27%に上昇している。業態転換後のBTは、10年あまりで高収益な投資銀行へと大胆な変身を遂げたのである。

もっとも、1980年代初頭に業態転換してから1990年代半ばまで、役職員は苦難の連続であったとされる。経営方針、社員の人事評価や給与体系、ビジネスの進め方の違い、毎日のように新商品が市場に投入される業務環境と、銀行出身者には相当のフラストレーションが伴った<sup>25)</sup>。ドイツ銀行が最終的にBTを買収の本命としたのは、それが多くの労苦の末に、タフな企業文化や創造的なビジネス手法及び金融技術を持ち得たことが大きかった。1990年代に入り投資銀行部門の強化に乗り出したシティコープ（現シティグループ）やチェースマンハッタン（現JPモルガンチェース）が最も労力を必要としたのは、商業銀行行員を市場・投資銀行部門で業務に従事できる人材に転換し育成することであった。大手米銀とは対照的に、最先端の金融技術力を持つ投資銀行を短時間で手中に収めることができたのである<sup>26)</sup>。国際投資銀行への変身を指向していたドイツ銀行にとって、BT発展の歴史は最高の手本と映ったことであろう。ドイツ銀行は、BTを投資銀行部門の中心に据え、長年リレーションシップ営業で培ってきた顧客企業に対し、その先端的な金融技術力を提供することを、2000年代の基本方針とし

たのである。

### 3. BT買収後の戦略変更：欧州第一主義

しかし、銀行系であったBTの投資銀行事業の規模は、大手投資銀行には遠く及ばなかった<sup>27)</sup>。ドイツ銀行も、外部人材を大量採用して米投資銀行部門（DMG）を強化してきたが、米国市場では十分な実績をあげたとはいい難かった。両者が合併しても、米投資銀行市場で上位に食い込むのは容易ではなかった。ドイツ銀行は、BT買収と同時に「欧州第一主義（“Europe First, But Not Only Europe”）」を掲げ、米投資銀行市場で上位業者（bulge bracket）の一角を切り崩すという目標は、当面の間保留している<sup>28)</sup>。欧州を中心とする国際投資銀行市場でBTの技術やノウハウを活用する方針としたのである。

戦略変更の背景には、第1にドイツ企業の資金調達先としての銀行離れの加速があった。図表1は、ドイツ企業の資金調達源泉の構成変化を見たものである。ドイツ企業の場合、内部資金調達の割合は依然大きいですが、2000年以降、銀行借入が減少する一方で、株式や債券など証券市場を通じた調達を増やし、その他の貸し手（金融子会社、投資ファンド等）からの借入れも増加する傾向にあった。経営者の世代交代などから、中堅・中小企業の資金調達における直接金融化が顕著となり、足下のドイツ国内や欧州においても、中堅・中小企業の投資銀行業務案件が大幅に増加することが見込まれた。1997年3月に取引開始したドイツの新興企業向け証券市場ノイア・マルクト（Neuer Markt）は、上場企業数及び時価総額を伸ばし順調に成長していた<sup>29)</sup>。

図表1 ドイツ非金融企業の資金調達状況 (1991~2006年)

(百万ドル・%・件)

	1991	1993	1995	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
資金調達総額	260.6	245.8	248.4	251.2	389.4	569.0	362.6	259.5	238.0	190.3	237.7	318.4
対1991年の増減率 (%)	-	▲ 5.7	95.3	▲ 3.6	49.4	118.3	39.1	▲ 0.4	▲ 8.7	▲ 27.0	▲ 8.8	22.2
内部資金調達額	132.1	132.1	168.1	174.0	154.7	152.5	186.1	196.3	190.3	214.9	218.6	235.7
純留保利益	12.5	▲ 7.5	18.8	17.7	▲ 11.0	▲ 20.5	7.4	13.6	7.3	30.3	28.6	46.1
減価償却費	119.6	139.6	149.3	156.3	165.7	173.1	178.7	182.7	183.0	184.7	190.0	189.5
内部資金調達比率 (%)	48.7	55.7	68.7	69.2	37.5	27.1	50.4	80.9	76.3	98.0	78.5	76.6
外部資金調達額	128.5	113.7	80.3	77.2	234.7	416.5	176.5	63.2	47.7	▲ 24.6	19.1	82.7
銀行借入	90.1	37.0	57.9	44.0	66.5	46.8	33.6	▲ 22.6	▲ 40.9	▲ 31.9	▲ 4.2	15.4
うち短期借入	34.3	▲ 10.5	19.0	7.4	10.3	13.2	2.1	▲ 27.7	▲ 25.4	▲ 32.5	▲ 15.8	▲ 3.3
ドイツ国内	27.7	▲ 7.9	16.5	4.7	▲ 5.3	19.0	6.7	▲ 24.5	▲ 24.8	▲ 27.6	▲ 15.1	▲ 11.4
国外	6.6	▲ 2.7	2.5	2.7	15.5	▲ 5.7	▲ 4.6	▲ 3.2	▲ 0.6	▲ 4.9	▲ 0.7	8.1
うち長期借入	55.8	47.5	38.9	36.6	56.2	33.6	31.6	5.2	▲ 15.6	0.5	11.6	18.7
ドイツ国内	55.5	45.3	39.1	36.1	53.5	32.1	19.8	3.1	▲ 13.5	▲ 1.4	1.7	3.3
国外	0.3	2.2	▲ 0.2	0.5	2.7	1.4	11.8	2.1	▲ 2.0	1.9	9.9	15.4
その他借入	11.1	11.3	2.1	15.9	84.9	161.0	60.8	43.5	19.8	▲ 34.0	10.3	21.0
ドイツ国内	▲ 0.3	7.0	▲ 9.2	▲ 0.5	17.8	2.9	7.2	18.8	5.6	4.3	▲ 18.4	▲ 24.6
短期	▲ 0.9	0.1	▲ 1.5	▲ 0.2	2.6	5.9	1.5	6.5	8.6	3.2	2.2	▲ 1.3
長期	0.6	6.9	▲ 7.7	▲ 0.3	15.2	▲ 3.0	5.6	12.3	▲ 2.9	1.1	▲ 20.6	▲ 23.3
国外	11.4	4.4	11.3	16.4	67.1	158.1	53.6	24.7	14.1	▲ 38.2	28.7	45.5
短期	7.4	0.8	6.0	12.5	39.7	82.5	6.5	▲ 17.0	12.7	▲ 2.1	25.9	39.0
長期	4.0	3.6	5.2	3.9	27.4	75.6	47.1	41.7	1.5	▲ 36.2	2.8	6.6
社債・短期証券	3.6	46.9	▲ 3.3	▲ 3.0	1.3	9.6	9.8	6.0	27.0	2.1	3.1	17.4
株式	16.5	14.2	16.5	16.7	75.8	190.8	64.1	27.5	34.0	32.6	4.4	23.4
ドイツ国内	14.2	15.8	14.0	12.7	57.1	81.0	51.7	0.1	▲ 9.8	▲ 1.0	▲ 0.1	2.7
国外	2.3	▲ 1.7	2.5	4.0	18.6	109.9	12.4	27.4	43.8	33.6	4.5	20.7
年金引当金	7.2	4.2	7.1	3.6	6.3	8.2	8.2	8.7	7.9	6.6	5.5	5.5

(注) 1991年及び1995年は Deutsche Bundesbank Monatsbericht 2006年6月号に掲載された数値, 1993年及び1997年は, 同2005年6月号に掲載された数値

(出所) Deutsche Bundesbank Monatsbericht 各号より作成 (図表形式は居城 [2010] を参考とした)

またこの時期, ドイツ銀行は, 米投資銀行による欧州市場侵攻への対応を迫られていた。例えば, 1998年, ダイムラー社が米クライスラーと大西洋をまたいで合併し, 化学大手のヘキスト社がフランス化学大手ロヌ・プーランと生命科学部門を統合した。欧州企業の合従連衡が相次いでいたが, 欧州 M&A 市場でのドイツ

銀行のプレゼンスは高くなく, 米大手投資銀行が市場を席卷していた<sup>30)</sup>。また, 1998年, スイスユニオン銀行とスイス銀行が合併し資産額で世界最大級の UBS が誕生したことも, 大きな脅威であった。このような状況から, 米国市場での業容拡大よりも欧州市場の死守が優先されたのである。

戦略変更の第2の理由は、ホームマーケットであるドイツ及びその国民・企業への配慮である。雇用喪失を主な理由として、BT 買収に対してはドイツ国内から激しい批判や反対運動が起こったことから、BT の先端的サービスを国内や欧州向けに提供するメリットをアピールする必要があったのである<sup>31)</sup>。第3の理由は、投資銀行部門にとって米国市場で上位になることの意味が薄れたことがある。企業の資金調達が一層直接金融にシフト、グローバル化するなか、「世界のどこでも同じサービスを提供できる投資銀行こそが、国際投資銀行市場で勝者となり得る」といった考え方が一般的になろうとしていた。

## II. BT 買収後の経営改革

20年近くをかけ先端的な金融技術力を備えたBT は、ドイツ銀行にとってまさに国際投資銀行業務を本格展開するための切り札であった。MG を中核とした1990年代の投資銀行業務が不調に終わったことへの反省もあり、BT の経営資源を効果的に活かすために、その合併作業は慎重に進められた。

### 1. 認識ギャップの是正

ドイツ銀行は、合併作業にあたり、外部コンサルタントを雇い両社の行員・社員が当該合併に対し持つ懸念・批判や問題点を白日の下に晒し、あらゆる決め事について両社の妥協点を探った<sup>32)</sup>。その結果、多くのドイツ銀行行員は、米投資銀行業界準大手クラスのBT を買収しても自行の部門強化に大きな効果はあるのか疑問視していることが判明した。これに対し、BT の業態転換の経緯やそれが持つ金融技術

力、ビジネスの革新性などが詳細に説明されることになった。一方BT 社員には、ドイツ銀行に対し「ドイツ経済の象徴であり、官僚的な階層組織で意思決定が遅い企業」という印象を持つ者が多かった。これに対しては、ドイツ銀行が国際投資銀行への脱皮を指向しており、古い企業体質を打破すべく社内改革を進めていること、そのためにBT のノウハウを必要としていることなどが説明された。

またドイツ銀行は、BT とアレックスブラウンの間にあったコンフリクトの解決にもあたった<sup>33)</sup>。アレックスブラウンの社員は、BT との経営統合に伴い自らのアイデンティティを失うことに危機感を抱いていた。アレックスブラウンはBT 買収の最大の目的であったから、ドイツ銀行は、その意思に応え米国投資銀行部門を「ドイツ銀行・アレックスブラウン (Deutsche Bank-Alex Brown)」とすることに決定した<sup>34)</sup>。このように、お互いに対する認識の違い、それを埋めようとする意識があったからこそ、別々のものから1つの新たな企業を立ち上げようという気運も強まったということであろう<sup>35)</sup>。統合作業は、1998年11月の買収発表から1999年6月の経営統合完了までの半年強の間に比較的円滑に進められた。合併作業を成功裡に終えたドイツ銀行は、ユーロマネー誌から1999年の総合最優秀銀行 (Awards for Excellence) の評価を得るなど、順調なスタートを切ったのである<sup>36)</sup>。

### 2. グループの新組織

BT 統合後の投資銀行部門の管理及び業務推進は、投資銀行部門長のジョゼフ・アッカーマン氏 (2002年から2013年までドイツ銀行頭取) に託された<sup>37)</sup>。アッカーマン氏は、元クレディ

スイス CEO であり、1996年に当時のヒルマー・コッパ―頭取から誘いを受けドイツ銀行に移籍したスイス人である。伝統的な銀行文化で育った役員とは違い、成果があがらなければ容赦なく人員削減する徹底した成果主義を貫く人物として知られていた。

2000年前後において、ドイツ銀行は2度にわたり大規模な組織変更を実施している。まず、1998年4月に25億マルクを投じ、組織を商品別から顧客別の5部門<sup>38)</sup>に再編した。顧客企業に対する複数部門の営業活動が重複するのを避け、より効率的なサービスの提供を目指したもので、顧客ごとにリレーションシップ・マネジャーを配置、大企業の営業窓口をこの管理職に一本化した。同時に、新設の資産運用本部に機関投資家向けと投資信託など個人向け運用業務を統合することにより、運用効率の向上を実現した。買収に伴い、旧 BT 及びアレックスブラウン出身者は上記の組織に取り込まれたが、案件獲得などフロント業務では、出身母体に関係なく、その業務、業界、企業を最もよく知る専門家の裁量に任せる方法がとられた<sup>39)</sup>。また、投資銀行部門では、米大手投資銀行と変わらない成果主義報酬体系が導入された<sup>40)</sup>。特に旧 BT アレックスブラウン出身の担当者の案件開拓を尊重し、その成果に報いる体制を組んだのである。それは、ドイツ銀行が旧 BT アレックスブラウンの企業営業力や実績、デリバティブやリスクマネジメントといった金融技術力を高く評価していたからにはかならなかった。しかし、投資銀行営業を後方支援するミドル及びバックオフィスはドイツ銀行との部門統合を推進し、フロント業務についても計数管理などはドイツ銀行経営陣が徹底して管理する方法がとられた<sup>41)</sup>。これは、かつて買収した MG には

ほぼ完全な自由裁量や独立性を認めたために、十分な成果を出せなかったこと、組織・人材管理が甘くなりがちとなりいくつかの不祥事<sup>42)</sup>が発生したことを教訓としたものである。

さらに2001年2月には、それまでの5部門を、法人・投資銀行部門 (Corporate and Investment Bank : CIB) とリテール・資産運用部門 (Private Clients and Asset Management : PCAM) にほぼ集約する大規模な組織変更を行った。これに伴い、GCI は“CIB”に移行し<sup>43)</sup>、グローバル株式 (Global Equities)、グローバル・マーケット (Global Market)、コーポレートファイナンス (Corporate Finance)、グローバル・トランザクション (Global Transaction Banking) の4部門で構成されることになった<sup>44)</sup>。

ドイツ銀行投資銀行部門は、旧アレックスブラウンが得意とする通信・メディア、テクノロジー (ソフトウェア、IT サービス等)、ヘルスケアといった先端分野を核に数々の投資銀行案件で実績をあげることになった。1999年6月の BT 統合完了直後、これら産業分野を担当するチームの陣容は拡充され<sup>45)</sup>、一流国際投資銀行となるための突破口として、案件獲得に突き進むことになったのである。

国際投資銀行業務の要となる米国市場では、1999年にグループ統括会社トーナス (Taunus Corporation) を設立しており、買収した BT は組織上その傘下に入るようになった。この統括会社はドイツ銀行商業銀行部門と BT を中核として成長を続け、2010年末時点の資産規模は欧州系で最大、全米第8位となっている (3,730億ドル)<sup>46)</sup>。2001年7月、ドイツ銀行は、ニューヨーク・ウォール街にある JP モルガン本店ビルを買収し、トーナスの本拠とした。ま

た同年10月にはニューヨーク証券取引所に上場、米国での知名度を一層向上させ、株式交換による企業買収に道を開くことになった。

### Ⅲ. 社内教育体制の推進

#### 1. 新たな行内教育インフラの創設

BTを買収して新たに約18,000名をグループ内に受け入れ（新銀行全体の約20%）、ドイツ銀行はこれまでとは異なる文化を内包することになった。投資銀行部門（GCI）では、業務の多様化やグローバル化に伴い、全ての同僚と対面しながら部門間で案件情報やノウハウを共有し合うことが難しい状況となった。そこで、各国拠点の幹部社員が同じ知的資産を共有し、チームとして業務を行うための仕組み作りを模索、幹部社員を中心に新たな教育制度を立ち上げた。

1997年に就任したプロイヤー頭取は、1998年に新たな行内の教育インフラとして、「ドイツ銀行大学（Deutsche Bank University：DBU）」を創設している。それまで、オン・ザ・ジョブ・トレーニング（OJT）、自己啓発ツール、国外留学など多様な教育プログラムがあったが、その多くが個人向けで組織的に活用されることは少なかった。講義で学んだことが職場で実践されることも少なく、全世界の行員を1ヶ所に集めた教育研修や国外留学といった非OJTの費用は高額にのぼった。その反省から、DBUのラーニング・モデルでは、①行動に向けた知識の創造と共有、②付加価値を高めるためのネットワーク作り及びグループ学習の促進、③ジャスト・イン・タイムの学習、③エンプロイヤビリティ（employability）<sup>47)</sup>の醸成に

向けた自己啓発の促進、⑤場所や時間に縛られない柔軟性の高い学びの場の提供、という5つの指針が掲げられた<sup>48)</sup>。これに従い、受講者が都合のよい時間に最新技術で学べるよう、学習事項のモジュール化とインターネットの活用が推進された<sup>49)</sup>。

#### 2. 米デューク大学との提携プログラム

ドイツ銀行は、米経営大学院トップランクの1つ、デューク大学ビジネススクール（Fuqua School of Business：FSB）と提携し、DBUの幹部社員向け教育プログラムを開発している<sup>50)</sup>。FSBは、“GEMBA（Masters of Executive Business Administration）”として知られる、グローバル企業に勤める将来有望な管理職や幹部社員向けのプログラムを開発していた。GEMBAは、それまで受講生の居住地ごとに別々に行われていた講義をインターネットを通じ世界共通の講義に変えることで、受講生は働きながらにして19ヶ月間学び、ワールドクラスのMBAの学位を取得できるものである。FSBは、他のビジネススクールと違い、提携先企業が抱える特有の経営問題に対応するようカスタマイズされた教育プログラムを提供していた。ケーススタディではなく現実社会に起こっている問題（real-world case studies）を教材として取り入れ、世界各地の受講生がインターネットで情報の交換・共有を重ねながら協力して解決策を考え出し、習得したことを業務にフィードバックしながら組織文化を改革していくところに、当該プログラムの最大の特徴があった<sup>51)</sup>。

1999年4月、ブリュッセルで開催されたエグゼクティブ・カンファレンスにおいて、プロイヤー頭取は当該プログラムの実施の結果、同行

においてチームスピリットが生まれたことを成果として讃えたのであった<sup>52)</sup>。幹部社員のみならず全てのレベルで教育プログラムの重要性が見直され、人材が部門の枠組みを超えて交流し、教育コストの削減とともに効率のよい組織体制を作ることに寄与したのである<sup>53)</sup>。

#### IV. 投資銀行強化に向けたリテール網の強化

1999年9月、ドイツ銀行はリテール子会社、ドイツ銀行24 (Deutsche Bank 24) を設立し、リテール業務を同社に集約することを発表した。同社は、総資産850億マルク、行員17,500名、中小企業と個人の顧客数680万を数える欧州最大のリテール専門銀行となった<sup>54)</sup>。リテール部門の別会社化は、同部門の縮小・撤退の観測を生むことになったが<sup>55)</sup>、その意図はリテール部門の軽視ではなく、むしろその強化にあった<sup>56)</sup>。商業銀行、投資銀行業務を同じ銀行本体で行うユニバーサルバンクでは、リテール銀行部門が投資銀行部門の生み出す収益に依存することなく支店行員が緊張感をもって業務に取り組むよう、独立採算に近い仕組みとするのが最善と考えられた。銀行・証券・保険の全金融業態を自行で抱えるユニバーサルバンクは、コストや人材の専門性の点で米国の商業銀行や投資銀行の専業業者に対抗できない。そこで、部門ごとに組織を分け意思決定を速め、機動性のある専門銀行を設立する必要があったのである<sup>57)</sup>。

個人顧客への対応をドイツ銀行24やオンラインバンキングに担わせる一方、ドイツ銀行は欧州各地で現地のリテール銀行を買収し<sup>58)</sup>、現地中堅・中小企業の取り込みを図っている。銀行

支店を株式・債券など投資商品の販売チャンネル、企業の資金調達ニーズを開拓する投資銀行部門の前線ととらえ、そこから上がる証券発行やM&Aといった案件をBTアレックスブラウンにつなげることを企図していたのである<sup>59)</sup>。また、ユニバーサルバンク制度の下にある欧州各地の銀行を買収することは、投資銀行部門が引き受けた証券の有力な販売チャンネルを確保する意味があったのはいうまでもない。

#### V. グループ経営国際化への対応

##### 1. 株式持合いの解消

上記経営改革とともに、ドイツ銀行はさらなる国際化に向けたグループの経営改革を進めた。その第1は、企業との株式持ち合いの解消である。ドイツでは、金融機関が相互に株式を保有すると同時に、国内事業会社の主要株主となることで、親密な資本及び人的ネットワークが構築され、それは長期にわたり維持されてきた。しかし、1990年代に入り、経済のグローバル化、EUの市場・通貨統合といった環境変化によって、金融機関や企業は事業の収益性や効率性を重視せざるを得なくなり、互いに安定株主としての役割を見直すようになった。加えて、連邦政府による税制・会計基準・企業の情報開示といった制度改革が行われたことで、株式売却の動きはさらに拡大した<sup>60)</sup>。保有株式の売却は、事業資金を得ることのほか、M&A案件のアドバイザー獲得のため、企業と中立的関係を維持する意味合いもあった。

ドイツ銀行は、1998年12月、保有する400億マルク相当のドイツ国内企業株式を本体から分離し、別組織の株式会社DBインベスター

(DB Investor) で運営・管理する方針を固めた<sup>61)</sup>。新会社は地方所得税率が低いフランクフルト近郊のエシュボーンに設立され、1998年末までに全ての保有株式の移管を完了させた。移管された株式総額は約400億マルク (2.8兆円) 超であった<sup>62)</sup>。持ち合い株式の別会社への移管及び積極的な売却により、ドイツ銀行の事業会社株式の保有残高は、2001年末の61億ユーロから2009年末には1億ユーロにまで減少した。同行の株式持ち合い関係は、2000年代を通じて大半が終了することになった。

## 2. 会計国際化への対応

第2は、ドイツ金融機関として初めて、1995年12月期連結決算から国際会計基準 (IAS) を導入したことである。IASは、貸倒引当準備や有価証券取引の償却準備など危険準備金の個別詳細な開示を求め、ドイツ会計基準で認められる非公表準備金の積立てや有価証券売買益の一部の危険準備金への組み入れなどの措置を認めていない。自己勘定の金融取引損益も市場価値での計上が求められており、ドイツ基準に比べてトレーディング実績などがより正確に把握できるようになった<sup>63)</sup>。ドイツ銀行には、ドイツ基準で認められる会計上の優遇よりも、IASを採用することで国際市場に経営・財務の強さを印象付ける狙いがあった。また、2000年代に入ると、国際事業の展開に伴って地域別株主構成でドイツが50%を下回るようになり、財務の国際化、株主の国籍の多様化に対応するためにも、国際基準が求められていた。さらに、1999年6月にBT統合が完了し、米国事業の一層の拡大のため2001年にニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場すると同時に、財務報告に適用する会計基準としてより厳格な米国会計基準

(US-GAAP) を採用することになった。

## VI. 経営改革後の国際投資銀行業務

### 1. 経営改善計画と業績回復

2002年6月、プロイヤー氏の後任として、アッカーマン氏が頭取に就任した。アッカーマン頭取は、まず旧来のドイツ銀行取締役会の改革を行っている。就任と同時に取締役会メンバーを8名から5名に減らし、その下に執行委員会を設置、同時に取締役会のトップである頭取には米国のCEOに近い大きな権限が与えられることになった。

同氏が頭取に就任した前後、ドイツ銀行は様々な波乱要因に直面していた。2000年3月から4月にかけて、ドイツ銀行はドイツ銀行業界第2位だったドレスナー銀行との合併に向けた交渉を行ったが<sup>64)</sup>、最終的に破談となり、当面の間後遺症に悩まされることになった。また、2001年秋の米国の同時多発テロ、同年11月のエンロン事件<sup>65)</sup>に伴う金融市場の混乱、翌年の欧州経済の減速、旧東ドイツ向け及び国内企業向けの不良債権の増加が、ドイツ銀行の経営に重くのしかかった<sup>66)</sup>。アッカーマン氏が頭取に就任した際に80ユーロ近かったドイツ銀行の株価は、2002年には年に一時35ユーロ台に下落した。

アッカーマン頭取は、経営引き締めを狙い、2001年に経営改善計画を発表している。当該計画は、まず2002~2003年の2年間を「フェーズI (ビジネスの重点調整)」として、①パフォーマンスと利益管理の徹底、②中核事業の選択・集中、不採算事業のスピンオフ、③資本

とバランスシートの管理の改善、④個人顧客・資産管理（PCAM）プログラムの最適化の4点を重点目標としている。さらに2003～2004年の2年間を「フェーズⅡ（成長戦略）」と定義し、「税引前 ROE25%の達成」という目標を打ち出した<sup>67)</sup>。

投資銀行、資産管理事業を中核事業とする一方で、2003年2月、保険事業や米国でのリース事業、カストディなど非中核事業の売却を打ち出し、短期間のうちにその大半にめどをつけた。また、思い切った人員削減<sup>68)</sup>や債権の損失処理を進めた結果<sup>69)</sup>、2003年夏には、同行を含む大手各行の収益は急回復した<sup>70)</sup>。その後も徹底した経営の合理化・効率化を進めた結果、2005年12月期決算では同行の当期純利益は、対前年比43%増の35億ユーロ、税引前 ROE は、前年の16%から24.7%に上昇した<sup>71)</sup>。この時点で、アッカーマン頭取は、税引前 ROE を25%に引き上げるという目標を達成したのであった<sup>72)</sup>。

## 2. 国際投資銀行業務の展開

BT 買収後のドイツ銀行は、1990年代後半に始まった IT バブルのなか、米国を中心にハイテク企業の株式・債券引受、M&A 案件を獲得、BT やアレックスブラウン出身の投資銀行家は統合後早速、案件獲得に寄与することになった。IT バブルは、2001年前半には終焉したが、その直後にはドイツテレコム、ドイツポストといった大手公的企業の民営化、新規株式公開案件が相次ぎ、「欧州第一主義」を宣言した同行の投資銀行部門には幸運な時期であった。BT の先端的な金融技術や創造的なソリューション営業は健在であり、その力を借りながら、ドイツ銀行は米大手投資銀行に遜色な

い案件の遂行能力、提案能力を備えていったのである<sup>73)</sup>。2000年代には、ブロックトレーディング、IT 技術を駆使したプログラムトレーディングと主にヘッジファンドを相手に行うプライムブローカレッジ業務に積極的に関与するようになった。アジア諸国や日本、中国やロシアをはじめとする新興国でも国営企業の民営化など大型案件を獲得しており、ドイツ銀行は事業規模とサービスの質両面において、国際投資銀行としての地位を着実に固めていった。

ただし、2000年代前半には、米国で後に同行の業績を直撃するような業務も手掛けている。ドイツ銀行は、米大手投資銀行と同様、米国の住宅バブルに乗じた証券化関連業務を手掛けていた。米住宅ローン会社を相次ぎ買収して投資銀行部門に取り込み<sup>74)</sup>、貸付債権を住宅ローン担保証券（residential mortgage-backed securities：RMBS）など証券化商品に加工、投資ファンドなどに高利回り投資商品として販売していた。住宅ローン会社（オリジネーター）が初めから販売目的で住宅ローンを実行する、いわゆるオリジネート・トゥー・ディストリビュート・モデル（originate-to-distribute model：OTD）への関与である。2000年代前半の住宅バブルの最中に欧米金融機関が米国で展開した OTD は、2007年夏にいわゆるサブプライム危機が発生し貸付債権が不良化すると間もなく破綻することになった。証券化商品の価値は大幅に下落し、投資家は軒並み多額の損失を被った。多額の証券化商品を保有していたドイツ銀行は、サブプライム危機直後の決算で大幅な赤字に陥った（2008年最終損益は約39億ユーロの赤字）。2000年代、米国市場で OTD に邁進し行き過ぎたリスクテイクを行ったことが、同行の2008年以降の経営戦略に与えた影響

図表2 ドイツ銀行の株式・債券引受ランキング (グローバルベース)

①株式・債券引受金額 (グローバル・公表ベース)

1990年		引受金額	シェア	件数
金融機関				
1	メリルリンチ	420,004	12.6	2,443
2	ソロモン・ミスバニー	325,470	9.8	1,778
3	CSFB	309,675	9.3	1,899
4	モルガンスタンレー・DW	301,073	9.0	2,636
5	JPモルガンチエース	278,327	8.4	1,907
6	ゴールドマンサックス	269,240	8.1	1,354
7	リーマンブラザーズ	208,739	6.3	1,161
8	ドイツ銀行	140,370	4.2	889
9	UBSウォーバーグ	123,386	3.7	852
10	ABNアムロ	102,097	3.1	1,225
11	ベアスターンズ	98,116	2.9	730
12	BofAセキュリティーズ	82,102	2.5	670
13	BNPパリバ	53,394	1.6	261
14	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
15	パークレイスイキャピタル	47,472	0.9	228
引受額合計		3,337,221	100.0	22,104

(百万ドル・%・件)

2005年		引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
金融機関						
1	シテイグループ	564,671	8.7	1,856	1,411	0.76
2	リーマンブラザーズ	422,609	6.5	1,250	757	0.61
3	ドイツ銀行	419,950	6.5	1,399	434	0.31
4	JPモルガンチエース	414,555	6.4	1,553	853	0.55
5	モルガンスタンレー	385,458	5.9	1,240	1,092	0.88
6	メリルリンチ	342,871	5.3	1,449	890	0.61
7	CSFB	337,459	5.2	1,139	914	0.80
8	UBS	323,130	5.0	1,187	886	0.75
9	ゴールドマンサックス	310,188	4.8	1,124	1,13	1.13
10	パークレイスイキャピタル	269,915	4.1	855	175	0.20
11	ロイヤル・スコットランド	256,339	3.9	625	63	0.10
12	BofAセキュリティーズ	249,019	3.8	882	351	0.40
13	ベアスターンズ	213,955	3.3	536	202	0.38
14	HSBCホールディングス	183,961	2.8	689	259	0.38
15	BNPパリバ	140,934	2.2	586	79	0.13
引受額合計		6,514,098	100.0	20,128	13,750	0.68

2006年		引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
金融機関						
1	シテイグループ	616,700	8.5	1,849	1,619	0.88
2	JPモルガンチエース	463,251	6.4	1,469	908	0.62
3	ドイツ銀行	461,402	6.3	1,338	511	0.38
4	モルガンスタンレー	411,462	5.6	1,225	1,092	0.89
5	リーマンブラザーズ	406,186	5.6	1,066	795	0.75
6	メリルリンチ	406,151	5.6	1,105	1,332	1.21
7	ゴールドマンサックス	356,987	4.9	833	1,370	1.64
8	クレディスイス	353,054	4.8	1,043	792	0.76
9	パークレイスイキャピタル	332,424	4.8	1,007	140	0.14
10	UBS	316,655	4.3	1,161	854	0.74
11	ロイヤル・スコットランド	308,758	4.2	643	—	—
12	BofAセキュリティーズ	300,470	4.1	906	450	0.50
13	HSBCホールディングス	222,923	3.1	770	196	0.25
14	ベアスターンズ	203,931	2.8	439	239	0.54
15	ABNアムロ	169,123	2.3	541	102	0.19
引受額合計		7,290,172	100.0	18,989	14,470	0.76

②株式・債券引受金額 (米国企業関連・公表ベース)

1998年		引受金額	シェア	件数
金融機関				
1	メリルリンチ	303,995	16.7	2,212
2	ソロモン・ミスバニー	224,212	12.3	1,242
3	モルガンスタンレー・DW	204,054	11.2	1,696
4	ゴールドマンサックス	191,635	10.5	1,051
5	リーマンブラザーズ	147,086	8.1	803
6	CSFB	129,143	7.1	886
7	JPモルガン	89,147	4.9	615
8	ベアスターンズ	84,650	4.7	626
9	チエースマンハッタン	70,973	3.9	685
10	ドイトロイ・アギン・フェルト	60,622	3.3	391
11	ペイメント・バーク	52,241	2.9	372
12	バンク・オブ・アメリカ	32,337	1.8	305
13	フレッド・ハル・セキュリティーズ	22,213	1.2	238
14	フアースト・ユニオン	20,065	1.1	238
15	クリューン・ウエッチ	19,139	1.1	91
引受額合計		1,819,957	100.0	14,395

(百万ドル・%・件)

2005年		引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
金融機関						
1	シテイグループ	383,811	10.0	1,063	936	0.88
2	リーマンブラザーズ	349,427	9.1	1,049	722	0.69
3	モルガンスタンレー	289,261	7.6	909	800	0.88
4	JPモルガンチエース	287,919	7.5	1,102	714	0.65
5	メリルリンチ	256,076	6.7	1,124	792	0.70
6	CSFB	238,653	6.2	753	493	0.65
7	ドイツ銀行	237,342	6.2	687	272	0.40
8	ゴールドマンサックス	229,158	6.0	576	747	1.30
9	BofAセキュリティーズ	226,504	5.9	790	322	0.41
10	ベアスターンズ	208,491	5.5	519	201	0.78
11	UBS	202,164	5.3	675	527	0.78
12	ロイヤル・スコットランド	164,167	4.3	281	19	0.07
13	カントリー・サイド	124,856	3.3	265	5	0.02
14	パークレイスイキャピタル	119,133	3.1	388	86	0.22
15	ウコピア	105,891	2.8	406	213	0.53
引受額合計		3,822,177	100.0	11,130	8,239	0.74

2006年		引受金額	シェア	件数	Fee	@Fee
金融機関						
1	シテイグループ	380,749	9.6	950	1,080	1.14
2	JPモルガンチエース	339,294	8.5	1,019	775	0.76
3	リーマンブラザーズ	335,229	8.4	873	746	0.85
4	モルガンスタンレー	278,181	7.0	818	859	1.05
5	メリルリンチ	278,131	7.0	736	1,092	1.48
6	BofAセキュリティーズ	272,666	6.9	828	446	0.54
7	ゴールドマンサックス	253,855	6.4	570	946	1.66
8	ドイツ銀行	239,420	6.0	612	334	0.55
9	クレディスイス	236,188	5.9	581	557	0.96
10	ベアスターンズ	193,923	4.9	412	238	0.58
11	ロイヤル・スコットランド	187,733	4.7	314	48	0.15
12	UBS	178,942	4.5	602	527	0.88
13	パークレイスイキャピタル	146,927	3.7	377	82	0.22
14	ウコピア	126,296	3.2	367	350	0.95
15	カントリー・サイド	114,444	2.9	272	—	—
引受額合計		3,980,018	100.0	9,377	9,133	0.97

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

は大きかった。

上記のような問題はあったが、2000年代半ばにおいて、ドイツ銀行が、国際投資銀行市場において確固たる地位を確立し、「リーディング・インベストメントバンク」の一角を占めるようになったその経営努力は大いに評価されるべきであろう。2005年の同行投資銀行部門の純営業収益は、JP モルガンチェース、シティグループに次ぐ世界第3位に成長していた。グループ純営業収益256億ユーロのうち62%（159億ユーロ）が投資銀行部門で占められており、同部門の税引前利益は、前年比57%増の48億ユーロと、全行の4分の3に相当していた。投資銀行業務の要である株式・債券引受実績は、2005年及び2006年にグローバルベースで世界第3位となり、国際投資銀行市場におけるプレゼンスを大いに高めることになった（図表2）<sup>75)</sup>。株式・債券引受業務はその後も好調を続け、同行は国際的な証券引受業者としての地位を維持している<sup>76)</sup>。近年の金融危機に伴い、グループ内の投資銀行業務の位置づけは多少なりとも影響を受けたものの、ドイツ銀行が投資銀行業務をグローバル展開する方針には変更はなく、引き続き顧客への高水準な金融サービスの提供が期待されている。

1970年代までドイツ国内及び欧州地域の商業銀行に留まっていた同行が、1980年代後半以降国際投資銀行業務に乗り出し、20年足らずのうちに欧米アジアの各地で高水準な投資銀行サービスを提供できるまでに成長した過程は、銀行の国際戦略について1つのあり方を示すものとなったに違いない。

## おわりに

1980年代半ばからの20年間、ドイツ銀行は、国際金融市場の主要なプレイヤーとしてロンドンやニューヨークという世界最高の資本市場に深く根を下ろしつつ、いかに「ドイツの銀行」から脱皮しグローバル化するかという課題に腐心してきた。MG や101億ドルを投じたBTの買収による国際投資銀行業務の拡大は、ドイツ銀行が自身を再構築するための野心的な戦略だったといえよう。1960年代になってようやく国際業務を再開した欧州の銀行が、1980年代まで投資銀行業務ではるか先にあった米大手投資銀行を、2000年代半ばには投資銀行関連収益で凌駕し、一目おかれる存在となった<sup>77)</sup>。時代の変化をとらえたドイツ銀行の決断と長きにわたる取組みは、着実に実を結んだものとする。ドイツ銀行の国際投資銀行市場における成功は、やはりBT買収の前後において、それまでの古い企業体質を改め、組織や人材管理、報酬体系など様々な仕組みを、国際投資銀行業務の拡充に沿うように大胆に変更していったことによるところが大きい。それによってBTの先端的な金融技術やビジネス手法をグローバルな投資銀行案件の開拓に活かすことには成功したといえよう。

少なくとも2000年代に入るまで、金融グローバル化への対応という観点から、わが国金融機関は欧米のそれに追いついていないといった論調は多かったように思われる。しかし、近年の金融危機を経て、邦銀の国際市場での買収、勢力拡大が目立つようになった。最近では、それらが収益力でも欧米大手金融機関に並ぶ可能性が出てきたことは<sup>78)</sup>、心強い限りである。わが

国金融機関の国際市場におけるプレゼンスが高まっている現在において、自らに大胆な変革を課し国際市場に積極果敢に打って出た欧州大手銀行の歴史の一端に学ぶことは、それ相当に意義のあることと思われる。

## 注

- 1) ドイツ、スイスの大手銀行は、バランスシートに記載する必要のない秘密準備金 (hidden reserve) を大量に抱えており、1990年代初めまでに国際決済銀行 (BIS) の自己資本比率がいずれも9%を超え、またトリプルAの格付けを有していた。特にドイツ銀行の秘密準備金は500~600億マルクに及び、欧州金融機関随一の資金力を誇っていた。 *Institutional Investor*, Dec, 1995, p.27.
- 2) *Deutsche Bank Annual Report*, 1999, p.3.
- 3) 1998年、ドイツ銀行のM&A助言金額 (Top Financial Advisers-All announced deals involving U.S.targets) は612億820万ドル (第13位) なのに対し、首位のゴールドマンサックスは7,555億4,870万ドル。ABS引受額は22億6,050万ドル (第15位) なのに対し、首位のモルガンスタンレー・ディーンウィッターは256億7,060万ドルとなっている。"Investment Dealers' Digest", Jan.11, 1999, p.23, 31.
- 4) 1998年には、6月にドイツ銀行北米持株会社 (DBNA) 社長のカーター・マクレランド氏が米大手行のネイションズバンク投資銀行部門に移籍、7月にはハイテク企業の新規公開やM&Aで高い実績をあげていた、フランク・クアトローン氏が率いるハイテク金融チーム132名がクレディスイス・ファーストボストン (Credit Suisse First Boston: CSFB) に移籍するという事態が起きた。BT買収は、もともとメリルリンチ出身の債券・通貨トレーディング部門長エドソン・ミッチェル氏のアイデアであったとされている。1998年7月、ミッチェル氏はブローカー頭取にそれを進言、数日のうちに取締役会の承認を得ることになる。当初、ドイツ銀行は買収候補として、JPモルガンや、世界的なハイテクブームの中、ハイテク産業に強みを持つブティック投資銀行のハンブレクト・クイスト (Hambrecht & Quist: HQ) を検討していたと見られている。当時JPモルガンは、米国を代表する名門銀行であり、1980年代から投資銀行部門の強化を図ったが、投資銀行業者としては、ゴールドマンサックスなど専業業者ほどの明確なアイデンティティを打ち出すには至っておらず、上位米銀の中では最も戦略が曖昧な印象が強かった。HQは成長著しかったが、ハイテク企業というニッチ市場に特化しており、米投資銀行部門の陣容・業容の拡大には規模の点で不十分だった。Kobrak [2007], pp.334-335.
- 5) プロクター・アンド・ギャンブル (P&G)、ギブソン・グリーティングス社は、同行に対し販売した高リスクなデリバティブ商品をめぐり訴訟を起こした。これに伴い、1994年第2四半期には、BTの株価は30%近く下

落した。1995年1月、BTはギブソン社の事件に絡み、司法当局に1,000万ドルを支払ったものの、P&Gの件では、裁判で勝利し当局は特段懲罰的な対応をとらなかったが、これに対しマスコミが批判的な論調を続けた。BTは、1997年までにデリバティブでのトラブルを克服するかに見えたが、1996年にカリスマの経営者チャールズ・サンフォードCEOが60歳で退社すると発言したことを機に、同行の株価や風評の改善は遅れた。Kobrak [2007], p.345

- 6) Salama et al [2003], p.316. 同社は、1800年にメリーランド州ボルティモアで創業された米国最古の投資銀行である。買収当時テクノロジー、通信・メディア、ヘルスケアなど7つのセクターを専門に新規公開 (IPO) やM&Aといったビジネスを展開していた投資銀行であり、多くの中堅企業や成長企業を顧客に抱えていた。
- 7) *Euromoney*, Jul, 2000, p.33.
- 8) 米国のマスコミは、BTの米投資銀行市場における劣勢やドイツ銀行のBTに対する管理能力への懸念を指摘、こぞって批判的な論調を展開している。ドイツ国内のマスコミは、他の大企業と同様にドイツ銀行が事業を米国にシフトすれば、国内の雇用減少を招くことやフランクフルト金融市場の空洞化を招くと指摘していた。また、ドイツ最大の労働組合であるドイツ金属鉄鋼労働組合 (IGメタル) が、BTに対し米国型の敵対的買収を仕掛ける様は同行経営の米国化を象徴するものであるとして、組合員3万人のデモ隊が本社ビルを取り囲んだこともあった。Kobrak [2007], p.342-346.
- 9) BT買収発表直後にDBNA会長に就任したセス・ワーフ氏は、「BTという米国でのプラットフォームがあったからこそ、ドイツ銀行は大きく有機的な成長をとげた。」と語っている。Kobrak [2007], pp.351-352.
- 10) 買収金額101億ドルに加え、ホロコースト問題に対する約13億ドルの賠償金、投資銀行家の他社への流出防止資金としての4~5億ドル (1999年賞与の前払いなど) など。
- 11) Kobrak [2007], pp.340-341.
- 12) Rogers [1992], pp.148-149. 1914年から1928年まで、フルレンジの商業銀行・信託業務の兼営で多様な金融サービスを提供することで、業容・収益は拡大し、設立15年で従業員4,000名、17事務所、総資産20億ドルと、当時全米で総資産第8位の商業銀行に成長した。同行は1908年に国際部門を設置し、1920年にパリ、1922年にロンドン支店を開設、1916年には証券部門を設置して証券引受・販売を手がけるようになり、1930年代初頭までに主要な証券引受業者としての地位を固めた (グラス・ステイヤー法制定は1933年である)。こうして、ニューヨークの金融業界では、BTは「ホールセール型の商業銀行 (wholesale commercial bank)」としての評価が定着し、「ミニ・モルガン」と称されるようになった。1930年代前半の大恐慌時代から第2次世界大戦前後までは、業務部門の大半は縮小に追い込まれたが、信託部門だけは業容が拡大させている。不況や社会不安で証券、不動産の価値が変動したことで、証券・不動産信託が拡大、その受益権保護が求められたからである。戦後から1950年代までは、米国内外の経済拡大に伴い同行は

## ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革

再び成長することになる。米国は一般国民の住宅所有、モータリゼーションの時代を迎え、リテール向け商業銀行業務が大幅に拡大した。1958年、同行は米銀第9位の商業銀行に復活し、1962年には、総資産で世界20位以内にランク入りし（預金残高32億ドルで第8位）、従業員7,000名、株主数2.5万人の大銀行になっていた。また、1970年代までには、世界30ヶ国に拠点を展開する国際銀行となっていた。

- 13) 特に1970年代半ば、同行は不動産投信（REIT）やディベロッパー向けに多額の資金を融資していたが、ニューヨーク地域の不動産相場が暴落したことで、700億ドル近い不動産融資が不良債権化した。米国経済のリセッションも重なり、同行の経営は大きく圧迫された。不動産貸付分野でプレゼンスが高かったBTは、1973年から1974年のリセッション、1975年のニューヨーク市の財政危機を目前としていたにもかかわらず、多額の不動産投信を保有しなくてはならなかった。Rogers [1992], pp.155-156.
- 14) 1970年代後半、シティコープがATM網の整備に1億ドルを投資すると発表すると、リテール業務が全収入の10%を占めるに過ぎなかったBTは、大規模投資をしてまでリテール業務を続行するかの判断を迫られた。業務撤退の直接の契機は、1979年に検討していた銀行買収が連邦準備制度理事会（FRB）により不承認とされたことであった。1982年にはクレジットカード部門からも撤退している。Rogers [1992], p.158.
- 15) 御代田 [1994], 269-270頁
- 16) Rogers [1992], pp.157-158.
- 17) 社員の肩書変更（例えば、「バイスプレジデント」は「マネジングディレクター」に変更）、報酬体系の変更（成功報酬部分の増加）、部門の簡素化を図るとともに、当時7名だった役員は少なくとも週に1回は会議を行うなど相互の意思疎通を拡大した。給与も職種により体系を変更し、成功報酬の比率を高めることで大手投資銀行から優秀な投資銀行家を即戦力として採用することが可能となった。Investment Dealers' Digest, Nov.3, 1986, p. 28.
- 18) Euromoney, Oct, 1995, pp.37-38.
- 19) 例えば、1980年代半ばには中堅・中小企業向け貸付業務から撤退している。当該業務は利鞘は厚いが、顧客企業の信用リスクの高さ、店舗網の整備といったコストはそれに見合ったものではなかった。しかし、BTは当該業務から単に撤退するのではなく、貸付債権の流動化（債権という銀行資産の販売）を行うことで収益をあげるという新たな方法を切り開いた。御代田 [1994], 272-273頁
- 20) 業態転換後は、「高いパフォーマンスをあげる」ことが雇用条件とされ、役員には一層の収益志向が求められた。同行の場合、収益の絶対額、ROE・ROAといった収益率ではなく、RAROCに基づく収益目標を設定した。高リスク取引は通常「RAROC20%」という高いハードルをクリアしなければ、行内審査を通過しなかった。Rogers [1992], pp.158-160. RAROCの実践には、リアルタイムに近い数値管理が必要であり、BTはリスク管理し適正な収益をあげるという目的に焦点をあて、膨大なシステム投資（1980年代を通じ毎年約2億ドル）を行っている。御代田 [1994], 272頁。例えば1980年代後半には、BTの営業活動を支援する情報システムとしてのグローバルなコンピュータネットワークの構築、トレーディングシステム、マルチベンダーアプローチ（メインフレームとPCベースのオフィス情報システムの統合）などに重点投資されている。浜口強、山下廣太郎、正坊地邦典「米国における金融機関のシステム戦略の動向」『日立評論』Vol.70 No.3 1988年3月, p.10.
- 21) 例えば、1993年2月、ファイナンス、デリバティブ、アドバイザリーの各部門をグローバル・インベストメント・バンク部門に統合し、同時にリスク・マーチャントバンク・グループを創設、リスクマネジメントの企業向け営業を強化している。企業が直面する様々なリスク（金利・為替・商品等）を分析し、解決策を企業の最高財務責任者（CFO）を相手にコンサルティングすることで収益をあげようとする戦略の一環であった。BTがリスク・マネジメント業務を提供したのは、シェル石油、ジョンソン・アンド・ジョンソンといった大企業であった。例えば、シェル石油の油田開発資金調達案件では、BTは債券発行を勧誘し埋蔵原油の「前払い先渡し契約（prepaid forward contract）」を市場で売却することにより資金調達を行うことを提案、その結果、シェルは資金調達を行うだけでなく、販売価格を確定することができた。また、ジョンソン・アンド・ジョンソンは、5,000万ドル、1億ドルのミディアム・ターム・ノート（あらかじめ設定した枠内で随時発行が可能な中期債）を予想より低い調達コストで発行することが可能となった。American Banker, Aug.10, 1993
- 22) BTはニッチ市場に焦点をあてる戦略を「スワット・チーム・ストラテジー（SWAT Team Strategy）」と呼んでいた。“SWAT”はその機動力で知られる米国の特別警察部隊の略称である。Investment Dealers' Digest, Jun.21, 1993, pp.18-19. 御代田 [1994], 280頁
- 23) 1990年、BTはB格・BB格の発行体の社債引受で第2位となっている。1993年に入り、低格付け債の投資家が投資適格債投資に関心を示すようになったため、1993年5月には再度投資適格社債グループを創設することになった。特定の顧客層に焦点をあて、ニッチ分野で収益をあげる戦略をとった。投資適格社債を再び重視するようになったのは、投資家への販売を重視した結果であった。Investment Dealers' Digest, Jun.21, 1993, pp.19-20.
- 24) BTは、1991年1月に株式引受業務の認可を受けてから2年半後、ウィックス・ランバー社2,800万ドルの新株発行の株式公開主幹事に就任した。ランバー社は、借入れ過多のいわゆるレバレッジ企業であり、同社の案件獲得には、BTのハイレバレッジ企業向けファイナンスのノウハウと低格付け債への注力が功を奏した。低格付け債はエクイティの特性を持ち合わせており、この分野での経験ノウハウがハイレバレッジ企業の株式引受につながった。このほかにも、BTは、エクイティ・デリバティブのノウハウを活用し、エクイティセールスマンは単に米国株を販売するだけではなく、デリバティブを絡めた取引や米国株を絡めた取引を推奨する体制を築いていた。Investment Dealers' Digest, Aug.23, 1993, p.3.

- 25) まず、投資銀行案件の獲得に向けたBTの営業活動は、徒勞に終わることが多かった。多くの米国企業、国際企業の経営陣は、公開買付やバイアウトといったセンシティブな投資銀行案件を、投資銀行業界で知られていない業者に託すリスクを取りたがらなかった。企業経営陣にとっては、大手投資銀行のブランドネームは大きな意味を持っていたのである。BTが案件を獲得しても、単独主幹事、単独アドバイザーとなることは少なく、顧客企業の意向によって大手投資銀行が幹事に加わるケースが大半であった。その場合、BTの手数料の取り分減少は避けられず、案件獲得の費用対効果が高まらない状況が続いた。また、投資銀行市場におけるBTのプレゼンスが高まった場合、大手投資銀行から提訴されるなどのリスクが懸念されたために、投資銀行業務で顧客を獲得しても金融専門誌などの墓石広告の掲載を控えなければならぬなど、不自由な立場に立たされていた。*Investment Dealers' Digest*, Nov.3, 1986, pp.26-29.
- 26) Kobrak [2007], p.345.
- 27) 1998年年間の米国での公募証券引受ランキングの上位15位にも入っていなかった。BTの米新規公開株引受額(Initial Public Offerings)は、9億2,740万ドル(12位)なのに対し、首位のメリルリンチは95億9,500万ドル。ジャンク債引受額(High-yield Straight Debt: Public+144A)は84億7,600万ドル(7位)なのに対し、首位のドナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレット(DLJ)は216億3,770万ドルとなっている。*Investment Dealers' Digest*, Jan.11, 1999, p.30, 34.
- 28) BT買取の際、プロイヤー頭取は、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーなど上位専門業者の買取は念頭になかったことを強調している。それは、特にリレーションシップ・バンキングの優先度が低下し、同行が長年蓄積してきたカルチャーが駆逐されてしまうのを恐れたからとされている。
- 29) 1998年1月の上場企業数17社、時価総額約50億ユーロから、BTの合併が完了した1999年6月には各々124社、540億ユーロ、2000年8月には210社、3,090億ユーロまでになった。
- 30) 例えば、1999年2月、イタリア事務機器大手オリベッティが仕掛けた同国最大の通信・電話会社テレコム・イタリアの買収案件のアドバイザーは、米国のリーマンブラザーズ、チェースマンハッタンであり、防戦側のテレコム・イタリアにはJPモルガンなど米金融機関がついた。イタリア最大の外銀として同国に260支店を擁するドイツ銀行が主要なM&A案件で助言業者の選から漏れた事実は、投資銀行案件の獲得競争の厳しさと欧州における米金融機関の攻勢の凄まじさを浮き彫りにしていた。
- 31) ドイツ銀行は、伝統的に自ら「ドイツの国民と企業のためにある銀行」を謳い、国外進出の際にも、自国の企業の国外業務を支援することを目的としてきた。ドイツ銀行は、1960年代以降積極的な国外展開を志向してきたが、必ず並行して意識しなくてはならなかったのが、ドイツ国内に対する金融サービスの質を落とさないことだったとされている。実際、ヘルハウゼン、コッパー氏といった歴代の頭取は、「ドイツ語を話すドイツ国民にはリテール業務をいかに重視しているかを、英語も話せる大企業の幹部社員にはコーポレートファイナンスをいかに重視しているかを主張すること」の重要性をよく認識していたといわれている。Kobrak [2007], p.329.
- 32) 買収発表から統合完了まで半年強の適正評価期間には、ドイツ銀行経営陣は、まず自行とBTの企業文化の評価作業を行っている。これは、ドイツの銀行であるドイツ銀行と米国の投資銀行であるBTのカルチャークラッシュを最小限に抑えるために重要な作業であった。Salama et al [2003], p.316.
- 33) ドイツ銀行の合併当事者間のコミュニケーション不足を解消し相互に認識し合うための取組み(cultural awareness exercise)の一環として行われたものである。Salama et al [2003], p.316.
- 34) Salama et al [2003], p.316.
- 35) Salama et al [2003], p.316.
- 36) *Euromoney*, Jul. 2000, p.33.
- 37) Kobrak [2007], p.348.
- 38) 大企業・機関投資家(GCI部門)、リテール及びプライベートバンク、資産運用、システム・テクノロジー、不動産の5部門である。
- 39) 例えば、BTアレックスブラウンのデリバティブ、リスクマネジメント部門を最大限に活用するため、合併後の役員会メンバーにBT出身のニューマン元CEOのほか、イービス・バルマン氏(Yves De Ballman)、メイヨー・シャタック氏(Mayo Shattuck)、メアリー・シリロー氏(Mary Cirillo)を就任させたことである。バルマン、シャタック両氏が、グローバル市場、株式部門を統括するエドソン・ミッチェル、ミカエル・フィリップ氏らと連携することで、グローバル戦略を決定する体制が整備された。Kobrak [2007], p.348.
- 40) 2000年11月、筆者がドイツ銀行インベスターリレーションシップ部門に現地取材したところによれば、同行では、投資銀行部門でも年功序列の報酬体系を採用してきたが、1995年に各部門が共同で商品サービスを提供した場合の部門間・地域間の交渉による人材評価システムを導入している。交渉は、案件で行員があげた収益額だけでなく、勤務態度、顧客獲得に払った努力や戦略、業務上の創意工夫など多面的な要素を考慮して行われるものであった。また、1998年には、米国並みの業績連動型ストックオプション制度が導入されており、行員の士気向上に大きく寄与したとのことであった。
- 41) Kobrak [2007], pp.347-348.
- 42) 例えば、ピーター・ヤング事件、ニコラ・ホーリック事件といった不祥事の発生。ピーター・ヤング事件は、1996年9月にDMG運用部門(Deutsche Morgan Grenfel Asset Management: MGAM)の花形ファンドマネジャーが担当する投資信託にハイテク未公開株を大量に保有、株価下落による巨額の含み損を隠していたことがロンドンの金融当局の調べで発覚した事件。本事件で、MGAMは7.3億ドルの損失を計上した。ニコラ・ホーリック事件は、同部門のニコラ・ホーリック氏が多数の部下とともに他社の引き抜きに応じようとしたとの疑いで停職処分を受けた事件。
- 43) Schwarz [2003], pp.100-101.

## ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革

- 44) グローバル株式部門は、現物株式、株式銘柄調査、セールス及びトレーディング、株式デリバティブ商品の開発及びトレーディング、そしてヘッジファンド向けの株式プライムサービス（プライム・ブローカレッジ・サービス）を、グローバル・マーケット部門は、金融証券商品のトレーディング全般、特に、外国為替、政府及び政府機関の証券、投資適格債、新興国証券、上場及び店頭証券（exchange-traded and OTC）、クレジット・デリバティブ、商品（commodities）、仕組み商品、マネーマーケット、レボ及び証券化商品のセールス及び調査、商業用不動産業務を、コーポレートファイナンス部門は、M&A 助言、資本市場、クレジット商品及び顧客企業とのリレーションシップ・マネジメント（リテール・資産運用部門の協力も得ている）を担当した。上記のうち特に、証券発行市場を担当するコーポレートファイナンス部門は、発行体企業を顧客とし、株式（Equity Capital Market：ECM）、債券（Debt Capital Market：DCM）、M&A の各部に分かれていた。証券流通市場を担当するセールス・トレーディング部門は、プロダクトごとに株式・債券・為替・商品（コモディティ）部門などに分かれ、各々にデリバティブを含む商品開発・調査・トレーディング・セールス担当者が配置されていた。コーポレートファイナンス、セールス・トレーディング部門の間には「厳格な隔壁（チャイナウォール）」が設けられ、機密保持に最大限の注意が払われた。
- 45) 2000年2月時点で、ドイツ銀行の通信・メディア産業チームは、投資銀行家（インベストメントバンカー）28名、アナリスト10名、その他5名の計43名、テクノロジー産業チームは、投資銀行家15名、アナリスト23名、その他1名の計39名となっている。ゴールドマンサックスの通信・メディア産業チームの陣容は、同時点で、投資銀行家49名、産業セクターアナリスト24名の計73名、モルガンスタンレーは、各々20名、40名の計60名などとなっている。*Investment Dealers' Digest*, Feb.28, 2000, pp.30-47., Nov.8, 1999, pp.28-45.
- 46) 連邦準備制度理事会（FRB）資料によれば、2010年末の米金融機関総資産上位10社は、第1位：バンク・オブ・アメリカ（総資産2兆2,680億ドル）、第2位：JPモルガンチェース（同2兆1,180億ドル）、第3位：シティグループ（同1兆9,140億ドル）、第4位：ウェルズファーゴ（同1兆2,580億ドル）、第5位：ゴールドマンサックス（同9,110億ドル）、第6位：モルガンスタンレー（同8,080億ドル）、第7位：メットライフ（同7,310億ドル）、第8位：トーナス（同3,730億ドル）、第9位：HSBC ノースアメリカ（同3,440億ドル）、第10位：USバンコープ（同3,080億ドル）となっている。
- 47) 人材管理に関するそれまでに語られなかった概念で、ドイツ銀行年次報告書1998年版に初めて記載された言葉である。変化が激しく知識の陳腐化が急速に進む情報社会においては、就業にも学ぶことが重要となるが、その中にあっては学習の機会を社員に与えることが、雇用者と社員の安定した関係を築く必要があるという意味で用いられている。井原 [2002], 65頁
- 48) "Deutsche Bank and Duke University: A corporate/College Alliance Customized to Fit", Corporate Universities International, Partnership Forum, May/June, 1998, p.10.
- 49) 1999年春には、行員向けにエデュネット（Edunet）が稼働している。これは、行員のデスクトップに直接し、英語及びドイツ語により約800コースが用意され、行員は初心者から上級者までレベルに応じて都合のよい時間に学習できる教育ネットワークである。井原 [2002], 65頁
- 50) "Deutsche Bank and Duke University: A Corporate/College Alliance Customized to Fit", Corporate Universities International, Partnership Forum, May/June, 1998, p.18. ドイツ銀行頭取は、伝統的に「シュプレッヒャー（Sprecher）」、英語訳では「スポークスマン（Spokesman）」と呼ばれている。これに因み、プロイヤー頭取は、デューク大学との提携で開発された幹部社員向け教育プログラムを「スポークスマンの挑戦（Spokesman's Challenge）」と命名している。FSBは、ドイツ銀行との提携時点で、すでに英医薬大手グラクソ（Glaxo Welcome）、パナヘルメーカーのフィリップス・コンポーネンツ（Philips Components）、独電機大手のジーメンス（Siemens）と同様の提携を行い、提携先企業が抱える特有の経営問題に対応するようカスタマイズされた教育プログラムを提供していた。
- 51) GEMBA のあるクラスの集合講義では、世界各地から受講生がチェコ・プラハに一同に会し、市場経済に即した生産体制の構築に取り組む同国ビジネスリーダーに面会、実際に工場を見学した。各地に帰国した受講生は、インターネットを通じて問題点の明確化・共有を図り、約15週間かけその工場が市場経済に対応した生産体制を構築するための対策を協力して導き出すという作業を行った。1998年夏、20名の幹部社員が選抜され、第1回プログラムの受講者となっている。"Deutsche Bank and Duke University: A Corporate/College Alliance Customized to Fit", Corporate Universities International, Partnership Forum, May/June, 1998, p.8, Marquardt [2004], Jun., p.32.
- 52) 井原 [2002], 73頁
- 53) 井原 [2002], 74頁
- 54) ドイツ銀行は、リテール部門だけでなく顧客の資金決済と証券取引を請け負う約3,000人の部門も1999年に分離・独立させている。電話やインターネットを通じたリモートバンキングを行っている子会社、バンク24（Bank 24）も新会社に統合した。
- 55) Kobrak [2007], pp.363-364.
- 56) *Die Bank*, Juli, 1999, pp.444-445.
- 57) ドイツ銀行24設立後の個人顧客数は、1999年末で約887万人、翌年には26%増の1,120万となり、2008年には1,460万人に達している。この間、リテール部門の従業員数（資産運用部門を含む）は、2000年代初頭の業績不振で人員削減などで2004年まで減少したものの、2000年代半ばの急速な業績回復を反映して2005年から増加し、2007年には3万人を超えるまでに回復した。業績も順調であり、その営業利益（operating profit）は、2000年の4.1億ユーロから2004年には10.2億ユーロに拡大して

いる。1999年秋の設立から業務の効率化を進めた結果、2000年7-9月期には収入に対するコストの比率が前年同期の88%から77%に大幅に改善している。2000年8月にはドイツ銀行24のリテール事業を、24時間取引可能なオンラインバンキング・サービスであるマックス・ブルー (Max Blue) をネットを通じユーロ圏全域に拡大する、「欧州化 (Europeanisation) 計画」を発表している。当該計画は、ドイツのほか、フランス、イタリア、スペイン、ポルトガル、ベルギー、ポーランドを対象国としている。2005年の株主総会で、アッカーマン頭取は、マックス・ブルー計画をさらに発展させ東欧やロシアといった新興市場で、現地銀行の買収を視野に入れ、個人向けのリテール金融業務を拡大する方針を表明している。ドイツ銀行は、リテール部門の規模を従業員数約2万人、支店数2,000超、顧客数1,050万人と想定し、同部門の営業収益は2000年の4億ユーロから4年間で10億ユーロに引き上げる目標を打ち出している。

- 58) 1998年12月、ドイツ銀行はフランス・クレディリヨネのベルギー子会社を10億マルクで買収した。2001年、フランスでは、リースや駐車場管理など複数の専門子会社をソシエテ・ジェネラルに売却する一方、同国保険最大手アクサ傘下のボルムス銀行 (従業員850人、フランス国内に17支店、個人顧客数約15,000人、企業顧客数約2,000社) を買収し、リテール金融事業を強化した。また、2000年9月にはイタリア投資銀行最大手のメディオバンカに2.5%出資している。ドイツ銀行は、2005年までにユーロ圏のリテール事業の規模として、従業員数21,000人、支店数2,000店以上、顧客数約1,050万人を想定していた。
- 59) *Eurromoney*, Jul. 2000, p.33. 例えば、イタリアにおいては、ミラノ証券取引所が1999年1月に中堅・ベンチャー企業向け市場ヌオボ・メルカート (Nuevo Merkart) を発足させ、同年6月に取引を開始したのに伴い、ドイツ銀行は北イタリアの同族企業の上場アドバイザー業務獲得に本格的に取り組んだ。1999年中には、同地域の冷凍ビザ会社のロンカディン (Roncadin SpA) などを取引先として開拓し、ドイツ銀行はその上場主幹事を務め、ヌオボ・メルカートに次々と上場させている。
- 60) 株式売却が加速した制度的な要因としては、第1に株式売却益に対する非課税措置がある。1998年に誕生したシュレーダー社会民主党・緑の党中道左派政権は、2000年の税制改革において法人税の基本税率を25%に引き下げる法人減税策を打ち出したが、その際に株式会社 (及び有限会社、合資会社) が保有株式を売却した場合のキャピタルゲインを非課税とする措置が盛り込まれ、2002年に施行された (当該措置は2005年にキリスト教社会民主同盟 [CDU] への政権交代に伴い、歳入確保を理由に廃止)。第2に、1998年に施行された「資本調達簡易化法 (Kapitalaufnahmeleichterungsgesetz : KapAEG)」により、ドイツでは他国に先駆けて国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards : IFRS) の適用が認められ、企業の海外における資金調達がより容易となったことである。当時、ドイツ大企業は国外企業の買収資金を外国証券取引所に上

場することで調達するケースが増えていたが、当該取引所に上場するためには、ドイツ一般会計原則に基づく財務諸表に加え、追加的に米一般会計原則 (US-GAAP) 又はIFRSに基づく財務諸表を作成する必要があったが、KapAEGはこうした負担を軽減し国外における資本調達を容易にしたとされている。企業の直接金融へのシフトが促進され銀行借入への依存度が低下するにつれ、金融機関が企業株式を保有するインセンティブも低下していった。

- 61) 株式保有専門会社を設立した目的の第1は、経営の透明性の向上である。国内企業株式の大量保有に伴いその含み益も膨大だったが、その存在がドイツ銀行の資産内容を分かりにくいものとしていた。そしてそれが、当時懸案となっていたニューヨーク証券取引所の上場認可にも障害となりかねなかった。第2に、保有株式を活用した新たな収益源の確保である。新会社は、単に株式を保有管理するだけでなく、積極的な運用を行いプロフィットセンターと位置づけた。特に保有期間2年から5年をメドとしたプライベート・エクイティ投資業務に参入する基礎となった。第3は、自己資本の増強である。簿価と時間の間の価格で保有株式を移管するため、その差益により自己資本が40億マルク増額された。
- 62) 2003年からは、DBインベスターが保有する企業株の売却はさらに加速した。同社が保有する企業の株式は2001年末に32社だったが、翌年には24社に減少、2003年にも8.46%保有していたセメント大手のハイデルベルガー・セメント株を売却したほか、自動車部品のフェニックス (2002年末で発行済株式の13%保有) や化学品のmgテクノロジーズ (同9%保有) などの売却に踏み切った。ドイツ銀行グループが大株主として5%以上を保有する企業の数は、2002年以降半減し2003年末現在で15社となった。2003年末現在ではダイムラー株の11.8%、化学工業大手リンデ株の10%、事務用品大手ヘルリッツの13.1%、破綻した建設大手フィリップ・ホルツマンの19.51%などを保有していたが、いずれも早晩売却の方針を打ち出した。一方、100%の株式を持つ完全子会社や過半数以上を握る子会社の数は増加している。ドイツ銀行グループが保有する株式は2003年末で2,181社と、2001年大きすぎてつぶせない2,138社に比べ増加している。中核事業と位置付けた分野で買収などを活発化させたことが背景にある。
- 63) 1993年12月期決算からは、基準改正に伴い、①部分業務損益の内訳のうち、表示されなかった自己勘定取引収支 (有価証券取引、為替・貴金属取引、デリバティブなど) を業務損益算出前に抜き出して表示する、②それまで特別損益に含まれていた「リスク準備金 (貸倒引当金等)」を別項目として明記するなどを含め、40項目以上が設けられている。リスク準備金の中心は貸倒引当準備金だが、ドイツでは貸倒引当準備の積み立てがほぼ全面的に非課税だったため、ドイツの銀行は、1992年決算は部分業務利益が軒並み過去最高だったが、リスク準備金を不必要に厚く積み上げることで、税引前利益を圧縮、法人税節税の手段に使ったとの批判があった。
- 64) 2001年の新税制 (企業が持ち合い株式を処分する際の税負担を軽減) 移行に伴いM&A助言案件の増加が予

## ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革

想されたが、合併によってドレスナー銀行傘下の投資銀行部門ドレスナー・クライノートベンソン (Dresdner Kleinwort Benson : DKB) を取り込むことで、欧州随一の投資銀行として案件獲得が可能となると見込んだ。また、両行合計で約2,500店舗を抱えるドイツ国内リテール部門を切り離し、新銀行の出資比率を将来は10%程度に引き下げることを目指していた。計画では、①ドイツ銀行のリテール部門「ドイツ銀行24」の株式をドイツ保険最大手のアリアンツが約半数取得し、ドレスナー銀行の同部門を併合する、②分離から3年後を目途にドイツ銀行24の株式上場を実現させ、出資比率はアリアンツ32%、新銀行10%程度とし、その経営実権はアリアンツに渡す、③アリアンツはドイツ銀行の投資信託会社DWSと保険会社ドイツ・ヘルドも買収し、ドイツ銀行24の強力な販売網を活用して、自社やドイツ銀行の保険・投信商品を個人に販売する戦略だった。

- 65) 2001年11月、米総合エネルギー大手のエンロンが米連邦破産法第11条の適用を申請したのを受け、同社向け債権を抱える欧州主要行の株価が急落した。欧州主要行のエンロン向けリスク債権額は数千万ドルから数億ドルに及び、またクレジットデリバティブなど複雑な取引を通じてリスクが分散し、金融市場に不安が広がった。英大手格付会社フィッチ・レーティングスの報告によれば、エンロン向け債権額は、ドイツ銀行が最大数千万ドル、ドレスナー銀行が1億ドル近くとなっており、フランスのクレディ・リヨネの1.25億ドル、オランダINGの1.95億ドルなどと並びそれ相当の損失負担をせざるを得なかった。
- 66) ドイツ国内では、長引く不況で企業倒産が増え、銀行は厳しい貸出資産のリスク管理を迫られるようになった。2001年のドイツ企業倒産件数は32,300件と前年比14%増、銀行の貸倒引当金計上は大きく増加した。2002年3月、ドイツゼネコン大手のフィリップ・ホルツマン (Philipp Holzmann AG) が2度目の破産申請を行った。これに続き同年4月には、大手メディアのキルヒグループ (Kirch Group) の主要企業であるキルヒメディアが、ミュンヘン地裁に会社更生手続き適用を申請した。負債総額は、65億ユーロ (約7,500億円) と、独では戦後最大規模の企業破綻となった。ドイツ銀行の2002年第1四半期 (1-3月期) の貸倒引当金繰入額は3億8,400万ユーロと前年同期の倍となった。政府は旧東ドイツのインフラ建設などに1991年以降の9年間で5,110億ユーロを投入、続々と完成したオフィスビルには空室が目立ち、ホルツマンなどゼネコンの破綻につながった。
- 67) 具体的には、①コスト・資本・リスク管理の徹底、②CIB部門での世界的リーダーとしてのポジションの活用、③PCAMプログラムによる利益拡大、④ドイツ銀行をもっとも名声の高いブランドにする努力といった目標が掲げられた。
- 68) ドイツ銀行は、2002年半ばに経営合理化や人員削減を一段と加速、年間268億ユーロの総経費 (支払金利を除く) を、2003年12月期までに20億ユーロ削減する計画を明らかにしている。2004年12月、2005年から2006年にドイツ国内の従業員を1,920人削減して25,000名程度へ、グローバルバンキング部門でも後方事務職を中心に500

人、グローバルマーケット部門ではセールスや売買担当者を中心に100人を削減する人員削減を行うと発表した。さらに2005年2月には、投資銀行部門や資産運用部門の後方事務を中心に6,400人を削減する追加合理化策を決定している。ドイツ銀行グループの2003年6月末の従業員数は69,308人と7万人を下回り、人員がピークだった2000年末の98,311人から3年を経ずに30%も削減したことになる。

- 69) 2000年代初頭、国内大企業の破綻や旧東ドイツ地域への積極融資で大量に発生した不良債権がドイツ銀行の経営の負担となっていたが、2003年12月期決算では不良債権処理も一巡するようになっていた。これに合理化効果が加わり、2002-2003年の2年間で60億ユーロ圧縮し、2003年は173億ユーロまで減らすことに成功した。貸倒引当費用も2003年は11億ユーロと2002年比半減し、2001年に127億ユーロあった問題債権は66億ユーロに減った。
- 70) ドイツ銀行は、2003年4-6月期の決算で最終損益5億7,200万ユーロと、四半期ベースで1年ぶりに黒字転換を果たした。2003年3月には、ドイツ銀行の株価は60ユーロ近くまで回復している。2003年12月期決算は、純利益が13億6,500万ユーロと前年の3.5倍となった。業績回復を受け、2003年9月、ドイツ銀行は市場からの自社株買い戻しを実施する計画を発表した。
- 71) ROEは、ドイツ経済が苦境にあった最中の2002年12月期決算時 (4%) から3年間で6倍に上昇したことになる。
- 72) 2005年は、同行営業収益の62%、純利益の75%を投資銀行部門 (CIB) が占めるに至っている。2005年の業績発表以降、ドイツ銀行は当面の目標として税引前ROEを25%の水準に維持し、一株当たり利益 (EPS) を毎年少なくとも10%増やすことを目標に掲げた。
- 73) 例えば、2004年から2005年にかけて、ドイツ銀行は新規株式公開案件に頻繁にアクセラレイテッド・ブックビルディング (accelerated bookbuilding) という手法を積極的に採用し、ドイツを中心とした欧州市場に広く普及させた。これは、企業の新規株式公開や公募増資の際、ロードショーなどの大規模な株式勧誘活動を行わずに発行価格と割り当ての決定を行うブックビルディングの方式であり、当該株式の株価下落リスクを抑えながら、低コストかつ迅速な公開や増資が容易となるほか、予め公開株式を購入する投資家を特定するために企業の望む株主構成を確保しながら確実な資金調達を可能にすると言われている。 *International Financing Review*, Apr.1, 2006, p.93.
- 74) 2004年8月に米政府保証付商業モーゲージ大手パークシャー・モーゲージ社 (Berkshare Mortgage Finance) を買収した後、2006年12月にはカリフォルニアの有力モーゲージ貸付業者チャペル・ファンディング社 (Chapel Funding LLC) を買収、そして2007年1月には、同国不動産投資信託 (REIT) 運用大手のモーゲージIT社 (Mortgage IT Holdings) を4億2,900万ドルで買収している。パークシャー社は、1969年創業、買収時にボストン本社を含め米国内に3拠点を擁し、政府保証貸付残高は2003年末時点で35億ドル、モーゲージ・サービシング・ポートフォリオは18億ドル超。モーゲ-

ジ IT 社は、ニューヨーク州を本拠とし、買収時に全米 47州に従業員 2,100名を擁し、傘下の住宅ローン会社が全米 50州で個人向けの住宅ローン貸付業務の免許を取得していた。同社は、2005年のローン設定額が 292億ドルと、前年比 124%増加となっている。

[https://www.db.com/ir/en/content/ir\\_releases\\_2004\\_3422.htm](https://www.db.com/ir/en/content/ir_releases_2004_3422.htm) [https://www.db.com/medien/en/content/press\\_releases\\_2006\\_3175.htm](https://www.db.com/medien/en/content/press_releases_2006_3175.htm)

[https://www.db.com/ir/en/content/ir\\_releases\\_2007\\_5502.htm](https://www.db.com/ir/en/content/ir_releases_2007_5502.htm)

- 75) 案件 1 件あたりの手数料水準や M&A 助言業務の実績は、この時点でも米大手投資銀行に比肩する水準にはなく、同行投資銀行部門にはなお課題が残されている状況ではあった。ドイツ銀行の M&A 助言金額（グローバルベース）は、1999年（BT 統合後）に第 10位（金額 2,967億ドル、件数 239件）だったが、2005年に第 8位（同 3,691億ドル、件数 244件）、2006年に第 9位（同 5,088億ドル、232件）であった。各年の首位はいずれもゴールドマンサックス（2005年の助言金額は 8,751億ドル、件数 435件）が占めている。
- 76) 2007年は引受額 5,400億 992万ドル（市場シェア 7.1%、発行件数 1,637件）で世界第 4位、2008年は引受額 3,085億 8,780万ドル（市場シェア 6.6%、発行件数 807件）で同じく世界第 4位となっている。
- 77) 2007年 8月、ドイツ銀行は前連邦準備制度理事会（FRB）議長のアラン・グリーンズパン氏をシニア・アドバイザーとして起用したと発表した。同氏は、在任した 1987年から 2006年に数々の功績を残した大物議長として知られ、同行による起用は国際金融界の話題となった。
- 78) 例えば、三菱 UFJ フィナンシャル・グループの 2015年 3月期連結純利益が初の 1兆円を超える見通しとなることが報道されている。日本経済新聞 2015年 4月 28日付

## 参 考 文 献

- 居城弘 [2010] 「現代ドイツの企業金融構造分析」 静岡大学『静岡大学経済研究』第 14 巻第 4 号、2010年 2月 26日
- 居城弘 [2011] 「世界金融危機とドイツ銀行業の分析」 静岡大学経済研究第 15 巻第 3 号、2011年 1月 31日
- 井原久光 [2002] 「コーポレート・ユニバーシティにおける組織変革機能－ドイツ銀行ユニバーシティの事例－」 長野大学紀要第 23 巻第 4 号、2002年
- 佐賀卓雄・川村雄介・漆畑春彦他 [2001] 「『投資銀行』の戦略メカニズム」 財団法人資本市場研究会編、清文社、2001年 5月
- 羽森直子 [2012] 「ドイツの銀行構造について」 流通科学大学論集、第 20 巻第 2 号
- 御代田雅敬「米銀の復活」、日本経済新聞社、1994年 7月
- Gall, Lothar et al [1995] “Die Deutsche Bank 1870-1995 125 Jahre Deutsche Wirtschafts- und Finanzgeschichte”, C-H-Beck
- “Deutsche Bank and Duke University: A Corporate/College Alliance Customized to Fit”, Partnership Forum, Corporate Universities International, May/June, 1998
- Kobrak, Christopher [2007] “Banking on global markets: Deutsche Bank and the United States, 1870 to the present”, Cambridge University Press
- Marquardt, Michael [2004] “Harnessing the Power of Action Learning”, TD, Jun.
- Meister, C. Jeanne [1994] “Corporate quality universities: Lessons in Building a World-Class Work Force”, American Society for Training and Development
- Salama, Alzira et al [2003] “Challenges and opportunities in mergers and acquisitions: three international case studies—Deutsche Bank—Bankers Trust; British Petroleum—Amoco; Ford—Volvo”, *Journal of European Industrial Training*, Vol. 27 issue 6
- Schwarz, Friedhelm [2003] “Die Deutsche Bank: Riese auf tönernen Füßen”, Frankfurt am Main Campus
- Speech at Deutsche Bank’s Annual General Meeting 2007, by Dr. Josef Ackermann Chairman of the Management Board and the Group Executive Committee Deutsche Bank AG, May 24, 2007
- Deutsche Bank Annual Report*, 1998-2007
- Die Bank*, 1998-2007
- Euromoney*, 1998-2007

ドイツ大手銀行の国際投資銀行業務と経営改革

*EuroWeek*, 2000-2003

*Institutional Investor*, 1995

*International Financial Law Review*, 2000-2007

*International Financing Review*, 1997-2007

*Investment and Dealers' Digest*, 1986, 1998-2007

*The Banker*, 1998-2007

*Wirtschaftswoche*, 1998-2006

(平成国際大学法学部教授)