



慶應義塾大学ビジネス・スクール

野村インターナショナル

1990年代後半に入って、野村証券のイギリス現地法人である野村インターナショナルはプリンシパル・ファイナンス（P F）業務を積極的に展開して好業績をあげていた。このため、野村証券では、本社でもプリンシパル・ファイナンス業務を行うことにして、プロジェクト・チームを作って準備を進めていた。山道裕己取締役は「海外で蓄積したノウハウを使った資産流動化策が日本でも求められる日がすぐ来る」と予想していた。¹ 1999年夏、野村証券には野村インターナショナルのプリンシパル・ファイナンス・グループ（P F G）のスタッフも来日していた。

プリンシパル・ファイナンス・グループの発足

プリンシパル・ファイナンスは投資銀行がプリンシパル（主体）となって一時的に自己資本を投入して企業を買収するとともに、その企業のキャッシュフローをベースに証券を発行して買収資金を回収し、さらにその企業の経営に参画して資産価値を高めた上で、第三者に株式を売却したり、株式を公開することによって利益をあげる手法であった。このため、プリンシパル・ファイナンスは、投資銀行がエージェンシーとしての立場で、企業の売掛債権や設備の証券化を引き受けて組成手数料を稼ぐ業務とは異なっていた。

このプリンシパル・ファイナンスはすでに1980年代にアメリカでは一般的に行われていた手法であった。しかし、ヨーロッパでは、プリンシパル・ファイナンスはまだ本格的に展開されていなかった。このため、1990年代に入って、野村インターナショナルは、プリンシパル・ファ

¹ 会川晴之、白戸秀和、「企業研究：野村証券1」毎日新聞（1999年2月10日）、p.8

本ケースは、慶應義塾大学教授の鈴木貞彦が同大学院経営管理研究科でのクラス討議のために、公表資料にもとづいて作成したものである。このケースは経営の巧拙を例示するためのものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は <http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 鈴木貞彦（2000年2月作成）

インサンスの準備・検討を行っていた。イギリスでは、政府に民営化のニーズが存在していた。また、多くの企業が合理化に遅れていると見られており、経営いかんによっては改善の余地が多く見られた。しかし、「エージェンシーベースの証券化では米系金融機関が全米50州の顧客基盤をバックに手数料の引き下げ競争を繰り返していたため、野村インターには採算の合わないビジネスになっていた。」このため、野村インターナショナルでは「1990年代初頭から将来のPFの展開を意識して、1年に1、2件のペースで水面下で証券化のトラックレコードを重ねていた。」²

このような準備を経て、1994年12月、野村インターナショナルはプリンシパル・ファイナンス・グループを発足させ、責任者としてガイ・ハンズ氏をスカウトした。ハンズ氏はオックスフォード大学出身であり、12年間にわたってゴールドマン・サックスに勤めていた。ハンズ氏は企業・不動産買収の専門家であり、買収した資産を証券化して市場で売却して利益をあげる業務を始めた。

ハンズ氏がプリンシパル・ファイナンス・グループを立ち上げる前の野村インターナショナルは巨額の経常赤字に喘いでいた。1980年代後半には、日本企業によるワラント債の起債ブームがあり、野村インターナショナルは巨額の利益を享受した。しかし、1990年代に入って、日本企業による起債も激減し、人件費と不動産経費が膨らみ、1995年3月期には300億円強の経常赤字に陥った。

ところで、プリンシパル・ファイナンス・グループは、僅か数人で業務を開始した。しかし、プリンシパル・ファイナンス・グループでは案件が出ると、弁護士や不動産鑑定士などの専門家を雇い、買収する資産の将来価値、予想収益、法的な問題を徹底的にチェックする必要があった。このため、野村インターナショナルでは積極的なスカウトを行って、アメリカ勢に比肩するデューデリジェンス（資産査定）のスキルとリスクマネジメント体制を構築した。その後、資産証券化チームの担当者は70人に増加した。³

25 プリンシパル・ファイナンス事業としてのパブの買収

1995年8月、野村インターナショナルは1,801軒のパブをもつフェニックス・イン（Phoenix Inns）をフェニックス・グループから約249百万ポンド（当時の為替換算レートで約380億円）で買収した。野村インターナショナルが買収したのはパブの営業用不動産であって、パブの経営を行うわけではなかった。野村インターナショナルはパブの経営者から不動産の賃貸収入の形で

² 麻生祐司、辻広雅文、「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」週刊ダイヤモンド（1998年8月1日）、p.106

³ John Waples, "Nomura buying spree gobbles up UK plc.," The Sunday Times (July 5, 1998), p.3-9

キャッシュフローを得るものであった。しかし、金額が大きかったうえに、誤解を避ける必要もあって、買収に先駆けて、野村インターナショナルは、担当者を東京の野村証券本社に派遣して、この業務が金融技術を駆使したM&Aと証券化とを組み合わせた高度な投資銀行業務であることを説明した。⁴しかし、それでも、野村証券の一部からは、「株屋が居酒屋を始める気か」との批判の声もあがった。また、業界関係者からは「野村は苦し紛れにパブ業に参入した」と叩かれた。⁵

しかし、3カ月後には、各パブがパブ保有会社に支払う不動産や機材の賃貸料をベースに買収額と同額の社債を発行して売り切り、買収資金を回収した。さらに、パブ所有会社に人材を派遣して、経営を強化し、コスト削減や賃貸料回収率の向上を図った。また、質の悪いパブを1軒ごとに売却して、良質パブを中核とするポートフォリオを構築した。

鉄道車両リース会社の買収⁶

次に、野村インターナショナルは英国国鉄の民営化に注目した。すなわち、英国政府は国鉄を機能別に民営化することにしていて、すなわち、車両を保有してリースする会社、線路や駅・信号システムなどを保有しリースする会社、および、車両や線路などを借り受けて実際に列車を走らせる運行会社の3社に分割することにしていて、これらのうち、野村インターナショナルは鉄道車両のリース会社に興味をもった。この会社は運行会社から支払われるリース料を収入としていた。運行会社はさらに地区ごとに25社に分割して順次民間に売却されることになっていた。しかし、この時点ではまだ一部しか売却されておらず、大半は国がそのまま保有していた。そして、それら運行会社との車両リース契約には政府保証が付いていた。このため、リース料を担保として債券を発行すれば、英国国債並みのトリプルAの高い格付けを獲得できると予想された。

このため、野村インターナショナルは車両リース会社のキャッシュフローを徹底的に分析した。鉄道のエンジニアなど外部のアドバイザーも動員して、今後の経済動向や人口動向の変化による交通量の推移などマクロ分析から始まって、車両の耐用年数、メンテナンスにかかるコスト、新型車両投入の必要性など技術的な分析を行った。さらに、1994年5月に開通したユーロトンネルの英国鉄道に与える影響なども分析した。

このような大がかりな分析にもとづいて、1995年秋、野村インターナショナルは自社を中心とした買収コンソーシアムを組成して政府へプロポーザルを提出した。そして、1996年1月、

⁴ 外村仁、「あの日あの時」日経金融新聞（1999年6月22日）、p.7

⁵ 麻生祐司、辻広雅文、「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」週刊ダイヤモンド（1998年8月1日）、pp.105-106

⁶ 外村仁、「あの日あの時」日経金融新聞（1999年6月27日）、p.7

野村インターナショナルを中心とするコンソーシアムは、ブリティッシュ・レイル（旧国鉄）の車両リース会社であったエンジェル・トレイン・コントラクト（Angel Trains Contracts : ATC）を 696百万ポンド（1,610億円）で買収した。この取引によって、野村インターナショナルは 3,700両の客車を所有することになった。（付属資料 7 参照）

5 ATCの買収にあたっては、鉄道運営会社から受け取る車両リース収入の80% に政府保証が付けられていた。このため、債券の格付けは大半が最上格のトリプルAが得られ、資金調達も順調に進めることが可能となった。⁷ コンソーシアムは第1回目の証券化を買収と同時に、2回目の証券化を数カ月後に行い、それによって、買収資金の全額を回収した。

10 また、買収時点から、野村インターナショナルは、ATCを将来売却するために、その企業価値を高めることに努めた。ATCは、買収される以前は国営企業であったために、民間の尺度に照らして非効率な点が多く見られた。このため、野村インターナショナルからの出向社員と国鉄時代からの社員が一体となって効率改善に努めた。

リース会社の買収

15 1996年10月、野村インターナショナルはアメリカの大手リース会社のAT&Tキャピタルの経営陣とコンソーシアムを組んで、1株45ドル、総額22億ドル（3,080億円）でAT&Tキャピタルを買収した。買収直後、コンソーシアムは、AT&Tキャピタルのリース収入を担保に債券を発行して、総額31億ドル（4,340億円）を調達し、その一部を買収資金に充当した。

20 軍人住宅の買収

1996年11月、野村インターナショナルは、ミッドランド銀行などとコンソーシアムを組み、イギリス国防省から既婚者用軍人住宅57,000戸を 1,660百万ポンド（3,818億円）で買収した。これは、当時としては、イギリスで最大の単独取引であった。

25 買収にあたっては、57,000戸の住宅1軒ごとにキャッシュフローの予想値を25年間にわたって月次ベースで計算して資産の価値を計算した。その上で、コンソーシアムは新会社アニントン・ホームズ（Annington Homes）を設立して、この会社が軍人用住宅を買収する形をとった。買収直後、アニントン・ホームズを通じて、住宅の賃貸収入を担保にして債券を発行して、900百万ポンド（2,070億円）を調達した。残余の資金は、アニントン・ホームズが銀行融資と劣後債務の形で調達した。しかし、その後、2回目の証券化を行って、銀行融資と劣後債務を低

⁷ 麻生祐司, 辻広雅文, 「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」 週刊ダイヤモンド (1998年8月1日), p.105

利の債券に切り換えた。

パブ会社の買収

1997年9月、野村インターナショナルは約 2,900軒のパブを持つイントレプレナー・パブ・カンパニー (Inntrepreneur Pub Company) から、また、約 1,410軒のパブを持つスプリング・イン (Spring Inns) から、それぞれ買収し、合計 4,309軒を約12億ポンド (1ポンド約 192円) を支払った。

賭け引受け会社の買収

1997年10月、野村インターナショナルはイギリスでの第二位のブック・メーカーであるウィリアム・ヒル (William Hill, 従業員数9,000人) をブレント・ウォーカー (Brent Walker) から約 730百万ポンドで買収した。ウィリアム・ヒルは1930年代に設立された会社であり、イギリス政府公認の賭け引受け会社であった。ウィリアム・ヒルは、イギリスで24% のシェアを有し、1,500以上の公認賭けオフィスを運営しており、これらオフィスはウィリアム・ヒルの売上高の80% をあげていた。ウィリアム・ヒルは最大の電話賭けオペレーターであり、この分野では市場の約40% を握っていた。また、ウィリアム・ヒルは無税のブックメーカー・サービスをUK外の顧客に対して提供しており、マン島の電話賭けサービスを利用できるようにしていた。さらに、ウィリアム・ヒルは、インターネットで賭けを受け付ける唯一の大手ブックメーカーであった。

ウィリアム・ヒルは、1997年12月までの3年間で、特別項目差引前の営業利益を37.1百万ポンドから76.4百万ポンドに増加させていた。この増加は、サッカーのワールド・カップによるものが大きかったと言われていた。このほか、ナショナル宝くじの導入によって賭け店が2台のゲーム機械を持つようになったこと、および、ナンバー賭けを許可されるようになったことなどの賭け業界の規制緩和によるところも大きかった。⁸

買収物件の売却

1997年11月、野村インターナショナルは、1995年に買収していたパブのうち、良質のパブによって構成するポートフォリオを売却した。すなわち、フェニックス・チェーンのパブのうち845軒をウェリントンに売却するとともに、310軒をスコティッシュ・アンド・ニューキャッスル

⁸ John Willman, "Nomura plans William Hill float," Financial Times (January 19, 1999), p.24

に売却した。⁹ これによって、野村インターナショナルは残余価値の過半を利益の形で実現した。

1997年11月、野村インターナショナルとA T & Tキャピタルの経営陣によるコンソーシアムはA T & Tキャピタルの株式をカナダのリース会社に約19億ドル（2,660億円）で売却して、利益を実現した。

5 1997年12月、野村インターナショナルは、A T Cをロイヤル・バンク・オブ・スコットランドに売却して推定 330百万ポンドの売却益をあげた。

通常、野村インターナショナルは、買収物件を5年間から7年間所有してから株式を公開したり売却したりしていた。ハンズ氏は、「野村は大型のインフラストラクチャー・プロジェクトのフィナンシャル・リスクを引き受けている」と述べていた。¹⁰

10

チェコでのビール事業

チェコ共和国のビールは品質面で世界でも高い評価を得ていた。野村インターナショナルはチェコ共和国においてもビール会社を所有していた。すなわち、野村インターナショナルは、ピルスナー・ウアクエル (Pilsner Urquell) を製造しているチェコ最大の醸造会社プルツェンスキー・プラツドロ (Plzensky Prazdroj) を支配下に置いていた。野村インターナショナルはピルスナー・ウアクエルをイギリス最大のパブ・チェーンであるイントレプレナーで販売することにも力を入れていた。¹¹ このほか、野村インターナショナルはチェコで三番目に大きな醸造会社ラディガスト (Radegast) も支配権も有していた。

20 一方、野村インターナショナルは、この2社を合併させようとした。しかし、チェコのビール市場の支配権を巡って、1年以上にもわたって争っていたイギリスのビール醸造・レジャー会社であるバス (Bass) がチェコ政府の競争監督当局 (The Czech competition authorities) に対して、この合併を認めないようにロビー活動をしていた。バスは二番目に大きな醸造会社プラハビール (Prague Breweries) を支配するとともに、ラディガストの株式の一部も所有していた。

25 この合併が認められれば、新合併会社はチェコ市場の40%を占めることになるかと予想されていた。このようなこともあって、競争監督当局は合併を認めないという決定を下した。これに対して、野村インターナショナルは2回ほど異議を唱えた。しかし、1998年12月、競争監督当局が

⁹ John Willman, "New breed of managers take over barstool vacated by brewers," Financial Times (December 2, 1998), p.26

¹⁰ Arkady Ostrovsky, "Nomura sets up £ 1 bn infrastrucre fund," Financial Times (February 1, 1999), p.16

¹¹ Dominic Rushe, "Nomura pulls Czech beer merger plan," The Sunday Times (December 6, 1998), p.3-3

最終決定を下す前に、野村インターナショナルは合併を断念した。¹²

エナジー・グループの買収断念

1998年1月、野村インターナショナルはイギリスの電力会社エナジー・グループの買収を検討していた。しかし、エナジー・グループには、アメリカの電力会社テキサス・ユーティリティーズと電力・通信会社パシフィックorpも買収に意欲を示していた。このため、買収価格も上昇して、40億ポンド（65億ドル）になっていた。このような状況で、1998年2月、野村インターナショナルはエナジー・グループの買収を断念した。

消費財リース会社の買収

1998年7月、野村インターナショナルはロンドン証券取引所に上場していた消費財リース会社のソーン（Thorn）を公開買い付けの方法を用いて980百万ポンド（約2,250億円）で買収した。ソーンは家電、家具などの生活関連商品のリース会社であり、イギリス、アメリカ、北ヨーロッパおよびオセアニアの4地域で事業展開しており、ホテルなど業界向けのレンタルも手掛けていた。野村インターナショナルは、ソーンのビジネスを分社化した場合の利益水準を計算して、現在の株価が割安な水準にあると判断して、公開買い付けを行うことを決めていた。

野村インターナショナルは、ソーンをいったん非公開会社にしたうえで分社化などのリストラを進め、資産価値を高めた後に証券化して売却することになっていた。¹³

施設管理事業の買収

1998年8月、野村インターナショナルはターナー・アンド・タウンゼンド・グループ（Turner & Townsend Group）の施設管理事業を4.5百万ポンド（7.4百万ドル）で買収した。野村インターナショナルは、この事業を中心にして、サーバス・ファシリティ・マネジメント（Servus Facilities Management）を構築することを計画していた。サーバスは、企業の財産を購入し、管理し、再開発する事業であった。

これより先の1997年、社会保障省（Department of Social Security）は、その700種類の不動産をトリリウム（Trillium）に売却した。その際、ゴールドマン・サックスを中心とするコンソーシアムがこのディールをまとめていた。野村インターナショナルはこの社会保障省の不動産

¹² Jeffrey L. Hiday, "Nomura Plans to Buy 1,400 More U.K. Pubs For \$624.1 Million," The Asian Wall Street Journal (December 7, 1998), p.7

その後、1999年10月に、野村インターナショナルは両社を合併させることに成功していた。鈴木亮、「野村勝利で決着、大手2社が合併」日本経済新聞（1999年10月11日）、p.43

¹³ 日経金融新聞（1998年7月6日）、p.1

についても入札していたが、野村インターナショナルが施設管理能力を持っていなかったために、実現していなかった。ハンズ氏は「トリリウムはサーバスを構築する動機となった」と述べていた。¹⁴

5 プリンシパル・ファイナンスの成功とその要因

プリンシパル・ファイナンス事業の拡大に伴って、野村インターナショナルの業績も急回復した。1998年3月期に、野村インターナショナルは590百万ポンドの株主資本に対して243百万ポンドの利益をあげるほどになった。¹⁵ 1998年3月期の野村インターナショナルの経常利益650億円の半分をプリンシパル・ファイナンスで稼ぎだすほどに成長し、¹⁶ 野村証券グループのなかでの「ドル箱」会社になっていた。

責任者のハンズ氏は、多額の収入を得るようになり、1997年には40百万ポンドの年収を得ていた。これはイギリスでの最高額の所得であり、ボーナスの金額はシティで支払われた総額の4%に相当すると言われていた。¹⁷

ハンズ氏はプリンシパル・ファイナンスを進めるにあたっては「事業のプレステージや不動産価値など既成概念にとらわれていては有力な案件を見逃すことになる」と述べていた。また、ハンズ氏はプリンシパル・ファイナンスを成功させるためには次のような条件を指摘していた。

(1) 安定したキャッシュフローを生み出している資産であること、(2) 証券化等を利用したリファイナンスが可能であること、(3) 資産管理などによりキャッシュフロー増加の余地があること、(4) 投資の出口が存在すること。とりわけ、第一の条件が重要であることを指摘していた。¹⁸

また、ターゲットの分析は、プリンシパル・ファイナンス・グループのほかに、25人からなる社長直属のリスクマネジメント・チームがもう一度プリンシパル・ファイナンス・グループの分析を精査した後に、買収するかいなかの判断を下していた。ハンズ氏は「このような事前の調査費用だけで最低1億円から5億円を投じ、調査には半年を要する場合もある。(しかも)10件中9件は買収を見送る」と述べていた。¹⁹

インセンティブ方法についての工夫も、野村インターナショナルでのプリンシパル・ファイナ

¹⁴ Norma Cohen, "Nomura to buy UK property services company," *Financial Times* (August 24, 1999), p.13

¹⁵ John Waples, "Nomura buying spree gobbles up UK plc." *The Sunday Times* (July 5, 1998), p.3-9

¹⁶ 麻生祐司, 広辻雅文, 「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」*週刊ダイヤモンド* (1998年8月1日), p.104

¹⁷ John Waples, "Nomura buying spree gobbles up UK plc." *The Sunday Times* (July 5, 1998), p.3-9

¹⁸ 麻生祐司, 広辻雅文, 「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」*週刊ダイヤモンド* (1998年8月1日), p.105

¹⁹ 麻生祐司, 広辻雅文, 「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」*週刊ダイヤモンド* (1998年8月1日), p.107

5
10
15
20
25

ンスの成功に寄与していた。野村インターナショナルの外村副社長（1995年4月赴任、1997年4月まで駐在）はプリンシパル・ファイナンスの案件は通常のトレーディング業務とは異なり、入り口（買収）から出口（売却）まで相当長い期間が必要であると見ていた。このため、途中で紙の上での利益にすぎない評価益にボーナスを支払った後、資産価値が下落して損失を被るようでは多額の資本を投下できないと思っていた。このため、外村副社長はハンズ氏のチームに対して「保有資産の評価益はボーナスの対象としない。実現された利益に対してのみ一定の比率でボーナスを支払う」という方針を示した。野村インターナショナルのプリンシパル・ファイナンス・グループの部門長の山道氏が、この考え方に賛成して、幹部を説得し、ハンズ氏もこの方針を承諾した。これによって、会社の利益と社員の利益を一致させることが可能になった。

ノムラ・ホールディング・アメリカでの損失

15
20
25

一方、アメリカでは、これより先の1993年2月、モルガン・スタンレーに勤務していた経験のあるイーサン・ペナー氏（32歳）がノムラ・ホールディング・アメリカ（NHA）の子会社で証券業務を行うノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル（NSI）に入社した。入社後、ペナー氏は不動産ファイナンス部門の責任者として業務のほぼ全てを任された。さらに、入社2カ月後には、NHAの子会社でファイナンス業務を行うノムラ・アセット・キャピタル・コーポレーション（NACC）の社長に就任した。ペナー氏の指揮のもと、NHAは急成長して、商業用不動産ビジネスでアメリカでもトップクラスの地位を築いた。²⁰ すなわち、ニューヨークの野村証券は、ホテル、オフィス、集合住宅向けに大規模な融資を行い、1993年以降の融資額は累計で310億ドル以上になった。融資に伴う利子収入のほか、融資債権を商業用抵当担保証券（CMB S）として投資家に販売することによって利益を継続的にあげ、1996年には約5億ドルの利益を達成した。1997年には減益となったものの、3億ドルの利益をあげた。²¹ CMB S事業は実質的に野村証券がアメリカで開拓したビジネスで「日系事業会社の国際化に頼らない形で、日本の金融機関が海外で地歩を築いた最初のビジネス」として高く評価されていた。²² 1998年6月、NHAは、不動産部門をスピンアウトして、商業用不動産向け融資や証券化を主力とする子会社キャピタル・カンパニー・オブ・アメリカ（CCA）を5億ドルで設立した。ペナー氏がその社長に就任した。²³

²⁰ 大野和基、「野村証券巨額損失事件のすべてを知る男、独占告白」文芸春秋（1999年3月）、p.122

²¹ 牧野洋、「米国野村から分離の不動産融資会社発足」日経金融新聞（1998年7月1日）、p.5

²² 牧野洋、「米国野村、商業用で最大規模の不動産証券化」日経金融新聞（1997年11月7日）、p.1

²³ 中野義一、「野村の10億ドル損失」日経金融新聞（1998年10月20日）、p.1

このような成果によって、ペナー氏は1996年には47百万ドルの年俸を得ていた。²⁴ 過去5年間では125百万ドルを上回る報酬を得ていた。また、今後は、ペナー氏は、CCAの収入の9%を受け取るという契約を野村証券と結んでいた。²⁵

ところで、ニューヨークの野村証券は、フルサービスの証券会社というよりもハイリスクの投資信託のように機能していると指摘する人々もいた。すなわち、商業用不動産、抵当担保債券(MBO)、エマージング・マーケット投資などに大きなポジションをとり、そこに会社の資本を賭けていると言われていた。²⁶ また、野村証券本社は海外子会社に対して、リスクの許容量に関して一定のルールを設けていたが、その範囲であれば現地に任せていた。本社は、個別ポジションについては口を出さないという現地主義をとっていた。²⁷ また、本社はロンドンについてもリスクの上限を設定していた。しかし、ニューヨークとロンドンを合算すると過大なリスクエクスポージャーになっていることを本社で把握していても、「スター・プレーヤー」に対して口を出す権限をもっていなかった。²⁸

1998年8月中頃、ロシアは国債についてのリスクジュールと融資の一部についてモラトリアムを発表した。ニューヨークの野村証券のトレーディング部門は、ロシアの国債に200百万ドルのポジションを持っていた。このため、ニューヨークの野村証券のトレーディング部門は125百万ドルの損失を被った。9月1日、野村証券は海外子会社を通じて保有したロシア国債の価格が急落したために、8月末時点で約350百万ドルの評価損を抱えたと発表した。この損失のため、野村証券はアメリカの持株会社であるNHAに380百万ドルの追加出資を行うことにした。また、ムーディーズとS&Pは、野村証券とその子会社の長期債務などの格付けを引き下げ方向で見直すと発表した。²⁹

一方、CCAは設立以来毎月10億ドルを超える新規融資を行っていた。しかし、CMB Sには融資を実行してから証券化をするまでには時間がかかっていた。このため、CMB S市場の価格が急落した時には、CCAでは、それら融資の多くを証券化も売却もしていなく、CCAの融資残高は8月末で80億ドルに達していると噂されるほどになっていた。³⁰ それはウォールストリートの競争相手の在庫を大幅に上回る水準であった。

ところが、9月17日、ペナー氏が30百万ドルの退職金を受け取ってCCAを突然退任した。

²⁴ David Kirkpatrick, "Nomura's Penner Quits as Losses Mount," The Wall Street Journal (September 18, 1998), p.C1

²⁵ 大野和基, 「野村証券巨額損失事件のすべてを知る男、独占告白」 文芸春秋 (1999年3月), p.126

²⁶ Michael Siconolfi, "Nomura Hit By U.S. Loss Of \$1 Billion," The Wall Street Journal (October 20, 1998), p.C1

²⁷ 中野義一他, 「野村証券(下)」 日経金融新聞 (1998年11月12日), p.1

²⁸ 中野義一他, 「野村証券(下)」 日経金融新聞 (1998年11月12日), p.1

²⁹ 日本経済新聞 (1998年9月5日), p.4

³⁰ 越中秀史, 「盛衰の陰に豪腕バンカー」 日本経済新聞(夕刊) (1998年10月23日), p.5

ペナー氏は、会社を辞めた理由として、CCAへの野村証券からの指示に関して意見の相違が増大したためであったと述べていた。

しかし、1998年9月、債券市場の混乱で、CCAの多額の融資の再販売価格は低下した。そこで、その残高を減らすために、CCAは高めの利回りを付けて商業用抵当担保証券を売却せざるをえなくなった。この結果、CCAは9月に終わる上半期で10億ドル前後の損失を被る見通しとなった。9月28日、NHAのウィリアム・レイス共同CEOとマーク・マッゴーリCOOが辞任した。

9月30日、ムーディーズは野村証券の長期債の格付けをA1からA3に、短期債務格付けをP-1からP-2にそれぞれ引き下げると発表した。野村証券の株価も急落して、1998年7月2日の1,737円から10月16日には805円に急落した。1998年9月中間決算で、NHAは約12億ドルの税引前損失を計上した。野村証券はNHAを強化するために、さらに12億ドルを注入することを発表した。³¹ さらに、ハンズ氏を含むロンドンチームがNHAの後始末を行うことになった。³²

プリンシパル・ファイナンス・ビジネス (PFB) の再検討

プリンシパル・ファイナンス・ビジネスは巨額の借入資金で買収した企業の生み出すキャッシュフローを元手に、証券を発行して資金を回収するとともに、最終的には企業をリストラして売却益を稼ぐ事業であった。

ところが、アメリカの現地法人で商業用不動産融資証券化ビジネスで多額の損失を計上したこともあって、親会社の野村証券の格付けが引き下げられた。一方、資金を提供してくれていた欧米の銀行の体力も弱ってきていた。従来、野村インターナショナルは、プリンシパル・ファイナンス・ビジネスのための買収資金の約70%を欧米銀行からの協調融資でまかなっていたが、1998年秋ではその割合が50%程度にとどまるようになった。

このため、1998年10月、野村証券のリスクマネジメント担当の幹部がロンドンに飛んで、野村インターナショナルの幹部との協議を行った。主要なテーマは、プリンシパル・ファイナンス・ビジネスを今後どうするかであった。野村証券としては、ニューヨークでの失敗もあり、ロンドンについても従来よりも厳しいリスク管理を敷くことにしていた。「現地主義から中央集権への180度の転換」が予想された。ニューヨークでは、リスク管理を強化し、自己売買業務を

³¹ Joseph Kahn, "Nomura Reports \$1.7 Billion Loss In Its First Half," The New York Times (October 23, 1998), p.c1

³² 大崎明子, 「遠いインベストメントバンクへの道、野村CMB S宴の後が物語る限界」金融ビジネス (1999年8月), p.21

縮小するとともに、20%のコスト削減を断行して世界戦略を立て直す方針を徹底することにして
いた。³³

エージェンシーとしての証券化業務

5 野村インターナショナルは、通常は、自社所有のパブを証券化していたが、自社所有ではない
パブについても証券化ディール（取引）をまとめようとしていた。

1998年11月、野村インターナショナルは、マーストン・トンプソン・アンド・エバーシェド
(Marston, Thompson & Evershed) のテナント付パブを証券化しようとしていた。すなわち、
野村インターナショナルは、マーストンが所有していた 569軒のパブからのビールの販売高と
10 レンタル料を担保として 137百万ポンドの証券化ディールをまとめようとしていた。³⁴ マース
トンはバートン所在のペデグリー・ビターの醸造会社であった。このディールにおいて、野村イ
ンターナショナルは初めてプリンシパルではなく、顧客のエージェントとしての役割を果たすこ
とになると思われた。

マーストンはテナント付パブの 569軒を新たに設立したプレミア・パブ・カンパニーに売却
15 するとともに、この新会社は、野村インターナショナルがアレンジした証券化によって得た資金
でもって買収資金を獲得しようとした。売却対象となったテナント付不動産は1998年3月期に
おいて、43.1百万ポンドの売上高に対して15.8百万ポンドの営業利益をあげていた。マースト
ンのCEOであるニック・レチェット氏は証券化のほうが、営業での販売によるよりも多額の資金
をもたらしてくれたと評価していた。マーストンはこのディールを12月9日に開催する臨時株
20 主総会で株主から承認してもらう必要があった。マーストンの取締役会は入手した資金のうち少
なくとも60百万ポンドを株主達に支払うとともに、1999年に特別配当を支払うことを約束してい
た。³⁵ マーストンはプレミア・パブ・カンパニーの株式の51%を所有し、独立の株式信託が
34%、（野村インターナショナルが過半数を所有するとともに、パブの経営も行っている）ク
ライテリオン・アセット・マネジメントが15% を所有していた。³⁶

25 このディールによって、マーストンは、実質的にパブの不動産をモーゲジ化することになり、
28年後に債券が償還された暁には、それら不動産はプレミア・パブ・カンパニーに帰属するこ
とになっていた。

³³ 中野義一他、「野村証券（下）」日経金融新聞（1998年11月12日），p.1

³⁴ David Blackwell, "Nomura seals \$229m brewer deal," Financial Times (November 17, 1998), p.28

³⁵ Jeffrey L. Hiday, "Nomura Enters New Pub Business With Bonds Backed by Beer Sales," The Asian Wall Street Journal (November 18, 1998), p.18

³⁶ Jeffrey L. Hiday, "Nomura Enters New Pub Business With Bonds Backed by Beer Sales," The Asian Wall Street Journal (November 18, 1998), p.18

野村インターナショナルは、プレミアム債券を3種類のトランシェに分割した。すなわち、2種類のトランシェはシングルA格で、残りはトリプルB格の格付けであった。また、発行条件は、第一のトランシェは満期が6-1/2年で金利はLIBOR+0.80%、第二のトランシェは、満期が18年で金利は7.153%、第三のトランシェは、満期が26年で金利は7.74%であった。これら債券は全額引き受けられることになっていた。顧客には、保険会社、年金基金およびマネー・マネジャーが含まれていた。³⁷ 野村インターナショナルがこのディールを成功させることは、1998年8月のロシア国債がデフォルトして以降崩壊していたユーロ建て固定金利市場を復活させる契機となると思われた。

ところが、1998年11月26日、イギリスで最大の地域醸造会社のウォルバーハンプトン・アンド・ダドリー・ブルワリーズ (Wolverhampton & Dudley Breweries) がマーストンに対して262百万ポンドの敵対的TOBを行った。両社が合併する場合には、約1,900軒のパブと3カ所の醸造所を持つことになると思われた。³⁸ 1998年12月、マーストンは137百万ポンドの証券化を延期することを発表した。結果的には、ウォルバーハンプトンがマーストンを買収したため、野村インターナショナルはこのディールをまとめることが出来なくなった。

ユニーク・パブの証券化

1998年12月、野村インターナショナルは所有していたイントレプレナーのパブのうち、2,600軒を別個のユニットのユニーク・パブ・ファイナンス・カンパニーに移した。野村インターナショナルは、その2,600軒を2001年までに10億ポンドで公開することを検討していた。³⁹ ユニーク・パブ・カンパニーは850百万ポンドの資産をもっており、1998年には利息差引前利益は80~85百万ポンドになるものと予想されていた。⁴⁰

この結果、野村インターナショナルは、イントレプレナーとスプリング・インからの1,100軒のパブを引き続き所有することになった。しかし、これらのパブのなかには、以前の所有者であるグラント・メトロポリタンとオーストラリアのフォスターから引き継いだテナントと係争中の数百軒を含んでいた。このため、これら残りのパブの多くを売却するには、裁判所の判決を待た

³⁷ Jeffrey L. Hiday, "Nomura Enters New Pub Business With Bonds Backed by Beer Sales," The Asian Wall Street Journal (November 18, 1998), p.18

³⁸ Charles Pretzlik, "Midlands brewer in Pounds 282m bid for rival Marston," Financial Times (November 27, 1998), p.24

³⁹ Jeffrey L. Hiday, "Nomura Plans to Buy 1,400 More U.K. Pubs For \$624.1 Million," The Asian Wall Street Journal (December 7, 1998), p.7

⁴⁰ David Blackwell and John Willman, "Nomura seeks IPO of \$1.4bn UK pub chain," Financial Times (December 2, 1998), p.19

なければならなかった。⁴¹

野村インターナショナルは、一時期パブを 6,100軒所有し、イギリスのパブ取引の10% をコントロールするようになっていた。野村インターナショナルがパブを大量に購入することがイギリス国内で知れ渡るようになると、野村インターナショナルに購入の打診がくるようになった。

5 1998年12月、野村インターナショナルは、約 1,200軒のパブ・チェーンを、イギリスの中堅ホテル会社のグリーンナルズ (Greenalls) から 370百万ポンドで買収した。このパブは1997年に111百万ポンドの売上高に対して39百万ポンドをあげていた。⁴² また、1998年1月～9月には営業利益を46百万ポンドに伸ばしていた。⁴³

10 グリーンナルズの買収によって、野村インターナショナルが保有するパブの数は再び約 5,200軒に増加した。これによって、野村インターナショナルは、イギリスにおけるマーケット・シェアを再び10% に高めた。⁴⁴ ハンズ氏は「パブは景気変動の影響を受けにくく、資産価値が高い」と見ていた。

融資枠の確保

15 野村インターナショナルは、資産の証券化を進めるためには、巨額の買収資金を必要としていた。しかし、ヨーロッパでも金融機関の経営が悪化しており、融資を渋る傾向がでていた。

野村インターナショナルは、これまで資産証券化業務のために、14億ドルの融資枠を確保していたが、借り換えに迫られていた。このような状況において、1998年12月、野村インターナショナルは、ドイツ銀行を幹事行として、シティバンクやバークレイズなど欧米の有力銀行24行から10億ドルの無担保融資枠を確保することに成功した。融資を打ち切ったのは一部の銀行にとどまった。また、利子率は LIBOR プラス0.3%であり、親会社の野村証券の多額の損失を計上したことやジャパンプレミアムが拡大していたことの影響は少なかった。⁴⁵ この融資枠を確保したことによって、野村インターナショナルは、資産証券化業務を引き続き進めることにしていた。

25

⁴¹ David Blackwell and John Willman, "Nomura seeks IPO of \$1.4bn UK pub chain," Financial Times (December 2, 1998), p.19

⁴² Jeffrey L. Hiday, "Nomura Plans to Buy 1,400 More U.K. Pubs For \$624.1 Million," The Asian Wall Street Journal (December 7, 1998), p.7

⁴³ 日経金融新聞 (1998年12月24日), p.3

⁴⁴ Jeffrey L. Hiday, "Nomura Plans to Buy 1,400 More U.K. Pubs For \$624.1 Million," The Asian Wall Street Journal (December 7, 1998), p.7

⁴⁵ 日経金融新聞 (1998年12月4日), p.3

P F I 事業

1999年2月、野村インターナショナルはイギリス政府が進める公共事業の民間への委託を請け負い、イギリスの公共事業運営専門会社サーコ (Serco) ・グループとともに、事業を運営するための合弁会社サーコ・ノムラ・インフラストラクチャー・マネジメントを、設立することにした。野村インターナショナルはロンドンの地下鉄、航空管制施設、医療施設などの民営化が予定されている事業を、いったん自己資金で買収し、民間企業として再出発することを支援することにした。当面の運転資金として、野村インターナショナルが10億ポンド (約 1,900億円) を投資することにしていました。また、今後、10億ポンドの出資金を増額することも検討していた。

一方、サーコは、買収後の民営化された公共事業の運営を担当することにしていました。野村インターナショナルは、民営化後の企業の株式を公開して、売却益を確保することを計画していた。⁴⁶

この合弁会社の場合、資本の全額を野村インターナショナルが払い込むことになっていた。サーコは出資をしないものの、資産の価値が上昇した場合には、その一部を受け取ることができるようになっていた。しかし、サーコは国際的なシステムズ・エンジニアリング・グループであり、過去10年間でも毎年利益を20%伸ばしていた。国営企業の管理面で評価が高く、ロンドンのドックランド軽便鉄道 (Docklands Light Railway : DLR) , イギリスの緊急防衛システムズ、オーストラリアのグレイト・サザン鉄道 (Great Southern Railway) などのサービスを運営していた。⁴⁷ このため、野村インターナショナルはサーコと合弁することによって、契約を獲得する可能性が高くなると期待していた。⁴⁸

資産の売却

1998年、野村インターナショナルは保有していたロシア国債で多額の含み損を抱えた。このため、野村インターナショナルでは、保有していた他の資産を売却して利益をあげることにした。

1999年3月、野村インターナショナルは、ユニーク・パブからのキャッシュフローをリパッケージして 810百万ポンド (13.3億ドル) のディールをまとめた。証券化した2,600軒は野村インターナショナルが1997年10月に買収したパブ4,300軒の一部であり、店舗のリース契約期間が長く、売上が安定していた。野村インターナショナルは債券を期間11年から25年の4種類のトランシェに分けて売却した。このうちの最大のトランシェは 285百万ポンドで、7.7年の満期で、利回りは LIBOR + 0.75%であった。⁴⁹ このディールによって、野村インターナショナルは

⁴⁶ 日本経済新聞 (夕刊) (1999年2月2日), p.1

⁴⁷ Arkady Ostrovsky, "Nomura sets up £1 bn infrastrucre fund," Financial Times (February 1, 1999), p.16

⁴⁸ "Serco/Nomura," Financial Times (February 2, 1999), p.26

⁴⁹ "Nomura's U.K. Securitization Deal Raise \$1.33 Billion for Unique Pub," The Asian Wall Street Journal (March 25, 1999), p.25

約 100 百万ポンドの利益をあげた。

このほか、野村インターナショナルは、4,300 軒のパブのうち、300 軒を現物のまま売却していた。そして、今回の証券化後に残る 1,400 軒についても、今後、現物のまま売却する方針にしていた。⁵⁰

5 一方、野村インターナショナルは、ウィリアム・ヒルを証券化することを検討していた。しかし、野村インターナショナルは、新株発行増資によって発行済み株式を増やして、新規公開するほうがより多くの売却益を得られると判断した。そこで、1999 年 1 月、野村インターナショナルはウィリアム・ヒルをロンドン証券取引所に上場することを決定した。イギリスでは株価指数が 1998 年に約 15% 上昇しており、野村インターナショナルでは、株式売却額を約 900 百万ポンドと試算していた。これによって、約 170 百万ポンドの売却益を期待していた。

イギリスでは、賭けは手書きの用紙を用いるのが依然として一般的であった。ウィリアム・ヒルでは、株式の売却によって入手する資金によって、手書きに代えてエレクトロニクス・セールス・システムズを導入することを計画していた。

15 しかし、1999 年 2 月、投資家の払込みも終わった段階で、株式の発行を中止した。株式の発行は、ウォバークが主幹事となって行っていたが、機関投資家から十分な申し込みを引きつけることに失敗していた。希望価格の 155 ペンス～175 ペンスの幅に代えて、ウォバークは提示幅を 135 ペンスに引き下げざるをえなかった。しかし、1 株 135 ペンスでは、ウィリアム・ヒルの株主資本の金額は 405 百万ポンドにとどまり、ウィリアム・ヒルが抱えていた 375 百万ポンドの利付負債と合計しても企業価値は 800 百万ポンドを下回ることになっていた。それは、野村インターナショナルが希望していた金額よりも 100 百万ポンドも下回っていた。この状況において、競争相手の投資銀行のシュローダーは、野村インターナショナルに対して、ウィリアム・ヒルの株式を CVC およびシンベン (Cinven) のプライベート・エクイティ会社 2 社に 825 百万ポンドで売却するディールを提案した。⁵¹

25 そこで、野村インターナショナルは、1999 年 3 月中に、ウィリアム・ヒルを売却することを検討した。野村インターナショナルは、これらの 2 社を証券化して、日本円に換算して 400 億円強の売却益を実現することを期待していた。これによって、野村インターナショナルは、ロシア国債の売買損の大半を補填することが出来ると思われた。野村インターナショナルは、ロンドンでの資産証券化ビジネスを継続させるためには、現地の金融機関から大型融資を継続する必要がある、そのためにも野村インターナショナルは大幅赤字を回避する必要に迫られていた。

⁵⁰ 日経金融新聞 (1999 年 3 月 26 日), p.1

⁵¹ Elizabeth Robinson, "Nomura abandons William Hill offering," Financial Times (February 22, 1999), p.16

引受業務

野村インターナショナルは、積極的にスタッフをスカウトをしていた。例えば、CSFBでアセット・トレーディング部門のトップであったサイモン・フライ氏とそのチームを約22億円でスカウトしていた。⁵² この3年間で社員は倍増して、社員数は1,000人を超えていた。日本からの派遣社員は7%に過ぎず、社員の国籍は50カ国にわたっていた。野村インターナショナルでは、プリンシパル・ファイナンスのほかにも引受業務を第二の収益の柱に育てようとしていた。⁵³

1997年5月、野村インターナショナルは、アメリカのハイテク専門の証券会社カウエンからスカウトしたマンゴ・パーク氏を責任者として20人のチームで発行市場業務を展開していた。例えば、1998年4月、野村インターナショナルは血液の保存技術をもつバイオ会社クオドラントのロンドン証券取引所への上場で主幹事を務めた。この1年間で10件を超える主幹事を獲得していた。⁵⁴

1999年1月、野村インターナショナルはオーストリア政府（発行額11億ユーロ）、ドイツ地域開発公庫（発行額5億ユーロ）などユーロ建て債5件で主幹事となっていた。さらに、1999年1月、野村インターナショナルは、フランスの政府機関であるフランス社会保障基金の発行する5年債で主幹事を獲得した。発行額は最低でも10億ユーロ（1ユーロ約131円）になる予定であった。野村インターナショナルが主幹事を獲得できたのは、発行体が日本の投資家を販売対象として重視しているためであると見られていた。野村インターナショナルは、オーストリア政府債とドイツ地域開発公庫債については、引受額の約30%を、日本の機関投資家向けに販売していた。野村インターナショナルはフランス社会保障基金債については約50%を日本国内で販売することにしていた。⁵⁵

日本国内でのプリンシパル・ファイナンス

1998年、1年前まで野村インターナショナルの投資銀行部門の責任者であった山道祐己氏が本社の投資銀行部門の担当取締役役に昇格した。山道氏は、野村インターナショナルのハンズ氏のチームを活用して、日本の公的部門にプリンシパル・ファイナンス業務を導入することを検討していた。ハンズ氏は「規制緩和や民営化のペースを考えれば、まずはドイツだが、日本でも3年以内にPFが根付く可能性が高い」と述べていた。⁵⁶ このため、野村証券ではロンドンのスタッフ

⁵² 鈴木亮、「野村インターの研究（上）」日経金融新聞（1998年5月7日）、p.1

⁵³ 鈴木亮、「野村インターの研究（下）」日経金融新聞（1998年5月8日）、p.1

⁵⁴ 麻生祐司、辻広雅文、「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」週刊ダイヤモンド（1998年8月1日）、p.107

⁵⁵ 日本経済新聞（1999年1月21日）、p.3

⁵⁶ 麻生祐司、辻広雅文、「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」週刊ダイヤモンド（1998年8月1日）、p.107

を東京に長期滞在させて、日本側のスタッフと一緒にプリンシパル・ファイナンス業務を取り組ませるとともに、東京からロンドンへも人材を派遣して「本場」での実務を学ばせることにした。⁵⁷

1999年7月、野村証券はP F業務を日本国内で本格的に展開する方針を明らかにした。このため、野村証券は事業開発室を新設して、10人を超えるメンバーが連日複数の国内企業との間で交渉に入った。⁵⁸ 野村インターナショナルのP F部門責任者のバラシエ氏は「日本の国有財産の売却、民営化にも積極的に関与したい」と述べていた。⁵⁹ しかし、野村証券の長期債についての格付けは、1999年3月に、ムーディーズではBaa2格、S&PではBBB格に引き下げられており、プリンシパル・ファイナンス業務で欧米の投資銀行と伍して競争するにあたって、不利となると思われた。⁶⁰ また、野村証券には、野村インターナショナルで導入しているようなインセンティブの制度も備えられていなかった。⁶¹

⁵⁷ 朝日新聞 (1998年3月24日), p.12

⁵⁸ 会川晴之, 白戸秀和, 「メガトレンド, 企業研究 野村証券1」毎日新聞 (1999年2月10日), p.8

⁵⁹ 日本経済新聞 (1999年7月2日), p.7

⁶⁰ 大崎明子, 「遠いインベストメントバンクへの夢、野村CMB S宴の後に物語る限界」金融ビジネス (1999年8月), p.21

⁶¹ 麻生祐司, 辻広雅文, 「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」週刊ダイヤモンド (1998年8月1日), p.107

付属資料 1

野村証券の財務諸表 (単独決算)
(10億円)

A. 貸借対照表

	3月末現在			
	1996	1997	1998	1999
現金・預金	605	552	230	341
短期貸付金	487	323	373	571
トレーディング商品 (うち商品有価証券等)	(1, 257)	(1, 359)	3, 397	4, 505
借入有価証券担保金	-	891	1, 815	1, 242
保管有価証券	4, 127	3, 284	4, 242	3, 909
その他			401	396
流動資産合計	6, 966	6, 775	10, 458	10, 964
固定資産合計	1, 070	1, 012	930	1, 092
資産合計	8, 036	7, 787	11, 388	12, 056
短期借入金	169	177	232	134
コマーシャル・ペーパー	-	-	298	342
トレーディング商品 (うち商品有価証券等)	n. a.	n. a.	2, 110	2, 032
現先取引勘定	n. a.	n. a.	1, 314	1, 582
貸付有価証券担保金	-	904	1, 034	1, 185
短期借入有価証券	3, 675	2, 871	3, 887	3, 612
その他	1, 073	801	757	1, 004
流動負債合計	6, 174	6, 112	9, 632	9, 891
社債	-	-	100	250
転換社債	104	74	66	37
長期借入金	8	117	117	577
その他	12	59	58	59
固定負債合計	145	250	340	921
引当金	-	-	1	95
資本金	183	183	183	183
法定準備金	175	180	183	187
剰余金	1, 253	956	955	873
資本合計	1, 611	1, 318	1, 321	1, 243

付属資料 1 (続き)

B. 損益計算書

	3月期			
	1996	1997	1998	1999
受入手数料	266	281	195	194
トレーディング損益	88	92	53	98
金融収益	<u>78</u>	<u>88</u>	<u>94</u>	<u>68</u>
営業収益	432	461	343	359
取引関係費	46	49	39	42
人件費	128	129	121	131
不動産関係費	48	46	47	47
事務費	42	42	32	33
減価償却費	19	15	14	13
その他	<u>39</u>	<u>31</u>	<u>23</u>	<u>22</u>
販売費・一般管理費	322	312	276	287
金融費用	<u>20</u>	<u>23</u>	<u>25</u>	<u>24</u>
営業費用	<u>342</u>	<u>335</u>	<u>301</u>	<u>311</u>
営業利益	<u>91</u>	<u>126</u>	<u>42</u>	<u>48</u>
経常利益	91	124	41	45
株式取引損失準備金戻入	-	-	-	75
債券取引損失準備金戻入	-	-	12	19
その他	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>6</u>	<u>18</u>
特別利益	6	37	17	112
関連先支援損失	-	371	-	348
海外子会社株式等損失	-	-	-	172
その他	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>35</u>	<u>27</u>
特別損失	<u>33</u>	<u>432</u>	<u>35</u>	<u>546</u>
税引前当期純利益 (損失)	65	-271	23	-389
法人税等	42	0	0	1
法人税等調整額	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-149</u>
当期純利益 (損失)	23	-271	23	-242
1株当たり利益 (円)	12	-138	12	-123
1株当たり配当金 (円)	11	10	10	10
従業員数 (人)	10,306	9,938	9,888	9,768

付属資料 2

野村証券の所在地別セグメント情報
(10億円)

1998年3月期

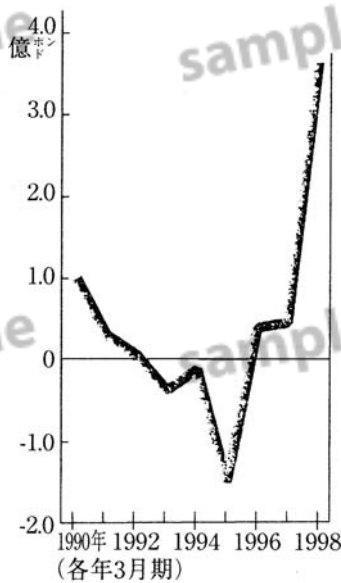
	アジア				計	消去	
	日本	米州	欧州	オセアニア		全社	連結
営業収益							
外部顧客からの営業収益	322.1	205.7	397.3	30.5	965.5	-	965.5
セグメント間の内部収益	19.9	8.1	39.9	4.7	72.6	(72.6)	-
計	352.0	213.8	437.2	35.2	1,038.0	(72.6)	965.5
営業費用	307.9	204.6	358.2	43.9	914.6	(49.3)	865.2
営業利益 (または損失)	44.1	9.1	79.0	(8.7)	123.5	(23.3)	100.3
資産	9,826	6,342	7,319	2,094	25,581	(2,392)	23,190

1999年3月期

	アジア				計	消去	
	日本	米州	欧州	オセアニア		全社	連結
営業収益							
外部顧客からの営業収益	341.4	18.0	264.3	1.6	625.4	-	625.4
セグメント間の内部収益	28.0	9.0	37.5	10.5	85.1	(85.1)	-
計	369.4	27.1	301.8	12.1	710.4	(85.1)	625.4
営業費用	316.0	266.5	395.0	38.0	1,015.5	(66.2)	949.3
営業利益 (または損失)	53.4	(239.4)	(93.2)	(26.0)	(305.1)	(18.9)	(323.9)
資産	10,764	4,001	4,713	2,140	21,618	4,507	17,111

付属資料 3

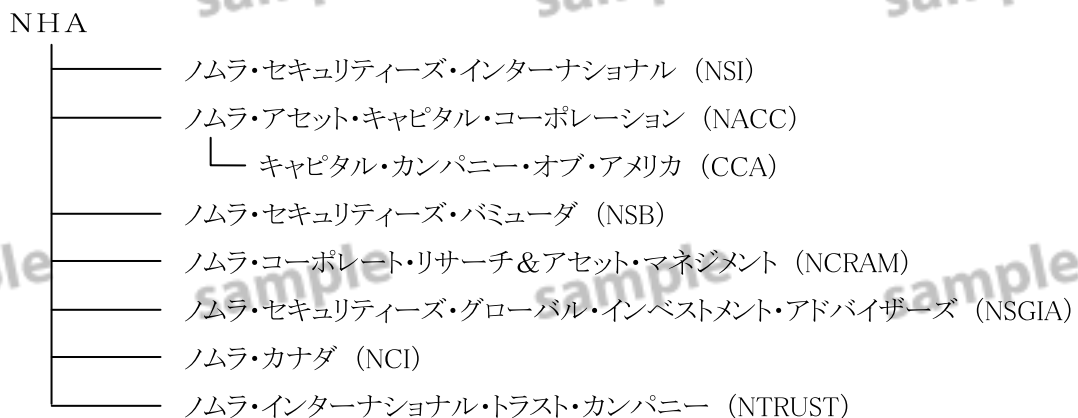
野村インターナショナルの経常損益



資料：麻生祐司，辻広雅文，「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」
週刊ダイヤモンド（1998年8月1日），p. 104

付属資料 4

ノムラ・ホールディング・アメリカ（NHA）の組織図
（1999年5月現在）

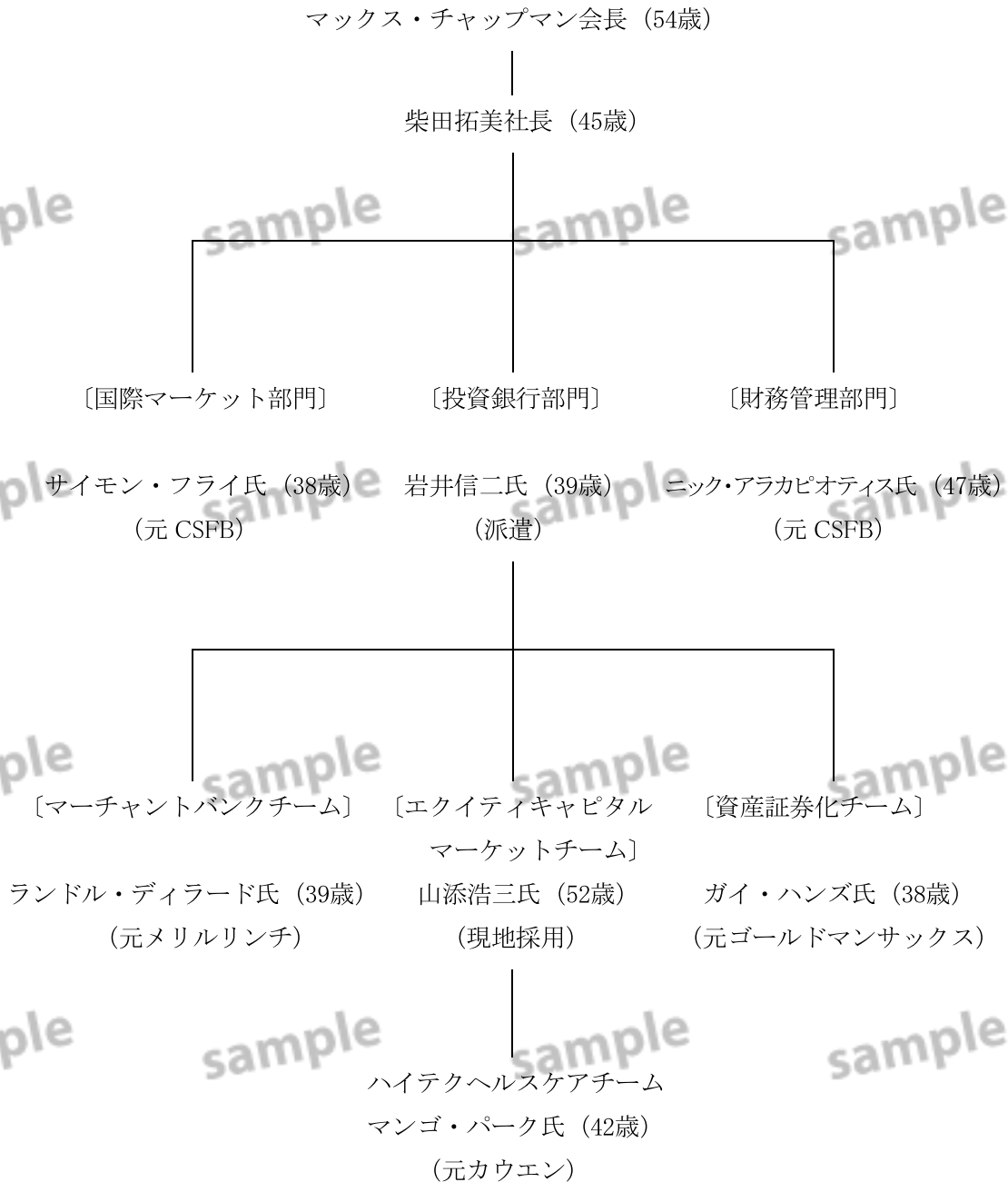


（注）主要企業のみ。NHAは野村証券の100%子会社。その他の企業はNHAの100%子会社。
CCAはNACCの100%子会社。

資料：越中秀史，「米国野村，再建の道険しく」日経金融新聞（1999年5月3日），p. 5

付属資料 5

野村インターナショナルの組織図
(1998年5月現在)



資料：鈴木亮，「野村インターナショナルの研究（下）」日経金融新聞（1998年5月8日），p. 1

付属資料 6

プリンシパル・ファイナンスのプロセス 〔エンジェル・トレイン・コントラクト（ATC）の事例〕

A. プリンシパル・ファイナンスの典型的なプロセス

1. ターゲット企業の買収する。
2. 同企業のキャッシュ・フローを担保にした債券の発行（証券化）によって買収資金を回収する。
3. 経営に参画して、体質改善、リストラなどで企業価値を高める。
4. 同企業の株式の上場、あるいは売却で利益を実現する。

B. エンジェル・トレイン・コントラクト（ATC）の事例

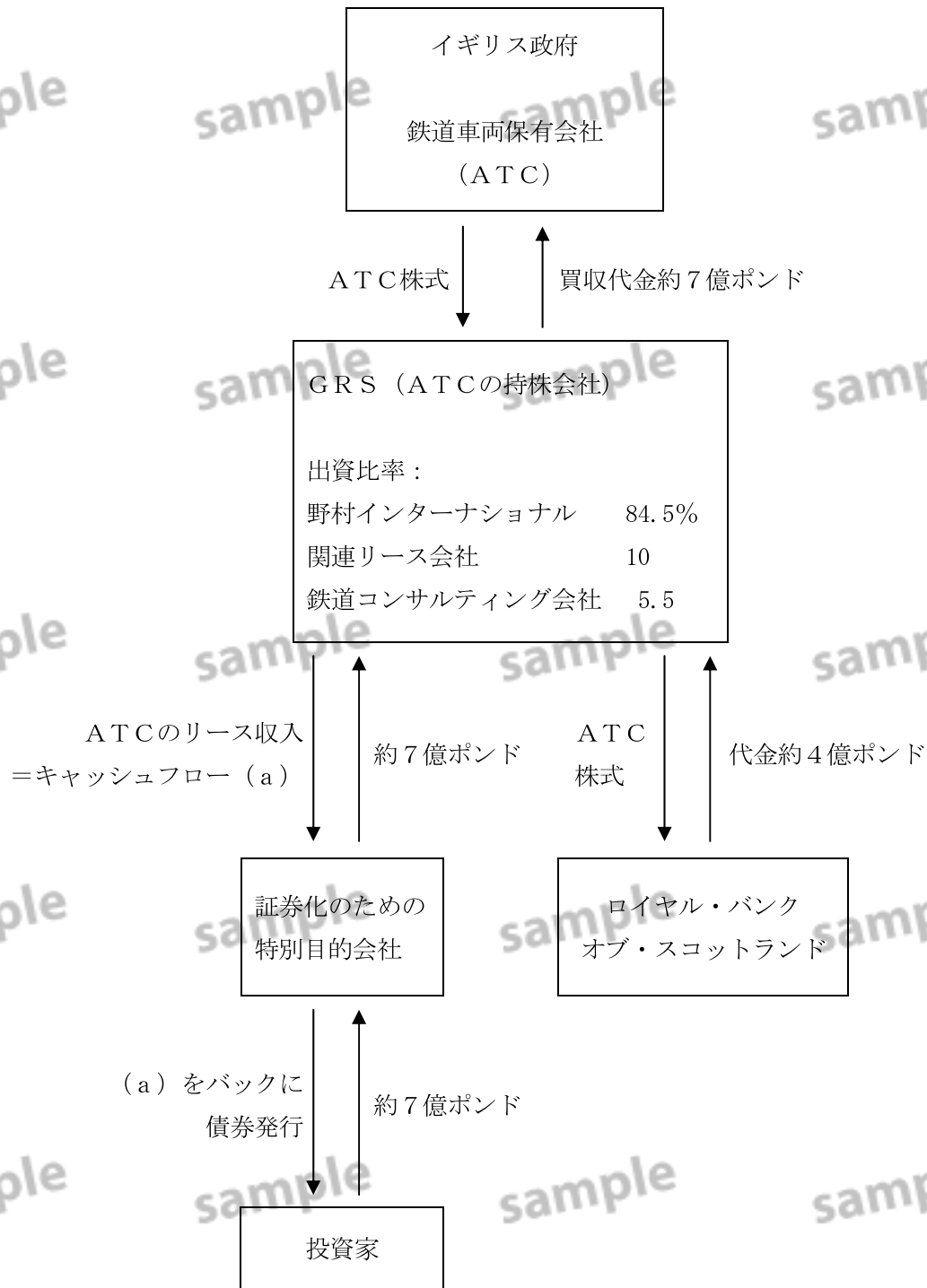
1. 野村インターナショナルは、関連のリース会社およびコンサルティング会社とコンソーシアムを組み、自己資本を投じて、エンジェル・トレイン・コントラクト（ATC）をイギリス政府から約7億ポンド（1,610億円）で買収した。
2. 野村インターナショナルは、買収直後に、ATCの車両リース収入をベースに買収金額とほぼ同額の債券を2回に分けて発行した。債券は資本市場において広く投資家に販売された。野村インターナショナルは、債券の元利金に保証をつけていないので、資金調達の金額だけ野村インターナショナルのリスクは軽減された。
3. 証券化によって、ATCが受け取るリース料は債券の購入者に支払われる。それ以外の部分である残余価値は、コンソーシアムが受け取る権利を持っていた。この残余価値には事前に数字化できないものも多く含むと見られていた。

例えば、ATCが所有する車両はリース契約終了後も契約を延長できる。また、コンソーシアムが保有するATCの株式は、公開や売却などで、その価値が確定されることになり、残余価値のなかで最も大きな金額である。

コンソーシアムは、ATCの取締役会に人材を派遣して、車両の稼働率を高めるとともに、リストラによってコストを圧縮するなどして、残余価値を高める努力を行った。

4. 野村インターナショナルは、1997年12月に、ATCの全株式をロイヤル・バンク・オブ・スコットランドに売却した。売却額は約4億ポンド（920億円）であった。野村インターナショナルは出資比率に応じた配分を受けた。

付属資料 6 (続き)



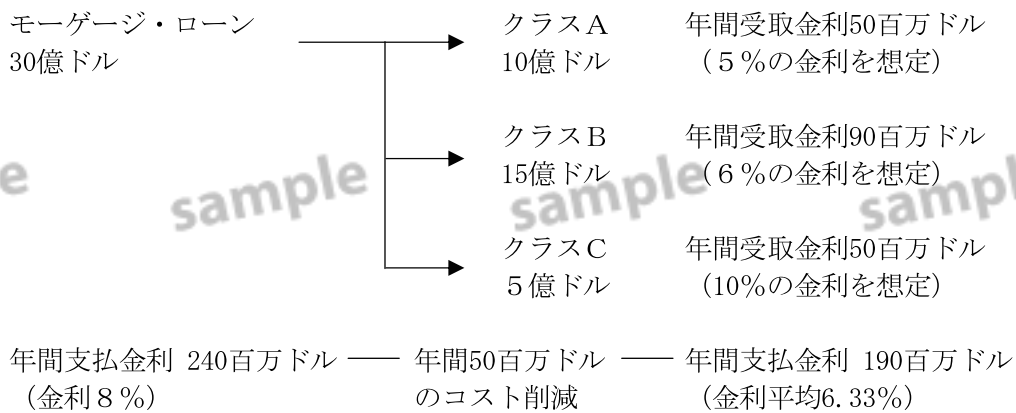
資料：麻生祐司，辻広雅文，「経常利益1000億円稼ぐ英国野村好調の秘密と教訓」
 週刊ダイヤモンド (1998年8月1日)，pp. 104-105

付属資料 7

CMBS の手順

1. CP (コマーシャル・ペーパー) でドル資金を調達。
2. 調達したドル資金を地域や用途の違う 200件以上の賃貸物件のオーナーとパートナーシップ契約を結ぶ。
 - a. パートナーシップ契約を結ぶ理由：非課税対象の資格を得るため。
 - b. 地域や用途の異なるローン債権を集める理由：リスクを分散するため。
3. プール (融資のかたまり) を形成, 償還の優先順位や時刻, 金利条件で担保証券を細分化 (クラス分け)。
4. ムーディーズやフィッチ, S & P など格付け会社からクラスごとに格付けを取得。
 - a. 理由：投資家を買う際の客観的な基準を提供するため。
5. 仕様書を作成し一般投資家に販売する。
 - a. 投資家への支払い原資は, 月々の賃料で賄う。それで足りない場合は「リザーブ・ファン ド」や「繰延べ管理口座」が補完する。低格付け証券の販売力が鍵。
6. 販売高の一部でCPを返済する。

事例



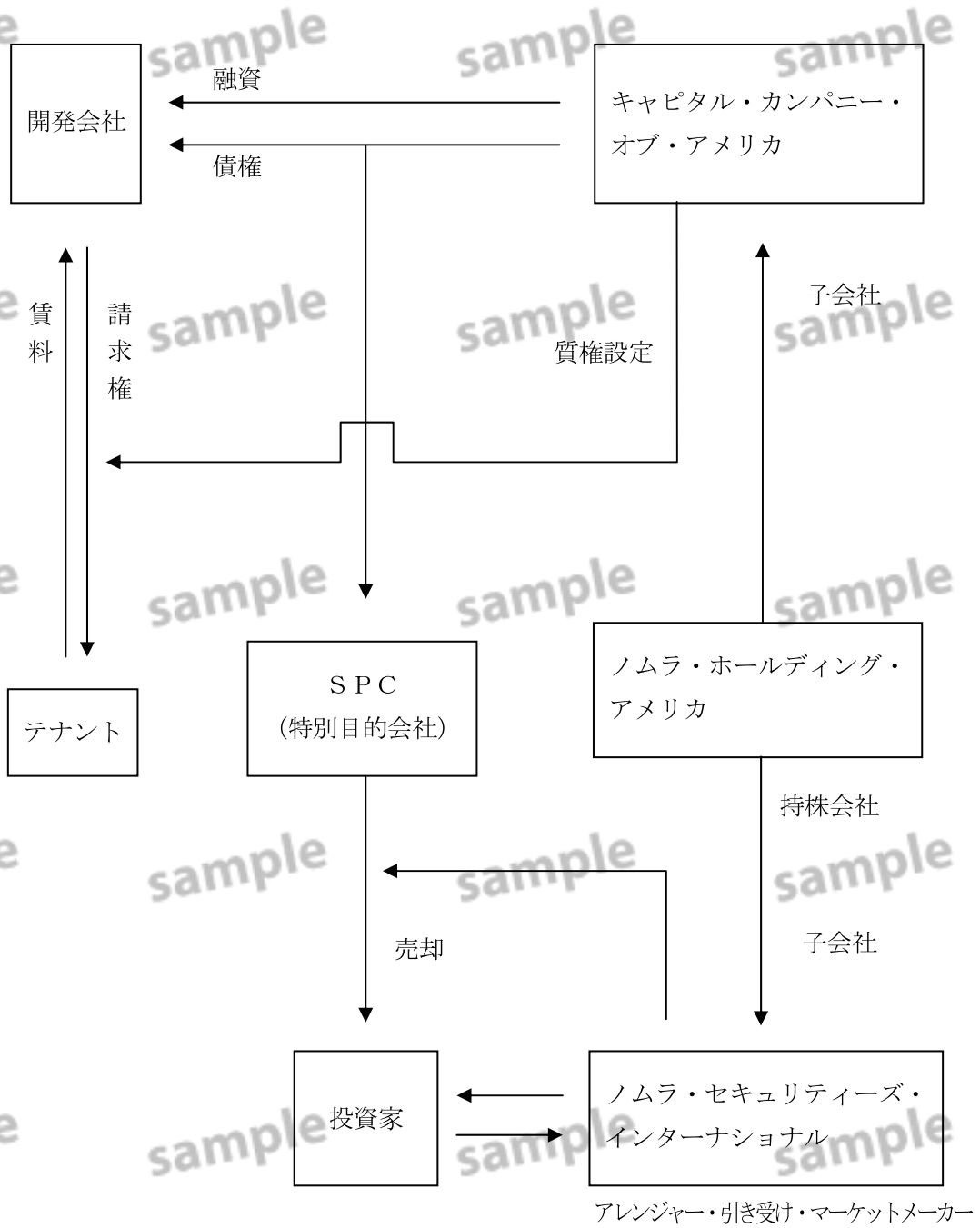
アメリカでの CMBS の市場規模 (10億ドル)

	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>
発行実績	4.8	8.2	14.0	17.5	20.3	19.0	29.9	44.3

資料：山田雄一郎, 「野村証券, 海外から『総崩れ』の危機」 週刊東洋経済 (1998年11月21日), p. 119

付属資料 7 (続き)

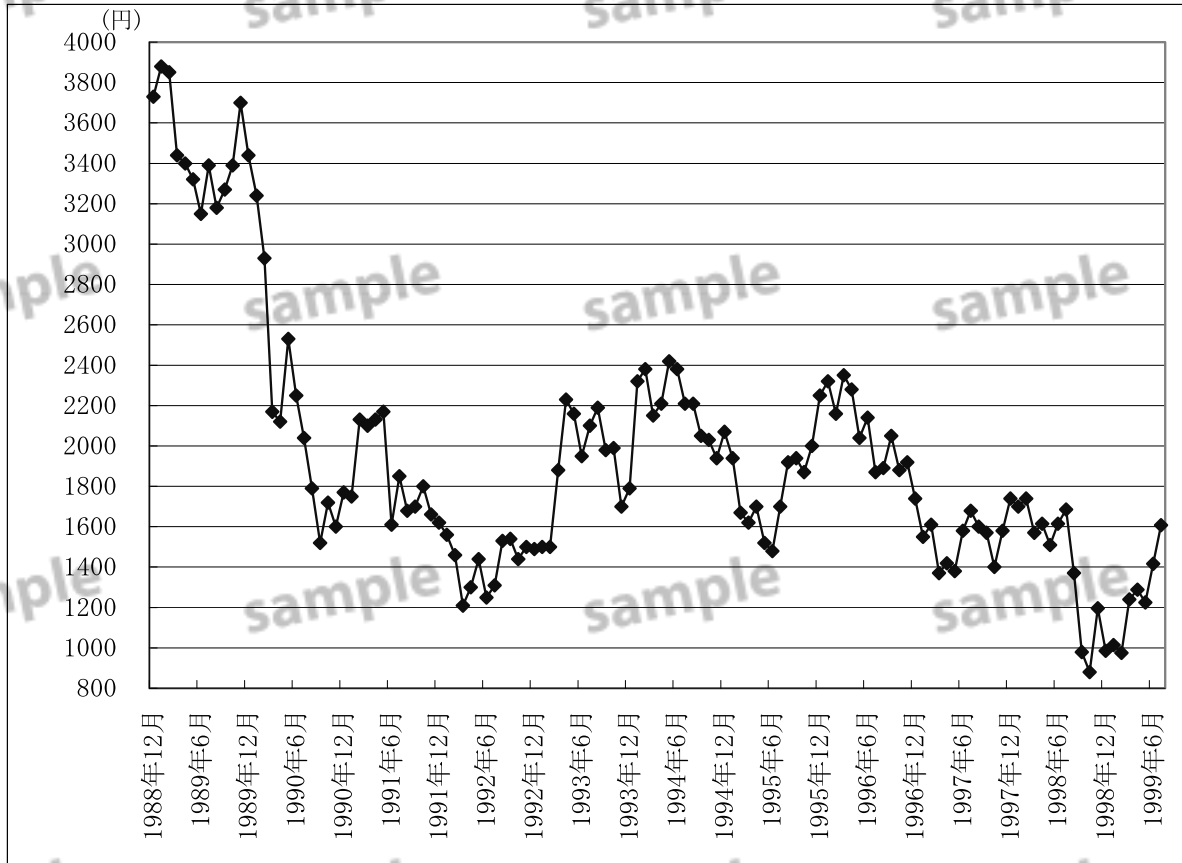
CMBS の仕組み



資料：須田慎一郎，「野村証券の闇」エコノミスト（1998年11月17日），p. 48

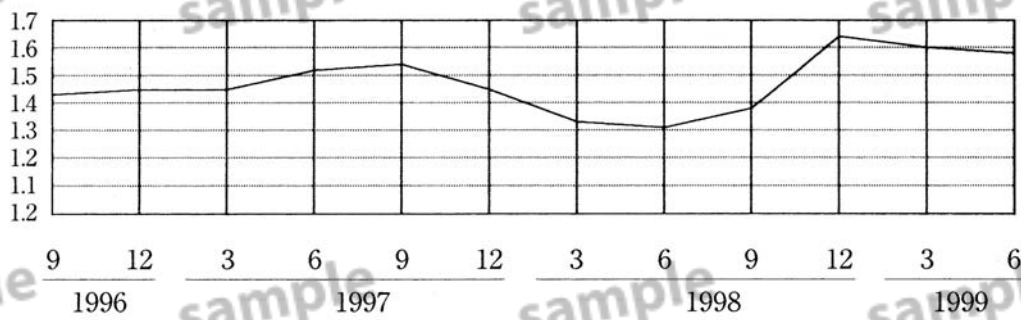
付属資料 8

野村証券の株価



付属資料 9

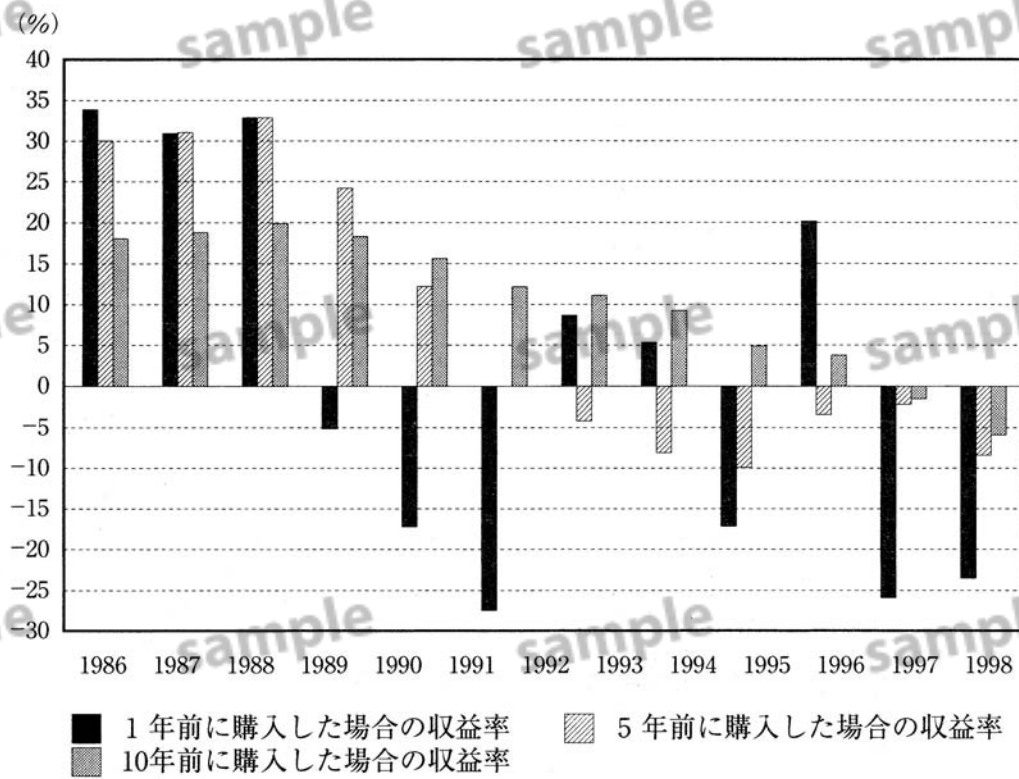
野村証券のβ値



資料 : Daiwa Institute of Research, Tokyo Stock Market Quarterly

付属資料 10

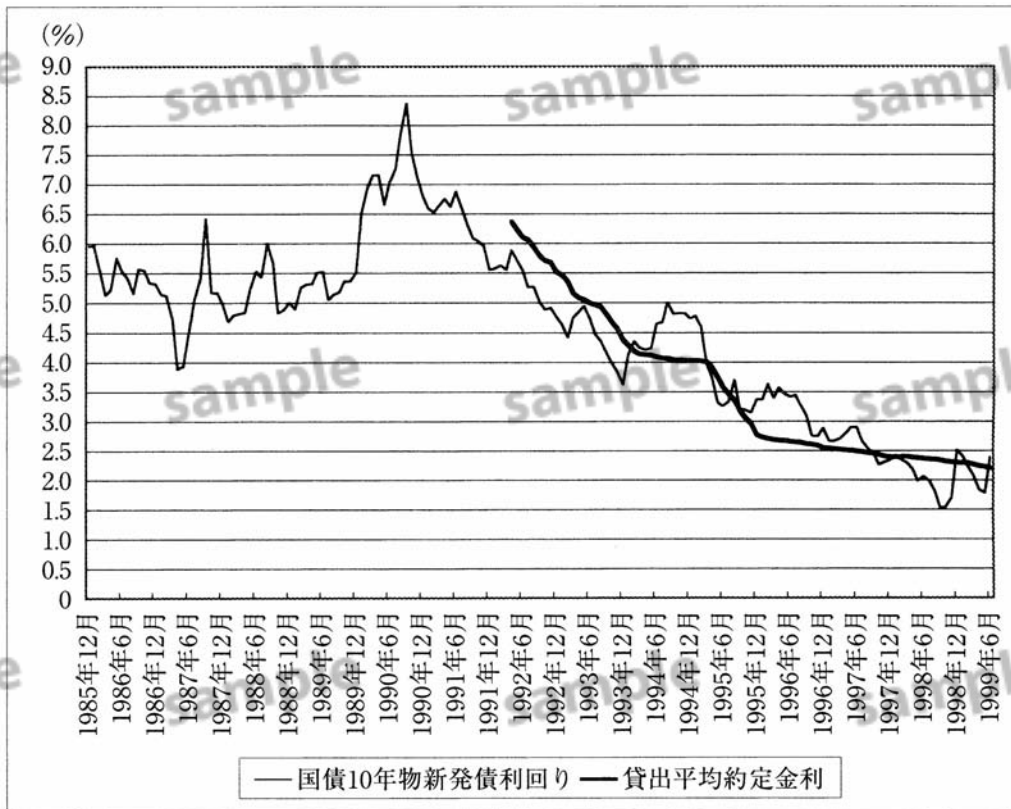
株式市場収益率
(東京証券取引所第一部市場上場株式の買い持ち型)



資料：紺野典子監修，株式投資収益率 '98（日本証券経済研究所，1999年8月）

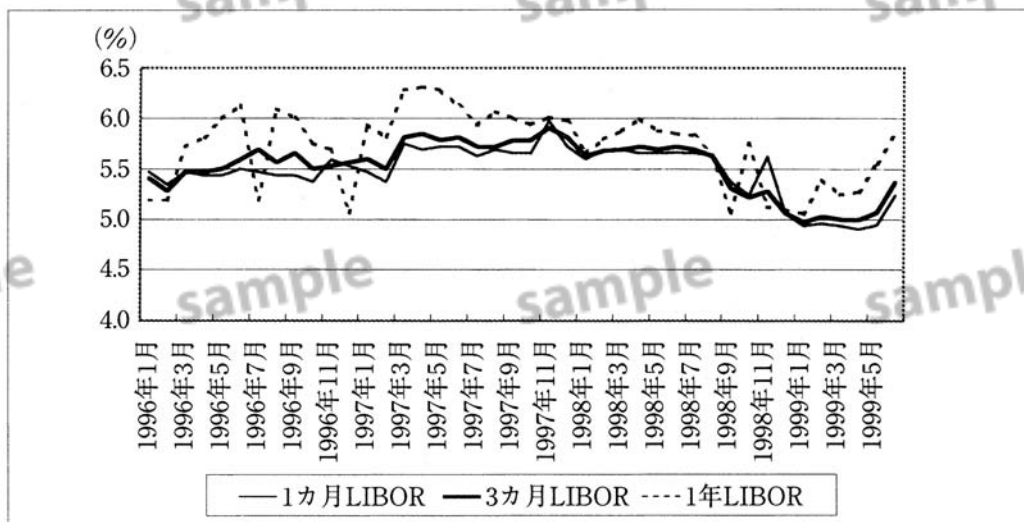
付属資料 11

日本の利子率



付属資料 12

LIBOR (London Interbank Offered Rate)*



* British Bankers' Association average of interbank offered rates for dollar deposits in the London market based on quotations at 16 major banks.

資料 : The Asian Wall Street Journal

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

© 2011年4月・RP100