

「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの

二上季代司

三井住友ファイナンシャルグループ（以下FGと略）が、日興コーディアル証券を中心とする事業を本年一月一日付で取得することとなった。これは、大手銀行グループが大手証券の一角を傘下におさめる戦後初のケースとなる。これによって銀行主導の大規模かつバランスの取れた金融コングロマリットが形成されることになった。

この買収事案が注目されるのは、おそらく次の二点によるものだろう。

第一は銀行・証券業の産業組織に与える影響である。他のメガバンクグループ（三菱UFJFGやみずほFG）も証券会社を傘下におさめているが、規模的には日興コーディアル・日興シティ証券連合とはかなりの格差がある。今回の事案によって、銀証融合のコングロマリットとしては最後尾にいた三井住友FGが一転、最先頭になり、他の二グループはこれに劣後することになった。

他方、他の大手証券グループの野村ホールディング、大和証券グループ本社も競合する日興コーディアルが大銀行グループに入ったため、資本力そのほかの面で力関係が変化することになる。以上から、今回の買収事案は、次の新たな証券再編成の連鎖の呼び水になるのではないかと予想する向きがでてくるのである。

第二は、金融システムに与える影響である。わが国は九〇年代末の「金融ビッグバン」以来、市場型金融システムへの転換を志向している。今回の金融コングロマリットの形成がこの方向に沿ったものかどうか、が注目さ

れるのである。この間、政策当局者は銀行による投信窓販（九八年）、銀行・証券共同店舗の解禁（二〇〇二年）、銀行による証券仲介業の解禁（〇四年）そして今月からは銀行・証券のファイヤーウォールの更なる緩和（役員・兼務、顧客情報の共有化）に踏み切るなど、銀行による証券業務参入の深化を意図してきた。この点から見れば、今回の買収はその延長上にあるものと解釈できる。

しかし、シティグループが日興コーディアルを売却することに踏み切ったのは、シティグループの金融コングロマリット化路線の破綻とも解釈できるし、なにより今回の国際的金融危機は、市場型金融システムの中核部分であった「証券化市場」の機能不全が発端になっている。したがって、銀証融合のコングロマリット形成は市場型金融システム（あるいは市場型金融システムに期待されてきた機能）と整合的なのか、どうかが問われているのである。

今回の買収事案は、およそ以上の二点から見る必要がある。以下では、買収に至る経緯を振り返りつつ、この二点に関連して留意しておくべき論点を整理してみたい。

1 三井住友FGによる日興コーディアルの事業取得

シティグループが本年一月中旬、日興コーディアルの売却方針を表明して以降、その買収に名乗りをあげたのは、三井住友FG、三菱UFJFG、みずほFGの三メガバンクグループであった。そして二次にわたる入札の結果、最も高値を提示した三井住友FGが落札することとなった。

五月一日に公表したニュースリリース等⁽¹⁾によると、三井住友FGはシティグループから、傘下の「日興コーディアル」の全事業および「日興シティ証券」の一部事業（引受業務・投資銀行アドバイザー業務）などを五四

五〇億円で、また政策投資保有株を時価の九五%（二八五億円）で取得する。

買収価格は五四五〇億円、政策保有株を含めると五七三五億円といわれているが、事業取得の形をとったため、一部資産は承継されていない。とりわけ、日興コーディアルの保有現預金二〇一〇億円は承継しないとされている。この結果、シティグループは、事業売却額、政策保有株売却額、現預金の合計七七四五億円を回収できることになる。この意味で買収価格は、七七四五億円とも解釈できるのである。

このようにみると、この買収事案は、一言でいえば「高い」という印象である。入札前までは、日興コーディアルの企業価値は四〇〇〇億円とされていたのである。逆に言えば、高いプレミアムを支払ってまでも、三井住友FGは日興コーディアルを手に入れたかっということであろう。同グループは、傘下にS M B Cフレンド証券をおさめているが、他の二つのグループと比べ大きな格差があった。ちなみに、大手証券およびメガバンク系証券会社の国内リテール預かり資産をみると、下表のようになる。S M B Cフレンド証券の預かり資産は公表されていないが、四兆円程度と推定され、三菱UFJFGやみずほFGの系列証券と比べ、大きく引き離されている。

今後のスケジュールは、本年一〇月一日を目処に、受け皿会社となる新設「日興証券」に事業を譲渡させ、その全株を三井住友FGが五四五〇億円で取得してグループ傘下におくということになっている。これと平行して三井住友FGは、日興シティ証券の事業をホールセール専門の合併会社、大和証券S M B Cに統合させるべく大和証券グループと協議に入った

大手証券およびメガバンク系各社のリテール預かり資産

(単位：兆円)

期末	野村	大和	日興 コーディアル	三菱UFJFG系	みずほFG系	
				三菱UFJ	新光	みずほインバスターズ
2008年3月期	72.2	28.8	30.0	14.5	6.7	6.6
2009年3月期	58.3	N.A.	23.5	N.A.	5.2	6.5

(出所) 各社IR資料より作成。ただし、みずほインバスターズ証券のみ全社ベースの数値。

と報じられている。

2 一〇年前に始まった大手銀行と大手証券の関係深化

今回の買収劇は、シティグループが傘下におさめていた日興コーディアルを売却しようとしたことから始まった。また、この余波として大和証券グループが三井住友F&Gと業務提携の交渉に入ったのは、両者が合弁会社（大和証券SMB&C）を間にはさんで浅からぬ関係に入っていたからである。こうした大手証券と大手銀行の出資関係が形成された端緒をたぐり寄せてみると、それは一九九八年に遡る。以来、三つのメガバンクグループは、日興コーディアルをはじめ大手証券の支配権を巡って争ってきたといつてよい。そこで、その間の経緯をまず見ておこう。

「山一破綻で始まった大手銀行と大手証券の新たな関係」

一九九八年六月、日興証券（当時）はトラベラーズグループ⁽²⁾（当時、現シティグループ）と包括的な資本業務提携を結んだ。同グループが、日興証券に二二〇〇億円を第三者割当増資（普通株七〇〇億円、転換社債一五〇〇億円）を引受ける形で出資し、議決権ベースで二〇％強を握る一方、日興証券はホールセール部門を切り出して同グループの証券子会社ソロモンズミスバーニー（当時）と合弁会社日興ソロモンズミスバーニー（当時、現日興シティ証券）を設立した（日興五一％、ソロモン四九％）。

これは日興証券が大銀行による資本および信用力補完を求めたものと理解されている。この前年、山一証券が破綻し、日興証券の株価も大きく下落していたからである。

山一証券は「飛ばし」と略称される簿外債務の重みで破綻したのだが、その直前、「ノンバンク子会社」の不

良債権処理で自己資本を毀損していたことも原因の一つであった。八〇年代後半、銀行・証券の垣根が撤廃されることを見越して銀行は証券系列化に乗り出す一方、大手証券もこぞってノンバンク子会社を設立して融資業務に乗り出していった。それがバブル崩壊後、不良債権化したのだった。

その不良債権処理は、大手・準大手証券にとってバブル崩壊以後の最大の懸案事項であった。この処理の負担にたえきれず、まず三洋証券が九七年一月に破綻し、その三週間後、山一が「飛ばし」の露見も加わって破綻した。ノンバンク子会社の不良債権処理問題は、山一だけではなく大手・準大手証券に共通する課題だったのである。したがって、山一破綻後、他の大手・準大手証券にも株価に強い下押し圧力がかかってきた。

かくて、日興は大手銀行による資本金強化、信用補完をもとめて、まず三菱銀行（当時、現三菱UFJ銀行）に提携の打診をした。同行は日興のメインバンクであり、かつ幹事会社は三菱系が多かったからである。ところが、日興の求めるスピード感からみて三菱側の意志決定は遅すぎた。そこで日興はトラベラーズグループに走ったのである。

他方、大和は日興ほど切迫していたように思われないが、やはり銀行の信用補完を欲したのであろう。メインバンクでもあり幹事関係でつながりのあった住友銀行と資本・業務提携を結び、ホールセール部門を切り出して、大和証券六、住友銀行四の出資比率で、現在のホールセール合弁会社、大和証券SMB Cを設立したのである。

大和、日興に限らずホールセール部門はリテール部門と違って収益のボラティリティが大きく、それだけ多額のリスクキャピタルを必要とする。そのため銀行の信用力を利用することは当時の証券経営者としては当然のビジネスジャッジだったとおもわれる。

いずれにせよ、大和および日興の大手証券二社と大銀行との関係は、ノンバンク子会社処理に伴う証券会社の

「株主資本の毀損」を契機に始まったのである。

「三菱UFJFG、みずほFGの証券戦略」

他方、日興の離反にあった三菱銀行（当時）は、一九九九年、野村証券グループの野村総研から国際証券株一三%を取得し同社の筆頭株主となった。野村をはじめ大手証券は多数の準大手・中小証券を系列化におさめてきたが、系列証券も動員して出来高競争を展開しそれを通じて幹事会社を獲得するという、高度成長時代のビジネスモデルは終焉していた。つまり大手証券が系列証券を持つ意味は無くなっていたのである。

むしろ「選択と集中」のスローガンのもと、不要な資産を売却する時期にきていた。国際証券の売却も、野村にとってその一環であった。そこで三菱は野村グループから買取った国際証券を中核に、従来からの系列中小証券数社を統合して現在の三菱UFJ証券を作り上げていったのである。

そして昨年、三菱UFJFGは、金融危機で自己資本を毀損したアメリカの大手投資銀行モルガン・スタンレーに九〇億ドルを出資、業務提携を結んだ。これに基づき、来年三月末を目処に、三菱UFJ証券とモルガン・スタンレー日本法人の事業統合が合意に至った。新会社は三菱UFJFG六〇%、モルガン四〇%となる予定である。

これに対しみずほFGは、系列証券に旧興銀系列の準大手証券二社（新日本、和光——二〇〇〇年に合併し新光証券）や旧勧銀系列の準大手証券（勸角証券、現みずほインベスターズ証券）を抱え、銀行の証券戦略としてはトップを走っていたはずだったが、二〇〇〇年代に入ると国際証券を取得した三菱に急迫されてきた。同グループも、傘下の系列証券を統合・強化する必要性に駆られていた。

二〇〇四年六月、シテイグループは世界規模での資本配分戦略の見なおしの一環として、日興コーディアルへ

の出資比率を二一%から一二%に引下げることが表明、同社株一億八千万株を売却した（その後、四・九%まで低下）。需給悪化を懸念した日興の経営陣は、その半額（九〇〇万株）を自社株買いで引き取った。

この状況を見て、みずほFGは〇四年末、日興コーディアルと資本・業務提携を結ぶ。日興コーディアルの保有する自社株を譲り受けて、みずほコーポレート銀行が四・九%の大株主に踊り出た。二〇〇六年、日興コーディアルグループの「不正会計」疑惑が露見し、同社株が上場廃止になる恐れが出てきた。経営陣の交代など社内体制を一新するだけでは十分ではなく、上場廃止になった場合に備えて信用補完を強化する必要性に迫られたのである。日興コーディアルの大株主であるみずほFGにとって、同グループを手中にする最大のチャンスが訪れたのである。

ところが、日興コーディアルとシティグループとの提携契約には「他社との提携はシティの事前了解が必要」という一項が挿入されていた。シティグループは対日戦略を見なおし、日興コーディアルをその拠点と位置付け、二〇〇七年、日興コーディアル株のTOBに打ってでた。その結果、同社株の六一%を取得して傘下におさめたのである（その後、〇八年には、三角合併で完全子会社化した）。

この直後、周知のようにシティグループはサブプライムローン問題で躓き、米政府の事実上の公的管理下に入って、資産売却を余儀なくされた。日興コーディアルは、その一環として売却されたのである。そして既述のように、三井住友FGに競り負けたみずほFGの証券戦略は、かねての懸案事項であった旧興銀系の証券子会社二社（みずほ証券と新光証券）の合併にとどまることになった（五月七日付で合併）。

3 市場型金融システムと証券ビジネスの変質

以上のように、ここ一〇年あまり揺れ動いた日興コーディアルの支配権は三井住友FGが握ることに落ちついた。次の焦点は同グループと大和証券グループとの協議交渉に移る。

ところで、銀行主導の大規模な銀証融合のコングロマリットが形成されたことは、これまでの市場型金融システムへの転換に寄与することになるのだろうか。

市場型金融システムの最も進んだアメリカでは、投資銀行やヘッジファンドをはじめ『影の銀行システム、shadow banking system』が肥大化し、これが今回の金融危機を引き起こすことになったとされる。今回、アメリカは、大手投資銀行について銀行持株会社の傘下におき金融当局の監督下に置くことになったが、そのことはこれまでの市場型金融システムの機能を向上させるのか、あるいは後退させることになるのか。あるいはそもそも、市場型金融システムそのものに内在的な問題があったのか。

市場型金融システムの発展とは、これまでの非市場性・非流動性資産の市場化・流動化を意味するが、マーケットメイキングを通じてこれを主導したのが米の大手投資銀行であった。しかし、それとともに投資銀行のビジネスも大きく変質したのである。具体的には、伝統的なアドバイザリー業務や引受業務のほかに、不動産投資やプライベートエクイティ投資、LBO融資やコミットメントの設定、これらを組み入れた仕組み証券の組成・運用、プリンシパル投資などのマーチャントバンキング業務が加わっていった。これらは「原料」である非市場性・非流動性資産を仕入れ、これを加工して「仕組み商品、Structured product」に仕立て上げて販売し、鞘を抜くという一種の「製造業」ビジネスである。したがって原料や仕掛品、在庫を手持ちする資金力を必要とし、バランスシートは肥大化せざるを得ない。

証券ビジネスにおいて、「上流」のアドバイザー業務・引受業務は、それほど大きな資本力を必要とせず、市場実勢に沿っていけばそれほど大きなリスクもないのである。総じて一九八〇年代までの投資銀行は小規模だった。他方、「下流」であるリテール業務（個人営業）は、リターンは低いがリスクも低い。オペレーションさえうまく管理すれば安定収益源となるのである。

ところが、市場型金融システムとともに肥大化した仕組み商品の「製造部門」は、リターンは大きいがリスク（とりわけ流動性リスク）も大きく、多額の資金を必要とするのである。今回、行き詰ったのは、この「製造部門」であった。

米大手投資銀行はすべて銀行持株会社へ組織変更したが、アメリカの金融当局の意図としては、投資銀行を銀行持株会社の傘下においてモニタリング・監督の対象にしようというわけである。ただ、銀行持株会社の傘下となり、兄弟銀行の資金力、信用力に補充されることになれば、市場規律が弛緩する恐れが出てくるだろう。銀行は、預金保険と連銀借り入れの特典を持っているからである。

わが国の場合、こうした仕組み証券ビジネスをひとつのプロフィットセンターとして注力し、展開してきたのは、野村、大和、日興の大手証券とみずほ証券であった。もちろん米大手投資銀行ほどではなかったにせよ、それでも野村証券はかなりの規模で展開してきた。その結果、今期決算で同社は巨額の損失を計上している。しかし同社は、自己資本の毀損を、増資や劣後債・劣後転換社債など自前の資金調達で乗り切っていた。経営陣のビジネスジャッジは市場によって規律付けられるべきであり、それが本来あるべき姿である。

三井住友F Gが今回、傘下におさめたのは、大手証券のリテール部門であり、ホールセール部門は大和証券S M B Cに統合させるといわれている。もっとも、わが国金融システムの市場化が進むとともに、いずれは仕組み

証券ビジネスも展開してこよう。このとき、銀証融合モデルはどのような成果を発揮するのだろうか。

注

- (1) 三井住友ファイナンシャルグループ「日興コーディアル証券会社を中心とする事業の取得について」(二〇〇九年五月一日)および「二〇〇八年度投資家説明会」資料(五月二六日)
- (2) 当時、トラベラーズグループはシティコープと合併することになっていた(九八年八月合併し、現在のシティグループとなった)。
- (3) 米大手投資銀行は、グラム・リーチ・ブライリー法にもとづき、金融持株会社傘下の兄弟会社として産業金融会社(Industrial Loan Company)をもっていたが、銀行持株会社に組織変更すると共に、このILC子会社を銀行子会社に変更した。

(にかみ きよし・客員研究員)