

アメリカ証券業界の地殻変動

—大型合併の意味するもの—

佐賀 卓雄

一九五〇年代には、(シンジケートという方法で)リスクが広く分散されたので、引受業者はあまり資本を必要としなかった。大型の発行になると、モルガン・スタンレーは引受業者を三百、販売業者を八百も集めることもあり、自らは神のごとき絶対的権力を振るった。引き受けた証券の販売にはほとんど関係しなかった。

—Chernow, R., *The House of Morgan*, 1990, p. 517; 青木榮一訳『モルガン家』(下)、日本経済新聞社、一九九三年、一六八ページ—
モルガン・スタンレーのようなウォール街の機

関投資家相手の業者が、どうしてディーン・ウィッターのようなリテイル業者と合併することになったのだろう。…ウォール街のエリート業者たちは、今や機関投資家向けブローカレッジ業務の荒っぽい動きを緩和させる途として、投信やクレジット・カードなどのリテイル業務に注目している。…ペビー・ブーマーの退職後に備えた貯蓄が、機関投資家の資金を凌駕している。

—USA Today, Feb. 6, 1997—

はじめに

アメリカでは、企業合併・買収および分割(M & A & D)が経営戦略の重要な手法として定着している。金融サービス業も例外ではなく、時期を問わず活発なM & A & D活動が繰り広げられてきた。

しかし、当然ながら、その背景や動機となると大きく異なっている。二月五日に発表されたモルガン・スタンレー(MS)とディーン・ウィッター(DW)の合併計画(今年半ばの予定)は、証券業界の再編成の引き金を引く可能性が高いと見られているが、その背景と今後の動向を探ってみよう。

一、全米最大の総合証券会社の誕生

今回の合併が注目を集めたのにはいくつかの理由がある。まず、九五年の資本額でみて、第七位のMSと第一一位のDWという、大手証券会社どうしの合併であったことである。この結果、新会社モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター(MSDW)社は、店舗、従業員数では業界トップのメリル・リンチには及ばないものの、資本額、資産管理額ではそれを超え、文字どおり全米最大の証券会社になる(表参照)。

次に、MSが名門投資銀行であるのに対して、DWがカード事業にも強い大手リテイル業者であり、重複する業務が少ないことがあげられる。両社のトップが記者会見で強調したように、この合

表 合併条件と新会社の概要

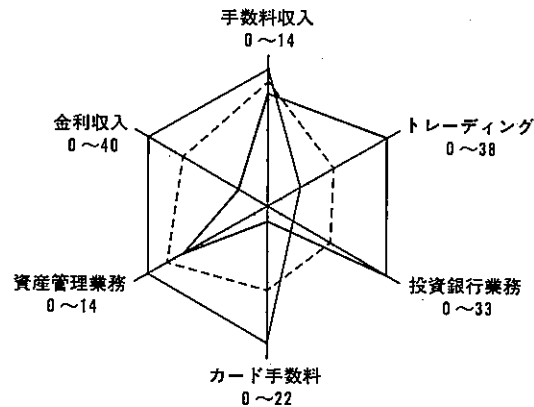
社名	Morgan Stanley, Dean Witter, Discover & Co.
合併条件	モルガン・スタンレー1株をディーン・ウィッター1.65株と交換。 ディーン・ウィッターの株主が新会社の発行株数の55%、モルガン・スタンレーの株主が45%をそれぞれ支配。
経営陣	会長兼CEO — フィリップ・パーセル (Philip J. Purcell)、53才 社長兼COO — ジョン・マック (John J. Mack)、52才 取締役会経営委員会会長 — リチャード・フィッシャー (Richard B. Fisher)、60才
取締役会	14名 (モルガン・スタンレーから7名、ディーン・ウィッターから7名)

アメリカ証券業界の地殻変動

併は表面的には理想的な組合せであり、新会社は投資銀行業務、手数料業務、クレジット・カード業務、資産管理業務からの収益のバランスが良い(図参照)。また、あまり注目されていないが、DWはこれに先立って九六年一二月にはオンライン・ブローカーとして評価の高い「金融誌『バロンズ』がシステムの使い勝手の良さなどを基準として最良のオンライン・ブローカーと評価した「ロンドンバード」を買収している。この結果、新会社は国際機関や法人企業の証券発行・引受業務から小口取引のオンライン・ブローカレッジ業務、また個人や機関投資家相手の資産管理業務、さらにそれに加えてクレジット・カード事業もあわせ営む、文字どおりフルラインの業務を強力に展開できる総合証券会社が誕生することになった。

ただし、ここで「表面的には」といったのは、アメリカの証券業界においては、経験的にみて投

図 新会社の収益構成 (%)



	手数料収入	トレーディング	投資銀行業務	カード手数料	資産管理業務	金利収入
—— ディーン・ウィッター	14	6	3	22	14	40
—— モルガン・スタンレー	11	38	33	0	10	6
..... 新会社	13	19	16	13	12	26

出所: PR Newswire, Feb. 6 1997, より作成。

	Morgan Stanley/Dean Witter	Merrill Lynch
資本金額	328.8億ドル	234.8億ドル
資産管理額	2,700億ドル	2,340億ドル
従業員	28,000人	49,800人
店舗数	409	660
ブローカー	9,300人	14,424人
リテイル顧客数	320万人	700万人
1996年収益 (推定)	220億ドル	250億ドル
1996年純益 (推定)	19.8億ドル	16億ドル

出所: Wall street Journal, Feb. 6, 1997.

資銀行とリテイル業者の合併の組合せはほぼ例外なく失敗している—存続している場合—でも、前者が後者を飲み込む結果になっている—からである。いわば、机上の計画では計りしれない困難が横たわっているのである。それは、今回の合併報道でも多くの記事が指摘している (New York Times, Feb. 6 and 8, 1997; Washington Post, Feb. 7 and 11, 1997; Fortune, Mar. 3, 1997 など) ように、カルチャーの融合という問題である。とりわけ、MSが引受業務において強烈な企業文化を印象づけてきたことを考えれば、この問題はきわめて深刻になる可能性がある。

投資銀行の歴史をひもとくと、MSの単独主幹事への固執、そしてその象徴的な「事件」であった七九年のIBMの十億ドルの起債に際してのソロモン・ブラザーズとの共同主幹事の拒否、引受参加辞退という、現在でも語り草となっている事

例につきあたる。ことほどさように、MSは名門

投資銀行について常にイメージされる、「業界のロールス・ロイス」、WASP (ホワイト、アングロ・サクソン、プロテスタント、つまりアメリカのエスタブリッシュメントをさす)、ブルー・ブルドッグ (もともとはスペインで異民族の血が混っていない名門の出身者は白い肌に血管が青く見えたことから転じて、「高貴な生れ」とか「貴族の血統」という意味に使われる)、IVYリーグ (東部の名門大学)、尊厳、独特の重苦しさおよび名聲、といったものをすべて体現してきた。もちろん、今日ではこうした排他性を示す企業文化がそのまま存続し続けている訳ではないが、企業の合併ということになると長年の伝統は重い意味をもつように思えるのである。一方のDWは八〇年代初頭に小売企業であるシアーズ・ローバックに買収された時には、「靴下 (socks) と株式 (stocks) の

組合せ」、そして今回の合併では「白い靴 (white shoes)、IVYリーグの学生の典型的な服装を表すことから「名門」の意味) と白い靴下 (white socks) の組合せ」と揶揄される典型的なリテイル・ブローカーであることから、より一層その感が強いのである。

もう少し具体的には、報酬水準の調整などの問題がある。例えば、DWのフィリップ・パーセル会長兼CEOの九五年の年俸は三二五万ドルであったが、MSのジョン・マック社長兼CEOとリチャード・フィッシャー会長兼CEOのそれは六五〇万ドル以上、約二倍の水準である。また、DWのブローカーが稼ぎ出す年間手数料は約三〇万ドル、これに対してMSのブローカーは二百万ドル、MSのトップ・トレーダーやインベストメント・バンカーは多い年には約一千万ドルを稼ぎ出す (New York Times, Feb. 8, 1996)。インセン

ティブを損なわずに、このギャップを埋めることは至難の業であろう。

報酬問題はほんの一例にすぎない。投資銀行とリテイル業者の志向性は本質的に異なっており、これまでの所、その融合に成功している唯一の例外はメリル・リンチだけであるといわれる。MSDWもメリルが目標であると明言している (すべてが投資銀行とリテイル業者の組合せではないが、Washington Post, Feb. 7, 1996 は、七〇年代後半からの大型買収事例九件の内、まがりなりにも所期の目的を達成したのは三件と評価している)。

この問題に関連して、所有構造、新会社の経営陣の構成が注目される。まず、株式所有ではDWが五五%、MSが四五%を、それぞれ占めることになる。また、経営陣の構成をみると、取締役会の構成は、MS、七名、DW、七名と対等になっ

ているが、会長兼CEOはDWのフィリップ・パーセルであり、一見、DWが優位に立っているようにみえる。しかし、経営意思決定・権限の構造をみると、必ずしもそうではないことがわかる。つまり、新会社の証券業務については社長兼COOであるMSのジョン・マックに報告され、両社の証券業務を統括するのもMSの取締役であるロバート・スコットである。パーセルはデイスカバー・カードと他のクレジット・サービス、および旧DWの資産管理業務を統括する。旧MSの資産管理業務もマックに報告されることになっていふ (Wall Street Journal, Feb. 7, 1997; Washington Post, Feb. 7, 1997)。

要するに、新会社の証券業務に関する権限はすべて旧MS側に掌握されているのである。実際、その後の推移をみると、相対的に脆弱なDWの法人部門を中心に数百人規模の人員整理が行われて

いる(『日経金融新聞』一九九七年二月二六日、三月四日)。

二、コア・ビジネスとしての資産管理業務

両社の合併の動機をみれば、現在、アメリカで進行している金融市場の構造変化、それにともなう証券業務の変貌が明らかになる。

DWは九三年にシアーズ・ローバックから分離して以来、新たな合併相手を探していたが、その際の投資銀行であったMS (DWがロンバードを買収した時もそうである)と二年越しの交渉―当初はジョイント・ベンチャーを検討していた―が実を結んだことになる。リテイル業者であり、機関投資家や法人を対象とした業務の実績やノウハウに乏しいDWにとって、この分野の有力な業者

と組むことが一層の業務拡大のために速効性のある対応であった。他方、新会社の主導権を握ることになると思われるMSの戦略を理解するには、子会社のモルガン・スタンレー・アセット・マネジメント(MSAM)が過去二年間にバン・カンペン (Van Kampen American Capital Management) とミラー・マンダーソン (Miller, Anderson & Sherrerd) という資産運用会社を買収していることに注目する必要がある。これらの買収により、MSAMは機関投資家向けを中心として一、八〇〇億ドルの資産を運用することになった(この半分近くが二つの運用会社の買収によって増加したものである)。その意味では、MSは機関投資家向け資産管理業務では既にメジャーであり、DWとの合併はこの業務の補強を目指したものであるのではない。ところが、投信(シニョーチュアル・ファンド)残高では、新会社は九三九億ドル(内、

半分強の四七八億ドルがDWの残高)となり、メルを抜いて第六位になる。これらのことから、合併の意図は販売ネットワークの確保によるリテイル資金の取り込みにあることがうかがえる (Wall Street Journal, Feb. 6, 1997; Pensions & Investments, Feb. 3 and 17)。この合併に先立つノロモンと投信会社フィデリティの業務提携(フィデリティの顧客はノロモンの引受けた株式の一〇%まで購入できる)や、これまで機関投資家向けの業務展開を中心にしてきたPIMCO (大手資産運用会社) Transamerica, Brown Bros. Harrimanが個人投資家向けの投信を販売し始めたのも同様のことを意図していると思われる (USA Today, Feb. 6, 1997)。

このようなMSの戦略は、明らかにベビー・ブーマー世代の貯蓄資金の累積、確定拠出型を中心とする年金資産の増加と、その運用対象として

伸びが著しい投信資産の獲得を意図したものである。このことは、証券業(というよりは、銀行、保険などを含む金融サービス業)の将来の業務展開が、個人金融資産をめぐる資産管理業務に焦点が絞られていることを示している。ベビー・ブーマー世代が高齢化するにつれ、こうした貯蓄資金の累積、運用方法の特徴は、今後、一層強まり、金融サービス業の競争もこの資金の取り込みをめぐって展開されるものと思われる。

ところで、周知のように、八〇年代初頭には、アメリカン・エクस्प्रेस、ブルーデンシャル、シアーズ・ローバックなどの異業種からの証券業務参入が相次いだ(ちなみに、八一年にDWはシアーズ・ローバックに買収され、九三年に分離される。この合併を勧めたのが、当時、マッキンゼーにいたパーセルであり、その後、シアーズ・ローバックに移る)。これらの合併の動機は、証券

会社の高所得顧客層の取り込みによるシナジー(「クロス・セリング」)効果への期待である。しかし、結果的には、この時期の異業種合併はすべて失敗に終わった。

したがって、八〇年代前半の異業種合併と較べると、今回のMSとDWの合併は投資銀行とリテイラー業者の組合せという点では古典的であるが、その意図には従来のケースとは決定的な違いがあるといえる。実際、新聞報道では、投資銀行とリテイラー業者の間のカルチャーの違いからくる軋轢に対する危惧は指摘されているもの、おしなべてMSの引受能力とDWの販売ネットワーク(三二〇万人の顧客に加えて三千九百万人のディスカバー・カード保有者)の組合せによる合併効果を指摘している。

こうした視点から、ブラック・マンデー(八七年一〇月)以来の特徴であるストック重視という

証券経営の戦略展開の中で今回の合併を位置づけると、その焦点がラップ口座などの資産管理業務に置かれていることがわかる。それは投信残高が既に銀行預金残高を超えていること、そしてその四割弱が年金資産から流入していることからわかるように、ベビー・ブーマー世代の貯蓄資金の取り込みが証券経営の将来を左右するような状況が生まれているのである。保険会社や商業銀行の投信業務への注力にも同様の背景をみることができ

三、金融サービス業の再編成

ウォール街もこうした金融市場(したがって、金融サービス業)の変貌を鋭敏に感じとっているのである。両社の合併が発表された二月五日には、買収候補となりそうな大手(リテイラー)証券

会社の株価は軒並み上昇を記録した(例えば、A・G・エドワーズ、五・四%、レック・メイソン、三・八%、ドナルドソン・ラフキン、二・三%など、逆に直前までMSとの合併が噂されていたペイン・ウェバーは七・七%の下落であった(Wall Street Journal, Feb. 6, 1997))。

銀行持株会社は九六年末に二〇条子会社の非適格証券からの収入の上限が引き上げられたため、一躍有力な買収先として浮上してきた。また、アメリカ金融市場での地歩を早急に固めたい外国金融機関(特に、ヨーロッパのユニバーサル・バンク)の名前もしばしば取り沙汰されている(時価総額からみて証券会社の時価総額は商業銀行よりかなり小さいため、MSDWを含むすべての証券会社が買収候補となる可能性があるが、その組合せについては New York Times, Feb. 6; Economist, Feb. 8; Mergers & Acquisition Report,

Feb. 10 and 17, 1997など」を参照されたい。

また、昨年一〇月に成立をみた（施行は九七年四月九日）全国証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act）の審議の過程で、アメリカ証券市場の国際化と国際競争力の確保が意識されており、政府、議会とも外国金融機関を含む大型合併を容認する可能性が高いとみられている。

したがって、今回の合併は証券業にとどまらず、保険、銀行、また国内だけではなく外国金融機関をも巻き込んだ金融サービス業の再編をもたらす可能性が高いといえよう。

おわりに

アメリカでは、銀行と証券の間の業務規制を除いては兼業制限がないため、これまで製造業を

含んだ様々な業種からの証券業務への参入がみられた。

逆に、証券会社じたいも七五年の手数料自由化（メーデー）以来、保険、商品取引、不動産金融など様々な事業に進出したり、また証券化商品の開発、マーチャント・バンキング、ブリッジ・ローンなど新たな業務分野の開拓によって、収益源を多様化してきた。現在では、証券業全体では、委託手数料からの収益は全体の二割以下を占めるにすぎなくなっている。

こうした流れの中で、八七年の「ブラック・マウンデー」以来、証券業においては、市況に左右されない安定的な収益源の確保を目指して、「顧客第一主義」、「ストック重視」の戦略が定着してきた。この戦略展開の中で注目されたのが資産管理業務である。

一方、この間に金融市場の資金フローの構造も大きく変化した。何よりも、中年期を迎えたベ

ビー・ブーマー世代が、老後に備えて膨大な貯蓄

資金を蓄積し、それが様々なルートを通じて証券市場に流れ込み始めた。その最大なのが年金資産であり、それらは有利な運用先を求めて、株式市場の好調な推移を背景に高いパフォーマンスを記録している投資信託に大量に流入し続けている。それらが株式投資に向かい、株価の上昇を支えるという循環が形成されている。要するに、年金資産と投資信託がアメリカの株価の上昇を支える両輪になっているのである。

ストック重視の証券経営戦略と金融市場における資金フローの変化、この二つが年金と投信を対象とした資産管理業務への注目度を高め、金融サービス業の競争もそれをめぐって展開されている。その成否はともかく、今回の合併もこうした流れの中で実現したものであり、これを契機に金融サービス業全体を巻き込んだ再編成の動きが加

速される可能性が高いと思われる。

（さが たかお・当研究所主任研究員）