

## 米国におけるM&Aと証券業界への影響

保坂健志

最近、米国の企業行動の中でM&Aが非常に注目されているが、経済合理性を第一の目的としているという意味で、八〇年代のM&Aブームとは一線を画するものである。

以下に、最近のM&Aの概要を述べ、特に証券業界、銀行業界に与える影響について考察する。

要旨：

①M&Aの目的が、八〇年代の「サヤ取り中心の取引」から、企業の競争力向上を目的としたものにシフトしている。

②銀行業界について見れば、従来の規模の拡大、

コストの削減という動機から、非銀行業務分野への進出による成長力確保にウエイトがシフトすると予想される。監督当局の規制緩和が昨年来進展しており、非銀行業務への進出は従来に比べ、容易になっている。一方、証券業界は、従来各業態の棲み分けがなされていたが、各業態の「統合(consolidation)」が進むと見られる。また、今後の制度改革次第で、銀行を中心とした金融業界の「完全統合(Full consolidation)」まで進展する可能性もある。

③欧州の大手ユニバーサル・バンクが米国金融業

界への進出を目指しており、また、米国議会が米国企業の国際競争力の向上を重視していることから、競争が著しく阻害されない限りは、或る程度大型合併を容認するということも考えられる。その場合は、米国金融業界の勢力図の大幅な再編成が起ると考えられる。

### 一、最近のM&Aの動向

米国経済は、九二年以来六年連続して景気拡大を継続している。この過程で興味深いものは、M&Aと自社株買い、ダウ平均の推移である。(別表1参照)これによれば、米国経済の成長と株価の上昇(金利の低位安定、企業業績の向上等が背景)、M&Aと自社株買いという企業行動が相互に強い因果関係を持ってきたと推測される。

八〇年代後半に起こったいわゆる「サヤ取り的

なM&A」ブームは、敵対的買収を中心に少数のアービトラージャーが一種のマネーゲームを展開したものである。一方、最近増加しているタイプのM&Aは、米国経済の規制緩和、企業の競争力向上、コスト削減などの効率化を目指す、経済合理性の第一の目的とした企業行動であるという点で、性格を異にしていると言える。そのためM&Aの案件が多く見られる業界は、規制緩和が進む情報通信と電力などの公益を中心とするサービス産業(別表2参照)が大きく増加しているが、今後の注目は金融制度改革を控えた金融業であると見られる。

### 二、M&Aの経済目的

#### (1) 目的と問題点

一般に、M&Aの経済目的は以下の点にあると

言われている。

① マーケット・シェアの獲得、スケール・メリットの享受

② 技術、顧客の獲得

③ 業務補完によるシナジー効果

④ 重複業務の削減による効率化

⑤ 経営陣刷新、経営資源の再配分

また、M&Aの問題点は以下の点にあると言われている。

① 条件設定

② 買収後の運営（異なる文化、人材流出の有無など）

③ 市場の受け止め方（market perception）

(2) 戦略上の意義

一般に言われる企業戦略の3類型は以下の通りである。

① 「特化 (focus)」 ↓ 特定分野での優位性を求める戦略

② 「コスト・リーダーシップ (cost leadership)」 ↓ 低コスト化によるシェア拡大を求める戦略

③ 「差別化 (differentiation)」

↓ 付加価値提供によるシェア拡大、高価格を求める戦略

米国金融業界の場合、規制緩和や制度改革により各種の業務に参入できるようになりつつある中で、「特定分野に特化」するメリットが薄れ、各業態の「統合 (consolidation)」が進み、将来グラス・ステイガル法が撤廃された場合は、金融業界の「完全統合 (full consolidation)」まで進展する可能性もある。(後述)

### 三、米国金融業界におけるM&Aの状況

(1) 銀行業界

銀行は従来、州外での営業に制限があったため、当初のM&Aは規模の拡大とコストの削減が目的であった。

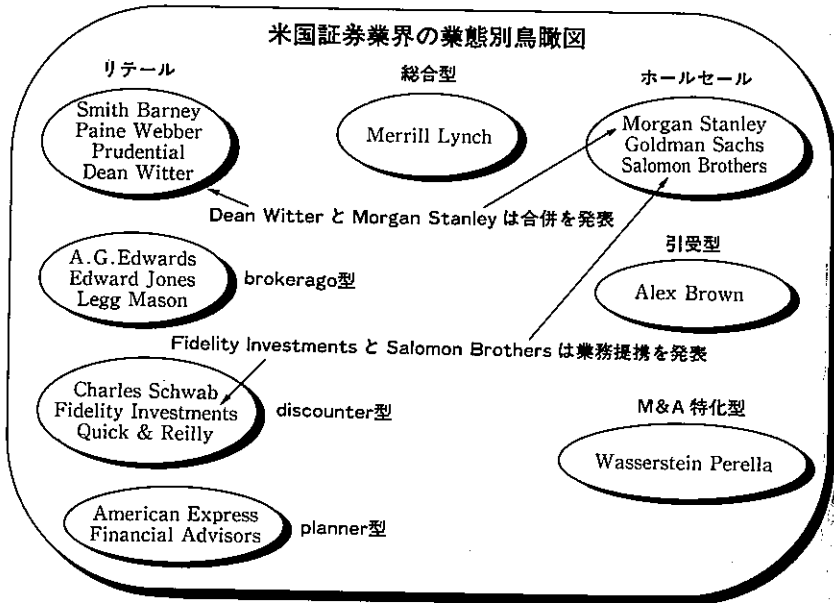
しかし、規模の拡大及び人員削減、支店の統廃合等による一定のコスト削減が実現した後は、伝統的銀行業務の収益性の伸び悩みから、銀行は証券業務を始めとする新規業務 (non-bank activity) への進出に乗り出そうとしている。

① 銀行の業務拡大の気運

昨年、FRBとOCCはそれぞれ銀行の新規業務への規制緩和を決定した。銀行持株会社を監督するFRBは、銀行持株会社の非銀行業務への申

請手続きの簡素化、銀行とセクション二〇子会社のファイア・ウォールの廃止(一〇月末)、銀行持株会社の非適格証券業務の収入比率の引き上げ(一〇%から二五%へ)を決定した。また、国法銀行を監督するOCCは、国法銀行の銀行子会社に銀行本体で認められていない業務(証券、保険、不動産、など)の認可の弾力化(一一月二〇日)を決定した。

したがって今後は、非銀行業務分野への進出による成長力確保にウエイトがシフトすると予想される。実際、九七年一月に、大手地銀のBank Oneが大手カード会社のFirst Union(金額推定七三億ドル)を買収した。今後も、同様のケースまたは、保険会社、資産運用業務(asset management)、ソフト開発業務への進出を目的に、銀行が買収(または、合併 joint venture または提携 alliance)を行う可能性は非常に高いとみられる。



② 銀行の株高のメリット

現在の米国株式市場の株高を支える大きな要因である、金利の低位安定は、銀行株の上昇に大きく貢献している。(American Banker 紙銀行株指数、証券株と S & P 500 の比較、別表 3 参照)

銀行株が他の業種に比べて、より低金利のメリットを受けているとすれば、現在銀行が自行の株式を用いた株式交換により、相手方の企業の株式を有利に獲得できることになるため、銀行が大型買収を行うチャンスとなる。(交換する自行の株数が株高のために少なくなるので、少ない株数で買収できる)

(2) 証券業界

① 従来の業態棲み分けからの変化

米国証券業界は、従来リテール、ホールセール、ディスクウンター、他各種サービスの各業態の

「棲み分け」が行われており、日本の証券業界が大部分総合型であるのと対照的であった。(図参照)

しかし、主にミューチュアル・ファンドに代表される、個人金融資産の戦略的重要性の高まりなどから、個人投資家に近い業態であるリテール分野が急速に脚光を浴び始めている。実際、投資銀行であるソロモン・ブラザーズがフィデリティと提携し、さらに、二月七日のモルガン・スタンレーとディーン・ウィッターの合併発表を契機に、証券業界の再編が進むと見る見方が多い。

② 銀行との時価総額の比較

銀行業界に比較し、証券業界は時価総額が非常に低いため(別表 4 参照)、今後の制度改革を睨んだ対応として、まずは証券会社同士の合併(または、提携など)が大いに可能性の高いものである。(市場は次なるディーン・ウィッターを求めて、ペイン・ウェーバー株が高騰した。)

単純に時価総額だけから考えれば、銀行が証券会社を買収する方が、証券会社が銀行を買収するよりも可能性は高いと思われるが、銀行が証券会社を買収するまで、業界内の動きの方が先にあるかとも想像され、予想は非常に難しい。

四、総括と今後の見通し

(1) 米国金融業界の方向性

これまで米国証券業界は、総合型証券(全国型、地方型)、ホールセールの投資銀行、ディスクウンター、リテール型証券という各業態の棲み分けがなされていたが、顧客争奪及び顧客への商品販売ルートの獲得競争の結果、「範囲の経済性 Economics of Scope」のメリットが高まり、証券業の各業態の「統合(consolidation)」が進むと見られる。

また、今後の制度改革次第で、銀行が証券会社を保有することができるようになれば、資本力の大きな大手銀行が中小の証券会社を傘下に収めるという「完全統合 (full consolidation)」まで進展する可能性もある。

認するということも考えられる。その場合は、米  
国金融業界の勢力図の大幅な再編成が起ると考  
えられる。

(ほさか たけし・ニューヨーク事務所研究員)

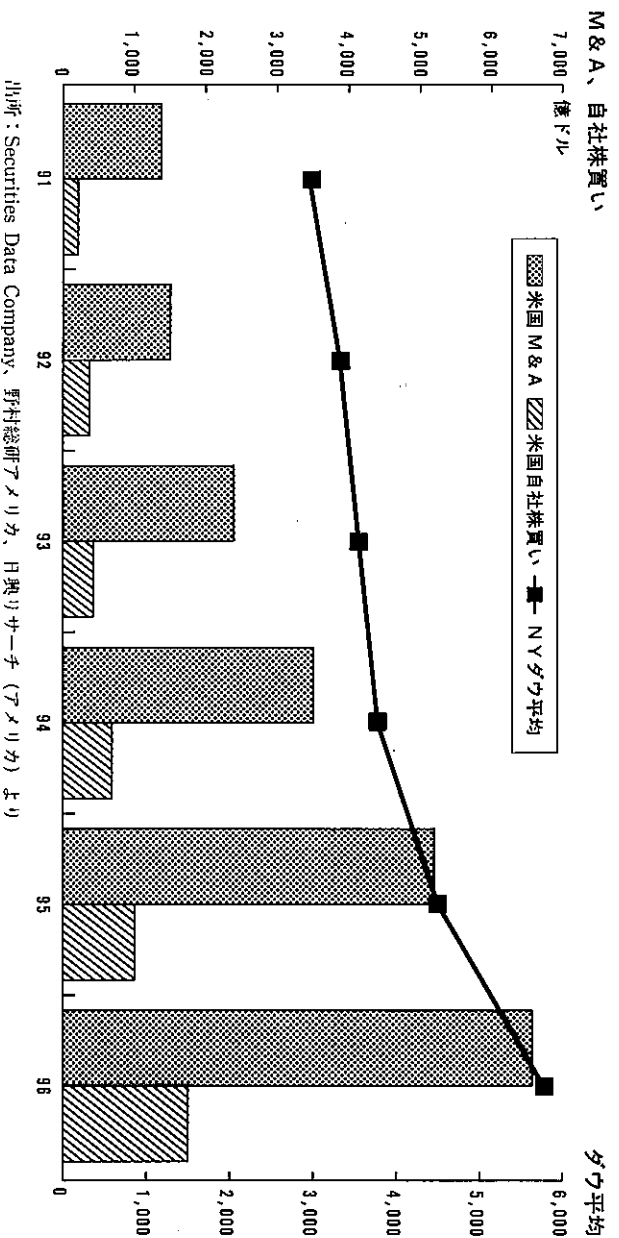
(2) 米国議会、監督当局の考え方

これまでのところ、大型金融機関の合併に関し、米国議会と監督当局から正式なコメントは発表されていない。しかし、一九九六年米国証券市場改善法 (National Securities Markets Improvement Act of 1996) が可決される過程において、米国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、欧州の大手ユニバーサル・バンク (ドイツ銀行、UBSなど) が米国金融業界への進出を目指していることを踏まえれば競争が著しく阻害されない限りは、或る程度の合併を容

米国における M&A と証券業界への影響

別表1 米国 M&A、自社株買い、ダウ平均の推移

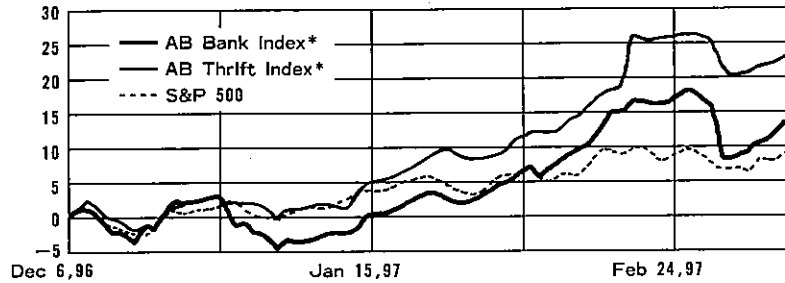
年度	億ドル 米国 M&A	億ドル 米国自社株買い	終値の平均値 NYダウ平均
91	1,356	203	2,929
92	1,491	357	3,284
93	2,351	383	3,525
94	3,465	691	3,794
95	5,224	990	4,494
96	6,574	1,740	5,742



別表 3

The Week's Highlights

(1) 銀行株 Cumulative percent changes in indexes over the past 13 weeks.

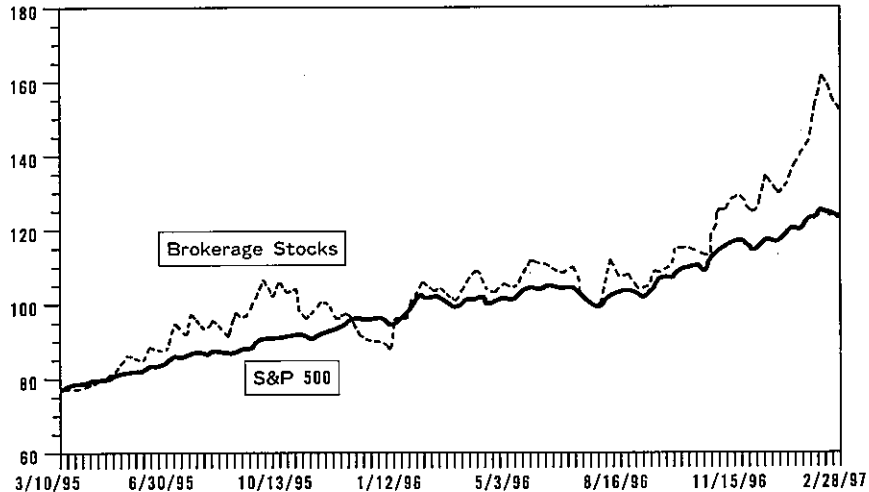


PERCENTAGE CHANGES				
Computed from the indexes reported one, five and 20 days previous, respectively				
	Value	Day	Week	Month
American Banker Bank Index	415.5	+2.3	+5.2	+4.8
Thrift Index	257.4	+1.2	+2.1	+9.2
S&P 500 Composite Index	804.9	+0.8	+1.8	+1.9

出所：American Banker紙 (March 10, 1997)

(2) 証券株

Brokerage Stocks vs. S&P 500



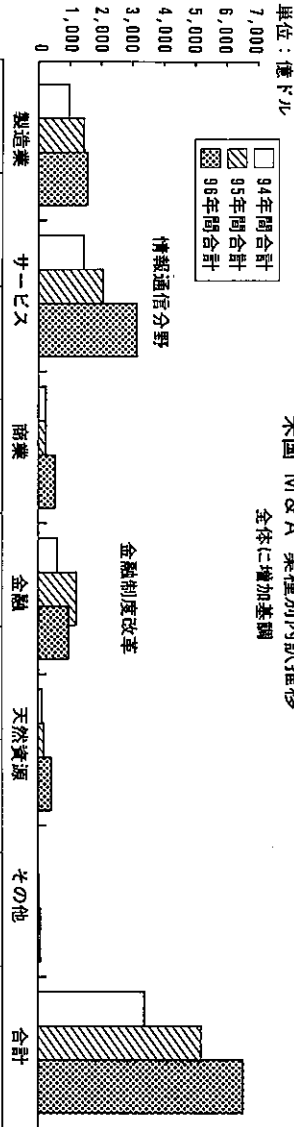
出所：INVESTMENT DEALER'S DIGEST

銀行株、貯蓄機関株、証券株とも、最近S&P 500をアウト・パフォーマンスしていることがわかる。

別表 2

金額ベース

単位：億ドル



米国 M & A 業種別内訳推移

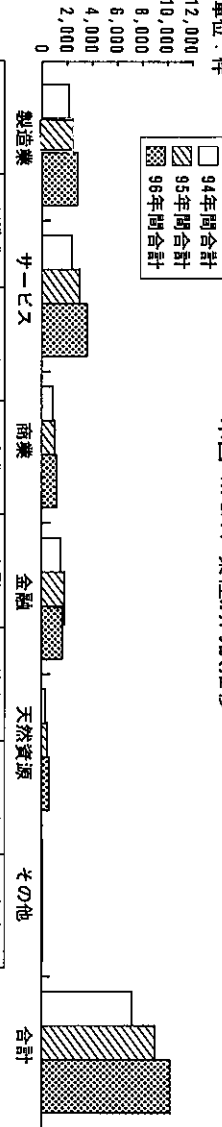
全体に増加基調

	製造業	サービス	商業	金融	天然資源	その他	合計	一件当たり金額
94年間合計	1,010.56	1,427.38	218.05	686.00	123.60	0.00	3,465.59	0.47
95年間合計	1,481.35	2,145.95	203.57	1,214.12	169.27	9.31	5,223.57	0.58
96年間合計	1,518.96	3,157.67	537.52	947.13	369.47	42.44	6,573.18	0.65

米国 M & A 業種別内訳推移

件数ベース

単位：件



	製造業	サービス	商業	金融	天然資源	その他	合計
94年間合計	2,193	2,550	908	1,430	366	1	7,468
95年間合計	2,703	3,089	995	1,831	400	13	9,031
96年間合計	2,916	3,803	1,197	1,652	521	18	10,107

出所：Investment Dealer's Digest 誌より

別表4  
証券10社

	株価 (ドル)	発行済み株式数 (百万株)	時価総額 (百万ドル)
Merrill Lynch	98.625	164.698	16,243
Morgan Stanley	65.625	158.105	10,376
Charles Schwab	38.625	175.173	6,766
Salomon	58.000	109.030	6,324
Bear Stearns	31.000	120.112	3,723
Lehman	33.500	100.808	3,377
Paine Webber	34.750	92.802	3,225
A.G. Edwards	37.250	63.430	2,363
Alex Brown	58.875	23.934	1,409
Legg Mason	48.375	18.218	881
			54,687

銀行10社

	株価 (ドル)	発行済み株式数 (百万株)	時価総額 (百万ドル)
CitiCorp	125.750	463.217	58,250
Chase Manhattan	106.500	439.875	46,847
BancAmerica	122.000	358.826	43,777
NationsBank	63.375	776.714	49,224
Wells Fargo	318.500	91.470	29,133
BancOne	48.250	427.375	20,621
First Union	92.500	270.508	25,022
J.P.Morgan	109.250	185.918	20,312
FisrtChicago—NBD	62.125	317.699	19,737
Norwest	52.000	373.643	19,429
			332,351

注：証券、銀行とも時価総額は普通株ベース（3月7日終値）  
Goldman Sachsは、非公開のため、除外