

クレディ・スイスとヴィンタートゥーア保険の合併

8月11日、総資産でスイス最大のクレディ・スイス（Credit Suisse Group）とスイス4大保険会社のヴィンタートゥーア保険（Winterthur）が合併することを発表した。両社は96年から、企業年金を専門とするヴィンタートゥーア・コラムナを共同で設立するなど提携関係にあった。この合併の結果、クレディ・スイス・グループは、資産規模だけでなく自己資本の額でもUBSを抜いてスイス最大の総合金融機関となり、世界の代表的な総合金融機関を目指すという同行の戦略に向けて大きな一歩を踏み出すことになる。

1. 合併の概要

8月11日、スイス3大銀行の一つであるクレディ・スイス・グループとスイス4大保険会社の一つであるヴィンタートゥーア保険が合併することで合意したことを発表した。9月5日に行われる両社の株主総会での決議と、規制当局からの認可を経て、年末にも合併作業を完了する予定である。

合併は、ヴィンタートゥーア株式1株に対し、クレディ・スイス株式7.3株を割り当てることによって行われる。直近営業日である8月8日の株価に基づいて計算すれば、ヴィンタートゥーアの株価は1,515スイス・フラン、クレディ・スイス・グループの株価は208.5スイス・フランであったから、クレディ・スイスはヴィンタートゥーアの株主に約7スイス・フランのプレミアムを支払うことになる。ただし、この交換比率は、ヴィンタートゥーアの株主の98%以上が交換に応じない場合には見直される。

純粋持株会社であるクレディ・スイス・グループは、現在、子会社であるクレディ・スイスを通じて国内商業銀行業務とプライベート・バンキング業務を、クレディ・スイス・ファースト・ボストンを通じて証券業務とアセット・マネジメント業務を行っており、ヴィンタートゥーアをこれに並立する第3の子会社とし独立性を維持する。また、クレディ・スイスが1989年に設立した生命保険子会社CS生命（CS Life）をこの新子会社に統合する。

96年末の両社を単純に足し合わせると、総資産は6,212億スイス・フラン、自己資本は229億スイス・フランとなり、共にスイス最大となる。また、顧客の預かり資産も7,000億スイス・フランに達し、世界有数のアセット・マネジメント会社にもなる。しかし、欧州最大となるまでには至らない。総資産では、ドイツ銀行、クレディ・アグリコルに次いで欧州第3位、自己資本では、HSBC、クレディ・アグリコル、ドイツ銀行、ABNアムロに

次いで第5位となる（96年末のロンドン外国為替市場のレートで比較、連結ベース）¹。

2. 合併の狙い

1) クレディ・スイスの概要

クレディ・スイスは総資産ベースでスイス最大の銀行である。96年末の資産残高は5.2兆スイス・フランで、バンカー誌の銀行グローバル・ランキングで22位となっている。

クレディ・スイス・グループは、スイス・ユニオン銀行（Union Bank of Switzerland）、スイス銀行（Swiss Bank Corporation）と同様、伝統的な商業銀行業務中心のスタイルを改め、証券業務やアセット・マネジメント業務などのフィー・ビジネスの強化を進めている。

96年7月には、国内商業銀行業務、プライベート・バンキング業務、証券業務、アセット・マネジメント業務、を4本の柱とする大幅な組織改正を決定した（97年初より実施）。純粋持株会社であったCSホールディングスはクレディ・スイス・グループに改称され、その下にクレディ・スイスとクレディ・スイス・ファースト・ボストンの2行が子会社として置かれることとなった。国内商業銀行部門であるクレディ・スイス部門とクレディ・スイス・プライベート・バンキング部門がクレディ・スイスの下に、証券業務部門であるクレディ・スイス・ファースト・ボストン部門とクレディ・スイス・アセット・マネジメント部門がクレディ・スイス・ファースト・ボストンの下に置かれることになった（図1）。

図1 クレディ・スイス・グループの新組織図

CREDIT SUISSE GROUP			
CREDIT SUISSE		CREDIT SUISSE FIRST BOSTON	
CREDIT SUISSE	CREDIT SUISSE PRIVATE BANKING	CREDIT SUISSE FIRST BOSTON	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT
240 locations in Switzerland	50 locations in Switzerland 40 locations internationally	2 locations in Switzerland 50 locations internationally	7 locations in Switzerland 10 locations internationally
Subsidiaries Neue Aargauer Bank* (98.6%) CS Leasing Ltd CS Car Leasing Ltd CS Real Estate Leasing Ltd	Subsidiaries Bank Leu* Affida Bank* Bank Heusser* Credit Suisse Fides* Clarden Bank* Bank Hofmann* Bank für Handel & Effekten CS Life* Credit Suisse Trust*	Subsidiaries Credit Suisse Financial Products (80%) Credit Suisse First Boston Private Equity* Credit Suisse Group Services*	Subsidiaries BEA Associates Credis International Fund Holding Ltd.

（出所）クレディ・スイス・グループ

¹ ただし、来年には、ドイツ銀行に次ぐ欧州第2位の銀行がバイエリッシュ抵当フェラインス銀行が誕生する予定である。

同時に、国内商業銀行部門での支店の統廃合や、人員の大幅削減なども発表された。

2) ヴィンタートゥーアの概要

ヴィンタートゥーアは、スイス4大保険会社の一つである。スイスでは生損保の本体での兼営が認められている上に再保険業務も盛んであるため、規模の単純な比較は困難であるが、96年度のスイス国内の保険料収入で比較すると、生命保険部門で2位、損害保険部門でトップである²。

表1 スイス4大保険会社の比較

(100万スイス・フラン、人)

	総資産	保険料収入	投資収入	従業員数
ヴィンタートゥーア	97,071	23,384	5,717	27,797
チューリッヒ保険	130,935	29,180	6,713	40,981
スイス生命	88,101	13,481	4,910	7,933
スイスRe	64,849	13,451	3,309	6,939

(注) 1.保険料収入は支払い再保険料控除後。

2. 1スイス・フラン=86.47円(96年末)。

(出所) 各社資料より野村総合研究所作成。

ヴィンタートゥーアの特徴としては、生損保の両市場に強いこと、国内市場を中心としていること、の2点が挙げられる。

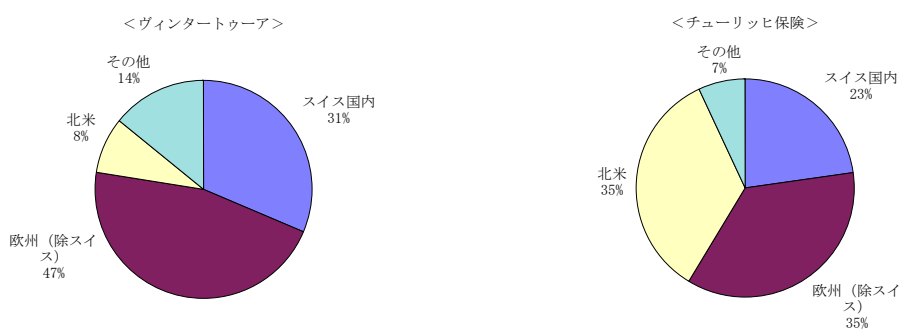
ヴィンタートゥーアの96年度の保険料収入は、生命保険部門が103億スイス・フラン、損害保険部門が131億スイス・フランで(支払再保険料控除後)、バランスが取れている。これに対し、チューリッヒ保険は保険料収入の7割が損害保険部門からである。スイス再保険、スイス生命の両社は、それぞれ得意とする分野に特化しているために、それぞれ得意とする分野ではスイス再保険が世界第2位、スイス生命が国内第1位と高いシェアを持っている³。

図2は、生損保の両分野で業務を展開しているヴィンタートゥーアとチューリッヒ保険グループの保険料収入の地域別内訳を比較したものである。ヴィンタートゥーアは国内保険料収入の比率が高く、欧州だけで約8割の保険料収入を得ているのに対し、チューリッヒ保険は、国内の保険料収入を米国での保険料収入が上回っており、北米を中心に国際展開が進んでいる。

² 国内生命保険のトップはスイス生命(Swiss Life)、総資産で見た場合のトップはチューリッヒ保険(Zurich Insurance Group)。4大保険会社のもう1つは再保険業務を中心とするスイスRe(Swiss Re)。

³ スイス生命の96年度の保険料収入は134.8億スイス・フランで、第2位のヴィンタートゥーアの生命保険料収入を約3割上回っている。

図2 ヴィンタートゥーアとチューリッヒ保険の保険料収入の地域別内訳



(出所) 各社アニュアル・レポートより野村総合研究所作成。

3) 合併の狙い

今回の合併の結果、クレディ・スイスは保険商品の品揃えを拡充することにより、重要な戦略の柱である、アセット・マネジメント業務やプライベート・バンキング業務を強化することができる。クレディ・スイスは前述の通り生命保険子会社CS生命を保有しているが、その96年の保険料収入はわずかに9.2億スイス・フランで、大手保険会社には遠く及ばない。また、クレディ・スイスは損害保険分野にほとんど足がかりを持っておらず、生命保険と損害保険の両分野にバランスよく強みを持つヴィンタートゥーアとの合併は、最適であったと考えられる。

ヴィンタートゥーアとしても、クレディ・スイスの店舗網は魅力である。保険は専属代理人を通じて販売されることが多いが、それよりも支店を通じて販売の方がコストが安い⁴。また、預金や証券とのクロス・セルを行うことによって、より一層の販売拡大が期待できる。両社は海外拠点、特にアジアにおいても、クロス・セルを強化する方針である。

両社は、年間3~3.5億スイス・フランのシナジー効果が得られるとしている。

なお、スイスでは、保険会社と銀行の提携は珍しいことではない。3大銀行と4大保険会社がそれぞれ既に何らかの形で提携を結んでおり、クレディ・スイスも既にヴィンタートゥーアとは提携関係にあった(表2)。今回のディールで提携を合併にまで進めた理由として、以下の点が挙げられる。

⁴ データモニター社の調査によれば、銀行を通じて保険を販売している保険会社の82%が、契約販売代理人を通じた伝統的な方法で保険を販売している保険会社よりも低コストとなっている。

表2 スイスでの銀行と保険会社の提携事例

年	銀行	保険会社	内容
1992	SBC	チューリッヒ保険	<ul style="list-style-type: none"> ・チューリッヒ保険の投資型保険をSBCの店舗で販売し、銀行商品をチューリッヒ保険の子会社のエージェントを通じて販売する。 ・96年からは火災保険などの損害保険商品もSBCで販売。
1995	CS	スイスRe	<ul style="list-style-type: none"> ・スイスReがクレディ・スイスの派生商品子会社に出資し、派生商品を組み込んだ再保険商品を開発。 ・再保険のリスク管理を行うRFC(Reinsurance Finance Corp)を共同で設立。
1995	UBS	スイス生命	<ul style="list-style-type: none"> ・UBS生命 (UBS Life)とスイス生命の間で相互出資。 ・共同開発した商品をUBSの店舗で販売。
1996	CS	ヴァンタートゥーア	<ul style="list-style-type: none"> ・企業年金を専業とするヴァンタートゥーア・コルケを共同で設立。 ・上記のRFCにヴァンタートゥーアが出資。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成。

まず、クレディ・スイスのグート (Rainer Gut) 会長は、規模の拡大を重視していた。クレディ・スイスは総資産を基準とするとスイス最大の銀行だが、金融機関の強さを示す指標としてより頻繁に使われる株主資本の額ではUBSを下回っており、ユーロ・マネーやバンカーなどのランキングでもスイス第2位にランクされている。昨年には、ライバル行であるUBSとの合併を画策して失敗した。提携関係にあったヴァンタートゥーアと合併することによって、規模の拡大という目的も果たすことができる。

ヴァンタートゥーア側にも、保険業務だけでは今後加速する競争には打ち勝てないという考え方があったと思われる。この6月に、チューリッヒ保険が米国の大手ファンド・マネジメント会社であるスカダー (Scudder, Stevens & Clark) を買収したのも、保険料収入に対する依存度を下げることが目的としたものであった⁵。部門としての独立性を維持しながら、世界を代表する有力金融機関の一グループとなることは、ヴァンタートゥーアにとっても大きな成果である。

さらに、ヴァンタートゥーア側には、行動する投資家として有名なエブナー (Ebner) 氏の率いる投資会社BKビジョン (BK Vision) に発行済み株式の25%を買い占められたという特殊な事情もあった⁶。エブナー氏は、ヴァンタートゥーアの株式の過半を買い占め経営に参画する意向をヴァンタートゥーアに伝えており、このことが両社の合併を急がせる結果となったようである。

⁵ チューリッヒ保険は昨年にも、米国のファンド・マネジメント会社であるケンパー (Kemper Corp.) を買収した。

⁶ エブナー氏はUBSの筆頭株主でもあり、UBSのクラス株の廃止の際の会計操作に不正があるとして訴訟を提起したり、Studer氏の会長就任に反対するなど、物議を醸した。

3. 展望

欧州では、一金融機関が銀行業務と保険業務を兼営したり、銀行と保険会社が提携したりするバンカシュランス（ドイツではアルフィナンツ）が盛んに行われている（表3）。バンカシュランスが行われるようになった80年代後半から90年代初頭には、銀行と保険会社が提携し、保険商品を銀行を通じて販売するケースが中心だった。しかし、最近では、銀行が自ら保険子会社を設立したり、今回のクレディ・スイスの例のように、保険会社を買収したりするケースが増えている。表からも分かる通り、英国、ドイツ、フランスでは、大手銀行のほとんどが保険子会社、特に生命保険子会社を保有している。

表3 英、仏、独の主なバンカシュランスの事例

	買収	提携	子会社設立
英国	ロイズ [®] TSB(4)ーロイズ [®] ・アビ [®] ー・ライフ アビ [®] ー・ナショナル(5)ースコティッシュ・ミューチュアル ハリファックスーケラカル・メディカル(12)	ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド [®] (6) ースコティッシュ・ウイットネス [®] (7)	ナット・ウェスト(3)ーナット・ウェスト・ライフ ーナット・ウェスト・インシュランス パークレイズ [®] (2)ーパークレイズ [®] ・ライフ アビ [®] ー・ナショナル(5)ーアビ [®] ー・ナショナル・ライフ ミッドランド [®] (1)ーミッドランド [®] ・ライフ ロイズ [®] TSB(4)ーブランク・ホース・ライフ ーTSB [®] ジェネラルインシュランス
フランス	GAN(3)ーCIC(10)	BNP(3)ーAXA/UAP(1)	クレディ・アグリコル(1)ープレディカ ーパシフィカ BNP(3)ーNatio-Vie ソシエ・ジェネラル(5)ーSOGECAP
ドイツ	ドイツ(1)ードイツ・ヘルド [®] (13)	ドレスナー(2)ーアリアンツ(1) ハリエリッシュ・フェライズ銀行(5)ーアリアンツ(1) ドレスナー(2)ーハンブルグ&マンハイム(4) コメルツ(4)ーウーインターカーア(スイス2) ハリエリッシュ・フェライズ銀行(5)ーヒクトリア(5)	ドイツ(1)ーDBレヘン

- (注) 1.フランスの保険会社 GAN による CIC の買収を除き、左側が銀行、右側が保険会社。
2.カッコ内は、銀行がバンカー誌の自己資本ランキングに基づく国内順位、保険会社がユーロマネー誌の預かり資産ランキングに基づく国内順位。
3.数字の入っていないものはランク外。
4.ハリファックスはランキング作成時にはビルディング・ソサイエティであったためランキングに含まれていないが、96年末の資産残高では国内第6位。

(出所) 野村総合研究所作成。

中でもバンカシュランスの発祥の地とも言えるフランスでは、クレディ・アグリコルの生命保険子会社プレディカが保険料収入で国内第2位、BNPの生命保険子会社 Natio-Vie が国内第5位となるなど、着実に成果を挙げている。銀行と保険会社では経営風土が合わないので、買収や子会社の設立よりも業務提携が望ましいというよくなされた指摘は当たらないことが明らかになったと言えよう⁷。

⁷ オランダの ING も 91年に国内最大の保険会社 Nationale Nederlanden と第3位の銀行 NMB Postbank が合併して誕生した総合金融機関であるが、銀行業務と保険業務の兼営が支障を来したことはない。

一方、保険会社が銀行を買収したり、自ら銀行子会社を設立するケースは極めて稀で、成功例も見られない。フランスの大手保険会社 GAN (Groupe des Assurances Nationales) が CIC を買収した事例では、CIC の不良資産問題の影響を受け、大幅に業績を悪化させる結果となった⁸。

このような現状を見る限り、バンカシュランスは銀行と保険会社がお互いを利用し合う双方向の協力という面が薄れ、銀行による保険市場への進出という意味合いが強くなってくるように思われる。銀行の保険会社買収は今後も進展する可能性が高い。

これに対し、興味深いのは一部の大手保険会社の戦略である。

英国では、最大の保険会社プルデンシャルがナット・ウェストとの合併を拒否し、自ら銀行業務に乗り出した。販売チャンネルは電話を中心とし、銀行商品と保険商品のクロス・セルを行おうという考えである。また、国内保険会社であるスコティッシュ・アミカブルを買収し、規模の拡大を図った。同じく英国大手のスタンダード・ライフも銀行業務への進出を検討している。

今後さらに欧州銀行の総合金融機関化の行方と共に、プルデンシャルやフランスの AXA-UAP、ドイツのアリアンツのように規模の大きな保険会社の今後の戦略が注目される。

(落合 大輔)

⁸ GAN は CIC の売却を現在検討中である。

<参考>スイス3大銀行の97年中間決算概要

1. P/L

1) 収益状況

- ・各行とも純利益は大幅に増加した。
- ・証券業務やアセット・マネジメント業務の強化が功を奏し、各行とも手数料収入が大幅に増益。3行とも引受など証券業務関連手数料が最も大きな伸びを示した（CSが29%、UBSが37%、SBCが31%）。
- ・CS、SBCのトレーディング収益は、共に株式と外国為替の運用が好調で大幅に増益となった。しかし、UBSは株式関連のデリバティブ・トレーディングが不調でトレーディング収益の伸びは1%にも満たなかった。
- ・各行ともに、人件費を中心に営業費用が20%代の高い伸びを示している。UBSとSBCでは従業員数は減少しており、業績連動の報酬が増加した。

表4 3大銀行97年中間決算の収益状況

	CS		UBS		SBC	
	(100万SFr)	(%)	(100万SFr)	(%)	(100万SFr)	(%)
純金利収入	2,278	28.8	1,961	6.3	1,559	8.6
手数料収入	3,098	28.1	3,239	34.5	2,719	28.7
トレーディング収入	2,483	31.0	1,310	0.8	2,233	43.1
営業収入	8,065	26.6	6,677	14.8	6,806	28.1
営業費用	5,046	28.3	3,829	20.1	4,188	28.7
営業利益	3,019	23.8	2,848	8.5	2,617	27.0
貸倒引当金、除却損等	1,344	31.0	659	-44.7	1,039	-2.3
税引後純利益	1,475	56.7	1,856	67.4	1,333	79.9

(注) 変化率は96年上半期の実績に対する変化率。

(出所) 各行資料より野村総合研究所作成。

2) 部門別収益

- ・部門別収益を見ると、CS、UBSの2行は、国内リテールを中心とする商業銀行部門が赤字になっており、依然として国内商業銀行業務の環境は厳しい。SBCは商業銀行業務が増益となったが、グループ全体の収益に対する寄与度は低い。
- ・3行とも最大の収益部門はプライベート・バンキング部門である。投資銀行業務と合わせ、手数料ビジネスを中心とした体制への転換が進んでいる。

表5 3行の97年上半期部門別税引後利益

<CS>		<UBS>		<SBC>	
商業銀行	-149	リテール	-26	商業銀行	119
プライベート・バンキング	681	プライベート・バンキング	860	プライベート・バンキング	653
投資銀行	885	投資銀行	474	投資銀行	691
アセット・マネジメント	98	トレーディング	365	アセット・マネジメント	62
		アセット・マネジメント	140		
		その他	43		

(注) 単位は全て100万スイス・フラン。

(出所) 各行資料より野村総合研究所作成。

2. B/S

- ・UBS、SBCの総資産は2桁の伸びとなったが、CSは顧客向け貸付を大幅に減らしたため、伸びは4%弱に留まった。
- ・資産が増加したUBS、SBCでも顧客向け貸付の伸びは低く、金融機関向け貸付と運用目的の有価証券の伸びが高い。
- ・ティア1比率は資産増の大きかったUBS、SBCで低下したが、いずれも決して低い水準ではない。

表6 3行の97年上半期末の総資産と自己資本比率

	CS		UBS		SBC	
	(100万SFr)	(%)	(100万SFr)	(%)	(100万SFr)	(%)
総資産	544,645	3.9	514,672	17.7	407,612	13.2
金融機関貸付	141,300	15.5	138,712	32.5	89,888	22.7
顧客貸付	140,505	-11.8	113,031	7.9	62,217	7.4
有価証券	96,967	13.6	95,315	36.0	117,307	25.7
ティア1比率	8.3	0.3	9.2	-0.6	7.9	-0.4

(注) 変化率は、96年末の実績に対する伸び率。

(出所) 各行資料より野村総合研究所作成。