

世界最大の金融機関シティグループの誕生

98年4月6日、全米第2位（97年総資産3,109億ドル）の銀行であるシティコープと、金融コングロマリット（証券、保険、消費者金融）のトラベラーズが、対等合併を発表した。合併価格は820億ドルで、新会社シティグループは、世界最大級の金融機関となる。

1. 合併の概要

98年4月6日、全米第2位（97年総資産3,109億ドル）の銀行であるシティコープと、金融コングロマリット（証券、保険、消費者金融）のトラベラーズが、対等合併を発表した。合併価格は820億ドルで、新会社シティグループは、世界最大級の金融機関となる。現シティコープ会長リード氏及び現トラベラーズ会長ワイル氏は、共同の会長及び最高経営責任者（CEO）として、新会社の経営にあたる。シティコープ株式1株につきシティグループ株式2.5株が割り当てられ、トラベラーズ株式1株につきシティグループ株式1株が割り当てられる。その結果、シティグループの株主の構成は、シティコープ、トラベラーズそれぞれの旧株主が50%ずつとなる。

存続会社はトラベラーズで、新会社は銀行持株会社としての認可申請を連邦準備制度理事会（FRB）に対して行う予定である。米国では、銀行による保険引受業務が基本的に認められていないが、新会社は最長5年間、既存業務を維持できる。この間、シティグループはトラベラーズ傘下の保険会社の売却もしくは銀行免許の返上（de-banking）等を検討することになるが、現在、議会で金融サービス競争法が議論されていることもあり、規制緩和の可能性が高いとみて、合併に踏み切った。

「銀行か保険か」の選択を迫られた例は、過去にもある。91年、オランダのNMB Postbank Group（銀行）とNationale-Nederlanden（保険会社）の合併によってINGグループが誕生した際に、米国オペレーションの在り方が問題となった。同社は結局、米国での”de-banking”を選んだが、最終決着まで5年近い期間を要した。シティグループの合併発表コンファレンスでは、INGの例を挙げ、5年間の猶予措置は特例ではないとコメントした。また、銀行系列会社（セクション20子会社）による証券業務規制についても問題は生じないとのことであった¹。

¹銀行による証券引受、ディーリングなどの「非適格」業務は、証券系列会社の収入の25%までしか認められない。

2. シティグループの業務概要

1) シティコープの業務概要

シティコープの最大の特徴は、90カ国を超える海外フランチャイズの強さ、とりわけエマージング・マーケットにおける強みである。実際、収益構成を見ても、先進国（米国、ヨーロッパ、日本）からの収益は43%に過ぎない（図表1）。また、個人業務において米国外で成功している数少ない銀行の一つである。

シティコープは、開発途上国に早期に進出し、国の発展段階に合致したサービスを提供するというアプローチをとっている。当初は法人顧客向けのキャッシュ・マネジメントや短期ローン、為替業務等を手がけ、市場の成長とともに、貿易金融、プロジェクト・ファイナンス、債券引受トレーディング業務などに手を広げていく。さらに市場が成熟すれば、証券カストディ、シンジケート・ローン、デリバティブ等を提供すると同時に、個人業務にも参入する。最近では、旧東欧諸国でこのアプローチをとっている。

図表1
Citicorpの収益構成 (97年)

地域別	収入 (億ドル)		当期利益 (億ドル)		ROA*
		(シェア)		(シェア)	
個人向け	123.5	57%	15.53	43%	1.18%
内エマージング・マーケット	-	-	8.19	23%	1.95%
内先進国	-	-	7.34	20%	0.82%
法人向け	82.72	38%	23.9	67%	1.53%
エマージング・マーケット	38.88	18%	15.59	43%	2.17%
先進国	43.84	20%	8.31	23%	0.99%
その他	9.94	5%	-3.52	-	-
合計	216.16	100%	35.91	100%	1.22%
業務別					
個人向け	123.5	57%	15.53	43%	1.18%
内銀行業務	60.3	28%	4.78	13%	0.56%
内カード	51.9	24%	7.64	21%	2.46%
内プライベート・バンキング	11.3	5%	3.11	9%	1.94%
法人向け	82.72	38%	23.90	67%	1.53%
内各種手数料	23.16	11%	-	-	-
内トレーディング	18.20	8%	-	-	-
内資本市場業務	15.72	7%	-	-	-
内ローン	11.58	5%	-	-	-
内VC、投資有価証券売買	14.06	7%	-	-	-
その他	9.94	5%	-3.52	-	-
合計	216.16	100%	35.91	100%	1.22%

(注) 先進国は、北米、ヨーロッパ、日本。ROAはリストラ経費計上後。
当期利益シェアは、その他(-3.52億ドル)があるため、合計100%とはならない。
各種手数料はキャッシュ・マネジメント等。VCはベンチャー・キャピタル。
(出所) Citicorp アニュアルレポートよりNRIA作成

第二の特徴は、いわゆる伝統的な預貸業務への依存度が低いことである。例えば法人部門の収入構成内訳を見ると、ローンはわずか5%である。個人部門でも、収入構成比こそ銀行業務が28%と最も高いが、収益の中心は、クレジット・カード(21%)である。伝統的にシティコープの銀行部門は、合併による拡大戦略をとってこなかった。しかしカード部門は、同業界トップ(97年ローン残高)で、80年に米国最初のカード会社ダイナース・クラブを、昨年は第7位(同ローン残高)のAT&T(長距離電話の最大手であるが、90年、カード業務に参入した)を買収した。

2) トラベラーズの業務概要

一方、トラベラーズは、相次ぐ買収によって今日の地位を築いてきた²。現在は、①証券業務(収益構成比37%)を行うソロモン・スミス・バーニー(以下SSB)、②生命保険業務(同18%)を行うトラベラーズ・ライフ&アニュイティ(以下トラベラーズ生命保険)とプライメリカ・ファイナンシャル・サービス(以下プライメリカ)、③損害保険業務(同33%)を行うトラベラーズ・プロパティ&カジュアルティ(以下トラベラーズ損害保険)、④消費者金融業務(同8%)を行うコマーシャル・クレジット(以下CCC)とトラベラーズ・バンク&トラスト(以下トラベラーズ銀行)と、それぞれの旗艦会社を中心に四つの業務分野に展開している(図表2)。

図表2
Travelers収益構成(97年)

	純収入(億ドル)		当期利益(億ドル)		ROA
		(シェア)		(シェア)	
証券業務(Salomon Smith Barney)	109.77	41%	11.51	37%	0.44%
内コミッション	29.67	11%	-	-	-
内投資銀行業務	21.18	8%	-	-	-
内トレーディング	25.04	9%	-	-	-
内資産運用業務	17.15	6%	-	-	-
内純金利収入	15.13	6%	-	-	-
生命保険業務(以下2社)	44.26	16%	9.10	29%	2.11%
内Travelers Life and Annuity	28.90	11%	5.67	18%	-
内Primerica Financial Services	15.36	6%	3.43	11%	-
損害保険業務(Travelers Property and Casualty)	99.11	37%	10.24	33%	2.04%
内法人向け	65.57	24%	9.46	30%	-
内個人向け	33.41	12%	4.13	13%	-
消費者金融業務(Commercial Credit, Travelers Bank & Trust)	16.88	6%	2.37	8%	2.16%
その他	0.77	0%	-2.18	-	-
合計	270.79	100%	31.04	100%	0.85%

(注) ()内は、各業務の旗艦会社。

Travelersのグロスの収入は、376.09億ドル、証券業務のグロスの金利収入は215.07億ドル。

(出所) Travelersアニュアル・レポートよりNRIA作成

トラベラーズ傘下のスミス・バーニー(97年証券会社自己資本ランキング第10位)は、93年にシェアソン・リーマン・ブラザーズの個人向け部門と、また昨年、トレーディング

² 詳細は、沼田優子「トラベラーズによるソロモン・ブラザーズの買収」『資本市場クォーターリー』1997年秋号 Vol. 1, No. 2 参照。

を強みとするソロモン・ブラザーズ（同第 3 位）と合併して、ソロモン・スミス・バーニーとなった。この合併により、スミス・バーニーは投資銀行部門の強化と海外展開の足がかりを、ソロモン・ブラザーズは個人向け販売網を得た。

トラベラーズ生命保険（96 年生命保険料ランキング第 31 位）は、生命保険全般、個人年金、長期介護保険、団体保険等を、主に独立系エージェントを通して販売してきた。また最近では、同社の商品を SSB やトラベラーズ・ネット・プラス（長期介護保険専門チャンネル）でも提供している。

他方、プライメリカ（同 95 位）は定期保険が主力商品であるが、同市場の成熟とともに投資信託、ローン、損害保険商品等も販売するようになり、総合金融サービス会社の様相を強めている。同社の 8 万人超の独立系エージェントの多くは、副業として金融商品販売を行っている。顧客ターゲットは、年収 3~8 万ドルの層である。

トラベラーズ損害保険は、昨年、大手生保エトナ（同生命保険料第 11 位）の損害保険部門の買収を完了した。販売の主力は全米最大級の独立系エージェントであるが、近年は、SSB や CC との共同マーケティングも行うようになっている。

CC（96 年ファイナンス・カンパニー自己資本ランキング第 18 位）は、不動産担保ローン、個人向けローン、カード業務等を営む消費者金融会社である。1,026 の店舗を持ち、地域密着型のサービスを年収 2~5 万ドルの顧客層に提供してきた。

100 万人のカード顧客を持つトラベラーズ銀行（97 年ローン残高第 32 位）は、これまでカード業務に専念してきたが、今年から貸付・信託業務も開始した。

3) シティグループの姿

今回の合併後におけるシティグループの姿を捉えるため、図表 3 で上記の両社のサービスを合算してみた。

銀行による保険業務は規制によってほぼ認められておらず、同業務の重複は殆どない。しかし、シティコープは既に証券ブローカレッジ、証券引受、資産運用、トレーディング等を行っている。そこで、トレーディング、資本市場業務、ベンチャー・キャピタル、投資有価証券売買収入合計 48 億ドルを、証券業務収入として計上した³。

他方、トラベラーズも消費者金融部門を通じてクレジット・カードや個人向け貸付け業務に参入している。同業務は銀行本体でも営むことが認められているが、トラベラーズとの整合性をとるために、シティコープも消費者金融収入として計上した。

このようにして、シティグループにおける各業務の収益構成比を試算すると、証券業務の 32%を筆頭に、保険業務 29%、銀行業務 25%、消費者金融業務 14%と、バランスのとれた金融コングロマリット像が浮かび上がる。

³シティコープの証券売買及び資産運用収入は、銀行業務収入及びプライベート・バンキング収入に含まれる。

図表3
Citigroupの姿(97年)

	(億ドル)			
	Citicorp	Travelers	Citigroup	(構成比)
銀行	116	-	116	24%
証券業務	48	110	158	32%
生命保険業務	-	44	44	9%
損害保険業務	-	99	99	20%
消費者金融業務	52	17	69	14%
その他	-	1	1	0%
純収入	216	271	487	100%
当期利益	41	34	75	-
総資産	3,109	3,866	6,975	-
自己資本	219	222	441	-
ROE	21%	19%	20%	-
時価総額	649	706	1,355	-
従業員数	93,700	68,000	161,700	-

(注) Citicorpのトレーディング、資本市場業務、ベンチャー・キャピタル、投資有価証券売買収入を証券業務収入として計上。カード業務収入を、消費者金融業務収入として計上。当期利益はリストラ費用計上前。

(出所) Citigroup資料、アニュアル・レポートよりNRIA作成

3. 合併の背景

1) コンソリデーション（業界内合併）

90年代の米国金融機関は、一斉にコンソリデーションを進めている。その先陣を切ったのは銀行であった。94年、州際業務規制（州を超えての支店展開を制限）の緩和を機に、大型合併が相次いだ。この傾向は依然として続いており、94年総資産上位行30社の1/3が、98年末までに消滅する⁴。

同様の動きは97年、証券、消費者金融（カード）業界にも飛び火した。証券会社合併の引き金を引いたのは、モルガン・スタンレー（97年自己資本ランキング第4位）とディーン・ウィッター（同12位）であり、前述のソロモン・ブラザーズとスミス・バーニーが追随した。また、カード業界では、97年ローン残高同4位のファーストUSA、同8位のアドバンタ、前述のAT&Tが、いずれも買収ターゲットとなった。消費者金融業界でも98年4月7日、ハウスホールド（ファイナンス・カンパニー96年自己資本ランキング第6位）とベネフィシャル（同12位）の合併が発表された⁵。

これほどまでに合併が相次ぐのは、金融機関がスケール競争を始めたからである。

90年代の銀行業界にみられた特徴の一つは、それまで効率が悪いとされていた個人業務を見直すことであった。銀行業界では、商業ローンの不良資産化の反省から、統計的にリ

⁴ バンカメリカ/ネーションズバンク、バンクワン/ファーストシカゴの合併を含む。

⁵ これらの金融機関ほど、保険会社は買収に積極的でないように見えるが、96年の保険会社数は、ピークの88年の3割減である。

スクを管理できる個人向け貸付けが注目されるようになった。つまり、個人顧客は単なる資金調達手段以上の存在となったのである。一方、証券業界においても、好調な株式市場や、確定型拠出年金⁶の拡大に牽引されて、ミューチュアル・ファンド（投資信託）が一大ブームとなった。97年の株式保有率が62%に達した個人顧客（投資信託保有分を含む）を、証券会社はもはや無視できない。

しかし、小口業務の効率的処理に、情報技術投資は不可欠である。店舗や人間に代わる代替チャンネル（電話、PC、インターネット等）の導入や、マス・マーケティングの精度を高めるデータベース分析が求められるからである。このように「装置産業化」しつつある金融業界では、規模の拡大に伴う単位コストの削減が優先課題となる。

他方、スケール・メリットは、法人業務でも明らかになりつつある。①案件規模の拡大、②多様なリスク商品の登場、に加え、③コミットメントの度合いや大型案件をさばく能力が生き残りの条件の一つとなっており、クッションの役割を果たす自己資本の充実が従来以上に重要となっているからである。

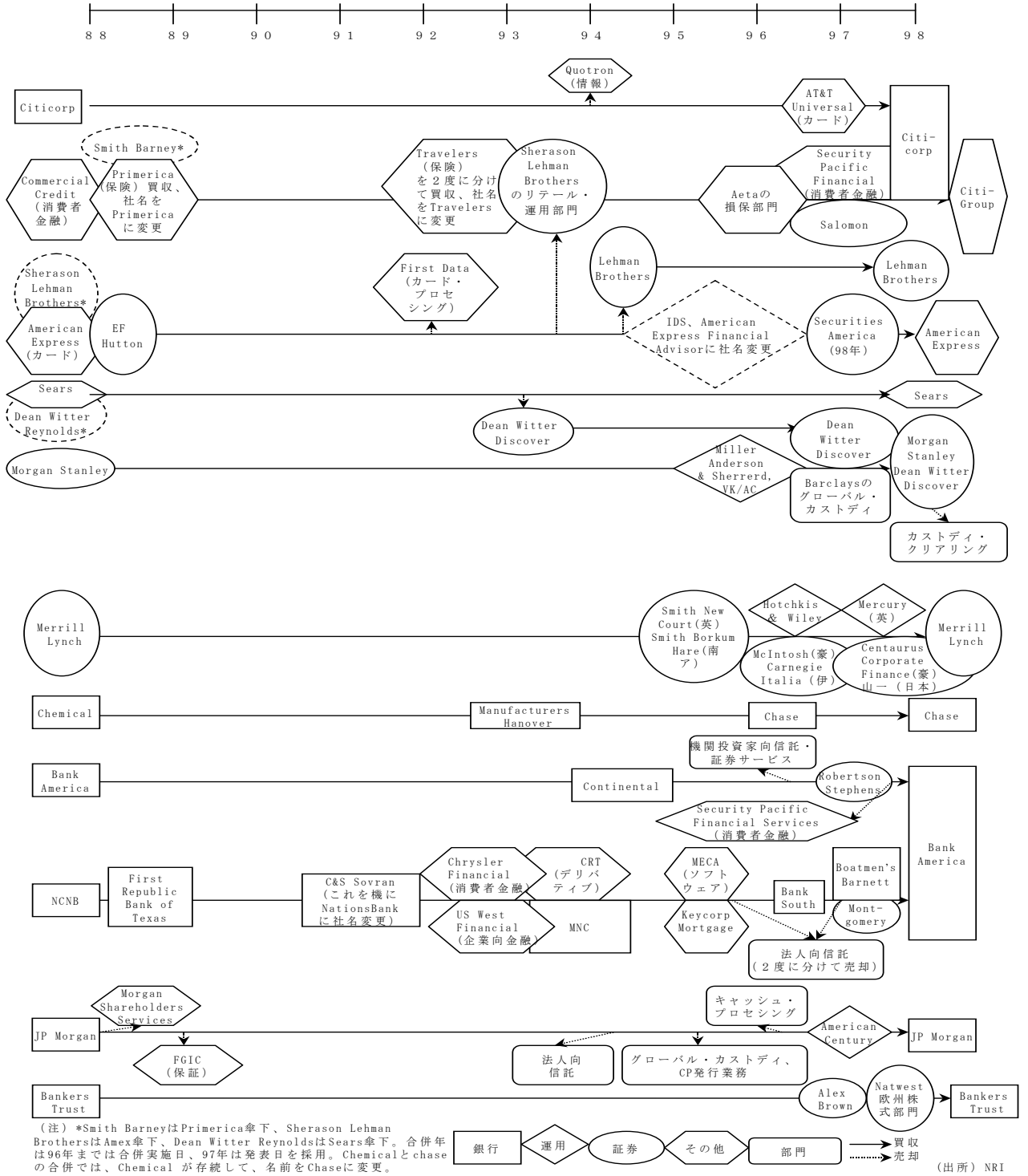
ただし、以下で紹介するコンバージェンス（他業態との合併）、グローバリゼーションという変革が同時に進展しているため、コンソリデーションを通じた業界内・米国内での地位確立が、必ずしも金融機関としての将来を約束する訳ではない。米国金融機関は、ユニバーサル・バンクとして再編を進める欧州金融機関をベンチ・マークとして、意識するようになっている⁷。

⁶ 拠出額や投資手段を従業員が自己責任で決定し、給付額は投資元本と投資収益の合計額によって決まるタイプの年金プラン。

⁷ 詳細は、落合大輔「UBS と SBC が合併へ」『資本市場クォーターリー』1998年冬号 Vol. 1 No. 3、落合大輔「ドイツ第2位の銀行誕生へ」『資本市場クォーターリー』1998年秋号 Vol. 1 No. 2 参照

図表4

米国主要金融機関の合従連衡



2) コンバージェンス（他業態との合併）

米国では、銀行は本業以外の業務を制限されてきたため、歴史的にコンバージェンスを積極的に行ってきたのは、保険、証券、消費者金融会社であった。

最初の波は、80年代初めに押し寄せた。カード会社のアメリカン・エクスプレス、デパートのシアーズ、保険会社のプルデンシャルが、「ワンストップ・ショッピング」を標榜して、立て続けに証券会社を買収したのである。しかし結局、期待通りのシナジー効果は生まれず、プルデンシャル以外は証券部門を売却し、本業回帰の方針をとった⁸。

ところが97年初頭、銀行による証券業務規制が緩和されたのを機に、バンカーズ・トラストが新株引受を得意とするブティック型証券会社のアレックス・ブラウンを買収し、バンカメ리카、ネーションズ・バンクがこれに続いた⁹。

同様の動きは、個人業務においても見られる。83年にディスカウント・ブローカー最大手のチャールズ・シュワップを買収したバンカメ리카は、87年、同社をスピンオフした。その後、90年代の投資信託ブームの到来とともに、銀行も大手を中心に投信ビジネスの内部育成を行ってきたが、自助努力による拡大には限界を感じ、運用会社（94年メロン銀行がドレイファスを買収）やディスカウント・ブローカー（97年フリートがクイック&ライリーを買収）を買収するようになった¹⁰。

80年代のワンストップ・ショッピングが「靴下から株式まで（socks & stocks）」と言われたように、商品の品揃えの充実や一カ所で「買い物」ができるという利便性を訴えたものであるとすれば、90年代のそれは、より提案型のサービスを目指していると言えよう。

例えば、バンカメ리카が買収したロバートソン・スティーブンズは、顧客企業の「資金調達」というニーズに対し、顧客の特性を見た上で、ベンチャー・キャピタル、新規株式発行、などのソリューションを導きだす（図表5）。しかし、顧客のニーズは、成長度に応じて変わるため、「ライフサイクル」に応じたサービスを取り揃えることが重要となる。ロバートソン・スティーブンズは、新興企業に早い段階からアプローチし、関係を構築しても、顧客企業が大きくなると大手証券会社に移ってしまう（新規株式公開に比べて同社の債券引受のプレゼンスは相対的に低い）という悩みを解消するため、バンカメ리카と合併した。また反対にバンカメ리카は、内部で株式引受ノウハウを持っていなかったため、新興企業にアプローチする手段を必要としていた。

同様のアプローチは、個人業務にも見られている。学生当時は余裕資金がないので、当座預金等、銀行商品を利用する。しかし、家族を持ち、退職後資金の蓄積等のニーズが生

⁸ 詳細は、沼田優子「トラベラーズによるソロモン・ブラザーズの買収」『資本市場クォーターリー』1997年秋号 Vol. 1, No. 2 参照。

⁹ 詳細は、沼田優子「米国における銀行の証券会社買収」『資本市場クォーターリー』1997年夏号 Vol. 1 No. 1 参照。

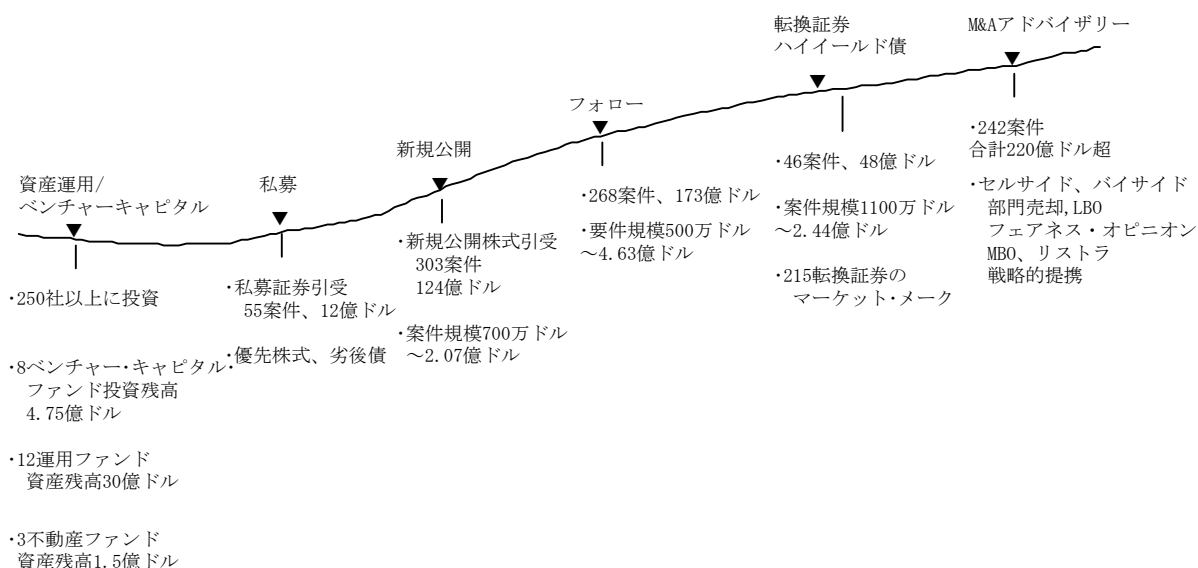
¹⁰ 沼田優子「リテール業務の強化を目指す米国大手地銀の買収戦略」『資本市場クォーターリー』1998年冬号 Vol. 1 No. 3 参照。

まれると、そのソリューションとして、より利回りが有利な証券商品への投資を行い始める。またこの頃から、保険商品も購入し始め、退職間近になると、相続という新たなニーズが生まれる。

顧客を早期に囲い込むためには、銀行商品が不可欠であり、これらは個人の生涯を通して利用される。しかし、一回当たりの取引金額が小さく、また年配層や富裕層程、銀行商品比率は低くなるというデメリットがある。

図表5

顧客企業のライフサイクルに合ったサービスを提供するRobertson Stephens



(注) 97年6月9日現在
(出所) Bank America

図表6

個人の年間金融商品購入金額シェア

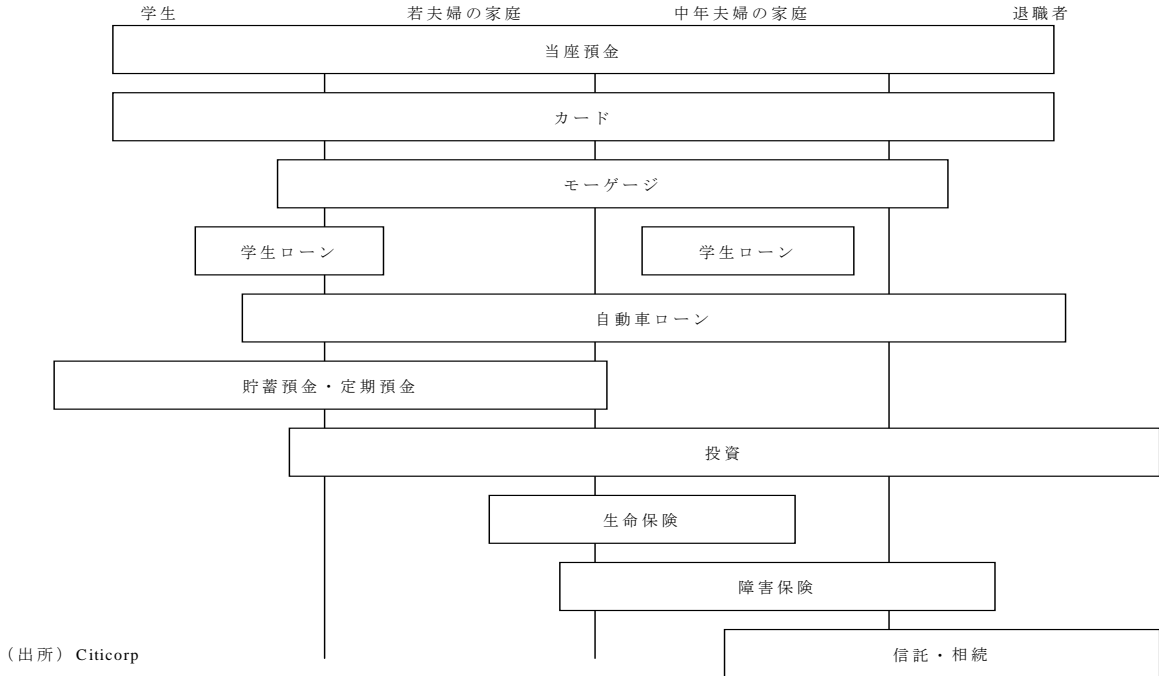
(%、ドル)

	学生	若い家族持ち	中年家族持ち	年配層	富裕層
投資商品	20%	7%	10%	25%	50%
保険	3%	25%	12%	14%	15%
銀行商品・ローン	10%	27%	67%	43%	25%
決済商品	67%	41%	11%	18%	5%
一人当たり年間金融商品購入金額	150	300	1,200	700	3,500

(出所) Citibank推定

図表7

個人顧客のライフサイクルに合わせたリレーションシップの構築



3) グローバリゼーション

コンソリデーション、コンバージェンスは、米国のみに見られる現象ではない。

欧州大陸においては銀行が圧倒的な勢力を誇っているが、90年代初めの景気後退期に貸出が伸び悩んだこともあり、伝統的な預貸業務の収益性が低下した¹¹。一方、EUの域内市場統合・通貨統合を目指した動きの一環として、証券市場の整備、民営化等が進み、証券業務拡大の機会をもたらした。投資銀行部門の立ち上げが比較的遅れていた大陸系金融機関にとって、証券引受・ディーリング業務等を得意としながらも、資本力で見劣りのする英国マーチャント・バンクが格好のターゲットとなった。95年、INGが破綻したベアリングを買収したのを皮切りに、マーチャント・バンクが相次いで大陸系金融機関の傘下に入った。

欧州証券市場の拡大は、提案力と商品開発力を強みとする米国証券会社にとっては業務拡大の絶好のチャンスであり、ユーロ債市場の引受ランキング(97年)では、トップ10社の半分を米国勢が占めた。中でも米国市場でトップに君臨するメリル・リンチは、英国証券会社スミス・ニューコート、同運用会社マーキュリーを買収するなど、新たな収益機会を求めて海外業務比率を急速に高めている。

一方のヨーロッパ勢も、米国市場でのプレゼンスを高める努力を続けている。しかし97

¹¹ 落合大輔「欧州金融機関の生き残り戦略」野村證券『財界観測』1998年4月号参照。

年、米国内証券引受ランキングのトップ10位入っているのは第7位のクレディ・スイス・ファースト・ボストン（引受金額677億ドル）のみであった。米国市場においては、米国金融機関の力が圧倒的に強く、欧州金融機関は、高額で優秀な人材を引き抜いても苦戦を強いられている。クレディ・スイスも、米国の有力投資銀行ファースト・ボストンを買収した恩恵を受けている部分が少なくない。こうした中、米国でも銀行を巻き込んだコンバジェンスが可能となったため、これに参加する欧州金融機関が現れた。

図表8
国際債券発行市場ランキング(97年)

(億ドル)

	ユーロ債		
		米国発行体	その他
Merrill Lynch	314	143	171
Deutsche Morgan Grenfell	285	25	260
Goldman, Sachs	277	90	187
SBC Warburg Dillon Read	276	50	226
CSFB	258	22	236
JP Morgan	232	57	175
ABN AMRO	218	22	196
Morgan Stanley Dean Witter	199	59	140
paribas	178	31	147
Lehman Brothers	173	73	100
市場合計	4,751	792	3,959

(出所) Securities Data資料よりNRIA作成

図表9
米国金融機関のクロス・ボーダーM&A

発表日	買収企業			ターゲット企業			買収金額 (億ドル)
95年4月	Zurich	スイス	保険会社	Kemper	米国	運用会社	20.0
95年7月	Merrill Lynch	米国	証券会社	Smith New Court	英国	証券会社	8.2
96年4月	Toronto-Dominion	カナダ	銀行	Waterhouse	米国	ディスカウンター	5.3
97年5月	SBC (Warburg)	スイス	銀行	Dillon Read	米国	投資銀行	6.0
97年6月	Zurich (Kemper)	スイス	保険会社	Scudder	米国	投信会社	20.0
97年7月	CIBC (Wood Gundy)	カナダ	銀行	Oppenheimer	米国	投資銀行	5.3
97年8月	ING (Barings)	蘭	銀行	Furman Selz	米国	投資銀行	6.0
97年10月	Toronto-Dominion	カナダ	銀行	Kennedy Cabot	米国	ディスカウンター	1.6
97年11月	Merrill Lynch	米国	証券会社	Mercury	英国	運用会社	53.0
97年12月	Bankers Trust	米国	銀行	Natwest欧州株式部門	英国	銀行	2.2
98年2月	Merrill Lynch	米国	証券会社	山一証券	日本	証券会社	—
98年2月	GECC	米国	ファイナンス・カンパニー	東邦生命	日本	保険会社	5.8
98年2月	Societe General	仏	銀行	Cowen	米国	投資銀行	5.4

(注) GECCは、東邦生命と新会社を設立し、東邦生命の営業資産を引き継ぐ。

Merrill Lynchは、自主廃業した山一証券の支店網、営業マンを引き継ぐ。

(出所) Securities Data Company, Inc. 各社資料、新聞記事等よりNRIA作成

4. 合併の狙い

1) スケール・メリット

前述の州際業務規制により、米銀は国内でさえも全国展開ができなかったため、欧州の金融機関と比べても、規模的な見劣り感があった。しかしシティグループは、自己資本、総資産、当期利益、時価総額のいずれをとっても、世界最大の金融機関となる。

図表 10
世界一の金融機関となるCitigroup
(億ドル)

	主要業務	国	自己資本*	総資産*	当期利益*	時価総額*
Citigroup	証券、保険、銀行、	米国	440	6,980	75	1,350
AIG	保険	米国	240	1,480	33	880
新BankAmerica	銀行	米国	480	5,250	62	1,270
NationsBank	銀行	米国	290	2,650	30	700
Travelers	保険、証券	米国	190	3,880	34	690
UBS	証券、銀行	スイス	250	6,630	33	680
Citicorp	銀行	米国	190	3,110	41	650
Chase	銀行	米国	200	3,360	25	570
BankAmerica	銀行	米国	190	2,600	32	570
東京三菱	銀行	日本	240	6,910	3	560
HSBC	銀行	英国	260	4,010	53	540
ING	保険、銀行	オランダ	110	2,780	83	530
Deutsche Bank	銀行	ドイツ	190	5,700	14	400
住友	銀行	日本	160	4,820	3	300
三和	銀行	日本	150	4,440	2	250

*直近の数字

(出所) Citigroup資料よりNRIA作成

2) クロスセル

合併発表コンファレンスでは、業務の相互補完、とりわけ個人業務のクロス・セル（既存の顧客に複数の商品売り込むこと）が強調された。

両社のいずれのチャンネルでも、現時点ではフルサービスの品揃えとは言い難い。シティバンクは規制上の問題から保険商品は殆ど扱っていないし、店舗での投資信託販売は限定的である。しかし、両社は将来的に、図表 11 の穴を埋めていくことにより、新たな収入を得られると確信している。

またシティグループは、各チャンネルの品揃えを充実させるのみならず、長期的には、アドバースを中核とする包括的な金融パッケージ・サービスも可能であると見ている。例えば、富裕層には①決済、②証券、③相続、④リスク・マネジメント、⑤ローン、⑥資産運用、⑦海外取引を、また中流層には①財務分析、②決済、③ローン、④保険、⑧投資商品をそれぞれ一まとめに提供することも考えられよう。

図表 11
個人向け商品及び販売チャネルの品揃え

	店舗		人				電話	
	Citibank	Commercial Credit	PFS	プライベート・	証券営業マン	保険エージェント	Citicorp	Travelers
当座預金	○			○				
クレジット・カード	○		+	○	+		○	+
ローン	○	+	+	○	+			
生命保険			+		+	+	○	+
家財保険		+	+			+	○	+
自動車保険		+	+			+	○	+
介護保険					+	+		
投信	○		+		+	+		
個人年金	○		+		+	+		
ラップ口座					+			
証券	○			○	+			

(注) ○はCiticorp、+はTravelersが提供
(出所) Citigroup

ただ、各チャネルの品揃えが類似するとしても、短期的なチャネル再編の可能性は低い。店舗（コマーシャル・クレジット）、電話、保険エージェント（生保専門、損保専門、フルタイム、パートタイム等）、証券営業マンと、各顧客セグメントに合ったチャネルの併用が、トラベラーズの競争力の源泉であると考えているからである。

さらに長期的な展望であるが、法人業務部門でのクロス・セルも一考に値しよう。中でもシティコープの国内中小企業向け顧客に、①キャッシュ・マネジメント、②ローン、③損害保険、④為替、貿易金融、⑤相続、等のパッケージ・サービスを提供していくことも考えられよう。

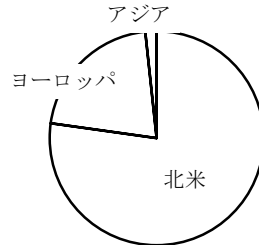
3) グローバリゼーション

トラベラーズの収入の大半は、主に国内からのもので、海外展開が課題となっていた。法人業務のグローバル化と海外での年金制度改革の動き（含む日本）が、新たな収入機会を生み出すと考えていたからである。現在は、ソロモン・ブラザーズの買収により証券部門収入の海外比率が23%となったが、97年国際債券市場発行ランキングでは12位であり、依然として立ち後れ感は否めない。

この点、シティコープは法人業務収入の内訳を見ると、北米は3割に過ぎず、東欧、中東、アフリカなどにも進出している。また、個人部門でも海外オペレーションを積極的に拡大しているため、ブランドネーム普及度では、圧倒的に有利である。そのシティコープを傘下におさめることで、トラベラーズは98カ国3,000店舗を掌中に入れた。

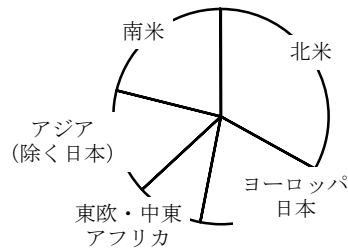
図表 12

Travelers証券部門収入構成（地域別）

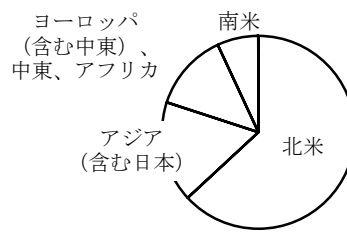


(注) 収入は金利費用を含む

Citicorp法人部門収入構成（地域別）



(参考) Citicorp個人部門ローン残高構成（地域別）



(出所) 各社アニュアルレポート

図表 13

Citigroupの海外拠点網



(出所) Citigroup

5. ワンストップ・ショッピングの議論

今後の注目点の一つは、ワンストップ・ショッピングの浸透度合いであるが80年代の失敗から、懐疑的な見解を示す者も少なくない。

しかしトラベラーズは、既に数年前から、兄弟会社で「製造」した商品の融通を、他社に先駆けて行っている。中でもプライメ리카におけるクロス・セルの試みを頻繁に引き合いに出し、ワンストップ・ショッピングの土壌が出来つつある証左であると、繰り返し述べている。

プライメ리카の合い言葉は、「定期保険を購入して、残りの資金で投信を」であり、従前より投信を販売していた。商品は、顧客層（年収3～8万ドル）に合わせて設計しているため、必ずしも他チャンネルと同一の商品を扱っている訳ではない。

これら兄弟会社の商品を販売できるのは、各商品の販売資格（投信を販売する場合は、シリーズ6と呼ばれる試験に合格しなければならない）を取得したエージェントである。現在、プライメ리카の販売力がトラベラーズに与える恩恵は必ずしも大きくないが（損害保険におけるプライメ리카比率は12%、消費者金融は21%）、各商品の販売実績成長率は着実に伸びている。

ただし、プライメ리카の成長をもって、ワンストップ・ショッピングの成功と決め付けるのは、早計である。本来、保険商品は他の金融商品に比べて商品設計が複雑で、より専門性が要求されると見られていた。ところがプライメ리카では、本業を持つ人間を社内研修で教育して商品販売資格を取らせ、パートタイムのエージェントとして営業に携わらせるというユニークな戦略をとっている。これは換言すれば、さほど複雑なソリューションを求めていない顧客を対象としているため、アドバイスを差別化要因の一つとするセグメントにも応用がきくとは限らないからである。

図表 14
ワンストップ・ショッピング

	95	96	97	商品提供会社	クロス・セル比率	エージェント数
損害保険販売数 (万)	0.46	3.76	9.58	Travelers Indemnity	12% (損害保険料 PFS*/Travelers)	8,658
成長率 (倍)	—	8.17	2.55			
投信販売額 (億ドル)	0.30	5.58	6.90	Salomon Smith Barney	48% (販売額、PFS 経由のSSB/PFS)	27,500
成長率 (倍)	—	18.73	1.24			
個人年金販売額 (億ドル)	0.27	1.01	3.47	Travelers Life & Annuity	—	—
成長率 (倍)	—	3.74	3.44	Travelers Life Insurance		
消費者金融残高 (億ドル)	13	15	23	Commercial Credit	21% (残高 PFS/CCC)	—
成長率 (倍)	—	1.15	1.53	98年よりTravelers Bank		
FNA (万)	—	10.73	48.38	—	—	80,000
成長率 (倍)	—	—	4.51			
収入 (億ドル)	13.56	14.26	15.36	—	—	—
成長率 (増加率-%)	—	5%	8%			
当期利益 (億ドル)	2.51	2.82	3.43	—	—	—
成長率 (増加率-%)	—	12%	22%			

(注) FNA=Financial Needs Analysis。ファイナンシャル・プランを指す。*PFS以外にも、直販等を含む CCC=Commercial Credit、SSB=Salomon Smith Barney

(出所) Citigroup資料、TravelersアニュアルレポートよりNRIA作成

6. リストラの可能性

合併発表コンファレンスでは、重複オペレーションはほとんどないため、大きなリストラの必要がないとのコメントがあった。

実際、重複オペレーションのうち、比較的規模が拮抗しているのはトレーディングと資産運用程度であるが、両社の業務内容が異なっているため、合併によるリストラ効果はそれほど大きくないと思われる。

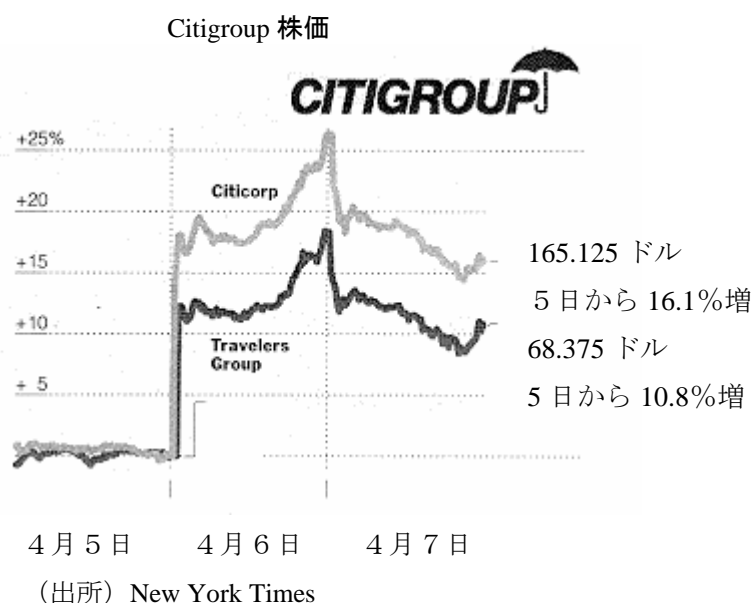
例えば両社の97年のトレーディング収入を比べると、シティコープ21億ドルに対してトラベラーズ25億ドルとなっている。しかし、トラベラーズは、ソロモン・ブラザーズを買収したため、トレーディング収入の75%は債券であるのに対して、シティコープは、60%が為替である。

同様に資産運用業務も、ソロモン・スミス・バーニーの97年資産残高が1,542億ドルであるのに対し、シティコープは1,100億ドルである。しかし、その内訳を見ると、ソロモン・スミス・バーニーは投資信託が983億ドル、個別・合同運用口座等が541億ドルとなっているのに対し、シティコープは投資信託が156億ドル、個別・合同運用口座が944億ドルとなっている。

それ以外の業務に関しては、両社の規模格差が著しいため、大きな軋轢を生むことなく、いずれかに吸収される可能性が高い。例えば、クレジット・カードでは、トラベラーズのローン残高は14億ドルと、シティコープの2%に過ぎない。また証券引受業務においては、ソロモン・スミス・バーニーが97年米国内証券引受金額第2位となったが、シティコープは資産担保証券引受においてのみ、ようやく15位（97年引受金額20億ドルー同部門第5位のソロモン・スミス・バーニーの約1割）にランク入りする程度である。

ただし、両社のこれまでの経営方針を振り替えると、リストラの可能性は否定できないと見る向きもある。シティコープは、不良資産問題からの脱却をはかるため、90~93年にかけて大胆なリストラを行った。また最近では、昨年10月、第3四半期決算が前年同期で45%減の5.11億ドルを計上した際に、従業員の8%にあたる7,500人の削減を発表した。一方、トラベラーズも、昨年9月のソロモン・ブラザーズ買収発表から、今年3月までの半年間で、1,200人減少した。

7. 市場の反応と今後の行方



世界最大級の金融機関誕生を好感して、両社の株価は急上昇した(シティコープ25%増、トラベラーズ18%増)。しかし、合併の詳細が明らかになるにつれ、規制上の問題など、不透明な要素による懸念が折り込まれ、翌7日から見た株価上昇率は、シティコープ16%、トラベラーズ11%に留まった。

むしろ短期的には、相対的に見劣りのする他の金融機関への波及効果が注目される。翌週の米銀トップ10行中4行を巻き込んだ大型合併2件(ネーションズ・バンクとバンカメリカ、バンクワンとファースト・シカゴNBD)の同時発表が、既に今後のスケール競争の白熱化を予想させている。

(沼田 優子)