

アリアンツによるドレスナー銀行の買収

2001年3月末、ドイツ最大の保険会社であるアリアンツが、ドイツ第3位の銀行であるドレスナーを買収することを決めた。この結果、アリアンツは、国内最大の金融機関となるだけでなく、ドイツ最大の上場企業になる。アリアンツは、今回の買収により、資産運用業務の強化とリテール販売チャネルの拡充を目指す。

1. 買収の概要

1) 買収の内容

ドイツ最大手の保険会社であるアリアンツは、ドレスナー銀行株10株に対し、アリアンツ株式1株と現金200ユーロを支払い、ドレスナー銀行の発行済み株式の約80%を取得する¹。公式発表の直近営業日である3月30日のアリアンツ株価で計算すると、総買収金額は234億ユーロ（約2.6兆円）である。ドレスナー銀行株式1株当たりの買収金額は53.13ユーロとなり、両者が交渉を行っていることを公式に認めた3月29日の前日の株価に対するプレミアムは、わずかに7.5%となる。ただ、同行の株価は今回の買収の噂で、3月23日より上昇していた。3月22日の終値と比較するとプレミアムは約29%となる。さらに、ドレスナー銀行の時価総額のうち、半分は同行の保有株式の評価額であることを考えると、プレミアムは50%を超えるという指摘もある。

この買収によって誕生する「アリアンツ・ドレスナー」は、時価総額でドイツ国内最大の金融機関となるだけでなく、ドイツ・テレコムを抜き、ドイツ最大の上場企業になる²。

ドイツでは、複雑な株式持合い関係があり、金融機関同士でも株式持合いが行われている（次ページ図1）。その中心にしているのが、アリアンツとミュンヘン再保険である。両者は、共にミュンヘンに本拠を置き、お互いに発行済み株式の25%ずつを保有する友好的なパートナーであるが、持合い株式を売却する際のキャピタル・ゲインを非課税とする税制改正が行われることもあり、持合い関係の解消を進めていくことで合意していた。両者は、今回の買収を契機に、持合い関係を整理する。

まず、アリアンツは、ミュンヘン再保険が保有しているアリアンツの生命保険子会社の

¹ 残りの20%はすでにアリアンツが保有している。

² 公表されている99年末の総資産を単純に合計すると、アリアンツ・ドレスナーよりもドイツ銀行の方が大きい。

発行済み株式の40%を買い戻す。これと引き換えに、アリアンツとドレスナー銀行が保有する、ドイツ第2位のヒポフェラインス銀行の発行済み株式の16%をミュンヘン再保険に売却する。この結果、ミュンヘン再保険のヒポフェラインス銀行への出資比率は25.7%に上昇する。

また、ミュンヘン再保険は、アリアンツの生命保険子会社株式を売却することによる生命保険市場での勢力低下を補うため、同社傘下にある国内第2位の生命保険会社であるエルゴ (Ergo) に対する出資比率を、現在の62.9%から95%に引き上げる。残りの5%は、ヒポフェラインス銀行が取得する予定である。

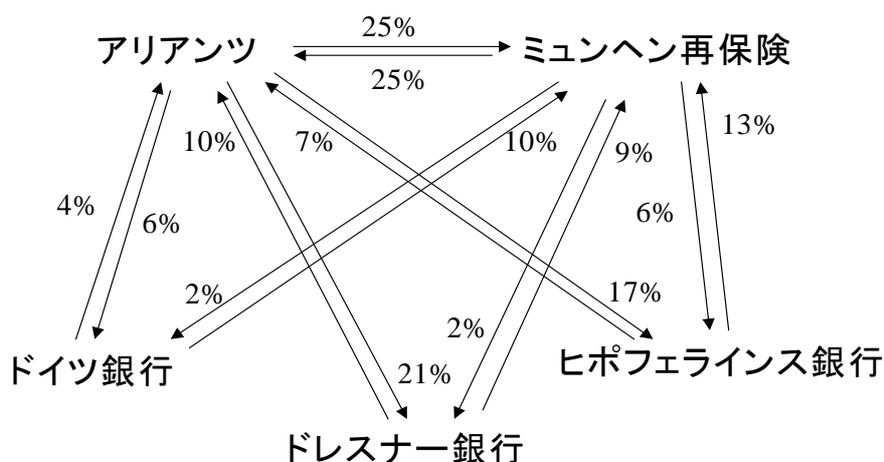
ミュンヘン再保険は来年までに、これらの取引を規制当局の認可と株主の承認を待って行う予定である。これらの取引が完了すると、ミュンヘン再保険は、国内第2位の保険会社を傘下に置き、同じく国内第2位の銀行とも強い関係を持つ、一大金融グループとなる³。

また、アリアンツとミュンヘン再保険は、今後、お互いに保有する株式の比率を徐々に下げていくことでも合意しているが、当面の目標は2003年までに20%まで引き下げるというもので、さほど急な引き下げではない。

今回の持ち合い関係の整理により、これまでドレスナー銀行が持っていた10%、ヒポフェラインス銀行が持っていた7%、ドイツ銀行が持っていた4%のアリアンツ株式は、市場に流通することになり、アリアンツの浮動株の比率が高まる。今後、主要株価指数は、流動株比率を考慮に入れて構成銘柄のウェイト付けを行うように見直されるため、買収による規模の拡大効果と合わせ、アリアンツのウェイトが大幅に高まることになる。

今回の買収のアリアンツ側のアドバイザーはUBS ウォーバーク、ドレスナー側はゴールドマン・サックスとドレスナー・クラインウオート・ワッサーズタインが担当した。

図1 複雑な株式持ち合い関係



(出所) フィナンシャル・タイムズ紙

³ ただ、ヒポフェラインス銀行は、この後株主に対して50%の増資を提案した。買収戦略を推進するためとしているが、ミュンヘン再保険による持ち株比率を下げることを狙ったものという見方もある。

2) 買収後の組織

アリアンツ・ドレスナー成立後の組織は、国内業務をアリアンツ・ドレスナー・フィナンシャル・サービスとアリアンツ・ドレスナー・アセット・マネジメントの2つに分割し、国外の業務は、地域ごとに分ける。大きく、欧州Ⅰ、欧州Ⅱ、アメリカ、エマージング市場、の4地域に分ける予定である。

また、投資銀行部門であるドレスナー・クラインウォート・ワッサースタインについては、経営権を大幅に譲渡することによって独立性を高め、3年後には上場することを検討している。

上記7部門に、財務、税務、リスク管理、人事、ITの5つの総務部門を加えた12部門のうち、ドレスナー銀行出身者が責任者となるのは、3部門のみである。現ドレスナーCEOのファールホルツ氏がアリアンツ・ドレスナー・フィナンシャル・サービスの責任者兼副CEOとなり、ドレスナーの投資銀行部門担当であるフィッシャー氏がドレスナー・クラインウォート・ワッサースタイン担当、ミューラー氏がリスク管理担当となる。CEOは現アリアンツCEOのシュルテ・ネレ氏が務める。

2. アリアンツの狙い

1) アリアンツの概要

アリアンツは、欧州最大の保険会社である。1999年の年間保険料収入は、538億ユーロ（約6兆円）で、同年末の総資産は3,828億ユーロに達する。

アリアンツは、生命保険業務、損害保険業務、資産運用業務を3本の柱としている。この中で、損害保険業務が最も大きな収益源である。総保険料収入の3分の2が損害保険料で、1999年の税引き前利益の75%を損害保険業務部門が上げている。アリアンツにとっては、収益の安定性が高い生命保険業務、資産運用業務の強化が課題とされてきた。

アリアンツは、海外への進出にも積極的に取り組んでいる。欧米の先進国だけでなく、最近では、中東欧やアジアといったエマージング市場にも、積極的に進出している。進出した市場では、マーケット・シェアで上位5社に入ることを目的としている。

ただ、今回のドレスナー銀行の買収は、もっぱら国内での資産運用業務の強化と、生命保険商品や投資商品の販売チャネルの拡充を目的としたものである。

2) 資産運用業務の強化

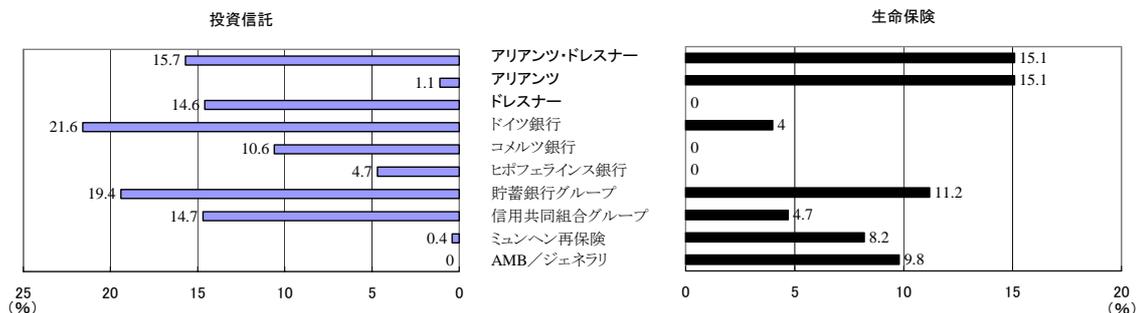
アリアンツがドレスナー銀行を買収した第1の目的は、資産運用業務の強化である。前

述の、アリアンツの業務の3本柱のうち、資産運用業務は、アリアンツが最も遅れて進出した分野である。資産運用子会社であるアリアンツ・アセット・マネジメントを設立したのは1998年になってからのことである。

アリアンツは、1999年11月には債券運用に強いPIMCO、2000年10月には株式運用に長じたニコラス・アップルゲートと、共に米国の有力資産運用会社を買収することを発表するなど、アセット・マネジメントの強化に懸命である⁴。PIMCOの預かり資産2,500億ドルと、ニコラス・アップルゲートの預かり資産350億ドルを加えることによって、アリアンツは機関投資家向け資産運用業務では、預かり資産残高で世界第6位にまで上昇した。しかし、国内の特にリテール向け投資信託のシェアは、1999年末で1.1%に留まり、存在感はほとんどない。

ドレスナー銀行のアセット・マネジメント子会社であるDITは、預かり資産残高で国内第4位で、1999年末のシェアは14.6%である。このDITを統合することにより、リテール向け資産運用業務で、アリアンツ・ドレスナーは、ドイツ銀行傘下のDWS、貯蓄銀行グループの資産運用子会社であるDekaに次ぐ、第3位の勢力を持つことになる。

図2 ドイツ国内のリテール投資信託市場と生命保険市場におけるシェア



(注) 投資信託は99年末預かり資産残高、生命保険は99年払込保険料のシェア。

(出所) アリアンツ資料

アリアンツが、資産運用業務の強化を急ぐのは、ドイツにおいて個人投資家による証券投資が急速に進んでいるためである。ドイツでは、個人金融資産は我が国と同様、預金の比率が高く、有価証券の比率は低かった。また、有価証券の中でも債券や債券投信の比率が高かった。

ところが、金利の低下や株価の上昇などにより、個人の株式や株式投信への投資が急速に普及した。92年には個人金融資産に占める有価証券の比率は26.5%に過ぎなかったが、99年には35.1%まで上昇している。有価証券の内訳を見ると、債券の比率が下落し、株式

⁴ PIMCOの買収は2000年5月、ニコラス・アップルゲートの買収は2001年1月に完了した。

が5%、投資信託が6%上昇している。投信の内訳を見ると、この2年間で株式投信が急増していることが見て取れる。

表1 ドイツ個人金融資産の内訳の推移

	1992		95		99	
	(10億マルク)	(%)	(10億マルク)	(%)	(10億マルク)	(%)
預貯金	1,918	46.6	2,190	42.7	2,456	36.4
保険	847	20.6	1,112	21.7	1,570	23.3
債券	555	13.5	729	14.2	722	10.7
株式	323	7.8	446	8.7	885	13.1
投資信託	213	5.2	354	6.9	760	11.3
企業年金	260	6.3	298	5.8	356	5.3
合計	4,116	100.0	5,129	100.0	6,749	100.0

(出所) ドイツ連銀月報より野村総合研究所作成。

表2 ドイツのパブリック・ファンド残高内訳の推移

(100万ユーロ)

	MMF	債券投信	株式投信	混合ファンド	ASファンド	不動産投信	合計
1994	15,990	47,951	20,944	5,600	-	26,605	117,090
95	19,554	52,144	22,089	5,562	-	30,604	129,953
96	17,347	57,662	27,192	6,340	-	37,950	146,492
97	14,994	62,997	48,357	8,711	-	41,428	176,488
98	18,220	63,993	67,460	12,618	398	44,084	206,773
99	21,835	66,315	123,661	20,134	1,576	51,363	284,884
2000	20,196	59,887	141,628	24,437	2,817	48,931	297,896

(注) 1.AS ファンドは、老後資金を用意するための長期ファンド。1998年に導入された。

2.1998年以前の計数は、固定レート1ユーロ=1.95583マルクで換算。

(出所) ドイツ連銀統計月報より野村総合研究所作成。

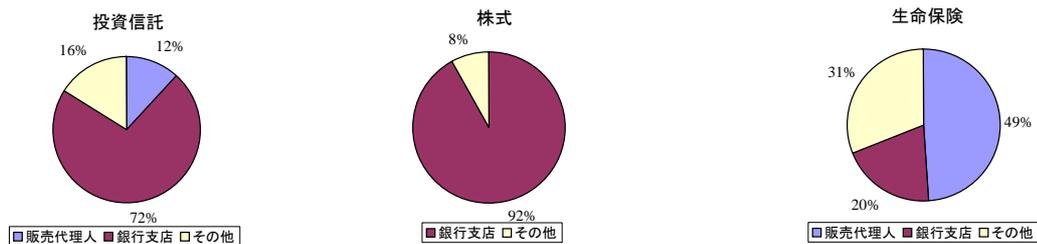
ドイツでも高齢化に伴う年金制度改革が進められている。公的年金支給額は減額されるので、今後はこれまで以上に、老後のための資金を蓄えるニーズが高まる。年金改革作業は遅れているが、いずれにせよ公的年金の額が減少することをすでに国民は認知し始めており、そのことが、最近の証券投資ブームを後押ししている一因となっている。アリアンツはこの分野を、同社にとっての第3の柱とするために、リテール向け資産運用業務の一層の強化を必要としていた。

3) リテール金融商品販売チャネルの拡充

アリアンツの第 2 の目的は、リテール金融商品販売チャネルの拡充である。アリアンツは、これまで生命保険商品を中心とする金融商品を、12,000 の専属代理人を通じて販売してきた。しかし、この個人営業者を中心とする代理人ネットワークは、極めて保守的と言われ、これまで一般的であった有配当生命保険の販売には慣れていても、今後増加することが期待される個人年金商品や投資信託の販売には不向きであると見られている。ドイツにおいて、最近解禁されたユニット・リンク型の変額保険商品の取扱いも、アリアンツは保守的な代理人ネットワークのために、導入が遅れたという経緯もある。12,000 の専属代理人のうち、現在積極的に投信を販売しているのは、せいぜい 3,000 という見方もある。

ドイツにおける金融商品ごとの販売チャネルを見ても、投資信託や株式の販売は主に銀行のチャネルを通じて行われている（図 3）。このため、アリアンツは、自前の支店網を持つことを狙っていた。

図 3 金融商品ごとの販売チャネル



(出所) アリアンツ資料

3. 評価と展望

1) 評価

銀行と保険会社の提携、買収または合併が行われる場合、両者の顧客にお互いの提供する金融商品を相互販売することを目的とするケースが多い。今回のケースでも、もちろん、クロス・セル効果が上がれば言うことはないが、それが第一の目的にはなっていない点に注意すべきである。アリアンツは、既存の有配当保険については、これまで主力としてきた販売代理人を通じた販売で問題がないと考えている。ドレスナー銀行の顧客に同社の伝統的生命保険を販売することが主目的ではないのである。

アリアンツにとっての喫緊の課題は、同社が成長市場と見込む投資信託市場でのシェアの拡大と、投資信託や年金改革に伴う個人年金保険の販売強化に備えるための、リテール

販売チャネルの拡充であった。

結局は成立しなかったが、2000年3月に発表されたドイツ銀行とドレスナー銀行の合併も、この2つの課題を一気に解決するために、アリアンツが画策した一大戦略であった⁵。この合併交渉が水泡に帰した後も、アリアンツはドイツ銀行とは交渉をずっと続けていた。

当初のドイツ銀行とドレスナー銀行を合併させる構想が成立していれば、アリアンツは、DITよりも有力なドイツ銀行のアセット・マネジメント子会社DWSを入手できただけでなく、ドレスナー銀行よりもオンライン・バンキングなどで取組みの進んだドイツ銀行のドイツ銀行24を獲得できたし、ドイツ銀行の生命保険子会社も傘下に入れることができた。それに比べれば、今回の買収がアリアンツにとっては次善の策という一般的な評価も仕方ない。

とはいえ、同社が重視する投資信託市場で、ほとんど存在感のなかった同社が、今回の買収により、預かり資産最大手のDWSと比べて大差のない業界第3位にまでのし上がることができることだけを考えると、この買収のアリアンツにとっての意義は大きい。

前述の通り、ドイツでは銀行の支店が、投資信託などの運用商品の販売に重要な役割を果たしている。アリアンツにとってはリテール向け資産運用業務を柱とするためには避けられない投資であった。

アリアンツが長期保有目的で保有している株式の金額は、開示されているものだけでも5兆円を超える。持合い株式を売却する際のキャピタル・ゲインを非課税とする税制改正も行われ、株式保有に充てられている資金を有効活用すべき時でもあった。

2) 展望

アリアンツは、投資銀行業務には関心を持っておらず、ドレスナー・クラインウォート・ワッサースタインは、いずれは公開して売却することを明らかにしている。これに対し、まだ明らかになっていないのが、ドレスナーの商業銀行部門に関する戦略である。ドイツ銀行は、企業顧客向け商業銀行業務部門を投資銀行業務部門と統合しているのに対し、ドレスナー銀行は依然として、企業向け商業銀行業務を一つの独立した部門としている。企業年金ビジネスで成功するには企業との接点は重要であるので、投資銀行部門と統合して売却してしまえばいいというほど簡単ではない。ドレスナー・クラインウォート・ワッサースタインを売却する際に、企業顧客向け商業銀行業務も統合するかどうか注目される。

支店網の再整理も重要な課題である。ドレスナー銀行は、すでに数年前から支店数を減らし、効率性の向上に努めてきた。しかし、今後は、支店数を減らす方向での見直しが必ずしも正しい戦略かどうかは分からない。公的金融機関の見直しが始まったからである。

これまで、ドイツの大手銀行のリテール業務の効率が悪かったのは、数多くの貯蓄銀行

⁵ ドイツ銀行とドレスナー銀行の合併案と、アリアンツの戦略については、落合大輔「ドイツ銀行とドレスナー銀行の合併構想とその破綻」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

や信用協同組合といった公的金融機関が、大きなシェアを持っていたためである。1999 年末の 4 大銀行の支店の数が合計で 3,118 なのに対し、貯蓄銀行 598 行の総支店数は 18,245、信用協同組合 2,418 行の総支店数は 17,828 に上る。大手 4 行を合わせても、預金のシェアは 15%程度に過ぎない。

しかし、公的金融機関に対する州政府からの信用保証は、不当な競争制限的行為であるとする EU 委員会の提訴により、ようやく、公的金融機関の整理統合が進みつつある。ドイツ政府は、これらの銀行を民営化するか、業務範囲を地方公共団体向け金融サービスなどに限定するか、といった方策を取ることを求められている。これは、アリアンツやドイツ銀行などのように、体力のある金融機関にとっては絶好のチャンスである。これらの小規模金融機関を買収することによって、リテール市場でのシェアを高めて、収益性を向上させるという戦略は十分に成り立ち得る。リテール市場が重要な柱となるアリアンツにとって、支店網戦略の見直しは最重要の課題である。

また、取り扱う商品ごとのチャネルの使い分けやインセンティブの付け方、保険に関するアドバイス機能をどの程度充実させるのか、などリテール営業体制の見直しも必要となるだろう。アリアンツは、すでにドレスナー銀行とヒポフェラインス銀行との提携を通じた、銀行支店での自社商品の販売を行っているが、さほど効果を上げていない。両行とも、アリアンツ以外の保険会社の商品を取り扱っていたこと、銀行の支店員にとって自社商品ではなかったこと、という障害は今回の買収により解消されるが、成功しなかった理由は他にもあると思われる。

ドレスナー銀行の弱点とされてきたのは、オンライン金融サービスである。同行が当初始めたオンライン・バンキングは不評で、ヒポフェラインス銀行からオンライン・バンキング部門を買い取ったという経緯もある。また、ドイツ銀行やコメルツ銀行が、オンライン・ブローカレッジで成功しているのに対し、ドレスナーのオンライン・ブローカレッジのシェアは低い。リテール向け資産運用業務を重視する以上、オンライン証券取引業務の強化も十分考えられる。すでに、ドイツの最有力オンライン・ブローカーであるコンソルス (ConSors) の買収も噂されている。同社は新興のオンライン・ブローカーで、最近のハイテク株価の急落で、ネット関連ビジネスの代表格でもあった同社の株価も急落しており、アリアンツにとっては、100%のプレミアムを払っても安い買い物と言われている。

一方、今回の買収の結果、先行きがますます不透明になったのがコメルツ銀行である。同行は、昨年になってようやく投資銀行業務部門の強化に取り組み始めたものの、コストの上昇によって採算を悪化させるというお決まりのコースをたどっている。リテール市場では、コムディレクトが成功を収めたが、それ以外に目立った戦略が見えない。他行との合併による生き残りを求める投資家グループであるコブラが発行済み株式の 10%弱を保有している。これに対抗するために、イタリアの大手保険会社であるジェネラリに対し、第三者割当増資を行った。その他の戦略的パートナーとも、株式持合いにより関係を強化し、独立を維持したい考えである。

4. シティグループとの比較

銀行業務、証券業務、保険業務を全てカバーする、世界最大級の金融機関となるアリアンツ・ドレスナーは、シティグループを連想させる。しかし、その狙いには大きな相違点が2つある。

最大の相違点は、投資銀行業務へのコミットメントである。シティグループでは、ソロモン・スミス・バーニーを中心とする投資銀行業務が重要な柱となっており、シティバンクとの連携も奏効して、合併後の業績向上を牽引した⁶。これに対し、アリアンツ・ドレスナーでは、前述の通り、ドレスナー・クラインウオート・ワッサースタインを売却する予定である。

次に、シティグループの持つグローバル性という強みは、アリアンツ・ドレスナーにはない。確かに、アリアンツは海外進出に積極的に取り組んではいるが、世界 100 カ国に拠点を持ち、1999 年には 24 カ国で最優良外資系銀行に選ばれたシティバンクのネットワークには及ばない。

トラベラーズとシティコープの合併が、世界中のリテール及びホールセール市場で様々な金融サービスを提供することを目指したものであるのに対し、アリアンツのドレスナー銀行の買収は、ドイツ国内のリテール市場を強く意識した戦略である。

おわりに

我が国でも、保険会社は大胆な経営戦略の転換を図っている。これまで主流としてきた販売チャネルの見直しも進められている。生損保の垣根を越えた提携や合併も急速に進展している。

ただ、本業の収益性が低い上に、株価の下落で含み益も枯渇している日本の保険会社に、銀行を買収する体力はないし、あったとしても、不良債権を大量に抱える大手銀行を買収することが得策であるとも思えない。今回のような買収が日本で行われることは、まずなかろう。

ただ、リテール市場において、注目されている金融商品が似ているだけに、アリアンツが今回の買収により、どのようにリテールの販売チャネルを整理し、それがどのような効果を上げるかは、我が国の金融機関にとっても参考になろう。

(落合 大輔)

⁶ シティグループの合併後の評価については、飯村慎一「シティグループにみるグローバル金融サービスの条件」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。