

## 証券業務を強化するウェルス・ファースト

### - ストロングの買収を中心に -

沼田 優子

#### 要 約

1. 米国では、銀行の合併・買収が再び活発化しつつある。その狙いは、持続的な成長力を確保することであり、上位行同士の大型合併や、ウェルス・ファーストによるストロング（投資信託会社）の買収に代表されるような、異業種ビジネスを取り込む動きが見られる。
2. ウェルス・ファーストは伝統的に、統合に伴う軋轢をコントロールしやすく、買収プレミアムが高すぎない、小型の買収を繰り返すことで知られている。ストロング社の場合も、投資信託の短期売買問題が発覚して、顧客資産の流出に悩まされているところであった。
3. 今回の買収は、ウェルス・ファーストの業績に、即座に大きな影響を与える訳ではないようである。ただ、同社は長期的には、異業種からの収益を、全収益の25%にしたいと述べており、目標に一步近づいたことは間違いない。また、5,900 の店舗をはじめとする投資信託の販売チャネルを既に持つ同社は、「クロス・セルの王者」としても知られており、いかにしてその手腕を発揮していくのが、注目されている。

#### I. 活発化する米国金融機関の合併・買収

90年代後半は、米銀の大型合併が相次ぎ、上位行も含めて勢力図が大きく変わった。2001年以降は、こうした動きは沈静化しつつあったが、2003年後半になり、再び、銀行による合併・買収が活発化しつつある。

株式交換形態での合併が一般的な米国においては、株式市場と合併・買収市場の動向は無関係ではない<sup>1</sup>。株価が高騰していた90年代後半は、上位行同士の大型合併が頻繁に行われた。一方で、株式市場が調整局面に入った2001年以降は、一般に、銀行同士の合併に比べて買収金額が小規模な異業種、事業部

門の買収が主流となった。

そして、株式市場が回復し始めた2003年後半以降、再び大手行同士の合併が続いた。2003年10月のバンク・オブ・アメリカ（2003年総資産第3位）とフリート・ボストン（同9位）、2004年1月のJPモルガン・チェース（同第2位）とバンク・ワン（同第7位）等である。これらの合併により、新生バンク・オブ・アメリカと新生JPモルガン・チェースは、シティグループ（同1位）と並び、総資産1兆ドルを越える銀行となった。加えて、規模的にはやや見劣りするものの、2004年6月には、ワコビアも（同4位）、南東部に拠点を置くサウス・トラスト（同26位）の買収を発表した。

多くの銀行が合併する際に、その最大の狙

図表 1 米国銀行の証券ブローカレッジに関する規制

規制緩和	33	グラス・スティーガル法成立
	57	OCC、銀行がブローカレッジ業務の対価としてコミッションを受け取ることを認めた。
	70	(投) OCC、ファースト・ナショナル・シティ・バンク(現シティバンク)がコモン・トラスト・ファンドを使って投資信託類似のファンドを設立することを認めた。
	72	(投) FRB、投資顧問サービスをレギュレーションYに加えた(投資信託の運用アドバイザーとなるのが可能となった)。
	74	OCC、銀行が当座預金顧客にコンピュータを活用した株式購入サービスを提供することを認めた。
	82	(デ) OCC、銀行が子会社を設立して、銀行店舗でディスカウント・ブローカレッジ・サービスを提供することを認めた。
	83	(デ) バンカメリカ、チャールズ・シュワブ買収。
	83	(フ) OCC、国法銀行の投資顧問子会社が、同行のブローカレッジ子会社に顧客を紹介し、実質的にアドバイスとブローカレッジ業務を提供することを認めた。
	84	(デ) 最高裁、グラス・スティーガル法上、銀行によるディスカウント・ブローカレッジは認められているとの判決を下す。FRB、ディスカウント・ブローカレッジ業務をレギュレーションYに加えた。
	85	(間) OCC、銀行がINVEST社に銀行店舗の一部を貸すことを認めた。
	86	(フ) FRB、ナットウエスト銀行が法人顧客にフルサービス・ブローカレッジ業務を提供することを認めた。以降、フルサービス・ブローカレッジは金融機関ごとに承認された(総資産100万ドル以上の個人は法人顧客として見なされた)。
	86	(投) OCC、FRB、投資信託のブローカレッジを認めた。
	87	(フ) OCC、銀行が、アドバイスとブローカレッジ業務をまとめて一商品として(すなわちフルサービス・ブローカレッジ・サービス)として提供することを認めた。
	87	(投) OCC、銀行が運用アドバイザーとなっている投資信託の推奨・ブローカレッジを行うことを認めた。
	88	(フ) FRB、銀行が個人顧客にフルサービス・ブローカレッジ業務を提供することを認めた。
92	(投) FRB、銀行持株会社が系列運用会社が運用する投資信託の推奨・ブローカレッジを行うことを認めた。	
92	(フ) FRB、フルサービス・ブローカレッジ業務をレギュレーションYに加えた。	
93	(抱) FRB、ファースト・ユニオンが最低預金残高を維持する顧客に対して、ブローカレッジ手数料を割引くことを認めた(抱き合わせ販売禁止条項の例外規定)。	
販売手法確立	94	OCC、FRB、FDIC、OTSが個人顧客向けの投資商品販売に関するガイドラインを発表。
	94	NASD、銀行店舗で証券ブローカレッジ業務を行う会員向け規則案を発表。
	95	(抱) FRB、銀行とその系列会社がパッケージ商品を提供したり、これに割引価格を適用することを認めた(抱き合わせ販売禁止条項の例外規定)。
	95	(抱) FRB、預金と自社投資信託の残高合計額に応じて割引サービスを提供することを認めた(抱き合わせ販売禁止条項の例外規定)。
	96	(間) OCC、ファースト・アメリカン・ナショナル・バンクによるINVEST社買収を認めた。
97	(抱) FRB、レギュレーションYを改正し、抱き合わせ販売規制や、個人顧客向けの一任サービス規制の緩和などを行う。	
97	バンカーズ・トラスト、アレックス・ブラウン買収。	
機能別規制	99	金融制度改革法(グラム・リーチ・ブライリー法)成立。
	2000	SEC、銀行が証券会社(ブローカー・ディーラー)登録を免除される15業務の定義を定めた暫定規則を発表。ただし、銀行への適用猶予期限を2001年10月1日に延期。
	2001	SEC、上記期限を2002年5月12日に延期。
	2002	SEC、上記の内のブローカー業務に関し、銀行への適用猶予期限を2003年5月12日に延期。
	2003	SEC、上記の内のブローカー業務に関し、銀行への適用猶予期限を2004年11月12日まで延期。
2004	SEC、上記の内のブローカー業務に関し、暫定規則に変わる規則案レギュレーションBのコメントを募集。	

(注) (デ)ディスカウント・ブローカレッジ(フ)フルサービス・ブローカレッジ(投)投資信託、(間)間貸し方式、(抱)抱き合わせ販売に関する規制 OCC=通貨監督庁、FRB=連邦準備理事会、FDIC=預金保険公社、OTS=貯蓄金融機関庁、NASD=全米証券業協会  
(出所) Melanie L. Fein, Securities Activities of Banks 及び Mutual Fund Activities of Banks 等より野村資本市場研究所作成

その一方で、銀行による異業種や事業部門の買収の動きも、継続している。最近では、2004年5月にウェルス・ファースト(同5位)が、ストロング(投資信託会社)を買収するという事例があった(図表1)。

## II. 銀行の狙い 持続的な成長力の確保

いと掲げるのは、「持続的な成長力の確保」である。

伝統的に銀行は、総資産やROA(総資産利益率)等を指標として、規模を競い合ってきた。しかし、80年代から90年代初頭の不良債権問題以降は、収益性に焦点が移っていき、経営指標としてもROE(自己資本利益率)やEVA(株主価値)が注目されるようになった。

もちろん現在も、こうした収益指標が重要なことは間違いない。しかし、90年代後半は、収益性を第一義に置くあまり、後ろ向きのコスト削減を最大の目的とする域内合併（営業地域を同じくする銀行同士の合併）案件で、リストラが予定通りに進まずに、顧客の離反や株価の暴落を招いた銀行が少なからずあった。またITバブル崩壊後、多くの銀行はリストラを強いられており、既に筋肉体質になっているという場合も多い<sup>2</sup>。そこで、株式市場が回復しつつある現在は、成長力の確保といった、より将来を見据えた目的にも、目が配られるようになりつつある。

成長力を計る指標としては、増収・増益額（率）が利用されることが多い。実際、ウェルス・ファーストは2003年の年次報告書で、「金融機関の長期的な成功を計る最も有効な指標」として、純収入（すなわち増収額）をあげている（図表2）。経済環境に左右されずに、増収基調を継続していくことは、既存

顧客が満足度を高め、より多くのサービスを利用したり、知り合いに銀行を紹介したりしない限りは達成できないからである。従って、顧客とのリレーションシップやアドバイスの価値、顧客サービスの質などを計る指標としては、増収額が最も適している、と同社は考えている。

なお、同社の最高経営責任者のコバセビッチ氏は、94年に「銀行業界は死んだ<sup>3</sup>」と発言して、物議を醸したことで知られている。同氏にとって、銀行業は成熟しきった業務である。自社を、より多様な業務を扱う金融サービス会社として変容させることができなければ、新たな成長はあり得ないとの意識も、同氏がこうした経営指標を掲げた背景にあるようである。

同社は、増収を達成する手段として、既存顧客へのクロス・セルを推進する一方で、小型の買収を繰り返して、自社の規模を拡大する方針を採っている。実際、同社は過去5年

図表2 ウェルス・ファーストの経営指標

(1)純収入（増収額）	284億ドル
(2)EPS	3.65ドル
(3)ROE	19.36%
(4)運用・管理資産	6,540億ドル
(5)クレジット・クオリティ（不良債権比率）	0.66%
(6)格付	Aaa
(7)1行員当たりの一日の商品販売数	4.7
(8)コア商品浸透率	
・顧客当たり販売商品数	4.3
・投資商品購入顧客数比率（対銀行顧客数）	4.80%
(9)カード普及率（対銀行顧客数）	26.90%
(10)オンライン顧客数	個人 480万
(11)従業員満足度（2002年）	89%
(12)チャンネルの選択幅	
・店舗	5,900
・コールセンターの対応件数（年間）	2.5億件
(13)市場シェア	預金シェア 4.24%
(14)時価総額	1,000億ドル
(15)地域貢献度	
住宅建築支援に費やした社員ボランティアの労働時間	10年間で 3,193時間

（出所）ウェルス・ファースト年次報告書

間で銀行 22 社、消費者金融会社 12 社、証券会社 4 社、運用会社 3 社を買収した。プレミアムが高くつきがちで、統合に伴う軋轢の大きい大型合併は極力行わずに、必要な資源を取り込んでいくことが、買収の成功の秘訣と考えているためである。

上位行同士の合併を発表した JP モルガン・チェースも、その目的は、「持続的な増益」であると述べている。ただし、そのためには、<1>事業部門を多角化する一方で、<2>規模の経済が働くようにすることも重要であるが、広く薄く営業基盤を拡大しても片手落ちで、<3>営業地域内ではリーダーとなり得る程のシェアを獲得しなければならない、と述べている。

バンク・オブ・アメリカも、JP モルガン・チェースと同様の考えのもと、既に特定の地域で圧倒的なシェアを誇るフリート・ボストンとの合併に踏み切った。ワコビアは、営業基盤を同じくするサウス・トラストを買収したが、特定の地域の自行シェアを引き上げることが、成長力の確保に不可欠であるという見解では、一致している。

### III. ウェルス・ファーゴによるストロング買収

#### 1. 概要

2004 年 5 月 26 日、ウェルス・ファーゴは、投資信託会社のストロングを買収することを発表した。詳細は明らかにされていないが、ウェルス・ファーゴの運用部門であるウェルス・キャピタル・マネジメントは、ストロング社の運用資産 340 億ドル（投資信託 270 億ドル、機関投資家向け運用 70 億ドル）を手に入れることになる。この買収により、2 社合計の運用資産は 2,170 億ドル（内投資信託 1,030 億ドル）となり、ウェルス・ファーゴは投資信託運用残高ランキングで、トップ 20 社の中に入ることとなる。

買収に伴う両部門や投資信託の統合は、2005 年第 1 四半期に終了する予定であるが、現状では、ストロング・ブランドが残るのかどうかは明らかになっていない。

#### 2. ストロング社の事情

ストロング社は、1974 年にストロング氏が創業した投資信託会社で、昨年 12 月まで、同氏が会長兼最高運用責任者を勤めていた。同社は伝統的に、投資信託を直接投資家に販売してきたことで知られている。

同社は、昨年 9 月以来、創業者のストロング氏自身が、自社の投資信託の短期売買を行い、個人投資家に不利益を与えたとして非難されていた。ここでいう短期売買とは、投資信託の価格が毎日 4 時に決定するという性質を利用した、裁定取引である。

この問題が発覚した後、ストロング氏は辞任し、同社の運用資産は 90 億ドルも流出していた。また同社はようやく 5 月に入り、<1>今後 5 年間で手数料を 6% 下げること、<2>8,000 万ドルの制裁金を支払うこと、<3>ストロング氏自身も 6,000 万ドルの制裁金を支払い、運用業界から永久追放となること、という条件のもとで、和解したばかりであった<sup>4</sup>。

同氏が和解に応じたため、ウェルス・ファーゴは同社を買収したとの見方もあり、買収スキームは、ウェルス・ファーゴが新たな訴訟リスク等を抱えなくて済むようになっている模様である。具体的には、ウェルス・ファーゴはストロング社の法人格は引き継がず、主要ファンド・マネージャーを引き止める交渉を個別に進めているようである。

また、運用会社の合併・買収においては、案件締結後にファンド・マネージャーが退職し、顧客とともに他社に移ってしまうことが少なくない。このようなデメリットを避けるため、あるアナリストの推測によれば、ウェルス・ファーゴは、買収価格を暫定的に 5 億

ドルとし、ストロング社が運用資産残高を一定期間維持することができた場合に、買収金額を最高2億ドルまで上乘せする仕組みにしたようである<sup>5</sup>。

#### IV. ウェルス・ファーストの証券戦略

##### 1. クロス・セルの王者

株式市場は、今回の買収を、ウェルス・ファーストの業績に、即座に大きな影響を与えるものではないと捉えたようである。ウェルス・ファーストに比べると、ストロング社の規模が小さいこと、ストロング社は問題続きであったため、買収価格が抑えられたと推定されていることなどが、その理由と考えられているようである。実際、買収発表日のウェルス・ファーストの株価は、37セント増の59.12ドルにとどまった。

ただ、ウェルス・ファーストは、長期的な目標の一つとして、異業種（保険、信託、証券ブローカレッジ）からの収益を、全収益の25%とすることを掲げており（2004年15%前後と推定されている<sup>6</sup>）、その目標に一步近づいたことは間違いない。また、両社の運用資産規模に大きな差があるとは言え、債券運用が8割以上を占めるウェルス・ファーストにとって、株式運用が4割を占めるストロン

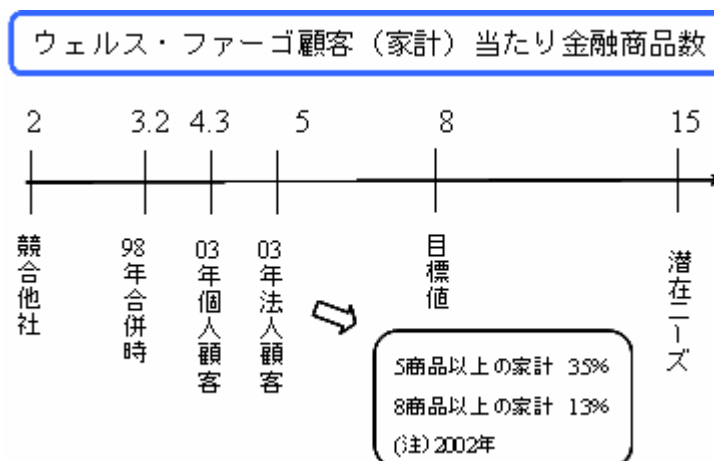
グ社のノウハウを吸収できるメリットは、大きいと考えられる。

ウェルス・ファーストには、証券会社のHDベスト（6,000人以上の会計士を証券外務員として抱える）の他、5,900にも及ぶ銀行店舗という、魅力的な投資信託販売チャネルが既に存在する。しかも、ウェルス・ファーストの営業基盤内に、証券サービスの対象となり得る家計（投資資産10万ドル以上）は、1,200万家計あり、その内の26%が、既にウェルス・ファーストの顧客である。しかし、「ウェルス・ファーストの証券サービスの顧客」となると、その比率は数%に過ぎないため、潜在的な成長余力はかなり高いと見られている。

このような観点から、ウェルス・ファーストは過去3年間で、証券営業担当者を倍増させた（現在342人）。また外務員免許を取得した行員数も500人に及び、2004年には、その数を倍増させる予定である。

加えて、ウェルス・ファーストのクロス・セルの手腕に対しては、期待を寄せる声が多い。同社は過去15年、顧客当たりの商品販売数を指標として、クロス・セルを推進しており、その戦略は、コバセビッチ氏に「クロス・セルの王者<sup>7</sup>」の異名を与える程、知られているからである（図表3）。

図表3 ウェルス・ファーストのクロス・セル



(出所) ウェルス・ファースト年次報告書

同氏によれば、<1>もともと、顧客は複数の金融機関から商品を購入しており、これらを一つにまとめるには手間がかかる、<2>顧客がその手間をあえてかけようとしても、煩雑な手続きを強いるなど、金融機関の方でハードルを設けてしまう、<3>大半の金融機関は、ワンストップ・ショッピングを実現すれば、顧客にどれだけの経済的メリットがあるかを明示していないこと、がクロス・セルの障害になっている。従って、同社はこれらの障害を肝に銘じた上で、顧客に割安感を与えるパッケージ商品を開発したり、業態を跨ぐサービスの連携がスムーズに行くよう、心配りをしているという（図表4）。

## 2. 他社の動向

バンク・オブ・アメリカは、フリートの傘下にあった全米最初のディスカウント・ブローカーであるクィック&ライリーを、バンク・オブ・アメリカ証券に統合することを発表した。これにより、新生バンク・オブ・アメリカ証券の規模はほぼ2倍となるが、同社はそれだけでは飽きたらず、「毎年数百人規

模で、新たに証券外務員を採用していかなければ、競合他社と戦えない」と述べている<sup>8</sup>。

行員を限定免許の証券外務員として活用した先駆者として知られるワコビアも、旧サウス・トラスト店舗において、ワコビア店舗並の証券販売実績を挙げることを、当面の目標として掲げている（現在の実績は37%<sup>9</sup>）。

今後も銀行による証券ビジネスの買収が続くかどうかは定かではないが、同業務が引き続き、銀行の注力分野の一つとなっていくことは、間違いなさそうである。

図表4 ウェルス・ファーゴのパッケージ商品

(1) ウェルス・ファーゴ・パック（銀行総合口座）顧客の年間節約額 最高300ドル 当座預金、クレジット・カード、住宅担保ローン、市場金利預金、オンライン・バンキング
(2) ウェルス・ファーゴ・ポートフォリオ・マネジメント口座（証券総合口座） 顧客の年間節約額 500ドル以上 当座預金、普通預金、証券口座、信託、ローン
(3) ホーム・アット・マネジメント口座（個人ローン総合口座） 住宅ローン、住宅担保ローン、クレジット・カード
(4) 住宅購入者向けパッケージ（新規住宅ローン顧客に提供するパッケージ） 顧客の年間節約額 最高340ドル 利付当座預金、デビット・カード、住宅担保ローン（契約手数料無料）、 オンライン・バンキング（3ヶ月手数料無料）、証券口座（最初の取引の委託手数料を15%割引） クレジット・カード、当座貸し越し

（出所）ウェルス・ファーゴ年次報告書

<sup>1</sup> Robert J. Zizka & William N. Callender, “Comment: Why Banks Are Getting the Urge to Merge in ’04.” American Banker, February 12, 2004.

<sup>2</sup> Liz Moyer, “A Blockbuster Year of a Rather Different Kind.” American Banker, February 12, 2004.

<sup>3</sup> Jacqueline S. Gold, “Bank to the Future.” Institutional Investor, September 1, 2001.

<sup>4</sup> Jennifer Bayout, “Wells Fargo Adds Strong Financial’s Assets.” The New York Times, May 27, 2004.

<sup>5</sup> Joseph T. Hallinan, “Wells Fargo to Buy Assets from Strong.” The Wall Street Journal, May 27, 2004.

<sup>6</sup> Paul Gores, & Kathleen Gallagher, “Strong a Better Fit for Wells Fargo?” The Milwaukee Journal Sentinel, March 11, 2004.

<sup>7</sup> “The Cross-Selling King-Profile-Dick Kovacevich, Wells Fargo.” Financial Times, November 30, 1998, Roosevelt, Phil. “King of the Cross-Sell: Richard Kovacevich Wants to Turn Wells Fargo into a Perpetual-Motion Machine.” Barron’s, October 11, 1999

<sup>8</sup> David Boraks, “Help Wanted at B of A: Hundreds More Brokers.” American Banker, June 23, 2004.

<sup>9</sup> ワコビア / サウス・トラスト合併発表リリース