

## 統合に合意したワコビア証券と AG エドワーズ

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 2007年5月31日、大手金融グループのワコビア・コーポレーションは、地方証券大手のAGエドワーズを買収し、傘下のワコビア証券と統合することで合意したと発表した。合併が実現すると新生ワコビア証券の合計顧客資産は1.147兆ドルに達し、米国のリテール向け証券会社中3位、正外務員資格を保有するファイナンシャルアドバイザー数14784名は、全米2位となる。
2. ワコビア証券は近年、ベビーブーマー層顧客の獲得やフィー収入の拡大を狙った営業改革に取り組んで成功を収めていたが、激化する資産獲得競争の中で一気に地位を高めたいというのが、今回の統合のモチベーションになったと考えられる。AGエドワーズも業況は好調で、収益構造への転換にも成功していたが、顧客ニーズの多様化が進展し、中長期的に成長を続けるには商品提供能力の強化が必須になってきたことなどが、統合を決断した背景にあったと考えられる。
3. 今回の統合発表は、米国リテール証券ビジネスにおける競争の激化を改めて印象付けた一方で、リテール銀行ビジネスと証券ビジネスとの関係についても、いくつかの示唆を含んでおり、今後の成否が注目される。

### I ファイナンシャルアドバイザー数で全米2位の証券会社が誕生

2007年5月31日、ワコビア・コーポレーション（ティッカー：WB）は、AGエドワーズ（同AGE）を買収し、傘下のワコビア証券と統合することで合意したと発表した。合意条件によると、AGエドワーズ株1株につき、ワコビア株0.9844株と現金35.80ドルを割り当てる。ワコビア株価（5月30日終値）で計算すると、買収価額は総額で約69億ドルとなり、1株当たりの買収価額89.50ドルは、AGエドワーズ株の5月30日終値77.15ドルに対し、16%のプレミアムとなる。2007年第4四半期に完了が予定される合併後の会社名称はワコビア証券、本社はセントルイス（ミズーリ州）、現在AGエドワーズのCEOであるロバート・バグビー氏が会長、同じくワコビア証券のCEOであるダニー・ルードマン氏が社長兼CEOに就任する。なお、現在もワコビア証券の株式38%を保有しているプルデンシャル・ファイナンシャルは、ワコビアによるAGエドワーズ買収に対す

る支持を表明するとともに、保有しているワコビア証券株の取り扱いを検討しているとした。

合併後のワコビア証券の合計顧客資産は 1.147 兆ドルに達し、米国のリテール向け証券会社中、メリルリンチ (1.503 兆ドル、米国外を合わせると 1.648 兆ドル)、スミスバーニー (1.277 兆ドル) に次ぐ 3 位となる。シリーズ 7 (正外務員資格) を保有するファイナンシャルアドバイザー数では、合計 14784 名とスミスバーニーを抜き全米 2 位となる (図表 1)。

合併によるプレゼンス向上という点で、業界ランキングと同様に強調されているのは、全米 50 大都市圏 (MSA) でのシェア拡大である。買収合意にあたり投資家向けに作成された説明資料では、50 大都市圏 (48 都市圏に進出) におけるブローカレッジ収入のシェアは 14% に上昇、最も人口成長率が高い 10 大都市圏でのシェアは 7% から 12% に上昇し今後の成長の基盤になる、としている<sup>1</sup>。こうした大都市圏のベビーブーマー層を中心とする個人投資家に対し、対面営業のアクセスを拡大し、SMA などフィー型サービス、銀行関連プロダクト、投資銀行部門が引き受ける証券を供給する体制を築くのが、合併会社のビジョンと理解することができる。また両社は、重複する業務・管理部門を整理するなど、コスト効率の追求も図るとしている。

## II ワコビア証券の戦略

ノースカロライナ州シャーロットに本社を有するワコビアは、資産額で全米第 4 位の銀行部門を中心とした総合金融グループである。このグループの大きな特徴は、証券ビジネスに強いことで、ワコビア証券 (リテールブローカレッジ部門) とエバーグリーン (資産運用部門) で構成される「キャピタル・マネジメント部門」は、連結営業収益の 2 割強、同じく純利益の 10-12% を占めている。そのワコビア証券は、ワコビアの前身である

図表 1 合併後のワコビア証券概要

	ワコビア証券	AGエドワーズ	合併会社	参考:リテール証券 業界予想順位
収益(直近12ヶ月、百万ドル)	5,250	3,110	<b>8,360</b>	2位
顧客資産(十億ドル)	773	374	<b>1,147</b>	3位
本社	リッチモンド (バージニア)	セントルイス (ミズーリ)	<b>セントルイス (ミズーリ)</b>	
営業網	ブローカレッジ支店		<b>1,512</b>	
	シリーズ7登録外務員数(人)		<b>14,784</b>	2位
	総登録外務員数(人)		<b>17,305</b>	

(出所) ワコビア資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> [http://www.wachovia.com/file/WB\\_AGE\\_Investor\\_Presentation.pdf](http://www.wachovia.com/file/WB_AGE_Investor_Presentation.pdf)

ファーストユニオンが、1998年にウィート・ブッチャー・シンガー、1999年にエヴァレン・キャピタル、2000年にファースト・アルバニーなど、多くの地方証券会社を買収することで成長してきた。その後、ワコビアは、2003年にプルデンシャル・ファイナンシャルとジョイントベンチャー形式でリテール証券部門を統合することを決定し、この時点でワコビア証券は登録外務員数全米4位、顧客資産全米3位という、トップクラスのリテール証券会社となっていた<sup>2</sup>。

地方証券会社の集合体ともいえるワコビア証券は、繰り返し発生する買収・統合の度に、優秀なアドバイザーが顧客ごと他社に移籍したりすることのないよう、人事政策や研修を入念に検討・執行し、結果としてアドバイザーの離職率を低く保つことに成功してきた。人事・企業文化への影響を考慮しているのか、銀行部門・証券部門の距離感が大きいのもワコビアの特徴で、ワコビア証券の本社はシャーロットから遠く離れたバージニア州リッチモンドに置かれ、図表1に示されているブローカレッジ支店の多くも合併前の証券会社の支店を継承したもので、銀行店舗とは関係のないディストリビューションネットワークとなっている。また銀行店舗に配置されるファイナンシャル・スペシャリスト（限定された金融商品の販売が可能な外務員資格（シリーズ6）保有者）も、ワコビア証券の社員として独自の人事管理・研修・コンプライアンス体制の下に置かれているため、実務的には銀行の従業員が投資信託を販売しているというイメージとはかけ離れている。

さらにワコビア証券は近年、シミュレーション機能に優れたファイナンシャルプランニングツール「エンビジョン」を活用したアドバイス型営業の強化を標榜し、マネージドアカウント（一任投資勘定）資産の積み増しを図るなど、ベビーブーマー層顧客の獲得やフィー収入の拡大を狙った、大がかりな営業改革に取り組んでいた<sup>3</sup>。こうした一連の戦略の結果、プルデンシャル証券の統合はスムーズに行われ、同時にフィー型資産の拡大と収益率の改善を達成するなど、理想的な統合・拡大を行ってきたといえる。しかし、米国の富裕層・ベビーブーマー層の資産獲得をめぐる競争は日に日に激化しており、メリル、スミスバーニーとの距離をなかなか縮められないでいたばかりか、資産成長（Grow Assets）戦略を推進するUBS ウェルスマネジメントの追い上げにあい、今年に入って顧客資産で逆転されたとみられていた（図表2）。独立系最大手のAG エドワーズとの統合で、資産獲得競争での地位を一気に向上したいというのが、ワコビア証券にとって大きなモチベーションになったと考えられる。

<sup>2</sup> 飯村慎一「ワコビアとプルデンシャルがリテール証券部門の統合を発表」資本市場クォーターリー2003年春号参照。

<sup>3</sup> 長島亮「米国におけるファイナンシャルプランニングツールの発展」資本市場クォーターリー2006年秋号参照。

図表 2 リテール証券大手の利益率・顧客資産推移

税前提利益率					
	2003	2004	2005	2006	07Q1
ワコビア(リテールブローカレッジ部門)	14.2%	14.0%	18.1%	25.2%	29.4%
メリルリンチ	17.2%	19.1%	20.5%	20.2%	24.7%
スミスパーニー	21.9%	22.7%	20.6%	18.9%	23.2%
モルガンスタンレー	10.9%	8.0%	11.7%	9.2%	14.8%
AGエドワーズ	9.8%	11.3%	12.4%	16.7%	—

  

顧客資産(10億ドル)					
	2003	2004	2005	2006	07Q1
メリルリンチ(米国)	1,164	1,244	1,341	1,483	1,503
スミスパーニー	912	978	1,130	1,230	1,277
UBSウェルスマネジメント	NA	595	629	746	777
ワコビア(リテールブローカレッジ部門)	603	653	684	760	773
モルガンスタンレー	565	602	617	686	690
AGエドワーズ	300	319	343	374	—

(注) UBS の顧客資産は、スイスフラン建てデータを各年末の為替レート(04年 1.1403 フラン/ドル、05年 1.3134 フラン/ドル、06年 1.219 フラン/ドル、07年 3月末 1.2156 フラン/ドル)で米ドルに換算。モルガンスタンレーは11月決算。AGエドワーズは2月決算。

(出所) 各社財務書類より野村資本市場研究所作成

### III 収益性を改善していた AG エドワーズ

一方の AG エドワーズは、セントルイスに本社を置くリテール特化型の地方証券会社の最大手である。1887年にアルバート・ギャラティン・エドワーズ氏が創業した老舗で、2001年にバグビー氏が CEO に就任するまでは、創業者一族が経営にあっていた。

同社は、顧客の利益を優先する倫理観の強い証券会社との評判が高く、また、ディストリビューションにほぼ特化した体制を築いてきた。実際、フルサービスを標榜はするもののトレーディング業務や投資銀行業務の比重は小さく、また自社投信を持たないことで、利益相反の可能性が小さいことを売り物にしてきた。こうした経営戦略に加えて、大手金融グループの傘下に入らず独立を堅持したことや保守的な営業方針を採用していたことで、IT バブルの時などには、ともすれば時代遅れの証券会社と見られがちでもあった。しかし、IT バブルの崩壊と相次ぐ金融不祥事、ベビーブーマー層の高齢化によって中立的なアドバイスの付加価値が見直されるとともに、業績は著しく改善し、またマネージドアカウントなどを強化してフィー収入中心の収益構造への転換にも成功、株価も上昇していた(図表 3・4)。

AG エドワーズが、ただ単に生き残りを目指すのであれば、今の時点で大手金融グループへの合流を急ぐ必要はなかったともいえるのであろう。しかし、競争の激化で顧客資産の伸びは緩やかなペースにとどまっており、その一方で顧客ニーズの多様化が進展し、中長期的に成長を続けるには、預金やローン、オルタナティブ投資商品などの提供能力が必須になってきたことなどが、今回の決断の背景になったと考えられる。投資家向け資料の

図表3 AGエドワーズの業績推移（2002年度～2006年度）

(単位: ROE以外は百万ドル)

	2002	2003	2004	2005	2006
フィー	653	723	919	1,063	1,266
コミッション	888	1,081	1,034	1,018	1,032
その他の収益	673	718	654	660	812
純収益	2,214	2,523	2,608	2,740	3,110
純利益	119	159	186	226	331
ROE	7.1%	9.2%	10.5%	12.3%	16.6%

(出所) 会社財務書類より野村資本市場研究所作成

図表4 AGエドワーズの株価推移（最近5年間）



(出所) MSN Money

中では、地方証券としての企業文化の共通性、ワコビアがこれまでの買収・統合を円滑に進めてきた実績が強調されている。AGエドワーズにとっては、銀行部門と適度な距離を保ち、ファイナンシャルアドバイザーの離職率が低いワコビア証券が最適な統合相手と見られた可能性が高い。

## IV 買収合意の意義と今後の展開

このように見えてくると、今回の買収合意を外形的にみて「大銀行グループが独立証券会社を買収して傘下に収める」と説明するだけでは、十分に狙いを言い当てていないことがわかる。いくらワコビアが強大な資本力を持つといっても、AGエドワーズは、ワコビア銀行が現在展開していない中西部を中心に多くのブローカレッジ支店を有しているわけで、銀行免許を持っていない州で証券ビジネスを積極的に展開するなど、経営が銀行中心の発想であれば、なかなか出てこないアイデアであろう。もちろん、ワコビアは、昨年ゴール

デン・ウェストを買収（2006年5月発表、同10月完了）して、カリフォルニア州を中心に銀行業務の強化を図っているから、中西部での銀行買収にもまったく関心がないわけではないであろうし、ゴールデン・ウェストの買収効果でキャピタル・マネジメント部門の収益比重がやや下がっていたから、証券業務の強化を急いでもいいと考えていた可能性はある。また、ワコビアにおけるクロスセル戦略では、証券会社における銀行関連サービス・プロダクトの提供が、逆ルートのチャンネル（銀行顧客への証券商品販売）よりも、重要となってきた可能性が高い。

ワコビアが、投資家向けプレゼンテーション資料の表紙に「Retail Brokerage: Defining the End Game」という題を付したことも注目される。「End Game」とはチェスの試合における「終盤戦」のことで、ケネディ・トンプソン CEO は「当社はリテール証券業務で有機的に成長するためのすべてを手に入れた」とコメントしている<sup>4</sup>。ファイナンシャルアドバイザーの数とクオリティを確保することが、最後の勝負を決するだろうといった意味と解釈できるが、現在、大手との格差が大きい AG エドワーズ所属ファイナンシャルアドバイザー1名当たりの顧客資産・収益性を引き上げることは十分に可能という、ワコビアの自信を示しているようにも思われる。ワコビアのデイビッド・キャロル氏（キャピタルマネジメント部門長）は、すでにエンビジョンを活用したフィー型ビジネスへのシフトを具体的な構想のひとつとして示しているが、新生ワコビア証券が今後のゲームでどのように戦うのか、また他社はどのような対応をするのかが注目されよう<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> “Wachovia in Deal to Acquire A.G. Edwards”, New York Times, 6/1/2007

<sup>5</sup> “What to Watch as Big Brokers Tie the Knot”, WSJ, 6/2/2007