

バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチ買収

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 米国の大手商業銀行であるバンク・オブ・アメリカ（BofA）は、2008年9月15日、資産規模で投資銀行業界第3位のメリルリンチを総額約500億ドルで買収することを公表した。実現すれば、新バンク・オブ・アメリカ（BofA）は、推定2.5兆ドル（約263兆円）の顧客預かり資産を有する米国最大の証券会社としての性格も併せ持つことになる。
2. 新BofAの業務範囲は、投資銀行業務やウエルス・マネジメント業務、リテール・ブローカレッジ業務、さらには資産運用業務に至るまで幅広く、地理的にも業務的にも収益基盤が多様化した、世界屈指の総合的な金融機関になる道が拓かれる。
3. もっとも、BofAの懸念材料にも目を向ける必要がある。BofAは、2008年7月に完了したカントリーワイド買収によってサブプライム・ローンのエクスポージャーに晒されているほか、ホーム・エクイティ・ローンの焦げ付き、クレジット・カードの延滞率上昇など、自身の財務基盤の弱含みも否定できないなかで、メリルリンチのリスク・エクスポージャーが加わる。また、BofAがラサール銀行やカントリーワイドなどこれまで矢継ぎ早にM&Aを手がけてきたなかで、統合実行リスクに対する懸念も指摘されている。
4. 今回の合意案では、メリルリンチの立場に立って、BofAが有するリテール預金を資金調達源として活用できる利点を強調する声が多く聞かれる。しかしながら、メリルリンチが既に約1,000億ドルの預金を取り扱う銀行子会社を保有していることなどを鑑みると、統合の狙いは必ずしもこうした面だけにとどまらないであろう。米国金融機関がビジネスモデルの再構築を迫られるなかで、潜在的な成長可能性を見込めるウエルス・マネジメント業務の強化に重点が置かれている今回のディールは、今後の金融再編において同業務が鍵を握る可能性が高いことを象徴する動きとも言えよう。

I 買収の概要

米国の大手商業銀行であるバンク・オブ・アメリカ (BofA) は、2008年9月15日、資産規模で投資銀行業界第3位のメリルリンチを総額約500億ドルで買収することを公表した。買収はすべて株式交換方式で行われることとされており、BofAは、メリルリンチの普通株1株をBofAの普通株0.8595株に交換する。買収手続きは、2009年第1四半期に完了する予定である。実現すれば、新BofAは、推定2.5兆ドル(約262.5兆円、1ドル=105円で計算)の顧客預かり資産を有する米国最大の証券会社としての性格も併せ持つことになる。

本買収が実現するには、両社の株主総会の合意および規制当局による承認手続きが必要となる。なお、買収が実現した際には、メリルリンチの現在の取締役会メンバー3人が新BofAの取締役に就任する予定である。また、メリルリンチのジョン・セインCEOが、新BofAのグローバル・バンキング、証券、ウエルス・マネジメント部門(現BofAのグローバル・コーポレート&インベストメント・バンキング(GCIB)部門、および大部分のグローバル・ウエルス&インベストメント・マネジメント部門を含む業務部門)の本部長に就任する予定であることも、10月2日明らかにされた¹。

II 買収の経緯と背景

BofAは、2008年9月、英国の大手銀行バークレイズらとともに、当初リーマン・ブラザーズの救済合併先候補の一つとして社名が浮上していたものの²、2008年3月におけるベア・スターンズのケースと異なり、米国政府の支援を受けられないことが明確になると、リーマン・ブラザーズのディール交渉から撤退し、急遽メリルリンチの買収に鞍替えした³。

BofAは、過去10年間強の間に、規模の大きい買収ディールを各種手がけてきた⁴が、大規模な投資銀行業の買収は今回が初めてのケースと言える。同行は、前身のネーションズバンク⁵時代にモンゴメリー証券⁶を買収したのをはじめ、過去にも何度か投資銀行業務の拡充を試みていた。しかしながら、これまでのところ業務の拡充がうまくいっていただけに、メリルリンチの買収は千載一遇のチャンスを活かしたということも言える。

¹ “Ken Lewis Announces John Thain Role With Bank of America”, press release, BofA,(2008年10月2日)。

² リーマン・ブラザーズは、2008年9月15日、連邦破産法11条(いわゆるチャプター11)の適用を申請した。

³ 例えば、Wall Street Journalの記事(“Bank of America to Buy Merrill”, September 15th 2008)などでは、メリルリンチのセインCEOが、9月14日(日)午後バンク・オブ・アメリカのルイスCEOに電話をかけたことがきっかけで、短時間に合意に至った、と報じられている。

⁴ バンク・オブ・アメリカのM&A戦略について、詳しくは、関雄太「バンク・オブ・アメリカの成長戦略」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2005年夏号参照。

⁵ ネーションズバンクは、1998年に648億ドルでバンク・オブ・アメリカを買収した後、社名をバンク・オブ・アメリカに変更した。

⁶ Montgomery証券は、現在のバンク・オブ・アメリカ証券(Bank of America Securities)である。

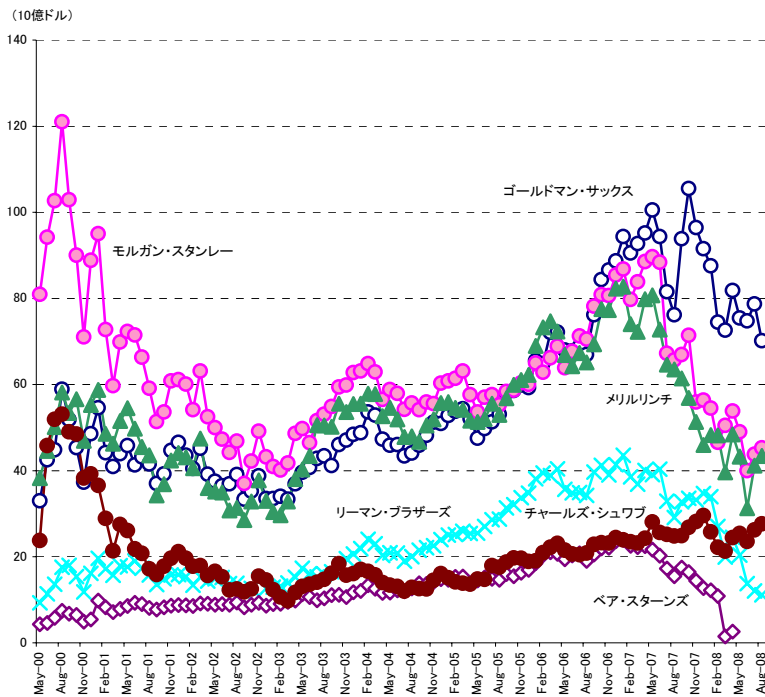
買収案公表の直前にあたる 2008 年 9 月 12 日終値で計算したメリルリンチの買収価格（1 株 29 ドル）は、同日のメリルリンチ株価（終値、17.05 ドル）に対して、70%のプレミアムが付いている。もっとも、株価下落が進むなかで、メリルリンチの時価総額は、2007 年におけるピーク時（827 億ドル）の 6 割の水準となっていたことも、今回の買収を後押ししたと見られる（図表 1、図表 2）。

図表 1 米国の主要投資銀行 4 行の状況

	社名	収益 (億ドル)	従業員数 (人)	時価総額 (億ドル)	純利益 (億ドル)	備考
1	ゴールドマン・サックス	880	30,522	511	115.99	FRBに銀行持ち株会社への転換を申請（2008年9月21日）
2	モルガン・スタンレー	853	48,256	302	32.09	FRBに銀行持ち株会社への転換を申請（2008年9月21日）
3	メリルリンチ	627	64,200	451	-77.77	バンクオブアメリカが買収することで合意（2008年9月15日）
4	リーマン・ブラザーズ	590	28,600	1	41.92	経営破たん（2008年9月14日）

- (注) 1. 収益、純利益は各社の直近会計年度における数字。時価総額は 2008 年 9 月 12 日時点。
 2. 従業員数の時点は以下のとおり。ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズは 2008 年 1 月 29 日、メリルリンチは 2008 年 2 月 25 日のベース。
 (出所) ファクティバ（基データはロイター、データモニター）を基に野村資本市場研究所作成。

図表 2 米国証券・投資銀行の株式時価総額推移（月次、2008 年 8 月まで）



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成。

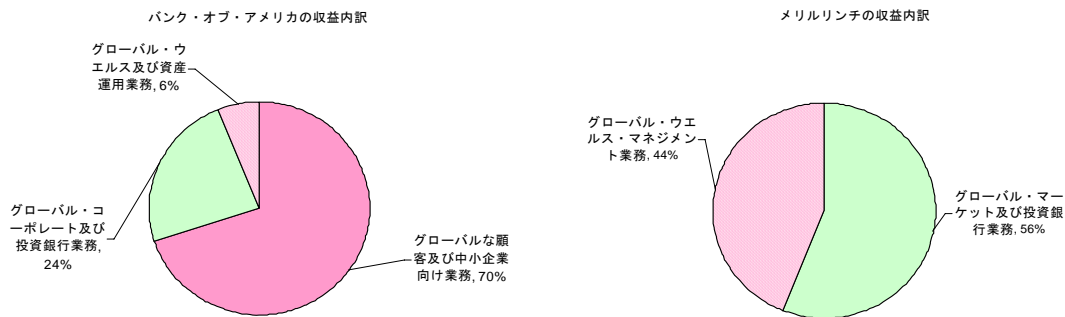
III 両者の狙い

1. バンク・オブ・アメリカ

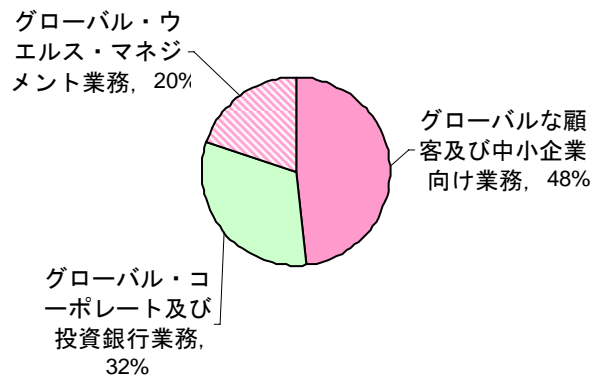
1) 収益基盤の多様化

全米預金の10%を保有し、全米最大規模の店舗ネットワークを有する BofA にとって、主要な狙いの第一に挙げられるのは、収益基盤の多様化である。2008 年上半期における両社の収益を統合すると、新 BofA の収益内訳は、「グローバルな顧客および中小企業向け業務」が 48%、「グローバル・コーポレートおよび投資銀行業務」が 32%、「グローバル・ウェルス・マネジメント業務」が 20%となる（図表 3）。現在の BofA では、グローバルな顧客および中小企業向け業務が 7 割と圧倒的なシェアを占

図表 3 新バンク・オブ・アメリカの業務部門別収益内訳（2008 年上半期）



新バンク・オブ・アメリカの業務部門別収益内訳



(出所) 両社プレゼン資料 “Creating the Premier Financial Services Company in the World” (2008 年 9 月 15 日)。

めている状況と比すると、その変化は明白である。ちなみに、メリルリンチの 2008 年上半期における業務部門別純収益の内訳は、「グローバル・ウェルス・マネジメント部門」が 44%、「グローバル・マーケット及び投資銀行部門」が同 56%となっていた。

業務部門で見た収益基盤の多様化に加えて、米国の銀行としての性格が強い BofA が、その基盤を地域的にも多様化させることが出来る点も大きい。例えば、メリルリンチの「グローバル・マーケットおよび投資銀行業務」における純収益では、米国以外（54%）が米国（46%）のシェアを上回っていた。

2) 投資銀行業務の大幅拡充

投資銀行業務の拡大は、BofA のかねてからの悲願であったが、メリルリンチの買収によって、これを実現することになる。2008 年上半期のプロフォーマ・ベースに基づくと、新 BofA は、グローバルなハイイールド債引受でトップに躍り出る見込みである。また、2008 年上半期におけるメリルリンチ、バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズの両社を単純に合算すると、新 BofA は、グローバル株式の引受業務で第 3 位、財務アドバイザー業務で第 7 位まで躍進する（図表 4-1、図表 4-2）。バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズ単独の状況と比べると、新 BofA は、投資銀行業務のプレゼンスを大幅に拡大することになる。

図表 4-1 グローバル株式の引受ランキング

	収入(億ドル)	市場シェア(%)
1 シティ	228	11.5
2 JPモルガン	216	10.9
バンク・オブ・アメリカ+メリルリンチ	162	8.1
3 ゴールドマン・サックス	154	7.8
4 モルガン・スタンレー	150	7.6
5 UBS	141	7.1
6 リーマン・ブラザーズ	121	6.1
7 メリルリンチ	109	5.5
8 ドイツ銀行	84	4.2
9 クレディ・スイス	79	4
10 HSBCホールディングス	56	2.8
11 ワコビア	55	2.8
12 バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズ	52	2.6

(出所) *Investment Dealers' Digest*, July 14 2008 より作成。

図表 4-2 財務アドバイザー・ランキング

	価値(億ドル)	ディール件数
1 ゴールドマン・サックス	5,499	190
2 シティ	4,499	190
3 JPモルガン	4,286	188
4 ドイツ銀行	3,450	134
5 クレディ・スイス	2,988	168
6 モルガン・スタンレー	2,936	172
バンク・オブ・アメリカ+メリルリンチ	2,889	191
7 リーマン・ブラザーズ	2,872	87
8 UBS	2,359	164
9 メリルリンチ	2,283	157
10 センタービュー・パートナーズ	1,167	6
15 バンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズ	606	34

(注) 発表ベース。グローバル。

(出所) *Investment Dealers' Digest*, July 14 2008 より作成。

3) メリルリンチのフィナンシャル・アドバイザー (FA) の活用

新 BofA は、メリルリンチの「グローバル・ウエルス・マネジメント」部門における約 1.6 兆ドル、BofA の 8,674 億ドルを足し合わせた約 2.5 兆ドルの預かり資産を有する米国最大の証券会社となるが、富裕層を中心とした個人向けサービスの鍵を握るのが、フィナンシャル・アドバイザー (FA) である。

BofA は、メリルリンチの質の高い FA1 万 6,690 人 (2008 年 6 月 30 日現在) をフル活用することによって、様々な金融商品のクロスセル、ウエルス・マネジメント・サービスを強化したいと考えている。買収が公表された 9 月 15 日に BofA およびメリルリンチが実施したテレフォン・カンファレンスの中でも、BofA のケネス・ルイス CEO は、FA の重要性を繰り返し強調していた⁷。ルイス CEO は、メリルリンチを「世界でも最良のウエルス・マネジメント会社」と称えたうえで、メリルの社名及び組織をそのまま活かす計画である、と述べた。同社の FA も、新 BofA の方針には未知数の部分も少なくないものの、ルイス CEO の方針を評価する声があがっている⁸。

メリルリンチの総従業員数が、2007 年末の 6 万 4,200 人から 2008 年 6 月末には 6 万人に減少したのとは対照的に、同社の FA は過去 1 年間に 490 人増加しており、メリルリンチが FA を活用した大衆富裕層、富裕層向けビジネスを重視していることの表れである。

一方の BofA が保有するフルサービスのブローカレッジ子会社、バンク・オブ・アメリカ・インベストメント・サービスにも、約 5,600 人の FA が存在しており、両者を併せると、その数は約 2.2 万人となる。

FA 活用に関連してとりわけ注目したいのは、メリルリンチが投資可能資産 1,000

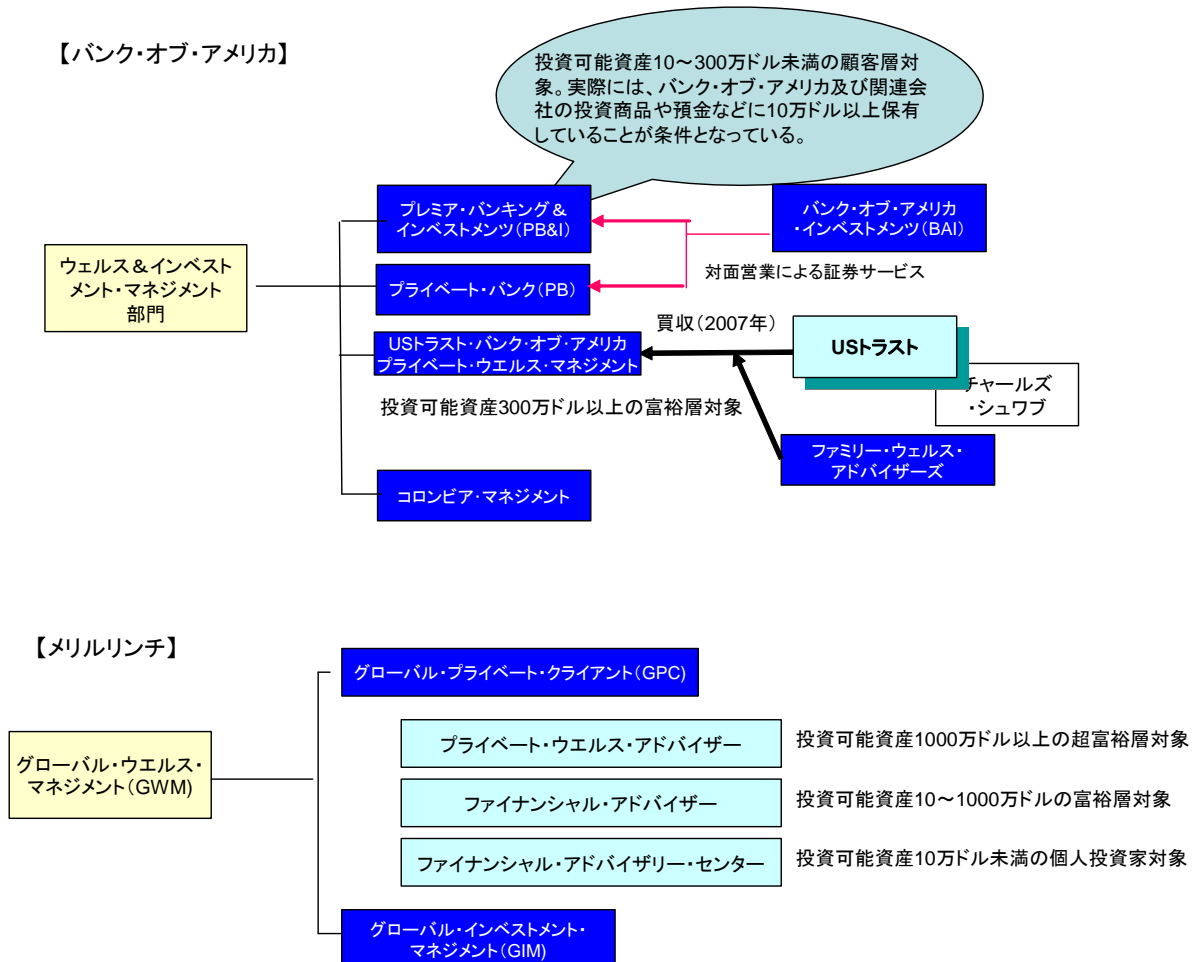
⁷ 2008 年 9 月 15 日に実施されたテレコンでは、ケネス・ルイス会長は、(想定されている) 職員数の削減については言及しなかった。

⁸ “Merrill Reps: Waiting For Retention News”, Registered Rep, 2008 年 9 月 17 日

万ドル（約 10 億円）以上を保有する超富裕層を数多く抱えており、プライベート・バンクとしての色彩が強い点である。メリルリンチの「グローバル・プライベート・クライアント（GPC）」部門では、顧客の投資可能資産額に応じて、アドバイザーが 3 つに区分されており、なかでも同 1,000 万ドル以上を有する超富裕層に対しては、プライベート・ウエルス・アドバイザーと呼ばれる選りすぐりの FA がプライベート・バンキング・サービスを提供している（図表 5）。同社では、超富裕層の資産が個人顧客からの預かり資産全体の約 3 分の 1 を占めている。

BofA 側も、投資可能資産 10～300 万ドル（1,000 万～約 3 億円）までを有する大衆富裕層から富裕層までを対象としたウエルス・マネジメント・サービスを提供している。実際には、BofA および関連会社の投資商品や預金などを 10 万ドル（約 1,000 万円）以上有する顧客に対して同サービスを提供しており、超富裕層顧客向けサービスが手薄であった点は否めない。今後新 BofA は、超富裕層、富裕層、大衆富裕層までをカバーする米国最大のプライベート・バンクとしての基盤を整えられることになる。

図表 5 バンク・オブ・アメリカ、メリルリンチの大衆富裕層、富裕層向けビジネス



(出所) 両社の開示資料を基に野村資本市場研究所作成。

4) 資産運用会社としてもグローバルな規模に

メリルリンチがグローバルな資産運用会社であるブラックロックの株式 45%を保有していることから、新 BofA は、資産運用業務においてもグローバルなプレイヤーの一角を担うことになる。

2008年6月30日現在 1.4兆ドルにおよぶブラックロックの預かり資産は、米国以外の投資家の資産が3分の1を占めるなど、グローバルな業務展開を行っている。ちなみに、Institutional Investor社が実施した2007年の米国資産運用会社ランキングでは、第5位に位置づけられており、なかでも、債券運用資産は2007年の第5位から2008年には第2位に浮上した。

2. メリルリンチー厳しい状況下で先手を打った判断

メリルリンチは、2007年第3四半期以降、4四半期連続で総額186億ドルに達する赤字を計上しており、各種資産の売却、自己資本の増強に努めてきたものの、依然として厳しい状況から脱することが出来ていなかった。独立系投資銀行のリーマン・ブラザーズの経営が危機に直面するなかで、「次の」破綻を回避するため、メリルリンチのセイン CEOが先手を打ってバンカメへの身売りを決めたと見られている。

メリルリンチは、オニール前 CEO のもとで、不動産市場が活況を呈していた時期に、積極的に住宅ローン市場への攻勢をかけ、CDO（債務担保証券）のブックランナーとしてトップクラスに躍り出た。その後サブプライム危機が発生すると、こうした攻勢が裏目に出て、メリルリンチの損失拡大につながったことから、オニール前 CEO は2007年秋に引責辞任した。

2008年7月には、メリルリンチが20%保有していた金融情報サービス会社、ブルームバーグ（Bloomberg, L.P.）株式44億ドルを売却したのに続き、同月、メリルリンチの100%子会社であるファイナンシャル・データ・サービス（Financial Data Services, Inc, FDS）を売却する方向で交渉に入るなど、財務基盤の改善に向けた動きが目立っていた。ちなみに、FDSは、投資信託やリテール銀行商品、或いはグローバル・ウエルス・マネジメント部門（GWM）が提供するその他のサービスに関するアドミ機能を提供する業務を行っている。

また、メリルリンチは、2008年7月にローンスターに67億ドルの資産をバルクセールするなど、CDOのエクスポージャーを大幅に縮小してきたとはいえ、依然として居住用住宅ローンや商業用不動産、レバレッジ・ファイナンスなどへのエクスポージャーは少なくない。2008年6月27日現在、不動産モーゲージ関連のエクスポージャー（ネット）が437億ドル、商業用不動産が同149億ドルとなっている。

IV 今回のディールへの反応と今後の課題

今回のディールによって、BofA は、米国の大手商業銀行としての位置づけに加えて、投資銀行業務やウエルス・マネジメント業務、リテール・ブローカレッジ業務、さらには、資産運用業務に至るまで、幅広い業務で世界でも屈指の総合的な金融機関になる道が拓かれた。そして、BofA は、買収発表に関するプレス・リリースの中で、2012 年までに、70 億ドルに及ぶ税引き前費用の削減効果を完全に実現できる、と説明している。

もっとも、BofA のディールに懸念材料がないわけではない。以下では、BofA の今後の課題について触れる。

1) メリルリンチが抱えるリスク・エクスポージャーへの懸念

まず、BofA のリスク・プロフィールが、メリルリンチを傘下に抱えることによって、大きな影響を受ける可能性がある。

BofA は、7 月に買収が完了したカントリーワイドが有していた住宅ローンで損失を計上する可能性があるほか、ホーム・エクイティ・ローンの焦げ付きやクレジット・カードによる延滞率上昇など、自身の財務基盤の弱含みも否定できない。こうしたなかで、新 BofA には、追加的にメリルリンチのリスク・エクスポージャーが加わることになる。

格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) も、BofA がメリルリンチの買収を公表した 9 月 15 日、BofA の長期債信用格付をダブル A からダブル A マイナスに格下げしたほか、BofA の子会社の長期債格付についても、ワンノッチの格下げを実施した⁹。また、S&P は、BofA の持ち株会社および銀行子会社の見通しをネガティブとした。

S&P は、格下げの理由として、2008 年 7 月に BofA が実施したカントリーワイド・ファイナンシャルの買収に伴い、既に厳しい状況に置かれている BofA の自己資本に、追加的な圧力がかかることを指摘した。また、対するメリルリンチ側も、前掲したように、サブプライム RMBS に担保された多額の CDO を依然として有している点に言及し、将来的な償却の可能性を排除できない、としている。

同様に、アナリストからも、新 BofA がメリルリンチの統合を円滑に進めるためにも、追加的な自己資本増強の必要性を説く声が出ている¹⁰。

2) 統合実行リスクに対する懸念

加えて、統合実行リスクに対する懸念も、多くのアナリストが指摘している。たと

⁹ “Bank of America Downgraded, Ratings Put On Watch Negative; Merrill Lynch On Watch Developing”, S&P Press Release, September 15th, 2008.

¹⁰ 2008 年 10 月 6 日、2008 年第 3 四半期決算の公表にあわせて、①普通株の公募増資で約 100 億ドルの資金調達を行うこと、②2008 年第 4 四半期に支払う普通株の配当金を 1 株当たり 0.32 ドルに半減することを公表した。②の方針によって、每期 14 億ドルを超える資本の増強が可能になる、と説明していた。

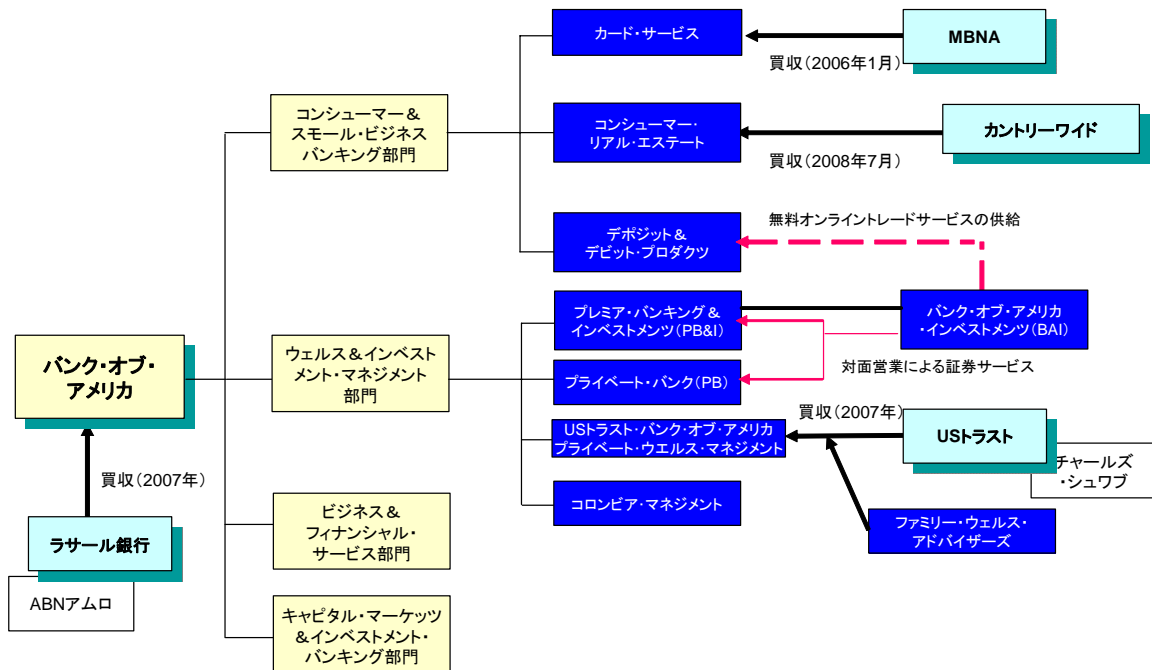
例えば、クレディ・スイスのアナリストは、追加で発生しうる潜在的な償却額は、合計で推定 724 億ドルに及ぶ、との見通しを示していた¹¹。前掲した S&P も、統合リスク (integration risk) について言及している。

BofA が、金融市場の混乱が続く中で M&A のペースを緩めていないことも無視できない (図表 6)。というのも、BofA の場合、規模が大きい 1 つの買収ディールを実施すると、時間をかけて両者の金融機関を統合していくのが伝統的なやり方だったからである。直近では、2007 年 10 月にラサール銀行、2008 年 7 月に全米最大手の住宅ローン提供業者であるカントリーワイド・フィナンシャルの買収を実施したばかりであるが、こうしたなかで、9 月にはメリルリンチの買収提案でも合意した。

しかも、カントリーワイドの買収によって、モーゲージ業務のサービシングにおいてサブプライム・ローンのエクスポージャーに晒される状況になった。BofA 自身は、2001 年を最後に、サブプライム・モーゲージ貸出を行っていないとはいえ、全米モーゲージ・ニュースによると、2008 年 6 月 30 日、カントリーワイドがサブプライム・ローン約 1,000 億ドルの債権管理回収業務に携わっている。

今回の合意案においては、メリルリンチの立場に立って、BofA が有するリテール預金を資金調達源として活用できる利点を強調する声が多く聞かれる。しかしながら、メリルリンチがすでに傘下に銀行子会社を持ち、残高約 1,000 億ドル (2008 年 6 月時点) に達する預金を取り扱う金融機関であったことを考えれば、BofA とメリルリンチの統合の狙いは、必ずしもこうした面だけにとどまらないであろう。投資銀行、商

図表 6 近年におけるバンク・オブ・アメリカによる M&A の動き



(出所) 各種資料を基に野村資本市場研究所作成。

¹¹ “Merrill Holds on With BofA Partnership”, *IDD*, September 15th 2008

業銀行を問わず、米国金融機関が今後ビジネスモデルの再構築を迫られるのが間違いないなかで、ベビーブーマー層などを対象とするウェルス・マネジメント・サービスは、潜在的な成長可能性を見込める分野とも考えられる。BofA によるメリルリンチの買収提案は、今後の金融再編においてウェルス・マネジメントが鍵を握る可能性が高いことを象徴する動きともいえよう。