

シティグループの解体¹

ー金融コングロマリット化戦略は再考されるかー

沼田 優子

■ 要 約 ■

1. シティグループは、2008年純損失187億ドルを計上した2008年末の決算発表と同日の2009年1月16日、同社を実質的に2つに分けることを発表した。²この組織改正により、シティグループは、これまで同社が強みとしてきた「グローバル・ユニバーサル・バンク」業務に注力する「シティコープ」と、同社の問題資産及び非中核業務が集約される「シティホールディングス」に分類されることになる。
2. バンク・オブ・アメリカも1月16日に決算発表を行い、同社の業績は2008年純利益40億ドル、合併されたものの今期までは別々に決算を発表するメリル・リンチは2008年純損失271億ドルであったことを明らかにした。これを受けて同社は公的資金200億ドルの追加注入と、政府による不良債権の損失肩代わりスキームに同意したと発表した。
3. 金融危機が顕在化する中で、当初はバンク・オブ・アメリカやJPモルガン・チェース等の銀行が経営難に陥った証券会社を救済買収したことから、一時は銀行主導で金融グループの再編が進むとの見方が強まっていた。しかし、証券会社の再編が一気に進んだ一方で、シティグループの解体やバンク・オブ・アメリカへの再度の公的資金注入が象徴するように、経営難の主体が銀行へと広がりを見せつつあるため、足下では金融コングロマリット化に再考を促すような論調も出てきている。

I シティグループの解体

1. 概要

シティグループは、2008年純損失187億ドル（第4四半期純損失83億ドル）を計上した2008年末の決算発表と同日の2009年1月16日、同社を実質的に2つに分けることを

¹ 本稿は、2009年1月23日までの情報をもとに執筆した。

² Citigroup. "Citi to Reorganize into Two Operating Units to Maximize Value of Core Franchise." January 16, 2009.

(CEO) のパンディット氏も、シティホールディングスが異なる法人格を持つ時が来るかどうかわからないとコメントしている。

2. コア・ビジネスを集約させたシティコープ

新設のシティコープは、リレーションシップ・ビジネス型のグローバル・バンキング業務に注力していくという。そのような業務の中で主に大企業を顧客とする部門は、「グローバル・インスティテューショナル・バンク部門」となり、①グローバル・トランザクション・サービス（キャッシュ・マネジメント、カストディ業務等）、②コーポレート&インベスト・バンキング（シンジケート・ローンや有価証券の引受等）、③シティ・プライベート・バンク、を含む。2008 年第 4 四半期までの組織形態と比べると、このグローバル・インスティテューショナル・バンク部門は従来のインスティテューショナル・クライアント部門にほぼ該当するが、ウェルスマネジメント事業部門傘下であったプライベート・バンクが加わる点が新しい。これは、ウェルスマネジメント事業部門の太宗を占めていた個人向け証券部門スミス・バーニーが、ライバルのモルガン・スタンレーに実質的に売却されることになったものの、プライベート・バンク部門はシティグループに残されたための措置と考えられる。

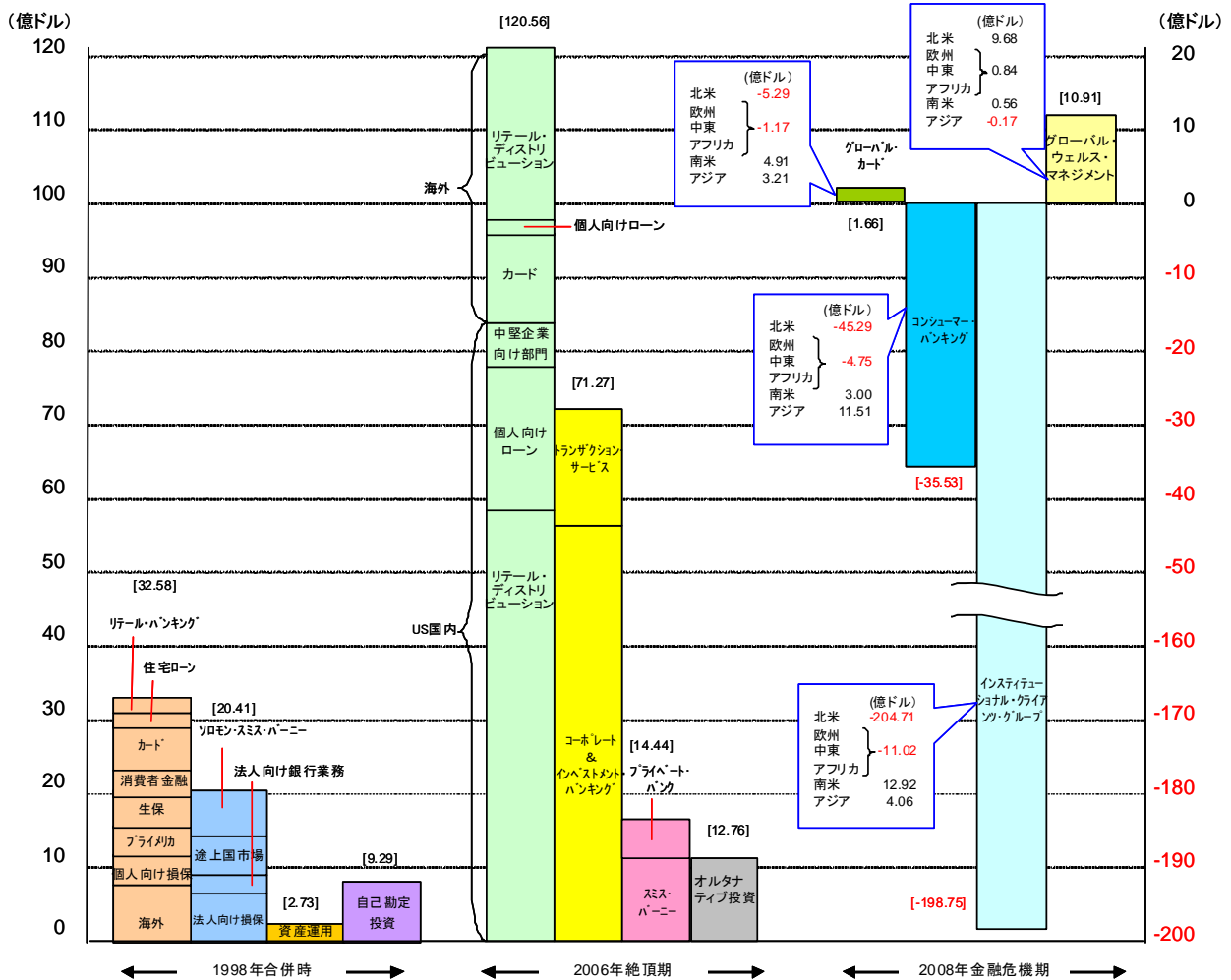
一方、シティコープにおける「リテール・バンク部門」には、カード部門と「リージョナル・コンシューマー&コマーシャル・バンキング」部門が含まれる。従来のシティグループの個人向け部門は、最盛期（2006 年）には、同社の収益の半分以上を稼ぎ出す主力部門であった（図表 2）。しかし、金融危機下でサブプライム・ローンを中心とする不良債権が収益を圧迫して赤字となっていたことから、同部門傘下のノンバンクがシティホールディングスに移管されることになった。また個人向け部門の傘下には、銀行や消費者金融の支店と並ぶ、有力な個人向け商品販売チャネルの一つとしてプライメリカがあったが、これもシティホールディングス傘下となることが決まった。

シティグループが中核事業を選別する上で拘った条件の一つには、同社の百数十カ国に及ぶ拠点を活用できるグローバル・ビジネスか否かがあった模様である。故に、海外事業部門に関しては、後述の個人向け証券部門と消費者金融部門を除いて原則、シティコープに残されることとなった。

シティグループは 1998 年、トラベラーズ（有力証券・生命保険・損害保険・消費者金融・カード会社等を傘下に保有）と旧シティコープ（旗艦銀行シティバンク）が合併して誕生したが、今回の組織再編で新シティコープ部門に残される業務の大半は、その名称が示唆するように、旧シティコープ側の業務であったことがわかる⁴。また旧シティコープが強みとしていたグローバル・フランチャイズを新シティコープの強みとして掲げていることから、「伝統的な銀行業務への回帰」が行われたと見ることもできる。ただし、当時の旧シティコープにはなかった強力な法人向け証券ビジネスが、新シティコープに残さ

⁴ 沼田優子「世界最大の金融機関シティグループの誕生」『資本市場クォーターリー』1998 年春号。

図表 2 シティグループの純収益構成



(注) 部門間調額等を除いた純利益
 (出所) シティグループ決算資料より野村資本市場研究所作成

れていることは、注目に値しよう。

この新シティコープは、現シティグループの資産 1.9 兆ドルのうち、約 1.1 兆ドルを継承するといわれているが、その回復力は未知数である。というのも、現シティグループにある 4 事業部門のうち、分割されることなくシティコープに残るカード部門は実態経済の影響を受けやすく、既に 2008 年第 3 四半期より赤字となっている。またインスティテュショナル部門の中のトランザクション・サービス部門（キャッシュ・マネジメンツやカストディ業務を担う）は、現在こそ 96 億ドルの純収入を計上して存在感を示しているが、平時（例えば 2006 年）の純収入比率は 2 割程度で、大半は現在、巨額の赤字を計上している証券化部門を含むセキュリティーズ&バンキング部門が占めていたからである。グローバル・ウェルス・マネジメンツ部門の中でシティコープに残されるプライベート・バンキング部門も 2008 年純収入は 24 億ドルと、部門としては必ずしも大きくない。

故に新シティコープの行方を左右する可能性が高いのは、リージョナル・コンシュー

マー&コマーシャル・バンキング部門と言えそうであるが、同部門だけの数字は開示されておらず、その実態は必ずしも明らかではない。ただ現状で言えることは、シティグループ内における米国の伝統的銀行業務（地域の個人の預金を集めて商工業に貸付ける）の存在感は小さくなっており、同社は海外から預金を集めて（2008年のシティグループの7,740億ドル（期末値）の預金の内6割が海外預金）、米国個人に貸す（同7,014億ドル（期中平均値）のローンの内、住宅ローンとカードを主とする米国個人ローンが7割弱）構造となっていた。グローバルに見たシティバンクの店舗数も、2008年の消費者金融部門のリストラ期を除けば、シティファイナンスの店舗数より少ない。以上より、コンシューマー・バンキング部門から非中核業務とされたシティモーゲージとシティファイナンスを除いた場合、どの程度のビジネスがシティコープに残るのかが注目点となる。

3. 売却やリストラが検討されるシティホールディングス傘下の事業部門

一方、シティホールディングスの方には、シティグループの問題資産や、2009年1月13日に発表したスミス・バーニーとモルガン・スタンレーの合弁会社の持ち分の他、非中核業務が集約された。第一に非中核業務とされたのは、シティグループがスミス・バーニー以外に傘下に保有していた個人向け証券部門と資産運用部門等である。具体的には日興コーディアル、日興アセット・マネジメント、プライメリカなどで、個人向け証券業務の中核のスミス・バーニーを実質的に手放す以上、これらは業績の如何に関わらず、コア事業とはなり得ないと判断されたためである。

もう一つの非中核業務は、同社が各国でビジネスを展開しながらも、営業のやり方の観点からは、むしろ地域密着型で、地域ごとに完結するビジネスとも言える消費者金融部門である。同部門は、米国で個人向けローンを提供するシティファイナンス、住宅ローンを提供するシティモーゲージが中心となっているが、その他にも日本、西欧、インド、メキシコ、ブラジル、タイ、香港の消費者金融部門が非中核業務に含まれる。

消費者金融部門と言え、シティグループの稼ぎ頭だったこともあったが、サブプライム・ローン（信用リスクの低い個人向け住宅ローン）問題の震源地の一つともなったため、同部門を含む「コンシューマー・バンキング部門」は2007年第4半期以降、純利益が赤字となっていた。それに加え、2008年第4四半期は、実体経済が世界的に悪化していることを反映して、不良債権問題が住宅ローンのみならず一般の個人向けローンにも波及しており、地域別の貸倒債権比率（対平均ローン残高）も米国以上に欧州・中近東・アフリカや南米の数字が悪化していた。こうしたことを背景に、消費者金融部門に関しては米国内外で撤退する決断を下したと思われる。

パンディット氏によれば、シティホールディングス傘下の事業部門はいずれも「急いで事業を売却するつもりはない」が、現状では長期的にはリストラや売却などを検討する対象と位置づけられた。これを受けて各種メディアでは、シティグループが日興コーディア

ルや日興アセット・マネジメントの売却を計画中であると報じている⁵。

II 金融コングロマリット化戦略は再考されるか

1. 2002年から始まっていた金融コングロマリットの解体

そもそも1998年のシティグループは誕生時こそ、どの事業部門をとっても専門業者にひけをとらないトップクラスの業績を誇るバランスのとれた金融コングロマリットであった。この点が同社は、本業を担ってきた金融機関本体の他に多角化のために設立・買収された小規模な異業種部門や、本業の付加価値を高めるための異業種部門を持つ他の金融グループと決定的に異なっていた。

しかし、成熟化しつつある産業のトップ企業の場合、後塵を拝するライバル社からさらなるシェアを奪還するといった企業努力を重ねてもその成長は限られるため、同社はむしろ社内で資本を再配分する道を選んだ。すなわち、業界の特徴として低収益・低成長に甘んじなければならない部門、まだ成長が期待できるがその業界におけるトップとなるには買収などによる巨額の投資を必要とする部門を売却していったのである。具体的には前者には生命保険（2005年売却）、損害保険部門（2002年売却）が、後者には資産運用部門（2005年売却）が該当した⁶。そしてこれらの部門売却で使えるようになった資本は当時の高収益・高成長業務、すなわち個人向け部門のローン業務（カードも含む）と資本市場業務に集中的に再配分された。結果としてこの両業務がそれぞれサブプライム・ローンと証券化商品という2つの震源地となったため、シティグループは、サブプライム・ローンのみで苦しむ他の銀行や証券化商品のみで苦しむ他の証券会社と比べると、二重に痛手を被ることとなった。

そしてシティグループは2分割を発表するわずか数日前には、個人向け証券部門を実質的に売却し、モルガン・スタンレーの個人向け証券部門とで新たな合併会社を設立することも発表していた。このような顛末は同社が金融コングロマリットであったが故というよりも、むしろ理想型に近い金融コングロマリット化を10年前に達成してしまった同社が、さらなる成長のためにこれを解消して、特定の事業に集中するという経営判断をしたところ、これが裏目にでたためと言えるであろう。

⁵ Tudor, Alison. "Citigroup Plans to Sell Japanese Brokerage." Wall Street Journal, January 18, 2009. 「シティ、日興2社売却も、金融勢力図、変わる公算—三菱UFJなど関心」『日本経済新聞』2009年1月18日。

⁶ 沼田優子「シティグループ、資産運用部門の売却を発表」『資本市場クォーターリー』2005年夏号。沼田優子「米国金融コングロマリットによる資本配分の動き」『資本市場クォーターリー』2005年春号。

2. 定着しつつある機能別・顧客別区分

また以上に見られるような、事業分割の動きで注目すべきことは、これが必ずしも従来のような業種別の專業会社化を意味している訳ではないことである。

単純に商品を一箇所に並べただけの金融コングロマリットの場合は、もともとシナジー効果が働いていなかったが故に、解体されても支障のない業務が少なくない。しかしその一方で、歴史的経緯や監督官庁、法人格による区分によって異なる業種の商品・サービスであると捉えられてきたものの中にも、機能や顧客が同一であるが故に親和性の高い業務としてまとめられるグループがごく一部であるがいくつか存在することも同時にわかってきた。そしてこうした業務に関しては、金融危機後も引き続き、事業解体議論の俎上にあがることもなく、同一の事業部門や責任者のもとで運営し、包括的なパッケージとして顧客に提供していく方向となっている。このような傾向が特に見られるのがコーポレート&インベストメント・バンキング部門やプライベート・バンキング部門である。

コーポレート&インベストメント・バンキング部門はもともと、シティバンクの法人部門と総合証券会社であったスミス・バーニーの法人部門、投資銀行であったソロモン・ブライザーズが統合された部門である。IT バブルの崩壊直後、投資銀行部門とアナリスト部隊の癒着が問題視されたことから、シティグループは個人向け証券部門とアナリスト部隊をスミス・バーニーとして分離し、法人向け証券業務は銀行の法人業務と合わせて一つの事業部門とした⁷。そして事業会社の資金調達サービスに関しては、銀行部門（融資）と証券部門（引受）の事業部門内の無用な競合を避けるために、上位 100~300 の顧客に対しては、重複担当制とする等として、誰が顧客の窓口となるのかを明らかにする体制を作りつつあった⁸。その後は証券化等を手がける資本市場部門がインスティテューショナル・クライアント部門収入の大半を占める花形部門となったが、2008 年 12 月、シティグループはこの事業会社に対する資金調達サービスという伝統的業務への回帰を進めていく上でこの組織を改めて見直した。そしてこの一体化策を世界的にも一層推し進めていくため、証券・銀行業務を内包するグローバル・バンキング・グループを設立したと発表した⁹。

また富裕層向けに証券から銀行業務までを幅広く提供してきたグローバル・プライベート・バンキング部門も、リテール・バンクの傘下ではなく、証券色の強いグローバル・インスティテューショナル・バンク部門の傘下となった。これは、伝統的に預貸業務を中心に提供してきたプライベート・バンクも、近年は運用サービスが中心となりつつあったことを反映したものと思われる。

⁷ 一体化といっても平時における同部門（例えば 2006 年）の純収入構成は引受・アドバイザー業務 22%、融資業務 9%、資本市場業務 70%と、極めて証券色が強い。なお、事業会社等の資金調達に関わる引受・融資・M&A サービスは、証券化商品で巨額の損失を計上した資本市場部門（主に機関投資家などを顧客として運用サービスを提供）とは顧客・提供機能ともに大きく異なるため、金融危機の影響が相対的に軽微である。

⁸ 沼田優子「変容する米国証券会社」『資本市場クォーターリー』2006 年春号。

⁹ Hamerman, Joshua. "Citi to Merge Corporate, Investment Bank Ops." *Investor Dealers' Digest*. December 17, 2008.

III ライバルのバンク・オブ・アメリカへの再度の公的資金注入

バンク・オブ・アメリカも 1 月 16 日に決算発表を行い、同社の業績は 2008 年純利益 40 億ドル（第 4 四半期純損失 18 億ドル）、合併されたものの今期までは別々に決算を発表するメリル・リンチは 2008 年純損失 271 億ドル（第 4 四半期純損失 153 億ドル）であったことを明らかにした¹⁰。これを受けて同社は公的資金 200 億ドルの追加注入と、政府による不良債権の損失肩代わりスキームに同意したと発表した。損失肩代わりは、不良債権 1,180 億ドル（メリル・リンチの不良債権が 75%を占めると言われる）から損失が生じた場合、最初の 100 億ドルを超えた分の 9 割を政府が負担ことになっている。

バンク・オブ・アメリカが、2008 年 9 月にメリル・リンチを 500 億ドルもの価格（発表当時）で買収することに同意したのも大きな銀行支店網及びプライベート・バンキング業務を持った同社がさらに、全米最大かつ最強のメリル・リンチの個人向け証券部門を手に入れることで、個人向け資産運用サービスを強化することが主な目的であった。

しかしその後の市場環境が大きく悪化し、資産の劣化が想定以上に進んだことが同社の第 4 四半期の巨額の損失と、公的資金の再注入の要因となった。報道によれば、バンク・オブ・アメリカの経営最高責任者（CEO）のルイス氏は、メリル・リンチの損失の実態を知って、買収交渉をやりなおすことも検討したが、このような状況が明らかになれば、メリル・リンチをさらに窮地に追い込む可能性があるとして断念したとされる¹¹。これを受けてバンク・オブ・アメリカの株主は、両社の合併が完了する 2009 年 1 月 1 日前に、メリル・リンチの状況を開示しなかったことは問題であるとして、同社を訴えた¹²。またメリル・リンチにおいても、1 月に入ってから、前経営最高責任者（CEO）のセイン氏、個人向け証券部門責任者のマッキャン氏、インベストメント・バンキング部門責任者のフレミング氏らが立て続けに辞任を表明する等、社内の動揺は続いているようである¹³。

このように強力な銀行と証券会社の融合という、シティグループとは反対の方向に舵を切ったバンク・オブ・アメリカであったが、シティグループに次いで二度目の公的資金注入を受けた理由が長年の「夢であったリテール証券業の覇者となるため¹⁴」であったとしても、その代償は大き過ぎたと言われかねず、融合の成果が見られるようになるには時間を要する可能性があろう。

¹⁰ Bank of America. "Bank of America Earns \$4 Billion in 2008." January 16, 2009.

¹¹ Berman, Dennis. "BofA's Merrill Deal Exposes Myth of Transparency." *The Wall Street Journal*, January 19, 2009. Fitzpatrick, Dan. & Suzanne Craig. "Bank of America Goes on Offense." *The Wall Street Journal*, January 17, 2009.

¹² "Investors Sue Bank of America Over Merrill Merger." *The New York Times*, January 22, 2009.

¹³ Mitchell, Donna. "Merrill's Thain Resigns, Could Be Devastating to Advisors." *On Wall Street*, January 22, 2009. Kouwe, Zachery. "Fleming is Leaving Merrill Lynch to Go to Yale." *The New York Times*, January 8, 2009. Byrne, John Aidan. "Merrill's Mccann Clashed with Thain." *Registered Representative*, January 6, 2009.

¹⁴ Story, Louise. "For Bank of America, the Pressure Mounts Over Merrill Deal." *The New York Times*, January 17, 2009.

IV 終わりに

金融危機が顕在化する中で、当初はバンク・オブ・アメリカや JP モルガン・チェース等の銀行が経営難に陥った証券会社を救済買収したことから、一時は銀行主導で金融グループの再編が進むとの見方が強まっていた。しかし、証券会社の再編が一気に進んだ一方で、シティグループの解体やバンク・オブ・アメリカへの再度の公的資金注入が象徴するように、経営難の主体が銀行へと広がりを見せつつあるため、足下では金融コングロマリット化に再考を促すような論調も出てきている。

ただシティグループで問題視されたのは、複雑な形態であるが故にガバナンスやリスク管理が適切に行われず、情報が開示されてもわかりにくいこと、「大きすぎて経営も継承も売却もしにくいこと¹⁵」などで、異業種との相互乗り入れそのものは否定されてない。むしろ、証券化商品やサブプライム・ローンに傾倒し過ぎた同社が、今後伝統的業務の回帰を行っていく上では、事業会社への資金調達サービス（融資や引受）や富裕層向けの資産運用サービス（預金や投資商品）の強化が不可欠であるため、こうした業務においては引き続き、業種に限らず、類似の機能ごとにサービスを一体化させていく努力が続けられるであろう。

もちろん、今回の金融危機の火種の多くが大手金融機関にあったとの反省から、当面は特定の業務を強みとする専門的金融機関化も志向されていくと思われる¹⁶。ただシティグループやバンク・オブ・アメリカの動向を見る限り、少なくともこの専門的金融機関は従来のような業態別の専業会社とは限らないであろう。

¹⁵ Morgenson, Gretchen. "The End of Banking as We Know It." *The New York Times*, January 18, 2009.

¹⁶ Rizzi, Joseph V. "Viewpoint: Universal, Originate-to-Deistribute Models Failed." *American Banker*, January 2, 2009.