

漸く合意に至ったモルガンスタンレー・スミスバーニーの売却

岩井 浩一

■ 要 約 ■

1. 9月11日、モルガンスタンレーとシティグループが、両社の合弁会社であるモルガンスタンレー・スミスバーニー（MSSB）の株式のうち、シティグループが保有する株式をモルガンスタンレーに売却することで合意した。
2. MSSBは2009年に、モルガンスタンレーのウェルスマネジメント部門とシティグループ傘下のスミスバーニーが統合してできた合弁会社であり、富裕層向けサービスに強みを持つブローカーである。モルガンスタンレーが51%、シティグループが49%の持ち分を保有してきた。
3. 以前より、シティグループの持ち分を将来的にモルガンスタンレーに売却することは決まっていたが、売買価格の折り合いがつかずにきた。第三者の事業評価額を参考にすることで、漸く、両社の間で売買価格について合意が得られ、今般のディールが実現した。
4. 持ち分の売却を決めたシティグループの狙いは、2008年から進めてきた事業再編を一層進めることと、自己資本比率の改善にある。これに対して、モルガンスタンレーの狙いは、MSSBを傘下に収めることで富裕層ビジネスを強化し、近年の収益悪化を克服する点にある。既にMSSBの名称をモルガンスタンレー・ウェルスマネジメントに変更しており、今後は自社のブランド名を全面に押し出して事業を進めることになる。
5. 今般のディールは、金融危機後の新たな経営環境のなかで、新たなビジネスモデルを模索する米国大手金融機関の一つの決断として理解できる。また、米国富裕層ビジネスの変革期の始まりとなる可能性もあろう。

I. はじめに

9月11日、モルガンスタンレーとシティグループが、両社の合弁会社であるモルガンスタンレー・スミスバーニー（以下、MSSB）の株式のうち、シティグループが保有する株式をモルガンスタンレーに段階的に売却することで合意した。株式市場は今般のディールを好意的に受けとめている。合意観測が流れ始めた11日から正式発表後の12日までの両社の株価は、合意発表前日の10日の株価に比べて、高値で推移している。特に、今般のデ

ィールがモルガンスタンレーにとって有利な条件で合意されたこともあり、同社の株価は目立って上昇した¹。

Ⅱ. MSSB を巡るこれまでの動きとディールの概要

1. 経緯

今般のディールの対象となった MSSB は 2009 年 6 月に、モルガンスタンレーのウェルスマネジメント部門とシティグループ傘下のスミスバーニー及び英国の富裕層ビジネス部門²が統合してできた合弁会社である。モルガンスタンレーが 51%、シティグループが 49% の持ち分を保有してきた。MSSB は全米を中心に 740 の拠点と 17,000 人のフィナンシャル・アドバイザーを抱え、680 万世帯に投資アドバイス等のサービスを提供している。また、顧客預かり資産は 1.7 兆ドルにのぼる。このうち、100 万ドル以上の預かり資産を持つ富裕層が 74% を占め、富裕層サービスに強みを持つブローカーである。

モルガンスタンレーとシティグループは MSSB を設立する際に、①設立から 3 年経過すれば、両社の持ち分を売買できるが、2014 年までの 5 年間は、シティグループが MSSB のかなりの持ち分を保有すること、②MSSB の顧客に対して両社の商品を提供すること、③MSSB のビジネスを通じて獲得した預金は両社の出資比率に応じて割り当てることに合意していた。その後 2009 年 9 月に、シティグループは自らの持ち分 49% を将来的にモルガンスタンレーに売却する意向を表明した。今般のディールは、こうした経緯のなかで実施されたものであり、この意味では、両社間で持ち分を移転することは既定路線となっていた。

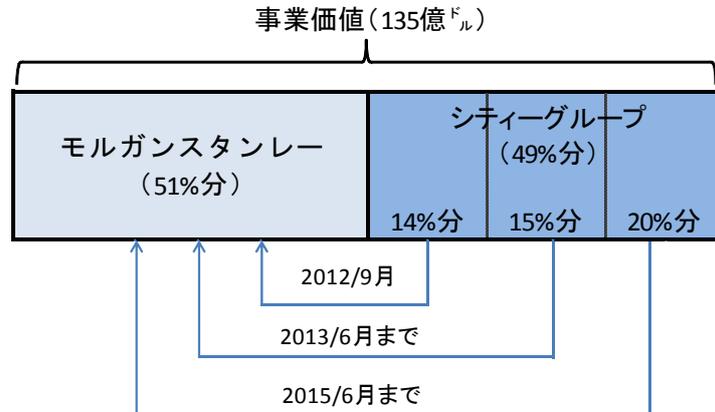
ところが、2009 年時点での取り決めでは、売買価格は決まっていなかった。このため、シティグループが MSSB の持ち分を売却する意向を示してから、両社の間で、MSSB の事業価値とシティグループの持ち分をモルガンスタンレーへ売却する際の売却価格について調整が進められてきた。なるべく高値で売りたいシティグループと極力安値で買取りたいモルガンスタンレーの間の折り合いはつかず、2012 年 7 月の時点では、シティグループが MSSB の事業価値を 220 億ドルと算定したのに対して、モルガンスタンレーは 90 億ドルが妥当であると主張していた。130 億ドルもの評価額の差は両社の交渉だけでは縮まらず、第三者に客観的な立場から MSSB の事業価値を算定してもらうことが合意された。

価格評価を請け負ったのは、独立系の金融サービス会社の Perella Weinberg Partners (以下、PWP) である。PWP は、MSSB の事業価値を 135 億ドル程度に評価したとされる。この金額はモルガンスタンレーの評価額に近く、シティグループの評価額からは 85 億ドルも下回る水準であった。

¹ 10 日～12 日の株価（終値）をみると、モルガンスタンレーが 16.61 ドル（10 日）→17.25 ドル（11 日）→17.42 ドル（12 日）と推移したのに対して、シティグループは 31.83 ドル（同）→32.66 ドル→33.05 ドルであった。

² シティグループの英国富裕層部門は Quilter 社である。なお、シティグループの Citi Private Bank 及び日興コーディアル証券は、MSSB 設立時の統合対象には含まれていない。

図表 今般のディールの概要



(出所) 野村資本市場研究所作成

2. ディールの内容

今般のディールは、この PWP の評価額を基に、両者が改めて MSSB の事業価値を協議し、最終的にシティグループが 135 億ドルという評価額を受け入れることで成立した。持ち分の売買は幾つかの段階を経ることになる（図表）。段階的な売買はまず、2012 年 9 月に、モルガンスタンレーがシティグループ保有の 14% 分の MSSB 持ち分を 18 億 9,000 万ドルで買い取ることから開始される。モルガンスタンレーは MSSB の事業に付随する約 55 億ドルの預金も、プレミアムを支払うことなく獲得する。その後、FRB の承認が得られた場合には、モルガンスタンレーは、2013 年 6 月までに追加で 15% 分の持ち分を、2015 年 6 月までに残りの 20% 分の持ち分を段階的に買い取ることになる。追加の持ち分取得には 480 億ドルの預金も含まれることになっている。なお、今般の合意内容には、価格を巡る争いが再発しないようにするために、今後の全ての売買に際して 135 億ドルの事業評価額を利用することも含まれている。

既に 9 月 18 日に第一段階の持ち分の移転は完了し、モルガンスタンレーの MSSB の持ち分は 65% に上昇している。更に、9 月 25 日には MSSB の名称は「モルガンスタンレー・ウェルスマネジメント (MSWM)」に変更されている。

III. 両社の狙い

1. ノンコア事業の整理を進めるシティグループ

希望価格から大幅に下回る価格での売却に踏み切ったシティグループの狙いは、2008 年から進めてきた事業再編を一層進めること、そして自己資本比率を改善させることにある。

シティグループは金融危機後の 2008 年に事業再編に着手した。事業再編の基本的な方向性は、「簡素 (simpler)」「健全 (safer)」「強力 (stronger)」な業務に経営資源を集中するこ

とに置かれている。世界主要都市におけるリテール金融事業を始めとする伝統的な銀行業務を中核業務と位置づける一方で、MSSB を含む 100 を超えるノンコア事業やアセットを売却し、事業の選択と集中を積極的に進める方針を打ち出してきた。

また、バーゼル III ベースの自己資本規制を見据えて、自己資本比率の一層の引き上げも進めている。今年 3 月に FRB から資本不足を指摘された経緯もあり、自己資本の改善が経営の自由度を確保するうえで重要であるという認識があったものと予想される。今般のディールについては、当初の 14% の持ち分売却によって、ティア 1 コモンエクイティ比率は 0.14% ポイント上昇し、49% の持ち分全てを売却した時点では、同比率が約 0.5% ポイント上昇すると見込んでいる。

このようにシティグループは事業リストラクチャリングと自己資本の向上を優先させ、短期的な損失を受け入れることにした³。MSSB の売却を決定したパンディット CEO (当時) は「MSSB の売却を確実なものとするのが、当社の株主にとって最大の利益になる」、「過去と決別すればするほど、同社の中核事業に焦点を絞ることができる」と指摘していた。なお、10 月 16 日にパンディット CEO が退任することが公表され、既にコルバット氏が新 CEO に就任しているが、新 CEO は事業リストラクチャリングを含むこれまでの事業戦略を継続する意向を表明している⁴。

2. 富裕層ビジネスの強化を通じて再起を目指すモルガンスタンレー

モルガンスタンレーの狙いは、MSSB を完全に傘下に収めることで富裕層ビジネスを強化し、近年の収益悪化を克服する点にある。同社は、投資銀行業務やトレーディング業務の収益が悪化するなか、2009 年の MSSB 設立以来、フィービジネスの強化を進めてきた⁵。MSSB の完全子会社化を通じて富裕層ビジネスを一層強化し、安定的な収益源を確保することによって、投資銀行業務の低迷を補っていく方針である。ゴーマン CEO は声明のなかで、「今回のディールは、当社の戦略を実行していくうえでの重要な一里塚 (マイルストーン) になる」と述べている。ゴーマン氏はメリルリンチ勤務時代も含めて富裕層ビジネスの経験が長い。従って、今後、同氏自らが MSSB の強化に向け、陣頭指揮を執っていくものと予想される。

但し、MSSB の事業統合には IT システム上の課題があると指摘されている。MSSB のフィナンシャル・アドバイザーは、モルガンスタンレーと旧スミスバーニーの IT システムを統合した新たなシステムに移管されるが、この新しい IT システムの構築が難航している。モルガンスタンレーのシステムがウェブを利用した最新のシステムであるのに対して、旧スミスバーニーの IT システムはサーバーを利用した相対的に古いシステムであるため、MSSB

³ シティグループは、今般のディールに伴い、2012 年第 3 四半期に 46 億ドル強の税前損失を計上した。

⁴ “Citi’s New CEO Michael Corbat Speaks” October 16, 2012 参照。

⁵ MSSB 設立以来、モルガンスタンレーのフィービジネスは拡大傾向にある。フィーベースの資産残高は、MSSB 設立直後に 3,170 億ドルであったが、その後 2009 年第 4 四半期には 3,700 億ドル、2010 年第 4 四半期に 4,600 億ドル、2011 年第 4 四半期に 4,850 億ドル、2012 年第 2 四半期に 5,260 億ドルと推移している (“Barclays Capital Financial Services Conference” September 11, 2012)。

の新しい IT プラットフォームはモルガンスタンレーのシステムをベースに構築される。ところが、旧スミスバーニーのシステムの一部に、モルガンスタンレーのシステムでは利用できない機能があるため、旧スミスバーニーのシステムの一部を新しい IT プラットフォームに取り込む必要があり、この結果、両システムの統合が難しくなっているのである。

この問題は以前から認識されており、例えば 2010 年当時のモルガンスタンレーの取締役会において、旧スミスバーニーのフィナンシャル・アドバイザーを新しい IT システムに移行させることが統合の障害になると議論されていた⁶。また、今般の統合を受けて、モルガンスタンレーは、IT システム開発に関与する社員に対して、追加的な作業への報酬として、本年 10 月に一時金を払うことを決定した。一時金の総額は公表されていないが、一人当たり 1,500 ドル～5,000 ドル程度になる見込みとされる⁷。IT システムの統合作業に依然として多くの課題が残されていることを示唆する動きである。

モルガンスタンレーが MSSB の IT システムの統合に手間取るような場合には、それに伴う顧客サービスの低下が今後の事業展開の障害になる可能性がある。システム統合の遅延が優秀なフィナンシャル・アドバイザーの離職を引き起こす側面もある。優秀なフィナンシャル・アドバイザーには他社からの誘いが常にあるほか、独立を目指す者もいる。実際、MSSB の設立時点に在籍していた 2 万人強のフィナンシャル・アドバイザーは、現在、16,000 人まで減少している。IT システムの統合を上手く進められるのか、ゴーマン CEO の力量が試されることになるだろう。

IV. 今後の注目点

米国大手金融機関は金融危機後の収益環境の悪化に苦しんできた。今般のディールは、事業戦略の再編を進めるシティグループとモルガンスタンレーの思惑が一致したことによって成立した。米国内の投資サービスをノンコアビジネスと位置付けたシティグループと、最重要部門と期待するモルガンスタンレーの目指す事業モデルは異なったものになってくるのであろう。また、米国リテール金融、とりわけ、富裕層ビジネスにおいては、MSSB を手中に収めたモルガンスタンレーとバンクオブアメリカやウェルズ・ファーゴ等との競争が一層激化すると予想される。

このように、今般のディールは、米国大手金融機関がそれぞれにビジネスモデルを再構築していることの現れであると同時に、やや長い目でみれば、米国富裕層ビジネスの大きな変化点となる可能性もある。MSSB の事業展開の成否が注目されるところである。

(調査協力・ロザノ容子)

⁶ 例えば、“Morgan Stanley-Smith Barney Brokerage Merger Hits Snags, Delays” *NetNet with John Carney*, October 1, 2010 を参照。

⁷ “Morgan Stanley Sets Broker Bonus” *Wall Street Journal*, September 20, 2012 を参照。