

ドイツ銀行によるスカダー買収

ドイツ銀行は、チューリッヒ・フィナンシャル・サービスズ（ZFS）の傘下にある米国資産運用会社スカダーを買収することで、ZFS と合意した。2年連続の減益に苦しむ ZFS が業務内容を見直し売却を決めていた同社を買収することで、ドイツ銀行は米国でのリテール資産運用業務に足がかりを得ることになる。一方、ZFS は、交換でドイツ銀行の保険子会社を買収し、本業である欧州での保険業務を強化することにより、収益力の強化を目指す。

1. 買収の詳細

ドイツ銀行とチューリッヒ・フィナンシャル・サービスズ（以下、ZFS）は、9月24日、ZFS 傘下の米国資産運用会社であるチューリッヒ・スカダー・インベストメンツ（以下、スカダー）を、ドイツ銀行が買収することで合意したことを発表した。ZFS はその代わりに、ドイツ銀行の保険子会社である VHDB の発行済み株式のうちドイツ銀行が保有する76%分と、ドイツ銀行のイタリア、スペイン、ポルトガルの3カ国での保険業務を獲得する。スカダーの評価額は25億ドル、ZFS がドイツ銀行から獲得する保険子会社及び南欧3カ国での保険業務の評価額は15億ユーロで、その差額約1,300億円は現金、またはドイツ銀行株式で支払う。なお、ZFS 傘下の英国投信会社であるスレッドニードル・インベストメンツ（以下、スレッドニードル）は、買収の対象に含まれない。

また、ドイツ銀行と ZFS は広範囲の提携を結ぶ。ドイツ銀行が国内及びイタリア、スペイン、ポルトガルにおいて、ZFS の保険商品のみを販売し、その他の国でも ZFS の保険商品を優先的に販売する。また、ZFS 傘下に残る英国投信会社スレッドニードルの投資信託を、大陸欧州においてサード・パーティー商品として優先的に販売する。

一方、ZFS は、大陸欧州でドイツ銀行グループの提供する運用商品を優先的に販売するほか、自己運用でもドイツ銀行に優先的に運用を委託する。ドイツ銀行が提供する銀行商品に関する提携の詳細は、今後詰める。

今後、規制当局からの認可や株主からの承認を経て、2002年初には手続きを完了する予定である。

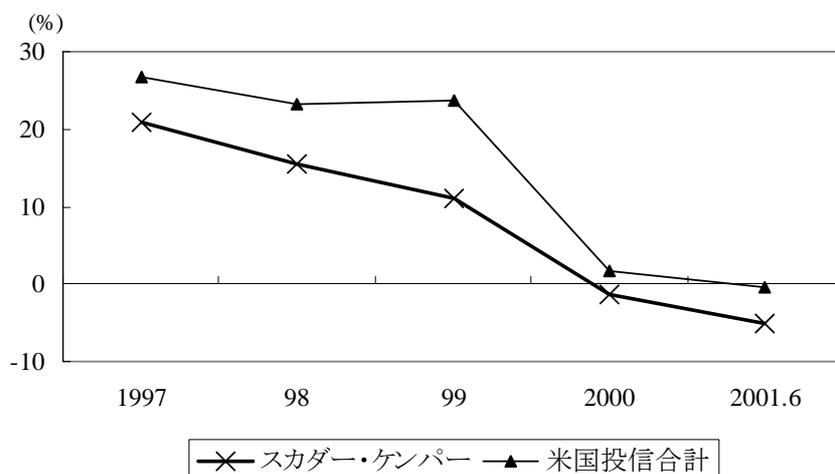
2. ZFS の狙い

今回のドイツ銀行によるスカダーの買収の背景には、ZFS が業務再編に伴いスカダーを売却することを決めていたことが先にあった。ZFS は、ここ数年、積極的な買収戦略を繰り返し事業の拡張を目指したものの、1999年、2000年と2年連続で減益となり、2001年上半期も前年同期比33%もの大幅減益となっていた。同社の株価は、米国の同時多発テロ事件の影響を受け、事件発生前から今回の買収発表までに約45%も下落したが、すでにそれまでに、年初に付けた高値1,000スイス・フランから、ほぼ6割も下落していた。

中でも問題となっていたのは、生命保険業務、損害保険業務、再保険業務に続く4番目の柱として、ZFS が強化してきた資産運用業務であった。ZFS は1996年に米国で生命保険業務と資産運用業務を兼業していたケンパーを買収し、資産運用業務の育成に着手した。その後、97年にはスカダー・スティーブンス・アンド・クラークを買収し、さらに、98年にはブリティッシュ・アメリカン・タバコの金融部門を買収したことにより、その傘下にあった英国の投信会社スレッドニードル社を取得した。

このような矢継ぎ早の買収により、買収した資産運用会社間の資産運用プロセスの統合が難航し、米国投信市場では、預かり資産残高の伸び率が市場全体の伸び率を大幅に下回った(図1)。特に、個人の投信解約が続いた。

図1 スカダーの預かり資産伸び率の推移



(出所) ICI 資料より野村総合研究所作成。

ZFS はこの状況を改善するために、2000年2月にシティ・グループからシャラフ氏を招き、運用体制の整備に乗り出した。ファンド・マネージャーが少数の専属アナリストを使う体制から、アナリスト部門を独立させ、ファンド・マネージャーが共同で利用する体制に切り替えたり、計量的アプローチをこれまでよりも重視するなどの見直しを行った。しかし、欧米における株価の下落により資産運用業務を取り巻く環境は悪化し業績の改善が

遅れた上に、2001年上半期にはリストラ費用が計上されたことにより、資産運用業務は唯一の赤字部門となった。

表1 ZFSの部門別2001年上半期の収益

(100万ドル、%)

	2000.1H	2001.1H	増加率
損害保険部門	223	181	-18.8
生命保険部門	371	410	10.5
再保険部門	134	98	-26.9
米国保険管理部門	262	259	-1.1
資産運用部門	72	-26	n.a.
合計	1,062	922	-13.2

(出所) ZFS 半期報告書

ZFSは、2001年4月には、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーに資産運用部門の見直しを委託し、同部門を売却する方向で検討を続けてきた。ドイツ銀行の他に、アンベスキャップ¹などと交渉を進めていた。

ZFSは、ドイツ銀行の国内保険子会社及び南欧での保険業務を獲得することにより、本業の保険業務を強化することができる。また、今回の買収をきっかけとしたドイツ銀行との提携により、ドイツ銀行のリテール販売網を利用することができるというメリットも得られる。

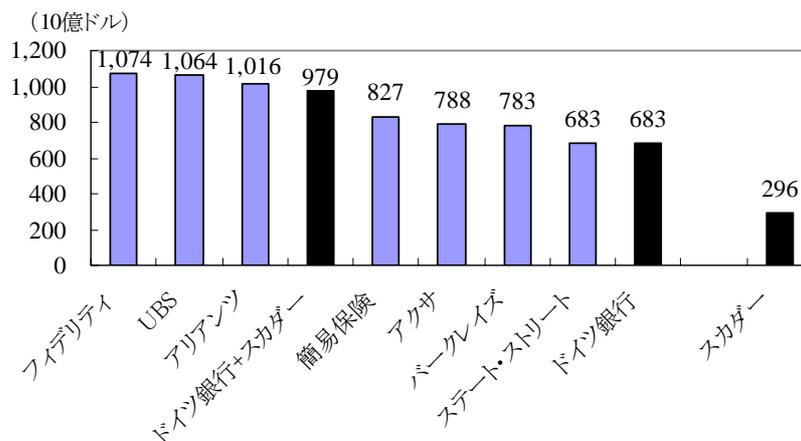
なお、ZFSは再保険部門であるチューリッヒ再保険を、コンヴェリアム (Converium) と改称し、2001年第4四半期にも上場することによって、段階的に再保険業務を売却していく予定である。

3. ドイツ銀行の狙い

ドイツ銀行は、スカダーの買収により、米国での資産運用業務を強化することができる。ドイツ銀行は、99年にバンカース・トラストを買収しており、2001年6月末時点でのドイチェ・アセット・マネジメントの米国投信預かり資産残高は約350億ドルで、順位は全米第40位だった。これに、スカダーの1,080億ドルを加えると、投信残高は合計で1,430億ドルとなり第12位まで上昇する。また、資産運用業務全体で見ると、ドイツ銀行グループの総預かり資産は979億ドルとなり、フィデリティ、UBS、アリアンツに次いで世界で第4位となる。

¹ 米国のAIMグループ、その他の地域ではインベスコをブランド・ネームとする有力資産運用グループ。

図2 資産運用規模比較 (2000年末)



(出所) ドイツ銀行

99年に買収したバンカース・トラストは、機関投資家向け資産運用業務に強かったのに対し、スカダーはリテール業務も行っており、ドイツ銀行は米国リテール資産運用業務への足がかりを得ることができる。

ドイツ銀行は、これまでも、投資銀行業務を中心に米国市場への進出を真剣に検討してきた。今後もこれまで以上に米国への進出を強化したい考えである。ドイツ銀行は2001年10月3日にニューヨーク証券取引所に上場し、今後、株式交換による米国での買収を進めていく。ドイツでは、持合株式を売却する際のキャピタル・ゲインが非課税とされたため、買収のための資金は潤沢である。

ドイツ銀行は1993年にドイツ・ヘロルド社を買収し、自前でアルフィナンツを推進してきた。しかし、これまでのところ大きな成果は上がっておらず、ドイツ銀行の保険部門の純収益は純金利収入の6%、純手数料収入の3%に過ぎない。国内にはアリアンツやミュンヘン再保険といった強力な競争相手がいることもあり、保険業務については自前で強化するのではなく、大手保険会社との提携の方が有効であると判断したものと思われる。

ドイツ銀行は一時、ドレスナー銀行との合併を模索する過程で、リテール部門をアリアンツに売却することを検討するなど、リテールよりも投資銀行部門を中心とするホールセールに注力する戦略を取ったこともあった。しかし、2000年以降の世界的な株価の下落により、証券発行やM&A活動は下火になっており、投資銀行業務を取り巻く環境は悪化している。ドイツ銀行は、リテール部門であるPCAM (Private Clients and Asset Management) とホールセール部門であるCIB (Corporate and Investment Bank) との、バランスの取れた収益構成を目指すとしている。

4. 今回の買収の評価

今回の買収の発表後、2日間でZFSの株価は20%上昇、ドイツ銀行の株価は14%上昇した。今回のディールは、好意的に受け入れられている。

ドイツ銀行にとっては、買収価額がスカダーの運用資産の1%以下に留まったことが評価されている。2000年10月にアリアンツが米国資産運用会社ニコラス・アップルゲートを買収した際には、買収価額は運用資産の約4.6%であった。これまで、特に株式のアクティブ運用に強い資産運用会社の買収金額は高まっていただけに、相対的に低い金額で米国の有力資産運用会社を買収できたことが評価されている。しかし、ZFSが苦労した資産運用業務の再編成に、ドイツ銀行も取り組まなければならない。株価の急落により環境も悪化している中で、今回の買収を十分に活かすことができるか、今後も課題は大きい。

一方、ZFSにとっては、うまく統合できなかつた米国資産運用業務から撤退し、本業である保険業務の強化を打ち出したことが好感されている。しかし、ドイツ銀行から獲得した保険業務の規模は決して大きな規模ではない。高齢化とそれに伴う年金制度改革により、今後一層の拡大が見込まれる大陸欧州生命保険市場において、ZFSの保険料収入シェアは3%に過ぎない。再保険業務からも段階的に撤退した後、アリアンツやアクサ、プルデンシャルなど、欧州展開を積極的に進める大手保険会社との競争は、厳しいものとなるとの見方も強い。

(落合 大輔)