

## 米国金融コングロマリットの資本再配分の動き

沼田 優子

### 要 約

1. 2005 年第 1 四半期は、シティグループ、アメリカン・エクスプレス、モルガン・スタンレー等、多様な業務を手がける米国の金融グループが、事業の一部を手放す動きが相次いだ。また、金融業ビジネスを収益の大きな柱とする事業会社の GE も、保険部門を段階的に切り離している。
2. これらのケースにおいては、事業撤退の目的として、「資本の再配分」が、挙げられている。高収益・高成長事業への投下資本を確保するために、低収益・成熟産業からは機動的に撤退する、というのである。
3. コングロマリットは、通常は非効率な資本配分を行うため、評価が相対的に低いと言われる。しかしその一方では、卓越した経営手法を確立し、「コングロマリット・ディスカウント」を克服する程の株主価値を創造し続けている事業会社も存在する。
4. 従来、多角化を厳しく制限されてきた金融業界のコングロマリットは、全般的に、株主価値の構成要素全てを増加させるような戦略を取っていない、との見方もある。しかし金融グループも、「積極的な資本配分」システム等、事業会社に倣って先進的な経営手法を取り入れつつあることは、注目に値しよう。

### I. シティグループによる生保部門売却

#### 1. 概要

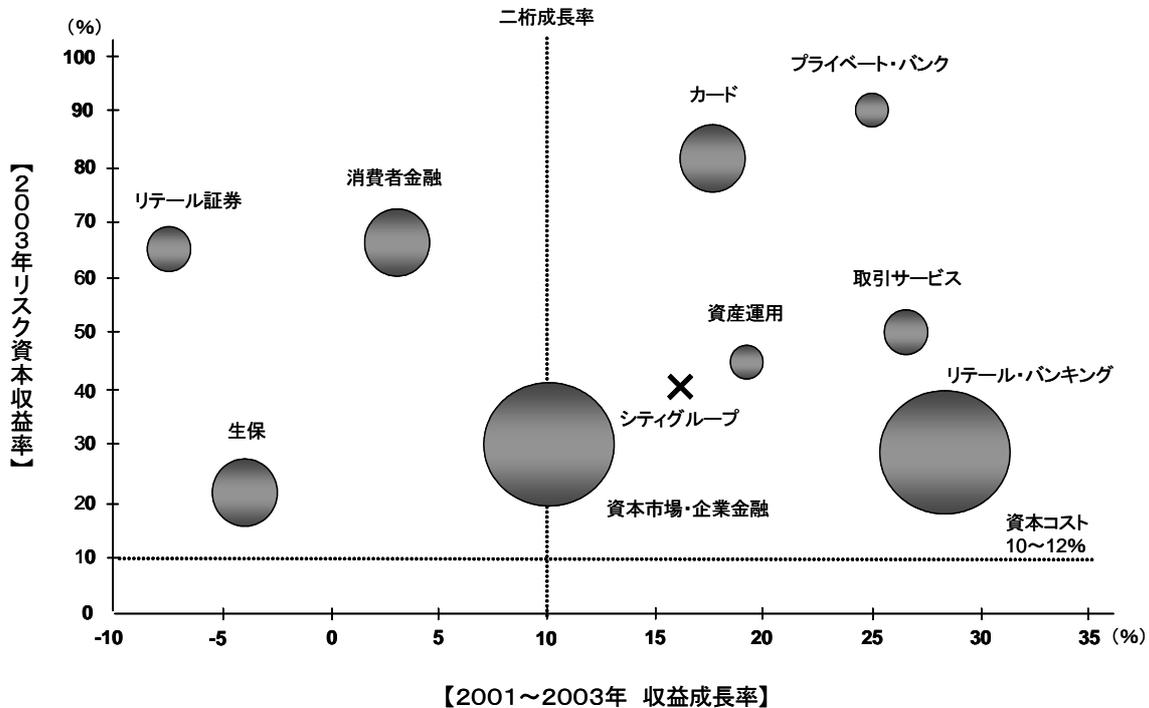
2005 年 1 月 31 日、米国最大の金融コングロマリットであるシティグループが、生保部門（トラベラーズ・ライフ&アニュイティー以下トラベラーズ生保）と海外生保事業の大半を、米国最大の生命保険会社<sup>1</sup>のメットライフに 115 億ドルで売却すると発表した。シティグループは、売却金額の内の 10~30 億ドルをメット社の株式で、残りをキャッシュで受け取り、約 20 億ドルの売却益を手に入れる。

#### 2. シティグループの目的

シティグループの目的は、資本を保険業よりも高成長・高収益の業務に再配分し、株主価値を高めることである<sup>2</sup>。同社は活用可能となる資本 60 億ドルの用途に関しては、①内部成長資源、②買収、③配当、④自社株買いのバランスを考えつつ検討するとコメントするに留まっている。しかし、シティグループは消費者金融会社のコマーシャル・クレジットを起点に保険・証券会社と買収を重ね、98 年に大手銀行シティバンクと合併して現在の姿となった経緯があるだけに、次の買収案件を期待する声もある<sup>3</sup>。

同社が米国金融コングロマリットの象徴とされるのは、銀行・保険業の相互乗り入れを認める 99 年金融制度改革法（GLB 法）の制定に先駆けて、シティコープとの合併を敢行

図表1 シティグループの主要事業ポートフォリオ



(注) 円はリスク資本額に比例する。

(出所) Citigroup, "Risk Capital and Capital Allocation." March 29, 2004

したためである。また多くの金融グループは本業とそれ以外の事業の格差が大きいですが、シティグループ傘下の事業は、それぞれが業界トップクラスの競争力を備えており、バランスの取れた金融コングロマリットとなった。

シティグループは、米国最大級の金融グループとなってもなお、収益の二桁成長を経営目標として掲げ、一貫して20%程度のROE(株主資本利益率)を維持してきた。同社はこれを達成する手段の一つとして、ほぼ絶え間なく、事業ポートフォリオの入れ替えを行ってきた。従って今回の生保部門売却も、従来からの戦略の延長にあると捉えられている(図表1)。

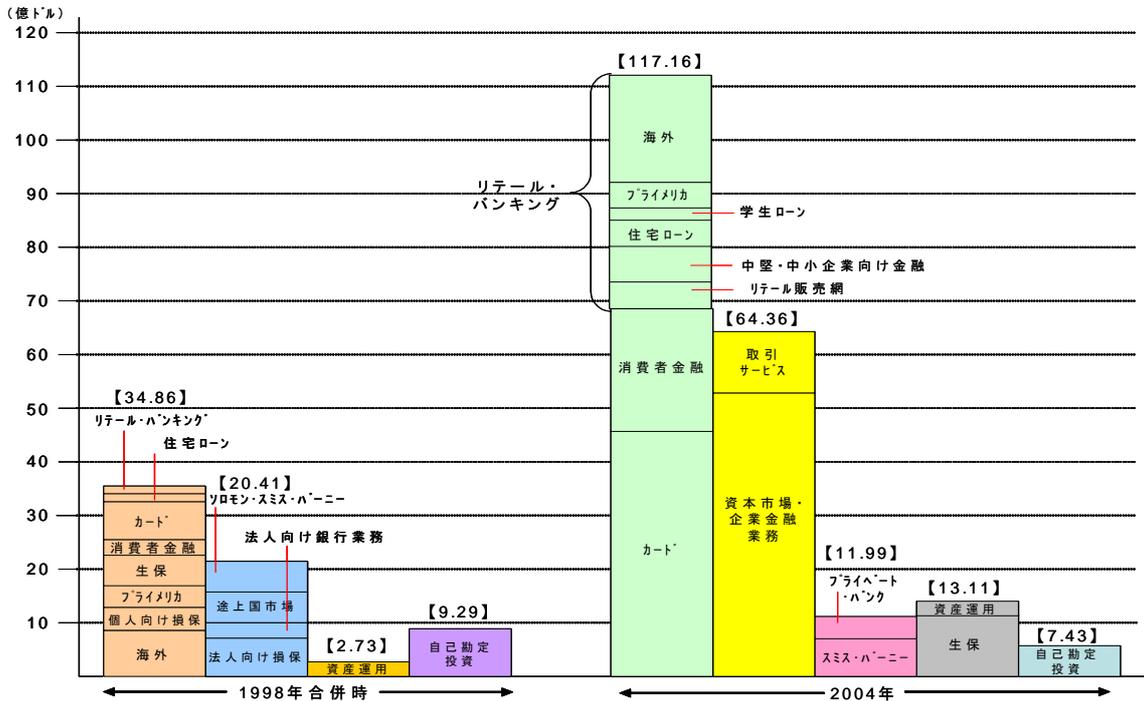
例えば同社は生保部門においては95年頃から、既に団体生命保険、所得保障保険、長

期介護保険事業を切り売りしており、生保業務以上に成熟・低収益事業と言われる損保事業は、2002年にスピノフしていた<sup>4</sup>。

その一方で、積極的な買収を通じて拡大したのが、高成長・高収益のカードや消費者金融部門である。2004年はシティグループ収益の7割は、カード、消費者金融、リテール・バンキングから成る個人金融部門が稼ぎ出した(図表2)。また地域別に見れば、成長の牽引役は海外部門であり、同社収益の51%を占めた。

なお、シティグループが撤退を決めた生保部門は、業績不振だった訳では決していない。収益率では競合他社のそれを概ね上回っていたし、絶対額でも2004年は10億ドルの大台に乗り、過去最高益を更新していた。

図表2 シティグループ事業部門別収益貢献度



(注) 2004年資本市場・企業金融業務はワールドコム関連費用償却前の数字であるが、これを差し引けば、個人部門の収益構成比は7割となる。

(出所) シティグループ決算資料

### 3. メットライフの目的

これに対してメットライフは、合併の理由として、①規模の経済性の確保、②販売チャネルの拡大、③海外業務における規模と範囲の経済性の確保、の3点を挙げている。

①は、今後の成長市場である個人年金部門の拡大を指している。メットライフはこれまで伝統的業務（法人部門、個人部門では生命保険）に強かったからである。

②はメットライフが合併会見で、最も強調した点である。同社は合併の条件の一つとして、シティグループと10年間の販売提携契約を結んでおり、傘下のスミス・バーニーや、シティバンク経由で商品を提供できるメリットは大きいとしている<sup>5</sup>。

③も、メットライフが従来から拡大しよう

としていた業務である。市場が成熟しつつある米国よりも、海外の方が、生命保険市場の成長を見込めるからである。またメットライフはこれまで、伝統的生命保険の中心の途上国を中心に、海外展開を行ってきたが、シティグループは、日本や英国等、より先進国にも進出しており、補完メリットは大きいと捉えている。

## II. アメリカン・エクスプレスによるファイナンシャル・プランナー部門のスピノフ

### 1. 概要

2月1日、カード会社大手のアメリカン・エクスプレスが、系列のファイナンシャル・プランナー会社のアメリカン・エクスプレス・ファイナンシャル・アドバイザー

(AEFA) をスピンオフすると発表した<sup>6</sup>。

AEFA は、アメリカン・エクスプレスが 83 年に買収したファイナンシャル・プランニング会社の大手である。AEFA は 12,000 人のファイナンシャル・アドバイザーを抱え、投資信託、一任勘定 (SMA)、生命保険、個人年金、損害保険等を提供している<sup>7</sup>。また同社は、ファイナンシャル・プランを無料サービスの一環としてではなく、有料の独立したサービスとして位置づけた先駆者である。

## 2. アメリカン・エクスプレスの目的

アメリカン・エクスプレスも、スピンオフの目的として、資本再配分を挙げている。同社の経営目標は、EPS (一株当たり利益) 成長率 12~15%、収入成長率 8%、ROE18~20%で、2004 年はこれらを全て達成した。

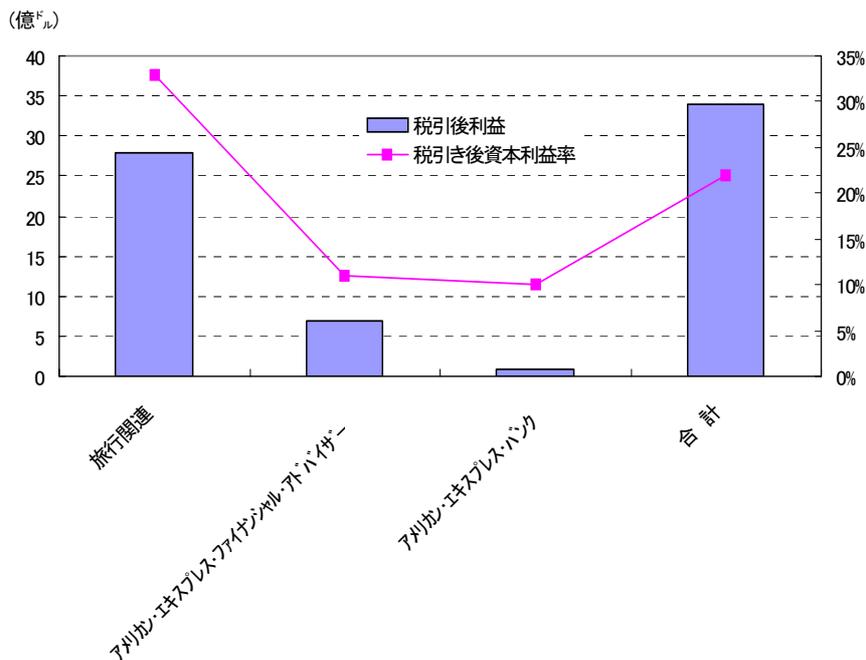
しかし、同社の主力は旅行関連業務 (2004 年 ROE33%) に含まれるカード事業であり<sup>8</sup>、ファイナンシャル・プランニング業務 (同 ROE11%) よりも、収益性ははるかに

高い (図表 3)。しかも、2004 年 10 月の最高裁の判断<sup>9</sup>により、銀行提携カードの発行が可能となったため、本業の拡大が大いに見込める。加えて同社は、自国に先駆けて 97 年より、この銀行提携カードを海外で提供してきた。海外でもこの提携カードは好調に拡大しており、同社の収益に占める海外部門全体の収益比率は 2 割に達した。

こうした中、同社は、自己資本の 4 割を投入しているにも関わらず、同社収益の 2 割しか生まない AEFA を手放し、本業に投資した方が、効率的であると判断したようである。同社はこのスピンオフにより、ROE 目標を現在の 18~20%から 28~30%へと引き上げた。

一方の AEFA は、独立することにより、「社内資本市場」よりも、資本確保の機会が増えることを期待している。業界特性の違いが要因であるとは言え、カード事業との収益性格差を理由に、これまでは成長に必要な資本を得られなかったからである。そのため

図表 3 アメリカン・エクスプレスの事業ポートフォリオ



(出所) アメリカン・エクスプレス

AEFA は、寡占化が進みつつある投資顧問業界や保険業界のプレイヤーとしては、規模的に見劣りしていた。

なお現在、AEFA にとって、カードは重要な顧客開拓手段となっており、AEFA の新規顧客の 3 分の 1 は、アメリカン・エクスプレス・カードの保有者である。従って同社は、スピンオフ後も、アメリカン・エクスプレスとの販売提携関係は維持するという。

### Ⅲ. GE による保険部門のスピンオフ

#### 1. 概要

3 月 24 日、金融ビジネスを収益の柱とする事業会社 GE は、生命及びモーゲージ保険業務を営むジェンワース社の株式 8,050 万株を 26.5 ドルで売り出すと発表した。もともとジェンワースは、GE 傘下のノンバンクである GE キャピタルの保険部門であったが、2004 年 5 月、新規公開を果たした。公開後の GE によるジェンワースの持株比率は約 70%であったが、今回の売り出しにより、52%となる。GE は 2006 年 5 月 27 日までに、持株比率を 50%未満にし、2007 年にはジェンワースをほぼ完全独立させる模様である。

#### 2. GE の目的

GE は、2001 年 9 月にイメルト氏が、カリスマ経営者であったウェルチ氏から現職を引き継いで以来、収益成長率年間 10%、ROE20%以上<sup>10</sup>の経営目標を達成するために、資本配分の抜本的な見直しを行っていた。その具体策の一つが保険事業からの撤退である。

まず 2002 年 7 月にイメルト氏は、GE の収益の 4 割を稼ぎ出していた金融子会社の GE キャピタルを、①消費者金融、②法人金融、③保険、④機器管理・ファイナンス部門に編成し直し、自らの傘下においた。GE キャピタルを米国最大のノンバンクに育てた CEO ウェント氏<sup>11</sup>が、GE 本体とは距離を置きつ

つ、積極的な買収によって 20 を超える事業部門を傘下におさめ、ポートフォリオを運用するかのよう管理してきたのとは対照的である。

また 2003 年末、イメルト氏は、GE 傘下の事業を「成長の原動力事業」と「キャッシュ創造事業」のいずれかに再編し、収益に占める後者の比率を 2000 年の 3 割から 2004 年の 1 割に引き下げた（図表 4）<sup>12</sup>。

具体的に、資本増強分野は、成長の原動力事業の中でも、テクノロジー、サービス、金融に関わる事業とした。その一方で、キャッシュ創造事業に属し、資本集約的な保険業は大幅に縮小することになり、ジェンワースの公開に先駆け、我が国のエジソン生命等も売却していた。ただし GE 全体で見れば、海外部門収入は 4 割と、依然として高い。

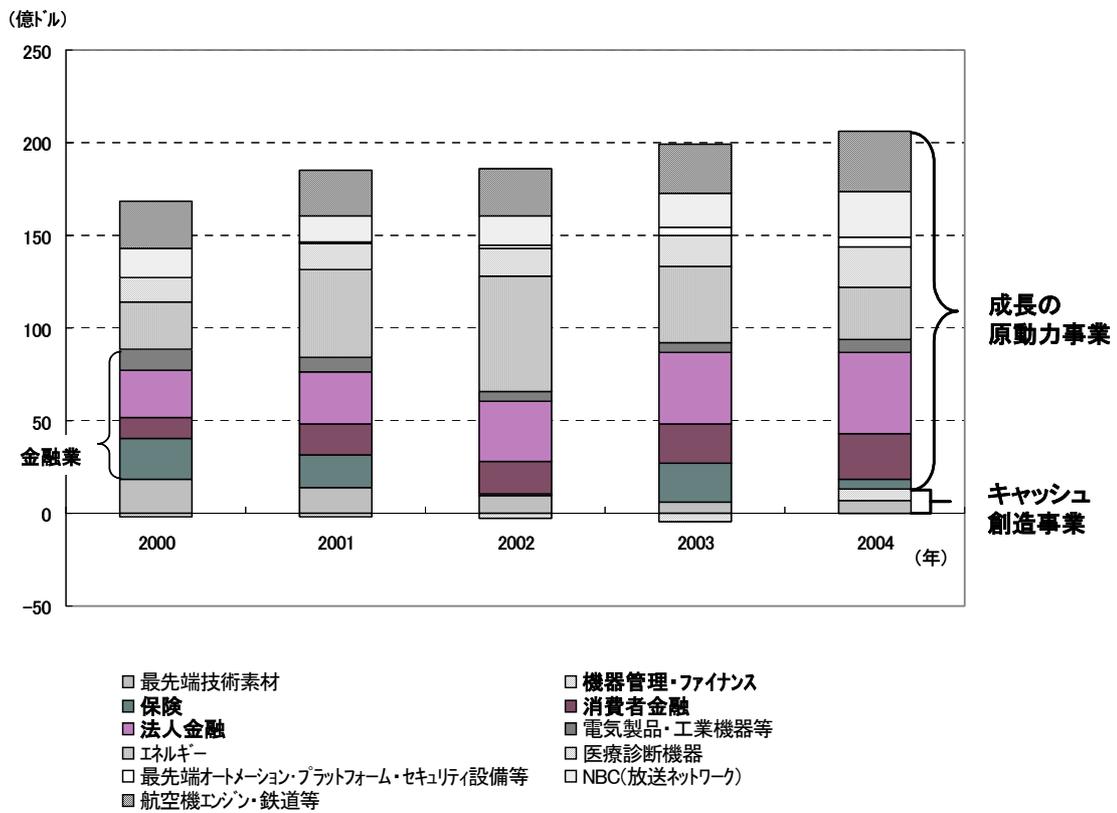
### Ⅳ. モルガン・スタンレーによるディスカバー・カードのスピンオフの動き

#### 1. 概要

4 月 4 日、大手証券会社のモルガン・スタンレーは、同社の収益の 2 割を占めるカード部門のディスカバー・ファイナンシャル・サービスのスピンオフを、3~6 ヶ月以内に行うと発表した。

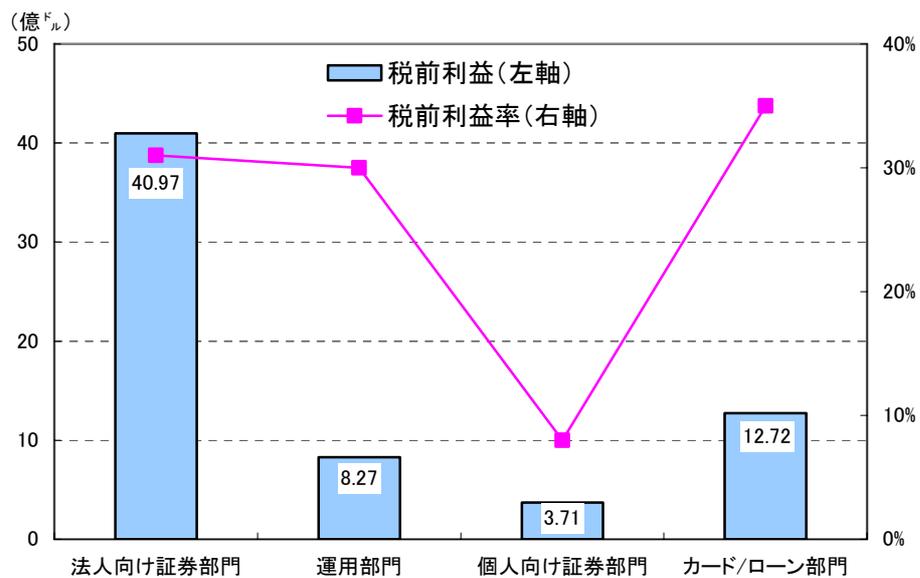
ディスカバーは、85 年にデパートのシアーズが創設したカード部門であった。シアーズはこれに先駆けて 81 年、リテール証券会社のディーン・ウィッター・レイノルズも買収していたが、93 年、本業に回帰すべく、カードと証券部門をスピンオフした。こうして誕生したディーン・ウィッターは、IT ブームの最中の 97 年、魅力的な新規公開銘柄へのアクセスを求め、引受案件の個人顧客への販路を求めていた投資銀行モルガン・スタンレーと、合併した。そして新会社の CEO 職は、前者の CEO であったパーセル氏が引き継いだ<sup>13</sup>。

図表4 GEの収益構成



(出所) GE

図表5 モルガン・スタンレーの収益構成



(出所) モルガン・スタンレー

## 2. モルガン・スタンレーの目的

モルガン・スタンレーは、株主価値の向上と、パーセル氏の退任を声高に叫ぶ株主に対応する受け身の策として、スピンオフを発表したと見られている<sup>14</sup>。

パーセル氏はディスカバリーのスピンオフの目的を、①ディスカバリーの株主価値を高め、同社の業績と新たな事業機会に見合った資本を投下していくこと、②証券業界内の成長分野に資本をより集中させていくこと、であると述べている<sup>15</sup>。また業務範囲は狭まるものの、②の戦略は従来から掲げており、基本路線に変更はないことを強調した。

しかし、反パーセル陣営<sup>16</sup>は、この決定に不満を漏らしている。そもそも同社の株価下落の要因は、リテール及び運用部門の業績が低迷していることに加え、パーセル氏が、稼ぎ頭の法人部門（旧モルガン・スタンレー）の主要人物を、退ける人事を繰り返していると考えているからである（図表5）。

ディスカバリーのスピンオフの是非に関しても、意見が分かれるようである。収益性の高いディスカバリー部門が、モルガン・スタンレーの業績を下支えしていたことは間違いない。しかし業界随一の投資銀行であった旧モルガン・スタンレーと、いわゆるブルーカラー向けカードとして親しまれたディスカバリーでは、顧客層が異なり過ぎて、相乗効果が疑問視されていた<sup>17</sup>。

またパーセル氏は、前述の司法判断等により、ディスカバリーのさらなる成長が期待できるため、同部門がより多くの資本を確保するためには、独立した方が有利であると述べた。しかしその一方で、同部門は寡占化の進んだカード業界において、リボルビング・ローン残高で第7位に甘んじており<sup>18</sup>、その競争力に疑問を呈する声もある。

## V. 共通認識

### 1. 資本再配分の重要性

一連の案件は全て、「株主価値を高めるための資本再配分」が目的とされた。特にシティグループと GE キャピタルは、資本再配分の一形態として、事業の買収と売却をバランス良く、システマチックに行うプロセスを構築している（参考資料参照）<sup>19</sup>。従って、今回の案件は比較的規模は大きいものの、両社が従来から披露してきた基本的な資本配分哲学に沿った意思決定であるため、大きな方向転換とは捉えられていない。

### 2. 製販分離

金融グループの多くは「ワンストップ・ショッピング」を目指しているが<sup>20</sup>、今回の一連の動きを、その「解体例」と見る向きは少ない。その背景には、近年の金融グループが、金融業を商品開発等の「製造」工程と、「販売」工程、「インフラ」に分けて、それぞれの戦略を独立して立案する機能分化が進めてきたことがある。すなわち、資本集約的な「製造」工程からは撤退しても、あらゆる業種の「販売」工程を所有して、顧客にワンストップ・ショッピングを提供することが可能になっているのである。

この点についてシティグループは、「80～90年代における金融機関の将来像は、金融商品の製造工程と販売工程を抑えることであった。しかし、『オープン・アーキテクチャ（自社・他社商品にこだわらず、幅広い品揃えを提供すること）』の概念が発展し...現在の（ビジネス）モデルは、販売業が優勢となっている...故に、損保業と生保業を手放す決意をした<sup>21</sup>」と述べている。買収側に回ったメットライフも、シティグループの販売網へのアクセス権を、買収メリットの一つとして強調したことは、前述した通りである。

### 3. マーケット・パワー

GE が、80 年代以降、事業ポートフォリオを大幅に入れ替えていく過程で、至上命題として「グローバル市場で一位か二位に入る事業のみを経営する」ことを掲げ、それ以外の事業は「改善、売却、清算」のいずれかを選んできたことは周知の事実である。

GE 同様の厳しい条件を設定し、これを実践できる金融グループは少ないが、買収候補を選定する際に、業界のリーダーとなれるか否かを、重要な検討事項とする金融グループは多い。金融業も成熟化が進む中で、上位企業に資本が集中する寡占化が顕著になっている。従って、この上位企業群に入らないと、価格競争に巻き込まれてしまう等、イニシアチブを取ることが難しくなるからである。

実際、各グループが手放した保険部門は、シティグループ（2003 年認容資産第 15 位）、GE（同 18 位）、アメリカン・エクスプレス（同 21 位）のいずれも、中堅クラスであり、この「マーケット・パワー」の確保は難しいと判断された模様である。

### 4. 成熟業種から成長業種への資本配分

本稿で紹介した金融グループは、その出自も様々である。しかし、収益構成比率の最も高い金融業務を「本業」とするならば、GE キャピタル、シティグループ、アメリカン・エクスプレスの 3 社はノンバンク業者である。すなわち、今回の一連の案件は、依然として発展途上のノンバンク業への、資本再配分の動きと捉えることもできる。

一方、成熟産業で、しかも相対的に資本効率が悪いと捉えられているのが保険業である。その生き残り戦略は、統合によって規模の経済性を働かせ、経営効率を高めていくこと以外ない、との見解も、業界内で一致しつつある。既に業界トップであったメットライフは、保険業の統合者たることを選択した。しかしシティグループは「保険業で統合者となるこ

とは、我々の集中戦略にはない<sup>22</sup>」と判断した以上、同業務での競争力は確保しにくいと結論づけたようである。

### 5. 海外市場の成長性

国内外という区分で見ると、米国における金融市場は成熟しつつあり、事業成長の機会海外（とりわけ途上国）にあるとの見方においても、これらの金融グループは一致している。

ただし、このような見解のもと、90 年代に海外展開を繰り広げた米国金融グループの中には、IT バブル崩壊後のリストラの過程で、海外業務を大幅に縮小したところも少なくない。

この点、GE、シティグループ、アメリカン・エクスプレス等は海外進出の歴史が長く、当該部門の収益貢献度も小さくないため、さらなる展開には自身を見せている。例えばシティグループにおいては、途上国に進出する際の道筋として、①多国籍企業の進出ともに同社も参入して為替、キャッシュ・マネジメント・サービス等を提供、②プロジェクト・ファイナンスや債券業務、カード、保険を提供、③運転資金のファイナンス、国際資本市場からの資金調達、運用、個人向け投資サービスを提供、④投資サービス、資本市場商品のフルサービス、投資信託、証券化、年金等を提供、というように、その国の経済成長に合わせてサービスを提供していくプロセスが、既に構築されている。

### 6. シナジー効果

これらの事業の切り離しを発表したコンファレンスでは、コングロマリットの「シナジー効果低減」は、とりわけ大きな話題とはならなかった。通常、合併発表時には、様々なシナジーに対する期待が語られるのとは対照的である。

通常期待されるシナジーの一つとしては、

「既存商品を傘下の他のチャンネルで販売すること」がある。これに関して、トラベラーズと AEFA は、元系列会社と販売提携を結ぶことにより、既得権を維持する手当てをしている。

このことは、両社にとって、コングロマリットの傘下に入るメリットがあったことを示している。しかしその一方では、提携さえできれば、資本関係は必要ないとの見方もできる。実際、トラベラーズは、系列証券会社のスミス・バーニーのみならず、ライバルのモルガン・スタンレーにも商品を供給していた。

またもう一つのシナジーとして考えられるのが、多角化によるリスク分散効果である。実際、シティグループは、リスク資本を算定する際に、多角化によるリスク低減効果を加味している（参考資料参照）。この件に関してコメントを求められたアメリカン・エクスプレスは、収入の大半が旅行関連業務からの収入となっても、その中身を見ると、商品、手数料、顧客層、業務展開地域などの面で多様化しているため、十分リスク分散は可能であると回答した。

## VI. 終わりに

米国の産業界では 60~70 年代にコングロマリット化が進んだが、その多くは解体した<sup>23</sup>。学識者の間でも、一般にコングロマリット内の資本効率性は外部の資本市場よりも悪く、これらの企業は、専業会社よりも 13~15% 程度低く評価されるという「コングロマリット・ディスカウント」論が通説となっている<sup>24</sup>。コングロマリットは、高収益分野に十分に資本を投下せず、低収益分野に過剰に資本を投下するという、資本配分の「悪平等」が生じやすいからである。

しかしその一方で、業種の異なる事業部門の舵取り、統一された企業文化の醸成、資本配分、リスク管理等の側面において、企業グ

ループとしての経営手法を確立し、株式市場以上のパフォーマンスを達成した、優良コングロマリットの研究も進んでいる<sup>25</sup>。

例えばボストン・コンサルティング・グループによれば、このようなコングロマリットには、①低収益事業の縮小、撤退を常に行い、高収益事業に積極的に資本を投下する、②経営において、業績とアカウンタビリティ（説明責任）を至上命題とする、③戦略的な論理に基づいて事業ポートフォリオを構築する（従って、参入業種数は多く見えても、戦略には統一感があり、ビジネスのタイプはせいぜい 2 つに絞り込まれている。また事業に参入する際の、確固たる基準も確立している）④予想を裏切らない業績結果を継続的に出す、という共通点が見られると言う。とりわけ③については、高度成長が望めない経済環境において重要度が増していくため、資本配分は予算シーズンのイベントではなく、日々の経営に組み込まれる反復的なプロセスとならなければいけないという意見もある<sup>26</sup>。

また、このような「積極的な資本配分」戦略を取るためには、事業の買収と売却は欠かせない。これに関しても、能動的かつシステムチックに、事業の買収と売却をバランス良く行うことのできる企業は、株主価値を高めると結論づけた研究がある<sup>27</sup>。

しかし、機動的な事業売買を可能にするためには、GE の金融部門のように、事業部門のトップが平時から、業界構造や競合関係を把握しておき、買収機会を逃さないようなプロセスも、経営システムに組み込んでおかなければならない（参考資料参照）<sup>28</sup>。また GE では、過去の合併プロセスを体系化した企業統合マニュアルも構築されている<sup>29</sup>。

企業合併の際に必ず言及されるシナジー効果については、3 分の 2 の経営幹部が、「合併によるシナジー効果を過剰評価した」と答えた調査もある<sup>30</sup>。またシナジー効果には、①重複機能の整理、②営業活動の共有化、③

施設の共有化、④新チャネルにおける既存商品の販売、⑤新チャネルにおける新商品の販売、と5つの段階があり、後者になるほど、実現が難しくなる。従って企業によっては、合併候補の評価をする場合に、シナジー効果の予測は信憑性がないとして、これを全く加味しないことをポリシーとしている。

一方、金融業においては、規制によって異業種参入が長らく規制されていたこともあり、コングロマリット経営の歴史は浅い。そのためもあって、金融コングロマリットの大半は、株主価値の構成要素すべてを増加させるような経営戦略を取っておらず、高パフォーマンスを上げているとは言いがたいとの見解もある<sup>31</sup>。しかし事業会社同様、通常は「コングロマリット・ディスカウント」が生じやすい中で、卓越した経営手法を取り入れることにより、これを克服する程の企業価値を創造する金融グループも、台頭しつつある<sup>32</sup>。

今回の一連の動きは、事業間のシナジーよりも、個々の事業そのものの収益性と成長性を前提としたグループ経営の判断が、金融業においても、行われるようになりつつあることを、垣間見せたと言えるのではないであろうか。

#### <参考>主要金融機関の経営手法改革

過去数年、米国金融機関は、経営戦略そのもののみならず、資本配分プロセスや買収プロセス等についても、機関投資家やアナリストに説明するようになってきている。以下では3つのケースを紹介する。

##### 1. シティグループ

(2004年3月29日リスク資本と資本配分コンファレンス)

シティグループにおけるリスク資本分析は、事業によっては10年の実績があるが、グループ全体に本格的に適用し始めたのは、3年前からである。

このプロセスの第一段階は、リスク資本を算定することである。このリスクはバーゼルII規制のそれよりも包括的である。また同社の場合は、信用(2003年リスク資本287億ドル)、市場(同168億ドル)、オペレーショナル(同61億ドル)、保険(同3億ドル)のリスクに加えて、多角化等によるリスク低減効果(同52億ドル)も加味している。

第二段階は、これらのリスク資本を事業、地域、商品ごとに振り分けることである。さらに法人部門は顧客ごと、個人部門は顧客セグメントごと、トレーディング部門はデスクごとにリスク資本を細分化する。

第三段階は、リスク資本収益率の算定である。例えば法人部門においては顧客レベルまで資本を配分しているため、「銀行の顧客であるXYZ社に対するクレジット・ファシリティのリスク資本収益率は7%に過ぎないが、仕組み商品等で69%を確保できるため、全体としては36%のリターンを確保できる」というように、営業上の意思決定にも大きく関わってくる(図表6)。また個人部門においては、信用審査スコアとローン比率(対住宅時価)のマトリックスを見れば、住宅ローン担当者がどのタイプの顧客に営業すべきか、またどのような価格設定にすべきかが一目瞭然となる(図表7)。

そしてこの資本配分の概念は、規律ある事業買収を機動的に行うプロセスにも組み込まれている。各事業ポートフォリオは、基本的には、二桁成長と資本コスト以上の収益性という、2つの基準を満たさなければならない。これらに加え、同社では①商品ラインもしくは営業地域を拡大できる、②戦略的優位に立てる、③将来成長していく上での競争力を確保できる、④統合リスクが小さい、⑤合併1年目より、利益を確保できる、という条件<sup>33</sup>を満たさなければならない。

図表 6 法人業務のリスク資本収益率

XYZ社(2003年)			
	収入(万ドル)	資本収益率 (%)	コミットメント額 (万ドル)
クレジット・ファシリティ	160	7	27,070
債券	80	10	2,300
株	1,680	55	—
仕組み商品	360	69	1,650
取引サービス	320	26	6,060
その他	80	66	—
<b>合 計</b>	<b>2,650</b>	<b>36</b>	<b>37,080</b>

(出所) Citigroup, "Risk Capital and Capital Allocation." March 29, 2004

図表 7 住宅ローンのリスク資本収益率

【ローン / 住宅価格】				
	<75%	75-85%	85-92%	>92%
<640	0.65%	2.80%	4.35%	6.32%
640-680	0.27%	1.56%	2.41%	3.51%
680-720	0.15%	1.17%	1.88%	2.71%
>720	0.05%	0.86%	1.35%	2.05%

【信用度スコア】

(出所) Citigroup, "Risk Capital and Capital Allocation." March 29, 2004

## 2. GE キャピタルの買収・統合モデル

(GE Investor Meeting March 18, 2002、前掲 Ashkenas, Barlett, Beinhocker 及びウォルター論文)

GE キャピタルは 90 年代後半、年間 100 件を超す買収をこなす手法を確立させたことで知られている<sup>34</sup>。GE キャピタルの企業哲学は、「個人は毎日、企業は毎四半期ごとに増やそう (More Consumer Every Day, More Companies Every Quarter)」であり、事業買収は「日々の律動」として刻み込まれているという。90 年代後半の日本における同社の買収活動は、その恰好の事例である<sup>35</sup>。

買収プロセスを支えるのは、事業部門トップの下などに配属されるビジネス・デベロップメント・オフィサーである。彼らの多くはコンサルティング会社出身で、買収に関わる企業選定、分析、交渉等に携わる。GE キャピタルの消費者金融部門の場合、買収候補の探索には約 50 人が関わり、統合プロセスまで加えると、のべ 100 人を超える人材が投入されるという。

過去の案件から GE キャピタルが得た統合プロセスにおける教訓は、①買収後の経営方針や組織、人事も含めた鳥瞰図は、契約締結前のデューデリジェンスの段階から描き始める、②専任の統合管理責任者を置く (統合事業の責任者に兼任させない方がよい)、③統合事業の人事や組織、リストラ等に関する情報は、買収とほぼ同時に発表する、④企業文化の融合を促進するために、両陣営の従業員に共同で、単独では成し遂げられなかったような問題解決に当たらせる、の 4 点であるという。

## 3. アメリカン・エクスプレスの投資最適化システム

(2004 年 9 月 14 日 Lehman Brothers Financial Service Conference)

アメリカン・エクスプレスは、資本配分を従来以上に効率化するため、①リスクを加味した意志決定の洗練、②資本拡大基調の確保、③資産の最適化、に取り組んでいる。その結

果、同社は資産を事業や商品レベルにまで振り分けることができるようになった。また同社はこのプロセスに沿った判断に基づき、昨年、ATM 事業や中小企業向けリース事業を売却し、資本を流動化させる決断を下した。

同社は投資案件を集中管理し、優先順位をつけるための仕組みも導入した。本社の財務部門と事業部門の管理職は、この「インベストメント・オプティマイゼーション・データベース」を活用することにより、投資プロジェクトの進捗状況及びパフォーマンスに関する情報を、共有することができる。

<sup>1</sup> 2003 年認容資産ベース。

<sup>2</sup> Citigroup, "Sales of Travelers Life & Annuity and Substantially All International Insurance Business." January 31, 2005

<sup>3</sup> 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

<sup>4</sup> トラベラーズ損保は従来、株式の15%を公開していたが、2000年4月にシティグループが完全に子会社化した後、2002年に再びスピノフされた。同社は2003年にセント・ポール社と合併した。

<sup>5</sup> もっともこの契約は、他社に開放していないチャンネル(プライメリカ等)については、最初の5年間はメットライフに独占権を与えるが、その後の5年間は、他社との競合も許容する内容となっている。また現在、既に他社に開放しているチャンネルについては独占権がない。

<sup>6</sup> American Express, "AXP-American Express Plans to Pursue a Spin-off of American Express Financial Advisors to Shareholders." February 1, 2005

<sup>7</sup> 詳細は沼田優子「米国のファイナンシャル・プランナー」『ファンドマネジメント』96年秋号

<sup>8</sup> 同社のカードは、交際費や出張費の精算に使われることが多いため、旅行関連業務に含まれている。

<sup>9</sup> ビザ、マスターカードは提携銀行が、両社以外のカードを発行することを禁じていた。98年、司法省が、これは独占禁止法違反に当たるとして提訴していたが、2001年地裁、2003年高裁がその違法性を認める判断を下し、2004年に最高裁が両社の上告を棄却した。これを受けてアメリカン・エクスプレスはMBNAやシティバンクとの提携カードを発行した。

<sup>10</sup> Christopher A. Bartlett, & Andrew N. Mclean, "GE's Talent Machine: The Making of a CEO." Harvard Business School, May 5, 2004

<sup>11</sup> 98年退任。

<sup>12</sup> J.R. Immelt, "Investor Outlook. GE: Our Time." December 14, 2004

<sup>13</sup> 近藤哲夫・沼田優子「MorganStanleyとDean Witter

の合併について」『資本市場・金融経営動向』No. 97-6、97年3月19日

<sup>14</sup> Ann Davis, Robin Sidel, and Randall Smith, “Morgan Stanley Announces Plans to Spin Off Discover Card Unit.” Wall Street Journal, April 4, 2005

<sup>15</sup> “Morgan Stanley to Pursue Spin-off of Discover Financial Services.” April 4, 2005

<sup>16</sup> “Text of Letter to Morgan Stanley’s Board.” Wall Street Journal, April 1, 2005, Ann Davis and Randall Smith, “In Morgan Stanley Rebellion, Purcell Puts Up Tough Fight.” Wall Street Journal, April 4, 2005. 彼らはモルガン・スタンレーの元会長や元社長等の元経営幹部8人で、合計でモルガン・スタンレー社株の1.1%にあたる1,100万株以上を所有している。彼らがメディアを駆使した反パーセル氏キャンペーンを繰り広げる直接のきっかけとなったのも、3月3日付けの彼らの取締役会宛の書簡を無視したあげく、3月28日に同社社長や法人部門トップ等を交代する人事を、唐突に発表したからである。

<sup>17</sup> Eric Dash, “Wall Street Sizes Up Discover’s Profit Prospects.” Wall Street Journal, April 5, 2005

<sup>18</sup> Susanne Craig, “Morgan May Get Sunbeam Burn.” Wall Street Journal, April 8, 2005

<sup>19</sup> GEキャピタルは、90年代後半に、年間100件を越す買収をこなしたことで知られているし、シティグループの前身トラベラーズは、90年からの10年の間に主要な合併12件、売却・スピノフ11件を経験した。

<sup>20</sup> ただしGEキャピタルは、異なる事業間の相乗効果を優先するよりは、事業を運用ポートフォリオのように管理してきたことで知られている。

<sup>21</sup> シティグループ2004年年次報告書

<sup>22</sup> Citigroup “Acquisition of Travelers Life & Annuity by Met Life”, January 31, 2005

<sup>23</sup> Lawrence G. Franko, “The Death of Diversification? The focusing of the World’s Industrial Firms, 1980-2000.” Business Horizons 47/4, July-August 2004

<sup>24</sup> Philip G. Berger, & Eli Ofek, “Diversification’s Effect on Firm Value.” Journal of Economics 37, 1995

<sup>25</sup> Larry Shulman, “Management Lessons of Premium Conglomerates.” The Boston Consulting Group, December 1999

<sup>26</sup> Ron Nicol & George Stalk Jr., “When Growth Is Not an Option.” The Boston Consulting Group, 2001.

<sup>27</sup> Jay P. Brandimarte, William C. Fallon, & Robert S. McNish, “Trading the Corporate Portfolio.” McKinsey on Finance, Autumn 2001

<sup>28</sup> Eric D. Beinhocker and Sarah Kaplan, “Tired of Strategic Planning?” McKinsey Quarterly, 2002 Special Edition: Risk and Resilience.

<sup>29</sup> Ronald N. Ashkenas, Lawrence J. DeMonaco, and Suzanne C. Francis, “Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions.” Harvard Business Review, January-February 1998.

<sup>30</sup> Geoffrey Cullinan, Jean-Marc Le Roux, and Rolf-Maguns Weddigen, “When to Walk Away from a Deal.” Harvard Business Reviews, April 2004

<sup>31</sup> インゴ・ウォルター「コングロマリット・ディスカウントを超えて—GEキャピタルの株主価値経営—」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー』2001年1月号

<sup>32</sup> 同上.

<sup>33</sup> Charles Prince & Sallie Krawcheck, “Merrill Lynch Financial Services Conference.” November 15, 2004

<sup>34</sup> Jonathan R. Laing, “Riding Into the Sunset: Can Jack Welch’s Successor at General Electric Hope to Inherit His Magic Touch?” Barrons, February 15, 1999

<sup>35</sup> 前掲ウォルター論文