

SBI グループの M&A 戦略およびマネジメント

李 静 芳

I 課 題

近年，情報通信産業において，M&A 戦略の利用がさかんになっている。中でも，ソフトバンク，楽天，インデックス，ライブドアなどの各グループは積極的に M&A 戦略を行なっている。情報通信産業において，技術革新や規制緩和などが進展し情報，金融，通信，メディアなどの産業融合が発生しているためである。また，新たなビジネス機会の創出を求めて，M&A 戦略による迅速な市場参入や一番乗りの地位を確保することが重要となっているからである。さらに，企業が株式市場またはエクイティファイナンスによって潤沢な資本の調達ができることもさかんな M&A 戦略につながっている。このように，M&A 戦略は同産業の企業にとって，すでに不可欠な戦略の一つである。

情報通信産業において，企業が次々と行なってきた戦略的 M&A は，これまで日本市場で主流であった救済合併や対等合併などとは違っている。同産業では独自の M&A 戦略および M&A マネジメントの仕組みを新たに作り出している。本稿では，SBI グループを事例研究の対象に選び，同産業における M&A 戦略および M&A マネジメントについて，またそれと深く関わる組織再編の実態について考察してみたい。

II SBI グループの成長軌道と M&A 戦略

1 SBI グループの成長軌道

SBI グループは総合金融サービス事業を運営している。傘下にはアセット

第1表 SBI グループの拡大の軌跡

(単位:社)

	01年3月	02年3月	03年3月	04年3月	05年3月
連結子会社	13	16	18	22	36
関連会社	2	2	2	1	2

出所:旧ソフトバンク・インベストメント『有価証券報告書』2001-2005年3月期。

マネジメント事業、ブローカレッジ&インベストメントバンキング（証券関連）事業、ファイナンシャル・サービス事業、およびその他の事業、など4つの事業分野がある。同グループは、1999年に、ベンチャーファンドの運営等を目的として、ソフトバンクファイナンス¹⁾グループの子会社であるソフトバンク・インベストメント社として設立された。2005年7月には、ソフトバンク・インベストメントは会社分割による純粋持株会社制への移行を行い、商号を「SBI ホールディングス」と変更した。同社の100%子会社であった SBI ベンチャーズは事業を承継するとともに、商号を「ソフトバンク・インベストメント」と変更した。したがって、本稿では SBI ホールディングスへ商号変更以前の事業持株会社体制を旧ソフトバンク・インベストメントと称する²⁾。

同社は設立以来、ソフトバンク・ファイナンスグループの事業集約化および M&A 戦略などにより短期間に規模や事業分野を拡大させた。第1表は同社の拡大の軌跡を示している。

2 SBI グループの M&A の事例

金融情報産業において、情報技術の革新や金融規制の緩和などの環境変化に対応しながら持続的に成長するには、迅速に新しい事業モデルへ参入することが不可欠である。とくに、総合金融サービスの提供によって、各事業分野の間

- 1) ソフトバンク・ファイナンスグループはソフトバンクグループの重要な事業セグメントの一つとして存在している。規制緩和による金融ビッグバンと、情報技術革新によるインターネット革命がもたらした産業融合を機として、ウェブ上でワンストップのあらゆる金融サービスを提供する集合体を目指している。
- 2) 旧ソフトバンク・インベストメントニュースリリース「会社分割による持株会社への移行および商号変更に関するお知らせ」2005年4月26日。

第2表 SBI グループの M&A の事例

	買 取 企 業	被買収企業	方 法	目 的 など
1998.10	イー・トレード	大沢証券	買収し、全額出資 子会社とする	事業展開基盤の取得
2003.06	旧ソフトバンク・ インベストメント	イー・トレード	吸収合併	事業再編
2003.10	旧ソフトバンク・ インベストメント	ワールド日榮証 券	買収 株式譲受および第 三者割当増資の引 受による子会社化	経営基盤の統合、事業 の多角化
2003.12	旧ソフトバンク・ インベストメント	日商岩井証券	買収し、子会社と する	2004.03 フェデス 証 券に商号変更 2005.04 イー・トレ ード証券に吸収合併
2004.02	ワールド日榮証券	SBI 子 会 社 の ソフトバンク・ フロンティア証 券	吸収合併 存続会社：ワール ド日榮証券	新社名：ワールド日榮 フロンティア証券
2004.06	ファイナンス・ オール	インターアイ	株式交換による子 会社化	金融事業のマーケット プレイス事業（比較・ 検索市場）の事業基 盤・顧客基盤の拡大
2004.06	旧ソフトバンク・ インベストメント	E*TRADE KOREA	株式取得による子 会社化	日韓クロスボーダーの 業務展開
2004.08	旧ソフトバンク・ インベストメント	エース証券	公開買付による子 会 社 化 (SBI の 議決権の所有比率 は55.93%)	事業基盤の拡大、証券 関連事業との相乗効果 を極大化

出所：

1. 旧ソフトバンク・インベストメントニュースリリース：「ワールド日榮証券株式会社の株式取得に関するお知らせ」2003年10月9日。「日商岩井証券株式会社の株式取得に関するお知らせ」2003年12月25日。「E*TRADE KOREA CO., LTD（韓国法人）の買収について」2004年6月15日。「エース証券株式会社の公開買付結果及び子会社の異動について」2004年8月6日。
2. ファイナンス・オールニュースリリース「株式交換によるインターアイの完全子会社化に関するお知らせ」2004年5月11日。
3. 旧ソフトバンク・インベストメント『有価証券報告書』2004年3月期。

における相乗効果を創出することが成否の鍵となる。第2表は SBI グループが設立されて以降の主要な M&A 活動を示している。同表からもわかるように、同グループはいわゆる総合証券業を目的として一連の証券会社の買収に取り組んできた。以下では、同グループの M&A 戦略および M&A マネジメントの内容について考察したい。

3 M&A 戦略による証券事業への参入

1) 参入の背景

SBI グループは情報通信産業の技術革新³⁾や金融業の大幅な規制緩和⁴⁾を契機として、証券事業に参入した。まず、同社証券事業の中核企業であるイー・トレード証券の沿革を紹介しよう。1998年に、ソフトバンクは E*TRADE Group と共同出資の形でイー・トレードを設立した。E*TRADE Group. (米国人法人、現 E*TRADE Financial Corporation) のオンライン証券事業モデルにもとづいて事業を展開する計画であった。同年、イー・トレードは大沢証券を買収⁵⁾し、100%子会社化とした上で、翌年にはイー・トレード証券へと商号変更し、同年7月に初の引受業務を行った。イー・トレード証券はオンライン証券業の運営に専念することとなり、旧リアル証券業の6つの営業拠点の5つを閉鎖、1つはコールセンターへ移行した。その後、オンライン証券事業を運営して5年足らずで顧客数はオンライン証券業界のトップとなっている⁶⁾。

3) 技術革新によりもたらされる参入機会には、主にインターネット革命およびブロードバンドサービスの提供などによりインターネットの利用者が増え、顧客中心市場が誕生することがある。2003年度末における日本のインターネット利用人口は7730万人と推計され、人口普及率は60.6%に達していた。ブロードバンド回線契約数は1495万契約である。『平成16年版情報通信産業白書』4ページ、26ページ。

4) 金融業における規制緩和としては、1998年12月からの証券会社の免許制から登録制への移行および99年10月からの証券取引手数料の自由化などがある。

5) 大沢証券の買収はイー・トレードが旧ソフトバンク・インベストメントと合併する前に行なわれた案件のため、合併の参加企業はソフトバンク、米 E*TRADE Group および買収された大沢証券である。

6) 2004年6月に、オンライン証券業界で初めて顧客口座数40万口座を達成、トップとなった。イー・トレード証券『業務及び財産の状況に関する説明書2004年3月期』2ページ。また、05年4月には、60万口座を達成しトップを維持している。イー・トレード証券ニュースリリースノ

さらに同社は、2003年度からオンライン証券業の競争優位を利用して、第2表で見たように、証券会社の買収に着手した。事業拡大およびネットとリアル証券業の融合がもたらす相乗効果を狙ってのことであった。

2) 証券事業の組織再編

一連の証券会社の買収にともない、同グループは証券会社の事業内容によって事業再編を行った。第3表は、各証券会社の事業内容および事業再編についてまとめたものである。

すなわち、正式のオンライン証券事業の運営を開始したイー・トレードは、2003年6月に旧ソフトバンク・インベストメントを存続会社として合併し、証券および他の金融情報事業を集約化した。その後、同グループは総合証券事業へと乗り出すために、一連の証券会社に対する買収戦略を展開した。これらの買収は旧ソフトバンク・インベストメントの経営陣が主導した。また、買収後の再編は傘下の既存証券事業との事業統合として行なわれた。

たとえば、2003年10月にワールド日栄証券を買収後、04年2月に旧ソフトバンク・インベストメントの子会社ソフトバンク・フロンティア証券と合併統合、ワールド日栄フロンティア証券に商号変更、その後05年7月にはまたSBI証券へと商号変更した。03年12月には、旧ソフトバンク・インベストメントは日商岩井証券を買収し、その後、フェデス証券に商号変更、さらに05年4月には、兄弟会社のイー・トレード証券によって吸収合併された。また、E*TRADE KOREAを買収し、05年3月には、グループ内の株式譲渡によってイー・トレード証券の子会社とした。

事業再編の結果、これらの証券事業は同グループのブローカレッジ&インベストメントバンキング事業の傘下に収められた。傘下にはイー・トレード証券、SBI証券、エース証券がある。このように、M&Aおよびグループ組織の再編によって、同社は総合証券業者へと急成長を遂げ、企業グループ価値の拡大を目指している。

、「総合口座数60万口座の到達について」2005年4月11日。

第3表 SBI グループの各証券会社の事業内容および事業再編

		会社名	設立時点 (被買収時点)	事業内容
05.03 イー・トレードにより子会社化	05.04 吸収合併	イー・トレード証券(旧大沢証券)	1999(大沢証券から商号変更) (1998.10)	オンライン専門証券会社 株式の引き受け業務 従業員数は149名(04年3月現在)
		ソフトバンク・フロンティア	1999	リアル証券会社 法人投資家を対象として、未公開株式の取り扱いを中心に営業活動を行なう 従業員数は7名(03年6月現在)
		ワールド日栄証券	1945 (2003.10)	リアル証券会社 営業ネットワークは関東中心 全国28ヶ店の店舗網を有する リテールを中心 従業員数は393名(03年3月現在)
		フェデス証券(旧日商岩井証券)	1998 (2003.12)	リアル証券会社 金融法人を主な顧客として高度な投資商品(伝統的投資商品、オルタナティブ投資商品、証券化商品)を提供 従業員数は15名(03年9月現在)
		E*TRADE KOREA	1999 (2004.06)	オンライン専門証券会社 株式、先物、オプション取引にサービスを提供する 従業員数は75名(04年3月現在)
		エース証券	1931 (2004.08)	リアル証券会社 営業ネットワークは関西中心 ブティック(専門店)型証券会社 従業員数は319名(04年3月現在)

出所:

1. 旧ソフトバンク・インベストメントニュースリリース:「エース証券株式会社の公開買付結果及び子会社の異動について」2004年8月6日。「ワールド日栄証券株式会社の株式取得に関するお知らせ」2003年10月9日。「日商岩井証券株式会社の株式取得に関するお知らせ」2003年12月25日。「E*TRADE KOREA CO., LTD(韓国法人)の買収について」2004年6月15日。
2. 旧ソフトバンク・インベストメント『有価証券報告書』2004年3月期。
3. イー・トレード証券『業務及び財産の状況に関する説明書』2004年3月期。

4 持続的成長と M&A 戦略

SBI グループはこのように積極的に M&A 戦略を行ってきたが、さらに今後の持続的な成長戦略のための基礎固めが必要であった。

まず、資金源の確保については、SBI グループは本来ソフトバンク・ファイナンスの連結子会社であり、すなわちソフトバンク・ファイナンスの親会社のソフトバンクの連結孫会社でもあった。そのため、同社は資金調達の際に、親会社の財務状況によって、社債や銀行融資枠を制限される場合があった。近年、ソフトバンクグループは ADSL 事業や固定通信などの巨大な事業投資によって赤字決算が続いてきたため、同社は新規事業投資や M&A 活動展開に必要な資金調達、たとえば社債融資枠制限や銀行融資枠が制限されてきたのである。そのため、SBI グループは制限のより少ない関連会社になるという打開策を受け入れることとなった。すなわち、2005年3月に公募増資を実施することによって、ソフトバンクの同社に対する株式の議決権保有比率は39%以下まで低下し、同社はソフトバンクの持分法適用関連会社になった⁷⁾。このことは、同社が M&A 戦略を展開する際に必要な資金調達手段の確保ができたことを意味していた。

さらに、同社は2005年7月に、会社分割によって純粋持株会社制への移行を行った。純粋持株会社制への移行は、SBI グループの急成長に伴い、グループ各社への権限委譲を含む意思決定の迅速化を目的としていた⁸⁾。

このように、同グループは M&A 戦略を実施する際に必要な資金調達手段を確保し、さらに純粋持株会社制へ移行することによって持続的な成長戦略の基礎を固めたのである。

7) 旧ソフトバンク・インベストメントニュースリリース「新株式発行および株式売出しならびに親会社の異動に関するお知らせ」2005年2月23日。

8) 旧ソフトバンク・インベストメントニュースリリース「会社分割による持株会社への移行および商号変更に関するお知らせ」2005年4月26日。

III SBI グループの M&A マネジメント

本節ではプロセス・パースペクティブの視点から SBI グループにおける一連の証券会社の M&A 事例を中心に、M&A のプレ意思決定プロセスおよびポスト統合プロセスに関するマネジメントを考察する。

1 プレ意思決定プロセス

1) 計 画

① 戦略策定

Chakravarthy [1997] の定義によれば、「情報通信産業」とは情報や通信にかかわるいくつかの融合産業、たとえばメディア、出版、金融産業などに対する総称である。彼は、頻繁な技術革新および規制緩和などを背景として、情報通信産業業界において企業は広いビジョンをもつこと、および一番乗りを繰り返すことが重要な戦略策定の基準であることを述べていた。

まず、SBI グループのビジョンについてみれば、同グループは創立以降、Moore [1996] が提出した企業生態系の発展プロセス（すなわち、設立、拡大、市場制覇、自己増殖）にもとづいて、今日の金融情報企業グループを立ち上げてきた⁹⁾。また、2005年度に掲げたグループビジョン、すなわち、「株主価値を、現在グループ内上場企業の時価総額約1兆円から、3年後に3兆円、5年以内に5兆円とする」、あるいは、「グループ内上場企業の自己成長、子会社の新規株式公開、または M&A 戦略」¹⁰⁾を中心とする広いビジョンにもとづいて行われてきた。

また、同グループは合併や M&A 戦略の実行によって、事業ノウハウや経営資源を獲得し、事業の一番乗りを目指してきた。本稿で注目する証券事業展

9) ソフトバンクファイナンス『ソフトバンク・ファイナンスグループ事業戦略説明会資料』2004年1月29日。

10) 旧ソフトバンク・インベストメント『ソフトバンク・インベストメントグループ インフォメーションミーティング資料』2005年5月17日。

開を目的とした M&A 戦略こそはその代表的な例だといえよう。たとえば、米 E*TRADE Group との合併によって、オンライン証券事業のノウハウおよび経験を取得した後、大沢証券を買収することによって迅速に事業基盤や経営人材を確保してきたのである。M&A 戦略は、このような合併による事業立ち上げのパターンのなかでは欠かせない位置を占めている。同グループにおいては、他の事業分野でも同じような戦略が見られる。

一例として、フィナンシャル・サービス事業ではスピーディな事業拡大を図るために海外企業と合併し、インターネットを活用した金融商品のマーケットプレイス事業（比較・検索市場の提供）を立ち上げた。たとえば、自動車保険一括見積もり、生命保険等一括資料請求サービスを提供する「インズウェブ」事業部、およびローン商品の一覧比較・検索および仮申込みサービスを提供する「イー・ローン」事業部などである。その後、同社は事業基盤・顧客基盤の一層の拡大を図るために、生活関連情報の比較・検索・一括見積もりサービス等を幅広く展開していた「インターアイ」を株式交換によって買収した¹¹⁾。上記の例からもわかるように、同グループは合併および M&A 戦略の活用によって、一番乗りを繰り返す戦略を行ってきたのである。

一連の証券会社の買収戦略についてまとめるならば、同グループが1998年10月に大沢証券を買収した目的は、オンライン証券業者としての経営基盤を獲得することであった。その背後には、インターネットの急速な普及および99年10月の証券売買手数料の解禁¹²⁾によってもたらされたオンライン証券業の商機があった。同グループは大沢証券の買収によって迅速にオンライン証券事業へ参入し、先行業者としてのメリットを確保した。さらに、03年以降、リアル証券とオンライン証券の融合による総合証券事業の展開を目的として、ワールド日榮証券、日商岩井証券、エース証券などの買収を行なった。また、韓国 の E*

11) ファイナンス・オールニュースリリース「株式交換による株式会社インターアイの完全子会社化に関するお知らせ」2004年5月11日。

12) 解禁までは、株式の売買委託手数料は一律であったため、より安価なサービスの提供により顧客の獲得を狙うオンライン証券業者には規制障壁となっていた。

TRADE KOREA を買収し、日韓のボーダレス証券取引の展開によって、オンライン証券サービスの内容の充実を目指してきた。同グループの証券会社の買収戦略は、① 証券事業における「ネット」と「リアル」の融合、② 規模の経済の追求と業界におけるポジションの向上、③ 買収によるシナジー効果の追求、を目的としていたのである¹³⁾。

これらの案件の意思決定は、大沢証券の買収案を除けば、実行当時の同社の親会社ソフトバンクは参与せず、同社のトップ役員らによってなされた¹⁴⁾。それは、00年4月にソフトバンクグループが事業規模の急拡大に応じ、中間持株会社の分権的なマネジメント組織体制を構築したためであり、この分権的なマネジメント組織体制の下で、同社は金融情報事業分野として、自社の戦略に関して独自の意思決定を行うことが可能となったのである。

② 候補企業の探索・選別

M&A 候補企業の探索・選別については、同社の事業戦略の目的にあわせて、M&A 仲介業、持ち込み案件、および同社の経営人脈などをルートとして行なわれた¹⁵⁾。

たとえば、オンライン証券業に参入する際には、東京証券取引所の会員であり、小規模で資産状況が健全な証券会社を買収目標企業として定め、また野村企業情報の仲介を通して、大沢証券を選別した。当時の大沢証券は毎年の赤字決算に苦しんでおり、売却する意図があった。そのため、両社のニーズが合致し、買収案は迅速に合意に達した。この買収案により、同グループでは買収の逆のれん収益8億9400万円が発生した。これを会計上の連結調整勘定（連結調整勘定は連結会計基準上、各年度の営業外収益に計上し償却が義務づけられている）を利用し、2年間で償却することになった。1年ごとに約4億4700万円を営業外収益に計上した。これはイー・トレード証券が早期に株式公開できた

13) 旧ソフトバンク・インベストメント『アニュアルレポート』2004年、11ページ。

14) 旧ソフトバンク・インベストメント関係者へのインタビュー（2005年4月9日）。

15) 旧ソフトバンク・インベストメントおよびイー・トレード証券の関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。

要因の一つでもあった¹⁶⁾。この経験を基にして、その後、同社は証券事業における買収目標企業の選別方針を確立した。それは、「適切なタイミングでの買収」と、特に証券業などの市況産業においては「被買収会社の純資産額の半分程度での取得」という2点であった¹⁷⁾。

また、同社はオンライン証券の収益力が市況に大きく影響されるという懸念、かつ事業補完性や持続的成長のために、2003年度から、一連の買収によって、総合証券事業に参入した。買収された証券会社の事業補完性は次の通りである。ワールド日栄証券、エース証券はリアル個人向きの証券会社、それぞれの営業拠点は関東と関西に位置する。日商岩井証券は法人営業向けの会社であり、法人機関投資家など500名の顧客をもっている。E*TRADE KOREA は韓国のオンライン証券業の第2位に位置している。これらの買収案の実行によって、リアル証券とオンライン証券の事業補完性、たとえば、オンライン証券の富裕顧客層に向け投資コンサルタントのサービスを提供したり、またリアル証券富裕層向けのベンチャーファンドなど新商品の販売チャネル、さらにベンチャー企業が新規公開株（IPO: Initial Public Offering）に際する幹事業務の引き受けなどの補完性を獲得したのである。

これら企業の買収案は、ワールド日栄証券、エース証券、また日商岩井証券については売却側の持ち込み案件であった。また E*TRADE KOREA の買収案については、米 E*TRADE Group と LG 証券がともに E*TRADE KOREA の大株主であったため、3社が役員会でこの買収案の合意に達したことによる。

上記のように、同社の事業戦略の目的にあわせて、多元的な M&A 目標企業を探索するルートがあった。それは、M&A 仲介業への委託、企業からの持ち込み案件、また、同社の経営人脈などであった。そのなかでも、金融機関や企業からの持ち込み案件はこれからも増えていくものと思われる。それは、

16) イー・トレード証券の関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。

17) イー・トレード証券の関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。旧ソフトバンク・インベストメント『アニュアルレポート』2004年、11ページ。

M&A 活動の実行により、同社が累積してきた経験および被買収企業の業績により、同社の M&A の威信がしだいに構築されてきたためである¹⁸⁾。その他、同社の経営人脈、たとえばアセットマネジメント事業において、ベンチャー企業の投資により多くの情報が入手できる。このような情報源も同社における M&A 目標企業の探索ルートの一つだと考えられる。

③ 統合プロセス策定

M&A 案を計画する際に、統合プロセスの策定はおもに SBI ホールディングス役員および統合に関する子会社の役員によって行なわれる。たとえば、大沢証券の買収案は買収後オンライン証券へ移行する目標にもとづいて行なわれた。しかしながら、買収案の決定は短期間に行なわねばならないので、M&A 計画段階では細部の統合プロセスの策定ではなく、組織再編や戦略展開など方向性の策定であった。日商岩井証券、ワールド日榮証券、エース証券などの合併案についても、トップ役員は M&A を計画する際に、統合の方向性やグループ子会社の合併再編などのプロセスを配慮した。しかし、取引成立前には、統合プロセスに関する細部策定はまだ計画されていなかった。細部の計画は契約が成立してからスタートした。

2) 実 行

実行については買収の実施計画とコミュニケーションの策定、デューディリジェンスの実施、買収案の交渉、などの問題がある。買収案件の実施計画とコミュニケーションの策定は、SBI ホールディングスの役員および、被買収企業と合併再編を行なう予定子会社の役員が参加して行なわれる。しかし、取引が成立するまで、両企業の人員が一緒に統合計画を策定することはなかった。デューディリジェンスの実施については、主に同社の法務部門と提携先の会計、法務監査法人とがとむに行う。主な着目点は証券会社の法務や会計リスクなどである。また、証券会社は監査法人の厳しい監査を受けているため、比較的リ

18) 中村 [2003] によれば、自社が M&A に積極的に取り込んでいることを公表することは、金融機関などからの M&A 案件の持ち込みを増加させ、対象企業の選択における意思決定の幅を広げることができる、211ページ。

スクが低い。買収案の交渉については、主に買収価格、従業員の従業保障などを中心に議論される。上記のようなデューディリジェンスの実施、および買収案に関する交渉などが終了した後、取引契約が締結される¹⁹⁾。

2 ポスト M&A 統合プロセス

契約が締結された後、ポスト M&A 統合プロセスが始まる。ポスト M&A 統合プロセス段階における適切な M&A マネジメントは買収の価値創出と深くかかわるため、この段階でのマネジメントは買収の成否に大きな影響を与える。ここでは、統合組織形態や統合アプローチの選択、統合展開、などについて見てみよう。

① 統合組織形態や統合アプローチの選択

SBI グループは持株会社の組織形態²⁰⁾をとっており、合併、分割などの法制度を利用してより容易に合併再編を行なうことができるようになった。ここでは、Haspeslagh, P. C., D. B. Jemison [1991] が提起した統合アプローチ²¹⁾にもとづいて、同グループの統合アプローチについて分析しよう。

まず、大沢証券の買収について見ると、イー・トレード証券へと商号を変更し、事業内容もリアル証券からオンライン証券へと転換している。すなわち、リアル証券事業から撤退し、リアル証券店舗も閉鎖したのである。旧大沢証券はオンライン証券の組織自律性および戦略相互依存性の双方とも低かったため、結局はイー・トレードにより吸収合併される形で統合されたのである。

次に、ワールド日栄証券の買収を見ると、買収された後、ワールド日栄証券は同グループの SBI フロンティア証券と統合され、ワールド日栄フロンティア証券へと商号変更し、さらに05年7月には、SBI 証券へと商号を変更した。

19) 旧ソフトバンク・インベストメントおよびイー・トレード証券の関係者へのインタビュー(2005年5月20日)。

20) 同社は2005年7月に純粹持株会社に組織転換した。

21) 統合企業を組織的自律性と戦略的相互依存性の二つの次元から、保持、吸収、共生の3つのアプローチに分類できることについては、Haspeslagh & Jemison [1991], p. 145。

このような事業再編について統合アプローチから説明するならば、同社に対して SBI フロンティア証券とワールド日栄証券の戦略相互依存性が高く、しかも SBI フロンティア証券は組織自律性が低かったため、ワールド日栄証券の法人投資部門に収められたとみることができる。

また、エース証券の統合について見ると、SBI 証券と同様にリアル証券業に位置し、両方の戦略相互依存性は高いため、統合再編の相乗効果を享受することが期待できる。しかし、現在、エース証券はいくつかの未決訴訟案件を抱えており、統合の実施には至っていない。

日商岩井証券の買収について見ると、被買収時点の03年12月から05年4月まではフェデス証券としてグループのプロローカレッジ&インベストメントバンキング（証券関連）事業に属していたが、05年4月にイー・トレード証券に新設された法人営業部に収めるという形で吸収合併された。その目的は、フェデス証券を合併再編することによって重要な金融法人顧客を獲得するためである。

E*TRADE KOREA の買収については、保持統合アプローチで同社グループの証券事業傘下に一旦収めた上で、イー・トレード証券との戦略相互依存性および組織的自律性がともに高いため、その後、共生統合の形で05年3月にイー・トレード証券の子会社とした。

最後に、同グループにおいて、リアル証券業を担当する SBI 証券やエース証券、およびオンライン証券業担当のイー・トレード証券の間の統合関係について述べておけば、リアル証券とオンライン証券の間では、組織自律性が高く戦略相互依存性は低いため、統合のメリットは低い。オンライン証券は顧客年齢層、取引金額、取引手数料など戦略定位がリアル証券と異なるため、合併よりも提携する方が有利となるからである。したがって、リアル証券とオンライン証券は傘下に並立する関係になる。

このように、同社は一連の証券会社の買収について、それぞれ被買収企業との組織自律性および戦略の相互依存性の程度により、保持、吸収、共生統合という3つの手段を状況に合わせた形で行ってきた。とりわけ、持株会社の組織

特性を利用して、被買収企業を一旦保持統合のアプローチでグループ傘下に収め、その後、他の統合アプローチへ移行する形が多かった。保持統合であれば被買収企業の人事、組織などを維持できるため、吸収統合よりも企業間の摩擦が低減できるからである。

② 統合展開

ここでは、企業文化、システム／プロセス、顧客リテンション、人的資源管理などの統合展開を中心に論じる。

a 企業文化の融合

企業文化を論じる際に、まず、同社の原点に遡ってみると、同社は1999年にソフトバンクから人員出向の形で設立された金融会社であった。また、同社の従業員のほとんどは他金融企業からの中途採用者、あるいは M&A により獲得した人員であった。このように、同社は多角的な企業文化を早くから吸収してきたため、企業間文化の違いから発生する摩擦は比較的小さくおこりにくかったといえる。しかし、独自の企業文化の構築は企業の持続的経営と深く関わるため、同社には積極的に企業文化の構築に取り組もうとする姿勢が見える。以下、企業文化の統合事例について見よう。

大沢証券の買収の場合、この買収はイー・トレードが立ち上がってからまもなく行われたため、その企業文化や経営方法は成立初期の模索期にあり、企業文化融合上の問題はなかった。ただし、いかにして旧大沢証券の人員をオンライン証券業へコミットさせるのかという点が重要な問題であった²²⁾。しかし、オンライン証券業とリアル証券業の市場定位や顧客層が異なるため、リアル証券業で蓄積した知識を生かしたいと考える旧大沢証券の営業人員が他のリアル証券会社へ転職する例が少なくなかった。また、旧大沢証券の既存顧客は営業マンの転職とともに他証券業者へ移転してしまった。このようなケースはオンライン証券業とリアル証券業の経営方法や企業文化の差異によって生じた不可避の摩擦と考えることができる。

22) イー・トレード証券関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。

次に、ワールド日榮証券とエース証券の買収を見てみると、買収された後、SBI ホールディングスから一部の役員や管理職員を受け入れたことはあったが、大きな組織再編がなかったため、企業文化の融合については大きな問題が生じていない。したがって、保持統合の形で企業文化の交流はゆっくりと進んでいるといえる。たとえば、ワールド日榮証券は買収された後、法人営業の事業強化を目的に兄弟会社のフロンティア証券と統合され、ワールド日榮フロンティア証券に商号を変更し、最終的には SBI 証券となっている。それは、SBI グループの企業文化を強化するため、グループ企業のブランドネームを統一させる目的からであった。今後は、同じくリアル証券業であり、営業拠点（関東と関西）の補完性があり、また双方とも野村総合研究所の証券システムを利用する SBI 証券とエース証券との合併統合が行なわれる可能性が高い。両社は保持統合という移行期を経て、企業文化の摩擦も低減できるといわれている²³⁾。

日商岩井証券の買収を見てみると、03年12月に買収された後、04年3月にフェデス証券へ商号を変更、05年4月にイー・トレード証券により吸収合併された。フェデス証券は従業員数が15名しかいなかったために、両社の企業文化の融合はイー・トレード証券が主導する形で順調に進行した。

E*TRADE KOREA の買収をみると、04年6月の買収の後、保持統合の形を経て、05年3月に株式譲渡によりイー・トレード証券の傘下会社になった。現在、イー・トレード証券と E*TRADE KOREA とは共生統合の形をとっており、両社において大きな企業文化の統合問題はない。

上記のように、同社のいくつかの買収案において、企業文化の大きな問題は発生していなかった。それは次のような理由による。すなわち、買収目標企業を選別する方法として、主にポテンシャルのある小規模証券会社、またはシステムの同質性が高い企業の選別を行った。また、組織の自律性や戦略の相互依存性により保持、吸収、共生などの統合方法を活用し、適切な統合を行った。

23) 旧ソフトバンク・インベストメント関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。

また、同社は戦略的な M&A を行い、企業同士がリストラ、企業再生のために行う対等 M&A 案ではなかったため、統合主導権は明らかに SBI グループの側が握っていたということも、企業文化の衝突を削減できた原因であった。

b システム／プロセス

金融情報産業においては、取引の大部分は情報システムによって行われる。そのため、M&A に際してのシステムの統合は重要な課題である。同社の一連の証券会社の買収に関して、システム統合の状況を以下にあげてみよう。

まず、大沢証券の買収については、旧大沢証券のリアル証券情報システムをオンライン情報システムへ移転する必要があった。そのため、旧リアル証券のフロントシステムは米 E*TRADE Group のシステムを、バックシステムおよびフロントとバックシステムを繋ぐシステムは野村総合研究所のシステムを移転した。このように、顧客情報の移転などシステム統合による時間や人力などのコストが生じたのである。この経験により、同社では M&A 目標企業を選別する際に、システム統合の難易性も重要な選別指標の1つに加えられた。他のシステムやプロセスの統合に関しては、オンライン証券業の展開のために、インターネット・トレーディング・システム、自動音声応答システムの導入、およびコールセンターなど営業基盤の構築を進めた。

ワールド日榮証券およびエース証券のシステム統合については、本来2社ともに野村証券グループの系列企業であったため、野村総合研究所の証券システムを利用してきた。したがって、被買収企業と買収企業のシステムが共通していたため、統合に要するコストは大幅に低減できた。同様に、ワールド日榮証券と SBI フロンティア証券の合併再編においても、同じ野村総合研究所の証券システムを利用していたためシステム統合の困難やコストを低減できた。また、今後、グループ内部のリアル証券同士の統合についても同じシステム発注先を利用するため、統合経費、時間などの手間を省くことが可能になる。

同じくオンライン証券業である E*TRADE KOREA との共生統合によるシステム統合については、両社のシステム統合は日韓両国のクロスボーダー取引

の実現によって、両社のシステムを繋ぐインターフェースシステムの構築程度に止まった。

上記のように、統合アプローチの違いによって、システム統合の程度の差異が生じる。吸収統合は最も統合の程度が高く、次いで共生統合、保持統合の順である。最後に、同グループのイー・トレード証券、SBI 証券、およびエース証券の3社は同じく野村総合研究所の証券システムおよび日本クリアリングサービスを利用しているため、グループのスケールメリットを活用した一括交渉が可能となり、各社ともに現行手数料からの値引きを達成し、05年5月のコスト削減率は月約15%に達したという²⁴⁾。これは、M&A の経済規模拡大によって得られた経費削減効果と言える。

c 顧客リテンション

M&A 後の顧客リテンションについては、同社では買収の目的によって取り組みの姿勢が異なっている。以下では同社の顧客リテンション²⁵⁾について紹介する。

大沢証券の買収については、リアル証券業とネット証券業の顧客層が異なるため、顧客獲得は同社が大沢証券を買収する主要な目的ではなかった。つまり、同社にとっては旧顧客リテンションより、オンライン証券顧客の獲得の方が重要であった。そのため、同社は旧大沢証券顧客のリテンションについてはコールセンターで継続勤務する旧大沢証券営業人員に任せて、持続的な顧客サービスを提供した。しかし、サービス形態の差異、または一部の営業人員が他証券会社へ転職したことを受けて、旧大沢証券の顧客は同社の予想通りに大部分が他のリアル証券会社へ流出した。

個人向けリアル証券業のワールド日栄証券（現 SBI 証券）とエース証券の買収については、買収目的が富裕層の個人顧客を獲得することであったため、顧客リテンションは重視されている。買収された後、2社は保持統合の形で同

24) 旧ソフトバンク・インベストメント関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。

25) 旧ソフトバンク・インベストメントおよびイー・トレード証券関係者へのインタビュー（2005年5月20日）。

社の証券関連事業傘下に収められたため、顧客のリテンションにかかわる営業マンが離職する問題は発生しなかった。また、2社はSBI傘下にある他の金融事業との提携で、顧客に新商品を提供することなどによる継続的な顧客リテンションのための努力をしている。

機関投資家向けの日商岩井証券の買収についてみると、この買収の目的は同社グループの法人向け販売事業の強化、あるいは機関投資家顧客の獲得であった。そのため、日商岩井証券の約500名の機関投資家に対する顧客リテンションは重要であった。顧客リテンションに関しては、重要な営業人員は全員継続して勤務したため、顧客流失の問題は発生しなかった。同社は金融グループの総合資源を活用し、法人投資家に新商品を提供することにより、持続的な顧客リテンションに重点を置いて取り組んでいる。

d 人的資源管理

同社のM&A後の人的資源管理についてみてみると、原則として同社は被買収企業に役員および管理職を派遣することにより、被買収企業とのコミュニケーションルートを構築している。人的資源管理は被買収企業との統合アプローチ、すなわち、統合程度の差異にかかわる。合併統合を行なう際に、被買収企業の従業員の履歴書および団体面談により、従業員の配属先や仕事内容を決定する。人事管理と深く関わる報酬制度は、同社グループの成果主義制度にもとづいて設計された半期年俸制システムへ統一する例が多い。また、従業員のモチベーション制度に関しては、ストックオプション制度が採用されている。

個別のM&A案件についてみると、大沢証券はリアル証券業からオンライン証券業へ移行したため人員の異動は多かった。バックオフィスの人員はリアルとオンライン証券事務のノウハウなどが共通しているため、バックオフィスの事務職を継続させている。しかし、対面営業の人員の一部は社内訓練を受け、コールセンターへ転勤させた。現在まで、約5割の人員はイー・トレード証券で継続勤務をしている。ワールド日栄証券とエース証券は保持統合のために、人事の変動は少なかった。ワールド証券とSBIフロンティア証券の統合につ

いては、ワールド日榮証券の引受本部はフロンティア事業室を設立し、旧 SBI フロンティアの人員 7 名がフロンティア事業室で法人業務を担当し続けている。両社の統合後、04 年 2 月の株式上場を機として、03 年 12 月には全株式の 3.2% を用いて全役職員を対象としたストックオプション制度を導入し、これにより従業員の仕事に対するモチベーションを高めることにつながった。

③ 評 価

まず、M&A 案の結果に対する評価であるが、同社では主に財務指標から判断している。判断基準は同グループで各社共通の財務評価基準を用いて行っており、被買収企業に対して、特別な評価システムは設けていない。同社にとっては、傘下企業が早期に株式を上場することによって、企業情報の開示の向上、会社知名度の向上、資金調達能力の多様化・強化、あるいは自己資本の充実などといったメリットが期待されている。また、ストックオプション制度の利用による従業員の士気向上などのメリットもある。そのため、適切な M&A マネジメントにより、被買収企業を早期に株式上場させることが M&A 案を評価する指標の 1 つとなる。

M&A 案による累積した経験の利用についての評価については、同社は蓄積した経験によって目標企業を探索・選別する方針を確立したことがあった。たとえば、同じ証券システムを利用する会社を買収すること、また、買収価格を被買収会社の純資産額の半分程度にすることにより会計上の利益を発生させることなどがある。また、組織再編の統合アプローチの経験蓄積されている。このような経験は同社の M&A 能力の 1 つと見ることができる。

M&A 案によって累積された知識の利用については、同社は M&A 戦略の構築、および被買収企業の選別などはトップ役員レベルでの意思決定に依頼が多い。また、M&A のプロセスについてのマネジメントも執行人員の暗黙知の形で行われている。それは、同社にとって、これまでの M&A 案件の規模および件数にとって、常設の M&A 機構や M&A に関する暗黙知を形式知化にする必要性がないためである。しかし、これから同社が全面的に金融事業へ参

入する際に、活発な M&A による迅速な事業基盤の獲得は重要な戦略の一環である。そのため、同社にとって、M&A にかんする暗黙知を形式知に転換するメリットは大きい。

IV 結 語

本稿では、情報通信産業の M&A 戦略および M&A マネジメントの仕組みを探求するために、SBI グループを事例として、同産業の M&A 戦略および M&A マネジメント、またそれと深く関わる事業再編の実態についての考察をしてきた。

それにより、次のようないくつかの興味深い事実発見が挙げられる。たとえば、(1) 同グループでは M&A 戦略と合併戦略の相互補完関係を利用しながら、新事業へ参入してきたということ。(2) M&A 候補企業の探索ルートの多元化は同社グループが M&A 事業を展開する際に有利に働いたということ。そして (3) 多くの M&A の事例において累積されてきた経験は、M&A 候補企業の選別、組織統合アプローチの選択などにおいて役に立つこと。これらのことは、中村 [2003] が提唱するいわゆる「マルチプル M&A」²⁶⁾ と一致することにもなる。その他にも、(4) 買収した証券業者の規模や情報システムへの配慮や統合における同グループの主導権などが、結果的にスムーズな統合を導いたこと。また、(5) 同グループは今後も頻繁に M&A 戦略を行うことからみると、M&A にかんする暗黙知を形式知に転換するメリットが大きいと考えられること、などである。

以上のように、情報通信産業においては、累積された M&A 経験の活用、

26) 中村 [2003] によれば、マルチプル M&A では、一企業対複数企業の関係を保つために、従来1対1のダイアド的な関係の M&A では考えられなかった課題を分析することが可能になる。マルチプル M&A では、1回1回の案件に必要とされる M&A プロセスの対処策をその都度ゼロから構築しているわけではない。過去の案件を評価し、実行プロセスで不都合だったところを改善し、将来の M&A を実行する時にフィードバックさせることができる。そして、自分たちの経験や他社のベストプラクティスを学習することによって、M&A を効果的に運営できる独特のスキルや能力を形成していくことも可能である、83ページ。

適切なポスト M&A マネジメントの実施、および企業グループ組織体制の構築こそが、M&A 後のグループ内の体制を迅速に整えるための鍵だといえよう。また、それと M&A 戦略の価値創出や企業の持続的成長とが深くかかわっていることも示唆されている。

参考文献

- Chakravarthy, B. [1997] "A New Strategy Framework for Coping with Turbulence," *Sloan Management Review*, Winter, pp. 69-82.
- Haspeslagh, P. C., D. B. Jemison [1991] *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*, Free Press.
- Moore, J. F. [1996] *The Death of Competition: Leadership and Strategy in the Age of Business Ecosystems*, Harperbusiness.
- 旧ソフトバンク・インベストメント『有価証券報告書』2001-05年3月期。
- 『アニュアルレポート』2004年。
- 総務省 [2003] 『情報通信白書平成16年版』ぎょうせい。
- 中村公一 [2003] 『M&A マネジメントと競争優位』白桃書房。

参考資料

- イー・トレード証券ニュースリリース「総合口座数60万口座の到達について」2005年4月11日。
- 旧ソフトバンク・インベストメント『ソフトバンク・インベストメントグループ インフォメーションミーティング資料』2005年5月17日。
- 旧ソフトバンク・インベストメントニュースリリース「E*TRADE KOREA CO., LTD (韓国法人) の買収について」2004年6月15日。
- 「エース証券株式会社の公開買付結果及び子会社の異動について」2004年8月6日。
- 「ワールド日榮証券株式会社の株式取得に関するお知らせ」2003年10月9日。
- 「会社分割による持株会社への移行および商号変更に関するお知らせ」2005年4月26日。
- 「新株式発行および株式売出しならびに親会社の異動に関するお知らせ」2005年2月23日。
- 「日商岩井証券株式会社の株式取得に関するお知らせ」2003年12月25日。
- ソフトバンクファイナンス『ソフトバンク・ファイナンスグループ事業戦略説明会資

料』2004年1月29日。

ファイナンス・オールニュースリリース「株式交換による株式会社インターアイの完全子会社化に関するお知らせ」2004年5月11日。