

メリル・リンチによる MAM の買収

11 月 19 日、米国の最有力証券会社メリル・リンチ (Merrill Lynch) が英国の大手ファンド・マネジメント会社マーキュリー・アセット・マネジメント (Mercury Asset Management Group=MAM) を買収することを発表した。買収金額は約 31 億ポンド (約 6,600 億円)。メリル・リンチは、世界でトップ・クラスのアセット・マネジメント会社をグループ内に持つことになる。

1. 買収の内容

メリル・リンチはマーキュリー・アセット・マネジメントの全株式を 1 株当たり 17 ポンドで買収する。全額現金で買い取る。買収金額は約 31 億ポンド (約 6,600 億円) となり、アセット・マネジメント会社の買収としては過去最大規模となる。今回の買収が発表される直前の 18 日のマーキュリーの株価の終値は 12.95 ポンドで、買収提示価格は 31.3% のプレミアムとなる。

マーキュリーはメリル・リンチの 100% 子会社であるメリル・リンチ・アセット・マネジメントと統合される。新会社名はメリル・リンチ・マーキュリー・アセット・マネジメントとするが、英国では、マーキュリー・アセット・マネジメントのままとする。同社のヘッド・クォーターはロンドンに置かれる。

96 年末の両社の預かり資産残高を合計すると 3,821 億ドルとなり、世界で第 6 位の規模となる。

表 1 預かり資産残高のグローバル・ランキング
(10 億ドル)

	金融機関名	国	残高
1	新UBS	スイス	920
2	簡易保険	日本	798
3	フィデリティ	アメリカ	516
4	アクサ	フランス	496
5	パークレイズ	イギリス	385
6	メリル・リンチ/マーキュリー	米/英	382
7	クレディ・スイス	スイス	378
8	ブルデンシヤル	アメリカ	333
9	日本生命	日本	332
10	チューリッヒ保険	スイス	312

(出所) Financial Times

マーキュリー・アセット・マネジメントのステイブソン (Hugh Stevenson) 会長が、新会社の代表権のない会長に就任し、今後 1 年間、円滑に業務の統合が進むよう指揮を執る。新会社の共同代表執行取締役役に、マーキュリー・アセット・マネジメントのツインマン (Stephen Zimmerman) 副会長とギャリー (Carol Galley) 副会長が就任する。両氏はメリル・リンチの取締役役にも就任する。

2. マーキュリー・アセット・マネジメントの概要

1) 歴史

マーキュリー・アセット・マネジメントの前身は、1969 年に、英国最大のマーチャント・バンク S.G.ウォーバークのアセット・マネジメント子会社として設立されたウォーバーク・インベストメント・マネジメントである。何度かの名称変更を経て、87 年に現在のマーキュリー・アセット・マネジメントに改称された。94 年にはモルガン・スタンレーが買収に意欲を示したが、買収価格について合意に至らず撤回された。同社は 95 年、SBC が S.G.ウォーバークを買収する際に、買収の対象とならなかったことから独立のアセット・マネジメント会社となった。

2) 規模

マーキュリー・アセット・マネジメントの 96 年末の預かり資産残高は 1,480 億ドルで¹、英国の機関投資家としては、バークレイズ・グローバル・インベスターズ²(3,854 億ドル)、プルデンシャル (1,552 億ドル)、シュローダー・インベストメント・マネジメント (1,500 億ドル) に次ぐ国内第 4 位の規模である。プルデンシャル、シュローダーとの預かり資産残高の差はわずかで、英国の最有力アセット・マネジメント会社の一つであると言ってよい。

ファンド・マネージャーの人数は 200 人強である。

3) 特徴

マーキュリー・アセット・マネジメントは、機関投資家向けサービスに強い。96 年度末の預かり資産残高 897 億ポンドのうち、機関投資家からの資金が 9 割弱を占める。国内機関投資家の顧客数は 1,000 を超え、機関投資家資金の 8 割弱は英国機関投資家の資金であるが、昨年は海外機関投資家からの資金が国内機関投資家からの資金を上回るペースで増加し、国際化も進んだ。わが国でも、96 年度中に新たに 20 の年金基金と契約を交わし、年金

¹ 預かり資産残高は Euromoney 誌の調査参照。

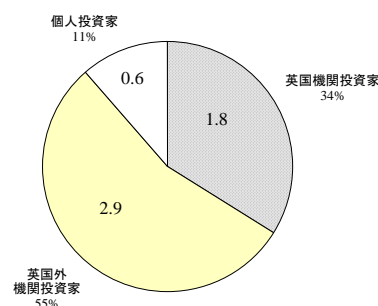
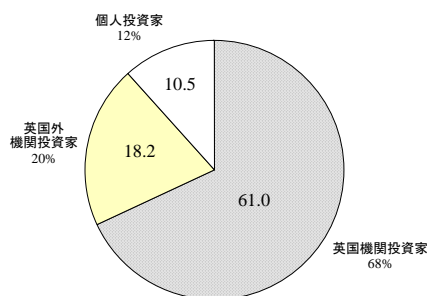
² 同社は英国 4 大銀行の一つであるバークレイズのアセット・マネジメント部門だが、所在地はサン・フランシスコである。

基金の顧客数は 62 に、年金運用資産は 17 億ポンドに増加した。

マーキュリーがリテール向けに設定しているファンド数は、ユニット・トラストが 21 本、インベストメント・トラストが 4 本で、決して多くはない。また、同社は、投資金額が 75 万ポンドを超える富裕層に対しては個別の資産運用サービスも提供している。

図 1 顧客別預かり資産残高 (96 年度末)

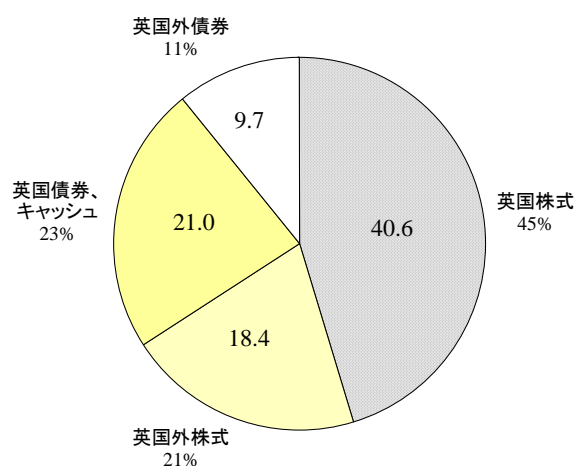
図 2 顧客別新規獲得資金 (96 年)



(注) グラフ内は金額。単位は 10 億ポンド。
(出所) マーキュリー・アセット・マネジメント

同社の運用は、エクイティが中心となっている。預かり資産の 7 割弱がエクイティによって運用されている。日本株式への投資額は 20 億ポンドで、英国以外のエクイティのうち約 1 割を占めている。英国外のエクイティのうち、約半分は大陸欧州企業への投資である。

図 3 預かり資産の資産種類別内訳

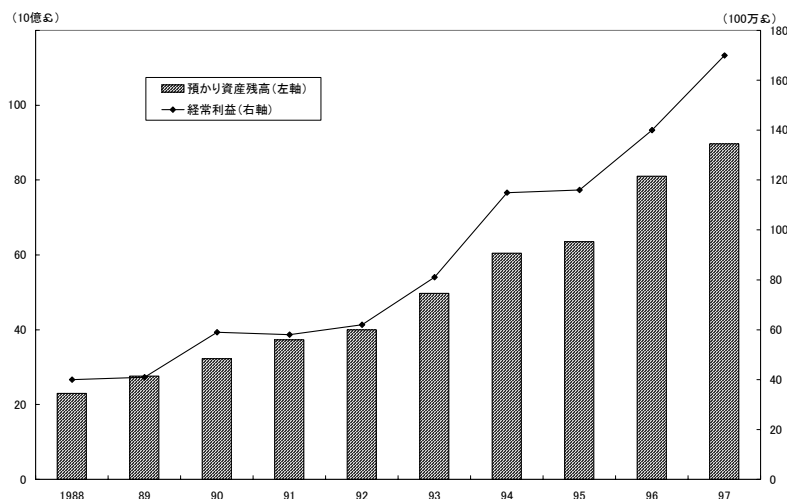


(注) グラフ内は金額。単位は 10 億ポンド。
(出所) マーキュリー・アセット・マネジメント

4) 業績

マーキュリー・アセット・マネジメントの業績は好調である。過去10年間、同社の預かり資産は一貫して増加しており、経常利益、1株当たり利益も概ね右肩上がりである。同社の96年度の税引後利益は1.22億ポンドであった。

図4 預かり資産残高と経常利益の推移



(出所) マーキュリー・アセット・マネジメント

3. メリル・リンチの狙い

1) メリル・リンチの概要

メリル・リンチは、米国の最有力証券会社である³。米国では、もともとホールセールとリテールのいずれかに特化した証券会社が多い中で、メリル・リンチはその双方に強いという点が大きな特徴である。

特に、近年はミューチュアル・ファンドを通じて証券市場に流入する個人資金が急増しており、リテールの重要性が再認識されている。このため、モルガン・スタンレーやソロモン・ブラザーズ、JPモルガンなどのホールセラーが、相次いでリテラーと合併や提携を行った。メリル・リンチはライバル会社が合併や提携によって求めた強みを以前から握っていたのである。

今年に入ってもメリル・リンチは好調である。97年第3四半期までの米国市場の証券引受ランキングで首位を維持し、引受シェアも上昇した。以前は弱点と言われたM&A業務

³ 総資産や時価総額では、合併したモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・ディスカバーに抜かれ、米国第2位となった。

でも、完了したディールのトップ・アドバイザー・ランキングで首位を奪還した。

ブローカレッジ手数料でも、メリル・リンチは他を引き離している。米国アナリスト・ランキングでも、2年連続で首位を獲得した⁴。

表 2 米国主要証券会社の業績比較

(100万ドル)

	メリル・リンチ		モルガン・スタンレー		ソロモン		チャールズ・シュワブ	
	1996	97.1-3Q	1996	97.1-3Q	1996	97.1-3Q	1996	97.1-3Q
委託手数料	3,786	3,437	613	1,515	326	289	954	859
自己売買	3,454	3,165	2,296	2,767	1,990	1,449	257	194
投資銀行	1,945	1,924	1,944	1,921	853	674	0	0
アセット・マネジメント	2,261	2,038	582	1,853	0	0	311	309
純収入	13,116	11,801	5,776	8,853	4,282	3,220	1,851	1,679
税引前利益	2,566	2,321	1,572	2,367	1,487	951	394	343
純利益	1,619	1,439	1,029	1,450	907	599	234	208

(注) 1.モルガン・スタンレーの96年の計数は95年12月から96年11月のもの。

2.モルガン・スタンレーの97年の計数はモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター・ディスカバーのもの。

3.純収入は総収入から金利費用を控除したもの。

(出所) 各社資料より野村総合研究所作成。

ブローカレッジと投資銀行業務の双方で強みを持つメリル・リンチが90年代以降追求してきたのは、アセット・マネジメント業務の拡充と海外業務の強化である。その意味で、今回のマーキュリー・アセット・マネジメントの買収は、メリル・リンチの戦略に見事に合致したものである。

2) アセット・マネジメント業務の強化

アセット・マネジメント業務は、これからの成長分野である。今後世界各国で進む高齢化は老後資金の運用ニーズを否応なく高める。また、アセット・マネジメントはストック・ビジネスであるために相場変動の影響がブローカレッジやディーリングに比べ小さく、安定した収益が期待できる。また、アセット・マネジメント業務では、運用規模が増加することによる追加的な費用が小さく、バック・オフィスなどの充実した設備が必要とされるため、規模の経済が働く。このため、多くの金融機関が預かり資産の拡大に注力している。

メリル・リンチも例外ではない。メリル・リンチのアセット・マネジメント業務収益は年々上昇し、96年度には22.6億ドルに達した。また、売買委託手数料に占めるミューチュアル・ファンド販売手数料の比率も、ブラック・マンデーのあった87年以降一時下落したが、90年代に入って上昇に転じ30%まで上昇した。

⁴ メリル・リンチは過去20年のうち15回、米国のアナリスト・ランキングで首位を獲得している。

図5 アセット・マネジメント収益の推移

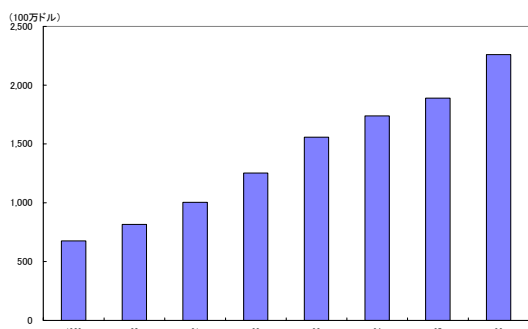
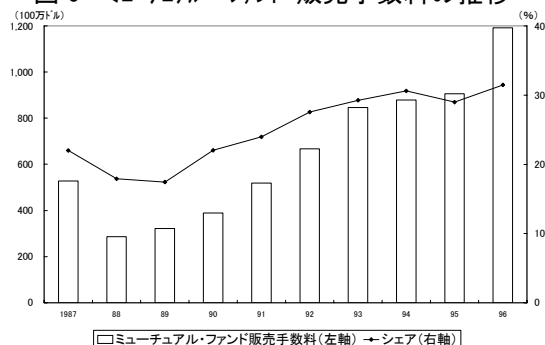


図6 ミューチュアル・ファンド販売手数料の推移



(注) 図6のシェアは売買委託手数料に占めるミューチュアル・ファンド売買手数料のシェア。
(出所) メリル・リンチ

メリル・リンチのアセット・マネジメント手数料の中で、最も大きなシェアを占めるのは、自社ファンドの運用手数料を中心とするアセット・マネジメント手数料である。アセット・マネジメント手数料だけで10億ドルを上げている。

また、メリル・リンチは、ラップ・アカウントのメリル・リンチ・コンサルツ、メリル・リンチ・ファンド・アドバイザーなど、アドバイス機能を持ったサービスに力を入れている。アセット・マネジメント収益の内訳を見ると、ラップ・アカウントからの手数料が大宗を占めるポートフォリオ・サービス手数料が約25%を占めている。

表3 アセット・マネジメント手数料の内訳

(100万ドル、%)

	1994		95		96	
	手数料	シェア	手数料	シェア	手数料	シェア
アセット・マネジメント手数料	794	43.2	856	45.3	997	44.1
ポートフォリオ・サービス手数料	437	23.8	477	25.2	609	26.9
口座管理手数料	323	17.6	338	17.9	373	16.5
その他手数料	282	15.4	219	11.6	282	12.5
合計	1,836	100.0	1,890	100.0	2,261	100.0

(出所) メリル・リンチ

ただ、アセット・マネジメント業務からの収益は増加したものの、メリル・リンチの自社ファンドの資産残高は、フィデリティやバンガードなどの独立系には遠く及ばない。米国では、独立系のミューチュアル・ファンド会社が強いこともあり、メリル・リンチは自社のミューチュアル・ファンドだけではなく、他社が設定・運用するミューチュアル・ファンドも積極的に販売することによって、アセット・マネジメント業務を拡大させてきたことがその一因となっている。

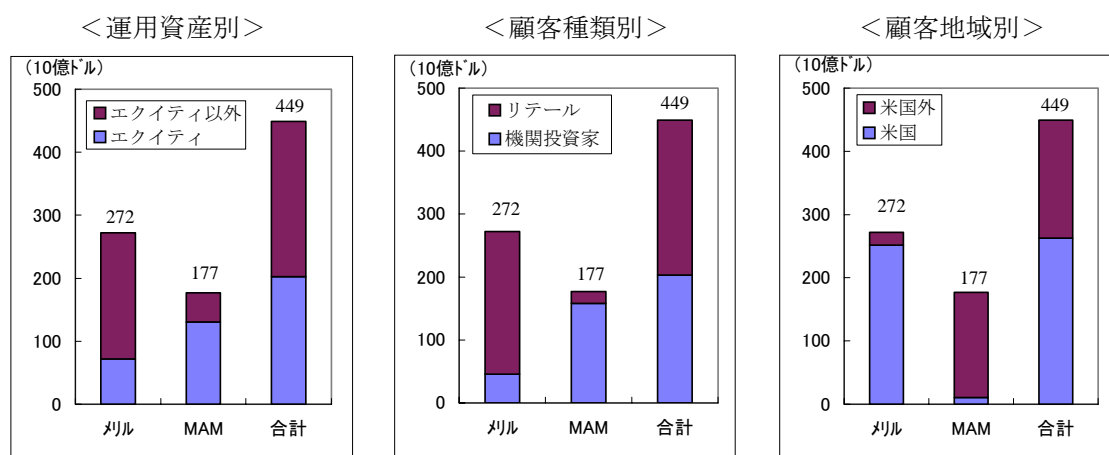
また、預かり資産の約4割はMMFで、ファンドの多様性も限られている。ファンド1本当たりの純資産も小さく、フィデリティのマゼラン・ファンドのようなフラッグシップ・ファンドがない。

急速に拡大し注目を集める401(k)ビジネスでも、独立系の勢力は強くメリル・リンチは苦戦を強いられている。また、メリル・リンチのアセット・マネジメント業務はリテールが中心で、機関投資家向けサービスも弱い。

このような弱点を補うため、メリル・リンチは、96年、ホッチキス・アンド・ワイリー(Hotchkis and Wiley)を買収した。同社は、買収当時の預かり資産残高は約100億ドルの機関投資家向けサービスを専門に行うアセット・マネジメント会社である。

今回のマーキュリー買収はこれに続く動きである。機関投資家向けに強く、エクイティを中心としているマーキュリーの買収は、メリル・リンチの弱点を見事に補完している。

図7 メリル・リンチとマーキュリーの預かり資産の内訳

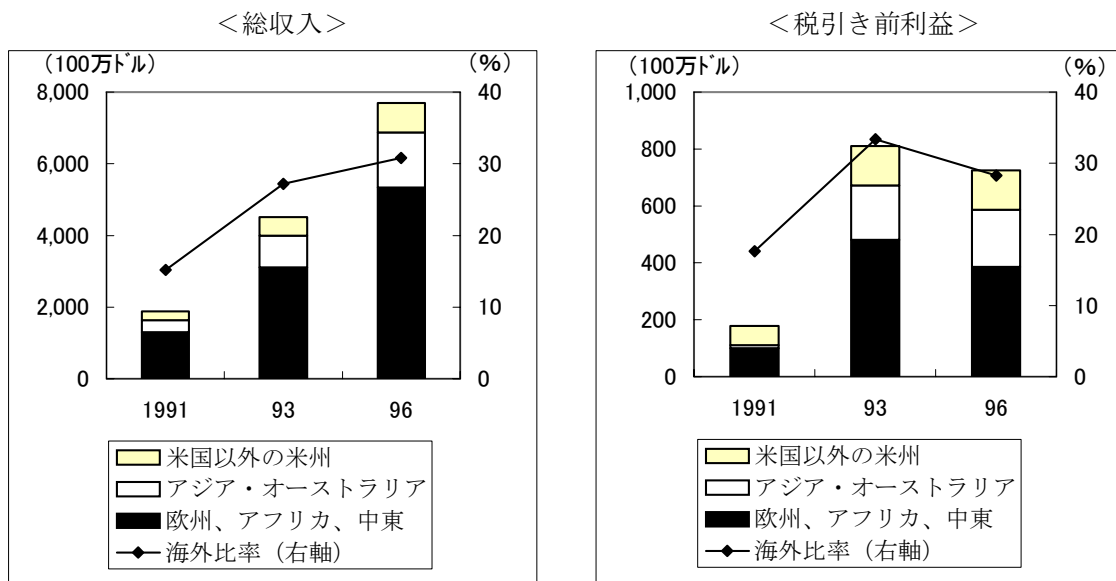


(出所) メリル・リンチ

3) 国際展開の強化

メリル・リンチは、投資銀行部門では海外でも大きなプレゼンスを持っている。メリル・リンチの収益に占める海外業務のシェアは30%弱まで上昇し、国際展開を強化してきた成果は上がっている。ただ、海外業務は投資銀行業務があくまでも中心である。今回の買収は、アセット・マネジメント業務についても、より積極的に海外に展開することを目指した動きである。

図8 メリル・リンチの海外部門収益の推移と内訳



(出所) メリル・リンチ

メリル・リンチは、今回の買収後に強化するマーケットを“Key Markets”として列挙している。中でも、両社の本国である米国、英国の他に、日本とオーストラリアについては現状認識や、今後の簡単な方針を示しており、特に重視しようという姿勢が見受けられる。

表4 メリル・リンチの現状認識と今後の戦略

<現状認識>

	リテール	機関投資家	確定拠出型年金
英国	マーキュリーが2番手集団のトップ	マーキュリーが最大のプレイヤー	マーキュリーが市場の拡大を主導
米国	メリルが預かり資産で5位 ブローカーによる販売では首位	メリルが2番手グループだが 市場での認知度不足	メリルが預かり資産で4位
日本	メリル、マーキュリー共に 市場開拓段階	メリルのシェアはまだ小さいが 顧客増加中。マーキュリーは外資 系投資顧問の中では相対的に強い	まだ認められていない
オーストラリア	マーキュリーのシェアが上昇中	メリルは市場開拓段階 マーキュリーのシェアは大きい が十分ではない	共に進出できていない

<戦略>

	リテール	機関投資家	確定拠出型年金
英国	積極的に強化	現在のポジションを維持	積極的に強化
米国	預かり資産の拡大 販売ルートの多様化	マーキュリーの海外ファンドを利用 して、積極的に強化	主導的ポジションを確保
日本	グローバル商品を武器に 多様なチャネルでシェア拡大	市場の変革を機に、提供商品の魅力 やブランド、規模を活かし 積極的に強化	なし
オーストラリア	共同で積極的に強化	積極的に強化	協力して市場を開拓

(注) 戦略の網掛け部分は特に強化する分野。

(出所) メリル・リンチ

オーストラリアは、メリル・リンチが特に最近強化している国である。96年にはオーストラリアの有力証券ブローカー、マッキントッシュ証券（McIntosh Securities）を⁵、今年に入ってM&Aのアドバイザーであるセントーラス（Centaurus Corporate Finance）を買収した。今年の3月に行われた組織再編において、アジア・オーストラリア地域からオーストラリア・ニュージーランドを分離し、独立の地域部門としたことにも、オーストラリアを重視する姿勢がうかがわれる。

この他、年金市場の規模が大きいドイツ（世界7位）、カナダ（世界5位）、オランダ（世界4位）では、マーキュリーのブランドを利用して機関投資家向けの資産運用サービスを強化する方針である。イタリア、南アフリカ⁶、ラテン・アメリカ、アジアでは、メリル・リンチのブランドでアセット・マネジメントを強化する考えである。

メリル・リンチにとって、マーキュリーの買収は、欧州でのブローカレッジ業務や投資銀行業務の強化にもつながろう。同社は95年に英国の有力ブローカー、スミス・ニュー・コートを買収した後、イタリアやスペインでも大手の証券ブローカーを買収しており、「グローバル・ローカル戦略」を欧州においても推進している。投資銀行業務においては、アジアでは2年連続でベスト・インベストメント・バンクに選ばれたのに対し、欧州では、ライバルであるゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーにやや遅れた感もある（表5）。両業務において、欧州の有力アセット・マネジメント会社を傘下に収めることは、プラスに働こう。

表5 欧州発行体の国際株式引受ランキング

(10億ドル)

97.1H	96	95	金融機関名	件数	引受額
1	(1)	(7)	ゴールドマン・サックス	18	5.12
2	(9)	(4)	UBS	15	3.78
3	(5)	(11)	ABNアムロ	17	2.26
4	(7)	(2)	ドレスナーKB	9	2.16
5	(6)	(5)	CSFB	14	2.09
6	(3)	(6)	モルガン・スタンレー	12	2.01
7	(2)	(1)	SBC	12	1.49
8	(-)	(-)	カザノブ	4	1.24
9	(-)	(-)	パリバ	8	0.78
10	(8)	(8)	メリル・リンチ	6	0.61

(注) 件数、引受額は、97年上半期の実績。

(出所) World Equity

⁵ マッキントッシュ証券は、アジア・マネー誌が行ったオーストラリアのベスト・ブローカー・ランキングで、95年に4位、96年には9位だった（総合部門）。

⁶ メリル・リンチは、95年に南アフリカの有力証券会社スミス・ボークム・ヘア（Smith Borkum Hare）社の発行済み株式の51%を取得し、96年には、イタリアの証券会社カーネギー・イタリア（Carnegie Italia）を買収している。

4. 展望

マーキュリー・アセット・マネジメントの買収は、アセット・マネジメント業務の強化と、海外業務の強化による収益源の国際分散化というメリル・リンチの目的に、見事に合致したものである。今回の買収による人員の削減予定がないことも、このことを如実に示している。買収提示価格が31%のプレミアムを乗せていることに対しても、高すぎたという批判は少ないようである。

マーキュリーにとっても、今回の買収に不満はなかろう。買収提示価格のプレミアムが示す通り高い評価を得た上に、人員削減もなく、新会社の社長にはマーキュリーの経営陣が就任し、現在の運用体制が最大限に尊重される保証も得た。

ただ、今回の買収が、米国のアセット・マネジメント業界に大きな影響を与えるという見方は少ない。買収の結果得られる効果は、マーキュリーのファンドを組み込むことによるファンドの多様化くらいであるが、マーキュリーのファンドの数は決して多くないし、米国においてはブランド力も限られている。メリル・リンチの預かり資産も証券会社としては極めて大きく、決して見劣りするものではないが、独立系のミューチュアル・ファンドの牙城を崩すきっかけにはなりえまい。

むしろ注目されるのは、メリル・リンチの海外業務への影響である。特に、欧州市場において、メリル・リンチがどの程度勢力を伸ばすことができるのか、今後の展開が注目される。

(落合 大輔)