

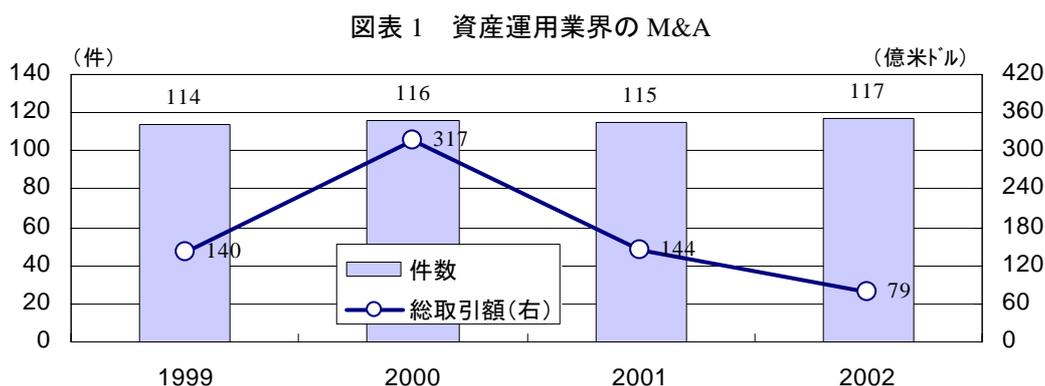
## 海外資産運用会社の M&A 動向

日本の資産運用業界においては主に大手金融機関間の合併や経営統合に随伴して、あるいは同一企業グループ内の事業組織の再編として、運用会社の統合が行われている。大半はコスト削減等のシナジー効果獲得を目的とするものとみられるが、逆にそれ以外の戦略を主眼として M&A という手段が本格的に行使された事例は未だ少ないものと思われる。

海外においても資産運用会社の M&A が引続き活発に行われているが、その内容は一様ではない。本稿は、資産運用事業の今後の方向性を探る手がかりの一つとして、最近の M&A 動向の分析を行い、これらによって与えられる示唆を論じるものである。

### 1. 依然活発な資産運用会社の M&A

世界の資産運用業界における M&A 活動は、金額からみると 2000 年をピークとして下降しており（図表 1）、図表 2 および 3 に示した 2000 年と 2002 年の案件からも個々の取引額が小さくなったことは一目瞭然であるが、しかし件数においてはここ数年 110 件強で横ばいとなっている。個々の企業や事業に対する価値評価の低下はみられるものの同業界における M&A の動きそのものは全体として M&A ブーム時の水準を維持しているといえる。



(注) 件数は買収側・被買収側の運用資産総額が 2 億米ドルを超えるものについて集計。

(出所) Pensions & Investments より野村総合研究所作成

図表 2 2000 年の大規模 M&A

(百万米ドル)

順位	売買対象	買収会社	出資比率	価格
1	ロバート・フレミング・ホールディングズ	チェース・マンハッタン	100%	\$6,841
2	サンフォード・C・バーンスタイン	アライアンス・キャピタル	100%	\$3,545
3	US トラスト	チャールズ・シュワブ	100%	\$2,735
4	MLC	ナショナル・オーストラリア銀行	100%	\$2,645
5	ユナイテッド・アセット・マネジメント	オールド・ミューチュアル	100%	\$2,377
6	ニコラス・アップルゲート	アリアンツ	100%	\$2,070
7	N ベスト	フランス預金供託公庫 (CDC)	100%	\$1,870
8	トライマーク・フィナンシャル	アンベスキップ	100%	\$1,818
9	ガートモア	ネーションワイド・フィナンシャル	100%	\$1,642
10	パーピチュアル	アンベスキップ	50%	\$1,526
11	パイオニア・グループ	ユニクレディト・イタリアーノ	100%	\$1,270
12	マルシコ・キャピタル	バンク・オブ・アメリカ	100%	\$950

(出所) Pensions & Investments より野村総合研究所作成

図表 3 2002 年の大規模 M&A

(百万米ドル)

順位	売買対象	買収会社	出資比率	価格
1	RMF インベストメント・グループ	マン・グループ	100%	\$833
2▲	スペクトラム・インベストメンツ クラリカ・ダイバーシコ	CI ミューチュアルファンズ	100%	\$560
3▲	BT フィナンシャル・グループ	ウェストパック銀行	100%	\$531
4△	RREEF	ドイツ銀行	100%	\$440
5	ガートモア・グローバル	ネーションワイド・ミューチュアル	100%	\$375
6▲	ロイヤル・アンド・サン・アライアンス・ インベストメンツ	フレンズ・アイボリー・アンド・ サイム	100%	\$350
7▲	スカンディア・アセットマネジメント	デン・ノルスケ銀行	100%	\$310
8▲	アルタミラ・インベストメント・サービスズ	カナダ・ナショナル銀行	100%	\$309
9▲	ドイチェ・アセットマネジメント (パッシブ運用部分)	ノーザン・トラスト・グローバル・ インベスターズ	100%	\$260
10△	ポストン・パートナーズ	ロベコ・グループ	60%	\$240
11△	イリディアン・アセットマネジメント	アイルランド銀行	61%	\$188
12▲	ロスチャイルド・オーストラリア	ウェストパック銀行	100%	\$175

(注) △は「欧州金融機関の米国進出」、▲は「特定市場内の再編」としてそれぞれ分類したものを表す。  
本稿第 3 章を参照。

(出所) Pensions & Investments より野村総合研究所作成

## 2. 大規模 M&A 案件にみる二種類の傾向

次に図表 2 および 3 に登場する個別企業名をみると、米国企業の大規模案件が減少した一方で、比較的内容の良好な欧州金融機関が買収側に回る事例が（特に 2002 年について）多いこと、およびカナダやオーストラリアなど特定の市場内で売買の完結するケースが目立つこと、という二種類の傾向が認められる。

欧州金融機関の米国企業買収が活発であること背景としては、規模において欧州のそれをはるかに上回る米国の資産運用市場（図表 4）に向けた誘引が作用すること、資産運用技術において遅れている欧州勢にとって米国企業の買収によるノウハウ獲得が魅力的に映ること、等が仮説として考えられる。近時は景気減速等に伴って経営を圧迫される欧州の金融機関が出てきており、そのようなところは逆に資産運用機能の売却に動きつつあるともいわれるが、比較的健全性の高い金融機関にとっては買収価格の下落が好機と捉えられるということも考えられよう。

図表 4 大規模年金基金の分布からみた世界の資産運用市場

(百万米ドル)

地域	資産額	構成比	基金数
米国	3,446,460	63.4%	175
大陸欧州 *1	543,884	10.0%	38
英国・アイルランド	429,419	7.9%	32
日本	427,573	7.9%	20
東アジア・東南アジア *2	271,406	5.0%	6
カナダ	191,286	3.5%	16
中南米 *3	53,407	1.0%	6
アフリカ *4	31,600	0.6%	3
中東 *5	20,254	0.4%	2
オーストラリア	19,189	0.4%	2
計	5,434,478	100%	300

(注) 世界 300 の大規模年金基金について地域別の分布をまとめたもの。

\*1 オランダ、スイス、スウェーデン、デンマーク、ドイツ、ノルウェー、イタリア、フィンランド。

\*2 台湾、韓国、シンガポール、マレーシア。

\*3 チリ、ブラジル、メキシコ。

\*4 南アフリカ、ボツワナ。

\*5 クウェート、イスラエル。

(出所) Pensions & Investments より野村総合研究所作成

もう一つの潮流である特定の市場で完結する M&A について、図表 3 に登場したのはカナダの投資信託、英国のアクティブ運用、およびオーストラリアのリテール資産運用等の各市場である。これらの市場は、いわば「似たものどうし」が大小ひしめいているマーケットであり、規模の利益を目指した M&A が行われ参加者数が徐々にではあるが減少するという傾向がみられる。また、1 件登場したパッシブ運用会社間の M&A も同様の潮流にあるものとして捉えることができる。

なお補足までに、米国企業による M&A が目立たない理由としては、全体として金融持ち株グループの業績下降の度合い（あったとしても）欧州勢のそれに比べて緩いため運用会社の売却を急ぐ理由に乏しいこと、業況の悪化したグループからの売り物については更なる値下がりを待てる可能性があること、といった指摘も聞かれ、米国勢の M&A がブームと共に去ったと考えるのは早計かもしれない。

### 3. 個別動向

この「欧州金融機関の米国進出」と「特定市場内の再編」の二つの類型に沿って、2002年の大規模案件を分類したのものには、図表3中にてそれぞれ「△」および「▲」の記号を付した。当分類によって12案件中10件が網羅される。そして以下、それぞれの分類について、運用会社の最も重要なはたらきといえる資産運用機能がM&Aに際してどのように取り扱われたかという視点を軸に、M&Aを行うに至った背景や戦略上の考え方、組織の再編等の実態を論じる。

なお、図表3の第1位はあまり例のない大規模ヘッジファンド業者どうしの合併であり、また第5位となったガートモア・グローバル社のM&Aは、従来同社の親会社であったネーションワイド・フィナンシャル社が、そのまた親会社である米国の保険会社ネーションワイド・ミューチュアル社に全株を譲渡したもので、従ってグループ内限りの再編といえる。これらはやや特殊なものと捉え、本稿の検討対象外とした。

#### 1) 欧州金融機関の米国進出

##### (1) ドイツ銀行

ドイツ銀行は、1997年のバンカーズ・トラスト買収、2001年のチューリヒ・スカダー買収などM&Aによって資産運用事業の拡大を図ってきた。2002年にも二つの大きな動きをみせており、その一つがRREEF社の買収である。

RREEF社は1975年に設立された米国の不動産ファンド運用業者である。元はプライベート・パートナーシップ形態であったが、1998年に当時世界第3位の不動産ファンド運用業者であったオランダのRoProperty Investment Management社に買収され、更に今回ドイツ銀行の傘下に入ることとなった。RREEF社の運用資産は2001年12月現在162億米ドルに上る。同社はまた、カリフォルニア州公務員退職年金基金(CalPERS)と不動産資産運用の合併会社CalWest Industrial Properties社を設立し、45億米ドルの資産を運用しているとされる。またグループ会社を通じて上場REITの資産運用も行っている。前述のCalPERSをはじめとする多数の<sup>1</sup>年金やその他の基金を顧客に持つことから、同社が運用会社として高い評価を得てきたことが推量できる。

今回の買収後、RREEF社はドイツ銀行グループの不動産投資部門の一ユニットとして機能する。ただし同グループの従来提供していた運用スタイルは主にオポチュニティスティックなどリスクの比較的高いものであり、RREEF社の得意とするコアやバリュー・アジッド(value-added)といった低・中リスクの商品とは性格が異なるため競合しないとドイツ銀行は説明している。ドイツ銀行側はまた、RREEF社の会社としての運営に人員を派遣

---

<sup>1</sup> 230以上といわれる。

しているが、大きな体制変更は予定していないと表明しており、また（内容は詳らかでないが）主要な役職員をつなぎ止めるための長期インセンティブ・プログラムも用意したといわれることから、基本的には引続き独立した運用がなされるものと受け止められている。

## （２）ロベコ・グループ

ロベコ・グループは、オランダの金融企業であるラボバンクのグループの一員である。ラボバンクとは、全土に 300 以上ありそれぞれ独自に経営されている地域協同金融機関の集まりで、これらを指導監督する中央機関としてラボバンク・ネーデルラントが置かれている。また傘下に投資銀行、保険、リース、貿易金融、プライベートバンキング、ベンチャーキャピタルそして資産運用の専門子会社を抱え、オランダ最大の総合金融サービス・プロバイダーとなっている。大手格付会社各社からトリプル A の格付けを取得している、数少ない民間金融機関でもある。

ロベコ・グループは、不動産投資を担う RoProperties 社（前出 RREEF 社の前の所有者でもある）と共に、オランダ最大の資産運用会社としてラボバンク等の営業網を通じてサービスを提供しているが、同社の拡大戦略の矛先は米国に向けられている。具体的には図表 5 に示すように、目立たないが優秀なトラック・レコードを持つ中小運用会社の買収を繰り返すことによって米国市場におけるプレゼンスの拡大を図っており、このような活動を通じて 2005～6 年に欧州の資産運用業界で上位 15 位に入ることをビジネス目標として掲げている。ロベコ・グループ自体はキャッシュや自己資本の豊富な会社ではないが、2001 年のハーバー・キャピタル・アドバイザーズ社買収資金約 5 億米ドルはラボバンクからの資本払込によって賄われており、ラボバンクの強固な財務基盤がこのような規模の拡大を可能としているといえる。

図表 5 ロベコ・グループによる米国運用会社の売買

（売買額 百万米ドル、運用資産額 億米ドル）

年	対象会社	売買の別	出資比率	売買額	主な商品	運用資産
1998	ワイス・ペック・アンド・グリーア	買収	100%	\$575	債券、グロース株式 ベンチャーキャピタル プライベートエクイティ ヘッジファンド	\$185
2001	ハーバー・キャピタル・アドバイザーズ	買収	100%	\$490	投資信託 (第三者の助言付き)	\$132
2002	セージ・キャピタル・マネジメント	買収	100%	N/A	ファンド・オブ・ヘッジファンズ	\$3
2002	ボストン・パートナーズ	買収	60%	\$240	バリューストック、債券	\$85
2001	スミス・グレアム	売却	40→0%	N/A	債券	\$21

（出所）各種資料より野村総合研究所作成

2002 年に行ったボストン・パートナーズ社への出資によって同社は米国において一揃い

の運用商品ラインアップを完成させたことになる。また、同社運用資産（約 950 億米ドル、2002 年 9 月現在）のおよそ 45%はオランダ本国の顧客のものであるが、米国顧客が 30%とこれに次ぐ位置を占めることとなった。

ドイツ銀行対 RREEF 社の事例と同様、ロベコ・グループの運用会社買収にも被買収会社の独立性維持という思想をうかがうことができる。すなわち、セールスとマーケティングは、ボストン・パートナーズ社買収に際して設立したロベコ USA 社に移管し統合運営するとされているが、その CEO にはワイス・ペック・アンド・グリーア社の CEO（メリルリンチ出身）が就任し、またセールスのヘッドはボストン・パートナーズ社から派遣される。更に、資産運用と顧客サービスのプロセスは従来どおりとし、日々の運営上の事項と共に各社の裁量に委ねられる模様である。

### （3）アイルランド銀行

アイルランド銀行は手数料収入比率の引上げと、本国以外でのニッチ・ビジネス拡大という戦略目標を持っており、従前より子会社バンク・オブ・アイルランド・アセットマネジメント社（BIAM 社）を通じて国際的に資産運用事業を行っている。2003 年 2 月現在、BIAM 社の運用資産総額は約 460 億米ドルであるが、このうち 190 億ドル、240 億ドルがそれぞれ米国、英国における預り資産とみられ、実質上は米英二国を中心とした企業と捉えられる。

BIAM 社の米国オペレーションは、米国の法人性非課税資産市場における外貨資産のアクティブ運用受託額で第 5 位の大手である<sup>2</sup>。しかし運用資産に占める米国株式の割合は 4%程度に過ぎない。一方、BIAM 社が今回買収したイリディアン・アセットマネジメント社（IAM 社）は、米国の中大型バリュー株投資を専門とする運用資産 113 億米ドルの運用会社であり、従って BIAM 社にとっては従来手薄であった米国株運用をグループとして充実させることができる。加えてアイルランド銀行は、同行のチャンネルを通じた IAM 社運用商品の販売を行える利点もあると表明している。

IAM 社は、元々米国の投資銀行 Arnhold & S. Bleichroeder 社の資産運用子会社にいた 2 名のファンドマネジャーが親会社から 1996 年にバイアウトして独立した企業である。特筆すべきは運用プロセスであり、6 名のアナリストが投資テーマの調査を行うが、銘柄選択は 2 名のファンドマネジャーだけが対等の決定権を持つ。これについて BIAM 社は、買収比率を 61%に止めたことで彼ら運用担当役職員のインセンティブ維持が可能となり、また買収後も従来の運用体制を維持すると発表している。IAM 社の売り物であるバリュー株運用の良好なトラック・レコードがごく少数のファンドマネジャーに依存しているとみられることからすれば当然の措置ともいえるが、残余 39%についても今後 5~6 年以内に条件付ながら追加買収の予定があるとされている。

---

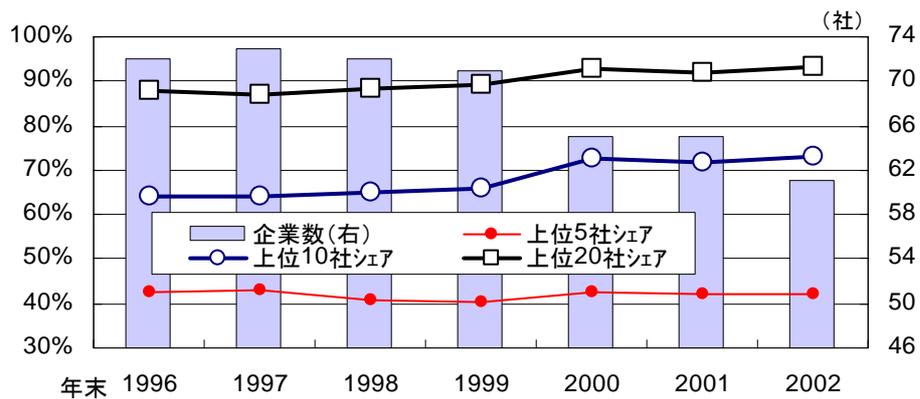
<sup>2</sup> Pensions & Investments による。

## 2) 特定市場内の再編

### (1) カナダの投資信託市場

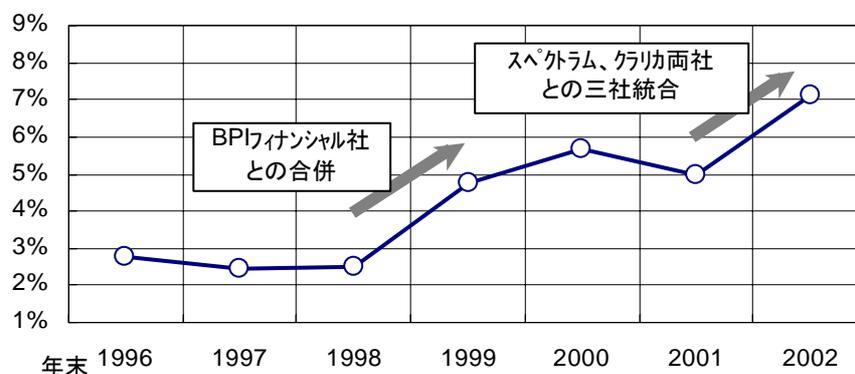
カナダの投資信託市場においては毎期数件の合併が発表されており、小規模企業を中心に市場参加者数が徐々に減少すると同時に、預り資産額からみた上位企業のシェアがここ数年増大しつつある（図表 6）。CI ミューチュアルファンズ社（CI 社）も、従来から合併による規模の拡大とシナジー効果獲得を追求してきた企業の一つである。図表 7 に示す通り、CI 社は 1999 年の BPI フィナンシャル社との合併や 2002 年のスペクトラム・インベストメント社およびクラリカ・ダイバーシコ社との三社統合を通じて大幅にシェアを引き上げた。なお補足すれば、2000 年にはマッケンジー・フィナンシャル社に対して敵対的買収を仕掛けたが失敗に終わった。このときマッケンジー社を買収したのは業界首位のインベスターズ・グループ社（2001 年）であるが、両社は現在も別個に運営されている（図表 8）。

図表 6 カナダの投資信託市場－企業数と上位企業のシェア



(出所) The Investment Funds Institute of Canada より野村総合研究所作成

図表 7 市場規模と CI ミューチュアルファンズ社のシェア



(出所) The Investment Funds Institute of Canada より野村総合研究所作成

図表 8 カナダ投資信託市場の上位企業

(百万カナダドル)

順位	社名	2002 年 12 月		2001 年 12 月		
		運用資産	シェア	順位	運用資産	シェア
1	インベスターズ・グループ	37,588	9.6%	1	41,644	9.8%
2	RBC ファンズ	34,153	8.7%	2	36,571	8.6%
3	AIM トライマーク・インベスターズ	33,896	8.7%	3	34,704	8.1%
4	マッケンジー・フィナンシャル	30,702	7.8%	4	33,280	7.8%
5	TD アセットマネジメント	28,847	7.4%	6	31,925	7.5%
7	CI ミューチュアルファンズ	27,813	7.1%	9	21,175	5.0%
	スペクトラム・インベストメンツ	N/A	N/A	16	6,993	1.6%
	クラリカ・ダイバーシコ	N/A	N/A	22	4,218	1.0%
	(3 社計)	27,813	7.1%	6*	32,387	7.6%
18	アルタミラ・インベストメント・サービスズ	4,014	1.0%	19	5,231	1.2%
計		391,345	100%	--	431,674	100%

(注) \*印は 3 社を単純合計した計数による仮定の順位を表す。

(出所) The Investment Funds Institute of Canada より野村総合研究所作成

本件の背景には生命保険業界の再編がある。すなわち、カナダの生命保険グループであるサンライフ・フィナンシャル・サービスズ・オブ・カナダ社が同じく生命保険会社クラリカ・ライフ・インシュアランス社を買収の上、子会社サンライフ・アシュアランス・オブ・カナダ社と合併させ、サンライフ社はこれによってカナダ最大の生命保険会社となった<sup>3</sup>。本件は、これに合わせてサンライフ、クラリカ両保険会社それぞれの運用子会社であるスペクトラム・インベストメンツ社とクラリカ・ダイバーシコ社を、従来独立系運用会社であった CI 社が合併したものである。両保険会社の単独運用事業も同時に CI 社に統合された。なおサンライフ社とクラリカ社は CI 社に対し二社合計で 30%の出資を行って CI 社の最大株主となり、併せて役員のパイプラインも行った。運用会社の統合は 7 月 25 日に完了した。

CI 社は、あらゆるアセットクラスや投資スタイルについて運用商品を提供すると同時に、効率的な組織を維持することすなわちローコスト・プロバイダーであることを目指しており、コスト削減を今回の合併における目標の一つとして掲げている。これに沿った形で同社は被合併会社のバックオフィスを 2002 年内に自社のものに統合したが、加えて CI 社はブランドや運用体制の一本化も急速に進めている。まず旧スペクトラムの名を付したファンドについては、8 月 26 日をもって 25 本が CI の名称に変更され、また 10 月には 21 本がファンド統合により消滅した。旧クラリカのファンドに関しては、クラリカ生命保険の代理店等を通じてのみではあるが引続き販売されることとなったためもあってか名称は存置されたが、42 本<sup>4</sup>のうち 14 本を CI 社の自社運用に切り替え、また 9 本について助言業者を CI 社の出資先である運用会社等を中心に変更した。CI 社は、名のあるファンドマネジャー

<sup>3</sup> 保険料収入等からみた順位。サンライフ発表による。

<sup>4</sup> すべてが外部運用会社の助言付きであり、自社運用は行っていなかった。

に出資を与え、それぞれ得意な運用スタイルを持つ子会社を作らせて自らのファンドの助言者とし、当該子会社の株式持分をファンドマネジャーに持たせると同時に、CI 社の投資信託と競合しない法人性資金の分野では個別の営業を許可するというやり方採っている。同社はこれによって長期にわたるパフォーマンスとインセンティブを確保できると従来から主張しており、今回の再編はこのモデルに沿いつつ運営コスト削減を狙ったものといえることができる<sup>5</sup>。

CI 社の投資信託運用については基本的にいわゆるスター・ファンドマネジャーの考え方が取られている様子であり、このことが運用体制の迅速な変更を容易にしたとも考えられる。運用体制は変わっても後任のスター・マネジャーが将来の運用に対する顧客の期待を高めるといふ見方をすると、組織としての運用の継続性を要求されることの多い法人性資金の場合とは事情が異なると思われるからである。

## (2) 英国のアクティブ運用市場

ロイヤル・アンド・サン・アライアンス社は英国の老舗保険会社であり、一般保険<sup>6</sup>および長期保険<sup>7</sup>に関する 2001 年の純保険料収入においてそれぞれ英国市場第 2 位・第 18 位となっている<sup>8</sup>。業績の悪化に見舞われる中で事業戦略を再検討した結果、英国の長期保険事業に関する新規契約の募集停止やオーストラリアおよびニュージーランドにおける事業の IPO 等の施策と並んで、傘下の資産運用会社ロイヤル・アンド・サン・アライアンス・インベストメンツ社 (RSAI 社) を、同じ英国の運用会社であるフレンズ・アイボリー・アンド・サイム社 (FIS 社) に 3.5 億米ドルで売却した。2 社統合後の運用資産残高は 2002 年 12 月末現在で従来の約 2 倍の 601 億英ポンドとなり、英国のアクティブ運用市場で 10 位前後の順位を得たとされている。

FIS 社の親会社は同じく英国の保険会社フレンズ・プロビデント社であり、長期保険の 2001 年純保険料収入で第 14 位となっている<sup>9</sup>。フレンズ・プロビデント社は生命保険や年金と並んで資産運用を自身のコア業務の一つに位置付け、自身のアセットマネジメント・ユニットを大規模運用会社として今後 5 年間で英国の上位 5 社に食い込ませることを目標としており、今回の買収はその一過程に過ぎないこと、また更なる M&A も検討する用意があることを表明している。但し他方で FIS 社は、収入ベースで全社の 5%にも満たない海外業務を縮小しており、実際に米国や極東の現地オペレーションをすべて閉鎖するなど、狙いはあくまで英国の国内市場に置かれている。

FIS 社は RSAI 社を買収の後、社名を ISIS アセットマネジメント (ISIS 社) と変更し、カ

<sup>5</sup> 逆に、旧クラリカ・ダイバーシコ社と関係の深かった運用会社や、マッケンジー社等の競合投資信託業者は助言マンデートから外れている。

<sup>6</sup> 自動車保険や家財保険等を指す。

<sup>7</sup> 生命保険や年金等を指す。

<sup>8</sup> Association of British Insurers による。

<sup>9</sup> Association of British Insurers による。

ナダの例と同様、商品や業務の統合を急速に推し進めている。まず、個人向け投資信託を 30 程度まで整理統合し、名称も ISIS に統一した。また、旧 RSAI 社の法人向け合同運用ファンドは新規顧客受入れを停止し、ニュービジネスは旧 FIS 社のファンドで行っている。加えて人員削減の一環として二つの運用チームを一つに統合し、「両方から最も良いものを選ぶ (best from both)」との考え方により運用意思決定プロセスにも見直しを加えている。なお、運用成績に関しては図表 9 の通り旧 RSAI 社のほうが良好であったといわれ、これを反映してか合併後の運用最高責任者 (CIO) には旧 RSAI 社の人物が充てられた。同様にシステム統合も行っており、結果として、全体の人員数は 2001 年末の 755 名 (2 社合算) から 2002 年末には 559 名まで約 4 分の 3 に削減された。

図表 9 RSAI 社と FIS 社の主なファンド・パフォーマンス (2002 年 12 月現在)

ファンド	会社	規模 (£mil)	パフォーマンス (年率 %)			
			1 年	3 年	5 年	10 年
英国株式	旧 RSAI	941.8	-26.6	-17.4	-3.3	+6.1
	旧 FIS	407.3	-25.5	-17.9	-4.0	+5.6
	ベンチマーク (FTSE-All)	--	-22.7	-14.2	-2.3	+6.8
バランス型	旧 RSAI	311.5	-21.1	-13.4	-1.5	+6.3
	旧 FIS	600.3	-21.6	-14.7	-2.0	N/A
	ベンチマーク (CAPS pooled balance, median)	--	-18.1	-11.2	-0.7	+6.2

(出所) ISIS Asset Management 社より野村総合研究所作成

ISIS 社の運用資産の多くは母体である生命保険会社 2 社の保険・年金関連資産について運用委託を受けたものである<sup>10</sup>ため、その他の法人・個人顧客の占めるウェイトは大きくはないが、図表 10 に示す通り、法人顧客に関しては本件合併によって預り資産の流出も生じており、2002 年にはネットで 22 億英ポンドのマイナスとなった。このうち 10 億はロイヤル・アンド・サン・アライアンス生命保険会社の年金基金がマネジャー・ストラクチャーを変更したことによるものと説明されているが、合併に伴い運用の今後に顧客の不透明感が生じたことの影響があったことも (少額であると断ってはいるが) ISIS 社は認めている。

図表 10 ISIS 社の運用資産流出入状況 (2002 年)

				(百万英ポンド)
マーケット	流入	流出	ネット	期末運用資産残高
生命保険、年金	N/A	N/A	-1,864	52,600
法人	124	2,360	-2,236	7,500
個人	244	204	+40	
プライベート・エクイティ	145	17	+128	
合計	N/A	N/A	-3,932	60,100

(出所) Annual report and accounts, 31 December 2002, ISIS Asset Management plc

<sup>10</sup> ロイヤル・アンド・サン・アライアンス生命保険は本件再編に際して ISIS 社と期間 10 年のパフォーマンス条項付き投資顧問契約を締結し、保険資産の運用を委託したとされる。

英国には歴史の長い資産運用会社があるものの、外国資本の傘下に組み入れられたところも多く、2000年の時点で外資系会社の英国市場における占有率は運用資産ベースで66%、被雇用者数ベースで60%となっている<sup>11</sup>。その理由としては、資本市場の規制緩和が推進された結果、投資余力のあったドイツ系や経営上の意思決定の速度に勝る米国勢が多額の資本投下を要する大規模資産運用業者としての地位を押さえてしまったこと等が考えられる。外資系のグローバル運用会社を相手に ISIS 社がどのようにして競争を挑んでゆくのか、今後の動向に注目致したい。

#### 4. 日本の資産運用産業への示唆

ここで日本の資産運用市場における M&A を振り返ると、図表 11 に示す通り、多くは同一業界内で類似の性質を有した運用会社どうしの統合であるといえる。限定された運用戦略に専門化した運用会社が米国に比べて少ないといった実情からすれば、この流れはパッシブ運用を含めて少なくとも当面継続するものと推測される。また長期的にも、今回採り上げた事例において欧州金融機関が購入したような特化型運用機能の育成を日本企業が自社内で行おうとするとすれば、この傾向は不変かもしれない。しかし仮に、この種の運用能力強化について日本が欧州勢と類似の道をたどるとすれば、M&A の形態も徐々に専門運用会社（国内外を問わず）が大手資本に買収される形へと変化してゆく可能性がある。

図表 11 日本における運用会社の統合（最近の主な事例）

年月	概要
96/7	ダイヤモンド投資顧問と東銀投資顧問が合併し、東京三菱投資顧問（現 東京三菱投信投資顧問）が発足
97/10	野村証券投資信託委託と野村投資顧問が合併し、野村アセットマネジメントが発足
98/7	ニッセイ投資顧問とニッセイ投信が合併し、ニッセイアセットマネジメントが発足
99/4	大和投資顧問、住銀投資顧問、エス・ビー・アイ・エム投信の三社が合併し、大和住銀投信投資顧問が発足 日興証券投資信託委託と日興国際投資顧問が合併し、日興アセットマネジメントが発足
99/10	第一ライフ投信投資顧問、興銀エヌダブリュ・アセットマネジメント、日本興業投信の三社が合併し、興銀第一ライフ・アセットマネジメントが発足
00/5	日本生命の運用組織の一部を分社化し、ニッセイアセットマネジメントに統合
00/7	明治ドレスナー・アセットマネジメントと明治ドレスナー投信が合併
01/4	東海投信投資顧問と東洋信アセットマネジメントの投資信託部門がユニバーサル投信と合併し、UFJ パートナーズ投信が発足 三和アセットマネジメント、東海投信投資顧問、東洋信アセットマネジメントの三社が合併し、UFJ アセットマネジメントが発足
02/12	三井住友グローバルアセットマネジメント、住友ライフ・インベストメント、スミセイグローバル投信、三井住友海上アセットマネジメント、さくら投信投資顧問の五社が合併し、三井住友アセットマネジメントが発足

（出所）野村総合研究所

さて、特化型運用商品は、コアパッシブ・サテライトアクティブといったマネジャー・ストラクチャーの広まりにもみられるように、日本においても徐々に普及しつつあるとい

<sup>11</sup> Fund Management Survey 2000, Fund Managers' Association による。

える。特化型運用の発達したステージにおける運用会社の姿について、今回調査した事例から確認することのできる示唆を、本稿の締め括りとして述べることに致したい。

まず、パフォーマンスに対する顧客の支持の厚い運用体制であればあるほど、M&Aに際しての効率性の向上と顧客期待の維持という二つの命題は二律背反性を強く帯びるようになると思われる。欧州金融機関が得べかりし効率性を犠牲にしてまで被買収会社の運用体制に手を加えようとしない理由の少なくとも一つは、運用の継続性を求める法人顧客やその意思決定に影響を及ぼす運用評価コンサルタントに配慮するためであると考えるのは合理的な推測であろう。また、英国の事例も顧客の懸念が契約の流出につながることを示している。但し留保すれば、当事者たる運用会社の活動するマーケットによってM&Aの類型は異なり得る。例えば、カナダの投資信託業界のケースにおいて行われた急速な運用体制の統合は、個人顧客の資産運用サービスに対する認識が法人顧客とは異なっていたために可能となったともいえるからである。

次に、運用会社は、欧州金融機関の事例におけると同様、複数の特化型運用機能を（M&Aあるいは自社育成という形を問わず）自己の資本傘下に抱えようとすると思われる。大きな運用会社がプロダクトレンジを拡大することについては、あらゆる商品を一社で提供することに販売政策上のメリットがあるという説明がなされることが多いが、加えて大規模資本にとっての事業リスクの分散という側面もあると考えられる。近年、特化型運用の発展に伴って商品毎の運用戦略の分化や明確化が進んだ反面、個々の運用商品が相場の動向から受けるパフォーマンス上、および営業上のリスクは大きくなってしまったといえる。逆にいえば、特定の相場リスクによって経営を左右されることを望まない大手資本にとっては、傘下に複数の特化型運用機能を揃える動機が生じるであろうということである。

いま一つ指摘に値すると思われるのは、被買収企業に対するインセンティブの付与である。例えば、イリディアン・アセットマネジメント社やボストン・パートナーズ社、あるいは今回M&Aの直接の当事者ではないがCI ミューチュアルファンズ社の運用子会社の主要役員に与えられた株式持分は、運用会社としての業績に連動した長期報酬にほかならない。欧米においては、CIO ないしファンドマネジャーやリサーチのヘッドなど運用に携わる主要な役員について長期報酬制度を月例給与や年度賞与と併用するケースがよくみられる。ストックオプションがその代表例といえよう。これらの役員が短い間に流出しないよう長期間をもって測定・支給されるインセンティブによってつなぎ止めることは、トラック・レコードや顧客の期待を維持し（買収企業にとっては）投下資本の回収を行うために重要な意味を持つ。運用担当者の専門化が進行し、稀少なプロフェッショナル人材の確保が事業としての成否を左右するといった状態に立ち至ったときには、彼らに対する長期インセンティブの付与についても検討の必要が生じるものと思われる。

（胡田 聡司）