

## シティグループ、資産運用部門の売却を発表

沼田 優子

### 要約

1. 2005年6月24日、米国最大の金融コングロマリットのシティグループは、資産運用部門であるシティグループ・アセット・マネジメントの大半を、地方証券会社のレッグ・メイソン社に37億ドルで売却すると発表した。シティグループは代わりに、レッグ・メイソン社の証券部門等を受け入れる。
2. シティグループは、2005年1月の生保部門売却に続き、「商品製造部門」にあたる資産運用部門を売却して、製販分離を一層進める。また同社はレッグ・メイソン社のリテール証券部門を得て、販売部門を強化する。
3. レッグ・メイソン社は、シティグループの資産運用部門買収とほぼ同時に、ファンド・オブ・ヘッジファンド会社大手のパマール（運用資産200億ドル）も買収する。これら2つの取引により、レッグ・メイソン社は運用資産8,320億ドルの運用専業会社として生まれ変わる。
4. メリル・リンチも昨年、レッグ・メイソン社への資産運用部門の売却を検討した、と報道された。今後は、シティグループに追随する金融機関が登場するのかが、注目されていこう。

### I. 概要

2005年6月24日、米国最大の金融コングロマリットのシティグループは、資産運用部門であるシティグループ・アセット・マネジメント<sup>1</sup>の大半（運用資産4,370億ドル）を、地方証券会社のレッグ・メイソン社に37億ドルで売却すると発表した<sup>2</sup>。シティグループがその対価として受け取るのは、①レッグ・メイソン社のリテール及びホールセール証券部門（16.5億ドル）、②同じくレッグ・メイソン社の普通株及び転換優先株15億ドル、③シティグループの企業金融部門からレッグ・メイソン社に貸し付けた5.5億ドルの5年ローン、である。

また両社は、3年間の相互提携契約を結んだ。すなわち、系列の多様なチャンネルに商品を提供してきたシティグループの資産運用部門は、新レッグ・メイソン社に移っても、この関係を当面維持する。加えて今後は、旧レッグ・メイソン社の商品も、これらのチャンネルで販売する。シティグループ傘下のチャンネルとは、スミス・バーニーの証券営業マン13,500人、シティグループ・プライベート・バンクのプライベート・バンカー470人、シティバンク2,000支店超、保険や投資信託を販売するプライメリカの営業担当者10万人以上、確定拠出年金業者シティストリートの営業担当者400人以上、と多岐にわたっている。

## II. シティグループの目的

シティグループは、2005年1月の生保部門売却に続き<sup>3</sup>、今回も「商品製造部門」にあたる資産運用部門を売却して、製販分離を一層推進する。その理由として同社は、①資産運用部門は、専業会社となった方が高成長を期待できること、②シティグループは、資産運用部門に割り当てていた資本を、より収益性の高い業務に活用できること、③自社商品を持たない方が、利益相反の可能性を排除できること、を挙げた。

買収発表会見では、「一般に運用業務の収益性・成長性は高いのではないか」との質問もあった。しかし、同社のプリンス最高経営責任者（CEO）は、「率直に言って、同部門の運用成績は、満足のいく水準ではなかった」とコメントし、同社には、資産運用業界のリーダーを目指すよりも、より効率的な資本配分の選択肢があることを強調した。

また利益相反に関しては、米国で近年、投資信託販売のあり方が問われたこと<sup>4</sup>が背景にあったと推測された。この点に関して同CEOは、「シティグループだけの問題ではなく、時間がたてば、（我々の行動は）証券業界でも理解されるであろう」と述べた<sup>5</sup>。もっとも、同社は既に、他社投資信託も積極的に受け入れる「オープン・アーキテクチャ」を進めており、例えば自社投資信託の比率は、スミス・バーニーで32%、シティバンクで41%となっていた<sup>6</sup>。

「投資信託の利益相反の可能性を懸念したのであれば、年金等の機関投資家向け運用部門はシティグループに残す選択肢もあったのではないか」との質問もあった。これに対してシティグループは、「機関投資家向け運用の利益率は低い。また債券資産の多くはMMFであるため、規模を確保しなければならない<sup>7</sup>」と答えた。

一方、シティグループにとって、レッグ・メイソン社のリテール証券部門は、販売部門を短期間で強化する上で、魅力的だったようである。1,354人（預かり資産合計920億ドル、米国東部に127支店）の営業マンの成績は、営業マン一人当たりの預かり資産6,900万ドル、同営業収入54.6万ドルと、スミス・バーニーの営業マン（同8,000万ドル、58.7万ドル）と大差ない。近年、証券各社が拡大しようとしている残高手数料収入の比率（対営業収入合計）も53%と、スミス・バーニーの55%にほぼ匹敵する。

なお、今回の取引が、シティグループの業績に与える影響は軽微であると見られている。売却する資産運用部門の税引き後利益は2.41億ドル（2004年）と、同社の税引き後利益203億ドルの1.2%に過ぎないからである。

## III. レッグ・メイソン社の目的

### 1. レッグ・メイソン社の概要

レッグ・メイソン社は、1962年創業のメーソン社（現会長兼最高経営責任者のメーソン氏が創業）と、1899年創業のレッグ社が、1970年に合併して誕生した地方証券会社である。

同社は80年代後半以降、買収を重ねて運用部門を強化してきた（図表1）。とりわけ過去10年の資産運用部門の成長は目覚ましく、その残高は95年の250億ドルから2005年の3,760億ドルへと拡大した。

もちろん、これらの運用会社の成績も、資産拡大を牽引した。例えばウェスタン・アセット・コア・ボンドを運用するリーチ氏は2004年のモーニング・スター社の最優秀債券ファンド・マネージャーに選ばれた。

こうして資産運用部門が拡大するのに伴い、同社の収入構成比も大きく変化した。90年は証券ブローカレッジ収入が54%、資産運

図表1 レッグ・メイソン社の資産運用会社

(億ドル)				
レッグ・メイソン	投資スタイル	創業	買収された年	運用資産
レッグ・メイソン				3,760
ウェスタン・アセット プライベート・キャピタル・マネジメント	大手債券運用会社 バリュース株の運用会社。イン デックスのアウトパフォーマンスで はなく、顧客の資産を5年で倍 増すること(年率平均15%成 長)を目標に掲げる。	1971年 1986年	1986年 2001年	1,978 319
ロイス・アソシエーツ	小型バリュース株の運用会社、 ロイス・ファンド・ユニバース (投資信託)がある。	1972年	2001年	227
ブランデーワイン・アセット・マネジメント	計量モデルを駆使したグロー バル・ミクロのヘッジファンド・ マネージャー	1979年	1998年	185
バッテリー・マーチ・ファイナンシャル・マネジメント	計量モデルのパイオニア、グ ローバル株式運用会社	1969年	1995年	138
レッグ・メイソン・キャピタル・マネジメント	レッグ・メイソン社が自ら立ち 上げた株式運用会社	1982年	—	141

(出所) Pension & Investments, May 30, 2005 等より野村資本市場研究所作成

用収入が 21%を占めていたが、2005 年には前者が 22%、後者が 69%と逆転していた。

現在のレッグ・メイソン社の資産運用部門は、債券運用大手のウェスタン・アセットと、それぞれ特色のある複数の株式運用会社からなる。同社は、①特定の投資スタイルにおけるリーダー格、②同社の運用部門との重複が少ない、③成長を望み、その余力がある、④同社が不得意な市場や販売チャネルに強い、⑤買収された後も経営を続ける意志のあるトップがいる、といった条件の運用会社を買収対象としており、基本的には買収後も、その独立性が維持されている。

なおレッグ・メイソン社全体としては、機関投資家向け運用に強く、その資産比率は 66%である。しかしその一方で、レッグ・メイソン・ブランドの投資信託も 22 本提供しており、中核となる株式投資信託はレッグ・メイソン・キャピタルが、債券投資信託はウェスタン・アセットが運用している。

## 2. 大手運用会社として生まれ変わるレッグ・メイソン社

レッグ・メイソン社は、シティグループの資産運用部門買収とほぼ軌を一にして、ファ

ンド・オブ・ヘッジファンド会社大手のパマール（運用資産 200 億ドル）も買収する。これら 2 つの取引により、レッグ・メイソン社は運用専業会社として生まれ変わり、その資産は現在の倍以上の 8,320 億ドルに達する。運用会社、投資信託会社として米国第 5 位、債券運用会社としては米国 PIMCO を抜き、世界トップとなるのである（図表 2）。

またレッグ・メイソン社は、資産運用会社としての顧客基盤も拡大する。シティグループの運用部門を傘下に治めることにより、投資信託を購入する米国内外のリテール顧客や、一任で運用を行う SMA (Separately Managed Account) を活用する富裕層の資産比率が増える。また中央銀行や保険会社等、従来のレッグ・メイソン社の主要顧客層とは異なる機関投資家層も増える。加えてパマールの買収により、大半は米国外にいる同社の顧客も取り込む。

買収後も、パマールは従来通りの経営を維持し、シティグループの株式運用部門も独立した子会社となる予定である。ただし、シティグループの債券部門を中心とするそれ以外の部門は、ウェスタン・アセットと統合する。これにより、新レッグ・メイソン社の年間コ

スト削減額は、8,000 万～1.15 億ドルになる模様である。

#### IV. 終わりに

株式市場は、資産運用専業会社として、大きな飛躍を遂げようとしているレグ・メイソン社を高く評価した。同社の株価は買収発表日に 15% 上昇し、過去最高を記録した（図表 3）。これに対してシティグループの株価は、今回の取引が、業績に殆ど影響を与えないこともあり、ほぼ無反応であった。

90 年代、多くの米国大手金融機関は、資産運用業を成長ビジネスと捉え、独立系の運用会社を相次ぎ買収した。しかし近年は、証

券と資産運用業務は、その特性が異なり過ぎるため、一体化経営は必ずしも上手くいかないとの意見もある。メリル・リンチも昨年、レグ・メイソン社への資産運用部門の売却を、検討したと報道された<sup>8</sup>。今後は、シティグループに追随する金融機関が登場するのかが、注目されていこう。

図表 2 米国運用会社ランキング

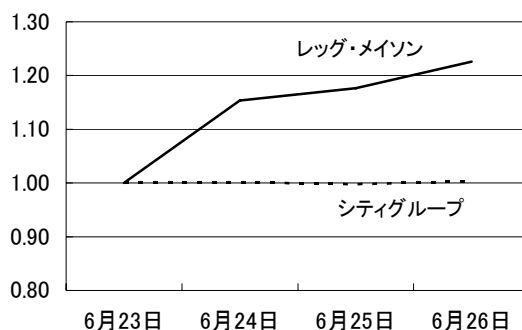
(億ドル)			
1	バークレーズ	銀行系	13,620
2	ステート・ストリート	銀行系	13,530
3	フィデリティ	独立系(投資信託)	12,860
4	バンガード	独立系(投資信託)	8,480
5	新レグ・メイソン	独立系	8,320
5	JPモルガン	銀行系	7,860
6	ドイツェ	銀行系	7,310
7	メロン	銀行系	7,070
8	キャピタル・リサーチ	独立系(投資信託)	7,040
9	ノーザン・トラスト	プライベート・バンク	5,720
10	モルガン・スタンレー	証券系	5,630
14	シティグループ	金融コングロマリット	5,140
21	レグ・メイソン	証券系	3,760
	パマール	ヘッジファンド・オブ・ファンズ	190

米国投資信託残高ランキング

(億ドル)			
1	フィデリティ	独立系	8,510
2	バンガード	独立系	8,130
3	キャピタル・リサーチ	独立系	6,630
4	フランクリン・テンブルトン	独立系(公開)	2,370
5	新レグ・メイソン	独立系(公開)	2,060
5	PIMCO	保険系	1,900
6	JPモルガン	銀行系	1,890
7	メリル・リンチ	証券系	1,660
8	フェデレーテッド	独立系(公開)	1,470
9	Tロー・プライス	独立系(公開)	1,470
10	シティグループ	金融コングロマリット	1,440
33	レグ・メイソン	証券系	620

(出所) Legg Mason, "Business Swap With Citigroup and Acquisition of Permal." Investor Presentation, June 24, 2005

図表 3 シティグループとレグ・メイソンの株価推移



(注) 2005 年 6 月 23 日の株価を 1 とした。

(出所) www.yahoo.com

<sup>1</sup> シティグループ・アセット・マネジメンツのサービスは、ソロモン・ブラザーズ・アセット・マネジメンツ、スミス・バーニー・アセット・マネジメンツ（シティグループ・グローバル・マーケットの一部門）、シティバンク・グローバル・アセット・マネジメンツ（シティバンクの一部隊）等が提供している。ただし近年はシティグループ・アセット・マネジメンツのブランドで、一体化した営業を行っており、各社の資産内訳等は公表していない。

<sup>2</sup> メキシコや南米等の事業の一部は除く。

<sup>3</sup> 沼田優子「米国金融コングロマリットの資本再配分の動き」『資本市場クォーターリー』2005年春号

<sup>4</sup> 2003年、モルガン・スタンレーが特別な報酬を営業マンに与え、自社投資信託の販売を奨励したとして制裁金の支払いを命じられたこと等を機に、投資信託販売のあり方が問題となった。

<sup>5</sup> 加えてシティグループは昨年、日本でプライベート・バンキング業務からの撤退を、また2005年6月には英国で、国債取引に関して、制裁金の支払いを命じられた。

<sup>6</sup> 沼田優子「米国銀行による証券ブローカレッジ業務の現状」『CLIENT FOCUS REPORT』No. 04-06

<sup>7</sup> 2004年7月号の *Institutional Investor* 誌によれば、シティグループ・アセット・マネジメンツの運用資産 5,214 億ドル（当時）の内、株式が 1,613 億ドル、債券 1,841 億ドル、キャッシュが 1,230 億ドルであった。

<sup>8</sup> Ian McDonald, Mitchell Pacelle, and Tom Lauricella, “Citigroup Sells Its Asset Management; Will Others Follow?” *Wall Street Journal*, June 27, 2005