

アクティブ運用の苦境と資産運用業界再編の可能性 —英ヘンダーソンと米ジャナス合併の事例—

神山 哲也、岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 英国ヘンダーソン・グループと米国ジャナス・キャピタル・グループは 2016 年 10 月 3 日、対等合併を発表した。両社とも株式のアクティブ運用を主力とする上場運用会社であるが、ヘンダーソンは不動産ファンドの運用でも知られる。ジャナスはピムコからビル・グロス氏を招聘し、近年注目されたものの、期待されたほどの資金を獲得できていない。
2. 新会社はロンドンに本社を置くジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ Plc となる。ジャナス株式 1 株に対して、ヘンダーソン株式 4.719 株が割り当てられる。合併の狙いとしては、コスト削減と販売網の拡大が挙げられる。
3. 合併の背景には、アクティブ運用からインデックス運用及び ETF への資金シフトがある。例えば米国では、2007 年以降の累積純資金流出入額を見ると、米国株アクティブ運用ファンドで約 8,350 億ドルの純資金流出であった一方、インデックス運用及び ETF では約 1 兆 1,550 億ドルの純資金流入があった。
4. さらに、規制面の要因もあると見られる。2017 年 4 月から適用が始まる米国労働省のフィデューシャリー・デューティー規則では、投資アドバイスの報酬が「合理的」であることが求められるが、本規則を受け、ETF の活用が一層増加すると見られている。また、欧州連合のリサーチ・アンバンドリング規制は、資産運用会社が外部リサーチを利用する際の負担増に繋がるものであり、合併等による規模の追求を促進するものと考えられる。
5. 今後も、規制強化の影響とインデックス運用及び ETF の隆盛が続くとみられる中、ジャナスとヘンダーソンのように、アクティブ運用を主力とする欧米の資産運用会社を巡る再編は続くものと考えられる。

I はじめに

英国のヘンダーソン・グループ（ヘンダーソン）と米国のジャナス・キャピタル・グループ（ジャナス）は 2016 年 10 月 3 日、対等合併で合意したことを発表した。今後、両社の株主承認・当局承認を経て、2017 年第 2 四半期の統合手続き完了を予定している。合併後の本社所在地はロンドンとなり、新会社名はジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ Plc となる。

本件合併は、激変する資産運用業界を取り巻く近年の環境変化を受けたものである。プロダクト面における潮流としては、インデックス運用及び ETF の台頭と、アクティブ運用の人気低下が顕著である。例えば米国では、2016 年 1 月末から 9 月末の間に、アクティブ運用ファンドから約 2,000 億ドル（過去最高額）の資金が流出している。

規制環境でもアクティブ運用には逆風が吹いている。米国では労働省が 2016 年 4 月、フィデューシャリー・デューティー（FD）規則¹を最終化しており、更なるインデックス運用及び ETF 人気の高まり、アクティブ運用主体の資産運用会社の苦戦が予想されている。欧州でも、第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）のリサーチ・アンバンドリング規制により、資産運用会社による外部リサーチの利用が制約される方向であり、アクティブ運用へのインプット量の減少・コストの上昇が懸念されている²。

本稿では、ジャナス及びヘンダーソンの合併の詳細、当該合併を促した資産運用業界のプロダクトのトレンドや規制改革について整理を図る。

II ヘンダーソンとジャナスの概要

1. 株式アクティブ運用及び不動産に強みを有するヘンダーソン

ヘンダーソンは、ヘンダーソン男爵家の資産管理会社として 1934 年に設立された（図表 1）³。1983 年にロンドン証券取引所に上場しており、欧州における独立系の上場運用会社としては、運用資産残高でアムンディ・アセット・マネジメント、シュローダー・インベストメント・マネジメント、アバディーン・アセット・マネジメントに次ぐ規模を有する。1998 年には、オーストラリアの AMP に買収され、後に AMP アセットマネジメントに併合されたが、2003 年に HHG グループとして分離、2005 年に AMP が残余持分 15% を売却した。こうした経緯から、同社は現在もロンドン証券取引所・オーストラリア証券取引所に重複上場している。

¹ FD 規則については、野村亜紀子「米国 DC 投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号ウェブサイト版論文参照。

² Mifid II については、神山哲也「第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号、アンバンドリングについては、同「欧州委員会によるコミッションのアンバンドリング規制」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号参照。

³ 現在でもヘンダーソン一家の資産を運用している。なお、最初に開設された海外拠点は日本で、1986 年であった。

図表 1 ヘンダーソンとジャナスの会社概要

ヘンダーソン		ジャナス
1934年	設立	1969年
英国ロンドン	本社所在地	米国デンバー
1,016 運用専門職257人、販売専門職275人	人員	1,279人 運用専門職189人
19	拠点数	20
920億ポンド	運用資産残高	1,906億ドル
30.6億ポンド	時価総額	27.6億ドル
主力の株式運用に加え、 不動産を中心としたオルタナティブ	運用手法	株式運用 (ファンダメンタル+クオンツ)
ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ ガートモア ニュースター	主要な傘下 運用会社	ジャナス・キャピタル・マネジメント INTECH パーキンス

- (注) 1. ヘンダーソンは2015年末、ジャナスは2016年6月末。
 2. ジャナスの運用資産残高は2015年中平均値。ベロシティシェアーズは含まない。
 3. 両社の時価総額は合併発表日の2016年10月3日時点。

(出所) 両社ウェブサイト、アニュアルレポート等より野村資本市場研究所作成

ヘンダーソンは近年、積極的な M&A 戦略を採っている。2009年4月には英ニュースター・アセットマネジメントを⁴、2011年4月には英上場運用会社のガートモア・グループを買収した。ガートモアは絶対リターン追求型ファンドの運用で定評があったものの、スター・ファンドマネージャーの退職により資産流出に喘いでいた。後述するが、スター・ファンドマネージャーで苦慮している資産運用会社を M&A のターゲットとする点において、今般のジャナスとのディールは、ガートモア買収と相通ずるものがあると言えよう。

プロダクト・運用戦略では、運用資産残高の62.5%を株式が占めており、エクイティ・ハウスと位置づけられる。一部のエンハンスド・インデックス運用を除くと、大部分がアクティブ運用である。また、ファンドの運用戦略分類は、運用資産残高の20.4%が欧州株式、28.2%がグローバル株式となっている。もう一つの特徴として、オルタナティブ運用における強みが挙げられる。ガートモアの絶対リターン追求型ファンドに加え、特に運用資産残高の10.2%を占める不動産の運用が目立っており、例えば、42億ポンド(2015年末時点)の運用資産残高を有する Henderson UK Property OEIC は、英国のリテール向け商業用不動産ファンドでは第2位の規模であり、ヘンダーソンが運用するファンドでは最大のものとなっている⁵。なお、顧客層は運用資産残高ベースで64.9%がリテール、35.1%が機関投資家となっている。

⁴ ニュースターのブランドは、現在は使用されていない。

⁵ 英国のリテール向け商業用不動産ファンドでは、2016年6月23日のEU離脱に係る国民投票の結果を受けて、資金が大量流出した。それらはオープンエンドの投資会社(OEIC)形態であったため、保有現金を上回る解約請求に不動産の売却で対応する必要があり、結果、多数のファンドが解約停止に追い込まれた。ヘンダーソンのファンドもその一つであったが、本稿執筆時点では解約受付を再開している。

2. 債券王ビル・グロス氏を擁するジャナス

ジャナスは、ファンド・マネージャーのトーマス・ベイリー氏が 1969 年にコロラド州デンバーに設立した運用会社である（前掲図表 1）⁶。1984 年には、鉄道会社グループのカンザス・シティ・サザン・インダストリーズによる事業分散化の一環で買収され、その後、同グループの金融持株会社スティルウェル・ファイナンシャルの傘下に入った。2003 年には、カンザス・シティ・サザン・インダストリーズの本業回帰を受け、スティルウェル・ファイナンシャルはスピンオフされ、傘下のジャナス・キャピタル・マネジメントと合併し、ジャナス・キャピタル・グループとしてニューヨーク証券取引所に上場した。

ジャナスは、株式運用が運用資産残高の 78.6%を占めており、ヘンダーソン同様、アクティブ運用のエクイティ・ハウスである。株式運用資産のうち、約 3 分の 1 はグループ運用会社の INTECH によるクオンツ運用となっている⁷。ただし、近年の ETF の隆盛を受けて、2014 年 10 月には CBOE ボラティリティ・インデックスに連動する ETF を主力とするベロシティシェアーズ（2015 年末の運用資産残高 32 億ドル）のスポンサー会社 VS ホールディングスを買収している⁸。

歴史的にみると、ジャナスが米国資産運用業界で名を馳せたのは、90 年代後半の IT バブル期であった。IT 企業を主たる投資対象としたグロス株式運用の高パフォーマンスとそれに伴う資金流入により、2000 年 3 月にはジャナスの運用資産残高はピークの約 3,300 億ドルに達し、大手資産運用会社の一角を占めるに至った。しかし、IT バブル崩壊に加え、2003 年には米国資産運用業界を揺るがした短期取引・時間外取引の問題に関与したこともあり⁹、資金流出に見舞われた。2015 年末時点では、運用資産残高 1,891 億ドルと米国資産運用業界で第 45 位の準大手運用会社となっている¹⁰。

足元、ジャナスの課題の一つとして、債券王ビル・グロス氏の移籍が奏功していない点が挙げられる。同氏は債券運用大手のパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー（ピムコ）から 2015 年 9 月に鳴り物入りで移籍したにも関わらず、期待されたほどの資金を獲得できていない。ジャナスは 2009 年末から 2015 年末にかけて、620 億ドルの純資金流出に見舞われており、グロス氏が移籍した後の 2016 年上期には流出ペースは和らいだとはいえ、3 億ドルの純資金流出を計上した¹¹。

こうしたジャナスの苦境は、同社の株価にも表れている。ヘンダーソンが金融危機後、比較的堅調な株価推移である一方で、ジャナスは浮上のきっかけをつかめていないことが窺われる（図表 2）。後述する統合比率と併せて、一部でヘンダーソンがジャナスを買収した、と報じられる所以である。

⁶ 創業地にデンバーが選ばれたのは、ベイリー氏がウォール街の喧騒から離れ「箱の外」で考えたかったためとされる。

⁷ もう一つのグループ運用会社パーキンスはバリュー投資に強みを有する。

⁸ 近年では有機食品や肥満対策等のニッチ分野の ETF にも進出している。

⁹ 詳細については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

¹⁰ Institutional Investor よりデータ取得。投資信託と機関投資家向け一任運用を合算した額。

¹¹ “Janus-Henderson: Active Managers Get Defensive Together” *The Wall Street Journal*, October 3, 2016.

図表 2 ヘンダーソンとジャナスの株価推移



(注) 2009年初の株価を100として指数化。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

Ⅲ ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズの誕生

1. 経営統合の概略

ジャナスとヘンダーソンとの合併は、2017年第2四半期を目途に統合手続き完了を目指している(図表3)。統合手法は株式交換によるものであり、ヘンダーソン株式を合併対価とし、同社が米国に設立する合併目的子会社とジャナスが合併する。ジャナス株式1株に対して、ヘンダーソン株式4.719株を割り当てられ、新会社における現ジャナスの株主の株式保有比率は43%、現ヘンダーソン株主の株式保有比率は57%となる。

合併後の新会社名はジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ Plc(本社:ロンドン)となる。現ジャナス CEO のリチャード・ワイル氏と現ヘンダーソン CEO のアンドリュー・フォーミカ氏による共同 CEO 体制となる。

図表 3 ジャナス及びヘンダーソンの経営統合の概要

統合の期日(予定)	2017年第2四半期
統合手法	株式交換
株式交換比率	ジャナス株式1株に対して、ヘンダーソン株式4.719株を割り当て
新会社名	ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ Plc
代表者	リチャード・ワイル(現ジャナス CEO) アンドリュー・フォーミカ(現ヘンダーソン CEO)
本社	ロンドン
上場	ニューヨーク証券取引所 オーストラリア証券取引所

(出所) ジャナス及びヘンダーソンのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズの時価総額は約 60 億ドル、運用資産残高は約 3,200 億ドルとなり、世界 29 拠点に 2,300 人の従業員を擁する。ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズはニューヨーク証券取引所に上場する予定であり、現ヘンダーソンのオーストラリア証券取引所における現在の相場は維持する一方、ロンドン証券取引所の相場は廃止する。

2. コスト削減と販路拡大

今般の統合の狙いは、主に 2 点である。第一にコスト削減である。アクティブ運用を主体とするジャナス及びヘンダーソンは、バンガードのようなインデックス運用に強みを有する資産運用会社にシェアを奪われており、競争力維持のためのコスト削減が急務となっている。本件合併により、人員削減とバックオフィス機能の統合を通じて、1 億 1,000 万ドルのコスト削減が見込まれている。

第二に、販売網の拡充である。リチャード・ワイル氏（現ジャナス CEO）は、日米市場に有力な販売ネットワークを有するジャナスと、英国・欧州で有力なヘンダーソンが相互に補足し合う画期的なディールだと述べている。顧客の約 80% が米国であるジャナスと、約 70% が欧州であるヘンダーソンの統合は、両社の商品をそれぞれ販売し合うことによって、資金流入を 2~3% 増加させることが見込まれている。特にヘンダーソンにとって、ジャナスとの統合は、世界最大の投信市場である米国に進出するという点において注目に値する。

当該合併のきっかけは、2016 年 2 月以降、両社の CEO が資産運用業界の動向に関して対話をしていながら生まれたもので、英国の EU 離脱が原因ではないとされる¹²。むしろ、近年のアクティブ運用からパッシブ運用へのシフトが合併の引き金になっている可能性が高い。新会社にとって今後、アクティブ運用の資産拡大による手数料収入の増加に加え、パッシブ運用・ETF 拡大の潮流に如何に対応するかが課題となる。

3. 日本における販路拡大の鍵を握る第一生命

ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズにとって、日本における販路拡大の鍵を握るのは第一生命である。第一生命は 2012 年 8 月、海外アセットマネジメント事業のノウハウ獲得等を目的に、ジャナスと出資・業務提携契約を締結した。当該契約は、第一生命が 2013 年 8 月までにジャナスの株式の 15% 以上（上限 20%）を取得するというものであり、出資比率が 15% を超えた段階で第一生命はジャナスに取締役を 1 人派遣する。実際、ジャナスは 2015 年 7 月、第一生命の執行役員を取締役に指名した。

今般のジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズの誕生により、第一生命の出資比率は約 9% となるが、今後上限 20% まで追加出資が可能である。第一生命は 3 つ

¹² “Henderson-Janus Tie Up Signals Fee pressures Spurring M&A” *Bloomberg*, October 3, 2016.

の成長エンジンとして、「国内生命保険事業」、「海外生命保険事業」、「アセットマネジメント事業」を掲げており、ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズへの出資比率引き上げの方向性は、アセットマネジメント事業強化の一環として位置づけられる。

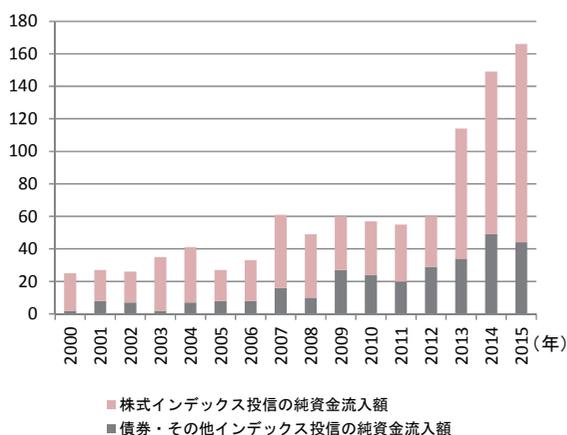
更に、第一生命は 2016 年 10 月に、アセットマネジメント One をみずほグループと設立し、日本においてジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズとの運用・販売の相互補完の可能性を示唆するなど、第一生命が果たす役割は大きいと言える。

IV アクティブ運用からインデックス運用への資金シフト

前述の通り、ジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズの誕生の背景として、アクティブ運用からインデックス運用及び ETF への資金シフトが挙げられる。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの調査によると、主に米国大型株に投資する投信のうち、2016 年 8 月時点において S&P500 指数をアウトパフォームした投信は、全体のわずか 14%に過ぎず、過去最低の記録となった¹³。そして、米国のアクティブ運用投信からの純資金流出は 2,000 億ドルを超えて過去最高額に達した。

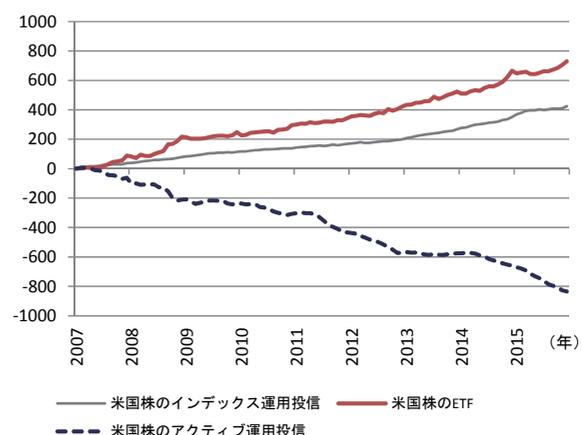
その一方で、米国の株式インデックス運用ファンドは 2015 年には 1,600 億ドルを超え、米国の株式投信の純資産総額に占めるシェアは 20%を超えた（図表 4）。また、2007 年以降の累積純資金流出入額は、米国株のアクティブ運用が約 8,350 億ドルの純資金流出であった一方で、インデックス運用及び ETF は約 1 兆 1,550 億ドルの純資金流入であり、アクティブ運用からインデックス運用への資金シフトが顕著となっている（図表 5）。

図表 4 米国インデックス運用投信の純資金流入額



(注) 単位：10 億ドル
(出所) 米国投資会社協会 (ICI) より野村資本市場研究所作成

図表 5 米国株投信・ETF の累積純資金流出入額



(注) 単位：10 億ドル
(出所) 米国投資会社協会 (ICI) より野村資本市場研究所作成

¹³ “Henderson and Janus: More Deals on the Way?” *The Wall Street Journal*, October 4, 2016.

その結果、アクティブ運用を主体とする資産運用会社は苦戦を強いられている。例えば、フランクリン・テンプレトン及びピムコは人員削減を行った。また、伝統的なアクティブ運用の雄であるフィデリティは近年、ETF 事業の強化を本格化している¹⁴。さらに、ローレンス・フィンク氏（ブラックロック CEO）は 2016 年 6 月にパッシブ運用への資金の大規模シフトの可能性に言及し、ジョン・ボークル氏（バンガード創業者）は 2016 年 9 月に、「ミューチュアル・ファンド業界はゆっくりと解散に向かっている。バンガードを除いては」と述べた¹⁵。他方で、インデックス及び ETF 事業に強みを持つバンガードは、2015 年に純資金流入額が約 2,400 億ドルと、資産運用会社 1 社当たりの年間資金流入額としては史上最高額となり、好調を維持している¹⁶。アクティブ運用が主体であるジャナス及びヘンダーソンの合併は、バンガード等のインデックス運用に強みを有する資産運用会社に対抗するため、規模の経済を追求するという苦渋の選択であったとも言えよう。

なお、インデックス運用及び ETF が人気を博している点は欧州でも同じである。欧州における ETF 残高は、2006 年末が 860 億ユーロ、2015 年末が 4,490 億ユーロと約 5 倍にまで拡大している。もともと、規模的には米国の 4 分の 1 に満たず、また、同期間、EU 集団投資スキーム全体の残高が 7.6 兆ユーロから 11.3 兆ユーロに拡大しており、米国のようにアクティブ運用からの資金流出の受け皿になっているわけではない¹⁷。

V アクティブ運用に逆風となる規制強化

1. 米労働省のフィデューシャリー・デューティー規則

アクティブ運用からインデックス運用及び ETF への資金シフトの潮流は、今後も継続すると考えられる。その一つの要因として、米国資産運用業界を取り巻く規制強化が挙げられる。米労働省は 2016 年 4 月、FD 規則を最終化した。FD 規則によると、401(k)や個人退職勘定（IRA）といった年金口座に係る投資アドバイスを提供する者は、一定報酬（アドバイス報酬が資産残高に対して定率・定額）のサービスを提供するか、または個人向け退職年金口座の加入者と、最善の利益を目指す旨を明示した契約（BIC: Best Interest Contract）を締結すること等が求められる¹⁸。BIC を締結した場合、投資アドバイス提供者が受け取る報酬について「合理的な報酬（Reasonable Compensation）」であることが求められる。結果として、報酬の合理性について説明しやすい ETF の活用が増加すると見ら

¹⁴ “Fidelity Plans Non-Transparent Exchange-Traded Product” *The Wall Street Journal*, August 11, 2016. なお、ノン・トランスパレント・アクティブ ETF の詳細は、岡田功太「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーションスマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号ウェブサイト版論文参照。

¹⁵ “Jack Bogle: The Undisputed Champion of the Long Run” *The Wall Street Journal*, September 12, 2016.

¹⁶ バンガードの詳細は、岡田功太・幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号参照。

¹⁷ ETF 残高の出所は ETFGI（ETF のリサーチ・コンサルティング会社）、集団投資スキーム全体残高の出所は EFAMA（欧州の資産運用業の業界団体）。前者のデータは 1 ドル=0.92 ユーロで換算。

¹⁸ 前掲脚注 1 論文参照。

れている。

また、金融機関にとって FD 規則遵守のコンプライアンス・コストは甚大であるため、小規模な個人向け退職年金口座を資産残高 2.5 万ドル以下と定義すると、総額 3,390 億ドルの口座に対面の資産運用サービスが行き届かなくなると試算されている¹⁹。その代わりに、運営コストが安価なロボ・アドバイザーをはじめとする非対面サービスが、今後、小規模な個人退職年金口座の運用を担うと予想されている。目下、フィデリティやバンガードのような資産運用会社に加え、ゴールドマン・サックスやメリルリンチのような大手証券会社もロボ・アドバイザーに注力している²⁰。ロボ・アドバイザーのポートフォリオの大部分は ETF で構成されていることから、ETF 市場は今後、更なる規模の拡大が予想される。

実際、A.T.カーニーは、2020 年までに ETF は約 1 兆ドル増加する一方で、アクティブ運用投信は 1 兆ドル減少する可能性を示した²¹。ローレンス・フィンク氏は、米労働省の FD 規則について「かつてドッド・フランク法が銀行に与えた衝撃と同程度のインパクトがある」と述べており、FD 規則は個人向け退職口座の運用に関わる証券会社、保険会社、資産運用業界に地殻変動を引き起こす要因 (Game Changer) と評されている。

2. EU のリサーチ・アンバンドリング規制

アクティブ運用会社の再編を促し得る欧州発の制度変更としては、2018 年 1 月に適用開始が予定される Mifid II のリサーチ・アンバンドリング規制が挙げられる。リサーチ・アンバンドリング規制は、コミッションとして合算して (バンドルで) 支払われていた売買執行とリサーチの対価を分けよという趣旨の規制である。具体的には、投資一任契約に基づく運用 (ポートフォリオ・マネジメント) を行う者は、外部リサーチの対価について、自己資金、もしくは、リサーチ・ペイメント・アカウント (RPA)²²から支払うことが求められる。また、売買執行の量とリサーチ購入の量が連動してはならない。

RPA を通じて年金基金等の顧客がリサーチ予算を絞り込めば、資産運用会社が利用できる外部リサーチ (セルサイドや独立系リサーチ会社のリサーチ) が制限されることになる。また、年金基金等の顧客が RPA を拒否した場合、資産運用会社は自己資金で外部リサーチを購入しなければならなくなる²³。即ち、資産運用会社としては、自己資金で外部

¹⁹ InvestmentNews Research, Legg Mason, “The economics of change”, May, 2016.

²⁰ ロボ・アドバイザー詳細は、和田敬二郎・岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号、岡田功太・幸田祐「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、同「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号を参照。

²¹ A.T. Kearney, “The \$20 billion impact of the new fiduciary rule on the U.S. wealth management industry”, October, 2016.

²² 資産運用会社が年金基金等の最終顧客と当期のリサーチ予算について事前合意し、その範囲内であればコミッションの形態でリサーチ対価の支払いが認められるというもの。詳細については、神山哲也「コミッション・シェアリング・アレンジメント—企業と投資家の望ましい関係構築に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号参照。

²³ ある年金基金が別の年金基金のリサーチ予算で購入したリサーチに基づく投資意思決定の恩恵を享受するというフリーライドの問題も指摘されている。

リサーチを購入する途を選んだ場合はもちろんのこと、RPA を利用する場合であっても、外部リサーチの利用に関し自己負担が生じる可能性があり、規模を追求するインセンティブが生じることになる。

他方、資産運用会社としては、インハウス・リサーチのキャパシティを拡大するという戦略もあり得る。しかし、これも大規模運用会社でないと採れない戦略である。今般のヘンダーソンとジャナスの合併も、こうした考え方が背景にあると考えられる。

なお、リサーチ・アンバンドリング規制については、EU 域外への事実上の影響も考えられる。EU 域外の大手資産運用会社は、EU 規制の直接適用を受けなくとも、EU 顧客から受託資産運用についてアンバンドル・ベースでの執行を求められる可能性がある。そのため、ジャナスなど EU 域外の資産運用会社も、本規制とは無縁ではいられなくなる可能性も考えられる。

VI 今後注目される資産運用会社の再編

ジャナス及びヘンダーソン・グループの合併は、単純化すれば、規制強化への対応と、インデックス運用及び ETF の台頭を受けたアクティブ運用会社による規模の経済を追求したものであり、アクティブ・ファンドの販売に苦戦する資産運用業界の再編を加速させるきっかけになる可能性がある。例えば、両社の合併が報じられると、ロンドン市場でヘンダーソンの株価は 17% 上昇し、ニューヨーク市場でジャナスの株価は 13% 上昇したが、2016 年 10 月 3 日の米国株式市場は小幅に続落したにもかかわらず、低迷していた他の資産運用会社の株価も軒並み上昇した。株式市場において資産運用業界内の再編が意識されたものとみることができよう。

欧米の主要上場資産運用会社としては、米国のフランクリン・リソーシズや T ロウ・プライス、英国のシュローダー・インベストメント・マネジメントやアバディーン・アセット・マネジメントなどがある。例えば、アバディーンに関しては、強みの一つとされてきた新興市場における株価下落・パフォーマンス悪化と資金流出が起きる中、マーティン・ギルバート創業 CEO の高齢・引退説、それに伴う身売り説なども出ている²⁴。

今後も、規制強化の影響とインデックス運用及び ETF の隆盛が続くとみられる中、ジャナスやヘンダーソンのようなアクティブ運用を主力とする欧米の資産運用会社が、運用パフォーマンス悪化による資金流出などを契機に、再編に向かう状況は続くものと考えられる。

²⁴ “Aberdeen sounds out potential buyers” *Investment Week*, October 26, 2015. なお、アバディーンは身売り説を否定。