

フランクリン・テンプルトンによるレグ・メイソンの買収

岡田 功太、下山 貴史

■ 要 約 ■

1. フランクリン・テンプルトンは2020年2月、レグ・メイソンを買収することを公表した。買収額は合計約65億ドルに達し、米国資産運用会社の買収額としては歴代第2位である。本件買収は、フランクリン・テンプルトンによるレグ・メイソンの吸収合併であり、前者が存続会社となる。レグ・メイソンの傘下資産運用会社のうち、エントラスト・グローバル以外の8社はフランクリン・テンプルトンの傘下に入る。
2. 買収完了後のフランクリン・テンプルトンの運用資産総額は約1.5兆ドルに達するが、米国資産運用業界を席卷するブラックロック等の勢力図を変えるようなものとは言い難い。そのため、今般の買収は、苦境に立たされた準大手アクティブ運用会社同士の統合であるとする見方も多い。実際に、フランクリン・テンプルトン及びレグ・メイソンは、オルタナティブ投資戦略等の強化を図ってきたが、伝統的アクティブ・ファンドの継続的な資金流出をカバーすることができていない。
3. 本件買収は、アクティビストのトライアン・パートナーズの賛同を得ることで成立した。レグ・メイソンの大株主として、同社の事業改革を望むトライアン・パートナーズと、コスト効率向上を目指すフランクリン・テンプルトンの思惑が一致している等、統合プロセスが比較的円滑に進む条件が揃っていると言えよう。
4. 米国の資産運用会社は、M&A等によって、伝統的なアクティブ運用以外の運用戦略を強化する必要がある。実際、フランクリン・テンプルトンは本件買収に加え、セミトランスパレント型アクティブETFに強みを有するプレシディアン・インベストメンツの持ち分を増加させる意向を示している。今後、伝統的なアクティブ運用会社を中心とした米国資産運用業界の再編は、不可避であるものと言えよう。

I. 準大手アクティブ運用会社同士の統合

1. 米国資産運用業界における歴代第2位の大型買収

フランクリン・テンプルトン¹（本社はカリフォルニア州サンマテオ）は2020年2月、レグ・メイソン（本社はメリーランド州ボルチモア）を買収することを公表した²。本件は普通株式1株当たり50ドルの現金（総額約45億ドル）による買収であり、フランクリン・テンプルトンはレグ・メイソンが有する約20億ドルの債務を引き受けることから、買収額は合計で約65億ドルに達する。これは、ブラックロックが2009年6月に、バークレイズ・グローバル・インベスターズを約135億ドルで買収した案件に次ぐ規模であり、米国資産運用会社の買収額としては歴代第2位である³。

本件は、フランクリン・テンプルトンの持株会社によるレグ・メイソンの持株会社の吸収合併であり、前者が存続会社となる。レグ・メイソンは傘下に資産運用会社を9社有するが、そのうち、8社はフランクリン・テンプルトンの持株会社傘下に入り、当面の間、それぞれの資産運用会社名と経営陣の変更は予定されていない。唯一、ファンド・オブ・ヘッジファンズの運用を担っているエントラスト・グローバル（EnTrust Global）は、今般の買収に伴って、マネジメント・バイアウト（MBO）を実施することで、レグ・メイソンから独立する（詳細は後述）。

レグ・メイソンのジョセフ・サリバン会長兼CEOは、本件について「レグ・メイソンとフランクリン・テンプルトンは、企業文化の差異によって機能不全になるリスクを最小化しながら、互いの強みを強化することができる組み合わせである。我々の顧客は、このパワフルな組み合わせによる運用能力の恩恵を受けるだろう」と述べている。他方で、フランクリン・テンプルトンとレグ・メイソンの株価は軟調に推移しており、今般の買収は、苦境に立たされた準大手アクティブ運用会社同士の統合であるとする見方も多い。

2. 期待されるコスト効率の向上

買収完了後のフランクリン・テンプルトンの運用資産総額（AUM）は約1.5兆ドルとなり、大手金融グループに属していない米国の独立系資産運用会社の中で第6位に位置することとなる（図表1）⁴。同社のAUMの内訳（アセットクラス別）は、債券が約7,690億ドル、株式が約4,910億ドル、オルタナティブが約1,010億ドル、マルチアセットは約1,360億ドルとなる。同社の顧客基盤は、機関投資家が約51%、個人が約47%、富裕層の個人が

¹ フランクリン・リソーシズは、ニューヨーク証券取引所に上場する持株会社であり、同社が展開する資産運用事業はフランクリン・テンプルトンというブランド名で知られている。本稿では便宜上、フランクリン・リソーシズをフランクリン・テンプルトンと記載する。

² Franklin Templeton, “Franklin Templeton to Acquire Legg Mason, Creating \$1.5 Trillion AUM Global Investment Manager,” February 18th 2020.

³ 詳細は、三宅裕樹「ブラックロックによるBGIの買収」『資本市場クォーターリー』2009年夏号（ウェブサイト版）を参照。

⁴ Franklin Templeton, “Franklin Templeton Announces the Acquisition of Legg Mason and Its Group of Leading Asset Managers,” February 18th 2020.

約2%となり、そのうち米国の顧客は約7割を占める。つまり、買収完了後のフランクリン・テンプレトンは、母国市場を基盤としつつ、機関投資家と個人投資家の両者からバランス良く資金を受託する資産運用会社となる。

ただし、米国資産運用業界において、第1位のブラックロック（AUMは約7.4兆ドル）、第2位のバンガード（AUMは約5.6兆ドル）、第3位のフィデリティ・インベストメンツ（AUMは約2.9兆ドル）とは、事業の規模や多角性の観点から大きな差が開いており、米国資産運用業界を席卷する上位3社の勢力図を変えるようなものとは言い難い。

一般の買収の注目点はコスト効率の向上である。フランクリン・テンプレトンは、主に有能な運用チームの人材引き留め等に活用する費用として、約3億5,000万ドルの買収コストが掛かると試算している。他方、フランクリン・テンプレトン及びレグ・メイソンの両社が拠点を持つ地域は、カナダ、ブラジル、オーストラリア、スペイン等、約18カ所あり、重複する事業を効率化することで年間約2億ドルのコストを削減できるとされている。更に、買収完了後のフランクリン・テンプレトンは、バランスシートにおいて約53億ドルもの現金及び投資エクスポージャー（シードマネー等）を有するため、新たにシードマネーを拠出し、新商品等を組成することで収益力の向上も期待できる。このように、買収完了後のフランクリン・テンプレトンはコスト効率の向上が期待できるため、同社のジェニファー・ジョンソン CEO は、本件を「守りではなく攻め（offence not defense）」の買収であると述べている⁵。

図表1 米国独立系資産運用会社のAUMランキング（2019年末時点）

順位	資産運用会社の名称	AUM（10億ドル）
1	ブラックロック	7,430
2	バンガード	5,600
3	フィデリティ・インベストメンツ	2,961
4	キャピタル・グループ	1,900
5	アムンディ	1,704
6	フランクリン・テンプレトン（買収完了後）	1,497
7	インベスコ	1,226
8	Tロウ・プライス	1,210
9	ウエリントン・マネジメント	1,100
10	レグ・メイソン	804
11	AMG	723
12	フランクリン・テンプレトン	698

（出所）フランクリン・テンプレトンより野村資本市場研究所作成

3. ネルソン・ペルツ氏が率いるトライアン・パートナーズの動向

実は、今般の買収は、レグ・メイソンの大株主であるトライアン・パートナーズ（本社はニューヨーク州ニューヨーク）の賛同を得ることで成立した。トライアン・パートナーズは、ネルソン・ペルツ氏が2005年11月に創業したアクティビスト・ファンド（AUMは100

⁵ “Franklin Templeton swells assets to \$1.5tn with Legg Mason deal,” *Financial Times*, February 18th 2020.

億ドル超)であり、過去には、デュポン、ペプシコ、ウェンディーズ、プロクター&ギャンブル (P&G)、ゼネラル・エレクトリック (GE)、ティファニー、シスコ等に対して、事業売却やコスト削減等のキャンペーンを積極的に行ってきたことで知られている。

トライアン・パートナーズは2009年8月、レッグ・メイソンの発行済株式数の約4.3%を取得した。その際、両社は、トライアン・パートナーズがレッグ・メイソンの発行済株式の持分を最大9.9%まで増加させることを認可する「スタンドスティル条項 (買収者と非買収者間で合意なく株式の追加取得等を行うことを禁止する条項)」の付与に合意していた。また、ペルツ氏は2009年10月に、レッグ・メイソンの取締役役に就任し、同社の改革を積極化した。その結果、トライアン・パートナーズは、シンガポールの投資会社である盛大集団 (シヤンダ・グループ) に、レッグ・メイソンの持分を売却した2016年4月までの間に、約20億ドルの株主還元と、1億5,000万ドル以上のコスト削減に成功し、レッグ・メイソンの株価は約75%上昇した時期もあった。

トライアン・パートナーズは2019年5月、再び、レッグ・メイソンの発行済株式数の約4.5%を取得し、ペルツ氏及びエド・ガーデン氏 (トライアン・パートナーズの共同創業者) の2名が、レッグ・メイソンの取締役役に就任した。その直後に、レッグ・メイソンは約120名の人員削減に踏み切り、今後、更なる組織再編が行われると予想されていた矢先、フランクリン・templtonによる同社の買収が公表された。トライアン・パートナーズは、約23%のプレミアムを取得できることから、同買収に賛同した。トライアン・パートナーズは、フランクリン・templtonの持分を保有し続けるのか、売却するのか表明していないが、保有し続ける場合、ペルツ氏とガーデン氏は、買収後のフランクリン・templtonがコスト効率の向上を実現するよう、圧力を強めることが予想される。

II. 頑強なバランスシートを有するフランクリン・templton

1. ブティック系資産運用会社を統合する「ワン・マネージャー・モデル」

フランクリン・templtonは1947年に、ルパート・ジョンソン氏 (ジェニファー・ジョンソン CEO の祖父) が創業した資産運用会社である。同社は、当初、ニューヨーク州ニューヨーク市を本拠地としていたが、1973年に資産運用会社のウィンフィールド&カンパニー (Winfield & Company) を買収したことで、サンマテオに本拠地を変更した。その後、フランクリン・templtonは、1992年にtemplton・ガルブレイス&ハンスバーガー (Templeton Galbraith & Hansberger Ltd)、1996年にハイン・セキュリティーズ・コーポレーション (Heine Securities Corporation) 等、ブティック系資産運用会社を相次いで買収した。

その結果、フランクリン・templtonは、主に3つのブランドを有することになった。「フランクリン」というブランド名の債券ファンド、「templton」というブランド名の世界株式ファンド、「ミューチュアルファンド・シリーズ (ハイン・セキュリティーズ・コーポレーション)」というブランド名のバリュー株式ファンドの3つである。つまり、フラ

ンクリン・テンプレトンは、複数のプライベート系資産運用会社を買収し、運用部門については投資哲学や運用チームの文化が棄損されないよう、そのまま保持しながら、コンプライアンス、財務、マーケティング等の機能については自社に統合することで効率化を図った。これは一般的に、「ワン・マネージャー・モデル」と呼称される。

当時の米国資産運用業界では、アクティブ・ファンドを運用し、高いアルファを創出するスター・ファンド・マネージャーが注目を集めていた。資産運用会社は、ベンチマークや競合他社をアウトパフォームするための運用戦略を開発し、そのために、多数の調査アナリストを採用する等、強固な運用体制を構築した。つまり、資産運用会社は、優秀な人材の獲得・育成に惜しみなく投資し、高いアルファを創出することによって、AUMを増大させて収益を上げていた。フランクリン・テンプレトンも、ワン・マネージャー・モデルを採用し、運用部門以外については効率化を図る一方、運用部門に対しては大きな裁量とリソースを付与することで、スター・ファンド・マネージャーを育成していた。

2. 新興国株投資の先駆者として知られるマーク・モビアス氏

2008年にグローバル金融危機が発生して以降、米国資産運用業界では経費率が低いインデックス・ファンド及びETFに資金流入する傾向が顕著になった。特に、徹底した低コスト戦略を打ち出してきたバンガードの躍進は、投資家が資産運用会社に求める付加価値をめぐる認識に根本的な変化をもたらした⁶。その影響は伝統的なアクティブ運用会社にも波及した。例えば、フィデリティ・インベストメンツは2018年8月から9月にかけて、信託報酬を無料としたインデックス・ファンドを相次いで設定し、そのAUMは合計で約85億ドルに達している(2020年2月末時点)⁷。同社が伝統的アクティブ運用の雄として君臨してきたことを考えれば、壮大な変革と言える。

フランクリン・テンプレトンも、インデックス・ファンド及びETFの台頭による影響を受けた。1990年頃の同社は、マーク・モビアス氏というスター・ファンド・マネージャーを擁することで知られていた。モビアス氏は1987年に、世界初の新興国株ファンドを立ち上げ、その後、30年超にわたって年率10%を超える良好な運用実績を上げた。フランクリン・テンプレトンは、モビアス氏の運用を支援すべく、同氏が責任者を務めるテンプレトン・エマージング・マーケット・グループという独自の運用部門を創設し、世界18か国に調査を目的としたオフィスを開設した。

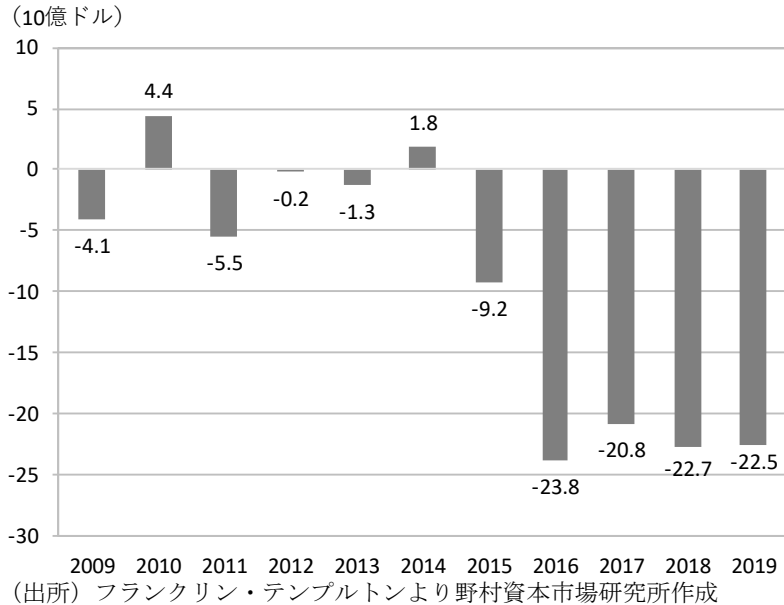
しかし、2008年のグローバル金融危機時に、テンプレトン・エマージング・マーケット・グループの運用実績は大きく低下し、顧客離れが進み、資金流出に直面した。特に、インデックス・ファンド及びETFの台頭が顕著になった2014年以降、フランクリン・テンプレトンの世界株式ファンド(テンプレトン・エマージング・マーケット・グループを含む)は累

⁶ 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年春号を参照。

⁷ 詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照。

積で約 970 億ドルの純資金流出となり、「新興国株投資の先駆者」と言われたモビアス氏は 2018 年 1 月に、同社を退社した（図表 2）。

図表 2 フランクリン・テンプレトンの世界株ファンドの純資金流入の推移



3. 運用戦略の多角化の必要性

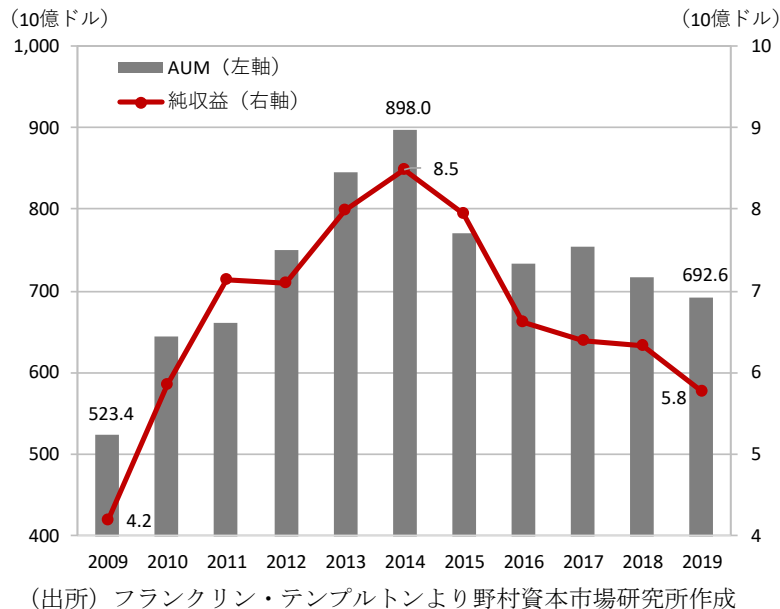
運用戦略の多角化に迫られたフランクリン・テンプレトンは 2012 年 9 月に、ファンド・オブ・ヘッジファンドの運用を担う K2 アドバイザーズ (K2 Advisors) を買収し、2018 年 10 月にはプライベート・デットの運用に強みを有するベネフィット・ストリート・パートナーズ (Benefit Street Partners) を買収することで、オルタナティブ運用の強化を図った。更に、フランクリン・テンプレトンは、リバティーシェアーズ (LibertyShares) というブランド名で ETF の提供を開始した。

それでも、フランクリン・テンプレトンの営業収益 (Operating Revenue) は減少傾向にある。同社の営業収益は、2009 年に約 42 億ドルで、2014 年には約 85 億ドルまで増加したが、2019 年には約 58 億ドルまで減少した（図表 3）。同社の AUM も減少傾向にあり、過去 5 年間で累積約 1,910 億ドルの純資金流出となった。これは、同社の 2014 年時点の AUM の約 20% に相当する金額である。そこで、同社は、プライベート・デット等のオルタナティブ投資戦略や ETF の提供に注力したが、前者の AUM は約 400 億ドル、後者の AUM は約 50 億ドルと小さく、2014 年以降の伝統的な世界株アクティブ・ファンドの約 970 億ドルという大規模な純資金流出をカバーできなかった（2019 年 9 月末時点）。つまり、同社は、米国資産運用業界全般に見られるアクティブ・ファンドからインデックス・ファンド及び ETF への資金シフトによる影響を被ったと言える。

他方で、フランクリン・テンプレトンの財務基盤は頑強であり、バランスシートにおいて約 58 億ドルの現金と約 20 億ドルの投資エクスポージャーを有し、大型買収をする余力を

残していた（2019年9月末時点）。加えて、同社はブティック系資産運用会社の買収について豊富な経験を有している。そこで同社は、傘下にブティック系資産運用会社を9社有するレグ・メイソンを買収し、規模を追求する決断を下した。

図表3 フランクリン・テンプレトンの営業収益とAUMの推移



Ⅲ. コスト構造改革を迫られるレグ・メイソン

1. 傘下に複数の資産運用会社を保持する「マルチ・ブティック・モデル」

レグ・メイソンは1970年に、レグ&カンパニー (Legg & Co) がメイソン&カンパニー (Mason & Co) を買収したことによって誕生した。メイソン&カンパニーは1962年に創業した証券会社であったことから、レグ・メイソンは資産運用事業だけではなく、証券事業も営んでいた。しかし、レグ・メイソンは2005年にシティ・グループに証券事業を売却し、その代わりに、シティ・グループの資産運用部門であったクリアブリッジ・インベストメント (ClearBridge Investments) を買収したことで、純粋な資産運用会社となった。

レグ・メイソンは、過去に複数のブティック系資産運用会社を買収することで事業を成長させてきたが、買収先を統合することなく、グループ傘下にエンティティをそのまま維持した (図表4)。その結果、持株会社であるレグ・メイソン傘下には、複数のブティック系資産運用会社が併存しており、同社のビジネスモデルは「マルチ・ブティック・モデル」と呼称される。

図表4 レッグ・メイソン傘下の資産運用会社の概要（2019年3月末時点）

資産運用会社の名称	買収公表時期	概要
ウエスタン・アセット・マネジメント	1986年12月	・本社所在地：カリフォルニア州パサデナ ・レッグ・メイソンが100%保有 ・グローバル債券投資ファンド等が主力
ブランディーワイン・グローバル	1998年1月	・本社所在地：ペンシルベニア州フィラデルフィア ・レッグ・メイソンが100%保有 ・バリュー投資ファンド等が主力
ロイス・インベストメント・パートナーズ	2001年10月	・本社所在地：ニューヨーク州ニューヨーク ・レッグ・メイソンが約75.5%保有 ・中小型株投資ファンド等が主力
クリアブリッジ・インベストメンツ	2005年2月	・本社所在地：ニューヨーク州ニューヨーク ・レッグ・メイソンが100%保有 ・グローバル株式投資ファンド等が主力
エントラスト・グローバル	2005年6月	・本社所在地：ニューヨーク州ニューヨーク ・レッグ・メイソンが約65%保有 ・ファンド・オブ・ヘッジファンド等が主力
マーティン・キュリー	2014年7月	・本社所在地：スコットランドのエディンバラ ・レッグ・メイソンが100%保有 ・世界株式の集中投資ファンド等が主力
QS インベスターズ	2014年3月	・本社所在地：ニューヨーク州ニューヨーク ・レッグ・メイソンが100%保有 ・株式のクオンツ運用ファンド等が主力
RARE インフラストラクチャー	2015年7月	・本社所在地：オーストラリアのシドニー ・レッグ・メイソンが約85%保有 ・インフラ関連の株式投資ファンド等が主力
クラリオン・パートナーズ	2016年1月	・本社所在地：ニューヨーク州ニューヨーク ・レッグ・メイソンが約82%保有 ・不動産投資ファンド等が主力

(注) エントラスト・グローバルは2020年2月にMBOを実施することを公表

(出所) レッグ・メイソンより野村資本市場研究所作成

フランクリン・テンプレトンの「ワン・マネージャー・モデル」では、買収したブティック系資産運用会社を持株会社に統合する。その際、買収したブティック系資産運用会社の運用チームについては独自性を保持しながら、コンプライアンス、マーケティング、財務等の機能はフランクリン・テンプレトンに統合する。これに対してレッグ・メイソンの「マルチ・ブティック・モデル」では、買収したブティック系資産運用会社を持株会社に統合せず、別のエンティティとして傘下に保有する形が採られる。

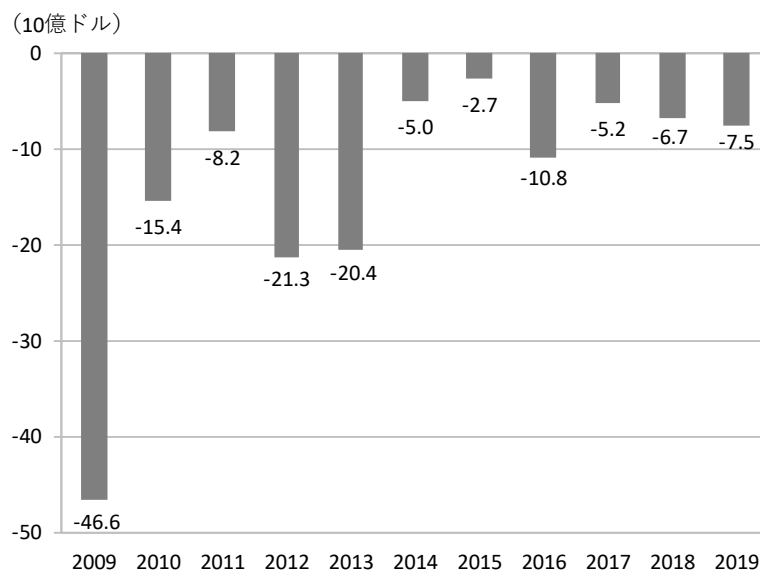
レッグ・メイソンのAUMは約8,040億ドルである（2019年末時点）。アセットクラス別の内訳は、債券が約4,520億ドル、株式が約2,140億ドル、オルタナティブが約740億ドルであり、債券の比率が高い。これは、同社傘下のブティック系資産運用会社のうち、債券運用が主体のウエスタン・アセット・マネジメントのAUMが約4,560億ドルと大きな比率を占めていることに起因する。

2. バリューストック投資家として知られるビル・ミラー氏

レグ・メイソンも、フランクリン・テンプルトンと同様に、過去にスター・ファンド・マネージャーを擁していた。1981年にレグ・メイソンに入社したビル・ミラー氏は、ハイ・コンヴィクション（確信度の高い銘柄に対して大きなポジションを取る）のバリューストック投資家として知られ、傑出した運用実績を誇った。同氏が運用を担っていたレグ・メイソン・バリュー・トラスト・ファンドは、2005年まで15年間連続でS&P500指数をアウトパフォーマンスした。これは、米国ミューチュアル・ファンド業界におけるアウトパフォーマンスの期間として歴代最長記録であることから、ミラー氏は1990年代の代表的なバリューストック投資家として、フィデリティ・インベストメンツのピーター・リンチ氏（マゼラン・ファンドのファンドマネージャー）と肩を並べる存在であった。

しかし、レグ・メイソン・バリュー・トラスト・ファンドは、グローバル金融危機を受けて、2007年及び2008年に運用実績が悪化したことに加え、インデックス・ファンド及びETFが急速に台頭したことで、継続的な資金流出に見舞われた。実際に、レグ・メイソン・グループの株式ファンド（レグ・メイソン・バリュー・トラスト・ファンドを含む）は、2009年から2019年間で累積約1,498億ドルの純資金流出となり、純資金流入となった年は一度もなかった（図表5）。2016年8月のミラー氏の退任は、「伝統的アクティブ運用における一時代の終焉」と報じられ、その後の米国資産運用業界における相次ぐ再編を予期させるものであった⁸。

図表5 レグ・メイソンの株式ファンドの純資金流入額の変遷



(出所) レグ・メイソンより野村資本市場研究所作成

⁸ “End of an Era: Bill Miller Parts Ways With Legg Mason,” *The Wall Street Journal*, August 12th 2016.

3. グループ傘下資産運用会社のガバナンス強化の必要性

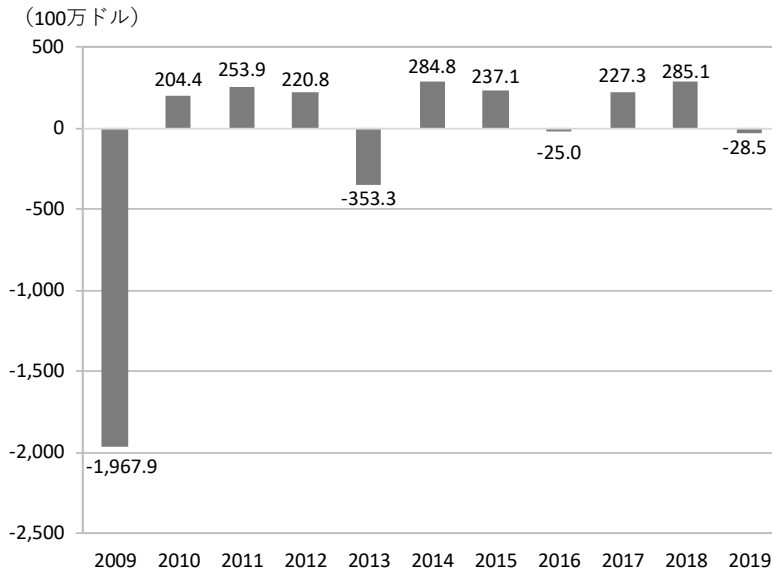
実は、レグ・メイソンの AUM は、2009 年 3 月末の約 6,320 億ドルから、2019 年 3 月末には約 7,580 億ドルと増加傾向にある。他方で、同社のファンドは、同期間において、累積約 4,242 億ドルの純資金流出となった。これは、同社の 2009 年 3 月末時点の AUM の約 70% に相当する金額である。つまり、同社は、複数のブティック系資産運用会社を買収することで AUM を増大させてきたが、傘下の資産運用会社は資金流出によって企業価値を棄損してきた。実際に、同社の純利益 (Net Income) は、2009 年、2013 年、2016 年、2019 年にマイナスとなっている (図表 6)。

すなわち、レグ・メイソンは、傘下のブティック系資産運用会社のガバナンス強化とコスト構造の改善という経営課題を抱えてきたと言える。レグ・メイソンと、傘下のウエスタン・アセット・マネジメントやロイス・アソシエイツ等は、各社が別々に、コンプライアンス、財務、マーケティング等の機能を有しており、効率的であるとは言い難い。そこで、レグ・メイソンのサリバン CEO は 2019 年 7 月に、グループ全体のサービス及び機能の中央集権化を目的とする事業再編プランを公表した。サリバン CEO は、同プランによって年間約 1 億 1,000 億ドルのコストが削減できると予想していた⁹。

ところが、自社のマーケティング部門において運用商品の販売を行っていたウエスタン・アセット・マネジメントは、その機能を親会社のレグ・メイソンに移行することを回避すべく、事業再編プランに反対した。同社は、レグ・メイソン傘下の資産運用会社の中でも最も AUM が大きく、影響力が強いため、サリバン CEO は事業再編プランを推進することができなかった。このように、ガバナンスが十分に機能していない状況に着目したのがトライアン・パートナーズであり、同社がレグ・メイソンの株式の一部を取得したことは、フランクリン・テンプルトンによる買収の契機となった。つまり、買収完了後のフランクリン・テンプルトンは、レグ・メイソンの事業を再編し、コスト効率の向上を図る可能性が高い。

⁹ “Legg Mason's Prospects Look Muddy At Best,” *Forbes*, July 9th 2019.

図表6 レッグ・メイソンの純利益の推移



IV. 過去の伝統的アクティブ運用会社同士の大型 M&A との比較考察

近年、米国の資産運用業界において、伝統的アクティブ運用会社同士の大型 M&A が 2 件成立している。①ジャナス・キャピタル（本社はコロラド州デンバー）とヘンダーソン（本社は英国ロンドン）の対等合併と、②インベスコ（本社はジョージア州アトランタ）によるマスミューチュアル（本社はマサチューセッツ州スプリングフィールド）傘下のオープンハマーフアンズの買収である。以下では、①及び②と、フランクリン・テンプルトンによるレッグ・メイソンの買収を比較考察する。

1. ジャナス・キャピタル及びヘンダーソンの対等合併

ジャナス・キャピタルとヘンダーソンは 2016 年 10 月に、前者の株式 1 株に対して、後者の株式 4.719 株を割り当てる条件で合併した¹⁰。本件の目的の 1 つは販売網の拡充であった。販路の約 80% が米国であるジャナス・キャピタルと、約 70% が欧州であるヘンダーソンが合併することで、新設会社のジャナス・ヘンダーソン・インベスターズは、米国及び欧州で運用商品を販売することが可能となり、全体の資金流入額が約 2-3% 増加することを見込んでいた。

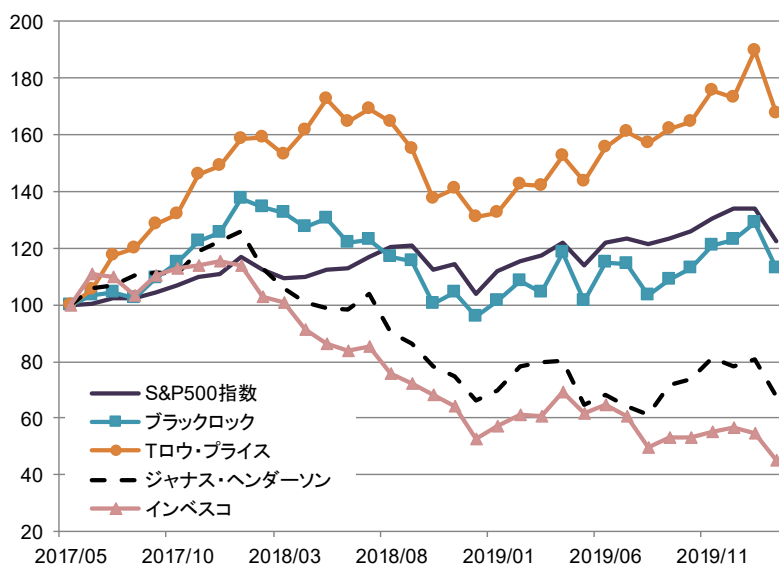
しかし、ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズは、2017 年から 2019 年にかけて、解約額が約 2,470 億ドル、累積純資金流出額が約 485 億ドルとなり、統合完了後に純資金流入となった年は一度もない。同社設立来の株価は軟調に推移しており、S&P500 指数や他の資産運用会社の株価を下回っている（図表 7）。その要因の一つとして、本件が対等合併であ

¹⁰ 詳細は、神山哲也、岡田功太「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－」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。

り、企業文化の摩擦が生じ、人材が流出したことが挙げられる。ジャナス・ヘンダーソン・インベスターズは、リチャード・ワイル氏（ジャナス・キャピタルの当時 CEO）とアンドリュー・フォーミカ氏（ヘンダーソンの当時 CEO）による共同 CEO 体制で発足した。しかし、フォーミカ氏は 2018 年 8 月に、共同 CEO を退任し、同時期に複数のファンドマネージャーが同社を退社した¹¹。つまり、本件は、販売網の拡充というシナジー効果の創出よりも、むしろ、人材の流出による顧客離れにつながる事となった。

他方で、今般のフランクリン・テンプレトンによるレグ・メイソンの買収は、前者が存続会社となる吸収合併であり、引き続き、ジェニファー・ジョンソン氏が CEO、グレゴリー・ジョンソン氏（フランクリン・テンプレトンの現会長）が会長を担う。更に、フランクリン・テンプレトンは、長年に渡ってワン・マネージャー・モデルを構築しており、複数の資産運用会社を買収することで事業を成長させてきた経緯があることから、レグ・メイソン傘下の資産運用会社についてもスムーズに合併し、優秀なファンドマネージャーの流出を抑止しながら、コスト効率を向上させることが期待できるとみる向きもある。

図表 7 S&P500 指数及び米国の主要な資産運用会社の株価推移



(注) 2017年5月末を100に指数化

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

2. インベスコによる非累積型の永久優先株式を用いた株式交換方式の買収

インベスコは 2018 年 10 月、マスミューチュアルから同社傘下のオープンハマーファンドを約 57 億ドルで買収することを公表した¹²。本件は、インデックス・ファンド及び ETF が台頭し、資産運用業界上位 3 社（ブラックロック、バンガード、フィデリティ・インベス

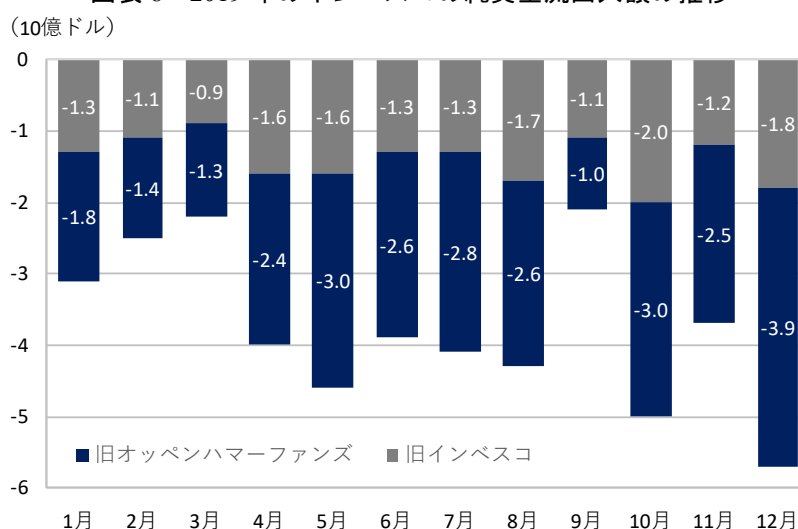
¹¹ “Senior Henderson staff leave company ahead of Janus merger,” *Financial Times*, February 28th 2017.

¹² Invesco, “Invesco and MassMutual announce strategic combination of Invesco and Oppenheimer Funds,” October 18th 2018.

トメンツ) が市場を席卷する中で、事業の規模を拡大するための買収案件であった。マーティン・L・フラナガン CEO は、「我々は 30 年に 1 度の変化を経験しており、そのペースは私が想像していた以上に速い。強い資産運用会社が更に強くなり、弱い資産運用会社は更に弱くなるということが、毎日のように起きている。4 年前には考えもしなかったが、事業の規模がかつてないほど重要となっている」と述べている¹³。

ところが、インベスコは 2019 年に約 450 億ドルの純資金流出に直面している (図表 8)。本件は株式交換による買収であり、マスミューチュアルは、インベスコに対してオープンハマーファンズを売却する代わりに、約 57 億ドル分のインベスコの株式を取得した。そのうち、約 17 億ドルが普通株式であり、約 40 億ドルは永久優先株式であった。この永久優先株式は、発行後 21 年間は期限前償還がなく、固定レートで年率 5.9% の優先配当権が付与され、非累積型 (ある年の優先株主に対する配当率が、優先配当権より低い場合であっても、その不足分を次期以降に繰り越さないタイプ) であった。これは、近年、マスミューチュアルが保険事業を強化しており、強固な財務基盤を必要としていたため、インベスコに対して長期にわたる高い配当を要求したことが要因として挙げられる。

図表 8 2019 年のインベスコの純資金流出入額の推移



(出所) インベスコより野村資本市場研究所作成

他方で、インベスコは、事業の規模を追求すべく、マスミューチュアルの米国におけるリテール販売網を獲得したいと考えていた。実は、マスミューチュアルは 2016 年 7 月に、メットライフからファイナンシャル・プランニング事業 (プレミア・クライアント・グループ等) を買収しており、全米約 2,000 カ所にて、約 9,200 名のファイナンシャル・アドバイザーを擁していた¹⁴。そこで、同買収後、マスミューチュアルはインベスコの発行済株式数の約

¹³ “Invesco CEO Martin Flanagan on the OppenheimerFunds Acquisition,” *The Wall Street Journal*, October 23rd 2018.

¹⁴ MassMutual, “MassMutual Completes Acquisition of the MetLife Premier Client Group,” July 5th 2016.

15.5%を保有する最大株主となり、将来的に、前者が後者の資産運用商品を取り扱うという戦略的提携を締結した。

しかし、インベスコの2019年の資金流出額のち、約60%はオープンハイマーファंडのファンドによるものであり、インベスコにとって、マスマチュアルに支払う配当額が負担となる可能性がある。実際に、インベスコの株価は2019年から2020年にかけて軟調に推移している。他方、フランクリン・テンプルトンの場合は、①現金によってレッグ・メイソンを買収したこと、②レッグ・メイソンの事業改革を進めて企業価値を向上させることを目指すトライアン・パートナーズと、フランクリン・テンプルトンの思惑が一致していること、③トライアン・パートナーズは同買収によって得られた約20%のプレミアムを評価していることなど、インベスコの場合と比べて、統合プロセスが円滑に進む条件が揃っていると言えよう。

V. 避けて通れない米国資産運用業界の再編

近年、伝統的なアクティブ運用が主体の資産運用会社を取り巻く環境は厳しさを増している。世界の資産運用会社の営業利益率（Operating Margin）は、過去5年間で約20%減少した¹⁵。インデックス・ファンド及びETFが台頭し、伝統的なアクティブ・ファンドからは資金流出が継続している。運用資産総額上位3社（ブラックロック、バンガード、フィデリティ・インベストメンツ）は、独立系ファイナンシャル・アドバイザー向けの証券取引サービス等、所謂、資産運用業以外の事業を拡大することで圧倒的な存在感を有し始めている。プルデンシャル傘下のPGIMのデービッド・ハントCEOは2019年12月、「現在のような勝者と敗者の格差は、これまで経験したことがないものである。上場株式や債券に投資をする大多数の資産運用会社が苦戦を強いられており、資金流出が継続する状態にある。それが近いうちに変わることはなさそうだ」と述べた¹⁶。

今後、米国の資産運用会社は、伝統的なアクティブ運用以外の運用戦略を強化し、多角化を進める必要がある。実際、フランクリン・テンプルトンは本件買収に加え、2020年1月、プレシディアン・インベストメンツ（本社はニュージャージー州ベドミンスター）の持ち分を19.9%から最大で75%まで増加させる意向を示している¹⁷。プレシディアン・インベストメンツは、セミトランスパレント型アクティブETF（日次でポートフォリオの構成銘柄を開示しないタイプのETF）に強みをもっていることで知られており、フランクリン・テンプルトンは、同商品が最大でミューチュアル・ファンド業界の約25%を代替するという予想を示している¹⁸。

伝統的なアクティブ運用会社を中心とした米国資産運用業界の再編は不可避であるもの

¹⁵ “Fee pressure takes toll on managers’ operating margins,” *Pensions&Investments*, February 26th 2020.

¹⁶ “‘Zombie’ Future Threatens Asset Managers, PGIM’s Hunt Says,” *Bloomberg*, December 18th 2019.

¹⁷ “Legg Mason to pay \$25 million to take majority stake in Precidian Investments,” *Pensions&Investments*, January 31st 2020.

¹⁸ レッグ・メイソンの2019年アニュアル・レポートを参照。

と思われる。運用戦略の多角化には M&A が伴う可能性が高く、フランクリン・テンプレトンのように頑強なバランスシートを有する資産運用会社は、買収者として注目を集めるであろう。他方で、コスト効率が低い資産運用会社は、トライアン・パートナーズのようなアクティビストから株主提案等を受け、結果的に被買収者となることも考えられる。ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーのような大手金融グループは、現在、ウェルスマネジメント部門の強化を図っているが、今後は同部門で取り扱う資産運用商品を拡充し、預かり資産を拡大させるべく、資産運用会社の買収に乗り出す可能性もある。事実、モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン CEO は 2018 年 5 月、資産運用部門の成長に向けた買収を模索していることを示唆した¹⁹。米国資産運用業界の再編の動向は、引き続き注目に値する。

¹⁹ “Morgan Stanley Wants to Double Asset Manager to \$1 Trillion,” *Bloomberg*, May 22nd 2018.