

## モルガン・スタンレーによるイトン・バンスの買収

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. モルガン・スタンレーは 2020 年 10 月、イトン・バンスを買収し、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（MSIM）と統合することを公表した。統合後のモルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント及び資産運用事業の純収益は、競合他社を上回り、世界最高水準となる予定である。
2. 本件買収は、モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン CEO が、10 年以上にわたって推進してきた戦略的事業改革の一環であり、安定的な収益性を期待できるウェルス・マネジメント及び資産運用事業を拡大することで、多くの自己資本を活用する機関投資家向けトレーディング事業に偏重していた収益構造からの転換を図ろうとするものである。ゴーマン CEO は、イトン・バンスについて、運用戦略、地域、顧客属性の重複が少ないことから、長年探してきた適切なパートナーであるとしている。
3. イトン・バンスは、モルガン・スタンレーと共に職域事業を展開することで、同社傘下のパラメトリックが提供するセパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）の預かり資産を増大できると考えている。また、イトン・バンスは、モルガン・スタンレー・サステナブル投資研究所が有するネットワークを活用することで、イトン・バンス傘下のカルバートの ESG ファンドを更に成長させることを企図している。すなわち、本件買収は、レベニュー・シナジーの創出を目的としており、コスト・シナジーを追求した他の資産運用会社同士の統合とは一線を画すものである。
4. 現在、米国の大手金融機関は、利益相反を管理しつつ自社系列商品を販売することで、レベニュー・シナジーを創出しようとしている。つまり、資産運用事業の活用は、競合他社との差別化を図る上で重要な役割を果たしている。資産運用事業に関する今後の成長戦略について、明確な経営方針を打ち出すことこそ、大手金融機関の事業展開の可能性を大きく左右するといっても過言ではない。米国の大手金融機関の資産運用事業を中心としたビジネス・モデルの改革を巡る動向は、今後も注目に値する。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 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。
- ・ 岡田功太、下山貴史「フランクリン・テンプルトンによるレグ・メイソンの買収」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号（ウェブサイト版）を参照。

## I モルガン・スタンレーの戦略的事業改革

### 1. 投資銀行を主体とするビジネス・モデルからの転換

#### 1) 資産運用事業の強化

モルガン・スタンレーは2020年10月、イトン・バンスを約70億ドルで買収することを公表した<sup>1</sup>。本件買収額のうち、50%は現金であり、残り50%は株式交換である。つまり、イトン・バンスの株主は、1株に対して28.25ドルの現金と、0.5833株のモルガン・スタンレーの普通株を受け取る。これは、イトン・バンス株1株当たり56.50ドルに相当し、買収合意公表後の同社株価の終値を約38%上回る水準である。

モルガン・スタンレーは、グループ傘下の資産運用会社であるモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント (MSIM) とイトン・バンスを統合し、前者を存続会社とする予定である。イトン・バンスのトーマス・ファスト CEO は、統合後の MSIM の会長に就任し、モルガン・スタンレー及び MSIM の経営会議メンバーとなる見込みである。現在の MSIM の CEO であるダン・シムコウィッツ氏は、統合後も同社の CEO に就く予定である。

モルガン・スタンレーは、米国最大級のウェルス・マネジメント事業を営む会社として知られている。同社は2009年6月にスミス・バーニーを買収し、主に富裕層個人向けの証券事業を構築した<sup>2</sup>。その後、同社は2019年2月にソリウム・キャピタルを買収することで職域事業の拡大を図り、2020年2月にイー・トレードを買収し、オンライン証券及び独立系ファイナンシャル・アドバイザー向けの証券サービス事業も展開することとなった<sup>3</sup>。そして今般、モルガン・スタンレーは、イトン・バンスを買収することにより、ウェルス・マネジメント事業だけではなく、資産運用事業についても強化を図る。イトン・バンスと統合後の MSIM の運用資産総額は約1兆2,000億ドルに達し、収益 (revenue) は約50億ドルとなる見込みである。

#### 2) 競合相手はチャールズ・シュワブ

本件買収は、過去10年以上にわたって、モルガン・スタンレーのジェームズ・ゴーマン CEO が推進してきた戦略的事業改革 (strategic transformation) の一環に位置づけられる。すなわち、安定的な収益性を期待できるウェルス・マネジメント及び資産運用事業を拡大することで、多くの自己資本を活用する機関投資家向けトレーディング事業に偏重していた収益構造からの転換を図ろうとするものである。

<sup>1</sup> Morgan Stanley, “Advancing Our Strategic Transformation: Leading Asset Manager Positioned for Growth,” October 8<sup>th</sup> 2020.

<sup>2</sup> 詳細は、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。

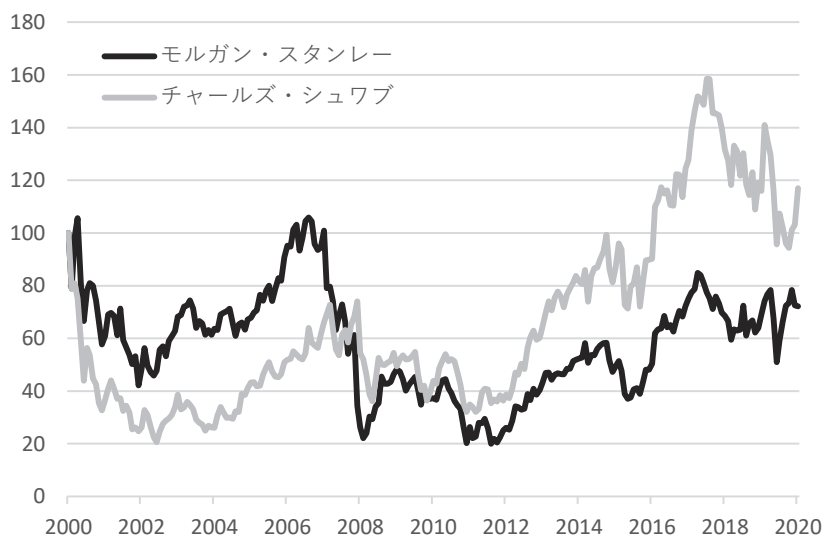
<sup>3</sup> 詳細は、岡田功太、下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革ーウェルス・マネジメント事業を中心にー」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

イトン・バンスの買収によって、モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント及び資産運用事業の純収益（net revenue）は約 260 億ドル、顧客預かり資産は約 4.4 兆ドルとなる見込みであり、その場合、5 年前と比べて前者は約 1.5 倍、後者は約 1.8 倍となる。特に、統合後のモルガン・スタンレーにおける同事業の純収益は、競合他社を上回り、世界で最も高い水準となる予定である。ここで言う競合他社とは、バンク・オブ・アメリカ（メリルリンチ）、ブラックロック、チャールズ・シュワブ、クレディ・スイス、フィデリティ・インベストメンツ、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、UBS、ウェルズ・ファーゴである。

モルガン・スタンレーは、戦略的事業改革を推進することで、グループ全体の収益のうち、ウェルス・マネジメント及び資産運用事業が占める割合を増加させてきた。同社の税前利益（Pre-Tax Profit）のうち、同事業が占める割合は、2010 年に 26%であったが、2019 年には 51%となった。今般、モルガン・スタンレーは、イトン・バンスを買収することで、2019 年の同割合は 58%に達する見込みであり、従来型の投資銀行を主体とするビジネス・モデルからの脱却を加速させる。ゴーマン CEO は、モルガン・スタンレーの主な競合相手は、チャールズ・シュワブであると述べており、株式市場において、成長著しいウェルス・マネジメント及び資産運用サービスの提供者として評価されるよう、株主に対してアピールしている<sup>4</sup>。

2008 年のグローバル金融危機が発生するまでのモルガン・スタンレーは、機関投資家向けトレーディング事業を中心とした事業を展開しており、チャールズ・シュワブ

図表 1 過去 20 年間のモルガン・スタンレー及びチャールズ・シュワブの株価推移



(注) 1. データ頻度は月次であり、期間は 2000 年 10 月末から 2020 年 10 月末。

2. 2000 年 10 月の株価を 100 に指数化してグラフを作成。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> “With \$20 billion in deals this year, Morgan Stanley pivots further away from risky Wall Street,” CNBC, October 8<sup>th</sup> 2020.

ブの株価をアウトパフォームしていたが、2010年頃に金融規制が厳格化されて以降は、アンダーパフォームしている。現在、米国株式市場においては、多くの自己資本を活用する機関投資家向けトレーディング事業よりも、ウェルス・マネジメント及び資産運用事業を主体とする金融機関の方が、高い評価を受ける傾向にあることが見て取れる（図表1）。

## 2. 買収対象となる資産運用会社を模索してきた経緯

モルガン・スタンレーは、過去3年以上にわたって、大型買収による資産運用事業の成長の可能性を模索し続けてきた。同社は2009年10月に、MSIMの個人向け資産運用部門をインベスコに売却した<sup>5</sup>。当時のモルガン・スタンレーは、グローバル金融危機の影響を受けて事業の立て直しを迫られており、資本を増強する必要があったためである。その後、ゴーマン CEO は、当時の判断は誤りであったことを認めている<sup>6</sup>。すなわち、同 CEO は、モルガン・スタンレーの事業ポートフォリオを見直し、収益の安定化を図るためには、資産運用事業を売却するのではなく、むしろ買収することで増強すべきであると考えを変えたと解することができよう。

実際に、モルガン・スタンレーは2018年3月に、プライベート・クレジット戦略の運用商品を提供するメサ・ウエスト・キャピタルを買収した<sup>7</sup>。その直後の2018年5月、ゴーマン CEO は、資産運用会社の成長に向けた更なる買収を検討していることを示唆した。つまり、モルガン・スタンレーにとって、イトン・バンスのような大規模な資産運用会社の買収は、過去3年間以上にわたって模索し続けてきたことであり、戦略的事業改革を推進し、株式市場において、ウェルス・マネジメント及び資産運用事業を主体とする金融機関としての評価を受けるには、必要不可欠な取り組みであったと言える。

ゴーマン CEO は、MSIM とイトン・バンスは完璧な補完関係にあると述べている。イトン・バンスは、バンクローン、ハイ・イールド債、地方債の運用能力を有することに加えて、セパレートリー・マネージド・アカウント（SMA: Separately Managed Account）等のソリューションを提供するが、それらはMSIMにとって強みを有する領域ではない<sup>8</sup>。他方で、MSIM は、インフラ投資やプライベート・エクイティ投資については運用能力を有するが、それらはイトン・バンスにとって強みを有する領域ではない。また、MSIMの資金流入額の約65%は、主に米国外の機関投資家から受託したものである一方で、イトン・バンスの資金流入額の約95%は、主に米国の個人投資家から受託したものである。

<sup>5</sup> Invesco, “Invesco to Acquire Morgan Stanley’s Retail Asset Management Business, Including Van Kampen Investments,” October 19<sup>th</sup> 2009.

<sup>6</sup> “Morgan Stanley’s Eaton Vance Acquisition Could Mean More Asset Management Mergers Are Coming,” *Forbes*, October 8<sup>th</sup> 2020.

<sup>7</sup> Morgan Stanley, “Morgan Stanley Investment Management Completes Acquisition of Mesa West Capital, LLC,” March 19<sup>th</sup> 2018.

<sup>8</sup> 詳細は、岡田功太、和田敬二郎「米国 SMA・ファンドラップの拡大を支えた規制と金融機関経営の変遷」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号、同「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号（ウェブサイト版）を参照。

つまり、MSIM とイートン・バンスは、運用戦略、地域、顧客属性の3点において重複が少ないことから、モルガン・スタンレーは、イートン・バンスについて、長年探してきた適切なパートナーであるとしている。

### 3. イートン・バンス買収によるレベニュー・シナジーの創出

現在、米国資産運用業界においては、バンガードをはじめとする低コスト商品の提供者が巨大化し、アクティブ運用を主体とする運用会社は再編の最中にある<sup>9</sup>。そうした環境下で、継続的な資金流出に見舞われている資産運用会社同士が統合し、コスト削減をしながら規模を追求しようとしても、むしろ、ファンド・マネージャー等の人材の流出に拍車がかかり、資金流出に歯止めが利かなくなるケースが散見される<sup>10</sup>。

他方で、MSIM とイートン・バンスは、両社共に、アクティブ運用を主体とする資産運用会社であり、継続的に資金を獲得している。2017年から2020年第2四半期にかけて、累積の純資金流入額が運用資産総額に占める割合は、MSIMが21%、イートン・バンスは19%、競合他社は-3%であった。ここで言う競合他社とは、アライアンス・バーンスタイン、ブラックロック（アクティブ運用のみ）、DWS（アクティブ運用のみ）、フランクリン・テンプレトン、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、インベスコ（アクティブ運用のみ）、ジャナス・ヘンダーソン、JP モルガン・アセット・マネジメント、レグ・メイソン、シュローダー、スタンダードライフ・アバディーン、T ロウ・プライスである。

ゴーマン CEO は、アクティブ運用を主体とする資産運用会社同士の統合が成功するには、両社が成長している局面において、M&A が実施されなければならないと考えており、モルガン・スタンレーによるイートン・バンスの買収は、適切なタイミングであると述べている。その上で、MSIM は、イートン・バンスと統合した後に、更なる成長を遂げようとしている。モルガン・スタンレーは、現在、ソリウム・キャピタルを買収することで職域事業を提供し、イー・トレードを買収することで、オンライン証券及び IFA 向け証券サービス事業を展開している。つまり、モルガン・スタンレーは、対面による販売チャンネルだけではなく、職域やオンライン証券等の多様な販売チャンネルにおいて、MSIM（及び買収後のイートン・バンス）の運用商品を提供することで、更なる運用資産総額（AUM）の増加を目指している。

要するに、今般のモルガン・スタンレーによるイートン・バンスの買収は、レベニュー・シナジーの創出を目的としたものであり、コスト・シナジーを追求した他の資産運用会社同士の統合とは一線を画すものと言えよう。

<sup>9</sup> 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、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。

<sup>10</sup> 詳細は、岡田功太、下山貴史「フランクリン・テンプレトンによるレグ・メイソンの買収」『野村資本市場クォーターリー』2020年春号（ウェブサイト版）を参照。

## II イトン・バンスの概要

### 1. SMA の運用を担うパラメトリック

イトン・バンスは、ニューヨーク証券取引所に上場する持株会社である。同社は、傘下に、イトン・バンス・マネジメント、パラメトリック、アトランタ・キャピタル、カルバート等の資産運用会社を有しており、マルチブティック型のビジネス・モデルを展開している（図表 2）。イトン・バンスの中核を成す資産運用会社は、パラメトリックである。同社は、米国で初めて、カスタム・ポートフォリオの運用を開始した資産運用会社として知られており、現在は、主に SMA のポートフォリオ構築や投資助言サービスを提供している。パラメトリックの AUM は約 3,100 億ドルであり、グループ全体の約 60% を占めている（2020 年 7 月末時点、図表 3）。

実は、モルガン・スタンレーは、パラメトリックのサービスを個人顧客に提供する最大の金融機関である。近年、米国の個人向け証券業界においては、売買手数料をゼロとする業者が増加し、コミッション型サービスが減少傾向にある中で、モルガン・スタンレー等の金融機関は、SMA 等の残高フィー型サービスの提供に注力してきた<sup>11</sup>。その結果、モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の預かり資産のうち、約 47% は SMA 等の残高フィー型サービスが占めるに至り、パラメトリックは、モルガン・スタンレーが取り扱っている SMA 等のポートフォリオを構築し、運用をしている（2020 年 9 月末時点）。つまり、イトン・バンスとモルガン・スタンレーは、長年にわたって、ウェルス・マネジメント及び資産運用事業を通じて良好な関係を築いてきたことから、企業文化の摩擦等を最小化した形で統合できる可能性がある。

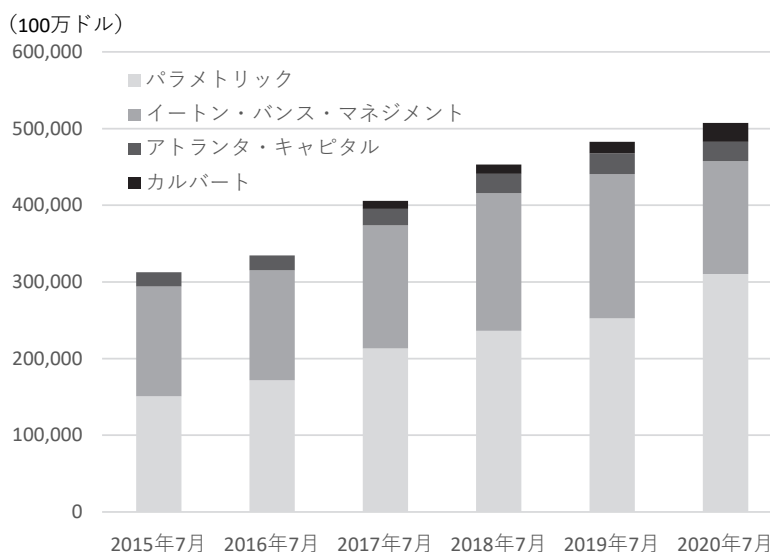
図表 2 イトン・バンス傘下の主な資産運用会社の概要

資産運用会社名	創業年	会社概要
イトン・バンス・マネジメント	1924 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンダメンタル分析に基づく、株式や債券のアクティブ運用ファンドを提供。</li> <li>独立系ファイナンシャル・アドバイザーに対して、投資アドバイスを提供。</li> </ul>
パラメトリック	1987 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国で初めて、カスタム・ポートフォリオの運用を開始した資産運用会社。</li> <li>SMA の運用や投資助言サービスを提供。</li> </ul>
アトランタ・キャピタル	1969 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>個別銘柄に関するボトムアップ分析を主体とするアクティブ運用ファンドを提供。</li> <li>個人及び機関投資家向けの SMA を運用。</li> </ul>
カルバート	1976 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国初の ESG ファンドを運用。</li> <li>米国で初めて、上場企業の社会問題に関する議決権を行使。</li> </ul>

（出所）イトン・バンスより野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 詳細は、岡田功太「チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収－米国個人向け金融サービス業界への示唆－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

図表3 イートン・バンス傘下の資産運用会社の AUM の推移



(注) イートン・バンスは2016年11月にカルバートを買収。

(出所) イートン・バンスより野村資本市場研究所作成

## 2. イートン・バンスの成長戦略

### 1) パラメトリックの AUM 増加

イートン・バンスは、MSIM と統合することで、自身の高収益事業を更に成長させることを目指している。第一に、パラメトリックの AUM の増加である。イートン・バンスの AUM のうち、主にパラメトリックが提供する SMA 等の運用や投資助言サービスが占める割合は、約 53% である（2020 年 7 月末時点、図表 4）。他方で、イートン・バンスが得た信託報酬に占めるパラメトリックのサービスの割合は、約 20% に過ぎない。つまり、パラメトリックのサービスの収益性は、他のイートン・バンスの運用商品よりも低いことから、より一層の AUM の増加が期待されていると言える。

そこで、イートン・バンスのファスト CEO は、モルガン・スタンレーによるイー・トレードの買収完了のタイミングを見計らって、統合の検討開始をモルガン・スタンレーに打診した。現在、モルガン・スタンレーは、モルガン・スタンレー・ワークスペースという職域事業を構築している<sup>12</sup>。同事業は、ソリウム・キャピタルのデジタル・ソリューションを活用し、イー・トレードの職域顧客に資産運用商品を提供するものである。

それに対して、イートン・バンスは、職域顧客に対して、カスタム・ポートフォリオを提供する能力を持つ一方で、職域領域における強固な顧客基盤を有していない。そのため、イートン・バンスは、MSIM と統合し、職域事業を共に展開することで、パラメトリックの預かり資産を増大できると考えた。実際に、モルガン・スタンレー

<sup>12</sup> 前掲脚注 3 を参照。

図表 4 各投資戦略及び投資ビークルがイトン・バンスの AUM 及び信託報酬に占める割合

投資戦略	AUM	信託報酬	投資ビークル	AUM	信託報酬
株式	26%	49%	オープン・エンド・ファンド	21%	38%
債券	20%	28%	SMA	65%	34%
SMA 等の運用や投資助言サービス	53%	20%	プライベート・ファンド	9%	15%
オルタナティブ	1%	3%	クローズド・エンド・ファンド	5%	13%

(出所) イトン・バンスより野村資本市場研究所作成

は、イトン・バンスの買収完了後、パラメトリックが運用する地方債及び社債のポートフォリオを、モルガン・スタンレー・ワークプレースの顧客に提供することを検討している。

## 2) ESG 投資の更なる拡大

第二に、ESG ファンドの AUM の増加である。イトン・バンスの AUM のうち、オープン・エンド・ファンドが占める割合は約 21% であり、信託報酬に占める同商品の割合は約 38% である（2020 年 7 月末時点）。また、同社の AUM のうち、株式が占める割合は約 26% であり、信託報酬に占める同商品の割合は約 49% である（2020 年 7 月末時点）。つまり、イトン・バンスにとって、最も収益性が高い主力事業は、株式のオープン・エンド・ファンドの運用である。

その中でも、特に成長著しい事業として、カルバートが提供する ESG 投資戦略がある。カルバートは 1982 年に、米国初の ESG ファンドの運用を開始した資産運用会社であり、現在に至るまで、投資先企業に対して積極的に議決権を行使することで、社会的な問題に取り組むことを促している。カルバートは、2019 年 9 月末から 2020 年 9 月末にかけて、米国の ESG ファンドの中で最も純資金流入額が多かったことで知られており、同社の AUM は、2017 年 7 月末の約 103 億ドルから、2020 年 7 月末には約 247 億ドルまで増加している。カルバートは、イトン・バンスの AUM のうち、約 5% と小規模ではあるが、今後の成長可能性を期待できる。

他方で、モルガン・スタンレーも、長年にわたって、サステナブル・ファイナンスに取り組んできた。同社は 2013 年 11 月に、モルガン・スタンレー・サステナブル投資研究所（Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing）という研究機関を立ち上げた<sup>13</sup>。同機関は、モルガン・スタンレー・グループを代表して、顧客企業や学界との対話を通じて、持続可能な事業に対する新たな資金調達手法や投資アイデアを創出する役割を担っている。具体的には、MSIM と協働して、新たな ESG ファンドを組成したり、コロンビア大学の経営大学院と提携して、サステナブル・インベスティン

<sup>13</sup> Morgan Stanley, “Morgan Stanley Establishes Institute for Sustainable Investing,” November 1<sup>st</sup> 2013.



グ・フェローシップ（Sustainable Investing Fellowship）を運営している。このプログラムは、コロンビア大学の学生がモルガン・スタンレーの各部門においてインターンシップを行い、サステナブル・ファイナンスに関する業務に従事するものである。更に、モルガン・スタンレー・サステナブル投資研究所は、ノースウェスタン大学の経営大学院と協働で、サステナブル・インベスティング・チャレンジ（Sustainable Investing Challenge）を運営している。これは、世界各国の学生が、ESG投資やサステナブル・ファイナンスに関する具体的な商品を提案するコンテストである。

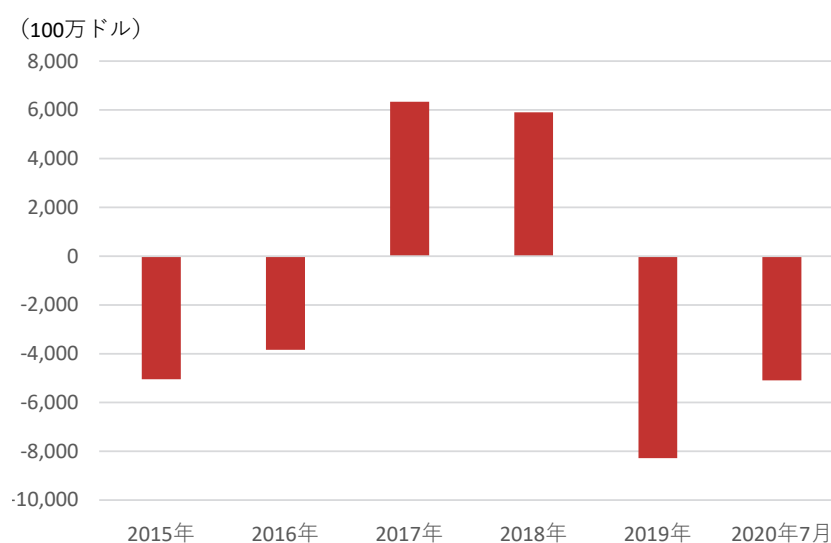
イトン・バンスは、モルガン・スタンレー・サステナブル投資研究所が有する私的・公的セクターのネットワークを活用することで、カルバートの事業を更に成長させることを企図していると考えられる。

### 3. 債券ファンドの純資金流出の抑止

イトン・バンスは、自身の主力事業を成長させるだけでなく、自身が抱える経営戦略上の課題解決も目指している。近年、同社は、債券ファンドの資金流出に見舞われている。特に、同社の変動利付債ファンドの純資金流出額は、2015年から2020年7月末にかけて、累積で約100億ドルに達しており、同ファンドの資金流出を抑止することは、同社の企業価値を向上させるにあたって必要不可欠な取り組みとなっていた（図表5）。

イトン・バンスにおいて、変動利付債等の債券ファンドを提供しているのは、主にイトン・バンス・マネジメントとパラメトリックである。イトン・バンスは2019年6月に、戦略的イニシアティブを公表し、イトン・バンス・マネジメント及びパラメトリックのITシステム等のバックオフィス機能を統合し、販売会社との契約を整理した。

図表5 イトン・バンスの変動利付債ファンドの純資金流入額の変移



(出所) イトン・バンスより野村資本市場研究所作成

これにより、業務の低コスト化と効率性の向上は実現したが、次のステップとして、新たな顧客基盤を獲得することで、販売額を増加させて、純資金流出額を減少させる必要があった。

そうした中で、イトン・バンスにとって、MSIM は魅力的なパートナーであった。MSIM の債券ファンドの AUM のうち、約 70%は米国外の顧客から受託した資金である（2020年6月末時点）。そのため、モルガン・スタンレーは、過去数年間にわたって、米国顧客に債券ファンドを提供する資産運用会社の買収を模索してきた。同社は 2017 年頃に、米国における顧客基盤を獲得すべく、フォートレス・インベストメントの債券運用部門であるローガン・サークル・パートナーズ（現在はメットライフ・グループ）の買収を検討したこともあった<sup>14</sup>。他方で、イトン・バンスは、MSIM が保有していない地方債等のファンドを提供しており、かつ、米国に強固な顧客基盤を有していたことから、双方にとって統合メリットがあると考えられた。実際に、モルガン・スタンレーは、イトン・バンスの買収完了後、債券ファンドの提供を積極化することを検討している。

### III モルガン・スタンレーによるイトン・バンス買収完了後の課題

モルガン・スタンレーは、イトン・バンスの買収完了後、主にウェルス・マネジメント部門が、MSIM 及びイトン・バンスのファンドを顧客に販売することで、レベニュー・シナジーを創出しようとしている。すなわち、モルガン・スタンレーは、自社系列商品の販売による成長を目指しているが、それに伴う利益相反の抑止が、今後の同社の課題であると指摘されている<sup>15</sup>。

実は、米国では、大手金融機関が、個人顧客に販売した商品について、自社系列商品であることを十分に開示しなかったケースが散見される。例えば、JP モルガンは 2015 年 12 月に、グループ傘下の銀行の支店で販売されている SMA 等において、同グループの資産運用会社が運用するミューチュアル・ファンド等が組み入れられていることを、個人顧客に対して十分に開示していなかったとして、約 3 億ドルの制裁金を支払うことで、証券取引委員会（SEC）及び商品先物取引委員会（CFTC）と合意した<sup>16</sup>。JP モルガンが、1940 年投資顧問法第 206 条及び 1933 年証券取引法第 17 条に違反した可能性があるという指摘である。つまり、大手金融機関が、自社系列商品または同商品を組み入れたサービスを個人顧客に販売する際には、同商品の運用者は、販売会社と同じグループ傘下の関係会社であることや、同商品販売時の営業員の評価体系等を十分に開示し、利益相反を最小化する必要がある。

他方で、米国の大手金融機関は、自社系列商品を販売することによって、グループ傘下の販売会社及び資産運用会社の両社の成長を目指しているという見方もできる。フィデリ

<sup>14</sup> “Morgan Stanley to Buy Eaton Vance for \$7 Billion,” *Wall Street Journal*, October 8<sup>th</sup> 2020.

<sup>15</sup> 前掲脚注 14 を参照。

<sup>16</sup> SEC, “J.P. Morgan to Pay \$267 Million for Disclosure Failures,” December 18<sup>th</sup> 2015.

ティ証券は、信託報酬を無料化したインデックス・ファンドを、独立系ファイナンシャル・アドバイザー及び個人顧客に提供している<sup>17</sup>。同ファンドは、フィデリティ・インベストメンツが運用するものであることから、自社系列商品である。また、チャールズ・シュワブは、ワンソースと呼ばれるサービスを、独立系ファイナンシャル・アドバイザー及び個人顧客に提供している<sup>18</sup>。同サービスは、チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントが運用する自社系列商品を組み入れたものである。加えて、ゴールドマン・サックスは、コンシューマー&ウェルス・マネジメント部門のファイナンシャル・アドバイザーが、資産運用部門（マーチャントバンキング事業を含む）が運用する自社系列商品を個人顧客に販売することで、グループ全体の収益の安定化を図っている<sup>19</sup>。

更に、米国では、統合後に自社系列商品の販売による成長を前提とした資産運用会社の買収事例も散見される。ブラックロックとメリルリンチは 2006 年 2 月、ブラックロックとメリルリンチ・インベストメント・マネージャーズを統合することを公表した<sup>20</sup>。本件買収完了後、メリルリンチは、統合後のブラックロックの発行済株式総数の約 49.8%を保有したことから、両社は関係会社となった。本件統合の目的の一つは、成長著しいブラックロックの運用商品を、米国最大級の販売網を有するメリルリンチが販売することであり、自社系列商品の提供を前提としていた。

また、インベスコは 2018 年 10 月に、マスミューチュアルから同社傘下のオープンハイマーファンズを買収した。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約 57 億ドル分のインベスコの株式を取得し、最大株主となった。その際、マスミューチュアル及びインベスコは戦略的提携契約を締結し、前者が後者の資産運用商品を取り扱うことに合意した<sup>21</sup>。つまり、マスミューチュアルは、本件買収完了後、インベスコ及びオープンハイマーファンズが運用する自社系列商品の販売に注力することで、更なる成長を目指している。

要するに、米国においては、自社系列商品の販売そのものが、禁止または制限されているのではなく、同商品の販売時に、同商品の運用者が販売会社と同じグループ傘下の関係会社であることや、同商品販売時の営業員の評価体系等を十分に開示することが求められている。今後、モルガン・スタンレーは、イートン・バンスと MSIM の統合した後に、パラメトリックやカルバート等が運用する資産運用商品が自社系列商品であることを個人顧客に明示し、利益相反を管理することで、健全な成長を目指す必要があると言えよう。

<sup>17</sup> 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。

<sup>18</sup> 詳細は、岡田功太、下山貴史「チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号を参照。

<sup>19</sup> 前掲脚注 3 を参照。

<sup>20</sup> 詳細は、関雄太「ブラックロックと資産運用部門を統合するメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2006年春号を参照。

<sup>21</sup> 前掲脚注 10 を参照。

## IV 米国の大手金融機関の成長を左右する資産運用事業

著名なアクティビストであるトライアン・パートナーズは2020年10月、ジャナス・ヘンダーソン及びインベスコの両社について、発行済株式総数の約9.9%を取得したことを公表した<sup>22</sup>。ジャナス・ヘンダーソン及びインベスコは、それぞれ2016年と2018年に大型の買収を実施したが、それ以来、規模を追求することができたというよりは、むしろ、資金流出に歯止めがきかず、コスト・シナジーを創出できていない。そこで、トライアン・パートナーズは、両社を統合させることでコスト効率を向上させて、株主としてリターンを得ようと考えている。実は、トライアン・パートナーズは2019年6月に、レグ・メイソンの発行済株式総数の約4.5%を取得し、フランクリン・テンブルトンと統合させることで、収益を上げることに成功している<sup>23</sup>。今後も、アクティブ運用を主体としており、かつ、株主から見て十分にコスト効率を向上できていない資産運用会社に対しては、アクティビスト等による再編の圧力が強まることが予想される。

他方で、今般のモルガン・スタンレーによる買収は、MSIM及びイトン・バンスについて、①運用戦略、地域、顧客属性について、重複が少なく補完関係にあること、②長年のビジネス・パートナーであり、互いの企業文化の差異や実情について知見があること、③両社共に成長著しいことから、企業文化の摩擦及び人材流出を最小化しながら統合を進めることができる可能性がある。その上で、モルガン・スタンレーは、過去10年間にわたって、従来型の投資銀行から、成長著しいウェルス・マネジメント及び資産運用サービスの提供者としてビジネス・モデルの転換を図ろうとしており、イトン・バンスを買収することでレベニュー・シナジーを創出しようという明確な目的を有している。同買収が、株式市場において高く評価された場合、他の大手金融機関も、自身のビジネス・モデルに適した資産運用会社の買収を検討する可能性がある。

現在、チャールズ・シュワブ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、フィデリティ・インベストメンツ等の大手金融機関は、ウェルス・マネジメント及び資産運用事業に注力しており、それぞれが独自のビジネス・モデルを構築している。そうした中、資産運用事業を活用したレベニュー・シナジーの創出は、大手金融機関が競合他社との差別化を図る上で重要な役割を果たしている。資産運用事業に関する今後の成長戦略について、明確な経営方針を打ち出すことこそ、大手金融機関の事業展開の可能性を大きく左右するといっても過言ではない。米国資産運用業界の再編と、大手金融機関の資産運用事業を中心としたビジネス・モデルの改革を巡る動向は、今後も注目に値する。

<sup>22</sup> “Triam Takes Stakes in Invesco, Janus Henderson With Eye on Deals,” *Wall Street Journal*, October 1<sup>st</sup> 2020.

<sup>23</sup> 前掲脚注10を参照。