

アライアンスによるバースタインの買収

去る 2000 年 6 月 20 日、米国・資産運用業界において大型の買収が発表された。

米国・資産運用業界で 10 位（運用資産残高約 3,900 億ドル¹、約 42 兆円）のアライアンスによる、同・45 位（資産運用残高約 800 億ドル²、約 9 兆円）のバースタインの買収である。買収総額は約 35 億ドル、現金で 15 億ドル、株式交換で 20 億ドルである³。

この結果、運用資産残高が約 4,700 億ドル（約 51 兆円）、米国・資産運用業界で 7 位の運用会社が生まれた。ただし、5 位のメリル・リンチ・アセット・マネジメント運用資産残高に占める MMF の割合が高いこと、2 位のバークレーズ・グローバル・インベスターズと 3 位のステートストリート・グローバル・アドバイザーズは機関投資家向け・インデックス運用が中核であること、4 位のバンガードにおける最大の商品がリテール向け・株式インデックス投信（バンガード 500 インデックス）であることなどを考慮すると、アクティブの運用会社としては事実上の米国・トップ 5 入りと言えよう。

1. アライアンスの概要

アライアンスは資産運用ビジネスを幅広く提供している。投資信託（運用資産残高で約 1,900 億ドル、約 20 兆円）では約 300 本を通販ではなく原則、証券会社や銀行、保険会社などを經由する公販、確定拠出型企業年金（401(k)プラン）、IRA で販売している。近年は「グロース」および「テクノロジー」の投資信託で高い実績を誇っているが、債券投信でも定評がある。さらに確定給付型年金を中心とした機関投資家向け（運用資産残高約 2,000 億ドル、約 22 兆円）では、例えばフォーチュン上位 100 社のうち 29 社の企業年金、および 33 州の公務員年金などから資産運用の一部を委託されている。

もともと 1962 年に証券会社のドナルド・ラフキン・ジェンレットが、確定給付型年金向け・運用サービスを提供することを目的に設立した資産運用会社である。85 年に大手生命保険会社エクィタブルに買収された（88 年にマスター・リミテッド・パートナーシップとして、エクィタブルが支配権を維持しつつニューヨーク証券取引所に一部を公開した）。その後、93 年にエクィタブルの運用部門であったエクィタブル・キャピタル・マネジメント、

¹ 同社・ホームページでの開示データに基づく。

² 同社・ホームページでの開示データに基づく。2000 年 6 月下旬のウォール・ストリート・ジャーナル紙では 860 億ドルと報じられていた。

³ その後、2000 年 10 月 2 日に買収手続きが完了したことがプレス・リリースされた。

■ 資本市場クォーターリー 2000年 秋

94年にシールズ・アセット・マネジメントなどを吸収した。エクイタブルが仏の大手生命保険会社アクサに買収されたのに伴い、アクサ・ファイナンシャル⁴がアライアンスの53%⁵を所有している。

表1 米国・資産運用会社ランキング

順位	運用会社	資産残高 (億ドル)	順位	運用会社	資産残高 (億ドル)
1	Fidelity	10,273	26	A I M Management Group Inc.	1,607
2	Barclays Global Investors	7,845	27	Northern Trust Global Investments	1,389
3	State Street Global Advisors	6,724	28	SG Asset Management	1,379
4	Vanguard Group	5,642	29	MFS Institutional Advisors	1,366
5	Merrill Lynch Asset Mgmt. Group	5,573	30	GM Investment Management Corp.	1,277
6	Capital Research	4,851	31	Franklin Resources	1,258
7	Metropolitan Life Insurance Co.	4,040	32	John Hancock Mutual Life Insurance	1,255
8	Putnam Investments	3,913	33	Oppenheimer Funds	1,233
9	J.P. Morgan Investment Management	3,850	34	Federated Investors inc.	1,206
10	Alliance Capital Mgmt.	3,683	35	TradeStreet Investment Associates	1,175
11	Prudential Investments	3,647	36	American Century Investments	1,094
12	Deutsche Asset Management	3,005	37	Templeton Investment Counsel	1,093
13	Scudder Kemper Investments, Inc.	2,984	38	GE Investments	1,067
14	UBS Brinson Inc/Brinson Partners	2,798	39	Nikko Global Asset Management	1,034
15	American Express Retirement Svcs.	2,625	40	AIG Global Investment Corp. & Aff.	1,031
16	Janus Capital Corp.	2,495	41	SSB Citi/Citibank Global Asset Mgmt.	1,019
17	Goldman Sachs Asset Management	2,403	42	RIAM Robeco Instit. Asset Mgmt.	1,003
18	SEI Investments	2,350	43	Fleming Asset Management	976
19	Wellington Management Company, LLP	2,335	44	INVESCO, Inc.	925
20	Chase Manhattan Bank Global Asset	2,107	45	Sanford C. Bernstein & Co.	874
21	Credit Suisse Asset Management, LLC	2,029	46	Mellon Capital Mgmt.	864
22	Pacific Investment Mgmt. Co.	1,860	47	Banc One Investment Advisors Corp.	829
23	Morgan Stanley Dean Witter	1,840	48	Dresdner RCM Global Investors	827
24	T. Rowe Price Associates, Inc.	1,797	49	Principal Capital Management, LLC	802
25	BlackRock	1,645	50	Morley Fund Management Trading	801

(出所) Nelson's Directory of Investment Managers 2000より野村総合研究所作成

(注1) 本文中の数字はホームページなどで報じられている直近の数字を用いたので、表中の数字とは異なる。

(注2) 運用資産は投資信託と一任勘定を原則、含む。

(注3) フィデリティはフィデリティ・インベストメンツ（投信運用）とフィデリティ・マネジメント・トラスト（一任勘定）を合わせた数字。

(注4) キャピタル・リサーチはキャピタル・リサーチ&マネジメント（投信運用）とキャピタル・ガーディアン（一任勘定）を合わせた数字。

2. バーンスタインの概要

バーンスタインは「徹底したインベストメント・リサーチ（ファンダメンタル分析とクオンツ分析、インタビュー）」、「インベストメント・ポリシー・グループによる中央集権／トップダウンによる投資意思決定」、「バリュー」を売り物にすると言われてきた運用会社である。

機関投資家（確定給付型の年金基金や財団などを中心に海外を含めて700～800機関）とハイ・ネットワースが主たる顧客である。投資信託について直接ビジネスは行っていないが、バンガードが販売する大型の株式投信「ウインザー」の運用委託を受けていることで

⁴ 仏の大手生命保険会社アクサが60%を支配する。

⁵ 合併後の比率

有名である。また、インベストメント・リサーチの品質には極めて高い評価が定着しており、同社の作成する黒い表紙のレポートは「ブラック・ブック」と呼ばれ、資産運用に関わるプロフェッショナルの間でも広く信頼され、読まれている。さらに、機関投資家向けのみならず、ハイ・ネットワークス向けの「クライアント・サービス」も充実していると言われており、バーンスタインは日本ではほとんど無名であるが、米国・資産運用業界では知らない人がいないと言っても過言ではない運用会社である。

67年にハイ・ネットワークス向けの資産運用会社として創立された。幹部を中心に全従業員の約4割が同社・資本（非公開のパートナーシップ）を100%所有してきたことが特徴である。1999年1月に創業者のザルマン・バーンスタイン氏が亡くなり、同社は公開するのではないかと噂が流れていた。

3. 買収の狙い

「グロース」および「テクノロジー」で近年高成長を遂げてきたアライアンスが、「グロース・ハイテク相場」が終焉を迎えて「バリュウ回帰」の風潮が高まることに対して、同分野で高い評価を得ているバーンスタインを買収することでいち早く手当てを行ったと言えよう。さらに、アライアンスは「一般投資家」と「401(k)プラン・IRA」をメインに「投資信託」が売り物であるが、チャールズ・シュワブのUSトラスト買収に代表されるように、米国のリテール向け・金融サービス業者が「ハイ・ネットワークス向けビジネス」を強化する傾向を強める中で、「ハイ・ネットワークス」で「一任勘定」が売り物のバーンスタインに大きな魅力を感じたことが追い打ちをかけたと思われる。

運用会社の買収・合併で理想の1つとされる商品・顧客の相互補完がかなり実現できているディールではないか。

今後のビジネス展開については、ハイ・ネットワークス向けなど一部では「バーンスタイン」のブランドを引き続き使うこと、アライアンスとバーンスタインの両社の名前を冠した「バリュウ」の投資信託を打ち出すこと、などが予定されているようである。

ーウォール・ストリート・ジャーナル紙からー

「他社が（米国・資産運用業界への）足がかりを得るのに、結構法外な金額を支払っている状況において、今回の買収金額はバーンスタインのキャッシュフロー（年間）の10～11倍にあたるが、アライアンスにとっては良い取引だ。」（ウォール・ストリート・ジャーナル紙に記載された業界アナリストの弁）

「アライアンスにとって絶好の取引だ。と言うのは、この結果同社が、ウェルス・マネジメント（ハイ・ネットワークス向けビジネスのことを米国では最近、こう呼ぶ）の上層に食い込めるようになるからだ。」（パトナム・ラブル・セキュリティーズで金融サービス業

界を担当しているインベストメント・バンカー、ジョセフ・ハーシュバーガー氏)

「中小規模の運用会社にとって、つらい時代になりそうなことがはっきりしてきた。と言うのは、今回のディールを簡単に結論づけると、グローバルな金融サービス分野、とくに資産運用ビジネスあるいはブローカレッジ・ビジネス、において規模こそが物を言う、ということになるからだ。」(モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターの金融サービス・アナリスト、ヘンリー・マックビー氏)

ーアメリカン・バンカー紙からー

「このディールで(銀行・信託部門の)縄張りが荒らされた。ウェルス・マネジメント・ビジネスは長らく銀行の独占ビジネスであったが、着実に運用会社・投資信託にシェアを奪われつつある。より多くの金持ちが銀行ではなく、運用会社に資産を託しつつある。金持ちの資産の多くを依然として銀行がコントロールしているけれども、銀行がその地位を守りきれぬか否か、疑問の余地がある。」(フィラデルフィアのコンサルタント、バートン・グリーンウォルド氏)

なお、前述したようにバーンスタインのパートナーシップは全て同社の従業員が所有していたことから、アライアンスが新たに発行する20億ドルに上るリミテッド・パートナーシップの持ち分は、バーンスタインの従業員によって保有されることになる(後述するように、買収条件には売却制限もある)。アライアンスの時価総額⁶が約90億ドルであることを考えると、バーンスタインの従業員がアライアンスの大株主として経営に対して実質的な影響力を及ぼすことも十分にあり得よう。この点で、今回のディールが「大きな運用会社が小さい運用会社を買収した」という単純な構図とは言い切れない。

4. 最近の運用会社・合併の動向

なお、今回のディールで、米国・資産運用ビジネスにおける「ハイ・ネットワークス向けビジネス」の充実という基調が確認できるが、それに加えて「米国・資産運用会社を巡るクロスボーダー・ディール」の増加といった傾向も鮮明になった。

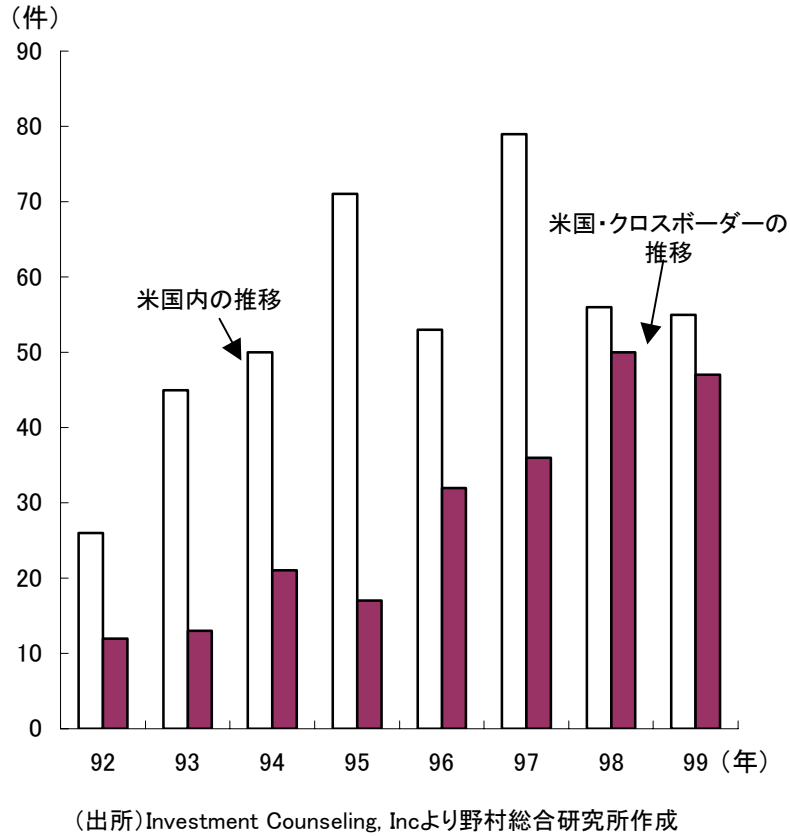
去る2000年6月19日にオールド・ミューチュアル(南アフリカの大手中生命保険・金融サービス会社)がユナイテッド・アセット・マネジメントを約15億ドル(約1,600億円)で、また5月には、イタリアのユニクレジット・イタリアーノ銀行がパイオニア・インベストメント・マネジメントを12億ドルで買収することが発表された。この他にも、仏の金融サービス会社も米国・資産運用会社を買収する予定である。

欧州の金融サービス会社が米国の運用会社に触手を伸ばしている理由には、(a) 米国・株

⁶ 買収完了後ベース

式市場が世界最大規模、ひいては運用ビジネスが巨大であること、(b) 米国・運用会社が持つ戦略やノウハウがイノベティブであること、などが言われている。

図1 米国・資産運用会社を巡る買収／合併／ジョイントベンチャーの推移



ーニューヨーク・タイムズ紙からー

「バリュー・アプローチを中核とする運用会社を（買収によって）加えることは、アライアンスの投資商品・サービス機能を充実させて、国際的に活動するシティグループのようになるというアクサの計画にとって、不可欠と考えられる。」（UBS ウォーバークのアナリスト、クレア・ニックソン氏）

5. 買収の条件など

バーンスタインの株主（すなわち、バーンスタインの従業員）に新たに発行されるリミテッド・パートナーシップの持ち分・約4,100万口のうち9割強にあたる3,800万口については、合併後2年間売却できないとし、その後も毎年2割までという上限が課される。バーンスタインの従業員に対してはさらに、繰り延べ払い・報酬プラン（deferred compensation plan；一般に高水準の報酬が年間の業績などに応じて決められるが、実際の受け取りは翌年や翌々年以降に繰り延べられ、在籍していることなどが条件になったりするプラン）なども用意される。いずれも、バーンスタインの従業員にできるだけ長くアライアンスにコミットメントさせるための仕掛け／インセンティブと言えよう。

（井潟 正彦）