

欧州最大の資産運用会社アムンディ上場の意義

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. アムンディは 2015 年 11 月 12 日、ユーロネクスト・パリ市場に上場した。総額で約 15 億ユーロを調達する大型 IPO 案件となった。アムンディは、運用資産残高 9,520 億ユーロと欧州最大の資産運用会社で、債券運用、機関投資家向け運用を主力とする。
2. 今回の IPO に際し、ソシエテ・ジェネラルは保有するアムンディ株式 20%を全て売却した。他方、クレディ・アグリコルは、2%を中国農業銀行に売却したものの、引き続きアムンディ株式を 80%弱保有し続ける。なお、バリュエーションは、アムンディの主力が債券運用であることなどから、他の欧州大手上場運用会社と比べてやや割安となった。
3. クレディ・アグリコルとしては、販売する投資商品をアムンディのものに限るクローズド・アーキテクチャーを堅持する姿勢を示したものと考えられる。他方、ソシエテ・ジェネラルとしては、欧銀の中で見劣りする自己資本比率の引き上げを図ったものである。また、アムンディにとっては、買収も含めた今後の経営戦略の選択肢拡大に繋がる。
4. 欧銀の間では、資産運用部門を売却し、自己資本比率の引き上げを図るトレンドが見られる。しかし、金融グループによる資産運用会社の保有は、本来は資本規制上の足かせになるものではなく、収益バッファーとしての意味もある。また、オープン・アーキテクチャーの議論も、運用会社の切り離しに直裁的に結び付くわけではない。本件 IPO に係る各社の戦略の成否は、今後の欧州資産運用業界の再編動向・業界地図を占う上でも注目される。

I. はじめに

欧州最大の資産運用会社アムンディ¹は、2015 年 11 月 12 日、ユーロネクスト・パリ市場への上場を果たした。総額で約 15 億ユーロを調達する大型 IPO 案件となった。初日の取引では、欧州主要株価指数が軒並み下落する中で、同社株価は 5.9%上昇して引けた。

¹ 2015 年 9 月の株主総会決議に基づき、上場時にアムンディ・グループからアムンディに社名変更。

アムンディは、2010年にクレディ・アグリコル・アセット・マネジメントとソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメントの統合により設立されたフランスの資産運用会社である²。運用資産残高は9,520億ユーロと欧州最大であり、30か国以上に3,018人の従業員を擁する³。運用資産の51%が債券、18%が短期金融市場商品と、ボンド・ハウスとしての性格が強い⁴。顧客別には、3,960億ユーロはクレディ・アグリコル及びソシエテ・ジェネラルの保険部門、3,080億ユーロは外部機関投資家、2,480億ユーロはリテール顧客からの受託資産となっており、グループ保険部門を中心とした機関投資家向け運用を主力としている⁵。

II. IPO 案件の概要

クレディ・アグリコルとソシエテ・ジェネラルの合意の下、ソシエテ・ジェネラルはアムンディの保有株式20%を全て売却した。ソシエテ・ジェネラルはアムンディとの販売契約を5年延長し(再延長可)、引き続きリテール及び保険ネットワークでアムンディの投資商品を提供する。一方のアムンディは、同販売契約に基づき、ソシエテ・ジェネラルのネットワーク向けの投資商品の運用に特化する100%子会社ソシエテ・ジェネラル・ジェスティオン(S2G)を維持することとなっている。

クレディ・アグリコルは、保有株式のうち2%(約1.5億ユーロ)を中国農業銀行に売却したものの、引き続き74.6%~77.6%を保有する。また、クレディ・アグリコルは、流動性確保・株価の標準化のために、引受幹事会社のゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレーに対してアムンディ株式3%分のオーバー・アロットメント・オプションを付与している。全て行使されれば、調達額は総額17.3億ユーロになるものと見込まれている⁶。

IPOに先立って国内外の機関投資家向けに実施されたグローバル・オフERINGでの価格は、一株当たり45ユーロに設定された⁷。これに基づけば、時価総額は75億ユーロとなり、欧州上場資産運用会社では英国シュローダースに次ぐ規模、大陸欧州では最大となる。バリュエーションとしては、アムンディの2014年度税引後利益4.9億ユーロの15.3倍、同社見込みの今年度税引後利益5.15~5.35億ユーロ比では14倍強となる。他の欧州大手上場運用会社では、シュローダースが前年度税引後利益比で20.0倍(時価総額82億ポンド、2014年度税引前利益4.1億ポンド)、英国アバディーン・アセット・マネジメントが同13.9

² クレディ・アグリコル・グループにおけるアムンディの位置づけについては、神山哲也「フランスにみる協同組合金融機関改革—クレディ・アグリコルの事例—」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号参照。

³ 運用資産残高は2015年9月末、国数と従業員数は2015年6月末時点。なお、従業員のうち、ファンド・マネージャーは445人、アナリストは112人、リスク管理担当は160人となっている。

⁴ 社会的責任投資(SRI)にも注力しており、SRIファンドの運用資産残高は710億ユーロとなっている。また、非財務情報を分析する専任アナリストも15人擁する。

⁵ 顧客数は、機関投資家2,000社、個人投資家1億人となっている。

⁶ 引受幹事会社によるオーバー・アロットメントの行使期間は12月11日まで。なお、調達額15億ユーロからの増加分はクレディ・アグリコルの取り分となる。

⁷ 当初の参照価格は42~52.5ユーロ。

図表1 アバディーンとシュローダースの株価推移



(注) 2015年初を100として指数化。2015年11月13日の終値まで。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

倍（時価総額 43 億ポンド、2014 年度税引前利益 3.1 億ポンド）となっており⁸、アムンディのバリュエーションは両社のレンジ内にある。

しかし、アバディーンについては、同社が強みを持つ新興国株式市場の軟調から、第 2 四半期に 100 億ポンド資金流出するなど苦戦している。株価も 2015 年 4 月の今年ピーク時から約 30% 下落しており、売却観測も出ている（図表 1）⁹。アバディーンの株価がシュローダース同様、10% 程度の下落に留まっていれば、バリュエーションは 2014 年度税引後利益比で 16~17 倍ほどとなり、アムンディはやや割安に評価されたことになる。この理由として、市場環境に加え、アバディーンとシュローダースが株式運用中心で新興国やオルタナティブにも強みを持っているのに対して、アムンディが MMF や債券の運用を中核としており、故に運用資産当たりのフィー収入が相対的に低いと評価されたものと考えられる。

Ⅲ. 各社の狙い

クレディ・アグリコルは引き続き、アムンディの最大株主であり続ける。クレディ・アグリコルは、傘下の地域金庫で販売する投資商品は原則としてアムンディのものに限るといふ、いわばクローズド・アーキテクチャーを採っており、アムンディ株式を手放さないことは、それを堅持する姿勢を示したものと考えられる。中国農業銀行へのアムンディ株式売却については、中国農業銀行と 2008 年に合弁運用会社 ABC-CA ファンド・マネジメント（農銀匯理基金管理有限公司）¹⁰を上海に立ち上げており、同行との更なる関係強化

⁸ 両社の時価総額は 2015 年 11 月 12 日の終値ベース。

⁹ “Aberdeen in search for buyer as emerging markets take toll” *Financial Times*, October 25, 2015.

¹⁰ 中国農業銀行が 51.67%、アムンディ（設立当初はクレディ・アグリコル）が 33.33%、中国アルミニウム（中国鋁業股份有限公司）が 15% 出資。

を図ることが目的としている。他方、中国農業銀行は、ABC-CA ファンド・マネジメントの拡大・強化を目的に挙げているが¹¹、それに加え、アムンディ株式保有を通じて、資産運用に関するノウハウの吸収を狙っているものと考えられる。

ソシエテ・ジェネラルにとってアムンディの売却は、資本規制への対応という側面がある。同社の普通株ティア1 (CET1) 比率は2015年6月末時点で10.4%となっており、欧銀の中でも最下層に位置している。ソシエテ・ジェネラルは、アムンディ株式の売却により、2015年末までにCET1比率に0.24%の上乗せができるとする。また、ソシエテ・ジェネラルのリテール投信の品揃えは、ほとんどがS2G、アムンディ、リクソーとなっており¹²、当面は引き続きアムンディを中核プロバイダーの一つと位置付けていくものの、将来的なシナリオとして、①より広範なサードパーティー・プロバイダーの商品を提供するオープン・アーキテクチャーへの移行、もしくは②S2Gを買収し、リクソーと共にクローズド・アーキテクチャーの徹底、を想定している可能性も考えられよう。

アムンディとしては、上場により資金調達手段が増え、買収も含めた今後の経営戦略の選択肢の増加に繋がる。実際アムンディは、IPOの効果として、同社の知名度・評判の向上、新たな資金調達源の獲得、戦略的・財務的な柔軟性の向上を挙げており、イヴ・ペリエールCEOも買収機会について言及している¹³。また、同社は今後3年間で1,200億ユーロの新規資金獲得を目指しており、その3分の1以上を政府系ファンドや年金基金等から来ることを見込んでいるが、そうした外部顧客の獲得に向けたグループ関係の縮小と見ることもできる。

IV. 金融グループにおける資産運用会社を巡る議論

クレディ・アグリコルとソシエテ・ジェネラルによるアムンディに対する扱いの相違は、金融グループにおける資産運用会社の位置づけという、古くて新しい問題を改めて提起するものである。欧銀は金融危機後、自己資本規制の厳格化への対応から資産売却を進めており、資産運用部門についても、益出しして資本に上乗せする目的から売却してきた（図表2）。今回のソシエテ・ジェネラルによるアムンディの持分売却も同じ文脈に位置するものである。ソシエテ・ジェネラルの場合は更に、傘下にETF運用に強みを持つリクソーを抱えているという点も大きい。近年、欧米では低コストの投資商品へのニーズが高まっており、ソシエテ・ジェネラルとしては将来的に、ETFを中心とした顧客提案に注力していくとの考えもあるのかもしれない。

¹¹ 中国農業銀行は2015年11月5日、ABC-CA ファンド・マネジメントとグリーン・ファンドの設立について覚書を締結している。

¹² リクソーはソシエテ・ジェネラルの100%運用子会社で、主にETFを運用する。なお、サードパーティーのファンドは、ゴールドマン・サックス等ごく一部に留まる。

¹³ “Amundi Jumps in Debut After Pricing Stock Near Bottom of Range” *Bloomberg*, November 11, 2015.

図表 2 欧銀による資産運用事業売却事例

年月	売却銀行	売却する運用会社・事業	売却先
2015年4月	ユニクレディト	資産運用子会社バイオニア・インベストメンツの株式50% 持株会社となり、傘下にサンタンデール・アセット・マネジメントと統合した新会社	ウォーバーク・ピンカス、ジェネラル・アトランティック (米国、プライベート・エクイティ)
2013年11月	ロイズ	グループ傘下スコティッシュ・ウイドウズの資産運用部門スコティッシュ・ウイドウズ・インベストメント・パートナーシップ	アバディーン・アセット・マネジメント (英国・独立系資産運用会社)
2013年10月	RBS	欧州地域のMMF運用事業グローバル・トレジャリー・ファンド	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (米国・金融グループ)
2013年9月	ドイツ銀行	米国ドイツ・アセット&ウェルス・マネジメントの安定価値資産運用事業	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (米国・金融グループ)
2013年5月	サンタンデール	資産運用子会社サンタンデール・アセット・マネジメントの株式50%	ウォーバーク・ピンカス、ゼネラル・アトランティック (米国・プライベート・エクイティ)
2013年2月	ラボバンク	資産運用子会社ロベコの株式90.01%	オリックス (日本・金融グループ)
2010年1月	RBS	資産運用子会社RBSアセット・マネジメントのファンズ・オブ・ファンズを運用するインベストメント・ストラテジー部門など	アバディーン・アセット・マネジメント (英国・独立系資産運用会社)
2009年6月	パークレイズ	資産運用部門パークレイズ・グローバル・インベスターズの全事業	ブラックロック (米国・独立系資産運用会社)
2008年12月	クレディ・スイス	伝統的資産を運用するグローバル・インベスターズ部門の欧州・米国・アジア太平洋地域における資産運用事業	アバディーン・アセット・マネジメント (英国・独立系資産運用会社)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

他方、資産運用部門の売却トレンドは、自己資本規制の強化に対する窮余の策とも言えるものであり、必ずしも長期的な戦略に基づくものではないと見ることもできる。実際、2008年に主力資産運用部門を売却したクレディ・スイスは、2015年10月21日に公表した新経営戦略において、資産運用会社の買収を示唆している¹⁴。

金融グループが資産運用会社を有するメリットとしては、個人投資家のニーズに即した商品開発を迅速・柔軟にできることや、経済・市場環境が軟調な時の収益バッファーとしての役割を担うことが挙げられる。また、資産運用は資本を要する事業ではないため、自己資本規制対応でキャピタル・ライトなビジネスを標榜する欧銀としては、むしろ強化対象の分野になるはずである。オープン・アーキテクチャーにしても、資産運用業界における1990年代からの方向性ではあるものの、それと運用会社を金融グループから切り離すという議論は、必ずしも1対1で結び付けられるものではない。要諦は、販社が顧客の最善の利益に沿って推奨しているか否かであり、運用会社をグループから切り離すことは、そのために採り得る措置の一つと言える。

他方、アムンディにとって今回のIPOは、有力な商品供給チャネルを将来失うことに繋がる可能性がある。その中で、如何に外部顧客を取り込んでいけるかが課題となろう。アムンディ、クレディ・アグリコル、ソシエテ・ジェネラルが今回採った戦略の成否は、今後の欧州資産運用業界の再編動向・業界地図を占う上でも注目される。

¹⁴ 詳細については、神山哲也「スイス版TBTF規制への対応を兼ねたクレディ・スイスの新経営戦略」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号参照。