

### ジャナスとヘンダーソンの合併にみるアクティブ運用の苦境と運用業界の再編

英国のヘンダーソンと米国のジャナスは2016年10月、対等合併で合意したことを発表しました。英米の大手運用会社の合併ということで注目された本件ですが、背景にはグローバルなインデックス運用・ETFの人気の高まりがあります。このトレンドは今後も続くという見方も根強く、アクティブ運用の苦境を契機とする業界再編の動きには引き続き注目が必要です。

#### ジャナスとヘンダーソンの合併

英国のヘンダーソン・グループと米国のジャナス・キャピタル・グループは2016年10月、対等合併で合意したことを発表しました。英米の大手運用会社の合併ということで、注目を集めました。

##### 1. ジャナスとヘンダーソンについて

1934年設立のヘンダーソンは、欧州の独立系上場運用会社としては第4位の規模を有しています。プロダクトとしては、運用資産の60%以上が株式であり、そのほとんどがアクティブ運用です。また、絶対リターン追求型や不動産ファンドなど、オルタナティブ運用でも知られています。近年では、英国上場運用会社であったガートモア・グループを2011年に買収するなど、積極的なM&A戦略で拡大しており、今回のジャナスとの合併もその一環に位置付けられます。

他方、1969年に設立されたジャナスは、特に1990年代後半のITバブル時に、グロース株式運用で名を馳せた運用会社です。今日でも、同社は引き続き株式のアクティブ運用を中心としています。最近では、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)から債券王ビル・

グロス氏が移籍してきたことが話題になりました。もっとも、必ずしも期待されたほどの効果はみられず、純資金流出が続いている状況です。

##### 2. 新会社のジャナス・ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ

ヘンダーソンとジャナスが合併して誕生する新会社は、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となります。同社は、時価総額約60億ドル、運用資産残高約3,200億ドル、従業員数約2,300人となる見込みです。統合手続きは2017年第2四半期に完了予定であり、株式交換の結果、新会社における現ヘンダーソン株主の保有比率は57%、現ジャナス株主の保有比率は43%となります。上記ジャナスの苦境と併せ、本件対等合併が「ヘンダーソンによるジャナスの買収」と言われる所以です。

なお、本件合併の目的としては、①パッシブ運用・ETFが台頭する中、競争力維持に向けてコスト削減すること、②日米に強いジャナスと英国・欧州に強いヘンダーソンで販売網を拡充すること、の二点が挙げられています。

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

### アクティブ運用からインデックス運用へのシフト

前述の通り、ヘンダーソンとジャナスの合併の背景には、アクティブ運用からインデックス運用・ETFへのシフトという近年の潮流があります。実際、米国では、国内株式のアクティブ運用ファンドからの資金流出が過去最高レベルに達している一方、国内株式インデックス運用ファンド及びETFでは一貫して資金流入が続いており、アクティブ運用からインデックス運用・ETFへのシフトが顕著となっています(図表参照)。

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きました。例えば、フランクリン・テンプレトンやピムコは人員削減しており、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を強化しています。他方、インデックス運用・ETFに強みを持つバンガードは、2015年の純資金流入額が約2,400億ドルと、1社当たりの年間資金流入額としては史上最高額を記録しました。アクティブ運用主体のジャナス及

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・ETFに強みを有する資産運用会社に対抗するための手段であったとも考えられます。

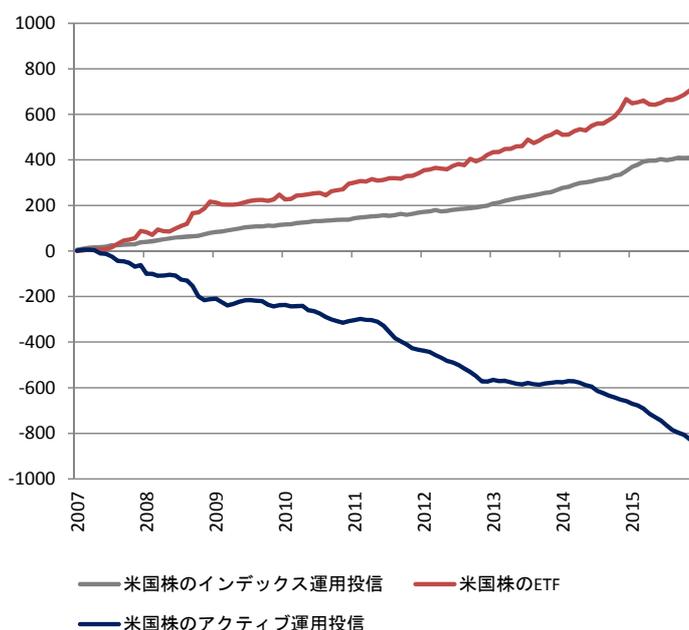
インデックス運用・ETFが人気を博している点は欧州でも同じです。欧州におけるETF残高は、2006年末が860億ユーロ、2015年末が4,490億ユーロと約5倍にまで拡大しています。もともと、規模的には米国の4分の1に満たず、また、同期間、EUのファンド市場全体の残高が7.6兆ユーロから11.3兆ユーロに拡大しており、米国のようにアクティブ運用からの資金流出の受け皿になっているわけではないようです。

### アクティブ運用に逆風となる規制強化

#### 1. 米労働省の受託者責任規則改正

このようなインデックス運用・ETFへのシフトは、今後も続くという見方が根強いです。その一つの要因として、米国労働省が2016年4月に最終化した受託者責任規則の改正が挙げられます。同

図表 米国株投信・ETFの累積純流出入額



(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

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

規則改正により、401(k)プランや個人退職勘定 (IRA) といった個人向け年金口座に対し、「受託者として投資アドバイスを提供する者」の範囲が拡大され、多くの投資アドバイス提供者が、資産残高に対して定率・定額の手数料を受け取るか、年金加入者と最善の利益を目指す旨を明記した契約 (Best Interest Contract、BIC) を締結するなどの対応を求められることになりました。BICの下で投資アドバイスの提供者が受け取る報酬は「合理的な報酬 (Reasonable Compensation)」であることが求められます。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れています。

また、金融機関にとって、受託者責任規則の強化は多大なコスト負担が発生するため、小規模な個人向け年金口座に対面の資産運用サービスが行き届かなくなる可能性も指摘されています。その受け皿となり得るのが、低コストなロボ・アドバイザーなどのオンライン・非対面のサービスです。実際、フィデリティやバンガードなどの資産運用会社に加えて、ゴールドマン・サックスやメリルリンチなどの大手証券会社もロボ・アドバイザーを始めています。ロボ・アドバイザーのポートフォリオは、大部分がETFであるため、この点からもETF市場が今後、更に拡大することが予想されています。

## 2. 欧州のリサーチ・アンバンドリング規制

アクティブ運用会社に逆風となり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が挙げられます。リサーチ・アンバンドリング規制の下、資産運用会社が利用できる投資リサーチは、①自社のリサーチ、②自己資金で購入する外部リサーチ、③年金基金などの顧客と合意した予算内で当該顧客資産で購入する外部リサーチ、となります。

①、②の場合、資産運用会社にとっては直接的にコスト負担が生じることとなります。③のパターンであっても、年金基金など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が制限されることになり、部分的にせよ①、②のパターンに依拠せざるを得なくなる可能性があります。結果、資産運用会社にコスト負担、ひいては規模の経済を追求するインセンティブが生じ、再編へと繋がる可能性があるわけです。

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指摘されています。EU域外の大手資産運用会社は、EU顧客から受託した資産運用についてアンバンドルでの執行を求められる可能性があります。そのため、ジャンナスなどEU域外の資産運用会社も無縁ではいられなくなる可能性もあります。今回の合併劇には、こうした背景もあったものと考えられます。

## 今後注目される資産運用会社の再編

こうしたアクティブ運用への逆風には、必ずしも首肯できないところもあります。例えば、英国金融行為監督機構 (FCA) が2016年12月に公表した資産運用業界調査の中間報告では、インデックス運用とアクティブ運用を比較して、アクティブ運用が手数料分、如何に投資家に不利かを指摘しています。しかし、運用収益がインデックス運用とアクティブ運用で同じであることが前提とされるなど、かなり乱暴な議論のように感じられます。そもそも、世の中全て (あるいは大部分) がインデックス運用となってしまった場合、市場の価格形成機能が損なわれることは必至です。

そうはいつても、インデックス運用・ETFへのシフトが今後も続くという見方は根強くあります。米国、英国・欧州のアクティブ運用が主力の上場運用会社の中には買収・合併が取りざたされるところも出てきており、引き続き目が離せません。

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

## — 次号のお知らせ —

次号は

**2月20日(月)**

発行予定です。

## 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

## 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

**野村年金マネジメント研究会**

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。