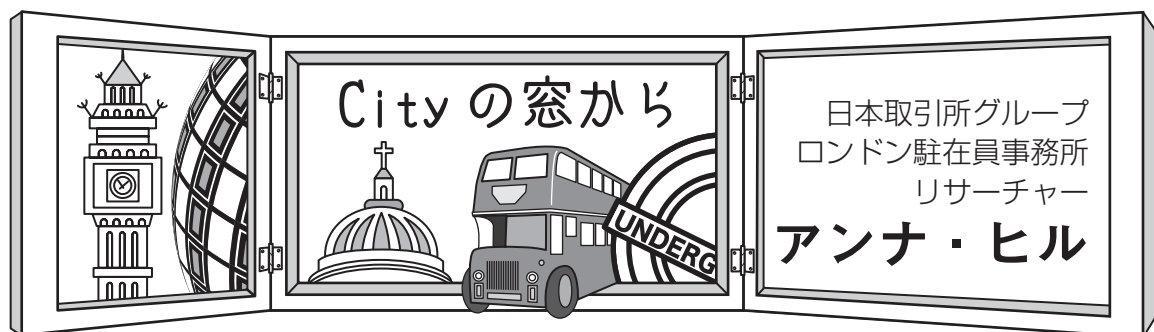




—連載（第22回）—

スコットランド拠点2社の合併により、英国最大の資産運用会社が誕生へ



■ 1. はじめに

本年3月4日、英保険・資産運用会社のスタンダード・ライフ・ピーエルシー社（Standard Life plc、以下「スタンダード・ライフ社」）は、同じく資産運用会社のアバディーン・アセット・マネジメント社（Aberdeen Asset Management、以下「アバディーン社」）との合併計画を発表し^{（注1）}、両社は同月6日、会社法に基づく法定書類を提出・公表した^{（注2）}。両社の株主は、6月19日、本合併議案について賛否の議決権を行使するが、議案を賛成する結果になれば、その後、規制当局の承認を経て、本合併は8月中旬に完了する予定だ。

本合併が実現すれば、新会社は運用資産6,600億ポンドで、英国で最大、欧州でも第2位の資産運用会社となる。本稿では、合併計画、株主からの視点で想定される懸念点を中心に、本合併を紹介する。

■ 2. 合併計画の詳細

合併は、スタンダード・ライフ社の株主が新会社の66.7%を保有し、アバディーン社の株主が33.3%を保有するため、これを見ると、スタンダード・ライフ社によるアバディーン社の買収と言える形態だ。新会社は「Standard Life Aberdeen plc」の社名となり、本社はスコットランドに置く^{（注3）}。合併に伴い、スタンダード・ライフ社とアバディーン社の投資事業は統合・別会社化され「Aberdeen Standard Life Investments Limited」となり、Standard Life Aberdeen plcの子会社となる。

両社の公表資料によると、合併後のシナジーは、3年目から毎年2億ポンドとなる見込みで、これを実現するために、合併後3年をかけて、両社全体で9,000人いる従業員のうち800人程度をリストラする計画があり、そのリストラの大半がスコットランド内で行わ



れることに、スコットランドの一部の政治家が問題視し^(注4)、早急にリストラの詳細を透明化するよう要求する声を上げているという^(注5)。

また、本合併計画の詳細の中で、議論を呼び込むポイントとして、しばしば取り上げられることが、新会社の株式が両社の株主に対し2対1で分配されるにもかかわらず、ガバナンス的には対等の形式で行われる点だ。取締役会の構成員が両社から半数ずつの出身となり、両社それぞれの現CEOは、新会社の共同CEOとなる予定である。

■ 3. スタンダード社とアバディーン社のこれまで

2. の終わりで触れた共同CEO構想の影響は、4. で触れるとして、ここでは、スタンダード社とアバディーン社のこれまでを紹介したい。

スタンダード社は1825年にエジンバラで設立され、「スコットランド生命保険会社」という社名だった。1950年代までには、スコットランド最大の生命保険会社にまで成長した。その後、1998年には、投資運用部門「Standard Life Investments (SLI)」を設立し、同部門を急速に発展・拡大させた。この同部門の著しい成長に伴い、スタンダード社は、主要事業を保険業から資産運用業にシフトさせていく一環として、2006年、社名から「生命保険」の部分削除し、「Standard

Life plc」に改名した^(注6)。

スタンダード社の現CEOであるキース・スキュー氏は、SLIが設立したばかりの1999年に、資産運用担当として入社してきた。同氏はスコットランド生まれで、SLIに入社する前の19年間で、James Capel社という株式ブローカーでエコノミストからグローバルエクイティ投資部門のトップにまで上りつめた経歴を持っている。スタンダード社に転じ、スキュー氏は2004年にSLIのCEOに、2015年にはスタンダード社のCEOに任命された。

一部報道によると^(注7)、スキュー氏がSLIのCEOを務めている間は、資産運用部門が大幅に拡大し、その要因はGlobal Absolute Return Strategies (GARS) というファンドの大成功によるものと言われている。このファンドは様々なアセットクラスで買い持ちと売り持ち両方に投資するタイプのもので、投資家の間で大人気の商品となった。しかし、2012年にこのファンドの人気に陰りが見えると、その後は、GARSファンド以外の利益を目指し、ファンドの多様化に取り組み出した^(注8)。スタンダード社にとって、アバディーン社との合併は、ファンドの多様化の大きな一環であり、主要ビジネスを保険業から資産運用業に確実にシフトしていく大きなステップと捉えているようだ。

一方のアバディーン社の歴史は比較的短い。1983年、小規模な法律事務所の投資部門に勤めていたマーティン・ギルバート氏が、同僚と一緒に同部門を独立させ、アバディーン



ン社を設立した。ギルバート氏は当時から現在までの34年間、42件のM&Aを通じてアバディーン社を大幅に拡大させてきた^(注9)。大きく話題になったのは、1997年に買収したProlific Financial Managementや、2005年に買収したドイツ銀行の英国資産運用事業等で、アバディーン社は各買収を通じて、運用資産を大幅に増加させてきたという^(注10)。

アバディーン社にも危険に直面した時期があった。2002年、当時、「安全な投資方法」として個人投資家に販売されていた「Split capital investment trust (SCIT)」を運用するInvestment Trust（クローズドエンドの投資信託で上場している形態）が破綻し、約5万人にも上る投資家が合計7億ポンドを失った時のことだ。本件の原因解明が進むにつれて、Investment Trustが投資家からの資金の他に、銀行から借入れを行い（レバレッジを利かせて）投資を行っていたこと、さらに、その多くのファンドが他社の同類ファンドと相互投資していたことが判明し問題視された。アバディーン社はこのInvestment Trustを扱っていたことから、ギルバート氏は議会で喚問を受け、その際、ある議会議員からは「“sophisticated snake oil salesmen”（一流のペテン師）」と痛烈に批判され、これが広くメディアで取り上げられた。

SCITは当時、規制当局による規制の対象になっていなかったが、政府や一般人からの厳しい批判を受けたことで、アバディーン社は2年後、損失を被った投資家に対し、補償

金として合計7,800万ポンドを支払った。同社の信頼失墜は、この補償金の支払だけではなかなか回復せず、とりわけギルバート氏個人に対する、世間一般からの名声の回復は数年間要したとされている^(注11)。

ギルバート氏は、その数多くのM&Aを積み重ねたキャリアから、交渉の達人として知られている。スタンダード社との合併は、まさに、彼が交渉・実現してきた最大のM&Aということになるのではなかろうか。

■ 4. 共同CEO構想に対する批判

ここでは、共同CEO構想の影響について触れる。本合併で、共同CEOとなるギルバート氏とスキューオー氏は、同じスコットランド人で、付き合いが30年にも及ぶ旧友で、現在もしばしば共通の趣味である魚釣りに行く仲だという。そのため、共同CEO構想は、この二人の仲の良さから生まれたものだと言われているようだ。

この構想に対しては、特に株主から批判、不安の声が上がっている。その声の中には、プライベートでの仲の良さが仕事に好影響をもたらすとは限らないというものや、それ以上に、多く出されている不安の声としては、過去の共同CEOの事例を見ると、いわゆる失敗に終わったと評価されているものが多いということだ。いくつか例を挙げれば、1998年のCitibankとTravelers Insuranceが合併してできたCitigroup、2012年のドイツ銀行に



おける共同CEOの導入は、良い結果と必ずしも見られていないようで、そのような過去の事例^(注12)が株主を不安にさせているという。

株主の不安払拭に努めるべく、スキーオー氏が本年3月6日、合併当事者がこれまでの交渉がスムーズに進展しているとコメントしたほか^(注13)、3月20日、スタンダード社が、共同CEOの共同責任、及び、スキーオー氏、ギルバート氏それぞれの役割・責任の区分を示す開示を行い^(注14)、関係者は懸命の対応を行っている。

■ 5. その他の課題及び今後の行方

両社の合併計画発表の2日後、スタンダード社の株式投資運用部門の責任者が理由を明確にすること無く退職した。また、今後、そのような重要人物の退職が続くのではとの見方が強いようだ。両社の顧客の中には、合併新会社において合併に伴う混乱を見越して、資金の引上げを検討している者も多いという。これに関連して、Sky News^(注15)では、アバディーン社とスタンダード社のそれぞれの資産運用を担当する者に対してインセンティブを検討しているとの報道があった^(注16)。

以上のとおり難題は山積しているが、一部の専門家は、資産運用業界を取り巻く環境が厳しくなっている状況において、今回の合併

は、生き残りをかけた必要な行動だと肯定的に捉える見方をしている。年々厳しくなる規制や、アセットオーナーの嗜好がアクティブ運用からパッシブ運用に確実にシフトしており、今回の2社のようなアクティブ運用を主とする投資運用会社は、投資運用の規模を重視せざるを得ず、その結果M&Aを選択するというのが根拠のようだ。

新会社Standard Life Aberdeen plcの誕生は、厳しい環境を乗り越える解決策となるのか、今後の動向が楽しみである。

(注1) <https://www.standardlife.com/sites/dotcom/news-and-publications/2017/statement.page>

(注2) <https://www.standardlife.com/sites/dotcom/library/Rule-27-Announcement.pdf>

(注3) <https://www.standardlife.com/sites/dotcom/library/GM2017-Scheme%20Document.PDF>

(注4) <http://www.telegraph.co.uk/business/2017/03/05/desperate-aberdeen-standard-life-merger-will-lead-job-cuts/>

(注5) http://www.heraldscotland.com/news/15137699.Calls_to_come_clean_over_Scots_job_losses_in_Standard_Life_Aberdeen_merger/

(注6) <https://www.standardlife.com/dotcom/our-company/our-history.page>

(注7) <https://www.ft.com/content/061e07d2-01c7-11e7-ace0-1ce02ef0def9>

(注8) <https://www.ft.com/content/044f4564-2886-11e4-9ea9-00144feabdc0>

(注9) <https://www.ft.com/content/50b603a8-01bd-11e7-aa5b-6bb07f5c8e12>

(注10) <https://www.ft.com/content/2b915a88-04fa-11e7-ace0-1ce02ef0def9>

(注11) <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/4465039>



stm

(注12) [https://www.ft.com/content/960b3a28-028e-](https://www.ft.com/content/960b3a28-028e-11e7-ace0-1ce02ef0def9)

[11e7-ace0-1ce02ef0def9](https://www.ft.com/content/960b3a28-028e-11e7-ace0-1ce02ef0def9)

(注13) [https://www.bloomberg.com/news/articles/](https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-06/fishing-buddies-gilbert-and-skeoch-draw-skepticism-as-co-ceos)

[2017-03-06/fishing-buddies-gilbert-and-skeoch-draw-skepticism-as-co-ceos](https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-06/fishing-buddies-gilbert-and-skeoch-draw-skepticism-as-co-ceos)

(注14) [https://otp.tools.investis.com/clients/uk/](https://otp.tools.investis.com/clients/uk/standardlife1/rns/regulatory-story.aspx?cid=65&newsid=855006)

[standardlife1/rns/regulatory-story.aspx?cid=65&newsid=855006](https://otp.tools.investis.com/clients/uk/standardlife1/rns/regulatory-story.aspx?cid=65&newsid=855006)

(注15) [https://www.ft.com/content/0507e594-0581-](https://www.ft.com/content/0507e594-0581-11e7-ace0-1ce02ef0def9)

[11e7-ace0-1ce02ef0def9](https://www.ft.com/content/0507e594-0581-11e7-ace0-1ce02ef0def9)

(注16) [http://www.telegraph.co.uk/business/2017/05](http://www.telegraph.co.uk/business/2017/05/02/aberdeen-boss-says-rival-bids-unlikely-standard-life-merger/)

[/02/aberdeen-boss-says-rival-bids-unlikely-standard-life-merger/](http://www.telegraph.co.uk/business/2017/05/02/aberdeen-boss-says-rival-bids-unlikely-standard-life-merger/)

