

スタンダード・ライフとアバディーンの合併 —新たな局面に入った欧州資産運用業界の再編—

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国大手保険グループのスタンダード・ライフと英国大手上場資産運用会社のアバディーン・アセット・マネジメントは 2017 年 3 月 6 日、株式交換による合併に係る株主への提案を発表した。
2. スタンダード・ライフは保険会社でありながら、2006 年の上場以来、M&A も活用しつつ、資産運用事業やウェルス・マネジメント事業を拡大しており、現在では投資サービス・グループとなっている。他方のアバディーンは、金融危機後に欧州銀行グループが資産運用事業を売却する中、数少ない欧州における買い手として異彩を放ってきた。
3. 両社の合併により、スタンダード・ライフ株主は新会社株式を 66.7%、アバディーン株主は同 33.3%保有することになる。顧客は、両社とも英国・欧州で重複しているが、個別の運用戦略では、アバディーンは新興国株式、スタンダード・ライフは絶対リターン戦略（GARS）に強みを持つなど、補完関係にある。他方、パッシブ運用は両社とも弱みとするところであり、今後の戦略が注目される。
4. 本件合併の背景として、第一に、ETF・パッシブ運用の増加が挙げられる。このため、アクティブ運用主体の運用会社は、コスト削減・規模拡大に向けた合併の必要に迫られている。第二に、アンバンドリング規制など、ETF・パッシブ運用の更なる増加に繋がり得る規制強化が挙げられる。保険会社も、英国のアンユイティ購入に係る税制撤廃により、新たな収益源を模索する必要に迫られている。第三に、両社において、主力商品（GARS と新興市場株式）で資金流出が継続していたことが挙げられる。
5. 金融危機後の欧州資産運用業界の再編は、専ら、銀行グループが資本規制対応で資産運用事業を売却するというものであった。それに対して、本件スタンダード・ライフとアバディーンの合併は、2016 年 10 月に発表された米ジャナスと英ヘンダーソンの合併とともに、ETF・パッシブ運用の増加への対抗策としてアクティブ運用主体の資産運用会社同士が合併するというものであり、欧州資産運用業界の再編が新たな局面に入ったことを示すものと言える。

I はじめに

2017年3月6日、スタンダード・ライフ及びアバディーン・アセット・マネジメントは、株式交換による合併に係る株主への提案を発表した。英国の大手生命保険会社でありながら資産運用事業を強化してきたスタンダード・ライフと、同じく英国の大手独立系・上場資産運用会社であり、近年は欧銀グループ系資産運用事業の買い手であったアバディーンの合併は、2016年10月に発表された英ヘンダーソン・グループと米ジャナス・キャピタル・グループの合併と併せ、欧州資産運用業界の再編が新たな局面に入ったことを示すものと言える。

以下では、両社の概要とこれまでのM&A戦略、今般の合併の概要について説明した上で、その背景にある規制・市場動向・経営課題について紹介することとする。

II 両社の概要とM&A戦略の経緯

1. スタンダード・ライフ

1) 概要

スタンダード・ライフは、スコットランド（エジンバラ）に本拠を持つ大手保険グループである。従業員数は6,333人（うち約1,700人がスタンダード・ライフ・インベストメンツ）で45か国に顧客を有する。1825年にライフ・インシュアランス・カンパニー・オブ・スコットランドとして設立され、1832年にスタンダード・ライフ・アシュアランス・カンパニーに改称した。2006年には、有配当型保険商品の需要低迷や保険業における欧州連合（EU）単一パスポートの導入、事業拡大のための外部調達が必要などから株式会社化し、現在の持ち株会社スタンダード・ライフ Plc をロンドン証券取引所に上場した¹。現在ではFTSE100構成銘柄となっている。

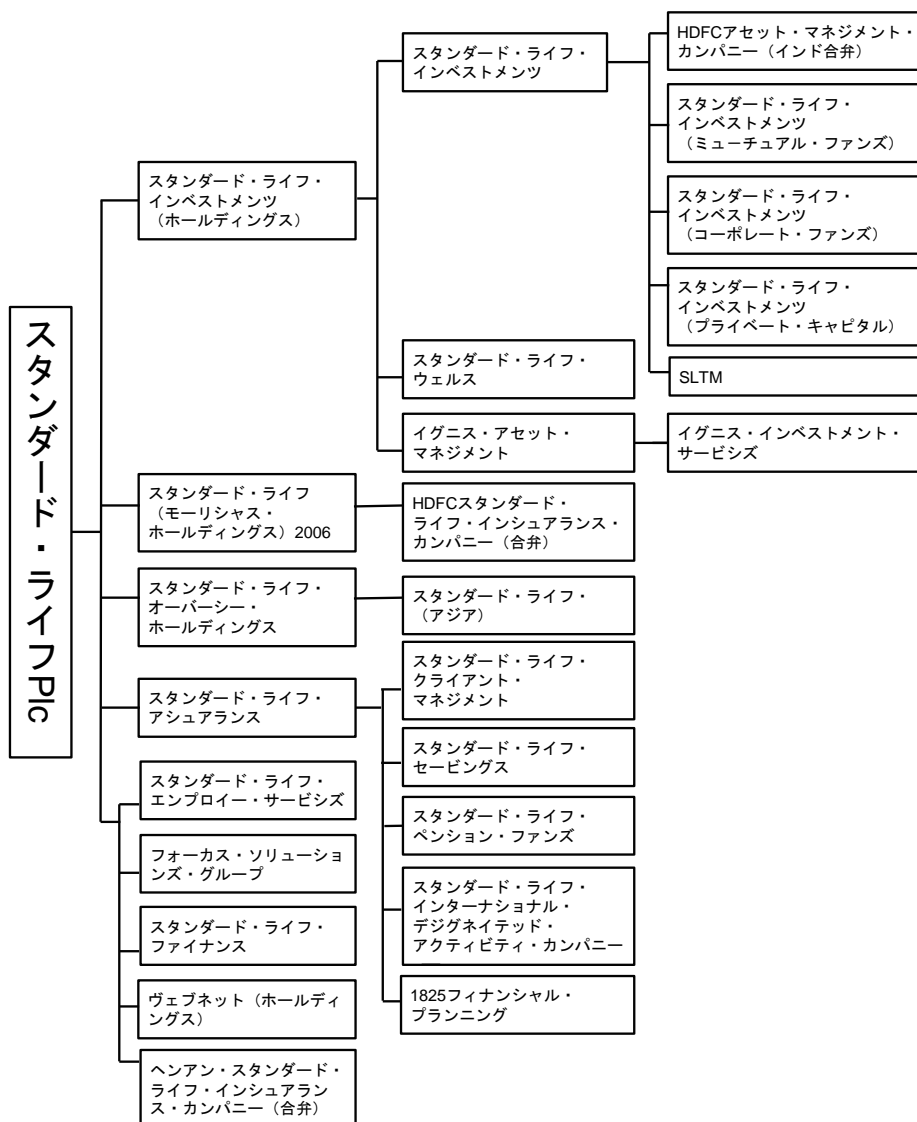
他社運用資産・自社運用資産残高を含む顧客預かり資産残高（assets under administration）は3,571億ポンド、自社運用資産残高は2,779億ポンドとなっている²。事業体制としては、1998年に設立した自社運用部門である「スタンダード・ライフ・インベストメンツ」、サード・パーティーの運用商品も利用する販売部門である「年金・貯蓄（Pensions and Savings）」、「インド・中国」の3部門体制が敷かれている。2016年の税前利益7.23億ポンドのうち、49%がスタンダード・ライフ・インベストメンツ、46%が年金・貯蓄、5%がインド・中国となっている。

スタンダード・ライフ・インベストメンツは、中間持株会社スタンダード・ライフ・インベストメンツ（ホールディングス）リミテッドの傘下に多数の資産運用会社やウェルス・マネジメントのエンティティを収めており（図表1）、今後の成長を企

¹ 岩井浩一「英スタンダード・ライフの株式会社化」『野村資本市場クォーターリー』2006年冬号参照。

² いずれも2016年末。以下、運用資産残高等についても同じ。

図表 1 スタンダード・ライフの組織図 (2016 年末時点)



(注) 主要子会社を抜粋。

(出所) スタンダード・ライフ年次報告書 (2016 年度) より野村資本市場研究所作成

図する「成長チャネル」の運用資産残高は 1,439 億ポンド、過去の生命保険契約等からなる「マチュア・ブック」の運用資産残高は 1,340 億ポンドとなっている³。なお、前者のうち 60%が年金基金等の機関投資家、35%が仲介業者を通じたリテール、5%がウェルス・マネジメントの運用資産残高となっている。

他方、年金・貯蓄では、成長チャネルの顧客預かり資産残高が 1,115 億ポンド、マチュア・ブックが 1,815 億ポンドとなっている。前者のうち、プラットフォーム (後述) を中心とする英国リテールが 56%、確定拠出型年金等の英国職域が 34%、大陸欧州向けフィー・ビジネスが 10%となっている。

³ マチュア・ブックの資産は、今後、満期到来等に伴う減少が想定されている。

2) M&A を通じた投資サービス・グループへの転換

スタンダード・ライフは保険会社グループではあるものの、上場以来、資産運用業に軸足を移しており、現在では、自他ともに「投資会社 (investment company)」と称するに至っている。実際、上記の通り、株式会社化以前のものを中心とする保険契約はマチュア・ブックと分類され、満期到来等に伴い減少していくことが前提とされている。他方、今後、資産を獲得し成長していくビジネスと位置づけられているのが、投信運用、年金資産運用、ウェルス・マネジメント、個人向け投信販売、確定拠出型年金などの投資サービスとなっている。

スタンダード・ライフは、投資サービスの拡充に向けて M&A も活用してきた。例えば、スタンダード・ライフ・インベストメンツ部門における資産運用事業では、イグニス・アセット・マネジメントを 2014 年 3 月に買収した。イグニス単体のデータは 2014・2015 の 2 年度分のみが開示となっているが、いずれの年度においても資金純流出が続いており、また、2016 年の機関投資家向け資産運用事業と仲介業者チャネルでの投信運用事業の合算資金純流出もマイナスになっていることから、苦戦している様子が伺われる。グループとしての主力運用会社は、スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッド傘下の運用会社となっている (前掲図表 1)。

同じくスタンダード・ライフ・インベストメンツ部門に属するウェルス・マネジメント事業は、2013 年から 2016 年にかけて、毎年運用資産残高を増加させている (58 億ポンド→61 億ポンド→65 億ポンド→68 億ポンド)。同事業拡大の中核に据えられているのが M&A 戦略である。2013 年 2 月にニュートン・マネジメント (BNY メロン傘下) のプライベート・クライアント部門を買収したことを皮切りに、2015 年 5 月にはウェルス・マネジメントのブランドとして「1825」を立ち上げ、2015 年から 2016 年にかけてアドバイザー会社 4 社を買収した。所属アドバイザーは「限定アドバイザー」として、スタンダード・ライフ・インベストメンツの商品を中心に限定された運用会社の商品のみを扱うことになっており、いわば製販一体型の成長を目指していると言える⁴。

他方、年金・貯蓄部門では、2016 年 10 月にアクサからプラットフォームのエレベート (Elevate) を買収している。エレベートは、グループ内外のアドバイザーに対し、150 社以上の資産運用会社の 5,000 本以上の投信等を最終投資家に提供するための品揃え・ツールを提供するプラットフォームである。スタンダード・ライフの年金・貯蓄部門は、同様のプラットフォームとして、2006 年に立ち上げたラップ (Wrap) を有するが、現在は両者を並行してアドバイザーに提供している。なお、両者の合算顧客預かり資産残高は 442 億ポンドとなっている。

⁴ 荻谷亜紀「個人向け金融商品販売制度改革 (RDR) 以降の英国投資サービス業界における製販融合の動き」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号参照。

2. アバディーン・アセット・マネジメント

1) 概要

アバディーン・アセット・マネジメントは、1983年に英国スコットランドのアバディーンに設立された上場・独立系の資産運用会社である。1991年にロンドン証券取引所に上場し、現在はFTSE250構成銘柄となっている。従業員数は約2,700人、うちインベストメント・マネージャーが約700人となっている。世界26か国で39の拠点を構える⁵。

運用資産残高は3,027億ポンドであり、上場運用会社としてはシュローダーに次いで英国第2位の規模を有する。運用面では、伝統的なアクティブ運用会社となっており、インデックス運用を含むクオンツ戦略の資産は運用資産残高全体の7%を占めるに過ぎない。大宗を占めるのは、株式（同29%）とマルチアセット（同29%）、フィクスト・インカム（同22%）となっているが、オルタナティブ（同7%）や不動産（同6%）の運用でも知られている。なお、チャネル別にみると、保険会社資産の運用が運用資産残高全体の44%と最も多く、次いでオープンエンド・ファンドが同25%、年金基金資産が同15%となっている。

2) 欧州資産運用業界における買い手としてのプレゼンス

金融危機後、欧州の銀行グループが益出し・資本計上を目的として、資産運用事業を主に米国勢に売却する中、アバディーンは数少ない欧州における資産運用事業の買い手として異彩を放ってきた。例えば、金融危機後、クレディ・スイスやRBS、ロイズの資産運用事業を買収している（図表2）。また、オルタナティブのブティック

図表2 欧州銀行グループによる資産運用事業の売却

売却元の金融グループ	売却対象の運用会社・運用事業	売却先
ユニクレディ	資産運用子会社バイオニア・インベストメント	アムンディ (フランス・クレディ・アグリコル系)
ソシエテ・ジェネラル	アムンディ株式20% クレディ・アグリコルは2%を中国農業銀行に売却、引き続き80%弱を保有	IPO
ロイズ	グループ傘下スコティッシュ・ウィドウズの資産運用部門 スコティッシュ・ウィドウズ・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)
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)
ドイツ銀行	米国ドイチェ・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)
サンタンデル	資産運用子会社サンタンデル・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)
ラボバンク	資産運用子会社ロボコの株式90.01%	オリックス (日本・金融グループ)
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資産運用事業の一部	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)
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)
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) 野村資本市場研究所作成

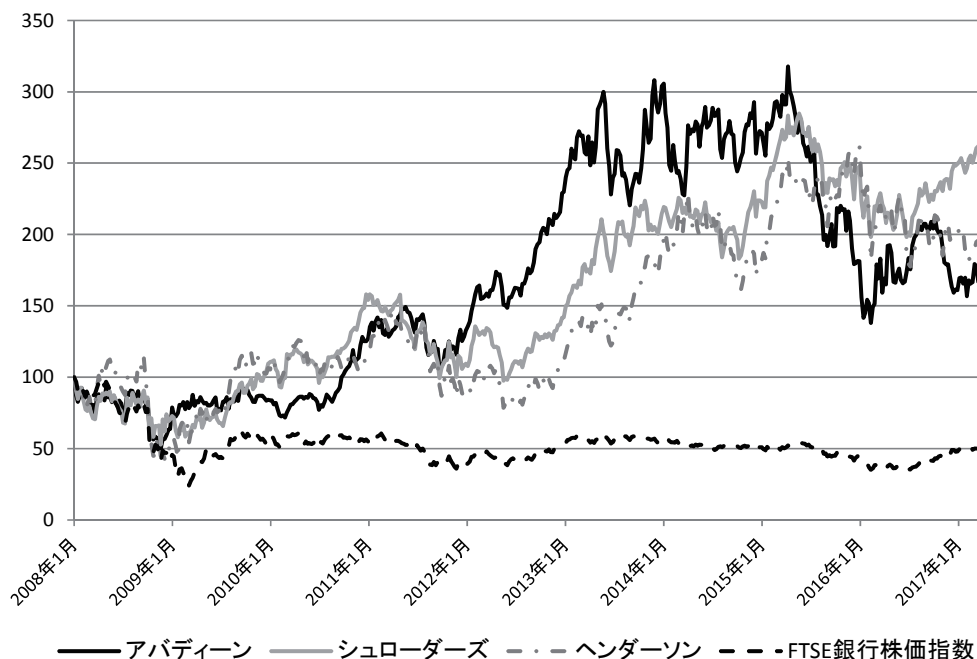
⁵ いずれも2016年末。以下、運用資産残高等についても同じ。

系運用会社の買収も進めており、直近2年間だけでも、プライベート・エクイティのFLAG キャピタル・マネジメントやヘッジファンドのアルデン・アセット・マネジメントなどを買収している。

こうした戦略が可能であったのは、欧州の大手資産運用会社の大部分が銀行グループ系列である中、アバディーンは独立系・上場資産運用会社というステータスがあったからである。銀行グループ系列ではなかったため、資本規制等への対応で資産圧縮の必要に迫られず、業績が他の事業に足を引っ張られることもなかった。実際、上場資産運用会社の株価パフォーマンスは金融危機後、ほぼ一貫して金融業全体を上回っている（図表3）。また、上場資産運用会社であったため、例えばスコティッシュ・ウィドウズ買収時のように、価格が上昇している自社株で対価を支払ったり、買収関連コストの一部を新株発行で賄ったりすることができた。

また、資産運用エンジンだけでなく、そのディストリビューション強化のためのM&Aにも打って出ている。具体的には、2015年9月にパルメニオン・キャピタル・パートナーズの買収を発表している。パルメニオンは、主にフィナンシャル・アドバイザー向けに顧客ポートフォリオの設計を支援するツールを提供するオンライン・プラットフォームであり、買収発表当時、アドバイザー会社900社の顧客資産約15億ポンドを管理していた⁶。現在はアバディーンの傘下で、引き続きパルメニオンのブランドを用いて運営されている。

図表3 英国上場資産運用会社の株価推移



(注) 週次平均。2008年初を100として指数化。FTSE銀行株価指数はFTSE All Shares Bank Index。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁶ 飛岡尚作「欧州におけるオンラインを活用した新たな投資アドバイスの形態」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号参照。

III 合併の概要

今般の合併は、アバディーンとアバディーン株主の間のスキーム・オブ・アレンジメントで行われる。即ち、2006 年会社法に基づき、裁判所の認可を条件に、アバディーン株主は新会社の株式 0.757 株を受け取ることになる。この交換比率とスタンダード・ライフ株式の 2017 年 3 月 3 日の終値 378.5 ペンスに基づき、当該統合はアバディーン株式を一株 286.5 ペンス、時価総額を 38 億ポンドと評価する。結果、アバディーン株主は新会社を 33.3%、スタンダード・ライフ株主は新会社を 66.7% 保有することとなる。本件合併が、スタンダード・ライフによるアバディーンの買収と称される所以である⁷。

アバディーンの一株 286.5 ペンスというバリュエーションについては、3 月 3 日の終値 286.4 ペンスからは僅少なプレミアムであるものの、2 月初旬からアバディーンを買収観測で株価が上昇してきたため、スタンダード・ライフの株主が過度なプレミアムを支払っているとの評価もある⁸。

新会社の共同 CEO には、アバディーンのマーティン・ギルバート CEO とスタンダード・ライフのキース・スキーオ CEO が就任する⁹。また、新会社の取締役会には、両社から同人数が出されることになる。共同 CEO 体制は、投資家等からの批判に晒されているところである。

新会社の名称には両社の名称が含まれることとされている。時価総額は 113 億ポンド、運用資産残高は 5,810 億ポンド、顧客預かり資産残高は 6,600 億ポンドとなる見込みである。合併の完了は 2017 年第 3 四半期が予定されており、アバディーン株式 17% を保有する筆頭株主の三菱 UFJ 信託銀行と第 3 位株主のロイズ・バンキング・グループは合併を支持する法的拘束力のないステートメントを公表している。

コスト・シナジーは年間 2 億ポンドが見込まれている。人員削減についてアバディーンのマーティン・ギルバート CEO は、いくらかは生じるものの、1,000 人規模というのは遥かに大袈裟だと指摘している¹⁰。

顧客の重複状況を見ると、両社とも大部分が英国顧客（スタンダード・ライフ 83%、アバディーン 58%）で、次いで欧州（同 8%、18%）、アジア太平洋（同 4%、16%）となっており、補完関係は大きいようには見えない。また、顧客属性では、サード・パーティーの保険会社が多い点も共通しており、アバディーンでは運用資産の 44%、スタンダード・ライフでは 18%（スタンダード・ライフのグループ内受託資産除く）となっている。アバディーンの場合、2013 年にロイズ・バンキング・グループ傘下の保険会社ス

⁷ なお、アバディーンのアドバイザーは JP モルガン・カザノブとクレディ・スイス、スタンダード・ライフのアドバイザーはゴールドマン・サックス・インターナショナルとなっている。

⁸ “Standard Life, Aberdeen eye deep cost cuts in 11 billion-pound deal” *Reuters*, March 6, 2017.

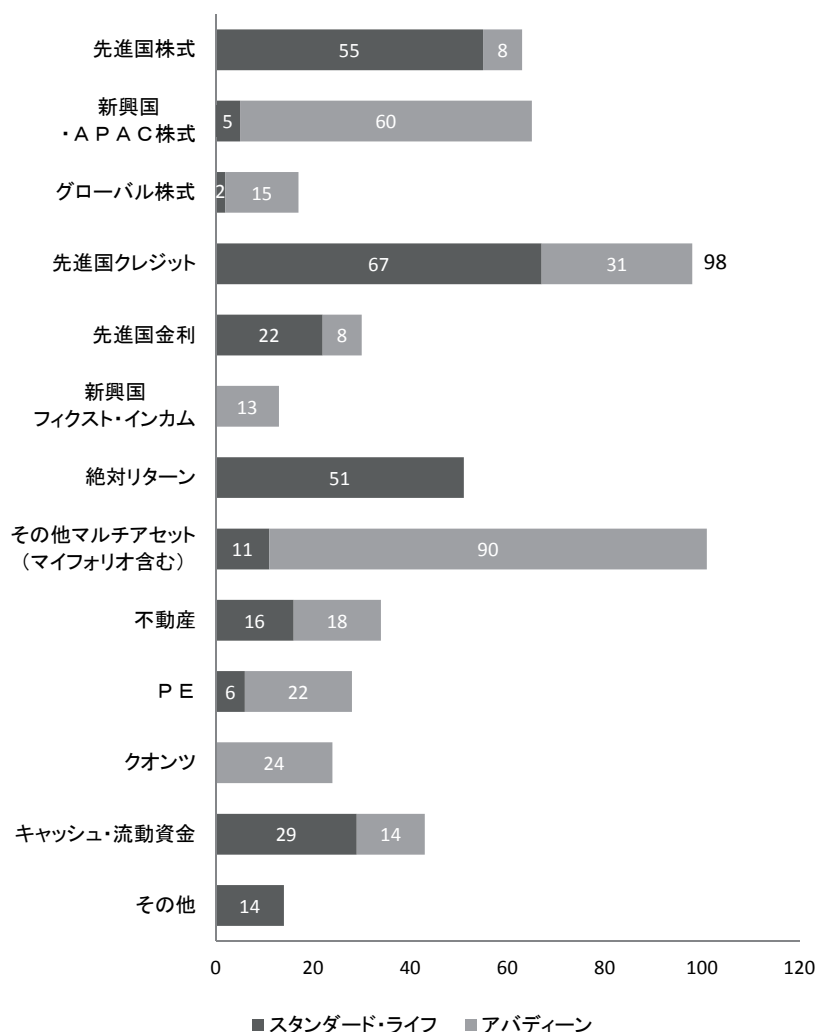
⁹ 共同 CEO の役割分担としては、スキーオ氏が統合後の事業の日々の運営として投資、年金・貯蓄、インド・中国合弁事業、オペレーション、財務、リスク・規制、法務・人事を担い、ギルバート氏が対外事項として国際業務、顧客エンゲージメントやビジネス開発などのディストリビューション、マーケティング等を担う（両社による 2017 年 3 月 20 日の共同リリース）。

¹⁰ “Standard Life and Aberdeen agree merger” *Financial Times*, March 6, 2017.

スコティッシュ・ウィドウズの運用部門スコティッシュ・ウィドウズ・インベストメント・パートナーシップを買収したことで、スコティッシュ・ウィドウズの運用資産が急増したという事情がある。

資産運用の内容でみると、両社とも伝統的なアクティブ運用会社と位置づけられるプレイヤーではあるものの、運用資産をアセットクラス毎にブレイクダウンすると、実際に重複するところは少ない（図表 4）。先進国クレジットと不動産を除けば、両社各々の得意分野が明確に分かれる形となっており、今後の資産獲得において、フルラインナップの運用会社として顧客の広範なニーズに対応していくことができよう。例えば、オルタナティブと位置づけられるものの中でも、スタンダード・ライフは絶対リターン追求型、アバディーンは新興市場の株式やフィクスト・インカム、プライベート・エクイティ（PE）に強みを持っている。

図表 4 スタンダード・ライフとアバディーンの運用戦略別運用資産残高



（注） 2016年末時点。単位は10億ポンド。

マイフォリオはスタンダード・ライフの一任運用サービス。

（出所）スタンダード・ライフ、アバディーン資料より野村資本市場研究所作成

他方、パッシブ運用は両社とも弱みとするところであり、例えばアバディーンでは、前掲図表 4 のクオント運用の資産のみとなっている。今後、アクティブ運用大手として差別化していくのか、ETF・パッシブ運用を拡大していくのか、後者の場合は自前か M&A か、戦略の方向性が注目される。また、合併公表後、一部有力ファンド・マネージャーの離職と、それに伴いフィナンシャル・アドバイザーが投資家に両社のファンドへの投資を見送る助言をしていることも報じられており、有為な人材の引き留めも注目点となろう¹¹。

なお、両社の重複で今後の扱いが不明な分野として、プラットフォームが挙げられる。前述の通り、スタンダード・ライフは 2006 年にラップを立ち上げ、2016 年にエレベートを買収しているが、アバディーンも 2015 年にパルメニオンを買収しており、新会社の傘下に 3 つのプラットフォームが並立することになる。アバディーンのパルメニオンは、顧客の状況に応じたモデル・ポートフォリオを提示するロボ・アドバイザーであるため、スタンダード・ライフのプラットフォームとは性格をやや異にするが、今後、新会社が 3 つのプラットフォームをどのように扱うかも注目点となろう¹²。

IV スタンダード・ライフとアバディーン合併の背景

1. 市場動向：ETF・パッシブ運用の増加、EU からの競争激化、超低金利

今般の合併の背景として最もよく指摘されるのが、ETF・パッシブ運用の増加である。下記にみる規制強化の影響もあり、個人投資家・機関投資家の間で低コストな ETF・パッシブ運用が人気を博する中、アクティブ運用主体の運用会社としては、合併して重複部分のコストを削減する一方、規模を拡大して運用手数料収入のベースとなる運用資産残高を確保する必要に迫られている。

アクティブ運用の低迷、ETF・パッシブ運用の増加は特に米国で顕著であり、2007 年以降の米国株ファンドの累積資金純流出入額をみると、アクティブ運用では 8,350 億ドルの資金純流出であるのに対し、インデックス運用及び ETF では 1 兆 1,550 億ドルの資金純流入となっている。欧州でも、米国ほどではないにせよ、ETF・パッシブ運用の台頭が顕著であり、例えば ETF 残高は 2005 年末の 560 億ドルから 2017 年 2 月末には 5,840 億ドルへと約 10 倍の伸びをみせている。今後、下記にみる英国・EU の規制の影響も相俟って、欧州でも米国と同様に ETF・パッシブ運用へのシフトが生じる可能性は高い。

他にも、EU から英国市場へ参入する業者の増加に伴う競争激化や、超低金利の影響も挙げられる。前者については、EU 指令・規則に基づく単一パスポート制度により、1990 年代以降、欧州から英国への保険業者の進出が増加している点が指摘できる。例えば、保険仲介指令に基づく単一パスポートでは、英国から英国以外の EU へ進出している業者が

¹¹ “Stanlife-Aberdeen deal rattles advisers” *Financial Times*, March 13, 2017.

¹² “Standard Life/Aberdeen deal – What happens to the platforms?” *Professional Advisor*, March 7, 2017.

2,758社であるのに対し、英国以外のEUから英国へ進出している業者は5,727社となっている¹³。

また、超低金利については、一般的に、保証付商品が多い、保証利回りが高い、デュレーション・ギャップが大きい、といった要素のある保険会社には不利に働く。そのため、スタンダード・ライフのレガシー事業と位置づけられるマチュア・ブックへの影響は考えられる。もともと、同社をはじめ、英国の保険会社の多くは、資産運用を中心に事業を多角化しているため、ドイツやオランダなどの保険会社と比べて超低金利の影響は大きくはない。

2. 規制強化：アンバンドリング、FCA 資産運用業界レビュー、年金自由化

資産運用会社サイドに係る要因で、上記ETF・パッシブ運用増加を促進する一因でもあるのが、アンバンドリングと英国金融行為監督機構（FCA）の資産運用業界レビューである。アンバンドリングとは、EUの第2次金融商品市場指令で導入される規制で、バイサイドがセルサイドに支払う売買執行コミッションを、売買執行の対価とリサーチの対価に分離することを求める¹⁴。これにより、バイサイドの外部リサーチ購入に係る負担が増加することになると見込まれており、中小運用会社を中心に、そのコストを吸収するための規模を追求した資産運用会社の再編に繋がる可能性がある。また、リサーチを用いないETF・パッシブ運用の増加にも繋がる可能性がある。

FCAの資産運用業界レビューは、英国の資産運用業界において競争原理が働いているか、という観点から実施されているものであり、2016年11月に中間報告書が公表されている¹⁵。その中でFCAは、まず、アクティブ運用ファンドとパッシブ運用ファンドの比較をしている。即ち、FTSE株価指数に2万ポンドを20年投資し、収益がアクティブとパッシブで同じだった場合、パッシブの投資家はアクティブの投資家と比べて9,455億ポンド（24.8%）多く得ることになり、ファンドの取引コストを加味すると、その差は14,439ポンド（44.4%）に拡大するとしている。その上で、改善策として「オールイン・フィー」の導入を提言しており、そのオプションとして、①ファンドの取引コストの推計値開示、②ファンドの取引コストを含める手数料（投資家向け開示を条件に超過可）、③ファンドの取引コストを含める手数料（超過する場合は運用会社負担）、などを提示している。本中間報告書を巡っては、アクティブとパッシブの比較の前提が乱暴¹⁶、ファンド

¹³ 2016年7月27日時点。出所はFCA議会財政委員会宛書簡（2016年8月17日付）。

¹⁴ 神山哲也「第2次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号、同「欧州委員会によるコミッションのアンバンドリング規制」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号参照。

¹⁵ FCA “Asset Management Market Study Interim Report” November 18, 2016。なお、最終報告書の公表は2017年第2四半期に予定されている。

¹⁶ 例えば、アクティブ運用の多様性を考慮していない点や、アクティブとパッシブの運用パフォーマンスを同じと前提している点など。

の取引コストに上限を設けては必要な売買ができない、などの批判がある。しかし、当局 FCA・本報告書の方向性は、低コストな ETF・パッシブ運用の促進にあると言える。

他方、英国の保険会社サイドでは、2015 年 4 月に実施された、いわゆる「年金自由化」の影響が大きい。英国では従来、退職時に年金資金の 25%までを非課税で引き出し、残りでアニュイティ（終身年金）を購入することが税制上求められていたが、年金自由化により、アニュイティの購入が求められる税制の廃止などが実施された。これにより英国の退職者は退職資金を投資信託等での資産運用など、アニュイティ以外でも自由に使用することができるようになった。他方、英国保険会社は、従来は制度で毎年保証されていた退職者のアニュイティ購入資金の流入が期待できなくなり、新たな収益源を模索する必要に迫られている。例えば、年金向け資産移転サービスを提供するフィンテックのオリゴ（Origo）によると、年金自由化から 1 年半で年金からアニュイティへの移管が 77%低下した一方、自己投資型個人年金（SIPPs）への移転は 115%増加している¹⁷。スタンダード・ライフも 2016 年 11 月、新規顧客へのアニュイティ販売を停止している。

3. 個社が直面する課題：GARS の苦戦、新興市場運用の苦戦

上記の環境要因に加え、スタンダード・ライフとアバディーンともに個社として M&A を後押しする経営課題に直面していた。スタンダード・ライフについては、GARS（Global Absolute Return Strategy）と呼ばれる絶対リターン追求型の投資戦略の苦戦が挙げられる。スタンダード・ライフの GARS は、2018 年 1 月にローンチされた同社の資産運用事業強化の象徴ともいえる投資戦略であり、投資信託では 2017 年 1 月末の運用資産残高 251 億ポンドと英国最大級となっている（前掲図表 4 の「絶対リターン」¹⁸）。運用対象はマルチアセットであり、3 年平均で 6 か月 Libor+5%がターゲットとなっている。2014 年まではターゲットと同等以上のリターンを記録して人気を博したが、2015 年・2016 年とターゲットを大幅に下回り、2016 年にはグロスの資金流出が前年比倍増の 145 億ポンドとなり、ネットで 43 億ポンドの流出に転じた¹⁹。同年度、全社でも 7 億ポンドの資金純流出に見舞われるなど、注力する資産運用事業での苦戦が浮き彫りになっている。

他方、アバディーンについては、同社が注力してきた新興市場の株式運用の苦戦が挙げられる。前掲図表 4 において「新興国・APAC 株式」が「その他マルチアセット」に次ぐ第二の運用戦略になっているように、新興市場株式はアバディーンを特徴づけるものとなっている。しかし、近年の新興市場株式の低迷と、それに伴う投資家の投資意欲減退などから、アバディーンは新興市場株式を中心に資金流出に見舞われている。運用資産全体で 2016 年末まで 15 四半期連続の資金純流出に直面し、同期間のグロスの流出総額は

¹⁷ “Sipp transfers soar 115% since pension freedoms” *FT Advisor*, November 1, 2016.

¹⁸ 前掲図表 4 の数字は、機関投資家向け一任運用等、投資信託（ユニット・トラスト）以外の残高も含むため、数字が異なっている。

¹⁹ パフォーマンスは、2015 年はターゲットの半分、2016 年はマイナスを記録した。ファンド格付機関のモーニングスターは、ファンドの規模が大きくなりすぎた点を指摘している。

1,000 億ポンドに達した。そのため、2015 年初から株価は他の英国上場資産運用会社と比べても大きく下落しており、2016 年の純利益も前年比で 13.8% 下落している。そのため、従来は欧州資産運用業界における買い手であったのが、買われる側に転じた。実際、2015 年 10 月には、マーティン・ギルバート CEO が自身の後継探し込みで、売却先を模索しているとの観測報道も出ていた²⁰。

V スタンダード・ライフとアバディーン合併の意義

欧州資産運用業界では、引き続き再編機運がみられる。最近の案件をみると、ソシエテ・ジェネラルによるアムンディの売却や²¹、ドイツ銀行が 2017 年 3 月 5 日に打ち出したドイツ・アセット・マネジメントの少数株主持分の上場は、金融危機後から続いてきた銀行グループによる資産運用事業の売却トレンドの一環に位置付けられる。他方、ヘンダーソン・グループとジャナス・キャピタル・グループの合併と²²、本件スタンダード・ライフとアバディーンの合併は、上記のような銀行グループによる資産運用事業の売却とは一線を画する。銀行グループによる資産運用事業売却の主たる要因が資本規制対応であるのに対して、ジャナス・ヘンダーソン、スタンダード・ライフ・アバディーンに共通するのは、投資家の低コスト志向と資産運用事業に係る規制強化に起因するアクティブ運用を主力とする資産運用会社同士の合併という点である。

ジャナス・ヘンダーソンとスタンダード・ライフ・アバディーンは、日本の金融グループの資産運用事業戦略と関係がある点も共通している。ジャナスは第一生命が出資し、業務提携契約を締結しており、新会社でも引き続き第一生命が上限 20% まで出資し、双方の商品販売等の業務提携をすることとなっている。スタンダード・ライフ・アバディーンについても、アバディーンの最大株主は三菱 UFJ 信託銀行となっており、マーケティングや商品開発等で提携関係にある。また、スタンダード・ライフは三井住友信託銀行と双方の商品販売等で協業している。

他方、ジャナス・ヘンダーソンとスタンダード・ライフ・アバディーンは、カバーしている顧客の補完性で相違がある。ジャナス・ヘンダーソンでは、前者が米国顧客を中心とするのに対して、後者は英国・欧州顧客を中心としており、受託資産の出所において補完関係にある。それに対してスタンダード・ライフ・アバディーンでは、いずれも英国・欧州顧客を主としており、その限りでは補完関係にあるとは言えない。

もっとも、だからといって、スタンダード・ライフ・アバディーンがジャナス・ヘンダーソンより成功する見込みが低いというわけではない。専門家集団であり、また、運用の哲学やプロセスも異なる資産運用会社同士の合併は、プロダクトの重複や有力ファン

²⁰ “Aberdeen in search for buyer as emerging markets take toll” *Financial Times*, October 25, 2015.

²¹ 神山哲也「欧州最大の資産運用会社アムンディ上場の意義」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号（ウェブサイト版掲載論文）参照。

²² 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 年冬号参照。

ド・マネージャーの流出、それも関連した顧客資産流出など、困難に直面することが多い。そこで、ジャナス・ヘンダーソンにおける英国・米国という距離的な隔たり、逆に、スタンダード・ライフ・アバディーンにおけるスコットランドの業者同士という近接性が、新会社の重複部分の削減や相乗効果にどのような影響を与えるか、資産運用会社の M&A のあり方を考える上でも注目に値しよう。