世界最大の資産運用会社ブラックロックの経営戦略

岡田　功太

要　約

1. 世界最大の資産運用会社となったブラックロックのビジネスは、主力の資産運用事業に加え、テクノロジー・サービス事業、資産評価事業から成る。元々は年金基金等から主に債券アクティブ・ファンドの運用を受託するブティック運用会社であったが、①上場投資信託（ETF）を含む株式ファンドやオルタナティブ・ファンド事業を展開する資産運用会社等を買収、②金融機関及び政府系ファンドとの提携を通じて、インハウス運用の拡張・強化を図っている。
2. その上で、ブラックロックは、アラディンというブランド名でテクノロジー・サービス事業を運営している。買収や提携を通じて、アラディンの機能拡充に取り組み、資産運用業とテクノロジー・サービス事業間のシナジーを生み出し、今や大規模銀行グループに匹敵する存在になっている。
3. 他方で、日本の大手資産運用会社は、①ファンドの販売促進・企画立案業務、②外部の資産運用会社のファンドの精査・選定業務 、③ミドル・バックオフィス業務など、運用以外の業務にリソースを配分・強化している。こうした既存の強みを活用し、他の資産運用会社やアセットオーナー等から運用以外の業務のアウトソースを請け負うことを目的としたビジネス（資産運用支援プラットフォーム事業）の展開を検討してもよいのではないだろうか。
4. 加えて、日本の資産運用会社は、インハウス運用の拡張・強化にリソースを配分することも必要であろう。外部委託運用ファンドの運用資産総額の増加は、営業収益だけではなく、委託調査費の増加にも寄与するため、営業利益の増加に繋がりにくい。運用力の向上及び収益構造上の課題解決の観点から、運用対象資産・運用戦略の多様化や運用人材の獲得を目的とした資産運用会社の買収等に取り組むことも、選択肢の一つではないだろうか。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関雄太「ブラックロックと資産運用部門を統合するメリル・リンチ」『資本市場クォータリー』2006 年春号。
・三宅裕樹「ブラックロックによる BGI の買収」『資本市場クォータリー』2009 年夏号（ウェブサイト版）。
・橋口達「ファンド投資家に議決権行使をパススルーするブラックロックのボーティング・チョイス」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年夏号。

Ⅰ　インハウス運用の拡張・強化が課題となる日本の資産運用会社

１．日本の資産運用会社の収益構造

内閣官房は 2023 年 12 月、資産運用立国実現プランを取りまとめ、公表した。同プランは、成長と分配の好循環を実現すべく、資産運用業の改革を目的とするものであり、その一環で、大手金融グループに対して、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付けを明確にし、運用力向上やガバナンス改善・体制強化を図るためのプランを策定・公表することを要請した。また、2024 年 6 月には、「資産運用立国実現プランの主な施策の進捗状況のフォローアップと今後の予定」が公表され、日本の資産運用会社の運用力向上等に関する取り組みをフォローするとともに、継続的な取り組みの深化を求めていく方針が示された。

運用力向上に係る日本の資産運用会社の課題の一つとして、海外資産のインハウス運用の拡張・強化が挙げられる。日本の資産運用会社は、海外資産に投資するファンドを組成する場合、別の資産運用会社に対して、運用業務を委託（以下、外部委託運用）しているケースが多い。金融庁によると、日本の資産運用会社の外国株式アクティブ・ファンド（確定拠出年金・SMA〔Separately Managed Account〕専用ファンドを除く）の外部委託運用比率は約 89%（2022 年末時点）となっているという[1]。海外資産の運用ノウハウの獲得は、日本の資産運用会社が直面している課題の一つであるといえる。

日本の資産運用会社は、外部委託運用を積極的に行っているが故に、営業利益が増加しにくいという収益構造上の課題も抱えている。大手資産運用会社 5 社[2]の営業収益（合計額）は、2020 年 3 月期の約 4,419 億円から 2024 年 3 月期の約 5,293 億円と約 1.2 倍となっているが、営業費用[3]（合計額）も、同期間で約 3,617 億円から約 4,377 億円と約 1.2 倍となっている（図表 1）。営業費用の中でも、特に委託調査費の増加が目立っている。委託調査費とは、資産運用会社が、運用業務を委託している先に支払う費用である。大手資産運用会社 5 社の委託調査費（合計額）は、同期間で約 626 億円から約 972 億円と約 1.6 倍となっており、営業費用全体に占める委託調査費の割合は約 22%（2024 年 3 月末時点）となっている。

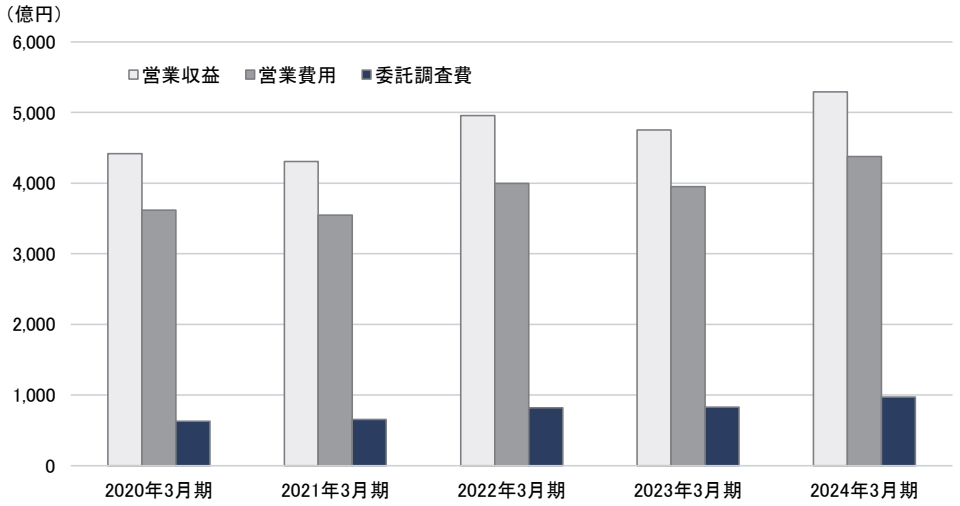
このように、日本の投資家の間で海外資産への投資ニーズが高まり、外部委託運用ファンドの運用資産総額（以下、AUM）が増加すると、同ファンドを組成した資産運用会社の営業収益は増加するが、委託調査費も増加するため、営業利益が増加しにくいという構図がある。

1　金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」2023 年 4 月。金融庁によると、今後も中長期的に外部委託運用が拡大し続けた場合には、日本の運用人材が流出・減少し、運用機能が低下することで、資産運用に関する世界最先端の情報が日本に集まらなくなり、国際金融センターとしての日本の魅力が低下する可能性があるという。

2　日本の資産運用会社のうち 2024 年 3 月期の営業収益上位 5 社である、野村アセットマネジメント、アセットマネジメント One、三菱 UFJ アセットマネジメント、三井住友 DS アセットマネジメント、大和アセットマネジメント。

3　一般管理費を含む。

図表 1　日本の大手資産運用会社 5 社の営業収益及び営業費用の推移



（出所）日本の大手資産運用会社 5 社（本稿脚注 2 を参照）の財務諸表より野村資本市場研究所作成

２．ブラックロックの収益構造

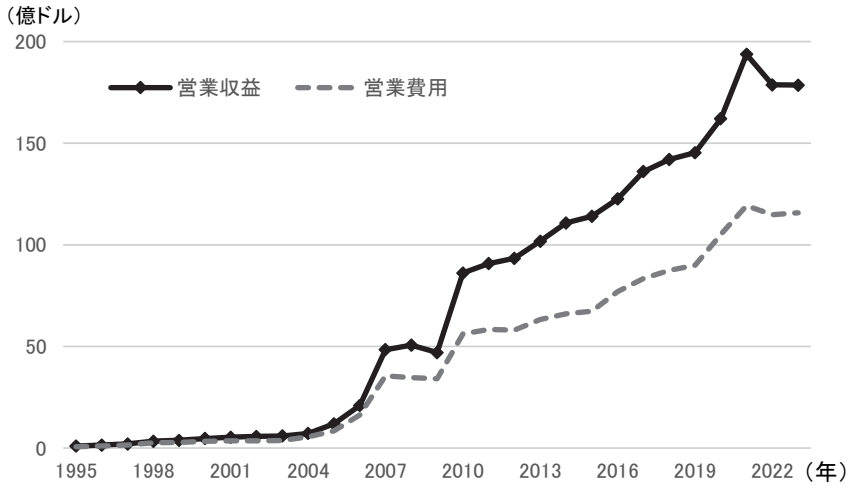
米国に目を転じると、世界最大の資産運用会社となったブラックロックは、インハウス運用を中心とした独自の事業ポートフォリオを構築し、企業価値の向上を図っている。ブラックロックの AUM は、2019 年末の約 7.4 兆ドルから 2023 年末の約 10 兆ドルと約 1.3 倍となっており、同社の営業収益（Operating Revenue）は、2019 年末の約 145 億ドルから 2023 年末の約 179 億ドルと約 1.2 倍となっている（図表 2）。

他方で、ブラックロックの営業費用（Operating Expense）は、2019 年末の約 90 億ドルから 2023 年末の約 116 億ドルと約 1.3 倍となっているが、その大半は、人件費、ファンドの組成・併合に関連する費用、マーケティング関連の費用等であり、運用機能の委託先に支払っている費用は約 8,100 万ドルと営業費用全体の約 0.7%となっている（2023 年末時点）。ブラックロックは、主にインハウス運用で収益をあげており、同事業に携わる人材等のリソースに費用をかけていることがみてとれる。

ブラックロックは元々、債券ファンドを運用するブティック運用会社であったが、上場投資信託（ETF）及びオルタナティブ・ファンドの資産運用会社の買収や、金融機関及び政府系ファンド（以下、SWF）との提携を通じて、インハウス運用の能力向上及び顧客基盤の拡大（以下、拡張・強化）を図っている。その上で、ブラックロックは、テクノロジー・サービス事業を展開しており、同事業と資産運用業間のシナジーを生み出し、企業価値の向上を図っている。

実際に、ブラックロックの時価総額は約 1,268 億ドルと 10 年前の約 2 倍となっており、シティ・グループ（時価総額は約 1,115 億ドル）、UBS（同約 924 億ドル）、BNP パリバ（同約 731 億ドル）、バークレイズ（同約 414 億ドル）等の大手金融グループを上回っている（2024 年 8 月 9 日時点）。

図表 2　ブラックロックの営業収益及び営業費用の推移



（出所）ブラックロックより野村資本市場研究所作成

本稿では、ブラックロックの概要、インハウス運用の拡張・強化を目的とした買収戦略やテクノロジー・サービス事業の概要について紹介した上で、日本の資産運用会社に対する示唆を考察する。

Ⅱ　ブラックロックの概要

ブラックロックの買収・提携戦略を詳述するにあたって、まず、ブラックロックの歴史や経営陣の経歴、同社が展開する資産運用事業、テクノロジー・サービス事業、資産評価事業の概要について紹介する。

１．ブラックロックの歴史・経営陣

ブラックロックは、世界 42 か国において事業を展開し、AUM は約 10 兆ドルを有する世界最大の資産運用会社であり、その歴史は 1984 年頃に遡る。当時、ラリー・フィンク氏は、クレディ・スイス・ファースト・ボストンのモーゲージ債取引の責任者を務めていたが、不十分なリスク管理に起因する 1 億ドル超の損失を計上したことの責任を問われ、同社を退社した。その後、フィンク氏は 1988 年に、大手オルタナティブ運用会社のブラックストーンから出資を受け、ブラックロックを起業した。ブラックストーンによる出資額は、ブラックロックの発行済株式数の約 50%相当であった。

このように、ブラックロックは創業当初、ブラックストーン傘下の資産運用会社であったが、1995 年以降、米国有数の地銀である PNC フィナンシャル・サービシズ（以下、PNC）、米国大手証券会社のメリルリンチ、シンガポールの SWF であるテマセク等から出資を受け、出資者との提携等を通じて、資産運用事業を展開してきた（詳細は後述）。

ブラックロックの株主構成を見ると、テマセクをはじめとする多様な投資家がブラックロック株を保有しており、創業者兼最高経営責任者（以下、CEO）のフィンク氏の保有比率は 0.27%（2024 年 2 月末時点）に留まる。なお、ブラックロックは 1999 年に、ニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）に上場している。

フィンク CEO の下で社長（President）を務めるのはロバート・カピト氏である。両名共に、クレディ・スイス・ファースト・ボストンにおいてモーゲージ債業務に従事し、ブラックロックの創業以来、同社の経営に携わっている。他方で、ブラックロックの取締役（Board of Directors）は、フィンク CEO 及びカピト社長を含む 16 人から成り、サウジアラムコのアミーン・ナセル CEO、マイクロソフトの事業開発部門の責任者であったマーガレット・ジョンソン氏、英国大手保険会社のアビバのマーク・ウィルソン元 CEO、ブラックロックのスーザン・ワグナー元副会長等、多様な経験・知見を有する専門家が名を連ねている。

なお、ワグナー元副会長は、フィンク CEO 及びカピト社長と共に、ブラックロックを創業したメンバー[4]の一人であり、従前はリーマン・ブラザーズで M&A アドバイザリー業務に従事し、ブラックロック創業後は、同社の経営戦略の責任者として、買収及び提携戦略の立案・実行を主導したことで知られている。

２．ブラックロックが展開する事業

ブラックロックのビジネスは、①資産運用事業、②テクノロジー・サービス事業、③資産評価事業から成る。

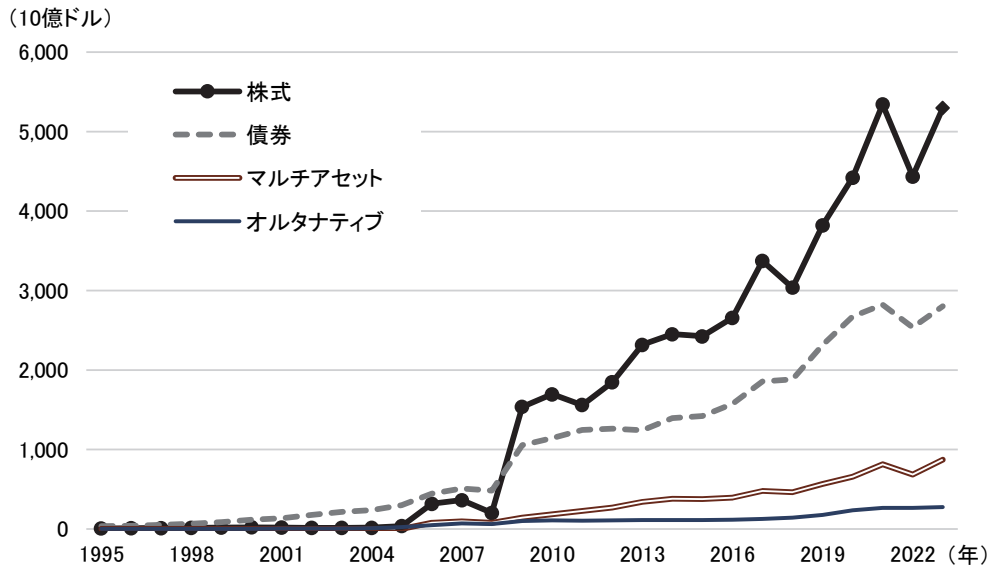
2023 年末時点の資産運用事業の状況をみると、ブラックロックの営業収益に占める同事業の割合は約 91%であり、ブラックロックの主力ビジネスとなっている。ブラックロックの AUM についてアセットクラス別の内訳をみると、株式ファンドの AUM は約 5 兆 2,933 億ドル（AUM 全体の約 53%）、債券ファンドの AUM は約 2 兆 8,040 億ドル（同約 28%）となっている（図表 3）。一方、ブラックロックの AUM について顧客属性別の内訳をみると、年金基金等のアセットオーナーから受託した AUM が占める割合は 56%超[5]となっている。ブラックロックは、伝統的資産に投資するファンドのアセットオーナー向け運用を主力としていることがみてとれる。

また、ブラックロックは、i シェアーズという世界最大の ETF 事業を展開していることでも知られている。i シェアーズの AUM は約 3 兆 4,993 億ドルで、ブラックロックの AUM 全体に占める割合は約 35%となっている。

[4] ラリー・フィンク氏、ロバート・カピト氏、スーザン・ワグナー氏、バーバラ・ノビック氏、ベン・ゴラブ氏、ヒュー・フレイター氏、ラルフ・シュロススタイン氏、キース・アンダーソン氏の 8 人である。

[5] ブラックロックの AUM の顧客属性別の内訳（2023 年末時点）は、機関投資家が約 56%、ETF が約 35%、リテールが約 9%となっており、ETF の投資家には機関投資家も含まれている。

図表 3　ブラックロックのアセットクラス別の AUM の推移



（出所）ブラックロックより野村資本市場研究所作成

他方で、ブラックロックのテクノロジー・サービス事業は、アラディン[6]というブランド名で運営されており、同事業の営業収益は約 15 億ドルとブラックロックの営業収益全体の約 8%を占めている。アラディンは、データや分析ツール等の提供を通じて、顧客が展開する資産運用事業の効率化を支援するデジタル・プラットフォームである（詳細は後述）。

更に、ブラックロックは、同社傘下のブラックロック・フィナンシャル・マーケッツ・アドバイザリー（以下、BFMA）を通じて、資産評価事業を展開している。BFMA は 2008 年 4 月に設立された資産運用会社であり、中央銀行や商業銀行、保険会社等に対して、ポートフォリオの評価サービス等を提供している[7]。BFMA の営業収益は、ブラックロックの営業収益全体の約 1%となっている。

Ⅲ　資産運用会社の買収を通じたインハウス運用の拡張・強化

ブラックロックは創業以来、インハウス運用の拡張・強化を図るべく、数々の資産運用会社を買収してきた。特にブラックロックの事業ポートフォリオの変化に大きく寄与した買収事例として、メリルリンチ・インベストメント・マネージャーズ（以下、MLIM）及びバークレイズ・グローバル・インベスターズ（以下、BGI）がある。加えて、足元では、グローバル・インフラストラクチャー・パートナーズ（以下、GIP）の買収を公表し、オルタナティブ・ファンドの拡張・強化にも取り組んでいる。

6　アラディン（Aladdin）は Asset, Liability and Debt and Derivative Investment Network の略称である。
7　BFMA は、コロナ禍の下、金融危機が発生した際に、ニューヨーク連邦準備銀行のバランスシートの評価を行っていたことで知られている。詳細は、岡田功太「拡大する米国の社債 ETF 市場」『野村資本市場クォータリー』2021 年夏号を参照。

１．MLIM の買収を通じた株式アクティブ・ファンド事業の強化

ブラックロックは 2006 年 2 月に、メリルリンチから同社グループ傘下の資産運用会社である MLIM を買収した[8]。その際、メリルリンチは、ブラックロック株を取得した。これにより、ブラックロック株の発行済株式数（利益参加ベース）の保有内訳は、メリルリンチが約 49%、PNC が約 34%、ブラックロックの従業員及びその他の投資家が約 17%となった（2006 年 9 月末時点）。

当時メリルリンチを率いていたスタンレー・オニール CEO は、機関投資家向けトレーディング事業及び個人向けウェルス・マネジメント事業等を強化すべく、組織改革に取り組んでいた。そうした中、オニール CEO は、MLIM をノンコア事業と位置づけ、同社をブラックロックに売却し、代わりにメリルリンチがブラックロックに出資することで、新ブラックロックのファンドを投資家に提供する、という構造改革を行った。

他方で、当時のブラックロックは、主にアセットオーナー向けの債券アクティブ・ファンド運用を行っていたが、更なる成長を遂げるには、運用戦略の多様化と顧客基盤の拡大を図る必要があった。MLIM は、株式アクティブ・ファンド事業に強みを有し、米国外に運用拠点を有していたことに加えて、メリルリンチのウェルス・マネジメント部門を通じて個人投資家にファンドを提供していたため、当時のブラックロックにとって魅力的な提携相手であった。

MLIM を買収したブラックロックの AUM は、2005 年末の約 4,527 億ドルから 2007 年末には約 1 兆 3,566 億ドルと約 3 倍になり、同社の AUM に占める株式アクティブ・ファンドの割合は、2005 年末の約 8%から 2007 年末には約 27%となった。

２．BGI の買収を通じた ETF 事業への参入

ブラックロックは、MLIM の買収から約 3 年後の 2009 年 6 月に、バークレイズから同社グループ傘下の資産運用会社である BGI を買収した[9]。その際、バークレイズは、ブラックロック株を取得した。これにより、ブラックロック株の発行済株式数（利益参加ベース）の保有内訳は、メリルリンチが約 34.2%、PNC が約 24.5%、バークレイズが約 19.8%、ブラックロックの従業員及びその他の投資家が約 21.5%となった（2009 年末時点）。

当時のバークレイズは、グローバル金融危機の影響を受け、約 150 億ポンドの資本注入が必要な状態に陥っていたが、当時 CEO であったジョン・バーリー氏は、英国政府による公的資金注入を断り、独自の資金調達及び事業の合理化に取り組んでいた。そうした中、バーリー氏は、バークレイズの中核ビジネスである商業銀行及び投資銀行業務を立て直す

---

8 詳細は、関雄太「ブラックロックと資産運用部門を統合するメリル・リンチ」『資本市場クォータリー』2006 年春号を参照。なお、ブラックロックは、MLIM のロバート・ドル社長兼最高投資責任者を新ブラックロックの取締役として招聘した。

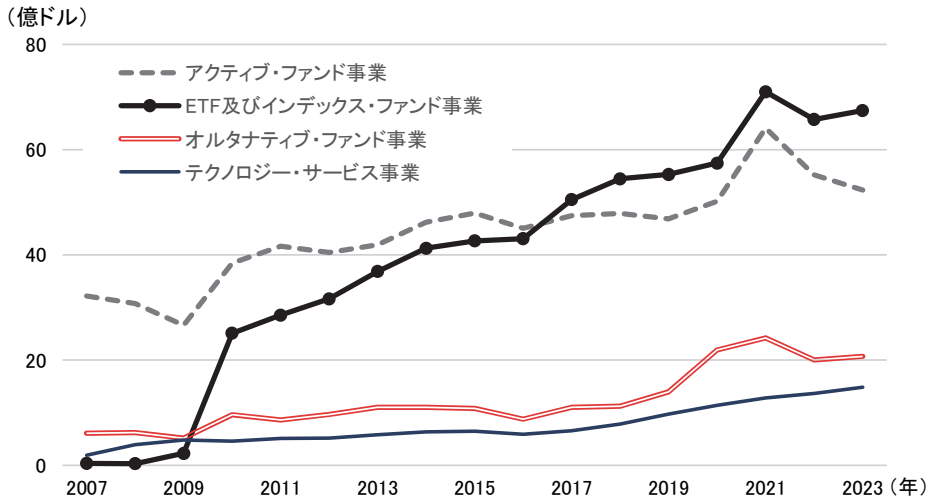
9 詳細は、三宅裕樹「ブラックロックによる BGI の買収」『資本市場クォータリー』2009 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

べく、i シェアーズのブランドの下で ETF 事業を展開していた BGI をブラックロックに売却した。

他方で、当時のブラックロックは、アクティブ・ファンドを主力としていたが、BGI の買収を通じて ETF 事業に参入した。当時の米国資産運用業界においては、超過リターンの獲得を目指すアクティブ・ファンド事業と指数連動を目指す ETF 及びインデックス・ファンド事業は、付加価値の源泉が異なるため、アクティブ運用会社が ETF 事業を展開する資産運用会社を買収してもシナジーは生まれないという見方もあった[10]。一方、フィンク CEO は、ブラックロックの顧客はあらゆるタイプの運用戦略を採用し、多様なファンドに投資を行っているため、顧客の資産運用ニーズに応えるには、ブラックロックの商品ラインナップをアクティブと ETF・インデックス運用の両面で拡充する必要があるという考えの下、BGI を買収した。

ブラックロックの 2023 年末時点の営業収益の内訳をみると、i シェアーズを含む ETF 及びインデックス・ファンド事業の収益は約 670 億ドルと営業収益全体の約 38%を占めており、アクティブ・ファンド事業の収益を上回っている（図表 4）。ブラックロックは、BGI の買収を通じて、新たな収益源を生み出したといえる。

図表 4　ブラックロックの主な事業の収益の推移



（出所）ブラックロックより野村資本市場研究所作成

[10] Christine Williamson, “BlackRock's BGI acquisition 10 years ago fuels rapid growth,” *Pensions&Investments*, June 11, 2019.

３．GIP の買収を通じたオルタナティブ・ファンド事業の強化

ブラックロックは 2024 年 1 月に、GIP を同社の創業者等から買収することを公表し、2024 年第 3 四半期末までに買収手続きを完了させる予定であることを明らかにした[11]。

GIP は、主にエネルギー、水資源、運輸等のインフラ運営会社に投資を行うインフラ・ファンドの資産運用会社であり、AUM は約 1,000 億ドルとなっている（2024 年 1 月末時点）。ブラックロックのインフラ・ファンドの AUM は約 500 億ドルであることから、GIP との統合が完了した場合、ブラックロックのインフラ・ファンドの AUM は 1,500 億ドルとなり、オーストラリアのマッコーリーに次ぐインフラ投資事業を有することになる。

ブラックロックは創業以来、数々の資産運用会社を買収しているが、2002 年から 2007 年にかけてヘッジファンド（及びファンド・オブ・ヘッジファンズ）、2009 年から 2017 年にかけて中堅のプライベート・エクイティ（以下 PE）・ファンドやインフラ・ファンド、2018 年以降にプライベート・クレジット・ファンド[12]の資産運用会社を買収し、オルタナティブ・ファンド事業の強化を図ってきた（図表 5）。

図表 5　ブラックロックが買収した主な資産運用会社

買収公表時期	買収対象会社・事業	買収対象会社・事業の概要
1998 年 5 月	PNC フィナンシャル・サービシズの資産運用事業	主に株式アクティブ・ファンドを運用。
2002 年 9 月	サイレニウス・キャピタル・マネジメント	主にヘッジファンドを運用。
2003 年 4 月	HPB マネジメント	主にファンド・オブ・ヘッジファンズを運用。
2004 年 8 月	ステート・ストリート・リサーチ＆マネジメント	主に株式アクティブ・ファンドを運用。
2006 年 2 月	MLIM	主に株式アクティブ・ファンドを運用。
2007 年 6 月	ケロス・グループ	主にヘッジファンドや PE ファンド等に投資するファンド・オブ・ファンズを運用。
2009 年 6 月	BGI	主に i シェアーズというブランド名の ETF を運用。
2012 年 1 月	クレイモア・インベストメンツ	主にカナダにおいて、株式や債券等の指数に連動する ETF 等を運用。
2012 年 7 月	スイス・リー・プライベート・エクイティ・パートナーズ	主に欧州の PE ファンド及びインフラ・ファンド等に投資するファンド・オブ・ファンズを運用。
2013 年 5 月	MGPA	主にアジア及び欧州の不動産を投資対象とするファンドを運用。
2013 年 7 月	クレディ・スイスの ETF 事業	主にスイスにおいて、株式や債券等の指数に連動する ETF を運用。
2015 年 6 月	インフラストラクチャー・インスティテューショナル	主にメキシコのインフラを投資対象とするインフラ・ファンドを運用。
2015 年 11 月	バンク・オブ・アメリカの MMF 事業	主に個人及び法人向けの MMF を運用。
2017 年 2 月	ファースト・リザーブ・エナジー・インフラストラクチャー・ファンド	主にエネルギー・セクターを投資対象とした PE ファンドを運用。
2017 年 11 月	シティバナメックス・アセット・マネジメント	主にメキシコにおいて株式及び債券アクティブ・ファンドを運用。
2018 年 4 月	タネンバウム・キャピタル・パートナーズ	主に米国のプライベート・クレジット・ファンドを運用。
2020 年 11 月	アペリオ	主に SMA（Separately Managed Account）等のカスタマイズ・ポートフォリオを運用。
2023 年 6 月	クレオス・キャピタル	主に欧州のプライベート・クレジット・ファンドを運用。
2024 年 1 月	GIP	主にインフラ・ファンドを運用。
2024 年 3 月	スパイダーロック・アドバイザーズ	主に SMA 等のカスタマイズ・ポートフォリオを運用。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

[11] ブラックロックは、GIP の創業者であるアデバヨ・オグンレシ CEO を取締役として招聘する予定である。
[12] 詳細は、岡田功太・橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号を参照。

他方で、ブラックロックの AUM 全体に占めるオルタナティブ・ファンドの割合は約3%となっており、オルタナティブ・ファンドのインハウス運用力の拡張・強化が課題となっている（2023 年末時点）。なお、オルタナティブ・ファンドは、ブラックロックの AUM に占める割合は小さいが、同社の収益に占める割合は約 12%となっており、収益貢献度は高い。ブラックロックの資産運用業の特徴の一つは、薄利多売ビジネスの ETF と高付加価値ビジネスのオルタナティブ・ファンドを両輪で行っている点にあると言えよう。

Ⅳ 金融機関及び SWF との提携を通じた顧客基盤の拡大戦略

ブラックロックは買収を通じてインハウス運用力の強化を図ってきたが、同時に金融機関や SWF との提携を通じて、顧客基盤の拡大にも取り組んできた。以下では、ブラックロックの顧客基盤の拡大策について紹介する。

１．米国有数の地銀 PNC との提携

ブラックロックは創業当初、ブラックストーン傘下の資産運用会社であったが、フィンク CEO とブラックストーンのスティーブン・シュワルツマン CEO が 1994 年頃に、ブラックロックの経営方針を巡って対立し、ブラックストーンは 1995 年 2 月に、ブラックロック株を PNC に売却した。これにより、ブラックロックは、米国有数の地銀である PNC の子会社となった。なお、PNC は 1999 年 10 月末時点で、ブラックロック株の発行済株式数（利益参加ベース）の約 70%を保有していた。

PNC は、ブラックロック買収から約 3 年後の 1998 年 5 月に、PNC の資産運用事業をブラックロックに統合し、ブラックロックのインハウス運用ファンドを PNC の顧客に提供することとした。従前、ブラックロックの顧客は、専ら年金基金等のアセットオーナーであったが、PNC との提携を通じて、個人投資家への販路拡大に成功した。実際に、ブラックロックの AUM のうち、PNC の顧客から受託した割合は約 15%となった（1998 年末時点）。

なお、ブラックロックは、PNC との提携戦略を成功させて以降、米国内外の大手金融グループとの提携を進めている（図表 6）。すなわち、①大手金融機関のグループ傘下の資産運用会社を買収し、同時に大手金融機関から出資を受ける、あるいは、②大手金融機関と合弁会社を設立する、という連携を行った上で、大手金融機関や合弁会社等を通じて、ブラックロックのインハウス運用ファンドを投資家に提供する、という形態の提携である。

図表 6　顧客基盤の拡大を目的としたブラックロックと大手金融機関の主な提携

公表時期	提携対象の金融機関の名称	提携の概要
1998 年 5 月	PNC （米国）	• PNC がブラックロックに出資。 • ブラックロックが PNC の資産運用事業を買収。 • PNC が、新ブラックロックのインハウス運用ファンドを顧客に提供。
2006 年 2 月	メリルリンチ （米国）	• メリルリンチがブラックロックに出資。 • ブラックロックが MLIM を買収。 • メリルリンチが、新ブラックロックのインハウス運用ファンドを顧客に提供。
2017 年 11 月	シティバナメックス （メキシコ）	• シティバナメックスは、シティ・グループのメキシコにおける銀行子会社。 • ブラックロックが、シティバナメックス傘下のシティバナメックス・アセット・マネジメントを買収。 • シティバナメックスと新ブラックロックは販売契約を提携。 • シティバナメックスは、主にメキシコにおいて、同行の顧客に対して、新ブラックロックのインハウス運用ファンドを提供。
2019 年 1 月	RBC グローバル・アセット・マネジメント （カナダ）	• RBC グローバル・アセット・マネジメントとブラックロックは、RBC i シェアーズというブランドを共同で設立。 • RBC グローバル・アセット・マネジメントが、主にカナダにおいて、同社の顧客に対して、i シェアーズを提供。
2023 年 6 月	ジオ・フィナンシャル・サービス （インド）	• ジオ・フィナンシャル・サービスは、インドのリライアンス・インダストリーズから分社化された金融サービス会社。 • ジオ・フィナンシャル・サービスとブラックロックは、ジオ・ブラックロックという合弁会社を設立。 • ジオ・ブラックロックは、主にインドにおいて、ジオ・フィナンシャル・サービスの顧客に対して、ブラックロックのインハウス運用ファンドを提供。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

２．シンガポールの SWF テマセクとの提携戦略

PNC は 2020 年 5 月に、自身が保有していたブラックロック株の大半を売却することを公表した。これは、コロナウイルス感染症の影響が世界的に拡大する中、PNC の財務基盤の増強を目的とした措置であった。

PNC が売却したブラックロック株の一部を買い取り、PNC に代わってブラックロックの大株主になったのは、シンガポールの SWF であるテマセクであった。ブラックロックは 2021 年 4 月に、テマセクとの提携を公表し、デカーボナイゼーション・パートナーズという資産運用会社を共同で設立したことを明らかにした。

デカーボナイゼーション・パートナーズは、2050 年カーボンニュートラルの実現を目指し、新たな技術やサービスの開発に取り組むスタートアップ企業等に投資するベンチャーキャピタル（以下、VC）である。なお、デカーボナイゼーション・パートナーズを率いるメーガン・シャープ最高投資責任者（以下、CIO）は、以前は石油関連企業 BP の VC 投資部門に勤務していた。

デカーボナイゼーション・パートナーズは 2024 年 4 月に、デカーボナイゼーション・パートナーズ I という名称の VC ファンドを設定した。同ファンドは、ブラックロック、テマセクを含む世界各国の SWF、年金基金、銀行、保険会社、ファミリーオフィス等から約 14 億ドルの運用資金を受託し、スタートアップ企業への投資を行っている。

V　テクノロジー・サービス事業の展開

ブラックロックは、資産運用事業に次ぐ規模のビジネスとして、アラディンという名称のテクノロジー・サービス事業を展開している。以下では、ブラックロックが展開するアラディンの概要および関連する買収・提携戦略について紹介する。

１．アラディンの概要

アラディンは、データや分析ツール等の提供を通じて、顧客が展開する資産運用事業における取引執行、リスク管理、ポートフォリオ構築の効率化、業務プロセスの改善を支援するプラットフォームである。アラディンの顧客は、SWF や年金基金等のアセットオーナー、中央銀行や商業銀行、保険会社、資産運用会社、ウェルス・マネジメント事業を展開する金融機関等であり、ユーザーは 13 万人超となっている。

アラディンは、中央銀行や機関投資家向けのアラディン・エンタープライズと、ウェルス・マネジメント事業を展開する金融機関向けのアラディン・ウェルスに大別されるが、いずれにおいても、ユーザーは、図表 7 が示すサービス・ラインナップの中から、自身に適したサービスを選択し、活用することが可能である。

ブラックロックは、同社が運用しているオルタナティブ・ファンドに投資するアセットオーナーに対して、アラディン・リスクやイーフロントを提供したり、アラディン・ウェルスを活用している金融機関に対して、i シェアーズを提供することを通じて、資産運用業とテクノロジー・サービス事業間のシナジーを生み出している。このように、資産運用事業とテクノロジー・サービス事業を構築・強化し、両者のシナジー創出に取り組んでいる点が、ブラックロックの経営戦略の特徴であり、強みの一つでもある。

図表 7　アラディンがユーザーに提供する主なサービス

サービス名	サービスの概要
アラディン・リスク	ポートフォリオのリスク分析、パフォーマンス寄与度分析、アセット・アロケーションの評価等を行うサービス。
イーフロント	プライベート資産に関する包括的なリスク分析、コスト評価、レポーティング等を行うサービス。
アラディン・アカウンティング	銀行や保険会社等が保有している有価証券ポートフォリオの会計上の評価等を行うサービス。
ホール・ポートフォリオ	アラディン・リスク、イーフロント、アラディン・アカウンティング等を組み合わせることで、ポートフォリオの包括的な分析等を行うサービス。
アラディン・クライメート	気候変動シナリオの下、ポートフォリオの損益等がどのように変化するのか等の分析を行うサービス。
アラディン・サステナビリティ	ポートフォリオの ESG ファクターを分析し、ESG 関連の規制遵守等を支援するサービス。
アラディン・スタジオ	API（Application Programming Interface）接続を通じて、ポートフォリオ分析等に必要なデータを関係先機関と効率的に共有できるサービス。
アラディン・データ・クラウド	アラディンのユーザーが保有しているデータをクラウド上で管理するサービス。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

２．アラディンの強化を目的とした買収・提携戦略

アラディンの歴史は 1984 年頃に遡る。前述の通り、フィンク氏は、ブラックロックを創業する以前、クレディ・スイス・ファースト・ボストンのモーゲージ債取引の責任者を務めていたが、リスク管理が十分でなかったため、1 億ドル超の損失を計上し、同社を退社した。フィンク氏は 1988 年にブラックロックを創業するが、リスク管理の重要性を踏まえ、アラディンの開発に着手した。つまり、アラディンは当初、ブラックロックが運用するポートフォリオの社内向けリスク管理ツールであった。

ブラックロックは 1999 年に、アラディンを外部の金融機関やアセットオーナー等に提供し始め、特に 2013 年以降はアラディンの機能を強化すべく、数々の提携及び買収を行っている（図表 8）。

図表 8　アラディンの強化を目的とした主な買収・提携

公表時期	買収・提携先の社名	形態	買収・提携の概要
2013 年 4 月	マーケット・アクセス	提携	マーケット・アクセスは債券の電子取引プラットフォームの運営者。同社はアラディンとの提携を通じて、アラディンのユーザーに債券等の電子取引執行サービスを提供。
2014 年 5 月	トレードウェブ	提携	トレードウェブは債券の電子取引プラットフォームの運営者。同社はアラディンとの提携を通じて、アラディンのユーザーに債券等の電子取引執行サービスを提供。
2015 年 8 月	フューチャー・アドバイザー	買収	フューチャー・アドバイザーは、ロボ・アドバイザー・サービスの提供者。同社は、アラディンの顧客である金融機関等を通じて、投資家に同サービスを提供。
2017 年 7 月	キャッシュマトリックス	買収	キャッシュマトリックスは、キャッシュマネジメントの効率化を支援するツールの開発・提供者。同社は、アラディンの顧客である金融機関等に同ツールを提供。
2018 年 12 月	マイクロソフト	提携	マイクロソフトとアラディンは共同で、退職プラン加入者向けのデジタル・プラットフォームを開発。
2019 年 3 月	イーフロント	買収	イーフロントは、プライベート投資に関する分析ツール等の提供者。同社は、アラディンのユーザーに同ツールを提供。
2020 年 2 月	ICE	提携	ICE は、傘下に NYSE を有する証券取引所グループ。同社は、アラディンのユーザーに、債券や債券 ETF のデータ等を提供。
2021 年 1 月	クラリティ AI	提携	クラリティ AI は、ESG データを含むサステナビリティ関連の評価・分析ツールの提供者。同社は、アラディンのユーザーに対して、同ツールを提供。このサービスは、アラディン・クライメート及びアラディン・サステナビリティという名称で展開。
2021 年 2 月	スノーフレーク	提携	スノーフレークとアラディンは共同で、アラディンのユーザーに対して、API やクラウドサービスを提供。これらのサービスは、アラディン・スタジオ及びアラディン・データ・クラウドという名称で展開されている。
2021 年 6 月	バリンガ・パートナーズ	買収	バリンガ・パートナーズは、気候変動シナリオモデルの策定サービスの提供者。同社は、アラディンのユーザーに対して、同サービスを提供。このサービスは、アラディン・クライメート及びアラディン・サステナビリティという名称で展開。
2024 年 6 月	プレキン	買収	プレキンは、プライベート投資に関するデータ等の提供者。同社は、アラディンのユーザーに、プライベート投資に関するデータを提供。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

例えば、債券等の電子取引プラットフォーム運営者であるトレードウェブ[13]やマーケット・アクセス等との提携を通じて、アラディンのユーザーに対して債券等の取引執行サービスを提供し、インターコンチネンタル取引所（以下、ICE）との提携を通じて、アラディンのユーザーに債券及び債券 ETF のデータ等を提供している。ICE は、傘下に NYSE を有する証券取引所グループであるが、足元、債券及びデータ・サービス事業の強化に注力している[14]。

加えて、ブラックロックは、クラリティ AI との提携やバリンガ・パートナーズの買収を通じて、アラディン・クライメート及びアラディン・サステナビリティを提供し、スノーフレークとの提携を通じて、アラディン・スタジオ及びアラディン・データ・クラウドの提供を行っている。更に、ブラックロックは、イーフロントの買収を通じて、アラディンのユーザーに対して、プライベート投資に関するデータや分析サービス等を提供している。

Ⅵ 日本の資産運用会社への示唆

本稿で示したブラックロックの取り組みは、日本の資産運用会社が成長を遂げるにあたって、どのような事業ポートフォリオを構築すべきか、という点において示唆に富むものといえる。

ブラックロックは元々、債券ファンドを運用するブティック運用会社であったが、ETF 及びオルタナティブ・ファンドの資産運用会社の買収や、金融機関及び SWF との提携を通じて、インハウス運用の拡張・強化を図っている。その上で、ブラックロックは、アラディンの機能拡充を通じて、資産運用業とテクノロジー・サービス事業間のシナジーを生み出し、今や大規模銀行グループに匹敵する存在になっている。

すなわち、ブラックロックは、①ファンドの運用機能については、自らが多様なアセットクラス・運用戦略を取り扱うことができるよう、運用関連のリソースを内製化する、②ファンドの供給・販売については、強固な顧客基盤を有する金融機関等との提携を通じて、機能強化に取り組む、③ファンドのミドル・バックオフィス機能については、アラディンの外販を通じて、他の資産運用会社やアセットオーナー等からアウトソースを請け負う、という形で各機能を組み合わせ、シナジー創出を目的とした事業ポートフォリオを構築し、顧客の資産運用ニーズに応えている。

他方で、日本の大手資産運用会社は、①ファンドの販売促進・企画立案業務、②外部の資産運用会社のファンドの精査・選定業務[15]、③ミドル・バックオフィス業務など、運用

[13] トレードウェブの詳細は、岡田功太「代替取引システム（ATS）規制改革を通じた米国債市場間競争の促進」『野村資本市場クォータリー』2022 年秋号を参照。

[14] ICE の詳細は、岡田功太「非伝統的ビジネスを推進する ICE 及びナスダック」『野村資本市場クォータリー』2022 年秋号、近藤真史・佐藤潤宜、岡田功太「米国証券取引所の事業領域の多様化」『JPX ワーキング・ペーパー』Vol.39、2022 年 6 月 30 日を参照。

[15] 日本の大手金融グループにおいては、資産運用会社だけではなく、ファンド分析評価会社（あるいは部門）についても、外部の資産運用会社のファンドの精査・選定業務を行っている場合がある。

以外の業務にリソースを配分・強化している。こうした既存の強みを活用し、他の資産運用会社やアセットオーナー等から運用以外の業務のアウトソースを請け負うことを目的としたビジネス（資産運用支援プラットフォーム事業[16]）の構築・展開を検討してもよいのではないだろうか。

加えて、日本の資産運用会社は、インハウス運用の拡張・強化にリソースを配分することも必要であろう。外部委託運用ファンドの AUM の増加は、営業収益だけではなく、委託調査費の増加にも寄与するため、営業利益の増加に繋がりにくい。運用力の向上及び収益構造上の課題解決の観点から、運用対象資産・運用戦略の多様化や運用人材の獲得を目的とした資産運用会社の買収等に取り組むことも、選択肢の一つではないだろうか。

[16] ブラックロック以外に資産運用支援プラットフォーム事業を展開している金融機関として、米国ではアイキャピタル、欧州では UBS が挙げられる。アイキャピタルの詳細は、岡田功太・橋口達「オルタナティブ投資の民主化を牽引するアイキャピタル」『野村資本市場クォータリー』2023 年冬号、UBS の詳細は、関田智也「欧州最大のファンド・センターとして君臨するルクセンブルクの取り組み」『野村資本市場クォータリー』2024 年秋号を参照。