

## 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

関 雄太

### 要 約

1. 2006年2月15日、大手資産運用会社のブラックロックとメリル・リンチは、ブラックロックとメリルの資産運用部門（MLIM）を統合すると発表した。メリル・リンチは MLIM の資産と人員を統合会社（ブラックロック）に移管し、代わりにブラックロックの 49.8% 持分を取得する。新ブラックロックは、運用資産残高 1 兆ドル弱、米国で 5-6 位の大手運用会社となる。
2. メリル・リンチは、近年、MLIM 部門の収益性回復に成功していたものの、預かり資産の伸び悩みに加え、個人顧客部門と資産運用部門との関係再構築が課題となっており、今回の判断に至ったものとみられる。
3. 米国の大手金融機関が、IT バブルの崩壊や投信・保険不正問題などの環境変化後、潜在的な利益相反や運用部門と営業・販売部門との関係再構築について真剣な対応を迫られていることが、本件によって改めて示されたといえる。
4. 金融のワンストップ・ショッピングというコンセプトは、米国のリテール顧客にとって、同一グループあるいは販売金融機関と同じブランドの商品を一ヶ所で買えるという意味ではなくなりつつある。金融機関の事業構造もその影響を受け始めていることは、わが国からも注目されよう。

### ・統合の概要と背景

2006年2月15日、大手資産運用会社のブラックロックとメリル・リンチは、ブラックロックとメリルの資産運用部門（メリル・リンチ・インベストメント・マネージャーズ；MLIM）を統合し、1兆ドル近くの資産を運用する新運用会社を創設すると発表した。

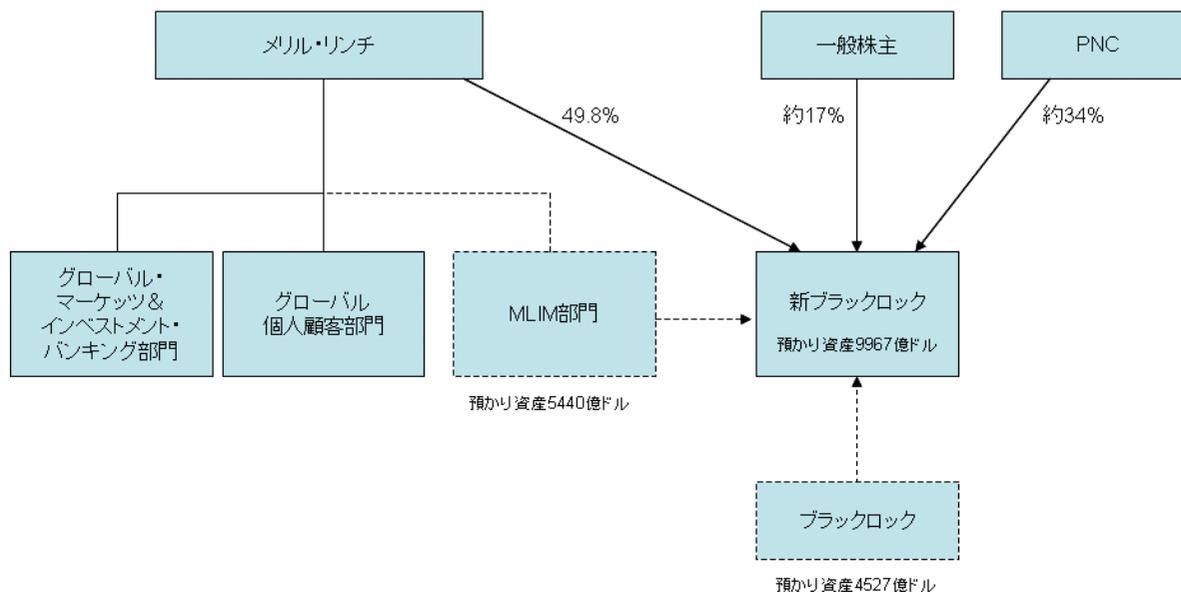
具体的には、メリル・リンチは MLIM の資産と人員を統合会社（ブラックロック）に移管し、代わりにブラックロックの 49.8% 持分を取得する（図表 1）。M&A としての取引価額は、90 億ドル前後と評価される。

統合は、ブラックロック株主の承認、規制当局からの許可、顧客からの同意などのプロセスが問題なく進んだ場合には、2006年第3四半期に実施される予定である。

この取引の結果、これまでブラックロックの 70% 持分を保有してきた PNC フィナンシャル・サービスの持分は、約 34% まで低下することになる<sup>1</sup>。

経営体制については、現在、ブラックロックの会長兼 CEO であるローレンス・フィンク氏が、統合会社の会長兼 CEO に就任、MLIM のロバート・ドール社長兼最高投資責任者（CIO）は、統合会社の副会長兼グローバル・エクイティ部門 CIO になる予定であ

図表1 ブラックロックと MLIM の統合スキーム



(注) 預かり資産は 2005 年 12 月末時点  
(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

る。新たな取締役会は、独立取締役 9 人の他、経営陣 4 人、メリル・リンチ代表 2 人、PNC 代表 2 人から構成される。また、メリル・リンチは、取得するブラックロック株式について今後 3 年間譲渡が禁止されるロックアップが設定される（その後の譲渡にも一定の制限が付く予定）一方で、今後 10 年間、ブラックロックの買収に関する拒否権を持つことになる（PNC も 5 年間の拒否権）。

実は、ブラックロックについては、この統合発表の約 3 週間前にあたる 2006 年 1 月 20 日前後に、モルガン・スタンレーとの間で、ジョイントベンチャー創設を検討していることが報じられていた<sup>2</sup>。しかし、モルガン・スタンレー側が過半数のブラックロック持分取得を主張したこと、経営トップの陣容などで意見の一致がみられなかったこと、ブラックロックの株価が上昇しつづけていたことなどから、成立には至らなかった。

ブラックロックは、モルガン・スタンレーとの案件が破談した直後に、メリルとの交渉を開始したことになる。メリル・リンチは、

1999 年にブラックロックが株式公開（IPO）した際に主幹事証券会社であったことなどから、元々ブラックロックと緊密な関係があり、モルガン・スタンレーとの競合という意識も働いて、案件成立へ向け積極的に譲歩・交渉したと見られている<sup>3</sup>。

#### ・経営課題となっていた MLIM の再編

メリル・リンチは、2005 年も通年で過去最高益を記録し、好調な業績を続けているが、その一方で余剰気味の自己資本、競合他社からやや見劣りがする ROE 水準（2004 年 14.9%、2005 年 16.3%）については、投資家・アナリストから不満があり、大きな M&A を検討しているとの見方があった。2001 年にメリルの社長に就任して以降、人員削減やリストラに注力してきたスタン・オニール氏にとっては、今回のブラックロックとの運用部門統合が、トップとして初めての大規模な M&A とされ、注目されている<sup>4</sup>。

とはいえ、事業部門別にメリルの業績をみ

た場合、最近の MLIM 部門は、部門利益の回復が顕著で、税前利益マージンも高いため、その点だけを見るならば、メリル・リンチにとって MLIM を整理・再編していくインセンティブはそれほどなかったようにも見える（図表 2）。

しかし、MLIM の位置づけが課題という声は、アナリストやマスメディアからは継続的にあがっていた。というのは、運用する投信のパフォーマンス不振や、マーキュリー・アセット・マネジメントの合併（1997 年）の効果がでないといった 90 年代後半の問題に始まり、IT バブル崩壊後には、メリル・リンチの個人顧客部門が顧客ターゲットを富裕層に絞り込み、SMA や銀行サービスの提供に力を入れていく中で、MLIM は預かり資産残高の伸び悩みに直面していたからである。

さらに、2003 年秋以降に米国で注目を集めた投信・保険不正問題などの影響で、系列証券マンに対して販売インセンティブを拡充することが難しくなり、運用会社の中立性が従来以上に意識されると同時に、投信業界のオープン・アーキテクチャー化には拍車がかかった<sup>5</sup>。

こうして、2003 年以降、米国アセットマネジメント業界が、再び順調な拡大路線へ転じる中で、MLIM は、同じ証券会社系であってもグループにリテール営業部門を持たないゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントや、証券部門と違うブランド（バン・キャンペン・ファンズ）を活用してグループ外への投信販売を強化しているモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントなどから、追い上げにあっていた（図表 3）<sup>6</sup>。

上記のような諸問題への対応は、メリル・リンチ経営陣にとって、大きな課題のひとつであったと考えられる。実際、2004 年には、MLIM とレグ・メーソンによる資本提携検討が報じられた経緯がある。

また、MLIM は、メリル・リンチ以外の金融機関経由での販売を拡大すべく、2006 年 1 月末に米国リテール向け投信を「プリンストン・ポートフォリオ・リサーチ & マネジメント」のブランドに変えることを決定していた（新ブランドは、2006 年 5 月から使われる予定。ただし、この名称変更を取りやめたという報道もある）。メリルの経営陣が、今回の統合で新会社の名称をブラックロックとし、

図表 2 メリル・リンチ主要 3 部門の収益推移

(単位:百万ドル、%)

		2002	2003	(前年比)	2004	(前年比)	2005	(前年比)
GMI	純収益	8,339	9,993	19.8%	11,063	10.7%	13,869	25.4%
	税前利益	1,467	3,775	157.3%	3,869	2.5%	5,028	30.0%
	税前利益マージン	17.6%	37.8%		35.0%		36.3%	
GPC	純収益	8,787	8,893	1.2%	9,827	10.5%	10,764	9.5%
	税前利益	1,066	1,526	43.2%	1,873	22.7%	2,177	16.2%
	税前利益マージン	12.1%	17.2%		19.1%		20.2%	
MLIM	純収益	1,511	1,359	-10.1%	1,580	16.3%	1,807	14.4%
	税前利益	218	260	19.3%	460	76.9%	586	27.4%
	税前利益マージン	14.4%	19.1%		29.1%		32.4%	
全社	純収益	18,371	19,900	8.3%	22,059	10.8%	26,009	17.9%
	税前利益	2,312	5,220	125.8%	5,836	11.8%	7,231	23.9%
	税前利益マージン	12.6%	26.2%		26.5%		27.8%	

GMI: グローバル・マーケット&インベストメント・バンキング部門

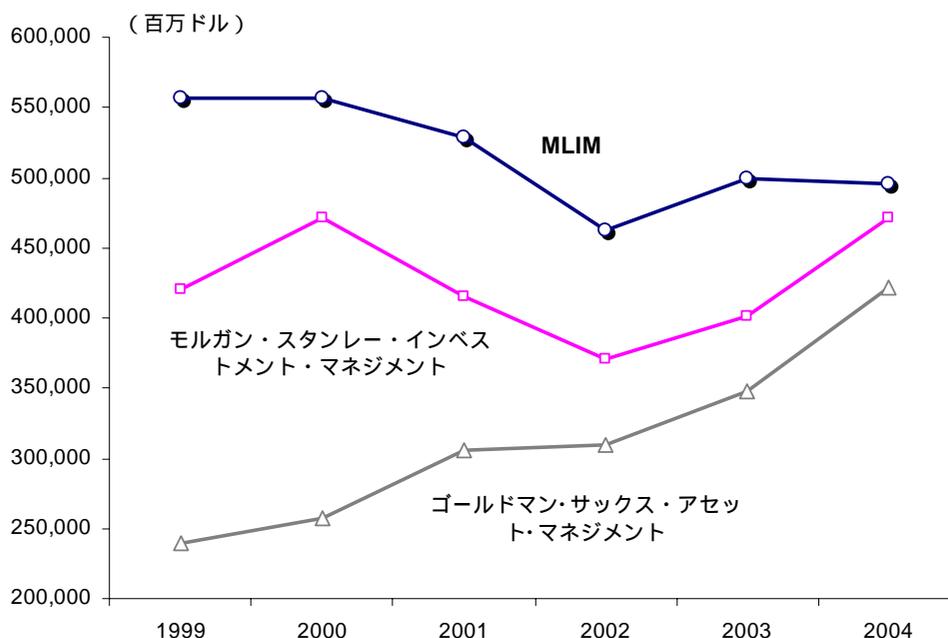
GPC: グローバル個人顧客部門

MLIM: メリル・リンチ・インベストメント・マネージャーズ

(注) 3 部門の合計は全社の純収益・税前利益とは一致しない。

(出所) アニュアルレポート、決算資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 大手証券会社のアセットマネジメント部門預かり資産の推移  
(米国：リテール・機関投資家含む、各年末)



(出所) Institutional Investors より野村資本市場研究所作成

個人顧客部門と運用部門との間に今まで以上に距離感を持たせたことは、後述するように、ひとつの注目点といえよう。

#### ・業界再編のカギを握ると見られてきたブラックロック

今回、MLIM と統合されるブラックロックは 1988 年に設立され、創立者ローレンス・フィンク氏の名声を背景に債券運用及びリスク・マネジメントに強みを持つマネージャーとして急成長を遂げてきた運用会社である<sup>7</sup>。

同社は、1999 年の IPO 後も、順調に業績を伸ばしてきた(図表 4)。また、2002 年にサイレニウス・キャピタル・マネジメント(株式ヘッジファンドの運用会社)を、2003 年に HPB マネジメント(ファンド・オブ・ヘッジファンズ運用会社)を、2005 年にメットライフから米国株式運用を中心とするステート・ストリート・リサーチ&マネジメント(SSRM)を買収するなど、公社債運用以外の分野では積極的に M&A を行ってい

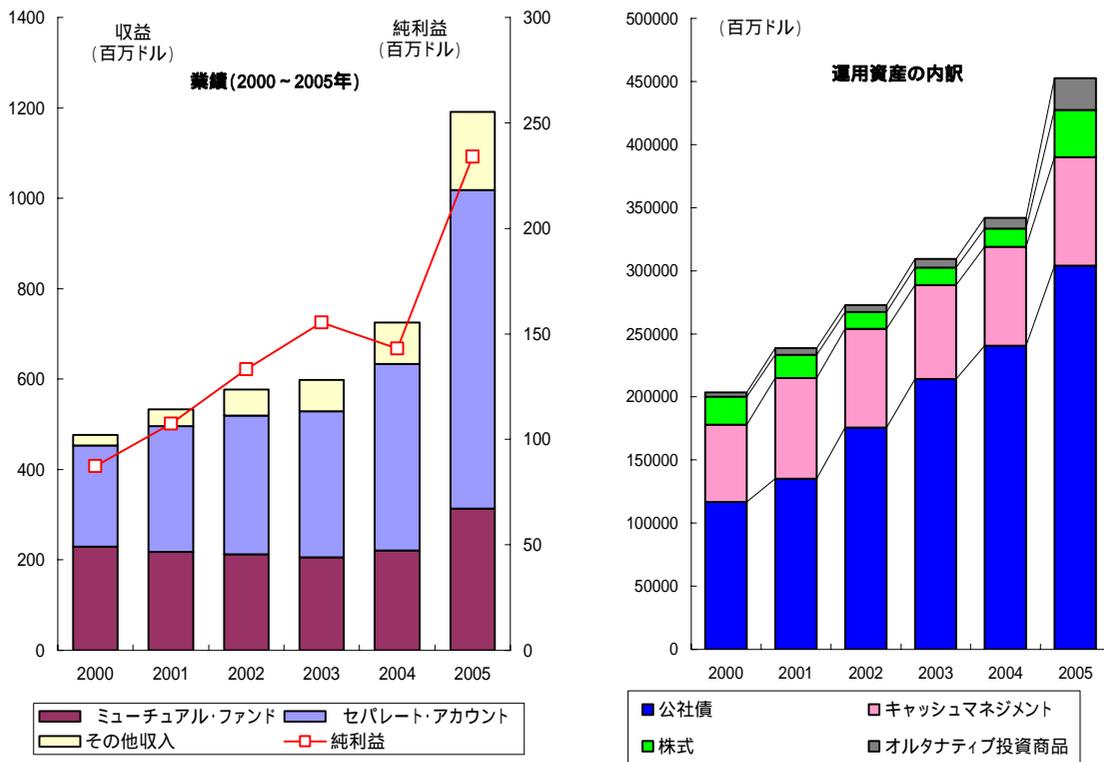
る。

このように、ブラックロックは、もともと高収益で高成長期待もあったところへ、2005 年 6 月にはシティグループ=レグ・メーソンの再編発表があり、前述のように、2006 年 1 月にはモルガン・スタンレーとの提携交渉が表面化したことから、資産運用業界再編のカギを握る会社として、株価も高騰していた(図表 5)。

新ブラックロックは、今回の統合によって、グローバルで 4,500 名規模の従業員を抱える大運用会社となる。また、運用資産総額は 1 兆ドル弱に達し、米国資産運用業界で第 5 位もしくは第 6 位に相当する(図表 6)。

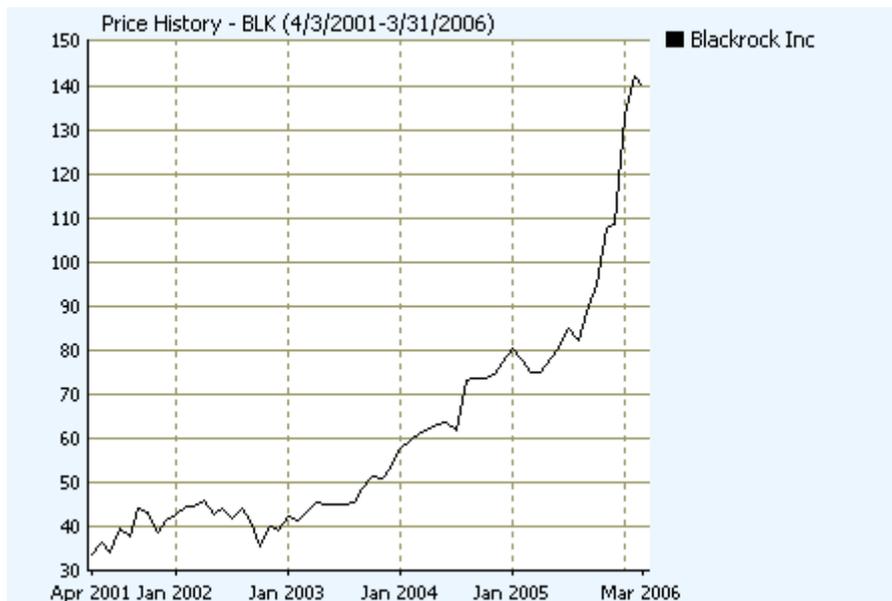
公社債運用中心のブラックロックは、SSRM を買収したことにも表れているように、

図表4 ブラックロックの概要



(出所) アニュアルレポート、決算資料より野村資本市場研究所作成

図表5 ブラックロックの株価推移 (2006年3月31日まで)



(出所) MSN Money より野村資本市場研究所作成

図表 6 2004 年末の米国資産運用会社ランキングと今後の変化

		運用資産 (百万ドル)
		2004年末、米国
1	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	1,361,949
2	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	1,347,760
3	フィデリティ・インベストメンツ	1,035,126
4	キャピタル・グループ	1,020,750
	レグ・メーソン+シティ	986,214
	<b>ブラックロック+MLIM</b>	<b>836,497</b>
5	J.P.モルガン・アセット	791,185
6	アクサ・グループ(アライアンス)	654,038
7	メロン・フィナンシャル(ドレイファスなど)	640,738
8	シティグループ	615,632
9	バンガード・グループ	582,082
10	ノーザン・トラスト・グローバル・インベストメント	571,883
11	アリアンツ・ドレスナー(ピムコ)	539,834
12	<b>MLIM</b>	<b>496,171</b>
13	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント	471,643
	.....	.....
18	PNC フィナンシャル・サービス・グループ	375,556
	<b>(うちブラックロック)</b>	<b>340,326</b>
19	レグ・メーソン	370,582

(出所) Institutional Investors より野村資本市場研究所作成

株式運用を強化したい意向を持っていた。したがって、株式ファンド中心の MLIM は、人事面での衝突も少なく、理想的な統合相手であったと考えられる。また、機関投資家中心のブラックロックと、個人投資家・401(k) プランに強い MLIM という点でも、補完性のある組み合わせと言われている。

MLIM は、成長性ではブラックロックに劣るが、預かり資産額、純利益額ではブラックロックを凌駕しており、公表時点で約 90 億ドルと計算された MLIM の事業価値は、ブラックロックの時価総額とほぼ同水準との想定で計算されたものと推察してよいであろう。

#### ・ 変化するワンストップ・ショッピングの概念

上記でみてきた今回の統合は、1997 年のメリル・リンチによるマーキュリー買収を抜いて、世界の資産運用業界で史上最大規模の M&A となることもあり、その成否は大きな

注目を集めている(図表 7)。

ちなみに、本件において、メリル・リンチとブラックロックのどちらが買い手(Acquirer)であるのかは、ほとんど議論されていないが、実は重要な視点であるかも知れない<sup>8</sup>。メリル・リンチがブラックロックの最大株主となったことで、メリルが優良運用会社であるブラックロックを傘下に収めたと理解することも可能であろう。しかし、メリルのブラックロックに対する議決権比率が過半数未満であること、MLIM の全スタッフがブラックロックに合流すること、また経営体制やマーキュリー買収の時との違いなどから見て、ブラックロックが MLIM 部門の買い手であり、買収対価として自社株式をメリルに支払ったと考えるのが妥当であろう。

米国では、メリル・リンチ=ブラックロックの資産運用部門統合に似た動きとして、2005 年に、シティグループが生保・年金部門をメットライフに売却、資産運用部門をレグ・メーソンに譲渡(レグ・メーソン

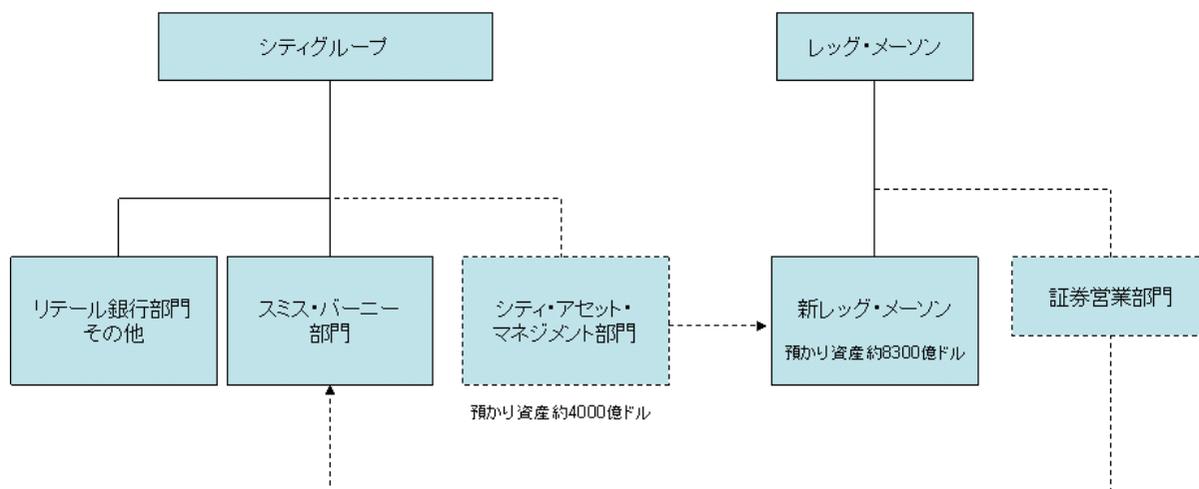
図表 7 資産運用業界の M&A：価額でみた最大案件

買い手	国	ターゲット(被買収会社・部門)	国	案件価額 (百万ドル)	年
ブラックロック	米国	メリル・リンチ・インベストメント・マネージャーズ	米国	8,489	2006
メリル・リンチ	米国	マーキュリー・アセット・マネジメント	英国	5,326	1997
ジュリウス・ベア	スイス	UBS(グローバル・アセット・マネジメント)*	スイス	4,600	2005
チェース・マンハッタン	米国	ロバート・フレミング	英国	4,100	1999
レッグ・メーソン	米国	シティグループ・アセット・マネジメント	米国	3,700	2005
アライアンス・キャピタル	米国	サンフォード・バーンスタイン	米国	3,500	2000
アリアンツ	ドイツ	ビムコ・アドバイザーズ	米国	3,238	2000
ブルデンシャル	英国	M&Gアドバイザーズ	英国	3,109	1999
インベスターズ・グループ	カナダ	マッケンジー・フィナンシャル	カナダ	2,800	2000
チャールズ・シュワブ	米国	USTラスト	米国	2,735	2000

\* バンコ・ディ・ルガノ他プライベートバンク3行も含む

(出所) Putnam Lovell NBF 資料、ブルームバーグ M&A 統計より野村資本市場研究所作成

図表 8 シティグループとレッグ・メーソンの事業部門交換スキーム



(注) 預かり資産データは 2005 年 10 月末時点

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

の証券営業部門をスミス・バーニーに吸収する、という再編がすでに起きている<sup>9</sup>(図表 8)。また、アメリカン・エクスプレスも、2005 年に投信の運用・販売部門をスピンオフしており、金融機関が系列に資産運用部門を買収し、自社ブランドによる運用部隊や商品を育成したがる時代は終わったという評価も出てきている<sup>10</sup>。

実際に米国では、IT バブルの崩壊や投信・保険不正問題などの環境変化によって、潜在的な利益相反や運用部門と営業・販売部門の関係について、大手金融機関が対応や見直しを迫られていることが、今回の案件を通じて改めて示されたともいえる。メリルの経

営陣が、シティグループやモルガン・スタンレーの動きの影響を受けていることは明らかであろう。

とはいえ、ベビーブーマーの高齢化などを背景に、米国の資産運用ビジネスは相変わらず成長市場であり、金融機関から見て魅力的な事業であることも事実である。また、シティグループが 2005 年の再編で資産運用部門を完全に手放したのに対し、メリルはブラックロックの最大株主として一定の支配・影響力を確保するなど、各社の取り組みには違いも見られる。そもそも、レッグ・メーソン＝シティグループの事業部門スワップも、2005 年 12 月にようやく完了したばかりであ

り、相次ぐ大手金融機関の運用ビジネスからの「撤退」が成功といえるのかどうか、評価はまだ定まっていない状況でもある。

現時点で明らかなのは、わが国でもよく言われる金融のワンストップ・ショッピングというコンセプトが、米国のリテール顧客にとっては、同一グループあるいは販売機関と同じブランドの商品を一ヶ所で買えるという意味ではなくなってきており、それが金融機関の事業構造にも、影響を与え始めたということであろう。このことは、地銀や郵便局といった多様な販売チャネルを通じて、投信ビジネスのオープン・アーキテクチャー化が徐々に進展しているわが国の金融・資産運用業界にも、今後、重要な示唆を与えるのではないかと思われる。

ブラックロック」を通じて活動を展開している（野村ブラックロックの2005年4月末時点の運用資産は1兆707億円）。また「ブラックロック・ソリューションズ」を通じて、リスク・マネジメントに関するシステムベンダー事業及びアドバイザー業務を行っており、2004年には8,370万ドルの収入をあげている。

<sup>8</sup> 実際、“Merrill Deal Hastens Wall Street Retreat From Funds”, *Wall Street Journal*, 2/14/2006では、ブラックロックを本案件のターゲットとしたが、ブルームバーグ M&A 統計では、ターゲットは MLIM とされている。

<sup>9</sup> 沼田優子「米国金融コングロマリットの資本再配分の動き」『資本市場クォータリー』2005年春号、同「シティグループ、資産運用部門の売却を発表」『資本市場クォータリー』2005年夏号など。

<sup>10</sup> 注8 *Wall Street Journal* 記事、“The Merrill Lynch-Blackrock Deal Signals Major Shift in Financial Services”, *Knowledge at Wharton*, 3/8/2006 など。

<sup>1</sup> PNC フィナンシャル・サービスは、ピッツバーグ（ペンシルバニア州）を本拠地とする地銀主体の金融グループである。ブラックロックには1995年に出資した。

<sup>2</sup> “Morgan and BlackRock in joint venture talks”, *Financial Times*, 01/20/2006, “Morgan Stanley Pursuing Deal With a Side Benefit”, *New York Times*, 01/21/2006 など。

<sup>3</sup> “Merrill Lynch's Keystone - With BlackRock Pact, Fleming Seals His Deal-Making Status”, *Wall Street Journal*, 2/17/2006 など。

<sup>4</sup> “The \$1 Trillion Money-Management Match”, *Wall Street Journal*, 2/14/2006 など。

<sup>5</sup> 投信不正問題については、大崎貞和・大原啓一「投信販売をめぐるインセンティブ・スキームの問題点 - 米国における代行手数料(12b-1)規制見直しの動き」『資本市場クォータリー』2004年春号など参照。

<sup>6</sup> モルガン・スタンレー・インベスト・マネジメントは、旧モルガン・スタンレーの資産運用部門と、同社が1996年に買収したバン・キャンペン・インベストメント、ミラー・アンダーソン・シェアードを源流とし、1997年のディーン・ウィッターとの合併後、オルタナティブ投資部門を加え、現在のよう個人投資家向け分野、機関投資家向け分野、オルタナティブ分野の3部門に構成された。個人向け投信では、モルガン・スタンレー・ファンズとバン・キャンペン・ファンズの2種類のブランドを使用している。

<sup>7</sup> ブラックロックは、日本では1999年に野村アセットマネジメントとの間で設立した合弁会社「野村ブ