

## ブラックロックによる BGI の買収

三宅 裕樹

### ■ 要 約 ■

1. 2009年6月11日、米国大手運用会社のブラックロックは、英国大手金融グループのバークレイズの資産運用部門であるバークレイズ・グローバル・インベスターズ (BGI) の買収で、バークレイズと合意したと発表した。同案件が成立すれば、2位以下を運用残高規模で2倍以上上回る大手運用会社が誕生することとなる。
2. ブラックロックの買収提案の背景として、ブラックロックには、金融危機下においても引き続き市場からの評価を得ているという強みをもって、さらに事業規模を拡大しつつ、アセットクラスや投資方針の観点から、資産運用サービスの多様化を進めたいという思惑があるものと考えられる。
3. 一方、バークレイズにおいては、同グループの中でも市場からの評価も高い BGI を売却することで資本の確保を進めたいという意図があると思われる。
4. 今後の注目点としては、①新ブラックロックの資産運用事業の行方、②バークレイズの投資銀行ビジネスへの注力の成否、③資産運用業界の再編の動きという三点を挙げることができよう。

## I. 世界最大手の運用会社の誕生

2009年6月11日、米国大手運用会社のブラックロック (BlackRock) は、英国大手金融グループのバークレイズ (Barclays) の資産運用部門であるバークレイズ・グローバル・インベスターズ (Barclays Global Investors, BGI) を買収することでバークレイズと合意したと発表した。同案件が最終的に成立すれば、世界第2位のステート・ストリート・グローバル (State Street Global) のほぼ2倍となる2.8兆ドル (単純合計ベース) の運用残高を誇る大手運用会社が、新たに社名をブラックロック・グローバル・インベスターズ (BlackRock Global Investors、以下、「新ブラックロック」) と変えて誕生することとなる (図表1)。

### 1. ブラックロックによる BGI 買収提案の内容

今回、合意に至った内容では、ブラックロックは、BGI の ETF (Exchange-Traded Fund, 上

図表 1 世界の運用会社ランキング

順位	運用会社	運用残高	
			うち機関投資家
新1	ブラックロック・グローバル・インベスターズ	28,370	22,885
1	バークレイズ・グローバル・インベスターズ	15,298	11,492
2	ステート・ストリート・グローバル	14,438	12,363
3	フィデリティ・インベストメンツ	13,891	7,625
4	ブラックロック	13,072	10,894
5	バンガード・グループ	11,447	5,806
6	JPモルガン・アセットマネジメント	11,332	7,150
7	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・アセット・マネジメント	9,283	8,143
8	キャピタル・グループ	9,037	3,938
9	ゴールドマン・サックス・グループ	7,976	3,432
10	ビムコ	7,470	6,173
11	レグ・メイソン	6,982	6,053
12	ドイツ・アセット・マネジメント	6,552	4,475
13	ING	5,679	4,604
14	ノーザン・トラスト・グループ	5,588	4,638
15	ブルデンシャル・フィナンシャル	5,582	4,582
16	UBSグローバル・アセットマネジメント	5,393	2,970
17	メットライフ	5,017	1,910
18	アライアンス・バーンスタイン	4,620	2,913
19	モルガン・スタンレー	4,520	2,377
20	ウェリントン・マネジメント	4,196	4,192

(注) 2008 年末時点の資産運用残高に基づくランキング。単位は億ドル。

(出所) Pensions & Investments より、野村資本市場研究所作成

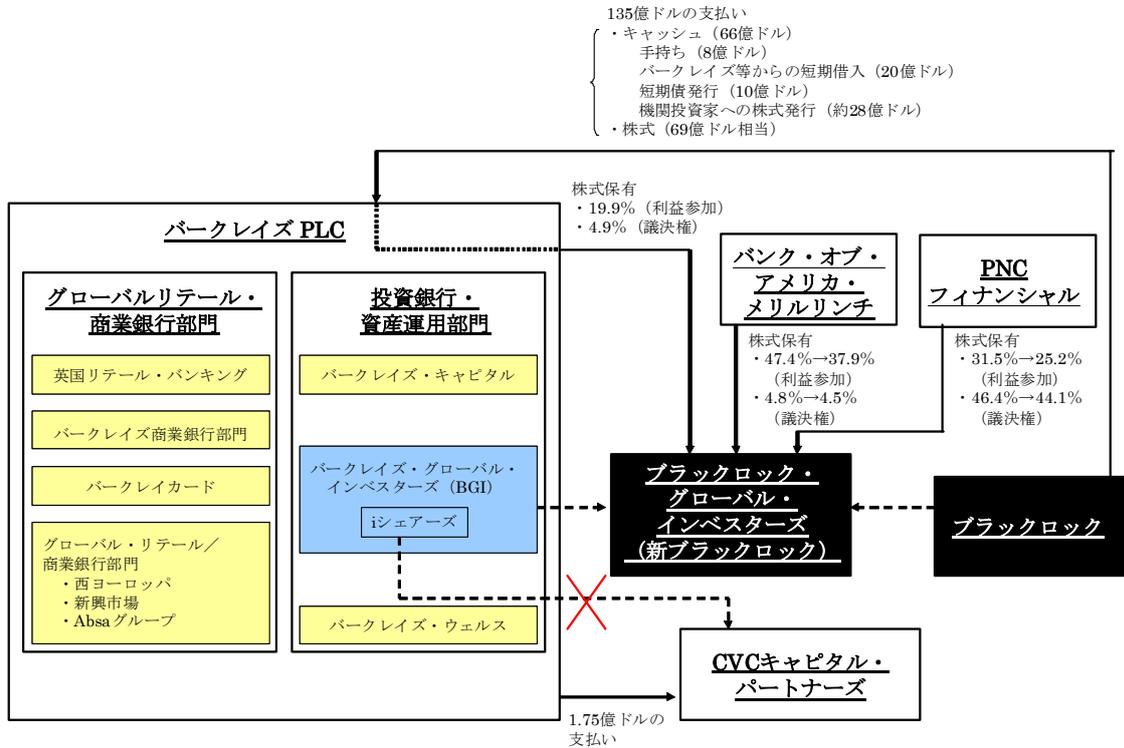
場投資信託) 運用事業を含む全事業を買収し、その対価としてキャッシュを 66 億ドル、同社の株式を約 69 億ドル (3,778.4 万株、2009 年 6 月 11 日の取引終値ベース (182.6 ドル) で換算)、合計約 135 億ドルをバークレイズに対して支払うこととされている<sup>1</sup> (図表 2)。これは、2006 年にブラックロックが、現在バンク・オブ・アメリカ (Bank of America) の傘下にある旧メリルリンチ (Merrill Lynch) の資産運用部門を買収した案件を抜いて、運用会社業界の M&A 案件としては過去最大規模となる (図表 3)。

ブラックロックの支払いのうちキャッシュ部分については、①同社の手持ちで 8 億ドル用意されるほか、②バークレイズが、シティグループ (Citi Group) とクレディスイス (Credit Suisse) の 2 社と組んでブラックロックに対して設定する 20 億ドルの短期資金融資枠 (revolving credit facility) からの借り入れ、③10 億ドルの短期債発行、および④機関投資家グループへの約 28 億ドルの株式発行により調達される予定となっている (前掲図表 2)。

また、バークレイズに対する株式発行部分については、普通株式と優先株式 (シリーズ B 無議決権参加型優先株式) が組み合わせられることとされている。この優先株式は、ブラックロックの清算時には一株あたり 0.01 ドルの優先的な分配が行われるものの、議決権が認められておらず、また配当の支払いも基本的には普通株式と同額が支払われるというものであり、バークレイズが第三者に転売した場合には普通株式に自動的に転換される。バークレイズは、この案件を通じて、新ブラックロックの株式を議決権ベースで 4.9%、株式配当の受取額の比率である利益参加ベースで 19.9%、保有することとなる。

<sup>1</sup> 以下、今回発表された買収提案の内容については、ブラックロック、および BGI のプレスリリースを主に参照。

図表2 ブラックロックによるBGI買収提案の概要



(注) バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチとPNCフィナンシャルの株式保有比率は推計ベース。  
 (出所) ブラックロックとBGIのプレスリリースなどより、野村資本市場研究所作成

図表3 運用会社業界のM&Aランキング

順位	被買収会社	買収会社	取引金額	時点
1	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	ブラックロック	135	2009?
2	メリルリンチの資産運用部門	ブラックロック	95	2006
3	リゾリューション	インバラ・ホールディングス	75	2007
4	ヌヴィーン	マディソン・ディアボーン・パートナーズ	62	2007
5	PPPグループ	ジェネラル	49	2007
6	KBCグループ	フレミッシュ地方政府	46	2009
7	インベスターズ・フィナンシャル・サービシーズ	ステート・ストリート	45	2007
8	KBCグループ	ベルギー政府	44	2008
9	サンフォード・パーンスタイン	アライアンス・キャピタル	40	2000
10	バトナム・インベストメント	グレイト・ウェスト・ライフ	39	2007

(注) 取引金額と資産運用残高の単位は億ドル。  
 (出所) Reuters, "Top 10 asset management mergers and acquisitions," Reuters, 06/13/2009 (現出所はトムソン・ロイター) より、野村資本市場研究所作成

なお、同持分については売却制限がかけられており、同案件成立後1年以内は全株について、2年目は半分以上を第三者に売却する際は事前に新ブラックロック側の同意を得る必要があるとされている。

2. バークレイズと新ブラックロックとの資本関係

バークレイズは、この取引を通じてブラックロックと資本関係を新たにもつこととなる。そもそも、ブラックロックの大株主には、1995年に同社への出資を行ったPNCフィナンシャル (PNC Financial Services Group) と、2006年に資産運用部門を売却したバンク・

オブ・アメリカ・メリルリンチ (Bank of America Merrill Lynch, 以下、「メリルリンチ」) の2社がおり、2009年3月末時点において議決権ベースで46.4%・4.8%、利益参加ベースで31.5%・47.4%を各々保有していた<sup>2</sup>。

今回、ここにバークレイズが新たに大株主として加わることにより、ブラックロックをめぐる資本関係に変化が生じることとなる。プレスリリースに基づいて推計を行うと、議決権ベースでは、依然としてPNCフィナンシャルが最大株主であるが、その保有シェアは44.1%とやや低下する<sup>3</sup>。メリルリンチのシェアは4.5%と、バークレイズの4.9%を下回る。また、利益参加ベースでは、PNCフィナンシャルが25.2%、メリルリンチが37.9%と、両社共にバークレイズの19.9%を上回る水準を維持することとなる。

なお、PNCフィナンシャルとメリルリンチは、こうした内容を含むブラックロックのBGI買収提案について、すでに了承している。

また、バークレイズは、新ブラックロックへの出資と同時に、同社のグループ・チーフ・エグゼクティブ (Chief Executive) である John Varley 氏と、投資銀行・資産運用部門のチーフ・エグゼクティブである Robert E. Diamond Jr. 氏の両氏を、新ブラックロックの取締役として送り込むことも、併せて予定している。

### 3. i シェアーズ事業の取り扱いについて

BGI をめぐっては、2009年4月9日に同社のETFブランドであるiシェアーズ (iShares) の運用事業を、プライベート・エクイティ・ファンドであるCVCキャピタル・パートナーズ・グループ (CVC Capital Partners Group, CVC) に売却することで、いったんはバークレイズの取締役会も合意していた。ただし、その際の合意では、同年6月18日までバークレイズが、他の投資家や金融機関などからiシェアーズ事業を対象とする買収提案を受け付けることを認める条項が含まれていた。そして、仮にそうした提案がなされた場合は、CVCが代替提案を用意する期間として5日間の猶予が与えられることと規定されていた。

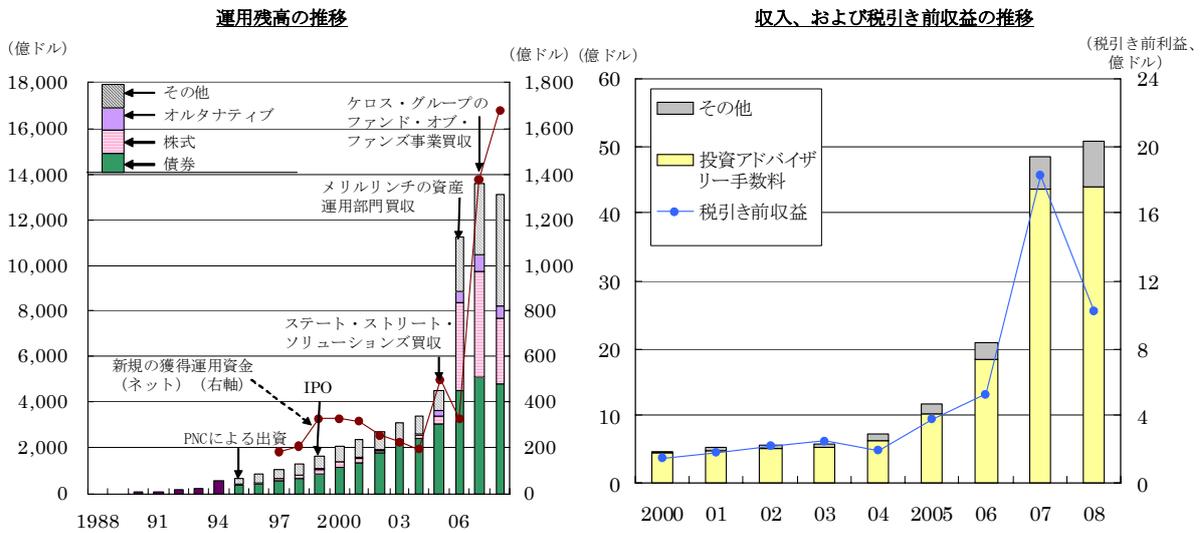
今回のブラックロックによる提案を受けて、CVCの代替提案の提出期限は6月18日とされた。しかし、実際には同月16日に、CVCは早くもiシェアーズ買収交渉を打ち切ることで合意した。

それゆえ、バークレイズは、契約にもとづいてCVCに1.75億ドルを支払って4月の合意内容を解消した上で、ブラックロックへのBGI売却を進めていくこととなった。具体的

<sup>2</sup> ブラックロック 2009年 第1 四半期財務報告書参照。なお、メリルリンチによるブラックロックの株式保有については、2006年の資産運用部門売却時点での旧メリルリンチの保有シェアは議決権ベースで45%、利益参加ベースで49.3%であり、2009年年初までこの水準がほぼ維持されていた。しかし、バンク・オブ・アメリカが旧メリルリンチを買収したことに伴い、2009年2月末にメリルリンチの保有する普通株式の多くは無議決権優先株式に転換された。その結果、本文に記したとおり、特に議決権ベースでの保有比率が4.8%へと大幅に低下することとなった。ブラックロック各年財務報告書参照。

<sup>3</sup> 先述のとおり、ブラックロックは、バークレイズへのキャッシュの支払いの原資の一部を調達する目的で、機関投資家に対して株式を発行することを予定している。必ずしも明確には記されていないものの、バークレイズが今回公表している予定持分の比率は、この点を織り込んだベースでの値と思われる。以下のPNCフィナンシャルやメリルリンチの予定持分の推計に際しては、これを前提としている。

図表4 ブラックロックの業績の推移



(出所) ブラックロック資料より、野村資本市場研究所作成

には、8月上旬に開催予定のバークレイズの一般株主総会において同社の一般株主に BGI のブラックロックへの売却提案が諮られ、そこでの合意を得た後に BGI 売却の手続きが具体的に進められ、最終的には 2009 年中の手続き完了が予定されている。

## II. ブラックロックの BGI 買収提案の背景

### 1. 金融危機下においてさらなる飛躍を図るブラックロック

#### 1) 市場から相対的に高い評価を得ているブラックロック

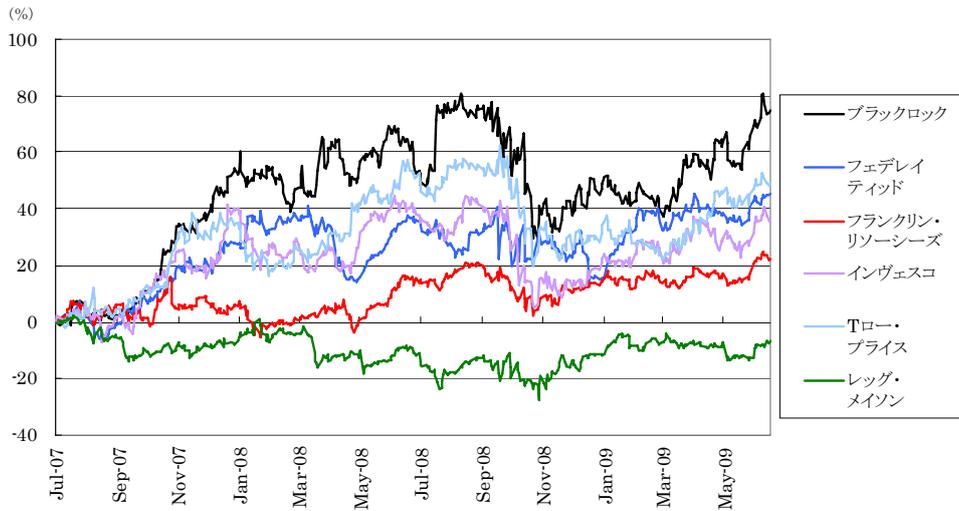
ブラックロックは、2007 年後半以降の世界的な金融危機の中にあって、事業への影響が相対的に軽微にとどまっている数少ない金融機関のうちの一社である。

金融危機以降の資産運用サービス事業の業績をみると、運用資産残高は確かに 2007 年末時点の 1.35 兆ドルから 2008 年末には 1.30 兆ドルと減少したものの、これは主に株式の評価損によるものであり、フロー・ベースでみれば、2008 年は前年を 300 億ドル上回る 1,676 億ドルの運用資金を新たに獲得していた<sup>4</sup> (図表 4)。これを受けて、2008 年の投資アドバイザー手数料収入も、前年とほぼ同水準となる 44 億ドルに達し、年ベースでの税引き前収益も、前年比でやや落ち込んだとはいえ黒字を維持した。

こうした同社の業績の堅調さは市場からも評価されている。米国の大手上場資産運用会社の株価の推移をみると、S&P500 金融セクター指数に表される金融業界全体の株価動向

<sup>4</sup> その一端は、米国投資信託市場における純資産残高ベースでの運用会社ランキングでの順位上昇という形でも現れている。詳しくは、三宅裕樹「2008 年米国投資信託市場の回顧 一株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性一」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

図表5 金融危機以降の米国大手上場運用会社の株価推移（S&P500 金融に対するパフォーマンス）



(注) 2007年7月2日時点の株価水準を基準とする。2009年6月17日まで。

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

と比べて、全体的に資産運用会社のパフォーマンスは2007年後半以降、上回っているが、中でもブラックロックは一貫して高い水準を維持し続けている（図表5）。

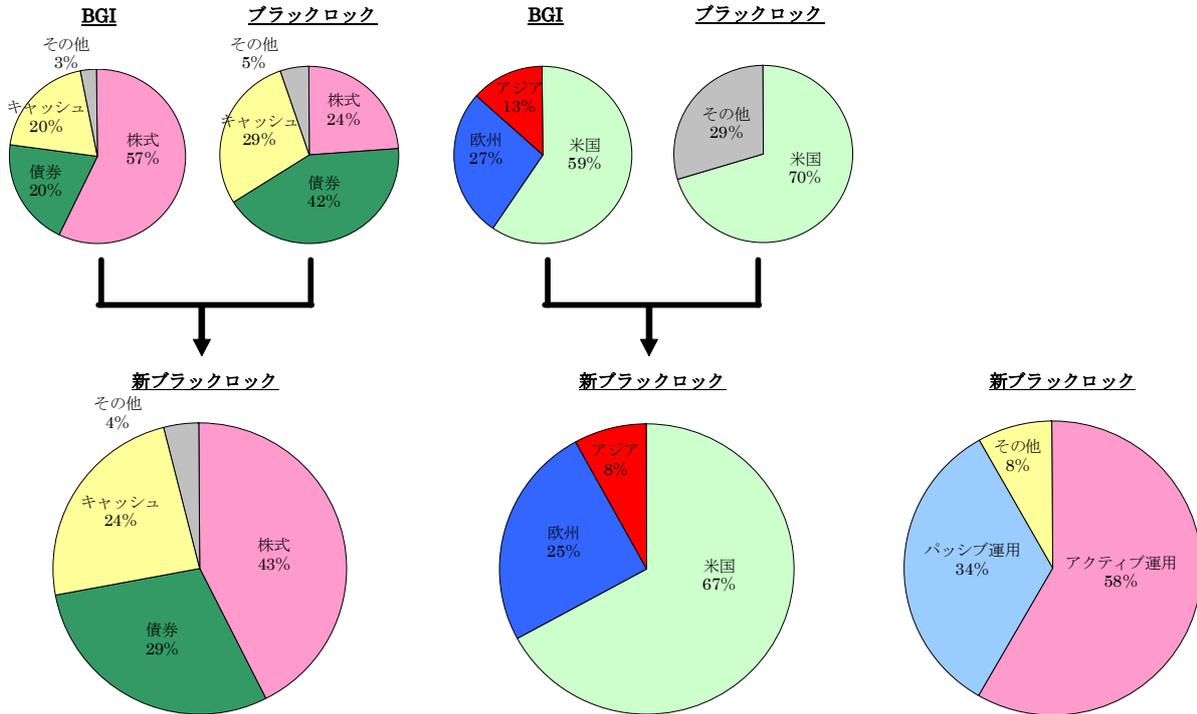
## 2) 株式運用のさらなる強化

ブラックロックが今回、バークレイズに対してBGIの買収提案を行った背景には、このように金融危機下にあっても引き続き市場から相対的に高い評価を得ているという強みを活かして、さらに事業規模を拡大しつつ、アセットクラスの観点、および投資方針の観点から、資産運用サービスの多様化を進めることによって、より幅広い投資家から資金を獲得し、収益源を多様化させたいとの意図があると考えられる。

まず、アセットクラスの観点からは、BGIの獲得によって、株式やオルタナティブといった債券以外の運用比率が引き上げられることとなる。そもそもブラックロックは、1988年にLaurence D. Fink氏により創設され、1990年代には債券運用を得意とする会社として、1995年のPNCフィナンシャルからの出資受け入れや、1999年のIPOなどを経て、運用資産残高を順調に伸ばしていた（前掲図表4）。しかし、ここ数年は債券以外のアセットクラスの運用事業を拡大するべく、2005年にステート・ストリート・リサーチ、翌2006年に旧メリルリンチの資産運用部門であったメリルリンチ・インベストメント・マネージャーズ、さらに2007年にはケロス・グループ（Quellos Group）からのファンド・オブ・ファンズ事業の買収を次々と進めた<sup>5</sup>。その結果、ブラックロックの資産運用残高は、2005年末時点の4,527億ドルから2008年末には13,072億ドルへと、わずか3年間で約3倍に増加した。と同時に、資産運用サービスを提供している投資家資金のアセットクラス別内訳では、債券の比率が2005年末時点の67.1%から2008年末には37.0%に低下する一方、株式・

<sup>5</sup> ブラックロックによるメリルリンチの資産運用部門買収について詳しくは、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」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006年春号参照。

図表 6 新ブラックロックが提供する資産運用サービスの残高ベースでの内訳



(注) BGI とブラックロックの値は 2008 年の実績に基づく。新ブラックロックは、アセットクラス別については推計ベース、その他についてはブラックロックによる公表に基づく。  
 (出所) ブラックロック、BGI 公表資料などより、野村資本市場研究所作成

バランス型の比率は対照的に 8.2%から 21.5%へと上昇した(残高ベース)。また、2008 年の運用手数料収入では、株式・バランス型からの収入が 21.9 億ドルと、債券の 8.9 億ドルを上回る状況となっていた<sup>6</sup>。

今回の BGI の買収により、こうした債券から株式へのシフトという傾向はさらに進むものと考えられる。BGI が運用サービスを提供している資産の残高ベースでの内訳をみると、株式 57%・債券 20%・キャッシュ 20%と、ブラックロックに比べて株式の比率が高い(図表 6、2008 年末時点)。それゆえ、新ブラックロックにおいては、株式の同比率が 24%から 43%へと 19%ポイントさらに上昇することとなる一方、債券は 42%から 29%へと、株式を下回る水準に低下することとなる。

### 3) アクティブ運用とパッシブ運用の併存、ETF 事業の獲得

運用方針の観点からは、ブラックロックがこれまで債券アクティブ運用に注力してきたのに対して、BGI はパッシブ運用に強みをもつとされている<sup>7</sup>。それゆえ、新ブラックロ

<sup>6</sup> ブラックロック年次報告書より算出。

<sup>7</sup> BGI は、パークレイズが 1995 年に買収したウェルズ・ファーゴ・日興インベストメント・アドバイザーズ (Wells Fargo Nikko Investment Advisors) を出自とする。同社は、1971 年にパッシブ運用を世界で初めと実用化するなど、パッシブ運用の先駆者的存在として知られていた。Cecily O'Connor and Thao Hua, "The Transformation of BGI; The once easy-going workplace is under pressure from Barclays to produce big profits," *Pensions & Investments*, 10/17/2005 など参照。

クにおいてはアクティブ運用とパッシブ運用とが併存することとなる。同社の発表によれば、機関投資家向けに提供される資産運用サービスのうち、アクティブ運用の比率 58%に対してパッシブ運用は 34%となるとされている。

ブラックロックがこのようにパッシブ運用にも注力することとなる上で注目されるのは、同社が今回の買収を通じて ETF 事業にも新たに乗り出すこととなる点であろう。ETF は、米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機が進行する中で、投資家から人気を獲得した数少ない金融商品の一つである。そもそも、2000 年代に入って ETF 市場の規模は急速に拡大していたが、金融危機が深刻化する中で、商品内容のわかりやすさや経費率の低さ、あるいは債券 ETF や金 ETF など商品性の多様化の進展などを背景として、さらに投資家の資金が集まることとなった。米国 ETF 市場における 2008 年の資金純流入は前年を 266 億ドル上回る 1,772 億ドルと、過去最高水準を記録した<sup>8</sup>。

こうした点に注目し、それまでアクティブ運用を中心としていた運用会社の中にも、ETF 事業への参入を本格的に検討するところまで来ていた。米国の債券運用会社大手でブラックロックのライバル的存在であるピムコ (Pacific Investment Management Co., PIMCO) もそのうちの一社であり、2009 年に同社として始めて ETF の提供を行った<sup>9</sup>。ブラックロックはこれまで、ETF 事業への参入の意思を明確には示していなかったが、今回の BGI 獲得によって一気に ETF 市場の最大手の地位を得ることとなったのである。

## 2. 資本の確保に努めるパークレイズ

一方、パークレイズの BGI 売却の最大の目的は自己資本の確保にあるといえよう。

パークレイズの財務状況を他の欧州金融機関と比較すると、まずレバレッジ比率については、2005 年以降は 40 倍前後で推移しており、すでに英国政府より公的資金が注入されている RBS やロイズ・バンキング・グループと比べて概して高い水準にあった (図表 7)。また、金融危機関連損失の累積計上額についても、2009 年第 1 四半期決算までの段階で 199 億ドルと、欧州大手金融機関の中でも 5 位に位置している。

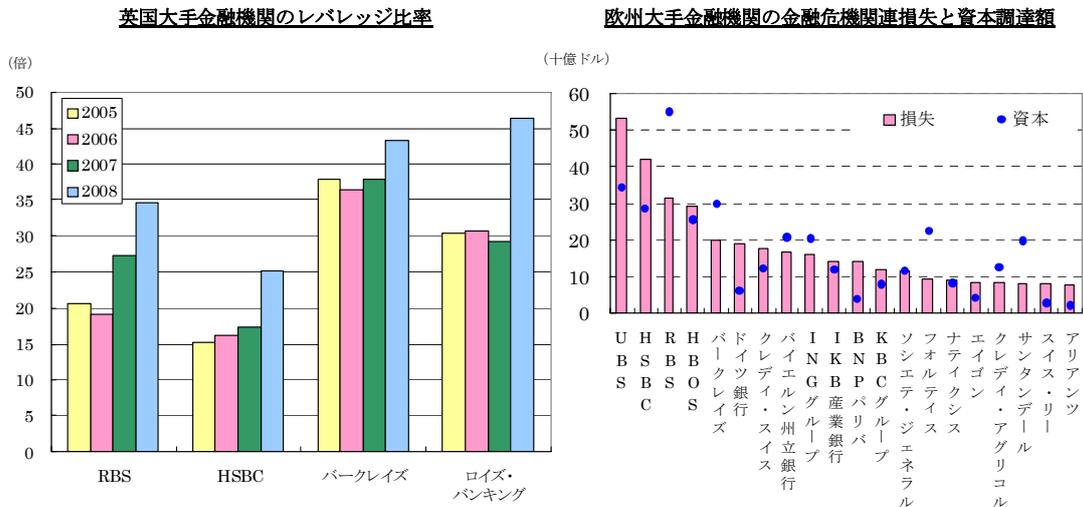
パークレイズは、英国政府が 2009 年 1 月に発表した金融システム救済策に参加することを拒否し、自力で金融危機を乗り切るとの経営方針を示していた<sup>10</sup>。同年 3 月には、先述の CVC への i シェアーズ事業の売却交渉を進める最中に、英国金融サービス機構 (Financial Services Authority) より財務状態の健全性についてストレステストを受け、懸念はないとの結論を得ており、これを踏まえて英国政府の損失保証制度に参加しないとの発表を行っていた。しかしながら、金融危機の影響が実体経済にも波及しつつあり、不良債権の積み上がりも懸念される環境下にあつて、パークレイズにとっては資本の確保が引き続き重要

<sup>8</sup> 米国 ETF 市場の直近動向について詳しくは、三宅裕樹「金融危機下において注目が集まる米国 ETF 市場—参入機会を模索する運用会社の取り組み—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年夏号参照。

<sup>9</sup> Ian Salisbury, "New Pimco Bond ETF Marks Shift In Sector," *The Wall Street Journal*, 06/01/2009 参照。

<sup>10</sup> 英国政府の金融システム救済策について詳しくは、井上武「英国政府による金融システム救済第二弾」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号など参照。

図表7 欧州金融機関の財務状況



(注) 1. レバレッジ比率は、総資産を株主資本で割って算出。  
 2. 金融危機関連損失と資本調達額は、2009年6月17日までの公表にもとづく値。  
 (出所) 金融機関各社資料、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

な経営課題となっていた。

この状況を乗り切る手段としてパークレイズが選択したのが BGI の売却であった。BGI は、2005 年から 2008 年にかけてパークレイズ全体の収益の約 1 割を安定的に生み出し(後掲図表 10)、また金融危機下にあっても投資家からの資金流入が継続するなど、市場からの評価も高かった<sup>11</sup>。ただし、その一方で、同事業の収入に対する税引き前利益の割合は、2006 年の 43% をピークとして近年、低下傾向にあり、2008 年には 32% となっていた<sup>12</sup>。

パークレイズによれば、ブラックロックへの事業売却により、ネットベースで 88 億ドルの資本を調達し、2008 年末のベースで株式ティア 1 比率を 163bp (ベース・ポイント)、コア・ティア 1 比率を 150bp、それぞれ引き上げることが可能となるとしている。88 億ドルという規模は、同社の 2008 年末時点の株主資本 688.8 億ドルの 12.7% に相当する。

### III. 今後の注目点

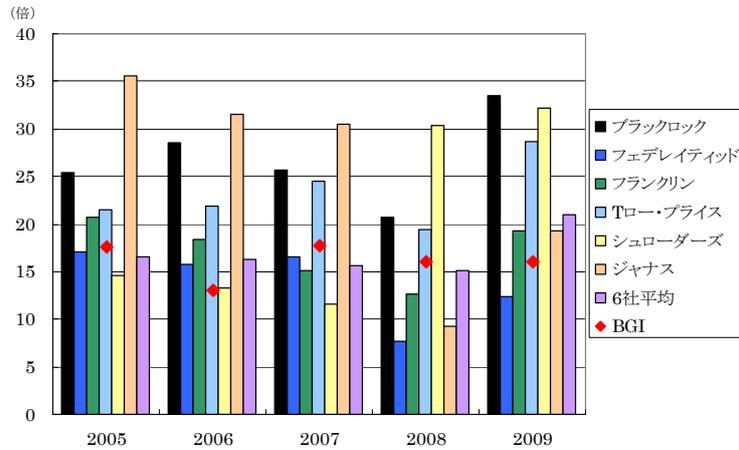
#### 1. ブラックロックによる BGI 買収提案以降の株価の動向

ブラックロックによる BGI 買収金額 135 億ドルは、大手上場会社の株価と収益性の関係と比較してみると、そう大きく乖離した金額とはなっていないと評価できるものと思われる。ブラックロックを含む欧米の大手上場運用会社の PER (Price Earnings Ratio、株価収益率) を、BGI の収益に対する今回の買収金額 135 億ドルの比率と比べると、2005 年以降、

<sup>11</sup> 2008 年には、前年の 8650 億ドルを上回る 990 億ドルの資金を新たに獲得している。パークレイズ資料参照。

<sup>12</sup> パークレイズ資料より算出。

図表 8 欧米大手相場運用会社の PER とブラックロックによる BGI 買収案件の比較



(注) 1. 年末時点での PER。ただし、2009 年は 6 月 10 日時点。  
 2. 「BGI」は、ブラックロックによる BGI 買収金額である 135 億ドルを、各時点の BGI の「税引き後利益」（公表されている税引き前利益に、パークレイズ全体での税引き前利益に対する税引き後利益の比率を乗じて推計）で割って算出した値。2009 年は 2008 年の値をそのまま用いている。

(出所) 金融機関各社資料、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

各年末時点の后者の値は 13～17 倍の範囲にあり、15～20 倍で推移している前者の平均値とほぼ一致している<sup>13</sup> (図表 8)。

今回の買収提案前後のブラックロックとパークレイズの株価の動向をみると、まずブラックロックについては、同社による買収提案の可能性が高いとの報道が 2009 年 6 月に入って相次いでなされると上昇傾向をたどった (図表 9)。また、パークレイズにおいては、2009 年 3 月のストレステストを経ての資本の十分性の確認や、4 月の CVC への i シェアーズ売却での合意などを受けて、年初に大きく落ち込んでいた株価が急速に回復する過程にすでにあった。確かに、6 月 1 日にアブダビ投資庁が同社の株式を 13 億株以上売却したことが報じられると大きく値を下げたものの<sup>14</sup>、すぐに反転し、ブラックロックとともに同月 10 日まで上昇傾向をたどっていた。

しかし、実際に BGI 買収が発表された 11 日の翌日よりこれまで、両社の株価は下落傾向をたどっている。ブラックロックは、6 月 11 日に 2008 年 10 月以来の高値となる 182.6 ドルをつけたが、直近の 17 日までに 13.41 ドル下落した。また、パークレイズも、11 日の 304.5 ペンスから 17 日には 268.5 ペンスへと、36.0 ペンス値を下げた。

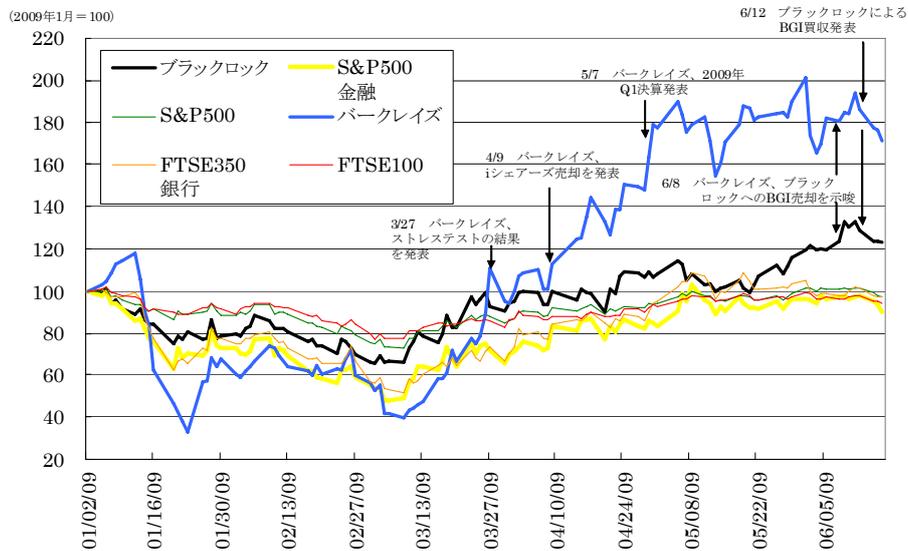
## 2. ブラックロック・グローバル・インベスターズの今後

ブラックロックによる BGI の買収が仮に実現することとなった場合の今後の注目点としては、①新ブラックロックの資産運用事業の行方、②パークレイズの投資銀行ビジネスへの注力の成否、③資産運用業界の再編の動きという三点が挙げられる。

<sup>13</sup> 欧米大手運用会社の PER、および BGI の「収益」については、図表 8 注に定義している。

<sup>14</sup> “Abu Dhabi’s IPIC to sell part of Barclays interest,” *Reuters News*, 06/01/2009 参照。

図表9 ブラックロックとパークレイズの最近の株価の推移



(注) 2009年1月2日時点の株価水準を100としている。2009年6月17日まで。  
(出所) 金融機関各社資料、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

まず、①については、同買収案件によって新ブラックロックが統合効果をどの程度、発揮することができるのかが注目されることとなろう。運用資産残高が2.8兆ドルと他社を圧倒する規模にのぼること、株式・債券・オルタナティブの各アセットクラスの運用に強みをもつとの市場の評価を得ていること、さらにはアクティブ運用とパッシブ運用を一中でおおよそ同程度の割合で併存させることといった点で、新ブラックロックの特徴は、資産運用業界にほとんどこれまで存在しなかった、独特の性格を有するものとなる。

ブラックロックは、今回の買収による統合効果について、BGIと重複する事業分野がほとんどないことから、幅広い投資家のニーズにより応えられるようになり、十分に効果を発揮できるとしている<sup>15</sup>。同社のLaurence D. Fink氏は、統合により毎年の収益を2億ドル程度、また時価総額も340億ドル以上にまで引き上げられるとの見通しを示している<sup>16</sup>。

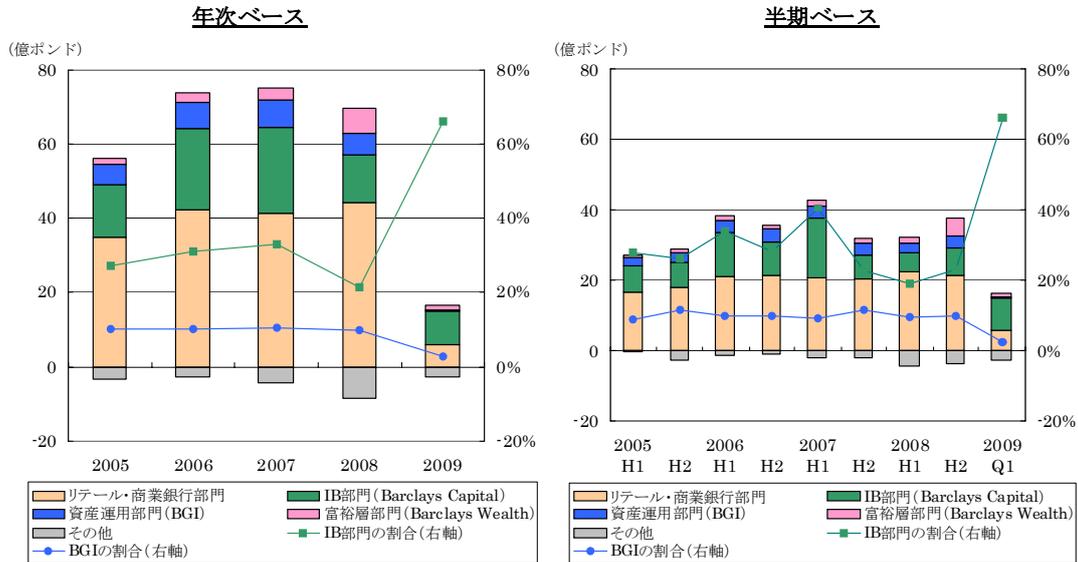
また、個別的話では、①ブラックロック・ソリューションズ(BlackRock Solutions)が機関投資家を対象に提供しているリスク管理サービスに、BGIのクオンツ分析が提供する価値を付加することによってサービス内容をより拡充できるとか、あるいは、②米国企業が提供する確定拠出年金制度である401(k)など、ブラックロックがこれまで投資信託市場において構築してきた販路で、新たにiシェアーズのETFなどBGIの運用商品を個人投資家に販売することによって投資家層を広げることができる可能性などが、ブラックロック自身、あるいは報道ベースで示されている<sup>17</sup>。

<sup>15</sup> Eleanor Laise, "BlackRock to Buy BGI, Creating Behemoth," *The Wall Street Journal*, 06/12/2009 参照。

<sup>16</sup> BGI、ブラックロック資料など参照。

<sup>17</sup> ブラックロック資料、John Spence, "BlackRock: Trendsetter? – CEO Sees Industry in Consolidation, Outlines ETF Plans," *The Wall Street Journal*, 06/15/2009 など参照。

図表 10 バークレイズの収益動向



(注) 2009年(年次ベース)の値は第1四半期の値。  
 (出所) バークレイズ資料より、野村資本市場研究所作成

加えて、市場には、ここまで運用残高が大きくなってしまい、かつ運用方針やアセットクラスも幅広く取り揃えた資産運用会社に、さらなる成長の余地は残されているのかという指摘がある。また、運用方針の点に関して、BGIが得意とするパッシブ運用を担当する運用マネージャーが、アクティブ運用で長く歴史を培ってきたブラックロックの社風になじめるのか、その中で能力を発揮することができるのかといった懸念も示されている<sup>18</sup>。さらには、資産運用会社のM&A案件の場合には、顧客である機関投資家が、統合後の運用会社の姿がはっきりし、統合の成果がみえてくるまで新たな資金の運用委託を手控える傾向があるとの指摘もある<sup>19</sup>。

それゆえ、今後、新ブラックロックにおいては、早い段階で目に見える形での事業統合効果を発揮していくことが求められてくるものと思われる。

### 3. バークレイズの業績の今後

第二の注目点は、資産運用事業を手放したバークレイズが今後、投資銀行事業に注力することによって成果を挙げることができるか、という点であろう。

バークレイズは、2009年第1四半期決算において、9.0億ポンドの税引き前利益を投資銀行部門で獲得した(図表10)。同社は、2008年9月のリーマン・ブラザーズ北米事業部門の買収効果であると指摘するとともに、他の大手金融機関が投資銀行事業から撤退する、あるいは同事業に消極的となる中で、自社の強みを発揮することができたとしている。実際、同社はさらに投資銀行ビジネスを強化するべく、依然として市場の今後の動向が見通

<sup>18</sup> Eleanor Laise, "BlackRock About to Be No.1 Money Firm," *The Wall Street Journal*, 06/12/2009 など参照。

しにくい中で、同事業の人員の獲得に乗り出している模様である<sup>20</sup>。BGI の売却資金の一部は、こうした投資銀行事業のいっそうの強化のために活用することも予定されている。

こうした最近のバークレイズの収益動向について、投資銀行事業は、その性格上収益が不安定とならざるをえず、資産運用事業とはその点で大きく異なるとして、引き続き同社が高い収益を獲得し続けることができるのかを注視する必要を指摘する声もある。

#### 4. 資産運用業界再編の可能性

第三の注目点としては、今回の案件がきっかけとなり、広く世界的に資産運用会社の再編の動きがいっそう加速する可能性が挙げられよう。

①投資商品における独立性に対する投資家の関心の高まり、②バークレイズのような大手金融グループにおける資金調達の一手段としての事業売却の進展、③投資資金が市場から流出する中での、資産運用会社間の格差の拡大、④金融危機対応の一環としての規制強化の流れが進む中での、規制コストの上昇に対応することが難しい中小資産運用会社の発生といった背景から、昨年末頃より資産運用業界における M&A 案件が増えてきている<sup>21</sup>。

例えば、クレディスイスは、2008 年 12 月に同社のグローバル・インベスターズ部門の事業の一部をアバディーン・アセットマネジメント (Aberdeen Asset Management) に売却することを決定した。また、翌 1 月にはクレディ・アグリコル (Credit Agricole) がソシエテ・ジェネラル (Societe Generale) と資産運用部門を統合することで合意したほか、スイスのジュリアス・ベア (Julius Baer) が同年 5 月に資産運用事業の切り離しを行うことを決定した<sup>22</sup>。さらには、バンク・オブ・アメリカが傘下に抱えているコロンビア・マネジメント (Columbia Management) について、ブラックロックなどとの事業売却交渉が進みつつあるとの報道があるほか<sup>23</sup>、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (State Street Global Advisors) やロイズ・バンキング・グループ (Lloyds Banking Group) の資産運用部門の売却観測なども出てきている<sup>24</sup>。

こうした金融危機を契機とする資産運用業界再編の動向が、今回の新ブラックロックの誕生を機にさらに加速することとなるのか、注目が集まっている。

<sup>19</sup> Christopher Condon, "BlackRock Seeks to Balance Index, Active Funds With BGI Deal," *Bloomberg*, 06/12/2008 参照。

<sup>20</sup> Jon Menon and Andrew MacAskill, "Barclays' Sale of BGI May Boost Capital, Weaken Bank," *Bloomberg*, 06/11/2009、Katherine Snyder, "Barclays May Hire Up to 65 Bankers for European M&A," *Bloomberg*, 05/25/2009 参照。

<sup>21</sup> Eleanor Laise, "BlackRock to Buy BGI, Creating Behemoth," *The Wall Street Journal*, 06/12/2009、同 "BlackRock About to Be No.1 Money Firm," *The Wall Street Journal*, 06/12/2009、Raji Menon and Joel Dimmock, "BGI deal flags institutional bank, fund arm split," *Reuters*, 06/12/2009 など参照。

<sup>22</sup> 各社プレスリリース参照。

<sup>23</sup> Sree Vidya Bhaktavatsalam and Zachary R. Mider, "Bank of America Fund Unit Said to Get BlackRock, Franklin Bids," *Bloomberg*, 05/06/2009 参照。

<sup>24</sup> Svea Herbst-Bayliss, "BlackRock deal might prod envious rivals to move," *Reuters*, 06/13/2009、Jason Rhodes and Raji Menon, "Fund firms head for the chop as banks eye margins," *Reuters*, 06/10/2009 参照。