

ゴールドマン・サックスの株式公開

99年5月4日、米国大手投資銀行のゴールドマン・サックスが、株式公開（IPO）を果たした。公開規模の大きさもさることながら、大手で唯一、パートナーシップ形態の存続を堅持してきた同社が組織変更に踏み切ったことは、一時代の終わりを象徴するものとして、注目を浴びた。

1. 株式公開の概要

99年5月4日、米国大手投資銀行のゴールドマン・サックスは株式公開を行い、ニューヨーク証券取引所にGSのティッカーで上場した。公開価格は1株53ドルで、ゴールドマン・サックスが5,100万株、住友銀行及びハワイのカメハメハ・アクティビティ・アソシエーション（信託）がそれぞれ900万株を売却し、公開価額は36.6億ドルと、史上2番目、金融機関によるIPOとしては史上最大級の規模となった。公開初日は取引開始とともに株価が76ドルまで跳ね上がり、公開価格に比べて33%高い70.375ドルで引けた。

公開された株式の75%は機関投資家に、残りの25%は個人投資家に分売された。ただし、個人投資家に放出された株式のうち、20%はゴールドマン・サックスの富裕個人投資家向け営業マンを通して、残りの5%はウィット・キャピタル社（オンライン投資銀行で、ゴールドマン・サックスが20%出資）とGSオンライン（ゴールドマン・サックスが99年4月に導入したインターネット引受部門）に提供された。

同社は今回の公開で一般投資家を株主として受け入れたものの、その比率は依然として12.6%に留まっている。旧パートナーが48.3%、同社従業員が21.2%、同社を退職した元パートナーが8.5%と、主要株主は同社の関係者で占められており、住友銀行及びカメハメハも合わせて9.4%を保有している。

2. ゴールドマン・サックスを取り巻く環境変化

1869年、コマーシャル・ペーパー（CP）の取扱い業者として創業されたゴールドマン・サックスは、1900年代頃から、当時の新興企業である流通業者等を主要顧客とする投資銀

行として業容を拡大していった¹。当時の投資銀行は、どちらかといえば発行体との結びつきを重視していたが、同社は投資家に注力するようになり、50年代に米国証券業界で初めて機関投資家営業の専門部隊を組織した。また企業向け営業の面でも、同じく50年代に投資銀行業務を全般的にマーケティングする専門部隊を、70年代には買収・合併部門や不動産部門をいずれも他社に先駆けて設置したことで知られている。

同社のこうした努力は、投資家の機関化現象とトレーディングや企業買収・合併市場の拡大の中で着実に実を結び、米国を代表する投資銀行としての確固たる地位を築き上げた。実際、投資銀行業務の中でも最も収益性が高いとされる買収・合併アドバイザーと新規公開株の引受業務において、同社はいずれもトップである（Investment Dealers Digest誌99年上期ランキングより）。

ところが近年、同社を取り巻く環境に、大きな変化が見られるようになった。第一が、次世代に向けての業界再編である。資本力の強化とリテール・ホールセールとの両業務を取り揃えることを目的とした合併（モルガン・スタンレーとディーン・ウィッター、ソロモン・ブラザーズとスミス・バーニー）、シティグループ（傘下に銀行・証券・生保・損保・消費者金融・カード会社を持つ）に代表されるワンストップ・ショッピング化を目指した合併等がこれにあたる。また、ドイツ銀行によるバンカーズ・トラスト買収の例にもあるように、この再編の動きは国境をも越えつつある。

第二が、資産運用ビジネスへの傾倒である。ベビーブーマーの高齢化に伴い、老後の安定的な生活を確保するための資産運用ニーズが、従来以上に高まっている。またこれまで少数精鋭の人材で、トレーディングや投資銀行業務を中心に大きな収益を上げてきたホールセール型金融機関も、収益の安定化を助ける手段として、資産運用業務に注目するようになっていく。

第三が、情報技術の進展である。特に90年代半ば以降はインターネットが普及したこともあり、証券取引コストは飛躍的に低下し、証券会社の委託手数料収入の価格破壊が顕著になりつつある。同時に、システム投資費用は上昇傾向にあり、金融業界の装置産業化が進展している。

3. パートナーシップ形態の魅力と限界

伝統的に、米国の証券会社の多くはパートナーシップ制を取っていたが、70～80年代にかけて株式会社に転換して株式公開を果たす動きが相次いだ。こうした中でゴールドマン・

¹ 以下の記述は主に The Editors of The Wall Street Journal, *The Wall Street Journal Guide to Who's Who and What's What on Wall Street* (New York: Ballantine Books, 1998), Lisa Endlich, *Goldman Sachs – The Culture of Success* (New York: Knopf, 1999), 遠藤幸彦『「ウォール街のダイナミズム—米国証券業の軌跡」』（野村総合研究所、1999年）、Nils Lindskoog, *Long-Term Greedy – The Triumph of Goldman Sachs* (Wisconsin: McCrossen, 1998)による。

サックスは、同制度の存続を堅持する唯一の大手証券会社となっていた(表1)。しかし、上記に述べたような90年代の構造変化の中で、同社の中でも、パートナーシップ形態は時代の潮流にそぐわないとの見方が高まりつつあった。

表1 大手証券会社公開の軌跡

99年自己資本ランキング	証券会社	公開年月	概要
9	DLJ	70年4月	NYSE会員として初めて公開し、1,200万ドル調達。84年、保険会社Equitableが買収したため、非公開となる。95年、EquitableがDLJの20%を売却して再び公開。
1	Merrill Lynch	71年6月	米国最大の証券会社が1.12億ドルを調達して公開。
5	Shearson	81年4月	カード会社American Expressが当時第2位のShearson Loeb Rhoadesを9.15億ドルで買収。93年、保険会社Primerica傘下のSmith Barney(現Citigroup傘下)と合併。
5	Salomon Brothers	81年4月	商品トレーディング業者Phibroが4.83億ドルで買収。その後、Salomon経営陣が実権を握る。97年Travelers傘下のSmith Barneyと合併(現Citigroup傘下)。
3	Lehman Brothers	84年4月	Sherason/American ExpressがLehman Brothers Kuhn Loebを3.6億ドルで買収。93年Lehmanをスピンオフ。
7	Bear, Stearns	85年10月	公開価格は簿価の2倍(当時は高めと評価された)、2.29億ドル調達。
2	Morgan Stanley	86年3月	株式の20%を公開、2.92億ドルを調達。
5	Smith Barney	87年5月	保険会社Primerica(後にTravelersとなる)がSmith Barney, Harris Uphamを7.5億ドルで買収。現在Citigroup傘下。
6	Goldman Sachs	99年5月	株式の約15%を公開、36.6億ドル調達。

(注) Shearson, Salomon Brothers, Smith Barneyの99年自己資本ランキングはいずれもCitigroup傘下のSalomon Smith Barneyのランキング。

自己資本ランキングはInstitutional Investor 99年4月による。

(出所) Joseph Kahn, "Plan to Go Public at Goldman, Sachs", *New York Times*, June 15, 1998をもとにNRIA作成。

パートナーシップ制とは、無限責任を負うジェネラル・パートナーと、有限責任を負うリミテッド・パートナーからなる組織形態で、通常、前者は経営に携わり、後者は直接には携わらない。同組織の利益は基本的に、パートナー間で、各人の持ち分に基いて分配される。

ゴールドマン・サックスの場合、従業員の極く一部が、(ジェネラル・)パートナーとして選ばれ、同社の持ち分を有する資格を得た。この持ち分は、退職後に引き出すことが認められているが、そのまま留保してリミテッド・パートナーとなり、利益の分配を受け続ける場合も多かった。

小人数のパートナーによる利益分配制度の魅力は大きく(公開直前の同社の役職員数は13,000人弱で、そのうちパートナーは221人)、それ故に同社は伝統的に、最良の人材を他社よりも低めのサラリーで、長期的に雇用できたとされている。また同社パートナーの報酬は、同社の業績に直結しているため、他の投資銀行が導入している事業部門や個人の業績と連動するタイプの報酬体系と比べると、部門を超えた全社的な利益を追求し「チームワーク」を重んじるインセンティブが働いていたと見られている。

ところが90年代の環境変化は、同時に以下のような弊害も、浮かび上がらせることとなった。

第一が、自己資本増強による体力強化の限界である。同社は80年代、トレーディング等

の高リスク業務へのシフトが行われていった際に、住友銀行やカメハメハからの出資を受けた。しかし、90年代の業界再編を前にして、資本額の水準及びその調達コストが、再び問題となりつつあった。また資本の増減が、パートナーの退職に左右されるという不確定要素も、経営判断を難しくしていた。さらに株式会社形態ではないが故に、株式交換形態での大型合併を行っている競合他社に比べ、買収資金の調達が行いにくいという面もあった。

第二が、非パートナーへの不十分な報酬・処遇である。同社パートナーへの登用は2年に1回であり、その人数は限られているため、業績を上げていても、パートナーでないが故に、他社に比べて報酬面での見劣り感を感じる者も少なくなかった。また、ストック・オプションや自社株購入プラン・確定拠出型年金等を通して株式を利用したインセンティブを幅広く提供する報酬慣行が一般に定着するにつれ、パートナーとならなくても高額な報酬を得られる機会が、他社では広がっていった。さらに利益の大半はパートナーに分配されるにも関わらず、損失の影響は、解雇などを通して非パートナーにも及ぶことも、不公平感を助長させることとなった。同社のパートナー数が急速に拡大したため、従来に比べると、その相対的な魅力が低下しているという社内事情もあった。

4. 公開の狙いと今後の行方

ゴールドマン・サックスの目論見書によると、株式公開の狙いは、①資本力の強化、②利益のより広範な分配、③買収資金の調達、である。

今回調達された資金の用途は明らかにしていないものの、同社は既に電子取引分野では、積極的な動きを見せている。具体的には、99年1月に電子取引システム（ECN、Electronic Communication Network）のアーキペラゴ（25%出資）、3月にオンライン投資銀行のウィット・キャピタル（22%）に出資し、7月にはグローバル電子マーケット・メーカーHull Groupの買収を発表している。

同社はワンストップ・ショッピングやマス・リテール業務への参入を目指す意図はなく、むしろ今後も①投資銀行、②トレーディング、③資産運用の3業務を中核としていくことを表明している。そのため、当面の梃入れ対象となるのは、資産運用業務部門であるとの見方が強い。同社は96年から97年にかけて、3社の運用会社を買収しているものの、運用資産残高は業界第24位の1,822億ドル（99年 Pension & Investment 誌調べ）と、メリル・リンチ（4,894億ドル）、モルガン・スタンレー（3,760億ドル）と比べても見劣りするからである。また、同社の収入構成を見ても、依然として最もボラティリティの高いトレーディング業務収入が大きく、収入を平準化させていく上で、資産運用手数料の増加は不可欠だからである（表2）。

表2 Goldman Sachsの収入構成

(億ドル)

	94	95	96	97	98	99.1Q	99.2Q
純収入	35.37	44.83	61.29	74.47	85.2	29.95	34.69
投資銀行業務	na	na	21.13	25.87	33.68	9.02	10.02
アドバイザリー	na	na	9.31	11.84	17.74	5.22	5.1
引受	na	na	11.82	14.03	15.94	3.8	4.92
トレーディング	na	na	26.93	29.26	23.79	13.57	17.19
債券・為替・商品	na	na	17.49	20.55	14.38	8.76	9.11
株式	na	na	7.3	5.73	7.95	4.55	6.18
マージント・バンキング	na	na	2.14	2.98	1.46	0.26	1.89
資産運用他	na	na	13.23	19.34	27.73	7.36	6.16
資産運用	na	na	2.42	4.58	6.75	2.02	2.14
証券サービス	na	na	3.54	4.87	7.3	2.07	1.74
コミッション	na	na	7.27	9.89	13.68	3.27	3.61
非金利費用	30.29	31.15	35.23	44.33	55.99	18.07	49.56
人件費	17.89	20.05	24.21	30.97	38.38	12.75	42.49
その他	12.4	11.1	11.02	13.36	17.61	5.32	7.07
税引前利益(A)	5.08	13.68	26.06	30.14	29.21	11.88	-14.87
税引後利益	na	na	23.99	27.46	24.28	10.07	3.4
総資産(B)	952.96	1,000.66	1,520.46	1,784.01	2,173.80	2,306.24	na
パートナー資本(C)	47.71	49.05	53.09	61.07	63.1	66.12	na
パートナー資本利回り(A)/(C)	11%	28%	49%	49%	46%	18%	na
パートナー資本比率(C)/(B)	5%	5%	3%	3%	3%	3%	na
従業員数	8,998	8,159	8,977	10,622	13,033	12,878	na
米国	5,822	5,356	5,818	6,879	8,349	8,244	na
海外	3,176	2,803	3,159	3,743	4,684	4,634	na
預かり資産	927	1,101	1,715	2,380	3,368	3,697	na
運用資産	437	524	946	1,359	1,948	2,064	na
その他資産	491	577	769	1,020	1,420	1,633	na

(注) 99年第2四半期はパートナーシップ形態10週間、会社形態2週間の数字。

99年以降、純収入項目に純金利収入が設けられたため、投資銀行業務・トレーディング、資産運用業務の数字は連続しない。

従業員数は不動産管理子会社The Archon Groupを除く。

証券サービスは、プライム・ブローカレッジ、証券金融等。

(出所) 目論見書、四半期決算資料よりNRIA作成

(沼田 優子)