

一般投資家への販売ネットワークを拡充するゴールドマン・サックス

服部 孝洋

■ 要 約 ■

1. ゴールドマン・サックス（GS）はこれまで機関投資家と超富裕層に限定して同社の金融商品を販売していた。しかし、金融機関インキャピタルの有する販売ネットワークを通じて、同社が引き受けた地方債の個人向け販売に乗り出す。
2. GSの富裕層向けウェルス・マネジメントは運用部門と密な連携を取っている。90年代後半になされたリストラクチャリングによって、アドバイザーは資金を集める役割を強める一方、資産運用はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントや他の運用会社に任せる体制が確立した。
3. GSとインキャピタルの提携の特徴は、GSが間接的に同社の地方債を一般投資家に販売する点にある。GSは地方債の起債で取得した手数料の一部をインキャピタルに支払う。一方、インキャピタルはGSの地方債の販売にあたり、個人投資家に直接販売する証券会社等の間に入ることでホールセラーのような役割を果たす。
4. GSのブランクファインCEOは富裕層向けビジネスに加え、金融機関経由の販売チャンネルに注力していくと言及しており、GSが今後、他の金融機関との提携を通じた個人向け販売を強化していく可能性もある。他社のネットワークを利用した販売戦略が今後米国リテール金融業界における一つの潮流になるか注目に値しよう。

I. 個人投資家向けに地方債の販売を展開

ゴールドマン・サックス（GS）の商品販売戦略に新たな動きが見られる。伝統的に GS は機関投資家に加え、超富裕層に限定して同社の商品を販売していた。しかし、2010年9月に、シカゴを主な拠点とする金融機関インキャピタル（Incapital）の有する販売ネットワークを通じて、同社が引き受けた地方債の個人向け販売に乗り出す¹。GS が引き受けた商品を一般投資家向けに販売するのはこれが初となる。

¹ Liz Rappaport, "Goldman in Bond Deal", *Wall Street Journal*, September 8, 2010

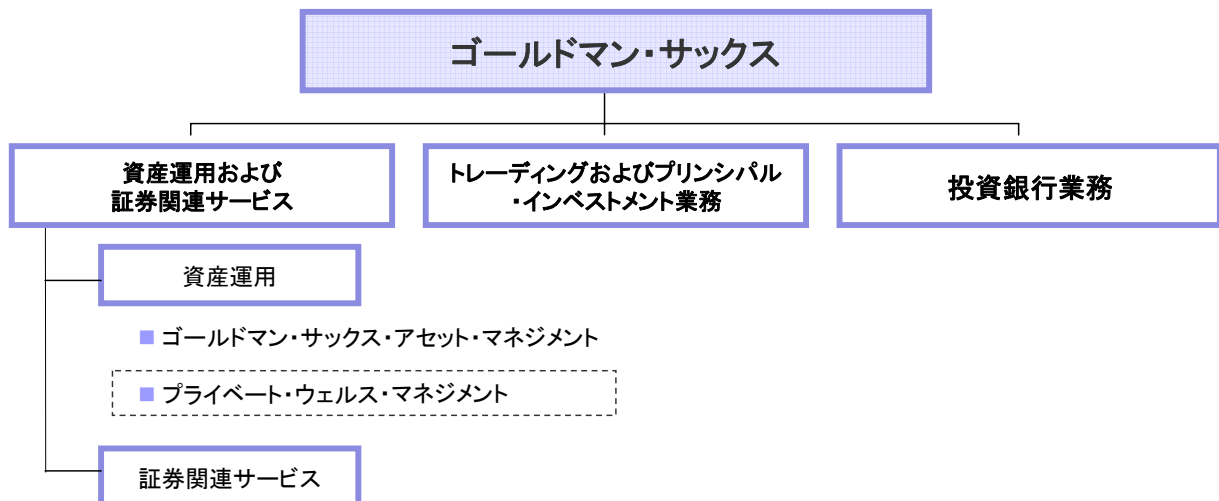
Ⅱ. 富裕層に特化した伝統的なウェルス・マネジメント

1. ウェルス・マネジメントとアセット・マネジメントの連携

伝統的な GS の個人向けビジネスは、富裕層を対象としたウェルス・マネジメントに限定されていた。米国において富裕層向けのウェルス・マネジメント・ビジネスを展開する金融機関は、主に①ワイヤー・ハウス、②個人向け投資顧問業者（Registered Investment Advisors、RIA）、③プライベート・クライアント・グループ（PCG）に分かれるが、GS は③に該当する²。①ワイヤー・ハウスはメリル・リンチやモルガン・スタンレー・スミス・バーニーのように、広範な支店網をもち、全国的にビジネス展開をする証券会社である一方、②RIA とはアドバイザーが個人を対象に少数で投資顧問業を営むことで地域に密着した資産運用サービスを提供する。それらに対して、③PCG は基本的にはニューヨークをベースとした投資銀行が 5 億ドルを超えるような資産を持つ超富裕層を対象にビジネスを展開する。また、③は SMA やヘッジファンドを含むオルタナティブ商品に加え、投資銀行とのコネクションを生かした複雑な提案を行うことが多い。

GS のウェルス・マネジメント・ビジネスにおいては、ウェルス・マネジメント事業と運用部門が密な連携を採っている。具体的には、GS の富裕層向けウェルス・マネジメント部門を担うプライベート・ウェルス・マネジメントと資産運用事業を担うゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）が並列の関係で「資産運用および証券関連サービス部門（Asset Management and Securities Services）」の傘下にある（図表 1）。

図表 1 ゴールドマン・サックスにおけるウェルス・マネジメントの位置づけ



（出所）ゴールドマン・サックス資料より野村資本市場研究所作成

² Cerulli, “The Cerulli Report – State of the Independent Broker/Dealers: Channel Sizing and Industry Implications”, 2008

近年、米国において資産運用事業とウェルス・マネジメント事業の分離が進んでいることから、GS のようなケースは相対的に少なくなってきた。この背景には、投信不正問題により投信業界のオープン・アーキテクチャー化が加速したことに加え³、サブプライム問題に端を発した金融危機により、資金調達を目的に資産運用部門を売却する金融機関が増えたことが考えられる⁴。そのような中、GS が資産運用事業を継続して行う背景に、相対的に財務面が健全であることに加え⁵、残高ベースで収益が得られる資産運用事業によって収益の安定化を図られる点を重視していることが考えられる。

2. ウェルス・マネジメント事業のリストラクチャリング

そもそも、GS のウェルス・マネジメント事業と GSAM が同じ部門の傘下に入ったのは、1990 年代後半になされたリストラクチャリング以降である⁶。同社は、1960 年から 70 年にかけて急増した M&A により巨額な資金を取得した個人のウェルス・マネジメントのニーズを汲む形でリテール・ビジネスを発展させていった。

しかしながら、特に 90 年以降、資産運用の手法がより高度化し、運用がプロフェッショナルに任されるようになるにつれ、アドバイザーの裁量で資産運用を行うことが必ずしも良いパフォーマンスを生まないことが分かってきた。その結果、1990 年代後半に John McNulty 氏の主導の下、ウェルス・マネジメントと GSAM を統合し資産運用部門を作るというリストラクチャリングがなされた⁷。すなわち、アドバイザーは資金を集める役割を強める一方、資産運用は GSAM や他の運用会社に任せるという体制が採られたのである。このリストラクチャリングの過程で、アドバイザーの報酬体系の見直しや GSAM への顧客の紹介が推進され、このことを忌避した一部のアドバイザーはメリル・リンチなどの大手証券会社へ転職した。しかし、このリストラ以降、GS のウェルス・マネジメント事業はより安定的に収益を生むことが可能となったとされている⁸。

3. ウェルス・マネジメントの現状

現在、GS のウェルス・マネジメント事業を含む「資産運用および証券関連サービス」は、2009 年において収入が 60 億ドル（純利益は 13 億ドル）であり、全体の 13.3%（同 6.8%）を占めている（図表 2）。富裕層の預かり資産は、2009 年時点で 2,310 億ドルであり、IT バブル崩壊以降、残高を継続して伸ばしている（図表 3）。特に近年の金融危機のさなかにも残高を大きく落としていないことから、同社への資金流入は金融危機時も継続していることが窺われる。

³ 沼田優子「シティグループ、資産運用部門の売却を発表」『資本市場クォーターリー』2005 年夏号、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」『資本市場クォーターリー』2006 年春号参照。

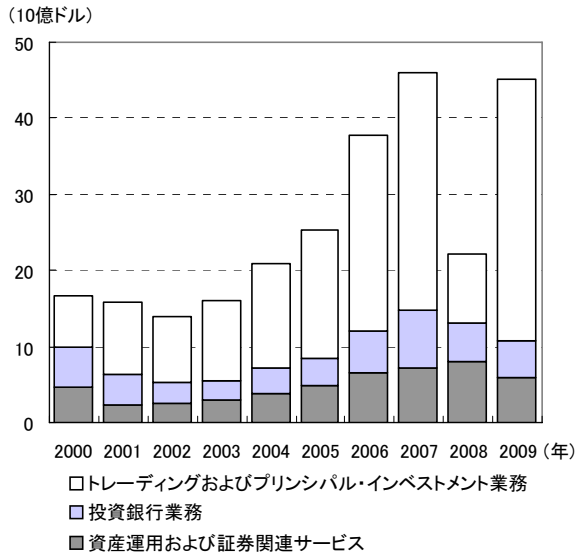
⁴ 三宅裕樹「ブラックロックによる BGI の買収」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号参照。

⁵ “The Imbalance of Power – Divestitures of asset management divisions will have a lasting impact”, *The Cerulli Edge U.S. Asset Management Edition*, January 2010

⁶ Charles Ellis, “The Partnership – The Making of Goldman Sachs”, 2009

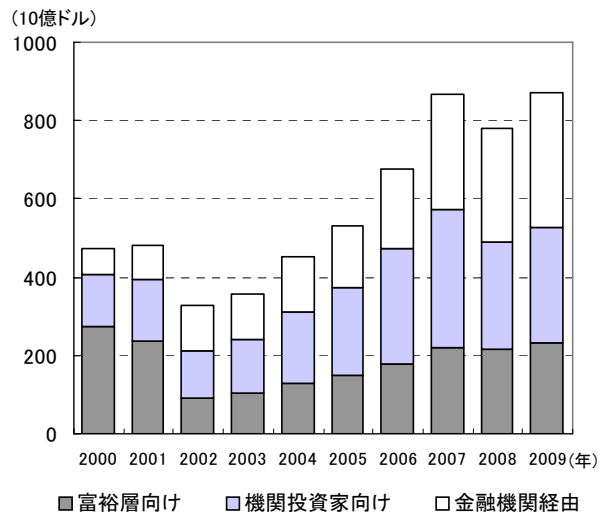
⁷ Jo Wrighton, “Money Management – Inside the Mint”, *Institutional Investor*, April 12, 2007

図表2 ゴールドマン・サックスの部門別収入



(出所) ゴールドマン・サックス資料より
野村資本市場研究所作成

図表3 ゴールドマン・サックス資産運用事業における預かり資産の内訳



(出所) ゴールドマン・サックス資料より
野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 他社のネットワークを生かして顧客層を拡大

1. インキャピタルのネットワークを利用して地方債の販売を展開

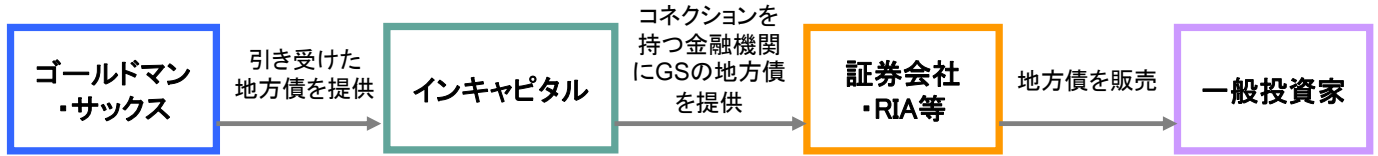
これまで伝統的には富裕層向けにウェルス・マネジメント・ビジネスを展開してきたGSであるが、一般投資家をも対象顧客に含める動きが見られている。具体的には、証券会社やRIAとのネットワークを持ち、債券に強みを持つインキャピタルと提携することで、GSが引き受けた地方債を一般投資家向けに販売する。

今回の提携の特徴は、GSが間接的に同社の地方債を一般投資家に販売する点にある(図表4)。GSは地方債の起債で取得した手数料の一部をインキャピタルに支払う。一方、インキャピタルはGSの地方債の販売にあたり、個人投資家に直接販売する証券会社やRIAの間に入ることでホールセラーのような役割を果たす。インキャピタルは、シカゴを主な拠点とする金融機関であり、900を超える証券会社、RIA等に対し社債や仕組み商品などの債券を卸している。GSとインキャピタルは、3年前からGSのサーティフィケートや仕組み商品等の販売で契約を結んでおり、今回は同契約を拡張した格好となっている⁹。

⁸ 注5を参照。

⁹ Patrick McGee, "Goldman Takes Aim At Retail; Teams Up With Incapital LLC", *The Bond Buyer*, September 9, 2010

図表4 ゴールドマン・サックスとインキャピタルによる地方債販売のスキーム



(出所) 野村資本市場研究所作成

GS のように他社のネットワークを利用する形で販売網を拡充するケースは、米国リテール金融業界の一つの流れになりつつある。たとえば、JP モルガンは、2008 年 8 月の提携により、地方債を一般層に販売するため、UBS ウェルス・マネジメントの販売ネットワークを活用している¹⁰。また、JP モルガンは、2010 年 4 月に、地方債を含めた債券全体を一般投資家に販売するため、チャールズ・シュワブとの提携を行った。

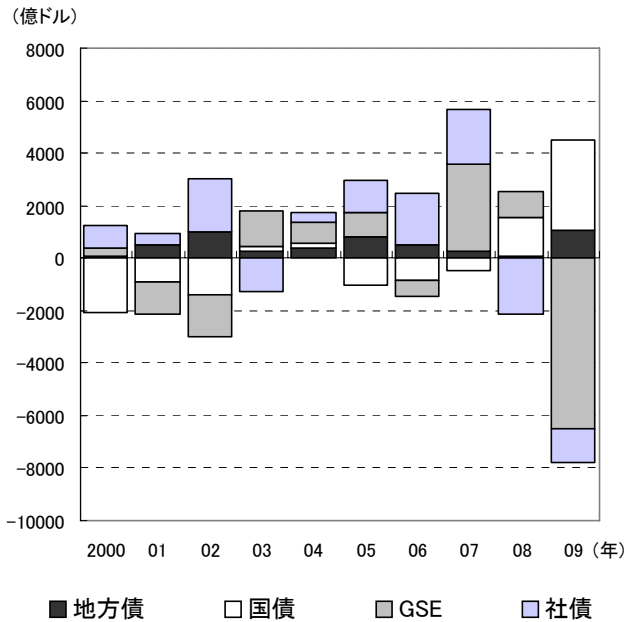
2. 安全性を求める個人の受け皿となる地方債

なお、GS が一般投資家まで地方債の販売を広げた背景には、金融危機以降、個人による地方債投資の需要が増加しており、GS にとっても一般投資家の存在が看過できない存在になってきたことが指摘できる。金融危機以降、個人は国債や地方債など、債券の中でも特に安全性の高い資産に資金を集めている（図表 5）。米国個人は、2009 年に地方債をネットで 1,055 億ドル購入しており、地方債に占める個人の保有割合は、2008 年から 2009 年にかけて 33.7%から 35.8%に上昇した。また、地方債に占める個人の保有割合は他の債券の保有比率を大きく上回っていることから、家計の重要性は高い（図表 6）。今後個人による地方債投資がより一層進むとの声もある¹¹。

¹⁰ JP モルガンと UBS ウェルス・マネジメントの提携は当初 2 年を予定していた。ただ、2010 年 1 月に 2013 年まで提携を延長した。Patrick McGee, “JPMorgan Bulks Up; Boosts Retail Network, Adds Muni Staff”, *The Bond Buyer*, June 3, 2010 を参照。

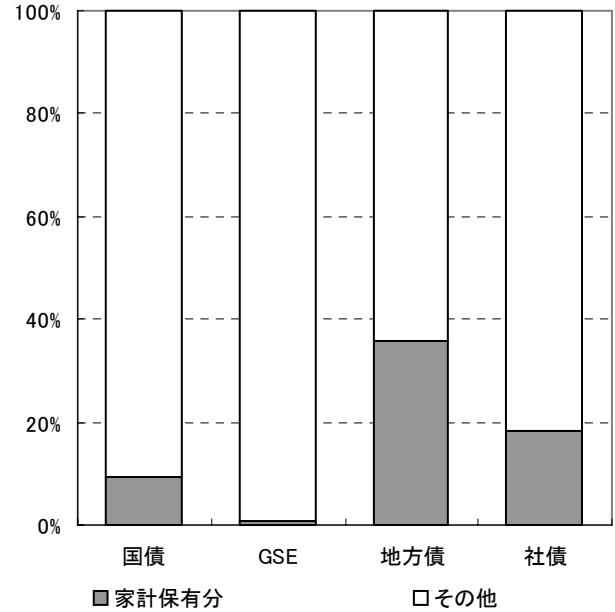
¹¹ Patrick McGee, “Individual Buyers Flexing Their Muscles”, *The Bond Buyer*, August 3, 2010 を参照。なお、今回の GS とインキャピタルの契約は、主に免税債を対象とするものである。それゆえ、地方債発行の支援策であるビルド・アメリカ・ボンド・プログラム (the Build America Bond Program, BAB プログラム) との関係性は薄いものと思われる。BAB プログラムについては、三宅裕樹「金融危機が米国地方債市場に及ぼす影響」『資本市場クォーターリー』2009 年秋号を参照。

図表5 米国家計が保有する債券の資金純流入



(出所) FRB「米国資金循環統計」より
野村資本市場研究所作成

図表6 家計の保有比率 (債券別、2009年)



(出所) FRB「米国資金循環統計」より
野村資本市場研究所作成

IV. 今後の注目点

今後の注目点は、GS がどのような形で一般投資家向けのビジネスを展開していくかである。同社のロイド・ブランクファイン CEO は、クレジット・カードや住宅ローンなど銀行のリテール・ビジネスだけでなく、マス・アフルーエント層（投資可能資産が10万ドルから200万ドル程度）向けのブローカレッジ・ビジネスにも関心がないと述べている。ただ、ブランクファイン氏は富裕層向けビジネスに加え、金融機関経由の販売チャンネルに注力していくと言及しており、今後、他の金融機関との提携を通じた個人向け販売を強化していく可能性もある。

また、他社のネットワークを利用した販売戦略が今後米国リテール金融業界における一つの潮流になるかについても注目に値しよう。GS が JP モルガンに対するシュワブのように、より広範なリテール・ネットワークを有する金融機関との提携を目指したり、他の投資銀行が両社と似た形で個人投資家向けサービスを拡充する可能性も考えられる。