

# ジェンスプリング・ファミリーオフィスの躍進と マルチファミリーオフィス

石井 康之

## ■ 要 約 ■

1. 米国では、多様なニーズを持つ超富裕層ファミリーに専属で対応するファミリーオフィスが注目を集めている。様々なプレーヤーが関連サービスを手がける中で、金融危機後は、複数のファミリーにサービスを提供するマルチファミリーオフィス（MFO）の競争力が増しているとされる。大手金融機関への信頼感が低下する一方で、顧客資産の運用や管理・オペレーションについては、より専門性と客観性を求める顧客が増加しているからである。
2. 中でも、フロリダ州に本拠地を持つジェンスプリング・ファミリーオフィスは、他の MFO の買収を通じて急成長しており、注目を集めている。
3. ジェンスプリングは大手金融機関から経営陣を獲得、拡大を目指す一方で、ファミリーに尽くす姿勢を引き続き重視し、各ファミリーから得た経験を社内でも共有して顧客対応力を磨き、顧客との利益相反を排除することで顧客の信頼を獲得している。
4. 日本でも、超富裕層ファミリーに高度な資産運用ノウハウ、効率的な資産管理のための IT システムなどを統合的に提供する MFO の登場が期待されよう。人材・資本などの経営資源をすでに有している大手金融機関が、日本型 MFO に最も近い位置にいる業態といえるかも知れない。

## 米国における超富裕層とマルチファミリーオフィス

超富裕層は莫大な資産を持っているが故に、複雑な財産管理、税金対策、資産運用を必要としている。さらに、一族内での確執を防ぐこと、慈善活動を通じて社会貢献すること、社会的に影響のある人々との人脈を構築すること、といったお金では買えないものを強く求めている。このような超富裕層ファミリーのニーズを満たすべく、彼らのバランスシート全体に対してソリューションを提供し、専属で対応する組織がファミリーオフィスである。米国で初めて設立されたファミリーオフィスは、石油事業で巨額の財を成したロックフェラー家の資産を管理してきたロックフェラー&Co で、1882年に創設された。

かつてファミリーオフィスと言えば、このロックフェラー&Co.のように1ファミリー専属のシングル・ファミリーオフィス(SFO)であった。最近では、芸能人ではオブラ・ウインフリー氏、事業家ではビル・ゲイツ氏、スポーツ選手ではマイケル・ジョーダン氏といった著名人がSFOを設立しており、ファミリーオフィスの存在が広く認知されるようになってきている。

また、他の超富裕層一族も含めた資産管理を行なうことで規模を拡大したいと考える既存のSFOや、創設当初から複数のファミリーが集まってファミリーオフィスを設立したいという超富裕層が出てきたため、複数のファミリーにサービスを提供するマルチ・ファミリーオフィス(MFO)も近年登場している。SFOと比べたMFOの大きな特徴は、利潤を追求するビジネスモデルを採用していることである。ここ10年間でテクノロジー費、人件費、デューデリジェンス費用が大幅に上昇している中で、MFOはこれらのコスト負担を複数の超富裕層ファミリーで分け合うことで抑制し、生まれた利益によって最新のテクノロジーや優秀な人材を獲得している。MFOには、複数のファミリーの資産を束ねることで価格交渉力を得て機関投資家と同様の扱いを享受できる、あるファミリーで得られた経験を別のファミリーへの対応に活かせる、といったメリットもある。顧客側から見ると、超富裕層の中でも巨万の富を持つ者のみが設立できるものと思われていたファミリーオフィスが、MFOの登場によって、一般的な超富裕層でも設立しやすくなったと言える<sup>1</sup>。特に、金融危機以降は規制強化によってSFOのコストが一層上昇していることから、MFOへの期待が高まっている。

最近では、証券会社内の超富裕層専属部門、プライベート・バンク、地方銀行、信託銀行、法律事務所、会計事務所、など様々な業態がファミリーオフィスの提供者を標榜するようになった(図表1)<sup>2</sup>。このように競争が激化する超富裕層向け金融ビジネスにおいて、社歴約20年のMFOであるジェンスプリング・ファミリーオフィスの急成長が注目されている。ジェンスプリングは、超富裕層顧客の満足に繋がるあらゆるサービスの提供を追求しつつ、コストの増加というジレンマを乗り越えて評価を高めてきた。その結果、

図表1 系列別に分類したファミリーオフィスの例

系列	代表的なファミリーオフィス
大手金融機関系	アイコ・カンパニー(ゴールドマン・サックス傘下)
地方銀行系	ジェンスプリング(セントラスト傘下)
信託銀行系	ブラウン・ブラザーズ・ハリマン
会計事務所系	ボーゲル・コンサルティング
法律事務所系	ローウェンハウプト・グローバル・アドバイザーズ

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 最低必要預かり資産において、2010年に北米のMFOの平均値は1,340万ドル、ジェンスプリングは2,500万ドルである。“Family Office see relative surge in assets” *InvestmentNews*, 9 August 2011

<sup>2</sup> ファミリーオフィスの数は、プライバシー保護の点から情報収集が難しいこと、近年のファミリーオフィスの急増に調査が追い付いていないことから正確な数を把握できないが、米国では3,000社程存在すると言われている。

2011年6月末時点で米国の14拠点、世界18ヶ国に合計704世帯を顧客として抱え、預かり資産は220億ドルとなっている<sup>3</sup>。本稿では、このジェンスプリングの成長の軌跡を通して、今後のMFOの可能性について考察する。

## ファミリーオフィスの特徴

ジェンスプリング並びにMFOの成長について述べる前に、既に広く認識されているウェルスマネジメント企業と、ファミリーオフィスの違いを押さえておきたい。以下では、ファミリーオフィスを活用する超富裕層のニーズと、ファミリーオフィスの従業員の特徴に焦点を当てている。

まず、ファミリーオフィスに資産を預ける超富裕層には、先祖代々莫大な資産を承継してきた資産家や一代で資産を築いた企業オーナーが多い。その資産管理に関するニーズは非常に多岐にわたり、超富裕層がファミリーオフィスを活用する理由は、ファミリーの中で確執が生まれぬよう複数世代間にわたる複雑な資産承継を進めたい、資産価値を最大化しつつ資産保全もできるような数百万ドルのポートフォリオで専門的な分散投資を行いたい、レポーティング、納税、各種支払といった事務手続きの支援をしてもらいたい、といったものまで様々である。そのため、ファミリーごとに投入する従業員やサービスの種類は異なる。一般的にファミリーオフィスはRIA（個人向け投資顧問）として登録されており、このようなサービスの対価として顧客から受け取るフィーは、投資一任口座や投資助言口座のフィーである。超富裕層を巡る競争が激化していることから、フィーの低下圧力は強く、ファミリー・オフィス・エクスチェンジの調査によれば、2011年に大部分のファミリーオフィスが得ているフィーは35~75ペーシスとなっている<sup>4</sup>。

ファミリーオフィスの存在意義とはファミリーのニーズに対して執事のように応えることであるため、その業務は資産管理以外の面にも及ぶ。超富裕層ファミリーのリーダーシップ能力向上を支援する、超富裕層の子息を有名幼稚園や小学校に入学させる手続きを支援する、超富裕層の子息に富や慈善活動に対する責任感を教え込む、高い技術を持つ外科医を紹介する<sup>5</sup>、ファミリーに関する情報機密を管理する、防犯セキュリティーを強化する、プライベートジェットを手配する、超一流ホテルの部屋を予約する、超富裕層の自宅や庭園の維持管理を徹底する、といった様々なサービスを提供している<sup>6</sup>。これらのサービスは決してコスト効率が良くないが、超富裕層顧客から信頼を獲得する上では非常に重要である。

ファミリーオフィスの従業員、特に超富裕層顧客と折衝する者は、複雑な課題に対応で

<sup>3</sup> ジェンスプリングの預かり資産のうち、約100億ドルは投資一任口座、約70億ドルが投資助言口座となっている。

<sup>4</sup> “The World’s Richest Family Offices”, Bloomberg Markets, September 2011 参照。

<sup>5</sup> ファミリーオフィスの中には、最適な医師を紹介し、医薬品や治療方法について最適な助言をする医療ディレクターを採用しているところもある。

<sup>6</sup> ラス・アラン・プリンス、ハンナ・ショー・グローヴ著『ファミリーオフィス 富裕層向け財産管理の新潮流』東洋経済新報社、2008年参照。

きる深い経験と知識が求められるので、金融機関、弁護士事務所、会計事務所経験者を中心に転職してくる。ジェンスプリングでは、主に顧客との窓口となるファミリー・ウェルス・アドバイザーという職務には、CPA（米国公認会計士）やCFP（米国ファイナンシャル・プランナー）といった資格に加えて15年以上の業界経験を求めている。従業員のキャリアという観点では、SFOと比較して多くの経験が得られるMFOには多様な人材が集まりやすい特徴がある。

ファミリーオフィスは既存顧客に徹底的に尽くすことを業務としているため、SFOはもとよりMFOでも、アドバイザーの職務として新規顧客の開拓は重視されていない。ジェンスプリングでは、ファミリー・ウェルス・アドバイザーの報酬は、顧客資産の維持、既得意顧客からの資産獲得、新規顧客との関係構築、によって決まり、新規顧客を開拓しなかったとしてもペナルティはない。ただ、複数のファミリーを顧客として抱えるMFOは、既存顧客に注力するアドバイザーとは別に、専ら新規顧客の開拓を担当する者を置いているケースが多い。ジェンスプリングでは、潜在顧客の発掘のみを担当する者としてビジネス・デベロップメント・ストラテジストという役職を設けている。

## ジェンスプリングの成長の軌跡

### 1. 創業期（1989年～2000年）

ジェンスプリングは、フロリダで新聞・ケーブルテレビ事業を営んでいたヘンリー・ペリー氏が同事業を売却した後の資産管理を目的として1989年に設立したMFOである<sup>7</sup>。知的資産等を含む幅広い資産を管理する会社を目指したことから、設立時にはアセット・マネジメント・アドバイザーズ（AMA）という社名であった。

事業売却で手にした莫大なファミリーの資産に関して、まずヘンリー氏は様々な金融機関と相談を重ねた。しかし、ヘンリー氏が次世代に資産を承継していく長期的なアプローチを希望していたのに対して、金融機関は四半期ベースの短期的なアプローチを重視する傾向があったことから、ヘンリー氏は自らファミリーオフィスを立ち上げることを決めた。ファミリーオフィスの形態を選択した理由としては、父のジョン・ペリーJr.が2回の離婚と3度の結婚を経験して6人の子供がおり、家族構成が複雑であったことも理由の一つであると思われる。

ベセマー・トラストが1974年に<sup>8</sup>、ロックフェラー&Coが1980年にSFOからMFOに転換したように、まずSFOとして設立した後にMFOに転換する動きはあったものの、当時は超富裕層がファミリーオフィスを設立する際にはSFOを設立するケースが一般的であった。しかし、AMAは規模拡大によるコスト抑制や他のファミリーから知見が得られ

<sup>7</sup> ヘンリー・ペリー氏の祖父ジョン・ペリー氏は新聞・ラジオ・出版事業で、ヘンリー氏の父ジョン・ペリーJr.は既存事業を拡大させるとともに世界最大の潜水艇製造業を興して財を成した。

<sup>8</sup> ベセマー・トラストは、カーネギー鉄鋼会社が売却された際に、同社のパートナーであったヘンリー・ヒップ氏が手にした資産を管理する目的で1907年に設立されたファミリーオフィスである。

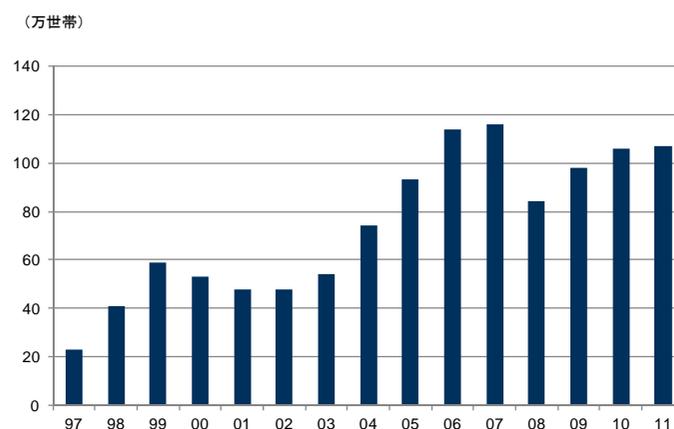
るといった MFO の長所に着目し、設立当初から MFO として運営された。AMA への参加を呼び掛けるに当たって顧客に求めた条件は、最低投資可能資産 2,500 万ドル、最低預かり資産 1,000 万ドルである。ただ、創業期のジェンスプリングは MFO と言っても預かり資産の大部分がペリー家の資産であり、1990 年時点で担当顧客世帯数は 6 世帯、預かり資産は 2 億ドルであった<sup>9</sup>。MFO の中には、非中核ファミリーがファミリーオフィスへ資本参加して経営陣に参画することを嫌い、彼らを顧客として受け入れない選択をしたケースもあったが、AMA が設立当初から社外役員を受け入れるとともに、新規顧客によるファミリーオフィスへの資本参加を容認していたことは特徴的である。

### 1.3 つの経営改革 (2001 年～2007 年)

地元のフロリダ州で緩やかな成長を続けてきた AMA は、2001 年時点の預かり資産が 10 億ドルとなっていた。顧客数・顧客資産をさらに増やすには複雑な課題に対応できる経営力が必要となってきたが、もともと金融に関するプロフェッショナルではないヘンリー・ペリー氏 (会長兼 CEO) とその妻のエレン・ペリー氏 (社長) が経営の中心にいる企業形態は限界を見せ始めていた。

この時期は、米国の超富裕層の人数が急増していたことから、多くの金融機関が超富裕層営業を強化していた (図表 2)。超富裕層の市場規模が小さかった時代には、SFO や小規模な MFO はファミリーに提供するきめ細やかなサービスにかかるコストを十分に回収できたので、大手金融機関と伍していくことができた。しかし、超富裕層の市場規模が拡大したことで、大手金融機関は優秀な人材や充実した IT インフラを大量に投入できるという強みを活かし、十分な利潤を追求できるようになった。その一方で、規模で劣る MFO の経営は、人件費と IT テクノロジー費用の上昇によって圧迫されつつあった。優秀

図表 2 米国における純資産 500 万ドル以上の世帯数推移



(出所) スペクトラム・グループ資料より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> “Granite Partners demise skins fund managers of the wealthy Bankruptcy gives money managers for wealthy families a surprise” *Investment Dealers’ Digest*, 30 May 1994

な人材を確保するためには、大手金融機関やヘッジファンドといった競合企業と同等の高額報酬を提示する必要があり、IT 投資に掛る費用も年々増加していた。そして、もともと富裕層顧客よりも低かった超富裕層顧客の資産収益率が、競争激化によって一層低下したことも MFO を苦しめていた。多くのファミリーオフィスはこの状況を認識していたものの、特に小規模のファミリーオフィスは限られた予算の中で素早く対処することができず、優秀な人材と最新の IT テクノロジーの不足がさらに利益率の悪化を招くという悪循環を起こしていた。

ヘンリー氏は近い将来 MFO 業界が過当競争に陥って業界再編が起き、生き残るためには預かり資産の拡大を通じた収益確保とコスト抑制が不可欠であることを予見していた。そこで AMA は、他の MFO の買収によって 2003 年末時点で 65 億ドルであった預かり資産を 3~5 年後に 200 億ドルまで引き上げる目標を掲げ<sup>10</sup>、この買収戦略を実行する前に資本、人材、ブランドの 3 点における経営改革に着手した。

まず、AMA は 2001 年 3 月に同じ米国南東部を地盤とする地方銀行サントラストから資本を受け入れることを決定した<sup>11</sup>。今後の買収に耐えうる体力を付けることが最大の目的であったことは明らかであるが、AMA が出資を受け入れる相手としてサントラストを選んだ理由には、経営の自主性が認められたことと、地元のフロリダに強い地盤を持つサントラストからの顧客紹介が期待できたことが挙げられる。AMA はサントラストが強い影響力を持つ地域に支店の出店を開始し<sup>12</sup>、サントラストが抱える超富裕層の受け皿の役割を果たした。その一方で、自社商品を販売しないという従来からの哲学を貫徹し、親会社といえどもサントラストの商品を販売することはなかった。

次に、AMA は 2005 年 11 月に JP モルガンの上層部を新経営陣として招聘し、元 JP モルガン PB 部門会長兼 CEO のマリア・エレナ氏を CEO に据えた<sup>13</sup>。今後の事業拡大を成功させるには従来の家族的経営から組織的経営へ脱皮しなければならず、リーダーシップに加えて超富裕層向けサービスを熟知した人材が必要であった。この点において、フォーブス 400 に記載されている世界の富豪のうち約 1/3 を顧客とするプライベート・バンクのリーディング・カンパニーであった JP モルガンは申し分なく<sup>14</sup>、同社出身の役員に白羽の矢が立った。

ヘンリー・ペリー氏は会長となって経営の第一線から退くこととなったが、このヘンリー氏の先見性によって、AMA はその後約 10 年間の成長を勝ち取れたと言っても過言ではないだろう（図表 3）。ファミリーオフィス・ビジネスは顧客と非常に密接に関わるビジネスであるため、価値観の異なる企業・人材が混在すると経営に大きな支障をきたし、

<sup>10</sup> “AMA To Formalize Acquisitions Campaign” *Corporate Financing Week*, 19 January 2004

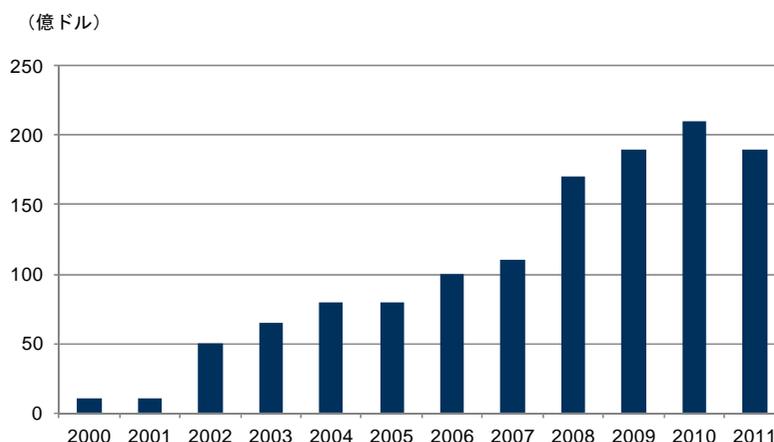
<sup>11</sup> 当時、サントラストは 695 億ドルの預金を抱える全米第 9 位の地方銀行であった。

<sup>12</sup> 2001 年 4 月にはオーランド支店、同年後半にはアトランタ支店を開設している。

<sup>13</sup> JP モルガン PB 部門 COO のマイケル・ホルデン氏は COO に、元 JP モルガンのウェルス・ソリューション部門のグローバル・ヘッドであったマイケル・ゼウナー氏はチーフ・ストラテジー&イノベーション・オフィサーに就任した。

<sup>14</sup> Peter Zalewski “Sun Trust unit lures three from JPMorgan; Capital Sources” *Miami Daily Business Review*, 30 November 2005

図表3 ジェンスプリングの預かり資産の推移



(出所) 各種記事より野村資本市場研究所作成

他業界以上に企業文化が合わなければ M&A は成功しない。そのため、競合他社よりも早く準備を整えて買収先をじっくりと選ぶ必要があったのである。

最後に、買収戦略に乗り出す仕上げとして AMA は 2007 年 9 月に社名変更を行なった。米国南東部を中心に展開している間は地元におけるペリー家の知名度があったため、同社はブランド戦略について特に心配する必要はなく、対象顧客の数が極めて限られるというファミリーオフィス・ビジネスの特性から、ブランド強化のためのマス広告を一切出していなかった。しかし、新しいマーケットに進出する際には、アセット・マネジメント・アドバイザーズという社名では狭義の資産運用に焦点を当てた会社であるという誤解を与え、顧客のロイヤリティや認知度を高める上で障害になる可能性があった<sup>15</sup>。そこで、顧客と従業員に同社のコア・バリューについてヒヤリングし、その結果を元に社名をジェンスプリングに変更した<sup>16</sup>。

### 3. 全米・世界展開 (2007 年～2009 年)

ジェンスプリングが買収対象に求めた条件は、ファミリーとの利益相反を起こさない企業文化を持つことと、MFO であることである。同社は買収した MFO を 1 支店と見なして、その支店を中心として新たにファミリーを開拓する方針であったことから、複数のファミリーへの対応を経験している MFO を買収することは近道であった。この前提に従い、ジェンスプリングは 2007 年以降、次々と MFO を買収していった (図表 4)。

米国国外への進出も積極的に行なったことは、他の MFO とは異なるジェンスプリング

<sup>15</sup> ジェンスプリングは顧客満足度が最もブランド構築に貢献と考えており、超富裕層ファミリーに最も付加価値を提供しているものは何か、といったことに関して第三者機関を通じた顧客満足度調査を行なっている。

<sup>16</sup> 複数世代に渡って顧客資産を保全する役割を担っていることから、Generation の Gen を、ファミリーの資産を堰き止めたり干上がらずに泉のようなものにするという意味から spring を取って、社名を Gen Spring Family Office とした。

図表 4 ジェンスプリングの買収案件

買収時期	被買収企業	本拠地	被買収企業の預かり資産
03年2月	イーグル・キャピタル・インターナショナル	コネチカット州	2億ドル
07年9月	TBK	フロリダ州	15億ドル
08年1月	インライン・ウェルスマネジメント	アリゾナ州	20億ドル
08年12月	シムリック・ファミリーオフィス	カリフォルニア州	17億ドル
09年4月	エピック・アドバイザーズ	コロラド州	20億ドル

(出所) 複数記事より野村資本市場研究所作成

の大きな特徴である。同社は超富裕層が住んでいる、もしくは訪れる地域であれば支店開設を検討しており、その代表例がラテンアメリカと南欧に顧客基盤を持つ TBK の買収である。特に、ラテンアメリカの超富裕層には、年間の一時期は欧米に居住している、もしくは家族が欧米に居住しているという人が多いので、ビジネス上の親和性が高い。TBK はジェンスプリング・インターナショナル部門に改編され、ジェンスプリングの海外戦略を指揮することとなった。

また、ジェンスプリングは MFO を買収するだけでなく、他のファミリーオフィスとの合併にも取り組んでいる。預かり資産約 10 億ドルを抱える SFO のキアワ・キャピタルと共に 2009 年 10 月に新オフィスを開設した案件は、ジェンスプリングにとって初の合併であった<sup>17</sup>。合併は買収よりも低コストで、事務手続きを簡素化できることから迅速な意思決定が可能となる。この合併によって、キアワ・キャピタルは不足していたインフラ面を補い、ジェンスプリングはサウスカロライナ州におけるダービー・ファミリーの知名度と人的ネットワークを手に入れることができた。

ただ、買収の動きを加速させたのはジェンスプリングだけではなく、大手金融機関がファミリーオフィス業務を強化する動きも活発になった。2006 年にはバンク・オブ・アメリカがチャールズ・シュワブから US トラストを買収し(図表 5)、2007 年には JP モルガンがセントラストごとジェンスプリングを買収する観測も立っていた。もっとも、大手金融機関のファミリーオフィス部門や大手金融機関に買収されたファミリーオフィス中には、M&A を通じて企業文化や経営方針が変化し、超富裕層が望むような個々のニーズへのきめ細やかに対応が不徹底になるケースや、顧客に対する中立的なアドバイスよりも金融商品の販売を重視する傾向を強めたケースが見られた。その結果、古くから超富裕層から信頼を集めていたプライベート・バンキング業界においてさえ、以前と比べてプライベート・バンカーのプロ意識が低下したと多くの顧客が感じるようになってしまった。

<sup>17</sup> キアワ・キャピタルは、サウスカロライナ州キアワ・アイランドの大地主かつディベロッパーであるダービー家のファミリーオフィスである。

図表 5 代表的なファミリーオフィスの買収案件

買収時期	買収企業	被買収企業	被買収企業の 預かり資産
04年9月	ワコビア証券	タナガー・ファイナンシャル	20億ドル
04年9月	ゴールドマン・サックス	アイコ・カンパニー	60億ドル
06年11月	バンク・オブ・アメリカ	USトラスト	280億ドル
09年4月	ウェルズ・ファーゴ	キャリバー	20億ドル

(注) キャリバーは当時ワコビア証券傘下のファミリーオフィスであった。

(出所) 複数記事より野村資本市場研究所作成

#### 4. 金融危機がもたらしたファミリーオフィス業界の再編

2008年に起きた金融危機は、超富裕層向け金融ビジネスにおけるMFOの地位を相対的に高める効果をもたらした。MFOは、金融危機によって信頼が低下した大手金融機関と比べて人材力の面で差を縮めることができ、コスト増に苦しむ小規模金融機関と比べてデューデリジェンス能力とコスト吸収力の面で差を広げることができた。

人材力の面では、大手金融機関からの人材流出と人件費の低下によってMFOの人材難が緩和された。依然としてトップクラスの人材が不足していることには変わりないが、MFOは金融危機前よりもレベルの高い人材を低コストで確保しやすくなった。ファミリー・ウェルズ・アライアンス社の調査によると、シニアの人材が不足しているMFOの割合は、2006年の18.6%、2007年の23.7%と比べて2008年末には8.5%に低下している。

デューデリジェンス能力の面では、MFOがSFOから投資マネジメント機能のアウトソースを依頼されるケースが増加した<sup>18</sup>。金融危機とマドフ事件によってその重要性が強く認識されるようになったものの、ファミリーオフィス業界の中では、ファミリーの一員が運営しているSFOや、数人の運用の専門家のみでカバーされているSFOでは対応能力が不十分であったためである。IPI (Institute for Private Investor) の調査によると、SFOの中でCIOの機能をアウトソースしている割合は、2005年には1/4であったが、2011年には約1/2に上昇しており、特に預かり資産5億ドル以下のSFOでは3/4となっている<sup>19</sup>。

コスト吸収力の面では、ファミリーオフィスに対する規制強化がSFOにとって重いコストとなった。1940年に定められた投資顧問法の下では顧客数が15人以下のファミリーオフィスはSEC(証券取引委員会)への登録が免除されていたが、ドッド=フランク法が制定されたことによってこの免除規定は廃止された<sup>20</sup>。そして、新規制の対象となったファミリーオフィスは、2012年3月末を期限として、SECに登録して規制下に入る、も

<sup>18</sup> ファミリー・ウェルズ・アライアンス社の調査によると、2008年の1年間でMFOの預かり資産は平均で9.2%減少している。2008年におけるMFOの平均顧客世帯数は38世帯であった。“Multifamily offices weather the storm, eye expansion, study finds” *InvestmentNews*, 13 October 2009

<sup>19</sup> Harriet Davies “Nearly Half Of SFOs Outsourcing The Investment Function” *Family Wealth Report*, 12 September 2011

<sup>20</sup> 新たにSECが定めたファミリーオフィスの定義は、顧客の家族のみにアドバイザー・サービスを提供する企業、とされており、全米に約2,500~3,000社存在すると言われるSFOの約5割が新規制の対象となった。

しくは費用は高くつくもののプライベート・トラスト・カンパニーとして登録して州の規制下に入る、という選択を迫られた<sup>21</sup>。ただ、もし SEC に登録して継続的に情報開示することになれば、顧客のプライバシーを守るというファミリーオフィスの魅力が薄れてしまうため、SEC への登録を選択したファミリーオフィスは限られた。この規制強化によるコスト上昇によって、小規模の SFO の中には MFO への身売りを検討するところも出てきた。反対に MFO にとっては事業拡大の好機であり、2009 年 8 月から 2010 年 8 月にかけて約半数の MFO が M&A を検討している<sup>22</sup>。

一方、SFO よりは深刻ではなかったとはいえ、MFO も金融危機による業績悪化に苛まれた。高コストで労働集約的なサービスを従来通りの方法で提供しては経営を圧迫してしまうことから、各 MFO はそれぞれに合った価格モデルを取り入れた。例えば、ジェンスプリングは、ファミリーの本業に関する幅広い課題に対応するファミリー・ビジネス・センターを 2009 年に立ち上げ、サービスの対価として顧問料を請求している<sup>23</sup>。また、給与支払業務のように手間がかかる非中核業務をアウトソースし、利益率の改善を図った。伝統的なフィー・モデル以外の価格モデルを採用したことについては、MFO が顧客ごとに提供するサービスをカスタマイズ化・差別化する傾向を強めた、という見方ができるであろう。

## 5 . ファミリーオフィス業界のグローバル・リーディング・カンパニーへ

2010 年時点でジェンスプリングは世界有数のファミリーオフィスに成長しているが（図表 6）、同社はファミリーオフィス業界におけるグローバル・リーディング・カンパニーになることを経営目標としている。そして、高い経済成長力によって超富裕層が生み出され、米国よりも収益機会が広がっている海外マーケットへの進出を加速する計画である。特に、海外を活動拠点としている顧客は、オフショアの銀行と付き合う際に高い手数料を負担しているため、このコストを下げる余地は十分にあるとジェンスプリングは考えている。もちろん、ファミリーの意思決定の方法、リスクに対する見方、法律・税制の課題は国によって差があるため、海外進出は容易ではないが、海外各国の税制や規制への対応は各国に在籍しているアドバイザー、弁護士、会計士に任せて、ジェンスプリングは全体を監督する立場を取っている。ジェンスプリング・インターナショナル部門のウロア社長は、同社の預かり資産に占める米国外顧客の割合を、2012 年 4 月時点の 20% から 10 年後に 50% まで引き上げることを期待している。

<sup>21</sup> Andrew Osterland “Dodd-Frank deadline looms for family office” *InvestmentNews*, 29 January 2012

<sup>22</sup> Charles Paikert “Multifamily offices weather the storm, eye expansion, study finds” *InvestmentNews*, October 13<sup>th</sup> 2009

<sup>23</sup> 価格設定に関する他の MFO の動きとしては、ロックフェラー・カンパニーは投資アドバイスのみを求めるファミリーに対して年率フィーを下げ、ボーゲル・コンサルティングは相談時間に応じてフィーを課した。

図表 6 世界のファミリーオフィスの預かり資産ランキング (2010 年)

	ファミリーオフィス	系列	預かり資産 (億ドル)	顧客 世帯数
1	HSBC プライベート・ウェルス・ソリューションズ	HSBC	1,020	235
2	ベセマー・トラスト	—	445	2086
3	UBS ウェルスマネジメント	UBS	340	250
4	ウィルミントン・ファミリーオフィス	M&Tバンク	265	309
5	ウェルズ・ファーゴ・ファミリー・ウェルス	ウェルズ・ファーゴ	210	311
6	ホーソン PNC ファミリーオフィス	PNC	196	500
7	ジェンスプリング・ファミリーオフィス	サントラスト	195	732
8	グレンメード	—	182	1700
9	ハリス myCFO	バンク・オブ・モンリオール	170	254
10	ネットワーク・サービシーズ	—	147	5

(出所) ブルームバーグ・マーケットツより野村資本市場研究所作成

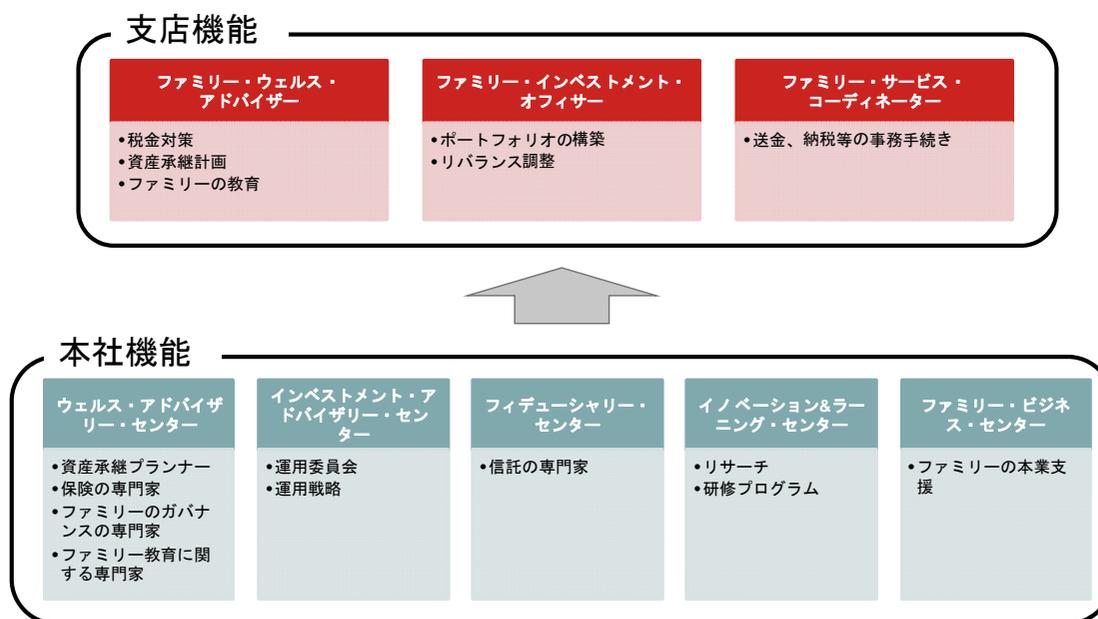
## ジェンスプリングの買収戦略を成功に導いたポイント

以上見てきたように、ジェンスプリングは買収戦略によって成長してきた。ただ、この買収戦略が効果を発揮したのは、支店と顧客との距離を近くに保ち、社内で経験を共有して顧客対応能力を向上させるとともに、利益相反を徹底して排除する、といった方策を取ってきたためである。

ジェンスプリングは 1 支店の従業員数を平均 14 名と小規模に抑えている。また、典型的には顧客との折衝を担当するファミリー・ウェルス・アドバイザー、運用戦略を担当するファミリー・インベストメント・オフィサー、各種事務手続を担当するファミリー・サービス・コーディネーターによって構成される顧客対応チームが担当できる顧客数は、15 ファミリー以内としている (図表 7)。これは、各顧客との距離をできる限り近く保ち、親身なサービスを提供するためである。その結果、顧客が解約せず取引を継続する割合を示す顧客維持率において、金融危機後の 2009 年に 97% という高い数値を残している。非中核事業をアウトソースしているジェンスプリングで、約 370 人の従業員で約 700 世帯の顧客をカバーしていることは、ジェンスプリングが 1 顧客に割く人材・時間の大きさを顕著に示しているだろう。一方、運用判断に注力する傾向がある一般的な MFO とは異なり、ジェンスプリングは幅広い分野にわたる本社機能を備えている。例えば、人材育成の面では、国際的な税制の変化やファミリーオフィス・ビジネスの潮流に関して最新情報を交換する社内会議を年間数百回開催し、税務対策の面では、複雑なクロスボーダーの税務も取り扱っている。

また、同社は各役職別の社内コミュニティで経験を共有することで能力開発を推進している。例えば、社内全体で 30~40 人いるファミリー・ウェルス・アドバイザーを集めて

図表 7 ジェンスプリングの支店機能と本社機能



(出所) ジェンスプリング ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

ミーティングを開き、アドバイザー同士で経験を共有してもらい、本社機能のウェルス・アドバイザー・センターが課題・解決法・アイデアを蓄積している。もちろん、事例を共有する場合には顧客を特定することはせず、事例の中身のみを共有している。他金融機関では社内のアドバイザー同士が競合関係にあるケースが多く、チームを超えて協力し合うことは非常に難しいが、ジェンスプリングは全社的にノウハウを共有し、支店でのアドバイス能力向上を図っている。

そして、利益相反の可能性を徹底的に排除していることもジェンスプリングの特徴である。同社は自社運用商品を全く持たない代わりにデューデリジェンスに注力し、客観的に外部商品を選定することに徹している。この点は、同じ MFO の中でも自社運用を行なっているベセマー・トラストやロックフェラー&Co とは一線を画するものであり、中立的なアドバイスを求める顧客から信頼を得ることに繋がっている。

## 最後に

米国と比較すると、日本は超富裕層の人数が少なく、一般的に超富裕層の資産規模も小さい。また、超富裕層の資産に占める自社株や不動産の割合が大きいため、資産を有効活用する余地が限られている。このような理由から、米国型のファミリーオフィスは現在のところ日本にほとんど存在していない。そして、超富裕層のニーズに対して、財産管理は弁護士事務所、税金対策は会計事務所、資産運用は金融機関といったようにサービス提供者が個々の案件ごとに分離されているケースが多い状況である。

しかし、人口動態の変化によって超富裕層の高齢化が進展しており、包括的な資産管理に対する日本の超富裕層ファミリーのニーズは高まってきている。最大の課題とも言うべき資産承継について金融機関がサービスを提供する際には、一般的に資産に占める自社株や不動産の割合が大きいという財務的問題と、伝統的に資産承継問題を公然と話すことを避ける文化的問題が障害になってきた。一方で、2011年に行われたキャップジェミニの調査によると、金融資産を100万ドル以上保有する日本の富裕層の75%が、次世代は相続資産を適切に管理できないと考えており、彼らの不安は大きい。超富裕層が抱える悩みすべてに耳を傾けて解決策を提示する組織である、ファミリーオフィスが設立されることは意義深いと思われる。

莫大な資産を持つ超富裕層が少ないという日本の特徴からすると、高度なノウハウ、ITシステム、人材を超富裕層ファミリーに提供するためには、複数の顧客でコストを分かち合えるMFOの設立が効果的だろう。そして、このような経営資源をすでに蓄積している大手金融機関がMFOを設立し、一層その専門性を磨くことが実現への最短距離であるだろう。本稿で見たジェンスプリングの躍進は、ファミリーオフィスを家族的経営から組織的経営に昇華させた事例であり、超富裕層向け金融ビジネスの新たな可能性を探る上で参考になると思われる。