

## ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革 ーウェルスマネジメント事業を中心にー

岡田 功太、下山 貴史

### ■ 要 約 ■

1. 米国を代表する金融グループのゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーは、近年、ともにウェルスマネジメント事業を中心とした事業改革に取り組んでいる。ゴールドマン・サックスは、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門を新設し、マーカス、ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズ、アイコ・カンパニーを同部門に配置するなど、ウェルスマネジメント事業の強化を打ち出した。更に、同社は、マーチャント・バンキング事業をアセットマネジメント部門に移管し、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門と共に預かり資産の増大を目指す意向を示している。
2. モルガン・スタンレーは、2008年のグローバル金融危機以降、一貫してウェルスマネジメント部門の強化を行ってきたが、近年ではソリウム・キャピタルやイー・トレードの買収を通じて、顧客基盤の増強を図っている。その際、同社は、デジタル・ソリューションを活用し、ベンチャー企業等の経営陣の株式報酬管理等の職域事業を強化し、その上でこれら顧客企業のIPO等の案件獲得をも目指している。
3. 他方で課題もある。ゴールドマン・サックスは、コールセンターの運営に多額の費用を投じる必要性に直面しており、個人向け金融サービスのブランドが乱立気味であるとも言えるなど、効率的にウェルスマネジメント事業を構築できるのかが課題であろう。モルガン・スタンレーは、イー・トレードの買収によって、初めて独立系ファイナンシャル・アドバイザー向けの金融サービス提供事業に参入するが、競争が激しい同事業の成否が、今後の成長を左右する可能性があると言えよう。
4. 新型コロナウイルス感染症による対面サービス提供の困難といった影響を踏まえれば、両社は今後、ウェルスマネジメント事業を中心とした事業改革を推進するにあたって、デジタル・ソリューションの提供に、より一層注力する必要性があろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・宮本佐知子「新たな金融サービスモデルによる米国リテール市場への参入事例」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号を参照。
- ・岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。
- ・佐藤広大「海外金融機関に見るイノベーションへの取り組みーゴールドマン・サックスとウェルズ・ファーゴを中心にー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号を参照。

## I 相次ぐ買収によるビジネスモデル改革

近年、ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーのビジネスモデル改革が注目を集めている。デービッド・ソロモン CEO 率いるゴールドマン・サックスは 2019 年 5 月、個人向け資産運用サービス事業を営む独立系ファイナンシャル・アドバイザーであるユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズを買収した。その後、ゴールドマン・サックスは 2020 年 1 月、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門を新設し、ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズとオンライン銀行であるマーカスを部門に配置し、ウェルスマネジメント事業の強化を打ち出した。更に、ゴールドマン・サックスは、未公開企業等を投資対象とするマーチャント・バンキング事業等をアセットマネジメント部門に移管し、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門と共に預かり資産の増大を目指す意向を示している。

他方で、ジェームズ・ゴーマン CEO 率いるモルガン・スタンレーは、2008 年のグローバル金融危機以降、一貫してウェルスマネジメント部門の強化を行ってきた。同部門は、過去 10 年間において、残高フィー型サービス（詳細は後述）の預かり資産を増加させて、安定的な収益の獲得に注力している。更に、同社は、2019 年 5 月にソリウム・キャピタルを買収し、2020 年 2 月にはイー・トレードの買収を公表（買収完了は 2020 年第 4 四半期末を予定）することで、ウェルスマネジメント部門の顧客基盤の増強を図った。その際に、対面の資産運用サービスの提供だけではなく、個人の株式報酬の管理等の職域事業についても強化している。

ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーは、グローバル金融危機対応を経て銀行持株会社となり、厳格な規制下にある。両社のいずれも、機関投資家向けマーケット・メイキング業務は、自身のバランスシートを活用することから、グローバル金融危機以前と同じような形で高い収益を生み出すことは難しい。そこで、両社は、ビジネスモデル改革を推進することで、収益のうち大きな割合を占める機関投資家向けマーケット・メイキング業務以外に、市況変動に左右されにくいウェルスマネジメント事業に注力することを目指している。

本稿では、近年のゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーによるビジネスモデル改革の詳細を紹介し、機関投資家向けのトレーディングや大型の M&A の助言を主力事業としてきた両社が、ウェルスマネジメント事業に注力する際の課題や展望について考察する。

## II ウェルスマネジメント事業に本格参入したゴールドマン・サックス

### 1. 債券・為替・コモディティ（FICC）事業をめぐる変遷

ゴールドマン・サックスは、グローバル・マーケット部門が圧倒的な収益を誇ってきたことで知られている<sup>1</sup>。同部門は、主に機関投資家向けのマーケット・メイキングを行っており、2009年の純収益は約330億ドルであった。これは、ゴールドマン・サックス全体の純収益の約70%であり、投資銀行部門の純収益の約6.6倍、アセットマネジメント部門の純収益の約7倍の水準であった<sup>2</sup>。グローバル・マーケット部門の中でも、債券・為替・コモディティ（FICC）事業の純収益は約220億ドル（ゴールドマン・サックス全体の純収益の約50%）に達し、同社グループの成長を牽引してきた。

2008年当時のグローバル・マーケット部門は、機関投資家向けのマーケット・メイキング以外に、自己勘定取引も行っていった。これは、同社の自己資本を原資とした市場取引であったことから「社内ヘッジファンド」と呼ばれており、クオンツ運用を主体とするグローバル・アルファ・ファンド等が著名であった。同ファンドを含む「社内ヘッジファンド」の運用資産総額は、2007年のピーク時に約200億ドルに達していた。しかし、2010年7月にドッド＝フランク法が成立し、原則として自己勘定取引を禁止するボルカー・ルール<sup>3</sup>等の金融規制の厳格化が進展した結果、グローバル・アルファ・ファンドは2011年9月に閉鎖され、FICC事業の純収益は低下傾向にある（図表1）<sup>4</sup>。

その後、ゴールドマン・サックスは、FICC事業への収益依存度の低下とコスト効率の向上を図った。例えば、エンジニアの採用を積極化し、小口の債券取引を電子化・自動化した。同社の全社員数の約4分の1はエンジニアであり、ロイド・ブランクファイン元CEOは「我々はテクノロジー企業である」と述べていた（2015年時点）。更に、同社はFICC事業の顧客の見直しを図り、ヘッジファンドや銀行の比率を減少させ、その代わりに、継続的な取引フローが期待できる伝統的な資産運用会社の比率を増加させた<sup>5</sup>。加えて、同社は、バランスシート上のトレーディング資産を減少させて、投資銀行部門及びアセットマネジメント部門の事業拡大に注力することで、市況変動の影響を受けにくい事業の収益増強を志向してきた。

ただ、ゴールドマン・サックスの2018年の純収益の内訳を見ると、グローバル・マーケット部門が約135億ドル（そのうちFICC事業が約59億ドル）、投資及びレンディング

<sup>1</sup> 2020年1月のビジネス・セグメント変更以前のグローバル・マーケット部門の名称は、インスティテューショナル・クライアント・サービスズ（Institutional Client Services）部門であった。本稿では便宜上、現在の部門名を使用している。

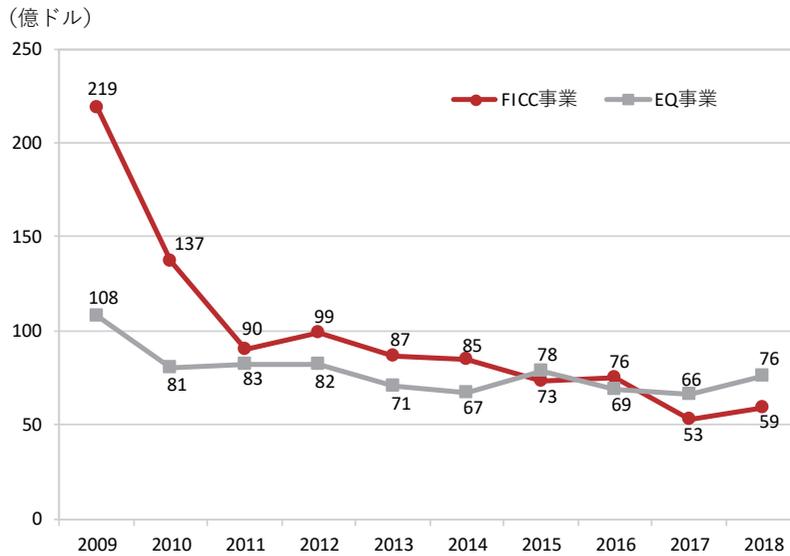
<sup>2</sup> 2020年1月のビジネス・セグメント変更以前のアセットマネジメント部門の名称は、インベストメント・マネジメント（Investment Management）部門であった。本稿では便宜上、現在の部門名を使用している。

<sup>3</sup> 詳細は、岡田功太「簡素化及び明確化に向けて第一歩を踏み出すボルカー・ルール」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号、同「ボルカー・ルールの簡素化と見直しを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

<sup>4</sup> “Goldman to close Global Alpha fund after losses,” *Reuters*, September 16<sup>th</sup> 2011.

<sup>5</sup> Goldman Sachs, “Full Year and Fourth Quarter 2018 Earnings Results Presentation,” January 16<sup>th</sup> 2019.

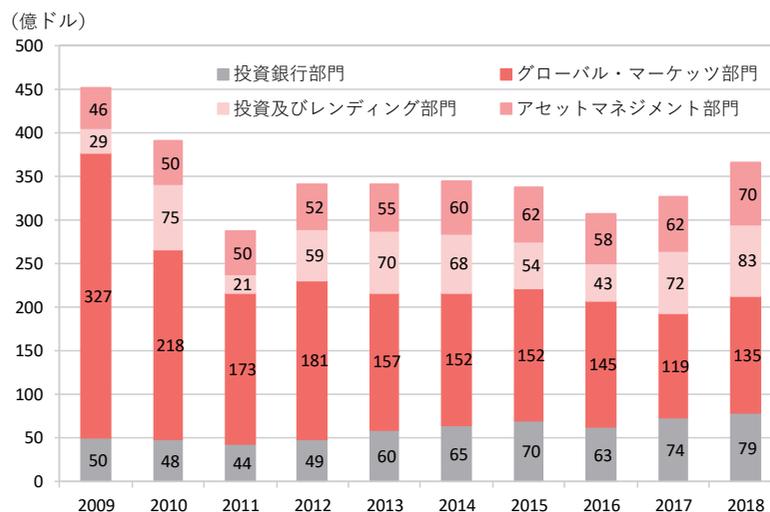
図表1 ゴールドマン・サックスのグローバル・マーケット部門の純収益の推移（事業別）



(注) 1. EQ事業とは、エクイティ事業の略称である。  
 2. 2020年1月にビジネス・セグメントを変更しており、本グラフでは連続性の保てる2018年までの推移を示している。2019年の純収益については図表3を参照。  
 (出所) ゴールドマン・サックスより野村資本市場研究所作成

部門が約83億ドル、投資銀行部門が約79億ドル、アセットマネジメント部門が約70億ドルとなっており、依然として、FICC事業の収益依存度が高いことに加えて、純収益の合計値は2008年のグローバル金融危機時の水準に戻っていなかった（図表2）。つまり、同社は、過去に取り組んだこととは異なる新規事業を行う必要があり、ウェルスマネジメント事業に着目したと言える。

図表2 ゴールドマン・サックスの純収益の推移（部門別）



(注) 2020年1月にビジネス・セグメントを変更しており、本グラフでは連続性の保てる2018年までの推移を示している。2019年の部門別純収益については図表3を参照。  
 (出所) ゴールドマン・サックスより野村資本市場研究所作成

## 2. ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズの買収

事業の多角化を迫られたゴールドマン・サックスは2019年5月に、ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズを約7億5,000万ドルで買収した<sup>6</sup>。本件は、ゴールドマン・サックスにとって、2008年のグローバル金融危機以降、最大規模の買収案件であり、ソロモン CEO によるビジネスモデル改革を象徴するものとして位置づけられている。ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズは2005年6月に、数十社の小規模な独立系ファイナンシャル・アドバイザーが合併することで設立した個人向け資産運用サービス提供会社である。同社は、シアトル、サンディエゴ、ヒューストン等、全米30州に約240人のファイナンシャル・アドバイザーを擁しており、預かり資産総額は約250億ドルに達する。つまり、ゴールドマン・サックスは、機関投資家を主要顧客としていたが、ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズの買収を通じて幅広い個人を対象顧客とする決断を下したと言える。

ゴールドマン・サックスは2020年1月に、創業約150年以来、初の投資家向け説明会を開催し、今後3年間で、自己資本利益率（ROE）を約10%から13%以上に向上させること等を打ち出した<sup>7</sup>。その際に、2010年第4四半期以来となるビジネス・セグメントの変更を公表し、①コンシューマー&ウェルスマネジメント部門を新設すること、②投資及びレンディング部門の投資事業を、アセットマネジメント部門に移管すること、③投資及びレンディング部門のレンディング事業を、グローバル・マーケット部門や投資銀行部門に移管すること等を発表した。ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズは、ブランド名をパーソナル・ファイナンシャル・マネジメントに変更し、新設のコンシューマー&ウェルスマネジメント部門に配置された。

これにより、ゴールドマン・サックスの2019年の純収益の内訳は、グローバル・マーケット部門が約148億ドル、アセットマネジメント部門が約90億ドル、投資銀行部門が約76億ドル、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門が約52億ドルとなり、従来と比べて、バランスの取れた収益構造となった（図表3）。ソロモンCEOは、「個人（消費者）を対象とする銀行及びウェルスマネジメント事業に注力する」と述べ、今後はコンシューマー&ウェルスマネジメント部門を強化する意向を示した。同部門の純収益の約83%は、パーソナル・ファイナンシャル・マネジメント等のウェルスマネジメント事業によるものであり、ゴールドマン・サックスの事業の多角化と収益の安定化の成否の鍵を握っていると言える。

<sup>6</sup> Goldman Sachs, “Goldman Sachs Announces Acquisition of United Capital,” May 16<sup>th</sup> 2019.

<sup>7</sup> Goldman Sachs, “Goldman Sachs Investor Day,” January 29<sup>th</sup> 2020.

図表3 ゴールドマン・サックスの部門別の純収益（2019年）

部門名	事業名	純収益 (100万ドル)	純収益の合計に 占める割合
GM 部門	FICC	7,388	20%
	株式トレーディング	7,391	20%
	部門の合計	14,779	40%
AM 部門	エクイティ・インベストメンツ	4,765	13%
	マネジメント・フィー	2,600	7%
	その他	1,600	4%
	部門の合計	8,965	25%
IB 部門	株式及び債券の引受	3,601	10%
	M&A アドバイザリー	3,197	9%
	レンディング	801	2%
	部門の合計	7,599	21%
CWM 部門	ウェルスマネジメント	4,339	12%
	コンシューマー・バンキング	864	2%
	部門の合計	5,203	14%
合計		36,546	100%

(注) IB 部門は投資銀行部門、GM 部門はグローバル・マーケット部門、AM 部門はアセットマネジメント部門、CWM はコンシューマー&ウェルスマネジメント部門の略称である。

(出所) ゴールドマン・サックスより野村資本市場研究所作成

### 3. ファイナンシャル・コンサルティングを提供するアイコ・カンパニー

コンシューマー&ウェルスマネジメント部門を強化するにあたって、ゴールドマン・サックスのジョン・ウォルドロン COO は、パーソナル・ファイナンシャル・マネジメントとアイコ・カンパニー (Ayco Company) の協働体制を構築することを表明した<sup>8</sup>。ゴールドマン・サックスの子会社であるアイコ・カンパニーは、主に大企業の経営者に対して「ファイナンシャル・コンサルティング (Financial Counseling)」を提供している。税務対策、資産承継プランの策定、ファミリー・オフィスの設置や活用、リタイアメント・プランの策定、資産運用商品の提供、信託や財団の活用等のサービスである。ゴールドマン・サックスは 2003 年 4 月に、アイコ・カンパニーを買収し、インベストメント・マネジメント部門 (現在のアセットマネジメント部門) の一部としていたが、今般、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門に移管し、同部門の中心的な事業の一つとして位置づけた。

アイコ・カンパニーに所属する約 550 人のファイナンシャル・アドバイザーは、ゴールドマン・サックスの投資銀行部門と協働することで、フォーチュン 100 のうち 55 社の経営陣に対してサービスを提供している。例えば、アイコ・カンパニーは、「インナー・サークル (InnerCircle)」と呼ばれるカンファレンスを開催し、大企業の人事担当責任者等と福利厚生や職域の資産運用の動向等についての議論を行っている。このような活動を通じて、ゴールドマン・サックス及びアイコ・カンパニーは、法人顧客の経営陣等と関係を構築している。

<sup>8</sup> John Waldron, "Executing Our Strategy," January 29<sup>th</sup> 2020.

更に、アイコ・カンパニーは、オンラインによるファイナンシャル・カウンセリング機能を拡充することで、企業の経営陣だけではなく、従業員も対象顧客とし始めている。実際に、同社は2018年10月、グーグルの経営陣と同社米国拠点の従業員に対するサービス提供を開始した。ラリー・レスティエリ氏（アイコ・カンパニーCEO 兼ゴールドマン・サックスのパートナー）は、「米国西海岸のテック企業は、経営陣だけでなく、従業員も対象としたサービス提供に関するニーズが高い」と述べている<sup>9</sup>。つまり、アイコ・カンパニーは、ファイナンシャル・カウンセリングのデジタル化を図ることで、対象顧客を法人顧客の経営陣だけでなく従業員にまで拡大しており、現在では、所謂、職域の資産運用サービス提供者として位置づけられるようになった。

#### 4. 資産運用商品の取り扱い開始を予定するオンライン銀行の マーカス

ゴールドマン・サックスは、個人顧客にオンライン・サービスを提供すべく、マーカス（Marcus by Goldman Sachs）の強化を打ち出している。マーカスは譲渡性預金（CD）や融資を提供するオンライン銀行である。同行は、2016年に発足した当初、個人から預金を獲得することでゴールドマン・サックスの財務基盤の安定性を強化することを主眼としていたが、2019年8月にアップルと提携し、アップルカードと呼称されるクレジットカード事業に参入した。アップルカードは、iPhoneの利用者が申し込み可能であり、配車サービスのウーバーや飲食宅配サービスのウーバー・イーツの決済に同カードを利用する場合、3%のキャッシュバックを得られる。そのため、アップルカードは提供開始直後から人気を博し、累計の融資額は100億ドルを超えた。更に、エリック・レーン氏（コンシューマー&ウェルスマネジメント部門の責任者）は、マーカスについて、①2020年下旬までにオンラインによる資産運用商品の取り扱いを開始すること、②2021年に当座預金口座の取り扱いを開始すること、③アイコ・カンパニーのオンライン・サービスの一部を「マーカス・アット・ワーク（Marcus@Work）」というブランドの下で展開することを表明した<sup>10</sup>。つまり、レーン氏は、マーカスをオンライン銀行から非対面の総合金融サービス事業に変革する意向を示した。

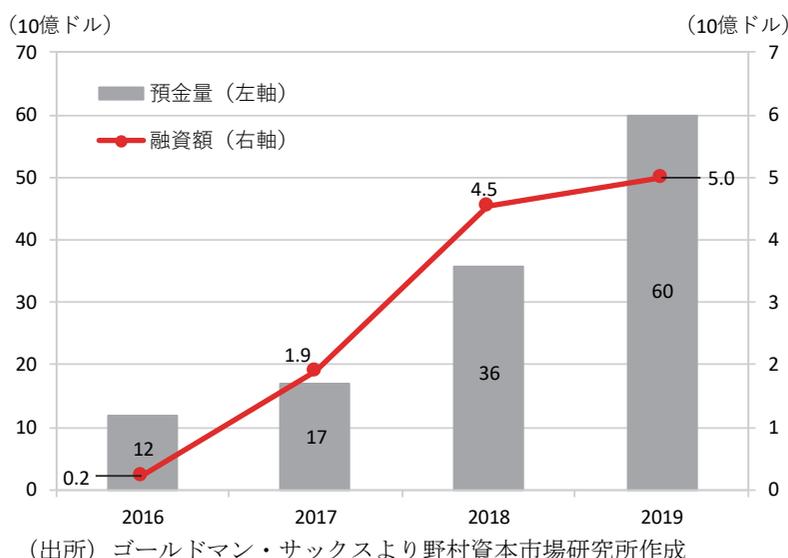
ただし、マーカスは、発足以来、融資の不良債権化等によって約13億ドルの損失を計上している<sup>11</sup>。同行の融資額は約50億ドルに達しているが、その増加率は預金量と比較して伸び悩んでいる（図表4）。また、アップルカードについては、設計上、利用者の性別によって異なる利用限度額が設定される可能性が指摘された。アップルの共同創業者であるスティーブ・ウォズニアック氏も「自分にも同じこと（夫婦の共同名義であるにもかか

<sup>9</sup> “Goldman Sachs’ Google Deal Could Signal a Robo-Advisor for the Firm,” *Financial Advisor IQ*, October 23<sup>rd</sup> 2018.

<sup>10</sup> Eric Lane, “Consumer & Wealth Management,” January 29<sup>th</sup> 2020.

<sup>11</sup> “Goldman Sachs Tries Banking for the Masses. It’s Been a Struggle,” *The Wall Street Journal*, October 1<sup>st</sup> 2019.

図表4 マーカスの預金量と融資額の推移



わらず、性別により利用限度額が異なること)が起きている」と述べ、ニューヨーク州金融監督局が調査に乗り出す事態に発展した<sup>12</sup>。

マーカスの純収益は約 8.6 億ドルで、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門の純収益の約 17%、ゴールドマン・サックス全体の純収益の約 2%に過ぎない(2019 年末時点)。今後、同社が、事業の多角化及び収益の安定化を実現するには、マーカスの与信管理の適正化・高度化と固定費の低コスト化を実現した上で、対面の資産運用サービス提供を主体とするパーソナル・ファイナンシャル・マネジメント及びアイコ・カンパニーとの協働の実現が必要となるだろう。

## 5. アセットマネジメント部門に移管されたプリンシパル投資事業

ゴールドマン・サックスのウォールドロン COO は、先般の投資家向け説明会において、今後 5 年間で AUS (Asset Under Supervision) を約 2,500 億ドル増加させる計画を打ち出した。AUS とは、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門とアセットマネジメント部門の預かり資産の合計値(約 1 兆 8,600 億ドル)である。アセットマネジメント部門の純収益は約 90 億ドルであり、そのうちエクイティ・インベストメントが約 53%を占めている(2019 年末時点)。エクイティ・インベストメントとは、主にゴールドマン・サックスの自己資金を原資として、未公開企業等に投資するプライベート・エクイティ・ファンドと類似した事業であり、プリンシパル投資事業と呼ばれている。エクイティ・インベストメントの投資エクスポージャーは約 22 億ドルであり、そのうち未公開企業が約 20 億ドルで、不動産が約 2 億ドルである(2019 年末時点)。

<sup>12</sup> “Wall Street regulator probes Goldman over allegations of sexist credit decisions at Apple Card,” CNBC, November 11<sup>th</sup> 2019.

ゴールドマン・サックスは 2019 年 6 月、マーチャント・バンキング事業（過去 30 年超にわたって未公開企業等に投資）、スペシャル・シチュエーションズ・グループ（主に中規模企業への投融資）、戦略投資グループ（主にスタートアップ企業等への出資）、不動産投資部門等を統合した。つまり、同社グループ内に点在していたプリンシパル投資事業を営む部門（及びグループ）を統合し、エクイティ・インベストメントとした<sup>13</sup>。その上で、今般、同社は、エクイティ・インベストメントをアセットマネジメント部門に移管した。今後、エクイティ・インベストメントが、未公開企業や不動産への投資を活発化させて、AUS の増加とゴールドマン・サックスの収益の多角化に貢献することが期待されている。

更に、アセットマネジメント部門の預かり資産を増大させるには、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門との協働が重要になる。コンシューマー&ウェルスマネジメント部門には、マークスやアイコ・カンパニーとは別に、プライベート・ウェルス・マネジメント（PWM）と呼ばれるファイナンシャル・アドバイザーが所属している。PWM は、超富裕層の個人（投資可能額が 1,000 万ドル以上）に対してオルタナティブ投資ファンド等を提供しており、今後、アセットマネジメント部門が運用するプライベート・エクイティ・ファンド等の取り扱いを増加させるのかという点も注目に値する。ウォールドロン COO は、今後 5 年間で、アセットマネジメント部門のオルタナティブ投資ファンドについて約 1,000 億ドルの資金流入の獲得を目指すとしている。

### III ウェルスマネジメント部門の更なる強化を図るモルガン・スタンレー

#### 1. 主力事業として成長を遂げたウェルスマネジメント部門

ゴールドマン・サックスの長年の競合であるモルガン・スタンレーは、2008 年のグローバル金融危機以降、ウェルスマネジメント事業を拡大させてきた。同社のジェームズ・ゴーマン CEO は、収益が市況に左右されやすい FICC 事業から、より安定的な収益が見込める個人向け資産運用サービス事業にシフトすることを目指して、2009 年 6 月にシティ・グループからスミス・バーニーを買収した。更に、ゴーマン CEO は、過去 10 年間において、①マズリテール（金融資産が 10 万ドル以下）へのサービス提供から撤退し、②ウェルスマネジメント部門の店舗数を約 30%減少させ、③同部門に所属する生産性の低いファイナンシャル・アドバイザーを約 13%削減する等の施策を打ち出し、収益力の向上を図った<sup>14</sup>。

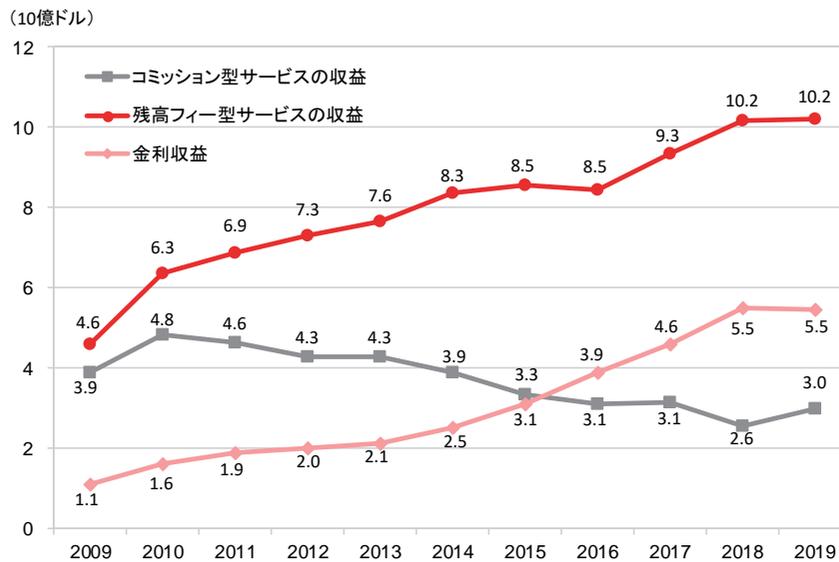
<sup>13</sup> “Goldman Combines Private-Investing Units in Fundraising Push,” *Bloomberg*, June 16<sup>th</sup> 2019.

<sup>14</sup> 詳細は、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号、宮本佐知子「新たな金融サービスモデルによる米国リテール市場への参入事例」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号、佐藤広大「海外金融機関に見るイノベーションへの取り組み—ゴールドマン・サックスとウェルズ・ファergoを中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号を参照。

加えて、ゴーマン CEO は、ウェルスマネジメント部門のサービスをコミッション型サービスから残高フィー型サービスにシフトさせた。残高フィー型サービスとは、投資アドバイスの対価として、顧客から資産残高に対して一定率の報酬を得るサービスである。同サービスは、株式や投資信託の売買を推奨することで売買委託手数料を得るコミッション型サービスよりも、収益が市況の変動に左右されにくいことに加えて、顧客資産の増加に連動して自身に収益も増加するという構造のため、ファイナンシャル・アドバイザーと顧客との間の、利益相反の可能性を最小化できる。モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門の預かり資産（2019年末時点で約2.7兆ドル）のうち、残高フィー型サービスの預かり資産（2019年末時点で約1.3兆ドル）が占める割合は、2009年末の約24%から2019年末には約47%まで拡大し、同サービスの純収益は約2倍以上になった（図表5）。

これらを経て、同部門所属のファイナンシャル・アドバイザー1人当たりの純収益は、約120万ドルに達した。これは、米国において、長年、ウェルスマネジメント事業の雄として君臨してきたメリルリンチを上回る水準である。モルガン・スタンレー全体の純収益は約414億ドルであり、そのうち、ウェルスマネジメント部門の純収益は約177億ドル、ホールセール部門の純収益は約203億ドル、アセットマネジメント部門の純収益は約38億ドルである。つまり、ウェルスマネジメント部門は、同社全体の純収益の約43%を占めており、主力事業として業績を牽引している（2019年時点）。

図表5 モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門の純収益の推移（サービス別）



(出所) モルガン・スタンレーより野村資本市場研究所作成

## 2. 株式報酬管理の SaaS 開発業者であるソリウム・キャピタルの買収

モルガン・スタンレーは 2019 年 2 月に、ソリウム・キャピタルを約 9 億ドル（約 40% のプレミアム）で買収することを公表（2019 年 5 月に買収完了）した<sup>15</sup>。ソリウム・キャピタルは 1999 年 9 月に創業したソフトウェア会社であり、①顧客企業の従業員が保有する持株やストックオプションに関するデータをクラウド上で管理できる「シェアワークス」、②顧客企業の財務管理、内部統制、規制当局への報告等のプロセスを簡素化するサービス、③スタートアップ企業が資金調達する際に必要なキャップテーブル（株式の保有者のリスト）を管理するためのソフトウェア等を提供している。つまり、ソリウム・キャピタルは、企業が株式報酬に関する情報管理を行うための SaaS（Software as a Service）開発業者である。

ソリウム・キャピタルは、大手金融機関との提携によって顧客数を増加させてきた。同社は 2013 年 3 月にバークレイズと提携し、持株やストックオプションの管理を担っているバークレイズ・コーポレート・エンプロイヤー・ソリューションズのエペレーションを、シェアワークスに切り替えて効率化することでバークレイズの顧客を獲得した。更に、ソリウム・キャピタルは、UBS（2017 年 5 月）及びモルガン・スタンレー（2016 年 11 月）とも同様の提携をした。UBS のエクイティ・プラン・アドバイザー・サービスズとモルガン・スタンレーのグローバル・ストック・プラン・サービスズのエペレーションを、シェアワークスに切り替えることで、当該 2 社の株式報酬管理事業をデジタル化及び効率化させると同時に、ソリウム・キャピタルは当該 2 社の顧客を獲得した。その結果、ソリウム・キャピタルの顧客企業数は約 3,000 社、利用者数は約 100 万人に達した。

モルガン・スタンレーは、上記の通り自身の提携先でもあったソリウム・キャピタルを買収し、シェアワークスが有する顧客企業の従業員の株式報酬に関する情報を取得することで「未来の富裕層（Future Millionaires）」の発掘を目指している。ゴーマン CEO は「大半の人は職場を経て資金を得るため、職域事業は明らかにモルガン・スタンレーが手掛ける分野である」と述べている<sup>16</sup>。

## 3. スタートアップ企業との提携によるモルガン・スタンレー・アット・ワークの強化

モルガン・スタンレーは 2019 年 9 月に、株式報酬管理事業の強化を目指し、「モルガン・スタンレー・アット・ワーク（Morgan Stanley at Work）」と呼称する職域向けサービ

<sup>15</sup> Morgan Stanley, “Morgan Stanley to Acquire Solium, Creating a Leading Provider of Stock Plan Administration and Workplace Wealth Solutions,” February 11<sup>th</sup> 2019.

<sup>16</sup> “Morgan Stanley, in Its Biggest Deal Since Crisis, Courts Future Millionaires,” *The Wall Street Journal*, February 11<sup>th</sup> 2019.

スを刷新した<sup>17</sup>。同サービスは、従来、顧客企業のキャッシュ・マネジメントや、従業員のリタイアメント・プランの策定等を行っていたが、今般、ソリウムのシェアワークスと、「ファイナンシャル・ウェルネス・プログラム (Financial Wellness Program)」を追加した。

当該ファイナンシャル・ウェルネス・プログラムでは、スタートアップ企業であるクレディブル及びマイ・セキュア・アドバンテージとの提携を通じて、顧客企業の従業員とその家族に対して、オンラインによる学生ローンの借り換えサービスや、電話による金融コーチング・サービスが提供される (図表 6)。モルガン・スタンレーの職域事業のヘッドであるブレイン・マクドナルド氏は、「ファイナンシャル・ウェルネス・プログラムによって、企業の従業員の金融面での不安を取り除くことが、企業に対する従業員の流出防止や採用強化の支援に繋がる」と述べている<sup>18</sup>。

更に、同社のウェルスマネジメント部門は、モルガン・スタンレー・アット・ワークの顧客 (約 5,000 人) に対して資産運用サービスの提供を開始した。モルガン・スタンレー・アット・ワークの顧客が金融資産を 10 万ドル以上有する場合は、ウェルスマネジメント部門所属のファイナンシャル・アドバイザーが残高フィー型サービス等を提供し、同顧客の金融資産が 10 万ドル未満の場合には、「アクセス・インベスティング (Access Investing)」と呼称するロボ・アドバイザー・サービスを提供している<sup>19</sup>。アクセス・インベスティングは、運用管理費用が預かり資産に対して年率 0.35%、最低投資金額は 5,000 ドルである<sup>20</sup>。

図表 6 フィナンシャル・ウェルネス・プログラムにおける提携先

会社名	MS との提携時期	会社概要
クレディブル	2019 年 9 月	本拠地はカリフォルニア州サンフランシスコ。個人信用調査機関にアクセスして、顧客の個人信用情報を分析し、顧客に対してオンライン及びコールセンターによる学生ローンやクレジットカードの借り換えに関するサービスを提供。
マイ・セキュア・アドバンテージ	2019 年 9 月	本拠地はカリフォルニア州ローズビル。企業の従業員だけでなく、その家族に対して、住宅の購入、税務、支出、退職プラン等の金融や資産運用に関するコーチング・サービスを電話にて提供する。同社は、約 3,000 万人の個人をカバーしている。

(注) MS とはモルガン・スタンレーの略称である。

(出所) モルガン・スタンレーより野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> Morgan Stanley, “Digital Portal Enhancements, Student Loan Refinancing and Financial Coaching added to Morgan Stanley at Work’s Financial Wellness Program for Corporate Clients,” September 12<sup>th</sup> 2019.

<sup>18</sup> “Morgan Stanley Expands Student Loan Capabilities,” *Planadviser*, September 12<sup>th</sup> 2019.

<sup>19</sup> 詳細は、岡田功太、杉山祐一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号 (ウェブサイト版)、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、同「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号を参照。

<sup>20</sup> モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門は、ファイナンシャル・アドバイザーに対して、デジタル・ソリューションの活用を促進するような報酬体系を整備している。その詳細は、岡田功太、下山貴史「顧客の最善利益を意識してビジネス変革を図る米大手証券会社—人事・報酬とデジタル戦略を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号を参照。

このように、モルガン・スタンレーは、職域事業を強化した上で、その顧客に対して対面または非対面の資産運用サービスを提供することで、預かり資産の増大を目指している。モルガン・スタンレーは今後 5~7 年間で、シェアワークスの利用者のうち、約 100 万人をウェルスマネジメント部門の顧客とすることを目指している。

#### 4. 個人向け総合金融サービス提供者であるイー・トレードの買収

モルガン・スタンレーは 2020 年 2 月、株式交換方式により、約 130 億ドル（プレミアムは約 30%）でイー・トレードを買収することを公表（買収完了は 2020 年第 4 四半期末を予定）した<sup>21</sup>。本件は、モルガン・スタンレーにとって、2008 年のグローバル金融危機以降、最大規模の買収案件である。イー・トレードは、ディスカウント・ブローカーとして著名であるが、グループ傘下に銀行も有しており、当座預金や CD を提供していることから、個人向けの総合的な金融サービス提供者であると言える。モルガン・スタンレーは、本件買収を通じて、イー・トレードが有する約 560 億ドルの預金を獲得し、調達構造を改善することで、今後 2 年間で約 1.5 億ドルの調達コストを削減し、重複する業務の削減等によって、今後 3 年間で約 4 億ドルのコストを削減する見込みである。

本件買収によって、モルガン・スタンレーはフルレンジの個人向け金融サービス事業を確立する。特に、イー・トレードのオンライン証券取引サービスは顧客からの評価が高い。つまり、モルガン・スタンレーは、ファイナンシャル・アドバイザーを中心として展開する対面のウェルスマネジメント事業だけではなく、イー・トレードのデジタル機能を活用した非対面のマスリテール向け金融サービス事業にも本格的に参入し、チャールズ・シュワブやフィデリティ・インベストメンツと直接的に競合することになる。

更に、モルガン・スタンレーは、株式報酬管理事業の更なる拡大を目指している。イー・トレードは、「イー・トレード・コーポレート・サービス (E\*TRADE Corporate Services)」と呼称する株式報酬管理事業を運営しており、顧客企業数は約 3,900 社、管理資産は約 3,000 億ドル、利用者数は約 190 万人である。同社は、モルガン・スタンレー・アット・ワークとイー・トレード・コーポレート・サービスを統合し、ウェルスマネジメント部門の顧客にすることで、更なる預かり資産の増加を目指している。

統合後のモルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門は、①対面の富裕層向け投資アドバイス事業の預かり資産が約 2.7 兆ドル（顧客口座数は約 300 万）、②職域事業の管理資産が約 5,800 億ドル（顧客数は約 460 万人）、③非対面のマスリテール向け金融サービス事業の預かり資産が約 3,600 億ドル（口座数は約 520 万）となる（図表 7）。ゴールドマン CEO は、「対面の富裕層向け投資アドバイス事業、職域事業、非対面のマスリテール向け金融サービス事業の 3 つのチャンネルにおいて業界トップとなることを目指す」と述べている。

<sup>21</sup> Morgan Stanley, “Morgan Stanley to Acquire E\*TRADE, Creating a Leader in all Major Wealth Management Channels,” February 20<sup>th</sup> 2020.

図表 7 統合後のモルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門の顧客口座件数と預かり資産

対面の富裕層向け投資アドバイス事業	職域事業	非対面のマスリテール向け金融サービス事業
顧客口座数： 約 300 万	顧客数： 約 460 万人	顧客口座数： 約 520 万
預かり資産： 約 2.7 兆ドル	管理資産： 約 5,800 億ドル	預かり資産： 約 3,600 億ドル

(出所) モルガン・スタンレーより野村資本市場研究所作成

## 5. 期待される株式引受事業とのシナジー効果

モルガン・スタンレーが、株式報酬管理事業を強化する狙いとして、ウェルスマネジメント部門の強化だけではなく、企業の新規株式公開（IPO）や私募調達等の案件獲得が挙げられる。すなわち、株式引受事業の強化である。実は、ソリウム・キャピタルは、ゼネラルモーターズ（GM）、ハイネケン、バーバリー等の大企業だけではなく、e コマースのショッピングファイ、フィンテック決済会社のストライプ、食材配達アプリのインスタカート等のスタートアップ企業も顧客化している。その背景には、ソリウム・キャピタルの過去の成長戦略が関係する。

ソリウム・キャピタルは 2017 年 3 月に、ナスダック・プライベート・マーケットと提携した<sup>22</sup>。ナスダック・プライベート・マーケットは、非上場企業の株式を取り扱う市場であり、発行体に対するサービスとして流動性供給支援プログラムの提供を行い、IPO を見据えた企業との関係性強化に取り組んでいる。同提携によって、ナスダック・プライベート・マーケットは、顧客である非上場企業に対して、ソリウム・キャピタルのキャップテーブル等を提供して資本政策の策定をサポートすることが可能となり、ソリウム・キャピタルは顧客企業数を増加させることができた。

更に、ソリウム・キャピタルは 2018 年 2 月、アドバンスド HR の買収を公表した<sup>23</sup>。アドバンスド HR は、約 2,500 社のスタートアップ企業と上位約 120 社のベンチャー・キャピタルの経営陣及び従業員の給与や賞与に係るデータベースを提供している。スタートアップ企業やベンチャー・キャピタルは、優秀な従業員の流出を防止するためにストックオプション等の設計に注力している。その際、アドバンスド HR のソフトウェアを活用し、競合他社の給与データを参照することは、スタートアップ業界におけるスタンダードになっている。当該買収によって、ソリウム・キャピタルは、アドバンスド HR のデータベースにアクセスできるようになり、スタートアップ企業を顧客化した。

モルガン・スタンレーは、ソリウム・キャピタルを通じて、同社の顧客であるスタートアップ企業が IPO や私募調達を行う際に、その引受事業の獲得を目指している。モルガン・スタンレーの株式引受事業の純収益は、長年の競合であるゴールドマン・サックスを上回り始めている（図表 8）。今後、ソリウム・キャピタルの買収をはじめとする株式報酬管理事業の強化が、株式引受事業とのシナジーを發揮するのか注目に値する。

<sup>22</sup> Solium Capital, “Solium Partners With NASDAQ Private Market,” March 28<sup>th</sup> 2017.

<sup>23</sup> Solium Capital, “Solium Announces Acquisition Of San Francisco-Based Technology Company, ADVANCED-HR,” February 21<sup>st</sup> 2018.

図表 8 株式引受事業の純収益の推移



(出所) ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーより野村資本市場研究所作成

## IV 事業改革に関する考察と今後の課題

### 1. 事業改革について両社に共通する特徴

ウェルスマネジメント事業を中心としたゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革には、複数の共通点が挙げられる。まず、職域事業の強化である。ゴールドマン・サックスはアイコ・カンパニーを新設のコンシューマー&ウェルスマネジメント部門の中心に据え、モルガン・スタンレーはソリウム・キャピタルを買収することで、職域事業を強化し、ウェルスマネジメント部門の顧客基盤の拡大に繋げることを意図している。

また、両社の事業改革は、調達構造の改善も目指している。ゴールドマン・サックスはマーカスによるオンライン銀行を展開し、モルガン・スタンレーはイー・トレードを買収することで預金を獲得している。バランスシートの頑強性を強化することで、ウェルスマネジメント事業におけるレンディングや、グローバル・マーケット部門のトレーディング事業の収益性向上を目指している。

更に、両社の事業改革は、部門間のシナジーの創出も目指している。ゴールドマン・サックスは、マーチャント・バンキング事業等をアセットマネジメント部門に移管し、コンシューマー&ウェルスマネジメント部門と連携することで、プライベート・エクイティ投資を活性化する可能性がある。モルガン・スタンレーは、株式報酬事業を強化することで、IPO等の株式引受事業の増強に繋げようとしている。

## 2. フルレンジの個人向け金融サービス提供者としての課題

他方で課題もある。ゴールドマン・サックスは、他の大手金融機関のように維持費のかかる大規模支店網や老朽化したシステムを有していないため、レガシーコストがないことが注目されてきた。しかし、実際には、ゴールドマン・サックスはマーカスを展開するために、ユタ州及びテキサス州にある巨大なコールセンターの運営に多額の費用を投じ、マーカスのプロモーションについても、他の大手金融機関と同様に、ダイレクトメールの送付等にコストをかける必要があった。また、ゴールドマン・サックスは、ユナイテッド・キャピタル・ファイナンシャル・パートナーズやアイコ・カンパニー以外に、オネスト・ダラー（個人退職勘定のオンライン・プラットフォーム）等を買収しており、個人向け金融サービスのブランドが乱立気味であるとも言える。今後、ゴールドマン・サックスは、効率的にウェルスマネジメント事業を構築できるのかが課題であろう。

モルガン・スタンレーは、イー・トレードを買収したことによって、本格的に米国マスマリテール市場に参入する。同市場では、チャールズ・シュワブ及びフィデリティ・インベストメントが圧倒的な存在感を有しており、コミッションを無料化することで、預かり資産の獲得競争が激化している。チャールズ・シュワブは2019年11月に、TDアメリトレードを買収し、約5.1兆ドルの預かり資産を有する予定である<sup>24</sup>。フィデリティ・インベストメントは、信託報酬を無料化したインデックス・ファンドを提供することで、独立系ファイナンシャル・アドバイザーの預かり資産の管理総額を増加させている<sup>25</sup>。マスマリテール及び独立系ファイナンシャル・アドバイザー向けの金融サービス提供は、従来、モルガン・スタンレーが展開してきたウェルスマネジメント事業とは異なっており、今後の動向が注目される。

## 3. ウェルスマネジメント事業を中心とした事業改革を巡る今後の展望

2020年以降、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）を受けて、大手金融機関においても、個人投資家に対面サービスを提供することが困難になっている。本稿で紹介したゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーも、ウェルスマネジメント事業を中心とした事業改革を推進するにあたって、デジタル・ソリューションの提供に、より一層注力する必要性が生じていくであろう。その観点からも、今後、ゴールドマン・サックスについてはマーカス及びアイコ・カンパニー、モルガン・スタンレーについてはソリウム・キャピタルを中心としたオンラインを主体とする資産運用サービスの強化が必須となる。

<sup>24</sup> 詳細は、岡田功太「チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収－米国個人向け金融サービス業界への示唆－」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。

<sup>25</sup> 詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照。

更に、米連邦準備制度理事会（FRB）が 2020 年 3 月に、経済の深刻な停滞に対応すべく、約 4 年ぶりのゼロ金利政策を導入したことを受けて、金融機関の金利収入の減少が予想される。そこで、ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーは、顧客資産の獲得により一層注力し、残高フィー型サービスの提供を強化する必要性に迫られよう。すなわち、両社は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックを受けて、過去 5 年以上にわたって取り組んできたウェルスマネジメント事業を中心とした事業改革を、加速させていく必要があると言えよう。

ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーは、個人に対する銀行預金や融資等の提供において、大手米銀と競合することにもなり得る。かつて投資銀行として大きな存在感を有してきたゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーであるが、フルレンジの個人向け金融サービス提供者として、商業銀行を主体とする JP モルガンやバンク・オブ・アメリカとの差別化を図る必要がある。残高フィー型サービス、デジタル・ソリューション、証券取引及び銀行等のサービスを組み合わせることで、より強固な顧客基盤を獲得し、ウェルスマネジメント事業を育成することで、収益を安定化させることができるのか、今後のゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの動向が注目される。