

米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国の大手プライベート・エクイティ（PE）・ファームは、総合的なオルタナティブ運用会社として変貌を遂げている。大手 PE ファームは、過去 10 年以上にわたって、クレジット運用会社を相次いで買収し、クレジット・ファンド事業を強化した。ブラックストーンの運用資産総額（AUM）の約 25%、アポロ・グローバル・マネジメントの AUM の約 72%がクレジット・ファンド事業である（2020 年末時点）。
2. また、大手 PE ファームは、生命保険会社を相次いで買収し、その一般勘定及び特別勘定の運用を受託することで、クレジット・ファンド事業を拡大させている。PE ファームによる米国生保会社の資産保有額は、6,000 億ドルを超えている。現在、大手 PE ファームやオルタナティブ投資ソリューション提供者は、富裕層からも資金を受託することを目指し、ファイナンシャル・アドバイザー等に効率的に提供する手法を模索している。
3. 更に、JP モルガン・チェースやゴールドマン・サックス等の総合金融サービスグループも、収益力の向上を図るべく、オルタナティブ・ファンドの取り扱いを強化し、アセット・マネジメント部門とウェルス・マネジメント部門の連携強化を通じた AUM 拡大などの改革に着手している。将来的に、総合金融サービスグループは、オルタナティブ・ファンド事業の強化を目的とした買収を実施することもあり得る。
4. 翻って、日本の資産運用会社は、オルタナティブ・ファンドの運用など収益貢献が高い領域に十分なリソースを投入しているとは言い難い。特に総合金融サービスグループ傘下の資産運用会社の場合、収益性の高いオルタナティブ・ファンド事業を構築し、グループの成長戦略に貢献する必要があると言えよう。日米金融機関のオルタナティブ・ファンド事業をめぐる足下の状況は異なるが、今後の展開について、それぞれ注目に値する。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 関雄太「ブラックストーンによるエクイティ・オフィス買収と REIT の非公開化」『資本市場クォーターリー』2007 年春号。
- ・ 岩谷賢伸「上場を果たしたブラックストーン」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号。

I はじめに

近年、米国では、オルタナティブ・ファンド事業の分野で新たな潮流が見られる。ここで言うオルタナティブ・ファンドとは、プライベート・エクイティ（PE）・ファンドやクレジット・ファンド等、低流動性資産を主たる投資対象とするファンドである。

ブラックストーンやアポロ・グローバル・マネジメント等の米国の大手 PE ファームは、運用資産総額（AUM）を増加させるべく、生命保険会社を買収し、その一般勘定及び特別勘定を自身が運用するクレジット・ファンドに組み替えている。加えて、富裕層向けのオルタナティブ・ファンドを開発することで、更なる AUM の拡大を目指している。

JP モルガン・チェース（以下、JP モルガン）やゴールドマン・サックス等の総合金融サービスグループは、収益力の向上を図るべく、オルタナティブ・ファンドの取り扱いを強化しつつ、アセット・マネジメント部門とウェルス・マネジメント部門の連携強化を通じた AUM 拡大などの改革に着手している。

本稿では、米国の大手 PE ファームや総合金融サービスグループのオルタナティブ・ファンド事業に関する取り組みを紹介し、日本の資産運用会社の成長戦略への示唆を考察する。

II 買収による運用ノウハウの獲得と AUM の拡大

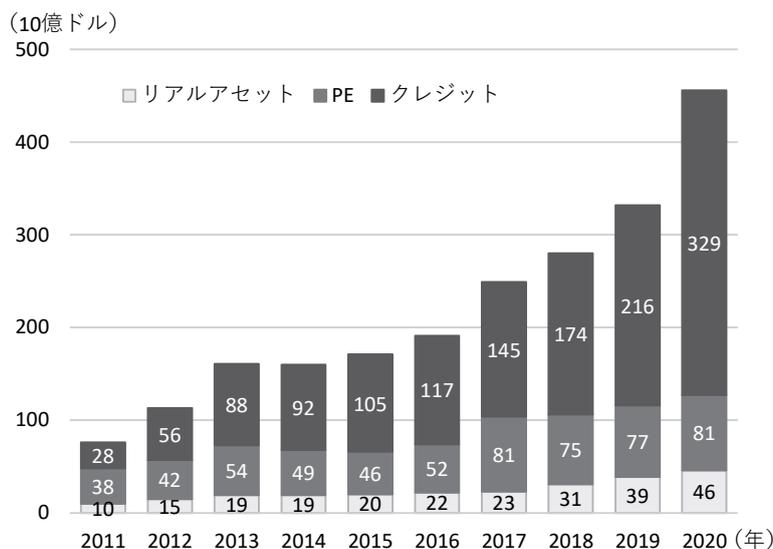
1. クレジット・ファンド事業への注力

米国の大手 PE ファームは、総合的なオルタナティブ運用会社として変貌を遂げている。例えば、カーライルの AUM は、過去 5 年間で約 2 倍となり、約 2,460 億ドルに達しているが、そのうち PE ファンドは 37%、投資ソリューション¹は 24%、クレジット・ファンドは 23%、リアルアセット・ファンドは 16% である（2020 年末時点）。つまり、大手 PE ファームは、PE ファンドを運用しているだけでなく、投資対象資産や運用戦略を多様化させている。

大手 PE ファームが、特に注力している分野としてクレジット・ファンド事業がある。ブラックストーンの AUM は約 6,190 億ドルであるが、約 25% がクレジット・ファンド事業であり、同事業の AUM は過去 10 年で約 4 倍となった（2020 年末時点）。アポロ・グローバル・マネジメントの AUM は約 4,560 億ドルであるが、約 72% がクレジット・ファンド事業であり、同社のビジネスの大半を占めている（図表 1）。

¹ 投資ソリューションとは、PE ファンド等を組み入れたファンド・オブ・ファンズやカスタマイズド・ポートフォリオを組成し、顧客投資家に提供する事業を指す。カーライルにおける投資ソリューションは、同社が 2011 年 1 月に買収したアルプインベストが担っている。

図表1 アポロ・グローバル・マネジメントのAUMの推移



実は、大手 PE ファームは、過去 10 年以上にわたって、クレジット運用会社を相次いで買収してきた（図表 2）。バンクローン、ローン担保証券（CLO）、ダイレクト・レンディング等、様々なクレジット資産に投資するファンドの運用ノウハウを獲得し、米国だけではなく、欧州のクレジット資産に投資する運用会社の買収によって地域分散も図ってきた。

数ある買収の中でも、ブラックストーンの動向は特に注目に値する。同社は、グローバル金融危機時にクレジット市場が混乱する中、GSO キャピタル・パートナーズ（現在の名称はブラックストーン・クレジット）を総額約 9.3 億ドルで買収した。それから約 13 年後の現在、ブラックストーンのクレジット・ファンド事業の AUM が約 1,540 億ドルまで成長したことを踏まえれば、GSO キャピタル・パートナーズの買収は成功だったと言える（2020 年末時点）。

図表2 大手 PE ファームによるクレジット運用会社の主な買収

公表時期	買収者 (PE ファーム)	被買収者 (クレジット運用会社)	被買収者の概要
2008 年 1 月	ブラックストーン	GSO キャピタル・パートナーズ	CLO やプライベート・クレジット等に投資する運用会社。
2011 年 10 月	ブラックストーン	ハーバーマスター・キャピタル	主に欧州のバンクローンに投資する資産運用会社。
2011 年 11 月	カーライル	チャーチル・ファイナンシャル	主に中小企業に対するレンディング戦略を採用する資産運用会社。
2013 年 10 月	KKR	アボカ・キャピタル	主に欧州のクレジットに投資する資産運用会社。
2018 年 10 月	カーライル	アポロ・アビエーション・グループ	主に航空機リース等の資産に投資する資産運用会社。
2019 年 3 月	ブルックフィールド・アセット・マネジメント	オークツリー・キャピタル・マネジメント	主にディストレスト・デットやプライベート・クレジット等に投資する資産運用会社。
2020 年 11 月	ブラックストーン	DCI	主に流動性の高いクレジットに投資する資産運用会社。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

ブルックフィールド・アセット・マネジメントによるオークツリー・キャピタル・マネジメントの買収も注目を集めた。前者は約 6,000 億ドル超の AUM を有する大手 PE ファームであり、後者はハワード・マークス氏が率いるクレジット運用会社である（2020 年末時点）。近年、伝統的アクティブ運用会社の再編が進み、統合後の新会社の株価が軟調に推移する事例が散見されている。そうした中、統合後のブルックフィールド・アセット・マネジメントの株価は概ね堅調に推移しており、オークツリー・キャピタル・マネジメントの買収は高い評価を得ていることが見て取れる。

2. 相次ぐ生保会社の買収

米国の大手 PE ファームは、クレジット運用会社を買収しているだけではなく、生保会社を買収し、その一般勘定及び特別勘定の運用を受託するインシュアランス・ソリューション戦略を拡大することでも、クレジット・ファンド事業を拡大させている（図表 3）。

大手 PE ファームの中でも、逸早くインシュアランス・ソリューション戦略を採用したのはアポロ・グローバル・マネジメントである。同社は、生保会社グループであるアテネ・ホールディングが 2009 年に設立された当初から、一般勘定及び特別勘定の運用を受託してきた。その後、アポロ・グローバル・マネジメントは、アテネ・ホールディングの株式を 76%まで買い増し、グループの傘下に収めている。

それに先立ち、アテネ・ホールディングは、2011 年にリバティ・ライフ・インシュアランス及びインベスターズ・インシュアランス、2012 年にプレジデンシャル・ライフ・インシュアランス、2013 年にアビバの米国拠点等、相次いで生保会社を買収した。更に、アテネ・ホールディングは、クローズド・ブロック（新規引受を停止した保険商品の保有契約群）を、2017 年にボヤ・ファイナンシャル、2018 年にリンカーン・ファイナンシャル、2020 年にジャクソン・ナショナル・ライフ・インシュアランス等から買収していた²。

これら度重なる買収を経て、アテネ・ホールディングは、インデックス連動型の定額個人年金保険の販売額で 1 位となり、米国における有力な生保会社となった（2020 年末時点）³。このようにアテネ・ホールディングは、相次ぐ買収を通じて保険契約数を増加させることで、運用規模を拡大させていた。結果、アテネ・ホールディングの一般勘定及び特別勘定における投資可能資産は 2011 年以来年率 39%で成長し、約 1,750 億ドルに達しており、アポロ・グローバル・マネジメントのクレジット・ファンド事業の AUM 増大に寄与した。この成功に追随する形で、他の PE ファームも、次々と生保会社を買収し、PE ファームによる米国生保会社の資産保有額は、2011 年対比で約 9 倍の約 6,040 億ドルに達し

² クローズド・ブロックの買収の詳細については、Jon Biasetti, “Acquisitions of Blocks of Insurance Business in the United States,” August 2004.を参照。

³ アテネ・ホールディングのウェブサイト (<https://www.athene.com/distribution-channels>) を参照。なお、定額個人年金保険とは、保険契約時に定めた予定利率により積立運用を行う個人年金保険のことを指す。

ている（2020 年末時点）⁴。これは、米国生保会社の資産の約 7.5%に相当する規模である。

現在、米国の保険会社はビジネスモデルの改革に注力しており、これも PE ファームのクレジット・ファンド事業の拡大に寄与している。例えば、プリンシパル・ファイナンシャルは 2021 年 6 月に、新たな経営方針を打ち出し、①新規の定額個人年金保険の販売を停止し、クローズド・ブロックを第三者に売却する、②リタイアメントを中心としたウェルス・マネジメント事業に注力する、とした。この経営方針の変更は、長らく米国の個人年金保険市場が低迷している一方で、確定拠出型年金市場は拡大し続けているというトレンドを踏まえたものである⁵。プリンシパル・ファイナンシャル等の大手保険会社がクローズド・ブロックを売却すれば、大手 PE ファーム傘下の保険会社は、その買い手となり、クレジット・ファンド事業をより一層拡大させることができる。

図表 3 大手 PE ファームによる生保会社の主な買収

公表時期	買収者 (PE ファーム)	被買収者 (生保会社)	被買収者の概要
2017 年 10 月	アポロ・グローバル・ マネジメント	カタリーナ	主に新規提供を停止した保険契約のリスクを引受けることを専門とした再保険会社。当初の出資は 2013 年。
2017 年 11 月	ブラックストーン (特別目的買収会社(SPAC))	フィデリティ&ギャランティ・ ライフ	買収後に FGL に名称変更。主に個人年金保険を販売する保険会社。
2020 年 6 月	カーライル	フォーティテュード	主に新規提供を停止した保険契約のリスクを引受けることを専門とした再保険会社。当初の出資は 2018 年。
2020 年 7 月	KKR	グローバル・ アトランティック	主に個人年金保険を販売する保険会社。 2004 年にゴールドマン・サックスが設立。
2020 年 10 月	ブルックフィールド・ アセット・マネジメント	アメリカン・エクイティ・ ライフ	主に個人年金保険を販売する保険会社。
2021 年 1 月	ブラックストーン	オールステート・コーポレー ションの生保事業	主に個人年金保険を販売する保険会社。
2021 年 3 月	アポロ・グローバル・ マネジメント	アテネ・ホールディング	主に個人年金保険を販売する保険会社。 2009 年に設立。2019 年に 35%、2021 年に約 76%の株式をアポロ・グローバル・マネジ メントが取得。
2021 年 7 月	ブラックストーン	AIG の生保事業の一部	主に損害保険事業を展開する保険会社。 近年、生保事業の分離・売却を進めている。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究作成

Ⅲ 富裕層向け事業の構築

1. 大手 PE ファームによる富裕層向け商品開発

大手 PE ファームは、インシュアランス・ソリューション戦略に次ぐ成長戦略の一つとして、個人の富裕層向け事業を構築し始めている。現在、ブラックストーンは、富裕層向

⁴ AM BEST, “Best’s Special Report: Insurance Companies Remain Prime Targets for Private Equity,” July 2021.

⁵ プリンシパル・ファイナンシャルは 2019 年 4 月に、ウェルズ・ファーゴの年金管理事業を買収しており、確定拠出型年金プラン等の加入者向けの資産運用サービスの提供に注力している。詳細は、岡田功太、中村美江奈「米国 401(k)プランのレコード・キーパーの生き残り戦略 - 鍵を握るデジタル化と投資アドバイス提供 -」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号を参照。

けに、非上場の事業開発会社（BDC）や非上場 REIT 等を提供している⁶。前者は GSO キャピタル・パートナーズが運用するプライベート・クレジット・ファンドであり、後者の Blackstone Real Estate Income Trust は 2020 年 2 月にラスベガスの巨大総合型リゾート運営会社を買収したことで知られている。近年、ブラックストーンの年間資金調達額の 15～20% は、ファミリー・オフィスを含む富裕層から受託した資産となっている⁷。同社は、2026 年までに AUM を 1 兆ドルにするという目標を掲げており、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）や年金等のアセット・オーナーだけではなく、富裕層からも資金を受託することを目指している。

KKR は 2021 年 3 月に、フィンテック企業のアイキャピタル・ネットワークに出資・提携し、富裕層向けの PE ファンドの運用を開始している。アイキャピタル・ネットワークは、PE ファンドやヘッジファンド等のソーシング（発掘）、デューデリジェンス、販売会社等への紹介、レポート等、オンライン・プラットフォーム上で完結できるサービスを提供している⁸。また、アイキャピタル・ネットワークは 2021 年 3 月、新たな登録投資顧問会社を設立し、KKR の投資助言に基づいて、富裕層向けの PE ファンドの運用を行っている。

アポロ・グローバル・マネジメントは 2021 年 7 月に、ソフトウェア及び情報サービス・セクターに特化した PE ファームであるモチーブ・パートナーズに出資・提携した。モチーブ・パートナーズは、ファイナンシャル・アドバイザー向けのオンライン・プラットフォームを開発するインベストクラウドを買収している。そして、モチーブ・パートナーズは、買収先である Tegra118 や Finantix 等の他のフィンテック企業を、インベストクラウドと統合することで、ファイナンシャル・アドバイザーが活用しやすいオンライン・プラットフォームとしての付加価値の向上に取り組んでいる。なお、Tegra118 は主に顧客のポータル管理、リバランス、レポート等をオンライン上で行うインターフェースを開発しており、Finantix は主に顧客の情報管理や KYC（本人確認）等の業務プロセスの簡素化に取り組んでいる。

アポロ・グローバル・マネジメントは、今後、インベストクラウドが開発したオンライン・プラットフォームを活用することで、富裕層向けのオルタナティブ・ファンドや、傘下のアテネ・ホールディングの個人年金保険を、効率的にファイナンシャル・アドバイザーに提供することを検討している。この取り組みによって、インベストクラウドの企業価値が向上すれば、同社に投資するモチーブ・パートナーズの PE ファンドの運用実績の向上にも資することになる。

⁶ BDCの詳細は、神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給－米国BDCと英国VCTの事例－」『野村資本市場クォーターリー』2021年春号を参照。

⁷ “Blackstone Targets Millionaire Next Door,” *Wall Street Journal*, October 15, 2017.

⁸ アイキャピタル・ネットワークの詳細は、岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

2. オルタナティブ投資ソリューション提供者の動向

大手 PE ファームだけではなく、オルタナティブ投資ソリューション提供者も、富裕層向けの商品を開発・提供し始めている。オルタナティブ投資ソリューション提供者とは、PE ファンド等を組み入れたファンド・オブ・ファンズやカスタマイズド・ポートフォリオを提供する金融機関である。つまり、オルタナティブ投資ソリューション提供者は、PE ファームが新ファンド等を組成し、資金調達する際の顧客でもある。

1991年に創業したハミルトン・レーンは、米国最大級のオルタナティブ投資ソリューション提供者であり、AUMは約6,570億ドルに達している（2020年末時点）。同社は2021年1月に、プライベート・アセット・ファンドという富裕層向け商品を設定した。このファンドは、1940年投資会社法に基づくクローズド・エンド・ファンドであり、他のPEファームが運用するPEファンドや非上場企業等に投資する。

1982年に創業したハーバーベスト・パートナーズは、PEファンドに投資するファンド・オブ・ファンズのゲートキーパーであり、2020年末時点のAUMは約710億ドルとなっている。同社は2020年2月にバンガードと提携し、バンガード・インスティテューショナル・アドバイザー・サービスとバンガード・パーソナル・アドバイザーサービス（VPAS）を通じて、PEファンド等を組み入れたファンド・オブ・ファンズを提供することを公表した⁹。前者のサービスは、アセット・オーナーにアセットアロケーション等に係る投資アドバイスを提供するOCIO（Outsourced Chief Investment Officer）であり、後者のサービスはロボ・アドバイザーである¹⁰。なお、ハーバーベスト・パートナーズの商品を購入可能なVPASの顧客は、富裕層投資家に限られる¹¹。

1982年に創業したパンテオン・ベンチャーズは、親会社のアフィリエイテッド・マネジャーズ・グループ（AMG）と共に、AMGパンテオン・ファンドという富裕層向けのPEファンド等を組み入れたファンド・オブ・ファンズを運用している。パンテオン・ベンチャーズはオルタナティブ投資ソリューション提供者（2020年末時点のAUMは約660億ドル）であり、AMGはヘッジファンドやPEファンド等を運用する資産運用会社に少額出資し、そのマーケティング活動等を行う金融機関である。AMGパンテオン・ファンドの投資先は、パンテオン・ベンチャーズが選定したPEファンド等であり、販売会社はAMGとなっている。

⁹ バンガードの詳細は、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。

¹⁰ ロボ・アドバイザーの詳細は、岡田功太、杉山裕一「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』（ウェブサイト版）2017年春号を参照。

¹¹ ここで言う富裕層投資家とは、自衛力認定投資家等を指す。自衛力認定投資家の詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み - 自衛力認定投資家の規制緩和を中心に -」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。

IV JP モルガン及びゴールドマン・サックスの取り組み

1. アセット・マネジメント部門の改革

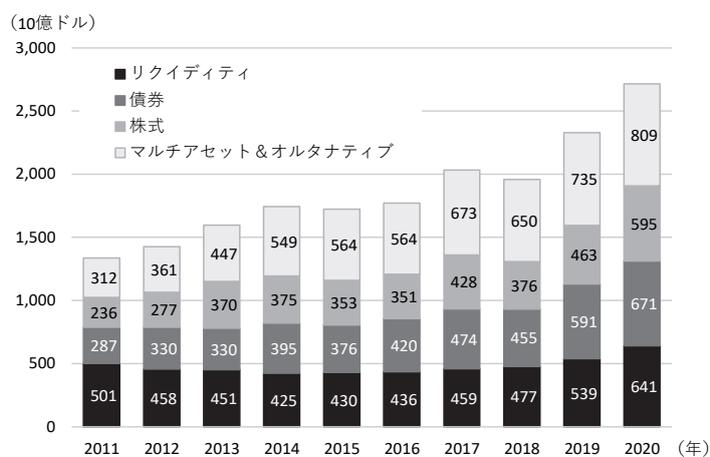
JP モルガンやゴールドマン・サックスなどの総合金融サービスグループも、アセット・マネジメント事業改革の一環で、オルタナティブ・ファンド事業を強化している。

JP モルガンは 2021 年 6 月に、JP モルガン・アセット・マネジメント (JPMAM) において、既存のプライベート・デット (PD) 投資チームと、新設の PE 投資チームを統合し、プライベート・キャピタルという組織を新設した。プライベート・キャピタルは、ゴールドマン・サックス等において、マーチャント・バンキング事業に従事してきた人材を採用し、外部の投資家から募った資金と、JP モルガンの自己資金の両者を運用することを目指している。

実は、JPMAM は、収益性の向上という課題に直面している。同社は、過去 2 年間にわたって、426 本の新ファンドを組成したが、同時に 272 本の既存ファンドを閉鎖・統合し、商品ラインナップの見直しを図ってきた¹²。それでも、JPMAM の AUM のうち、約 25% は MMF 等のリクイディティ商品である (図表 4)。また、JPMAM の株式ファンドの AUM 増大に寄与しているのは、主に ETF である。そこで先般、JP モルガンは、プライベート・キャピタルを新設することで、収益性の高いオルタナティブ・ファンド事業を強化することを目指している。

また、JPMAM は、プライベート・キャピタルの設立に先立って、Lynstone Special Situations Fund という旧 PD 投資チームが運用する自社の新ファンド (私募のリミテッドパートナーシップ) のマーケティング活動に取り組み、約 10.6 億ドルの資金を調達している (2019 年 10 月)。

図表 4 JPMAM の AUM の推移



(出所) JP モルガン・チェース (以下、JP モルガン) より野村資本市場研究所作成

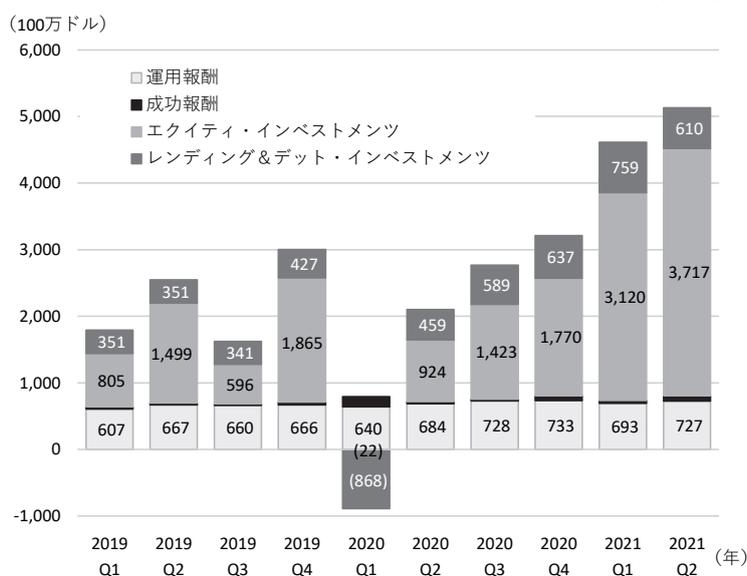
¹² JP Morgan Chase & Co., “Asset & Wealth Management,” February 2020.

ゴールドマン・サックスも、アセット・マネジメント部門の改革に注力している。同社は2020年1月に、マーチャント・バンキング部門をアセット・マネジメント部門に移管し、今後5年間で、オルタナティブ・ファンドのAUMを約1,000億ドル増加させるとした¹³。ビジネス・セグメントの変更に先立って、ゴールドマン・サックスは West Street Strategic Solution I という旧マーチャント・バンキング部門が運用するPD投資ファンド（私募のリミテッド・パートナーシップ）のマーケティング活動に取り組み、約64億ドルの調達に成功している（2020年7月時点）。

現在、ゴールドマン・サックスのアセット・マネジメント部門の収益の大半を占めるのは、旧マーチャント・バンキング部門のPE投資ポートフォリオである「エクイティ・インベストメンツ」であり、次いで大きいのがPD投資ポートフォリオである「レンディング&デット・インベストメンツ」となっている（図表5）。前者の投資額は約210億ドルであり、後者の投資額は約310億ドルである（2021年第2四半期末時点）。ゴールドマン・サックスは、2021年に入ってから、PE投資ポートフォリオの保有銘柄の一部（約55億ドル相当）を売却し、その売却益等によりエクイティ・インベストメンツの収益は増加傾向にある。

ただし、ゴールドマン・サックスが今後、アセット・マネジメント部門の収益を一層増大させるには、運用報酬の水準を向上させることが求められるであろう。そのためには、West Street Strategic Solution Iのようなオルタナティブ・ファンドの運用力及びマーケティング活動を強化した上で、後述するように、ウェルス・マネジメント部門との連携を強めることで、AUMを増大させる必要があるだろう。

図表5 ゴールドマン・サックスのアセット・マネジメント部門の純収益の推移



(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

¹³ 詳細は、岡田功太、下山貴史「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」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

2. ウェルス・マネジメント部門との連携の強化

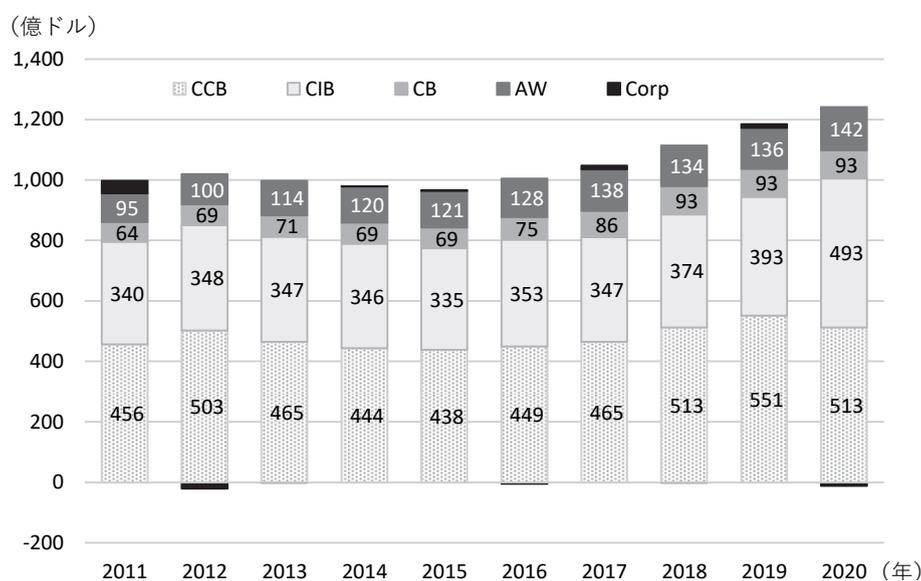
米国の大手金融機関は、アセット・マネジメント部門とウェルス・マネジメント部門の連携を強化することで、富裕層に対するオルタナティブ・ファンドの提供を強化することを目指している。

JP モルガンの中核事業は、個人向けの銀行業を担うコンシューマー&コミュニティ・バンキング部門と、機関投資家向けの証券業を担うコーポレート&インベストメント・バンク部門である（図表 6）。しかし、昨今のホールセール市場における電子化の進展、金融規制の強化、低金利環境等を踏まえると、JP モルガンが今後、持続的に成長するには、アセット&ウェルス・マネジメント部門の収益を向上させる必要がある。

アセット&ウェルス・マネジメント部門の純収益は約 142 億ドルであるが、そのうち JPMAM（AUM は約 2.7 兆ドル）が約 54%、ウェルス・マネジメント事業（預かり資産は約 1 兆ドル）が 46%である（2020 年末時点）。他方で、モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門（預かり資産は約 4 兆ドル）の純収益は、約 191 億ドルに達している（2020 年末時点）¹⁴。つまり、JP モルガンのウェルス・マネジメント事業の収益力は、競合他社と比べて劣後しており、改革の余地があると言える。

ゴールドマン・サックスも、ウェルス・マネジメント事業に注力しており、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ている。

図表 6 JP モルガン・チェースの純収益の推移



(注) CCB はコンシューマー&コミュニティ・バンキング、CIB はコーポレート&インベストメント・バンク、CB はコマースシャル・バンキング、AW はアセット&ウェルス・マネジメント、Corp はコーポレートの略称である。

(出所) JP モルガンより野村資本市場研究所作成

¹⁴ モルガン・スタンレーの事業改革の詳細は、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年夏号を参照。

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である。ゴールドマン・サックスの AUS は、2019 年第 1 四半期から 2021 年第 2 四半期に約 7,060 億ドル増加しているが、そのうち約 35%はリクイディティ商品である。

今後、JP モルガンおよびゴールドマン・サックスのファイナンシャル・アドバイザーが、オルタナティブ・ファンドなど収益性の高い商品の取り扱いを積極化していくのか、注目される。

3. アセット・マネジメント部門のインオーガニック戦略

1) 組織も含めた完全統合を前提条件とする JP モルガン

米国の大手金融機関は、資産運用会社を買収することで、オルタナティブ・ファンド事業を強化する可能性もある。実際、JP モルガンのジェイミー・ダイモン CEO は、資産運用会社の買収について前向きな姿勢を示している¹⁵。

JP モルガンは、大規模な資産運用会社の買収をする際の留意点として、①JP モルガンへの迅速な統合、②企業文化の整合性、③強固なガバナンスを挙げた上で、過去の M&A から得た教訓を踏まえる必要があるとしている。これは、JP モルガンとハイブリッジ・キャピタル・マネジメント (HCM) の関係を踏まえたものと推察できる。1992 年に創業した HCM は、クレジット投資を主体とするオルタナティブ運用会社であり、2007 年にはヘッジファンド業界の AUM ランキングで 2 位であった¹⁶。HCM は、2009 年に JPMAM の完全子会社となったが、当時は HCM の独立性が重視され、組織の統合は行われなかった。

しかし、近年、HCM のパフォーマンスは低迷した。JP モルガンは、HCM と JPMAM の統合を検討したこともあるが、両社の企業文化が異なるため、断行すると人材が流出する恐れがあった。他方で、JP モルガンには、HCM を第三者に売却する選択肢もあったが、HCM の資金調達力が依然として健在であったこともあり、決断には至らなかった。実際に、HCM は、Highbridge Convertible Dislocation Fund という PD 投資ファンド（私募のリミテッド・パートナーシップ）のマーケティング活動に取り組み、約 20 億ドル（2020 年末時点）の調達に成功している。

このように JP モルガンは、HCM を完全子会社化したにもかかわらず、実質的にはコントロールできず、シナジーを最大化できなかつたと言える。この教訓を踏まえて、JP モルガンが大規模な資産運用会社の買収を実施する場合、JPMAM と完全に統合することを前提としている可能性があるかと推察できる。

¹⁵ “JPMorgan CEO Jamie Dimon Says He’s Open to Asset Manager Acquisitions,” *Barron’s*, December 8, 2020.

¹⁶ HCM は設立当初、主に転換社債アービトラージ戦略を採用していたが、その後、投資対象資産を多様化させたため、マルチストラテジーのヘッジファンドとして知られるようになった。

2) オルタナティブ運用部門の整理を求められるゴールドマン・サックス

ゴールドマン・サックスのアセット・マネジメント部門も、インオーガニック戦略に課題を抱えている。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）は、ピーターズヒル・プログラムというオルタナティブ投資プラットフォームを有している。同プログラムは、これまでに30社以上のヘッジファンドやPEファンド等のオルタナティブ運用会社に少額出資（総額80億ドル超）し、そのマーケティング活動等を行っている。

他方、GSAMは2018年12月に、オルタナティブ投資ソリューション提供者であるアプティテュード・インベストメント・マネジメントを買収した。その際に、GSAMは、アプティテュード・インベストメント・マネジメントとピーターズヒル・プログラムを統合しなかったことから、実質的に両者は競合する形になった。その上で、ゴールドマン・サックスは2020年1月に、マーチャント・バンキング部門を、GSAMの所属先であるアセット・マネジメント部門に移管した。

その結果、ゴールドマン・サックスにとって、アセット・マネジメント部門におけるオルタナティブ運用チームを整理することが課題となった。例えば同社が、あるオルタナティブ運用会社の買収を検討する際、ピーターズヒル・プログラムやアプティテュード・インベストメント・マネジメントの出資先と競合していないのか、あるいは、旧マーチャント・バンキング部門の運用戦略を補完できているのか、等の整理をする必要があると言えよう。

V 収益力の向上が求められる日本の資産運用会社

PEファームを含む米国の資産運用会社は、運用報酬を増加させるべく、投資対象資産・運用戦略を多角化させており、運用ノウハウや人材を外部から獲得している。例えば、JPMAMは、プライベート・キャピタル設立時にオルタナティブ・ファンド事業に精通した人材を社外から獲得し、ゴールドマン・サックスは、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た。大手PEファームは、クレジット・ファンド事業を拡大させるにあたって、クレジット運用会社を相次いで買収した。

PEファームを含む米国の資産運用会社は、商品供給力の向上にも取り組んでいる。ゴールドマン・サックス及びJPモルガンのアセット・マネジメント部門は、グループ内のウェルス・マネジメント部門との連携を強化している。また、大手PEファームは、生保会社を買収することで運用資金を獲得したり、フィンテック企業に出資・提携することで、オルタナティブ・ファンドをファイナンシャル・アドバイザー等に効率的に提供する手法を模索している。加えて、PEファームを含む米国の資産運用会社は、リミテッド・パートナーシップ形態の私募ファンドを組成したり、富裕層向けに非上場のBDCやREIT等を開発したり、投資家の選好にあわせてカスタマイズしたオルタナティブ投資ソリューションを提供しており、商品やサービスの種類を拡充させている。

翻って、日本の資産運用会社は、オルタナティブ・ファンドの運用など収益貢献が高い領域に十分なリソースを投入しているとは言い難い。日本の公募投信（除くETF）のAUMは、足元の半年間で約10兆円増加したが、それ以前の5年間は約76兆円¹⁷で概ね横ばいで推移しており、日本の個人向けファンドの規模は、米国のように長期に渡って拡大していない（2021年6月末）。ETFのAUMは、過去5年間で3倍以上に増加し、60兆円を超えたが（2021年6月末）、その大半は日本銀行が保有している。私募投信のAUMは、過去5年間で約1.7倍に増加し、100兆円を超えたものの（2021年6月末）、拡大させてきたのは地域金融機関向け私募ファンドで、マルチアセット型が中心であり、オルタナティブの比率は小さいのが実情だ¹⁸。

また、日本の大手資産運用会社のアクティブ公募株式投信の半分以上（AUMベース）は外部に運用委託している。これは、日本の資産運用会社が、第三者の資産運用会社の運用するファンド選定業務等にリソースを割いてきたことを意味する¹⁹。加えて、日本の総合金融サービスグループは、ファンド分析評価会社（あるいは部門・機能）を有している。ここで言うファンド分析評価会社は、ハミルトン・レーン等のようにオルタナティブ投資ソリューションを提供しているのではなく、ファンドの定量・定性評価情報を金融機関等の顧客に提供しており、資産運用会社が行っているファンド選定業務と重複している部分がある。このように、日本の総合金融サービスグループは、外部ファンドの分析評価等にリソースを割いてきた。

現在、日本の資産運用会社は、大胆なビジネスモデルの改革を実施することが求められている。資産運用会社として自身の運用力を強化するのか、あるいは、ファンド選定業務を中核に据えて、外部の資産運用会社との関係を強め、投資ソリューションの提供者として事業を拡大させるのか、明確な成長戦略を策定し、競合他社との差別化を図ることが必要となってくる。特に総合金融サービスグループ傘下の資産運用会社の場合、ウェルス・マネジメント部門等との連携を強化しつつ、収益性の高いオルタナティブ・ファンド事業を構築し、グループの成長戦略に貢献することが有力な選択肢になり得るのではないだろうか。日米金融機関のオルタナティブ・ファンド事業をめぐる足下の状況は異なるが、今後の展開について、それぞれ注目に値する。

¹⁷ 2015年12月末から2020年12月末までの日本の公募投信（除くETF）のAUMの平均値（月次ベース）である。

¹⁸ 地域金融機関向け私募ファンドについては、金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2021」、2021年6月参照。また、日本の資産運用会社は、足元、地域金融機関向けの私募ファンドとして、特に、マルチアセット型の投信を提供している。日本銀行「マルチアセット型の投資信託の特徴とリスク管理上の留意点」（2020年7月）参照。

¹⁹ アクティブ公募株式投信だけではなく、年金基金等に提供している投資一任サービス等においても、日本の資産運用会社が、第三者の資産運用会社に運用機能を外部委託しているケースは散見される。