■論 文――■

フィンテックが資本市場を変える

第５回：急上昇する世界のフィンテック企業の株価

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 特任教授 **藤田 勉**

１．米国フィンテック企業の株価が急騰

世界のフィンテック企業の株価は大きく上昇している。2009年末から2018年８月末まで、代表的な米国のフィンテック指数であるKBWナスダックフィナンシャル・テクノロジー・インデックスは5.5倍になった。これは、同期間の市場全体の株価を表すS＆P500の2.6倍、S＆P500金融の2.4倍、S＆P500情報技術の3.6倍を大きく上回る。しかも、過去１年間に株価上昇が加速している。

〈目 次〉

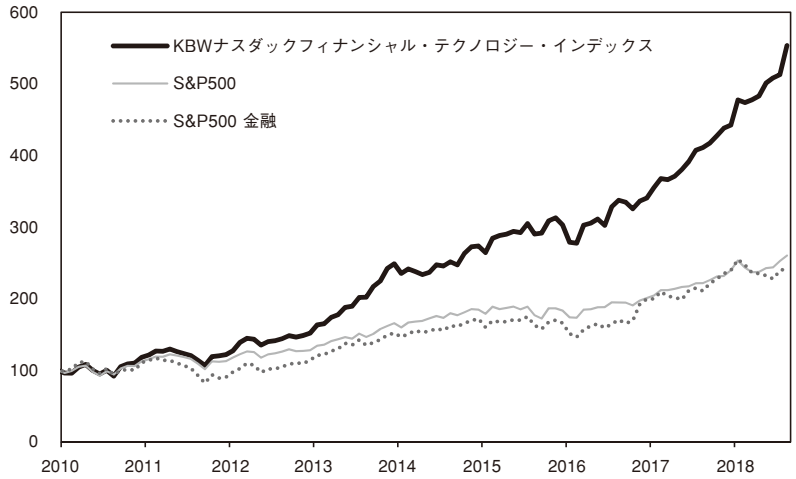
１．米国フィンテック企業の株価が急騰
２．世界の大手金融機関に迫るフィンテック企業の時価総額
３．ビザはクレジットカードを発行しない
４．世界最大のフィンテック企業はビザ
５．世界最大の資産運用会社ブラックロック
６．会計と金融の融合で成長するインテュイット
７．日本のフィンテック企業に対する示唆

主要なフィンテック企業は、デジタル決済、金融情報、会計、資産運用、金融取引などに分類される。企業別に分析すると、最も成長力が高いのがデジタル決済であり、その規模と成長力は他を圧倒する。時価総額上位４銘柄はデジタル決済関連企業である。しかも、そのうち、ビザの時価総額は群を抜いて大きい。上位３社は、時価総額が10兆円超と大きいが、過去１年間の株価上昇率は40～60％に達する。

米国外では、ドイツのワイヤカード（デジタル決済）、スイスのテメノス（ソフトウェア・ソリューション）などが挙げられる。中国のアリババの関連会社で、アリペイを運営するアント・フィナンシャルは、企業価値の規模は大きいが、未上場である。

デジタル決済の成長の理由として、①キャ

（図表１）KBWナスダックフィナンシャル・テクノロジー・インデックスとS＆P500の推移



（注）2009年末＝100。
（出所）ブルームバーグ

（図表２）米国のフィンテック専業企業時価総額上位10社

	（10億円）	セクター	時価総額	純利益	過去１年株価騰落率
1	ビザ	IT	32,869	737	41.9%
2	マスターカード	IT	24,623	431	61.7%
3	ペイパル・ホールディングス	IT	12,022	197	49.6%
4	アメリカン・エキスプレス	金融	10,038	301	23.1%
5	CMEグループ	金融	6,546	447	38.9%
6	S＆Pグローバル	金融	5,728	165	34.2%
7	インターコンチネンタル・エクスチェンジ	金融	4,808	277	17.8%
8	スクエア	IT	4,002	−7	239.5%
9	フィデリティ・ナショナルインフォメーション・サービシズ	IT	3,913	145	16.4%
10	ムーディーズ	金融	3,758	110	32.9%

（注）時価総額は2018年８月末時点。純利益は、2017年度。１ドル110円で換算。
　　フィンテックはKBW Nasdaq Financial Technology index対象企業。
（出所）ブルームバーグ

ッシュレス化、②グローバル決済の成長、③現金を使わないオンラインショッピングの普及、などがある。また、企業活動や個人活動がグローバル化するにつれ、国際送金が増加し、クレジットカードなどでの買い物が増加する。このため、国際デジタル決済に強い企業の株価が大きく上昇している。

２．世界の大手金融機関に迫るフィンテック企業の時価総額

リーマン・ショックから10年が経過したが、この間、金融危機、公的資金注入、ユーロ危機、世界的な低金利、金融規制強化など大き

（図表３）世界の金融機関時価総額上位10社

	2008年末	国	時価総額（兆円）	2018年８月末	国名	時価総額（兆円）
1	中国工商銀行	中国	15.6	JPモルガン・チェース	米国	42.4
2	中国建設銀行	中国	11.5	バンク・オブ・アメリカ	米国	34.0
3	JPモルガン・チェース	米国	10.6	ウェルズ・ファーゴ	米国	31.0
4	HSBCホールディングス	英国	10.5	中国工商銀行	中国	30.6
5	ウェルズ・ファーゴ	米国	10.1	中国建設銀行	中国	24.5
6	中国銀行	中国	8.8	中国農業銀行	中国	20.2
7	中国人寿保険	中国	7.2	シティグループ	米国	19.7
8	サンタンデール銀行	スペイン	6.9	HSBCホールディングス	英国	19.0
9	MUFG	日本	6.5	中国平安保険	中国	18.8
10	バンク・オブ・アメリカ	米国	6.4	中国銀行	中国	16.2

（注）2008年末は１ドル80円、2018年８月末は１ドル110円で換算。バークシャー・ハサウェイ除く。
（出所）ブルームバーグ

な事件が相次いだ。これらは、一般に、金融機関の経営にとってネガティブな影響を与える。さらに、フィンテックの進化により、決済、送金、資産運用のプレーヤーに大きな変化が生まれている。

世界の金融機関では、米国の銀行や中国の四大銀行などが上位を占める。一方で､欧州、日本の金融機関の地位は低下している。とりわけ、リーマン・ショック後、厳しい資本規制が導入され、事業を縮小した銀行が多い。フィンテック企業についても同様の傾向があり、規模や成長力では、米国や中国の企業が日本や欧州の企業を大きくしのぐ。つまり、整理すると、米国や中国のフィンテック企業の成長力が高く、日本や欧州の伝統的な金融機関の成長力が低いということである。

金融事業に進出するIT企業に対する規制は、相対的に緩い傾向にある。たとえば、世界的な大手金融機関に適用される自己資本規制バーゼルⅢはIT企業には適用されない。

非銀行の伝統的な金融機関がテクノロジー企業に変身しつつある例も多い。その例として、米国リテール証券会社チャールズ・シュワブ、世界最大の運用会社ブラックロックなどがある。

結果として、フィンテック企業は伝統的な大手金融機関よりも成長力が高い。このように、フィンテックによって、銀行が金融業の主役だった時代からIT企業が主役になる時代に変わろうとしているのである。

以下、有力フィンテック企業を３社紹介する。時価総額は、ビザ（デジタル決済）が33兆円、ブラックロック（資産運用）が８兆円、インテュイット（会計）が６兆円と大きい。ちなみに、日本のメガバンクの時価総額は、三菱UFJフィナンシャル・グループ（FG）が９兆円、三井住友FGが６兆円、みずほFGが５兆円である。

3．ビザはクレジットカードを発行しない

クレジットカード事業のビジネスモデルは、簡単なように見えて、実はたいへん複雑である。そこで、ビザの分析の前にクレジットカードのビジネスモデルを解説する。

ビザ、マスターカードのビジネスモデルは、他のクレジットカード会社のそれと全く異なる。両社はクレジットカードを１枚も発行しておらず、金融業ではない。一方で、アメリカン・エキスプレス、JCB、ダイナースはクレジットカード発行会社であり、金融業に分類される。

クレジットカード事業は、①加盟店、②加盟店管理事業者（アクワイアラ）、③カード発行会社（イシュア）、④カード決済システム事業者、⑤利用者、によって構成される。国際的なカード決済システム事業者は、ビザ、マスターカード、アメリカン・エキスプレス、JCB、ダイナースの５社である（中国ではユニオンペイが高いシェアを持つ）。

ビザ、マスターカードは、カード決済システム事業に特化している。両社は、カードを発行する金融機関やカード利用会社の金融機関からの手数料が主な収益源である。両社は、世界中で数多くの決済がされるため、超高速情報処理ネットワークが求められる。また、ハッキングに対する堅牢性など、高度なシステム構築能力が求められると同時に、一般消費者が使いやすい利便性の相反する技術が求められる。

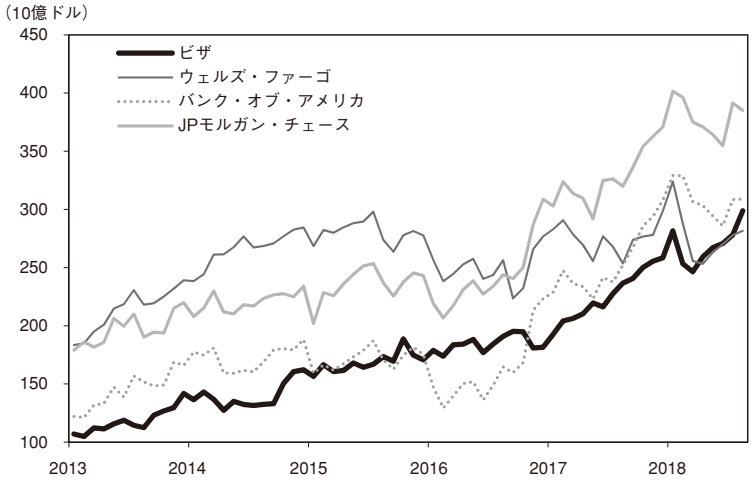
ビザ、マスターカードから権利を得たカード発行会社（銀行やクレジットカード会社など）は、これらのブランドを持つクレジットカードを発行できる。たとえば、三井住友VISAカードの場合、三井住友カードが、加盟店管理事業者とカード発行会社であり、ビザはカード決済システム事業者にすぎない。銀行などのカード発行者が信用リスクを取るのであって、ビザ、マスターカードが信用リスクを取ることはない。つまり、貸倒れなどに関わる損失を被ることはない。

一方で、アメリカン・エキスプレス、JCB、そして、ダイナースカードを発行するディスカバー・フィナンシャル・サービシズはカード決済システム事業者であり、かつ、加盟店管理事業者とカード発行会社でもある。アメリカン・エキスプレスなどのクレジットカード会社は、加入者に対する貸付金があるため貸倒引当金が発生する。つまり、信用リスクを取る金融業者である。しかも、加入者に対するマーケティング費用が大きい。

4．世界最大のフィンテック企業はビザ

世界最大のフィンテック企業ビザの時価総額は、世界の巨大銀行のそれを急追し、今や世界のトップバンクと遜色のない規模になっている。ビザは、電子決済技術における世界的なリーダーである。それに次ぐのが、同じ

（図表４）ビザと大手金融機関の時価総額推移



（出所）ブルームバーグ

ビジネスモデルを持つマスターカードである。ビザとマスターカードは、グローバルなキャッシュレス化で成長、米国外、特に欧州では、デビットカード事業が成長している。

世界のクレジットカード決済金額のブランド別市場シェアにおいて、ビザは50.0%と最大であり、２位がマスターカードの25.6%、３位がユニオンペイの19.8%、４位がアメリカン・エキスプレス2.5%、５位がJCBの1.1%、６位がダイナースの0.8%である（2017年、デビットカード含む。出所：The Nilson Report）。

世界最大のクレジットカードのブランドであるビザは、自らを「世界的な決済テクノロジー企業」と称する。1958年に、バンク・オブ・アメリカがクレジットカードを発行したのがルーツである。2007年に現在の組織になり、翌年、株式公開をした。

多くの分野で、主要５カード事業者中60%前後のシェアを持ち、他社を大きく引き離す。総取扱額は、決済金額と現金決済額（例：現金引き出し）の合計である。取引先金融機関を通じて、デビットカードによる即時決済、プリペイドカードによる前払い、クレジットカードによる後払いといった多様な選択肢を提供している。

さらに、新たなビジネス領域であるＰ２Ｐ（個人間取引）、Ｇ２Ｃ（政府・市民間取引）、Ｂ２Ｃ（企業・消費者間取引）、Ｂ２Ｂ（企業間取引）に領域を拡大している（注１）。これらに対応するため、Visaダイレクト（Ｐ２Ｐの送金事業）、Visa payWave（非接触IC型決済ソリューション）、Visaトークンサービス（ビザが開発したセキュリティ技術）、Visa Readyプログラム（ビザの決済システ

（図表５）世界の運用会社の総資産上位10社

	2006年末	国	総資産（兆ドル）	上位10社構成比	2016年末	国	総資産（兆ドル）	上位10社構成比
1	UBS	スイス	2.5	15.3%	ブラックロック	米国	5.1	21.9%
2	バークレイズ・グローバル	英国	1.8	11.3%	バンガード・グループ	米国	4.0	16.9%
3	ステート・ストリート	米国	1.7	10.9%	ステート・ストリート	米国	2.5	10.5%
4	AXAグループ	フランス	1.7	10.8%	フィデリティ・インベストメンツ	米国	2.1	9.1%
5	アリアンツ	ドイツ	1.7	10.6%	アリアンツ・グループ	ドイツ	2.0	8.4%
6	フィデリティ・インベストメンツ	米国	1.6	10.2%	JPモルガン・チェース	米国	1.8	7.5%
7	キャピタル・グループ	米国	1.4	8.7%	バンク・オブ・NYメロン	米国	1.6	7.0%
8	ドイチェバンク	ドイツ	1.3	7.9%	AXAグループ	フランス	1.5	6.4%
9	バンガード・グループ	米国	1.2	7.3%	キャピタル・グループ	米国	1.5	6.3%
10	ブラックロック	米国	1.1	7.0%	ゴールドマン・サックス	米国	1.4	5.9%

（出所）Pensions & Investments、Willis Towers Watson

ム導入を支援）など、ビザ独自のサービスを開発している。

５．世界最大の資産運用会社ブラックロック

世界最大の資産運用会社ブラックロックは、1988年に、債券運用会社として設立された。創業者のラリー・フィンクは大手証券会社ファースト・ボストンのモーゲージのトレーダーであった。モーゲージは、プリペイメントリスク（満期前償還リスク）があるため、通常の債券よりもリスク管理のノウハウが重要である。このため、早い時期から、トレーディング、リスクマネジメント、ポートフォリオ分析など資産運用業務プロセス全体を統合するアラディン（資産運用のシステム・プラットフォーム）などITプラットフォームを開発してきた。

そして、買収戦略を駆使し、成長してきた。2006年にメリルリンチ・インベストメント、2008年にUBSから不動産事業、2009年にバークレイズ・グローバル・インベスターズを買収した。これらの買収を通じて、ブラックロックは株式資産の運用能力を高め、とりわけ、株式指数に連動するパッシブ資産が急成長した。

上場投資信託（ETF、株式指数に連動する）、ロボアドバイザーの発展がブラックロックの成長を後押ししている。今後、フィンテック革命によって、資産運用のAI化が進むであろう。AIが資産運用を行うロボアドバイザーは、コストが高いアクティブ運用のファンドよりも、コストが低いインデックス・ファンドやETFを推奨することが想定される。

ブラックロックのETF運用資産額は、世界最大である。ブラックロックの資産運用額6.3兆ドル（690兆円）のうち、株式運用が3.4兆ドル（370兆円）であり、大半がETFもしくはインデックス運用である（2017年末）。

コストが安く、売買の利便性が高いETFは、個別株式や投信の市場シェアを奪って、代表的な投資対象になった。資産規模が大き

くなり、その上、ITコストが低下しているため、ETFの経費率の引き下げが進んでいる。ブラックロックのiSharesコア S&P 500 ETFは、経費率を2016年に0.07%から0.04%に引き下げた

バンガード・グループ、チャールズ・シュワブ、フィデリティなど他社もその動きに追随し、価格競争が起こっている。株式投信の業界平均（資産加重）は0.59%、アクティブ運用は0.78%、インデックス運用は0.09%、ETFの業界平均は0.50%である（2017年）。こうして、アクティブ運用と比較して、ETFの優位性はますます高まっている。

6．会計と金融の融合で成長するインテュイット

従来の常識では、会計は必ずしも金融の範疇ではない。しかし、フィンテックでは、会計サービスが金融サービスに包摂されようとしており、会計サービスはフィンテックの重要分野になろうとしている。

クラウド会計サービスの最大手は、米国のインテュイットである。インテュイットは、業務・財務管理のソフトウェアのソリューションを開発・提供する会社であり、業務管理、給与計算、資産運用、確定申告などのソフトウェアを提供する。日本におけるfreeeやマネーフォワードとビジネスモデルが近い。

プラットフォーム上で、顧客、会計事務所などのパートナー、商品をつなぐエコシステム構築に注力している。売上ベースで、オンライン上のサービス（Connected services）が73%を占める（2017年7月期）。主力商品は、小規模事業者向けの会計ソフトQuickBooks、所得税申告ソフトTurboTax、個人資産管理ソフトMintである。特に、QuickBooksは、米国において、支配的シェアを誇っている。営業利益ベースでは、TurboTaxとMintを含む消費者セグメントが、51%を占めており、QuickBooksを含む小規模事業者・自営業者セグメンの40%よりも大きい（2018年7月期）。

インテュイットは、APIを積極的に活用する。APIは、あるソフトウェアから別のソフトウェアの機能を呼び出して利用するシステムである。ペイパルと提携しており、ペイパルの決済をQuickBooksに同期できる。また、JPモルガン・チェースと提携し、傘下のチェース銀行において、APIによるデータの連携を行っている。チェース銀行の口座情報をインテュイットのソフトウェア上で共有できる。顧客は、銀行口座IDやパスワードを提供する必要はない。

7．日本のフィンテック企業に対する示唆

米国や中国のフィンテック企業は、ビザ、ペイパル、ブラックロック、インテュイット、アント・フィナンシャルなどITサービス企業をベースにするものが多い。米国や中国の株式市場では、比較的歴史の浅いITサービ

ス企業が時価総額の上位を占める。さらに、これらの多くは世界で活躍しているため、成長力が高い。つまり、フィンテックで成功するには、ITサービス、ベンチャー企業、国際競争力の3条件が必要である。

現在、世界の伝統的な大手金融機関がフィンテック事業に進出しようとしている。ところが、本業を補完するにとどまり、大きな収益源になっている例はない。たとえば、過去にも、大手証券会社がオンライン証券に進出した例はあるものの、本業の補完の域を出ていない。クリステンセンが唱える「イノベーションのジレンマ」にあるように、大手金融機関が、自らの事業を消滅させかねないフィンテック事業に注力することは困難である。

日本や欧州では、銀行や通信などの伝統的な企業が上位を占め、ITサービス企業やベンチャー企業が育ちにくい傾向がある。さらに、日本では、世界で活躍するITサービス企業はほとんど存在しない。小型のフィンテック企業があるものの、いずれも国内を主要な市場としており、海外で成功する企業はほとんど存在しない。以上を総合すると、世界で通用するフィンテック企業が日本から生まれるとは考えにくい。

ただし、国内市場は世界的に見ても規模が大きいため、日本では、フィンテック事業自体は有望であると考えられる。日本は、個人金融資産は1,829兆円（2018年3月末）と世界2位の規模を持つ。さらに、①現金決済比率が高い、②個人金融資産の90%前後が低リスク資産に投資されている、③高齢者を対象とする金融犯罪が多い、ため、フィンテック導入による効果が大きいと考えられる。

日本でも、フィンテックの勝者は、海外同様、IT系フィンテック企業になることであろう。フィンテックで活躍する企業は、1990年代後半に設立され、比較的早い機会に金融業に進出した企業が多い。その代表例が、楽天、SBIホールディングス、マネックスグループなどである。また、イオン、丸井グループなど伝統的な小売事業者がフィンテック事業に進出して成功しつつある。

近年、これら以外のIT企業がフィンテックに新規参入している。その代表例が、LINE、GMOインターネット、ヤフーである。さらに、マネーフォワードなどフィンテックベンチャー企業も成長し始めた。

フィンテックは、技術やビジネスモデルの革新により、金融界と産業界の垣根を低くするであろう。その結果、長期的には、銀行を中心とする伝統的な金融機関のビジネスを侵食する形で、IT系のフィンテック企業が成長することが期待される。結論として、日本から世界的なフィンテック企業が生まれることは容易でないが、IT系のフィンテック企業は長期的に国内では大きく成長すると考えられる。

（注1） Vasant Prabhu, “Visa：The Investment Proposition”, Visa Inc. 2017 Investor Day, June 22, 2017