

米国大手証券会社の 株価上昇に学ぶ

証券会社経営の未来(4)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

1. 米国金融機関の圧倒的な成長力と競争力

世界の中で、米国の金融機関の成長力は突出して高い。世界的なフィンテック企業であるビザ、マスターカード、ペイパル・ホール

ディングス、スクエアなどもすべて米国企業だが、伝統的な銀行、証券などにおいても、米国企業が他国を圧倒する。

2008年リーマン危機後、米国は早期に危機から脱し、経済成長率は回復した。株式市場は大きく上昇し、米国個人金融資産は、2009年末の5,494兆円から2021年6月末の1.2京円まで増加した（1ドル110円換算、以下同）。その結果、リテール金融市場が大きく拡大した。一方で、バーゼルⅢやドッド・フランク法など金融規制が強化されたため、非リテール部門の成長率は相対的に低い時期があった。

欧州では、2010年のギリシャ危機が、その後、ユーロ危機に発展した。それ以降、欧州経済は低成長と低金利が続き、同時に、株式市場は相対的に低迷した。結果として、欧州の金融機関は経営不振が続いた。

過去5年間の時価総額減少額が大きいのが、英国のHSBCホールディングス、ロイズ

〈目次〉

1. 米国金融機関の圧倒的な成長力と競争力
2. 世界最大の金融機関JPモルガン・チェースの成長力の源泉
3. 証券部門が大きく成長するJPモルガン・チェース
4. ビジネスモデル転換に成功したゴールドマン・サックス
5. 時価総額でゴールドマン・サックスを抜いたモルガン・スタンレー
6. 日本の証券会社の経営に対する示唆

図表1. 先進国の金融機関時価総額増加額上位10社（過去5年）

(兆円)		国	時価総額	増加額	純利益	株価騰落率
1	JPモルガン・チェース	米国	53.8	27.3	3.2	145.8%
2	バンク・オブ・アメリカ	米国	39.3	21.7	2.0	171.2%
3	モルガン・スタンレー	米国	19.5	12.8	1.2	203.5%
4	ブラックストーン・グループ	米国	15.5	12.1	0.1	355.7%
5	チャールズ・シュワブ	米国	15.1	10.5	0.4	130.7%
6	アメリカン・エクスプレス	米国	14.6	8.1	0.3	161.6%
7	S&Pグローバル	米国	11.3	7.6	0.3	235.7%
8	ブラックロック	米国	14.1	7.6	0.5	131.4%
9	ゴールドマン・サックス	米国	14.6	7.1	1.0	134.4%
10	RBC	カナダ	15.6	5.5	0.9	55.1%

注:2021年9月末時点、1ドル110円で換算。

出所:ブルームバーグ

・バンキング・グループ、スタンダード・チャータード、日本のゆうちょ銀行などである。欧州や日本の金融機関の成長力が相対的に低いのは、マクロ要因のみならず、デジタル・トランスフォーメーション（DX）の対応などの経営戦略や経営力などの影響もあると考えられる。

英国の大手独立系証券会社は米国や大陸欧州の銀行に買収された。このため、主要国で大手証券会社が存在するのは、米国、日本、中国のみである。

日本では大手証券会社はすべて総合証券（リテール部門と非リテール部門を兼営）である。一方、歴史的に、米国ではリテール証券会社と非リテール証券会社（市場部門と投資銀行部門）が分かれていた。2000年以降、メリルリンチ、スミス・バーニー、ペインウェバーなどの名門リテール証券はいずれも銀行に買収された。他方で、フィデリティ、チ

ャールズ・シュワブといった独立系リテール証券会社が成長している。現在では、米国の大手独立系証券会社は4社（フィデリティ、チャールズ・シュワブ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス・グループ（以下、ゴールドマン・サックス））に集約された。

かつて、投資銀行の経営形態はパートナーシップが多かったため、資本が小さかった。このため、数度の金融危機を経て、多くの投資銀行は淘汰された。リーマン・ブラザーズ、ドレクセル・バーナム・ランベールは経営破綻し、ソロモン・ブラザーズ、ファースト・ボストンは買収された。

現在、非リテール部門における大手証券会社は、JPモルガン・チェース（以下、JPモルガン）、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ゴールドマン・サックスの5社である。非リテール部門が中心の独立系大手証券会社はゴールドマ

図表2. 米国における大手証券会社の分類（外国資本も含む）

分類	社名
独立系リテール証券会社	フィデリティ、チャールズ・シュワブ
独立系総合証券会社	モルガン・スタンレー
独立系非リテール証券会社	ゴールドマン・サックス・グループ
銀行系非リテール証券会社	JPモルガン・チェース、シティグループ、パークレイズ、クレディ・スイス、ドイツ銀行
銀行系総合証券会社	バンク・オブ・アメリカ（メリルリンチ）、UBS

出所:筆者作成

ン・サックスのみとなった。

これらの中で、成長力が相対的に高いのが、JPモルガン、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスである。以下、これら経営の特徴を分析し、日本の証券会社経営の示唆を得る。

■ 2. 世界最大の金融機関JPモルガン・チェースの成長力の源泉

JPモルガンの時価総額や純利益は先進国の大手金融機関の中で最大である。主要事業は、①リテールバンク（米国内）、②コーポレート・投資銀行、③商業銀行、④資産運用である。個人向け、法人向け、米国内、グローバル事業のいずれも世界でトップクラスの競争力を持ち、経営のバランスが取れている点の特徴である。

JPモルガンは、世界最大のグローバルバンクであると同時に、全米最大のリテール銀行である。国内リテール事業は「チェース」ブランドで展開し、非リテールのグローバル事業（投資銀行、資産運用、コーポレートバ

ンクなど）は「JPモルガン」ブランドで展開する。

銀行業務と証券業務をグローバルに展開する大手金融機関の中では、JPモルガンが規模や成長力において他を圧倒する。地方銀行をルーツに持つバンク・オブ・アメリカ、ウェルズ・ファーゴは国内に強みを持つが、グローバルにはJPモルガンの方が強い。大陸欧州のグローバル金融機関であるドイツ銀行、UBS、クレディ・スイスなどは、海外展開を縮小した。モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスはグローバルに展開しているが、中心事業は証券業務である。

JPモルガンの最大の収益源は国内リテールバンク事業である。純利益に占める構成比は44%であり、自己資本利益率（ROE）は49%と高い（2021年上半期）。デジタル化、特に、モバイル事業に強みを持ち、クレジットカード、自動車や住宅ローンなどが中核業務である。

JPモルガンは、デジタルチャネルと共に、物理的な店舗網を重視する（注1）。小規模事業者の貸出ニーズが大きいため、新規口座開

図表3. JPモルガン・チェースのセグメント純利益

(百万ドル)	2016年	構成比	2021年 (H1年率)	構成比	増減率	ROE
リテールバンク	9,714	38.2%	24,724	44.0%	154.5%	49%
コーポレート・投資銀行	10,815	42.5%	21,450	38.2%	98.3%	25%
商業銀行	2,657	10.4%	5,176	9.2%	94.8%	21%
資産運用	2,251	8.8%	4,794	8.5%	113.0%	34%
4部門合計	25,437	100.0%	56,144	100.0%	120.7%	21%

注:2021年度は、上半期を年率換算。

出所:JPモルガン・チェース

設の6～7割は支店で行われる。1994年のマクファデン法廃止まで州際業務が禁止されていた影響が残っているため、12州には支店がない（2020年末時点で38州とワシントンD.C.に店舗がある）。2018年に400店舗の新設を掲げ、2021年9月時点で、220店舗を開設した（注2）。これは新規に進出する余地が大きいことを意味しており、その点からも成長の可能性が高いともいえる。

■ 3. 証券部門が大きく成長する JPモルガン・チェース

注目されるのが、純利益の38%を占めるコーポレート・投資銀行部門の成長である。過去5年間（2021年度は上期を年率換算）に純利益は倍増する見込みである。

JPモルガンは、事実上、世界最大の非リテール証券会社である。コーポレート・投資銀行部門の大半は証券業務であり、65%がマーケット・証券サービス部門、35%が投資銀行部門である。それ以外は大企業向けの現金

管理、貸付など（コーポレート・投資銀行部門の純収益の11%）である。

2021年上半期のコーポレート・投資銀行部門の純収益3.1兆円であり、これは、ゴールドマン・サックス2.2兆円、モルガン・スタンレー1.7兆円を上回る。同じく、セグメント別純利益は1.2兆円であり、これは、ゴールドマン・サックス7,900億円、モルガン・スタンレーの5,000億円を大きく上回る。

JPモルガンの最大の特徴は、債券業務に強い点にある。国内リテール銀行業務に強いいため、低金利で預金を集めることができる。その上、信用格付けが高い（長期格付けムーディーズA2）ため、JPモルガンの資金調達コストは相対的に低い。このため、債券業務では、他の金融機関に対して優位にある。

マーケット・証券サービス部門でも、債券（為替含む）が中核業務である。債券の純収益は同部門全体の54%、株式が33%、証券サービスが12%を占める。

投資銀行部門の純収益は、昨年に続き、今年も業界首位であり、特に、債券引受に強い。

図表4. 世界の投資銀行収入ランキング (2021年)

	1位	2位	3位
M&A	ゴールドマン・サックス	JPモルガン	モルガン・スタンレー
株式引受	ゴールドマン・サックス	モルガン・スタンレー	JPモルガン
うちIPO	ゴールドマン・サックス	シティグループ	JPモルガン
債券引受	JPモルガン	バンク・オブ・アメリカ	シティグループ
うち投資適格債	JPモルガン	バンク・オブ・アメリカ	シティグループ
うちハイイールド債	JPモルガン	バンク・オブ・アメリカ	ゴールドマン・サックス
総合	JPモルガン	ゴールドマン・サックス	モルガン・スタンレー

注:2021年10月6日時点。

出所:Dealogic、Wall Street Journal

投資銀行の最大の市場である企業買収でも3強の一つである。これも、買収者に対して融資を提供できるため、有利である。このように、JPモルガンは、銀行業務と証券業務のシナジーをうまくつくり出している。

4. ビジネスモデル転換に成功したゴールドマン・サックス

ゴールドマン・サックスの純利益は、今期ブルームバーグ予想2.1兆円(前期1.0兆円)と、モルガン・スタンレーの今期予想1.5兆円(前期1.2兆円)よりも大きい。さらに、ROE(今期予想)はゴールドマン・サックスが20.7%と、モルガン・スタンレーの14.1%よりも高い。名門投資銀行である両社は、いずれも多角化に成功し、新たな成長ステージにある。現在では両社のビジネスモデルは大きく異なる。

ゴールドマン・サックスは、1869年に、ドイツ出身のマークス・ゴールドマンによりニューヨークで設立された^(注3)。当初は、手

形売買が主力事業であったが、20世紀初頭に、投資銀行事業を確立した。長らくパートナーシップ制であったが、1999年にニューヨーク証券取引所に株式公開した。

リーマン危機は、同じくユダヤ系投資銀行であったリーマン・ブラザーズの経営破綻が契機となった。そのため、ドッド・フランク法のボルカールールなど、株式、デリバティブ、ヘッジファンドなどに対して厳しい規制が実施された。

その結果、2010年代に、ゴールドマン・サックスの純利益は37%減少と、成長力は低下した。この間、時価総額は7%減少し、これは、モルガン・スタンレーの2.1倍、チャールズ・シュワブの2.8倍とは対照的である。しかし、コロナ危機が発生した2020年以降(今年9月末時点)に、時価総額は57%増加した。

この間、ゴールドマン・サックスはビジネスモデルの転換に成功した。リーマン危機の直前の2007年度のセグメント別純収益収入は、マーケット68%(株式33%、債券35%)、

投資銀行16%、資産運用（証券サービス含む）16%であった。それが、今年上半期は、マーケット38%（株式19%、債券19%）、資産運用29%、投資銀行22%、リテール11%となった。投資銀行においては、企業買収や株式においては、JPモルガンを凌いで業界1位である。マーケットにおいても、株式、債券ともモルガン・スタンレーを上回る。

こうして、収入の変動が大きい株式の構成比が大きく低下する一方で、相対的に安定している資産運用と、リテールの構成比が計40%まで高まった。なお、リテールは、プライベートバンク事業が中心であり、マーカスなどリテール向けオンライン金融サービスの収益寄与は小さい。

今年上半期の純利益の39%が資産運用であり、マーケット32%、投資銀行25%、リテール3%の順で続く。資産運用の収益源は、プライベートエクイティ（PE）投資である。ゴールドマン・サックスは、マーケット、投資銀行といった伝統的な業務において、業界トップクラスの競争力を維持しながら、成長性が高いPE投資に本格的に進出して、これを成功させた。

コロナ危機後、ブラックストーン・グループ、アポロ、KKRなどPEファンド運用会社の利益が大きく増加している。ちなみに、最大手のブラックストーンの時価総額は2019年末から今年9月末（15.5兆円）までに4.7倍に増加した。ゴールドマン・サックスの投資は、業種別には、TMT（通信・メディア・テク

ノロジー）、金融、不動産、ヘルスケアが全体の78%を占めており、これらはコロナ危機後の株価上昇の恩恵が大きい。

ただし、ファンドの運用収入に依存するブラックストーンと異なり、ゴールドマン・サックスは自己投資の構成比が高く、その分、収益の安定性に課題がある。このため、長期的には、自己投資の構成比を引き下げて、ファンドの運用報酬主体に転換する方針である。

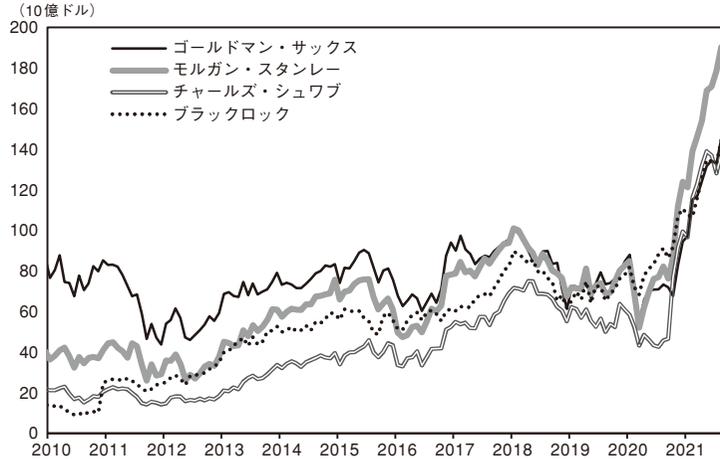
■ 5. 時価総額でゴールドマン・サックスを抜いたモルガン・スタンレー

名門投資銀行であるモルガン・スタンレーは、ビジネスモデルを抜本的に改革することに成功した。2010年代に、本格的にリテール証券業務に進出し、世界最大の総合証券会社に変身した。

モルガン・スタンレーは、銀行と証券の兼営を禁じるグラス・スティーガル法（1933年）により、1935年に、JPモルガンの証券部門が分離独立したのが発祥である。1997年に、リテール証券会社であるディーン・ウィッター・ディスカバーを買収し、リテール証券事業に本格参入した。

しかし、リーマン危機時に経営危機に陥り、三菱UFJフィナンシャルグループの出資を受けた。2010年に、リテール事業に強いジェームス・ゴーマン氏がCEOに就任し、スミス・バーニー、Eトレードなどのリテール証券

図表5. モルガン・スタンレー、チャールズ・シュワブ、ゴールドマン・サックスの時価総額の推移



出所:ブルームバーグ

を買収した。

今年上半期のセグメント別純利益は、非リテール証券（マーケット、投資銀行）が59%、リテールが33%、資産運用が8%である。モルガン・スタンレーは株式に強い特徴がある。マーケット部門が非リテール部門の純収益の68%を占め、かつ、株式が同36%を占め、主力事業である。ヘッジファンド向けなどのプライムブローカレッジ業務において、ゴールドマン・サックスと並んで業界トップクラスである。投資銀行の収入は業界3位であるが、これも株式の構成比が高い。

リテール証券業務については、第2回で詳述した。マネージド・アカウント（MA、営業員による一任運用）に重点を置いて、残高連動収入を拡大している。単に、資産運用のみならず、税務、不動産、事業承継、企業売買、慈善事業など、総合的な資産運用コンサ

ルティングができることが特徴である。

前述のように、純利益では、ゴールドマン・サックスの方が大きいですが、時価総額では、モルガン・スタンレーの19.5兆円と、ゴールドマン・サックスの14.6兆円を上回る。これは、株価収益率（PER、今期予想）が13.6倍と高いからである（ゴールドマン・サックス9.2倍）。同じく、チャールズ・シュワブ（時価総額15.1兆円）のPERは22.1倍である。このように、市場はリテール部門の安定収益を高く評価していると考えられる。

6. 日本の証券会社の経営に対する示唆

日本でも、コロナ危機後の株式、債券の相場上昇の恩恵を受けて、大手証券会社のマーケット部門の収益は好調である。ただし、こ

れは一過性であるため、米国同様、常にビジネスモデルの進化が期待される。

日本の証券会社が、米国の経営から学ぶべきものは、「顧客と共に栄えるリテールビジネスモデルの構築」である。前述のように、米国では、リテール業務に強い証券会社は株価のバリュエーションが高い。これは、残高収入重視のビジネスモデルによって、リテール業務は成長力が高く、かつ安定性が高いからである。

MAを運用する米国の財務コンサルタントの多くは、資産運用だけではなく、タックスマネジメント、不動産投資、事業承継、M&A、慈善事業などについて、総合的なコンサルティングを行う。これらがMAの残高に対して顧客が年1%前後のフィーを取ることができる付加価値の源泉である。

米国のMAにおいては、投資対象は残高報酬率が低い上場投資信託（ETF）やインデックスファンドが主体であり、日本の投信ラップのように、残高報酬率が高いテーマ型投信が組み込まれることはほとんどない。

MAにコストの高いテーマ型投信を組み込むと、その分、顧客の投資収益率が低下し、結果として、顧客の満足度が低下する。これにより、財務コンサルタントと顧客双方に不利益が発生する。よって、米国では、営業員が顧客の支払う手数料を少なくするインセンティブが働いている。こうして、米国リテール証券会社は顧客と共に栄えることに成功している。

日本のリテール証券業では、営業員は金融商品の推奨、販売が主たる業務であるが、手数料重視から残高収入重視に転換しようとしている。しかし、これは、投信ラップ口座やテーマ型投信の資産積み上げが中心であり、MAを中心とする米国の残高収入重視とは似て非なるものである。

投信ラップでは、ラップと投信の残高報酬が二重取りになっており、その分、顧客の利益が減少することが多い。つまり、日本では、営業員が顧客の支払う手数料を少なくするインセンティブを生むようなビジネスモデルの設計が必要である。

モルガン・スタンレーは、ゴーマンCEO就任後、売買手数料重視から残高報酬重視にビジネスモデルを大きく転換した。つまり、経営者の能力と意思次第で、「顧客と共に栄えるリテールビジネスモデルの構築」は可能であることを示す。世界的にみても、日本の証券会社の経営者の能力は高いが、同時に志がたいへん高いことで知られる。よって、今後、日本の証券会社の成長力は高まり、時価総額が大いに増加するものと期待される。

(注1) PwC, "How to balance a digital strategy with the branch | Three steps to position for tomorrow's consumer" , June 2019

(注2) JPMorgan Chase, "JPM at the Barclays Financial Services Conference" , Transcript, September 14, 2021

(注3) Goldman Sachs, "A Brief History of Goldman Sachs" , November 1, 2020

