

世界の金融機関は多角化戦略で成長する 証券会社経営の未来(5)



一橋大学大学院 経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**

1. コロナ危機でも成長が加速する世界の金融機関

新型コロナウイルス感染症に起因する経済危機にもかかわらず、海外では、競争力のある金融機関の業績は大きく改善し、これらの株価は大きく上昇している。一方、日本の証券会社の成長力や株価上昇率は、米国と比較

して劣る。それには、マクロ環境の違いだけではなく、デジタル対応を含むビジネスモデル構築力の影響も大きいと考えられる。そこで、以下、米国の金融機関の高成長をもたらした要因を分析し、日本の証券会社の経営に対する示唆を得る。

世界の金融業の成長企業は、資産運用や投資に強いという共通点がある。2020年代の先進国金融機関時価総額増加額1位チャールズ・シュワブ、2位モルガン・スタンレーは、個人向け資産運用サービスが成長を牽引している。非上場企業であるが、フィデリティは資産運用業からリテール証券業に進出し、世界最大のリテール証券会社となった。

5位は、プライベート・エクイティ（PE）投資が急成長しつつあるゴールドマン・サックス・グループ（以下、ゴールドマン）は、純利益が証券会社の中でトップになった。2021年1－9月期の資産運用部門の純利益は全体の33%を占め、それらの中心のPE投資である。

目次

1. コロナ危機でも成長が加速する世界の金融機関
2. 急成長するPEファンドと不動産投資事業
3. 活発化する海外のPEファンドによる投資
4. 多角化戦略で成長する日本の金融機関の例
5. 日本の証券会社経営に対する示唆

(図表1) 先進国金融機関時価総額増加額上位10社 (2020年代)

上位10		国	時価総額 (兆円)	増加額 (兆円)	株価騰落率
1	チャールズ・シュワブ	米国	17.5	10.8	76.8%
2	モルガン・スタンレー	米国	19.4	10.3	92.0%
3	ブラックストーン	米国	17.1	9.8	131.3%
4	ブラックロック	米国	15.4	6.8	82.1%
5	ゴールドマン・サックス・グループ	米国	14.7	5.4	66.4%
6	バンク・オブ・アメリカ	米国	40.1	5.2	26.3%
7	S&Pグローバル	米国	12.5	5.2	72.8%
8	EQT	スウェーデン	6.0	4.7	352.7%
9	KKR	米国	7.2	4.5	155.4%
10	RBC	カナダ	16.6	4.2	30.7%

(注) 2021年末現在、1ドル110円で換算。2019年末未上場企業除く。

(出所) ブルームバーグ

米国の伝統的な金融機関が大胆にビジネスモデルを転換して成長している。JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ（6位）は、デジタル戦略を強化している。指数算出会社であるS&Pグローバル（7位）、MSCIは、デジタル・トランスフォーメーション（DX）に成功し、金融情報に強いフィンテック企業として成長している。

上位10社中、同3位のブラックストーン、8位EQT、9位KKRと、PEファンド運用会社が3社を占める。一方で、上場株式会社を中心とする運用会社は10社中4位ブラックロック（世界最大の資産運用会社）のみがランクインする。

2. 急成長するPEファンドと不動産投資事業

PEファンドは非上場企業の株式を中心に

投資するものであり、主に、①ベンチャーキャピタル・ファンド、②バイアウト・ファンドに分かれる。後者は、不動産、インフラなどにも投資することがある。ファンドは、投資家の投資額（コミットメントベース）に対して年2%の運用報酬、そして20%の成功報酬を受け取ることが一般的である。

世界の運用会社の時価総額上位7社のうち、5社がPEファンドであるが、いずれもバイアウト・ファンドである。以下、PEファンドはバイアウト・ファンドを指すものとする。

世界のPEファンド業界は、コロナ禍にもかかわらず活況を呈している。2021年1－9月のPE案件の金額は、132兆円と2020年全体の69兆円の2倍を超える見通しであり、2007年に記録した史上最高額93兆円を大きく上回る（出所：Dechert）。

PEファンドの中で、資産額、利益、時価

(図表 2) 世界の運用会社時価総額上位10社 (PE太字)

	(兆円)	国	時価総額	株価騰落率 (過去 5 年)
1	ブラックストーン・グループ	米国	17.1	378.7%
2	ブラックロック	米国	15.4	140.6%
3	ブルックフィールドAM	カナダ	10.4	161.3%
4	KKR	米国	7.2	384.1%
5	EQT	スウェーデン	6.0	—
6	バンク・オブ・ニューヨーク・ Mellon	米国	5.3	22.6%
7	パートナーズ・グループHD	スイス	4.9	216.9%
8	ティー・ロウ・プライス・グループ	米国	4.9	161.3%
9	ステート・ストリート	米国	3.7	19.7%
10	アメリプライズ・フィナンシャル	米国	3.7	171.9%

(注) 2021年末現在、1ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ

総額などにおいて、ブラックストーンは群を抜いている。バイアウト以外にも、不動産、クレジットなど事業を多角化し、かつグローバル化して、スケールメリットを活かした投資を行う。2020年第4四半期～2021年第3四半期（過去12ヵ月）の利益構成比は、不動産44%、PE38%、ヘッジファンド11%、クレジット・保険6%である。ファンドに強く、自己投資依存度が低いため、利益成長の安定性が高い。

ブラックストーンは、世界最大級の不動産投資会社でもある。旗艦ファンドであるブラックストーン不動産インカムトラスト（一般投資家向けの非上場不動産投資信託）は、2017年の設定来、総資産8.6兆円、純資産5.3兆円に増加した（2021年11月末時点）。設定来投資収益率（年率）は13.1%、分配金利回り4.8%、レバレッジ比率35%である。成長性の高い米南部、西部の住宅や物流に重点的

に投資したのが成功している。

運用資産2位のアポロ・グローバル・マネジメント（以下、アポロ）はプライベート・クレジット（未公開企業の社債、資産担保証券、リースなど）投資に強みを持つ。セグメント利益はクレジットが最大であり、バイアウト・ファンドがそれに次ぐ。同4位のKKRは、伝統的なバイアウト事業に強みを持つ。KKRは保険会社グローバル・アトランティック、アポロは同アテネ・ホールディングを買収し、資産額を伸ばしている。

ゴールドマンは、コロナ危機後、PE投資が急成長している。資産運用のセグメント別純収益が、2007年16%から2021年1－9月期には26%に拡大した。ただし、自己投資中心であるため利益の安定性の点で、ブラックストーンなどと比較して、市場の評価が劣る。今後は、PEファンド事業を強化する戦略である。

(図表 3) 世界のPE会社の運用資産上位10社 (2020年末、非上場は一)

	(10億円)	国	資産	時価総額	純利益
1	ブラックストーン・グループ	米国	619	17,130	115
2	アポロ・グローバル・マネジメント	米国	456	1,981	17
3	ニューバーガー・バーマン	米国	405	—	—
4	KKR	米国	252	7,174	220
5	カーライル・グループ	米国	246	2,153	38
6	CVCキャピタル	ルクセンブルク	109	—	—
7	TPGキャピタル	米国	85	—	—
8	ビスタ・エクイティ・パートナーズ	米国	73	—	—
9	アドベント・インターナショナル	米国	66	—	—
10	ウォーバーク・ピンカス	米国	58	—	—

(注) 1 ドル110円で換算。時価総額は2021年末時点、純利益は2020年度。

(出所) Investopedia、各社資料

3. 活発化する海外のPEファンドによる投資

日本のPEファンドによる年間案件総額は1.1兆円(2020年)と、諸外国と比較して小規模にとどまる^(注1)。非上場化案件、大企業を中心とした事業売却(スピンオフもしくはカーブアウト)に、買収企業として登場する事例が見受けられる。

日本に拠点を置く海外のPEファンドは、国内ファンドと比較して、大規模案件を手掛ける傾向にある。2018年に、ベインキャピタルが東芝から東芝メモリの株式を約2兆円で取得した。金額上位10件のうち8件は外資系ファンドによるものである。

さらに、ブラックストーンやゴールドマンは日本の不動産に積極的に投資している。ブラックストーンは、2020年に、安邦保険集団

(中国)から大都市圏中心に賃貸マンション約220棟を約3,000億円、また、アジア系ファンドPAGからオフィスビルや商業施設などを約1,100億円で一括取得した。2021年に、近鉄グループホールディングスの24ホテルのうち「都ホテル京都八条」(京都市)など8施設を約600億円で買収した。ゴールドマンは、旧クラリオン本社ビルなどを取得した。

4. 多角化戦略で成長する日本の金融機関の例

日本の一部の金融機関はビジネスモデルの多角化に成功して、成長している。リースや投資事業に強いオリックス、暗号資産事業が成功したマネックスグループ、データ関連事業が好調な日本取引所グループ、オンライン金融サービスのトップ企業SBIホールディングス(以下、SBI)が代表例である。

(図表4) 日本におけるPEファンドのM&A

	発表年	対象企業	買収企業	金額 (10億円)
1	2017	東芝メモリ	ベインキャピタル	2,000
2	2019	ユニゾホールディングス	ローン・スター	557
3	2011	すかいらく	ベインキャピタル	258
4	2006	すかいらく	野村プリンシパル・ファイナンス	362
5	2016	マレリ	KKR	346
6	2008	足利銀行	野村フィナンシャル・パートナーズ等	280
7	2020	アリナミン製薬	ブラックストーン	242
8	2017	日立国際電気	KKR	257
9	2003	ソフトバンクテレコム	リップルウッド	261
10	2007	アリスタ・ライフサイエンス	ペルミラ	250

(注) 完了案件ベース。

(出所) ブルームバーグ

一方、メガバンクなど日本の伝統的な金融機関の多くの成長力は高くない。2020年代に、伝統的な金融機関の中で時価総額増加額が大きいのが、アクティビスト対応（増配など）が効果を上げている第一生命ホールディングスである。

オリックスの成長は、証券会社の経営によって様々な示唆を与えてくれる。オリックスは、積極的なM&Aによって、ビジネスモデルを進化させることに成功し、投資業など証券周辺業務が成長を牽引している。リース業を祖業（オリエンタリース）とするが、現在の国内リースの構成比は20%前後にとどまる。

オリックスは投資会社の色彩を強めており、そのビジネスモデルは、ブラックストーン同様、不動産とPE投資を融合しているという特徴がある。オリックスの評価すべき点は、国内のみならず、海外でこれらの事業を

成功させつつあることである。その時価総額3.0兆円は、日本を代表する証券会社である野村ホールディングス（1.6兆円、以下、野村HD）と大和証券グループ本社（1.1兆円、以下、大和証券）を大きくしのぐ。

2021年度上期のセグメント利益は2,401億円であり、そのうち売却益が666億円（全体の28%）である。過去3期、売却益は1,000億円前後あり、利益全体（3～4,000億円台）の23～33%前後を占める。売却益の大半が不動産と米国を中心とするPE投資である。海外事業（今上半期の税引前純利益貢献度は46%）は、資産運用業や不動産関連が主体である。不動産は、買収した大京が中核企業の一つである。

オリックスの投資の特徴は、買収にも積極的だが、売却にも積極的であることである。オリックスは会計ソフト大手の弥生をKKRに売却することを発表した（約2,400億円で

(図表 5) 日本の金融機関時価総額増加額上位、下位10社 (2020年代)

上位10	時価総額 (億円)	増加額 (億円)	株価騰落率	下位10	時価総額 (億円)	減少額 (億円)	株価騰落率
1 オリックス	30,182	6,193	29.6%	みずほFG	37,149	-5,586	-13.1%
2 第一生命HD	25,974	4,205	28.0%	野村HD	16,223	-3,460	-11.0%
3 日本取引所グループ	13,505	3,154	30.5%	アコム	5,185	-2,748	-33.4%
4 SBIホールディングス	7,679	2,203	35.4%	三井住友TH	14,422	-1,854	-11.4%
5 MUFG	82,999	1,922	5.3%	セブン銀行	2,807	-1,415	-33.5%
6 大和証券グループ本社	11,024	1,626	17.3%	クレディセゾン	2,242	-1,283	-36.4%
7 マネックスグループ	1,875	1,161	161.6%	SMFG	54,191	-1,258	-2.4%
8 東京海上HD	44,584	1,139	4.5%	イオンフィナンシャルサービス	2,683	-1,048	-28.1%
9 SOMPOホールディングス	16,895	841	13.0%	ほくほくフィナンシャルグループ	1,994	-767	-20.7%
10 東京センチュリー	6,865	627	-4.6%	オリエントコーポレーション	2,148	-745	-24.2%

(注) 2021年末時点。2019年末非上場企業、経営統合の三菱HCキャピタル、自社株消却のゆうちょ銀行、かんぽ生命、コード変更銘柄除外。

(出所) Astra Manager

売却)。7年前の購入価格は約800億円であり、この間3倍になった。弥生は、急成長中のSaaS（ソフトウェア・アズ・ア・サービス）企業であるが、それでも売却を厭わない。

金融と不動産はビジネスとして親和性が高い。金融資産を持つ富裕層は、多額の不動産を所有していることが多い。近年、経営力の優れる不動産会社が、証券会社の本業に近い資産運用、事業継承、相続などに進出している。こうして、不動産会社は証券会社の領域に進出して成長している。

不動産業で2020年代の時価総額増加額1位が、首都圏の戸建住宅建築、販売を中核事業とするオープンハウスグループ（時価総額7,592億円、3,985億円増）である。2021年度の国内外の投資用不動産事業の営業利益は175億円（全体の17%、前期128億円）と順調に成長している。霞が関キャピタル（不動

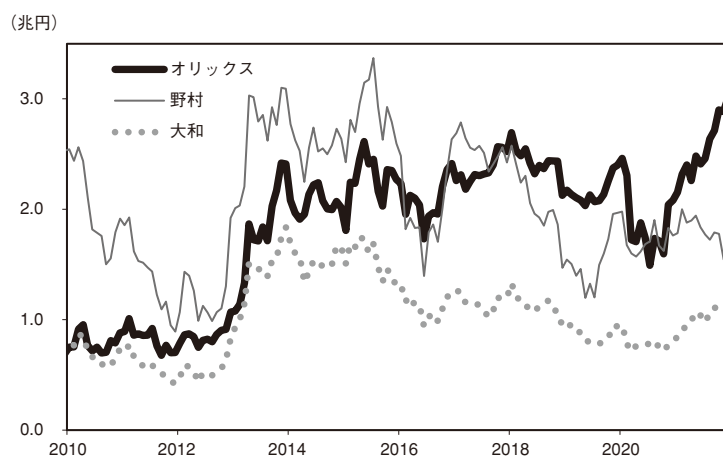
産コンサルティング事業）、ウェルス・マネジメント（ホテルREITに注力）、青山財産ネットワークス（総合財産コンサルティングサービス）も、不動産と資産運用の重なる分野を中核事業として、成長している。

5. 日本の証券会社経営に対する示唆

世界の金融業で成長している企業の条件は、①徹底したデジタル化（例：チャールズ・シュワブ、ブラックロック）、②デジタル化が困難な分野に集中（例、ブラックストーン、オリックス）、に大別される。言い換えると、中途半端なデジタル戦略で成功するのは難しい。

このうち、日本の伝統的な大手金融機関が、デジタル戦略で勝ち抜くのは容易でないと考

(図表 6) 野村HD、大和証券、オリックスの時価総額推移



(出所) Astra Manager

えられる。歴史的に、大手銀行、大手証券がオンライン金融サービス業に進出したが、多くは撤退を余儀なくされている。

GAFAに代表されるように、オンラインビジネスにおいて、プラットフォームが重要であることは広く知られている。オンライン金融サービスにおいても、証券、銀行、保険、カードなどを総合的に提供するプラットフォーム構築が重要である。オンライン金融サービス業では、証券サービスのみを提供しても、手数料率が低下する中で、収益化することは容易でない。米国では、昨年上場したロビンフッドの時価総額は上場直後に6.5兆円に達したが、昨年末には1.7兆円に減少した。

日本では、SBIと楽天グループが強固な総合プラットフォームを構築している。SBI証券はグループ内に国内最大級のベンチャーキャピタル・ファンド事業を持つため、株式新

規公開の引き受け実績は80件（2020年）が業界1位である。楽天証券はグループ内に国内最大級のクレジットカード事業とオンラインショップ事業を持つため、ポイントを用いたシナジー効果が大きい。このように、両社は、グループ内の他の事業とのシナジーが大きいことが特徴である。

また、大手銀行、証券がブロックチェーンなどを用いる新事業を開発しているが、仮に事業化できたとしても、その利益貢献は限定的なものにとどまるであろう。米国でも、ブロックチェーン関連事業で成功している主要な事業は暗号資産のみである。

証券会社は、銀行と比較して、周辺業務参入の規制が厳しくない。このため、高収益・高成長の非デジタル分野に進出することは有力な成長戦略となりうる。たとえば、日本M&Aセンターホールディングス（時価総額

9,494億円)、アイ・アールジャパンホールディングス(同1,226億円)など、証券業務と関連の深い周辺業務の企業が大きく成長している。

また、PE、不動産など本業と相乗効果の高い非デジタル分野に進出することが有力な戦略である。そして、証券業務と大きなシナジーが期待できるのは、不動産を含むPEファンドであると考えられる。非上場証券投資のために、野村HDは野村キャピタル・パートナーズ、大和証券は大和PIパートナーズを保有する。

歴史的に、大手証券は周辺分野への多角化に成功してきた。野村HD(時価総額1.6兆円)はかつて子会社であった野村総合研究所(同3.0兆円)の株式の17.5%、野村不動産ホールディングス(同4,832億円)の株式の35.5%を保有する。現在、野村HDは、プライベート市場に注力する。非上場企業の投資会社として、2021年に、野村スパークス・インベストメント(野村HDとスパークス・グループの共同出資)、日本グロースキャピタル投資法人を設立した。

大和証券は不動産投資信託(REIT)に注力してきた。大和証券オフィス投資法人は東京主要5区のオフィス、大和証券リビング投資法人は賃貸住宅・ヘルスケア施設に特化している。2019年に、大和証券はサムティと資本提携し、17.3%の株式を保有する筆頭株主となった。サムティ・レジデンシャル投資法人は、主要地方都市のレジデンスに投資する

REITであり、大和証券と提携する。

前述のように、オリックスや不動産会社が、証券業に近い領域に多角化して成長している。日本の大手金融機関がグローバルなプライベート投資や不動産業で成長することが可能であることは、オリックスが証明済みである。

このように、これらの分野で多角化戦略を加速することが証券会社の有力な成長戦略となろう。結論として、ビジネスモデルを進化させることのできる経営者が率いる証券会社は、大きく成長するであろう。

(注1) 日本プライベート・エクイティ協会「日本におけるプライベート・エクイティ市場の概観」(ベイン・アンド・カンパニー作成)参照。

