

機関投資家が推進するガバナンス改革

歴史的視点からのコーポレートガバナンス改革の諸問題(5)・最終回



一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**

1. 大きく変化する世界の金融機関の経営

株主としての金融機関は、コーポレートガバナンスに大きな影響を与えてきた。「歴史的視点からのコーポレートガバナンス改革の諸問題」の最終回は、世界の金融機関の経営の進化を概観し、資産運用業がコーポレート

〈目次〉

1. 大きく変化する世界の金融機関の経営
2. 米国のリテール証券会社の成長と進化
3. プライベートエクイティ運用会社が成長
4. 資産運用業の改革はガバナンス改革を促進した
5. 日本でも資産運用業のガバナンスに対する影響が高まる
6. 運用会社のエンゲージメント能力の向上が期待される

ガバナンス改革に与える影響について検討する。

過去10年間に、世界の金融機関の序列は大きく変化した(2023年末時点、1ドル140円で換算、以下同)。とりわけ、2020年の新型コロナウイルス感染症に伴う経済危機がデジタル化を加速したため、格差が一段と拡大した。以下、世界の金融業の変化を概観する。なお、パークシャー・ハサウェイは除外する。

特徴の第一は、フィンテック企業の成長である。決済は、テクノロジーの進化と経済・金融のグローバル化の恩恵が最も大きかった。金融機関で、過去10年間の時価総額増加額はビザが57兆円(先進国1位)、マスターカードが42兆円(同2位)と、伝統的金融機関であるJPモルガン・チェースの38兆円(同3位)、ブラックストーンの20兆円(同4位)、バンク・オブ・アメリカの14兆円(同5位)を上回る。

さらに、フィンテック企業間で格差が拡大

(図表1) 先進国金融機関時価総額上位10社

2013年末	国	時価総額 (兆円)	2023年末	国	時価総額 (兆円)
1 ウェルズ・ファーゴ	米国	33.5	ビザ	米国	73.3
2 JPモルガン・チェース	米国	30.8	JPモルガン・チェース	米国	68.8
3 HSBCホールディングス	英国	28.9	マスターカード	米国	56.0
4 バンク・オブ・アメリカ	米国	23.1	バンク・オブ・アメリカ	米国	37.3
5 シティグループ	米国	22.1	ウェルズ・ファーゴ	米国	25.0
6 ビザ	米国	15.8	ブラックストーン	米国	22.2
7 オーストラリア・コモンウェルス銀行	豪州	15.7	HSBCホールディングス	英国	21.8
8 バンコ・サンタンデール	スペイン	14.2	モルガン・スタンレー	米国	21.4
9 BNPパリバ	フランス	13.6	カナダロイヤル銀行	カナダ	20.0
10 カナダロイヤル銀行	カナダ	13.6	アメリカン・エキスプレス	米国	19.1

注：1ドル140円で換算。2023年末時点の上場企業対象。パークシャー・ハサウェイ除く。出所：QUICK FactSet

(図表2) 先進国金融機関純利益上位10社

2013年度	国	純利益 (兆円)	2023年度	国	純利益 (兆円)	増減 (兆円)
1 ファニーメイ	米国	11.8	JPモルガン・チェース	米国	6.9	4.5
2 フレディマック	米国	6.8	UBSグループ	スイス	4.1	3.6
3 ウェルズ・ファーゴ	米国	3.1	バンク・オブ・アメリカ	米国	3.7	2.1
4 JPモルガン・チェース	米国	2.4	HSBCホールディングス	英国	3.7	1.4
5 HSBCホールディングス	英国	2.3	ウェルズ・ファーゴ	米国	2.7	-0.4
6 シティグループ	米国	1.8	ビザ	米国	2.4	1.7
7 バンク・オブ・アメリカ	米国	1.6	ファニーメイ	米国	2.2	-9.6
8 AIG	米国	1.3	バンコ・サンタンデール	スペイン	1.7	0.9
9 カナダロイヤル銀行	カナダ	1.1	BNPパリバ	フランス	1.6	0.8
10 ゴールドマン・サックス・グループ	米国	1.1	マスターカード	米国	1.6	1.1

注：1ドル140円で換算。2023年末時点の上場企業対象、パークシャー・ハサウェイ除く。UBS、HSBC、ファニーメイ、BNPパリバの2023年度純利益はFactSet予想。出所：QUICK FactSet

している。インテュイト（財務・税務ソフトウェア、時価総額24兆円）、S&Pグローバル（金融データサービス、20兆円）が急成長した。一方で、ブロック（旧スクウェア）の株価は2021年高値から最大86.6%下落、コインベース・グローバル（暗号資産交換業者）

は同92.7%下落、ロビンフッド・マーケットツ（オンライン証券）は同92.0%下落した。

第二は、伝統的な金融機関では、JPモルガン・チェースが一人勝ちしている。2023年度の純利益は6.9兆円と、2位以下を大きく上回る。

JPモルガン・チェースの最大の強みは、チェースブランドで展開する米国リテール事業である。米国金利上昇の恩恵を受けて、預金マージンは2021年の1.27%から2023年に2.84%に上昇した。同事業の営業利益（4.9兆円、2023年）は全体の47%を占め、自己資本利益率（ROE）は38%（全体は17%）と高水準である。

とりわけ、「支店減、出店地域増」の戦略が成功した。支店数は2017年末5,130店から2022年末4,787店と減少した。しかし、出店している州の数は23州から48州に大きく増えた。支店数を減らしても、デジタル化によって、収益増を実現した。

投資銀行業務では、JPモルガン・チェースは、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーをしのいで世界首位である。グローバル・バンキング業務（為替取引、貸付、信託業務など）では圧倒的に他の商業銀行をしのぐ。

第三は、欧州の金融機関の凋落である。2009年にギリシャ危機が発生し、2012年には欧州通貨危機が深刻化した。その結果、2010年代を通じて、欧州ではマイナス金利が続き、商業銀行の業績は低迷した。

さらに、大陸欧州のユニバーサルバンクが買収した英米の投資銀行の経営が失敗した例も少なくない。クレディ・スイスは1988年に米国名門投資銀行であるファーストボストンを買収した。しかし、2022年にはアルケゴス事件で1.2兆円の純損失を計上するなど経営

に失敗し、2023年にUBSグループが買収された。

■ 2. 米国のリテール証券会社の成長と進化

米国の大手独立系証券会社は、上場企業ではモルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、チャールズ・シュワブ、そして非上場ではフィデリティの4社に集約された。

チャールズ・シュワブとフィデリティはリテール証券だが、ビジネスモデルは大きく異なる。フィデリティは、元々、世界最大の資産運用会社であった。投信の直接販売で成功し、リテール証券業に進出した。その後、世界最大級の個人資産運用サービス会社になった。顧客管理資産は1,600兆円、運用資産は600兆円である（2023年9月末時点）。

チャールズ・シュワブは、元々、ディスカウントブローカーであった。2000年に、USトラストを買収し、銀行持株会社となった（現在、金融持株会社）。2023年12月期の純金利収入は全体の50%、資産管理収入が25%を占め、トレーディング収入は17%を占めるに過ぎない。2019年に最初に株式手数料を無料化し、ロボアドバイザーも無料で提供している。

富裕層を対象とする証券業は、モルガン・スタンレーとメリルリンチが大手である。バロンズ誌のランクする2023年フィナンシャルアドバイザー上位100によると、モルガン・スタンレー上位10名中7名を占める。トップ

(図表 3) 先進国の証券会社時価総額上位10社

(兆円)	国	時価総額	増加額 (過去10年)	純利益 (2023年度)	
1	モルガン・スタンレー	米国	21.4	12.9	1.3
2	ゴールドマン・サックス・グループ	米国	17.6	6.4	1.2
3	チャールズ・シュワブ	米国	17.6	12.9	0.7
4	マッコリー・グループ	豪州	6.8	4.5	0.3
5	インタラクティブ・ブローカーズG	米国	4.9	4.7	0.1
6	レイモンド・ジェームス・ファイナンシャル	米国	3.3	2.2	0.2
7	LPLファイナンシャル・ホールディングズ	米国	2.4	1.7	0.2
8	野村ホールディングス	日本	2.0	-2.1	0.1
9	ロビンフッド・マーケット	米国	1.6	—	-0.1
10	大和証券グループ本社	日本	1.5	-1.0	0.1

注：1ドル140円で換算。2023年度純利益は、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、インタラクティブ・ブローカーズ、レイモンド・ジェームスは実績（2024年1月16日発表時点）、その他はFactSet予想。出所：QUICK FactSet

1200では、メリルリンチが196名を占める。

独立ファイナンシャルアドバイザー（IFA）が成長しており、つれて、IFA向けプラットフォーム業務を提供するレイモンド・ジェームズ、LPLファイナンシャルが成長しつつある。

総合資産運用助言会社である登録投資アドバイザー（RIA）が急成長していることにも注目したい。RIAは、日本におけるプライベートバンク事業に近い。資産運用、ファイナンシャル・プランニング（FP）、タックス・マネジメント、不動産、相続、企業売買（M&A）、事業承継など総合的なサービスを提供する。

この分野で評価が高いのが、バロンズのRIAランキングでは4年連続1位に評価されるエデルマン・ファイナンシャルエンジンズである。同社はシリコンバレーに本社を置き、テクノロジー企業の従業員向けの確定拠出型年金（DC）に関わるサービスに強い。ロボ

アドバイザーの運用額ではバンガードと並ぶ大手であるが、付加価値の源泉はFPを中心とする人生設計などである。

3. プライベートエクイティ運用会社が成長

コーポレートガバナンス改革という観点で注目されるのが、資産運用会社の進化である。過去10年間の資産運用業界の構造変化の特徴は、①パッシブ運用の成長、②代替投資（PE、ヘッジファンドなど）の成長、③アクティブ運用の衰退、である。資産運用業では、①低付加価値だが圧倒的な量を追求するパッシブ運用、②量は限られるものの付加価値が高い代替投資、の両極が大きく成長し、一般的なアクティブ運用は衰退していった。テクノロジーの進化、ITコストの低下、証券取引所

(図表 4) 先進国上場運用会社時価総額上位10社 (PE太字)

2013年末	国	時価総額 (兆円)	2023年末	国	時価総額 (兆円)
1 UBSグループ	スイス	10.2	ブラックストーン	米国	22.2
2 ブラックロック	米国	7.5	ブラックロック	米国	16.9
3 フランクリン・リソーシズ	米国	5.1	UBSグループ	スイス	15.0
4 インベスター	スウェーデン	3.7	KKR	米国	10.3
5 ブルックフィールド	カナダ	3.3	インベスター	スウェーデン	9.9
6 Tロウプライス・グループ	米国	3.1	ブルックフィールド	カナダ	8.8
7 リーガル・アンド・ゼネラルグループ	英国	3.1	アポロ・グローバル・マネジメント	米国	7.4
8 インベスコ	米国	2.3	パートナーズ・グループHD	スイス	5.4
9 ブラックストーン	米国	2.1	アレス・マネジメント	米国	5.1
10 グループ・ブリュッセル・ランバート	ベルギー	2.1	EQT	スウェーデン	4.9

注：1ドル140円で換算。2023年末時点の上場企業対象。出所：QUICK FactSet

の執行能力の向上などにより、ETFやヘッジファンドには大きな恩恵が生じた。

資産運用会社は、上場株式や債券の運用に強い企業と、非上場株式に強い企業とに大別される。前者の成長力は低い。運用報酬引き下げ競争が激しく、S&P500連動の投信、ETFの報酬率は年3ペーシス前後が多い。世界の公募投信純資産額上位10本はすべてインデックス・ファンドである。ETFの資産は、2013年末の320兆円から2023年末の1,610兆円へと急成長した（出所：ETFGI）

世界最大の運用資産額を持つブラックロックに運用資産額2位バンガード（非上場）、3位フィデリティと、パッシブ運用会社が続く（2022年末）。世界最大のETFであるSPDR（ステート・ストリーートのS&P500連動ETF）の経費率は9ペーシスである。ただし、資産は68兆円もあるので、年間収入は

640億円である。ステート・ストリーートの時価総額は3.3兆円（過去10年間で1.2兆円減少）と低い。

後者は成長力が高い。代表格は、世界最大のプライベートエクイティ運用会社であるブラックストーンである。過去10年間に、ブラックストーンの時価総額は20.0兆円増加し、22.2兆円となった。これは、他のPE運用会社を圧倒的に上回る。

ブラックストーンは2007年にオフィスビルREITを買収し、不動産業務に本格進出した。現在、世界最大の不動産投資家であり、2023年のセグメント利益では不動産が45%を占める。ステイーブン・シュワルツマンCEOの2022年度の報酬は354億円とS&P500構成企業では最高であった（2位はアルファベットのピチャイCEO、316億円）。

■ 4. 資産運用業の改革はガバナンス改革を促進した

2001年のエンロン事件、2008年のリーマン危機と、歴史的な大型証券不祥事が発生した。証券取引委員会（SEC）は多くの証券会社や銀行の不祥事を摘発し、厳しい経営改革を迫った。また多くの訴訟が発生し、これらは多額の罰金や損害賠償を支払った。こうして、顧客と証券会社の利益相反が厳しく監視されるようになった。

その結果、2010年代には、証券会社の営業員が、受託者責任を負う一方、投資内容に広い裁量を持つレップ・アズ・ポートフォリオ・マネージャーの利用が拡大した。これは、営業員がSECに登録して、投資顧問業者となるものである。

その後、証券会社の営業員が顧客資産を一任運用するマネージド・アカウント（MA）が広く普及した。これは、売買手数料を徴収しないため、証券会社と投資家の利益相反は小さくなった。こうして、リテール証券会社が「顧客とともに栄える」というビジネスモデルが定着した。

MAにおいては、投資対象（例：投信）の運用コストが低い方が、顧客の利益になる。これが、結果的に営業員の利益にもなるため、ポートフォリオに組み込む投信はインデックス・ファンドやETFが中心となった。こうして、資産運用の付加価値は、運用会社から

証券会社に移転した。結果として、運用会社全体の収益は伸び悩み、競争に勝ち抜いたりテール証券会社が成長している。

2001年のエンロン事件、2008年のリーマン危機を経て、社外取締役増ではガバナンスが改善できないことが明らかとなった。エンロンの取締役数17名のうち社外取締役15名（構成比88%、2001年）、リーマン・ブラザーズは11名中10名（同91%、2008年）であった。そこで、2000年代以降、株主が経営に介入することを容易にすべく法制度が整備された。

パッシブ化が進んだ結果、ブラックロック、バンガード、ステート・ストリートは米国の株式（S&P500）の合計21%を保有し（2023年末時点、出所：QUICK FactSet）、これら3社の議決権行使は大きな影響を与える。また、議決権行使助言会社であるISSやグラスルイスの影響力も高まった。アクティビストの提案であっても、合理的であれば、議決権行使助言会社が賛成を推奨することがある。その結果、少ない株式取得でアクティビスト活動が成功する例が増えてきた。

2021年に、アクティビストのエンジン・ナンバーワンが、エクソンモービルのGHG削減計画を批判し、委任状合戦により、最終的に3人の取締役を送り込むことに成功した。委任状合戦で環境問題がテーマとなった初の事例である。同社の保有比率は0.1%以下であったが、大手運用会社や議決権行使アドバイザーの支持を得たことが大きかった。

最近、アクティビスト活動が成功し株価が

大きく上がった企業が、セールスフォースである。2022年に、スターボードバリューから、営業利益率の引き上げを求められた。エリオット・マネジメントも、同社に対し経営改革や取締役選任を求めていた。2023年1月に、セールスフォースは、アクティビストのバリューアクト・キャピタルと協力協定に合意し、バリューアクトのメイソン・モーフィットCEOが3月から取締役に就任することを発表した。2023年安値から2024年1月の高値まで株価は121.9%上昇した（1月末時点）。

■ 5. 日本でも資産運用業のガバナンスに対する影響が高まる

次に、日本の株主を軸とするガバナンスの歴史を振り返る。戦前、日本企業は大株主中心のガバナンスであった^(注1)。大企業の筆頭株主は発行済み株式数の20%前後、上位5名で40%前後の株式を保有していた^(注2)。つまり、企業の資金調達には直接金融主体であった。三菱、三井など企業グループの大型化により、1920年代には、専門の経営者の登用が進んだ^(注3)。その結果、少数の大株主が優秀な経営者を雇う形で、所有と経営の分離が進んだ。

一方、1927年の金融恐慌や1930～31年の昭和恐慌において、東京渡辺銀行など大型経営破綻が相次ぎ、銀行は不安定な存在であった。この時期は、預金保険機構などが整備されて

おらず、銀行の信用力は低かった。

戦時中に、軍需会社に銀行が資金を供給する体制がとられた。これがメインバンク制のルーツである。メインバンクは、長期的継続的取引関係を持ち、企業に対して最大の貸出しシェアを持つものを指す^(注4)。この時期に、国策として、企業の資金調達は直接金融から間接金融へ大きくシフトした。

戦後、貸出金、株式、人材供給などを通じて、メインバンクが支配を強めた。銀行が株式を保有したため、平時にもガバナンスに関与するようになった。また、企業の経営危機時には、経営者を送り込み、経営再建に大きな力を発揮した。

バブル崩壊後の1990年代以降、メインバンクの影響力は低下した。2001年に、銀行の株式保有規制が導入され、銀行（信託銀行除く）の株式保有構成比は1990年度末から2023年度末までに15.7%から2.3%へ低下した。こうして、銀行、企業ともに、政策保有株の売却が進んだ。

2010年代に、株式保有構造に大きな変化が起こった。2013年以降、日本銀行が上場投資信託（ETF）の買い付け額を増加し、2023年9月末時点で61兆円（時価、2023年末簿価で37兆円）保有する。さらに、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が日本株の保有額を2014年3月末の21兆円から2023年9月には55兆円（簿価）まで増加させた。2023年9月末時点で、日銀、GPIF合計で日本株を116兆円（プライム市場時価総額823兆円の14

%) 保有するが、そのほとんどはパッシブ運用である。

2014年にスチュワードシップ・コード、2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入された。これらにより、日銀やGPIFの資金を運用する機関投資家が議決権行使を積極化し、機関投資家が企業経営に対して影響を与える例が増えてきた。

信越化学の場合、最高益を更新したにもかかわらず、2022年の金川会長の取締役選任議案の賛成率が64.2%と低かった。取締役11名中5名が独立取締役であり、いずれも男性であった。

2023年のキヤノンの株主総会で、御手洗富士夫代表取締役会長兼社長 CEOの取締役選任議案の賛成率が50.6%であった。取締役会に女性取締役がないことが影響した。こうした事態を受け、キヤノンは、2024年3月に開催予定の株主総会で、初の女性取締役を候補とすることを発表した。

■ 6. 運用会社のエンゲージメント能力の向上が期待される

多くの日本企業は、アクティビストには反応するが、大手運用会社のエンゲージメントにはあまり興味を示さない。よって、日本の運用会社のエンゲージメント能力は改善の余地が大きいと言える。

2023年に、エリオット・マネジメントが大

日本印刷の株式を取得し、第5位の株主になった。大日本印刷の過去10年間の平均PBRは0.7倍、平均ROEは3.7%と低水準であり、多くの政策保有株、不動産を保有している。同年2月に、経営陣はROE10%、PBR1倍といった目標を掲げ、政策保有株の削減、約3,000億円の自社株買いの計画も発表した。これらを好感し、株価は最大75.6%上昇した。

TOPPANホールディングス（旧凸版印刷）の過去10年間の平均PBRは0.5倍、平均ROEは4.8%であった。昨年、中計で、PBR1倍超え、3年間で1,000億円の自社株買い、総還元性向50%以上、政策保有株式縮減等を掲げた。株価は最大で123.2%上昇した。

日本の大手運用会社は、主要な企業全てを対象にエンゲージメントを実施していると考えられる。これら2社は大手運用会社のエンゲージメントには反応しなかったと考えられるが、エリオットの投資に対しては大きく（過剰に）反応した。最近、日本証券金融、ジャフコグループなど、アクティビスト・ファンが株式を購入したことをきっかけに経営改革を実施し、株価が急上昇した例は多い。

株価が上昇したとはいえ、東証内国上場企業3,927社、PBRデータ取得可能企業3,796社のうち、PBRが1倍未満の企業は1,724社（取得可能企業の45%）を占める。時価総額が3,000億円以上の企業は400社（全体の10%）のうち1倍未満は137社（400社中34%）である。

ようやく、日本でも、市場の圧力によって

ガバナンス改革が実現できる環境が整いつつある。結論として、海外のアクティビストではなく、日本の運用会社のエンゲージメントによって、上場企業の経営改革が進むことを期待したい。

(注1) 岡崎哲二「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展：歴史的パースペクティブ」(日本銀行金融研究所「金融研究」第13巻第3号、1994年9月) 59～91頁。

(注2) 宮島英昭、川本真哉「企業統治の有効性とパフォーマンス：戦前期日本企業の経営者交代メカニズム」(早稲田ファイナンス総合研究所WIF-07-005、2007年6月) 1～23頁。

(注3) 寺西重郎「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」(日本銀行金融研究所IMES Discussion Paper Series 2005-J-23 2005年12月) 13～40頁参照。

(注4) 岡崎哲二、奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』(日本経済新聞社、1993年) 61～66頁参照。

