

なぜ米国の金融機関の企業価値は高いのか

～金融機関の企業価値経営再考～

金融調査部 内野 逸勢

要 約

企業価値を測定する一つの指標であるPBR（株価純資産倍率＝時価総額÷簿価）は、東京証券取引所のガイドラインの開示から俄然注目が高くなっている。PBRとROE（自己資本利益率）において、米国の銀行・地方銀行・証券は企業価値が相対的に高い。その主な理由として、米国の将来的な人口増加を背景とした市場としての潜在成長性、産業・企業の活発な新陳代謝、それを支える経済・金融エコシステムが挙げられる。加えて、州によってその経済・産業特性が大きく異なるという多様性が挙げられよう。一方、米国の上場金融機関の取り組みとしては、特にリーマン・ショック後の金融危機以降、リスクをコントロールする仕組みを構築しつつ、株主が求める収益性を最大化していくという企業価値経営を着実に強化して実行に移してきた。具体的には部門別ROEが高い部門に重点的に使用資本の割り当てを決めて、それを投資家に説明し、収益成長のトラックレコードを積み重ねて、投資家の信用を得てきた。一部の日本の金融機関の直近の決算説明会でもこのような取り組みが見られるようになってきており、企業価値経営がこれから本格化することが期待される。

目 次

はじめに～高い米国の金融機関の企業価値～

1章 米国金融機関の企業価値経営とは①JPモルガン・チェースと地銀

2章 米国金融機関の企業価値経営とは②モルガン・スタンレー

3章 日本の金融機関はどこまで対応できているか

～米国の企業価値経営のロジックを踏まえて～

おわりに～投資家目線の企業価値経営に耐えられるか～

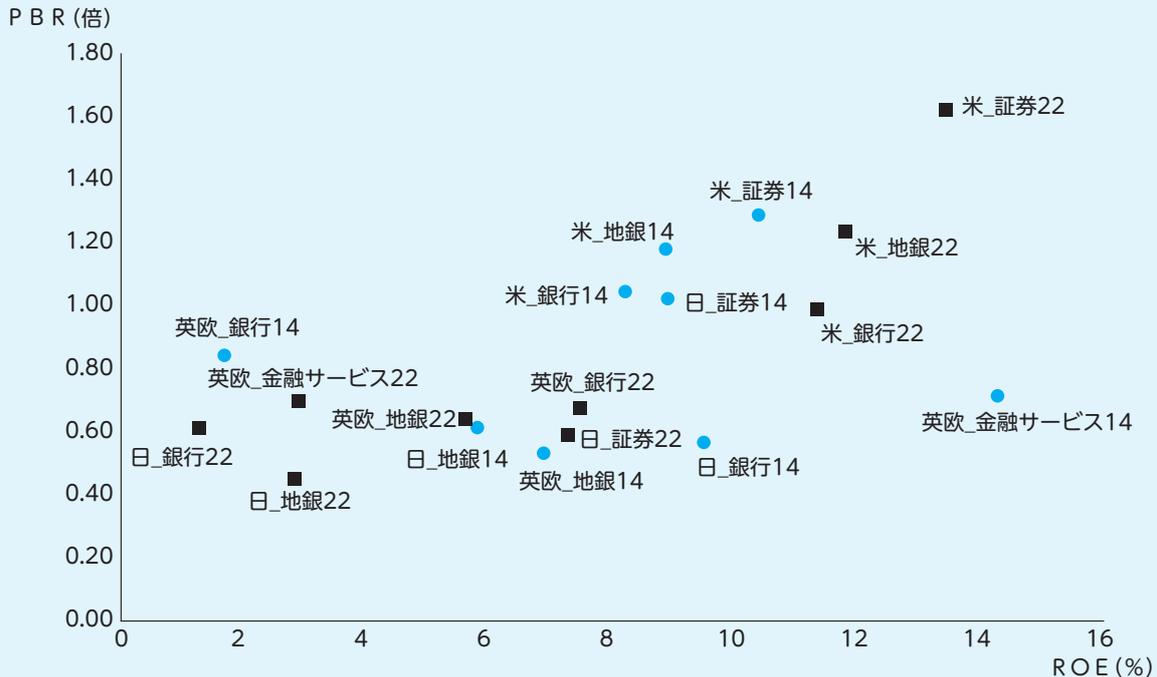
はじめに～高い米国の金融機関の企業価値～

企業価値を測定する一つの指標であるPBR（株価純資産倍率＝時価総額÷簿価）¹は、東京証券取引所（東証）のガイドライン²の開示から俄然注目が高くなっている。PBRとROE（自己資本利益率）について米・欧・日の金融部門を比較すると、米国の銀行・地方銀行（地銀）・証券は企業価値が相対的に高い（図表1）。

これらの主な理由として、当然ながら、米国の将来的な人口増加を背景とした市場としての潜在成長性、産業・企業の活発な新陳代謝、それを支

える経済・金融エコシステムが挙げられる。加えて、州によってその経済・産業特性が大きく異なるという多様性が挙げられよう。その一方、上記の経済・産業・企業の新陳代謝＝“ダイナミズム”があるゆえに、地政学リスク、政策リスク、規制リスク、事業リスク、金利リスク、信用リスク、オペレーショナルリスク等のさまざまなリスクの振れ幅も大きいと考えられる。特に、リーマン・ショック後の金融危機から、米国の上場金融機関自体はこれらのリスクをコントロールする仕組みの構築に取り組みながら、株主が求める収益性を最大化していくという企業価値経営を着実に強化して実行に移してきた。具体的には、部門別ROEを

図表1 日米欧の金融業態別（銀・証）のPBRとROEでのポジション比較（2014年と2022年）



(注1) 図表中の「米」「日」「英欧」は米国、日本、英国・欧州。「14」「22」は2014年、2022年。
 (注2) 下記出所によれば、欧州はユニバーサルバンクのため証券業界に含まれる金融機関が日米と異なる。ドイツ銀行、UBS、クレディ・スイス等は欧州金融サービスに含まれるため、金融サービスを採用。
 (注3) 日、米、英欧の各金融業態に含まれる個別会社、個別行は以下の出所参照。
 (出所) Damodaran Online データ（2023年1月および2015年1月）から大和総研作成

1) PBRは、ROE（自己資本利益率＝税引前当期利益÷自己資本）と予想PER（期待収益率＝1÷（株主資本コスト－期待成長率））を掛け合わせて計算される。
 2) 2023年3月31日に公表された「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第9回の資料等。

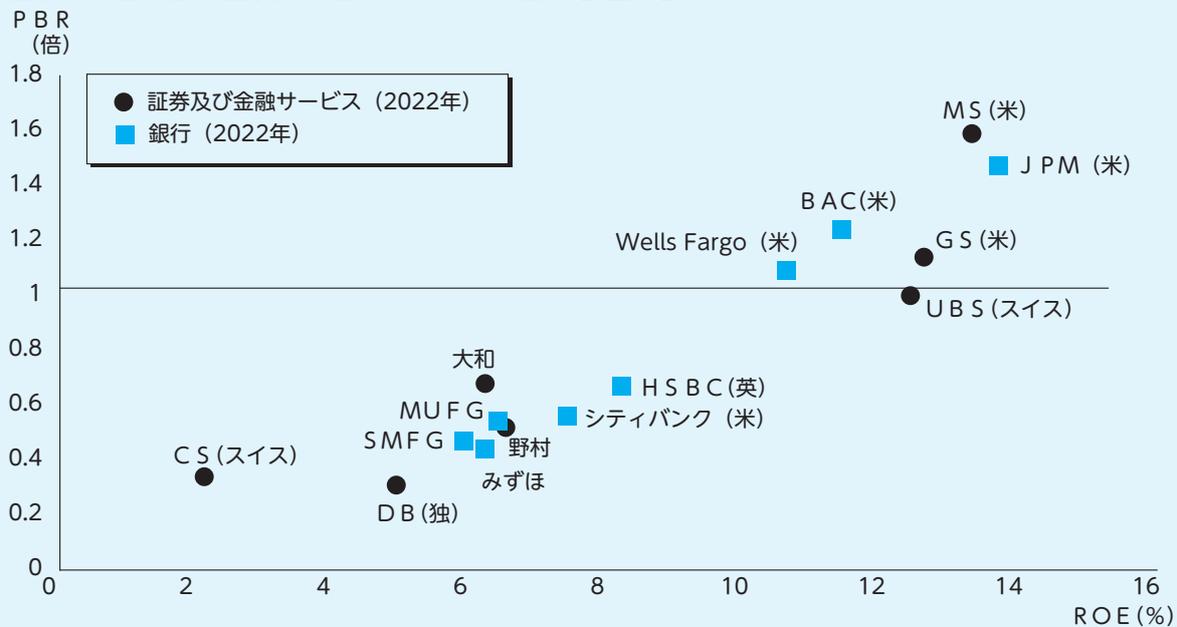
ベースに使用資本を決めて、ROEの高い部門により多くの使用資本を割り当てている。それを投資家に示し、会社全体の収益成長のトラックレコードを積み重ねて、投資家の信頼を得てきた。日本においても直近の決算説明会では、このような取り組みが見られる。直近の2022年度の金融機関の決算説明会では、メガバンク、大手主要地銀、証券会社は、上記の企業価値経営を意識した内容となっている。今後、中期経営計画（中計）等において目標とする企業価値経営を組織として実践し、結果を残していくことができるかがPBR向上の鍵となろう。この取り組みを着実に実施することが企業価値経営を強固なものにしていくこととなろう。

図表2が示すように、個別の金融機関に関して、米国の企業価値が高い。その中でもモルガン・スタンレー（MS）とJPモルガン・チェース（J

PM）の評価が相対的に高い。その理由を探るべく、両社がリーマン・ショック後の10年以上の期間にわたって実施してきている経営構造改革、テクノロジーへの成長投資、それによる事業ポートフォリオの全体の収益性の向上などを振り返ることとする。

ただし、両社の自発的な改革というよりは、金融危機によって両社の収益基盤が揺らいで危機感が頂点に達したところに、金融当局がグローバルな金融システム全体を守るために銀行を中心とする金融機関への各種規制を強化し、結果的に両社の構造改革が進んでいったという見方もある。とは言え、それらが両社の抜本的な経営改革のトリガーとなって、1）危機への対応能力が発揮され、2）事業環境の変化を生み出す各種リスクへの対応力が改善されていき、3）企業価値を持続的に生み出す基盤を構築してきたといえよう。こ

図表2 日米欧の主要大手の上場金融機関の企業価値評価（PBRとROE）



(注1) GS=ゴールドマン・サックス、MS=モルガン・スタンレー、DB=ドイツ銀行、CS=クレディ・スイス、JPM=JPモルガン・チェース、BAC=バンク・オブ・アメリカ、C=シティグループ
(注2) 2022年12月末時点。
(出所) 各社資料から大和総研

これらの取り組みと投資家との対話を通じて、投資家に責任を負うべき収益という意識が根付くことになった。例えば、米国の大手金融機関では、経営者が責任を負う持続可能な成長についての開示が毎年示されている。バンク・オブ・アメリカでは、株主のTSR（株主総利回り）を年次報告書に掲載している。

以下のJPMとMSの事例では、上記1)～3)の3つの企業価値向上のポイントを押さえながら説明を加えていくこととする。

1章 米国金融機関の企業価値経営とは① JPMorgan・チェースと地銀

1. JPMの事業ポートフォリオ

JPMは銀行業務を中心に多くの事業を保有する。4つの主要な事業セグメントとコーポレート・セグメントに編成されている。消費者向けビジネスは、コンシューマー&コミュニティバンキング（「CCB」）セグメントである。投資銀行等を含むホールセール事業セグメントはコーポレート&インベストメントバンク（「CIB」）、商業用不動産向け融資等はコマーシャルバンキング（「CB」）、および資産運用および主に富裕層向けビジネスであるアセット&ウェルスマネジメント（「AWM」）となる。

2. JPMの企業価値経営と課題

JPMは世界最大の銀行であり、その規模が最大の強みではあるが、図表3に示すように、その規模のメリットを支える多様な事業ポートフォリオと、保有する各事業が業界で2番手、3番手を維持していることが強みである。この質と量の組

み合わせが、様々なリスクに対する同社のビジネスモデルの高いレジリエンスを生み出し、企業価値を高めている。加えて、今後、景気が大幅に下振れするリスクシナリオでも、安定的な純利益が維持できるとしている。

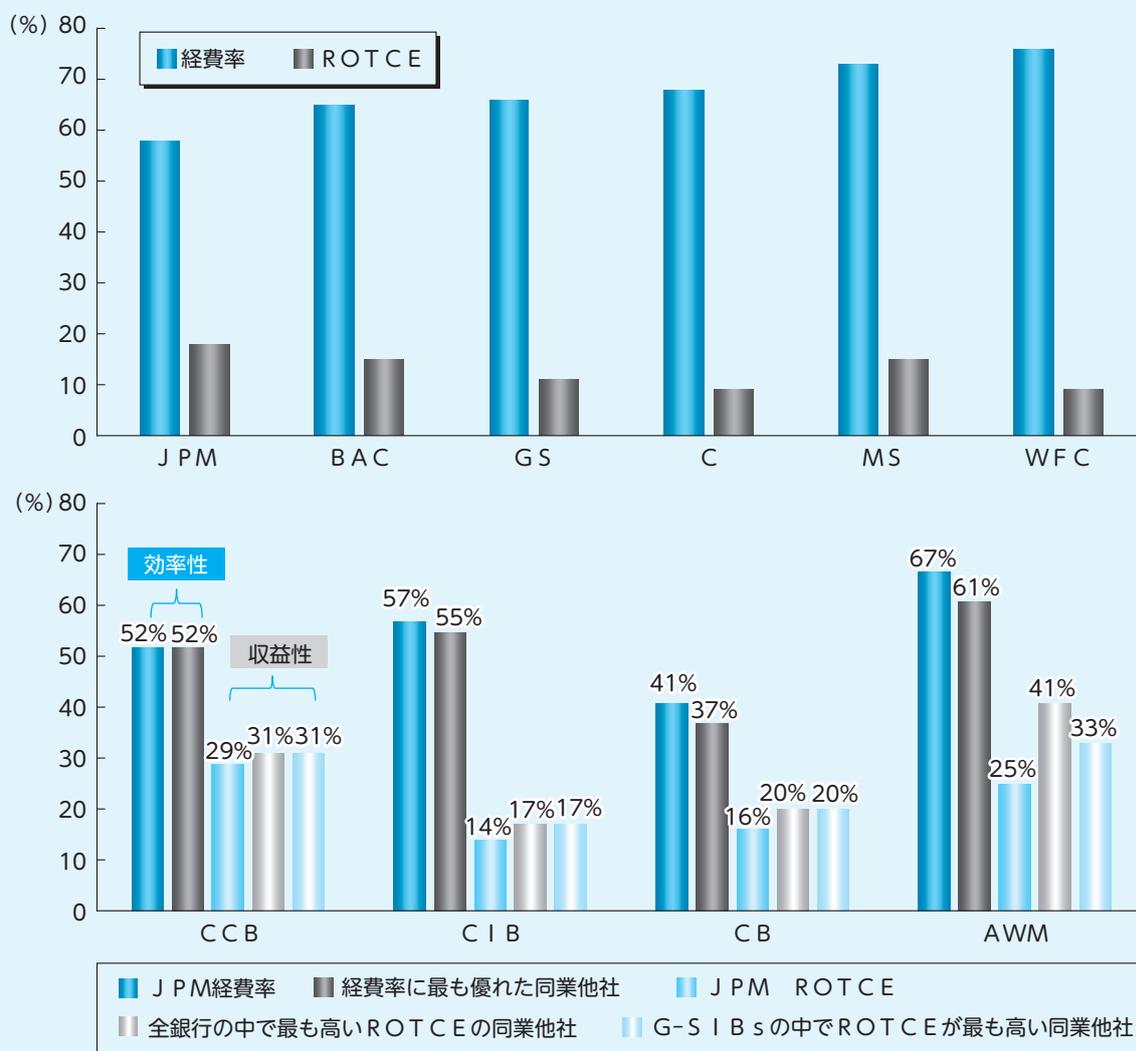
その一方、課題もある。まず、JPMは部門間の相乗効果を創出できるかに企業価値維持の課題が残る。投資家が一体で運営する事業ポートフォリオの効果を評価できなければコングロマリット・ディスカウントと評価され、一体経営のデメリットが表面化してしまう。これに関して、図表3に示すように、規模の大きさは、同社の経費率と収益性の関係では効率性の向上には有効である（図表3上図）。しかし、部門別のROTCEでみると収益性の高い同業他社に依然劣後するという見方が可能である（図表3下図）。

図表4が示す通り、JPMのROEはこの10年でも安定して高い水準を維持してきた。これは各部門の効率化を進めてきた結果と言えよう。特に、CCB、CIB、CB部門は経費削減を進めてきた。ただし、これら3部門については、銀行業の特殊性から構造改革、つまり規制コストを含めたコスト削減および、テクノロジーを活用したコスト効率化が必要となる。その一方、テクノロジーへの莫大な投資額を伴いながら、既存の銀行中心のビジネスモデルを再構築していくかが大きな課題となつてのしかかる。加えて、図表5に示すように、大手銀行独自の自己資本比率維持という規制基準があるため、銀行業の部門のバランスシートが大きく、使用資本が多く必要となる。バランスシートの貸出、有価証券等の運用資産は収益性が低くなったという理由で、柔軟にオフバランスすることは難しい。市場環境との兼ね合いで実現していかなければならない。このため、例え

ば資本要件対比で低収益の貸出からは撤退するという経営判断があり得る。2022年の年次報告書（以下Form-10K）では「残念なことに、銀行が住宅ローン事業を続けることがますます困難になり、最終的には一般のアメリカ人に損害を与えている。設立とサービスにかかる高額なコストと規制の複雑さにより、法的、風評的、運営上の

重大な課題を伴う、高コストのビジネスが生み出されている。さらに、資本要件と健全な証券化市場の欠如を考慮すると、銀行が住宅ローンやモーゲージを保有することはほとんど意味がない。多くの銀行はすでにこの事業の多くを縮小している」としている。さらに同報告書では、「特定の種類のクレジット、ローンなどを保有することは、

図表3 J Pモルガン・チェースの競合他社との比較（ROTCE+経費率）

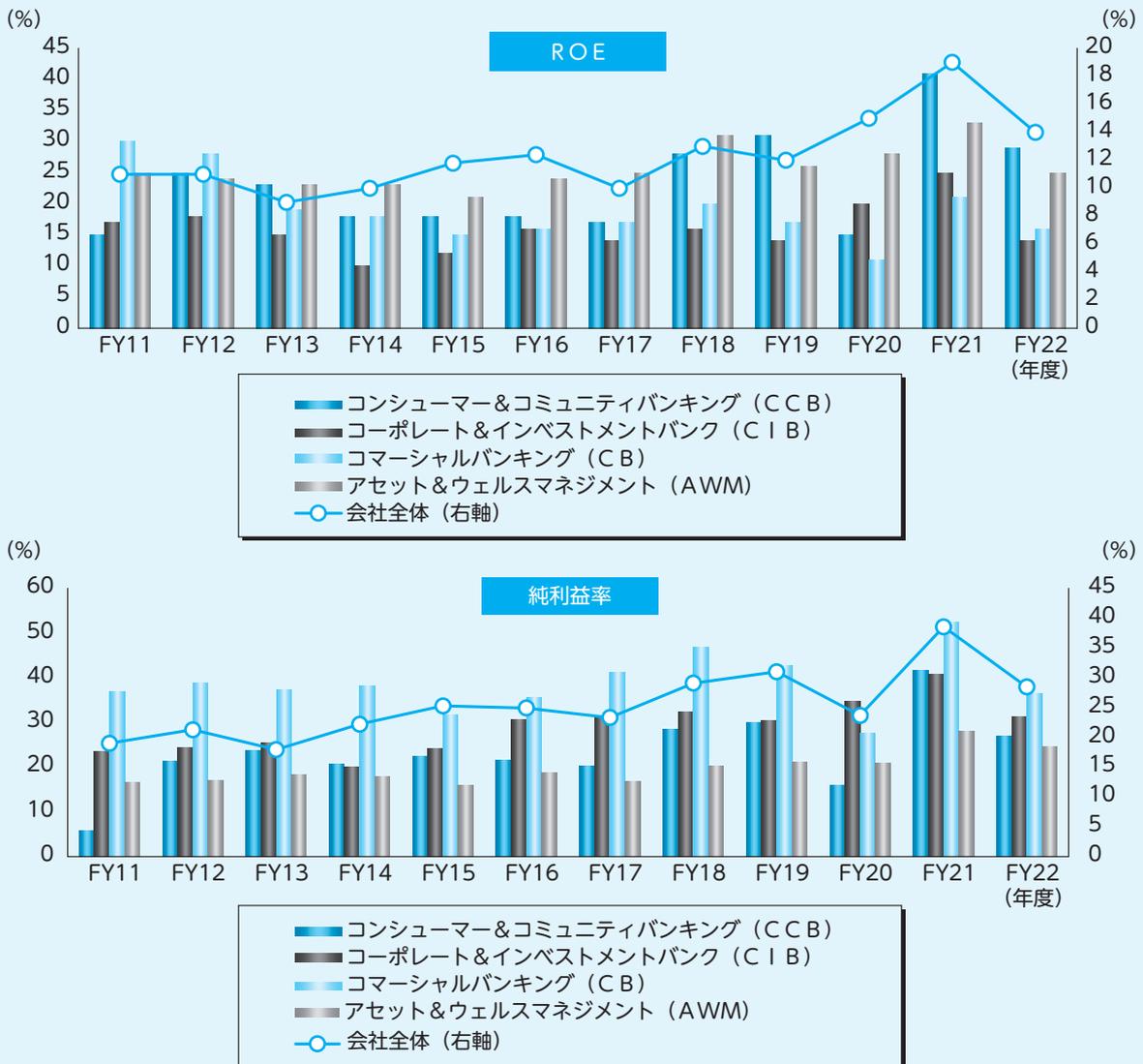


(注1) ROTCE (Return on Tangible Common Equity) = 稼いだ利益が外部に流出しにくい普通株式や利益剰余金等で構成される有形自己資本 (TCE: Tangible Common Equity) で生み出せる利益がどのくらいあるかを示す指標。各金融機関の略称は図表2の注1参照。
(注2) G-SIBsに関しては、脚注3参照。
(出所) J Pモルガン・チェースの2022年年次報告書 (Form-10K) データから大和総研作成

一般的に市場の需要を上回る高レベルの資本を保持する必要があるため、収益性が低くなっていると結論付ける必要がある。つまり、一部の信用リスクはノンバンクの保有の方がリスク・リターンにあっていて、顧客との信頼関係を意味のあるものにするために、銀行は信用関連以外の多額の収益を必要とすることがますます増えている」としている。これは、提供する一つ一つの金融商品・

サービスの株主資本コストと健全性のバランスを取るという資本適格要件を満たすために、より厳格な管理と事業戦略の実行を目指しているという方針の下での判断といえる。これにより、特定のビジネスの価格の見直し、特定の不採算商品・サービスの廃止・変更、顧客の選択と顧客に投入されるリソースの最適化のより厳密な評価が可能となる。

図表4 JPモルガン・チェースの部門別ROE（上図）と部門別純利益率（下図）



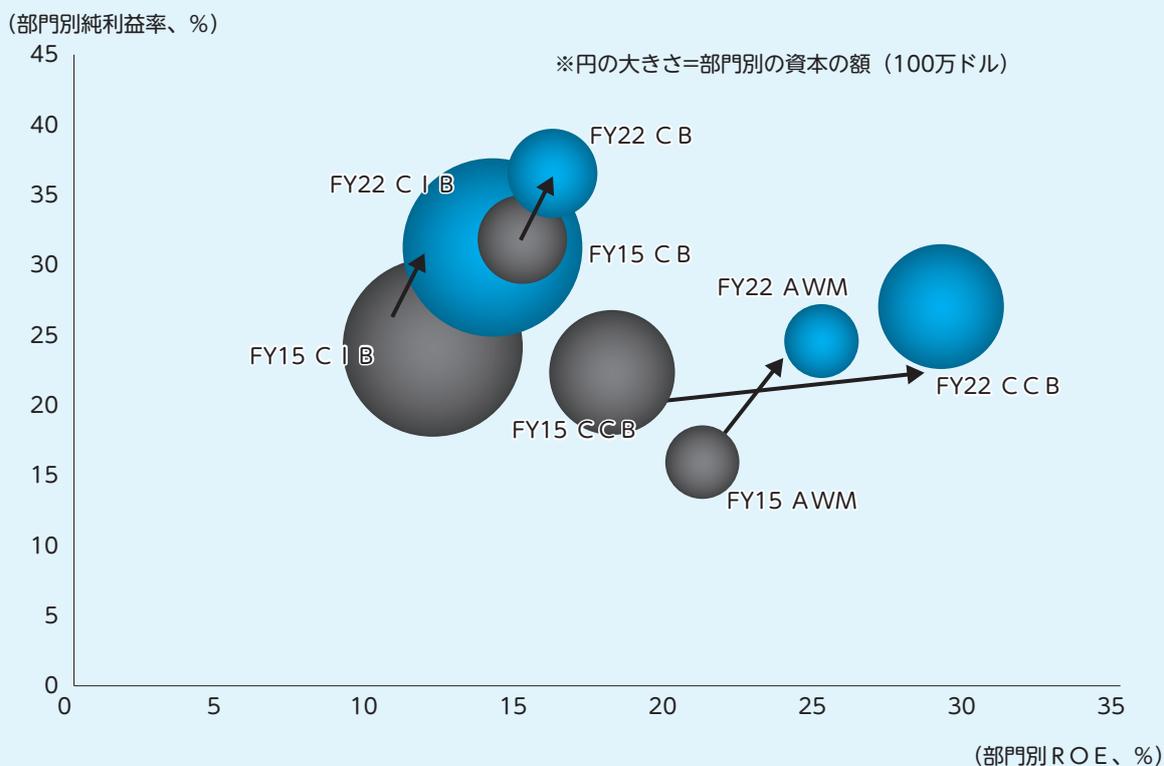
(出所) JPモルガン・チェースの各年のForm-10K等のデータから大和総研作成

ただし、これらはいくまでもCCB、CIB、CBの銀行部門の構造改革のための判断である。収益の成長を目指すためには、同社の中でも高いROEの水準を安定的に維持しているAWM部門への使用資本の割り当てを増やしていけるかがポイントとなる。この点について図表5で確認すると、CCB、CIB、CBの各部門の資本と比較すると、AWM部門への使用資本の割り当てが相対的に少ない。上記の資本適格要件を満たすことを基準にした他の3部門の金融商品・サービスの取捨選択の経営判断のスピード、テクノロジーによる効率化、生産性の向上がこれまで以上に求められる。その成否によって、AWM部門を成長ドライバーに仕立てあげられるかが決まるといえる。

加えて、前述したように、事業を一体で運営している理由を投資家に説明する必要がある。図表5で示したように、銀行経営は預貸ビジネスという銀行の本業でのガバナンスが中心であり、AWM部門という異なるビジネスを一体で運営して収益性を高めることができるかが、投資家から問われる可能性がある。

この点について、2022年のForm-10Kで「本質的な経営課題は、顧客本位を掲げてさまざまな商品を提供する際の情報の重要性、それによる低資本の事業の必要性」と、JPMのCEOは言及している。さらに同報告書では「クロスセルでの貴重な顧客のデータと分析とその提供など、低い資本または資本の必要のない収益源を拡充できる

図表5 JPモルガン・チェースのROE、純利益率、使用資本による部門ポジション



(注) 各部門の略称であるCCB、CIB、CB、AWMは本文参照。FY15は2015年度、FY22は2022年度。
(出所) JPモルガン・チェースの各年のForm-10K等のデータから大和総研作成

能力」と説明が加えられている。

銀行業においては、テクノロジーがビジネスモデル、業務プロセスを変革していく可能性がある。このため、JPMではAI、データサイエンティスト、主要システムのクラウドベースの移行等が挙げられている（図表6）。このような取り組みが企業価値評価にどのように寄与していくかは未知数である。しかし、自社で提供する各金融

商品・サービスと、各部門に関する詳細な資本要件を軸にした評価を踏まえて、このような投資が実施されているという安心感が投資家には生まれやすい。

3. 米国の地銀の企業価値経営と課題

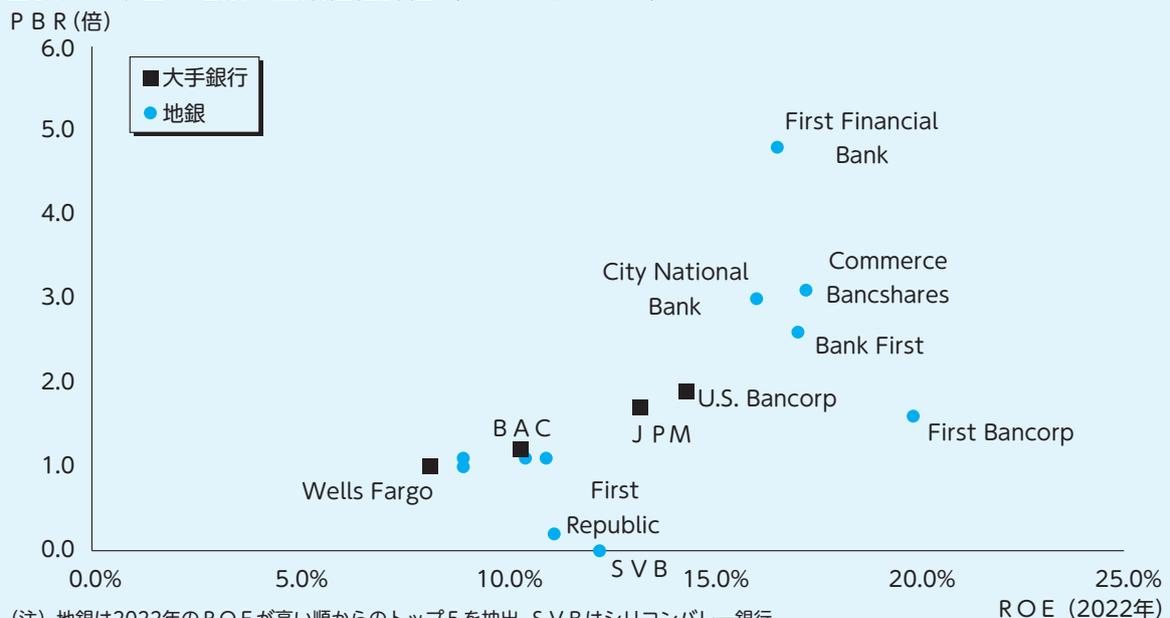
図表7に示すように、シリコンバレー銀行（SVB）、シグネチャー銀行等の破綻が起きる前の

図表6 JPMorgan・チェースのビジネスに有用なテクノロジーの取り組み事例

テクノロジー	開発・導入事例
人工知能	全般的なリスク、見込み顧客調査、マーケティング、顧客エクスペリエンス、不正行為防止のため300を超えるAIユースケースが実稼働。加えて、世界中の決済処理および送金システム全体で稼働中。
データマネジメント	900人以上のデータサイエンティスト（新しいモデルを作成するAIおよび機械学習（ML）の専門家）、600人以上のMLエンジニア。ChatGPTなどの大規模な言語モデルなどのツールを活用し、人間中心のコラボレーションツールとワークフローを通じてAIで従業員を強化し、権限を与える新しい方法を模索。
クラウド化	AI技術との連携。新クラウドベースのデータセンターの構築（20億ドル以上）。パブリッククラウド環境とプライベートクラウド環境の両方での実行を可能にする大部分のアプリケーション（およびその関連データベース）の最新化。当社のアプリケーション・ポートフォリオ（サードパーティのクラウドベースのアプリケーションを含む）の50%以上が最新の環境で実行。

（出所）JPMorgan・チェースの各年のForm-10K等のデータから大和総研作成

図表7 米国の地銀の企業価値評価（ROEとPBR）



米国の地銀の企業評価は高かった。ただし、企業評価の高い地銀の相当数は、商業用不動産向けローン（C R E ローン）の比率が相対的に高い総資産 1,000 億ドル未満の小規模な地銀である。連邦準備制度理事会（F R B）の“Financial Stability Report - May 2023”によれば、3.57 兆ドルの C R E ローンのうち約 60%に当たる 2.17 兆ドルを銀行が保有し、その内の 3 分の 2 以上の 1.55 兆ドルをカテゴリー I ~ IV³ の銀行以外の小規模銀行が保有している。

頻繁に報道されているように、S V B の破綻は、金利エクスポージャー、満期保有目的有価証券のポートフォリオの公正価値、無保険預金額の比率が高いことがその理由として挙げられている。ただし、この状況は、規制当局と市場の両方に常に知られていたこととされている。J P M の 2022 年の Form - 10K によれば、「未知のリスクは、S V B の 35,000 社を超える企業顧客と、それらの企業顧客の事業活動が少数のベンチャーキャピタル（V C）によって支配されていた。このため、支配的な V C が S V B の大口預金者に足並みを揃えて預金を移動させていたことが大規模かつ急速な預金流出の背景にある。最近の規制要件の変更がその後の状況に変化をもたらした可能性は低い」としている。

加えて、S V B 等の破綻では、小規模地銀における J P M と M S の企業価値経営およびリスク管理手法の盲点が指摘できる。皮肉なことに、満期保有目的有価証券の大部分は米国債であり、当該米国債は規制当局により流動性が高く、資本要件が非常に低いとみなされたため、リスク管理上問題ないとされている。前述のように、J P M、M S

等の大手の銀行は部門の適切な資本要件が明確である。しかし、地銀の場合には、大部分が預貸ビジネス部門であるため、資本要件だけで判断してしまうと、銀行勘定で満期保有の米国債を積み上げるだけの方向に戦略の舵を取るようになる。銀行の規模によっても企業価値経営のロジックは相当異なると思う必要があるのではないかと。

2章 米国金融機関の企業価値経営とは②モルガン・スタンレー

1. ウェルズ・マネジメント事業の規模と質の追求による徹底的な強化（企業価値の基盤）

M S はインスティテューショナル・セキュリティ（I S）部門、ウェルズ・マネジメント（W M）部門、インベスト・マネジメント（I M）部門の 3 部門で事業ポートフォリオを構築している。図表 9 に示すように、R O E、純利益率が高水準で安定している W M 部門の強化が中心である。その一方、機関投資家、法人向けが中心である他の 2 部門の R O E、純利益率のボラティリティは高く、リスク管理、収益コントロールが課題となっている。これは直近で公表された世界全体の従業員数の 4% に当たる 3,000 人規模の削減に動く可能性を示していることから認識できる。M S の 2023 年 1 - 3 月期の純利益は前年同期比 19% 減の 29 億 8,000 万ドル（約 4,000 億円）だった。M & A（合併・買収）助言や株式の引受業務といった投資銀行業務の手数料収入が落ち込んだほか、株式などのトレーディング業務の業績が低迷し、

3) カテゴリー I：米国 G - S I B s（Global Systemically Important Banks）、カテゴリー II：総資産 7,000 億ドル以上、カテゴリー III：総資産 2,500 億ドル以上、カテゴリー IV：総資産 1,000 億ドル以上

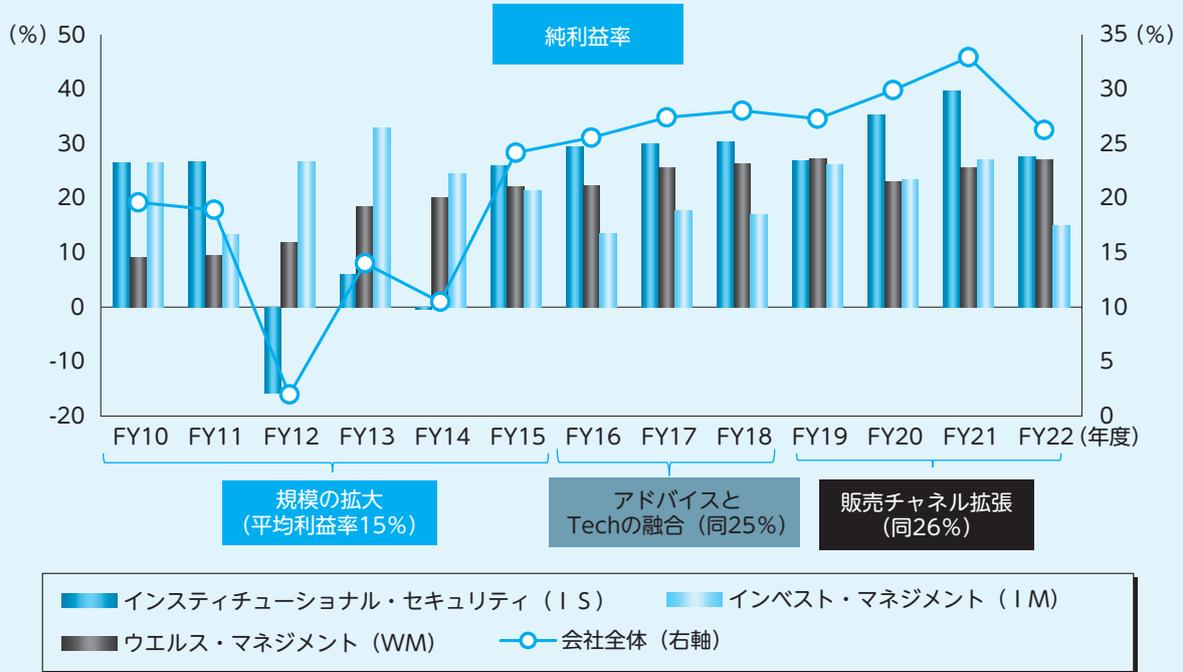
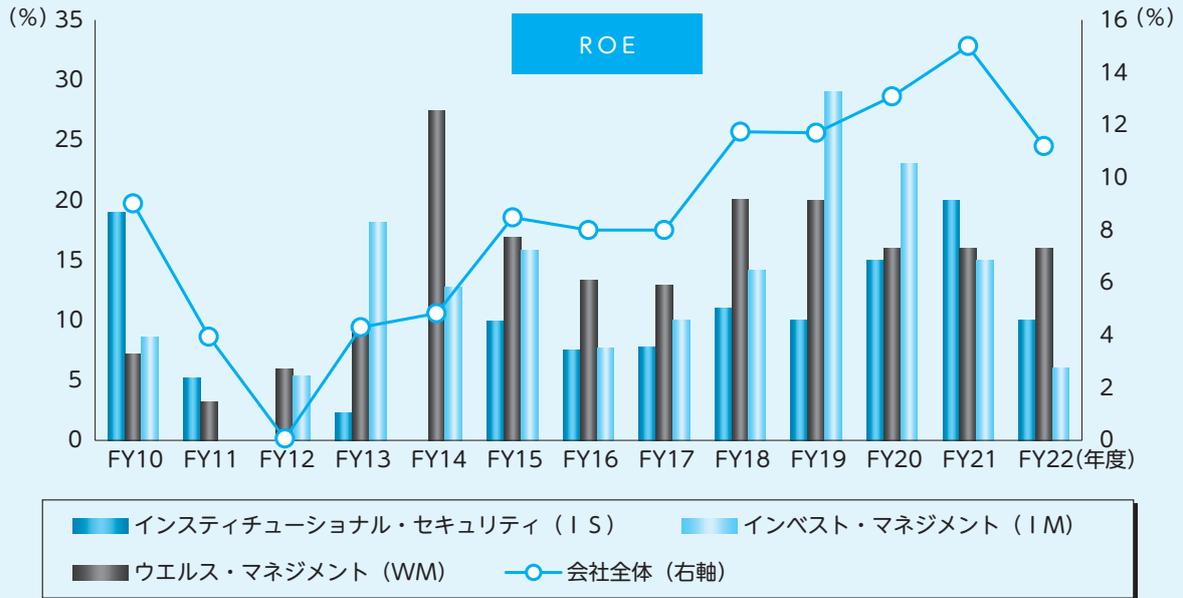
加えてIM部門も資産流出があり、純営業収入が減少したことが原因である。

WM部門に話を戻すと、MSはリーマン・ショック

後から直近の2022年の期間を振り返って、WM部門の強化を3つのステージに分けている(図

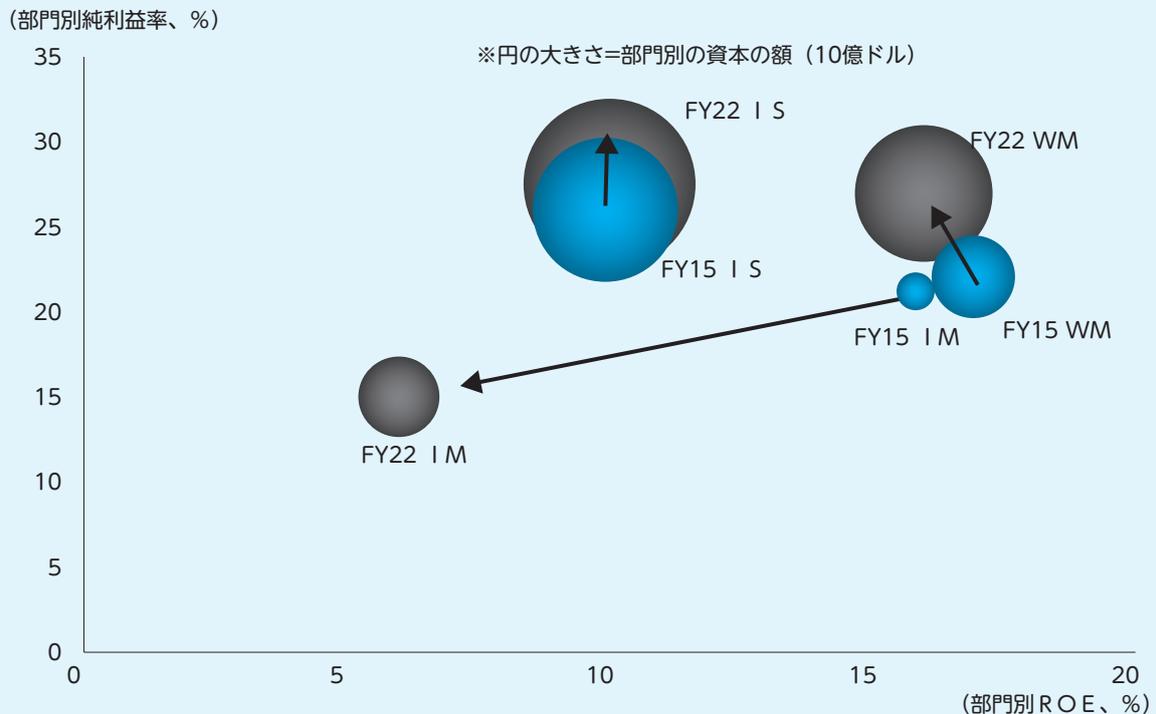
表8)。1) 2010年~2015年(6年間)の「規

図表8 モルガン・スタンレーの部門別ROE(上図)と部門別純利益率(下図)



(出所) モルガン・スタンレー各年のForm-10Kデータから大和総研作成

図表9 モルガン・スタンレーのROE、純利益率、使用資本による部門ポジション



(注) IS、WM、IMの各部門は本文中の説明文参照。
 (出所) モルガン・スタンレーの各年のForm-10Kデータから大和総研作成

模の拡大」ステージ、2) 2016年～2018年(3年間)の「アドバイスとTechの融合」ステージ、3) 2019年～2022年(4年間)の「販売チャネル拡張」ステージである。1)から3)のステージごとの平均純利益率は1)が15%、2)25%、3)26%と改善している。

図表9が示す通り、使用資本の割り当てについては、JP Mの銀行業ありきとは異なり、WM部門に資本割当額を多くしている。ただし、IM部門は2015年と比較して、ROEと純利益率が落ち込んでいながらも、使用資本の割当額が増加している(図表9)。使用資本が増加し、純利益率が落ち込んだため、ROEが2019年から急速に悪化してきた(図表8)。ただし、JP Mと同じく、部門別の資本要件を軸としたリスク管理の下、使用資本の

割り当てが実施されていることがうかがえる。

しかし、MSはその過程で様々な企業と機能のダイベストを実施し、自社で有すべき事業と機能を選別してきた(図表10)。その判断基準は、1) WM部門との相乗効果の有無に加え、2) 規模の経済が効くメジャー・マーケット(主要市場=周辺市場ではない)であるかということの2つと考えられる。

図表10での「自社で積極的に所有している事業」は、投資マネジメントは商品組成事業、キャピタル・マーケット事業は機関投資家向け事業、セールス&トレーディングは市場での注文執行事業である。

ウェルス・マネジメントの付加価値の中心となるアドバイザリー事業を自社で保有するという経

図表10 モルガン・スタンレーのウエルス・マネジメントを中心とした事業・機能の選択と集中

自社で積極的に所有している事業	自社で積極的に所有しない事業
<ul style="list-style-type: none"> ●ウエルスマネジメント事業 ●退職年金事業 ●広範囲な投資マネジメント事業 ●アドバイザー事業 ●キャピタル・マーケット事業 ●セールス&トレーディング事業 ●スケールビジネス、メジャー・マーケット 	<ul style="list-style-type: none"> ●無担保消費者クレジット事業 ●資金決済事業 ●サブ・スケールビジネス ●フリンジ・マーケット
買収企業	ダイベストメント企業
<ul style="list-style-type: none"> ●スミスバーニー（ウエルスマネジメント事業） ●Mesa West（投資マネジメント） ●Solium（ウエルスマネジメント） ●イー・トレード（ウエルスマネジメント） ●イトン・パンス（投資マネジメント） 	<ul style="list-style-type: none"> ●Saxon（モーゲージ・サービサー） ●Heldmar（オイル SHIPPING） ●TransMontaigne（石油貯蔵） ●Discover（消費者クレジット） ●MSCI（インデックスプロバイダー）

（出所）モルガン・スタンレー2022年Form-10Kから大和総研作成

営判断は非常に大きい。アドバイザー事業はフィデューシャリー・デューティを中心とする顧客・投資家保護の規制強化により、コストがかかる。米国では投資一任商品であるモデル・ポートフォリオを組成する主体が増え、RIA（登録投資アドバイザー）との製販分離が進んでおり、ウエルス・マネジメント市場のエコシステムに大きな影響を与えている。英国の大手金融機関では、コンプライアンス規制コストの負担に耐えかねて、アドバイザー事業から撤退している大手金融機関が増えている。MSにはこのコアの付加価値であるアドバイス機能があることから、マス顧客をターゲットとする量の拡大を可能ならしめてきたと考えられる。つまり、アドバイス機能という付加価値が、仲介手数料（コミッション）が低下するブローカレッジ口座よりも手数料（フィー）の高い投資アドバイザー口座の拡大に大きく寄与してきた。

2. 2009年のシティバンクからのスミス・バーニー買収による相乗効果

前述した2010年～2015年の「規模の拡大」

ステージがMSの企業価値向上の基盤を形成した。この期間でのスミス・バーニー（SB）のシティバンクからの買収がWM部門の成長の源泉と位置付けられる。SBの買収により、MSの富裕層という既存のターゲット層をSBの買収によって、全米のマス層まで拡大することが可能となった。

図表11に示すように、2009年の「統合後の形式的見積」(Pro-Forma)に対して、SBを100%統合した時点の2014年の実績は純営業収入、税引前利益の目標を達成している。ただし、2019年の税引前利益率は、MSのグローバル・ウエルス・マネジメント（GWM）部門の17.1%に対し、SBは20%と水準が高い。MSのGWM部門より収益性の高いSBの顧客を加えたことで、MSの収益性が高まったともいえる。

他方、統合後の形式的な見積の税引前利益率は18.1%、実績は21%と見積を上回った。MSは自社部門のリストラを含め、共通のシステムも導入し、統合を主導していったと考えられる。リストラの中には、ファイナンシャル・アドバイザー（FA=ウエルスマネージャー）の人数と拠点数

図表11 モルガン・スタンレーのスミス・バーニー買収による相乗効果

	MS GWM部門	Citi SB	統合後の 形式的見積 (2009年)	2014年 実績
純営業収入 (10億ドル)	6.4	8.5	14.9	14.8
税引前利益 (10億ドル)	1.1	1.7	2.8	2.98
ファイナンシャル・アドバイザー (数)	8,476	11,960	20,390	16,076
顧客資産 (預かり資産; 10億ドル)	707	1,034	1,741	2,000
顧客セグメント別残高 (10億ドル) (10百万ドル以上)	-	-	410	746
(百万ドル以上10百万ドル未満)	-	-	613	827
(10万ドル以上100万ドル未満)	-	-	408	413
(10万ドル未満)	-	-	51	39
オフィス (数)	465	541	1,006	622

(注) GWM部門は本文説明参照。

(出所) "Morgan Stanley Smith Barney Global Wealth Management Joint Venture Presentation to Investors January 13, 2009"および2014年Form-10Kから大和総研作成

を減少させたことが含まれる。

顧客資産についての当初の想定は1兆7,410億ドルだったが、2014年の実績は2兆240億ドルと、想定を上回った。その一方、FA数を想定20,390人から16,076人(実績)へ、リテール拠点も想定1,006から622(同)へ削減し、FA一人当たりの顧客資産、純営業収入を上昇させ、生産性を向上した。同時にフィーベース顧客口座資産を大幅に増やし、安定収益を確保した。これによって、図表11に示すように、1)顧客資産の増加は、フィーベースの顧客資産の導入を増やすことで達成しており、その結果、WM等のフィー収入の比率を高めて収益を安定化させ(図表12下図)、2)FA一人当たりの預かり資産を増やし、生産性向上を実現した(図表12上図)。このため、ただ単に顧客基盤での規模の拡大ではなく、MS主導の下、一人当たりの生産性を向上させていく土台を築いていったといえる。この期間はフロー型のブローカレッジ主体のビジネスモ

デルからストック型の資産管理型中心のビジネスモデル(マネージド・アカウント(=MA)という日本でいうファンドラップ、SMA等の投資一任商品)にシフトしていった時期と重なる。

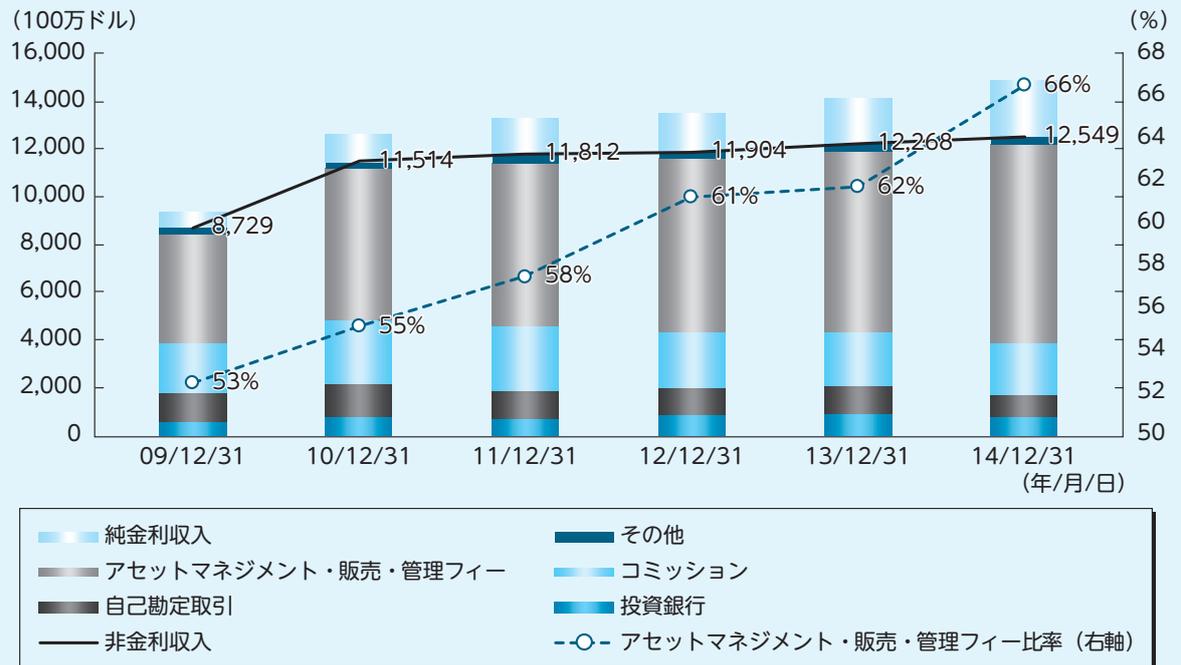
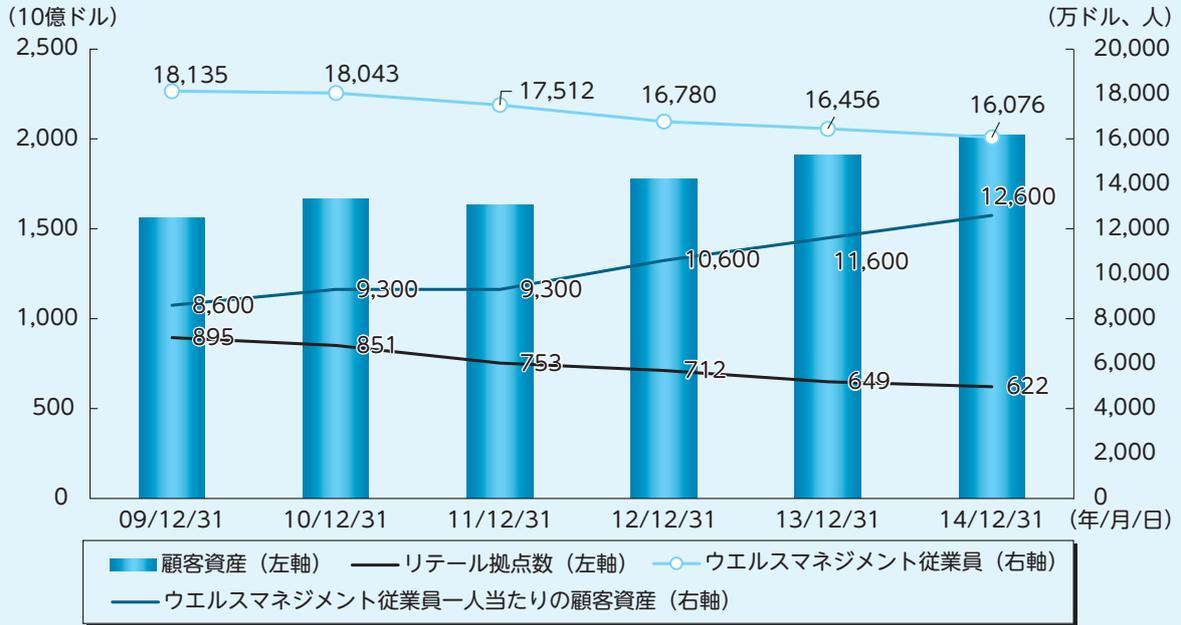
3. アドバイス機能を分解した上での人とTechの融合

上記の2)2016年~2018年の「アドバイスとTechの融合」ステージでは、アドバイスを機能分解⁴した上でTechと融合してきたことが挙げられる。

手数料率が低下する中での生産性向上のために、MSは、MAに付随するサービス要素を分解し、顧客のニーズがありながらもコストがかかり生産性を低下させるボトルネックとなる機能を質は維持したままアウトソースした。同時に、手数料が効率よく取れる必要なサービス要素は内部で整理・統合してプラットフォーム化することに戦略的に取り組んでいる。

4) 詳細は、内野逸勢、森駿介、烏毛拓馬「米国のリテール金融のパラダイムシフト~求められる顧客本位の投資助言と生産性向上の両立~」『大和総研調査季報』2023年新春号(Vol.49)(2023年1月23日)、pp.42-63参照。

図表12 S B統合期間のF A一人当たりの預かり資産残高増加（上図）と純営業収入におけるフィー等収入の比率の上昇（下図）



(出所) モルガン・スタンレーの各当該年のForm-10Kから大和総研作成

なお、顧客接点の部分個々のF A主導で改善し、生産性を向上させていくことは限界があり、中央集権化していくとともにテクノロジー主導で

生産性を上げていくことが課題として浮上していた。このため、資産管理型中心のビジネスモデルへシフトする取り組みを進めるとともに、ポート

フォリオ組成と顧客のニーズとのマッチング機能をフロントから本部に集中させる基盤を整備し、その上でAIとデータサイエンティストを活用するようになった。

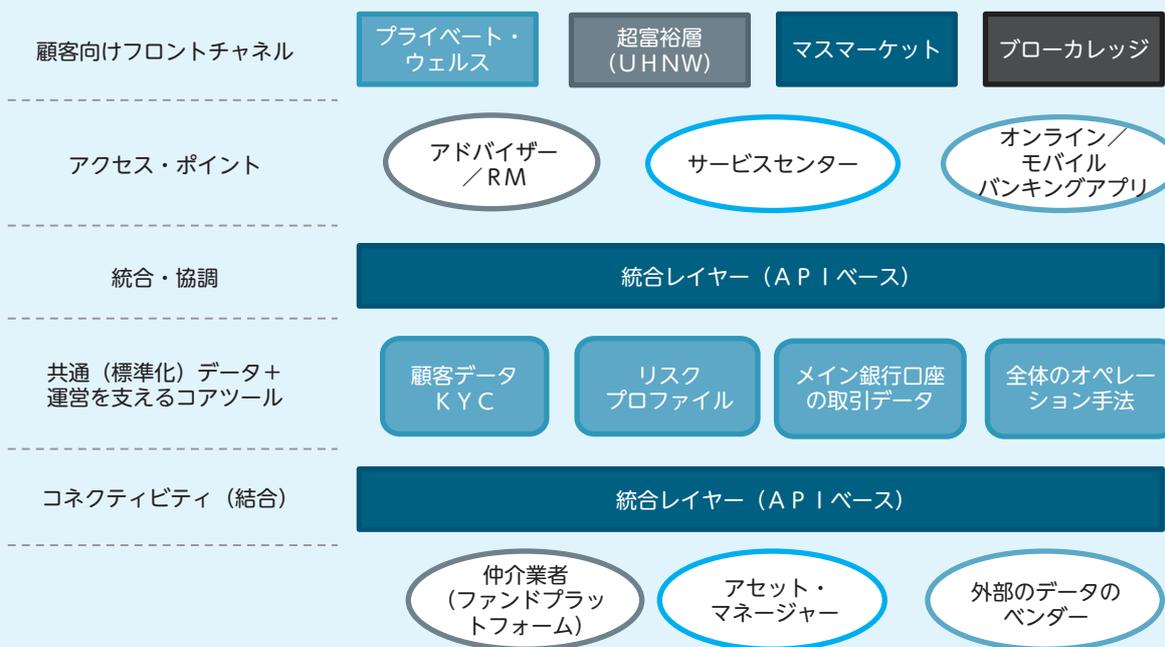
4. 販売チャネルの拡張

3) 2019年～2022年の「販売チャネル拡張」ステージでは、2020年のオンラインブローカレッジのイー・トレード・フィナンシャルの買収が主要な販売チャネルの拡張に該当する。対面での資産管理型中心のビジネスへシフトし、アドバイス機能とTechの融合を経て、満を持してブローカレッジ中心のネット証券を買収した。アドバイスという付加価値の軸を維持して資産管理型中心のビジネスにシフトしてきたことが、オンライン証券かつブローカレッジ中心のイー・トレード・フィ

ナンシャルを傘下に入れても、買収の相乗効果が見込めると判断したと考えられる。自社で所有することで、メジャーマーケットでの規模の拡大につながり、戦略の軸は維持されている。

さらに、図表13に示すように、図中の「共通（標準化）データ+運営を支えるコアツール」が組織の中で確立および浸透し、顧客のフロントチャネルのアドバイザーからロイヤリティを得てきていることが、イー・トレード・フィナンシャルなどの買収を判断できた理由として挙げられる。JPMのテクノロジーの取り組みの事例と比較では、MSの場合、中核のウェルス・マネジメントのビジネスに、豊富かつ多様な顧客データを活用できるコアテクノロジーツールが導入されていると理解できる。マスから富裕層という幅広い顧客向けフロントチャネルを拡張しても、コアデータとコ

図表13 モルガン・スタンレーの販売チャネル拡張を見据えたコアテクノロジー戦略



(出所) 各種資料から大和総研作成

アツールさえ具備していれば競争力は低下しない。

以上のようにMSの企業価値経営を概観すると、JPMのAWM部門、あるいはBAC傘下の旧メリルリンチなど、銀行のガバナンスの下でのウェルス・マネジメント事業は、企業価値経営においてプラスに働いているか疑問が残る。

3章 日本の金融機関はどこまで対応できているか～米国の企業価値経営のロジックを踏まえて～

第1章、第2章の米国の事例を見ると、現在の企業価値評価は、国・地域の金利水準、顧客基盤などの事業環境の良し悪しの影響を受けているものの、コアとなる付加価値を見極めてきた金融機関の直近過去10年間の経営改革による成果といえよう。リーマン・ショック後は、規制強化あるいはテクノロジーの発展によって提供する商品・サービスの付加価値が大きく低下していき、資本要件に見合う銀行の事業領域が縮小してきた。そのような厳しい事業環境の中で、高度なリスク管理によってビジネスポートフォリオのレジリエンスを高めると同時に、テクノロジーと人の付加価値の融合を進め、生産性向上に取り組んでいる金融機関の企業価値が高まっている。

1. リスクアペタイト・フレームワーク⁵による収益性と健全性のバランス

加えて、部門別のROE、純利益率による使用資本の割り当てのロジックを軸に据えた金融機関のリスク管理を含めたガバナンスの強化が企業価

値経営の強化につながっていくと考えられる。すでに、金融機関のガバナンスでは、これまでの健全性重視のガバナンスから、収益性とのバランスを取るガバナンスの強化が重要となっている。

この中心的な概念がリスクアペタイト・フレームワーク (Risk Appetite Framework: 以下RAF) である (図表14上図)。これは、銀行のコーポレート・ガバナンス強化の議論の一環として提唱された概念である。「リスクアペタイト」とは、「自社のビジネスモデルの個別性を踏まえた上で、事業計画達成のために進んで受け入れるべきリスクの種類と総量」をいう。

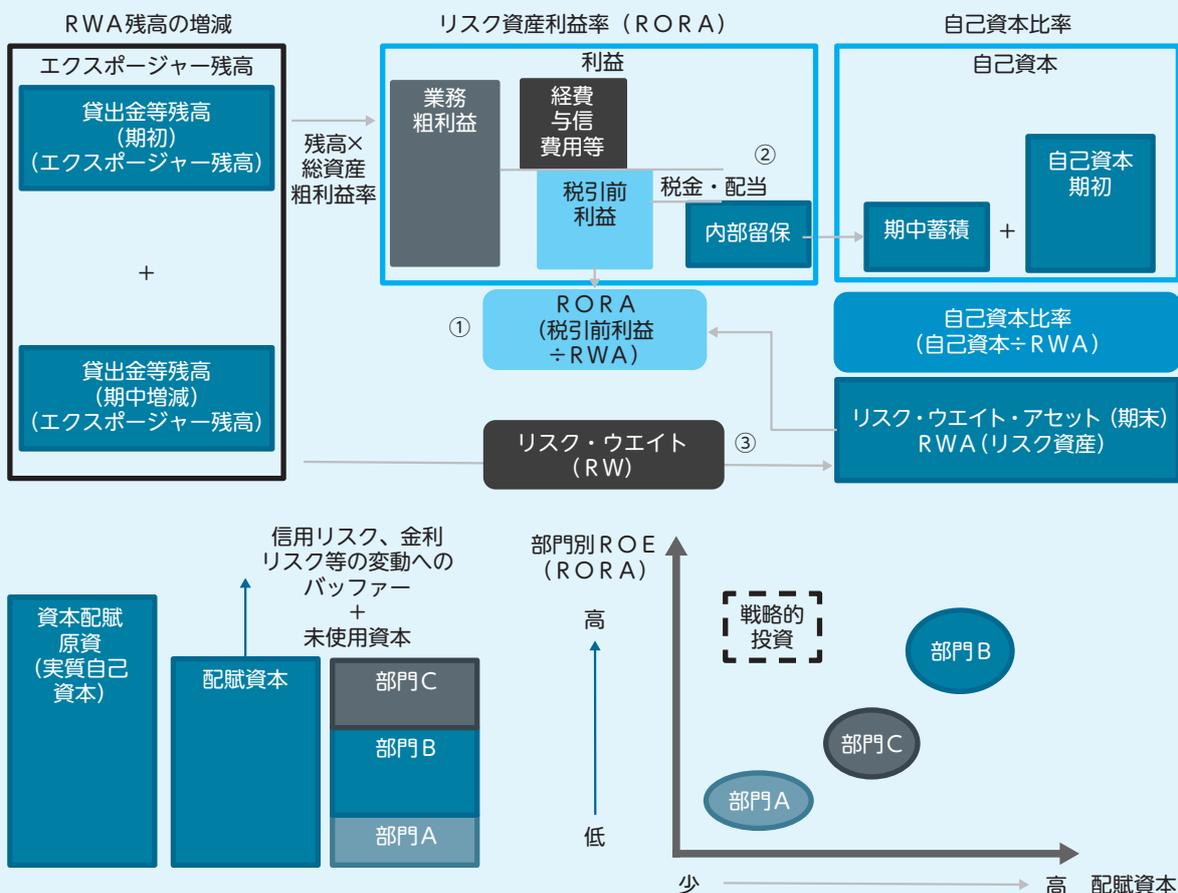
そして、「リスクアペタイト・フレームワーク」とは、こうしたリスクアペタイトを「資本配分や収益最大化を含むリスクテイク方針全般に関する社内共通言語として用いる経営管理の枠組み」をいう。これらの定義からわかる通り、RAFは、単なる「リスク管理」とは異なり、リスクの抑制のみに傾いた概念ではなく、必要に応じて適切な範囲でリスクテイクを行う旨を奨励するものである。これまでは図表14上図の自己資本比率を重視してきたが、リスク資産利益率 (RORA = Return on Risk Assets) に重視する考え方である。すでに米国の金融機関ではリスクアペタイト・ステートメント (RAS) を積極的に作成して開示している。

図表14の上図では、個別金融機関は、金融システムの安定のために、自社の健全性を維持するべく自己資本比率の水準を規定以上に維持することが最重要となる。その一方、積み上げたりスク資産に見合うリターンの確保が重要となる。当然ながら、企業価値向上に必要なROEは、銀行の

5) 鈴木利光「リスクアペタイト・フレームワークの現状ける見込み」大和総研レポート (2019年8月26日)

「地方銀行・第二地方銀行」、RAFの導入を奨励され続

図表14 リスクアパタイト・フレームワーク（上図）と資本配賦（下図）の概念図



(出所) 各種資料から大和総研作成

健全性の一つの水準であるレバレッジ比率（リスク・ウェイトによる調整を行わない非リスクベースの指標⁶）よりもRORAと相関が高い。このため、企業価値経営では、金融機関は、当然ながらRORAの“R”（リターン）は、これまで通りの健全性の維持だけではなく、株主資本コストを上回る収益性とのバランスを取る必要性が高まっている（図表15）。

加えて、図表14（下図）に示すように、実質自己資本から信用リスク、市場リスク、オペレー

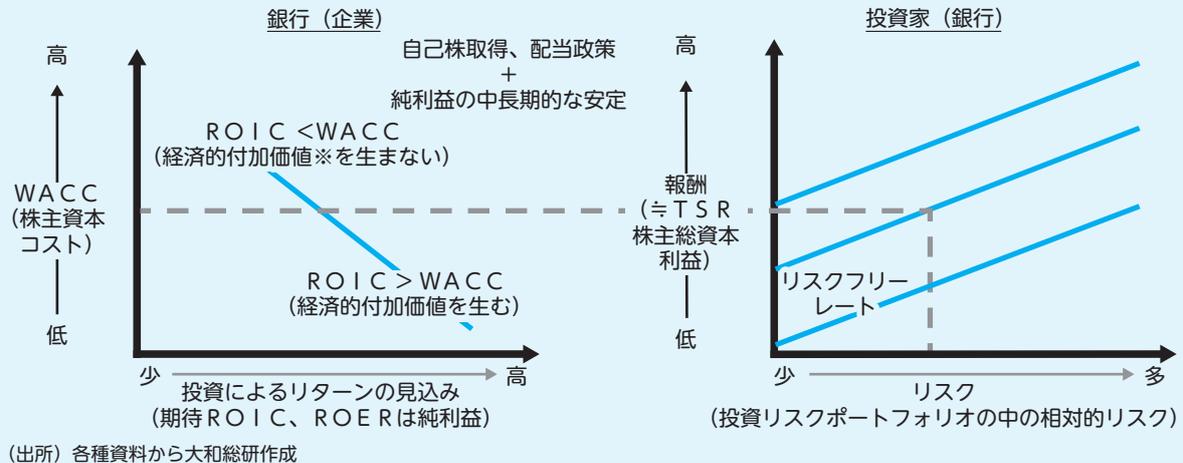
ショナルリスク等の変動へ対応するための資本（未使用資本）を差し引いた使用資本を、各事業へ割り当てるロジックが重要となる。これはJPMとMSの事例で説明してきた手法である。銀行では、これまで、預金・貸出部門、市場運用部門などの事業ごとに内部で決定して資本配賦の論理を外部に説明する必要が出てきている。

2. PBRを向上させる方法

日本の金融機関は、企業価値経営の実現におい

6) バーゼルⅢでは、レバレッジ比率に関して、自己資本比率におけるTier 1を非リスクベースのエクスポージャーで除した値が3%以上となることを求めている。

図表15 株主資本コストと投資家の求める報酬の関係



て、常に上記の R A F を念頭に置く必要がある。東証が 3 月 31 日に公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第 9 回の資料に基づき、ステークホルダーが金融機関の経営層に期待する中長期的な企業価値向上を実現する経営計画を策定する場合も当てはまる。R A F に基づく本質的な中計実現のための経営層のガバナンス力、組織力を強化する必要がある。

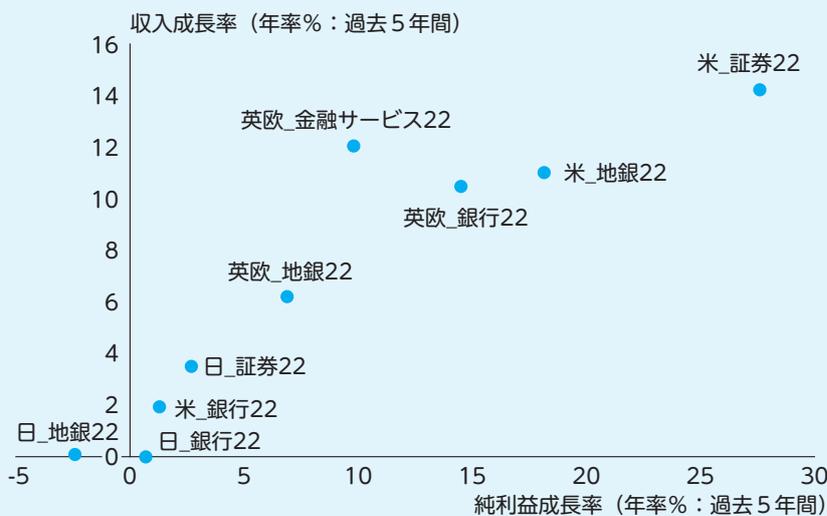
上記を前提とした上で P B R の向上をどう目指すべきか。まず P B R は「ROE × P E R」で算出される。ROE は「当期純利益 ÷ 株主資本」、P E R は「株主還元率 ÷ (資本コスト - 永久成長率；資本コスト > 永久成長率)」で算出される。

1) ROE の向上

ROE の向上を目指す金融機関の多くは、当期純利益の確保が大前提であるものの、自社株買

いと株主還元による資本水準のコントロールにより、ROE の水準の改善に取り組んでいる。確かに、資本水準のコントロールは短期的には有効であるものの、それに資金をつぎ込むより、多角化、デジタル化などの成長投資に資金を割り当てる必要がある。日本国内の顧客基盤が縮減する中で、経営層は、中長期的な成長への投資が投資家

図表16 日米欧の金融業態別収益成長率の実績



の期待する当期純利益の成長につながる明確な道筋を示し、それに継続的にコミットすることがより重要といえる。

前述の米国金融機関のROE向上策では、将来的に安定して成長する部門を明確にして、資本要件に合わせて徹底的に強化するとともに、収益のボラティリティが大きい部門はリスク管理を徹底している。

2) P E Rの向上

P E Rは「株価÷E P S」でも算出される。E P Sは「当期純利益÷発行済株式数」であり、自社株買いでE P Sは上昇する。しかし、それに伴って株価が十分に上昇する必要がある。すなわち、もう一つのP E Rの算出式の分母である、投資家が求める資本コストと期待する永久成長率の差を縮小させることが必要となる。資本コストは、リスクフリーレート+ β ×マーケットリスクプレミアムで算出される。この算出式に従えば、資本コストの低下には、 β あるいはリスクプレミアムを低くすることが必要となる。ただし、資本コストの水準は、様々な投資家の期待値を集約して決まり、正確に算出することは困難である。むしろ、永久成長率を高めることの方が重要となる。

3) P B R向上のために

永久成長率はROEと利益の内部留保率（1－株主還元率）の積であり、内部留保がP E Rを引き上げるか否かは、ROEが資本コストを上回ると将来にわたって期待できるかどうかで決まる。つまり、投下資本に対する収益性を高めることがP E R、ひいてはP B Rを高めるといえる。

期待成長率を達成するためには中計の実現が非常に重要となる。中計実現のために組織が機能することが、中計作成の本質的な意義である。ただし、図表16に示されているように過去5年間の

収益成長率の実績では、欧米と比較し日本は劣後している。B A Cの各年度のForm－10Kの開示事例で見られたような経営層が責任を持つ収益成長の開示とコミットメントが必要であろう。

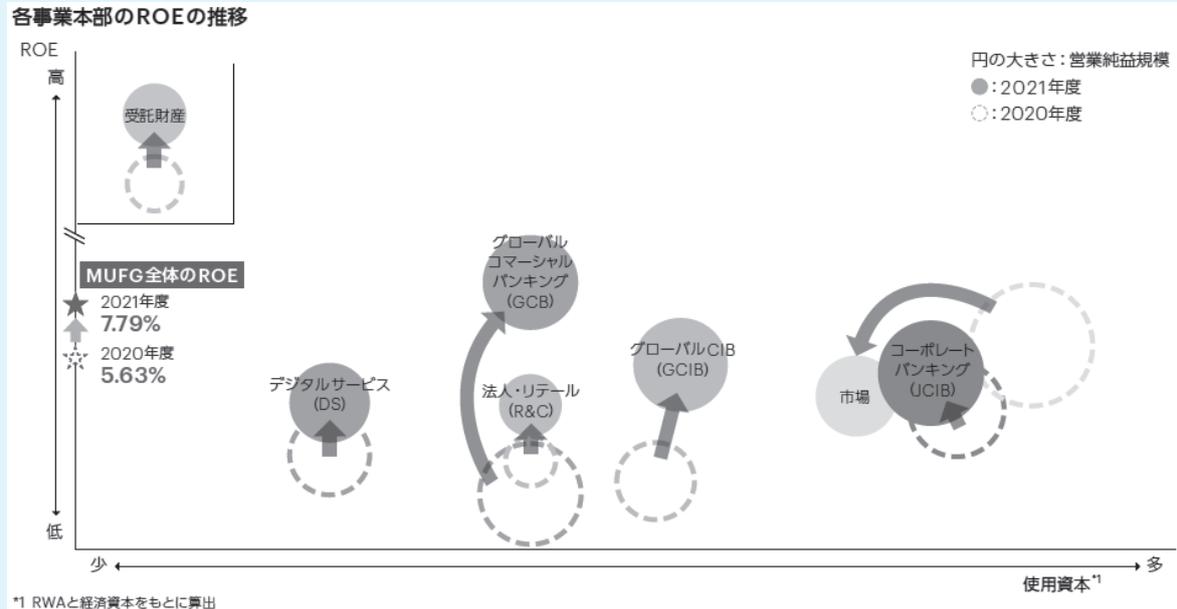
3. 日本の金融機関はどこまで対応できているか

企業価値経営への取り組みは、最近の決算説明会資料を見ると、上記のロジックを踏まえて企業価値経営の取り組み状況を開示して、説明している金融機関が多くなっている。

特に、開示資料を見る限り、三菱U F Jフィナンシャルグループ（M U F G）、大和証券グループ本社、コンコルディア・フィナンシャルグループは、部門別のROEあるいはR O R Aの水準を勘案して使用資本の配賦を決めていると考えられる。

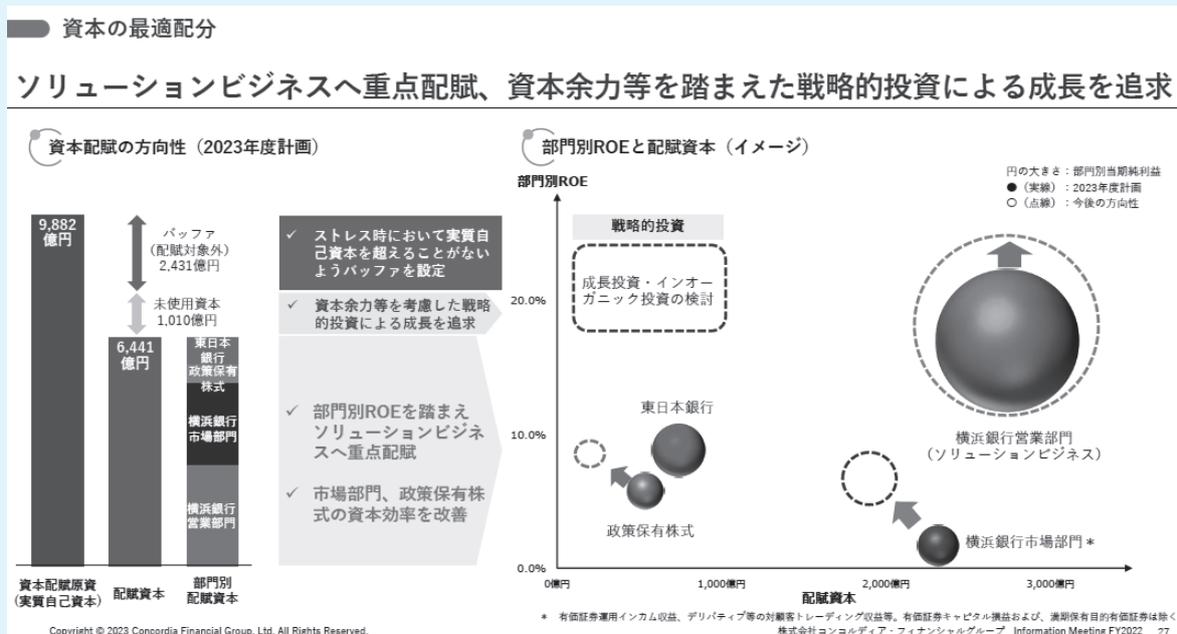
M U F Gは、グローバル・コマーシャル・バンキング（G C B）、グローバルC I B（G C I B）、コーポレート・バンキング（C B）、市場、デジタルサービス（D S）、受託財産の6部門について、ROE、営業純益の水準、使用資本の割り当ての推移、2020年度から2021年度におけるポジショニングの変化を示している（図表17）。特徴的なこととして、ROEが相対的に低く、使用資本の割り当てが大きい市場部門の使用資本を減少させた。使用資本の割り当てが多いC B部門は引き続きROEの改善を目指し、相対的に使用資本が小さいグローバルなバンキング分野での収益率を高めることが中心戦略となっている。使用資本の少ないデジタルサービス部門のROEの改善を目指していることも特徴的な戦略として捉えられよう。J P Mで見られたような使用資本が大きい銀行部門の構造改革をしながら、そこから得た

図表17 三菱UFJフィナンシャル・グループ



(出所) 三菱UFJフィナンシャル・グループ「MUFG Report 2022 (統合報告書)」

図表18 コンコルディア・フィナンシャルグループ



(出所) コンコルディア・フィナンシャルグループ「Information Meeting 2022年度決算および企業価値向上に向けた取り組み」2023年5月22日

成果を使用資本が小さいデジタルサービスで収益率を高める戦略が垣間見える。

コンコルディア・フィナンシャルグループは、MUF Gのように完全な部門別の使用資本の配賦という開示ではない。その代わりに、横浜銀行営業部門、横浜銀行市場部門、東日本銀行、政策保有株式を部門とし、将来の部門別ROEと資本配賦の水準の方向性を示している。それを踏まえて、戦略的投資を経営判断していく戦略を打ち出している。横浜銀行営業部門のコアコンピタンスはソリューションビジネスとし、その高度化を進めていき企業価値を高めていく方向性である。

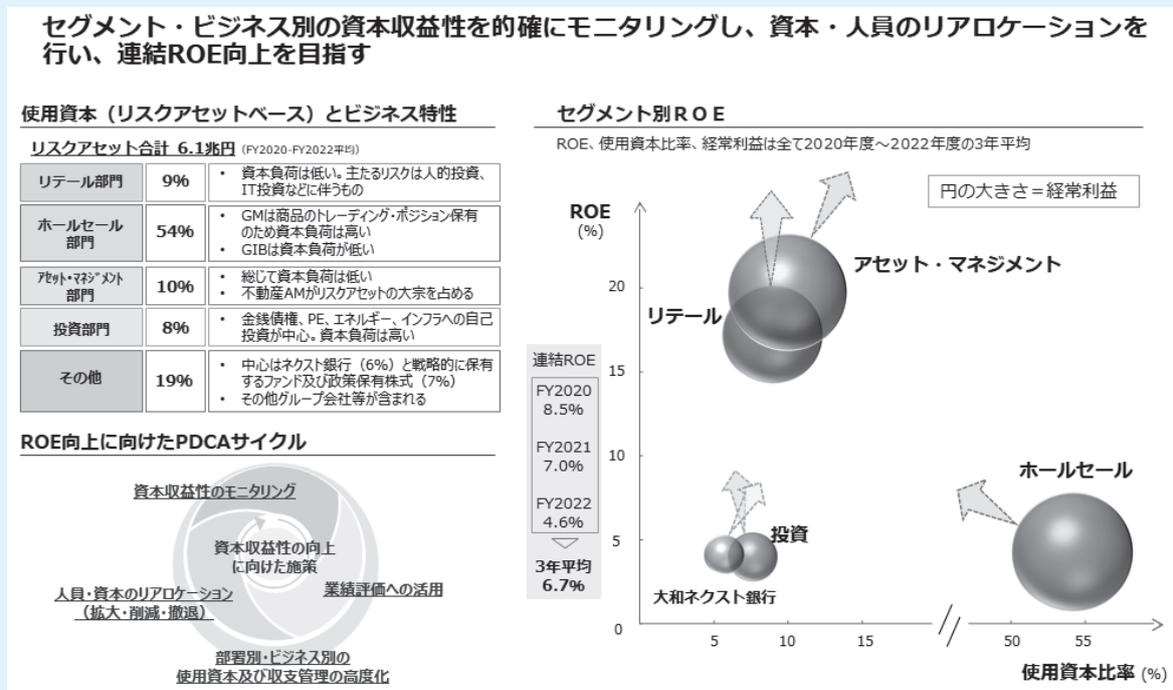
最後の大和証券グループ本社の開示では、ROEの水準が高いリテール部門とアセット・マネジメント部門のROEをさらに上昇させ、ホール

セール部門の使用資本比率をコントロールしていく戦略が見られる。その中でハイブリッド戦略として投資部門、大和ネクスト銀行のROEを高めていく方向性を示している。

おわりに～投資家目線の企業価値経営に耐えられるか～

金融機関はリスクを意識しながら、リスク資産（部門別のリスク資産）に対する資本配賦を決めていく。ただし、自己資本の健全性を維持しながら、配賦した自己資本に対するリターン（ROE）を投資家の求める株主資本コスト以上にしていくことが求められる。例えば銀行、証券、資産運用、保険、あるいはその他事業の部門ごとに、それぞ

図表19 大和証券グループ本社



(出所) 大和証券グループ本社「大和証券グループ 2023年度 経営戦略説明会」2023年5月31日

れの部門がどのように全体の企業価値に貢献しているのかが問われる。

日本では、金融機関内部で資本配賦のロジックを決定していた傾向が強かったが、投資家の目線での資本配賦のロジックがこれまで以上に求められているといえよう。グローバル金融ビジネスにおいて、有望なビジネスモデルの方向性が、金融機関別の企業価値である程度明確になってきている。この方向性と、規制の変化の方向性、自国あるいは地域の特性を踏まえて、企業価値を向上させるような部門別のROE、それに基づく資本配賦を考えて、中計を設計し、着実に実行に移していくことが重要であろう。

[著者]

内野 逸勢（うちの はやなり）



金融調査部
主席研究員
担当は、金融機関経営、
グローバル金融課題