

## JP.モルガンの新たな挑戦 —e-ファイナンス・ファームへの変貌—

JP.モルガンは2000年3月、e-ファイナンス（電子金融取引）分野における新たな戦略を打ち出した。1980年代以降、伝統であるマーチャント・バンクへの回帰路線を歩んできた同行が、“LabMorgan”を設立してe-ファイナンスへの挑戦を打ち出したのである。本稿では、同行のLabMorgan計画を概観し、その戦略的背景を振り返りながら、我が国銀行経営への示唆を検討する。

### 1. JP.モルガンに対する現在の評価

#### 1) JP.モルガンの性格

JP.モルガンといえば、マーチャント・バンクとしての伝統と金融技術に代表される革新の融合によって成功したグローバル・ホールセール・バンクとして名高い。1990年代半ばまで、我が国のホールセール・バンクである長期信用銀行や信託銀行が、その経営戦略を立案するうえで、必ずといっていいほど参考にしてきた存在である。

1980年代以降、他のマネーセンター・バンクが環境変化に即応できないまま業績を悪化させていった一方で、JP.モルガンがいち早く投資銀行業務へ特化して成長を遂げたことが、我が国ホールセール・バンクの究極的な姿として映ったからであった。

表1 JP.モルガン小史

1838	米銀行家J.ピーボディがロンドンで創業。
1861	モルガン一族が事業を引継ぎ、ニューヨークでJP.Morgan & Co.設立。マーチャント・バンクとして成功する。
1933	銀行業と証券業の分離を定めたグラス・スティーガル法が成立。
1935	JP.Morgan&Co.は商業銀行に、投資銀行業務を営むMorgan Stanley&Co.を分離独立した。
1941	JP.Morgan&Co.とMorgan Stanley&Co.の資本関係が消滅。
1959	Guaranty Trustと合併し、Morgan Guaranty Trustを発足。
1969	銀行持株会社としてのJP.Morgan&Co.Incorporatedを設立。Morgan Guaranty Trustを傘下に。
1979	Morgan Guaranty Ltd.をロンドンに設立。
1988	Morgan Guaranty Ltd.をJP.Morgan Securities Ltd.に名称を変更。 「JP.Morgan」をJP.Morgan&Co.IncorporatedとMorgan Guaranty Trustを統一する登録商標と位置づける。
1989	JP.Morgan Securities Ltd.、米国内の債券引受業務に参入。
1990	JP.Morgan Securities Ltd.、米国内の株式引受業務に参入。
1998	American Centuryと資本提携

(出所)「モルガン家」(日本経済新聞社、1993年)等より野村総合研究所作成

しかし、JP.モルガンの現在の姿は、1980年代の投資銀行化路線の結果というよりも、むしろ設立以来のマーチャント・バンクとしての性格に求めることの方が妥当であろう。1933年のグラススティーガル法の成立によって商業銀行としての道を歩むことを余儀なくされたものの、1970年代には、ロンドンに設立した引受子会社が、ユーロ市場においてトップ・アンダーライターとなっていた。いわばグラススティーガル法以前のマーチャント・バンクへの回帰が、その後の投資銀行化路線の素地となっていたのである。

JP.モルガンは家族主義的でフレキシブルな組織文化を持つといわれる。銀行と証券子会社は別会社というより実質一体運営であるし、為替や証券のポジション・リスク管理は銀行・証券が一体で管理されており、組織を超えた協調が従業員に求められるという。後述する LabMorgan の設立やそれに至るまでの組織のスピン・オフ、その後の協調関係、「JP.Morgan」がグループの統一ブランドとして常に意識されている事実などを見る限り、これまでに培ってきた家族主義的な企業文化が JP.モルガンの最大の特徴のように見える。

こうした伝統文化を持つ一方で、常に革新的であった。デリバティブ業務、トレーディング業務、リスク管理業務などに早くから参入し、現在では表 2 に位置づけられるようなグローバル・ホールセール・バンクとしての地位を築いているわけである<sup>1</sup>。

表 2 他行・他社とのランキング比較

ランキング(1999年度)		米国シ ン ジ ケ ー ト ロ ー ン*1	M&Aアド バイザ リー*2	デリバ ティブ・ ディー ラー*3	債券リ サーチ*4	引受*5	トレーディ ング*6	アドバイ ス*7
名称								
投資銀行	ゴールドマン・サックス	11	1	2	3	4	6	7
	MSDW		2	4	2	1	8	4
	メリルリンチ	20	3	6	1	3	3	1
	CSFB		6	9		8	13	10
	ウォーバーグディロンリード			5		7	2	5
欧州銀	ドイツ銀行			3	8	2	1	2
米銀	シティグループ			1		6	4	3
	チェースマンハッタン	1	9	8	6	12	7	9
	バンク・オブ・アメリカ	2		10		19	17	14
	JP.モルガン	4	7	7	4	5	5	6

(出所) \*1 Investment Dealers' Digest

\*2 関雄太「米国大手投資銀行のアドバイザー業務」『資本市場動向クォーターリー』2000年春号

\*3,4 Institutional Investor、

\*5,6,7 EUROMONEY 誌が独自の手法でランキングを行ったもので、引受には bonds・株式・ユーロ CP・MTN、トレーディングにはユーロ bonds・国債・MTN・ユーロ CP・デリバティブ・株式・FX、アドバイスには FX リサーチ・リスク管理・クレジットリサーチ・ユーロピアン株式リサーチ・アジア株式リサーチ・M&A、を含む。

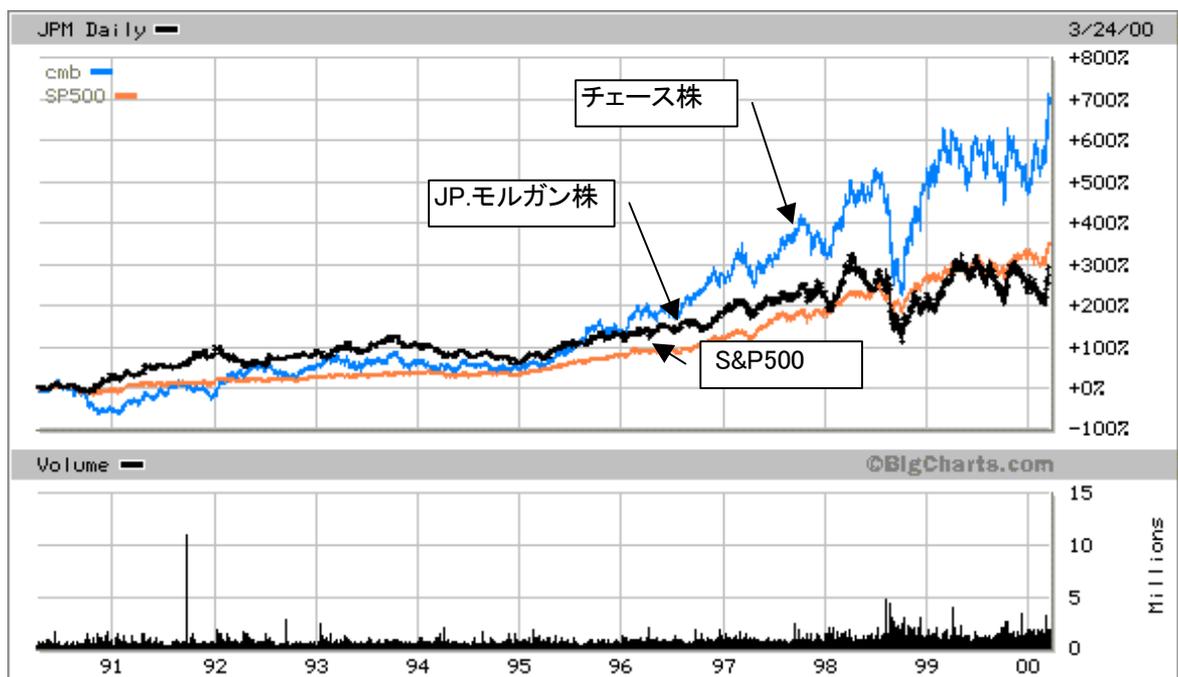
<sup>1</sup> 米国証券会社によっては JP.モルガンを商業銀行ではなく、ゴールドマン・サックス等の投資銀行と範疇でセクター区分している場合もある。

## 2) 近時の評価

ところが1990年代半ば以降、JP.モルガンに対する評価は大きく変わった。IT革命とグローバル化の進展によって、例えば1995年に発表されたケミカル・チェース・マンハッタン、1998年のネーションズ・バンク、バンクワン・ファーストシカゴ、ウェルズ・ファーゴ・ノーウェスト、そしてシティバンク・トラベラーズのように、金融機関の大規模化が顕著となってくると、規模は小さいものの、高収益体質を誇ってきたJP.モルガンのビジネス・モデルは、大規模化したマネーセンター・バンクを前にしてやや見劣りが否めなくなってきたと指摘されている。

図1は最近10年間のチェース・マンハッタン、JP.モルガンそしてS&P500の株価変化率の推移である。チェース・マンハッタンがケミカル銀行との合併を発表した1995年8月以降の2行の株価で見ると、近年の評価の差は明らかに開いてしまった。また、1998年のLTCM事件前まではS&P500をやや上回る水準で推移したものの、事件以降はS&P500の推移をも下回ってきている。

図1 株価推移比較



(出所) Bigchart.com に基づき野村総合研究所作成

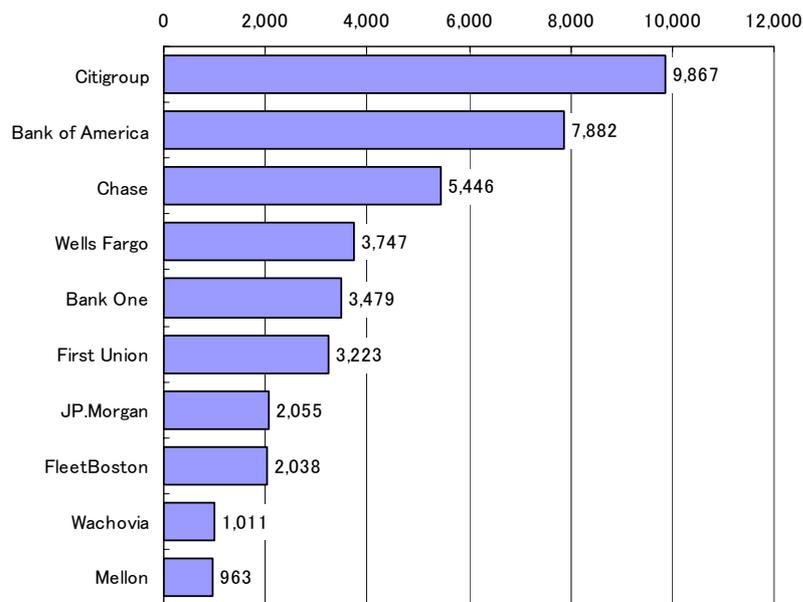
設立以来「量より質」の経営が追求されてきたが、過当競争のなかでその収益性も相対的に低下しつつある。1999年度のマネーセンターバンクのROEを比較してみると、チェース・マンハッタン 24.2%、シティグループ 22.5%と 20%を大きく上回り、JP.モルガンのROE

も 1998 年度に比べて大きく改善はしたものの 18.4%と、ライバル行の後塵を拝している。ROA でも他行が 1.3%~1.4%台へと水準を引き上げた一方、JP.モルガンの ROA は 0.79%に留まった。1999 年度の米国銀行業界が過去最高益を上げ、ROA が FDIC 加盟行平均で 1.31%まで上昇していることを勘案すれば、もはや飛び抜けて高いわけではない<sup>2</sup>。

図2のように、純利益水準の比較においても、シティグループの9,867百万ドルをはじめ、バンク・オブ・アメリカ、チェース・マンハッタンといった大規模金融機関の収益水準に大きく水を開けられてしまった。

JP.モルガンの収益性と収益水準が見劣りし始めたなか、1999年に同じホールセール・バンクであったバンカース・トラストがドイツ銀行に買収されたこともあって、JP.モルガンもいずれ大手金融機関と合併するのではないかという噂が付きまとうこととなったのである。

図2 主要銀行の純利益水準（単位：百万ドル）



(出所) 各行ディスクロージャー資料より野村総合研究所作成

株式時価総額と EPS との関係で米国金融サービス業界を鳥瞰してみると図3のようである。特に JP.モルガン、シティグループ、チェース・マンハッタンの3行について比較してみれば、高収益だが規模が相対的に小さい JP.モルガン、大規模で安定しているシティグループ、両行の中間に位置するチェース・マンハッタンというポジショニングを確認することができる。この位置関係は 1995 年当時においても変わらなかったが (図中の「○」印)、

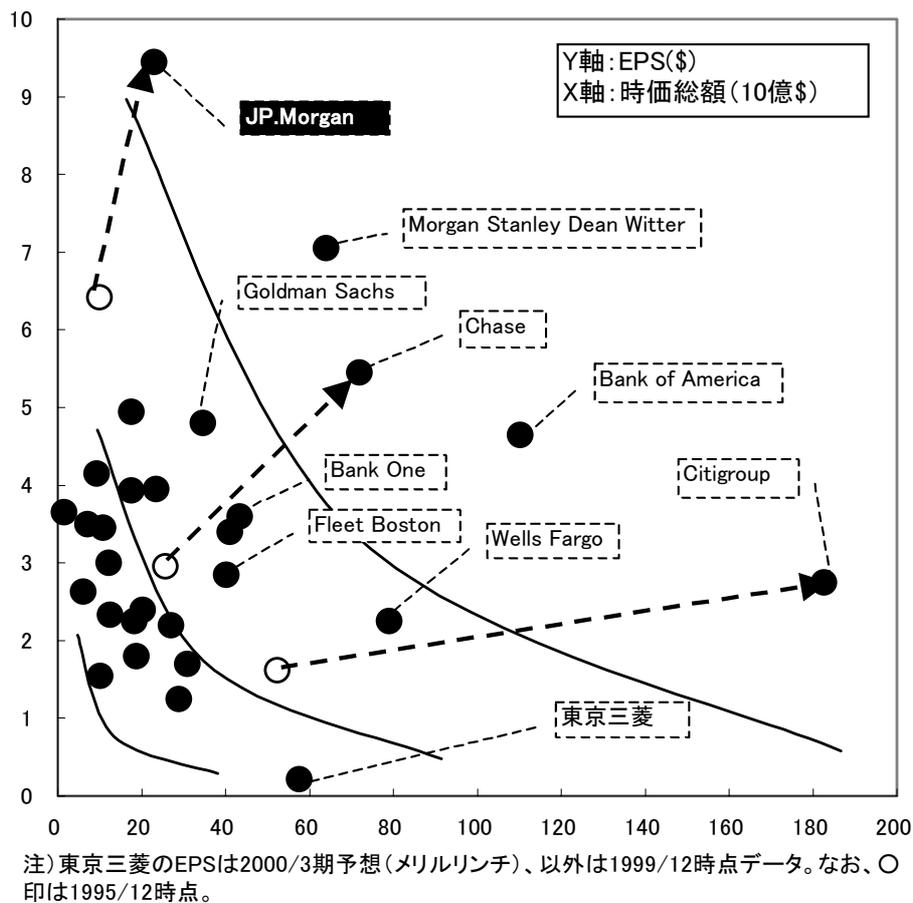
<sup>2</sup> 飯村慎一「米国商業銀行業界の決算概況 (1999)」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照

よりタイプの違いが鮮明になったということが言えよう。しかし、タイプの違いはあっても、EPSの高さや時価総額の大きさは他に抜きんでたレベル感（図中の曲線のレベル）にあるわけであり、どのタイプが優れているか一概には評価し得ない。

しかし、JP.モルガンに関する合併の噂が絶えないのは、IT革命とグローバル化の進展によって金融機関が大規模化する流れのなかでは、規模それ自身が重要なものとなっており、JP.モルガンの規模が相対的に小さくなればいずれ合併や買収の対象とならざるを得ないのでと考えられているからであろう。

では今後、JP.モルガンは規模を追求し、図3におけるポジショニングを大きく変えようとするのであろうか。後述する同行の新たな戦略を見る限り、規模拡大の方向性は見えてこない。同行の歴史を見る限り、JP.モルガンの名が消えるような選択は考えにくいし、むしろクリティカルマスを確保しながら高収益体質を維持し、伝統のマーチャント・バンクとしての独自路線を追求しているように見えるのである。

図3 金融サービス業界のポジショニング



(出所) 各行ディスクロージャー資料より野村総合研究所作成

## 2. 新たなる戦略：e-ファイナンスへの挑戦

JP.モルガンに対するこうした評価のなか、同行は強みである金融技術力を活かして「e-ファイナンス・ファームへの変貌」を標榜し、従来のマーチャント・バンキング路線を e-ビジネスの世界にも拡大しはじめた。

### 1) LabMorgan の設立

JP.モルガンは2000年3月9日、新しい電子金融取引部門として「LabMorgan」<sup>3</sup>を立ち上げたことを発表した。2000年の1年間だけで、金融機関同士の電子商取引用のシステム・インフラの構築や電子金融取引分野のベンチャー企業への投資に10億ドルの資金を投入すること、年末までに要員を200人にまで拡大する予定であるとする内容であった。

JP.モルガンの役員として電子商取引部門を統括し、LabMorgan 社長に就任する N.Rohatyn 氏は、ホームページ上で次のように記している。「LabMorgan は、世界中の電子金融取引分野におけるアイデアを見極め、最終的に有力な金融ベンチャー企業に投資を行っていくが、それは JP.モルガンのブランド力、金融市場における高度な能力、幅広いクライアントを梃子にして実現されていくのである。起業家や提携先は自身のアイデアを実現するため、LabMorgan をまさに目標の地とすることになるだろう。我々のゴールは、金融サービス業の将来を形作ることなのであり、JP.モルガンを電子金融取引分野のリーディング・カンパニーに変貌させることなのである。」と、ニューエコノミー時代を強く意識し、LabMorgan を新たなブランドとして電子金融取引の世界での定着を図ろうとしている<sup>4</sup>。

そして、この目標に向かって LabMorgan が実践すべきミッションとして、①電子金融取引市場におけるクライアントとマーケットを育成すること、②常に技術革新に挑み、既存の商品やサービスを電子金融取引の新たなビジネス・モデルに変容させること、③JP.モルガンによって開発されてきた技術やソリューションを商業化し、有望な技術や金融ベンチャー企業に投資を行うこと、④電子金融取引市場に信用・市場リスク管理、デリバティブ・サービス、決済インフラ、アドバイザー・サービスを提供していくこと、などを掲げた。

### 2) LabMorgan と金融ベンチャー企業

LabMorgan が支援する金融ベンチャー企業は既に11社に及んでいる(図4)。特徴的なのは、そのほとんどが JP.モルガンの元役員や行員が立ち上げた企業、出資関係のある企業で、

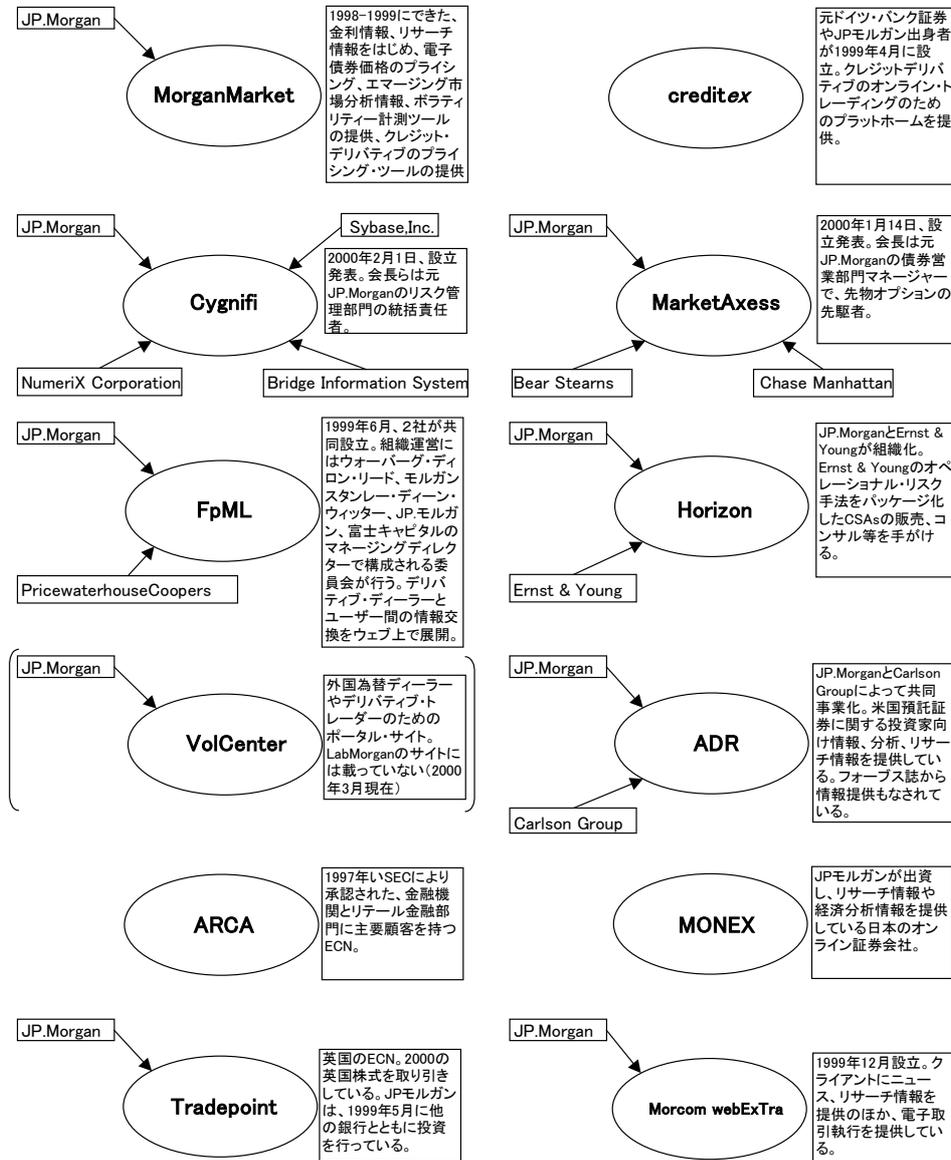
<sup>3</sup> LabMorgan 設立の背景には、1999年9月よりスタートした「Lab60」のコンセプトがある。Lab60の下で後述する Cygnifi、MarketAxess、VolCenter の育成が始まっている。

<sup>4</sup> 「JP.Morgan」が JP.Morgan & Co.他グループ会社の統一登録商標であるように、「LabMorgan」も今後商標として登録される予定である。

■ 資本市場クォーターリー 2000年 春

その後、戦略的提携関係を構築した企業であることである。これら企業群の設立の背景からは JP.モルガンのブランド戦略が見えてくる。

図4 LabMorgan に誘致されている金融ベンチャー企業



(出所) LabMorgan ホームページより野村総合研究所作成

(1) Cygnifi : リスク管理とデリバティブ・サービスの新たなチャネル

例えば、LabMorgan のホームページでは、リスク管理やデリバティブ・サービスの金融ベンチャー企業として「Cygnifi」の設立に至る経緯が紹介されている。

Cygnifi は 2000 年 2 月 1 日、LabMorgan の設立チームのメンバーで、JP.モルガンのリスク管理委員会の副委員長であった J. Helvey 氏と IT 部門長であった V.Torgovnik 氏の「リスク

管理やデリバティブの技量をビジネス化できないか」という二人のアイデアが、JP.モルガンのナレッジマネジメント組織を通じて具体化され、JP.モルガン、サイベース (Sybase, Inc)、ニューメリックス (NumeriX Corporation)、ブリッジ・インフォメーション・システム (Bridge Information System) の4社による戦略的提携によって設立された金融ベンチャー企業である。

Cygnifi の設立にあたってのミッションは、①市場リスクや信用リスクについてのデリバティブ・サービスをインターネットを通じて提供できる最初の独立した会社とすること、②デリバティブの提供者と利用者の障壁を低め、OTC デリバティブ取引の市場拡大に資する企業となること、③透明で独立したデリバティブサービスの提供によって中立・公平なリスク評価機関となること、④JP.モルガンの技術力やその他のパートナーの技術力を梃子にして、世界中に広がるクライアントにデリバティブ技術を提供して電子金融取引市場におけるリーディング・カンパニーになること、とされた。

こうしたミッションが与えられたのは、デリバティブ評価やストレステスト、シュミレーションなどを提供できる独立かつ中立的な企業が金融サービス業界に存在してこなかったためだった。欧米におけるオペレーショナル・リスクに関する問題の一つに「モデル・リスク」が指摘されている。リスク管理モデルのアプリケーションやデータの不備から生じるトラブルは、極めてオペレーショナルな問題であるため、常にデータを新しく、管理モデルのメンテナンスを行き届いたものにするのが求められている。Cygnifi のような独立かつ中立的な企業が、しかもインターネットを介していつでも対応可能ということであれば、管理モデルのメンテナンスに追われるリスク・マネージャーにはメリットが大きいし、中立的なリスク評価機関が存在することで、金融市場におけるリスク管理の健全性や効率性を増大すると期待されていたわけである<sup>5</sup>。

こうしたミッションの下、①デリバティブのプライシング、バリュエーション、市場リスク及び信用リスク管理、担保管理機能を一元管理されたインフラからインターネット経由で提供することによって、コスト効率の良いリスク管理サービスを提供すること、②市場・信用・担保管理の分野におけるプロフェッショナルからのアドバイス業務、③市場リスク、カウンターパーティーリスク、担保管理についての分析力、技術力、ビジネス・スキルを駆使した特色あるソリューションの提供、を主要業務に定めた。

このように、Cygnifi は、JP.モルガンのブランドを梃子に中核業務を商業化させたこと、その企業化が業種を超えた戦略提携によって実現したこと、これまでにない中立的なリスク評価機関として新たな市場を開拓したこと、などに大きな意義が認められている。

しかし、Cygnifi を後述する The RiskMetrics Group (RMG) とともに分離独立させることによって得られる JP.モルガンのメリットやインターネットにおけるブランドの重要性を考えると、それぞれの連携がなくなってしまっただけでは意味がない。むしろ、RMG—JP.モルガン本体—Cygnifi が上手に連携して、リアルとバーチャルの両方で JP.モルガンのブランドを

<sup>5</sup> 例えば“Operational Risk” (2000年3月号)

浸透させようとしていると理解することのほうが実態に近いと考えられる。

## (2) MarketAxess：インターネットを通じた電子債券トレーディング

また、インターネットを通じた電子債券トレーディング・サービスを提供する金融ベンチャー企業として「MarketAxess」がある。同社は2000年1月14日、ベア・スターンズ、チェース・マンハッタン、JP.モルガンの3社によって設立された。3社が共同してインターネットを介して提供する電子債券トレーディング・サービスは、生命保険、年金基金、投資信託などの機関投資家を対象にしている。機関投資家にとっては、これまで個別にアクセスしなければならなかった社債、ハイ・イールド債、エマージング債などの市場に1クリックでアクセスが可能となり取引コストの削減が可能となること、共同ポータルであることからより多くのリサーチ情報の収集が可能となることなどがメリットとなる。

MarketAxess が設立された背景には、欧米の銀行や投資銀行の間で、インターネットを通じた電子債券トレーディング・サービスを巡る開発・提供の競争が激化していることが指摘できる(表3)。

表3 債券取引のインターネット・ツール

名称	提供先	単独/共同	コメント
「PrimeTrade」 「PrimeClear」 「PrimeDebt」	CS.ファースト・ボストン	単独 単独 単独	OTCデリバティブ、外国為替、CP、ユーロボンドをカバー。 「PrimeTrade」対応のSTP 「PrimeTrade」対応
「Autobahn」 「WEB.ET」	ドイツ銀行	単独 単独	インターネットやブルムバーグ社を介した国債取引システム。 流通取引のための注文・執行システム。
「JP.Morgan BondeXpress」	JP.モルガン	単独	ヨーロッパの投資家向けの社債トレーディング・システム。
「Lehman」 「Live」	リーマン・ブラザーズ	単独 単独	リサーチ情報、ディール情報のオンライン提供。 シンジケーション、流通取引、決済機能の提供。
「Direct markets」 「iDeal」	メリル・リンチ	単独 単独	投資銀行業務支援ツール。 リサーチ、ドキュメンテーションなどの支援ツール。
「BondWeb」 「BondHub」	ウォーバーク・ディロン・リード ゴールドマン・サックス、 モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、 ソロモン・スミス・バーニー	単独 共同	債券新規発行のためのブックビルディング・システム。 共同でのリサーチ情報提供。
「MarketAxess」	JP.モルガン、チェース・マンハッタン、 ベア・スターンズ	共同	3社共同だが、拡張予定あり。
「TradeWeb」	CS.ファースト・ボストン ゴールドマン・サックス、 リーマン・ブラザーズ ソロモン・スミス・バーニー	共同	米国財務省証券の電子ディーリング・サイト。1997年設置。
「BondClick.com」	ABNアムロ、BNPパリバ、ドイツ銀行、 ドレスナー・クラインウオート・ベンソン JP.モルガン	共同	いわば「TradeWeb」のヨーロッパ版。

(出所)「EUROMONEY」誌等より野村総合研究所作成

これまでCSFB、メリル・リンチなどの有力投資銀行が各社単独で電子債券トレーディング・サービスを提供してきた。1999年12月、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、ソロモン・スミス・バーニーなどが共同ポータル BondHub を設立し、2000年3月には、JP.モルガン証券、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチなどが新たに加わって、Bond.Hub を拡張させるかたちで共同ポータル Securities.Hub を設立することが発表されている。

MarketAxess は、Bond.Hub に対抗するかたちで設立されたように見えるが、JP.モルガン証券が Securities.Hub 設立に加わっていること、MarketAxess と Securities.Hub とは相互補完関係にあるものとされていることなどを勘案すれば、今後、LabMorgan との連携のなかで両社の融合という可能性も出てこよう。

ここでも、JP.モルガンのトレーディング・ハウスとしてのブランドを、電子債券トレーディング分野へと拡大させようとするスタンスが見えてくるのである。

### (3) その他の金融ベンチャー企業

「Creditex」は、元ドイツ銀行のクレジット・デリバティブのトレーダーによって立ち上げられた金融ベンチャー企業で、JP.モルガンやドイツ銀行をはじめ多くの金融機関が戦略的パートナーとなっている。

また、「FpML」も JP.モルガンとプライス・ウォーターハウス・クーパーズにより、デリバティブ商品のインターネットを通じたディーリングやプロトコルの標準化を目的として企業化されたものである。

さらに、ARCA は ECN を手がけるアーキペラーゴ社、我が国のマネックス証券、ソニーのネット・バンク<sup>6</sup>など、電子金融取引市場で有望視される金融ベンチャー企業への出資を広げている。

### 3) LabMorgan の狙い

LabMorgan は、表面的には電子金融取引市場を目指す金融ベンチャー企業のインキュベーターとも言えるものである。しかし、その本質的な狙いは、有望な金融ベンチャー企業の早期の囲い込みとベンチャーキャピタル投資による利益追求であり、電子金融取引分野へのブランド力の拡大に他ならない。用意された 10 億ドルの資金の 8 割は、金融ベンチャー企業への出資に向けられるという。

こうしたベンチャーキャピタル投資の背景にあるのが、JP.モルガンのマーチャント・バンクとしての性格や JP.モルガン・キャピタルにおける定評あるプライベート・エクイティ・ビジネスの存在である。

JP.モルガン・キャピタルのプライベート・エクイティ・ビジネスでは、①成長の見込める産業や市場において、②マーケットシェアを伸ばすためのビジネス・プランがあり、③そのプランを実行できる経営陣が存在する、という条件を備えた投資先が重要視されている<sup>7</sup>。プライベート・エクイティ・ビジネスで重要なのは、有望な投資先企業の発掘と投資後の企業価値の上昇にあるからである。

LabMorgan はこれらの条件を全て満たそうと計画されたようにさえ見える。LabMorgan

<sup>6</sup> JP.モルガンは、ソニーが設立するネット銀行に、4%出資予定（2000年3月31日、日本経済新聞朝刊）

<sup>7</sup> 「プライベート・エクイティ」（越純一郎（編）、日本経済新聞社）

の設立によって、①' リスク管理技術やデリバティブ技術という今後も成長が見込めるマーケットを確保でき、②' JP.モルガンが持つノウハウやニューエコノミー企業との戦略提携によってビジネス・プランを支援することができ、③' ビジネス・プランを実行できる経営陣には JP.モルガンからの人材供給が可能という環境ができあがるからである。もちろん、Cygnifiをはじめとする金融ベンチャー企業群は独立企業であり、JP.モルガンの支配権は及ばないこととなっている。しかし、実際には、JP.モルガン出身者による起業を支援したり、戦略的なスピン・オフによって企業化されてきた経緯、JP.モルガンの統一ブランドに集まる家族主義的な組織文化などを勘案すれば、事実上の JP.モルガン・ファミリーの組成といっても過言ではない。

つまり LabMorgan は、ベンチャー・キャピタル投資の段階から IPO に至るまでの出資や貸出、将来の株式公開やその後の株式市場での売却、M&A を通じた投資先企業の売却による売却益の確保といった多くの収益機会を生み出すという、まさに本業を強化するためのビジネス・モデルだと言えよう。

### 3. 新たな戦略への布石

LabMorgan は、マーチャント・バンクとしての性格と高い金融技術力を備える JP.モルガンならではのコンセプトである。だが、それは一朝一夕に実現したのではない。ここでは、このコンセプトに少なからず影響を与えてきたと思われる同行の経営戦略を振り返ってみる。

#### 1) 財務の特徴とリスク管理技術の強化

JP.モルガンの財務構造の特徴としてよく指摘されるのは、資産ポートフォリオの変容である。1980年代以降のマーチャント・バンキングへの回帰路線もあり、貸出資産のウェイトが急速に減少する一方で、トレーディング勘定資産のウェイトが急拡大していった。1999年には、貸出資産は資産ポートフォリオの10.2%を占めるに過ぎず、トレーディング資産と投資有価証券の合算残高が50%超となっている(図5)。

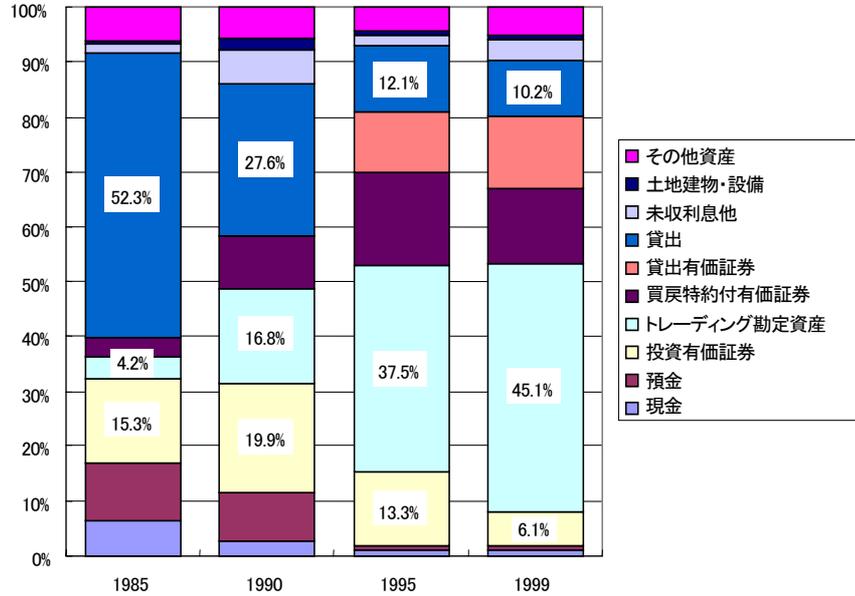
こうしたバランスシートの変化は、当然に非金利収入の拡大となって顕れた。1985年には総収入の55.3%を占めていた純金利収入は、1999年には実に20%を下回るまでに低下し、また1999年の非金利収入のうちトレーディング収入、投資銀行業務収入、アセット・マネジメント収入が全体収入の65.3%を占めた(図6)。

また、1985年の時点で既に純金利収入残高の100%、1991年の時点で同173%であった非金利収入残高であるが、近年は400%から500%にまで拡大しており<sup>8</sup>、1980年代後半以降の

<sup>8</sup> ただし、純金利収入は最近10年間のうち不良債権処理で金利収入が激減した1990-1991、LTCM事件でヘッジファンド向け融資の焦げ付きによる収入減少を除けば、約18億ドル前後で推移しており、貸出資産

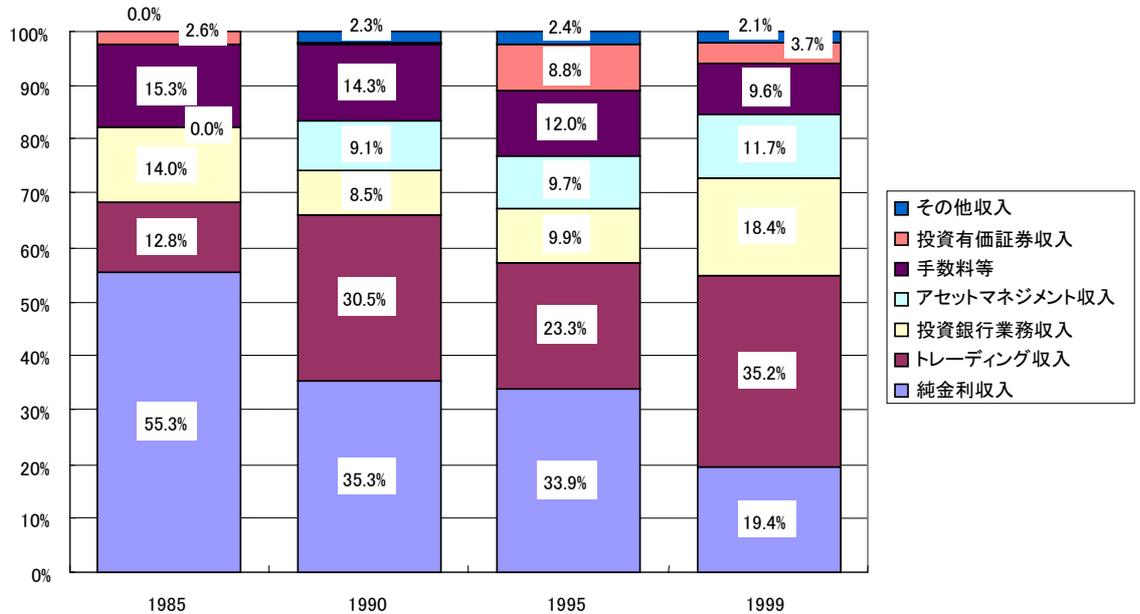
投資銀行化路線、トレーディング資産の拡大、アセットマネジメント業務の拡大がいかに急速に進展してきたかが理解できよう。

図5 資産ポートフォリオの変遷



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

図6 収入内訳の変遷



(出所) アニュアルレポートより野村総合研究所作成

を意図的に減少させている傾向は見られない。その意味では、非金利収入を拡大させる戦略が1991年以降急速に進展したものと考えられる。

この15年間の変化を見る限り、非金利収入の拡大によって成長を遂げてきたことは確かなのだが、設立以来のマーチャント・バンクとしての性格、あるいは1980年代の初頭から投資銀行業務へ参入してきたこともあって、もともと非金利収入が多かった。他のマネーセンター・バンクのように手数料業務の拡大によって金融サービス業への転換を遂げたというよりも、様々な通貨の債券、株式、有価証券、デリバティブを扱えるトレーディング・ハウスとしての性格を強めてきたと言う方が妥当であるように考えられる。

こうした財務的特徴は、債券のトレーディング取引やデリバティブ取引から発生する市場リスクや信用リスクをコントロールする必要を生じさせ、1990年代のリスク管理技術の高度化に繋がっていった。

一方、1980年代以降デリバティブ取引が急速に拡大しており、金融機関の優劣がリスク管理能力とそのディスクロージャーの度合いによって差別化されるという流れが大きくなっていった。

こうした潮流を、同行は見逃すことなく、いわばリスク管理のデファクトスタンダードを自らが提供していこうというスタンスを強めていく。1993年、銀行が持つリスクを定量化する市場リスク管理モデル RiskMetrics<sup>®</sup>を発表した。このモデルの登場により、初めて市場リスクが VaR という共通言語で表現されるようになったわけである。

しかし、一般の銀行では、市場リスクは全体のリスクの2割から3割と言われ、むしろ信用リスクの方が大きい。そこで、同行は1997年、信用リスク管理モデル CreditMetrics<sup>®</sup>を発表する。これ以降、多くの信用リスク管理モデルが、多くのシステム・ベンダーらによって開発されてきたが、CreditMetrics<sup>®</sup>が信用ポートフォリオ管理モデルの標準となっているのである。

RiskMetrics<sup>®</sup>、CreditMetrics<sup>®</sup>の公表は、「トレーダー、投資家、金融機関、および法人がそれぞれ抱えているリスクを数量的に予測し、個々の資産のリスク・収益をよりよく把握してもらうため<sup>9</sup>。」とされたものの、JP.モルガンのリスク管理能力が業界のスタンダードとなっていくなかで、リスクをビジネスに変える新たな試みが始まったとも受け取ることができるのである。

## 2) IT分野での戦略的提携：ピナクル・アライアンス

リスク管理技術を自らの強みと認識し、さらにこの分野に経営資源を集中し、金融技術のJP.モルガンとしてのブランド力を高めるために、同行は徹底的なアウトソーシング戦略を採用してきた。その代表的な事例が、1996年7月にスタートした「ピナクル・アライアンス (Pinnacle Alliance)」というITアウトソーシング・プロジェクトである。

同行のアンニュアル・レポートや記者発表によれば、ピナクル・アライアンスは7年間で

---

<sup>9</sup> T.M.グルディマン (日経金融新聞 1994年 11月 30日)

20 億ドルを費やすビッグ・プロジェクトである。JP.モルガンとコンピューター・サイエンス・コーポレーション、アンダーセン・コンサルティング、AT&T ソリューションズ、ベル・アトランティック・ネットワーク・インテグレーションの提携 4 社とで、IT 仮想組織を組成し、7 年間でシステム投資コストの 15%以上の削減が目指された。

この戦略提携によって、1996 年の時点で、同行の IT 部門のうち 700 人が提携チームに移籍し（計画では 900 人が提携先企業へ出向する予定されているが、人員削減ではない。）、移籍後は IT 開発に専念できることとなった。

しかし、この提携契約の範囲は JP.モルガンのニューヨーク、ロンドン、デラウェアの電算センターの保守・管理、サーバーや LAN の維持・管理、データネットワークの音声・データサービスの支援などに限定されており、IT 戦略の立案など重要な部分は提携対象からは除外された。本体の経営戦略が社外に流出することを警戒したからだと言われる。

この戦略的提携は、投資コストの嵩む IT 部門のコスト削減が最大の目的であったと同時に、銀行内の経営資源を同行の強みであるトレーディング業務、投資銀行業務、デリバティブ業務、アセット・マネジメント業務そしてリスク管理業務に集中させることを可能にした。こうした、自身の強みへのフォーカス戦略に基づいた戦略的アウトソーシングは、同行のその後の戦略的提携の流れを作ったものと言えよう。事実、その後、コンピュサーブをはじめとする情報ベンダーとの戦略的提携にも広がり、リスク管理や金融技術分野で多くの企業と業態を超えて提携するようになったのである。

### 3) The RiskMetrics Group (RMG) の設立

こうしたリスクをビジネス化しようという試みやフォーカス戦略に基づいた戦略的アウトソーシングは、ついにはリスク・プロダクト部門を分離独立させるという段階に至った。

1998 年 9 月 1 日、本体のリスク・プロダクト部門を The RiskMetrics Group (RMG) として分離独立させた。同行の元リスク・プロダクト部門長で、同社社長に就任した E.Berman は、「会社として独立することによって、我々は、より多くのクライアントに、JP.モルガンとその他のトップ企業のリスク管理技術を提供できるようになる。新会社として独立することによって、新しいリサーチ、データ、分析、研修に関して寄せられた期待に応えることができるだろう。」と語った。

同社が抱える世界 5,000 社のクライアントに対して RiskMetrics<sup>®</sup>、CreditMetrics<sup>®</sup>、FourFifteen<sup>®</sup>、CreditManager<sup>®</sup>などのリスク管理ツールを提供する RMG を設立するにあたっては、大株主として JP.モルガンが、アーンスト&ヤング、プライス・ウォーター・ハウズ・クーパーズ、富士銀行、東京三菱銀行、デロイト・トーマツなど多くの企業・金融機関が共同スポンサーとなった。既に JP.モルガンによって確立されていたブランドカ

もあって、RMGに寄せる期待がいかに大きかったかが推察されよう<sup>10</sup>。

その後、RMGは、1999年2月にインフィニティ（Infinity）、サンガード（SunGard）、5月にはトレマ（Trema）社と提携し、9月にはIBMとCreditMetrics<sup>®</sup>を使つての一般企業向けシステム・コンサルティング業務で提携するなど、戦略提携を広げていった。

また、1999年4月には一般法人企業向けCorporateMetrics<sup>®</sup>を開発し、フォード社やプロクター&ギャンブル社といった大企業が採用を決定し、2000年1月には、新たなリスク管理手法を搭載したPicture of Risk<sup>™</sup>を発表した。

RMGの創設は、JP.モルガンのリスク管理商品の製造部門として独立することによって、リスク管理技術に優れたJP.モルガンのブランド力を一層強化することとなったのである。

このように、LabMorganやCynifiは、同行の財務的特徴に由来するリスク管理やデリバティブの金融技術力、それにフォーカスするための戦略的提携あるいはスピン・オフといった経験を活かし、さらにマーチャント・バンクらしいベンチャー・キャピタル投資としての戦略を絡ませたかたちで具体化したのである。その意味では、両社の設立は決して一朝一夕に実現したものではなく、1990年代を通じて採用してきた革新的な戦略や取り組みのうえに成り立っているものだと言えよう。

## 4. 新たな戦略の評価と展望

### 1) e-ファイナンス戦略の評価

米国金融サービス業のこれまでのe-コマース戦略や我が国先進企業におけるe-ファイナンス戦略を見る限り、その究極的な目標は①インターネット上での金融ポータル化、②インターネット上での総合金融サービスの具現化であるように見える。

例えば、メリルリンチによるバンキング、プロカレッジ、e-コマースの融合、シティバンクの顧客セグメントに応じた独立サイトの構築、総合金融サービスをネット上で展開するインターネット専門銀行ウィングスパン・バンクなど、多くの金融機関は金融ポータルの構築を目指して激しい競争を繰り広げている<sup>11</sup>。また、我が国のソフトバンク・ファイナンスのe-ファイナンス戦略では、E\*トレードやインスウェブなど米国や欧州で既に確立された企業群に出資し、インターネット上での総合金融サービスを具現化しようとしている<sup>12</sup>。

これらの戦略の中心課題は、インターネット上におけるブランド力の向上である。特に、個人投資家、預金者、消費者などの不特定多数を対象とするマスマーケットではブランド力が売上を左右してしまう。不特定多数を相手にするマーケットでは、顧客を飽きさせな

<sup>10</sup> ネットバンクを設立するソニーも出資を決定している（2000年3月31日同社発表より）。

<sup>11</sup> 沼田優子「金融ポータル構築に乗り出した米国大手金融機関」『資本市場クォーターリー』2000年冬号

<sup>12</sup> 北尾吉孝（編著）「E-ファイナンスの挑戦」（東洋経済新報社）

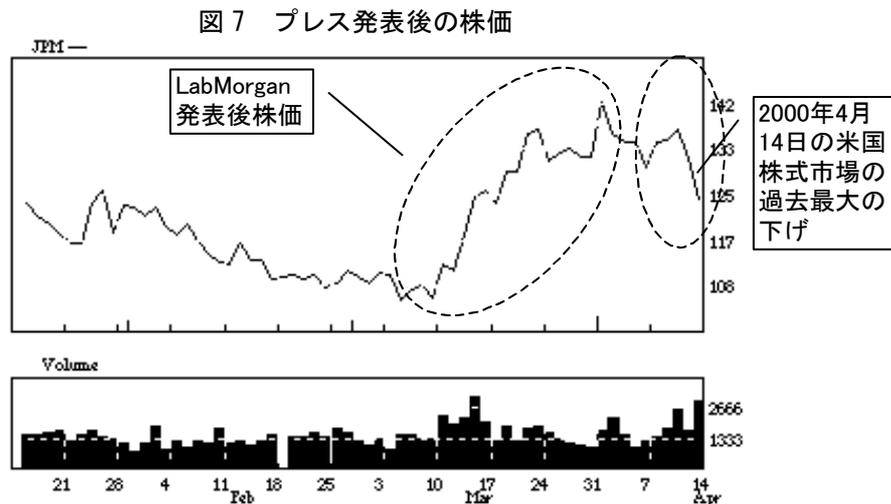
いために、常にサイトの機能や品揃えの改善が求められ、提携や買収を繰り返してブランド力を向上し続けなければならないのである。

一方、JP.モルガンの戦略を見ると、いくつかの違いがあることがわかる。それは、①e-ビジネスの世界での事業多角化というより、金融技術力に関する専門知識、プリンシパル・インベストメントの高いノウハウなどを活かし、あくまでマーチャント・バンキング業務という本業を強化しようとしていること、②インターネット上での金融ポータル化や総合金融サービス化を目指すというより、リスク管理やデリバティブといった、ニッチではあるが金融分野の成長市場にフォーカスしていること、③他社が築いたブランドに頼るのではなく、リアルな世界で確立してきた自前のブランドを電子金融取引分野に持ち込み、e-ビジネスの世界でも新たな優位性を築こうとしていること、などである。

強みにフォーカスし、そこで得たブランド力をさらに伸張させようとする姿勢は、JP.モルガンらしい伝統と革新を融合させた戦略性の高いものとして受けとめることができる。

## 2) 展望

こうした本業に根ざした成長シナリオが評価されたのか、市場の評価は概ね好意的である。2000年3月9日にLabMorganの設立発表がなされて以来、2000年第1Qの業績好調もあって、同行の株価は\$105前後から3月21日には\$129へと急進し、同月24日には\$138と直近1年間の最高値に迫る勢いを示した。メリルリンチの銀行アナリスト・レポートもその評価を「Accumulate Buy」から「Neutral Buy」へ引き上げた(2000年3月14日)。アメリカン・バンカー誌(2000年3月10日号)も「オールドエコノミーの旗手であったJP.モルガンが、ニューエコノミー戦略を正式に掲げた。」と伝え、JP.モルガンが電子商取引分野で遅れをとっていたと見られていただけに、JP.モルガンの発表を好意的に受け止めた。



(出所) 同行ホームページより野村総合研究所作成

だが、現在の米国金融業界でニューエコノミー分野への投資が過熱化している状況であることには注意が必要であろう。シティグループが e シティ部門でインターネット取引を活性化させ、チェース・マンハッタンが chase.com を立ち上げ、チェース・キャピタル・パートナーズがインターネット関連企業 100 社に 15 億ドルの投資を決定したと発表したように、大手金融機関は挙ってこの分野における業務拡大を図っており、この分野への巨額な投資なくして銀行株価は上がらないとさえ囁かれている。

インターネット企業の IPO が相次ぐ一方で、全ての企業が好調に推移しているわけではないことにも注意しておく必要があるだろう。加熱するベンチャーキャピタル業務を含むマーチャントバンキング業務への規制を強化しようとする動きも出始めるなか<sup>13</sup>、株式市場が大きな下げ幅を記録するなど FRB や財務省の米国経済・株式市場への警戒感は強まっている。米国経済の先行き不安も指摘されるなか、LabMorgan をはじめとする大手金融機関の電子商取引戦略も順風満帆とは言い切れないのである。

しかし、JP.モルガンは、LabMorgan を通じて、業種・業態を超えた企業間ネットワークや IT ネットワークに基づく独自の金融サービス業を構築しつつあるとも言え、同行の今後の成長や 21 世紀の金融サービス業のあり方を占う上で重要な戦略であることに変わりはない。

## 5. おわりに

JP.モルガンの e-ファイナンス戦略は、今後、我が国金融機関が電子金融取引を捉えていくうえで一つの参考となろう。JP.モルガンの新手に見えるビジネス・モデルも、伝統であるマーチャント・バンク路線を追求しながら電子金融取引分野でも本業の強化を狙うという、極めてオーソドックスなものであった。重要なのは、自身の強みを見極め、これを伸ばし、さらにブランドに変えるという戦略の一貫性と実行力ということなのである。

(飯村 慎一)

---

<sup>13</sup> FRB と財務省は 2000 年 3 月 17 日、合同で、グラム・リーチ・ブライリー法で定められた新形態の「金融持株会社」として、ベンチャーキャピタル投資を含む、マーチャント・バンキング業務に従事する銀行に対して、新たな資本基準を適用することを提案。提案によれば、ベンチャーキャピタル業務に従事する銀行は、1) 投資先企業の所有権全体の 50%にあたる資本を保有することを義務づけられる、2) プライベート・エクイティ投資額に上限を設定する、などが提案されている。なおパブリック・コメント期間は 2000 年 5 月 22 日まで設定されている。