

産業金融モデルを中核とする 複線的金融システム

藤原英郎

目次

第1章 金融システム中期ビジョン

第1節 中期ビジョンの位置付け

第2節 複線的金融システム論

第3節 証券市場改革促進

第2章 中核は産業金融モデル

第1節 個人金融資産の中核は預貯金

第2節 モデル転換の進め方

第3節 金融仲介機関の基本的方向性

第3章 市場金融モデルの仲介者

第1節 証券会社

第2節 銀行持株会社グループ

1. 仲介者としての適格性

2. 仲介者としての態様

3. 四大銀行持株会社グループのケーススタディ

第1章 金融システム中期ビジョン

第1節 中期ビジョンの位置付け

金融審議会は2002年9月30日に「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」(以下「中期ビジョン」という)を答申した⁽¹⁾。

この「中期ビジョン」の原型となったものは、「金融システムと行政の将来ビジョン」(以下「将来ビジョン」という)である⁽²⁾。この将来ビジョンは、2001年10月1日に初会合が開催された当時の柳澤伯夫金融担当大臣の私的機関として設置された「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」(座長：蠟山昌一高岡短期大学長)が10回の会合を経て2002年7月12日に公表したものである。

将来ビジョン作成の際の柳澤大臣の問題意識は次のとおりである。

- ① 不良債権問題に対処するうえでの将来ビジョンの必要性
- ② 直接金融と間接金融、および間接金融でのプロジェクトファイナンスとコーポレートファイナンス
- ③ 金融行政における検査と監督のあり方

この将来ビジョンと中期ビジョンの関係であるが、次の構成に見られるとおり、両者はきわめて近似している。

将来ビジョン 第Ⅰ部 将来ビジョン 第Ⅱ部 ビジョンへの架橋

中期ビジョン 第1部 我が国金融システムの将来ビジョン

第2部 将来ビジョンへの架橋として取り組むべき課題

また、2002年6月25日に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2002」において、活力ある金融システムの確立に向けた金融の将来像を展望するための中期ビジョンを早急にとりまとめることとされたことから、私的懇話会による将来ビジョンを基礎として我が国金融システムについてのビジョンの作成が同年7月31日に金融審議会に要請された。これを受けて金融審議会に中期ビジョンに関するスタディグループ(座長：蠟山昌一高岡短期大学長)が立ち上げられ、中期

(1) 金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp/>

(2) 蠟山昌一編著『金融システムと行政の将来ビジョン』財形詳報社、平成14年。

ビジョンの答申となった。このような経緯からしても、両ビジョンはきわめて近い関係にある。

したがって本論文では、主として中期ビジョンを対象として論じ、必要に応じて将来ビジョンも考察することとしたい。

中期ビジョンの論点は多岐にわたっているが、本論文はその中核概念である複線的金融システム論とその背景となる証券市場に論点を絞っているので、複線的金融システムと証券市場改革促進の2点についての中期ビジョンの骨子を以下のとおり紹介したい。

第2節 複線的金融システム論

中期ビジョンの骨格は産業金融モデルと市場金融モデルから構成される複線的金融システム論である。産業金融モデルは「貸出先企業との長期的なりレーションシップを前提とした銀行中心の預金・貸出による資金仲介」であり、市場金融モデルは「価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介」と定義されている。

我が国経済は1980年代には既にキャッチアップの段階を終えて、世界経済のフロントランナーに位置するようになり、金融システムが対応しなければならないリスクが増大している、と中期ビジョンは分析している。

そして、経済がキャッチアップの段階にあるときは、個人の資産運用が預金等の安全資産への志向が強いことと相まって、産業金融モデルが有効であったとしている。しかし、経済が変化しているにもかかわらず産業金融モデルが主流であり続けた結果、預金金融機関にリスクが集中し、増大するリスクを支えきれなくなってきており、これが不良債権問題として顕在化しているとしている。

これを解決するためには、多数の市場参加者の選択によって幅広くリスクが配分される市場金融モデルの役割がより重要になるとしている。

具体的には、中小企業や個人を対象とするリテール金融においては産業金融モデルが依然として有効であるが、大企業・中堅企業を対象とするホールセール金融においては市場金融モデルへの転換が必要としている。

このように、経済環境の変化等に伴う金融システムに対する要請に応えるためには、我が国の金融システムを、産業金融モデルも存在するが、市場金融モデルの役

割がより重要になるという意味で、市場機能を中核とする複線的金融システムへと再構築することが必要であるとするのが複線的金融システム論である。

ここで注意すべき点は、産業金融モデルと市場金融モデルが並存する金融システムではなく、市場機能を中核とする、すなわち市場金融モデルが産業金融モデルよりも上位に立たせるとするのが複線的金融システム論である。

この点が金融ビッグバンと全く異なる点である。金融ビッグバンは金融システムの大改革であるとされている。しかし、金融システムを統合的に論じたものではなかった。当時の大蔵省の銀行局が所管した金融制度調査会、証券局が所管した証券取引審議会、銀行局保険部が所管した保険審議会のそれぞれの答申を寄せ集めたものにすぎない。各審議会間の調整はあったが、基本は三つの異なる答申であった。この点に関し、今回の中期ビジョン作成スタディグループの座長であり、金融ビッグバン時の証券取引審議会会長であった蠟山昌一は、2002年9月9日の第13回金融審議会総会・第3回金融分科会合同会合で次のような興味ある発言を行っている⁽³⁾。

「私は96年の証券取引審議会における証券市場の改革プログラムに書かせていただきましたけれども、一生懸命書いてもどうせあれは証券局だったんです。証券局のビジョンとしてしか通用しなかった。初めは、全体の金融行政の勢いの中核に位置づけられるかという意気込みで出発したわけですけども、残念ながら証券局どまりでありました。銀行局は銀行局で、国際金融局は国際金融局でそれぞれのいわばビジョンをおつくりになって、ビッグバンとして足し合わせてそれでおしまいと、それを統合して何が一番重要かというような判断を、残念ながら大臣をはじめ当時の行政当局はなさいませんでした。私はそんなふうに認識しております。

しかし、今日の例えば柳澤大臣のごあいさつにもありますように、この証券市場改革プログラムのところで証券市場を市場機能を中核とした枠に金融システムの中心を担っていくべきものと位置づけた上で云々と、こういう明確な表現があります。いわば従来のさまざまな業務分野の、業態のそれまで保全として証券市場を位置づけるのではなくて、証券市場を日本の金融全体の中核として位置づけるという方向

(3) 金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp/>

でやっていこうというのは、私は大変新しいアプローチではないかと。そういう点では、かつてのビッグバンといわばビッグバンのそれぞれの業態、市場の取引の場のいわば寄せ鍋のようなものから、もう少しきちんとした、すき焼きであるのかしゃぶしゃぶであるのかわかりませんが、明確なものに一つ変わっているのではないかというふうに思います。」

金融ビッグバン時には証券局の枠があり、証券取引審議会のビジョンを全体のものとするのができなかったという蠟山座長の思いがよく伝わってくる。将来ビジョンから中期ビジョンに至る今回のビジョン作成では、証券の枠を超えて金融全体の場で「証券市場を日本の金融全体の中核として位置づけるという方向」をやっと実現できたという座長の感慨も十分感じられる。

しかし、中期ビジョンが金融審議会で承認され答申として内閣総理大臣等に提出された同じ日に、柳澤伯夫金融担当大臣は更迭され、竹中平蔵大臣が就任した。

第3節 証券市場改革促進

証券市場の現状分析について、中期ビジョンは、実体経済の低迷があるとはいえ、証券市場は依然として活力に乏しく、市場金融モデルが重要となる新たな金融システムを担うには十分なものとはなっていないとしている。

そこで中期ビジョンは「証券市場の改革促進等に向けた取組み」と題する項を設け、2002年8月に金融庁が公表した「証券市場の改革促進プログラム」をスピード感をもって実施するとともに、今後とも、制度のあり方に関し不断に検討する必要があるとして、次の3点を挙げている。内容は概要のみを示した。

(1) 市場の公正性・透明性の確保～市場に対する信頼性の確保

証券市場が真に厚みのあるものになるためには、市場の公正性、透明性を高め、その担い手である発行体企業、市場仲介者、市場開設者、ひいては証券市場自体について国民の信頼を確保することが不可欠である。

投資家と市場をつなぐ市場仲介者の信頼性確保は重要な課題であり、証券会社、投信会社、投資顧問といった仲介者のみならず機関投資家についても、顧客や委託者に忠実な業務執行が行われているかどうかなど、コンプライアンスの一層の改善

等に取り組むべきである。

(2) 市場の安定性・効率性の向上

投資家にとって利便性の高い、安定的で効率的な市場を構築していく必要がある。

(3) 国民の幅広い市場への参加の促進

① 市場へのアクセスの改善

国民が幅広く参加する真に厚みのある市場の実現のためには、販売チャネルの多様化を進め、個人が多様で魅力ある金融商品やサービスにアクセスしやすい環境を一層整備することが重要である。

② 利用者保護と個人投資家の意識改革

利用者の利便性向上とともに利用者保護が重要である。

消費者教育、個人投資家の意識改革も重要であり、行政としても積極的に推進していくことが必要である。学校における金融・証券教育の一層の促進を図る必要がある。

第2章 中核は産業金融モデル

第1節 個人金融資産の中核は預貯金

これまでの産業金融モデルが主流の金融システムでは、預金取扱金融機関にリスクが集中しすぎて、もはや支えきれなくなっているとする中期ビジョンの分析は肯定できる。しかし、ここから一足飛びに市場金融モデルが中核となり、産業金融モデルよりも上位に立つ必要があるとする複線的金融システム論は論理の飛躍が大きい。理念のみが先行しすぎており、現実感が乏しい。

ビジョンはこれからの方向性を示す指針であって、あくまで実行可能性、実現可能性をもったものでなければならない。ビジョンはこうした要素を欠く単なる願望であってはならない。

市場金融モデルは、単に個人が株式、債券、投資信託などに投資する流れが大きくなるだけではない。銀行のポートフォリオを構成する主要な資産である貸出が証券化され、従来の預金がそこへの投資に振り替わるプロセスも含まれる。しかし、市場金融モデルがどの程度進むかは、個人が金融資産選択においてどの程度証券化

商品も含む証券に代表される市場型金融商品を選ぶのかにかかっている。

ここで我が国貯蓄の源泉である家計部門の金融資産選択に関するデータをいくつか紹介したい。

① 家計の金融資産種類別構成比

2001年度末 預貯金 58.2% 証券 13.3%

(資料 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」⁽⁴⁾)

② 証券投資に関する世論調査 (平成14年5月調査 有効回収数2,150人)

証券投資を行った経験はない 79.7%

株式投資を行うつもりはない 82.7%

投資信託を行うつもりはない 87.5%

社債投資を行うつもりはない 89.8%

(資料 内閣府 以下「内閣府による証券投資世論調査」という⁽⁵⁾)

③ 第32回国民生活動向調査 (平成13年10月～11月調査)

元本保証のない金融商品の購入には関心がない 78.7%

(資料 国民生活センター2002年4月24日発表⁽⁶⁾)

このように国民の金融資産選択においては安全性志向が非常に強い。また、一貫した傾向でもある。国民の生活意識は健全であり、質実であり、堅実である。我が国がほこるべき国民資産である。リスク回避などと否定的に評価する必要はない。

将来ビジョンが、透明性を前提とした早急な工夫が望まれるとしている「政治家、公務員、ジャーナリストなど政策や世論形成に携わる人々の株式投資の自主規制」の問題も、国民がこれを支持している面が強いことも事実である。

我が国経済がキャッチアップ段階を終えても、フロントランナーになろうとも、

(4) 金融広報中央委員会ホームページ <http://www.saveinfo.or.jp/>

(5) 内閣府大臣官房政府広報室ホームページ <http://www8.cao.go.jp/survey/h14/h14-shouken/>

(6) 国民生活センターホームページ <http://www.kokusen.go.jp/>

国民の金融資産選択基準は変わらない。この点が我が国の金融を考える際の原点であり、出発点である。金融資産や金融システムはそれぞれの国で長い時間をかけて形成されてきた歴史的財産である。

将来ビジョンは「懇話会では、日米の投資文化の違いにつき、やや突っ込んだ議論があった。個人金融資産の構成を対比すれば、アメリカの方がリスクをとっているのは明らかだが、これを民族性の違いに帰着させるべきではあるまい。」としながらも、続けて「ただ、株式投資についても、家庭での団欒に際し自然に論じられているように、生活にとけこんでいる点で、日本と大きく異なっていることは確かである。」としている。

この点の分析を十分に行わず、理念を先行させて、国民資産をリスクマネーに向ける必要がある、市場金融モデルを中核にする必要があるとする論は現実を軽視したものといわざるを得ない。

金融システム改革論議では、誰のための改革かが最も重要な視点であるべきだ。国民は安全性を最重要視している。リスクはとりたくないのである。その代わりリターンも求めている。そのような国民に対して無理やりに、リスクとリターンの組合せを考えなさい、もっと証券を買いなさいという方向にもっていくのは、金融システムの最大の利用者である国民を無視したものであり、施政者の都合の押しつけである。

国民の金融資産の多くが預貯金である限り、我が国の金融システムの中核は産業金融モデルとならざるを得ない。市場金融モデルの導入が必要としても、それは金融システムとしては従とせざるを得ない。

産業金融モデルを中核とする金融システムの下で、どのようにして市場金融モデルの導入を図るのが妥当なアプローチである。その一つの答えはビジョンも示しているとおりに、銀行の貸出資産の証券化促進と、機関投資家による証券化商品への投資であろう。ビジョンは投資信託を機関投資家として有望視しているが、国民による金融商品である投資信託への直接投資は、安全性志向の強い現在ではあまり期待できない。むしろ年金基金などの、それ自体は金融商品ではなく金融以外の目的を主体とする機関投資家が期待できる。

第2節 モデル転換の進め方

先に市場金融モデルを中核とする複線的金融システム論は理念が先行しすぎていると評したが、将来ビジョンの「はじめに」には「人為的政策的に産業金融モデル離れを生じさせることが、将来ビジョンの実現につながる。」との文言がある。この文言は理念先行というよりは、もつと進んで強権的、強圧的ニュアンスを感じる。さすがに、将来ビジョンを討議した金融審議会ではこの点について大きな議論がなされた。中期ビジョンではこの箇所は削除された。

なお、預金保険制度による預金者保護は産業金融モデルの保護優遇策であるという論があるが、これは当たらない。預金保険制度は通貨としての機能を持つ預金を一部保護するというものであって、金融商品としての預金を証券などの市場性金融商品よりも優遇するというものではない。

中期ビジョンは税制の項で、「税制面において株式・投資信託等のリスク商品について、当分の間、他の金融商品より優遇する必要がある。」としている。しかし、税制はすべての金融商品に対して中立であるべきであって、税制による特定の金融商品への誘導は望ましくない。

中期ビジョンは、新たな金融システムへの転換のためには、消費者教育、個人投資家の意識改革も重要であると述べている。この点は先述した「証券市場の改革促進プログラム」（以下「プログラム」という）にも述べられている。

2002年9月9日の第13回金融審議会総会・第3回金融分科会合同会合において金融庁当局はプログラムの説明に際して、次のような論理を展開している⁽⁷⁾。

「先述の内閣府による「証券投資に関する世論調査」によれば、株式投資や投資信託を行うつもりはないと考える理由として次の三つが挙げられている。

- ① 十分な知識を持っていないから
- ② 株価の下落により損失が発生するリスクがあるから
- ③ まとまったお金がないと購入できないから

このうち②の損失発生リスクは裏返してみればリターンとの関係なので、投資知識の問題とも関係してくる。

③のまとまったお金の問題は、株式の場合は大体50万円ぐらいが必要だが、投

(7) 金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp/>

資信託だと1万円単位から投資できるので、この点についても投資知識の十分な普及・情報の提供がなされれば、かなり改善するであろう。」

しかし、我が国の国民の平均的知的水準は世界的にみてトップであり、この程度の投資教育を学校教育を動員してまで行う必要があるのであろうか疑問である。リターンを期待できてもリスクはとりたくないというのが国民の意識である。投資信託は少額の投資も可能であるとは知っていても、少額の投資だけでは意味がないこともわかっている。

中期ビジョンも将来ビジョンも、消費者教育と個人投資家の意識改革を強調しているが、国民の知的レベルを低く見過ぎているきらいがある。国民の証券投資が進まないのは国民の意識が低いからである、これを改革し啓蒙する必要があるとの論理の進め方には大きな問題がある。

いま必要なのは消費者教育ではなく経営者教育であろう。日本の株式会社経営者は個人株主に顔を向けていない。取引先、取引銀行、従業員などのその他のステークホルダーにより多くの顔を向けている。個人株主すなわち個人投資家はこのことを敏感に嗅ぎとっている。自分たちは経営者から軽視されているという思いは強い。企業経営に対する不信感も根強い。

一つは配当金の低さである。アメリカ企業に比べての低さは広く指摘されているが、背景の一つには日本における企業間の株式持ち合い問題がある。配当金を低くしても大企業間ではお互い様ということになるが、個人株主にとってはたまったものではない。株価動向に一喜一憂するのではなく、株式を長期安定的に保有する個人投資家層を拡大しようとする場合には、とくにこの点は重要である。プロの投資家とは異なり、個人投資家はインカムゲイン志向型である。

もう一つは株主総会のあり方である。ほとんどの上場企業の株主総会は特定日に集中しており、個人株主は総会出席の機会を排除されている。総会に出席できたとしても、社員株主集団の「異議なし、議事進行」の怒号に個人株主の声は圧殺されてしまう。このようなシャンシャン総会をそのままにしておいて、中期ビジョンがいうように個人に新たな金融システムに対応した行動を求めても無理である。

企業経営者の顔をもっと個人に向けさせるようにしなければ、市場金融モデルを拡大、定着させるのは困難である。

第3節 金融仲介機関の基本的方向性

市場金融モデルを中核とする金融システムではなく、産業金融モデルが依然として中核ではあるが、市場金融モデルのウエイトをこれまで以上に強める方向での金融システムの構築が求められていることは確かである。このめには、担い手である金融仲介機関も新たな方向性を目指さなければならない。

この点に関し、中期ビジョンが示している次の三つの基本的方向性はほぼ首肯できる。なお中期ビジョンでは、金融仲介機関を銀行、証券会社、保険会社、投資信託等の資金の仲介に携わるものの総称として捉えている。

① 適正なリスク評価に基づくリターンの確保

金融仲介機関は、資金仲介に伴うリスクとリターンの関係を明確化し、資金のコストやリスクに見合った適正なリターンを確保する必要があるとしている。これは市場金融モデルでは市場の機能として自ら成立するが、市場メカニズムを通じない相対型の産業金融モデルでも必要であるとし、担保はあくまでも補完手段にすぎないことを強調している。

しかし、一回ごとの取引で完了する市場金融モデルによる資金仲介と異なり、産業金融モデルでは資金仲介機関と利用者との長いリレーションシップが尊重される。ここに二つのモデルが存在する意義がある。したがって、産業金融モデルでも取引ごとのリスクに基づくリターンの確保は必要であるとしても、場合によっては長いリレーションシップの中での確保と、少し幅を広げて考える必要がある。

中期ビジョンは、また、公的金融のあり方が民間部門の適正なリスク評価に基づくリターンの確保の障害となっことは否定できないとしているが、そのとおりである。しかし、中期ビジョンの公的金融に対する取組みははなはだ弱い。公的金融については、住宅金融公庫等の政策金融機関の貸出債権証券化には相当のスペースを割いているが、郵便貯金・簡易保険や政府関係機関については民間金融機関とのイコールフットイングと競合回避を軽く指摘しているだけである。民間部門を中心とする複線的金融システムをビジョンとするのであれば、公的金融部門を欧米並みに縮小させるビジョンも打ち出す必要がある。

② 金融仲介機関の機能の分化，専門化

金融仲介機関の機能の分化，専門化の推進理由として，中期ビジョンは，企業の成長段階等に応じてより高度で専門性を活かした金融サービスの必要性を挙げている。

しかし，この程度のことはこれまで各所で繰り返し唱えられてきたことであり，目新しさはとくにない。ビジョンには，金融仲介機関がこれまでに行われてきた制度整備を十分に活用しきれていない，との表現がある。こう言いきるのであれば，なぜ活用されなかったのか，これまでの制度整備に問題はなかったのかなどの分析が必要であろう。さらにビジョンでは，分化，専門化された機能の融合が必要としているが，意味不明である。

金融の自由化，競争促進が始まって久しい。各金融機関とも業態を問わず，生き残りをかけて差別化や得意分野への業務の絞り込みに腐心している。ブティック化は既に定着した金融機関経営戦略であり，ビジョンとして今さらかかげるまでもないことである。

ただし，分化，専門化だけで経営できる金融機関の数は少ない。間口が狭くなる分，量を拡大させなければ経営として成立するだけの収益を確保できない。それができない多くの金融機関にとって必要なことは，機能・業務の徹底した分化，専門化と，それを経営体としてどう統合して，全体として効率的な金融機関経営を実現させるかである。重要なことは，融合ではなく統合である。

中期ビジョンはこの箇所で，預金取扱金融機関に集中しすぎているリスクを分散させるためのシンジケートローンの活用を述べているが，貸出債権の証券化はともかく，預金取扱金融機関が主として参加するシンジケートローンは，経済全体でのリスクシェアリング能力の向上にはつながらない。ビジョンは貸出債権の証券化については述べているが，銀行ローンの流動化と預金を取り扱わない各種のファイナンスカンパニーが広く参加できるローン売買市場の育成も重要な課題である。

③ 金融商品の多様化とアクセスの改善

タイプの異なる多様で魅力ある金融商品が個人に提供されるようになることが必要であると，ビジョンは述べている。自由化と規制緩和が進めば，同一業態間，

異種業態間、内外金融機関間の競争は促進され多様な金融商品の開発・提供が進む。現に新商品の開発は進んでおり、この点もビジョンとして今さらかかげるまでもないことである。

問題はむしろ他社株券償還特約付社債（EB）のような高度のデリバティブ取引を組み込んだ金融商品が個人向けに大量に販売されており、トラブルに至っているケースも多いことである。

この点に関しビジョンは、購入者が金融商品に含まれるリスクその他の商品特性を正確に認識できるよう、金融仲介機関は適切にその説明責任を果たすことが必要であるとしているが、利用者保護としてはこれだけでは不十分である。慶應義塾大学池尾和人教授が資本市場研究会における講演で述べられているように、「個人がそのまま資本市場で取引していいかと言うと、それはF1レースをしているところに軽自動車で乗り入れるような話になる」⁽⁸⁾。

多様な新商品の出現と金融サービス利用者の自己責任原則の関係、プロ向け金融商品とアマ向け金融商品の区分の有効性などについての議論を深め、ビジョンとして打ち出すことが求められている。EBや最近トラブルの多い外国為替証拠金取引などは、最低取引単位を大幅に引き上げてプロ向けの金融商品とする必要がある。

金融商品に対するアクセスの改善について中期ビジョンは、銀行、証券会社、保険会社といった業態と顧客の関係がある程度固定的であったのではないかと指摘している。将来ビジョンではこの点は具体的に示されており、次の3点が金融担当大臣より問題意識として示されたとしている。

- 日本では、証券会社の顧客、銀行の顧客、郵便局の顧客は、層が異なるのではないか
- 株価の変動に一喜一憂しないですむはずの一定の資産運用者（長期保有者として政策的に市場に新規参入させたい層）は、現実には証券会社の顧客になっていないのではないか（換言すれば、現在の証券会社の顧客の多くは回転売買を繰り返しているのではないか）

(8) 池尾和人「当面の政策選択と「中期ビジョン」」『月刊資本市場』2002年12月号、68ページ。

○ また、最終的にリスクを負担する資産運用者そのものが、相続の仕組みなどで冷遇されて余力を失っているのではないか

この問題意識は、ドイツでは民営化株式の販売について郵便局も活用して成功したことや、我が国での投資信託の銀行窓販が好調であることが影響を与えているようである。

中期ビジョンは、このようにこれまでは各業態と顧客の関係が固定的であったから、金融商品に対するアクセス改善を図るためには販売チャネルの多様化と販売チャネル間の競争の促進が重要であるとしている。多様化の当面の具体的な内容は「証券市場の改革促進プログラム」に沿ったものであり、第3章で触れる。

販売チャネルの多様化について中期的ビジョンには次のような興味ある提言がなされている。「将来的には、経営の健全性に配慮しつつ、一つの金融仲介機関で多様な金融商品を、直接的ではないにせよ、少なくとも代理などの形で間接的に提供することも考えられる。」

さらに将来ビジョンは、ファイアーウォールの見直しが必要であるとし、次のように述べている。「銀証分離の一つの根拠であった銀行による産業支配の懸念は、現在の銀行が残念ながらもはやそうした懸念を持たれるほど強い存在ではなくなっているとの指摘もあり、顧客へのワンストップサービス、トータル・ソリューションの提供に向けた検討を進めていく必要がある。ファイアーウォールとしては、アメリカ同様に、アームズレングスと銀行とは別法人である旨の開示を義務づければ足りるのではないかと考えられる。」

これはまさしく販売チャネル多様化の将来的ビジョンの中心となるのは、銀行を中核とする総合金融サービスグループであることを示しているものと解釈できる。中期ビジョンは、金融仲介機関の将来像として、ユニバーサルバンクや総合金融サービス業を推奨しているものではないとしている。確かに推奨はしていないが、事実上こうなるであろうとのニュアンスは強く感じられる表現となっている。

このことはビジョンが再三にわたって証券会社の信頼性を問題としていることも関係している。中期ビジョンでは、証券会社を巡っては、その信頼性についてこれまでに様々な指摘がなされているところであり、どのようなビジネスモデル

を追求するにせよ、顧客からの信頼性回復に向けた証券会社自身の一層の努力が重要である、としている。将来ビジョンでは、証券会社など既存の販売チャネルが、一般国民から十分な信頼を勝ち得ていないとすれば、そこでの問題点を検証し、活性化に向けて取り組むべきことは当然である、としている。いずれも、先に述べた金融担当大臣の二番目の問題意識とも関連しているが、販売チャネルとしての証券会社に相当ないらだち感があることを示している。

いずれにしても、販売チャネル多様化の将来像、とくに当面拡大しなければならぬ市場金融モデルの担い手として銀行を中核とする総合金融サービスグループが中心とならざるを得ない見方は首肯できる。なお、これはあくまで販売チャネル拡大の観点からであって、ワンストップサービスの観点からではないことを付け加えておきたい。

金融分野にも持株会社制度が導入され、大手金融機関だけではなく、地域金融機関でも実例が積み重ねられている。従来型の弊害防止を極度に警戒するファイアーウォール論を見直すことは当然であり、持株会社を前提とした新しいファイアーウォール論を早急に検討すべきである。

なお、先に金融仲介機関の機能の分化、専門化とその統合が重要であることを指摘したが、両方を実現できるのが持株会社制度である。金融持株会社と総合金融サービス業については弊著『総合金融サービスの時代』（1998年、中央経済社刊）で詳述しておいたので参照していただければありがたい。

第3章 市場金融モデルの仲介者

第1節 証券会社

ここでは後述する銀行持株会社グループには属さない証券会社を検討の対象とする。もちろん中期ビジョンではこのような区分はしていない。

中期ビジョンは、証券会社のビジネスモデル転換の箇所、「証券会社については、市場機能を中核とする金融システムにおいて、投資家の市場参加を促進するとともに、企業の資金調達等に貢献するなど、市場金融モデルの担い手としてその役割はますます重要となる。」と述べている。

そして具体的なビジネスモデル転換例として、インターネットを活用する低委託手数料モデル、少量高度サービス提供モデル、資産管理型モデル、投資銀行モデルなどを挙げている。

市場金融モデルの仲介者としてまず証券会社が考えられるのは当然である。問題は、証券会社の仲介者としての信頼性と、新規参入促進策である。

信頼性については、中期ビジョンも将来ビジョンも証券会社の信頼性について相当ないらだち感を示していることは既に述べたとおりである。この点に関し、「内閣府による証券投資世論調査」は次のような興味ある結果を示している。

① 証券会社は身近な存在であるか

「そう思う」10.5%

(「そう思う」4.0%+「ある程度そう思う」6.6%)

「そう思わない」67.7%

(「あまりそう思わない」23.2%+「そう思わない」44.6%)

「どちらとも言えない」15.0%

② 証券会社は信頼できるか

「そう思う」12.1%

(「そう思う」3.1%+「ある程度そう思う」9.1%)

「そう思わない」42.9%

(「あまりそう思わない」19.3%+「そう思わない」23.6%)

「どちらとも言えない」28.5%

「わからない」16.5%

③ 証券会社では投資に役立つ情報・アドバイスが得られるか

「そう思う」26.0%

(「そう思う」6.5%+「ある程度そう思う」19.5%)

「そう思わない」31.3%

(「あまりそう思わない」13.9%+「そう思わない」17.3%)

「どちらとも言えない」 20.1%

「わからない」 22.6%

④ 証券会社を利用しているか

「利用している」 8.6%

「以前は利用していたが、今は利用していない」 10.7%

「利用したことはない」 80.0%

⑤ 証券会社と取引を始めるとしたら何を基準に会社を選ぶか(複数回答)

「証券会社に対する信頼性」 28.7%

「経営状況」 25.8%

「投資情報などのサービスの質、量」 20.3%

「魅力ある商品の有無」 16.5%

「取引のしやすさ、手軽さ」 16.0%

「社員の対応」 16.0%

「取引を始めるとつもりはない」 37.3%

⑥ 証券市場の活性化を図り、より多くの個人投資家に市場へ参加してもらうために、政府はどのようなことをすべきか(複数回答)

「景気を回復させること」 56.5%

「証券市場において不正な行為が行われないように厳しく規制、監視すること」
45.9%

「企業に財務状況や証券に関する情報をより分かりやすく公表させること」
30.8%

「企業に財務状況や証券に関する情報をより早く公表させること」 19.3%

「企業の財務状況がよく分かるように、会計に関するルールを整備すること」
19.1%

「わからない」 16.7%

また、証券広報センターが行った「平成12年度・証券貯蓄に関する全国調査」の証券会社に対するイメージの項目は次のように述べている⁽⁹⁾。

「肯定的な意見に賛成（『非常にそう思う』＋『ややそう思う』）する割合が高いのは、『証券会社は誰でも気軽に利用できる』で21.7%、次いで、『証券会社では役立つ情報が得られる』（17.0%）、『営業員の対応は親切』（15.7%）、『窓口での説明はわかりやすい』（9.9%）となっている。

否定的な意見をみると、『証券会社の店舗は入りにくい』が43.2%、『証券会社の雰囲気は親しみにくい』が37.3%、『証券会社は特別な人しか利用できない』が32.5%、『証券会社は信頼できない』が29.6%と、概ね30%以上を示しており、残念ながら全般的には否定的意見の方が勝っている。」

証券会社の新規参入促進策については、2002年12月16日の金融審議会第一部会にて次の2点が承認された⁽¹⁰⁾。

① 証券会社等の最低資本金の引き下げ

現行の1億円から5千万円程度に引き下げる。

② 証券代理店（仮称）制度の導入

証券代理店は、自らは顧客口座を持たず証券会社と顧客の証券取引の仲介を行うものである。個人、法人ともに営むことができ、一社専属ではなく複数の証券会社との取引の仲介も可能である。具体的には、ファイナンシャル・プランナー、公認会計士、税理士などが考えられている。

証券代理店には登録制が導入され、証券会社と同様の行為規制と行政処分が課せられる。投資家保護策としては、代理店勧誘者の資格制、契約先証券会社の損害賠償責任明確化などが考えられている。

第2節 銀行持株会社グループ

1. 仲介者としての適格性

市場金融モデルの仲介者としての銀行持株会社グループを考える場合に、形式的な仲介者は窓口販売を含む銀行本体とグループ内の証券会社である。しかし、個人

(9) 証券広報センターホームページ <http://www.skc.or.jp/>

(10) 金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp/>

投資家だけではなく証券発行企業も含めて、利用者にとってはグループ内の個々の銀行や証券会社との取引ではなく、グループとの取引という意識が高い。証券取引サービスの利用者にとって、独立系の証券会社と銀行持株会社グループ内の証券会社との取引はそのイメージは著しく異なる。後者の場合には、証券会社との取引というよりは銀行持株会社グループとの取引という意識の方がはるかに強い。

市場金融の仲介者としての独立系証券会社の信頼性やイメージには大きな問題があることが明らかである。「内閣府による証券投資世論調査」には次のような項目がある。

① 証券会社以外の金融機関で証券取引を行ったことがあるか

「ある」 3.7%

「ない」 96.3%

② 証券投資を行う場合には、証券会社と銀行・信用金庫等の金融機関のどちらと取引したいか

「証券会社と取引したい」 12.1%

「銀行・信用金庫等の金融機関と取引したい」 22.3%

「投資する証券の種類等によって、両方を使い分けたい」 6.5%

「どちらでもよい」 15.6%

不良債権問題や大規模システム障害問題もあり、銀行の絶対的な信頼性は必ずしも高くはない。しかし、金融仲介機関の中で相対的に信頼性が高いのは銀行であることに異論はない。

銀行の信頼性の高さは銀行持株会社グループの信頼性の高さにつながる。つまり銀行ブランドがそのまま銀行持株会社グループのブランドとなるのである。証券会社選択基準として信頼性が最もウエイトが高い現在、証券会社を持つ銀行持株会社グループはこれからの市場金融モデルの仲介者として十分期待できる。

信頼性が高くても証券会社としての実力がなければ適格性はない。しかし、かつての業態別子会社の時代とは異なり、大手の銀行持株会社は準大手ないし中堅の証

券会社を傘下に持っている。

金融サービス利用者にとっての金融仲介機関選択基準としてはアクセスの良さも大事である。店舗網の密度、現金・預金取引や送金・決済取引での来店回数などでは、銀行が圧倒的に優位である。後述するとおり、銀行持株会社グループ内では銀行と証券会社の共同店舗が進展していくので、利用者にとっての使いやすさはますます高まっていく。

2. 仲介者としての態様

銀行持株会社グループの市場金融モデル仲介者の態様には、銀行本体、証券会社、銀行と証券会社の共同店舗がある。

銀行本体が仲介者となるケースでは、公共債等のこれまで長い間銀行本体の証券業務として認められてきたもの、いわゆる窓口販売、書面による取次がある。このうち投資信託の窓口販売は、1998年12月にスタートした。投資信託協会発表の統計によれば、銀行が販売した契約型投資信託の純資産残高シェアは1999年末は6.3%であったが、その後13.5%、21.6%と伸び、2002年11月末には27.1%に達したことが注目される⁽¹¹⁾。

銀行窓口における株式や社債などの書面による取次業務は、もともと証券取引法第65条のただし書きによって銀行に認められていたものであったが、これまでは厳しい解釈が行われていた結果、事実上禁止されていた。2002年9月に事務ガイドラインが新設・改正され、業務運営上の留意事項が明確化され、ようやく利用可能となった。これによれば、銀行は勧誘は行えないが、書面取次業務内容の説明、チラシ・ポスター等による業務内容紹介、証券会社の紹介宣伝媒体の銀行内掲示等は差し支えないこととされた。

銀行グループ内証券会社については、業態別子会社の時代には新設という制約が大きく、ホールセール業務の一角を占めたにすぎない。しかし、銀行による既存証券会社の買収が解禁されると様相は一変した。準大手ないし中堅の証券会社が相次いで銀行グループの傘下に入り、商号も銀行と同一ないし類似のものに変更され、銀行グループ内の証券会社としての体裁を急速に整えていった。業務内容もホール

(11) 投資信託協会ホームページ <http://www.toushin.or.jp/>

セールからリテールまでカバーできるようになり、店舗網も格段に強化された。

銀行と証券会社の共同店舗はこれまでも認められてはいたが、「証券市場の改革促進プログラム」の一環として2002年9月に大幅な規制緩和が行われた。これによりこれまであった次の規制は排除された。

- ① 両店舗間に固定された間仕切りを設けること
- ② 出入り口を独立して設置し、明確に区分すること
- ③ 電話、受付および会議室を共用しないこと

ただし、顧客の誤認を防止するために次の措置がとられた。

- ① 窓口の区別、業務主体の表示など、適切な措置を講じること
- ② 顧客に対して、証券会社が銀行等と別法人であること、証券会社が提供する商品・サービスは銀行等が提供しているものではないことを十分に説明すること

2002年10月に、みずほ銀行とみずほインベスターズ証券は両社の石神井支店において、我が国初の銀行窓口と証券会社窓口が間仕切りのない同一フロアでの共同店舗をスタートさせた。

3. 四大銀行持株会社グループのケーススタディ

- ① 三菱東京フィナンシャル・グループ

東京三菱銀行

三菱信託銀行

三菱証券

国際証券＋東京三菱証券＋東京三菱パーソナル証券＋一成証券

2003年中に国際証券の35店舗を東京三菱銀行との共同店舗に切り替える予定。

注　＋は合併を表示

- ② みずほホールディングス

みずほ銀行

みずほインベスターズ証券

勸角証券＋公共証券＋大東証券

みずほコーポレート銀行

みずほ証券

第一勧業・富士・日本興業各銀行の子会社

金融持株会社「みずほフィナンシャルグループ」の設立により中間持株会社へ改組。これに伴い上記のとおりグループ内証券会社2社をそれぞれ銀行の完全子会社に改組し、銀行証券の組合せでリテール業務とホールセール業務を分担するというユニークな戦略。当グループは「それぞれの銀行と証券会社の合併等を展望、証券取引法第65条の改正を要望」している。

これは銀行持株会社グループの中にリテールとホールセールの二つの銀行を置くみずほ独特の戦略から出てきたものとはいえ、ユニバーサルバンクを目指すものであり問題である。銀行と証券間の業務隔壁の撤廃はやはり極論であり、この意味で、ユニバーサルバンクは不適當、親子会社とするのも問題があり、持株会社の下に兄弟会社として位置付けるのが最も妥當である。

なお、新光証券（新日本証券+和光証券）は提携証券会社の位置付け。

③ UFJホールディングス

UFJ銀行

UFJ信託銀行

UFJつばさ証券

ユニバーサル証券+太平洋証券+東和証券+第一証券+三和証券+東海インターナショナル証券

④ 三井住友フィナンシャルグループ

2002年12月に持株会社設立。

三井住友銀行

大和証券SMBC

大和証券グループ本社（60%）との共同出資によるホールセール証券会社

SMBCフレンド証券

山種証券+神栄石野証券+明光証券+ナショナル証券

なお、SMBCは三井住友銀行の英文名略号。