

# 新しい金融の流れとは

## 1. 拡大、融合する金融仲介ビジネス

### 1) ビッグバン宣言1年

ビッグバン宣言から1年がたとうとしている。この一年で確かに、日本の金融改革に向けた動きは大きく進展した。去る6月の三審議会の答申により、スケジュールは固まり、早いものは、前倒しで実施され、それ以外についても、今の臨時国会、来年の通常国会で法整備が整い、着実に実行されていくであろう。

1年前には、ビッグバンに公的金融の議論が無いのは問題だという批判がロ々に表明されたが、蓋を開けて見れば、政府系金融機関の見直しや、最終決着はどうなるにしろ、郵貯、簡保の民営化の主張まで打ちだされ、活発な議論が展開されるに至っている。

こうした制度改革に向けた前向きの変化に加えて、日債銀、長銀、日産生命、あるいは銀行、証券の不祥事などなど、激動が何度も生じた一年でもあった。

しかし、この同じ一年という間に、アメリカを中心に、世界の金融の大きな地殻変動が起きている。確かに日本は、この一年で変わり、また今後さらに変わっていく。ただ、ことさらビッグバンなどと大仰に騒わぐわけでもなく進展している世界の変化の方が、日本の変化よりもはるかに大きく、また急速なものであると感じざるを得ない。

ビッグバンという呼称が正直に示している通り、特に株式市場関連では、日本のビッグバンは、11年前のロンドンのビッグバンに追いつく程度の話が多い。つまりアメリカの22年前である。慶應大学の池尾教授は、「80年代後半に行われた金融制度改革の敗者復活戦の内容でしかない」とおっしゃっているが<sup>1</sup>、あながち言い過ぎではない。

日本の改革が、真に21世紀を視野に入れた改革となり、また努力目標であるにしても、ニューヨーク、ロンドン市場に並ぶ国際金融センターを志す気があるのであれば、今世界で生じているこの大きな地殻変動の意義を踏まえ、時代の潮流を的確に見通した改革を推進しなければならない。日本がもっぱら議論をしていたこの一年の間にも、彼我の差はさらに拡大しているからである。

### 2) 「新しい金融の流れ」とは何か

21世紀を視野に入れたポスト・ビッグバン構想ということでは、その名も「新しい金融の流れに関する懇談会」という議論の場が大蔵省銀行局を事務局として設置されたことは、

---

<sup>1</sup> 池尾教授、日経の藤井編集委員、及び筆者を交えた座談会にて。日本商工会議所会報『石垣』1997年9月号所収。

時宜に適ったことである。この懇談会は、一般に「金融サービス法」の導入を視野に入れて設置されたものとされるが、法律策定につながる結論がうまくまとまるかどうかもさることながら、まずは、文字通り「新しい金融の流れ」とは何か、その流れを見据えて、日本の金融が望ましい進歩を遂げるには、何が必要なのかについて、関係者に共通の認識が生まれるだけでも、大きな意義があると言えよう。そこで以下では、新しい金融の流れとは何かについて、私見を述べてみたい。

「新しい金融の流れ」とは、まさに先に述べた「アメリカを中心とした金融の地殻変動」に示されている動きと考えられる。これは6つのトレンドからなる。

まず第一に、異なる業態間の融合。第二は、金融機関の規模の拡大。第三は異業種との融合。第四は、複数の業態が相乗的に提供する商品、サービスの拡大。あるいは、一つの業態が、他の業態の提供する商品、サービスと似た商品、サービスを提供する動きの拡大。第五に、投資対象、投資手段の拡大。すなわち伝統的な投資対象や投資手段ではない分野の拡大。最後に六番目として、金融仲介のグローバルな拡大と融合。すなわちこれらの動きが、アメリカを中心とした動きというものの、グローバルな広がりを持っているということである。

以上、6つのトレンドを一言で言うならば、「金融仲介ビジネスの拡大と融合」とでもまとめることができよう。

## 2. 新しい流れのポイント

### 1) 劇的な転換を遂げる金融産業

以上の第一、第二、第三の動きについては、表1を参照されたい。昨今、金融仲介機関の合併、買収、あるいは提携といった動きが実に活発に展開されるようになってきている。特に、本年にかけては、第一の動き、すなわち、異なる業態間の融合の動きが多い。銀行持株会社が証券会社を傘下に置く動き、そして、銀行、証券、保険会社が、運用会社をグループ内に取り込む動きが活発化しているのが特徴である。

また、ある同じ証券会社でもモルガン・スタンレーとディーン・ウィッター、スミスバーニーとソロモンの合併、あるいは、ソロモンとフィデリティの提携のように、ホールセール業者とリテール業者という意味でも、異なる業態間の融合が見られる。

第二のトレンド、すなわち、大規模金融仲介機関が生まれる動きとしては、やや古くは、チェースとケミカルの合併、BZW アセットマネジメントとウェルズファーゴ・日興の合併などがあるが、最近では、やはりネーションズ・バンクのバーネット・バンク買収が筆頭にあげられる。モルガン・スタンレーとディーン・ウィッターの合併、スミスバーニーとソロモンの合併などは、ホールセールとリテールの融合という特徴に加え、規模拡大

表1 金融機関を巡る主要な再編の動き

| 発表年月  | 金融機関名  | 形態                     |
|-------|--|------------------------|
| 95年3月 | オランダ ING がベアリングを買収                           | オランダユニバーサルバンカー→英投資銀行   |
| 4月    | チューリッヒ保険によるケンパー買収                            | ●スイス保険→米運用会社           |
| 5月    | スイス銀行と SG ウォーバーク合併                           | スイスユニバーサルバンカー→英投資銀行    |
| 6月    | ファースト・ユニオンによるファースト・フィデリティ買収                  | 米銀行→米銀行                |
| 6月    | パークレイズによるウェルズファーゴ・ニココ買収                      | ●英銀行（米運用会社）→米運用会社      |
| 6月    | モルガンスタンレーによるミラー、アンダーソン買収                     | ●米証券→米運用会社             |
| 7月    | ファーストバンクと NBD バンコブ合併                         | 米銀行→米銀行                |
| 7月    | メリルリンチがスミス・ニココト買収                            | 米証券→英投資銀行              |
| 8月    | チェース・マンハッタンとケミカルバンキング合併                      | 米銀行→米銀行                |
| 10月   | ロイズと TSB 合併                                  | 英銀行→英銀行                |
| 11月   | 英ナットウェストによるグリーチャー買収                          | 英銀行→米証券                |
| 12月   | バンクオブポストンがベイバンクを買収                           | 米銀行→米銀行                |
| 96年1月 | ウェルズファーゴによるファーストインテーステート買収                   | 米銀行→米銀行                |
| 2月    | 英ナットウェストによるガートモア買収                           | ●英銀行→英運用会社             |
| 4月    | トロント・ドミニオン銀行によるウォーターハウス買収                    | 加銀行→米証券                |
| 6月    | 英ナットウェストによるグリニッジキャピタル買収                      | 英銀行→米証券                |
| 6月    | メリルリンチによるホチキンス&ワイリー買収                        | ●米証券→米運用会社             |
| 6月    | モルガンスタンレーによるヴァンカンペン買収                        | ●米証券→米運用会社             |
| 6月    | 英スーパーのテスコと英ナットウェストの提携                        | ★英銀行→英スーパー             |
| 7月    | ウェルズファーゴ、ドラッグストアチェーン会社と提携                    | ★米銀行→米スーパー             |
| 8月    | ネーションズバンクによるポートメンスバンクシェア買収                   | 米銀行→米銀行                |
| 9月    | ファーストユニオンによるキーストン買収                          | ●米銀行→米運用会社             |
| 10月   | 英スコットランド銀と英スーパーのセインズベリーが共同で銀行設立              | ★米銀行→英スーパー             |
| 11月   | フランスの太平保険会社 UAP と AXA 合併                     | 仏保険→仏保険                |
| 12月   | モルガンスタンレー（信託子会社）がパークレイズの法人保管業務買収             | 米証券→英銀行（部門）            |
| 12月   | ファーストユニオン、キーコブがシュワップと提携                      | 米銀行→米証券                |
| 12月   | 英アビーナショナル銀と英スーパーのセーフウェイの提携                   | ★英銀行→英スーパー             |
| 97年1月 | バンクワンによるファースト USA 買収                         | ★米銀行→米カード会社            |
| 1月    | 英スーパーのセインズベリーが複数の保険会社と提携、子会社を通じ保険販売          | ★英スーパー→英保険             |
| 1月    | サロモンとフィデリティ・フローカリッジと提携                       | 米証券→米証券                |
| 2月    | モルガンスタンレーとディーン・ウィッターの合併                      | 米証券→米証券、カード会社          |
| 2月    | オランダ ABN アムロがシティコブの先物子会社買収                   | オランダユニバーサルバンカー→米銀（子会社） |
| 3月    | ファーストバンクシステムズによる US バンコブ買収                   | 米銀行→米銀行                |
| 3月    | ミッドランドバンクがスーパーとの提携発表                         | ★英銀行→英スーパー             |
| 4月    | バンカーストラストとアレックスブラウンの合併                       | 米銀行→米証券                |
| 5月    | バンカーストラストとバンクオブニューヨークがネーションズバンクよりトラスト部門買収    | 米銀行→米銀行（部門）            |
| 5月    | スイス銀によるディロンリード買収                             | 欧州ユニバーサルバンカー→米証券       |
| 5月    | スイスのゴッタルド銀によるスイスのプライベートバンク（バンク・デジスティオ・プリベ）買収 | スイス銀→スイス銀              |
| 6月    | バンカメリカによるロバートソン・スティーブンス買収                    | 米銀行→米証券                |
| 6月    | ワコビアによるセントラルフィデリティ買収                         | 米銀行→米銀行                |
| 6月    | ネーションズバンクによるモンゴメリー買収                         | 米銀行→米証券                |
| 8月    | チューリッヒ保険によるスカダー買収                            | ●スイス保険→米運用会社           |



|     |   |                          |
|-----|---|--------------------------|
| 7月  | ファーストユニオンによるシグネット買収                                       | 米銀行→米銀行                  |
| 7月  | カナダコマース銀行(証券子会社)がオープンハイマーを買収                              | カナダ銀行→米証券                |
| 7月  | JPモルガンによるアメリカンセンチュリー買収                                    | ●米銀行→米運用会社               |
| 7月  | 美生保リーガル&ジェネラルが銀行設立  | 美生保→米銀行                  |
| 7月  | パイエリッシュフェアインス銀行とパイエリッシュ紙当座付銀行合併                           | 米銀行→米銀行                  |
| 7月  | 英ロイヤルバンクオブスコットランドが英スーパーのテスコと合併で金融サービス会社設立                 | ★英銀→英スーパー                |
| 7月  | オランダ ING がエクイタブルオブアイオワを買収                                 | オランダユニバーサルバンク→米生保        |
| 8月  | チェース、メロン銀のコーポレートトラスト部門買収                                  | 米銀行→米銀行(部門)              |
| 8月  | フリートファイナンシャルがコロンビア買収                                      | ●米銀行→米運用会社               |
| 8月  | ファーストユニオンがホイトファイナンシャル買収                                   | 米銀行→米証券                  |
| 8月  | メロンバンクがバシフィック・フローカリッジを買収                                  | 米銀行→米証券                  |
| 8月  | オランダ ING がファーマンセルツを買収                                     | オランダユニバーサルバンク→米証券        |
| 8月  | ネーションズバンクによるバーネットバンク買収                                    | 米銀行→米銀行                  |
| 8月  | クレディスイスとヴァンタートゥーフ保険が合併                                    | スイスユニバーサルバンク→スイス保険       |
| 8月  | スイスユニオン銀行が独運用会社シュレーダーを買収                                  | ●スイス銀行→独運用会社             |
| 8月  | リンカーンがシグナの個人向け生保、年金部門買収                                   | 米保険→米保険(部門)              |
| 9月  | メリルリンチがパークレイズ・グローバル・インベスターズの子会社マスターワークス買収                 | ●米証券→米運用会社(部門)           |
| 9月  | JPモルガンがチャールズシュワップと提携                                      | 米銀行→米証券                  |
| 9月  | フリート・ファイナンシャルがクイック&ライリー買収                                 | 米銀行→米証券                  |
| 9月  | トラベラーズによるソロモン買収。両者の傘下であるスミスパーニーとソロモンブラザーズが合併              | 米金融総合会社→米証券<br>(米証券→米証券) |
| 9月  | サントラストバンクがエクイタブル・セキュリティーズ買収                               | 米銀行→米証券                  |
| 10月 | バンクワンとモトレードが共同ブランドの包括的オンライン金融サービス提供計画を発表                  | 米銀行→米証券                  |
| 10月 | バンクオブニューヨークがESI証券を買収                                      | 米銀行→米証券                  |
| 10月 | ウェルズファーゴがコーヒーチェーンのスターバックスと提携                              | ★米銀行→米飲食チェーン             |
| 10月 | ナショナルコマースバンクがウクロブ・スーパー・マーケットと提携し貯蓄金融機関、ファースト・マーケット・バンクを設立 | ★米銀行→米スーパー               |
| 10月 | チューリヒ保険とイギリスのBATインダストリーの保険部門の合併                           | スイス保険→英保険                |

(注) 網掛け部分は、他業種、異業種との合併、提携。●は運用ビジネス関連、★は異業種。なお、業種分類は、主たるビジネスに基づいている。例えば、銀行→証券と言った場合、一般に銀行持株会社が、証券会社ないし、証券持株会社の証券子会社との合併を意味している。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成。

の動きとしてとらえられることは言うまでもない。この規模拡大の動きは、むしろ欧州の方が目立っており、銀行や保険の分野で大型合併が登場している。

第三のトレンドである異業種との融合という点では、表に見られるように、スーパーや百貨店との提携の他、最近では銀行とコーヒー店のチェーンとが共同で銀行を設立するような動きもある。

以上のような再編の動きの中で、主要な銀行、証券、運用会社は、もはや、それぞれ「銀行」、「証券」、「運用会社」と呼ぶよりも、「金融サービス会社」という、より大きくくりでとらえた方が適切になっていると言えよう。

JPモルガンは、銀行グループというより、JPモルガン証券を持ち、アメリカン・センチ

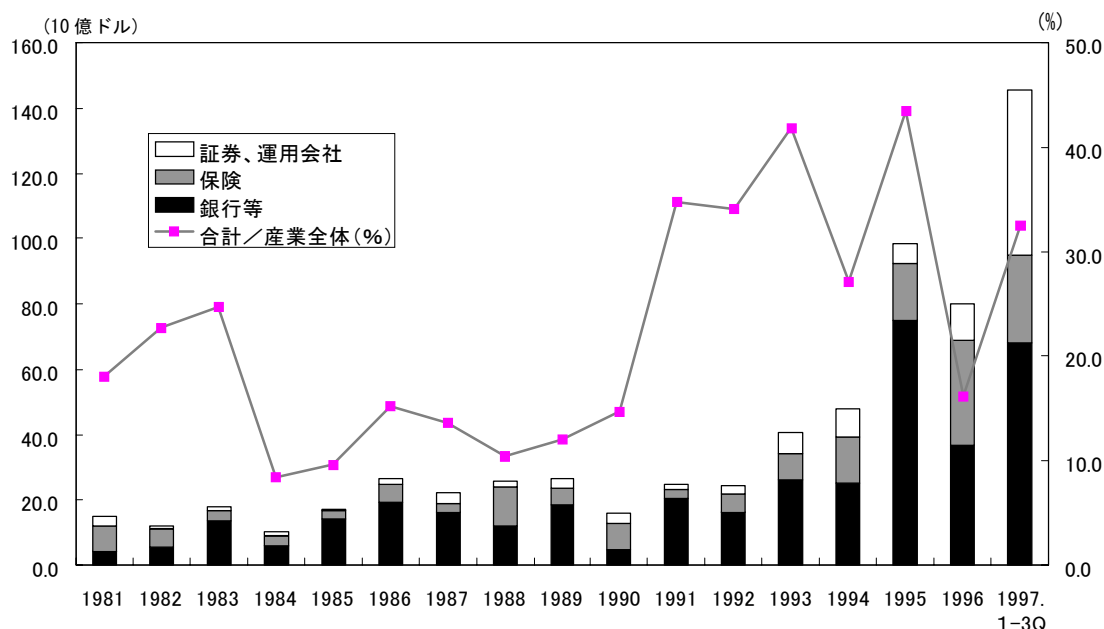
ユリーの買収で運用会社としても有力企業となった。スミスバーニーとソロモンの合併と言ったが、いうまでもなく、保険、消費者金融、クレジットカード会社を擁するトラベラーズ・グループにおける証券ビジネス部門の強化に他ならない。ヨーロッパでは、クレディスイスと、ヴィンタートゥアの合併で、従来からのユニバーサルバンクと保険の融合が進展した。既に同社は、アメリカの有力投資銀行、ファースト・ボストンを傘下としている。ここに銀行、証券、保険ビジネス、それぞれにおいて強力な一大金融サービス会社が誕生したわけである。

表 1 で示したのは、新聞などにも取り上げられた主なディールであるが、小さなものまで含めると、97年の第1～第3四半期までで買収、合併は708件、月80件近いペースで展開されている、図1に見られるように、全体の金額も増大傾向にあり、これが産業全体の買収・合併規模に占める比率も、ここ数年30～40%に達する。金融仲介業が、アメリカの産業のなかでも最も劇的な転換を遂げつつある産業の一つだということが見て取れよう。

## 2) 商品、サービスの融合

異なる業態間の融合という形態をとらず、銀行、証券、保険といったそれぞれの業態を維持しながら、事実上、他の業態の提供するものと類似の商品、サービス提供する動きもある。同時に、特にどの業態の商品、サービスということも無く、各業態相乗りで取り扱

図1 活発化する金融セクターの再編（買収、合併金額の推移）



(注) 業態分類は売手企業の業態を基準としている。

(出所) Mergerstat 社資料より野村総合研究所作成。

表2 デリバティブ取引の想定元本  
(アメリカの主要 15 デイラー)

(10 億ドル)

|            | 1990    | 1991    | 1992     | 1993     | 1994     | 1995     |
|------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 銀行 (7 社)   | \$5,350 | \$5,811 | \$7,574  | \$10,353 | \$13,724 | \$15,809 |
| 証券会社 (5 社) | 1,730   | 2,188   | 2,967    | 4,474    | 5,880    | 6,966    |
| 保険会社 (3 社) | 193     | 257     | 403      | 634      | 798      | 985      |
| 合計 (15 社)  | \$7,273 | \$8,256 | \$10,944 | \$15,461 | \$20,402 | \$23,706 |

(注1) 二重計算は調整していない。

(注2) 主要15デイラーは以下の通り

銀行：チェース、シティ、J P モルガン、バンカーストラスト、バンカメ、  
ネーションズ、ファーストシカゴ

証券：ゴールドマン、サロモン、メリル、モルガンスタンレー、リーマン

保険：アメリカンインターナショナル、プルデンシャル、ジェネラル・レ

(出所) GAO

われる商品、サービスも拡大している。

前者の例としては、証券会社が CMA のような商品を提供し、かつては銀行のみが担っていた決済関連ビジネスを行うようになってきている例、銀行本体による投信や保険の販売、あるいは、保険会社の変額保険の取り扱いなどがあげられる。最近では、一般勘定の商品で、株価に連動した保険商品、年金商品を、保険会社が積極的に販売する動きもある。

相乗り型の商品、サービスの例としては、デリバティブが代表的であろう。表 2 に示すように、デリバティブでは、銀行、証券会社、保険会社のそれぞれが、活発に業務を展開している。しかもその規模は、拡大の一途である。

年金など退職給付金関連の運用や商品販売といった分野も、伝統的に相乗り分野となっている。もともとは保険会社の独壇場であったが、1950 年代以降、銀行信託部がバランス型ファンド商品を提供してシェアを伸ばし、その後、より専門化した運用が求められるに至って、運用会社が台頭するようになってきている。

近年拡大が著しい 401(k)も、運用会社、銀行信託部門、保険会社、それぞれが競合してビジネスを展開している分野となる。

### 3) 投資商品、投資手段の拡大

上場株、債券といった伝統的な商品に加えて、80 年代以降、デリバティブや証券化商品など新たな金融・資本市場商品が台頭し、今や完全に定着したと良いであろう。

これに加えて、今アメリカの機関投資家の間で、オルターナティブ・インベストメント、

すなわち代替資産投資と言われるものが活発化している<sup>2</sup>。すなわち、公開株や国債など、コンベンショナル（伝統的）な投資商品ではなく、LBO ファンドやベンチャー・キャピタル、破綻証券ファンド、ヘッジファンド、マネジド・フューチャーズ、天然資源など、オルターナティブ（代替的）と呼ばれる資産への投資である。

主要な機関投資家のオルターナティブへのアロケーションは、平均すると 6%強、財団や基金など、運用ホライズンが長期の機関投資家においては、10%~20%という例も少なくない。

また、機関投資家に限らず、富裕個人をターゲットに、証券会社がこうした商品を販売する専門部隊を設置する動きもある。

#### 4) 金融仲介のグローバルな拡大と融合

以上のような金融仲介の拡大と融合の動きは、アメリカに止まらず、グローバルな規模で生じている。

金融仲介機関の買収、合併の動きは、表 1 でも確認されるように、クロスボーダーでも活発に起きている。特に、ヨーロッパ系のユニバーサル・バンクが、イギリス、アメリカの投資銀行業務を強化していることが目立つ。

また、一握りの大手商業銀行、大手投資銀行においては、中南米、東南アジアなど、商品、サービスのグローバルな広がりが進展している。旧中東欧、旧ソ連地域などを含めた金融、資本市場ビジネスも拡大している。

オルターナティブへの関心は、アメリカに止まらず、ロンドン、スイス、香港などでも高い。この関連で、ロンドンのシティでは、エキゾチック・デットマーケットと呼ばれる「問題国」債権の売買も活発に行われているという。

### 3. 新しい流れの背景

#### 1) 伝統的業務の収益性の低下と市場効率性の高まり

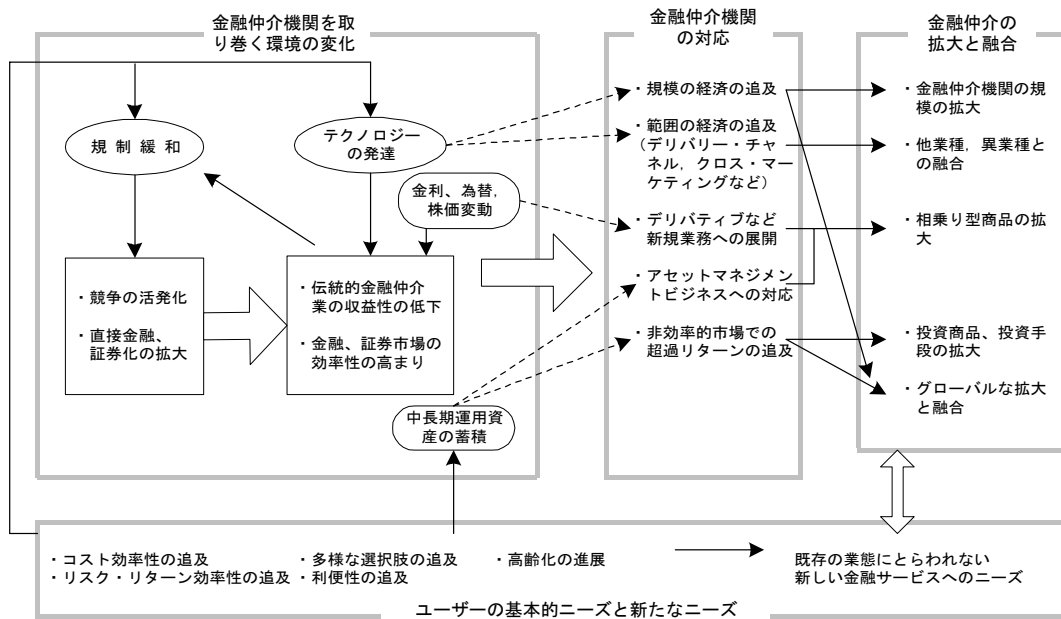
以上の動きの背景として考えられることをまとめたのが、図 2 である。まず指摘できることは、規制緩和やテクノロジーの発達で、伝統的な金融仲介業の収益性が低下しているということであろう。収益性が低下する故、他の業態の業務に進出し、新たな収益源を見出そうとする。他の業務への進出に制約があれば、これを緩和しようというプレッシャーが働き、規制緩和が進む。この結果、競争が活発化し、さらに伝統的な金融仲介業の収益性が低下する。

収益を確保するためには、規模の経済、範囲の経済を追求したり、デリバティブなど新

---

<sup>2</sup> 淵田康之「オルターナティブ・インベストメント」『資本市場クォーターリー』1997年秋号参照。

図2 金融仲介の拡大と融合の背景



(出所) 野村総合研究所

規業務への展開が必要になっている。この他有望な収益源としては、高齢化の進展というデモグラフィックな要因で重要度が増しているアセット・マネジメント・ビジネスへの注目も高まるわけである。

もう一つの流れとして、規制緩和、競争活発化の結果、市場の効率性が高まっている動きがある。市場の効率性が高まると、同じリスクの下で、マーケットを上回るリターンは得られなくなる。実際、運用の世界では、アクティブ運用からパッシブ運用へのシフトがトレンドとして見られる。アクティブ運用では超過リターンの獲得が困難となっているからである。仮に、ある時期に高リターンを記録したファンドを購入しても、次の時期は期待はずれの結果に終わる。ミューチャルファンドにおいても、過去のリターンは将来のリターンの予測に使えないことは、近年、複数の実証研究により証明済みである。効率的な市場では、当然の結論とも言える。

パッシブ運用は、システムを駆使してインデックスをトラックする装置産業となっている。装置産業である故に、合併によって規模の経済を獲得しようという動きが現れる。BZWアセットマネジメントとウェルズファーゴ・日興の合併は、その典型例である。またインデックス運用である故に、利便性やブランドが勝負となるのであり、パフォーマンスの競争は意味を持たなくなるのである。

しかしこれに飽き足らない投資家や業者も出てくる。そこでオルタナティブ投資に見られるように、市場の非効率性を狙い、リターンを向上させようというニーズが生じる。非効率な市場であるからこそ、プロの力量が如実に現れる。

非効率な市場を狙う動きとしては、大手銀行、大手投資銀行のエマージング市場への展



開も同じである。これらは、規模の経済を求めた動きであると同時に、アメリカ市場に比べて非効率な市場で超過リターンを獲得しようという動きとしてとらえられる。例えば、これらの国における預金貸出のスプレッドは、アメリカよりはるかに厚いといわれる。

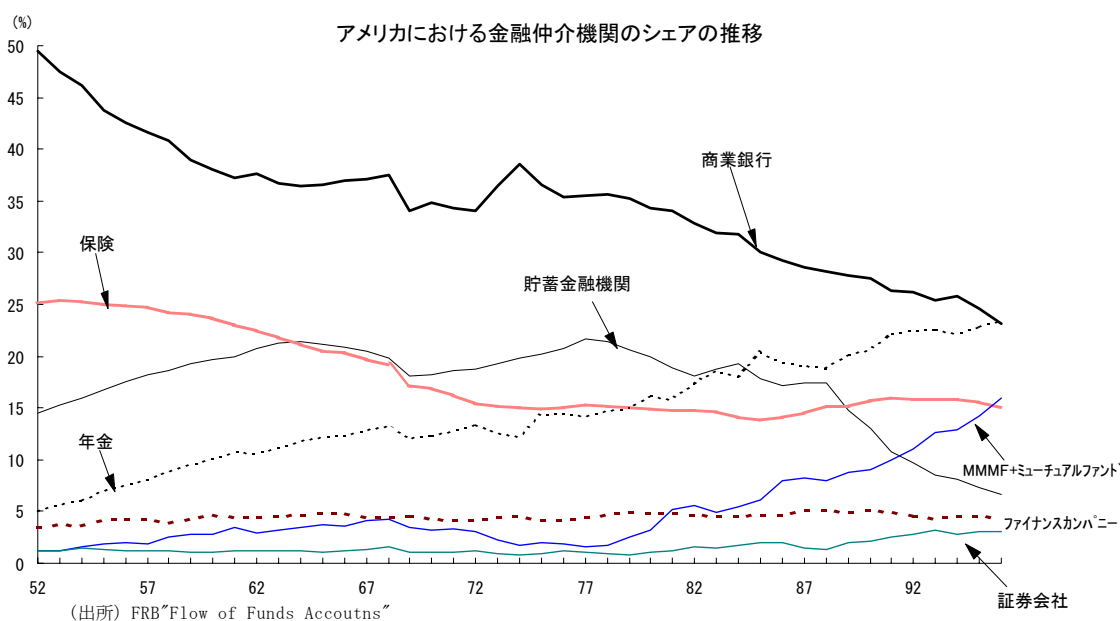
テクノロジーの発達は、以上に述べた伝統的業務の収益性低下と効率性の向上を一段と押し進めよう。この効果が端的に現れているのが株のブローカリッジ・ビジネスである。96年2月に、E\*トレードがインターネットを使った株式取引を、一件14.95ドルという既存のディスカウント・ブローカーよりはるかに安い手数料で開始して以来、今日に至るまで、各業者で手数料引き下げ競争が生じている<sup>3</sup>。人手を省き、インターネットを利用することにより、大幅な値下げが可能となったのである。

この他、インターネットを通じた証券発行、取引マッチング的仕組みも登場している。銀行でも物理的支店のないインターネット銀行もスタートしている。また電子マネーの普及の行方によっては、既存の銀行の決済、送金業務の収益性も低下しよう。

## 2) 銀行、保険からアセット・マネジメント・ビジネスへ

伝統的な銀行業や伝統的な保険業は、上記のようなトレンドの中で、図3に見られるように、歴史的に地位を大きく低下させている。運用、調達マネーフローが銀行に集中し、また規制金利が適用されていた時代には、銀行は一定の収益を確保できた。しかし、ユーザーはやがて、証券市場調達や、自由金利商品での運用など、代替的なマネーフローも求めていく。これに対抗して、金利自由化措置が取られ、また銀行は業務拡大に向かう。新

図3 アメリカにおける金融仲介機関のシェアの推移



<sup>3</sup> 大崎貞和「米国インターネットブローカーの動向」『資本市場クォーターリー』1997年秋号参照。

たな業務は新たなリスクを伴う。しかも、金利の変動や為替の変動などのリスクも、規制時代より拡大した。こうした中で、破綻を来す銀行も登場する。そこで、自己資本比率規制や早期是正措置など、銀行に対する抑制が強まるが、これにより、銀行は依然のようにバランスシートの両側を拡大させながら、預貸スプレッドで収益を上げるという伝統的業務にはますます頼ることはできなくなっていくたのである。

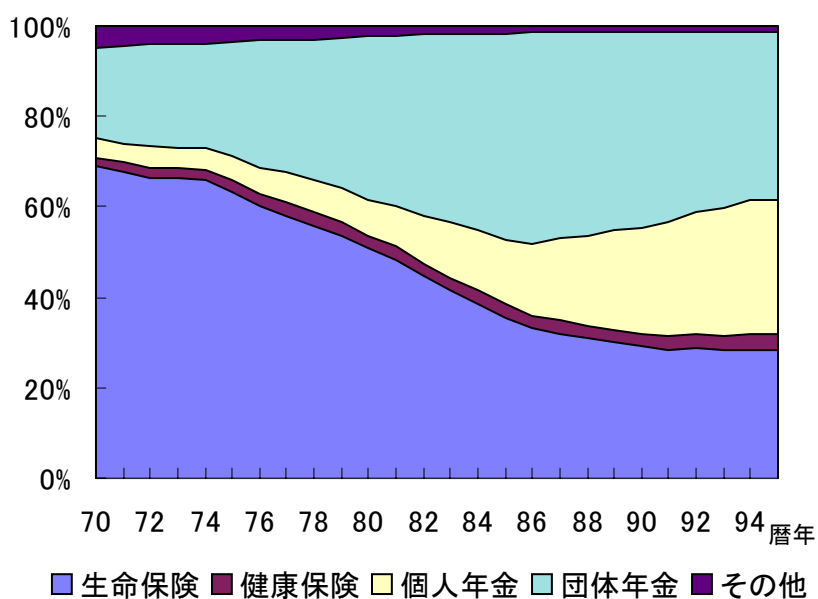
もちろん、これは銀行の役割が低下したことを意味するのではない。銀行は、伝統的業務を縮小させつつも、こうした統計に現れない、巨額のデリバティブ取引を行い、新たな役割を担っているわけである。また、証券や保険ビジネスに進出しているわけである。

保険も同様に、運用ビジネスとしては、銀行信託部、運用会社との競争の中で地位を低下させていった。ただ、近年シェアがやや上昇しているが、この中味は、変額保険や、保険会社の扱う年金であり、伝統的保険業務のシェアが伸びているわけではない。図4に見るように、アメリカの生命保険会社の準備資産は、保険よりも年金が多く、保険会社というよりも、運用会社的色彩を強めているのである。

銀行、保険に代わって、金融仲介機関としてシェアを伸ばしているのが、年金、投信といったアセットマネジメント・ビジネス関連である。高齢化の進展というデモグラフィックな変化、証券市場運用ニーズの高まりが需要サイドの背景としてある。

供給サイドの背景としては、アセットマネジメント・ビジネスが、金融機関にとっての魅力的な収益源となっていることである。少なくとも、預貸スプレッドや株のブローカリッジ手数料が低下する一方、拡大する401(k)、あるいは投信の運用、販売、管理関連

図4 アメリカ生命保険会社の支払い準備金



(出所) American Council of Life Insurance

の手数料が重視されるようになってきている。ホールセール証券業者がリテール証券業者と合併、提携する動きも、機関投資家相手の伝統的証券ビジネスが競争的となり収益性が低下する中で、投信販売など、アセットマネジメント・ビジネスを視野に入れたリテール業へのコミットメントが求められていることが、一つの背景である。

## 4. 新しい流れの意義

### 1) パブリック・ポリシーについての示唆

このように、冒頭述べた金融仲介ビジネスの拡大と融合という動きは、規制緩和、テクノロジーの発達、高齢化といった要因を背景とした構造的なものであり、例えば今のアメリカの株高を背景とした一過性のものではない。

規制緩和ということでは、アメリカでは、銀行、証券、保険の業務の垣根が低下傾向にある。今後金融サービス競争力法が成立すれば、銀行、証券、保険を巡る買収、合併などが一段と活発化しよう。従って、「拡大と融合」はさらに加速する方向であろう。いうまでもなく、規制緩和の動きとは無関係に日進月歩で展開されるテクノロジーの発達も、この流れの加速要因として働こう。

わが国もビッグバンで規制緩和が実現し、競争の活発化が予想される。金融仲介業におけるテクノロジーの活用も、アメリカなどに若干の遅れを伴いつつも、真剣な取り組みがなされるようになってきた。いうまでもなく高齢化も進展していく。従って、アメリカを中心に生じている金融仲介の拡大と融合という潮流が、日本でも展開されていく条件は整ってきたといえる。

そこで、今後パブリックポリシーの観点で重要となってくるポイントを考えると、以下のようなだろう。

- ①既存の業態にとらわれない新しい規制のフレームワークの必要性。
- ②投資商品、投資手段の領域の拡大に対応した、投資家保護のあり方の検討。
- ③証券市場を通じたマネーフローの拡大に対応し、市場機能を一段と向上させること（市場監視、IR、ガバナンス）。
- ④金融仲介機関の規模の拡大、業務範囲の拡大に対し、競争政策を機能させること。

このうち、①に関しては、別に、業態規制を撤廃して、何でも自由にできるようにすべきだということでは決してない。ただ、既存の業態の枠組みを前提としていくことが不適切になっていくということである。例えばある会社が、銀行と分類されるか証券会社と分類されるかよりも、自己資本が潤沢かどうかの方が、ある業務を認めるにあたり適切な尺度である場合もあろう。あるいは、どういう業態によって提供されるかよりも、提供される商品が一般個人に一定のキャッシュフローを保証する形態なのか、プロ向けの実績リターン商品なのかの違いの方が、重要かもしれない。既存の業態にとらわれない規制が構想

される必要がある訳である。

そもそも、銀行、証券、保険といった業務は、ユーザーの様々なニーズに応じていった各種の企業が、各種のニーズに応じてそれぞれの強みを発揮し、機能分化していく中で、事後的に、銀行、証券、保険と呼ばれる企業として発達したのである。しかし、こうして分化した企業が、それぞれ異なる業態として制度化され、規制・監督もそれぞれの業態で別に用意されると、新たなユーザーのニーズが発生した場合、誰が扱い、誰が規制するののかという問題になる。

ある商品、サービスがある業態しか扱えないとされている場合、またこれに特有の監督体制がある場合、そもそも何を目的としてそうなっているのかという、本質に立ち返る必要がある。例えば、銀行に厳しい規制を課す理由が、銀行の破綻が小口預金者に混乱をもたらし、預金保険を使う結果になり、さらには国民の税金を投入する可能性があるという点に求められるのであれば、そもそも小口の預金保険対象預金を扱わない銀行は、通常の銀行に課せられる厳しい規制は免除されてしかるべきである。これは、まさに今議論されているアメリカの金融サービス競争力法における「ホールセール・ファイナンシャル・インスティテュート」の発想である。

あるいは、自己資本が潤沢で、またリスク管理能力が極めて優れており、およそ理論的に破綻が想定し難いような銀行には、そうでない銀行とは業務範囲に格段の差をつけるという考え方もあろう。いずれにしても、伝統的に銀行と呼ばれてきた所を、全て銀行として一くくりにして考えることは適切ではなくなっているわけである。

また、いうまでもなく、同じような性格の商品、サービスに対する規制の整合性が必要である。アメリカでは、企業年金関連の商品やサービスは、それを生保が扱おうが、銀行信託部が扱おうが、あるいは運用会社が扱おうが、ERISA によって共通の規制が課されている。また、変額保険は、有価証券として扱われており、さらに昨今増大している一般勘定で運用する株価連動保険・年金商品も、その商品性格、マーケティングのされ方によっては、有価証券とみなすべきではないか、といった問題提起もなされている<sup>4</sup>。

## 2) 金融機関経営への示唆

一方、個々の金融仲介業としては、この拡大と融合の潮流を念頭においた経営戦略を策定していくことが重要であろう。欧米の先進的金融機関においては、既にこの路線が明確になっている所が見受けられる。金融サービス競争力法の行方がまだわからない現時点で評価すれば、完全子会社方式での相乗りも、持株会社方式の相乗りも認め、その業務範囲規制は基本撤廃する方向であり、かつ事業会社株式の保有も一定限度許される日本の方が、アメリカよりも自由な各種の「融合」が可能な体制となるのである。ただ全体の枠組みがこうした自由度の高い方向に向かっているものの、マネジメントは旧態依然の意識を引き

---

<sup>4</sup> Securities and Exchange Commission, "Equity Index Insurance Products", Concept release No. 33-7438, August 20, 1997

ずっているかもしれない。

拡大と融合の時代には、銀行、証券、保険、運用会社といった旧来の規制によって定義された業態ではなく、新たな金融サービス業をいかに展開するかという問題意識の下、ビジネスラインを再構築しなければならない。

この場合、拡大と融合というのは、金融仲介業全体として起きている様々な動きを包括的に表現したに過ぎず、全ての金融機関がそれぞれ拡大と融合の戦略をとらなければならないということでは決してない。

イギリスでは、投資銀行業に中途半端に足をつっこんだナットウェストよりも、国内リテールの基盤を固めた TSB ロイズの方が好調である。パークレイズも BZW を手放すに至った。絞り込みも重要な戦略である。

シティバンクも 1990 年～1992 年にかけての危機の時に、絞り込みを行った。しかし注目すべきは、赤字部門であったにも関わらず日本でのリテール業務を残したことである。これは、国際的なリテール金融・ビジネスをドメインの一つとする経営判断が確固としてあったからである。この時の判断が無ければ、今日の日本のシティバンクの躍進は、ありえなかったであろう。

従って、絞り込むにも何に絞り込むのが重要であり、それはやはり拡大と融合の潮流を踏まえ、既存の業態にとらわれず、自らのアイデンティティを何とすべきかを問い直すことからスタートすべきであろう。

例えばアセットマネジメント・ビジネスが重要になるトレンドを踏まえ、強い運用力で勝負する企業を目指すならば、現状、生保であるか、信託銀行であるかを一端忘れ、運用に強い会社の条件は何かという観点から、企業形態、人事、雇用形態を再構築し直すべきであろう。その結果、生保や信託というよりも、投資信託会社を中心とした企業グループに変身すべきという結論が得られても驚くに値しない。現状のリソースが不十分ならば、有力運用会社を買収し、これをグループの中核に置くべきかもしれない。必要があれば、証券業務の一部や、銀行業務の一部も有機的にグループ内に取り込んでも良い。結果としてできた金融グループを、生保、投資信託会社、信託銀行、証券会社、といった既存の業態の枠組みで分類するのはもはや不可能となろう。先祖がたまたま生保や信託銀行かもしれないが、それは古き良き歴史でしかない。

もちろん、各種の規制、そして慣行はまだ残り、自由な発想をしても絵空事とされかねない。しかし、日本の国内事情はお構いなしに、世界で着々と新しい金融サービス業が生まれ、日本のあらゆる金融機関のライバルとして台頭しつつある。こうした点を、行政も経営者も十分認識していかなければならない時代となっているといえよう。

(淵田 康之)