

証券仲介業制度の課題と展望

金融審第一部会報告書の公表

2003年12月24日、金融審議会金融分科会第一部会は、「市場機能の中核とする金融システムに向けて」と題する報告書を取りまとめた（図表1）¹。

図表1 金融審第一部会報告書の主要内容

（1）市場間競争の制度的枠組み - 取引所とPTS（私設取引システム）の競争条件のイコールフットイングの徹底。 - 取引所取引原則を見直して証券会社の最良執行義務を導入するとともに、PTSに取引所と同じオークションによる価格決定方式を容認。 - 店頭市場ジャスダックの取引所化の指向を市場間競争に資するものとして評価。 - 制度としての店頭市場は、自然発生的相対取引の受け皿として当面存置。 - グリーンシートは、自由度を維持したまま証取法に位置付ける。
（2）ディスクロージャー制度の整備 - 目論見書制度の見直し - 投資信託の目論見書については、有価証券届出書の記載内容を、目論見書部分、追加情報部分、公衆縦覧部分の三部構成とすることが適切。 - 目論見書に記載される情報以外の価格形成に影響を及ぼす情報についても目論見書との矛盾や虚偽がなければ販売用資料として活用できるようルールを明確化。 - 公開買付制度の強制適用の要件緩和を図るほか、企業の資金調達を容易にするための所要の規制緩和などを措置。 - 英文開示のあり方、四半期開示の制度化、証券取引法の対象範囲の拡大に伴う規制緩和について引き続き検討。
（3）市場監視機能・体制の強化 - 違反行為の程度や態様に応じた有効なエンフォースメント手段として、課徴金制度を導入、差止・是正命令制度を改善。 - 行政による証券検査は基本的に監視委員会に一元化するとともに、証券業協会や証券取引所など自主規制機関との役割分担を明確化し、効率的執行を確保。
（4）投資サービスにおける投資家保護のあり方 - 組合理型投資スキームを利用して一般投資家から資金調達する場合にも、投資信託やSPC同様に証券取引法を適用。 - 証券取引法の投資サービス法への改組の可能性も含めたより幅広い枠組みについて中期的課題として検討。
（5）投資教育のあり方 関係団体と行政が連携し、学校から社会人に至る教育のスタンダードモデルを作成。
（6）銀行・証券の連携強化 - 銀行による、貸出先企業への公開に向けたアドバイスや、公開可能企業の市場誘導業務は証券取引法第65条に抵触しないことを明確化。 - 弊害防止措置を講じつつ、銀行窓口での証券取引の勧誘や証券会社への取次など、証券仲介業務を解禁。

（出所）野村総合研究所

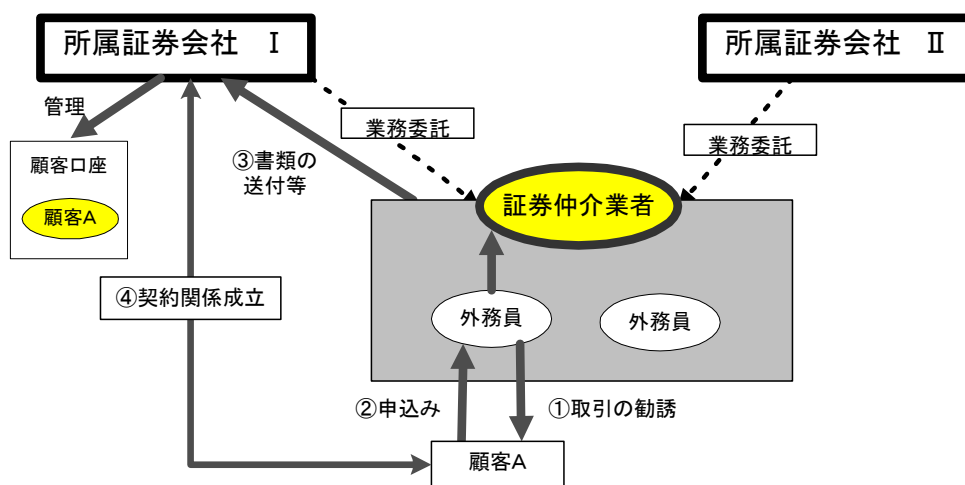
¹ 本報告書の内容と意義については、大森泰人「「証取法65条の呪縛」の放置は市場の裾野拡大を阻害する」『金融財政事情』2004年1月12日26頁以下参照。

この報告書は、2002 年 7 月に公表された「金融システムと行政の将来ビジョン」及び同年 8 月に公表された金融庁の「証券市場の改革促進プログラム」を受けて進められてきた制度改革論議に一つの区切りをつけるものである。その提言内容は、2004 年 1 月に招集される通常国会に提出される証券取引法等の改正法案に盛り込まれる見通しであり、国会審議が順調に進めば、2004 年 6 月には法律が成立し、その後半年から一年以内に施行される運びとなろう。

報告書の内容は、図表 1 に示した通り、多岐にわたっているが、中でも、「(6)銀行・証券の連携強化」の項において、銀行による証券仲介業務を解禁する方向性を明確に打ち出したことが、広く注目を集めている。そこで、本稿では、証券仲介業制度に焦点を絞って、今回の報告書が提言した制度改革の意義と課題について考えてみることにしたい²。

銀行等による証券仲介業の解禁

証券仲介業制度は、2002 年 12 月の金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」の提言内容に基づき、2003 年 6 月に成立した改正証券取引法で制度化された（図表 2）³。制度導入の狙いは、証券会社の店舗網が限られているという現状を踏まえ、「投資家にとって、アクセスが容易で、かつ、質の高い多様な金融サービスの提供が行われるようにする」ことにあるものとされる⁴。



図表 2 証券仲介業者の位置づけ

² 筆者は、今回の報告書のうち、(1) 市場間競争の制度的枠組み及び(2) ディスクロージャー制度の整備について詳細な検討を行った「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」及び「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」のメンバーとして審議に参加した。また、市場間競争をめぐる論点については、既に別稿で私見を明らかにしている（大崎貞和「取引所市場制度の再検討をめぐって」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号 2 頁以下）。

³ 詳細については、大崎貞和「証券仲介業制度や取引所制度改革をめぐる証券法改正案」『資本市場クォーターリー』2003 年春号 65 頁以下参照。

⁴ 金融審議会第一部会「証券市場の改革促進」3 頁。

（出所）金融庁資料

証券仲介業制度の検討にあたっては、米国において、税理士や会計士、ファイナンシャル・プランナーなどがインディペンデント・コントラクター（独立契約型営業マン）として活躍していることや証券取引のうち清算、決済業務を自社で行わず第三者に委託するイントロデュース・ブローカー（あるいはイントロデュース・ファーム）と呼ばれる証券会社の営業形態が広くみられることなどが参考にされたようである⁵。

このため、制度化に至る議論の過程では、わが国においても、税理士、会計士、ファイナンシャル・プランナー、保険代理店といった主体が、主に個人顧客を対象として証券仲介業を営むことになるという見方が暗黙の前提となっていた感がある。実際には、そうした主体に加えて、インターネット上でショッピング・モールを営む楽天やコンビニエンス・ストアのローソンといった一般事業会社も証券仲介業務に参入する見通しであると報じられている。

一方、銀行等の金融機関による証券業務を原則として禁じた証券取引法第 65 条の存在が意識されたためか、改正法では、銀行等の金融機関は証券仲介業を営むことができないとの明文の規定が設けられた（証取法第 66 条の 2）。もっとも、仲介業制度の導入を提案した金融審報告や国会における法案審議の過程をみる限り、この禁止規定が設けられた趣旨は、必ずしも明確ではない。

これに対して、今回の金融審第一部会報告書は、まだ施行されていない（改正証取法は 2004 年 4 月施行）新制度を見直すことは拙速に過ぎるとの指摘があったことや銀行が行えないことを前提に事業プランを立ててきた者にとって前提条件の変更になってしまうことを認めつつも、①顧客にとって、ワンストップ・ショッピングのニーズに応え、利便性が高まる、②投資経験のない銀行顧客層の市場参加を促し、新たな裾野の拡大が期待できる、③証券会社の店舗が少ない地域におけるアクセスの改善になる、といったメリットがあるとして、証券仲介業の業種制約を撤廃することを提言した⁶。

しかも、銀行にとっても、証券仲介業務への進出は、①預貸金利ざやに過度に依存する収益構造を改め、手数料収入を増加させる手段となる、②顧客の資金運用ニーズに対応する上での選択肢が多様化する、③証券子会社の設立に比べて参入に伴うコストやリスクが小さい、といったメリットがある。

筆者は、現行制度の枠組みが明らかになった時点で、既に、「金融機関による証券業務を禁じる趣旨が、しばしばいわれるような顧客との利益相反の防止や経営に及ぼすリスクの回避などであるとすれば、証券会社のために媒介を行うだけの証券仲介業を禁じなけれ

⁵ 独立契約型営業マンについては、沼田優子「米国のインディペンデント・コントラクター（独立契約型証券営業マン）」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号 135 頁以下、同『米国金融ビジネス』（東洋経済新報社、2002 年）130 頁以下、イントロデュース・ブローカーについては、伊豆久「イントロデュース・ファームの増加とその背景」『証研レポート』1551 号（1997 年 10 月）参照。

⁶ 金融審議会第一部会「市場機能を中核とする金融システムに向けて」30-31 頁。

ばならないかどうかは疑問である」と指摘していた⁷。それだけに、今回の部会報告書が提案した制度改革の基本的な方向性そのものには異論がない。

しかしながら、銀行の証券仲介業務への参入を、市場機能を中核とする金融システムへの構造転換という大目標達成の一助とするためには、制度設計の面でも、具体的なビジネス・プランの構築の面でも、検討課題が少なくない。

弊害防止措置をめぐる考え方

まず、制度設計という観点からは、銀行が証券仲介業務を営むことによって生じ得る弊害を防止するために何らかの措置を講じることが最大の課題となる。

証券仲介業務は、証券業務そのものではなく、業務委託者である証券会社のための媒介代理商として営まれる。従って、銀行が本体で証券業を兼業する際に生じ得る利益相反の可能性として論じられてきた、銀行が自らの貸付けを回収して貸付先に社債を発行させる、信用供与を条件にしながら投資商品を販売したり様々なサービスを提供したりする、といった問題が顕在化する可能性は、証券仲介業においては大きくないだろう。

もっとも、仲介業者たる銀行と委託者である証券会社が、互いに独立した存在として、いわゆるアームズ・レングスの取引関係を維持しているとは言い難いようなケースでは、結論は異なってくる可能性がある。例えば、同じ金融持株会社傘下にある銀行と証券会社の間で、互いのビジネス上の意思決定が完全に独立しては行われず、銀行が証券会社の意思決定にかなりの程度まで影響力を及ぼし得るという状況が存在するとすれば、銀行が不良化する懸念のある取引先への貸出金を回収し、証券会社に当該取引先が発行する社債を引受けさせた上で、自ら証券仲介業者として販売するという古典的な利益相反事例が発生する危険性も排除できないだろう。また、銀行が、自らの与信力を背景にしながら、関連証券会社による投資商品の販売や引受ビジネスの拡大を図る、いわゆるタイイングの危険性も高まるだろう。

こうした懸念に対して、報告書は、次のような見解を示している⁸。

- ① 銀行業務により知り得た発行者に関する情報を利用して勧誘する行為、金銭を貸し付けることを条件に勧誘する行為などは現行法の枠組みでも禁止される。
- ② 証券仲介業を行う銀行と委任する証券会社が系列関係にある場合を外形基準により除外するといった考え方はとらず、銀行の貸出部門と証券仲介部門の人的・組織的分離や非公開情報の授受についての内部管理体制が整備されているかどうか、実情に応じて行政が認可する⁹。
- ③ 市場調達資金の用途についての開示や貸出と証券取引の抱き合わせ行為などについ

⁷ 注3 前掲論文 67 頁注 6。

⁸ 注6 前掲報告書 32-33 頁。

⁹ 現行制度では、証券仲介業は登録制とされており、銀行等についてのみ、登録ではなく認可が求められることになる。

て、銀行本体と証券子会社の間に設けられている弊害防止措置を踏まえ適切な手当てを講じる。

④ 弊害防止措置の実効性確保のために市場監視機能・体制を強化する。

⑤ 共同店舗の場合と同様、窓口区分など誤認防止措置を設ける。

今後、以上のような観点から弊害防止措置に関する具体的な検討が進められることになる。検討にあたっては、長年にわたって銀行を通じた金融が大きな役割を担ってきたため、銀行と企業との関係が必ずしも対等のものとはいえないというわが国の実情を踏まえ、銀行が優越的地位を濫用して顧客の利益を損ねることのないよう十分な措置を講じるべきである。しかし、他方では、規制の内容が銀行の活動を不当に制約する過剰なものとなって、結果的に、顧客に対して提供される金融サービスの質の低下を招くことのないよう留意すべきであろう。

例えば、論点の一つとなるのが、証券仲介業者たる銀行が、顧客開拓や投資勧誘にあたって自行の預金者情報を活用することをどう考えるかである。この点をめぐっては、慎重な見解も提示されている¹⁰。しかし、投資家の投資ニーズに適合的なアドバイスが提供されることが望ましいという観点からは、むしろ銀行の保有する預金情報が適切に利用されるべきだということにはなるまいか。また、預金情報は、貸付を条件とした投資勧誘のような不公正な行為を誘発しかねない与信情報とは性質が異なり、投資サービスの顧客開拓や投資推奨にあたって活用しても、弊害が大きいとは考えにくい。

証券仲介業制度が広く活用されるかどうかという観点からも、預金情報の取り扱いは重要な鍵となる。米国で税理士をインディペンデント・コントラクターとして組織化している証券会社が、確定申告サービスの顧客に対して投資勧誘を行っているように、証券会社が仲介業者に業務を委託する大きな狙いは、仲介業者自身の持つ顧客基盤や情報力を活用することだからである。

もう一つの問題は、具体的な認可基準である。既に触れたように、報告書では、同じ金融持株会社傘下の銀行と証券会社が業務委託関係に入ることを一律に禁じるといった考え方はとらず、個別の認可に際して、銀行の貸出部門と証券仲介部門の人的・組織的分離や非公開情報の授受についての内部管理体制の整備を考慮すべきと指摘している。これら利益相反防止に関連する事項に加えて、業務を遂行するに足る体制や人員の整備や不適格者の排除といった事項も当然必要になるだろう。更に、業務の多様化が、一面では収益源の多様化を通じて経営の安定化に資するものの、新たな事業リスクを伴うものであることを考えれば、自己資本の充実度といった事項も考慮されるべきではなかろうか。その場合、資本増強のために公的資金の注入を受けている銀行が新たなビジネスを展開することの是非といった点も、検討されるべきではなかろうか。

¹⁰ 例えば、藤井良広「銀行の証券仲介業解禁 ―預金情報の活用慎重に」『日本経済新聞』2004年1月9日付け夕刊。

ビジネス展開上の留意点

証券仲介業は、これまでにない新しい業態であるだけに、制度面の課題ばかりでなく、実際に業務への参入を考える場合には、どのようなビジネス・プランを構築するのかをめぐって、検討しておくべき点が少なくない。ちなみに、以下の議論は、銀行が仲介業者となる場合を念頭に置いているが、銀行以外の仲介業者にも共通する点が多いだろう。

第一に、証券仲介業者が提供するサービスの範囲をどこまでとするかが問題となる。つまり、委託者である証券会社に顧客を紹介するという形に留めるのか、口座開設後も顧客ニーズに合わせたファイナンシャル・プランの構築や投資勧誘まで行う形をとるのかという選択である。

この点については、銀行による参入解禁が議論されるようになる以前から、既に、仲介業者の側からみれば、コンサルティング型のビジネスを行うには研修等のコストが大きく、導入的な案内に限れば得られる収入が非常に少なくなるなど、いずれにしても、ビジネスとしての期待収益が大きいとの指摘もなされている¹¹。もっとも、銀行に限って言えば、従業員が金融に関する基礎的な知識を既に備えており、投資信託の販売を通じて証券商品の取り扱いにも経験を積んでいることを踏まえれば、研修等のコストを過大視する必要はないようにも考えられる。

また、証券仲介業制度の導入にあたってモデルとされた米国の例が、いずれもリテール分野における証券ブローカレッジ・サービスのみに係わるものであったこともあり、わが国においても、仲介業者の活動は、個人顧客に対するブローカレッジ・サービスが中心となることが想定されているように思われる。しかしながら、法令上、証券仲介業者の対象顧客は個人に限定されているわけではなく、また、流通市場におけるブローカレッジだけでなく、発行市場に係わる募集・売出しの取り扱い、私募の取り扱いも業務範囲に含まれている。銀行が、証券仲介業者として取引先企業の余資運用をサポートしたり、取引先企業の増資や株式公開にあたって証券会社を紹介し、自ら分売に係わるといったケースも十分に想定されるのである。

第二に、ある特定の証券会社の委任を受ける形をとるのか、複数の証券会社から委任を受ける形をとるのかという選択が必要になる。顧客に多様な選択肢を提示できるという観点からは、複数から委任を受けることが望ましいようにも感じられるかもしれないが、実際には、顧客にとって重要なのは、口座を開設できる証券会社の数や多様性と言うよりも、提供される商品やサービスの種類の幅であろう。むしろ、複数の証券会社から委任を受けることで、例えば、A証券の委任を受けた仲介業者であることを明示しながら、B証券の作成した不適切な販売用資料でA証券に口座を保有する顧客に対して勧誘を行い、顧客に

¹¹ 藤井幹雄「証券仲介業は金融サービスの姿を変える」『金融財政事情』2003年12月1日26頁以下。

損害を生じさせた場合の取り扱いなど、コンプライアンス上難しい問題が生じるといった懸念も否定できない。事務フローが複雑になり、コストを押し上げることも考えられる。もっとも、特定の販売証券会社向けの専用投資信託が設定されていたり、新規公開株式が全ての証券会社に割り当てられないのも事実である。品揃えの強化という観点から複数の証券会社の委任を受けるという選択肢も排除はできない。

第三に、証券会社側のコンプライアンスなどの社内体制をどう構築するかが課題となる¹²。基本的には、証券仲介業者を通じた口座開設、発注にあたって、コンプライアンス上の責任を負うのは、仲介業者ではなく証券会社である。

既に、日本証券業協会は、会員証券会社に対して、業務委託先仲介業者の社内規則整備や役職員の研修等に関する責任を負わせるとともに、証券仲介業者が不正を行った場合、業務を委託した証券会社に過怠金などの処分を科すといった内容の定款改正案を明らかにしている¹³。銀行は、協会の特別会員であるため、協会員ではない一般の仲介業者とは取り扱いが異なってくる可能性もあるが、委託者であり売買注文を受け付ける証券会社側が責任を負わないという仕組みは考えにくい。

また、法令上の責任の所在がどこにあるかにかかわらず、証券会社の社内体制が、仲介業者のレピュテーション（評判、世評）に影響を及ぼすリスクがあることには注意が必要だろう。例えば、A銀行が自己の顧客XにY証券会社の委任を受けた仲介業者として投資勧誘を行い、Xが証券の売買を発注したが、Yの事務的なミスによってXに損害を被らせたというようなケースを考えてみる。法令上は、これはあくまでXとYの間の問題となろうが、顧客Xは、Y証券会社を自分に紹介したA銀行にも非があるものと感じるのではなかろうか。

今後の展望

既に触れたように、今回の金融審部会報告書は、銀行による証券仲介業解禁の狙いとして、①ワンストップ・ショッピングによる利便性の向上、②投資家の裾野拡大、③証券会社店舗が少ない地域におけるアクセスの改善、の三点をあげた。以下では、証券仲介業制度が、こうした狙い通りの効果をあげるためには何が必要かを考えてみたい。

銀行の証券仲介業への参入によって、最も直接的な効果が期待できるのは、投資家の裾野拡大であろう。既に、銀行は、投資信託の窓販を通じて、少なからぬ数の投資初心者を証券市場に誘導するという実績をあげてきた。国民の多くにとって、証券会社に比べれば身近な存在であることは否定できないだけに、銀行というチャネルを通じて、初めて本格的な証券投資を試みるというケースが現れるもの予想される。

一方、ワンストップ・ショッピングによる利便性向上については、手前勝手な供給者の論理に終わらず、真に投資家の利益となる商品、サービス提供ができるかどうか、成否

¹² 注 11 前掲藤井論文でも指摘されている。

¹³ 日本証券業協会「証券仲介業制度の創設に伴う本協会定款の見直しについて」2004年1月14日。

を分ける鍵となろう。

インターネットの発達で、単純に物理的な販売窓口を増やすことの重要性は、かつてに比べて薄れてきている。投資家が求めているのは、預金、保険、証券といった多様な金融商品が一カ所で購入できるという単純な意味でのワンストップ・ショッピングではないだろう。真に求められているのは、多様な金融商品が、その投資家のライフ・プランや投資目的に合致した組み合わせとタイミングで的確に提供されることではなかろうか。

また、欧米の事例をみる限り、金融機関側からのワンストップ・ショッピング・サービス提供の試みが、必ずしも利用者の広範な支持を得ていないことにも注意が必要であろう。例えば、米国の大手生命保険会社プルデンシャルは、子会社プルデンシャル証券の支配権をワコビア銀行に譲渡したが、その背景には、保険と証券のクロス・セルが順調に進まなかったという事情があった。他方、プルデンシャル証券を傘下に収めて大手投資銀行並みの外務員数を抱えることになったワコビアの側では、証券業と銀行業のカルチャーが大きく異なることなどを理由に、従来の銀行チャネルと新たに獲得した外務員チャネルの融合化には慎重である¹⁴。

証券会社店舗が少ない地域におけるアクセスの改善というポイントにも注意が必要である。この点に限って言えば、報告書の議論は、証券仲介業者としての銀行が、自らの店舗で仲介業者としてのサービスを提供することを暗黙の前提としているように感じられる。しかしながら、証券仲介業のビジネス・モデルには、いくつもの可能性があり、仲介業者としての銀行が、店舗や窓口におけるサービスを提供しないという選択肢も排除できない。

また、証券会社店舗が少ない地域での顧客開拓が行われても、銀行が証券会社へ顧客を紹介するだけで、実際の取引は、インターネットや電話で行われるというケースも考えられる。もちろん、そうした場合でも、それまでインターネットや電話による証券取引サービスの存在を十分に認識していなかった層を投資に誘導するという効果は期待できるが、報告書が想定しているように見受けられる証券会社店舗の数が増えるのと同じような効果は期待できないだろう。

結びに代えて

銀行による証券仲介業の解禁をめぐる議論は、まだ施行されていない法律の内容を大きく改めるという異例の提案であったこともあり、証券会社から強い反対や慎重な意見が出され、いわゆる「業際問題」をめぐる攻防として注目を集めた。確かに、今回の議論については、「証券界は…銀行が自らの縄張りに入ってくるという受け止め方をしている」との指摘もある¹⁵。しかし、本来、兼業規制など業態規制をどのような形のものとするかは、既存業者と新規参入を検討する者の利害得失から決すべきものではなく、制度の変更が利用者（あるいは国民一般）にもたらす便益とコストという観点から判断されるべき問題で

¹⁴ プルデンシャル、ワコビアへのヒアリングによる。

¹⁵ 注1 前掲大森論文、30 頁。

ある。

既に触れたように、銀行による証券仲介業務の兼業は、証券業務そのものの兼業ほど顕著にはないにせよ、一定の条件の下では、利用者との利益相反問題を顕在化させかねないリスクを孕んでいる。他方、市場機能を中核とする金融システムへの転換という国家的目標を達成するために、個人投資家層の拡大につながる施策が求められていることは間違いない。今後、有用な弊害防止措置の検討や利用者にとって価値の高いサービス提供につながるようなビジネス・モデルの模索が進められることで、証券仲介業規制の見直しが、証券市場の活性化につながっていくことを期待したい。

(大崎 貞和)