

金融仲介の新しい形を育むために —ポスト・バンク時代への展望—

淵田 康之

重層的金融システムという発想の必要性

わが国では、90年代に深刻化した不良債権問題の大きな背景として、銀行にリスクが集中し過ぎる問題があったという問題意識の下、2001年6月に発表された「骨太の方針」以来、「貯蓄から投資へ」というスローガンを掲げ、証券市場の活性化を促す方向で、金融・資本市場改革を展開してきた。

この場合、銀行という金融仲介の形態が無くなるわけではないため、銀行と企業等の相対型の金融が残しつつ、市場型金融というルートが主要な役割を果たしていくという、いわゆる複線的金融システムの時代となっていくことが展望されている¹。

市場型金融という場合、通常証券市場に加え、銀行が融資を行うものの、そのリスクが、シンジケートローンや証券化、クレジットデリバティブズ等を通じて、市場メカニズムを活用しつつトランスファーされていくという形態も含まれる。後者の一部は、市場型間接金融という名称で分類されることもある。

銀行に集中したリスクの分散が必要であるという認識を背景とした、複線的金融システムの発想は、筆者も大いに賛同している所であるが²、同時により柔軟な発想も忘れてはならないと考えている。

第一に、銀行に集中したリスクの分散に悩む以前に、そもそも、21世紀において、どの程度、銀行という金融仲介の形態が必要とされるのか、という問いかけが重要ではないか。仮に銀行へのニーズが過去より小さいのであれば、直接的にその縮小を目指す施策を講じることも考えられよう。少なくとも、ニーズが低下しているにも係わらず、銀行のキャパシティが自然と縮小しない要因があると

¹ 「金融システムと行政の将来ビジョン」2002年7月。

² 淵田康之「複線型金融システムによるマネーフロー構造改革を」『週刊金融財政事情』金融財政事情研究会、2003年12月1日号、淵田康之「複線的金融システム構築への三つの枠組み」『週刊金融財政事情』金融財政事情研究会、2004年11月29日号など。

すれば、そうした要因を除去していく必要がある。

第二に、伝統的な銀行を通じた金融仲介以外の姿を、市場型金融と一括りにするのは、やや大雑把に過ぎる。流動性の高い証券市場を戴き、証券会社が投資家に市場で値付けされた証券を販売するという世界は、銀行という世界に対峙するものとして、位置づけられてきた。しかし、今日の金融・資本市場が、伝統的な銀行の預金・貸出と、伝統的な証券の世界だけでは無くなっていることは、言うまでもない。オルタナティブな金融仲介としては、言うまでも無く、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドといったファンドが存在感を急速に高めていることは言うまでもない。プライベート・エクイティ・ファンドは、流動性の高い市場を前提とした市場型金融とは異なるし、また伝統的銀行業における相対取引とも違う。

第三に、オルタナティブな金融仲介として、世界的に、国や企業が個人の資産形成を支援する個人投資勘定が重要な役割を占めている点にも注目する必要がある点を強調したい。これも、従来銀行や証券、さらには従来保険・年金とも異なる新たな金融仲介という性格を持つ。

第四に、銀行を通じるにしろ、市場を通じるにしろ、金融仲介が製造、販売、アドバイス、プロセッシング（執行・決済・精算）、保管等々に機能分化する動きがある点に注目する必要がある。さらに、販売といっても、販売とアドバイスが融合した世界もあれば、機械的な取次ぎだけの世界もある。

以上のように考えると、複線的金融システムという発想の意義を認めつつも、実態は垂直、水平に多様な層を成す、重層的金融システムという姿に近くなっていくのではないか、と思われる（図表）。以下、まず銀行の（不）必要性を論じたうえで、従来、あまり体系的に語られていない重層的金融システムの構成要素である、ファンド、個人投資勘定、製販等の機能分離についてフォーカスすることとする。

図表 多層的金融システムへ



(出所) 野村資本市場研究所作成

ポスト・バンク時代への発想

わが国銀行の国債保有残高は増加を続けており、2004年11月末時点で100兆円を超えている。高水準の国債発行が続く中、企業の資金余剰傾向が続き、銀行融資が低迷しているため、銀行の国債保有が増大しているわけである。

一方、個人向け国債が、個人に人気を博している。銀行の1年定期預金金利が0.03%、5年以上の定期預金金利も0.1~0.2%程度であるのに対し、個人向け国債の金利（2005年1月発行の第9回債）は0.67%となっている。これは変動金利であるが、0.05%の最低金利が保証されている。

ペイオフ凍結が4月に解除される中、個人にとって、銀行預金よりも信用度も金利も高い個人向け国債への注目は、さらに高まっていくであろう。しかし、個人が銀行預金を行い、銀行が国債を買うというルートが急速に縮小するとは、想定しにくい。

その理由の一つは、預金にしておけば、振込みや口座引き落としなど、決済ニーズに対応できるからである。その上、預金保険や金融当局の厳格なチェックの仕組みがあり、さらに場合によっては、公的資金注入もありうるため、銀行が国に比べて信用度が低い、という発想にはなかなかかなりにくい。

個人としては、それなりに合理的な判断をしている部分もあれば、その一方で、今までの行動様式を変えにくいという慣性もあろう。

しかし、国としても、銀行が重要だ、という発想が、一種の慣性として残り、銀行が必要以上に保護される仕組みを続けている可能性がある。

預金保険や金融当局による各種の銀行監督・検査、考査の存在は、銀行が決済機能を提供し、またマネーフローにおいて重要な役割を果たしているという前提から、発達した仕組みである。しかし、今、ITの発達で、伝統的な銀行を通じない決済も拡大している時代である。また、銀行を通じないマネーフローも各種拡大しつつある時代である。にも係わらず、預金者保護や銀行の監督・検査の体制は、より拡大し、精緻化する一方である。そのことが、本来、ダウンサイズすべき銀行サービスの社会的供給を高止まりさせている可能性があるのである。

なぜ、国家として、預金という負債を集め、国債に投資をするという金融仲介に、多大な検査・監督コストを割かなければならないのか。なぜ家計として、一旦、銀行という税制上の恩典のないプールを通じて、間接的に国債を保有しなければならないのか。また融資先が無いということで、銀行がオルタナティブ投資でリスクをとることにまで、国が税金をつぎ込んで検査・監督し、家計が銀行の健全性に不安を持たなければならないのか。

ユーザーにとって、安全な投資対象が必要であれば、国債の直接保有やファンドを通じた国債保有の利便性が高まれば良い。信頼できる決済機能が必要であれば、ナローバンクや証券総合口座の利便性が高まれば良い。そうした姿が拡大する方が、社会的にもコストが低く、透明性の高い金融仲介が実現することは言うまでもない。

銀行が、他の金融仲介の形態に比べて、特別に重要という発想が続く限り、こうした合理性の高い世界への転換は遅々として進まない。少なくとも、経営に失敗した金融機関が、大小を問わず、円滑に退出していく仕組みを作っていくことが必要であろう。

また、「銀行」という概念を多様化していくことも考えられる。金融庁が2005年4月からの2年間のプログラムとして発表した「金融改革プログラム」においては、「銀行等の参入形態の多様化」という考えが示されている。また、「電子的な資金決済・支払い、電子的金融取引に関する法制の整備に向けた検討」も掲げられている。

ナローバンクとしてのバンク、あるいはナローバンク的に運営される投信は、これを銀行の一形態と分類しつつも、通常の銀行とは根本的に異なる監督・検査、規制体系を課すとか、預金保険料を大幅に減免すとか、税の導管体のステイタスを与えるといった発想

もありうるのではないか。また、銀行の預金口座を介さない電子決済・電子マネースキームが拡大しうる環境が、今後整備されていくことも、大いに意義があると考えられる。

銀行セクターの縮小論は、国際経済研究所のアダム・ポーゼンも提唱しているところである³。彼の場合、過去の経済危機、金融危機は、多くの場合、銀行の問題がその原因にあったとし、そのような大きな問題をはらむ仕組みへの依存を低下させる必要がある、と強調する。そして、銀行を閉鎖することに対して、抵抗が強すぎるという現実を批判している。また、発展途上国などにおいては、最初は銀行システムの整備が必要で、証券市場はその後で発展すれば良い、という考え方が一般的であることに対しても、国際的な資本移動が拡大している今日、国内貯蓄を国内銀行預金で吸収しなければ、経済発展ができないという発想は、時代遅れとする。

わが国のみならず、世界的にみても、多くの労力、コストを割き、銀行というやっかいな存在に付き合い続ける姿を見直すべき時代＝ポスト・バンク時代が到来すべきなのかもしれない。

キング・オブ・キャピタリズム

昨年、エコノミスト誌は、「ニュー・キング・オブ・キャピタリズム」と銘打って、プライベートエクイティ特集を掲載した⁴。日本経済新聞も、昨年6月から12月の半年に渡り、「ファンド資本主義」と銘打った連載記事を掲載している。

筆者は、1999年2月の本誌で、「オルタナティブが日本を救う」と主張し、資金運用難、新興企業育成、過剰設備・過剰雇用・過剰債務問題、企業再生といった日本の課題に対し、一定の解答を提供してくれるのが、ヘッジファンド、ベンチャーキャピタル、バイアウトファンド、ディストレスファンドである、と指摘したところである⁵。

それから6年、金融機関、年金基金のヘッジファンド投資も、もはや珍しいことではなくなった。買収ファンドが弛緩していた企業のガバナンスにマーケットの規律を持ち込み、再生ファンドが企業再生の主役として脚光を浴びる時代となった。日本でも諸外国でも、ヘッジファンドを含む「ファンド」が、単なるオルタナティブでは

³ Adam S. Posen, "A Strategy to Prevent Future Crises: Safely Shrink the Banking Sector", June 12, 2001

⁴ "Capitalism's new kings", *Economist*, November 27, 2004

⁵ 淵田康之「金融機能再構築への課題」『資本市場クォーターリー』1999年春号。

なく、金融仲介の主流となる時代となっている。

ファンド時代の到来の背景にあるものは様々であろうが、従来の金融仲介が制度疲労を起こす一方、そのままの枠組みでは、テクノロジーの変化やユーザーニーズの変化に対応しきれない時代となっているという点が指摘できよう。

例えば、巨大化・コングロマリット化する大手金融機関では、Xエフィシアンシーと呼ばれる部門間の軋轢やコミュニケーション・コストなどの非効率が発生する。これに対して、ベンチャー企業発掘・育成、あるいは企業再生、そして高度なトレーディングといった個人のスキルが最も重要なビジネスは展開しにくい。そこで、ブティック的ファンドが台頭し、実績を背景に巨額の資金を年金基金等より動員する時代となったのである。

IT等の発達で、ブティック・ファンドが、自らのコアスキルではないバックオフィス等の業務を、他の金融機関やベンダーに、円滑にアウトソースできる環境が整備されてきたことも、ファンド時代の到来に一役買っていよう。

また、規制逃れの結果、ファンドという金融仲介の形態が膨張した、という側面があるのは否定できない。しかしこの場合、既存の金融仲介に対する規制が過剰ではなかったか、という視点も重要であろう。

いかに規制を強化しようとも、あらゆる問題を未然に防ぐことは不可能である。しかし、歴史的に見て、大きな問題が発生すると、必ず規制が従来より強化される。問題が沈静化した後、規制緩和の波が訪れることもあるが、外部環境の変化も激しい今日では、様々な問題が頻発し、結果、規制強化の一辺倒になりがちである。また、問題の根本原因が金融機関の外にあっても、金融機関を規制することで、問題を軽減しようという方策がとられることも多い。規制しやすい所を規制しようという発想である。

こうした既存の金融機関に対する規制強化の重圧に対して、規制負担を逃れて新たな金融仲介が発達することを、一概に規制逃れと批判することは不適切であろう。

昨年、米国では、SECが提案するヘッジファンド規制を巡って、活発な論争が展開されたが、FRBのグリーンズパン議長も、ヘッジファンドが市場に供給する流動性を重視し、新たな規制が悪影響をもたらす可能性について、懸念を表明した。また、国内の規制を強化しても、海外にビジネスがシフトするだけ、という規制の限界を指摘する声も聞かれた。

もちろん、ファンドに対しても最低限必要な規制というのはある。

欧米では、投資家保護の観点から、規制される投資サービスの範囲が広く定義されている。これに対して、わが国では、「ファンド」を名乗る様々な儲け話が、一種ブームのように一般庶民にまで持ち込まれているのが実態である。ファンドが新たな金融仲介として、健全に発展するにも、「投資サービス法」の成立が急がれることは、言うまでもない。

個人投資勘定の重要性ー「貯蓄から投資へ」を可視化するために

ブッシュ政権は二期目を迎えるが、注目されるのは、個人勘定の創設を含む公的年金制度改革と、やはり彼が昨年来提案している新たな資産形成口座の導入の行方である。

米国の公的年金制度（ソーシャルセキュリティ）は、日本の国民年金に当たる全国民加入の制度であるが、現状、ソーシャルセキュリティ・タックスを、所得のある人は皆払い、将来、給付を受けるというものである。現状、賦課方式で運営されているため、高齢化の進展により、破綻が予測されている。そこで、部分的に積み立て方式を導入し、積み立て部分については、個々人の勘定に区分経理される制度とすることが、構想されているのである。

一方、米国では、従来より 401K、529 プラン、IRA など、個人の資産形成を国がサポートする個人勘定型のスキームが存在したが、ブッシュの提案する新たな資産形成口座は、これらを整理しつつ、新たな制度も加えて、より強力に資産形成をサポートしようというものである⁶。

欧州でも、この種の投資勘定が発達している。英国では、個人貯蓄口座（ISAs）制度があり、同口座を通じた上場株式投資及び預金に対して優遇税制が適用される⁷。また、2005年4月からは、子供向け税制優遇貯蓄スキームである「チャイルド・トラスト・ファンド（CTF）」が導入される。CTFの場合、税制上の優遇に加えて、口座開設時と子供の7歳の誕生日の2回、国から補助金が支給される⁸。フランスにも PEA（Plan d'Epargne en Action、株式貯蓄プラン）が存在する。同プランを通じて購入した株式や投資信託の配当は、プラン内で再投資すれば非課税となり、またキャピタ

⁶ 野村亜紀子「米国ブッシュ政権の新しい資産形成制度構想」『資本市場クォーターリー』2004年秋号。

⁷ 小橋亜由美「英国の証券投資優遇税制」『資本市場クォーターリー』2004年夏号。

⁸ 平松那須加「英国の貯蓄推進政策とチャイルド・トラスト・ファンド」『資本市場クォーターリー』2004年夏号。

ル・ゲインは5年間保有していれば非課税となる。

公的年金にしろ、企業年金にしろ、賦課方式から積み立て方式、それも確定給付スキームから確定拠出スキームに転換する移行することに対して、個人にリスクを転嫁するもの、という批判がある。しかし、人口動態の変化やグローバル競争の活発化を背景に、そもそも国家や企業が個人の老後を十分に保障するという発想自体が破綻に瀕している。その結果として、個人に給付削減や増税等、想定外のリスクが降りかかることになりかねないのである。国が最低限の保障を維持しつつも、それを上回る資産形成については、税等のインセンティブを提供しつつ、個々人がリスクの存在を理解し、自らのリスク選好度に応じて投資商品を選択する、というスキームが、各国で選択されつつあるのである。

これに対して、わが国では、公的年金制度については、不信感が広がる一方であり、企業年金については、日本版 401 k が導入されたものの、個人拠出分が無いという、米国の 401 k とは似て非なる制度のままである。そもそも 401 k とは、個人拠出分の税優遇措置を規定した内国歳入法の条文番号なのである。

以上のような、国が個人の資産形成を支援する個人口座の他に、企業が個人の資産形成に寄与する仕組みも重要である。米国の ESOP はその一つである。また、企業が個人のために株式を提供する、配当再投資プランや、株式直接購入プランという仕組みもある。これにより、個人は証券会社に手数料を支払わずに、企業から直接、株を購入することができるのである。企業としても、個人投資家層を拡大できるし、通常増資のようにマーケットに影響を与えることを回避でき、また発行コストも節約できる。2003年に配当を再開したマイクロソフトを含め、3000社ほどが導入している制度である。

わが国では、貯蓄から投資へ、というものの、投資と言われても伝統的な証券投資には大きな抵抗を感じる個人が多いことは、各種のアンケート調査等を見ても明らかである。税制優遇や各種の証券市場改革といった措置はとられているが、欧米に存在する上記のような仕組みを欠いたまま、欧米に比べてはるかに預金に偏在した個人金融資産構造が変化しうるのかどうか、覚束ないのではないかと。

米国の場合、証券投資の裾野が広がった背景には、ESOP や 401 k の普及があった。こうした仕組みは、個人が自ら足を運んで証券会社等の窓口に行くという煩わしさがなく、また短期的な投資成果に一喜一憂せず長期投資が促進され、結果としてパフォーマンスの向上につながりやすいこと、制度の提供にあたって投資教育等

の仕組みも充実するようになっている、といったメリットがある。

わが国は、証券投資の普及ということで、証券仲介業の導入とその金融機関への解禁という注目される方策を導入した。しかし、チャンネルの拡大だけでは限界があろう。国や企業の従来型セイフティネットが綻びを見せる中、欧米並みの個人投資勘定の導入を実現し、「貯蓄から投資へ」と言われたとき、例えば何をすれば良いのかを、具体的かつ身近に国民に示していくことがもっと考えられてしかるべきではないか。

「金融改革プログラム」には、「長期投資の促進に向けた証券税制の見直し等、金融資産の有効活用に資する金融税制改革の一層の推進」という一項目が盛り込まれている。少子高齢化や財政赤字の拡大が懸念される中、将来のためにマネーをどうしたら良いかに思いをはせる国民の切実なニーズに、厚生労働省だけではなく、「貯蓄から投資へ」の推進母体である金融庁が正面から答えていくことが期待されている。

金融の機能分化

国として、健全で国際競争力のある銀行システムを発展・維持することを最優先した政策をとっていくことは、国民にとってもはや最適とは言えない時代となっている。先述したポスト・バンク時代に入るべき、という理由もあるが、そもそも、国民のニーズは多様であり、自らのニーズに適した、様々な金融商品にアクセスできる環境を、銀行システムだけで提供することは困難だからである。

銀行間の競争を活発化させたり、コングロマリットを許容し、銀行が多様な金融商品を提供できる体制にすることも、最適な解とは言いがたい。優れたファンド商品などは、先述のようにブティック型の業者でしか製造しえないかもしれない。また銀行が投資信託やファンドや保険引受け会社など、多様な金融商品の製造業者を傘下に持つ場合、やはり身内の商品の販売に力が入るであろう。多様なニーズを持つ個人の立場に立ち、世界を見渡し最適な金融商品や投資機会をアドバイスし、セレクトしてくれる優れた業者が、個人の身近に存在するような姿の方が、社会的厚生上、重要かもしれない。

より一般的に考えてみると、全ての機能を一つの機関が包摂している場合、それぞれの機能が最適なレベルにあるかどうかはわかりにくい。外部に特定の機能を提供するより優れた業者が存在するかもしれない。また、機能によっては、一つの機関に包摂されている

ことで、客観性、中立性が損なわれ、本来の機能が発揮されない恐れもある。そこで、金融の機能分化に向けた動きも、今後無視し得ないものとなっていくと考えられるのである。

もちろん、従来においても、機能分化が不可能であったわけではない。保険会社と保険代理店の関係もあるし、グループ内で、ホールセール向け、リテール向け、インターネットチャネル、といったように機能の異なる証券会社を連携させるケースも見られる。

しかし、昨今は従来の縦割り業態を見直し、一部の機能だけ担う新たな業者が制度上も認知されていく傾向にあり、機能分化に拍車がかかっていると言える。サービサーがその一例である。資産管理専門の銀行も登場した。また住宅金融公庫が証券化支援業務を開始したことで、住宅ローンのオリジネートから債権管理までをフルサービスで行うのではなく、銀行はオリジネートやサービシングに専念することも可能となった。

より大きな変化が見られるのは、個人向け金融商品の販売分野である。すなわち、業態ごとに販売チャンネルが用意されるのではなく、証券仲介業や信託代理店、さらに開催中の通常国会で銀行代理店制度の規制緩和が実現することで、例えば、コンビニエンスストアで、ますます多様な金融商品にアクセスすることが可能な時代になりつつある。

しかもこの方向性は、今回発表された金融改革プログラムにおいても、ワンストップショッピングや製販分離を支持する姿勢が明確に示されたことから、より一層、進展が見られることとなると予想される。

それだけではない。2007年4月、郵政事業の民営化が実現すれば、いわゆる窓口ネットワーク会社が誕生する。ここは銀行代理店、保険代理店として、日本郵便銀行（仮称）や日本郵便保険（仮称）の商品を扱うだけではなく、投資信託の販売も含め、他の様々な民間金融機関の金融商品の販売窓口となっていくことが見込まれる。

庶民にとって、極めて身近で信頼のおける製販分離の金融商品販売店舗の全国ネットワークが、わが国に一気に生まれることになるのである。このことは、個人の金融資産選択はもとより、既存の民間金融機関の金融商品製造・販売の戦略に大きな影響を及ぼしていくことは想像に難くない。

ポスト・バンクの改革が、ポスト・バンク時代に向けた動きを加速する可能性がある、ということである。

おわりに

銀行の再生や健全化ばかりに気をとられた政策をとっても、また銀行から証券市場へ、という政策だけを強調しても、これまで見てきたような、新たな金融仲介のルートや、金融仲介の主体は発展しない。既存の業態に囚われない発想の下、ユーザーのニーズに則した新たな金融仲介が育まれていくことが望まれるのである。

幸い、文中で触れてきたように、2004年12月に発表された金融改革プログラムには、こうした新たな金融仲介の促進につながる項目がいくつか含まれている。早ければ今国会で法律成立が見込まれる郵政民営化も、上記の意味での金融改革にプラスにつなげられるかもしれない。注目すべき1年が始まった。