

II. 資本市場インフラ編

2. 我が国金融サービス市場インフラ改革の必要性について

「電子プラットフォーム」構築のための国家的プロジェクト創設提言

〈要旨〉

日本をアジア・世界の国際金融センターにするためには、何はさて置き、我が国金融サービス市場の足腰をしっかりと鍛えなければならない。早急に、これまで我が国で実行されてきた各種の市場インフラの整備のプロセスにヨコ串を刺し、一連の証券投資プロセスを一体のものとして統合的に電子商取引化する、「電子プラットフォーム」構築のための国家的なプロジェクトを創設する必要があると考えられる。

過去の遺産の呪縛の無い新興国は、我が国がこれまで辿って来た「機械化」の隘路を経ることなく一気に「電子プラットフォーム」の構築が可能であり、国際競争力強化の観点から国家プロジェクトの立ち上げは急務である。

特に注意すべきは、証券受渡・決済や証券管理など公共性が高く標準化を旨とし「非競争的」で収益性が低い、証券売買取引実行後のフェーズの取り扱いである。したがって上記プロジェクトにおいては、「ポスト・トレード・フェーズ」のビジネスモデル構築を最優先課題として、十分に議論を尽くすべきではないかと考えられる。

〈目次〉

1. 我が国金融サービス市場システムのインフラ整備上の問題
2. 市場規模比較
3. 我が国金融サービス業の本来的な役割

と重要性

4. 金融サービス市場インフラの整備の遅れの原因は何か？
 - (1) 必要な金融ビッグバンの完成
 - (2) 「機械化」ではなく、「電子化」の推進が必要
5. 見えにくい「電子化」以降のビジネスモデル
 - (1) ITは組織改革をもたらす手段として重要
 - (2) 水平アンバンドル型ビジネスモデルのベストプラクティス事例
 - (3) 水平アンバンドル型から垂直統合モデルへのベストプラクティス事例
 - A. 水平アンバンドル型ビジネスモデルの限界
 - B. プロセス重視の垂直統合型ビジネスモデル
 - (4) プリンシプル・ベースによる問題解決のベストプラクティス事例
6. 我が国資産管理機関の現状
 - (1) 資産管理専門信託銀行
 - (2) IT化によるパラダイムの変化
 - (3) 問題点
 - A. 脆弱な資金運用収支
 - B. 低過ぎる手数料率
 - (4) 対応策
 - A. 市場原理に基づく企業統治の実現
 - B. 国家プロジェクトの創設
7. まとめ

1. 我が国金融サービス市場システムの インフラ整備上の問題

我が国の金融サービス市場インフラの整備の遅れについては、時には取引所のシステムダウンなどの形で耳目を集めるものの、多くの場合は人の目に止まらぬところで、我が国経済の成長力と我が国金融サービス市場の国際競争力向上の足枷となっている可能性がある。

ただし、市場インフラの進展を、証券決済分野に限って考えると、①2009年予定の株券電子化で完結する証券電子化をはじめ、②清算機関が実現したこと、③STPインフラが証券保管振替機構に用意されたこと等、現在我が国証券市場において取引電子化への取り組みが進展している。ここ5年の変貌には目ざましいものがある。関係者の努力に敬意を表したい。

そのような決済制度改革の進展により、証券のペーパーレス化は着実に進展したが、いわゆる「ハコ物」の整備に終始した感があり、肝心の効率性・機能の向上といった「システム自体のレベルアップ」への市場関係者の取組みは依然不十分である。そのために、欧米の水準へのキャッチアップが十分に図られていないのが実

情と思われる。

また、それらの市場システムインフラを使用する参加者側を見ても、既存の組織のあり方を前提として市場インフラを運営する業務部局が組み立てられているために、依然として業態ごと、「企業ごとの個々のタテ割りベースでの個別最適」を実現するに留まっているのではないかと考えられる。したがって、欧米の、業務改革あるいは構造改革を伴った組織横断的なビジネスモデル構築と比較して、我が国の市場システムインフラにはムダが多くサービスレベルが劣る部分もみられるとの指摘もある。

2. 市場規模比較

国際取引所連合のまとめによると、2006年末の世界の株式市場の時価総額は50兆6千億ドルとなり、ニューヨーク証券取引所が15兆4千億ドルでトップ、東京証券取引所が4兆6千億ドルで2位。確かに我が国の市場は大きい。

しかしながら、IT革命やこれに呼応した金融技術の高度化、さらには世界的な規制緩和の動きやグローバリゼーションの進展に呼応して生じている各国及び各域内市場間の競争激化といった環境変化のなかで、証券投資や巨大な年

表1. 主要株式市場の時価総額

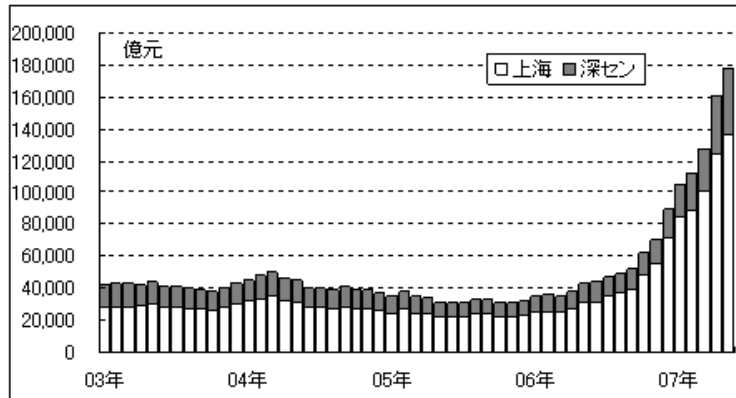
(UNIT: US\$ billions)

| | Exchange Group | end-2006 | end-2005 | increase | % |
|----|-----------------------|----------|----------|----------|-------|
| 1 | NYSE Group | 15,421 | 13,632 | 1,789 | 13.1% |
| 2 | Tokyo Stock Exchange | 4,614 | 4,573 | 41 | 0.9% |
| 3 | Nasdaq Stock Market | 3,865 | 3,604 | 261 | 7.2% |
| 4 | London Stock Exchange | 3,794 | 3,058 | 736 | 24.1% |
| 5 | Euronext | 3,708 | 2,707 | 1,001 | 37.0% |
| 6 | Hong Kong Exchanges | 1,715 | 1,055 | 660 | 62.6% |
| 7 | TSX Group | 1,701 | 1,482 | 219 | 14.8% |
| 8 | Deutsche Börse | 1,638 | 1,221 | 417 | 34.2% |
| 9 | BME Spanish Exchanges | 1,323 | 960 | 363 | 37.8% |
| 10 | SWX Swiss Exchange | 1,212 | 935 | 277 | 29.6% |
| | Total | 50,636 | 41,410 | 9,226 | 22.3% |

(出典：国際取引所連合年次報告書)

表 1-1. 上海・深センの両証券取引所の時価総額推移

(上海証券取引所の時価総額は、近年中国本土の大型企業の上場が相次いだことで、現在、香港と肩を並べる規模にまで成長している)



出典：中国証券監督管理委員会のHP

金運用などを支える我が国の金融資本市場のフロント・ミドル・バックのオフィス機能は、過去から引き継いできた日本の国内市場の特殊性・伝統（レガシー）ゆえに、市場間競争に直面していないかあるいは直面していることを意識しないままにきたため、旧態依然としたものに留まっている面なしとしない。

こういう日本の状況に対して、後発のメリット、すなわちレガシーの呪縛のない他のアジア諸国が国家レベルで包括的・横断的に証券関連市場システムの電子化に取り組んだ場合には、一気に我が国を凌ぐサービスレベルを達成する可能性を否定し得ない。

万一このような事態を招いた場合には、内外の投資資金が、日本以外の、より効率的な市場に向かうことにもなりかねない。巨大な金融資産規模を誇る我が国の市場が、ローカルマーケットに転落することは、なんとしても避けなければならない。

3. 我が国金融サービス業の本来的な役割と重要性

金融とは、本来、「貯蓄主体から投資主体への、自由な取引を通じた資金の流れ」を意味するものであり、それは将来の「我が国経済のか

たち」を決める資源配分機能を担う。また、家計や年金運用主体など根源的な貯蓄主体に十分な情報と金融技術が備わっていない場合には、金融サービス提供主体（銀行、証券、投資顧問などの金融サービス業者）が、専門性を有する「受託者」として、家計のために家計に代って運用を行なう必要がある。

我が国の巨大な経済と巨額の個人金融資産の存在は、日本国内のみならずアジアに開かれたものとして、貯蓄主体から投資主体への資金の太い流れを必要としている。そして、そのための、各種の付随的な金融サービスの提供の必要性も含めて、極めて強力な、広義の金融サービス業の存在を我が国に求めるとともに、彼ら我が国のニーズを満たせる金融サービス業であるならば、我が国の基幹産業の一つとして我が国のみならずアジア諸国の均衡ある発展を支えることができるものと考えられる。

4. 金融サービス市場インフラの整備の遅れの原因は何か？

我が国金融サービス市場の閉鎖性は、タテ割りの業法と業態の存在を前提としたままで金融ビッグバンが実施され、10年以上経過した現在まで、本来の意味においてビッグバンが完成

していないことと無関係ではないと考えられる。

(1) 必要な金融ビッグバンの完成

では、金融サービス市場インフラの整備の遅れの原因は何か。それは、決して、我が国の金融サービス提供の技術そのものが劣るわけではなく、また、サービス提供に必要な基本的な資源（人材、資本など）が不足しているのでもない。

実際に、グローバル化に直面している我が国で起こっている金融サービス市場インフラ整備の遅れの原因は、真の意味で国境を跨いだグローバルな市場間競争・地域間競争を、これまで我が国の国内金融サービス市場が経験することがなかったこと、ないしは、市場関係者の中で我が国の市場インフラが市場間競争にさらされていることへの想像力が不足していたこと、によって生じていると考えられる。

すなわち、金融ビッグバンが、推進への努力はされながら本来的な意味合いにおいてまだ完成していないために、国内の（人・カネ・情報・知財といった）資源が、これまで多くの従来型の組織・団体（institutions）に散在ないし偏在したままとなっていたことと、そうした資源を効果的かつ効率的に動員し、日本とアジアなどの利用者のために活用すべき先進インフラとしての市場機能が、我が国の金融資本市場（金融サービス市場）と市場関係者の中に十分根付いていなかったところに、その基本的な原因を求めるべきであると考えられる。

(2) 「機械化」ではなく、「電子化」の推進が必要

世界標準の金融サービス市場インフラがもたらす高質のサービスとは、多くの種類の金融関連サービスを一体化させ、より厳密には、国内の既往の市場インフラを、単なる「機械化」ではなく、「電子化」によって効率的で国際競争力を有する「シームレスなプラットフォーム」に変換することにより初めてその力を十全に発揮できる、総合的なサービスである。

したがって、その整備のためには、多くの組織・団体（institutions）に散在する資源が、戦略的かつ戦術的に一つの方向に束ねられ、必要な共通化と標準化のプロセスを経て、包括的・横断的・総合的に利用可能なものとして市場の中に開放（放出）されなければならない。

（コラム1）

「機械化」と「電子化」の違い

ここで注意すべきは「機械化」と「電子化」の違いである。「機械化」と「電子化」のこの両者の違いを十分理解していなければ、一連の業務プロセスを電子商取引として統合的に管理するという今日的課題を解決することはできないであろう。

ちなみに「機械化」とは、これまでの手作業を含む業務プロセスを基本的に維持したまま、そのまま単純にシステムに置き換えることである。

これに対し、真の「電子化」とは、「事務処理のスピードアップ」「省スペースによる保管コストの削減」「データベース化による情報共有の拡大」など、電子化のメリットを最大限に生かすために、これまでの業務プロセスそのものをゼロから見直す業務改革、換言すると「プロセス重視のビジネスモデルの再構築」でなければならない。

それは現代的に言えば、日本国内のみならず世界中に広がるであろう顧客に対して、顧客が当然要求する「最良執行義務」を満たすための必要条件である。

ちなみに、取引の執行の迅速性と正確性と安全性を追及する世界中の機関投資家にとって、証券等売買仲介機関、資産管理機関、証券等投資取引所、店頭取引市場、およびそれらを繋ぐITコミュニケーションシステムなどの市場インフラについて、そのすべてを、それらの能力とサービスの質とグレードとコスト対効果の高さ（すなわ

ち市場インフラの競争力)に基づいて選択する時代に入っており、我が国の証券市場を始めとする金融サービス市場と市場インフラにとっても、今後、そのような世界的競争に参加することは不可避であると考えられる。

しかしながら、規制緩和後のこれまでの我が国における、自前主義を廃したアンバンドル(業務の外出し)および専門性強化の動きは、残念ながら従来の流れの延長線上としての「機械化」の域を超えていないと考えられる。

一方、電子商取引のリーディング・カンパニーを目指した米国の大手資産管理信託業者の業務改革や、欧州のドイツ証券取引所グループのプロセス重視のビジネスモデル構築は、まさしく「電子化」そのものであるといえよう。

また、証券市場をはじめとする我が国金融サービス市場における「電子化」、すなわち電子プラットフォーム構築の遅れは、技術的な問題も然ることながら、IT統制(ITガバナンス)、すなわちマネジメントプロセスのあり方にかかわる問題でもあると考えられる。

なお、この資源を「束ねる」そして「市場に解放(放出)する」といった機能は、民間主体の判断において発揮されることが原則である。しかしながら、従来から続いてきた業界・業態や業者個別のビジネスモデルを前提とすると、既存の枠組みを分解して組み直すことは容易なことではない。しかし、市場インフラが整うまでの間、日々、我が国経済の成長が抑圧され、将来の世代の負担を増す。金融サービス市場インフラ改革の一日の遅れが日々積み重なってゆけば、将来に先送りされる負担をそれだけ累増させることになる。これ以上の時間の空費は許容し難い。

5. 見えにくい「電子化」以降のビジネスモデル

平成12(2000)年6月の金融審議会が公表した報告書「21世紀に向けた証券決済システム改革について」は、我が国における証券決済制度改革の目的について「証券決済に係るリスクとコストの低減を図り、使い勝手が良く、我が国証券市場の国際競争力の強化に資する証券決済システムを構築することを、改革の目的とすべきである」としていた。

ところが、証券決済制度改革の早期実現を推進するため、業界横断的に関係者(証券業界・銀行業界・信託銀行業界・取引所などの各インフラ提供者・日本銀行・金融庁などの行政当局)がメンバーとなって設置されたプロジェクト機関である、証券受渡・決済制度改革懇談会のワーキンググループが、平成14年11月公表の「証券決済制度改革の推進に向けて」の前文には、つぎのような記述がある。

《以下抜粋》

「このように、証券決済制度改革の推進が強く求められるなか、改革推進上の懸念として、改革全体としての将来像が明確に見えておらず、検討すべき課題の取りこぼしや、インフラ全体として見た場合に非効率な点が残っていないかといった疑問や、今後のインフラ整備のグランドデザインや全体スケジュールが明確でないため、各社が今後どのようにシステム面・業務面の投資計画・要員計画を立てればよいのか判断しづらいといった不安が市場参加者から指摘されている」

ここに述べられた改革推進上の懸念および不安の原因とは、一体何であったのであろうか？

「電子化」以降のビジネスモデルを、タテ割りの業法と業界・業態の存在を前提としたままで導き出すことの限界あるいは困難といったものを示しているといえるのではないだろうか。

(1) ITは組織改革をもたらす手段として重要

総務省の通信利用動向調査によると、平成18(2006)年末のインターネット利用者数は8,754万人であり、人口普及率は68.5%に達した。

平成9(1997)年末の利用者数は1,155万人、人口普及率は9.2%であったことから、この間の伸びは驚異的である。

インターネットの人口普及率が四割台であった平成14(2002)年3月に公表された産業構造審議会情報経済分科会の第三次提言「ネットワークの創造的再構築」は、次のとおり、当時としてのみならず現在においても有効と考えられる先駆的な分析を行っている。

《以下抜粋》

「ブロードバンドの実現により、データ、音声、映像などのあらゆるコンテンツはインターネットの上でも提供されるようになる。このような構造は、キャリアがコンテンツを選択するという構造から、コンテンツが多様なキャリアを選ぶ構造へと変化することに他ならない。即ち、生活やビジネスの具体的なニーズに対して、多様なコンテンツが制作され、そのコンテンツの内容を巡ってキャリア間の競争が促進される中で、市場が成長するという構造である。インターネットはコンテンツが命運を握るという言葉は、上記を意味している」

「こうしたインターネットの上に形成される「情報市場」の構造は、今までに電話市場や放送市場のようなキャリア(規制や電波割当による

独占力を持つインフラ保有者)とコンテンツが一体となった垂直統合型の市場構造がそのまま当てはまるとは限らない。むしろ、ネットワークインフラを提供するキャリア、ユーザーとインターネットを接続するプラットフォーム、インターネット上でコンテンツを提供するものが、別々の主体によって提供される、水平的な機能毎に市場が分化するという水平アンバンドル型の市場構造となる」

「垂直統合型の市場構造を持つ電話・放送市場においては、キャリアとコンテンツを一体として原則自前で提供する垂直統合型の経営組織が効率的であり、かつ、公益性を達成している。他方、水平アンバンドル型の構造を持つ情報市場においては、キャリア・プラットフォーム・コンテンツという形で分化した機能の中で、他社との連携を図りつつ、自社の経営資源を集中すべき機能をより一層明確にすることが合理的な経営の選択となる。このことは、市場構造のアンバンドル化に対応した経営資源の再配分(経営組織のアンバンドル)を実行することに他ならない。この結果として、情報市場においては、多様な経営組織が登場することになる」

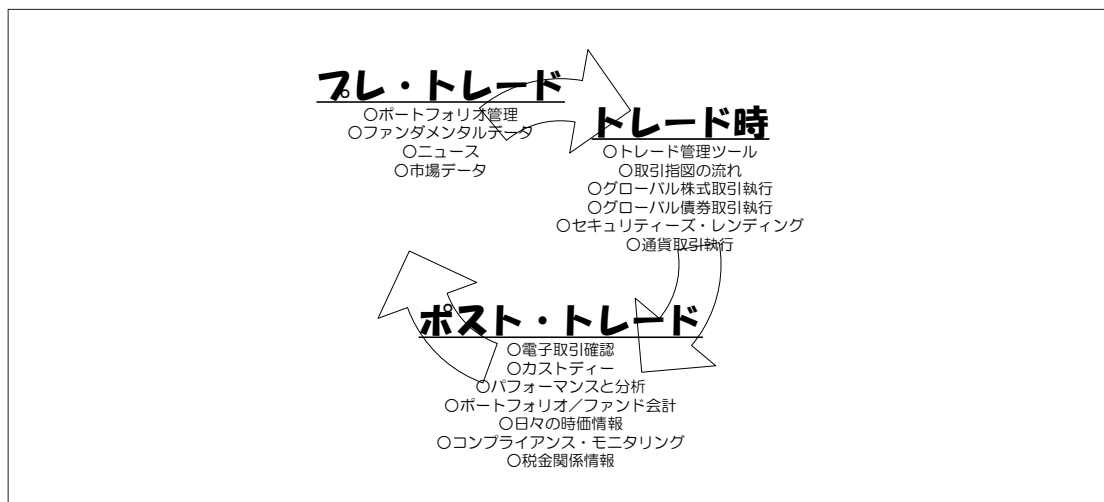
「ITがもたらす情報市場の登場は、取引費用の低下をもたらし、組織から市場へと言う変化を促す。情報を共有するためにかつては不可欠であった組織内の閉鎖的な情報ネットワークや特定企業間の閉鎖的なネットワークの優位性が薄れ、分権的でフラットな企業組織、オープンで機能的な企業間連携の可能性を増大させる。ITは競争力を生み出す企業組織や産業組織の

表2. インターネット利用者数/人口普及率

| | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| インターネット | 平成18年末 | 17年末 | 16年末 | 15年末 | 14年末 |
| 利用者数 | 8,754万人 | 8,529万人 | 7,948万人 | 7,730万人 | 6,942万人 |
| 人口普及率 | 68.5% | 66.8% | 62.3% | 60.6% | 54.5% |
| インターネット | 13年末 | 12年末 | 11年末 | 10年末 | 9年末 |
| 利用者数 | 5,593万人 | 4,708万人 | 2,706万人 | 1,694万人 | 1,155万人 |
| 人口普及率 | 44.0% | 37.1% | 21.4% | 13.4% | 9.2% |

(出典：総務省通信利用動向調査)

表3. ステート・ストリートのビジネスモデル



(出典：ステート・ストリートHP)

あり方そのものを変えていく。この意味で、ITは次世代産業と言う意味よりも、**組織改革をもたらす手段として重要である**

(2) 水平アンバンドル型ビジネスモデルのベストプラクティス事例

上記の産業構造審議会の第三次提言に謳われた「水平アンバンドル型の市場構造」の到来をいち早く洞察し、「選択と集中」による高度で高付加価値の資産管理業務への特化とともに、情報処理技術を駆使して業務プロセスの抜本的な見直しを実施した米銀ステート・ストリートの取り組みは、水平アンバンドル型ビジネスモデルのベストプラクティスの一例であるといえよう。

ステート・ストリートは1792年にボストンで設立された地方銀行である。

米国の何の変哲もない地方銀行を世界屈指のグローバル・カストディアンかつ電子商取引のリーディングカンパニーにまで業務改革した立役者は、1992年から2000年までステート・ストリートの最高経営責任者を務めたマーシャル・N・カーターである。

グローバルインベスター誌1999年4月号は、カーター CEOが業務改革に至った発想の転換、

その一端について発言を紹介している。

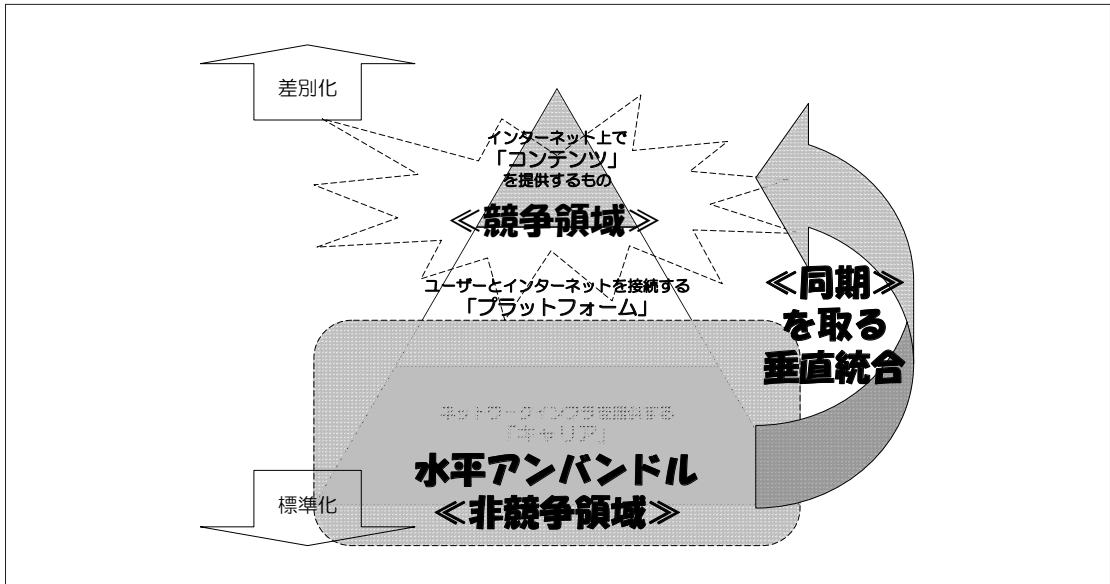
《以下抜粋》

「投資プロセスから得られた収入を分析した結果、24%はプレ・トレード、60%はトレード時、16%はポスト・トレードからの収入でした。当社の事業戦略は、トレード時およびプレ・トレードに照準を合わせた商品開発を推進することです。これこそが当社がクレディ・スイス・ファースト・ボストンから「ラティス」を購入し、アスカリ社とプリンストン・ファイナンシャル社を買収し、「ボンドコネクト」を開発した理由です」と語った。

カーター CEOは、それまでの「ポスト・トレード」すなわち証券売買取引実行後の資産管理が中心であった業務プロセスを抜本的に見直し、証券投資に係るライフサイクルプロセス全体を電子商取引として一体的に管理・運営する、新たなビジネスモデルを構築したのである。

しかしながら、ここで注意しなければならないことは、ステート・ストリートはただ単に「プレ・トレード」「トレード時」「ポスト・トレード」の資産管理およびその派生業務のみによってビジネスモデルを構築しているわけではない点である。

表4. 情報市場とビジネスモデルの構築



ステート・ストリートは、社会インフラとして標準化が必須でありコモディティ化が必然の機関投資家から受託する資産管理業務に関して、「非競争領域」の「規模の経済」を、金融機関として漫然と実現しているのではない。彼らは、資産管理業務を糧としつつ、その業務に関連した資金運用業務や証券貸付業務などの「競争領域」においてリスクを取りリターンを確保しているのである。

具体的には、機関投資家から資産管理を受託したポートフォリオの資金決済のため自行に開かれた無利息当座や要求払い預金などにおける待機資金の運用である。たとえそれが“ワン・コイン”であったとしても、預かり資産に係る決済資金や余裕資金を積み上げると、資金運用規模は数兆円に達する。

ステート・ストリートにとっての資産管理業務は、運用資金獲得のための“集金マシーン”である、と言っても過言ではない。

彼らは、「非競争領域」と「競争領域」との間に存在するビジネスのレイヤー構造において自ら「同期を取る」こと、すなわち「シンクロナイゼーション」を行なうことを通じて、ユニークなビジネスモデルを構築しているのである。

ステート・ストリートに勝るとも劣らない情報処理基盤を構築することのできる技術力や資金力を持ったIT企業は内外に多く存在するが、「銀行免許」を持たないIT企業には、ステート・ストリートと同様に資産管理業務と資金運用業務の「同期を取る」ビジネスモデルの構築はできない。その一方で、「銀行免許」をもち機関投資家から資産管理業務を受託する信託銀行グループは、潜在的に新たなビジネスモデルを開拓する余地があると言えるかもしれない。

(3) 水平アンバンドル型から垂直統合モデルへのベストプラクティス事例

我が国においては、水平アンバンドル型ビジネスについて語る時、押しなべて「専門性の強化を図り“規模の経済”の実現を図る云々」の表現が使われるが、一事が万事ではない。

「キャリア（専用のコミュニケーションネットワークシステムなどの供給者に相当）」「プラットフォーム（証券取引所や電子取引システム等の運営者に相当）」「コンテンツ（多様な金融商品・サービスに相当）」に機能分化した水平アンバンドル型の情報市場（グローバル化する金融サービス市場も同様）において、「コンテ

ンツ」機能の専門性を強化し、製品やサービスを差別化することにより“規模の経済”を実現することは可能であるが、社会インフラあるいは公共財とも言うべき「キャリア」機能においては差別化を図る意味がなく、寡占状態を作らないかぎりには“規模の経済”を実現することは不可能である。

それゆえに、「キャリア」機能を中心としてビジネスモデルを構築するためには、「非競争領域」と「競争領域」の間の「同期」を取ることがポイントになる。

A. 水平アンバンドル型ビジネスモデルの限界

上記のとおり、米銀ステート・ストリートは、「非競争領域」に属する資産管理業務に特化するのみならず、その業務に付随して創出しうる、「競争領域」に属する資金運用業務や証券貸付業務との「同期」を取ることにより、新たなビジネスモデルを構築したのであるが、金利が低下したり長短の金利差が縮小したりすると、資金運用業務や金利裁定が働く証券貸付業務の収益機会も乏しくなることから、かかるビジネスモデルにも限界が生じてくる。

1998年当時6.5%であった米国短期金利F Fレートは、2003年6月に45年振りの低水準である1.0%にまで低下した。

次に示すのは、ステート・ストリートの資金関係収支の対業務粗利益比率の推移である。

表5. ステート・ストリートの資金関係収支の対業務粗利益比率推移

| State | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Net interest | \$ 1,110 million | \$ 907 million | \$ 859 million | \$ 810 million | \$ 979 million |
| Total revenue | \$ 6,311 million | \$ 5,473 million | \$ 4,951 million | \$ 4,734 million | \$ 4,396 million |
| int. ÷ Total | 17.6 % | 16.6 % | 17.4 % | 17.1 % | 22.3 % |
| State | 2001 | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 |
| Net interest | \$ 1,082 million | \$ 950 million | \$ 807 million | \$ 768 million | \$ 669 million |
| Total revenue | \$ 3,864 million | \$ 3,615 million | \$ 3,344 million | \$ 2,765 million | \$ 2,342 million |
| int. ÷ Total | 28.0 % | 26.3 % | 24.1 % | 27.8 % | 28.6 % |

(出典：ステート・ストリート年次報告書)

B. プロセス重視の垂直統合型ビジネスモデル
米銀ステート・ストリートの編み出したビジネスモデルをさらに強化したのがドイツ証券取引所グループである。

水平アンバンドル型の市場構造への転換を実現したのち、あらためてプロセス重視の垂直統合により、より強固なビジネスモデルを構築したベストプラクティスとして、ドイツ証券取引所グループを挙げることができる。

ドイツ証券取引所グループは有価証券の現物取引を取り扱うフランクフルト証券取引所、金融・証券先物取引を取り扱うユーレックス、ICSD（国際証券決済機関）でありかつ資産管理機関であるクリアストリーム、あるいはシステム子会社を擁している。

ユーレックスは欧州最大のデリバティブ取引所であり、1998年スイス取引所を傘下に持つSWXグループとの共同出資で設立された。

クリアストリームは、ルクセンブルグのICSDであったセデルと、ドイツのCSD（証券決済機関）ベルゼ・クリアリングとの合併すなわち水平アンバンドル型の市場構造として2001年1月に誕生し、2002年7月にドイツ証券取引所の傘下に入ったものである。

ドイツ証券取引所グループは、資産管理とその派生業務が中心のステート・ストリートのビ

表6. ドイツ証券取引所グループのバリューチェーン



ビジネスモデルをはるかに凌ぐスコープ、すなわち、現物および先物取引から、証券受渡・決済、証券管理、マーケット情報の分析、さらには他の取引所のシステム開発・構築・運営までも手掛ける垂直統合によって、言わば情報サービス産業として、一連の強力なバリューチェーンを構築していることが見て取れるという次第である。

「キャリア」「プラットフォーム」「コンテンツ」に機能分化した水平アンバンドル型の情報市場を、電子プラットフォーム上においてリバンドルすることにより、ダイナミックなビジネスモデルを構築したのである。

ドイツ証券取引所グループは、「証券取引所」という社会インフラの提供が使命であり、「非競争領域」に属する証券受渡・決済業務あるいは証券管理業務と、「競争領域」に属する資金運用業務や証券貸付業務との「同期」を取るのみではなく、グループ傘下のシステム子会社がその証券取引所に関連した独自の「電子プラットフォーム」インフラを開発し、その上で算出される取引所固有の株価指数あるいはマーケット情報などの、それ自体代替不可能な「コンテンツ」提供を、新たな収益機会としている。

たとえばフランクフルト証券取引所上場のド

イツ主要企業30社で構成する時価総額加重平均型の株価指数としてDAXがあるが、1999年6月以降、ドイツ証券取引所は、株価指数DAXの算出に、電子取引システム「ケセトラ」上の価格のみを用いることとした。「ベンチマーク運用」すなわちマーケットの収益率との対比により説明責任を果たす運用が主流の今日、証券投資は統計分析を抜きに語ることはできず、日々の株価やマーケット情報などを加工処理した時系列データに対して排他的な権利を主張することで、ビジネスチャンスが生まれるのである。

なお、1982年にNYMEX（ニューヨークマーカンタイル取引所）で開発・上場され、後にCME（シカゴ先物）市場のトレーディングシステムGlobexとの連携(NYMEX on CME Globex)で24時間取引が可能になったWTI（テキサス地方産）原油先物指数は、その米国産の現物取引が非常に少ない（世界の原油生産の0.12%程度に過ぎない）にもかかわらず、今や世界の原油取引の指標として確立しているが、それも上記と同様の事例といえるであろう。

これらは、物の移動を収益機会としていた「物流」から、統計処理によって創出されるユニークな情報コンテンツとプラットフォームの組み合わせを収益機会とする「情報処理」への、

経営環境の変化に対応したビジネスモデルの構築であり、日本においても大いに学ぶべき「発想の転換」であるといえよう。

(コラム2)

ドイツ証券取引所グループ

フランクフルト市の広報サイトは、ドイツ証券取引所を次のように紹介している。

「ドイツ証券取引所株式会社は、ずっと以前から単なるドイツ証券取引所であるだけでなく、先端技術をもつ企業や投資家に、グローバル資本市場への道を開く各種業務を行う企業です。その商品とサービスは、どのライバルよりも広範囲にわたっています。株式と先物取引の注文処理から、マーケット情報の入手、電子取引システムの開発・運営に至るまでのプロセス全体における業務を行っています。そのプロセス重視のビジネスモデルは、資本市場の効率を向上させています。つまり、有価証券発行者は資本コストを抑えることで、そして投資家は高い流動性と低い取引手数料によって利益をあげています。ドイツ証券取引所グループの3,000人以上のスタッフがヨーロッパ、アメリカ、アジアの顧客にサービスを提供しています」

さらに最重要業務として、「現物取引市場」「先物取引市場」「マーケット情報&分析」「取引・決済・管理」および「IT（情報科学技術）」の5つのビジネス・セグメント掲げている。

1. 現物取引市場

完全電子化の取引システムのクセトラ?とフランクフルト証券取引所により、ドイツの証券取引所は世界で最も取引高の多い現物取引市場になっています。

2. 先物取引市場

子会社のユーレックスはデリバティブ（先物とオプション）取引とクリアリングの世界市場をリードする会社です。

3. マーケット情報&分析

ドイツ証券取引所は独自の信頼できる資本市場情報を算定、発行しています。顧客は、為替レート、指数、企業関連データなど、その必要に応じて編集された情報を受け取ります。

4. 取引・決済・管理

ドイツ証券取引所の子会社クリアストリームは、国内外の取引における株と債券の決済や管理業務を行う、ヨーロッパの先端を行く会社です。

5. IT（情報科学技術）

先端技術により、ドイツ証券取引所は企業や投資家に世界の資本市場への道を開きます。同社は社内独自のノウハウを備えています。コンピューターセンターがドイツ証券取引所だけではなく、世界にある15の証券取引所のIT技術基盤を開発、構築、運営しています。」

(4) プリンシプル・ベースによる問題解決のベストプラクティス事例

今日、世界の金融規制は、大勢としてルール・ベースからプリンシプル・ベースに方針を転換しつつあると言われている。

(コラム3)

ルール準拠とプリンシプル準拠のバランス
最近、英国金融サービス機構（FSA）の取り組みとして、プリンシプル・ベースの金融規制が関心を集めている。

英国FSAは、「プリンシプル・ベースの規制が重視するのは、目的を達成するための手段やプロセスではなく、規制により達成しようとする目的自体である」とし、11のプリンシプルを掲げている。たとえば、プリンシプル1は、規制を受ける企業に対して誠実にビジネスを行うこと。プリンシプル6は、企業に対して、顧客の利益に然るべき関心を持ち、顧客を公正に扱うことを求めている。

一方、我が国の金融庁は、「金融規制の質的向上」のために、プリンシプル・ベースとルール・ベースのアプローチは相互補完的なものであるとした上で、プリンシプル・ベースが有効な分野として、経営管理、ガバナンスの改善、リスク管理およびコンプライアンスの態勢整備を挙げており、「平成19事務年度主要行等向け監督方針」において「ルール準拠の監督とプリンシプル準拠の監督それぞれの監督手法を最善な形で組み合わせることにより全体としての監督の実効性を確保していく」ことを明記している次第である。

金融規制ではないが、米国におけるSOX法の行き過ぎを是正する最近の動きは、アメリカ・モデルとも言うべきルール・ベースの、市場原理を通じた問題解決の限界を示すものであるが、同時に行き過ぎたルール・ベースを見直し、プリンシプル・ベースとのバランスを取ろうとする米国の自浄作用の表れとしても、捉えることができるのではない。

ヨーロッパで生まれた「プリンシプル・ベースのアプローチ」が、「ルール・ベース・アプローチ」といわれているアメリカでも、非常に大事なものであるとして最近議論をされているわけである。

しかし、プリンシプルという言葉も、なかなか分かりにくい。プリンシプルはと理念、原則であるが、それらを大事にするアプローチについての議論が、全然日本で行われていない。あるいは行われているのかもしれないが、非常に生煮えであると考えられる。

例えば、日本で当たり前のように言われている「紙の上の法律の文言として書いていないから、本来悪いことなのだという認識を持っているのだが、紙の上を書いてあることに抵触しないから、悪いことをやっても構わない」という考え方を取る人は結構多いかもしれない。それに対して、ヨー

ロッパでは、プロの業者がそういうことを行なうと、例えば金融なら金融のプロのクラブの中で村八分になる、締め出しを食ってしまう。また個々の個人や業者が困るだけではなく、せっかく築いた企業や市場自体の信頼にまで響いてくるのがわかっているのです、そういうことはしない。そして、そういう基本的な考え方、つまり理念、規範、原則の上に、金融サービス法ができ、法令等の中にプリンシプルも明記された。そして、その下でルールとコードとガイダンスの体系が、ヨーロッパで、特にイギリスで構築されてきている。そういう行き方は、いい伝統ではないかと思われる。

しかし、日本においてははまだ何が原則なのかというところが、つまり一番基本のところがしっかり理解され周知されていないということではないか。

したがって、日本では、規範意識をどう育てるか、プリンシプル・ベースのプリンシプルということが何なのかというところの議論を、これから徹底して行なう必要がある。

2006年初頭、検察に摘発を受けたライブドア事件は、「法令順守といっても、法令に書かれている形式的内容に表面的につじつまが合っていればよく、個別法令に明確に書かれていなければ、それらの行為がいくら個人投資家をはじめとする市場参加者と市場の本来的功能を阻害しても、違法性は問われにくい」とするそれまでの誤った世の中の風潮に対して、決定的な警鐘を鳴らすものとなった。

いま必要とされているのは、

- (1) 個人を含む各市場参加者の厚生と本来市場に備わべき市場機能とを損なうさまざまな不正に根底から効果的に対処でき、かつ、
- (2) 市場システムの活力を引き出し、我が国の金融機関・金融サービス業者および事業会社をはじめとするプロの市場参加

者が市場で高度な技術を磨き競争力を増すことに資す、そして、

- (3) 法規制システム自体の品質とエンフォースメント（法規制の執行）についての、コストと効果の間のバランスが取れた、高度で強靱、かつ透明性が高く効率の良い市場インフラとしての法規制システムの構築、である。

結句、その中核としての「プリンシプルの支配」に向けて、今後、我が国に固有のプリンシプルの内実を明らかにすると共に、それらの法令化・定着化に全力で取り組む必要があると考えられる。

なお、プリンシプル・ベースのアプローチとは、これまでの説明で明らかのように、金融規制に固有のものではなく、また新たな取り組みでもなく、広く応用が可能である。

金融規制ではないものの、我が国においても、プリンシプル・ベースの、すなわち理念型のアプローチによってビジネスモデルを再構築したベストプラクティスがある。それは産業再生機構のケースである。

産業再生機構とは、金融不安の渦中にあった平成15（2003）年4月に、5年間の時限立法により発足した国家プロジェクトであり、数百億円の利益を上げ、19（2007）年3月、1年前倒して解散した、ベストプラクティスの事例である。

国がプロジェクトの枠組みを作って民間人を募り、プロジェクトの終了後メンバーは民間に散って行く、我が国初の試みであった。

有用な経営資源を有しながら、過大な債務を負っている企業を解体し、良いところは生かす、言わば“静脈流”の機能を強化することにより、資金を貸付けて企業を成長させる“動脈流”の機能と相俟って、全体としてその循環器システムを活発化し、企業の“新陳代謝”を促すことにより、「産業と金融の一体再生」を目指したのである（元産業再生機構マネージングディレクター

秋池玲子氏講演より）。

産業再生機構は、その運営理念として、「創造的な事業再生スキームの実践を通じ、市場規律を基盤とする経済システムの実現に向けて先導的役割を果たす」（元産業再生機構COO富山和彦著「会社は頭から腐る」より）ことをミッションとするとともに、「機構解散時に、市場規律を基盤とする経済システムの実現に向けたモメンタムが作られていること」などをゴールとして明確に掲げた。

そして、「迷ったら戻る」というプリンシプル・ベースのアプローチを貫徹することにより、運輸、建設・不動産、観光、卸売・小売、鉱業その他、およそ同一には論ずることのできない区々（まちまち）な業種41件の企業グループの再生を、同時並行的に短期間に実現したのである。

特筆すべきは、かかるミッション実現のために“集まり参じた”二百名は、銀行などからの出向者ではなく、自らの意思で、言わば退路を断ち手弁当で参加した民間人であったことであり、このような二百名の有為な人材を排出した我が国には底力があるといえよう。

しかしながら、タテ割りの業法と業態の存在を前提としたままで、このような底力を発揮することは困難である。

今般の産業再生機構の成功は、必要な新しい取組みについて、国が枠組みを作ることの重要性を、何より物語っている、と考えられる。

6. 我が国資産管理機関の現状

急速にIT化が進んでいる我が国の金融資本市場においても、ロジスティックを担当する資産管理機関の重要性が増大している。

そこで、以下に、我が国におけるビジネスモデル構築の現状を、資産管理機関を例として見てみることにする。

資産管理機関は、証券投資を行なう投資家に代わって有価証券の決済、保管、権利保全から貸付、さらにはレポート作成から投資分析まで、

情報処理技術を駆使した幅広いサービスを提供している金融サービス機関である。

しかしながら、規制緩和の必然として、資産管理業務自体はコモディティ化して来ており、民間企業として収益の確保は至難の技となっている。

我が国の資産管理機関は「常任代理人型」と「信託型」に大別することができるが、預かり資産が1社2百兆円前後の資産管理専門信託銀行のビジネスモデルについて、考察を加えることとしたい。

追って、ステート・ストリートをはじめとする米欧の主要グローバル・カストディアンある

いはICSD（国際証券決済機関）の預かり資産は、何れも1千兆円を超えている。

(1) 資産管理専門信託銀行

現在、我が国には日本マスタートラスト信託銀行、日本トラスティサービス信託銀行、および資産管理サービス信託銀行の、3つの資産管理専門信託銀行があるが、何れも金融再編の一環として、平成12（2000）年度に誕生したものである。

日本マスタートラスト信託銀行は、現三菱UFJ信託銀行の三菱信託銀行と東洋信託銀行、日本生命、現明治安田生命の明治生命およびド

表7. 資産管理機関の預かり資産残高／ROE

| 資産管理専門信託銀行 | 19年3月期 | 18年3月期 |
|---------------|-----------------|---------------|
| 1.日本マスタートラスト | | |
| ・資産管理残高 | 約172兆円 | 約156兆円 |
| ・自己資本当期純利益率 | 13.6% | 8.9% |
| 2.日本トラスティサービス | | |
| ・信託財産受託額 | 168兆8,219億84百万円 | 144兆381億45百万円 |
| ・自己資本当期純利益率 | 2.6% | 2.7% |
| 3.資産管理サービス | | |
| ・預かり資産残高 | 200兆円を上回る規模 | 189兆円強の規模 |
| ・自己資本当期純利益率 | 1.2% | 1.3% |

注) 日本マスタートラスト/5百億に増資の場合 19年3月期自己資本当期純利益率4%台、18年3月期2%台

| グローバル・カストディアン | 2006 | 2005 |
|---------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 1.State Street Corp. | | |
| ・Assets under custody | \$ 11,854 billion / 1,304兆円 | \$ 10,121 billion / 1,113兆円 |
| ・Return on shareholders' equity | 16.4% | 13.6% |
| 2.Deutsche Börse Group | | |
| ・Value of securities deposited | € 9,696 billion / 1,551兆円 | € 8,752 billion / 1,400兆円 |
| ・Return on shareholders' equity | 30% | 18% |
| 3.Euroclear | | |
| ・Value of securities held | € 18.2 trillion / 2,912兆円 | € 15.7 trillion / 2,512兆円 |
| ・Profit for the year | € 318.6 billion | € 266.3 billion |
| ・Shareholders' equity | € 2,886.7 billion | € 2,627.9 billion |
| ・Profit ÷ Shareholders' equity | 11.0% | 10.1% |

注) 1ドル=110円、11=160円

(出典：各社年次報告書)

イツ銀行が、旧ディーエムジー信託銀行の全株式を取得して商号を変更し、平成12年5月から営業を開始した。

日本トラスティサービス信託銀行は、現りそな銀行の大和銀行と住友信託銀行が共同出資して平成12年6月に設立し、14年9月に中央三井トラストホールディングスが資本参加した。

資産管理サービス信託銀行は、みずほ信託銀行、朝日生命、第一生命、富国生命、および現明治安田生命の安田生命が共同出資して設立し、平成13年1月から営業を開始した。

何れも、出資元である信託銀行および生命保険などから「年金業務」あるいは「証券業務」に係る資産の移管を受けており、平成19年9月末現在、日本マスタートラスト信託の資産管理残高は約185兆円、日本トラスティサービス信託の信託財産は183兆円、資産管理サービス信託の受託信託財産および常任代理契約などに基づく預かり資産残高は201兆円強である。

平成18年度の主要な経営指標は、当期利益は、日本マスタートラスト信託20.5億円、日本トラスティサービス信託14.7億円、資産管理サービス信託6.0億円である。

自己資本は、日本マスタートラスト信託150億円、日本トラスティサービス信託560億円、資産管理サービス信託518億円であり、企業の収益性、効率性の判断指標である自己資本当期純利益率、すなわちROEは、日本マスタートラスト信託13.6%、日本トラスティサービス信託2.6%、資産管理サービス信託1.2%である。

おって、日本マスタートラスト信託は業務開始に際して500億円程度への増資を検討の旨表明の経緯があり、増資した場合のROEは4%台に低下する。

(2) IT化によるパラダイムの変化

江戸時代の町飛脚から現代の宅急便に至るまで、モノの流れのプロセス化において基本的な違いはない。

しかしながらIT化に伴って、業務プロセスは根本的な変化を遂げることになる。

根本的な変化とは、組織の壁、国家の壁、市場の壁を取り払うボーダレス化である。

IT化は“市場の単一化”を促進する。

好むと好まざるとに係らず、IT化は地球規模の“市場の単一化”の触媒として作用するのであり、かかる事実を念頭に、企業あるいは国家をマネジメントしないと、自らのアイデンティティを危うくすることになりかねない。

“市場の単一化”すなわち寡占化を実現するまで、コスト削減は大義名分となり、ダンピングが収まることはないであろう。

また、欧州においてはIT化と相俟って、2000年前後から証券決済に係る各種機関の統合の動きが急速に進んでいる。

取引所あるいは清算機関、決済機関ごと、プラットフォーム共有化の動きと、取引から清算、決済までをライフサイクルベースで捉えて一貫したサービスを提供する、ビジネスプロセス再構築の動きの、二つの動きが同時並行的に進展している。

決済機関に関して言えば、ユーロクリアは前者の例であり、ドイツ証券取引所グループのクリアストリームは後者である。

IT化とはすなわち標準化であり、空港同様に“ハブ”を押さえなければ、資金の流れを押さえることはできず、経済的恩恵に浴することはできない。

そこにビジネスチャンスはないのである。

証券の取引から清算、決済までが地球規模で集約するとき、このまま手が打たれなければ、アジアはその清算・決済業務を欧州あるいは米国の機関に依存するような時代が来るのではないだろうか。

そうなればアジア地域の資金の流れは他地域に依存することになり、日本とアジアはビジネスチャンス、延いてはアイデンティティを危うくすることになる。

国家の安全保障すら危うくなる。

資産管理業務のビジネスモデルを議論するときにも、かかるIT化によるパラダイムの変化、すなわち地球規模の“市場の単一化”を念頭に置

かなければならない。

(3) 問題点

総じて、欧米企業のROEは高く日本企業のROEは低いと言われるが、19年3月期の我が国上場企業の自己資本利益率（ROE）は五期連続で上昇し9.5%であったことから、資産管理専門信託銀行3社のROEは低過ぎるように思われ

る。

なぜであろうか。

第一番目には、資金運用収支が脆弱であること、第二番目には、信託報酬率など手数料率が低過ぎることが考えられる。

A. 脆弱な資金運用収支

銀行本来の業務収支である業務粗利益は、資

表8. 資産管理機関の役務関係収支／資金関係収支など

| 19年3月期 | 日本マスター | 日本トラスティ | 資産管理サービス |
|---------------|------------------|------------------|------------------|
| 業務粗利益 | 28,727百万円 | 31,755百万円 | 19,365百万円 |
| <u>役務関係収支</u> | <u>28,114百万円</u> | <u>30,224百万円</u> | <u>18,186百万円</u> |
| うち信託報酬 | 24,332百万円 | 23,131百万円 | 10,026百万円 |
| <u>資金関係収支</u> | <u>614百万円</u> | <u>1,530百万円</u> | <u>526百万円</u> |
| その他業務収支 | 1百万円 | 百万円 | 652百万円 |
| 営業費用 | 25,379百万円 | 29,062百万円 | 18,353百万円 |
| 当期純利益 | 2,045百万円 | 1,468百万円 | 600百万円 |
| 資金関係収支÷業務粗利益 | 2.1% | 4.8% | 2.7% |

| State Street Corporation | 2006 |
|--|--------------------------------|
| Total fee revenue | \$ 5,186 million / 570,460百万円 |
| Net interest revenue | \$ 1,110 million / 122,100百万円 |
| Total revenue | \$ 6,311 million / 694,210百万円 |
| Total operating expenses | \$ 4,540 million / 499,400百万円 |
| Net income | \$ 1,106 million / 121,600百万円 |
| Net interest revenue ÷ Total revenue | 17.6% |
| Deutsche Börse Group | 2006 |
| Sales Revenue | € 1,854.2 million / 296,672百万円 |
| Net interest income from banking | € 150.7 million / 24,112百万円 |
| Total revenue | € 2,112.9 million / 338,064百万円 |
| Total expenses | € 1,092.4 million / 174,784百万円 |
| Net income | € 668.7 million / 106,992百万円 |
| Net interest income ÷ Total revenue | 7.1% |
| Euroclear | 2006 |
| Net fee and commission income | € 802.1 million / 128,336百万円 |
| Net interest income | € 271.1 million / 43,376百万円 |
| Operating income | € 1,085.4 million / 173,664百万円 |
| Administrative expenses | € 666.7 million / 106,672百万円 |
| Profit for the year | € 318.6 million / 50,976百万円 |
| Net interest income ÷ Operating income | 25.0% |

注) 1ドル=110円, 1ユーロ=160円

(出典：各社年次報告書)

金関係収支、役務関係収支、およびその他業務収支の合計であるが、我が国資産管理専門信託銀行3社の業務粗利益は、何れも9割強が役務関係収支であって、資金関係収支は数パーセント未満である。

そして、その役務関係収支は、漸くに営業経費を賄うことができる程度の金額である。

米銀ステート・ストリートにおいても、役務関係収支と営業経費はほぼトントンであり、先進的な資産管理専門銀行においても、資産管理業務のみで当期純利益を捻出することは至難の業なのである。

ステート・ストリートの資金関係収支の業務粗利益に占める割合は、1997年から平均して二割強であるが、かかる事実はステート・ストリートにとって資金運用業務がコアのコンピタンスであることの証左である。

これに対して我が国の資産管理専門信託銀行には、ビジネスドライバーがないように見受けられる。

それでは、何ゆえ我が国資産管理専門信託銀行はステート・ストリートと同様のビジネスモデルを構築できないのだろうか。

我が国資産管理専門信託銀行3社は、自前主義を前提とし、それまで一元的に管理されていた信託銀行および生命保険の「年金業務」あるいは「証券業務」を、資産運用と資産管理の2大機能にアンバンドルし、金融再編の一環として、市場を通じ機能集約することにより、経営の効率化を図ることを大義名分として誕生した。

しかしながら、自前主義を排除し水平分業により専門性を強化したからといって、直ちに収益構造を構築できる訳ではない。

アンバンドルによる専門性の強化、および“規模の経済”それぞれの効用を意識してビジネス展開したものの、“規模の経済”の効用に対する生半可な理解が、今日の状況を招いた原因のひとつではないかとも考えられる。また、ビジネスモデルに対する想像力が、やや欠如しているのではないかとも思われる。

加えて、早期是正を困難にしているのが、資

産移管元であり出資元である信託銀行などの重層構造化、すなわち下請け化の問題である。

そこには、顧客ニーズ、すなわち市場原理に基づくことなく、出資元の都合を甘受してしまう新たな非競争状態、すなわち運命共同体としての元請けと下請けの持たれ合いの構図があるといえるのではないだろうか。

B. 低過ぎる手数料率

かつて1992年の出来事であるが、米銀ステート・ストリートがカリフォルニア州公務員退職年金基金CalPERSのマスタートラストを落札するために、16ベースポイントであった手数料率を3ベースポイントにまで引き下げたとの噂が、ダンピングとして大々的に報じられたことがあった。

では、それに対して、いま我が国において何が起きているのか。

ステート・ストリートの役務関係収支の対預り資産比率は、2006年が4.4ベースポイントと1997年から一貫して4ベースポイント前後で推移しているのと比較し、19年3月期における日本マスタートラスト信託のそれは1.6ベースポイント、日本トラスティサービス信託1.8ベースポイント、資産管理サービス信託において0.9ベースポイントであるのは、余りにも低すぎる水準ではないだろうか。

しかも我が国資産管理専門信託銀行の手数料率は逡減している。

真偽のほどは定かでないが、平成19年9月1日付の日本経済新聞は「マイナス10億円落札」と題しつぎのように報じている。

「日本郵政公社が外部委託するゆうちょ銀行の債券管理業務について、日本トラスティサービス信託銀行が約十億円を支払う方式で落札したことがわかった。過去に一円落札などの例はあったが、マイナス落札は極めて珍しい。郵政公社は日本トラスティからお金をもらって、業務を委託する形になる。入札対象は、ゆうちょ銀が保有する国債や社債など約百三十兆円の管理業務。(略) みずほ系の資産管理サービス信託

銀行と三菱UFJ系の日本マスタートラスト信託銀行がゼロ円で入札したが、日本トラスティはマイナス九億八千万円で落札した。」

(4) 対応策

A. 市場原理に基づく企業統治の実現

元請けである信託銀行や生命保険と下請けである資産管理専門信託銀行の運命共同体的な重層構造においては、「経済合理性」というサー

キットプレイヤーが働かない。

社会インフラの提供が使命である「非競争領域」においては、寡占状態を作らないかぎり“規模の経済”を実現することは出来ないにもかかわらず、“規模の経済”の効用のみを追求した終わりのない消耗戦は、結局のところ顧客にとって不幸に働くことになるのではないかと。

何はさて置き、資産管理専門信託は、資産移管元である信託銀行および生命保険による非上場、共同出資形態を改め、上場を果たすことに

表9. 資産管理機関の役務関係収支の対預り資産比率

| State Street | Total fee revenue | Assets under custody | fee revenue ÷ Assets |
|--------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| 2006 | \$ 5,186 million | \$ 11,854 billion | 4.4 BP |
| 2005 | \$ 4,551 million | \$ 10,121 billion | 4.5 BP |
| 2004 | \$ 4,048 million | \$ 9,497 billion | 4.3 BP |
| 2003 | \$ 3,556 million | \$ 9,370 billion | 3.8 BP |
| 2002 | \$ 2,850 million | \$ 6,171 billion | 4.6 BP |
| 2001 | \$ 2,832 million | \$ 6,203 billion | 4.6 BP |
| 2000 | \$ 2,665 million | \$ 6,118 billion | 4.4 BP |
| 1999 | \$ 2,312 million | \$ 5,952 billion | 3.9 BP |
| 1998 | \$ 1,997 million | \$ 4,812 billion | 4.2 BP |
| 1997 | \$ 1,673 million | \$ 3,903 billion | 4.3 BP |

| 日本マスター | 役務関係収支 | 資産管理残高 | 役務関係収支÷管理資産 |
|----------|-----------|----------------|--------------|
| 19年3月期 | 28,114百万円 | 約172兆円 | 1.6 BP |
| 18年3月期 | 26,439百万円 | 約156兆円 | 1.7 BP |
| 17年3月期 | 24,711百万円 | 約114兆円 | 2.2 BP |
| 16年3月期 | 22,732百万円 | 約90兆円 | 2.5 BP |
| 15年3月期 | 20,575百万円 | 約63兆円 | 3.3 BP |
| 日本トラスティ | 役務関係収支 | 信託財産受託額 | 役務関係収支÷信託財産 |
| 19年3月期 | 30,224百万円 | 168,821,984百万円 | 1.8 BP |
| 18年3月期 | 30,108百万円 | 144,038,145百万円 | 2.1 BP |
| 17年3月期 | 30,011百万円 | 118,812,581百万円 | 2.5 BP |
| 16年3月期 | 25,371百万円 | 113,775,086百万円 | 2.2 BP |
| 15年3月期 | 23,606百万円 | 86,371,011百万円 | 2.7 BP |
| 資産管理サービス | 役務関係収支 | 預かり資産残高 | 役務関係収支÷預かり資産 |
| 19年3月期 | 18,186百万円 | 200兆円を上回る規模 | 0.9 BP |
| 18年3月期 | 18,729百万円 | 189兆円強の規模 | 1.0 BP |
| 17年3月期 | 17,766百万円 | 125兆円を上回る規模 | 1.4 BP |
| 16年3月期 | 17,790百万円 | 116兆円強の水準 | 1.5 BP |
| 15年3月期 | 15,631百万円 | 100兆円を上回る規模 | 1.6 BP |

(出典：各社年次報告書)

より、独立企業体として経営の独立性を確保するとともに、市場原理に基づく企業統治の実現を図る必要がある。

B. 国家プロジェクトの創設

資産管理業務には、金融資本市場に係わる情報処理基盤の提供という公共性を追求する側面と、個別委託者の利便性追求という2つの側面があるが、標準化を旨とする前者と個別最適化を旨とする後者とは、自ら業務プロセスが異なり、二兎を追う信託銀行の経営効率を殺ぐ結果となっているのではないかと。

言うまでもなく公共性の追求において差別化は無意味であり、公共財としてひたすら標準化とコスト削減を図る必要があると考えられる。

したがって、広く信託銀行は、公共性の追求を「信託大連合」で実現し、個々には委託者の利便性追求に特化すべきではないだろうか。

資産管理機関の集約の可能性を排除しない機関のあり方の見直しについては、「過度の集中リスク」を唱える向きがあるが、木を見て森を見ない議論であるといえないか。我が国市場をアジアの金融拠点にする観点から積極的な議論を展開の必要がある。

ちなみに米銀ステート・ストリートは、情報システムおよび通信のための経費として、年間300億円から500億円、時として600億円近くを支出している。

資産管理サービス信託銀行は、平成13年度決算短信において、資本金を250億円から500億円に増資した理由を「資産管理業務の本格化及び今後年間100億円規模のITシステム投資ニーズ等に対応した事業基盤の拡充を目的としたもの云々」としているが、平成21（2009）年1月実施目標の株券電子化のみならず、国際的な市場間競争の高まりに対応して我が国金融市場の競争力を強化し、その国際的地位の向上を図るためには、各社バラバラに100億円程度を投資したのでは焼け石に水であろう。

CSDの機能を有する証券保管振替機構を含む我が国資産管理機関全体として、業務・シス

テム最適化を図る、1,000億円規模の国家プロジェクトを創設する必要があるということがいえるのではなかろうか。

当然のことながら、グローバル・カストディアン（注）の創設も、検討されて然るべきであろう。

7. まとめ

以上、資産管理機関の現状は、我が国の金融サービス市場インフラの整備の遅れを如実に表しているが、一例に過ぎない。日本をアジア・世界の国際金融センターにするためには、何はさて置き、我が国金融サービス市場の足腰をしっかりと鍛えなければならない。

したがって、そのためには、ベストプラクティスである産業再生機構の例に習い、国家（政治）のリーダーシップを基礎として、早急に、これまで我が国で実行されてきた各種の市場インフラの整備のプロセスにヨコ串を刺し、「証券分析にはじまり、ポートフォリオ管理、投資計画策定から、売買取引、証券決済、キャッシュフローマネジメント、さらに証券保管、会計・決算、税務、パフォーマンス評価やディスクロージャーなどに至る、一連の証券投資プロセス」を統合的に電子商取引化する、「電子プラットフォーム」構築のための国家的なプロジェクトを創設する必要があると考えられる。

レガシーの呪縛の無い新興国は、「機械化」の隘路を経ることなく一気に「電子プラットフォーム」の構築が可能であり、国家プロジェクトの立ち上げは急務である。

特に注意すべきは、電子化による情報の流れというものはこれまでの証券の本券現物を中心とする物流とはまったく異なり、地理的・物理的な制約がなく、情報共有の拡大によって、いちはやく、機関投資家など需要サイドの要求が世界規模で標準化することである。

この需要サイドの要求に対する、我が国供給サイドのビジネス感応度が、我が国市場の趨勢を決めることになる。

一般に、ビジネス感応度は収益性と連動する

ことから、証券投資プロセスにおいて留意しなければならないのは、「非競争領域」に属し収益性の低い「ポスト・トレード・フェーズ」の取扱いである。

したがって、上記の国家的プロジェクトの実施に際しては、我が国に構築すべき金融プラットフォームのグランドデザインを明らかにした上で、その重要な構成要素の一部たる資産管理機関について、統合ないし集約化を含め、それらの機能と組織のあり方の見直しを行う必要が出てくると考えられる。

さらに、特に、「ポスト・トレード・フェーズ」の機能の整備・強化、および「競争領域」と同期を取るべき新しいビジネスモデルの構築については、最優先課題として、十分に議論を尽くすべきではないかと考えられる。

おって、金融庁は金融ビッグバン以来の包括的な金融改革計画として、平成19年12月21日「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめ公表の次第であり、今後の展開が大いに期待される。