

証券業界のビッグバン後10年を振り返る

二上季代司

若林常務理事 大変お待たせいたしました。ただいまから、今月の「証券セミナー」を開催させていただきます。

本日は、滋賀大学の二上季代司教授をお招きして、御案内いたしましたように、「証券業界のビッグバン後10年を振り返る」というテーマでお話を伺うこととしております。

二上先生のご経歴について申し上げさせていただきますと、日本証券経済研究所の大阪研究所で一九八〇年以來、主任研究員として論陣を張ってこられた論客でございます。そういう意味で、私どもの研究所には大変深い御縁がございます。お手元に配布しております御略歴にもありますように、二〇〇三

年四月から滋賀大学経済学部の教授にご就任になられまして、昨年の四月からはファイナンス学科長・大学院グローバルファイナンス専攻科長をしております。

今日はビッグバン後の一〇年を振り返るというテーマでお話いただきますが、二〇〇六年という一つの節目の年にこのような議論をしていたかどうかというのは大変意義深いことではないかと思っております。この講演会は、証券セミナーということでございますので、講演をお聞きいただいたのち、皆様と活発な意見交換もお願いしたいと思います。

それでは、二上先生、よろしく願いたします。

はじめに

本日はこのような機会を与えていただきまして
まことにありがとうございます。

先ほどの御紹介にもございましたように、私は
四年前まで日本証券経済研究所の研究員としてお
りまして、主として大阪研究所の研究員として、
北浜におきまして証券業協会を事務局とする研究
会などの場で、中小証券の方々と一緒に証券会
社経営について勉強させていただいたという経緯
がございます。

また、この東京におきまして、研究所理事の佐
賀卓雄先生が座長をされておられます証券経営研
究会に、余りまじめなメンバーではございませ
んけれども、時々出席させていただいて、勉強させ
ていただいております。

というわけで、証券業界あるいは証券ビジネ
ス、証券会社経営について、少しぐらい土地勘が
あるんだらうと高橋理事長も思われたんだと思
いますけれども、そういう次第で、浅学非才であり
ますけれども、この講演会にござんのようなテー
マでお話できる光栄にあずかれたわけでありま
す。

そろそろ日本版ビッグバンから一〇年になるう
としております。振り返ってみますと、この一〇
年間は、証券ビジネス、証券業界に、これまでと
は隔絶した変化が起こった時代だと私は感じてお
ります。講演のテーマは「証券業界のビッグバン
後10年を振り返る」という名前でありますけれど
も、これらの変化を引き起こしました要因は、も
ちろんビッグバンと呼ばれる制度改革だけではご
ざいませぬ。ただ、ネーミングはよろしいので
「ビッグバン」という名前を題名に入れただけで

あります。

本日は、レジユメが二枚、資料を六枚、御用意して、まとめさせていただきました。本日お話ししたいことの内容は、レジユメの初めにまとめてございますように、証券ビジネス、証券業界において、この一〇年間に起こった出来事や変化の総括をしてみたいなと思うわけでございます。つまり、この間の変化をどのように把握したらいいのであろうか。また、これらの変化は何に由来しているものであろうか。また、この変化は一時的な変化なのか、それとも構造的なトレンドであるのか。そしてまた、これらの論点整理を踏まえまして、証券ビジネス、証券業界の今後をどのように展望したらいいのであろうか。以上が、本日のお話の内容でございます。

一、証券ビジネス、証券業界において起こった変化

まず、この一〇年間に取り上げたい証券ビジネス、証券業界に起こった変化のうち、私が注目しておりますものを列挙いたしましたものが、資料一にまとめてございます。

ホールセルの領域におきましてどのような新しい変化が起こったのかといいますと、全く新しいビジネスが発生してきたことが一つ挙げられるだろうと思います。流動化であるとか証券化といったようなストラクチュアードビジネスというものをごんごんふえてきた。二つ目には、M & A のアドバイザービジネスが出てきた。三番目に、プリンシパル・インベスツメンツ・ビジネス、あるいはまたマーチャント・バンキング・ビ

ビジネスといったような領域のものが出てきた。

こういつたビジネスは、三つ挙げたわけですけれども、全くなかったわけではないんでしょうけれども、しかしこれほど大きなビジネスとして確立したことは、この一〇年間の新しい変化であると思います。また、新規上場が年間常に一〇〇社以上続いて、大公開時代に入ったことも、取り上げるべきこの一〇年間の非常に大きな変化であると思います。

これらに関する統計数字は資料としておつくりしておりません。M & Aの件数であるとか金額とというのは、M & A仲介ブティックのレコフ社であるとか野村證券さんであるとかいったようなところが既におつくりになられておりますし、また証券化につきましては、不動産ファンドの数字が、住友信託銀行の子会社である住信基礎研究所というところでおつくりになられております。私募

ファンド、REIT、合わせて一〇兆円ぐらいになっているんだという資料が載っております。また、不動産ファンドのそれ以外の証券化につきましても、日本銀行の証券化市場フォーラムが二〇〇四年四月に報告書を出しておりますので、そこを包括的な資料及び分析が行われておりますので、そこを参照になればすぐにわかることであるので、ここではつくっておきません。また、IPOの件数につきましても、証券取引所の数字を見ればわかるということをつくっておりませんけれども、いずれも拡大していることは間違いないということでもあります。

二つ目に挙げておきたい変化というのは、リアルビジネスにおける領域でありますけれども、これは御存じのとおりネット取引の拡大を挙げなければならないと思います。

これは資料²におつくりしたわけですから

も、オンライン專業五社と通常いわれておる五社の個人の株式委託売買代金のシェアが急速に上昇している。二〇〇四年三月期では四九・一％であったのが、今は六一・八％に上昇しております。それだけではございませんで、対面營業主体の大手証券でも、ネットの比率が上昇しているということを、資料²の下の方に載せております。

これはカバレッジが違いますので正確ではないのではないかと思いますが、一般的な傾向としては、大手証券でも、対面營業主体の証券会社でも、ネットの比率がふえていることがこれでわかるかと思えます。

他面で、対面營業におきましても、資料³がございませけれども、大きな変化としては、コミッションベースからフィービジネスへのビジネスモデルの志向が見られるように思います。

①は残高ベースの株式売買手数料を取つた例で

ございますけれども、日興コーディアル証券では、株式アドバイスセンターというところで、売買ことに取らないで、残高ベースでお客さんから手数料をいただく手数料制度を今年度下期から導入予定とのことであります。ちなみに、この株式アドバイスセンターでの取引は、過去だんだん増える傾向にあり、株式の売買におきましても、一部の証券会社ではコミッションからフィーへの転換が見られるというところでございます。

それから、ラップアカウントの数字をここに載せております。これもまだ数字が小さいですけれども、三月末で三四〇〇億円ぐらい。現在では四〇〇億円を超えているともいわれております。

ちなみに、このラップアカウントの数字は、主として決算説明資料であるとか新聞等々で拾い集めてきたものを載せておるわけであります。それから、上のものは、日興コーディアル証券の決算

説明資料から持ってきたもので、出所は書いてございませんけれども、決算説明資料から利用させていただいたということを明記しておきたいと思っています。

また、投資信託におきましては、御存じのとおり投資信託の信託報酬の代行手数料として、かなりの金額が証券会社さんのその他手数料として積み上がっているということが挙げられると思います。ほかに、保険も残高の何%かの手数料をいただけということ、これも残高フィービジネスの中に挙げることもできるのではないかと思います。

こういったように、対面営業におきましても、フィービジネスへのビジネスモデルの志向が見られる。これも新しい変化だと思えます。もっとも、こういってフィービジネス化というのは、これから始まったばかりという印象であります。

資料1に戻りまして、次に第三の変化でございます。第三は、業界の競争構造の変化でございます。その一つは、銀行と証券の垣根が事実上撤廃されたということが挙げられると思います。銀行が持ち株会社方式で証券子会社を持つようになりましたし、投資信託の窓口販売や証券仲介業を介しまして、銀行本体が外債や国債や投資信託を販売する動きがどんどん進んでまいりました。

加えまして、登録制になったこともございまして、新規参入と廃業が盛んになりました。銀行系、外資系、ネット系といったいろんな母体を異にする証券会社が入りまじった、極めて流動的な業界構造になったことも、この一〇年間の新しい変化であると思えます。そして、こういった業界構造の流動化と歩調を合わせますように、先ほど申しましたホールセールの新しいビジネス、リテールにおきましても、個人預金の証券への導

入、いわゆる貯蓄から投資への流れが促進されたわけでございます。

この新規参入と退出の状況でございます。これは一年前までの数字でありますけれども、資料4に証券経済研究所発行の『詳説 現代日本の証券市場』という御本から抜粋させていただいております数字を載せてございます。これによりまして、明らかにこの九七年、九八年ぐらいから新規参入がふえてきた反面、合併とか自主廃業で退出していく業者も出てまいりました。極めて新陳代謝が活発な業界構造、流動的な構造に変わっているということが、この表から見てとれるのではないかと思います。

なお、今年に入りまして登録がふえまして、証券会社の数が三〇〇社を超えたと報道されております。

もう一度資料1に戻りまして、第四の変化とし

て私が注目したいのは、経営組織の領域でございます。いわゆるアンバンドリングが進んでいった。例えばホールセールとリテールの分離であるとか、投資信託などの金融商品の製造と販売が分離する、いわゆる製販分離。それからまたアウトソーシングの利用など、経営組織、業務分野の分解といえますか、アンバンドリングが進んだことが挙げられると思います。

他面で、同じことの裏返しですけれども、他業態あるいは他社とのネットワーク化も一般化し始めたことが挙げられると思います。総合証券というビジネスモデルがございました。つまりホールセールとリテールの結合であるとか、投信販売に見られますように製造・販売一体型のビジネスが一般的でなくなりまして、それらの分離、分解、アンバンドリングもビジネスモデルとして成り立つようになったことが、ここできていることの

内容でございます。

大手証券でも、大和証券さんなり日興証券さんなりがホールセールとリテールを分社化したしましたし、また投資信託の親証券会社への販売依存度も低下が見られます。これは、銀行窓販の拡大と即応しておるわけですけども、これらにつきましては資料1のところ、また脚注に数字例などを載せておりますので、また後でござらんになっていただければと思います。

加えまして、事務部門やシステムのアウトソーシングを利用しながら、ニッチな業者の新規参入が相次いでいて、業界構造の流動化と同時に証券ビジネスの細分化、アンバンドリングが進んでいったことに注目したいと思うわけであります。そのことの裏返しですけども、その反面で、証券仲介業であるとか市場誘導ビジネスであるとかといったような他業態、他社とのネットワークに

よるビジネスモデルも成り立つようになってきたわけであります。もつとも、これは成功していると思われるのは、今のところメガバンクとの連携だけのように私は思うわけでありますが、これも進んでいくだろうと思います。

これは、資料5のところにおつくりしたわけであります。資料5のところに、「銀行等との連携効果」といたしまして、各社のアニユアルレポートであるとか決算説明資料からとつてまいりまして、大和S M B Cと三井住友バンクとの連携効果の表。それからまた、三菱U F J証券と三菱U F J銀行との証券仲介業を介したビジネスの規模。それからまたS M B Cフレンド証券と三井住友銀行ほかグループ銀行四行との連携の結果得られたビジネスの規模といったことが、決算説明資料及び日経新聞であるとか日経金融新聞であるとかから拾い集めて載せてございます。

これも、こういうアンバンドリングが進んでいるのと並行いたしまして、ネットワーク化によるビジネスモデルも成り立つようになった。ただし、収益基盤としては、今のところはメガバンクとの連携だけにとどまっているような感じがいたしております。

以上が、これから検討したい証券ビジネス、証券業界の変化でございますが、これと関連いたしまして、証券取引所や証券業協会でも、株式会社化などの新しい動きが出ております。

これも、これまでのいわゆる四社体制というのが崩れまして、銀行系、外資系、インターネット系といった利害が異なる業態からの証券会社が入りまじる業界構造になったことと深く関係しているように私には思えます。会員組織におきまして、これまでのような四社中心の意志決定ができなくなつて、意志決定の統一が図りがたくなつた

んだらうなど、外から見て思うわけでありませう。利害の多様化が進んだことが背景にあると思えます。

他方で、証券取引所は特に、最近システム投資が死活問題になつておりますので、その面で迅速な意志決定の統一が図れないこと、機動的な意志決定ができないことは致命的になつてきております。これは恐らくNYSEも同じことだと思つたのです。NYSEも、スペシャリストの意見がメンバーの数と比例しないぐらい、スペシャリストの発言権が高かつたということがあつて、恐らくシステム化に対応できなかったんじゃないかと思つた。

NASDにつきましても、NASDのメンバーは、今、ナスダックに全く関係ない地方債のディーラーなんかもたくさんいますので、利害が非常にまとめでにくいということが、株式会社化の

背景ではないかと私は理解しております。

こういうわけで、株式会社化によって所有と経営の分離を図って意志決定の統一を図ろうという動きが出てきたと私は理解しておりますけれども、これは今日は触れないでおきたいと思いません。

二、変化の背景、変化の意味するもの

そこで、今列挙いたしました、最後を除く四つの領域における一〇年間の変化というのが、底流において相互にどう関係し合っているのか、またその背景は何なのか、そして、それは今後どういう意味を持っていくのだろうかといったことにつきまして、次に考えてみたいと思うわけであります。

最初に結論から申しますと、私は、こういう変化のかなりの部分は金融システムそのものの変化に起因していると感じております。いいかえまして、金融システムそのものの変化が、証券ビジネスや証券業界の変化を大枠で規定しているというのが私の理解であります。

資料の最後の6に、金融システム、企業金融、コーポレートファイナンスですが、そういった金融システムや企業金融のあり方が、戦後の証券会社の機能、役割、証券業界構造を規定してきたということを簡単な表にまとめてみたわけでございます。これを参照していただきながら、各論点に立ち入って御説明したいと思います。

(1) 金融システムの変化

まず、一番最初に御指摘させていただきましたホールセールにおける新しいビジネス発生の原因

というのは、私は一〇年前の、九七年、九八年の金融危機にその淵源があると考えております。不良債権の重圧に耐えかねまして、銀行はこれまでのメインバンク慣行を捨てたわけでありませう。

ここで申しますメインバンク慣行というのは、融資順位一位で大株主でもあるメインバンクは、従来でありますと、メイン先の企業の経営が悪化しますと、上場企業の場合には例外なく救済融資をいたしまして、破綻させまいとする。それでもちこたえられなくなつて破産に瀕した場合には、他行の融資を肩がわりする。いわゆるメイン寄せというのを進めて、他行の融資を肩代わりしていく。そして、不幸にして倒産した場合には、デフォルト社債を買い取つて、他行に迷惑をかけない。他の取引先を走り回つてスポンサー企業になつてもらつて再建を試みるというのがメインバンク慣行といわれるものであつたと私は思

います。

経営不振企業の採算に乗らない部門の切り離し、いわゆるリストラクチャリングで、また倒産企業の破綻処理、これに続く企業再生というのは、最大の債権者であり大株主でもあるメインバンクが、時に、これに総合商社も加わつていくケースが多かつたと思うんですけれども、こういうごく少数の関係者の間で相対（アイタイ）的に行われてきた事例は、枚挙にいとまがないと思います。

もちろんこういうことは、銀行は慈善団体ではございませんので、銀行自身の利益を考えてやつてきたと私は思います。つまり、メインバンク慣行のロジックというのは、このようにメイン先のビジネスリスクといいますが信用リスクを積極的に負担することで、他行からのぶら下がり融資と

いいますか補完融資を容易に引き出すことができ

る。このように、おかしくなれば他行の分まで肩がわりしてあげるわけですから、他行は容易にお金を貸すことができる。

そういうわけで、メインバンクがついていますが、メインバンクが二〇〜三〇%程度のお金で、例えばメインバンクが二〇億や三〇億の融資をするだけで、そのメイン先の取引先に一〇〇億のビジネスを可能にしてあげる。その結果、そのビジネスから派生する他の金融取引、例えば預金取引であるとか、外為取引であるとか、また社債の受託業務であるとか、ちまちましていますが社員の給与振り込みの口座の開設であるとかといったような職域セールスですが、そういったものを融資シェア以上のシェアで囲い込もうとしてきたわけでありませう。

通常、このメインというのは、サブメイン三行までといわれております。これは理由がございま

して、上位三行までなら融資シェア以上のシェアで融資以外の金融取引を囲い込むことができる。メインの融資シェアが二〇〜三〇%なら、そういったビジネスから上がる他の金融取引を五〇%ぐらいとっている。そういう甘い、おいしいビジネスであるからこそ、メインバンクはメインバンク慣行を続けてきたわけでありませう。

そういったメインバンク慣行を長く続けることができた理由というのは、長い間、高度成長が続いたために、囲い込める金融取引そのものの成長率が高かったこともあると思えますし、反面で、負わなければならないリスクが低かった。破綻してもすぐ立ち直ってくれたということもあり、リスクが低かった。かつまた、そういったリスクの許容度、リスクの負担能力も高かったから、長く続いてきたんだと思います。

ところが、九〇年代に入りまして、御承知のと

おり、むしろ八〇年代から始まっていたんだと思うのですけれども、経済成長がだんだん鈍化してまいりまして、それと同時に困り込める金融取引の成長率が低くなっていった。その反面でリスクが大きくなってきて、かつまたリスクの許容度も低下してきて、銀行としては割に合わなくなってきた。それどころか、今回の不況でリスク負担の重みに耐えかねまして、銀行自身の倒産にまで波及する事態に直面したわけでございます。そうした危機に立ち至ったときに、銀行はこうしたメインバンク慣行をやめたわけでありませう。

その結果、何が起ったかと申しますと、デフォルト社債を買い取らなくなりましたので、マーケットにデフォルト社債が出回っていく。また、バルクセールと称しまして、不良債権が一束幾らの値段でたたき売られる。また、破綻企業自身が入札にかけられて投資ファンドに売却される

といったことが、この時期から出てまいったわけでありませう。

不振企業の持っている不動産、採算の合わない部門の切り離し、いわゆるリストラが、今度はごく少数のメインバンクが行うのではなくて、公明正大に市場を通して行われるようになったわけがあります。証券化とか流動化の種になる不動産や債権が売りに出されるようになった。また、マネジメントバイアウトであるとか投資ファンドによるバイアウトであるとかといったM&Aの一種ですけれども、そういったものの種となる不採算部門、不振企業の売却が始まっている。

一言で申しますと、間接金融そのものが売りに出されて市場化したということが、今申しましたホールセールにおける新しいビジネス誕生の端緒になったと私は思います。いいかえますと、これまでメインバンクが困り込んできた取引先企業の

信用リスクがマーケットに出されて市場化して、これに値段がつけられて売買されるようになったということでございます。

「市場型間接金融」という言葉がございませぬが、このネーミングは、今は亡き蠟山昌一先生のネーミングでございます。そしてまた言葉の響きも、そちらの方が、「市場型間接金融」といった方がいいように思いますけれども、金融システムの大枠が転換しつつあることを表現しようと思えば、「間接金融の市場化」といった方が正しいんじゃないかと私には思えます。

他方で、こういったリスクの市場化は、これと並行して発展を遂げました金融工学、とりわけオプション理論の発展によっても促進されたと思います。この金融工学の発展というのも非常に大きなインパクトがあったと思います。リスクの市場化、リスクの売買のためにはリスクを数量的に把

握しなければなりませんので、金融工学はリスクの数量化を可能にしたという点で、非常に大きな意味があったと私には思えます。また、これと並行いたしました、デリバティブ市場が株式や金利のみならずクレジットにまで対象を広げていることも、こうした傾向を助長したと思います。

一たん間接金融そのものがこういう形で売りに出されるようになりますと、もうもとは戻らないわけであります。デフレ不況から脱しつつある今日、銀行の体力も回復しております。鉄鋼業などでは株式の持ち合いというのも一部見られるのでございますけれども、それが一般化する傾向にあると思えません。銀行自身が正常債権の売買を前提としたシンジケートローンに積極的でございますまして、今それが三四兆円ぐらいあるということとは、融資残高の1割を占めるようになってきているということでございます。間接金融の市場化

というのは、もう後戻りしないのではないかと私は思います。

これとともに、金融システムの機能も軸足を変化させてきつつあるわけでございます。バブルまでの金融システムの第一の機能は資金供給であつたわけでありまして、金融システムの第一の機能は資金供給であつたと私は思います。高度成長期には投資機会が山ほどございまして、資金制約を緩和してできるだけたくさんのお金を大量に迅速に供給するということが、金融システムに期待された機能でございました。

しかし、現在はそうではございません。企業自身はもちろんのこと、企業に対する融資債権、企業自身の持つている各業務部門、不動産などの資産、これらの価値が評価されて、収益力の高いものには高い値段がついて、収益力の低いものには低い値段しかつかない。企業の選別、資産の選

別、企業の持つている業務部門の選別が価格によって行われる。価格によって行われて、この価格に基づいて資本や経営資源が、収益力の高い企業、資産、部門に配分されていくことで、企業全体ひいては日本経済全体がより効率性の高いものになっていく。こういった金融システムの変化を見逃してはならないと思います。金融システムの機能がこういう形で効率的な資源配分に軸足を移しており、モニタリングが最も期待される役割になってきたのでございます。

今から一三年ぐらい前にフランクリン・アレンというアメリカの学者が、大蔵省の財政金融研究所が発行しております「ファイナンシャル・レビュー」という雑誌に「株式市場と資源配分」という論文を出しておりました。非常におもしろい論文でありまして、これを御紹介させていただきます。

この論文でフランクリン・アレンという人は何をいつているのかといいますと、金融システムの機能において、金融システムを類型化したしまして、バンク・オリエンテッド・システムといいますが、銀行主導の金融システム。間接金融といってもいいと思いますが、その機能、優位性と、証券市場主導といいますが、マーケット・オリエンテッドといいますが市場金融モデルといいますが、そういったモデルとの機能の優劣を行って見るわけですが、これをモニタリングの面から比較してあるわけでありませう。

証券市場はモニタリングコストが重複している。多くの証券会社が多くのアナリストを抱えている、同じ企業を担当している。そういう意味では、モニタリングは重複している。けれども、絶えず価格が変動して、モニタリングの間違いが、価格によって訂正される。

それに比べまして、銀行というのはモニタリングコストが節約できる。よくいわれませうように、メインバンクは委任されたモニターだということ、メインバンクが一番モニターしている。そういうわけで、銀行はメインバンクにモニタリングコストが集中して節約できるわけですが、これも訂正がききにくい。新興企業のような海のものとも山のものともわからないような企業の選別は、モニタリングコストは重複するけれども、失敗がすぐにわかるような、訂正がすぐにできるような証券市場の方がいいんだ。それに対して、重厚長大のような、技術が既知のものであって、収益性がある程度理解できるようなものについては銀行の方がいいんだらうということ、フランクリン・アレンはいつているわけでありませう。

今まさに日本の経済はそういう状況にあるわけですから、金融システムに求められているのはモ

ニタリングの面でございますので、モニタリングの面では市場型の方が優れているということであるかと思えます。今後、我が国は、海のものとも山のものともわからないような新興企業を発掘していかなければならないわけですから、こういう市場型の金融モデルが望まれるわけでありませう。

また、不幸にして経営に失敗した企業、採算の乗らない部門が出た場合には、その処理、再生も市場モデルの方がよいということになっていくんだらうと思えます。

(2) 業態区分の解消

そこで、次に移りまして、先ほど「間接金融そのものの市場化」という言葉を使いましたけれども、ここから出てくる結論の一つは、その担い手である銀行と証券会社の境目がぼやけてくるということでもあります。ローン売却を前提にしたシン

ジケートローンの組成というのは、社債の発行と余り違いはございません。金融債権の流動化であるとか不動産の証券化であるとか、またアセット・バケット・セキュリティーの引き受けといった証券化ビジネスは、組成段階、引き受け段階などの各レベルで見ても、大手証券だけではなくて、むしろ銀行とか銀行系証券の方が積極的ですし、これに加えて信託銀行とか外資系証券、不動産会社といったものが参加いたしましたので、業務展開をしています。

また、M & Aのアドバイザーランキングも、大手証券だけではなくてメガバンクや外資系証券、会計事務所系のコンサルタントといったものが上位を占めています。

間接金融の市場化で生まれた新しいビジネスは、種元が、もともとメインバンクが困い込んでいたものであるだけに、当初から業態の区分がな

いわけであります。事の性格上、いわば初めから市場横断的な競争が展開される運命にあるわけでありませう。また、担い手のメガバンクを見ましても、ほとんど全部が銀行、証券会社、信託を包括したファイナンシャル・グループになっております。金融コングロマリットになっております。

また、証券業界トップの野村證券も、今年度から「野村證券グループ」といわずに「野村グループ」と呼称しておりますのは、恐らく野村證券の経営者もそういうことを念頭に置いて決意されているんだらうと思います。

このような市場横断的な競争、ファイナンシャル・グループ形成を促進したもう一つの要因といえます。やはり金融証券行政の大転換、いわゆるビッグバンを挙げなければならないと思えます。

この金融証券行政の転換というのを少し時代を

前に戻して見ますと、昭和四〇年ぐらゐから始まって、五〇年代に、ビッグバン以前の金融証券行政が典型的な姿をあらわすわけでございます。

銀行局は銀行の肩を持ち、証券局は証券会社の肩を持つ。最近、行政学でいわれているところの官僚制多元主義というんですか、仕切られた多元主義といいますが、この言葉は行政学で、米価審議会等々で、農林省は農家の肩を持ち、通産省はそれぞれの各業界の肩を持ち、そこで利害が調整できないものは、最後は大蔵省で調整するといった形で進んでいるんだと、行政学の先生がおっしゃったことですけれども。こういったことが大蔵省内部でも見られるということでもあります。

この昭和四〇年証券恐慌のときに証券局がつくられまして、ここに銀行局出身の官僚が入り込んで、銀行行政の手法を持ち込んだといわれておりますけれども、証券会社も一種の金融機関とみな

して免許制を導入して、護送船団行政を始めたわけでありませう。

この護送船団行政は、先ほど申しましたように、銀行局は銀行の肩を持ち、証券局は証券会社の肩を持つという官僚制多元主義の形をとって、国債の銀行窓販から始まりまして、外債引き受け主幹事をめぐる三局合意であるとか、九二年の金融制度改革といった、垣根に関する自由化というのは、常に銀行と証券会社の利害調整を伴いながら、緩やかにしか進められなかったのであります。

しかし、こういった護送船団行政というのは、九〇年代に入りまして、銀行局、証券局、ともに批判の対象になりました。ビッグバンへとつながっていったわけであります。ビッグバンによりまして、銀行系証券会社の業務制限が撤廃されまして、投資信託の銀行窓口販売が始まる。また、

二〇〇二年八月の証券市場の改革促進プログラムでは、銀行・証券共同店舗の設置解禁が行われる。また、証券誘導ビジネスが認められる。証券仲介業制度がつくられて、それを銀行にも認めるといった措置が続いていきます。

こういった銀行・証券行政の大転換も、さきに見た間接金融の市場化の動きと整合的に進んできたわけであります。間接金融の市場化というのは、銀行商品と証券商品が相互に代替可能になつてしまった。横断的な市場になることを意味しているからでございます。これを監督する行政当局もそういう体制に移っていくことは、整合的な動きであろうと思います。そして、不良債権という非常事態の問題がようやく解決した現在、金融・証券行政は、文字どおり業者行政から脱して市場行政へ進んでいるわけでございます。この動きもはや後戻りできないと私は思います。

(3) 経営組織のアンバンドリングとネットワーク化

次に、第三の経営組織の変化に移りたいと思います。

先ほど、メインバンクがそのリレーションを利用いたしまして、リスクを負担する見返りに金融取引を囲い込もうとしたと申しました。こういうメインバンク慣行が九〇年代後半になって崩壊いたしましたけれども、私は、これと同じようなことが、実は大手証券にも起こっていたと思います。

大手証券もまた昭和五〇年代に典型的に見られますように、幹事関係というリレーションを利用いたしまして、違った形でのリスク負担でございしますが、それを見返りに証券取引、具体的に申しますとエクイティ・ファイナンスの引き受け案件と債券現先を中心といたします余資運用を抱え込

もうとしてきたんだと私は思います。

昭和三〇年代の証券市場は限界資金源といわれてきましたけれども、その屈辱的な時代を脱しまして、昭和五〇年代には国債の大量発行が始まりまして、現先市場が拡大してまいります。また、時価発行が定着いたしております。証券市場は銀行の融資市場と競争的な関係に移っていったわけでありまして、昭和三〇年代のような限界資金源でございませぬ。証券市場と銀行の預貸金市場が競争するといえますか、対立していくといった状況に來ていたわけでございます。

こういった状況のもとで、企業の余資運用並びに資金調達などの面で、証券取引の囲い込みが幹事競争の名のもとに大手四社間で闘われたわけがあります。大手四社間で闘われただけではなく、こういった競争をしながら銀行のビジネスも預金取引や融資の取引も債券現先や時価発行に

よって浸食していきこうという動きも出てきたわけでございます。

ちなみに、聞いた話によりますと、某事業会社
が、「うちのメインは銀行じゃない、野村證券だ」といったと、私は聞いたことがございますけれども、ちょうどこの時期の雰囲気象徴しているのではないかと思います。

この幹事競争の主たる手段というのは、国内の営業部門の営業力を駆使した出来高競争に依拠していたがために、当時はリテールとホールセールが分離できなかったのだと思います。しかしながら、メインバンクが相手企業のビジネスリスクを負担するやり方で金融取引を囲い込もうとしたように、幹事証券もまたメインバンクの向こうを張って営業部隊の出来高競争で幹事をとろうとしてきたのであると私は理解しています。このことは、やがてバブルの時代に営業特金での出来高競

争という手段がつけ加わりまして、簿外債務というリスクを負うことで取引を囲い込むことに発展いたしました、バブル崩壊後にその無理が露呈したと私は思います。

この九一年の損失補てんが明るみに出たときに、アメリカの名も知れない方が日経新聞の経済教室に、あれは固定手数料制のせいだという、私から見ますと全く誤ったロジックが展開されてきましたので、こういうのはおかしいと思いましたが。それは違うんじゃないですか、あれは幹事関係を守るために損失補てんをしたのであって、固定手数料制は全く関係ありませんよという論文を、当時私は大阪研究所に勤めておりましたけれども、職場の社内報に載せたことがございます。その考え方は今でも変わりません。

その後、メインバンク関係を最後まで守ろうとして、他行からメイン寄せされた不良債権に押し

つぶされて、拓銀や長銀や日債銀がつぶれてしまったように、同じように幹事関係を守ろうとして簿外債務の重圧に押しつぶされて山一証券は破綻したのだと私は思います。

そうであってみますと、幹事競争は以前と同じようなものであるがございませんので、系列やリレーションといったものを使って取引を囲い込むことはもうなくなっている。今回の王子製紙の敵対的買収でも、野村證券がアドバイザリーになったことは、もはや以前の幹事競争とは全く異質な競争がホールセールで起こっていることを象徴しているように私には思えます。

何度も申しますように、金融システムの機能とというのも、資金調達よりも市場メカニズムに基づく資源配分に移っているわけであります。証券会社に求められているものは、まず企業のモニタリングでございまして、企業価値の評価、つまりプ

ライジングであります。ここから出発いたしました、インベストメント・バンキング業務でいえば、この企業価値を高めるためにはどのような資本政策、財務政策をとった方がいいのかというソリューションを見つけてまして、それを提案する。

また、自らのお金を投資して、みずから経営権を握って、その提案のみずから実践していった、企業価値を高めた上で売却してさやをとるとというのがマーチャント・バンキング業務というか、プリンシパル・インベスツメンツ業務であろう。また、企業価値の向上が見込める未公開企業を発掘するのがIPO業務だと思えます。

他方で、ブローカー業務でいいますと、企業価値評価に基づいて売り推奨や買い推奨を行う。それがその仕事の中心になると思います。これらは別々の業務でございまして、リテールとホールセールを必然的に結合する必要はございません

し、もちろん両者を一つ屋根の下で経営するのもよし、また分社するのもよし、全く経営判断の領域でございませし、事実そのような方向に移っているのだと思います。

もともと、業務の多様化とか商品の多様化というのは、ビジネスモデルの細分化や多様化を招くものでございまして、これが登録制への移行並びに開業における財務規制の緩和がつけ加わっていつて、ビジネスの細分化、これまで一体と思われていたビジネスのアンバンドリングをもたらしたのではと私は思います。

このように、ビジネスユニットへのアンバンドリングが進む一方で、ネットワーク化によって随意にビジネスを再び結合するといえますか、バンドする動きも出てきたわけでございます。証券仲介業制度の創設などが、そうしたネットワーク化を進めております。もっとも、このネットワーク

化が成功しているのは、今のところメガバンク内部に限られているようでございますけれども、銀行代理店制度の緩和であるとか信託制度の緩和といったことがその後も行われておりますので、インターネットの普及等々によりまして、そうしたネットワーク化を促進する動きが今後も続くものと私は思います。

(4) インターネット取引の進展

最後に、インターネット取引の発展、ネット取引の拡大がもたらす意味について述べたいと思います。

以上述べました三つの変化というのは、大枠でいえば金融システムの変化であるとか間接金融の市場化で説明できる部分が多いのではないかと思いますけれども、これから述べますネット取引の拡大とその持つ意味については、これとは違った

ロジックが働いているのではないかと私は思いま
す。

日本におけるネット取引というのは、手数料自
由化とIT革命が結びついて起こっているわけで
ございます。手数料自由化はもちろんビッグバン
のメニューの一つでしたから、この金融システム
の変化と無関係ではないのでありますが、それよ
りもむしろ今起こっていることは、IT革命のイ
ンパクトの方が強いように思います。

資料2に戻っていただきまして、資料2の二
ページ目、2-2と書いてございますが、そこに
「ネット顧客の属性」という項目がございます。

これは、ここに掲げております論文から抜き出し
たものでございます。

注目したいのは、ネット取引を行っているお客
さんの属性並びに彼らの投資パフォーマンスでこ
ざいます。アメリカでも似たような分析があるそ

うなんですけれども、参考文献に挙げた論文から
御紹介させていただきますと、佐賀卓雄先生がお
書きになられた論文では、このようなことが書か
れてございます。

アメリカでは、ITバブルのピーク、二〇〇〇
年の三月ですけれども、このときに、ネット証券
の売買シェアは、件数ベースでいえば三三%を占
めたといわれておりますが、ITバブルが崩壊し
た後は徐々に低下していつて、昨年六月には六・
七%にまで落ち込んでしまった。このことは、個
人投資家が対面営業に回帰したことを意味するん
だということ指摘されておられます。

また、俊野先生の論文によりますと、アメリカ
の某大手ディスプレイスクリーンブローカーの顧客七万八
〇〇〇人のデータに基づいた調査によりますと、
九二年から九五年の四年間で電話ベースからネッ
ト取引に移行したお客さん一六〇〇〇人の属性を調

べたところ、年齢が比較的若い。二番目には、年収、金融資産残高が同世代の人に比べて高い。三番目に、投資経験がかなり長いベテランである。

四番目に、パフォーマンスのよかった投資家がネットに移ったとっております。ところが、ネットに移った後どうなったかといいますと、ついつい売買回転が早くなって成績が悪くなってしまったということが、某ディスカウントブローカーのお客さんのデータに基づいた、今いったような分析結果が紹介されております。

このパフォーマンスがよかった投資家がネットに移ったけれども、移行後は売買回転が早くなって成績が悪くなったということにつきましては、最近証券市場論なんかで出ております行動ファイナンスによる説明が行われておるのでありますけれども、これは長くなりますので、割愛させていただきます。いずれにしましても、相場の低迷期

には、アドバイスの有用性に気づいて再び対面営業に回帰するという傾向がアメリカでは見られておるわけでございます。

ところが、日本では、二〇〇〇年以降のITバブルの崩壊のときには、対面営業への回帰が見られないで、むしろネット証券の売買シェアが高まっていて、昨年後半からの相場上昇期には、ネット取引への投資家参加が加速いたしました、デイトレーダーの存在が顕著になっていったということがございます。

こういった日米間の相違は何に由来しているんだろうか。また、新興市場が不振に転じた今年の春以降、対面営業への回帰が起きるんだろうか、起きないんだろうか。これが、私も関心があるし、恐らくまた証券会社の皆様方にも関心があるところだと思えます。

俊野先生の論文では、日本のネット投資家とア

アメリカの投資家との比較を行いまして、若いころ、同世代の人と比べて年収、金融資産残高の多いところはアメリカと似ているけれども、アメリカと似ていないところがある。それはどこかといえますと、ベテランではなくて、投資経験の浅い層が多い。日本では初心者が多い。例えば、ネット投資家の投資経験は平均一三年でありますけれども、ネットを使わない投資家は二二年で、一〇年ぐらい投資経験が浅いところがアメリカと違うところだと指摘しております。

では、パフォーマンスはどうかといえますと、参考文献の最後の熊野先生がお書きになっている論文の中で試算されているわけです。ネット証券の預かり資産の残高と口座数、株価の要因で説明した推計資産とを比較してみたところ、基本的にネット投資家のパフォーマンスは日経平均と変わらない。むしろ、ライブドアショックのような乱

高下では、大きな損失が出ているという推定結果を示されています。

ひところ、カリスマデイトレーダーとか、いろいろ雑誌でもはやされましたけれども、しかしパフォーマンスを調べてみると、日経平均と変わらない。むしろ乱高下では大きな損失が出ているという推定結果が出ているわけであります。

このように見ますと、日本のネット投資家の平均像というのは、アメリカと同様、やはり早い回転売買で敗退していく一方で、それを上回って次々と未経験の若年層が参入して取引が拡大しているということになりそうです。

もう一つ、アメリカと違った日本のネット投資家の際立った特徴というのは、ファンダメンタル分析が全く無視されている。ファンダメンタル析を全くしない、一顧だにしない人が多過ぎるということも指摘されております。そつだとい

ますと、対面営業の証券会社にとつてのネット取引拡大には、私は二面性があるのだと思います。

ネット取引が拡大してきますと、手数料率の強烈な引き下げ競争を引き起こしまして、収益面で非常に大きなプレッシャーが出ている反面で、新しい投資家を次々に開拓していったお客さんをふやしてくれているという積極的な側面、共存共栄の関係も見られるわけであります。

ネット取引というのは、初心者に証券取引への心理的なバリアを低めて気軽に証券投資を始め、初心者をふやしているわけであります。また、システム容量さえふやしてしまえば、変動費が少ないので、極めて少額のお客さんも多数抱えることができる。

最近はやりのロングテールというのが長くなって、投資家層のすそ野を広げているわけでありま

す。ロングテールというのは、恐竜のしっぽが長

いのを指しているわけでありまして、非常に少額の、預かり資産が数十万円程度の、営業員を雇っていたらとても割に合わないようなお客さんでも、ネットならいける。ネットなら採算がとれる。採算がとれるというか、口座を開設するぐらいは大したコストじゃない。だから、そういうた

お客さんも拾い込むことができる。そういうことがネット証券の積極的な側面であって、この辺は高く評価しなければならぬのではないかと私は思います。

むしろ、問題は、知識も経験もない、ファンダメンタル分析も全く関係ない、こういつた層が、心理的バリアが低い、敷居が低いネット取引を始めて、どんどん株式取引に入ってきている。これは結構なことなんですけれども、相場の波の中で成功と失敗を重ねていって、長期投資の有利性に目覚めていって、ファンダメンタル分析の重要性

に気づき始めたときに、本来は対面販売の証券営業員がその相談相手になってやらなきゃいけないのに、日本ではそうならないというのが一番大きな問題である。ある程度までくれば、アドバイスやコンサルタントの有用性に気づいてくるはずであって、リテールビジネスではそこをもっとターゲットにしたらよいのではないかと私は思います。

三、リテールビジネスの今後

では、こうしたアドバイスやコンサルタントの体制について、ネット証券自身はどういう対応をとっているのか。まず、対面営業証券ではどう対応しているのかということ、次に考えてみたいと思います。

現在とられている対応のうち、私が注目してお

りますのは、イー・トレード証券がやるうとしている Social Networking Site あるいは Social Networking Service というんでしょとか、SNS といいますが、私はこれに注目しておりますし、非オンライン証券会社では、コールセンターの拡充。このコールセンターというのも非対面なんですけれども、コールセンターというのは、別に対面営業の証券会社がおやりになってもいいと思いますし、私はこの二つに注目しているわけでありませう。

先ほども申しましたように、ネット投資家というのは、ファンダメンタル分析をほとんど無視している人が多いのですけれども、そうした人が頼りにする情報は何なのかというと、チャートとかヤフーの掲示板であるとか、そういった投資情報であるわけです。ところが、このヤフーの掲示板といった投資情報というのは、御承知のように

さんくさいものでありまして、本当に信頼性に欠ける。それを使っている人も、これは八割くらいガセだと踏んで見ているわけであります。しかし、信頼性に欠けることは欠けるわけでありまして、いつまでもこういうものに頼って売買しているわけにはいかないというのは、何カ月かしてくとわかってくるわけであります。

そこで、ネット証券の中から、最近は極めて初心者がふえてきましたので、アドバイスやコンサルタントの欠如をどういう形で補おうとするかという点、SNSによって、会員限りの信頼性に足る人々の間で、双方向の情報交換をやり合って代替しようとしているのではないかと私は思います。まさにインターネットの枠内でアドバイスやコンサルタントの欠如を補おうとするやり方であって、これはこれで一つの戦略ではないかと思えます。

いま一つの動きはコールセンターだと思えます。コールセンターというのは、日本では非対面と呼ばれておりますけれども、対面営業の証券会社でも十分できることではないかと私は思います。コールセンターの中でも私が注目したいのは、日興証券さんの株式会社アドバイスセンターと岩井証券さんのコールセンターなんですけれども、岩井証券では、単にネットがなくならなくなったときの代替というのではなくて、顧客専任制にして、電話をかければアドバイスが受けられるけれども、外交はせずに、全く受け身の営業姿勢にしているそうであります。自己責任で投資を行ってきたネット投資家がアドバイスを受けようとするときは、受け身の相談に徹することがネットから対面への橋渡しになるように思います。

また、日興コーディアルの株式会社アドバイスセンターというのは、五〇〇〇万円というかなり高い

預かり資産を取引開始基準にされておるわけでありませうけれども、ここは今年度下半期より残高ベースの手数料制にする予定でありまして、しかも顧客担当営業員の評価はお客様が行うことになつております。評価とか報酬制度もフィージビリティの体系と整合性を兼ね備えたビジネスモデルになつておるわけであります。

このような残高ベースの株式取引サービスというのは、アメリカのメリルリンチにもあるわけでありませう。どこの対面営業の証券会社でもお客様は支店に所属する営業員の担当になるわけですが、けれども、お客様が望めばそれは別の、株式アドバイスセンターというのは一種のコールセンターだと思つておるけれども、そこに集まつておる担当の営業員が残高ベースのアドバイスをされるわけですね。こういったビジネスは、アメリカのメリルリンチにもあるやに聞いております。そし

て、この部分の取引シェアも拡大しているというものが、資料3をござらいただければわかるかと思ひます。

以上、この一〇年間の証券ビジネス、証券業界について起こつた変化とその持つ意味についてお話をしてまいりました。要約しますと、この変化の背景にあるものは、間接金融そのものの市場化があること、これが停滞するようであれば、これに後押しされた変化も足踏みするかもしれませうが、今のところ、この変化の傾向が続くと考えられます。したがつて、先ほど申しましたようなホールセールにおけるソリューションビジネスはこれからも拡大するでしょうし、また業態横断的といひますか市場横断的な業界構造も続いていくであろうし、経営組織のアンバンドリングとネットワーク化も進んでいくだろうと思ひます。

他方で、ネット取引の拡大から生じた変化につ

いてはIT革命から派生していることであって、こちらはどんどん進んでいくと私は思います。また、その持つ意味は、対面営業証券のみならずネット証券についても、顧客へのアドバイス、コンサルティング、情報提供の持つ意味が重要になってくるし、現に新しいスタイル、新しい方法での情報提供の試みも始まっていると私は思います。時間も参りましたので、これで私のお話は終わらせていただきますと思います。

長時間、どうもありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 二上先生から、広範かつ深い分析に基づいた証券業界のビッグバン後の一〇年について講演をしていただきました。非常に有意義で興味あるお話だったと思います。

それでは、セミナーでございますので、皆様方

から御質問や御意見などを頂戴したいと思えます。そのための時間もつておりますので、御質問等がございます方は、手を挙げていただければと思います。どうかよろしくお願いいたします。いらっしやいませんでしょうか。

それでは、はじめに私から一つ質問させていただきます。

先生のお話では、インターネット関係のビジネスは、従来とは別の切り口から生じている現象であるとおっしゃったように理解させていただいたのですが、そういったことを踏まえた場合に証券会社においてお客様への対応をする証券マンの社内教育や研修といったものも従来とは変わってくる部分があるのではないかと思うのですが、それにつきまして先生のお考え、何かアドバイスとか御意見がございましたら、お聞かせいただければと思います。

二上 難しい問題で、うまく答えられるかどうかわかりませんが、資料³でしたか、「残高フィービジネス」と書いておりますけれども、リテールビジネスはだんだんフィーの方にいくんだらうと私は思います。ネット証券も、手数料のダンピングはほとんど限界に来ておりまして、ネット証券の中から、もう手数料で稼ぐんじゃなくて、信用取引の金利収入で稼ごうという動きも出てきつつあります。手数料のコミッションで稼ごう、あるいはコミッションを武器にした競争は、もう限界に来ている。同じことは、対面営業の証券会社にもいえるわけでありまして。全体として、ネットの方も非対面の方もコミッションよりもフィーの方にいこうとしている。それで、フィービジネスで稼げるような方向に報酬制度であるとか教育もお考えになられた方がいいと思います。

例えば、私なんかは、このラップアカウントと

いうのは非常にいい仕組みで、ぜひ使いたいなという気持ちもございます。やっぱり、今の証券会社さんの営業員に注文を頼もつとするとコミッションで評価されてしまいますので、少し足踏みするかなと感じます。

ですから、フィービジネスに即応した整合的な教育、報酬制度、評価というのをおとりになられたらいかかと思うわけでありまして。そういう面では、私は日興コーディアル証券の試みについて注目しているわけでありまして。

抽象的な答えで申しわけありませんけれども、以上です。

若林常務理事 どうもありがとうございます。
質問者 そういう意味では、日本にはレジスタード・インベストメンツ・アドバイザーという制度がないのです。いわゆるコミッションではなくてフィーを払うには、フィーは何のために払うのか

ということをちゃんといつてもらわないと困るのであって、フィーというのは何のために払うかといえば、フィデュシアリー・デューティーですね。要するに、あなたのためにすべてをささげます、証券を売買してコミッションをもらうのではありません。そこにいわゆるコンフリクト・インタレストがあるのですけれども、日本においてはまだそういう議論が何もされていない現状でフィー・ビジネスに変えるといわれても、多分この証券会社もできないんじゃないかと思えますけれども、その辺の見解はいかがでしょうか。

二上 今御指摘されたことは全くそのとおりなんです。おっしゃるように、フィデュシアリーの觀念が定着していないじゃないか、それを無視してできるのかという御批判だと思えますけれども、やらなきゃだめなんじゃないでしょうか。ぜひやっていたきたいし、業界の皆さんが努力され

て、業界の体質をそういう方向に改善していただきたい。ぜひそう思います。

私はそれを希望してあるわけですし、できるかといわれると、ぜひ皆さんの力でそれをしていただきたいと思えます。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

ほかにどなたかいらっしやいませんか。御意見でも御質問でも結構でございます。

質問者 関係があるかどうか、ちょっと質問させてもらいたいと思えます。

先ほどの一つの流れの中で大きく変化した点というのは、我々の商売から見ますと、銀行の窓販で投資信託が大きく拡大した。その中で、一番目につきますが、国際投信のやっているグロソフというのが五兆円の残高を集めた。これは、日本の投信業界では歴史的にもないことだと思っております。

その現象を、先生はどうおとらえになつておられるのか、一時的な現象とお考えになるのか、一つの傾向として見ておられるのか、その辺の見解をお聞かせいただければと思います。

二上 ああのグロソフは、私なんかが見たら買いたいとは思わないですね。

なぜかというと、分配してもらつたつて税金でかなり取られてしまいますし、買いたいなとは思いませんけれども、私のような者は少数派で、買つていらつしやる方がいらつしやる。それは、実感として毎月毎月年金がわりに配当金がもらえて、そういう年金世代の高齢者の方々のニーズに合致した、そういうマーケティングの面での成功があつたんだらうと思います。

そういう面では、毎月分配型の株式の投資信託が最近ふえていると聞いています。毎月分配型というのは、高齢者、年金をもらつている世代には

ぴったりとしたニーズがあつたので、ヒットしたと思います。しかし、僕から見れば買いたいとは思いませんけれども。どう思つかというところのぐらゐの感想しかないんですけども。

以上です。

若林常務理事 よろしいでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで終わらせていただきたいと思います。存じます。

二上先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(にかみ きよし・滋賀大学経済学部教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成一八年九月七日に開催されました。)

二 上 季代司 氏

略 歴

- 1975年3月 大阪市立大学商学部卒業
- 80年3月 大阪市立大学大学院経営学研究科商学専攻博士課程修了
- 80年5月 財団法人 日本証券経済研究所大阪研究所に研究員として入所
- 85年5月 同 上 主任研究員
- 2003年4月 滋賀大学経済学部教授
- 2005年4月より、ファイナンス学科長・大学院グローバルファイナンス専攻科長
- 1992年9月 大阪市立大学より学位授与。博士(商学)。
(学位論文『日本の証券会社経営——歴史・現状・課題』東洋経済新報社、1990年4月)
- この間、1992年4月～1993年3月 大蔵省証券取引審議会委員
- 1994年1月～1995年6月 ロンドン大学客員研究員