

# 金融サービス業の新しいプラットフォーム

渡部 亮

ただいま御紹介いただきました渡部でございます。今日は、「金融サービス業の新しいプラットフォーム」という題で、一時間ほどお話しさせていただきます。

## 一、時代の流れ

### (1) 各時代の様相

(一九九〇年代)

今、我々が置かれている時代はどのように位置づけられ、どのような言葉で表わすのがよいので

しょうか。資料2ページをご覧ください。

一九九〇年代に入って、GlobalizationとDeregulationという流れが出てきました。二〇〇五年にトーマス・フリードマンが『World is Flat』（『フラット化する世界』）という本を書きました。この本は、グローバル化、規制緩和が進み、世界がフラット化することにより、世界全体が繁栄するという極めて楽観的なトーンで書かれていました。

(二〇〇〇年代)

二〇〇〇年代前半には、実際にそのような時代が来ました。Great Moderationと呼ばれ、金利は低く、資金も新興国から先進国に安定的に流れて、万事うまくいくというプラスサムの世界が生まれたわけです。

その後、二〇〇八年に、リーマン・ショックが起きて、Great Recessionと呼ばれる大景気後退に陥りました。

(二〇一〇年代)

これを受けて、De-Globalization (脱グローバル化)と呼ばれる、それまでのグローバル化に逆行するような内向きの流れが出てきました。金融に関しても、規制が強化され、Financial Repression (金融抑圧)と呼ばれる動きが出てきました。

さらに足元で、私なりの表現で申しますと、

Great Divergenceという状況が起きているように思えます。Divergenceと云うのはConvergenceの逆で、分離又は乖離という意味です。先進国がそれなりに安定している一方、新興国が御存じのような苦境に陥っています。アメリカとヨーロッパの間でも、アメリカが金融緩和を終えて金利を上げ始めたのに対し、ヨーロッパは一層の金融緩和を志向するという違いが出てきています。また、ヨーロッパの中でも、東と西、北と南の乖離がかなり進んでいます。先進国の中で所得格差の問題が起きているわけです。このように、いろいろなところでGreat Divergenceという状況が起きています。

## (2) 情報通信技術 (ICT) 革新

情報通信技術の発達がGreat Divergenceをも

たらしています。資料3ページをご覧ください。

昨年、ニューヨークダウとS&P500は下落しましたが、下落幅はそれほど大きなものではありませんでした。しかし、その内訳を見ますと、大幅に上がった株と、エネルギー関連のように大幅に下がった株がありました。全体を平均しますと変化はわずかですが、その中にGreat Divergenceがあるということです。Amazon.comとNetflixの株価は二倍ぐらいい上がったはずです。これらの二社とFacebook、Googleの頭文字をつなげてFANGと呼ばれます。Fangという単語には「牙」という意味があり、最近、一種のはやり言葉として使われています。また、FANGの四社とその他の株価が上がった五社を合わせて、Nifty Nineと呼ばれています。なお、Fangの前に否定の意味のdeをつけますとdefangとなり、牙を抜くという意味になります。今年の

初め、Netflixなども株価が大幅に下落し、まさに牙を抜かれたような状況に陥りました。

ここ数年、情報通信技術の革新には目覚ましいものがあります。資料3ページでは、左から右に、コンセプト、ハード・ソフト・インフラ、商品（業務）という欄を設けています。資料3ページのコンセプトの欄に、モバイル（携帯）、ソーシャル（仲間）、シェア（共有）、ネットワーク、アクセス（接続）、do it yourself（セルフサービス）などを掲げています。このようなコンセプトを具体化するために、ハード・ソフト・インフラの技術があり、それに乗っているような商品（業務）が出てきているわけです。

表の商品（業務）の欄の(2)に「通販、決済」という言葉が出てきます。最近、Fintechという言葉がよく使われるようになりました。決済はFintechの一つです。しかし、決済だけがFintechではあ

りませんので、表では、通販・決済とは別の項目としてFintechを掲げた方がよかったかもしれません。

## 二、プラットフォーム戦略

(プラットフォームとは何か)

最初の 아이폰 が出たのが二〇〇九年で、ビットコインが試行錯誤的に動き始めたのが二〇一〇年頃でした。ITの世界では、キーワードとして「プラットフォーム」という言葉がよく出てきます。私は、言葉の意味がわからないとき語源を調べることが多いのですが、プラットフォームについても語源を調べてみました。それによりまずと、プラットフォームとは、元々はフランス語の *plate forme* で、「平らな形」という意味の言葉です。まさに電車のプラットフォームのような

形を表した言葉です。

資料4ページにありますように、現在、プラットフォームという言葉は、共通の目的を持ったユーザーやサプライヤーが、共通の方式で利用(アクセス)できる基盤技術を指すものとして使われています。

電車のプラットフォームは、このような意味でのプラットフォームです。例えば、東京駅のプラットフォームを利用する人の中には、東海道線で行く人もいるし、山手線の他の駅に行く人もいます。いろいろな人が三々五々東京駅に来て、プラットフォームからそれぞれの行き先に向かう電車に乗ります。鉄道の線路やプラットフォームは共通化されており、電車に乗る人は、たとえ行き先が異なっても同じようにプラットフォームを利用することができます。もしプ

ラットフォームがなかったり、プラットフォームの高さが違っていたりしたら、大変なことになるでしょう。

(プラットフォームの公共財的性格)

私は、プラットフォームには公共財的性格があるのではないかと考えています。よく言われますように、公共財には二つの特色があります。つまり、非競争的であって、かつ非排他的なものであるということ。空気がその典型です。空気は、ある人が吸っているから、他の人が吸えないということはありません。他の人を押しつけることなく、同じものを共同で利用することができます。また、このような財について、他の人を押しつけて使わせないようにするためには、非常にお金がかかることになります。

(独占まがい戦略)

プラットフォームを利用するためには多少のお金がかかります。ITの世界で申しますと、少なくとも従来は、マイクロソフトのウィンドウズを利用するには、多少のお金を支払わなければなりませんでした。しかし、みんなが低料金で利用できるという意味で、ウィンドウズは公共財的性格を持っています。全くただですと商売になりませんので、プラットフォームを言えば私有財化し、独占まがいの状態を作って、顧客を囲い込み収益を上げようとしています。多くの人が使えば使うほど、固定費が低下し、規模の経済効果が実現する、このようなものがプラットフォームです。

政府が指示したからウィンドウズが使われるようになったわけではありません。事実上の標準であり、先に陣取りした方が勝ちで、先行者利得を得ることができます。しかし、囲い込みが行き過

ぎて独占的になりますと、独占禁止法等との関係で問題が生じます。マイクロソフトやグーグルなどが、特に欧州においていろいろと訴訟を提起されているのは必然的と言えるのかもしれませんが。

資料5ページにありますように、ウィンドウズ、アンドロイド、iOSなどはデジタル・プラットフォームと呼ばれると思います。これらは、スタンド・アロンの自己完結的な商品から、開放的で有機的な生態系を持ち、追加機能が設定されることを通じて、膨らみを増していくようなものに変化してきています。

#### (プラットフォーム戦略のメリット)

独占まがいの状態を作るプラットフォーム戦略のメリットは、多くの利用者を取り込むことによって、勝者のひとり勝ちを実現することが可能になるといふことです。英語で *Winners take*

*all*、あるいは *Only game in town* と言われますように、一つのプラットフォームが全てを獲得するという状態が実現することになります。一時のウィンドウズがそのような状態にあったと思います。

#### (プラットフォーム戦略のデメリット)

他方、プラットフォーム戦略のデメリットは、独占まがいが実現していることで、革新が進まなくなりがちだということです。ウィンドウズにもそういう時期がありました。読売ジャイアンツが強過ぎて野球がつまらなくなってしまうような、*winner's curse* (勝者の呪い) という状況が生じるわけです。こうした状況を克服するために、*cannibalization* (共食い) を恐れず、自社の既存の成功商品を犠牲にして、将来のために新しい製品を投入するという戦略に取り組まなければ

なりません。

席上に『The Second Curve』と題する書評論文のコピーをお配りしています（講演録の末尾に添付）。ここで、Second Curveとは、古いカーブを捨てて、新しい二つ目のカーブを作るという意味です。同様に、cannibalizationも、成功しているビジネスを捨てて、新しいビジネスに参入することを意味しています。その典型的な例が、アマゾンのキンドル・ファイヤーというeリーダーです。アマゾンでは物販からビジネスを始め、本を売って儲けていました。eリーダーは電子書籍です。アマゾンは物販からビジネスを始め、本を売って儲けていました。eリーダーは電子書籍です。アマゾンの戦略は、物販を捨ててしまします。アマゾンの戦略は、物販を捨てていくわけではありませんが、本が売れなくなることを覚悟の上で、電子書籍を投入していくというものです。

共食いを恐れず、既存の成功商品を捨てて新し

い製品を投入していかないと、勝者の呪いに陥ってしまいます。当面は成功した商品売ってれば儲かるとしても、それだけに寄りかかってしまうと、必ず競争相手が出てきて足元をすくわれることとなります。勝者の呪いを避ける道は、共食いを恐れず、次の新しい成長曲線（新しいS字曲線）に乗っていくことだと思います。

### 三、金融サービス業のプラットフォーム

#### フォーラム

#### (1) プラットフォームとしての貨幣

##### （貨幣の公共財的性格）

次に、本題の金融サービス業のプラットフォームに入ります。金融サービス業におけるプラットフォームとは何でしょうか。資料6ページをご覧ください。先ほども申し上げましたように、プラッ

トフォームには公共財的性格があり、誰でも使えて、しかも他の人を排除することは困難です。

すぐに思いつくのが貨幣です。円という貨幣について考えますと、日本国内であれば誰でも使えますし、円の単位を使っていろいろな価値を計測することができます。このように、貨幣は、一面、私有財ではありませんが、同時に、公共財的性格を持っており、金融サービス業の典型的なプラットフォームであると言えるのではないかと思います。

なお、現在の貨幣は法貨 (legal tender) であり、一国の法律の規定に基づき、その国の中だけで流通しています。ドルはデファクト・スタンダード (事実上の標準) として外国でも通用しますが、これは例外です。普通の国の貨幣は、国内でしか流通しないという意味で、完全なプラットフォームではありません。なお、後で申し上げますように、ビットコインは、国境を越えて流通し、世界共通のプラットフォームになり得るものではないかと思っています。

すように、ビットコインは、国境を越えて流通し、世界共通のプラットフォームになり得るものではないかと思っています。

#### (貨幣の本質は信頼)

貨幣は、公共財的性格を持つと同時に、Essence of money is trust であるという点が重要です。国家が発行するものですから、国家に対する信頼がないと流通させることはできません。このことは、破綻した国家の状況を見ると明らかです。

貨幣は、国家なり、そのエージェントである中央銀行——正確無比で信頼が置ける官僚機構——が発行しています。旧来の金融システムにおいては、中央銀行に対する信頼が貨幣に対する信頼性を高めたと言えます。なお、預金通貨という言葉がありますように、預金もまた貨幣で



す。この場合は、預金を受け入れる民間銀行に対する信頼に基づいて預金通貨が発行されます。したがって、この場合は、民間銀行に対する信頼が何よりも重要です。

## (2) 貨幣を巡る時代の流れ

### (貨幣の起源)

資料7ページをご覧ください。一年余り前に、当研究所の機関誌の『証券経済研究』に『Money』という本の書評を書きました。最近、放射性炭素年代測定法 (radio carbon rating) によって古い時代のことがわかるようになってきました。それによりますと、メソポタミア時代に既に貨幣が存在しており、貸借関係の記録が貨幣の起源になったということです。経済学者はよく、物々交換は不便なので貝殻や石が貨幣として使われるようになったと言いますが、どうもこれは後講釈で、財

としての貨幣が存在する前に、貸借関係の記録という形で貨幣が存在していたようです。国家が出現する前ですから、慣習法なのでしょうが、当時のメソポタミアには、貸借関係の厳密な記録を強制する慣行があったのではないかと思います。

### (近代国家における貨幣)

一六四八年のウェストファリア条約以降に近代国民国家が出現し、国の言葉を定めると同時に、国民通貨を発行するようになりました。つまり、国家の信用、あるいは王権の信用を背景に、*fiat money* (強権通貨) が *legal tender* (法貨) として流通するようになりました。

その後、*legal tender* の発行が中央銀行にアウトソースされるようになりました。一七世紀末に最初の中央銀行ができ、それがだんだん広がっていったわけです。さらに時代を下っていきます

と、民間銀行の負債である預金が貨幣（預金通貨）として通用するようになりました。

#### （疑似貨幣の流通）

二一世紀になって、厳密な意味で銀行の負債とは言えない、疑似貨幣が流通し始めました。例えば、MMF（マネー・マーケット・ファンド）、ABS（資産担保証券）、CDO（債務担保証書）などです。

預金通貨が貨幣として流通していた時代は、銀行への信頼が基盤になっていました。しかし、銀行以外の、いわゆるノンバンクがこのような疑似貨幣を発行するようになったことから、従来、銀行が担ってきた機能がノンバンクに移行していきましました。しかも、それが過剰なまでに拡大しましたので、市場メカニズムを通じて貨幣を管理することができなくなりました。その結果、金融シス

テムへの信頼が失墜し、金融危機が起きることになったのではないかと思えます。

#### （新しいプラットフォーム構築の必要性）

二〇〇八年以降の Great Recession の下で、規制の強化、財政資金の投入等を通じて、銀行の整理、立て直しが行われました。このような経緯を経て、金融サービス業の新しいプラットフォームを構築する必要が出てきています。そこに、後で取り上げます FinTech が絡んでくるわけです。

### 四、商業銀行と投資銀行

#### (1) 概観

資料8ページの表は、商業銀行の伝統的業務の外で、疑似貨幣が発行される過程を説明するために整理したものです。

商業銀行の伝統的業務は、決済業務と預貸業務（信用仲介業務）です。アメリカでは、二〇世紀

末にグラス・ステイガル法が撤廃されました。

これにより、商業銀行と投資銀行の垣根がなくなり、商業銀行が投資銀行業務を行うようになり、投資銀行業務は、発行市場業務、流通市場業務及び自己投資業務から成っています。これらの業務を商業銀行が行うようになったわけです。

それに加えて、商業銀行は、OTD (originate to distribute) 業務や資産運用業務も行うようになりしました。なお、OTD業務とは、融資債権を証券化して販売する業務です。

世界のメガバンクは、グローバル・ユニバーサル・バンクとして、商業銀行の伝統的業務に加え、投資銀行業務、OTD業務、資産運用業務を行っています。

## (2) 投資銀行の業務

(投資銀行の伝統的業務)

投資銀行の伝統的業務とは、ブローカレッジ業務、アンダーライティング業務、マーケットメイキング業務（デューリング業務）及びアドバイス業務です。私は、投資銀行に求められる能力なし手腕はリーダーシップであると考えています。

言い換えますと、投資銀行業務とは、具体的な成果を出すため、顧客を引っ張っていくような業務と言えるのではないでしょうか。

(リーダーシップとマネジメント)

本来、リーダーシップとマネジメントは違います。確かにマネジメントは経営と訳しますし、英語でもマネジメントという言葉は経営という意味で使うのですが、両者は違うものだと考えています。この話は、最近よく言われますし、古くは

マックス・ウェーバーが官僚や行政について書いた本の中にも出てくるようです。

マネジメントにおいては、効率性と正確さが重要です。例えば、車で甲府から東京まで行くことを考えたとき、スピード違反はしませんが遅れることもなく、決められた時間に正確に着く、燃費効率を改善する、このようなことをきちんと管理するのがマネジメントです。無謬性、信頼性、予測可能性があつて、最優良慣行に従つてリスクを管理することが官僚機構の非常に重要な役割です。ルール（規則）とヒエラルキー（位階制）があり、その中で、非属人的に決められた職分を全うすること、個人の裁量的判断は控え、決められたことを決められたとおりに正確に行うことが求められます。アメリカでは、マネジャーは取締役のことではなく、むしろ、例えば、市役所などの窓口係の人たちのことを言います。このような意味

で、商業銀行は、効率性と正確さが求められるマネジメントの世界に属していると言えるのではないかと考えています。

他方、リーダーシップは、プロセスより、むしろ結果を出すことが求められます。リーダーシップを発揮するためには実効性や創造性が必要です。ルールがない世界で、異例の資質と先見性を持った個人が、カリスマ的な能力や権威を発揮して追随者を啓発し、裁量的判断を行つて結果を出すのがリーダーシップです。こうしたリーダーシップは投資銀行業に固有のもので、なお、リーダーシップとはこのような性格のもので、それを発揮した結果、間違えることもあることに留意する必要があります。

本当の意味での経営には、リーダーシップとマネジメントの両方が含まれています。日本語の経営という言葉にも、リーダーシップとマネジメント

トが混じり合っているのではないかと思ひます。

### (3) 商業銀行の業務

#### (商業銀行の伝統的業務)

資料11ページをご覧下さい。商業銀行の伝統的業務の一つは、決済手段である預金通貨を発行して行ふ決済業務です。これまで決済業務は商業銀行の独占的業務でしたが、表立ってこれで儲けるようなことはしてこなかったように思ひます。

二つ目が信用仲介業務で、伝統的には家計の貯蓄を企業や政府に融資する業務です。信用仲介業務は銀行の独占的業務ではありませんので、ノンバンクが参入し、直接金融が発達することによって、次第に侵食されてきました。

商業銀行業務を遂行するに当たっては、間違いが起きてはなりませんので、良質な民間版官僚機構が必要とされます。私は、決済業務と信用仲介

業務はプラットフォームビジネスだと考えています。間違いが起きないように、正確無比に事務を処理する必要があります。マネジメントが重要になります。電車が正確な時刻に到着し、正確な時刻に発車して、決められた駅に向かうように、決済業務と信用仲介業務においても、正確な事務処理が不可欠です。

預金通貨の発行について、若干付言させていただきます。資料12ページをご覧下さい。預金通貨は決済に使われます。例えば、銀行がワイシャツ屋に一〇〇万円を貸す場合を考えます。このとき、ワイシャツ屋の預金が一〇〇万円増えて、同時に借入が一〇〇万円増えます。銀行にとっては貸出が一〇〇万円増えて、預金が一〇〇万円増えます。この間、現金は一銭も動いていません。ワイシャツ屋は、こうして得た預金を基に、手形や小切手を振り出して生地を仕入れま

す。また、職人の給料は、通常、ワイシャツ屋の口座から職人の口座に振り替える形で支払われます。そのような意味で、預金が貨幣の役割を果たしており、これが従来の銀行の伝統的な決済業務でした。

### (商業銀行の副次的業務)

規制緩和によって商業銀行と投資銀行の垣根が廃止された後、商業銀行の業務にトレーディング業務が入ってきました。資料13ページをご覧ください。トレーディング業務とは自己勘定による投資で、商業銀行は預金以外の負債を調達して、ハイリスク・ハイリターン資産投資を始めました。イギリスやアメリカの新聞で実際に使われている言葉を借りますと、いわばカジノバンキング的なことが行われるようになったわけです。

加えて、OTD業務が入ってきました。これ

は、伝統的業務の商品である融資債権を証券に組み替えて投資家に販売する、いわば製販一体業務のようなものです。ちょうどユニクロが製造と販売を一体として行っているのと同じようなイメージです。

ここで言う投資家の中には、他の商業銀行傘下の投資会社なども含まれています。OTD業務を行っている商業銀行自身も、傘下に投資会社を持つており、その投資会社は別の商業銀行がオリジネットした証券を買っています。一時期、このような業務が、グローバル・ユニバーサル・バンキング（フィナンシャル・スーパーマーケット）のビジネスモデルとしてプラットフォーム化する動きがありました。しかし、管理がずさんであったこともあって、その後、崩壊することになりました。

## (OTD業務)

先ほども申し上げましたように、OTD業務は、伝統的業務の商品である融資債権を原材料として利用し、これを証券に組み替えて販売する製販一体業務であり、多くの資本を投入して貸出とトレーディングの両方を行うものです。単なるトレーディング業務ではなく、負債発行によって調達した資金を基に、証券化商品を組成し販売するとともに、別の商業銀行がオリジネートした証券化商品を購入します。資料14ページを参照して下さい。しかし、それが、情報開示が不十分な「影の金融市場」で行われたために、商業銀行の経営の足を引っ張るようになり、二〇〇七年八月にはいわゆるパリバ・ショックが起きました。これが最終的にはリーマン・ショックにつながっていくわけです。

## (証券化商品の組成)

資料15ページは、証券化商品の組成プロセスを図にしたものです。一番左がオリジネーターの銀行Aです。大手の商業銀行も、傘下にモーゲージバンク部門を持っている場合が多かったと思います。まず、モーゲージバンクが住宅抵当貸出をオリジネートします。次に、別の銀行Bが融資債権を買い取り、それを担保にしてMBS（住宅抵当証券）を発行します。三番目の銀行Cは、SPC（特定目的会社）を作って資金を調達し、銀行Bが組成したMBSなどを買い取って、これらを組み合わせた仕組み債を発行します。次に、銀行DがSIV（投資ビークル）を作り、ABCP（資産担保コモディシャルペーパー）を発行して資金を調達し、その資金でCの銀行が組成した仕組み債を買い取ります。このような形で銀行が互いにつながっているわけです。図では、銀行A、銀行

B、銀行C、銀行Dを異なった銀行として整理しておりますが、実は銀行Dは銀行Aの役割を果たすことがありますし、銀行Cも銀行Bの役割を果たすことがあります。このように、多くの銀行が入り乱れてOTD業務を行っていました。

外国の新聞は、このような状況を financial incest（金融の近親相姦）と呼んでいました。また、「ソーセージ工場の悲劇」と呼ばれることもあります。つまり、A銀行が行った住宅抵当貸出をソーセージの肉としますと、B銀行はそれを原料にソーセージを作ります。C銀行は、フランクフルトソーセージやチョリソなど、いろいろな種類のソーセージの詰め合わせを作ります。D銀行は、それを買い取り、さらに手を加えて顧客に売ります。このとき、最初にソーセージを作るために仕入れた肉が本当に豚肉だったのか、食用に適さない肉は入っていないかったのか、外から見ただ

けではわかりません。証券化商品の不良債権化は、十分な説明がなされないまま、食べられないソーセージの詰め合わせが販売された例になぞらえることができるでしょう。まさに「ソーセージ工場の悲劇」が起きたわけです。

#### （まとめ）

資料16ページは、以上で申し上げたことを整理したものです。図の一番下にありますように、これまで、伝統的な商業銀行は預金を受け入れて貸出を行う、いわゆる間接金融の業務を行ってきました。しかし、近年、優良企業は自社の内部資金で十分に資金を賄うことができるようになり、加えて、図の上の方にありますように、機関投資家を通じて企業に資金が回る直接金融のルートが発達してきました。このような中で、商業銀行は、新たな収益源を確保するために、グローバル・ユ



ニバーサル・バンキング業務を始めたわけです。疑似貨幣を発行し、それによって得た資金で証券化商品を買うようになりました。製販一体の形でそうした業務を行うようになり、結果的に破綻することになりました。

## 五、グローバル・ユニバーサル・バンキングの終焉

(カルチャアの違い)

私は、商業銀行と投資銀行では、相当カルチャアが違うのではないかと思っています。

商業銀行は、マネジメント志向のビジネスだと考えています。バイサイドで、顧客との長期的な信頼関係が重視され、そのベースには銀行員の手堅さがあります。たしかチャールズ・ディケンズの『二都物語』に銀行員を作る話が出てきます。

銀行に雇われますと、暗い倉庫の中に一〇年間ぐらい入れられます。太陽に当てないため、色が白くなって非常に地味な感じになります。そうなったところで、初めて店頭に出しますと、この銀行員は信頼できると見られて、客が集まってきます。商業銀行の業務は、基本的にはリスク回避志向で運営されますが、業務の特性から、全ての預金者が一齐に預金を引き出すことはなく、全ての融資先が一齐に倒産することはありませんので、大数の法則が働いて全体としてはうまく回ります。いわゆるプラットフォーム型のビジネスであるとと言えるでしょう。

他方、投資銀行は、リーダーシップが優先するビジネスです。セルサイドで、短期的な取引が重視され、信頼というより、その場の契約によって安全性が担保されます。リスクを回避するというより、リスクを取って利益を上げようとしています。

買い手危険負担 (caveat emptor) という概念があります。買手の責任が問われる売り切り商品の取引が多いと言えます。いわゆる非プラットフォーム型のビジネスであると思います。

### (環境変化とそれへの対応)

先ほど「ソーセージ工場の悲劇」に言及しましたが、グローバル・ユニバーサル・バンキングが破綻したことによって、どのようなことが起きたでしょうか。資料18ページの上段にありますように、自己資本比率規制、ヴォルカー・ルールなど、規制の強化が図られました。商業銀行と投資銀行のカルチャーは異なっているのではないかと、いう反省のようなものも生まれているようです。また、長期間にわたって低金利の状態が続いた結果、信用仲介業務で儲けを上げるのが難しくなりました。さらに、Fintechという新興勢力が台頭

してきました。

こうした環境変化へのグローバル・ユニバーサル・バンクの対応について、資料18ページの下段に整理しています。これらの銀行は高リスク業務からの撤退を進めています。そうしますと収益率が低下し、ROEが下がります。ROEが下がりますと、株価が下がりますので、株主からプレッシャーがかかってきます。このため、銀行の経営陣は、業務を縮小し人員の削減を進めます。今、ドイツやスイスなどの欧州系の銀行が、このような局面に立ち至っています。

このような環境の中で、銀行は、スプレッド業務からファイ業務への転換を進めています。改めて、安全性や健全性が重視されるようになってきています。一年ほど前、ゴールドマン・サックスのブランクフェイスCEOが、これからはセーフティー・アンド・サウインドネス（安全性と健全

性)を重視していくと表明しました。同社も随分変わったなと思いましたが、いずれにせよそのようなことが起きているわけです。

(危機対応が遅れた欧州系)

このような中で、欧州系の銀行は対応が遅れ、後手に回っています。

資料20ページの表にありますように、欧州系には、非常に規模の大きい銀行がたくさんあります。例えば、UBS、クレディスイスの総資産はスイスのGDPを超えています。従業員につきましても、スイスの人口の1%相当がそれぞれのメガバンクで働いていることになりました(ただし海外現法の従業員も含む)。この他、ドイツチェバンク、バークレーズ、HSBCなどでも、GDP比で見た総資産や人口に占める従業員の数は、非常に高くなっています。もしこれらの銀行の経営

がおかしくなりますと、国全体に甚大な影響が及ぶことになるでしょう。なお、日本の銀行の場合、大きいとはいえ、従業員数の人口に対する比率は、上位三行でも1%をはるかに下回っている状況です。

(資産運用業務のトリプルメリット)

このように業務の縮小を進める中で、儲かる業務は何かというので、特にスイスの銀行が力を入れているのが資産運用業務です。資料21ページのとおり、資産運用業務には、固定的なフィーが入ってくるため収入源が安定していること、自己資本が節約できること、少子高齢化のような人口動態の変化に対応できること、この三つのメリットがあります。このような業務の顧客は、先進国の富裕層と新興国の上流層です。ここで、先進国の富裕層には世襲中間層を含んでいます。トマ・

ピケティの『二一世紀の資本』にも出てきますが、日本について申しますと、団塊の世代の子どもたちの中に、親の財産を相続する人たちが出てくるのが予想されます。このような世襲中間層の人たちも富裕層の中に分類されるわけです。

資産運用ビジネスはアセット・マネジメントと呼ばれますが、私は、これは誤称だと思えます。マネジメントももちろん大事ですが、安全なだけでは困ります。むしろ、リーダーシップを発揮し、ある程度のリスクを取りながら、運用を行うという側面が強いのではないかと考えています。アセット・マネジメント・ビジネスでは、必ずしも規模の利益は働きません。規模が小さくてもできるビジネスですので、大銀行以外のブティックが入り込む余地があります。逆に、規模の利益を働かせようとして、グループ内の他部門が組成した投資信託や新規公開株などを強引に自社ルート

で販売しよういたしますと、利益相反の問題が生じます。

資料21ページが一番下にありますように、資産運用業務には、最近On-line social investment networkやRobo advisorなどの新規参入者が続々と出てきています。銀行は、ロボットのほうが信用できるといったことにならないように心がけなければなりません。

資産運用業務がプラットフォーム型ビジネスと言えるのかという点に関しては、少数の金融機関が大きなシェアを占めるようなビジネスになるとは考えにくいのではないかと見ています。

## 六、FINTECH

(グローバル・ユニバーサル・バンキングの機能分解)

Fintechは、グローバル・ユニバーサル・バンキング(フィナンシャル・スーパーマーケット)の機能分解を起こすものです。総合金融業のビジネスプロセス・リエンジニアリングが進んでいます。

初期のパソコン業界では、IBMが君臨していました。しかしその後、マイクロソフト、インテル、デルコンピュータが台頭してウインター連合を形成し、IBMは自社のパソコン事業をレノボに売却しました。総合金融業の機能分解もそれとよく似ているのではないかと思います。別の例で申しますと、靴ならABCマート、洋服ならユ

ニコロなどのカテゴリーキラーと言われる専門店が出現して、総合スーパーで雑貨が売れなくなつたことも似ています。

金融業の機能の分解が進みますと、新たな主役は銀行と言うより、むしろハイテク企業ということになるのではないかと思います。

(シリコンバレーがウォールストリートを圧倒)

最近、Dunbar's numberということがよく言われるようになりました。ロビン・ダンバーというオックスフォード大学の文化人類学者が、霊長類の脳の重さと交流範囲の数は比例しているという説を唱えました。それによりますと、人間は、霊長類の中で最も脳が大きく、仲間の数も多いとされています。しかし、そのような人間でも、完全にマネージできる仲間の数は一五〇人ぐらいにとどまるといふことです。ちなみに、イギリス人

が送るクリスマスカードの枚数を調査したところ、平均一五三枚であったようです。

かつて、商業銀行が総合金融業を志向し、一〇万人単位の職員を擁して大規模に業務を展開しようとはしました。しかし、組織の中に非常に高い仕切りができてしまい、互いの意思の疎通ができなくなつたと言われています。このことも、人間にとっての交流範囲の限界を反映したものと言えましょう。

例えば、リーマン・ショックが起きた後、二〇〇九年にアメリカでTARP (Troubled Asset Relief Program、不良資産救済計画) が実施されました。ここには、住宅ローンを抱えている家計のうち、悪質でない優良な借り手を救済するため、借り換えを促進するという施策が含まれていました。この救済策が実施される過程で、ある銀行において、債務のリスケジュールのため一時的

にモーゲージローンの返済が止まった際、融資部門以外の部門がデフォルトと錯覚して、差し押さえにかかるということがあったようです。つまり、銀行内で、部門間の連携がとれていなかったわけです。

かつて、IBMが、あまりにも巨大になり過ぎて機能分解したように、金融業においても、個別業務に特化し、それを効率的に行うようなテクノロジーカンパニーが出てきています。つまり、シリコンバレーがウォールストリートを圧倒しつつあるということです。今後、主役を演ずるのは、銀行でなくICT企業になるのではないのでしょうか。

なお、Fintechによって、銀行のバックオフィスのICT化が進むと予想されることも付言しておきたいと思います。

もう一つ、Fintechの発達に伴い、巨大銀行の

機能分解が進むと予想する背景には、アメリカに固有の自由至上主義 (libertarianism) という考え方があります。つまり、アメリカには、大きいより小さい方が自由で良いという考え方があり、そのような考え方の影響を受けている面もあるように思います。

(決済業務)

資料23ページのとおり、Apple Pay のようなICT企業が既に決済業務に参入してきています。ただし、これは、クレジットカード会社が決済に介在するという意味で、必ずしも画期的と言えるようなものではありません。

そこで新たに出てきたのがブロックチェーンという技術です。これは、指紋や顔による認証ではなく、Hash 関数でブロックチェーンを解読することによって本人の身元確認を行うものです。

資料24ページの記述は、ブロックチェーンに関するフィンランシャル・タイムズの記事を抜粋したものです。これによりますと、ブロックチェーンは、取引データがブロックとして鎖のようにつながったものです。利用者が各自銘々の秘密鍵 (private cryptographic key) を使って、誰でもデータベースを見られますが、既存のデータを改変することはできず、永久にデータがなくなることもありません。

ブロックは互いにつながっており、チェーンの前段階のブロックによって、データの真正性が確認されます。また、取引参加者が互いに監視し合う仕組みになっているため、将来、仲介機関や中央清算機関が不要となる可能性を秘めています。

(Bitcoin)

ブロックチェーンはビットコインや決済業務に

応用されつつあります。デジタル化された分散型帳簿が、各取引参加者のところに暗号化された形で存在し、ブロックチェーンのデータベース管理技術によってこれらを照合していきます。

これまでのデジタルマネーと異なり、ビットコインには匿名性があります。またビットコインは、国が定めた法貨ではありません。国境がなくどこでも通用し、グローバルなプラットフォームになり得るもので、貨幣のeメールと言ってもよいと思います。したがって、これが決済に使われるようになりますと、プラットフォーム化（標準化）していく可能性が出てきます。よく言われますように、悪用することが割に合わない仕組みであることが、ビットコインの信頼性を担保しているようです。

#### （銀行のバックオフィスのICT化）

銀行のバックオフィスのICT化が遅れています。二〇〇八年以降の金融危機への対応に追われたこともあり、銀行の統合が進みメガバンク（フィナンシャル・スーパー・マーケット）が誕生する中で、コンピューターシステムの統合が遅れたことも影響しているように思います。

このため、銀行は、今、躍起になってICT投資を行い、ブロックチェーンを利用した決済システムを整備にも力を入れています。このシステムの特徴は、一元的集中決済ではなく、分散型決済であることです。これまで、日本の場合は日銀ネット、アメリカの場合はFed Wireといった中型の勘定元帳があつて、そこで一元的に決済を行っていました。それに対してブロックチェーンを使った新たな決済システムは、メッシュ型あるいはグリッド型の多元的な決済システムと言える



ものです。銀行もそれに対応できるようにバックオフィスでのICT化に力を入れているわけです。

(クラウドファンディング)

Fintech の関連で、もう一つ注目されるのがクラウドファンディングです。別名 Peer to Peer finance 又は Market place finance とも言われ、個人が互いに資金を融通し合うものです。この分野では、昨年、Lending Club というベンチャー企業が新規公開を行って話題になりました。

昔、イギリスに Building Society という住宅金融機関がありました。これができた一九世紀中頃の当時、イギリスでは、産業革命が進み、都市部に労働者が集まりました。都市部では、それまで住んでいた農村と異なり、周りに顔見知りはおらず、知人からお金を借りるわけにはいきません。

そのような人たちに住宅金融を行う機関として

Building Society が設立されたわけです。当初は、会員数も一〇〇人に満たないような、いわゆる Dunbar's number の範囲に収まる程度の小規模な組織で、会員間の互助のような形で住宅資金を融通していました。

クラウドファンディングにもこれと似たところがあり、個人が狭い範囲の中で互いに融資をし合います。ウーバーという乗り合いタクシーがありますが、その金融版のような仕組みです。イギリスは、bank is no good ということで、クラウドファンディングや Fintech に力を入れており、次世代のプラットフォームとしてこれらを進めようとする思惑があるのではないかと思います。

## 七、まとめ

商業銀行の伝統的業務は、基本的には決済業務

と資金仲介業務です。これらは、どちらかと言えばリーダーシップよりマネジメント志向の強い業務です。このような伝統的な銀行業務の分野に、

ICT企業が入ってきました。決済業務においては、ビットコインあるいは分散型勘定元帳という形で参入し、信用仲介業務においては、クラウドファンディングという形で参入してきています。

商業銀行は、今、このような大きな挑戦を受けています。この結果、銀行が行ってきた金融業務がすべてひっくり返るようなことはないと思いますが、ひよっとすると、今後の主役は商業銀行ではなく、ICT企業になっていくのではないかという感じを持っています。

以上で御説明を終わらせていただきます。(拍手)

大前常務理事

どうもありがとうございます。

「金融サービス業の新しいプラットフォーム」というタイトルで、非常に歯切れの良い語り口で御説明をいただきました。

まだ時間を若干残していただいております。御質問等があれば、ぜひお受けしたいと思います。お手をお挙げいただければマイクをお返しします。どうぞよろしく願います。どなたかいらっしゃいませんか。

それでは、私のほうから一つ、伺ってよろしいでしょうか。

商業銀行がプラットフォーム型ビジネスで、投資銀行が非プラットフォーム型ビジネスという御説明をいただきました。これらのうち、プラットフォーム型型の商業銀行については、情報技術の進展の中で新しいICT企業が出てきたり、機能の分化が進んでいたりするというお話を伺いました。他方、投資銀行の分野、つまり非プラット

フォーム型の分野では情報技術革新はどのような影響をもたらすのか、この点について何か御教示いただけるようなことはありませんでしょうか。

**渡部** どのぐらい広まるかわかりませんが、資産運用業務の分野で Robo advisor が出てきています。若い人にとつては、証券会社よりアップルやグーグルの方によりなじみがあると言えましょう。このような人たちが資産運用を始めるとき、場合によっては、ICT企業が提供する Robo advisor のような資産運用ツールの方に行ってしまう可能性があります。

これまでの説明では、話をわかりやすくするために、資産運用業務はマネジメント志向ではなく、リーダーシップ志向の業務であると申しましたが、この分野でも、安全性や信用・信頼は非常に重要です。将来、銀行や証券会社よりロボットの方が信頼できるというような時代になります

と、銀行や証券会社が足元をすくわれるようなこともあり得るかもしれません。

先ほどIBMのパソコン事業が、マイクロソフト、インテル、デルコンピュータの三つに分解されたと申しましたが、その後には、一気通貫型のアップルが登場し再統合したという歴史があります。今は総合金融業が分解されて、Fintech 企業が出てくる局面になっていのですが、世の中には常に離散集合の繰り返しですので、将来的には、金融業の分野でアップルのような企業が登場し、再び統合が進むという時代に入ることも考えられます。

資料23ページにもありますが、例えばゴールドマン・サックスは、SETLcoin (virtual currency settlement system) と呼ばれる、ビットコインに似たようなシステムを独自に開発して、すでにパテントを申請していると伝えられます。将来、

証券決済においてこれを使おうという構想だと思  
います。したがって、アップルに相当するよ  
うな金融機関が出てきて、もう一度、金融業を束  
ねていくような動きがいずれ起きるかもしれませ  
ん。

世の中には、常にパイオニアとコンソリデー  
ターがいます。例えば、複写機はゼロックスが作  
りましたが、今やキヤノンやリコーが市場を席巻  
してしまいました。どのような発明でも、パイオ  
ニアが新しいものを作りますが、その後、普及品  
を作って普及させるコンソリデーターが出てきま  
す。誰が最後まで生き残るのは、誰にもわかり  
ません。例えば、今、テストモーターズという会  
社が電気自動車を作っています。しかし、同社が  
生き残るかどうかはわかりません。同社はパイオ  
ニアですが、気がついてみたら、トヨタが電気自  
動車の市場を席卷していたというようなことも起

こり得るわけです。

**大前常務理事** まだ若干時間がございます。――

どうぞお願いします。

**質問者** 貴重なお話、ありがとうございました。

先生の『アングロ・サクソンモデルの本質』とい  
う本を何度も読ませていただきました。今日は、  
どちらかというところテクノロジー・ドリブンで、今  
までのプラットフォームが分解される可能性がある  
というお話を伺いました。

ここでは、別の観点から見た金融業の分解と統  
合について伺いたいと思います。投資銀行を離れ  
てヘッジファンドができ、こういう戦略で、こう  
いうアルファソースで、こういうリスクをとつ  
て、こういうリターンを返しますということを明  
確にして業務を行っています。

ヘッジファンドがターゲットにしているアル  
ファソースが永遠にあるかどうかは、誰も保証で

きません。ヘッジファンドはブティックであるがゆえに、非常に優秀であっても、例えば三年、五年、一〇年といった期間の間に、そのアルファソースで利益を出すことが難しくなるようなことがあり得ます。このとき、もしサンセットするのがイヤだとしますと、そのヘッジファンドは別のアルファソースを探さなければなりません。結果的にドメインが拡大して巨大化し、昔の投資銀行のような姿になってきます。実際、非常に大規模なヘッジファンドも出てきています。

このように、テクノロジーとは別の角度から見た金融業の分解と統合の動きについて先生のコメントを伺えないでしょうか。

**渡部** それは分解の方ではなく、統合の方に向かっていくという意味ですか。

**質問者** 投資銀行からスピンアウトしてできるヘッジファンドの場合、戦略やアルファソースが

かなり絞り込まれています。したがって、そのヘッジファンドが将来まで続くかと申しますと、そうではない場合が多いように思います。何とか永続しようとはしますと、異なった戦略やアルファソースを取り込んでいかなければなりません。そうしますと、組織が大きくなり、投資銀行のミニ版のようなものができるとは思えないかと思うのですが。

**渡部** それは私がさつき申し上げたカニバリゼーションという話ですか。

**質問者** はい。

**渡部** それは銀行だけではなくて、あらゆる世界の宿命のような話です。書評論文『The Second Curve』の二ページ目を開けていただきますと、二つのS字曲線が描かれた図が出てきます。この図で、横軸は人間の年齢を、また縦軸は人間の能力ないしアウトプットとインプットの差を表して

います。初めの頃は、お母さんのお腹の中にいて、アウトプットよりインプットの方が多いため、一度はカーブが下がります。その後、成長していくにつれ、身長が伸び体重も増えて能力が高まっていきます。しかし、あるところで限界に達して、最後には死んでしまいます。その前にもう一つの新しいS字曲線を描いて、それに乗り替えていかななくてはならないわけです。このことは、人の生涯だけでなく、会社経営を含めてあらゆることに通じるように思います。

「ピーターの法則」というものがあります。仕事がうまくいけばいくほど、地位が上がっていきますが、最後は、自分の能力以上の難易度の高い仕事を押しつけられて、失敗するしかないことになります。そのようなことを避けるためには、新しいビジネスを作っていくかなければなりません。したがって、当たり前前のことではありません

が、永遠にこれで良いというものはないということではないかと思えます。

**質問者** わかりました。ありがとうございます。

**大前常務理事** どうもありがとうございます。

ちょうど時間が参りましたので、以上をもちまして本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

渡部先生、改めて、どうもありがとうございます。  
（拍手）

（わたべ りょう・法政大学教授  
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二八年一月一四日に開催されました。）

渡部 亮 氏

略 歴

- 1970年3月 一橋大学 経済学部 卒業  
1970年4月 野村総合研究所 入社  
1972年9月～74年7月 ロンドンビジネススクール社費留学  
1983年5月～86年3月 野村総合研究所 ニューヨーク事務所主任研究員  
1986年4月～88年12月 野村総合研究所 ワシントン支店長  
1991年11月～93年4月 野村総合研究所投資調査部長  
1993年5月～99年4月 野村総合研究所ヨーロッパ（英国現地法人）社長  
1999年5月 野村総合研究所 研究理事  
1999年7月～01年6月 いちよし経済研究所 代表取締役社長  
2002年4月～ （現職）法政大学経済学部現代ビジネス学科教授

- 【単著書】** ① 「ワシントン・ゲーム」（1989年5月 TBS プリタニカ刊）  
② 「1996年アメリカ経済」（1991年11月 ダイヤモンド刊）  
③ 「ポスト・デフレの日本経済」（1996年1月 野村総合研究所刊）  
④ 「英国の復活・日本の挫折」（1998年1月 ダイヤモンド刊）  
⑤ 「改革の欧州に何を学ぶか」（1999年10月 中央公論新社）  
⑥ 「アングロサクソン・モデルの本質」（2003年2月ダイヤモンド社）

- 【資格等】** ① 英国王立経済社会研究所（NIESR）理事（1997年～2008年）  
② ケンブリッジ大学ロビンソン・カレッジ客員フェロー  
③ 公益財団法人 日本証券経済研究所 客員研究員

**【研究テーマ】** 国際ビジネス、国際金融など