

## はしがき

「証券経営研究会」は1996年春に日本証券経済研究所の東京研究所と大阪研究所による2年間の共同プロジェクトとしてスタートした。バブル崩壊後の厳しい経営環境、そしてその後の証券会社の経営環境を激変させることになる証券市場改革、いわゆる「日本版ビッグバン」の進展の下で、わが国における証券経営の将来の方向性を検討するという実践的な課題を掲げ、大学や証券会社系研究所の研究者の参加も得て活動を開始した。その後、テーマの重要性に鑑みてプロジェクトは更新され、今日に至っている。

2008年9月のリーマン・ショックから既に6年が経過した。この間、日米欧は、アメリカの長引く景気後退と失業率の上昇、ギリシャ危機に端を発したEU金融市場の混乱、そしてわが国の長引く不況と公的債務の累積という問題を抱えて、大幅な金融緩和と財政出動によって危機の封じ込めを図った。他方で、中国などの新興国経済はリーマン・ショック当初には好調で、世界経済全体を下支えする役割を果たした。

アメリカ経済がようやく回復の兆しをみせ、失業率もリーマン・ショック以前の水準に戻ると、常態への回帰、いわゆる出口戦略が課題となっている。比喩的にいえば、登山の場合も山頂を征服するより下山の時の方がリスクが高いように、また事業戦略でも拡大の時より撤退の方が難しいように、出口戦略のスムーズな実行は容易ではない。これは「異次元緩和」を続けるわが国の日本銀行により一層当てはまることであろう。したがって、現在、世界経済は小康状態を保ってはいるものの、危機の原因が完全に除去されたとは到底いえない。

本書は四部から構成されている。第一部は、国際資本市場の変貌である。主要国による大幅な金融緩和と財政出動によって世界経済の破綻は寸でのところで回避されたが、民間債務を肩代わりした公的部門の債務が、今度はソブリンリスクという新たな危機の火種を発生させ、2010年春から、ギリシャ財政危機

に端を発した金融市場の混乱はポルトガル、イタリア、スペインなどPIGS（その後、これにアイルランドを加えてPIIGSと呼ばれるようになった）と蔑称された南欧諸国に次々に波及した。IMF および EU はこれらの諸国の救済策に取り組まざるをえなくなった。

こうした世界的規模での金融緩和は大量の投機的資本を生み出している。コンサルティング会社マッキンゼーの調査によると、世界の債務総額は2000年に国内総生産（GDP）の2.46倍であったが、リーマン・ショックの前の年の07年に2.69倍、そして14年には2.86倍にまで増大したという。07年から額にして57兆ドルの増加である（McKinsey & Co. [2015], *Debt and (not much) Deleveraging, Feb.*）。

現実の実物経済はこの分厚い金融資産のベールに覆われている。そして、この龐大な金融資産は投機利益を求めて徘徊している。それらが好むのは少しの需給の変動で価格（金利）が大きく変動する供給隘路のある商品である。典型的には、農産物、貴金属、石油などであるが、隘路が生じる可能性のある商品、金融商品であれば、株式でも国債でも、何でも格好の投機対象になる。金融政策が実物経済への意図したとおりの波及効果を及ぼすためには、この投機資本の行動を予測するという、ほとんど神業にも近い能力が求められるのである。

しかし、他方では、このような国際金融市場の変貌は金融取引の拡大を意味しているから、金融機関にとっては大きなビジネスチャンスでもある。情報処理技術（ICT）の発達と相まって、クラウドファンディングのような極めて広範囲にわたる新たな金融取引が可能になる一方では、規制裁定（regulatory arbitrage）による規制外に置かれたシャドーバンキングの台頭が顕著になっている。

第二部は、金融規制の国際的な見直し、ないし調整についてである。危機の再発を防ぐための仕組みや、万が一にも金融機関が破綻した場合の混乱を回避するため、破綻処理スキームについての国際的な合意が喫緊の課題となった。危機の事前的予防策としては、業務制限を含む規制の強化（パーゼル（Ⅲ）資

本規制、リングフェンシング、ボルカー・ルールなど)が提案されている。また、事後的破綻処理スキームとしては、G20の下に2009年に創設された金融安定化理事会(FSB)を中心に、バラバラで整合性の取れない各国の破綻処理スキームのすり合せが進められている。これらは各国の破産法制の見直しという国家主権に関わる問題だけに難航が予想され、実際、約5年が経過しても着地点は未だ見えていないのが現状である。

第三部と第四部は、証券業務についてである。まず第三部では、今回の危機の原因であったアメリカのサブプライム・ローンの証券化商品を含む投資銀行業務をめぐる大手金融機関の動向について分析している。アメリカの独立系大手投資銀行を破綻させる原因となったハイリスクの証券化関連業務は、生き残った大手金融機関のホールセル業務の一つとして編成されようとしている。これらの金融機関は、リングフェンシングやボルカー・ルールによって業務隔壁が厳しくなることを予想して、いち早く組織の再編、業務の見直しに取り組んでいる。

第四部は、リテール証券業務の動向についてである。今回の危機の影響を直接、受けなかったリテール証券業務は、それ以降も順調な業績を記録している。しかし、金融市場の変貌やICTの発達は、これらの業務にもビジネスモデルの見直しを迫っている。いずれの先進国においても、高齢化の進展を背景に預り資産に連動したフィー徴収型のビジネスが重要性を高めているが、いうまでもなく仔細にみると富裕層向けとマス顧客向けのビジネスモデルは異なっている。顧客を切り口としながらも、商品、チャネル面での差別化に基づくビジネスモデルの構築が求められている。

資本市場の変貌、金融規制改革の動向、および証券経営をめぐる変化が急激かつ広範囲にわたる一方では、研究会はそれらを包括的かつ体系的に分析の俎上に載せるには力量不足であるため、本書は執筆者それぞれが関心の強いテーマについて原稿をまとめた論文集という体裁をとっている。それにもかかわらず、本書においてはリーマン・ショック以降に論じられてきた、証券市場に関連する主要なテーマのほとんどについて分析がなされているとって過言では

ない。

個々の論文は執筆者個人の責任で執筆されており，研究会や日本証券経済研究所の見解を反映するものではない。研究会主査の佐賀が表記や用語の統一を行ったが，内容については手を加えていない。

多忙な中，研究会の運営に参加されたメンバーやオブザーバーの方々にも感謝する次第である。ほぼ月一回のペースで開催される研究会では，大学や民間の研究機関の研究者だけではなく，証券会社の実務担当者の方からも貴重なお話しを伺うことができた。これらの方々にも感謝する次第である。本書がわが国の証券市場の将来，特に証券業務のあり方を考える上で参考になれば幸いである。

2015年3月

公益財団法人 日本証券経済研究所  
証券経営研究会  
主査 佐賀卓雄