

## 書評

Kay, J. 著 [2015], *Other People's Money*;

藪井真澄訳, 『金融に未来はあるか』

(ダイヤモンド社, 2017年)

佐賀卓雄

I

2008年9月のリーマン・ショックから10年目を迎えた。世界金融システム危機の端緒をどこに求めるかは、様々な経済指標が反落傾向を示し始めた2007年夏、あるいはアメリカのベア・スターンズの破綻を契機として金融市場が極めて不安定な推移を示し始めた08年3月を重視するかによって見解が分かれるものの、リーマン・ショックが分水嶺であることに異論はないと思われる。

この間、G20、国際決済銀行 (Bank for International Settlement, BIS) や、新たに創設された金融安定化理事会 (Financial Stability Board, FSB) をはじめとした国際的な規制機関、および各国金融監督機関は、危機の再発防止を目指して、金融規制の見直し、再構築に精力的に取り組んできた。

しなやかで頑健な金融システムの構築のためには、何よりも危機の原因についての包括的で説得力に富む分析が必要不可欠である。これまでも、おびただしい数の背景および原因分析、そして改革案が提示されている。しかし、国際的であると同時に各国の金融システム全体

の再構築という遠大な目標に向けての試みは当然ながら難航し、未だ終点が見通せない状態にある。

このような状況の下で公刊されたジョン・ケイの新著は、国際金融システム危機の背景、原因についての分析、そして改革の方向性について示唆に富む独自の立場を展開しており、検討に値すると思われる。もっとも、既に2012年にまとめられた『ケイ・レビュー』 (*The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*) において氏のイギリス株式市場の改革案については広く知られているが、本書はその背景にあるグローバルな金融市場の発展と現状についての氏の基本的な認識を明らかにしており、わが国でも採択されているスチュワードシップ・コード、ガバナンス・コード、あるいはそれらの根幹にあるフィデューシャリー・デューティーというキー・コンセプトについて知る上でも重要な文献の一つである。

なお、原著のタイトルは『他人のお金』であり、これには投資家の資金の受託者である、銀行、証券会社のみならず、投資信託、ファンド・マネージャー、年金基金、保険などのいわゆる機関投資家が遵守すべき原則やルールについて持論を展開するとともに、将来のあるべき

金融の姿について展望する意図が込められている。

## II

ジョン・ケイは1948年にスコットランドのエジンバラに生まれ、エジンバラ大学、オックスフォード大学ニューフィールド・カレッジ (Nuffield College) を卒業後、1971年から78年までオックスフォード大学で経済学を教えた。

その後、イギリスのシンクタンクである財政研究所 (the Institute for Fiscal Studies) のディレクター、ロンドン・ビジネス・スクール教授を務めるかたわら、コンサルタント会社のロンドン・エコノミクスを設立した。1997年から99年までオックスフォード大学サイド (Said) ・ビジネス・スクールの初代ディレクターを務める一方、ハリファックス住宅金融組合 (ビルディング・ソサエティ) やいくつかの投資会社の取締役を歴任した。

また、イギリス政府から請われて2012年には株式市場改革案 (ケイ・レビュー) を作成するなど、専門家の立場から公共政策に関わり、大英帝国勲章 (Commander of the Order of the British Empire, CBE) を受章している。わが国では、資金の受託者のフィデュシャリー・デューティーを強調し、ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードなどの提唱者として知られ、金融庁の政策にも大きな影響を与えている。

現在、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE) 客員教授、オックスフォード大学セントジョーンズ・カレッジのフェローである。また、1995年以来、フィナンシャル・タイムズ紙の定期寄稿者でもある。

これまでに公刊された著書は、処女作であり後のイングランド銀行総裁マービン・キングとの共著 ([1979], *The British Tax System*) と本書を含めて7冊であり、そのうち [2004], *Culture and Prosperity* (これは2003年に公刊された *The Truth about Markets* のアメリカ版である), [2010], *Obliquity: How our Goals Are Best Pursued Indirectly*, そして [2016], *The Long and the Short of It: Finance and Investment for Normally Intelligent People Who Are not in the Industry*, 2ed. は翻訳されている (それぞれ、佐和隆光監訳、佐々木 勉訳 [2007], 『市場の真実—「見えざる手」の謎を解く—』中央経済社、青木高夫訳 [2012], 『想定外』ディスカバー・トゥエンティワン、藪井真澄訳 [2018], 『お金を増やす一番知的なやり方 賢明な投資家のためのパーソナル・ファイナンス読本』ダイヤモンド社、である)。

## III

本書は、序章に続いて、第1部「金融化」、第2部「金融の機能」、第3部「政策」の3部から構成されている (なお、翻訳では一部割愛されているが、必要に応じて原文を参照する)。金融市場の現状分析 (第1部)、金融の本来の役割 (第2部) を踏まえ、金融システムの改革案を提示 (第3部) するという構成になっている。

序章では、近年の金融部門の規模 (資産) の大きさ、「金融化」 (financialisation)、金融の機能をあげ、金融が何故、これほど儲かるのか (あるいは、儲かっているように見えるのか)、金融はいったい何のためにあるのか、という、一般に抱かれている疑問について説明すること

を課題としてあげている。本書の目的は、金融は特別ではないし、行き過ぎた金融化を是正し、実体経済のニーズにかなう金融サービスの提供という金融の本来の機能を回復するために必要な規制哲学を提供することであるという。

ただし、「金融化」という言葉については「経済の中で支配的役割を獲得するに至った過程」と述べるだけで、厳密な定義は与えられていない。金融が政治、経済、社会に深い影響を及ぼすようになってきている状況を表すとも述べていることから、単に金融部門の肥大化ということではなく、それに伴う影響力の増大、企業行動の変化、経済主体の志向や行動の変化など、様々な変化を包摂した概念として使用しているように思われる。その意味では、金融化に伴う様々な変化の諸相が紹介されている第1部および第2部が、「金融化」という概念の内容といえる。

第1部の「金融化」では、それに伴う変化の諸側面が分析される。第1章はその簡単な歴史である。著者自らの経験を紹介しながら、かつては地味であった金融機関への就職が次第に大学卒業者の中でも秀才の就職先になってきたことが紹介される。その発端は、ユーロドル市場の生成を端緒とする金融グローバル化の幕開けであり、金融機関はこぞってデリバティブなどの高度な金融知識とトレーディングのスキルを身に着けた人材の採用に向かったため、その報酬は上昇していった。「エージェンシーからトレーディングへ、リレーションシップからトランザクションへの移行は過去40年間の西側経済の金融化における中心的な側面であった」(28-9ページ)。これらの変化を推し進めたのは、デリバティブ市場の拡大、モーゲッジ担保証券(MBS)の開発を嚆矢とする証券化商品

市場の拡大、そしてそれらを支えた格付制度の権威付け(NRSRO制度の導入)、証券化商品の「リスク管理」手段としての「ガウス型コピュラ」の普及などであった。

翻訳では割愛されているが、ヨーロッパ大陸のユニバーサル・バンキングの内向きで(自国に目の向いた)保守的カルチャーやスコットランドの資産管理業務などを例にあげ、規制撤廃・緩和以降、金融を取り巻く環境がいかに変化しているかについて述べている。イギリスの1986年10月のビッグバン、アメリカの1975年5月の株式売買手数料の完全自由化(メーデー)が発端となり、証券取引所におけるトレーディングの比重の増大、機関投資家の台頭、資本力の強化の必要からの金融機関のパートナーシップから公開株式会社への組織変更、金融コングロマリット化が進展してきた。

投機ブームとその破綻は繰り返し起きているが、金融危機の原因は人間行動にある。そして、経済政策がその頻度と規模を左右してきたと著者はいう(原著、36ページ)。銀行危機の歴史をみると、19世紀から20世紀前半まではブームとその破綻が繰り返し起きているが、金融化が進展するとともに2008年の危機まで歴史的にも経験したことのない安定の時代を迎える。

パートナーシップ組織の下でのマーケット・メーカーやM&A助言のようなハイリスク業務(M&A助言業務はエージェンシーに止まっている限りリスクはないが、著者の記述に従っておく)は、パートナーがそのリスクの引受けとそれに見合う高い報酬を受け取っていたが、1980年代に広がった公開会社への転換はそれらのリスクと報酬を株主に転嫁することになった。それとともに生起することになった

エージェンシー問題に対しては、ストック・オプション制度の導入によって経営者報酬と株価をリンクさせることによって、株主との利害の調整が図られた。これがいわゆる「株主価値の最大化」が経営目標として標榜されるようになった背景である（原著、49-52ページ）。

しかし、このことは経営者報酬のかつてないほどの高額化、資産や所得の分配の不平等化をもたらした。直接には2008年の金融システム危機の際の大手金融機関の救済、それらの経営者への高額報酬支払いを契機に起きた「我々は99%だ！」（We Are the 99 Per Cent!）、「ウォール街占拠運動」（Occupy Wall Street Movement）が問題にした所得格差の拡大は、現象としては既に1980年代よりみられた傾向である。Fig.2（原著、53ページ）をみると、1980年代からアメリカとイギリスにおいて所得上位1%と0.1%の占める割合が急激に上昇していることが分かる（このグラフで興味深いのは、敗戦国であるにもかかわらず、第一次世界大戦終了後からドイツの所得配分の不平等性が高い（所得上位のシェアが高い）こと、またフランスと並んで80年代以降も所得上位の占める割合が横ばいで推移していることである）。そして、2005年にアメリカの所得トップ1%の45%、トップ0.1%の60%は金融部門の経営者か被雇用者であった（原著、54ページ）ことから、金融部門に関係する人たちの所得の上昇がこうした現象をもたらしたことが分かる。

第2章では、最初に2005年夏のカンザシティ連銀主催のシンポジウムにおける、当時、IMFのチーフエコノミスト（それ以前は、シカゴ大学経済学部教授）であったラグラム・ラジャンの報告をめぐる論戦を紹介している。このシンポジウムのテーマは「グリーン스パンの

時代」ということで、退任が決まっていたグリーンズパン連銀議長の功績を称える趣旨の催しであったが、ラジャンはグリーンズパン本人を前にして、最近の金融市場の革新について疑義を差し挟み、この先問題を招くであろう、むしろこの間に1、2度のミニリセッションがあった方が良かったのではないかと主張した。この報告に対しては、ローレンス・サマーズ（オバマ政権下で国家経済会議委員長）が、一般討論の中で時代錯誤の「ラダイト（機械打壊し）運動」とこき下ろした。それから3年後には世界金融システム危機が発生したので、今となっては、どちらの主張が妥当であったかは歴然としているが、著者はこの時期の規制撤廃の旗振り役であったロバート・ルービン（ゴールドマン・サックスのCEOを経て、クリントン政権下で95年から99年まで財務長官）、グリーンズパン、サマーズらの主張を「度肝を抜くスケールの認識ミス」（the breathtaking scale of these misapprehensions）と評価している（43ページ）。

経済理論が金融システム危機の原因という訳ではないが、それが及ぼした影響は甚大なものがある。トレーディング重視の金融業界の発展は、サッチャー、レーガン政権の登場によって加速されたが、それを支えたのは自由市場主義の教義であった。

この間、金融理論の分野では「効率的市場仮説」が学会を席卷した時期があった。しかし、そこで前提とされているリスク概念は本来の「不確実性」概念とは本質的に異なっている。この問題はJ.M. ケインズ、フランク・ナイトと、フランク・ラムゼイ、L.J. サヴェッジの理論的対立にまで遡ることができる。要するに、「前例のある未知」と「前例のない未知」、

「リスク」と「不確実性」, 「ブラックスワン」の区別である。ナイトによれば, 前者は客観的確率分布が所与であるのに対して, 後者は確率分布がまったく未知であるような状況であり, 我々が常に当面する意思決定の状況は後者の不確実性, ブラックスワンの状況である。

しかし, 効率的市場仮説, 資本資産評価モデル (CAPM), そしてオプション価格についてのブラック・ショールズ・モデルは, 後にノーベル経済学賞受賞の榮譽を受けるが, すべて後者の「リスク」概念, ガウス型の確率分布 (ベル型の正規分布) を前提にしている。これらの議論の限界ないし欠陥は現実にも1987年10月19日の「ブラック・マンデー」の勃発についての説明能力の欠如によって露呈していたにもかかわらず, 知的惰性が続いてきたのである (59-66ページ)。

例えば, 「ブラック・マンデー」の際には, 株価は一日で29.2%という下げ幅を記録している。このような暴落が起きる確率は10の50乗分の1以下であり, 正規分布を仮定すれば極端な異常値でしかない。しかし, 実際には金融市場における暴落はしばしば発生している (ペロワ・B・マンデルプロ [2008], 『禁断の市場』東洋経済新報社, 第1章)。効率的市場仮説は株価があらゆる情報を織り込んで形成されると主張しているのだから, 暴落の原因となった何らかの新しい情報が市場にもたらされたことを明らかにしない限り, 大幅な価格の下落を説明することはできない。

同様に, 2008年10月の数度にわたる株価下落は「ありえないこと」 (=ブラックスワン) である。ナシーム・ニコラス・タレブ [2009], 『ブラック・スワン』ダイヤモンド社は, 正規分布を前提にした現代ポートフォリオ理論, オ

プション価格についてのブラック・ショールズ・モデルを「壮大な知的詐欺」 (great intellectual fraud) とまで呼んでいる。

もう一つの重要な問題は, 情報の非対称性と逆選択 (adverse selection), そしてモラルハザードである。前者は, 取引当事者間で情報が偏在している状態の下で, 情報優位にある発行体や借手は退出し信用度の劣る相手しか残らなくなる状況を指す。この問題を解決とまではいかなくとも緩和するためには, この情報格差を埋める情報仲介者が必要である。しかし, この仲介業者があてにならないのが現実である。後者のモラルハザード問題は, リスクから守られている時, もっと大きなリスクを取りたくなる傾向を指す。中央銀行や財務省が後ろ盾になっているという安心感は金融機関の行動に影響を及ぼすことに加えて, 債権者が自分の債券が保全されていると思いついていれば, 慎重に信用度を調査するインセンティブはほとんど失われるであろう。サブプライムローンをめぐる大損失では, こうしたモラルハザードの例は枚挙に暇がない (69-73ページ)。

第3章は金融仲介機能についてである。貯蓄者がリスクに見合ったリターンを得るためには, そのお金の用途, および購入された資産の品質について絶えず注意する必要があるが, それだけの時間と能力と経験を有する者は少ない。ましてや, 今日のように, 金融商品に限っても, デリバティブ, 証券化商品, オルタナティブ商品といった複雑な仕組みの商品が目白押しの状況では, 投資判断のアドバイスが必要不可欠である。しかし, この仲介業者が顧客の利益を最優先に考えず信頼できない場合は論外としても, その技能と知的洗練度は向上したものの, 取引相手の評価はクレジット・スコアリ

ングや格付け情報に依存するようになり、かつてのような審査能力は劣化した(89-90ページ)。我々が必要としている現代の仲介業とは、専門の銀行家と資産運用業者の経験および見識ある判断、そしてITの力を組み合わせたものである(94ページ)。

2007年9月のイギリスのノーザン・ロックの取付、またリーマン・ブラザーズ、AIG、HBoS、RBS、AIG、シティグループなど、世界的な金融システム危機の過程で破綻、あるいは資金繰りに窮した金融機関は口を揃えて、問題は支払能力ではなく流動性だといった。実際のところ、事業自体は健全で支払能力があったかどうかは分からない。はっきりしていることは、かつては大手金融機関の資金繰りの行き詰まりは金融機関同士の救済シンジケートを組織してしのぐことができたものの、今日の高レバレッジに依拠した金融機関の業務展開は、最終的には政府(あるいは中央銀行)による保証なしには成り立たないということである(99-101ページ)。

第4章は投資銀行業(特にトレーディング業務)の利益についてである。著者はハリファックス住宅金融組合の取締役時代の経験を披歴しながら、トレーディング業務はゼロサム・ゲームに過ぎず、金融コングロマリットではリテール部門からトレーディング事業に対して多額の補助が行われている。リテール銀行業務の支えなしには、トレーディング事業がうまく戦っていくのが難しいほどにまでその規模が拡大しているという(168ページ)。これを可能にしているのは高レバレッジの財務構造によって支えられている高いROEの水準である(172-174ページ)。大手金融機関の自己資本比率は軒並み数パーセント(ドイツ銀行は2%、リーマ

ン・ブラザーズは破綻の数か月前で4%に過ぎなかった)で、保有有価証券の価格がわずかに下落するだけで債務超過に陥る危険性があった。

第2部では、金融の機能が取り上げられる。第5章は資本の配分についてである。金融が提供することができる機能は、決済システム、借り手と貸し手のマッチング、家計の資産管理、そしてリスク制御の4つであり、金融イノベーションがどの程度役に立ったかはこれらの機能をどれだけ進展させたかによって判断されるべきである(9-10ページ)。そのためには、金融はサーチ(探査)とステュワードシップ(管理)という主要な機能を果たす必要がある。しかし、新世代の金融家は前の世代に較べて家計のニーズや公共サービス、また企業の資金ニーズについての知識が乏しくなっており、仲間内での売買の比重が高まっている。

ゴールドマン・サックスのような大手投資銀行の収益は、主としてトレーディングから生み出されており、株式や債券の引受けによって企業の資金調達を助ける業務は収益の10%に満たない(208-09ページ)。また、シリコンバレーのベンチャー企業もベンチャー・キャピタル(VC)の資本力の増大とともに、投資銀行による新規公開(IPO)サービスへの依存を弱めている(216-18ページ)。

第6章は預金チャネルについてである。家計の貯蓄は預金チャネルと投資チャネルを通じて物的資産に姿を変える。両チャネルの比重は国によって異なり、アメリカでは個人による直接的な証券保有が家計資産の大きな割合を占めているが、イギリス、ドイツ、フランスでは長期貯蓄の大半が仲介業者を経由して投資されてい

る (231ページ)。しかし、このプロセスはグローバル化、証券化によって極めて複雑になっている。現実には、金融機関のトレーディングは預金チャネルを基盤に展開されているのである。

世界金融システム危機はトレーディングという、金融機関の経営者にすら理解できない、手の込んだ、不可解な上部構造を預金チャネルの上にかぶせたことによって引き起こされた。したがって、その再発防止のための長期的対策は、イギリスのビッカーズ委員会やEUのリーカネン委員会が提案しているように、銀行の預金チャネルとトレーディング活動の間にファイアー・ウォールあるいはリング・フェンスを設けることである (259ページ)。

第7章は投資チャネルについてである。伝統的に投資チャネルを担ってきた投資銀行、株式ブローカーなどの金融アドバイザー、保険会社、年金基金、投資ファンドなどの投資機関は投資チャネルを通じて巨額の資本を集めて投資することでスチュワードシップに携わってきた。しかし、金融化により様相は一変した。その主役を担っていた投資銀行は今やトランザクションとトレーディングを中心に組織され、その目標は案件の「マンドート」を獲得したら「とっととずらかる」(get it away) ことになってしまった (264-65ページ)。銀行や株式ブローカーも助言役からセールスへと軸足を移している。

保険会社と年金基金は次第に専門の資産運用会社に投資運用を受託するようになった。金融化は大規模な資産運用会社の出現に道を開いたのである (268-69ページ)。預金を受け入れる狭義の銀行と、資産運用会社が金融業の中心に立てば、業界の信頼回復、コストの低下、金融

の安定性向上の見通しが開けてくる (290ページ)。

第3部では、金融システムの再構築に向けた政策について論じている。翻訳では、繰り返しが多いため、原著の第8章と第9章が割愛されている。ここでは翻訳の構成に従って内容を概観する。

第8章では、金融システム改革の原則が論じられる。各国の金融システム改革は金融システムの安定性確保を主要な目標に掲げながら、実際には既存の金融機関の安定性を確保することに注力してきた。アメリカのドッド・フランク法は税金による救済はしないと言いながら、財務長官のガイトナーは「バイルアウト・キング(救済王)」の本領を発揮して、大手金融機関を救済することで危機に対処した。ヨーロッパ諸国も大同小異である。個別金融機関の救済は世界金融システム危機に対する短期的対応としては適切ではあるものの、長期的対応としては大きな誤りであり、危機の再発防止のためには業界構造の改革が必要である (294-95ページ)。

金融システム危機以降、規制の見直しは規制強化の方向で進められ、子細なルールが積み上げられてきたが、それによって道徳規範は高まるどころか損なわれてしまった。それは法令順守に価値判断の代役を務めさせたからである。法律と規制の枠組みを作るにあたって目指すべきは、他人のお金を預かることにともなう忠実および注意義務を個人にも機関にも課し執行することである。しかし、法と規制、あるいは経営者の指示によってこうした変化を起こそうとしても大した変化は望めない。それが唱える価値観を市場参加者自身の内部にしっかりと根付かせて初めて真の変化は起きる。顧客を最優先することが個人の報酬と企業の利益に結び付く

ように個人と企業のインセンティブを変える必要がある(297-98ページ)。

そのための改革の支柱となる原則は次のようなものとするべきである。

- ① 仲介の鎖は短く、シンプルで直線的なものにすべきである。投資チェーンの現状は不必要に長いため、仲介コストを高め、金融システムを不安定化し、適切なコーポレート・ガバナンスと効率的な資本配分に必要な情報を生み出せなくなっている。
- ② 業務を特化した専門機関を復活させる。ユーザーのニーズを見極め、それを叶える技能に秀でた金融機関が必要である。
- ③ 他人の金を扱う、あるいは金の扱い方について助言する者は、顧客との取引において忠実・注意義務の基準を満たし行動をもって実証し、利益相反を避けなければならない。
- ④ 他人の金の管理にともなう高い行動規範に従う義務は、機関ではなく個人を一義的な対象とする、刑事・民事罰によって強制する。組織の文化は最も重要であるが、文化は指導責任を負う個々人の行動の産物である。
- ⑤ 政府は金融サービスを他のいかなる産業とも同列に扱う。公的補助、政府保証、その他の政府による支援メカニズム、および中央銀行による「最後の貸し手」機能は廃止する(301-02ページ)。

現代の金融の複雑な構造は、金融仲介者を利することに主眼をおいて設計され、運営されてきた。確かに、金融機関の規模は大きくなってきたが、「TBTF(大き過ぎて潰せない)」は的外れ(misses the key point)である。歴史的事実として、銀行の規模の大きさが銀行破綻

を防いできたのであり、1933年までのアメリカでは支店を持たない州ごとに分散した銀行システムが銀行破綻の頻発をもたらした。

問題の核心は規模ではなく、複雑性にある。文明史の研究者の知見でも、複雑に相互作用し固く連結しているシステムは頑強さを欠くことが指摘されている。安定性と復元力を保つためには、簡略性、モジュラリティ(標準化されたユニットで構成されていること)、冗長性、意識的かつ体系的に確保しておく必要がある。これらは2008年の金融システムがどれ一つとして備えていなかった特徴である。また、直線的なシステムは分かりやすいために、頑強である(305-08ページ)。金融業の構造改革における最重要課題は、複雑性を減らし、コストを下げ、安定性を高め、貯蓄者と借り手の間を情報が流れやすくすることにある。

金融システムを巡っている資金は、ほとんどすべて他人の金である。他人の金における忠実・注意義務は、仲介業者すべてに引き継がれてしかるべきである。それは最終的には、貯蓄者の資金の使い手である企業、政府、その他機関にまで伝達されなければならない(311-13ページ)。また、利益相反は金融コングロマリットに付き物の問題であるが、そうした相反を抱えながら他人の金を適切に管理するのは無理である。

以上から、改革の目的は、預金者と貸し手を橋渡しする直線的な枠組みの修復に据えるべきである。預金チャンネルを隔離し、金融コングロマリットの破綻が決済制度の運営を脅かさないようにすることである。預金チャンネルにおける銀行と同じく、資産運用会社は投資チャンネルにおいて中心的な役割を果たすべきである。

預金チャンネルでは、リテール銀行が采配を振

るい、資産運用センターでは、管理型の仲介業者によって信任された資産運用会社が長期的視点で投資を行う。こうした方法で、我々は实体经济のニーズにかなう金融セクターをつくり直すことができるだろう (325ページ)。

終章は金融の未来についてである。現代の先進諸国の金融システムは大き過ぎる。しかも、選りすぐりの秀才があまりにも多くこの業界に吸収されてしまっている。金融業は拡大したが、決済制度、資本配分、リスク低減、長期の資産運用にあたっての安全性の確保といった金融が本来果たすべきサービスの改善は置き去りにされてきた。

バーゼルⅢで義務付けられている資本の積み増しでも現在の金融の構造を維持するためには十分ではないが、銀行業界はそれですら ROE の水準を低下させ实体经济に資金を貸し出すという機能を損なうことになるかと主張する。そうであるならば、市場原理に従って、そんな事業は止めるべきだ、少なくとも事業が成り立つ規模に縮小すべきだということである (337-38ページ)。

世界金融危機を契機に、「規制強化」を求める声が世界中を埋め尽くした。新しい機関や委員会、監督組織の名称を示すアルファベットが大量発生したものの、どれ一つとして根本的な改革を志向している組織はない。

確かに、破綻処理制度の整備など金融システム危機が再発した際の事後的な対応に主たる関心が向けられ、業務制限などの構造改革にまで踏み込んでいないとはいえ、バーゼルⅢの自己資本規制の強化、流動性規制、レバレッジ規制、また欧米のストレス・テスト、アメリカのリビング・ウィルの導入などは、完ぺきではないにしろ危機に対する予防策ではある。この

点、著者の批判は行き過ぎであろう。

金融業界、中でも投資銀行に批判的な人は決して少なくない。しかし、その権力と影響力を考えれば、金融業界の抜本的な構造改革など近い将来には夢物語だろう (348ページ)。

金融化の下で頻発した危機の底流にある決定要素は今も変わらぬままである。大きな金融危機はまた来るだろう。本書で示した金融システム改革の輪郭は、思慮深い政策当局者が次なる危機にいかにか備えれば良いのかを示す仮の青写真となることを意図している (352ページ)。

## IV

本書は著者の経験などを含めた豊富な事例があげられているので、現実の金融市場の実態を知る上でも有意義である。文章自体も決して難解という訳ではないが、装飾となっている多様な事例への言及が著者の主張の論理を把握しにくくさせている一面がある。そこで、大胆に著者の主張を整理すれば、次のようになるだろう。

1980年代に進展した金融規制の撤廃と緩和は、金融業務を単純な仲介業からリスクを果敢に取る性格へと変化させた。デリバティブや証券化商品など、次々に登場した複雑な金融商品の市場の拡大は、高度な金融や数学の知識、トレーディングのスキルを身につけた人材の採用に向かわせた。金融機関はトレーディング力を強化するため多額の資本調達必要性からパートナーシップ組織から公開会社組織へ移行し、さらには巨大な金融コングロマリットが形成された。一言でいえば、エージェンシーからトレーディングへ、リレーションシップからトランザクションへの移行が、この間の金融業界の

変化の内実である。

このような変化は基本的に実体経済のニーズとは無関係に進展してきた。監督機関および業界関係者の一部には、金融市場を巡るこうした変貌をリスク管理技法の精緻化、洗練化であり、金融システムの安定化に貢献するとして評価する向きもあったが、世界金融システム危機が明らかにしたのは、十分に知識、経験のない市場参加者にリスクを集中させる結果になったことであった。むしろ、家計部門の貯蓄を基盤にそれに上乘せされる形でトレーディング業務が展開されているため、危機の際には金融の機能不全をもたらすことになった。

現代では、大企業は必要な資金を自己資金で調達し、銀行融資や証券市場には頼っていない。ベンチャー企業も資金力を強化したベンチャー・キャピタルに頼ることができるため、以前ほど資金調達を証券市場には依存していない。

したがって、金融本来の機能を発揮させるためには、複雑化した金融コングロマリットの業務を単純化することが必要である。これは預金チャンネルとトレーディング業務との間にリング・フェンスを設けることによって実現可能である。そして、金融は本来、他人のお金を管理・運用するものであり、忠実・注意義務を負う。そのような基準を満たす預金チャンネルと投資チャンネルが資金仲介の中心となるべきである。

評者も、実現の可能性を取りあえず留保すれば、金融の最も重要な機能である決済システムの安定性の確実な維持という観点からは、著者の主張に賛成である。

しかし、著者の主張は金融を金融化が進展する以前の姿に戻そうとするものであり、当然、

現実性に欠けるという批判が予想される。著者自身もあらかじめそのような批判を予想し、かつては先物取引や株価指数取引のない世界、資産担保証券抜きの住宅金融の時代があったし、そうした時代が再び訪れてもおかしくないと述べている(340ページ)。

確かに、金融業界の強大な影響力を考えれば、著者の主張する構造改革は実現性に乏しいようにも見える。大きな潮流にこそならなかったが、これまでも決済システムの安定性の維持を目的として、ナロー・バンク論やリミテッド・パーパス・バンキング論のように、預金業務と低リスクの国債やMMFなどへの運用に限定した銀行業を分離する構想が提起されている。また、例えば、預金保険制度が存在しない19世紀末には銀行の自己資本比率は20-30%程度を維持していたことが知られているが、仮にバーゼル規制で銀行に同程度の自己資本の水準を求めれば、トレーディング業務は大幅に縮小し、トレーダーに高額の報酬の支払いはできなくなるであろう。それを契機に、リテール銀行業務を分離する動きが出てくる可能性もある。

1929年恐慌後の金融構造改革は銀行業務と証券業務の分離を実現した。今回の深刻な金融システム危機後の規制改革をめぐる議論では、一部では銀行分割なども議論され、抜本的な金融構造改革の絶好の機会であったにもかかわらず、目先の銀行救済に忙殺されその機会を逸したと言わざるをえない。次の危機の到来に備えて英知を絞る時である。

なお、翻訳は各章および節の見出しが本文の内容を汲んで補足したフレーズになっており、内容の理解に資するように工夫されている。

(当研究所特任研究員)