

金融危機と今後の証券業

二上 季代司

はじめに

今御紹介にあずかりました滋賀大学経済学部の二上でございます。本日は、このセミナーで講演できることを大変光栄に存じております。

本日のテーマは「金融危機と今後の証券業」であります。一昨年の二〇〇七年夏にサブプライムローン危機が顕在化したしまして、翌年の昨年春にはベアー・スターンズの経営が破綻する。また、秋のリーマン・ショックと続きまして、時期

を同じくいたしましたして、メリルリンチがバンカメに吸収される。そして、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが銀行持株会社に組織がえするということが、アメリカの投資銀行業界は大変な変化に見舞われたわけでもあります。

私のような業界の外にいる人間でも、この先アメリカの証券業界、ひいてはそれを手本にしてきた日本の証券業界はどうなるのかと思わざるを得ませんので、業界の方々はそれ以上に今後の証券業界の行く末に御関心というか、危機感がおありのことと思います。

証券業界はこの金融危機の後にこうなりますということは、私はとても予言することはできませんけれども、日本の証券業界として、この金融危機はどんな意味があるのかなというところについては論点を整理できそうなので、今日はお引き受けした次第であります。

本日は、世界的な金融危機の経緯や背景を細かく紹介するのではなくて、日本とのかかわり、特に日本の証券業界とのかかわりを意識しながら、この金融危機が今後の日本の証券業界にとってどんな意味を持つのかということに焦点を当ててお話ししたいと思います。

そういうわけですので、事柄の性質上、証券業と申しましても、投資銀行業とかホールセルの話が中心になってしまうということをあらかじめお断りしておきたいと思えます。

一、金融危機の原因・背景をめぐ る論点

まず、今回の金融危機の原因、背景に関する幾つかの説を整理することから始めて、手がかりを得たいと思えます。

この金融危機につきまして、既にかんりの識者の方々が多くの著書や論文を書いていらつしやいます。その中には、ヒントになる記述が幾つか散見されますので、それらをできるだけ拾い上げて、そこで示された論点が日本の証券界にとってどのような意味を持つのかというスタイルでお話を進めてまいりたいと思っております。

そういうわけで、御用意いたしましたのが、簡単なレジュメと資料であります。レジュメは三枚、資料は二枚の図から成り立っております（巻

末資料参照)。

最初ですけれども、レジユメにメモ書きしておりますように、金融危機に関する原因、背景に関する考え方、あるいは論点を整理してみたわけがあります。

①市場型間接金融システム説

第一に、今回の危機の原因として市場型間接金融システムの機能不全が引き起こしたものだということとらえ方がありました。この金融危機の端緒となりましたサブプライムローン危機ですけれども、これは証券化市場において顕在化しましたので、住宅ローンの証券化に原因を求める説の一つあります。

この見解は、二〇〇七年の夏に問題が表面化したときに多く見られた説でありまして、証券化は市場型間接金融システムの中軸をなすものですか

ら、ここに書きましたように「市場型間接金融システム説」というか、機能不全説といった名前でもつけておきたいと思います。

この市場型間接金融システム原因説がどうして日本の我々にとつて意味があるのかというと、我が国は一〇年前からビッグバンという名前で相対的な間接金融から市場型金融へと金融システムの転換を目指してきたわけです。この市場型間接金融システムにおいては、証券業の果たす役割は広がってくるという期待がありますので、証券業界の方々にはこの金融システムの転換を前向きに受けとめられる方がたくさんいらっしゃったかと思えます。

それだけに、このサブプライムローン危機で市場型間接金融システムが機能不全に陥ることもあつたのだという事態に遭遇いたしましたので、そしてまたその過程でアメリカの投資銀行業界が手痛い打

撃を受けたので、その辺を大変深刻に受けとめられる方もいらっしゃるかと思うわけです。そういうわけで、この市場型間接金融システムのどこの何が問題だったのかということについて考えておく必要があるだろうと思います。

この市場型間接金融システム原因説につきまして、市場型間接金融システムそれ自体は問題がないんだけど、情報開示とか格付会社のあり方とか、プライシングに必要な情報生産のインフラ整備が不十分であったという考え方も、もう一点、市場型間接金融システムそのものに、そもそもバブルを引き起こしやすい性質、リスクマネーの自己増殖願望を高めてバブルを引き起こしやすいとするメカニズムが働いているんだという二つの説があります。

・情報生産インフラ未整備説

まず前者の説ですけれども、これは情報開示不十分説といえますか、「情報生産インフラ未整備説」といいますか、そういう名前をつけておきました。

これは、市場型間接金融システムでは、証券化はまさにシステムの中軸をなしているわけです。今回のサブプライムローン危機でも、住宅ローン債権をRMBSに証券化する。それをまたさらに原資産にしてCDOにする。そのCDOをさらに原資産にしてさらにCDOをつくるというCDO Squaredというか、CDOの二乗化、三乗化というのをやって、証券化が重層的に進んでまいったわけがあります。

そうなりますと、だんだんと原資産である住宅ローンのリスクの所在がわかりにくくなるということが指摘されまして、そこでこの情報開示の不

備が指摘されて、これが現在の混乱を引き起こしたんだという説であります。したがって、証券化商品の開示制度の改善、つまりリスクを追跡可能にするようなトレーサビリティの確保といったことが対策として提起されております。

この証券化商品のリスク・リターンに関する情報生産については、格付会社がゲートキーパーとして重要な役割を果たしていたということになっていたはずであります。そこで、その格付会社の格付が甘かったんじゃないかという批判がこれと並んで出ているわけです。

格付会社は、オリジネーターから手数料をいただいておりますので、格付を利用する投資家ともともと利益相反の関係にある。おまけに、格付会社は証券化を組成する段階で深く関与して、どんな条件が満たされたら格付を上げることができるかといったモデルを提示して、オリジネーターや

投資銀行にコンサルティングサービスをしている。それをしながら証券化を支援している。これはかなり問題ではないかということで、こうした格付会社のあり方が批判の俎上に乗って、対策として格付会社に対する規制強化も提起されているわけです。

こうした見解は、市場型間接金融システムを構成するパーツに問題があったということであります。こういうふうには、情報生産機能の不十分さを指摘する識者は非常に多くて、ここに挙げておきました大阪大学の高木信二先生がお書きになった日経新聞の論文もそれに沿っておりますし、比較的早くからこの論文でそういうことをおっしゃっております。

この市場型金融システムでは価格発見機能が最も重要ですので、その機能は情報開示や格付機関だけではなくて、会計制度のようなインフラであ

るとか、プライシングにかかわる機関によって担保されておりますので、そこに証券会社ももちろん入ります。ですので、証券会社のプライシングのあり方についても問題にされるかもしれませんが、証券会社に関しましては、ITバブルのときのようなアナリストと投資銀行業務との利益相反といった問題は、今回は提起されていなかったということがあるかと思えます。

・リスクマネー自己増殖願望説

後者の「リスクマネー自己増殖願望説」と仮に名づけたわけですが、この考え方は、市場型間接金融システムそれ自体にバブルを引き起こしやすいメカニズムを内包しているという考え方であります。

例えば、複数のRMBBSを束ねて、住宅ローンの地域分散や借り手の職業分散、したがってリス

ク分散ですね、それを行えば、こういったリスクを抑えることができる。複数のRMBBSを束ねてCDOをつくれれば、そういうリスク分散が期待できる。したがって、これを裏づけにしたCDOは総体として格付が高くなる。格付が高くなる分だけRMBBSの購入総額よりも、仕入れ値よりも、CDOの販売総額のほうが高く設定できるということになりますと、サヤを抜くことができる。投資銀行がそうやってサヤを抜くことができれば、ますます証券化の組成・販売のプロセスに資金が投入されて、証券化商品、さらにはその原資産である住宅ローンに資金がつき込まれて、やがてバブルが発生する。

こういった重層的な証券化のプロセスそのものが、リスク分散によってリスクを低めるという期待が高まっていて、資産価格の上昇、バブルの生成を容易にするメカニズムを内包しているん

だ。そういった考え方が一方で出ています。

この考え方は、ここに紹介いたしました慶應大学の小幡績先生がお書きになっていらっしゃるわけです。この考え方は、証券化市場それ自体、そしてこれを中軸とする市場型間接金融システムそれ自体にバブル発生、崩壊を容易にさせるメカニズムが働いているという考え方です。小幡先生は、こういう状況のもとでは、バブルの発生を予想したり、それを正常な状況で取り除くことは不可能であって、当局のできることは、バブルが崩壊したときに、その悪影響を抑えることしかないとおっしゃっているわけです。

このように、市場型金融システムにもしもおっしゃるようにそうしたバブルを発生しやすいメカニズムがもともと内包されているのであれば、そこで活躍しているプレーヤー、その中でも監督下に置きやすい銀行とか証券会社とか資産運用会社

といった仲介業者がそうした投機助長的な行動を加速させないように、言うなれば Pro-Cyclical といいますか、正循環性といえますか、そういった Pro-Cyclical な行動をとらないように、それを抑制するような規制が今後導入される可能性もあるかもしれません。

これは仲介機関に対する規制監督の問題につながってきますので、後でもう一度そこに触れることとして、次の考え方に進みたいと思います。

②新興国過剰貯蓄説

次の考え方は、国際的な資本移動に注目するもので、一九九〇年代の後半から中国を初めとする新興国、OPECの対米貿易黒字が累増いたしました。外貨準備のため込まれたものが国内で使われずにアメリカの国債投資に回された結果、アメリカ国内の長期金利が押し下げられて、アメリカ

の住宅投資や消費を過剰に誘発したという考え方が、もう一方に挙げられます。

この考え方は、前のアメリカの財務長官であったヘンリー・ポールソンを初めとして、昨年の秋ぐらいからアメリカ国内に非常に強い力を持つてふえてきた考え方です。これを仮に「新興国過剰貯蓄説」と名づけておきたいと思います。

日本でこの考え方を展開しているのが野口悠紀雄先生の御本です。ここに挙げてある御本です。

この御本の中で、野口先生は、金融危機は次のようなロジックで起こったとおっしゃっています。

どういうことをおっしゃっているかというと、アメリカの中央銀行であるFRBが二〇〇〇年のITバブル崩壊後に金融緩和に踏み切ったけれども、そのうちだんだんと住宅価格が上がってきたりして、住宅価格バブルが出てきた。景気過熱感が出てきたということで、二〇〇四年の六月以

降、FRBは政策金利を引き上げていきますが、ところがそれは長期金利にちつともはね返らずに、長期金利は上がらない。その結果、イールドカーブがフラットな状態が続くことになります。現象としてはそういうことが起こったわけです。

この間、対米貿易黒字を膨張させた中国が外貨準備をアメリカ国債に充てていった。加えて、日本の場合には、九〇年代末からゼロ金利政策を続行して、円キャリー取引をふやしていく。これがさらに円安・ドル高をもたらしていく。この結果、日本も貿易黒字をため込んでいく。そして、それをアメリカに資本投資している。米国債投資をしている。この結果、アメリカ国内では、ドル高・低金利が維持されてしまつて、住宅バブル、過剰消費が継続していった。FRBとしては一生懸命やったんだけど、これは他人のせいだというわけです。

したがって、アメリカの住宅バブル崩壊をもたらししたのは、先ほどの市場型間接金融システムで言うところの証券化に原因があるんじゃないかと、こういうのとは関係なくて、中国を初めとする新興国、OPEC、日本の過剰貯蓄が国内で吸収されずに国際的な資本移動を通じてアメリカに回されて、アメリカの貿易赤字をファイナンスした結果だ。こうした貿易収支のアンバランスが、資本移動によるファイナンスで維持されている限り、引き続きバブルが起こる可能性、条件が残されていると主張されているわけです。

したがって、ここから出てくる対策としては、対米貿易黒字国、とりわけ中国とかOPECの諸国に対して過剰貯蓄解消を要求することになります。具体的には外需を内需に転換させる、産業構造を転換させるということか、あるいは為替調整ですね。人民元を引き上げるといったこと、

あるいはその両方になるかと思っています。

日本につきましては、野口先生は、円レートが六〇円台になっても収益が上がるような産業構造にすることが大事だ。また、資本面で国際的に開かれた国にすることが大事だと、この本の二四六ページあたりで述べられているわけです。

中国などの過剰貯蓄は、実はアメリカの過剰消費と表裏一体なんですけれども、それを言わずに過剰貯蓄側に問題があると主張するところが、この説のミソであります。というのは、その後の対策に違いが出てくるからであります。

・資産欠乏説

興味深いのは、この過剰貯蓄説と絡み合いながら、アメリカの知識人の間で中国とか中東諸国に対して「資産欠乏説」といった新しい考え方が唱えられていることでもあります。

レジュメにメモ書きいたしました藤田先生と小

林先生が共著でお書きになられた論文の中でも紹介されているんですけども、この考え方によりますと、中国とか中東諸国というのは市場環境、例えば法制度であるとかビジネス環境が未成熟である。社会的・政治的安定性を欠いている。そのため、その国の国民自身も自分の財産を国内に投資しようとせずに、海外、特に米国債に逃げってしまう。このことが過剰貯蓄を米国債に振り向けて、アメリカ国内の長期金利を異常に押し下げてバブルを引き起こしたんだ。こういう主張であるわけです。

したがって、彼らの説からしますと、対策としては、対米貿易黒字が著しい中国とか中東諸国に対して、政治的・社会的な安定性を高めて、法制度であるとかビジネス環境を整備して、もっと自国内の資本市場の育成に取り組ませるべきだ

ということになります。

この構図は、四半世紀ぐらい前に日本に來ました当時のレーガン大統領が、我が国に金融資本市場の自由化、開放を迫った日米円ドル委員会というのがありましたけれども、これと構図が非常によく似ています。中国版の日米円ドル委員会と言ってもいいんじゃないかと思えます。

こういうことで、この過剰貯蓄説が証券業界にとって持つ意味は何だろうと考えますと、中国は、現在は国内の政治力学から、高目の、例えば八%といった経済成長を維持せざるを得ないと自分で言っています。短期的には、国内需要を喚起するために、総額四兆元という巨額の内需拡大に打って出ているわけであります。インドもベトナムも内需中心の成長余力はありそうです。加えまして、アメリカからのこういう圧力がありますと、ひょっとして中国やアジア諸国でも、中長期

的に見て国内の資本市場を整備し、育成する、資本市場を開放するという方向に出ていくかもしれません。

他方で、我が国は自動車や電気機器や精密機械を初めとして、外需依存型の産業のウエートが非常に高いために、アメリカの住宅不況をきっかけとする海外の売り上げ急減と円高に挟撃されまして、昨年の秋から企業業績は非常に急速に落ちていくことは、皆さん御承知のとおりだと思います。したがって、日本国内でも産業構造の転換であるとか業界再編であるとか企業再編は進んでいくでしょうし、それ以上に日本企業は、中国を初めとするアジア諸国の内需拡大や市場開放に商機を見出して、そうした地域への海外進出の動きを加速していくかもしれません。

そうなりますと、日本を含むアジア地域を中心にいたしましたして、日本企業を巻き込んだM&A絡

みのビジネスがふえていくかもしれません。金融危機の影響でM&Aの件数は昨年の秋から落ち込んでおりますけれども、中長期的に見ますと、先ほど述べましたように、アジア域内に対する市場開放の圧力にも支えられまして、M&Aのような再編絡みのビジネスが日本を含むアジア地域で拡大する可能性があるかもしれません。アジア地域における投資銀行業務が成長するかもしれないということがあります。

③ 「巨大株式会社」危機説

レジユメの二ページ目の③の説について御紹介したいと思います。

これは、ガバナンスに着目する考え方です。私の前の職場である大阪の研究所の大先輩でありまして、また中央大学の先生をしていらつしやった奥村宏先生が最近こういう本をお書きになつてい

らっしゃいます。この中で、奥村先生は、今回の金融危機は、巨大株式会社が危機に陥っているあらわれだと言っているわけですね。ですから、『巨大株式会社』危機説」と書いておいたんですけれども、ちょっと私は、余りわかりにくい表現なので、私なりの解釈をまじえて御紹介したいと思います。ですから、ひよっとして曲解しているかもしれません。

この本の中で私が解釈したところでは、アメリカ企業はバリー・ミーンズが指摘したように、一九三〇年代以降、経営者支配に陥っているわけですね。経営者支配というのは、企業の株を所有していない経営者が企業を支配している。財産を所有していない人が支配しているということで、アメリカでも Agency Problem という形で問題にされてきたところがあります。

ところが、一九七〇年代以降、機関投資家の持

ち株がふえて、徐々に機関投資家も企業ガバナンスにコミットしてくるようになります。そこで、この一九七〇年代、八〇年代あたりから、株主資本主義、シェアホルダー・キャピタリズムとか、株主重視の経営とかいうことが言われ始めるわけですが、ここで言っている株主というのは機関投資家のことでもあります。

しかしながら、ここで言っている株主重視の株主というのは機関投資家のことなんですけれども、よくよく考えてみると、奥村先生に言わせれば、この機関投資家の議決権行使というのは、実際には株を持っていないファンド・マネジャーにゆだねられているんだから、これまた経営者支配とは違った意味で、財産を持っていない者が支配しているんじゃないか。

そうすると、リスクを負わない無責任な人たちが他人の財産を支配している、そういった関係が

二重化されていることになるわけです。そういった中では、企業経営もファンドの資産運用も無責任になりやすい。彼はこういうことを主張しています。そういうわけで、エージェンシー問題が重層化していると言いかえてもいいと思うんです。

こういった企業ガバナンスの構造の変化の上で、フリードマンらの新自由主義的な経済思想が一九七〇年代の後半から台頭してきます。この新自由主義的な経済政策は、奥村先生に言わせれば、七〇年代の後半にアメリカを初めとして先進資本主義国がスタグフレーションに陥ったことから生まれてきたものだとおっしゃられます。この一九三〇年代の大不況期に、一部企業の国有化や政府の介入など、ケインズ主義的な政策で、いわゆるニューディール政策で資本主義は危機から脱したわけですが、この七〇年代に入りますと、技術革新が停滞する中で、国有企業や政府肥

大化による非効率・官僚主義が顕著となって、再び巨大企業は利潤圧縮に見舞われて、スタグフレーションに陥ることになったとおっしゃられます。

そこで、ヨーロッパではサッチャーが出てきて、国有企業の私有化を進めて、民間企業に利権機会を開放する。また、アメリカではレーガンが出てきて、政府の規制緩和とかを行って、これまで規制が強かった運輸とか、電力とか、通信とか、航空とか、金融とか、証券業とかといった、主として非製造業の規制を緩和して、そこで民間資本が入っていきやすいようにする。また、ビジネスを展開しやすいようにするような形で、利権機会のフロンティアを広げようとした。

ところが、製造業については、国際的な面から日本等々に負けてしまつて、結局こういったやり方で民間資本が押し寄せていった先は金融業等々

であったということで、この結果、英米両国は著しく金融業にウエートを置いた産業構造へ転換してしまつて、GDPに占める金融及びその関連・周辺産業のウエートを上昇させていつたと主張されているわけです。

その例示として、資料の一枚目にある図1、「アメリカ全会社の国内部門の利益のうち金融部門の利益が占める割合」。これは、大統領経済諮問委員会の、毎年出るレポートから使われているわけです。孫引用させていただきましたが、確かにこのような金融の肥大化が見られるわけです。

これは要するに、この間、金融商品や金融技術の開発に多くの経営資源が投入されていつて、投資銀行が主導する形で証券化や各種ファンドといった非銀行・金融仲介機関が肥大化することになつていつた。これらはまた、最終的な借り手と貸し手の間の距離を、証券化で見られますように

広げていつて、金融の重要な要素である貸し手の借り手に対する信頼とか信用の意味を失わせることになつて、肥大化する金融業の中で他人の資金を無責任に運用する傾向を蔓延させ、投機を助長した。奥村先生はこのように主張されているわけです。

このように、サブプライムローン危機というのは、機関化によつて所有なき支配がさらに重層化していつて、無責任経営、無責任な資産運用が行しやすくなつていつる上に、新自由主義によつて利殖機会が拡大し、経営の裁量余地が広がつた中で、この利殖先が証券業を含む広い意味の金融業に向かつて、経済の金融化が進展する中で起こつた出来事だというふうにごの説ではなります。そこで、この説では、現代の巨大株式会社を持つ企業ガバナンスのあり方、機関投資家のガバナンスのあり方を変革することが大事だという主張に

なっていくわけです。

私ここで注目したいのは、このストーリーの中で出てくる機関化、規制緩和、経済の金融化という三つのキーワードに注目したいと思います。

言いかえれば、機関化と規制緩和を支援材料にして、アメリカの投資銀行業界はどのように経済の金融化を押し進めていって現在の金融危機の引き金を引いてしまったんだろうかと問題を立てたら、何が見えてくるんだろうかということには私は関心があります。

もちろん、この金融危機には、商業銀行や保険会社も絡んでいますけれども、投資銀行の関与が深かったことは間違いないので、そこで角度を変えまして、今言ったような角度から一九七〇年代後半以降のアメリカの投資銀行のあり方について、次に簡単に見ておきたいと思います。

二、アメリカ投資銀行の業態変化

レジユメの二枚目の「アメリカ投資銀行の業態変化」というところに入っていきます。

アメリカの投資銀行について、かなり古いんですけれども、しつかりまとまった著作を挙げるとすれば、この三つぐらいだろうと思います。この中で、遠藤先生のものが比較的新しいので、これを参考にして、これまでの投資銀行の歩みを私なりにまとめてみたいと思います。

アメリカの投資銀行は、一九七〇年代から大きく変化し始めるんですけれども、一言で言いますと、機関投資家の資金をポケットに入れて、そのお金でマーケットのないところにポジションを張りながらマーケットをつくって収益を上げていった三十数年間だったと思います。

①引受業務の対象が質的に拡大

具体的に申しますと、まず引受業務でどのような変化が起こったのかというと、七〇年代ぐらいまでは、引受業務というのは優良大企業の発行する社債か、そうでなければ新規公開株（IPO）です。ね、これを引受にするというのが普通であったわけですが、八〇年代ぐらいからジャンクボンドのような非常に格付の低い企業の起債がふえていきます。さらに、LBOのような買収用のシエルカンパニーですね。直訳すれば貝殻会社。要するに中身のない会社。言いかえれば、発行体のない引受が出てきますし、証券化となってくると、投資銀行がSPCという発行体をつくって引き受けているといったように、これまで発行体がいなかったところに、無から有を生むような形で引受業務の対象を広げていったというふうに、この間の引受業務の変化はとられるんじゃないかと思

ます。

このように、ジャンクボンドとかMBSといった証券化商品は、リターンを求める機関投資家のニーズに応じて開発されたもので、機関投資家の台頭抜きにしては考えられません。先ほど「機関化」というのが一つのキーワードだと申しました。機関化現象は一九六〇年代から進んでいくんですけれども、一九七四年のエリサ法が一つの画期をなしたと言われています。

このときに、機関投資家の受託者責任、フィデューシヤリーというのが法定化されたんですけども、その際に、運用行動として分散投資の効用が認められまして、分散投資の一環として合理的に説明できるなら、投資適格社債以外のジャンクボンドはもちろん、ベンチャー投資、証券化商品、ヘッジファンド、石油発掘権といったオルタナティブな投資も、これは極めてリスクの高い投

資ですけれども、そういうものでも投資してよいことになったわけです。

これ以降、機関投資家の資産運用は、分散投資を条件として、徐々にリスクな金融商品へと広がっていきます。このお金目かけて投資銀行は次々と新しい金融商品を創造して、市場のないところに市場をつくっていくことになっていきます。その結果、伝統的に優良企業とのリレーションに基づいて優位を保っていましたモルガン・スタンレーであるとかディロン・リードであるとか、クーン・ローブといった老舗の投資銀行が徐々に地位を低下させていきまして、逆に機関投資家とのコネクションの強い業者であるとか、トレーディング能力の強い業者が台頭してきます。このことが、また投資銀行業界に激しい競争をもたらしていくわけです。

② M & A 業務の自立化

二つ目の変化として、M & A 業務の自立化が始まっています。

七〇年代までの M & A 業務は、引受業務に付随したものと言われてきたわけです。それまで、優良大企業との引受幹事関係が固定したものととしてありまして、その幹事関係から派生して、この M & A のアドバイザリー業務があったわけでありました。がいまして、この幹事関係の上に成り立っている以上、幹事関係を壊すような敵対的な T O B に投資銀行が積極的に関与する、特に老舗の投資銀行が関与するということは、ちよつと考えられなかったわけです。

ところが、七四年に老舗の投資銀行のトップであるところのモルガン・スタンレーが、カナダのインコ社がアメリカのバッテリーメーカーの E S B に敵対的な T O B をかける。そのときに、モル

ガン・スタンレーがアドバイザーになるということで、ブレークスルーになったわけです。

先ほど申しましたように、引受業務では、トレードイング能力とか機関投資家とのコネクションが意味を持つようになりまして、発行体との幹事関係はなくなったわけではないですけれども、引受業務における有力な要素ではなくなってきましたので、M&Aのアドバイザー業務も幹事関係とは関係なく展開できると多分判断して、一つの独立したプロフィットセンター、引受部門とは独立したプロフィットセンターになっていきます。

このように、M&A業務の拡大の背景には、しかし他方では実体経済、つまり基本的には七〇年代後半以降の大企業の収益力低下が原因であったということも指摘しておかなければいけません。リストラ的手段として企業や事業部門の買収とか

売却が進められていって、そこにM&Aアドバイザーのサービス、ニーズが出てくるわけです。

しかし、その一方で、収益力の低下に悩む大企業を解体して、サヤを抜こうとするファイナンシャルバイヤーも出てくるわけであります。LBOファンド、あるいはまたプライベート・エクイティ・ファンドとも最近言われますけれども、そういったユーザーが登場してきます。そういったユーザーがM&Aのアドバイザーやジャンクボンドの引受のお客さんになっていきます。

こうして、新しい次元で、つまり幹事関係とは関係なく、トランザクショナルなベースで引受とM&Aアドバイザー業務が同時並行的に展開されていくようになっていきます。

③マーチャントバンキング業務

さらに加えて、③にマーチャントバンキング業

務が出てきます。

八〇年代の後半になりますと、こんなにもわかるんだったら、証券会社みずからやればどうかというところで、証券会社、投資銀行みずからがLBOファンドを組成して、そこにみずからも資本をコミットしていったら、利益を刈り取ろうというマーチャントバンキング業務があらわれてくるわけです。最近ではプリンシパル・インベストメント業務とも呼ばれるようになってきているわけですけれども。

そこでは、TOBを仕掛けるのは投資銀行自身。法的には資産運用子会社になるわけですけれども、投資銀行がみずからそれを仕掛ける。LBOファンドの組成や投資家への募集、販売、運用子会社がジェネラルパートナーになってファンドを運営する。そういったことを投資銀行がグループ全体としてやり始めることになります。その過

程でTOBを行えば、その買収資金のブリッジローンやジャンクボンドの借り換えといったさまざまな業務が派生してきて、それをグループ全体で刈り取ろうという業務が出てくるわけでありま

す。このように、新しい投資銀行業務の創造によりまして、投資銀行ビジネスは収益の高いものになっていったら、金融システムの市場化、経済の金融化が進行してまいります。

④規制緩和

この過程で、新自由主義的な主張に支えられて進められた規制緩和が果たした役割も非常に大きなものがあるわけでありまして。この規制緩和が果たした役割について、証券業界と機関投資家に分けて、次にお話してみたいと思います。

ちょっとレジュメに書くのを忘れてしまっ

しわけないんですけれども、機関投資家に対してこの時期の規制緩和が与えたインパクトは何かといいますと、機関投資家は、先ほど奥村先生は、他人の財産の支配、重層化が起こる、無責任な運用が起こると御指摘されているわけですけれども、単純にはそうは言えない。といいますのは、こういうことです。

機関投資家というのは、実は自分で運用するんじゃないくて、大半が外部のマネー・マネジャーに運用委託しているわけです。そのマネー・マネジャーはどういう法的な規制下にあるかということ、一九四〇年の投資顧問業法があるので、そんなにむちゃむちゃな勝手なことではできないはずなわけです。ところが、八〇年代あたりから、四〇年投資顧問業法の規制下でない私募のファンドのマネー・マネジャー、例えばヘッジファンドであるとかプライベート・エクイティー・ファンドと

いったような登録義務の必要のない、私募の形をとったファンドがふえてまいります。これが一九八〇年代の終わりぐらいからふえてくるわけです。

これに登録義務を課さずに、ほとんど何の規制もかけてこずに放置してきたということも、不作為という形の一種の規制緩和であったと思うんですけれども、こういったことが起こった。こういったマネー・マネジャーが、高いレバレッジをかけながら大量に証券化商品やLBOファンド、プライベート・エクイティー・ファンドに流れ込んでいったということになります。

他方、今度は規制緩和が投資銀行ビジネスにどういう影響を与えたかといいますと、新しい投資銀行ビジネスは、マーケットのないところに自己勘定を使ってポジションを手持ちしながらマーケットをつくっていくので、非常にお金がかかる

ものになります。これに対して、証券業への参入規制の緩和を行ったことが、他業態からの資本注入を可能にしたと私は思います。

古い話になりますが、一九六〇年代末にバックオフィス危機というのがニューヨーク証券取引所で起こりました。そのときに、ニューヨーク証券取引所はそれまで会員業者に課してきました外部出資の制限をやむを得ず解いて、会員ブローカーの株式公開を容認いたします。この第一号が Donaldson, Lufkin & Jenrette (DLJ) なわけです。前の前の SEC の委員長だった方の創業した会社です。これが最初の公開会社になります。二〇年後、ロンドン証券取引所もビッグバンで同じようなことをするわけです。さらに加えて、FRB が銀行持株会社による証券子会社、いわゆる二〇条子会社の業務制限の緩和といった形で、漸進的に銀行の証券業務への参入規制を緩和

していきます。こういう形で証券会社への出資制限が解かれ、他業態からの証券業界への資本注入が行われていく道筋が太くなっていきます。

加えて、最後の決定打が一九九九年のグラム・リーチ・ブライリー法です。この法律が成立いたしましたして、持株会社のもとで実質的に証券の垣根が撤廃されていく。巨額のポジションを必要とする新しい投資銀行業務が外部から投資銀行業界へ資本が入り込む形で拡張していくことになるわけでございます。

以上が、投資銀行業界による収益拡大の私なる解釈です。

⑤ 投資銀行業務の付加価値とは？

これに関連いたしましたして、この時期に膨らんだ投資銀行の収益は、一種の裁定利益から成り立っていたという考え方も一方にあるわけです。

レジュメの三枚目に池尾先生の論文を御紹介してございます。この池尾先生の論文では、金融のあり方を裁定型金融とバリュニアップ型金融に分けていらっしゃる。この裁定型金融とは何かというと、一九七〇年代初頭の変動相場制、その後の金融自由化によりまして、資産価格に多くのゆがみが存在したことから生まれたもので、そのゆがみを利用して裁定取引で利益を上げていくというビジネスモデルがあります。

当然のことながら、裁定利益というのは、やがて一物一価が成立して消滅していくんですけれども、裁定型金融の収益機会が乏しくなる中で、アメリカの金融サービスマネジメントには依然高収益を求める力がかかり続けて、いつしか裁定型金融の活動のかなりの部分が、他人から価値を奪うことによって利益を上げるようなものに墮落していった。それが顕在化したのが、サブプライムローン

問題に見られる今般の信用市場危機であるとおっしゃっているわけです。したがって、その裁定型金融というのは、今後は本来的な存在意義に見合う規模と範囲に縮小していつて、これにかわって注目されるのが、次のバリュニアップ型金融だ。

このバリュニアップ型金融というのは、取引先企業の価値創造に貢献して、その分け前にあずかるタイプの金融活動とされています。そして、裁定型金融が行き詰まった現在、このバリュニアップ型金融の意義を再評価するのが不可欠だとおっしゃっているわけです。私自身はこの考え方にかなり共感するところもあって、かつわかりやすい考え方なんですけれども、先ほど申しましたように、私はやっぱり機関化の進展と新自由主義的な考え方が重なって、機関投資家のマネーが受託者責任すら義務づけられていない無登録のマネー・

マネジャーにゆだねられるようになって、他方で、これまた規制緩和で資本制約から開放された投資銀行がやみくもに市場のない、流動性のないところに金融商品を開発して、機関投資家はその商品をはめ込んでいった。それが行き詰まったものだと解釈しています。

そして、彼らの後ろを一突きして失敗にのめり込ませたきっかけが、次の3に述べるCSEプログラムと言われる監督プログラムだったんじゃないかと思います。

三、業態規制撤廃後の「ゲームのルール」

レジユメの3の「業態規制撤廃後の『ゲームのルール』」と題しておりますが、ここに「CSEプログラム」と書いています。これが今回の最後

の一突きになったと思います。

これはどういうものかといいますと、先ほど御紹介いたしました一九九九年のグラム・リーチ・ブライリー法は、持株会社の形式のもとで銀行と証券の相互乗り入れを認めるものなんですが、これによってSECは監督権限に抜け穴があることに直面したわけであります。

どういうことかと申しますと、三四年の証券取引所法に基づいて、ブローカー・ディーラーとして証券会社登録した者についてはSECは監督権限があるんですけども、その親会社である証券会社には監督権限がないわけです。法的な権限がなかったわけであります。

これが九九年の法律で、証券会社も持株会社をつくり、他業態に参入してゆく。しかし、他方、銀行のほうは、銀行持株会社のもとで銀行業務と証券業務を営んでいる。例えばシテイコープであ

るとかJ Pモルガン・チェースの場合には、これは銀行持株会社ですから、以前からFRBが監督権限を持っているわけでありませう。

①CSEプログラム

しかし、他方SECは証券持株会社について監督権限を持っていない。穴があいているというところで、SECは二〇〇四年にCSEプログラムをつくって、証券持株会社を監督下に置こうとしたわけです。これがThe Consolidated Supervised Entity Programというもので、連結ベースで監督される事業体と直訳すれば言えるんですけれども、要するに証券持株会社を連結ベースで監督するプログラムだとお考えいただきたいと思えます。

このCSEプログラムは、他方でアメリカの大手投資銀行にとっても望ましいものだったわけだ

です。なぜかと申しますと、アメリカの投資銀行は世界的に営業展開しております。二〇〇二年に採用されたEUの金融コングロマリット指令が二〇〇五年に発効するわけでありませう。もし発効しますと、本国のアメリカで金融当局の監督下に入っていないければ、EU域内で営業を継続するために、EU域内のどこかに、EUの監督当局の監督を設けるための中間持株会社をわざわざつくらないといけないということになったわけです。そのコストとして年間八〇〇万ドルぐらい要するという試算もはじかれていました。これは、このレジューメのところ、御紹介してあるFinal Ruleのところ、に年間八〇〇万ドルぐらいかかるんだと書いてあります。このFinal Ruleは非常に面白い読み物ですから、ぜひお読みになっていただきたいと思えます。

このCSEプログラムには、しかし幾つかの欠

点があることが後に露見するわけでありませう。このプログラムはどういう仕組みかといいますと、証券持株会社を連結ベースで銀行の自己資本規制のバーゼルⅡに準拠する形で監督するという枠組みになっています。

自己資本比率、早期警戒基準で一〇%以上。最低八%以上ですが、月次ベースで一〇%以上あるように維持するようにしなさいという資本要件を課した上で、かつまた次のような報告要件、例えばグループ全体の業務や組織の詳細であるとか、子会社関連会社のリストであるとか組織図、連結ベースの財務諸表。この財務諸表の中には、バーゼル基準に準拠した所要自己資本、リスク相当額の算定額なども含んでおりますけれども、こういったものを報告しなさいという要件があります。

ところが、この監督プログラムは強制ではなく

ボランティアなんです。もしこのプログラムを受け入れるなら、傘下にある証券子会社の自己資本規制、ネットキャピタルルールと呼んでいますけれども、このネットキャピタルルールにおいて維持しなければならぬ正味資本、自己資本の算定式においてVaRモデルのようなmathematicsモデル、数学的なモデルを使ってもよろしいとか、シナリオ分析を使ってもよろしいとかいったようなことを認めてやるというふうになっているわけでございます。

御承知のとおり、このネットキャピタルルールは、六〇年代末のペーパー・クライシスのときに財務危機に陥った会員ブローカーが非常に多かったことから、一九七五年にアメリカで法定化されたものですけれども、わかりやすく公式にすると図2のような形になると思います。

図2は、General Accounting Officeという政府

機関が一〇年ぐらい前につくったものです。これを参考にしてネットキャピタルールの仕組みを申しますと、ネットキャピタルールは三四年法規則、SEC規則の一五C三―一条というところに根拠規定があります。

登録ブローカーは正味資本が、「Requirement」というところを見ていただきたいんですけども、「Net capital」から「Requirement」を引いて、それが正でなければならぬということになります。それはどうということかと、法文では、登録ブローカーの正味資本は二五万ドル以上で、かつまた負債総額の六か三分の二^(6/3)以上。六か三分の二^(6/3)以上ですから、逆数で言いますと、負債倍率が一五倍以内。今現在一二倍以内になっているようですけれども、逆数にしますと負債倍率が一五倍以内におさめるか、あるいはこの下に書いてありますように、顧客関係受取勘定という

のは、ほとんどが日本で言う信用取引勘定のような対顧客債権から成り立っているわけですけれども、その四%以上。現在は二%以上になっていますけれども。そういうふうにしなさいと言っているわけでありまして。つまり、Net capitalからその分を差し引きますと、これがプラスになるようにしなさいということです。

負債倍率一五倍以内というのが本則、ベシックメソッドと言われているんですが、本則なんですけれども、顧客関係の取引債権の二%以上というルールも代替的なルールとして採用してもよくて、実際には多くの業者はベシックメソッドを負債倍率一五倍以内におさめるというネットキャピタルールを採用していますけれども、メリリンチを初めとする数多くのお客さんを持っている大手業者は、正則ルールをとらずにこれまで代替的ルールをとってきたわけでありまして。つま

り、彼らはそちらをとったほうがネットキャピタルの実額を節約できるということで、代替的なほうをとってきたわけでありませう。

このどちらをとるにしましても、業務を拡大しようと思つたら正味資本を拡充させることが必要です。ところが、この正味資本の算定は、この図2の Formulation の上のほうを見ていただきたいんですが、Net capital を出す式は「Total Capital」から「Deductions」を引いて出しているわけでありませう。この Net capital の出し方は、会計上の資本に劣後債務を足す一方、Deductions を引く、控除項目を引くということになっています。日本の証券会社の自己資本比率規制を出すときの分子と大体同じだと考えていただきたいと思ふんですけれども。

この際の Deductions の項目を見ていただきますと、非流動資産は引く。つまり、有形無形の固

定資産とか貸付金、レディーマーケットを持たないような非流動的な証券とか、流動的な証券でも価格変動リスク等を考慮して、ヘアカット分は引けというふうになっているわけでありませう。

ところが、この C S E プログラムに入ると、その証券子会社は正味資本の控除分 Deductions の算式におきまして、さきの規定をそのまま適用するのではなくて、バーゼルⅡに準拠してヘアカットにかえて VaR のような数学的モデルやシナリオ分析を使つてもよろしい。それからまた、デリバティブのカウンターパーティー・リスクについても内部格付手法を使つてよろしいということも盛り込んだわけでありませう。

もちろん、その前提といたしまして、この種々の報告要件のほかに、リスク管理に関する内部統制の確保も求めましたし、また資本要件として一般のブローカーは二五万ドル以上等々と言つてい

ますけれども、この部分については Deductions する前の Net capital、Tentative net capital と書いていますけれども、控除する前の資本が一〇億ドル以上。控除した後の正味資本が五億ドル以上でなければいけない。早期警戒基準として、控除する前の Tentative net capital が五〇億ドル以上でなければいけないという要件を課しているわけです。

さきの Final Rule にも書いてあるんですけども、こうした伝来のやり方で Deductions を計算して引くことと比較いたしましたして、控除額の平均四〇%が節約できるとさっきの Final Rule では書いてありました。

これで試算いたしますと、上位一社、大きな業者ですね、メリルリンチといった業者が並んでいますけれども、こういった上位一社ベースで総額一三〇億ドルが節約できる。一番最後の

Excess capital が一三〇億ドル分、浮くわけですよ。この一三〇億ドル分浮きますと、これをどこかに転用して、これを元手にさらにレバレッジをかけて商売に使っていくことができる、こういうふうになるわけです。

ペアー・スターンズ破綻の経緯を調べました Office of Inspector General という機関が SEC の中にありますけれども、レジユメの三ページのところを文章を御紹介しておきました。ここで何が失敗だったのか、何が悪かったのかを逐一非常に詳しく述べています。

この中で御紹介したいのは、この報告書の中で、ペアー・スターンズは C S E プログラムで規定されている資本要件をすべて満たしている。それでも破綻したんだから、この資本要件そのものが間違っていたんじゃないかと言っています。彼らに選択制としてもともと任せていた正則ルール

と代替的ルールを選択制なんかにはせずに、もろに
じかに負債倍率の制限をかけてもよかつたんじゃないかとも言っております。

また、SECの監督部門、Trading and Markets 部門という名前です。呼ばれています。最近、この名前が変わったそうですけれども。このSECのブローカー・ディーラー監督部門は、監督対象であるベアー・スターンズがモーゲージ業務に過度に傾斜していたことをCSEプログラムを適用する前から知っていた。リスク管理体制にもかなり問題を抱えていたことを知っていたのに介入しなかった。それに対しては、前にやめてしまったコックスSEC委員長は、いやあれはボランティアな監督プログラムだったので、我々には遠慮があつたんだ、法的根拠が明確ではなかつたんだと弁解していますけれども、こういうことをOffice of Inspector Generalは批判しております。

ます。

②金融危機後の金融監督

いずれにいたしましても、大手投資銀行の監督におきまして、九九年のグラム・リーチ・ブライリー法による銀行・証券分離規制の撤廃によりまして、この大手投資銀行に証券持株会社という道を許したことで監督に穴があいてしまい、この穴を埋めるべくCSEプログラムをつくつたんですが、これまたうまくいかなくなつて、それが一突きになつて、大手投資銀行は専業として姿を消すこととなり、このCSEプログラムも最終することになつたわけであります。

しかし、後で申しますように、CSEプログラムのアイデアは死んでいないように思います。銀行と証券が再び分離されるなら別ですけれども、そうでない以上、ゲームのルールとして共通した

尺度は今のところバーゼルⅡしかありませんから、それに準拠したルールをつくらざるを得ないということになるんだろうと思います。

結局、アメリカの場合には、メリルリンチもバシカメに吸収されましたし、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスも銀行持株会社になつてバーゼルⅡの基準で監督されるようになってた。FRBの監督下に入った。証券子会社については、FRBとSECの共管という形になっていて、ある程度つじつまが合ったような監督規制になっているわけでありませう。

四、おわりに――日本の証券業界にもたらした教訓

以上を振り返りまして、今回の金融危機が我々日本の証券業界にもたらした教訓をまとめてみる

と、次のようになるんじゃないかなと思います。

まず①に、この市場型間接金融システムへの転換が今後も進められるとすれば、当然価格発見機能の前提となる情報生産機能の向上を図るような手だてを整備する努力が今後も続けられることになると思います。

市場型金融システムの進展は、市場のないところに市場をつくっていくプロセスも含むわけですから、今後もそういった努力が続けられていきましようし、そこではディスクロージャー制度、その前提となる会計制度のあり方が今後も議論されるでしょうし、情報生産の担い手である格付機関、さらには実際にプライシングに当たる証券会社も大きな責任を果たすことが求められるので、それなりの関与が求められることになるかと思えます。

②に、新興国過剰貯蓄説のところで申しました

ように、経常収支のインバランス是正の観点から、我が国は内需中心へと産業構造の転換を一層求められるようになります。加えまして、アジアなど新興国地域では、かつての日米円ドル委員会のような資本市場開放圧力が高まるかもしれませぬ。こうなりますと、中長期的にはアジア域内資本市場が整備されるとともに、M&Aビジネスを初めとする投資銀行ビジネスが、日本企業も交えてアジアなど新興国地域で拡大していくかもしれません。

③に、サブプライムローン危機では、我が国は相対的に打撃が少ないと言われてきました。現在、日本の銀行とか証券会社の業績はよくありませんけれども、それはリーマン・ショックで株が下落したのために、保有株の評価損が出たり、株式投信が売れなくなったり、余り急な下げでヘッジし損ねて、エクイティトレーディング業務で

大損が出たといったことのほうが大きいように思います。

では何も問題がないかといえば、もちろんそうではないわけです。まず、日本でも機関化が進展していつています。アメリカにおける問題は、機関投資家の資産運用において分散投資しているから、極端に言えば何に投資してもよいことになっている上に、実際に彼らのお金を運用するマネー・マネジャーの中にヘッジファンドのような投資顧問業法の規制を受けない業者があらわれて、それが高いレバレッジをきかせながら、リスクの高い運用をしているということが、金融危機の過程で出てきたわけです。

グローバルゼーションのもとでは、日本の機関投資家のお金もこうした業者に運用委託されているわけがあります。そうしたことで、当然のことながらこうした業者に登録を義務づけて監督下に

置こうという考え方が出てきて、現在ちょうど金融サミットが行われていますけれども、当然こういった問題も議論されていくことになるでしょう。しかし、そのことは、当然のことながら、投資顧問業の収益性に、広い意味の資産運用業の収益性に制約を課すことにつながりますから、すんなりとはいかないだろうとも思います。

というのは、アメリカは何度も申しますように、七〇年以降、新自由主義的な考えで規制緩和を行っていった、その結果、経済の金融化が進んで、産業の生産性としては資産運用業を含む銀行・証券など、広い意味のサービス産業が最も高い生産性を持った産業として生き残っているわけであります。製造業は、もうだめになっているわけです。それだけに、比較優位にある金融業に足かせをはめたくないという考慮は当然今の政権も持っていると思います。そういうわけで、さつき

も言いましたように、登録義務のないヘッジファンド等の規制強化は、そうすんなりはいかないだろうと思います。

他方、同じことは、銀行・証券分離後の金融サービスの規制監督についても言えるわけです。大手投資銀行は、専業としてはなくなったと言われていますけれども、リーマンを除きまして、銀行持株会社の傘下にある投資銀行子会社として依然として営業しているわけであります。つまり、バーゼルⅡに準拠する形でFRBがSECとともに彼らを監督しております。そうしますと、アメリカとしては、資産運用業と並んで比較優位にあると思っている銀行・証券業についても、彼らに有利な形で営業の土俵を組みかえてくるということとは考えられません。

そうした環境の中で、日本のメガバンクや大手証券も戦わなくてはいけないんだらうなというこ

とを強調して、時間も参りましたので、私のお話はこれで終わりたいと思います。

以上です。(拍手)

若林常務理事 二上先生、どうもありがとうございます。
いました。

大変幅広い分野にわたる問題について論点を分かりやすく整理していただきましてありがとうございます。
ございました。

ここで若干時間をいただいておりますので、御質問、御意見等ございましたらお受けしたいと思います。ですが、いかがでございますでしょうか。ございませんでしょうか。

では、皆さんが御質問をお考えいただく間に、私のほうから一点、質問させていただきます。

我が国は、失われた一〇年とかと言われまして、バブルが崩壊した後の非常に苦しい時代を切

り抜けてきたという経験がございます。その経験に照らして、先生が今御説明いただきました幾つかの課題との関係で、我が国が現時点で欧米に比べて相対的に傷が浅いと一般的に言われておりますが、そういうことからして、我が国がとるべき何か戦略と申しますか、そういったものを御示唆いただければと思えます。

二上 この危機に対して何か、例えばいわゆる失われた一〇年と言われている時代に、日本は不良債権を処理して立ち直った。だから、アメリカも今の不良債権の処理を日本のように、日本の経験を見習ってやればいいんだ、教えてあげますといった御主張を出す方もいらつしやいますが、それはちよつと違うかなと思います。

私に関心を持っていますのは、多分アメリカは昨年から混乱を、金融安定化法、その後の資産買い取り機関の設置で、いろいろたたかかれてい

ますけれども、私は、この短期間で日本以上にうまくやっていると 생각합니다。ですから、別に日本に学ぶ必要もなく、恐らくもつとうまくやっていると だろうと思います。

問題は、金融混乱の処理じゃなくて、その後のことだろうと思います。先ほど申しましたように、アメリカの銀行・証券分離はもうもとに戻らない。そういう土俵があつて、アメリカとしては金融業、証券業が、要するにアメリカの産業としては、イギリスと並んで金融と証券が一番生産性の高い産業だと思つてゐるわけです。そこでこけてしまったので、金融安定化法等々で傷口を治して、何年かかるかは知りませんが、多分うまくやるでしょう。

その傷口を治した後、引き続き西欧や日本なんかと、やっぱり優位を保つ形で金融や証券業を展開していきたいと思つてゐるわけです。そのため

に、彼らは資産運用業や証券業の枠組みをどのよ うに変えていくんだろうかというのには関心が あるんです。そこにもつと意を用いるべきじゃないか。

今、現に問題になつてゐるのは、バーゼルⅡを どうするかということです。銀行・証券が分離された後、結局一つのゲームのルールとして残つて いくのはバーゼルⅡしかありません。そのバーゼルⅡを、彼らはいかにして自分に有利なようにつくりかえていくかということを考へてゐるんじゃないかと思ひます。我々はそこに何かもつと関与、もつと我々の業界が有利なように関与して いくべきじゃないか。

もちろん、バーゼルⅡというのは国際的に展開 してゐる業者だけに関係することだから、我々国内 的には関係ないと思つていらつしやる方もいるか もしれませんが、しかし広い意味でバーゼルⅡ

というのは国内的な金融機関にも金融監督上、準拠を求められるようなパワーを持つているような気がします。

私はそれに関心があるので、九〇年代、二〇〇〇年前後の日本の金融不良債権処理がアメリカに役に立つからといって、それをもっと教えてやりなさいみたいなことには、私は余り関心はないんです。

以上です。

若林常務理事 どうもありがとうございます。

ほかに御意見はございませんか。

質問者 先生が最初におっしゃった市場型間接金融というのが、セキュリティゼーションのほうに話がどつと進んでいったんですが、私はもつと、例えばペンションですとかミューチュアルファンドだとかを含めた専門家による資金運用というのが広い意味で市場型間接金融の一つのあり方だと

思うんです。

間違いないのは、少子高齢化の進展に伴って、年金というのはどんどんふえていくわけです。いろんな市場メカニズムは難しくなって、グローバルですとかいろんなことで、素人ではなかなか年金運用みたいなのもうまくいかない。

私は素朴に考えるんですけれども、そういうのをベースにこれからの証券ビジネスは、そういう年金等を中心とするアセットマネジメントに池尾先生がおっしゃるようなバリュアアップのモデルを加えて、そこに付加価値をつけていくことが将来の姿じゃないだろうかと思っております。バーゼルⅡなどはインベストメントバンクが自己の資金をいかに運用するかというところに重心があるんだろうと想定するんですが、いかがでしょうか。

二上 今日のお話は、冒頭にも申しましたよう

に、金融危機がああいうところで起こったので、投資銀行の話ばかりになってしまいましたけれども、少子高齢化で、今おっしゃったようにアセツトマネジメントの業務がリテールの部分でも非常に大事だと。今おっしゃるとおりなんです。

今日はその話は全くしませんでしたけれども、広い意味の金融サービス業の中で、今おっしゃったような、市場型間接金融といっても、市場型間接金融システムというのは非常に重層的になっていて、ホールセールの話はかりしましたけれども、リテールの部分もあるわけです。そこも非常に大事なことです。

ここはアメリカの場合はどうなっているかというところ、これは全然傷ついていないわけです。今アメリカの株もどーんと落ちてしまっただけで、多分四〇一kのプログラムで、あれよあれよの感じを持っているお客さんも非常にたくさん損しているはず

で、それに対してコンサルティングサービスはどうしているかと、私も非常に関心があるんです。そこはこれから調べてみようと思っています。

そこで何が起きているかというところ、メリルリンチがこんなことになってしまったこともあるのかもしれないけれども、実際にそこで営業している営業員がほとんど独立している。独立して、インディペンデントなアドバイザーになる。つまり、メリルリンチからお客さんの勘定を持って独立していく風潮が出てきているようですね。それは、業界としては、会社としては困るんでしょうけれども、そういうことはこれから日本も起こってくるであろうし、そういうオープンアーキテクチャの流れをうまくアレンジして収益を上げていく経営努力は必要なんだろうと、私自身は思っているわけです。

もちろん、マーケットとしても今後広がってい

くでしようし、事業者の皆さんとしては、そういった流れに対して自分たちの商売の課題を見つけていっていただきたいなと思っています。何か抽象的で申しわけないんですけども。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

質問者 アメリカの今後のポイントということで先生が御指摘されたゲームのルールであるバーゼルⅡがどのようにアメリカが主導権をとる形が変わっていくかというのが一つのポイントだと思うんですが、今回のバブルの影響は、ヨーロッパも非常に大きい。むしろそこがある種の震源という話もあります。このヨーロッパは、今のバーゼルⅡについては、今後のどのように展開していくのか、また、どのようなスタンスなのか。先生の御意見をお聞かせください。

二上 ヨーロッパは、当然のことながら、バーゼルⅡの自己資本比率をもっと上げると言っている

わけです。これを上げることについてアメリカはどういうスタンスかと思うと、ちょっとわからないですけども、日本としては多分困るでしょうね。

というのは、ヨーロッパの人たちは公的資本を導入して、もう政府のお金が入っているわけです。だから、高くしても困らないわけです。けれども、日本はそうじゃないですよ。だから、バーゼルⅡで、これだけこういうことが起こったから自己資本比率をもっと高く上げるということになりますと、多分それを維持できない業者ははじき飛ばされて、政府の資本を入れた、いわばゲタを履いた人たちだけが果実を刈り取るということ。E.Uは考えているんだろう。当然それを認めたいほうがいいのかというのは、アメリカは慎重なんでしょうね。

それ以上はよくわかりません。

質問者 単なる勉強不足なので質問させていただきます。きたいんですが、要するにいろんなアメリカの投資銀行が急に銀行持株会社に、危機の際に皆さんなっていました。

それで、「銀行持株会社」という言葉と「金融持株会社」という言葉、二つあったような記憶がありますけれども、いわゆる一九九九年のGLB法のとときに、私の記憶では金融持株会社というのができた。ところが、今回証券会社が逃げ込んだのは、みんな銀行持株会社であった。まず、これはそういう認識でいいのかということ。

それから、銀行持株会社になれば、多分FRBなどからいろいろと援助を受けやすいということ。で逃げ込んだらとうと推定しておりますけれども、そういうことなんでしょうか。

二上 僕は法律の詳しいことはよくわからないので、金融持株会社、銀行持株会社、証券持株会社

で、金融の持株会社と銀行持株会社の違いもよくわかっていないので、前半のお答えはできません。

二番目は何でしたっけ。

質問者 要するに、何で銀行持株会社にみんなが急になったんだろうかと。

二上 それは、おっしゃるとおりに、流動性が、要するにFRBの、証券会社はプライマリーディーラーの資格を取っている証券会社は、連銀の借り入れを受けることを、たしかベア・スターンズが破綻したときに認めたんじゃなかったかと思えますけれども。それでもやはり連銀からの借り入れは細いですよね。ですから、銀行持株会社になって流動性を確保したいんだろうと思います。

質問者 どうもありがとうございました。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーを終わらせていただきますと思います。

二上先生、どうもありがとうございました。

二上 こちらこそ、どうもありがとうございました。(拍手)

(にかみ きよし・滋賀大学教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二十二年四月二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(現在に至る)
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
1996年4月～1998年3月 大阪大学国際公共政策研究科客員教授
などを歴任

(レジュメ)

金融危機と今後の証券業

滋賀大学経済学部
教授 二上季代司

1、 金融危機の原因・背景をめぐる論点

① 市場型間接金融システム説

住宅ローン⇒RMBS⇒CDO⇒CDO Squared

・ 情報生産インフラ未整備説

(高木信二「適切な情報開示さらに」『日本経済新聞』「経済教室」07年9月11日)

対策；情報生産機能の強化(情報開示制度の改善＝トレーサビリティの確保、格付会社の規制監督強化など)

・ リスクマネー自己増殖願望説

(小幡績「21世紀型バブルが崩壊」『日本経済新聞』「経済教室」07年8月28日)

↓ ↓

(Pro-Cyclical な行動を抑制するような対策)

② 新興国過剰貯蓄説 (⇔米国の過剰消費説ではない)

(野口悠紀雄『世界経済危機—日本の罪と罰—』ダイヤモンド社、2008年12月)

対策；過剰貯蓄の解消 (①産業構造を内需中心に転換、②為替調整＝元切り上げ)。日本に対しては①一層の円高でも収益の上がる産業構造への転換、②資本面で国際的に開放

・ 資産欠乏説

(藤田昌久・小林慶一郎「米経済もバランスシートの罫に—不況長期化への対応急務」『日本経済新聞』「経済教室」09年1月30日)

対策；中国等に資産市場の整備を要求(中国版「日米円ドル委員会」)

↓ ↓

(日本を含むアジア域内を中心に M&A がらみの投資銀行ビジネス)

③ 「巨大株式会社」危機説

(奥村宏『世界金融恐慌』セツ森書館、2008年12月)

- ・ 所有なき支配の重層化(経営者支配+機関投資家) Agency Problem の重層化
- ・ 新自由主義的経済思潮(⇒利殖機会のフロンティアの拡大; サッチャーの民営化、レーガンの規制緩和)
- ・ 経済の金融化(主導したのは投資銀行による金融革新) 図1

2、アメリカ投資銀行の業態変化

[参考文献]

- ① 井手正介・高橋由人『アメリカの投資銀行』(日本経済新聞社、1977年5月)
- ② 佐賀卓雄『アメリカの証券業』(東洋経済新報社、1991年2月)
- ③ 遠藤幸彦『ウォール街のダイナミズム』(野村総合研究所、1999年3月)

金融革新・商品開発=市場のないところにポジションをはって市場を作った30数年間

①引受業務の対象が質的に拡大

- ・ 優良企業の証券引受(+IPO引受)に加えて
 - ⇒低格付企業証券(ジャンク bond)
 - ⇒発行体のいない証券の引受(LBO)
 - ⇒発行体をつくって証券を引受(証券化商品、複数の発行体=オリジネーターから買い集めて組成する)
- 背景; 機関投資家とエリサ法(分散投資を条件としてリスク投資を容認)
(市場型間接金融の拡大)
(幹事関係の意義が低下) ⇒敵対的 TOB への関与が始まる。

②M&A 業務の自立化

- ・ 引受業務の付随的サービスから独立したサービスへ
 - ・ LBO の登場 (M&A と引受業務の同時拡大)
- 背景; 1970年代後半以降、大企業収益力低下⇒リストラクチャリング

③マーチャントバンキング業務(プリンシパル・インベストメント業務)

LBO ファンドの組成・運用、
M&A のアドバイザー
ブリッジローン、レバレッジドファイナンス

金融危機と今後の証券業

④規制緩和

NYSEの会員ブローカー株式公開を解禁(1969年、DLJ)
銀行・証券の垣根撤廃

⑤投資銀行業務の付加価値とは？

- ・ 裁定型金融とバリュアアップ型金融
(池尾和人「裁定型業務の限界超えよ」『日本経済新聞』2008年9月18日)

3、業態規制撤廃後の「ゲームのルール」

金融 HC、証券 HC の自己資本規制

① C S Eプログラム (The Consolidated Supervised Entity Program)

Final Rule: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities [Release No. 34-49830; File No. S7-21-03]

- ・ 証券持株会社に連結ベースでバーゼル II を適用
- ・ ブローカー子会社のネットキャピタルルールに haircut に代えて mathematic rule を認める 図 2
- ・ ベアスターンズ破綻 (財務の健全性が守れなかった)

SEC、Office of Inspector General, SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program, September 25, 2008, Report No. 446-A

- ・ 何が悪かったか？監督の実効性がなかったのか？アイデアが悪かったのか？

②金融危機後の金融監督

4、おわりに

- ① 情報生産機能の向上
- ② M&A ビジネス拡大の可能性
- ③ 機関投資家のビヘイビアと投資銀行業務
- ④ 金融監督

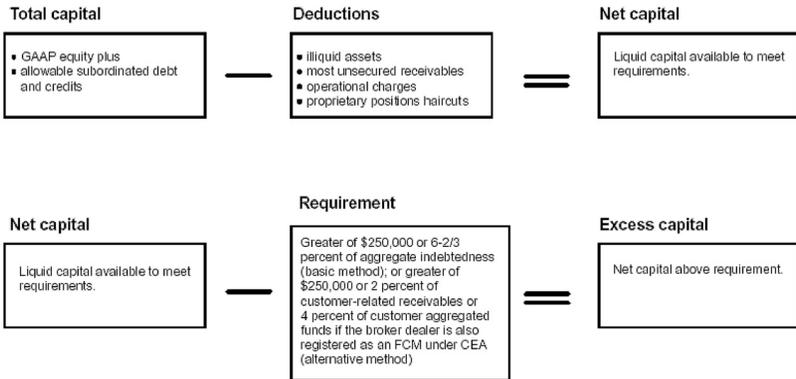
図1 アメリカ全会社の国内部門の利益のうち
金融部門の利益が占める割合(5年移動平均)



原資料：Economic Report of the President, 2008.
出所 奥村宏『世界金融恐慌』セツ森書館、2008年、p28

図2 アメリカのネットキャピタルルール（ブローカー・ディーラー）

Figure II.1: SEC Net Capital Formulation



Source: GAO analysis of SEC's net capital rule.

(出所) General Accounting Office, "Risk-Based Capital, Regulatory and Industry Approaches to Capital and Risk," July 1998,p132