

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います。Divergenceというのは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ると思います。

(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に上がったはずです。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、それに乗っているいろいろな商品（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、東海道線で横浜の方に行く人もいるし、中央線で高尾の方に行く人もいるし、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って、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

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、非競合的であって、かつ非排除的なものであるということです。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。他の人を押しのけなくとも、同じものを共同で利用することができません。また、このような財について、他の人を押しの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ています。これらは、スタンド・アロー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うことです。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ったような、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は、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）。ところで、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。これが拡大しますと物販が犠牲になってしまいます。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覚悟の上で、電子書籍を投入していくということです。

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いますと、必ず競争相手が出てきて足元をすくわれることになります。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）に乗っていくことであると思います。

三、金融サービス業のプラットフォーム

(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る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、私有財ではありますが、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

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みると明らかです。

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、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。国家が出現する前から、慣習法なのでしたが、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います。

（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、また、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（ディーリング業務）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い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のでしょうか。

（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、スピード違反はしない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隨者を啓発し、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。

本来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

トが混じり合っているのではないかと思います。

(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う決済業務です。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います。

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から。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、全ての預金者が一斉に預金を引き出すことはなく、全ての融資先が一斉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。買い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ります。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ァインCEOが、これからはセーフティー・アンド・サウンドネス（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す(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、これは誤称だと思います。マネジメント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

で販売しようしますと、利益相反の問題が生じます。

資料21ページの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、ロボットの方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テル連合を形成し、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うことです。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ナンシャル・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ますし、銀行の統合が進みメガバンク（フィナンシャル・スーパードマーケット）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の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といった集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、ひょっとすると、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した。

「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。なので、どうぞよろしく願います。どうかいらつしゃいませでしょうか。

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すでしょうか。

渡部 どのく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。若い人にとっては、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よう。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るのですが、世の中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っています。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かは、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巻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って、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。何とか継続しようとしみますと、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のではないかと思います。

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かった、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く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かなければなりません。したがって、当たり前前のことはあります

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。
した。（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

金融サービス業の新しいプラットフォーム

Financial service democratization

公益財団法人 日本証券経済研究所
証券セミナー

2016年1月14日

法政大学 渡部亮

1

1990代

- Globalization, Deregulation
- World is flat (フラット化する世界)

2000年代

- Great Moderation
- Great Recession (リーマンショック以降)

2010年代

- De-globalization (脱グローバル化)
- Financial Repression (金融抑圧)
- Great Divergence (先進国・新興国、米欧、東西南北、所得格差)

2

情報通信技術(ICT)革新

コンセプト	ハード、ソフト、インフラ	商品(業務)
1. モバイル(携帯) 2. ソーシャル(仲間) 3. シェア(共有) 4. ネットワーク 5. アクセス(接続) 6. do it yourself: (セルフサービス)	①半導体 ②光ファイバー ③クラウド ④Internet of things ⑤ビッグデータ ⑥人工知能	(1)スマートデバイス (2)通販、決済 (3)3Dプリンター (4)ロボット、PA (5)自動運転車 (6)ドローン
FANG (Facebook, Amazon.com, Netflix, Google) Nifty Nine		

3

Platform(仏: plate forme)戦略

- 共通目的のユーザーやサプライヤーが共通方式で利用(アクセス)できる基盤技術
- 鉄道(線路や駅の共通化)、公衆電話
- 公共財的性格: 非競合的(non-rivalrous)、非排除的(non-excludable)
- プラットフォームを私有財化し、規模の経済効果を実現する「独占まがい」戦略
- 「事実上の標準」構築による先行者利得

4

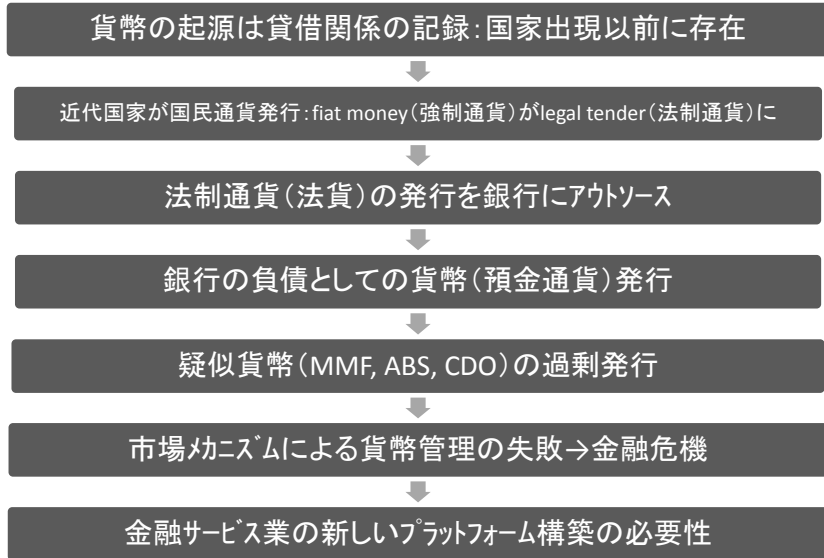
- デジタル・プラットフォーム: Windows、Android、iOS
- 自己完結的商品 (stand alone product) から、開放的で有機的な生態系 (ecosystem) へ
- プラットフォーム戦略のメリットは勝者の一人勝ち (Winners take all. Only game in town.)
- デメリットは勝者の呪い (winner's curse)
- 勝者の呪いを克服する道はcannibalization (共食い)を恐れず、既存の成功商品を捨てて将来に賭ける戦略

5

金融サービス業のプラットフォーム

- 貨幣は公共財的性格 (非競合的・非排除的) を持つプラットフォーム
- 国民通貨 (法貨) はボーダーレスなプラットフォームではない→Bitcoinの可能性？
- Essence of money is trust.
- 旧来の金融システムで信頼性を高める方法は金融行政・中央銀行という官僚機構
- 加えて民間版官僚機構 (銀行) の存在が無謬性や正確さを担保

6



7

	商業銀行（預金取扱金融機関）	投資銀行（証券会社）
伝統的業務	・決済業務 ・預貸業務（信用仲介業務）	＜発行市場業務＞ ・証券発行引受 ＜流通市場業務＞
グローバル・ユニバーサルバンク業務	・投資銀行業務＋OTD業務 ・資産運用業務	・ブローカレッジ ・マーケットメイキング ＜自己投資業務＞ ・トレーディング業務

8

投資銀行の伝統的業務

- ①ブローカレッジ業務(証券売買仲介)
- ②アンダーライティング業務(証券発行引受)
- ③マーケットメイキング業務(ディーリング業務)
- ④アドバイザ業務:資産運用、M&A
- 成功の鍵は顧客特性を重視した助言と指導力(leadership)

9

LeadershipとManagementの違い

- Management:効率性と正確さを重視
- 官僚機構の無謬性、信頼性、予測可能性、最優良慣行、リスク管理、規則と位階に基づく非俗人的権威を重視、個人の裁量的判断を制限
- Leadership (結果重視):実効性と創造性
- 異例の資質と先見性に起因する個人的権威(カリスマ)が追随者を啓発、個人の能力に基づく裁量的判断を重視
- 参考文献②

10

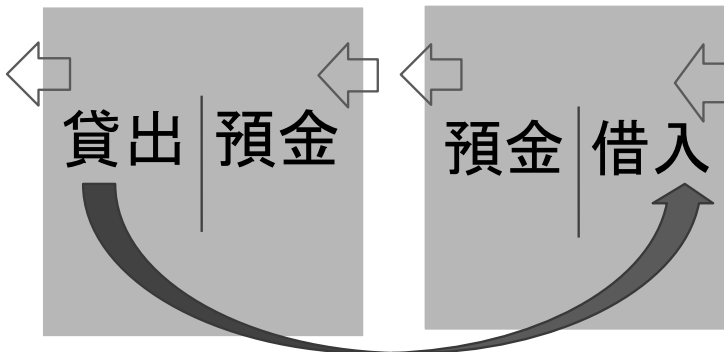
商業銀行の伝統的業務

- 商業銀行＝預金取扱金融機関
- ①決済業務：預金通貨（決済手段）の発行
- 決済業務は銀行の独占的業務
- ②信用仲介業務：家計貯蓄を企業や政府に融資する業務
- 信用仲介業務は銀行の独占業務ではない
- 伝統的業務を成功させる鍵は、良質の民間版官僚機構

11

預金通貨の発行（債権債務の同時増加）

銀行の貸借対照表 借手の貸借対照表



12

商業銀行の副次的業務

- ①トレーディング業務: 自己勘定の投資業務
- 負債調達(借入)によるハイリスク・ハイリターン of 資産投資(カジノバンキング)
- ② OTD業務 (originate to distribute)
- 融資債権(伝統的業務の商品)を証券に組み替えて投資家に販売する製販一体業務
- 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

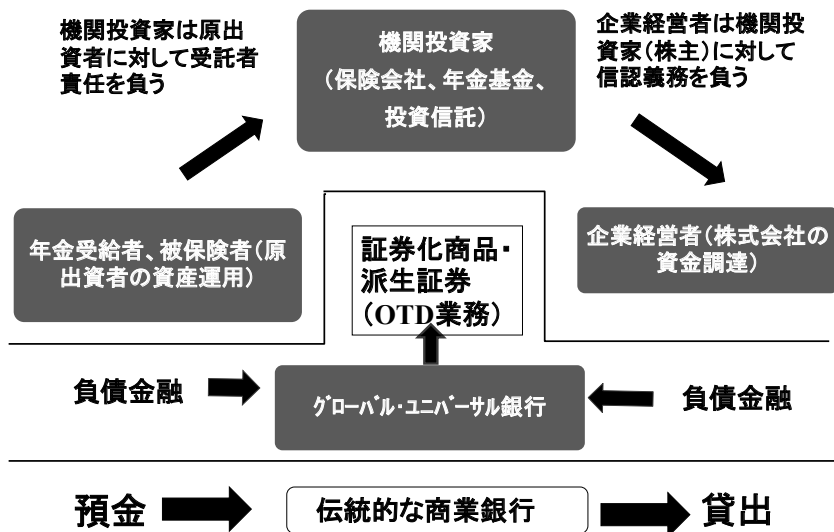
13

OTD (originate to distribute) 業務

- 伝統的業務の商品(融資債権)を原材料として利用する製販一体業務
- Lending + trading (capital-heavy)
- 単なるトレーディング業務(証券売買)ではなく、負債発行によって調達した資金を証券化商品に投資する
- OTD業務は情報開示が不十分な「影の金融市場」で行われた→パriba・ショック

14

証券化商品の組成(sausage factory)



銀証のCultural difference

商業銀行のビジネス

- Buy side
- Long-term
- Relationship
- Trust (顧客との信頼関係)
- 銀行員の堅さが信頼の源
- Risk averse (リスク回避)
- 非競合的・非排他的であり、
大数の法則が働くという意味
でプラットフォーム型ビジネス
- 規模の利益が働く

投資銀行のビジネス

- Sell side
- Short-term
- Transaction
- Contract (契約に基づく取引)
- Risk take (リスク)
- 銀行員の勇敢さ収益の源
- 買い手危険負担 (caveat
emtor) の売切り商品が多い
という意味で非プラットフォーム
型ビジネス

17

グローバル・ユニバーサル・バンキングの終焉

- ①規制強化: 自己資本比率規制、ウォルカー・ルール
- ②商業銀行と投資銀行のカルチャー不和
- ③長期間にわたる低金利の影響
- ④新興勢力 (Fintech) の台頭
- 高リスク業務撤退→収益率低下→ROEターゲット
引下げ→株価下落→業務縮小→人員削減
- 売買益とスプレッド業務からフィー業務へ転換
- 安全性と健全性重視 (safety and soundness)

18

危機対応が遅れた欧州系

- 不良資産の残存＋自己資本規制強化
(TLAC: Total loss absorbing capacity)
- グローバル・ユニバーサルバンクのビジネスモデル見直し
と新経営陣による人員整理
- 新規制監督体制の始動: Single Resolution
Board + Single Supervision + Europe-wide
Deposit Insurance
- 課題は資本市場(直接金融)の育成策
(Capital Market Union)
- 成功例: スウェンスカ Handelsbanken、ロイズバンク

19

メガバンクの規模(2014年、連結ベース)

	時価総額/GDP比	総資産/GDP比	従業員/人口
UBS	11.2 %	164.0 %	0.75%
クレディスイス	6.0	142.2	0.60
ドイツ銀行	1.2	58.9	0.12
バークレーズ	2.2	76.0	0.20
HSBC	5.7	147.3	0.40
JPモルガン	1.4	14.8	0.07
シティ	0.9	10.6	0.07
バンク・オブ・アメリカ	1.1	12.1	0.07
みずほ	1.3	38.9	0.04
三菱UFJ	2.4	58.7	0.09
三井住友	1.5	37.6	0.05

20

資産運用業務のトリプルメリット

- ①安定的収入源、②自己資本節約(capital-lite)、③人口動態の変化に対応
- 顧客は先進国の富裕層(世襲中間層を含む)と新興国の中流層
- leadership drivenでフティークが適者生存
- 資産運用業務にとってシナジーはタブー: 自社商品販売よりも第三者商品販売
- 規模の経済効果がないので新規参入続出:
On-line social investment network、Robo advisor

21

Fintechの諸側面

- ①グローバル・ユニバーサル・バンキングの機能分解
- 総合金融業のBPR(ビジネスプロセス・リエンジニアリング): IBM→Wintel→Apple に類似
- Dunbar's numberやSilo effectの逆用
- 参考文献⑦
- ②シリコンバレーがウォールストリート圧倒
- 主役は銀行ではなくICT企業
- 銀行のバックオフィスのICT化
- ③自由至上主義の政治思想を反映

22

Fintech①決済業務

- 決済業務へICT企業が参入：PayPal、Apple Pay (near field communication)、Google Wallet、Bitcoin、ゴールドマンサックスのSETLcoin (virtual currency settlement system)
- クレジットカードはelectro-magnetic stripによる照合：本人確認 (verification) は不可能
- Biometric (finger print, facial recognition) に代わって、ブロックチェーンの解読 (cryptography) によって本人の身元確認を行う
- Hash関数、hash potato、hash beef、ハヤシライス？

23

複式簿記以来の革新的記録方式

- Blockchain (transaction block) is a digital, distributed ledger system (分散型帳簿) on which parties can log transactions using private cryptographic key (暗号化した秘密鍵).
- A blockchain is a shared database which is transparent, unalterable and permanent.
- Data are connected and verified by previous blocks on the chain.
- Its peer to peer nature has a potential to cut out intermediaries and central clearing houses.
- 出所：フィナンシャル・タイムズ紙の各種記事を抜粋

24

Bitcoin: 錬金術の可能性?

- 通常のdigital moneyと異なり、仮想通貨(crypt money)には匿名性がある
- 法貨ではないので国境がなく、グローバルなプラットフォームになり得る: 貨幣のeメール
- ブロックチェーンは高度の採掘能力を必要とするが共通言語で標準化(プラットフォーム化)が可能
- 悪用が割に合わない仕組み(cryptography)が信頼性を担保
- ブロックチェーンの決済業務への応用

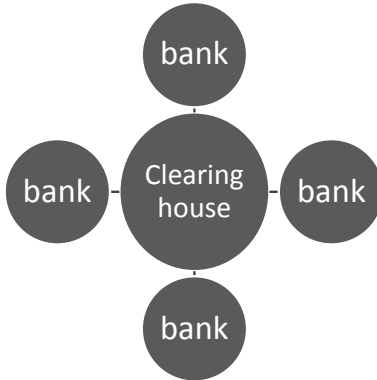
25

銀行のバックオフィスのICT化

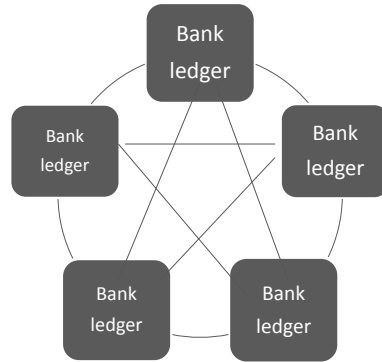
- メガバンク傘下の個別部門がサイロ化(知壺化)現象を起こしていた
- 合併や買収による組織の巨大化で、システム統合やICT投資が遅延
- 今後は銀行の決済業務にブロックチェーン活用
- 一元的集中決済から分散型決済へ
- ブロックチェーンというデータベース管理技術によって分散化した複数の勘定元帳(ledger)を照合
- 閉鎖的サイロ(バックオフィス・システム)をオープンにする silo busting

26

Hub & spoke:
centralized closed ledger



Mesh/grid:
decentralized open ledger



27

Fintech : ②クラウドファンディング

- Peer to peer finance、Market place finance
- Lending ClubのIPO: 個人、中小企業向け融資
- 対人対面のサービス業務の増加に伴い、中小企業向け融資需要が高まる
- 路面店舗不要で自己資本規制も及ばない: 低コスト運営なので高いリターンを投資家(機関投資家やヘッジファンド)に提供
- Uberisation: 乗合い白タクの金融版
- Bank is no good.

28

参考文献

- ①Felix Martin[2013] *Money : Unauthorised Biography* (Bodley Head)
- ②Charles Handy[2015] *The Second Curve* (Penguin Random House Books)
- ③Diana Coyle[2014] *GDP ---A Brief But Affectionate History* (Princeton University Press)
- ④David Yoffie & Michael Cusumano[2015]*Strategy Rules* (Happer Business)
- ⑤David Graeber[2015]*The Utopia of Rules* (Melville house)
- ⑥Jeremy Rifkin[2014]*The Zero Marginal Cost Society* (Palgrave Macmillan)
- ⑦Gillian Tett[2015] *The Silo Effect* (Simon & Schuster)
- ⑧Nathaniel Pooper[2015] *Digital Gold* Allen Lane

書 評

Charles Handy 著 [2015]

The Second Curve

(Penguin Random House Books) 他3冊

渡 部 亮

新世紀は、最初の10年を経過したところから、真の姿を現すといわれる。19世紀はナポレオン戦争とその後のウィーン会議を経て、また20世紀は第一次世界大戦とその後のベルサイユ会議を経て、その姿が明らかになった。21世紀も米欧の金融危機とその收拾過程を経て、その全容を現しつつある。それを一言でいえば、21世紀初めに流行語になった「ニューエコノミー」の示現といえる。

情報通信技術（ICT）の進化が、経済成長、企業経営、個人生活や仕事などを大きく変えようとしている。それは、突発的断絶的変革というよりも、日進月歩の漸進的継続的変革といえる。市場と会社の関係、会社と個人の関係、労働者の働き方、民主主義政治などが、20世紀とは異なった姿に変化しつつある。ミレニアルズ（21世紀世代人）が社会の中核を占める時代になれば、競争、利益、所有、画一性に代わってフェア（公平）、ケア（介護、配慮）、シェア（共有）、多様性といった価値観や文化が支配的になるであろう。資本主義も、リーマンショックと呼ばれる米英の金融危機、欧州債務危機、中国など新興国経済の失速など、この10年間に波状的に起きた世界的な経済危機によって生態変化を迫られている。

本稿の目的は、こうした変化を理解するために、まず表題の書籍および下記の近刊書を紹介し、次に今後の金融サービス業のプラットフォームを考察することである。

・Diana Coyle 著 [2014]

GDP ---A Brief But Affectionate History
(Princeton University Press)

・David Yoffie and Michael Cusumano 著
[2015]

Strategy Rules (Happer Business)

・David Graeber 著 [2015]

The Utopia of Rules (Melville house)

I. *The Second Curve* （第二のS字型曲線）

表題の著者 Handy は最初シェル石油に勤務した後、ロンドン・ビジネススクールの学科長になり、その後は経営コンサルティングや著作活動に従事してきた。1970年代のビジネススクール学科長時代から「5年から10年に一回は仕事を変えるのが私のモットーだ」と豪語していた。本書はそうした彼の人生観を、個人の仕事、会社経営、資本主義などに当てはめた論考である。

書 評 *The Second Curve*

S字曲線というのは、図表1に示すような成長カーブである。これを人間の一生に例えるならば、図の横軸が年齢、縦軸はアウトプットとインプットの差と考えればよい。最初の方屈折は、母親の胎内での懐妊期間（栄養分吸収）を示すものであろう。人間の身長体重は、幼年期には成長ペースが遅いが、青年期に入ると成長が加速し、壮年期から老年期には伸びが止まる。頭脳や知識の成長カーブは身長体重に逆行した形で進むが、壮年期に急成長したあと、最後には死期を迎える。

人間の労働に関しても、ひとつの仕事の絶頂期（最初のS字曲線のピーク時）に、次の仕事（第二のS字曲線）へ挑戦しなければならない。これがHandyの持論だが、それは「会社で出世すればするほど、難しい問題解決を任され、最後は昇進のゆえに失敗する」というピーターの法則を免れる方法でもある。

図表1 第二のS字曲線



〔出所〕 Charles Handy "The Second Curve"

第二のS字曲線は、後述するプラットフォームの乗り換えを類推させる。ICTの発達によって産業経済、会社経営、個人生活が日進月歩で、新しいプラットフォームに移行しつつある。労働市場もあらたなS字曲線を描く形で変革期に突入し、仕事に関する考え方や人生観を各人が再度見直す必要が生じている。一言でいえば、産業も会社も個人も、あらたなS字曲線ないプラットフォーム作りを目指して、生態

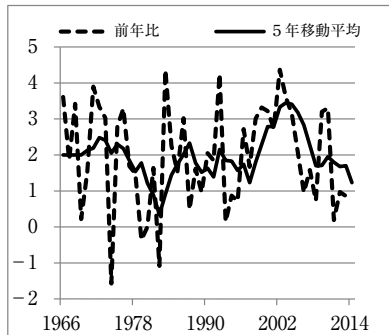
変化しなければならないのである。

しかし経済成長や雇用が目立って増加する兆しはみられない。Handyが指摘するように、フィルムカメラ全盛時の巨大企業イーストマン・コダックは14.5万人の従業員を抱えていたが、フェイスブックは1万人程度、同社が買収したインスタグラムの従業員数は2桁にすぎない。

II. 技術進歩と生産性の低下

足元の労働生産性上昇率も低迷している。図表2の実線は、米国の労働生産性の伸び率を5年単位の移動平均で示したもののだが、リーマンショック後の伸び率は低下傾向にある。各年ベースの労働生産性伸び率（点線）が2010年前後に上昇したようにみえるのは、後述のように金融サービス業の「生産額」が過大推計されたためであり、足元の伸び率は1%以下ということになる。

図表2 米国の労働生産性伸び率（%）



〔出所〕 米国大統領経済報告統計を使って作成

（注）労働生産性は、非農業企業部門の一人一時間あたり生産額を示す。

技術進歩の群発にもかかわらず労働生産性は上昇せず、また労働人口も増加しないとすれ

ば、経済成長率は高まらない。日本のように2050年にかけて生産年齢人口（労働力人口）が年率1%で減少する国では、労働生産性が1%以上増加しないと、GDP成長率の上昇を見込めない。

生産性上昇率の低下に関しては、すでにさまざまな論考が提起されている。例えば1987年にノーベル経済学賞を受賞したロバート・ソローMIT教授は「IT（情報技術）をあらゆる所で目にするが、生産性統計だけでは現れない」と喝破した。またノースウェスタン大学教授で生産性問題の権威であるロバート・ゴードンも、今後の生産性の伸び率の長期趨勢は、年率で精々0.5%程度にすぎないと予想している。

生産性の際立った上昇がみられないひとつの理由は、技術革新による生活の質や利便性の向上が、付加価値の増加に結び付かないからであろう。ICTの発達による生活の質向上とカ利便性といった概念は、国民総生産（GDP）にはほとんど反映されない。おしゃべりとかゲームとかお笑いは人生の潤滑油だし、スマートフォンや交流サイトの利用も、そうした行為に時間の大半を費やしているはずだが、GDP統計にはそれほど反映されない。上記二冊目の著者Coyle（マンチェスター大学教授）が述べているように、それはちょうど、妻を失いやもめになった男性が、家政婦だった女性と再婚した場合、GDPが減少するのと似ている。家政婦の給料は国民所得に計上されるが、主婦の家事労働は計上されないからである。

Coyleが論じるように、もともと国民経済計算や国民所得統計は、第一次世界大戦から第二次大戦を経て、米ソの東西冷戦時代に、軍事力の強弱といった観点から、一国の生産力を測る目的で、米国や英国で整備された。なにしろ

1930年代の米国大不況のさなか、1929年から1933年にかけて米国の実質GDPは30%も減少したが、宿敵のソ連は1930年代後半に年率10%近い実質経済成長を維持していた。したがって、米国や英国としても生産力の把握とその向上に躍起となった。1929年のニューヨーク株価暴落に直面したフーヴァー大統領は、株価やトラック輸送量といった尺度だけで景気判断をせざるを得なかったが、ローズベルト大統領の時代（1930年代後半）になると、GDPがどの程度減少したかを把握できるようになった。

英国でGDP統計作成に貢献したリチャード・ストーンによれば、GDPは「生産的＝善、非生産的＝悪」といった価値判断に基づく概念ではなく、計測上の便宜性や計測可能性に基づく概念だという。だから一般の商品は市場価値表示であるのに対して、政府サービスは費用表示である。また家事労働は計測されないが、危険ドラッグや売春のような非公式（informal）な取引は計測に算入される。

なおCoyleは、GDPを推計する際、金融サービス業の生産が過大評価され、そのことが1980年代以降2000代にかけて、米英のGDP成長率を実態以上に高めたことを指摘している。2008年第4四半期から2009年にかけて米英の金融危機のさなかに、金融サービス業の営業余剰が増加し、英国の場合には金融サービス業の「生産額」が製造業の生産額に匹敵する規模になった。これは、金融サービスの生産額が「間接的に推計された金融仲介サービス」（FISIM：financial intermediation services indirectly measured）と呼ばれる方法で推計されるためである。FISIMによれば、金融サービス業の「生産額」は市中金利と政策金利の差を預貸金額に乗じて推計される。銀行がより大きな信用

書評 *The Second Curve*

リスクをとれば、その分だけ「生産額」が増加することになる。Coyle は、米英では金融サービス業の「生産額」が最大で50%過大推計されたとしている。

Ⅲ. 仕事の終わり

すでに述べたように、ICTの発達は、今までのところ経済成長や雇用の増加をもたらしていない。本誌の第89号で、評者はJeremy Rifkin 著 *The Zero Marginal Cost Society* を論評したが、Rifkinの著作にはそのほかに *The End of Work* (仕事の終わり) がある。ただし現在起きているのは、「workの終わり」というよりも、「jobの終わり」という方が的確であろう。workは報酬の有無にかかわらず行う労働であって、その中には勉強、庭仕事や料理などの家事も含まれる。しかしjobは賃金労働であって、英国では産業革命以降に登場した概念である。一説によるとjobの語源は、口を意味するgobであり、日本語の「糊口の途」とか「糊口をしのぐ」といった言葉に共通する。近年では糊口の途が狭くなったわけだが、同時にフリーランサー（自由契約で働く人）の増加によって、workとjobの境界線が曖昧になったということもできる。身の回りの仕事（家事や介護、健康維持、友人との交流など）はたくさんあるが、高賃金の頭脳労働にすべての労働者が就けるわけではない。介護、宅配、清掃、交通整理などの対人業務は繁忙だが、製造業の職場は新興国へ移管された。

「仕事の終わり」は機械による労働代替でもある。究極的にはロボットが別のロボットを生産するようになり、人手がまったく不要になるかもしれない。ビケティ著『21世紀の資本』

(本誌88号の書評参照) は、これを資本による労働の代替弾力性が無限大の状況としている。しかしロボットがロボットを作って生産性が上昇しても、人間が幸せになるわけではない、むしろ労働者の疎外問題のほうが深刻化するかもしれない。

コンピューターやインターネットの発達によって、事務系の仕事(job)の多くが不要になった。Handyが述べているように、紡織工の機械り作業が機械によって自動化したあと、機械りに携わっていた女工は、オフィスの秘書やタイピストに転身したが、今回は秘書やタイピストの転身先がなくなった。実際少し前までの時代には、部長以上の重役に電話すると秘書が中継ぎに出たが、いまや携帯電話の留守番設定にメッセージを残す時代になった。

また上記四冊目の著者Graeberが指摘するように、個人生活の利便性が高まったことは間違いないが、HGウェルズやジュール・ベルグといった19世紀のSF小説作家が描いた画期的な技術や製品(例えばタイムマシンや人工太陽、海底生活、抗加齢剤)はいまだに登場していない。ベンチャーキャピタリストのPeter Thielは「我々は、空飛ぶ自動車が欲しかったが、その代わりに140字を手に入れた」と述べた。「140字」というのはツイッターのことである。多分に逆説的だが、ツイッターにしてもアップル、グーグル、アマゾンドットコムにしても、ハイテク企業であると同時に実生活に密着した総合的商品やサービスに強みがある。

生活密着型の技術革新によってセルフサービス(do it yourself)で相当の仕事を自分で処理できるようになり、従来の賃金労働(job)が消滅しつつある。たとえば、旅行者はインターネット上で、航空便の予約から代金支払い、座

席指定、搭乗券発券まで一気に実行できる。ウィキペディアが百科事典の出版社を苦境に陥れたし、ネット通販の発達によって路面の小売店が影響を受けた。物流の世界でも産地直送が増え、仲介業者の仕事が中抜きされるケースが増えた。

IV. 会社の新しいS字曲線

Handy は、現代の対人対面業務の多くは、その昔、貴族の邸宅に居住する執事や召使が行っていた種類の仕事だという。もちろん執事や召使もそれなりの報酬を貰い、職の安定もある程度保障されていたが、主人（雇い主）との関係は身分関係であり、報酬もそれほど高いものではなかった。

こうした対面対人業務が、現代ではパートや非正規雇用の労働者の増加をもたらし、それにつれて労使関係も変化した。職の安定が保障されない職場で、経営者が株主利益だけを優先させ、労働者を使役するのは限度があるので、労働者の動機付けが大きな経営課題になる。

労働者や一般人の観点からすると、縦型で専制的な会社よりも、横型で自由な市場のほうが利用しやすい。また対人対面のサービス業務は中小企業向きである。大企業の経営には民主主義とは相容れない側面もある。会社は透明性とか説明責任を標榜し、建物もガラス張りで見板もよく目にするが、現実には一般人が会社の中を覗くことはできない。会社の所有者とみなされる株主も、資金提供者の受託者とされる機関投資家も、一般市民からはその顔がみえない。また株主や機関投資家が経営執行者を監視できているかというと、エンロン、ブリティッシュ・ペトロレウム (BP)、フォルクスワーゲ

ンなどの不祥事で明らかになったように、経営者の独断専行をチェックできなかった。

しかも経済成長率が低下し、人口の大半が高齢者や非正規労働者になると、利益成長や株主利益だけを目標とする会社経営の妥当性が問われるようになる。つまり会社経営も第二ないしは第三のS字曲線を意識して、変革を遂げなければならない。それは、株主資本利益率 (ROE) を重視する経営の変革でもあると Handy は論じている。ROE の向上とそれに伴う株価上昇によって、経営者がみずからの高額報酬を正当化しようとした結果、中長期的な設備投資や人材育成がおろそかになったということもできる。(ROE 重視経営の弊害に関しては、本誌第88号に掲載した書評 Andrew Smithers 著 [2013] *The Road to Recovery: How and Why Economic Policy Must Change* を参照)。

特に電力、ガス、運輸のような半独占的な公益事業の場合には、株主利益だけを重視すると、料金の高目設定や従業員（特に非正規社員）の福利厚生低下などの問題を引き起こす可能性がある。市場の規律が経営に及ぶとはいっても、もともと半独占的な市場構造では競争の脅威やその脅威に伴う規律が働きにくい。確かに巨額の設備投資を必要とするので大規模経営は必要だが、株主資本主義の会社経営とは相容れないところがある。

それでは会社経営はどのような方向を目指すべきか？ Handy は、第一に、株主資本利益率 (ROE) を重視する経営を変革すべきこと、そして第二に、巨大な株式公開会社よりも小さな私的企業のほうが望ましいことを主張する。以下では、会社経営のS字曲線に関する Handy の主張を評者がいかに解読したかを示すために、彼の著書を少し離れて解説を加える。

書 評 *The Second Curve*

V. 会社の歴史（第一のS字曲線）

周知のように、近代の株式会社制度は、1844年に英国で制定された共同出資会社法に始まる。同法と1855年の有限責任会社法によって、譲渡可能な株式を発行する法人組織の会社が、登録届け出によって自由に設立できるようになった。そして株式に投資する株主の責任は、出資額の範囲内で有限とされた。

その後、株主利益の向上が取締役の責任だとする法的な考え方が、主として米国裁判所の判例によって定着した。嚆矢となったのは、フォードモーター社とダッチ兄弟の訴訟に際して1919年にミシガン州の最高裁が下した判決である。ダッチというのは、フォードにシャシーやエンジンを提供していた同族会社で、フォードによって買収された結果、ダッチ兄弟はフォード社株式の10%を保有する株主となった。

1910年代のフォードは、T型モデルの成功で巨額の利益をあげたが、設備投資を抑制し、車の値下げにも消極的で、手許現預金が積み上がっていた。当時58%の大株主ヘンリー・フォード社長の権限が絶大で、彼の慈善事業への関心が高かったこともあり、フォード社は配当を据え置いていた。そこでダッチ兄弟が増配を求めてフォード社を訴え、ミシガン州最高裁がそれを支持した。判決の論旨は「フォード社の取締役会には、公衆に対する一般的責任とは別に、株主に対する会社法上の義務があり、両者を混同してはならない」というものであった。この判決を契機として、会社法に則した株主利益重視の企業経営が定着し始めた。

一方経済学では、1937年にロナルド・コース

が発表した論文 *The Nature of the Firm* が契機となって、会社の管理コストのほうが市場の取引コストよりも低い場合に、会社が市場取引のいわば特殊形態として発生するという考え方が提示された。市場取引に伴う取引コストや不確実性を軽減するために会社取引が生まれると考えられ、こうして考え方に基づいて、市場と会社との間の境界線が設定された。

その後1976年にマイケル・ジェンセンとウィリアム・メックリングが *Theory of the Firm* と題する論文で、会社を「契約の束」とみなす契約論的アプローチに先鞭を付けた。この理論によれば、会社とは格別の実体ではなく、「法的な虚構」だとみなされた。すなわち会社とは、市場取引に伴う利害関係者相互間のさまざまな契約を集積したものだといなされた。利害関係者とは、インプット（労働や資本などの生産要素）の提供者とアウトプット（商品やサービス）の購入者などの総称である。これらの利害関係者の相互間で取り交わされる、無数の契約関係を取り集め、それらを束ねて簡素化したものが会社だとされたのである。

この契約論的アプローチによれば、株主は会社の所有者などではなく、単なる資本の提供者の一人にすぎず、株主の契約上の権利は、残余価値（留保利益や残余財産）の請求権に帰着する。そして経営者（取締役）は、プリンシパルである株主（資金提供者）のエージェントとして、残余価値を最大化するように行動する。そうした考え方（エージェンシー理論ないしはプリンシパル・エージェント・アプローチ）が浮上した。そしてコーポレートガバナンスの目的は、残余価値の配分に関して、事後的に株主が被る損失や不利益を回避するために、株主が経営者に制約を課し、それによって資本供給の

増加と資本の有効活用を目指すことだと考えられるようになった。

しかし利害関係者相互間のすべての関係を契約関係に帰着させることは、完全な契約が存在しないという意味でむずかしい。したがって、会社の利害関係者相互間の信頼関係ないしは信認関係も重視されなければならない。また現代経済では、会社は単なる契約関係の集積ではなく、法人格を持った実体として社会的責任も問われるようになった。実際、LIBOR（ロンドン銀行間資金取引金利）の操作、フォルクスワーゲンの排ガス規制逃れなど相次ぐ不祥事によって、大企業は見直しを迫られている。

一方では、ネットワーク取引の発達によって取引コストが低減し、わざわざ会社を使わなくても、市場から資材やサービスを直接調達した方が安上がりになった。3Dプリンターを典型例とする会社の中抜きである。そうした観点から、会社の存在意義やコーポレートガバナンスのあり方があらためて見直されつつある。

VI. 資本主義の新しいS字曲線

ここで再び Handy の論考に戻ると、株式会社経営だけでなく、資本主義も変革を迫られているという。資本主義は好況と不況の激しい繰り返し、創造的破壊による企業倒産や失業などの弊害を生み出す。しかし労働者を歯車のように使役する資本家が、金銭的動機で行動すると、結果的に経済全体が繁栄するという側面もある。中国も1979年以降の改革開放路線（資本主義化）によって数億人を貧困から解放した。

こうした資本主義肯定論は、フランシス・フクヤマがソ連崩壊の前に発表した論文『歴史の終わり』（1989年 The National Interest 誌初出）

で、自由民主主義と資本主義の勝利を宣言して以降高まった。しかし金融危機を経験した後の現在になって振り返れば、ソ連崩壊は、資本主義の勝利というよりも共産主義の自己崩壊であった。それと同様に米英流の資本主義も、中国の国家資本主義の台頭によって金融危機に直面したのではなく、金融サービス業の収益優先主義が自己崩壊の危機に瀕したことを意味する。中国経済の失速によって国家資本主義も転換期にある。資本主義経済が自己変革を迫られているのである。

しかし政府介入や規制強化によって金の卵を産むガチョウを殺すべきではなく、株式会社制度や会社経営の変革が資本主義再生の原動力となるべきである。その場合、会社経営者（取締役）の責任は、会社の利害関係者全員に対するものであって、株主の権利は、残余価値請求権と取締役の任免権などに限定されるというのが Handy の主張である。

なお2015年9月9日付けフィナンシャルタイムズ紙のコメント欄に掲載された Matthew Taylor の論文 'A more progressive manifesto for Labour' によれば、いわば Handy 流の新しい資本主義のS字曲線が、欧州の一大政治勢力であった社会民主主義（日本語の革新主義）の再生に展望を与える。市場経済システムが隆盛を極める中で、社会民主主義政党（英国の労働党やドイツの社会民主党）の政策は、保守党の政策と大差がなくなり、独自の存在意義を失った。その結果、英国労働党などは、最近左傾化を強めているが、むしろ今後は市民（労働者）、民間企業、公的部門が共生できる政治プラットフォームを提唱すべきであり、それが社会民主主義にとってひとつの活路になるであろう。

書 評 *The Second Curve*

Ⅶ. *Strategy Rules* (戦略の法則)

三冊目の *Strategy Rules* の著者たちは、それぞれハーバード・ビジネススクールと MIT のスローンスクールの教授で、長年にわたってインテル、マイクロソフト、アップルといったハイテク企業の経営戦略を調査してきた研究者でもある。この本の冒頭には、インテルのアンディー・グローブ、マイクロソフトのビル・ゲイツ、アップルのスティーブ・ジョブズの三人が、揃いもそろってブラックタイとディナージャケット姿で、1998年3月に一緒に撮った珍しい写真が掲載されている。

著者たちによれば、この三社の共通点はインターネットという技術の生態系（エコシステム）の中で、それぞれに違った形ではあるが、いずれもデジタル・プラットフォームを確立したことである。生態系（エコシステム）とは、さまざまな企業や労働者、市民が共生（symbiosis）できる環境である。共生を可能にするのが生態系のテーマだから、その性格上、自由でオープンなカルチャーが存在しなければならない。自由でオープンなカルチャーは産業クラスターの形成にも通じると考えられる。多様性を否定する閉鎖的カルチャーが支配する生態系は、広範な構成員の共生を妨げ、ガラパゴス化現象を引き起こす。

プラットフォーム（platform）とは、フランス語源の「平らな形」を意味する言葉（plateforme）に由来する。それはまさに鉄道のプラットフォームのことだが、Handy の S 字曲線にも似ている。鉄道のプラットフォームには、最終的な目的地はそれぞれに異なる複数の乗客が、同じ列車に同乗するために集まって

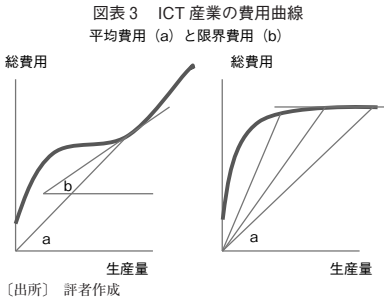
くる。乗客は定型化された乗車券や定期券を購入し、定型化された列車に整列して乗車し、最後は別々の目的地に向かう。場合によっては、同じプラットフォームに入線する別の列車に乗り換えて、別の目的地に向けて出発することもある。当然ながらプラットフォームが存在しなければ、乗降客は混乱に陥る。

本書の著者たちによれば、ICT の世界では、マイクロソフトの Windows、アップルの iOS、インテルのマイクロプロセッサなどがプラットフォームに相当する。これら三社とも、それぞれのプラットフォーム確立に焦点を当てた経営戦略に腐心してきた。

評者が思うに、プラットフォームは公共財に似た性格を持つようだ。公共財の特性は、第一に、複数のユーザーが利用しても追加費用が掛からないこと（非競合的）、第二に、既存のユーザーを追いつくには追加費用が掛かること（非排他的）である。公共財には私的財産権を認知できないのに対して、情報通信技術（ICT）のプラットフォームには使用許諾権のような私的財産権が認められる。こうした点では厳密な公共財とはいえないが、ICT 産業におけるプラットフォームは、許諾権を取得し一定の要件を満たせば、出入り自由といった意味で、いわば私有財の公共財化、あるいは逆に公共財の私有財化ともいえる。マイクロソフトやグーグルが常に独禁法違反容疑に問われるのも、こうした事情を反映するものである。

プラットフォームの確立が ICT 企業の戦略として重視されるひとつの理由は、情報商品（情報財）の生産量が増加につれて、追加生産に伴う限界費用がゼロに近づき、平均費用も大幅に低減するからである。（Rifkin 著 前掲書参照）。そのことを示すのが図表 3 である。通常

の産業（左図）では、生産量の増大につれて限界費用が増加するが、情報産業（右図）の場合には、限界費用がゼロ（費用曲線の接線の傾きが水平）に近くなり、それにつれて平均費用も低下する。



生産増に伴って平均費用が大幅に低下すること、一見すると規模の経済効果によって莫大な利益を生まれそうにみえる。しかしそれは、独占的な市場構造の下で成立する話であって、競争の市場では製品価格の引下げ競争が起きて限界利益も急低下する。そこでICT産業ではプラットフォームの確立によって「独占まがい」の状況を作り出す必要に迫られる。現代のICT産業のプラットフォームはデファクトスタンダード（事実上の標準）だから、先行して陣取りしたり、業界標準を確立したりした業者が「独占まがい」を享受できる。

VIII. インテルのプラットフォーム戦略

インテルのマイクロプロセッサがプラットフォームだというのはやや奇異に聞こえるが、本書の著者たちの説明は次のようなものである。

インテルはIntel286に始まり、Intel 386、Intel 486へと移行する集積回路のアップグレード過程で、1993年に「Intel Inside」というロゴの宣伝広告を大々的に打ち出した。集積回路や中央演算処理装置（CPU）のようなB to Bの部品メーカーが直接消費者を意識した形でブランド確立を狙うのは異例のことであり、IBMのようなパソコンのセットメーカー（インテルにとっての納入先）は猛反対したという。

マイケル・ポーターが提唱した競争優位戦略で指摘されたように、完成品のセットメーカーは複数の供給業者（部品メーカー）を相互に競争させることによって、競争上の優位を築こうとする。それに対して供給業者は、特定のセットメーカーにホールドアップ（拘束）されないように、供給先を分散しようとする。インテルの戦略はこうした攻防を雄弁に物語る。

1980年代には、IBM製パソコン向けの集積回路ないしCPUが、インテルを含めた複数の供給業者によって生産され、供給業者はCPUの機能や仕様に関するライセンスを相互に共有することを求められていたという。そこでインテルは、当初IBM製パソコン専用に開発した新型CPUを、IBM製パソコンの競争相手（クローン製造業者）であったコンパック（現HP）にも供給して、ホールドアップの状況から脱出した。

こうしたインテルの戦略は、インテルの共同創業者であったゴードン・ムーアが提唱した法則に基づくものであった。それは、半導体トランジスターの集積度が18～24カ月（2年弱）で倍増するという法則である。この法則に従えば、常に莫大な設備資金を投下して、次世代製品の開発に取り組む必要がある。つまり既存の製品が陳腐化することを覚悟した上で、次世代

書 評 *The Second Curve*

製品を投入するのである。

そうした意味でインテルは cannibalization (共食い) の権化であった。Intel286→386→486へとアップグレードする過程で、1993年に 'Intel Inside' の宣伝広告を大々的に打ち出して、インテル製品のブランドを確立したのも、自社ブランドを浸透させるための戦略であった。部品メーカーであったインテルが、直接消費者に、高性能の新型 CPU を搭載した高級機種パソコンへの買い替えを促したのである。

インテルがマイクロプロセッサをプラットフォーム化したことによって、複数のセットメーカーが製造したパソコン相互間の互換性 (compatibility) が高まった。また WiFi 環境でのインターネット接続やプリンターなど周辺機器との円滑な接続も可能になったという。USB (universal serial bus) の利用も、こうした互換性や接続性の向上に貢献した。こうして万人が同じマイクロプロセッサを大量に利用することのメリットが高まるように画策したのである。さもないと次世代マイクロプロセッサの生産に必要な莫大な設備費 (固定費) を短期間でカバーすることができない。

最終的にインテルはマイクロソフトと組んで Wintel 連合を形成し、DELL や HP などのセットメーカーと互角の地位を確立した。

IX. プラットフォーム戦略の功罪

マイクロソフトも当初は、DOS (Windows の前身のテキスト方式のソフト) を専用の通信ソフトを使った電話回線でサービスしていたが、90年代初頭にグラフィック・ユーザー・インターフェース (GUI) のウェブ・ブラウザー方式に切り替え、プラットフォーム化に乗り出

した。最近では、Office 関連のソフトを iOS や Android でも利用可能にして、さらに外部のソフトメーカーが Window 10 のプラットフォーム上でアプリケーション開発できるようにしている。

もっともマイクロソフトは、第二の S 字曲線に乗り遅れた感がある。パソコンに執着しすぎて、タブレット端末やスマホへの展開が遅れた。ネットブックという低価格のパソコンが登場したときにも、利益率が高い高価格パソコンから脱却できず、中腰を入れなかった。また今になって思えば、アプリケーション・ソフト Office をもっと早くスマホやタブレット端末向けに提供すべきであった。つまり Windows 駆動のパソコンだけでなく、複数のプラットフォームで利用させるべきであった。

アップルは、プラットフォームよりも iPod のような製品製造にこだわりを持つが、それでも2002年に Windows 上での iTunes 利用を認めることによって、閉鎖的で自己完結的な製品 (closed product) から開放的拡張的なオープン・プラットフォーム化への道を歩んだ。ただしグーグルの Android (オープンソースの OS) の登場によって、アップルの iOS が挑戦を受けている。乗降客数がより多いプラットフォーム (Android) が生まれたわけである。

プラットフォームを確立すると、ユーザーがソフトのダウンロードやアプリケーション開発に投資するから、そのプラットフォームに対する忠誠心が高まって、ユーザーが封じ込められた状況 (ロックイン) に陥る。たとえば Windows がアップグレードされるたびに、ユーザーは新版 Windows に合わせたアプリケーションを探し求めて追いかける。

プラットフォーム戦略のメリットは、ネット

ワークの外部経済性が働くことである。よりたくさんユーザーが利用すれば利便性が高まるので、より多くのユーザー需要が発生し、平均費用が低下する。一方でプラットフォーム戦略のデメリットは、いわゆる「イノベーターのジレンマ」といった罠に陥ってしまい、次の一手を打ち出せなくなり、「勝者の呪い」を受けることである。

この悪弊を開閉するためには、次世代製品を常に用意する必要がある。ボストンコンサルティング・グループが提唱した隔壁打破戦略（製品ポートフォリオ・マネジメント）の表現を使えば、現在の高収益商品（cash cow）が生み出すキャッシュフローを使って、将来の高収益商品（star）を生み出すことである。そのためには現在の勝者みずからが、創造的破壊を断行しなければならない。共食い（cannibalization）を恐れぬ突発的な自己破壊（self-disruption）である。実際インテルがそれを実行した。アップルもダウンロードを必要とする iTunes に代わって、ストリーミングの Apple Music を開発し、またアマゾンドッドコムは書籍購入を不要とする電子書籍 Kindle Fire を手掛けた。

Handy の著作では、こうした挑戦を新しい S 字曲線への取り組みとみなしている。つまりひとつのプラットフォームの全盛期に次のプラットフォーム作りに取り組み、意図的に創造的破壊を繰り返す。それがインテルやアップルの革新的戦略でもあった。

X. 見えない官僚機構

最後に論評する Graeber の著作は、古今東西の官僚機構の意味や功罪を論じる。そこには ICT の発達が企業経営や仕事に与える影響を

探るうえで、ひとつのヒントが提示されている。一言でいえば、ICT の発達が巨大な民間版官僚機構を形成しつつあるというのである。

本書の著者 Graeber はロンドンスクール・オブ・エコノミクス在籍の人類学者だが、2012年に *Debt—The First 5000 Years* という大著で、貨幣を含む負債の起源を実証的に論じて有名になった。

もともと米英流の経済自由主義は、市場経済システム（価格メカニズム）を重視する。政府の民間経済への介入を回避し、その代わりに民間業者の自主規制やデファクトスタンダード的な業界標準を行動規範として重視する。だからこそデジタル・プラットフォームが「戦略的法則」として重視されるわけである。政府が民間経済に介入すると、経済的自由や私的財産権が侵害されるだけでなく、プラットフォームが歪められることになりかねない。経済自由主義の論調は、1980年代初頭の英国サッチャー政権、米国レーガン政権時代に定着した。本書でも引用されているが、レーガン大統領は “Nine most terrifying words in the English language are, ‘I am from the government and I am here to help’” と言ったとされる。

こうした思想的背景を持つ米英は、官僚機構とは一見無縁にみえるが、実態はそれほど単純ではない。市場メカニズムによる資源配分に全幅の信頼を置くこととされる米国でも、現実には、官民の人的交流（いわゆる「回転ドア」）が盛んであり、ロビー活動によって民間企業が政策に多大の影響力を行使する。金融サービス業者のロビー活動が金融規制緩和を推進したのだが、それが行き過ぎて民間業者の自主規制が緩み、前代未聞の金融危機が起きた。

その結果、今や金融規制強化が大きな課題と

書 評 *The Second Curve*

なった。しかし建前としては政府の民間経済への介入を否定するので、政府が全面的に経済活動を牛耳るわけには行かない。そこで民間の自主規制があらためて強化されることになる。たとえばエンロン事件の後には、サーベンス・オクレー法（企業改革法）によって内部統制という名のコーポレートガバナンス強化策が実施された。またリーマンショック後にはドッド・フランク法が施行されて、生前遺言（living will）という名の清算計画が導入された。それは投資家保護や金融資本市場への信頼回復を狙いとするものであった。

ところが皮肉なことに、強化された民間自主規制や自主的な市場管理が、今度は巨大な民間版官僚機構となって、認証、資格審査、報告、違法などさまざまな制度を運営するようになった。先に「召使の仕事」と述べたが、公務員は公僕（public servant）と呼ばれる。それが今や「民僕（private servant）」の時代になったともいえる。現在の日本に关していえば、コーポレートガバナンス・コードとかスチュワードシップ・コードが、そうした民間版統制に相当する。事の是非は別として、こうした自主管理制度を文書化し、法令順守のために費やされるマンパワーや労働量は莫大であろう。また日本のメガバンクは毎年1000人を超える大学新卒者を採用している。もちろん銀行全般に、BPR（business process reengineering）やアウトソーシングによって事務処理の効率化に努め、フロント業務への人員配置を優先させているが、コンピューターシステムの維持管理や法令順守を含めたバックオフィス業務に従事する事務系行員も相当いるのではなかろうか。

XI. 技術革新と官僚機構

Graeberによれば、現在のICT時代にも金融サービス業と同じような仕組み（民間版官僚機構）ができつつある。インターネット上で運用されるプラットフォームでは認証、許諾、インストールといった行為が常時繰り返され、これらすべての行動が逐一モニターされている。あるいはモニターされることを前提として、ユーザーはプラットフォームを利用する。そうしたプラットフォームの運用や管理に携わるのは、ICT企業の従業員である。

こうした管理や運用が簡素かつ透明で、すべての取引参加者に公平に適用されることがプラットフォーム確立の必要条件である。官僚機構が透明、公正、平等で、効率性や予測可能性が高ければ、制度運営上プラスである。プラットフォーム確立のためにも、よい意味での官僚機構の必要性を否定するものではない。

しかしダウンロードやアップグレードの許諾（ライセンス）過程では、細かな文字の同意文書が頻出し、通常ユーザーはそうした文書の内容を精査することなく同意ボタンを押す。これは、わけのわからない言葉を使って魔法をかける妖精のようなもので、あまり度が過ぎるとプラットフォーム確立の妨げとなる。複雑化し非効率적になれば進歩を阻害する。

先にHG ウェルズやジュール・ベルグのSF小説が予想したような技術革新は起きなかったと述べた。その理由に関して、Graeberは官僚機構の存在をあげ、官僚機構およびその上部構造としての為政者側が、突発的な技術革新による社会変化や支配構造の逆転を嫌ったためだと論じている。現状維持を是認する保守派の論者

や、神の存在と家庭平和を希求するキリスト教ファンダメンタリストも、自由市場の混沌（カオス）ではなく、安定した秩序を求めて、既存の支配構造の温存に傾く。1970年代初頭に『衝撃の未来』という著作で有名になったアルヴィン・トフラーが、こうした保守主義者の典型だと Graeber は述べている。その結果、アップルのスティーブ・ジョブズやアマゾンドットコムのジェフ・ベゾスといった企業家は別として、一般的な経営者は現状維持に腐心する。技術革新やそれを体現した設備投資は手控えられ、新技術を体現する形での国内設備投資よりも、低賃金労働が入手可能な新興国に資本を移転させた。

Graeber は、ウォール街占拠運動の主催者の一員で “We are the 99%” を訴える側だから、その論考は過激だが、かれは官僚機構が効率や信頼を高める必要性も認識している。本書では、ビスマルク時代のドイツで確立した郵便制度（ドイツ郵便）が、世界に冠たる官僚機構であり、その効率の高さは、その後各国の郵便制度の模範になったと述べている。

実は官僚機構は、エジプト、メソポタミア、インダスなどの古代文明時代からすでに存在した。それは農産物の貯蔵保管、貸借や分配の記録（会計）などの事務を遂行するための仕組みであった。貨幣の起源が貸借関係の記録であったとすれば、貨幣制度（貸借関係の管理）は官僚機構そのものであり、それは都市や主権国家、政治家の登場に先行する現象であった。（貨幣の起源が貸借関係の記録であったという点に関しては、本誌88号掲載の書評 Felix Martin 著 [2013] *Money: An Unauthorised History* を参照）。

その後、都市や国家が形成されるに及んで、

官僚機構は為政者にとって重宝な統治手段となった。それだけではなく、被支配者側も官僚機構の効率性や無人格性、予測可能性に信頼を寄せるようになった。たとえば役所は出生、死亡、居住地、家族構成といった個人情報の坩堝（るつぼ）だが、役所が市民一人ひとりの個人生活に深入りする心配はない。そうした安心感が市民の側にあるので、役所は有効に機能する。

しかし官僚機構の効率性は、それ自体が自己目的化しやすい。そこでは「効率」が何のための効率かは問わず、効率以外の価値尺度も認めない。その結果、最近の流行語である SNAFU (situation normal all fucked up) といった現象が発生することがある。したがって官僚機構が巨大になると、それを打倒しようといった運動も起る。それが革新的な企業家や政治指導者の台頭である。

XII. マネジャーとリーダーの違い

上記の点に関連して再び Handy の論考に戻ると、かれは効率 (efficiency) と実効 (effectiveness) ないし効果とは異なると論じる。「効率」は途中経過（プロセス）に関わる概念にすぎず、真に求められるのは「実効のある結果＝効果」である。効率を高めることが逆に効果を減殺した例として、Handy は英国の拘置所の話を用いている。費用効率を高めるために、服役者の教育や園芸といった更生活動を削減した結果、出所後に再犯を犯すケースが増加したという。

経営管理 (management) は効率を目指すのが、効果を達成するには指導力 (leadership) が必要である。企業経営も結果を高めるような指

書評 *The Second Curve*

導力を求められており、会社が官僚化したら終わりである。逆に強烈なリーダーが官僚機構を支配するとおかしいことになりかねない。

なお日本語の「経営」には leadership と management の双方の意味が含まれるが、Handy がいう management は管理という意味に近い。Management はあらかじめ設定されたターゲットに向けて、人、物、金を秩序正しく動員する行為である。例えていえば、A 地点から B 地点に向けて遅れることなく、さりとてスピード違反で事故を起こすこともなく、予定通りに到着するのが効率である。まさに官僚機構の効率的運営が management なのである。それに対して leadership とは、正しいことをヴィジョンやミッションとして掲げ、その方向に人々（部下）を誘導することである。機械は management（管理）を必要とするが、人的組織は leadership（指導力）を必要とするという。

ところで評者が思うに、リーダー（指導者）の資格要件は、少なくとも四つあるように思える。第一は、軸がぶれないことである。別の言い方をすれば、信念に基づく明確な達成目標を持っていることである。圧力に屈しない胆力の持ち主といってもよい。インテルのグローブ、マイクロソフトのゲイツ、アップルのジョブズは軸がぶれないことで共通していた。第二の条件は、細かな事項に精通していることである。ジョブズが製品デザインの細部にまでこだわったことは有名だし、ゲイツも技術面で妥協を許さなかった。第三の要件は、在任中にどのくらい学習して進歩するかであろう。かつてシュミット元西独首相がゴルバチョフ旧ソ連大統領を評して、「彼は進化する大統領である」と言っていた。進化するリーダーは、常に将来の

ヴィジョンを持ち、そのヴィジョンにみずからを適合させてゆく。強い信念を持ちつつ、学習を続ける謙虚さや柔軟性を維持するというのは難しいであろうが、グローブ、ゲイツ、ジョブズが「進化する経営者」であったことは間違いない。最後の資格要件は、個人的なカリスマ性であろう。この点も三人に共通していた。

XIII. 会社のあらたな S 字曲線

さて米国の近代企業の経営管理（効率を上げるための管理という意味での management）は、1911年にフレデリック・テーラーが提唱した科学的経営管理法から始まった。20世紀初頭までの米国には、独自技術を開発できる熟練工が少なかったので、英国など欧州諸国から借りてきた技術を使って大量生産することに注力した。工員の動作研究による時間管理や生産量に応じた賃金決定など、工学的手法による生産管理が導入された。管理会計の手法も導入され、科学技術の利用による研究開発よりも、規模の経済効果とコスト削減によって利益を実現した。米国には昔から、均質な消費者によって構成される巨大な市場が存在したからである。

その後フォードモーターの大量生産方式（フォードイズム）として生産管理が完成し、部品の標準化やベルトコンベヤーを使った流れ作業が定着した。しかし大量生産方式では、労働者は機械のようにみなされた。

大量生産時代の経営管理は位階制（ヒエラルキー）構築によって官僚化した。企業組織の巨大化につれて、官僚機構の弊害も目立つようになった。Handy は前掲書の中で、組織の官僚化を打開するためには、会社にしても国家政府にしても、巨大化や複雑化を避け、簡素で小さ

な組織に徹することが肝要だと述べている。企業経営に関していえば、巨大な公開会社よりも小さな私的企業のほうが望ましいという。ドイツの地方銀行の中小企業向け融資は、融資先企業の経営の細部にまで銀行（資金提供者）の目が行き届くので、株主による公開会社の経営監視よりも有効だという。家族経営の中小企業は、企業規模を大きくするよりも、製品やサービスの質を向上させることを目指す。今後は、従来の巨大企業がより良い中小企業になるのが、あらたなS字曲線のひとつの形態だという。グーグルがアルファベットという持ち株会社組織に変更したのも、そうした流れを反映するものかもしれない。

もともと市場では未知の人間どうしが契約によって結ばれるのに対して、会社では顔見知りの仲間どうしの信頼関係によって結束が維持される。Companyの語源が「パンを分け合う仲間」といわれるゆえんである。会社内の信頼関係によって契約を省くことが、市場取引に伴う取引コストの削減になり、会社を作ることのメリットにもなった。また信頼は、会社経営に伴う管理コストの引下げ要因にもなる。

霊長類の頭脳の大きさと、お互いに毛づくろい (grooming) する仲間の数の間には相関関係があり、最も大きな頭脳を持つ人類でも、お互いに信頼関係を築ける交友範囲は150人が限度だという。この法則の提唱者でオックスフォード大学の人類学者ロビン・ダンバーの名前にちなんで、この数値をDunbar's numberという。軍隊でも指揮命令系統が確かな師団の大きさはその程度だという。Handyは、企業規模もその程度が適正だとしている。

Ⅳ. 金融サービス業のプラットフォーム

以上4冊の著作に関して述べたことは、金融サービス業にとってなにを意味するであろうか。以下では評者自身の見解を述べる。

前述のように、プラットフォームとは誰でも乗り降り可能で、各種のアプリケーションを付け加えたり、共同利用したりできるような業務や商品でなければならない。したがって、金融派生商品（デリバティブズ）やアルゴリズムを駆使した高頻度高速取引 (high frequency trading) などは、アプリケーションとは言えても、プラットフォームとしては除外されるであろう。デリバティブズや高頻度高速取引は、いわばテ일러流の工学的手法の金融版であり、効率的な取引手段ではあっても、流動性に問題があったり価値の変動が大きすぎたりして、プラットフォームという意味では、効果を高めるための基盤が脆弱である。

金融サービス業の基本的なプラットフォームは貨幣発行であろう。もともと近代の貨幣（国民通貨）は、主権国家が国内で流通する法貨（legal tender）を強制的に定め、その独占的発行権を中央銀行などの銀行に委託した。つまり各国が独自の強制通貨（fiat money）をプラットフォームとして建立したわけである。法貨の発行と流通管理が銀行に任されたわけだから、銀行にとっては官僚機構的な信頼感の維持が不可欠であった。金融規制緩和はこうした官僚化を打破し革新を起こす試みであったが、むしろ金融革新など起こさないほうが（金融危機を回避できたという意味で）無難だという意見もある。元FRB議長のポール・ウォーカーは、有

書 評 *The Second Curve*

益な金融革新は ATM（自動現金預払機）くらいだと言っている。

ともあれ貨幣には、非排他的・非競合的といった意味で公共財的性格がある。複数の経済主体が価値尺度や交換手段として共同利用できるからである。また同時に、貨幣には貯蓄手段（金融資産）としての私的財産権も認知されるので、私有財としての側面もある。そうした意味でも貨幣にはプラットフォームとしての要素（半公共財的性格）がある。

往年の貨幣は、現金通貨（中央銀行券）にしても預金通貨にしても、銀行の負債であった。それが金融規制緩和の時代になり、非銀行金融機関（ノンバンク）が台頭し、預金以外の負債、特に市場性証券（money market instruments）が疑似貨幣として流通するようになった。コマーシャルペーパー（CP）やマネーマーケットファンド（MMF）に始まり、住宅抵当証券（MBS）のような資産担保証券（ABS）や債務担保証券（CDO）、上場投資信託（ETF）のような代替投資商品も、銀行以外のノンバンクによって発行された。そして2007～08年には、このような疑似貨幣の発行が行き過ぎて金融危機を引き起こした。シャドーバンキングと呼ばれる歪んだ形の S 字曲線が形成されたといえる。

Ⅹ. 決済業務の進化

貨幣発行が金融サービス業の基本的プラットフォームとすれば、ひとつの方向（新しい S 字曲線）は、決済業務の高度化と高収益化である。銀行は従来から、手形小切手の発行流通や公共料金の自動引き落としなど決済業務を行ってきたが、そこからの収益は少なかった。またかつては決済に関わる書類ベースでの事務作業

が多く、時間節約や担保節約、資本節約の余地も大きかった。そこに最近アップルの Apple Pay やグーグルの Android Pay のような ICT 企業が参入してきた。Apple Pay は近距離無線通信（near field communications）を使い、小売店の店頭に設置した端末に消費者がスマホ（iPhone）をかざすと、スマホに内蔵されたクレジットカード機能やデビットカード機能が作動して、決済がなかば自動的に行われる。ただしスマホ決済には、銀行やカード会社が依然として介在するという点で、まだ旧来の銀行決済の延長線上にある。

預金通貨を介する銀行決済の対極にあるのは、ビットコインに代表される仮想通貨ないし暗号通貨（crypto currency）であろう。従来の銀行決済は、日本であれば日銀ネット、米国であれば Fed Wire を介したハブ＆スポーク型の集中的ネットワークシステムであり、勘定元帳（ledger）が中央銀行などの決済システムに一元的に集中していた。それに対して仮想通貨はメッシュ型ないしグリッド型の分散的ネットワークシステムであり、勘定元帳も複数箇所に分散して存在する。取引参加者が複数の勘定元帳のデータを照合し、取引記録を相互に共有する。複数のデータベースを照合したり共同利用したりする技術インフラ（データベース管理技術）はブロックチェーン（blockchain）と呼ばれる。そうした意味で、ビットコインはまったく新しいプラットフォームとなるかもしれない。

ビットコインのような電子マネーは、複雑な計算能力によって採掘（mining）され、そうした計算能力が希少性を保証する。換言すれば、悪用が技術的に不可能であることが信頼性を担保する。法貨（legal tender）ではないの

で、支払いの対価としての受取りを拒否ができるし、価格変動が大きいので価値表示機能が不安定かもしれない。しかし歴史的にみた場合、民間の貸借取引において事実上の標準として広範に利用された貨幣が、国家政府によって事後的に法貨として認知されたケース（例えば米ドル）もあるので、法貨としての認定が貨幣の必要十分条件というわけではない。

ビットコインは「貨幣の電子メール」といった意味でも、まったく新しいプラットフォームとなる可能性を秘めている。またビットコインの技術インフラ（ブロックチェーン）を銀行決済に利用しようといった試みもみられる。ビットコインの場合には、匿名のユーザーが通貨獲得を誘因として採掘するが、銀行決済にブロックチェーンを活用する場合には、通貨獲得が誘因ではない。そうした違いはあるが、銀行のバックオフィスの ICT による高度化や高収益化の余地は大きいと考えられる。

銀行はトレーディング業務などフロントオフィスの高度化や高収益化に注力してきたが、それが金融危機によって裏目に出た結果、バックオフィスへの投資余力を削がれてしまった。また内外銀行とも買収や合併の連続で、システム統合に手間取った。加えて近年では、LIBOR 操作などや資金洗浄による多額の罰金支払い、ドイツチェバンクの誤発注、オーストラリアの銀行のシステムダウンなど続出し、操業面や事務処理面での業務改善余地が大きい。たとえばドイツチェバンクでは、部門ごとに互換性のない ICT システムを使用する場合が多く、共同最高経営責任者（CEO）ジョン・クライアンが ICT システム刷新（標準化）を重点施策のひとつにあげていると伝えられる。

XVI. クラウドファンディング

ICT の発達は、オンライン上のクラウドファンディングやソーシャルファイナンス（peer to peer finance : P2P）を盛んにしている。クラウドファンディングは、銀行の信用仲介機能をバイパスする代替金融（alternative finance）でもある。2014年後半の米国では、クラウドファンディング専門の Lending Club が新規株式公開を行い成功した。同社は、オンライン上で貸し手と借り手を直接つなぐ信用仲介業者である。カードローンや学生ローンの借換えなどにも利用されているようだ。

クラウドファンディングは、参加者どうしの信頼を基盤とし、個人の信用、評判、名声など、仲間内のフィードバック情報が資産として蓄積される。取引記録を集積し、それをもとに信用リスクなどを審査し貸出を実行する。それは前掲の Jeremy Rifkin 著 *The Zero Marginal Cost Society*（本誌89号の書評参照）で論じられた sharing economy（共同利用経済）の金融版でもある。

クラウドファンディングは、仲間内の信用をベースとするという意味で、18世紀後半の英国において協同組合ないし共済組合形式で始まった住宅金融組合（building society）を想起させる。産業革命後にマンチェスターやバーミンガムなどの工業都市に移り住んだ工場労働者が、住宅建設や住宅購入のために組合組織の互助金融を始めた。発足当初の組合員数は高々25人程度、19世紀末になっても100～200人程度であった。この数は前述の Dunbar's number に相当する。

現代でも、ネットワーク取引が盛んになるに

書 評 *The Second Curve*

つれて、非正規雇用の労働者が多数登場するようになっていく。かれらの多くは、職域の社内融資や借上げ住宅制度などを利用できないので、まとまった資金を金融資本市場から調達する必要性に迫られるであろう。また中小規模のサービス業者の資金需要にも対応できる。金融の目的が経済発展や生活向上にあるとすれば、クラウドファンディングの発達は歓迎すべきものである。

ただし現在の米国のクラウドファンディングには、いくつかの問題がある。第一に、資金の出し手の大半が、高い利回りを求める機関投資家やヘッジファンドになったことである。そのため最近では p2p というずに marketplace finance といわれるようになっていく。その機能はかつてのファイナンスカンパニーに似ているが、marketplace finance の場合には、仲介業者の収入が一回限りの手数料 (fee) であって、継続的な利鞘収入ではない。そのため業務の持続性に限界があるかもしれない。

第二の問題は、利回りが高い分だけリスクも大きいことである。仲間内の評価 (peer review) は信頼性が高いが、そのことを逆用し、評価者を買収するなどして、歪んだ評価をネット上で流布させることもあり得よう。すでに書籍やレストランのオンライン評価 (第三者による評価) でもそうした問題が発生していると報道される。その点、銀行の伝統的信用仲介業務は、与信審査によるリスク管理を重視してきた。クラウドファンディングの場合には、透明性や法令遵守などの行動規範も整備されなければならないが、規制監督の当事者が誰なのかまだ不明である。クラウドファンディングがプラットフォームとして確立するかどうかは、今後の動向を見定める必要がある。

VII. 新勢力の台頭

既存の金融サービス業者も Fintech と総称される ICT を駆使した金融サービス業務の展開を検討している。しかしインターネット上で業務展開すると、限界費用減による高い利益率に目を付けた新規参入者が増加し、競争激化によってマージン率も低下しやすい。新旧勢力の攻防はこれからが正念場である。

金融サービス業は、航空業と並んでコンピュータ処理を多用する産業だから、既存の金融サービス業者が拱手傍観していると、ICT 企業を含む新規参入者が、支店業務や資産運用アドバイザー業務を代行してしまう可能性もある。グーグルやフェイスブックのような ICT 企業が、ビッグデータや人工頭脳を駆使して、資産運用業務に進出することも予想される。すでに中国のアリババは、理財商品を販売する資産運用業務に乗り出している。資産運用に馴染みが少ないスマホ世代の若年層 (ミレニアルズ) は、在来の金融サービス業者よりも ICT 企業が提供する資産運用商品や金融サービスに惹きつけられるかもしれない。

ICT の革新に概ね共通するコンセプトはアクセス (ネット接続)、シェア (共同利用)、ソーシャル (仲間との交流)、モバイル (携帯)、DIY (do it yourself = セルフサービス) などである。実際リーマンショック翌年の2009年ころからスマホが急速に普及した。ミレニアルズにとって、毎日の生活はスマホの起動から始まる。一人一日あたりの電子メール送信や情報検索回数は100回を超える。ミレニアルズは、対面での会話や人の話をじっくりと聞くこと、身体動作による以心伝心 (body language)

が不得手だとされる。モバイルでネット接続しセルフサービスするのがコミュニケーションの主流となったからであろう。

もっとも金融取引の場合、非対面非対人のネット（ICT）取引だけをプラットフォームとするわけには行かない。私的財産権や個人情報保護の問題に加えて、取引や保管の安全性、顧客特性やリスク適合性を十分に考慮しなければならないからである。ということは、金融サービス業の場合、特に資産運用業務の場合には、効率一辺倒で、無差別無人格な対応を旨とする通常の官僚機構的業務とは大分違う。

高齢者を始めとする顧客の財産管理には、成年後見人制度の活用や暦年生前贈与、遺言信託など対人対面のアドバイス業務が多く、顧客利益の保護には細心の配慮が必要とされる。これは既存の金融サービス業者の強みでもあり、すでに富裕者向けの資産運用業務が、新しいプラットフォームとして出現している。金融商品は、高額のわりには差別化がむずかしいが、安全性や信頼性が顧客を繋ぎ止める差別化要因となるので、老舗業者の優位性は残されている。

XIII. 国際金融危機後の戦略

金融危機を経て、金融サービス業、そのなかでも銀行業は、金融危機によって失われた信頼を回復するためにも、プラットフォームの再構築を迫られている。銀行（預金取扱金融機関）の伝統的な業務は、①決済機能の提供、②貯蓄者（主に家計）と投資者（主に企業）の間の信用仲介であった。しかし先進国では、企業部門が大幅な資金余剰（貯蓄超過）を抱える一方で、家計部門の貯蓄超過が減少し、それにつれて家計と企業との間の信用仲介業務の役割が後

退した。信用仲介業務の収益率が低下したので、銀行は自己勘定で負債性資金を取り入れて証券化商品などを売買する業務（投資銀行業務）に注力した。この業務が、疑似貨幣の売買取引といったかたちで行き過ぎ、銀行が破綻に瀕したのがリーマンショックだった。

振り返ってみると、1980年代以降の米英で金融規制緩和、特に業際規制緩和によって起きたのは、商業銀行（預金取扱金融機関）の業務が投資銀行業務（証券業務）や保険業に拡大し、フィナンシャル・スーパーマーケットないしはグローバル・ユニバーサルバンクと呼ばれる金融コングロマリットが、新しいS字曲線を描く形で抬頭したことであった。その背後では、野心的な銀行経営者がロビー活動を通じて金融行政を動かしていた。

しかし金融コングロマリット経営の実権を握った者の多くは、旧商業銀行系の経営者ではなく、投資銀行側のインベストメントバンカー、それも多くの場合にはトレーダー出身の人物であった。その結果、顧客関係を重視する伝統的な商業銀行業務が、一件ごとの取引案件を重視するトレーディング業務に圧倒された。経済発展や生活向上への奉仕といった金融サービス業の元来の目的が見失われ、多額の売買益をあげるトレーダーや高額報酬を目的とする経営者への収益依存度が高まり、疑似貨幣の売買に殺到した。良質の官僚機構としての位置付けも後退し、中間管理職や社外取締役による業務監視や経営監視も機能しなかった。そして大きすぎて潰せない金融機関（フィナンシャル・スーパーマーケット）がシステミックリスクの表面化によって破綻の危機に瀕し、それを回避するために財政資金投入による救済が行われた。そして今や、金融機関救済のための納税者

書 評 *The Second Curve*

負担を回避するという大義から、自己勘定取引の制限や自己資本比率引上げを含めた金融抑圧 (financial repression) が行われている。1980年代に始まった金融規制緩和が、一世代 (約30年間) の激動を経て閉幕しようとしている。

XIX. むすび

そうしたなかで金融サービス業は、決済業務や資産運用業務 (wealth management)、リスク管理業務などへの特化といった形で、プラットフォームの再構築を迫られている。ここで Handy の主張「従来の巨大企業がより良い中小企業になるのが、あらたな S 字曲線のひとつの形態である」を想起すれば、決済業務や信用仲介業務、資産運用業務、リスク管理業務といった個別業務に特化した専門金融機関の立ち上げが、こうした論理の延長線上に浮か上がる。大規模な金融コングロマリットが、コスト削減によって規模の経済効果を高めたという証拠もないからである。

先にドイツの地方銀行の中小企業向け融資をあげたが、そのほかにもスウェーデンのスペンスカ・ハンデルスバンケンのように、「量的規模と顧客満足度は比例しない」という経営判断のもとで、分権的な支店の自主経営を重視し成功している銀行もある。同行は株主への配当とともに、オクトゴネン基金 (Oktogonen Foundation) という年金制度によって、従業員への利益配分を行っている。

スイスでは、大手ユニバーサルバンクの UBS やクレディスイスが、グローバルな投資銀行業務を縮小し、資産運用業務を重視する方向に戦略転換している。これはひとつには、自己資本比率規制の強化によるものである。スイ

スのような小規模な国では、巨大金融機関が破綻した場合、政府当局がシステミックリスクを吸収できない可能性がある。納税者負担には限度があるので、自己資本充実が急務である。ちなみに UBS とクレディスイスの総資産の合計額 (2014年末現在) は、スイスの GDP の3倍に達する。バランスシートの拡大を伴う自己勘定投資は縮小せざるを得ない。また英国では、規制強化を受けて HSBC が本拠地の移転や業務見直しを検討中と伝えられる。

銀行の伝統的業務のうち決済業務は、ネットワーク効果が大きいので、ナローバンク (専門銀行) の形で、相当程度の規模を維持するのが論理的必然であろう。銀行のもうひとつの伝統的業務である信用仲介業務は、現代ではプラットフォームの確立がむずかしい。前述のように、家計と企業との間の資金仲介ルートは細ってきているし、ノンバンクの進出も著しいからである。信用仲介業務は、むしろリスク管理業務として位置付けるべきであろう。

銀行 (預金取扱金融機関) の信用仲介業務は、①小口預金の大口貸出へ規模変換、②短期資金を長期資金に転換する満期変換 (短期借り長期貸し)、③遠隔地間の資金移転などであり、こうした変換や移転に伴う信用リスクや流動性リスクは、「大数の法則」と呼ばれる統計的な経験則によって支えられてきた。すなわち平常時には、すべての預金者が一斉に預金を引き出すことはないし、すべて借り手が一斉に債務不履行に陥ることもないという経験則である。

しかしこれはすべての預金者や借り手が相互に独立しており、システミックリスクが起きないことが大前提だが、現実には預金引出しや債務不履行は同時に多発する。そこに与信リス

ク、決済リスク（カウンターパーティ・リスク）、流動性リスク、操業リスク（事務上のリスク）などリスク管理の必要性が生まれる。効率よく、しかも正確無比に、予測可能な形でリスクを管理しなければならない。リスク管理業務（risk management）は、無謬性や途中経過重視という意味で、官僚機構や公益性の要素を帯びている。銀行（預金取扱金融機関）のリスク管理業務は、リスクをとるのではなく、許容限度を超えるようなリスクの回避を旨とすべきである。大きなリスクを伴う類いの信用仲介業務は、銀行以外のノンバンクに任せてもよい。

第三の資産運用業務は、顧客特性やリスク許容度に応じて、顧客の資産運用ニーズを誘導する。そうした意味で、金融サービス業者のリーダーシップを必要とする。資産運用業務は、asset management の和訳だが、management（管理）もさることながら、良質の leadership（助言）が要求される。低成長経済下では投資利回りも低位にとどまると予想されるので、資産保全を優先した運用アドバイスが肝要であろう。確定拠出型年金のように、積み立てる側の

受益者が裁量的な投資判断を求められる場合にも、良質の投資助言は不可欠である。また資産運用業務では、規模の経済効果（量的効果）ではなく、往年のスイスのプライベートバンクのように（小規模ではあるが）質的強靱性をブランド力とすることも可能であろう。

どのようなプラットフォームを築くかは、各金融機関の戦略選択の問題であり、米国の金融コングロマリットのビジネスモデルを模倣する必要はない。実際、欧州ではスイスのユニバーサルバンクと並んで、パークレーズやドイツェバンクが、投資銀行業務の再編を巡って戦略の見直しを迫られている。ドイツェバンクは、10万人に達する社員の削減と並行して、傘下のポストバンクやアレックス・ブラウン（米国の投資銀行）の売却を検討中と伝えられる。また最近の米国でも、ゴールドマンサックスやモルガンスタンレーのトレーディング業務の収益悪化が報じられている。

（法政大学経済学部教授・
当研究所客員研究員）