

# 国際金融危機のメカニズムを解き明かす

佐久間 浩 司

**要旨** グローバル金融危機は、2008年に欧米諸国を中心に起こった一連の金融危機である。2000年から2006年ごろまで高騰した欧米の住宅価格の反転を引き金に、住宅ローンの不良債権化と証券化商品の価格下落が起こり、米銀リーマンブラザーズの倒産が象徴するように、欧米の多くの金融機関が経営難に陥った。こうして金融市場で誰も資金の出し手にならなくなる金融危機が発生した。

危機発生メカニズムは、まず、住宅ローン実行時に住宅価格依存した信用供与の安易さがあった。次に住宅ローンを担保にした証券化商品を販売する際、高リスク証券まで売却してしまったため、銀行の与信管理意識が失われてしまった。更に、証券化のプロセスで、多くの金融機関が役割を細かく分担し、それぞれ限られた分野で専門性を発揮し効率よく証券化を推進した。このため、資金の流れが複雑になり、全体像の把握が非常に困難になった。

危機後に始まった再発防止のためのルール作りは、金融機関に自己資本を厚く持たせ、資産劣化が起きた時に、個々の機関で処理できる力をつけさせようというものだ。しかし、国境を超えた金融業務が盛んな欧州では、危機対応のための費用負担の国別分担を巡り意見の不一致がある。また途上国を中心に、過度に厳しい金融規制は経済成長の阻害要因になるという反対意見が出ている。

証券化のビジネスモデルは、最終的な借り手と貸し手の間の業務プロセスを細かく分け、個々の業務において、それぞれの業者が高い専門性を発揮したからこそ、プロセス全体が高い生産性を発揮できるものだ。金融産業に限らず、人間の生産活動が等比数率的に成長を続けられた原動力は、この生産工程の細分化と専門化に依るところが大きい。

しかし、プロセスの分断ゆえに、一部で事故が起きた時に、誰も何が起きたのか即座に理解できず、全体がパニックに陥りやすい。金融の現場では、各人は要求された高い専門性を発揮するだけで精一杯である。また専門性を出すために業務領域は狭い範囲に限定されているため、全体がもたらす結果についての責任意識を持ち得なかった。

細分化と専門化は、経済発展の原動力でもあるだけに、そこに起因する金融危機を完全に予防することは難しい。再び起こることを前提に、発生した時の被害を最小限に止めるセーフティネット作りに各国が協力しコミュニケーションを深めていくことが重要だ。

**キーワード：**金融危機発生メカニズム、証券化商品、細分化と専門化

## Challenges of global finance~Negative outcome of excessive specialization of financial business brought by securitization

SAKUMA Kouji

**Abstract** The Global Financial Crisis is a series of financial crises which took place in the US and Europe in 2008. Soaring housing prices in the US and Europe from 2000 to around 2006 peaked out and triggered a rise of non-performing loans and fall of securitized financial products. Many banks suffered from huge losses in 2008 and the hardest case was a bankruptcy of the Lehman Brothers, one of the biggest American investment banks. No banks were willing to loan others and liquidities in financial markets dried out.

The mechanism how crisis occurred was that there were easy credit practices heavily relying on housing prices at first. Then the originators of securitization lost an incentive to monitor the credit status of borrowers as they sold out an equity part of securitization, a part of the highest risk. Meanwhile, a whole process of securitization was divided in pieces so that each institution could concentrate one's task in its narrow range with a high efficiency. As a result, the cash flow of the securitization business became extremely complicated and no one saw the whole picture of it.

After the crisis, they started to make new regulations to prevent the same crisis from happening. The basic concept of the regulation was for banks to have more equity capitals so that they could absorb the shock of crisis by themselves. In Europe, however, a hot argument still continue regarding how they should share a fair burden sharing between countries where bankrupted banks explores a lot of cross-border businesses. In emerging countries, there is a criticism that too harsh regulation could harm developing countries where aggressive credit expansion is often needed for a growth.

The business model of securitization hikes a profitability of finance because it divides a process of finance between an ultimate debtor and creditor into several steps so that those who are engaged in each part can extend their productivity in a full degree, which makes the whole financial business more productive. Not only financial businesses but all economic activities of human being are experiencing a productivity growth thanks to the mechanism of segmentalization and specialization.

Because of this disintegration, people can easily fall in panic once an accident happen in a certain area of the whole process because no one know a picture of the integrated whole. In a financial business, each worker is at best able to fulfilling one's specialized requirement. Such a requirement allows him or her to concentrate on a job assignment of an extremely narrow range. No one can expect

such workers to have a conscious of being responsible for whole.

Segmentalization and specialization are the source of productivity growth. Given a core cause of financial crisis lying there, you cannot completely prevent a crisis. It will happen again. We should be always prepared for the next. We can at best minimize the damage by having a close communication and cooperation between states to build up a safety nets.

**Key words:** Mechanism of outbreak of financial crisis, Securitized products, Segmentation and specialization

## はじめに

グローバル金融危機発生から8年という長い時間が経過したが、世界はまだ危機の後遺症を抜けてない。昨年12月に実施された米国の利上げは、危機後の緊急対応であるゼロ金利がようやく解除されるという、金融政策の正常化への第一歩と期待された。

ところが1カ月もたたないうちに、世界の株価は下落し、国際金融市場は新たな緊張感に包まれている。米国利上げは、正常化への第一歩どころか、世界経済がまだ脆弱であることを印象付ける結果となった。金融危機の後遺症はそんなにも強く残っているのだろうか。

本稿は、この国際金融危機のメカニズムを解説するものである。第1章で危機の経緯を簡単に説明する。第2章では先行研究をもとに危機の原因を概念的に整理した上で、金融ビジネスの現場では、具体的にはそれがどのような行為であったのか解説する。第3章で危機後の国際レベルでの危機防止の対応策の現状や方向性を述べる。第4章で、危機の底流にある経済活動の専門化と細分化を説明し、国際金融危機の発生は、完全に防ぐことができる問題ではないことを論じる。

## 1. 危機の経緯

グローバル金融危機とは、2007年から2008年にかけて欧米諸国を中心に起こった一連の金融危機である。欧米の住宅価格下落により、住宅ローンやそれに関連した金融商品が不良債権化して多くの金融機関が経営危機に陥った。またその影響で、世界経済は大幅に減速した。

## (1) 予兆

危機が起こる前に、いくつか予兆はあり、また多くの研究者や政府中銀関係者がそれに気づいていた。

予兆の第一は、米国、欧州、オーストラリアなど多くの先進国で、住宅価格の高騰が止まらなかったことである。所得対比で上がりすぎた資産価格はいつか下落に転じる。米国S&L危機（1988年）、北欧銀行危機（1991-1993年）、日本のバブル崩壊後の金融危機（1997年）、アジア危機（1997-1998年）、ロシア・ブラジル危機（1998年）などの多くの前例がこのことを示していた（Laeven and Valencia, 2008）。また2001年のITバブル崩壊も、IT革命に浮かされた株価高騰の崩壊だった。

欧米諸国の住宅価格高騰は、もしバブル的な要素が含まれていれば必ず行き詰まると世界中のエコノミストが、懸念を抱きながら推移を見守っていたのである。

第二に、2006年には、米国の経済誌などがさかんにサブプライムローンに問題だと警告を発していた。いかに簡便な審査で住宅金融が拡大し、実行後のローンのモニタリングが疎かになっていたかが、一般ビジネス誌にも分かりやすく掲載されていた。国際金融界で、米国の住宅金融が、この先なんの問題も起こさずに拡大し続けると言うものはいなかった。

## (2) 危機勃発

欧米の住宅価格高騰は持続可能なものではないと見られていたにも関わらず、危機が勃発した時、世界は水を掛けられたような衝撃を受けた。それは、事件が米国ではなくフランスで起きたからである。2007年8月、フランスの大手行BNP Paribasが傘下にある投資会社のサブプライム関連投資の巨額の失敗を発表したのである。翌9月には、今度はイギリスでNorthern Rockという金融機関に預金の取り付け騒ぎが起きた。英国100年の金融市場最大の預金取り付け騒ぎと報じられた。これもヨーロッパであり、世界は、想定以上に深刻な問題が水面下で世界中に広まっているという不安に、一気に包まれてしまった。

その後、2007年末にかけて、スイスのUBS、米国のCitibank、Merrill Lynchなど欧米銀行が次々と30億ドルとか80億ドルという巨額の損失を発表し、2008年2月には、先進国首脳会議であるG7の場で、サブプライム関連の損失は、世界で4000億ドルに達するという見通しが出された。更に一年後の2009年4月には、この損失予想は10倍の4兆ドルに修正された。円換算で400兆円というのは日本のGDPほどの規模になる。

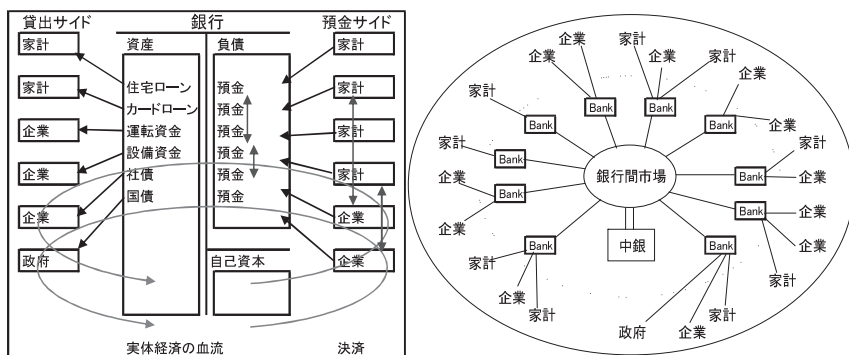
### (3) 危機のクライマックス

2008年9月には金融危機の中で緊張がピークに達する事件が起きた。米国のリーマンブラザーズの倒産である。リーマンブラザーズですら倒産したのだから、どの銀行も倒産する可能性があるという疑心暗鬼が世界中の金融機関に広がった。

こうした金融市場の疑心暗鬼の状態を「すくみ」という。これは、銀行間の資金を融通する短期の資金市場で、誰も相手の銀行が信じられなくなり、一日たりとも資金を貸し出さなくなる状態を言う。例えば、三菱東京UFJ銀行と三井住友銀行はよく知り合った仲で、お互い、相手が明日倒産するとは思わない。しかし、他の銀行の倒産に巻き込まれて倒産することはありうる。すべての市場参加者が、通常は信頼する相手のことをこのように考えてしまう状態である。

銀行同士に信用がなくなることの経済全体に対する不都合は非常に大きい。銀行は単体でもA社の預金からB社の預金に振替えを実行して資金決済するし、A社の残高が決済額に足りない時は、当座貸越を認めることにより、A社—B社間の決済が滞りなく行われるようにする。それが、銀行が集まった銀行群になっても、同じように、決済やローンなどで資金が一時的に足りない銀行があれば、銀行間市場で余っている銀行が資金を貸出し、経済全体の決済が滞りなく行われるようになっている。(図表1)

この銀行間市場で資金の出し手が一切なくなってしまうと、銀行は、常に自分の預金の範囲でしか貸出を行わなくなってしまう。このため、企業間の決済は時間が余計にかかることになる。決済に時間がかかるということは、一定期間中の企業活動も遅くなるということだ。例えば決済に通常の1.1倍の時間



図表1：単体としての銀行と集合体としての銀行システムの構造  
(出典) 筆者作成

がかかるのであれば、その状態が1年続けば、その年の企業活動は前年比9%減となりGDPも9%落ち込むことになる。金融機関が相互不信に陥るとは、そういうことが起こりうるということなのだ。これに欧米諸国の銀行に不良債権処理という一層の負荷がかかったため、世界の経済は大幅に活動が落ち込み、2009年は大不況の年となった。

#### (4) 政策対応の開始

ここに至って、世界各国の政府は、景気後退が際限なく続くのをなんとか防がなければならないと、大規模な財政による景気刺激策に乗り出した。主要欧米アジア17ヵ国合計で2兆ドルという、戦後史上初の大規模な景気浮揚対策となった。

その成果もあり、世界全体としては、景気の後退は2009年を底に徐々に持ち直しに向かう。この後、金融経済が第2ラウンドの大底を迎えるのは欧州のみとなる。世界的には、危機の原因究明と、二度と過ちを繰り返さないための国際金融規制作りエネルギーが注がれることになった。

## 2. 危機の原因

危機の原因は、因果関係上の明確な原因と言えるものもあれば、原因ではないが背景として関係しているものもある。このため、どこまでを直接の原因に含めるかの定説はない。しかし、国際決済銀行が危機の4ヶ月後に比較的バランスのとれた説明をしているのでそれを紹介しよう (BIS, 2009)。

### (1) BISの説明

BISによれば、危機発生に関係したこととして以下の7つが指摘される。

- ・銀行の資金調達、個人や企業の預金ではなく、資本市場の短期性の金融商品への依存を高めていた。
- ・これら金融商品は、預金と違い国境を越えて売買されることが簡単だったため、結果として国や地域をまたいだクロスボーダー資金調達への依存が高まっていた。
- ・証券化の発展により、与信の在り方が大きく変質した。即ち、借り手と貸し手の間に継続的な信用状態の報告と監視の関係が消えてしまった。
- ・金融経営者の経営指標が、株主の利益重視に傾斜しすぎた。即ち、四半期ごとの業績、かつ一株当たりの利益を重視しすぎた。
- ・上述の金融商品に付随することの多いデリバティブズ商品の多くが店頭取引

であったため、世界全体としての取引量の把握が難しく、危機発生時のリスク計算が迅速に出来なかった。

- ・リスク認識の薄いまに世界中の金融機関が与信を拡大しすぎたため、米国での住宅ローンの不良債権問題という地域問題が、たちまち世界全体のシステミックリスクに発展した。
- ・またシステミックリスクが起きたために、多くの金融機関において投資分散効果が発揮されなかった。

## (2) 実務レベルでみた危機発生のメカニズム

BISの指摘は、問題の所在を過不足なく的確に表している。しかし、金融機関に勤める者ですら、これらすべてが具体的に意味するところを理解できるものは少ないだろう。これほど多くの人を巻き込んだ金融危機にも関わらず、その原因の全体像は一部の者にしか分からず、また彼らが一般の人間に説明しようとしても、使われる言葉が専門的すぎて正しく伝えるのは難しい。筆者は、問題発生当時、大手の都市銀行の企画・調査担当の立場にあった。このため金融実務の情報に比較的容易にアクセスできると同時に、起きた現象の意味合いを考える上での現場との適度な距離感も持てた。こうした視点から、金融関係者の誰のどのような行為が危機をもたらしたのか説明しよう。

金融危機の直接の原因は、米国の住宅市場で返す当てのない住宅ローンが大量に実行されてしまったことである。なぜ返す当てのない貸出が大量に実行されてしまったのかと、なぜ米国の住宅ローンという地域的な金融が世界全体の危機に発展したのかという二つの疑問を念頭に、以下図表2に沿って説明する。

### ①ステップ1：

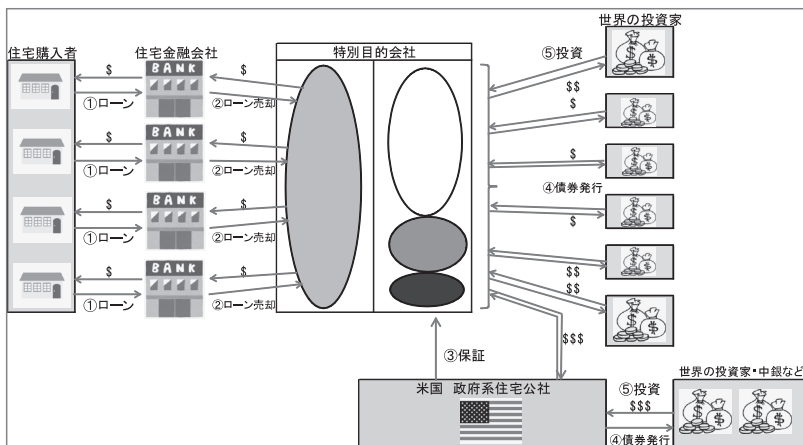
最初に住宅金融会社が個人に住宅ローンを提供した。この時、普通ならば借りる人の月々の所得を見ながら無理のない水準の金額を貸す。しかしそんなことを考えずに貸し出す空気がこのときのアメリカにはあった。住宅市場全体が、価格の上昇基調の中で、所得対比で無理があるローンでも、いざとなれば買った住宅を売ればいいだけだという安易な期待が、借りる側にも貸す側にもあった。もちろん、金利の負担はあるが、それすら、当初の3年は金利負担無しというような甘い条件の貸出が横行した。

### ②ステップ2：

住宅ローンを実行した銀行は、特別目的会社を作りそこに住宅ローン債権を売却し、売却で得た資金で次の住宅ローンを実行した。特別目的会社は、購入



## 国際金融危機のメカニズムを解き明かす



図表2：米国の住宅ローン市場における証券化の仕組み  
(出典) 筆者作成

した住宅ローン債権を担保にして証券を発行した。この時、金融工学を駆使して低リスクのSenior debt、中リスクのMezzanine、高リスクのEquityに段階分けし、低リスクには政府系の住宅金融機関が保証を付けて、世界中の投資家に売却した。政府系住宅金融機関は、一部は自分でもこの証券を買った。このステップ2のプロセスを「証券化」という。(図表3参照)

証券化商品が広く投資家に広まる過程で、高リスク高リターンのEquity部分を買いたい投資家も現れた。また銀行も、それに応じて売ってしまい、銀行は、住宅ローンという原債務者の信用状況を満期まで監視する動機を失ってしまった。購入した投資家は、あくまで金融商品を購入したのであり、その担保となっている住宅ローンには関心を向けなかった。つまり、もともとの住宅ローン債権を、満期まで責任を持って管理する機関がなくなってしまったのである。

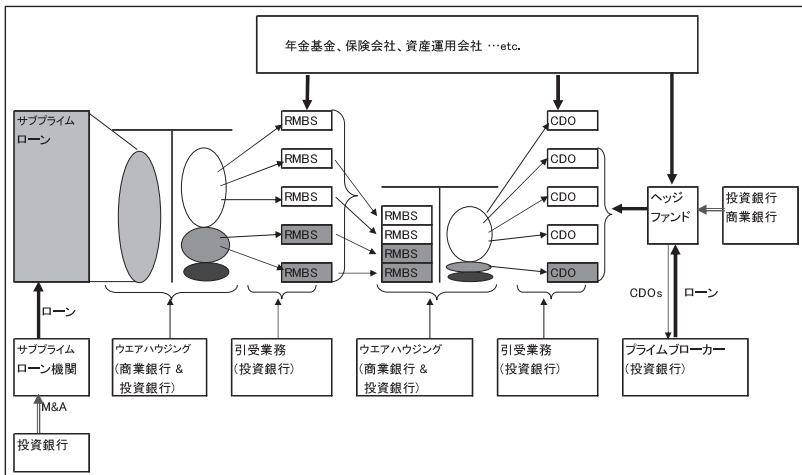
詳細の説明は省くが、この証券化による投資ブームに関与していた者を書き出すと図表4のようになる。住宅ローンの借入人である原債務者と、最終的な資金の出し手である機関投資家、商業銀行、投資銀行の間の金融プロセスがいくつにも分解され、何種類もの金融業者が関与していた。同時に、地理的にも関係者の範囲が広がり、複雑な投資の流れが出来上がっていた(Blundell-Wignal, 2007)。いったんこの図のどこかで大きな問題が起きると、たちまち全員が巻き込まれる状態にあったが、もちろん、当時はこうした全体像を掴んでいる者は中央銀行や金融庁まで含めても誰もいなかった。



図表3：証券化における特別目的会社のバランスシートのモデル

原債権（住宅ローン）				証券化後の証券			
金額 （千円）	件数	倒産確率 （％）	金利 （％）	金額 （千円）	件数	倒産確率 （％）	期待 利回り （％）
1,000	50	2.0	7.0	Senior Debt			
				250	14	1.0	3.5
				500	7	1.0	3.5
				1,000	6	1.0	3.5
				2,000	5	1.0	3.5
				4,000	3	1.0	3.5
				Mezzanin			
				500	3	3.0	10.5
				1,000	5	3.0	10.5
				1,500	1	3.0	10.5
				2,000	1	3.0	10.5
				Equity			
				1,000	5	7.0	24.5
				合計			
50,000	50	2.0	7.0	50,000	50	2.0	7.0

(出典) 筆者作成



図表4：証券化の広がり

(出典) Blundell-Wignal他複数の情報ソースより筆者作成

### ③ステップ3：

政府系住宅金融機関は、このオペレーションのための資金調達のため、US Government Agency Bondという名前の債券を発行し、世界の投資家に売却した。この債券は、Agencyと付いているがリスク観点からは米国連邦政府と同一だという誤解の下で、世界の投資家が積極的に購入した（Blundell-Wignal, 2007/Blommestein, Keslinler, Lucas, 2011）。

最初の疑問に戻ると、返す当てのないローンがなぜ実行されてしまったのかの答えは、住宅価格が上がり続けるという根拠のない期待に乗り、返す当てがあると思い込んでいた。なぜこの思い込みに誰も疑問を抱かなかったのか。住宅ローンを実行した銀行は、証券化してローン債権を高リスクの塊のEquity部分も含めて一切投資家に売ってしまったのだ。途中で焦げ付こうが関心がなくなってしまった。関心がなくなったので疑問も生まれなかったのである。

政府系機関による保証も問題があった。この「系」というのは際物で、商取引では、定義のわずかなあいまいさが死活問題に結びつくことが時々起る。景気の好い時は政府系というのは実質的に政府と同じと投資家に解釈される。また政府の方でも敢えてそれを修正しようとしない。しかし、状況が悪化すると、政府と違うから「系」の字がわざわざ付いているということに気づく。住宅価格上昇と景気の高揚感の中で、政府の保証がついていると思い込んで世界中の投資家が競い合うように米国の証券化商品を買ってしまった。BNP Paribasの関連投資会社もこれを購入した。中国政府ですら外貨準備の運用先として購入した。

### （3）ITによる投資家の素人化と群れ行動（Herding behavior）

世界の投資家はこんな証券に危険を感じなかったのかというと、距離感のある世界の投資物件であり、危険を感じることはできなかった。ヨーロッパの投資家にとってアメリカのカリフォルニア州の住宅ローンの動向が今どうなっているかは遠い世界であった。しかし、遠い世界の物件が、ITの発展により投資できる金融商品に加工されて、証券会社から勧められたのである。

そうした状況における投資の最大の決め手は、他の投資家の行動である。これを投資家の群れ行動（Herding behavior）と呼ぶが、他の投資家に人気のあるものは、適度な利回りがあってかつ安全性が高い都合のいい商品だろうという錯覚に世界中の投資家が陥り、実際の行動に結びついてしまったのである（World Bank, 1998）。

格付け会社というものが、どの商品はどれくらいリスクがあるかという指標を出していたのは事実であるが、格付け会社も、何を根拠に安全度を判断して

いたかという、投資家のセンチメントであった。投資家と格付け会社が相互に自己実現的に強気の投資ムードを作り上げてしまったのだ。

こうした誤解は、いったん誰かが気付くと崩れるのが早い。2004年からのアメリカの金融政策の利上げにより住宅ローン金利が徐々に上がり、2006年ごろには金利を払えなくなる借入人が現れ始めた。米国住宅ローンの焦げ付きが徐々に増えているというニュースは少しずつ投資家の間に広まった。それが、米住宅ローンを担保にした証券化商品の価格を少しずつ下落させ、これに投資していた投資会社の経営が徐々に苦しくなって、ついに2007年8月のパリバショックにつながった。

こうして広く注目されるニュースになってしまうと、たちまち世界中の投資家がパニックに陥った。もともと、自分でその金融商品が大丈夫だと判断したわけではなく、他の人も買っているから買ったのだ。他の人が売り始めたら売るしかない。こうして売りが売りを呼ぶ悪循環が突然始まる。またこうした悪循環が始まると、米国の住宅ローンと直接関係のない金融商品まで一斉に売られてしまう。直接関係のない金融資産まで、投資家センチメントの悪化によって売られてしまう現象を「伝染 (Contagion)」と呼ぶ (World bank, 1998)。

### 3. 危機後の対応

このグローバル金融危機で、欧米の金融機関はほぼ一斉に機能停止状態に陥った。リスクをあまりにも恐れ、余資を貸出に回そうという金融の基本的なメンタリティーを失ったのである。金融機関の貸し渋りや貿易における欧州や米国の輸入の減少を通じて、世界経済全体は大混乱に陥った。

2009年後半になって取りあえず金融市場のパニック状態が収まり、経済活動が後退から回復に戻った時、欧米の金融関係者は、歴史上の出来事だと思っていた金融恐慌に近いレベルの金融危機を起こしてしまったことに驚愕した。また欧米の世論や議会は、金融機関を、二度と同じ過ちを犯さないように徹底的に懲らしめなければならないという、ほとんどパニックに近い反応を示した。新しい国際金融ルール策定は、このような空気の中で始まった。

#### (1) バーゼルでの国際ルール作りの動向

ルール作りの中心は、スイスのバーゼルにあるバーゼル委員会である。1980年代末から、国際金融ルールを整備してきた委員会だが、急きょ、ルールの第三版であるバーゼルⅢの策定が着手された。これは2010年に発表され、完全な適用は2019年に始まる。規制の内容が非常に厳しいため、現在は9年間とい

う長い準備期間中だ。詳細は多岐にわたるのでここでは省略するが、大きな枠組みは、金融機関に自己資本を従来以上に厚く持たせ、資産劣化が起きた時にも市場全体を混乱させることなく、個々の機関で処理できる力をつけさせようというものだ。

## (2) 欧米の各国レベルの動向

バーゼル委員会の他に、各国でもルール作りが進んだ。中でも他の国に影響力がある米国の国内ルールが注目されているが、ここでは、1980年代からほぼ自由化一方向に進んだ金融業務を、再び規制をかけて制限しようという動きがみられる。

また、特に国境をまたいだ金融業務が最も進んだ欧州では、危機後の問題解決も各国の利害が複雑に絡み合っていた。まず足元の問題を解決するための費用を各国がどう分担するか、将来同じようなことが起きた時の費用分担をどうするかという議論が、EUの委員会や各国議会など様々な場で続いている。費用負担とは、国境をまたいて業務を行う銀行を誰が監督するのか、もし倒産が起きたらどの国の財政負担で救済するのか、などの問題である。

## (3) 先進国と途上国の不一致

先進国と途上国の間の、危機の捉え方や危機後の国際ルールの考え方の不一致もある。そもそもグローバル金融危機と言ったって、被害が広がったのはグローバルだが、問題を起こしたのは欧米の金融機関だという気持ちが途上国にはある。その再発を防ぐ規制は欧米に適用すればいいのであって、なぜ途上国の銀行まで、過度に厳しいルールをはめられなければならないのかという不満だ。この不満は、韓国によって初めて大きな国際会議でアジェンダとして取り上げられた。2010年のG20会議の開催地となった韓国は、危機後の金融規制の中には、途上国の成長を阻害する要素が含まてないかの配慮が必要だという問題提起を行なった。これは、途上国は成長のために銀行の精力的な与信活動が必要だという主張で、多くの途上国の共感を得た。

欧州における負担の問題と同様に、この途上国まで含めた適切な規制の在り方の問題は、アジア太平洋地域の途上国を数多く含むAPECなどの場を中心に、まだ議論が続いている。

## 4. 成長の推進力である細分化・専門化と金融危機

金融実務に即して危機を分析したのが前章までの議論だ。しかし、更にその

背後には、経済活動そのものの成長メカニズムである細分化と専門化という問題がある。2-(2)-②で示したように、危機発生に深く関与した要素の中に、証券化という金融ビジネスモデルがあった。そこでは、最終的な借り手と貸し手の間の業務プロセスが細かく分けられ、個々の業務において、それぞれ任された分野で高い生産性を発揮した。高い生産性は借り手にも投資家にも利益をもたらした。しかし、プロセスが多くの機関で分断されていたゆえに、一部で事故が起きた時に、誰も何が起きたのか即座に理解できず、全体がパニックに陥ったのである。最後に、この、生産性を高めるために進展した細分化と専門化の問題を考察したい。

### (1) 金融業務の専門化

今日の金融業務は、業務的にも地理的にも活動が広範囲に広がっている。同時に一人ひとりの従事者は、狭い範囲で高い専門性を発揮することを求められている。このため、自分が何をしているのか、限られた範囲の中では理解できても、全体がどのように動いているかは個々人の意識の中では非常に分かってにくくなっている。

専門化の進展を象徴的に表しているのが、金融機関の本部機能の分化である。日本で大きな商業銀行である三菱東京UFJ銀行の資料をみてみよう。これは一行の例だが、他の大手邦銀も、他国の大手商業銀行も、金融技術、顧客層の構造、対応すべき規制などの条件はほとんど同じである。このため、本部組織の構造は非常に類似している。同行の姿は、世界の大手商業銀行や大手の金融コングロマリットの一般的なものと解釈して差し支えない。

図表5は、銀行が年に一度公表している資料の組織図というものから、国内や海外の支店を除いた、部や室という特定の専門分野に特化したものがどれくらいあるか、数を数えたものだ。ご覧の通り100以上あり、しかも年々増えている。一般の人が銀行に用事があるていえばカウンターの並んだ支店だろう。この支店を支える本部に、こんなにたくさんの専門部隊がいるのだ。

例えば市場部門を見てみよう。2013年時点の三菱東京UFJ銀行には、実際に市場とつながって金融商品を売買しているのは9つの部であるが、その一つの中には、部全体の企画をする業務企画グループがあり、あとは扱う金融商品を中心に5つのグループが組織されている。9つの部の内部構造はどれも似た形をしている。

この9つの部の上に市場企画部というものがある。各部に企画する人の集まりがあるのに、さらに市場企画部があるというのは、そこではなにをしているのかというと、ある人が、非常に当を得たおもしろい言い方をした。市場企画

図表5：三菱東京UFJ銀行の部・室・センター数の推移

	1998	2001/3	2004/3	2007/3	2010/3	2013/3
リテール部門	5	11	10	21	22	26
法人部門	18	36	37	56	67	79
投資銀行部門 資産運用部門		15 4	22			
国際部門	16	21	27	34	41	74
市場部門	11	10	10	14	12	17
事務システム部門	8	18	16	20	23	27
オペレーションサービス部門 システムサービス部門 EC推進部門		8 6 4	8 5 3			
コーポレートセンター	14	21	21	36	28	30
二重計算差引	0	0	-6	-23	-26	-54
合 計	72	117	115	158	168	199

(出典)『Annual Report』三菱東京UFJ銀行、1999年—2014年

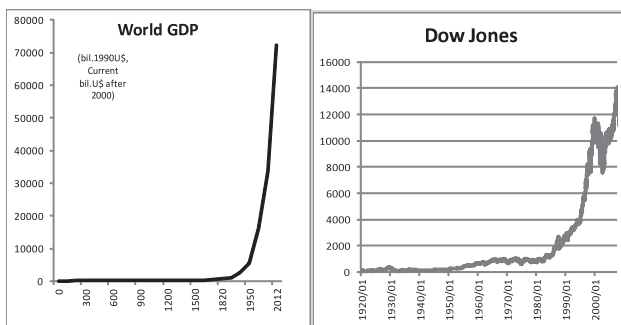
部は各市場部と担当役員の間に立って通訳をする人たちだというのだ。専門部隊の専門性があまりにも高度に進んでしまったため、そこで使われる言語が簡単には理解できない。そこで分かりやすい言語で、市場部門全体の動向や課題を役員や行内の他部門に説明する部ということである。

## (2) 専門化こそが成長のメカニズム

この業務や職業の専門化現象の動機はなにかというと、それは企業としての成長性を高めることである。この専門部隊が、支店に持ち込まれた顧客の様々なリクエストを迅速に引き取り、数時間、数日のうちに最高レベルの解決方法を提示してくれるというわけだ。

視点をマクロ経済に戻そう。経済成長というのは、例えば四半期ごとに2%成長するというのは、今期100だった付加価値生産力が、次期は102、その次は102をベースに $\times 1.02 = 104.04$ 、次は104.04をベースに $\times 1.02 = 106.12$ 、という具合に、等比数列的に成長していく。

振り返って自分ひとりの力量を考えると、等比数列的に付加価値創造力が伸び続けていると思える人はいるだろう。しかし、GDPや株価の推移を見る限り、企業や国民経済として集団になった人間は、確かにそのような力を発揮しているのだ。(図表6)



図表6：超長期の経済成長と株式市場の成長の推移

(出典) Angus Maddison, The WorldEconomy, A MILLENNIAL PERSPECTIVE, OECD 2001

なぜ人類は等比数列的に成長を続けられるのかと言えば、原動力は2つある。ひとつは機械化だ。人間の物理的な力以上の力を発揮したり、人間の脳の力以上の計算力を発揮したりしてくれる。もうひとつが専門化だ。縄文時代のように人間が、生きていくために必要な衣食住の営みすべてを身近な仲間だけでやっていたのでは、時々誰かがうまいやり方を見つけて生産性が一時的に上がることはあっても、それを連続的に起こすことは難しい。それを、次々と経済活動を分化させ職業を専門化させることによって、人類はこれまで等比数列的に成長を続けることが出来た。未来も同じプロセスが続くだろう。

### (3) 細分化と専門化の罫

国際金融の場合でも、高い生産性と高い利潤を求めて細分化と専門化が大いに進んだ。お金というのは他の財と違って情報通信データに乗りやすい。このため細分化したり統合したりすることが簡単にできる。金融は、他産業にも増して細分化と専門化が進みやすい性格を持っていた。

しかし、その細分化と専門化の中に大きな問題が潜んでいた。それは、一人ひとりは要求された高い専門性を発揮するだけで精一杯であり、細分化されているために、全体がもたらす結果についての責任意識も分断されてしまっていることだ。事故が起きた時に、何が原因なのか、影響がどこまで広がりそうなのかということがすぐには分からなかったし、そもそも全体に目配りしようという意識を持っていなかったため、事故が起こりそうな状況にあったことに気づけなかった。

証券化に即して言えば、原債務である住宅ローンの不良債権比率が上昇した



とき、投資家の間で、それが自分の手元にある証券にどれだけ関係しているのか分からなかった。また、米国のサブプライムローンに問題があることは広く知られていたが、その問題の影響の範囲が、欧州にまで広まっていることは気付かなかった。証券化によって世界中の投資資金が効率よく動員されるようになったのだが、その効率性こそが資産価格高騰をもたらし、結果として危機を招いた。しかし、危機が起こるまで、金融監督者を含め誰もこの因果関係を想像できなかった。

## 5. 結語

細分化と専門化は、経済発展の原動力でもあるだけに、そこに起因する金融危機を完全に予防することは難しい。銀行が無理な貸出拡大を進めているのなら、自己資本の何倍までしか貸し出せないという上限規制を作ればよい。預金業務と証券業務を同じ機関が扱うことのリスクが大きければ、兼業を禁止すればよい。しかし、細分化を止めるとか専門化を後戻りさせることは、生産性の上昇を抑えることであり、それはほとんど文明の進歩を止めることに等しい。

もちろん、金融機関に、分業の壁や専門性の壁を乗り越えて、全体を見渡しコントロールする部署を作ればいいように思えるかもしれない。実際、1990年代ごろから、こうした問題意識に沿って銀行の管理部署の強化が進んでいる。しかし、その管理部署そのものが、業務とリスクの多様化に振り回されて細分化と専門化を起こしてしまっている。細分化されてしまった管理組織を束ねる屋上屋を架すことも頻繁に起こる。これは、日本の金融界ばかりではなく、世界全体の傾向だ。

こうして考えると、成長や進歩を是とする限り金融市場が時々危機に見舞われることを防ぐことはできない。再び起こることを前提にして、発生した時の被害を最小限に止めるセーフティネット作りに各国が協力し絶え間ない努力を続け、コミュニケーションを深めていくことが重要だろう。

## 〈参考文献〉

*Banking Sector Challenges after the Crisis of Confidence, January 5<sup>th</sup> 2009*, BIS, 2009.

“East Asia’s financial crisis: causes, evolution, and prospects”, *Global Development Finance*, 1998, World Bank 1998.

Hans J. Blommestein, Ahmet Keskinler and Carrick Lucas, *Outlook for the Securitization Market*, OECD 2011.

Adrian Blundell-Wignal, *Structured Products: Implications for Financial Markets*, OECD 2007.

Luc Laeven and Fabian Valencia, *Systemic Banking Crises: A New Database*, *IMF Working Paper WP/08/224*, IMF, 2008.

Luc Laeven and Fabian Valencia, *Systemic Banking Crises: An Update*, *IMF Working Paper WP/12/163*, IMF, 2012.