

書評

神作裕之・小野傑・湯山智教編著

『金融資本市場と公共政策——進化するテクノロジーとガバナンス』

(金融財政事情研究会、2020年6月)

佐藤一郎

本書は、2019年から2020年にかけて東京大学大学院（公共政策大学院、法科大学院等）において行われた、みずほ証券の寄付講座『資本市場と公共政策』を基に書籍化されたものである。全11章で400ページにも亘る本で、各章の表題を紹介するだけでもかなりの字数を要するため、採り上げられているテーマについてその主なキーワードを列記してみると、例えば以下のようになる。

「フィンテック」「ネオマネー」「決済インフラの未来」「暗号資産（仮想通貨）」「ICO・STO」「コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コード」「アルゴリズム・AI」「ベンチャーファイナンス」「ESG投資と受託者責任」等。これらを見ただけでも、金融における最先端のテーマが幅広く採り上げられていることがわかるだろう。

書名には「公共政策」という言葉が含まれているが、それは元になった講義の受講対象者に起因するものと見られ、本文中で「公共政策」や「政策」について明示的に触れられている部分は多くはない。むしろ副題にある「ガバナンス」の観点から、法律上の扱いやガバナンスの在り方に関する議論が中心である。そうした意味では、当初、評者が本書を手にとった動機と実際の内容とはやや異なっていたが、読了後は興味深く、多くの知的刺激が得られた。

編者による「はじめに」では、本書の構成は「第1部 フィンテックの進展と公共政策的・法的な課題」「第2部 金融資本市場における論点と課題」に大別されている。ただ読んでみた私の印象では、前者は「これまでになかった新たな金融商品の出現と、それに対するガバナンスの動向」、後者は「金融資本市場におけるこれまでの規制や方策が、環境の変化の中でどのように変容を迫られているか」と整理できた。

まず前者（第1章から第4章）を読むことによって、これまでさまざまな媒体で断片的な情報を得るに留まっていた「フィンテック（第1章の定義によれば、マネーにかかわるビッグデータを活用するテクノロジー）」や「暗号資産（仮想通貨）」等についての体系的な理解を得ることができる。これらの分野は本学部の学生の関心も高く、現在担当しているゼミナールでも討議テーマとして採り上げているので、教育に活かせるという点でも有益であった。特に本書の、単なるこれらの金融技術（テクノロジー）の紹介だけでなく、それらをどのように管理・監督していく

かというガバナンスの観点からの考察は興味深い。ただ私個人にとっては、これらの話題はまだまだ「新たな知識の修得や整理」に留まっており、奥行きのある考察を展開できるまでには至っていない。

一方、後者（第2部・第5章から第11章）の内容からはさまざまな示唆が得られた。

例えば、第10章の「ESG投資と受託者責任に関する議論」は興味深い。

近年、環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）というESG要素を重視した「ESG投資」が注目され、わが国における投資残高も増えている。一般にこのESG投資には「好ましいもの」というイメージがあるが、一方で投資採算面においては、環境や社会への取り組みを組み込むことによって、経済的利益を犠牲にしてしまう可能性も考えられる。投資資金の受託者がこうしたESG投資を行った結果、そのパフォーマンスが市場平均を下回ってしまった場合に、そこに受託者責任が発生するのかどうかというのが、ここでの論点である。

本書では、この点についての米国や欧州での議論が紹介される。またそれに関連して、ポートフォリオ理論における効率的市場仮説に沿った考察や、アノマリー（効率的市場仮説に反する現象）からの視点も提示される。このあたりは、受託者責任という法律的な視点からの考察を縦糸にしつつも、ESG投資の経済学的な分析という横糸へと巧みに展開されており、あたかも良質なミステリーを読んでいる時のような興奮を覚えた。

考察の対象となっている「受託者責任」や「ポートフォリオ理論」そのものは、これまでも研究が深められてきた分野である。そうした意味では、第一部の暗号通貨などのような「新たな金融商品」に対するガバナンスの仕組みの模索とは異なる。しかし、ESG投資という「新たな投資手法」の出現により、これまでのガバナンスの在り方が問われるという点では、事実（金融）の進化を規制手法が追いかけるという図式は同様である。特に評者のような、過去のガバナンスの枠組みに慣れてしまった者には、より困難な意識転換が求められているような気がする。

新たな金融商品や投融資の仕組みは次々と産み出されており、本書で採り上げられているガバナンスの枠組みも、既に時代遅れになってしまっている可能性も高い。ただ、本書で示された考え方や対峙の姿勢そのものは、今後も大いに参考になるであろう。