

講演

これからの経済と信託

東京大学大学院経済学研究科教授 柳川 範之



はじめに

ただいまご紹介いただきました東京大学の柳川でございます。信託大会の席でお話できることを大変光栄に思っております。貴重なお時間をいただいておりますので、できるだけ皆さんに満足いただけるお話をできればと思っております。

演題は、「これからの経済と信託」と大きなタイトルにさせていただいています。さきほどの信託協会長の所信、日本銀行副総裁のご挨拶にもありましたが、今我々が直面している、あるいは日本政府が行おうとしている経済政策の中で、信託は大きな役割を果たすだろうと、信託がなければ政府の考えている多くの政策が機能しなくなってしまう、それ

くらい大きな役割が期待されていると考えております。

そのような政策の細かい話を本来すべきなのかもしれませんが、すでにならかなりお話がありましたので、私の方からはやや大きな話をさせていただいて、これからの経済、社会全体あるいは世界全体がどう動いていくのかという話を主にしたうえで、私の考える信託の役割についてお話をさせていただきたい。

お手許にレジюмеをお配りしていますが、内容としては、今の時代は大きな技術革新の時代であると考えます。それを踏まえて世界全体がどのように変わるのかがポイントの一つです。二つ目は社会課題解決が大きなポイントになっているということです。三つ目が信託への期待とお話をさせていただきます。

— 目次 —

はじめに

1. 技術革新の時代
2. 社会課題解決に向けて
3. 信託への期待

1. 技術革新の時代

いま、ChatGPTという対話型のAIが話題になっています。

これが世の中を大きく変えてしまうのではないか、いやいやそれほどでもないだろうと

様々な意見が噴出しているわけです。少し前の話になりますが、Google傘下のDeepMind社が開発した囲碁AI「アルファ碁」が囲碁のチャンピオンに勝って、そんなこともできてしまうのかという驚きが広がり、ディープラーニングの技術によって人間の仕事が人工知能に奪われてしまうのではないかという議論が随分行われたときがありました。そのとき言われていたような激震は起こらないのかな、大きな変化は起きるのかもしれないがかなりゆっくりしたものになるのかなと思っていたここ数年ではなかったかと思います。そのような人間側がかなり楽観していたところに、ここ数か月はかなり大きな動きとして、ChatGPTに質問すると、かなりの答えが返ってくるのが分かった。例えば、あるテーマを3,000字でまとめてと言えば、きれいなレポートが出来あがるわけです。これは雑感になりますが、大学教育は大きく変わらざるをえないというのは明らかなわけです。学生にレポート課題を出すのは有意義な勉強手段であったわけですが、たとえば金利とGDPの関係について議論を整理して述べよ、と課題を出すとそれほどエクセレントな回答は出てこないとしても、きれいな回答がChatGPTにより出来てしまう。となると、学生にこの手のレポート課題を出すことは出来ないわけです。そういう意味では学校教育を今日明日にでも変えなければいけない時代になっています。

学生の勉強だけではなく、皆さんのお仕事や事務作業で、きれいな報告書をつくる、きれいな挨拶文をつくる、といったことがAIで簡単にできるわけです。プログラムも書けるということで、簡単なプログラムを書いている人は代替されてしまうのではないかとい

う議論も起きているわけです。AIはそれほどでもないと思っていたところに激震が走っている。人間のやるべき能力開発や仕事の中身に、大きなインパクトがあることが分かってきたわけです。

もちろんいろいろな課題もあるわけで、よく書けているのだけど時々嘘が混じっているとか、嘘かどうか分からないようなきれいな形で嘘が混じっているわけで、そのままでは使えなさそうだと。あるいは人間ならではの創造性豊かな、オリジナリティのあるレポートが書けるかということ、ChatGPTはネットにある情報をまとめるわけですから、ネットに集まっていない情報は使えないとか、課題があるわけですが、大きな変化は起きるだろうと考えられているわけです。ChatGPTのバージョンが上がるたびに驚きがあり、この講演の記録が会報に掲載されるころには、もしかすると随分古い話だと言われるかもしれない。

今AIの話だけ申し上げましたが、我々が経験しているのはAIの進展だけではなく、広い意味でのデジタル技術の発展なのだろうと考えます。今日の大会は、対面とオンラインのハイブリッドなわけですが、講演をオンラインで聞くことができるのは新型コロナウイルス感染症が拡大する前から技術的には出来たわけですが、実用化には至りませんでした。新型コロナウイルス感染症が拡大することで実用化するという社会の変革が起きて、技術導入が進んだわけです。

さきほど話にあがったweb3.0は、昨年の話題のワードであって、ChatGPTではなかったわけです。これが、NFT（Non-Fungible Token；代替不可能なトークン）、DAO（分散型自律組織）、DeFi（Decentralized

Finance：分散型金融）とかは、もはやどういった話であったか、思い出せない方もいらっしゃるかもしれませんが、大きな話題でした。このようなものが大きく社会を変えていくだろうと考えますが、これらは基本的にブロックチェーン技術を利用したものです。やはり、デジタル化、ブロックチェーン技術の発展、AIの進展、この辺が相まって大きな変化の流れになっているのは間違いない。物的に言えば自動運転技術の進展なども、大きな変革の結果として現れている。

ポイントは何かというと、変化のスピードが圧倒的に早い、ブームが過ぎることも含め、web3.0かと思っていたら、ChatGPTであった、また、来年は違うかもしれない。AIの進展も数か月ごとに違った様子を見せるわけです。この圧倒的な速さの技術の変化にどうビジネスをついていかせるのか。あるいは、日本経済全体がどう対応していくかが、今確実に問われているわけです。

2番目は、技術の変化はそうではあるのですけれども、やはり不確実性は高く、変化のスピードがどうなっていくかは予測がつかないわけです。例えば、金融業界の皆さんのお仕事にはやはりWeb3.0がインパクトを持つはずだし、あるいはこの対話型生成AIが大きなインパクトがあると予想できますけれどもそれがどんな形で社会に入ってくるのか、どんな形でどういうタイミングでインパクトを持ってくるのかという点に関しては非常に大きな不確実性があるので、対応がなかなか難しいわけです。技術のスピードが早いからまずは迅速な対応をしなければいけないのですが、対応した結果、その先がまた違った変化をすることになれば、前の対応を大きく方向修正、軌道修正をしていくことにも、取り

組まなければいけない時代になってきていると思います。

このような動きは、残念ながら日本の社会システムとあまり相性が良くないのです。日本の社会システムあるいは経済システムというのは基本的には、ゴールが明確でそこにいかに早く正確にたどり着くかというところに秀でてきたシステムだと言えます。

高度成長時代、あるいは戦後、例えばアメリカで自動車や家庭用電気機器ができていたときには、自国あるいは自社で何とか同じものがあるいはさらに優れたものが作れるようになりたいと思うわけです。ゴールが明確であって、ああいう自動車を作れるようになりたい、低コストで良いものを作るにはどうしたらいいか。その意味では方向性が決まっていとにかく目標に向かって脇目も振らずに突き進むということで、日本は成長して経済を回してきたわけです。ですから、例えば終身雇用制度も、結局方向性が決まっているから目標に必要な人材はわかっていて、その人たちに社内でトレーニングをして秀でた人になってほしい、長年かけて育て上げればいいということだったわけなのです。社会システムと終身雇用の仕組みと非常に相性が良かっただけでなく、長期的な取引関係とも相性が良くて長年そうした関係を作り上げてきた。熟練の技で良いものを作り上げることは長期的な経済取引関係も非常に相性が良かった。日本型の経済システムと言われるものは、このゴールが明確でキャッチアップをしていく時には非常に相性が良かったのですが、今申し上げたように変化が激しくて不確実性があり、右往左往しながら変化に対応していかなければならないとなると、まっすぐ進むというやり方では通用しなくなっているわけで

す。社会システムや経済のあり方をどのように変えていくかというのが今問われている時代なのだろうと思います。その典型的な話が、いわゆる規制であったり法改正であったりするわけです。

先ほど申し上げたようなゴールが決まっているようなキャッチアップ型の経済活動に関しては、日本の社会経済システムは非常に相性がいい仕組みでしたが、間違いのない法令の制定には時間かかるわけです。内容に間違いのないとなつてはじめて法律が施行されるまでに何年かかるとすれば、その間世の中は大きく変化してしまいます。AIの役割も変わるかもしれないし、社会の仕組みも変わるかもしれない、そういう早いスピードに実は法改正がついていかなくなっている課題があります。皆さんに直接関係することではありませんが、そういう意味でのやはり金融だけではなく幅広い意味での法律をどういう形で迅速に改正していくのかというのが今日本経済全体としては大きな課題です。レジュメに書きましたように今アジャイル性とかアジャイル・ガバナンスということをあちこちで言っているのですけれども、政府のガバナンスのあり方もアジャイル性が必要であり、進みながらゴールを変更していく、一度間違つた方向に進んだと思えば早めに元に戻って軌道修正をしていく。このようなことを政策あるいは法改正、規制緩和でもしっかり行っていないと、やはりこのスピードが速くて不確実性が高い時代にどうしても対応が遅れてしまうと考えられ、議論されています。

先ほどご来賓のご挨拶の中でお話がありました政策も、そういう土壌の中で、組み立てられているという風にお考えいただくべきなのだろうと思います。もちろん一朝一夕に対

応できるものではないので、皆さんのようにビジネスに携わる方々からすると、あんなこと言っているけれど、我々のビジネスに合うように規制が変わらないじゃないか、法律は変わらないじゃないかとお考えになっている方もいらっしゃるかと思いますけれども、やはり社会をそのように回していかなければいけない時代になってきていると思います。

その面では法律を改正する、規制を変えるというのは、何か政府が決めて金融庁が決めてあるいは総理が何かを決めてそれを実行していくということではなくて、むしろ民間の皆様方が積極的に提言をして方向性を示して、必要なチェックをした上で、それに追随して官が動いていくことが必要になっていると思います。

信託協会を始めとした皆様のご活動はその面でも非常に重要性があるところですよ。やはりこのアジャイル・ガバナンスの時に申し上げているポイントの1つはスピード感の必要性であります。官の側に情報が十分ない、制度を規制する側の官が情報劣位な状況もかなり起きています。民間のビジネスにおいて例えば技術革新が起こっているとすれば、その詳しい中身を官の側が把握するのは難しい。ビジネスの実態や技術がどのようになっているかのためにどのようなルールが必要なのか、どのような規制が必要なのかをしっかりと民の側から提言することが重要になっている時代だと思えます。

その上でこのような変革の時代においては、社会はどうしても不安に陥りがちです。我々人間には誰もですが現状維持バイアスが働きます。現状の方が安心だと。今の状況の方が安心で、変化をしていく、変えていく、動いていくことにはどうしても不安が大きく

なりがちです。その状況においてやはり変革を起こしていく、世の中を変えていくためにはその変化に対してしっかりとした安心・信頼を作っていくことが求められます。当然政策の側があるいは政府の側が、やはりこれは安心だと、この方向に行くことは正しいことであり、将来の発展につながることを示していくことが何よりも大事ですけれども、やはりその過程においてはしっかりとした安心を提供する器というものが必要になってくると思います。これはもう完全に釈迦に説法ですけれども、やはり信託という器が果たす役割は非常に大きなものがあると思います。冒頭申し上げたように日本の政策の中に信託が不可欠だと申し上げましたけれどもその根本的な理由はやはりこの信託という器の非常に優れている点、今の安心・信頼を提供できる器であるところに根指しているのだと思います。そういうところが進んでいくことによって、大きな技術革新の時代には100%安心がなくなるわけでも安心が確保できるわけでも当然ありません。けれども国民あるいは家計あるいは預金者や投資家が安心を実感できる上での信託の役割は非常に大きいものがある気がいたします。

より具体的に言えば、この技術革新の方向性を大きく動かしていくのは新規事業です。新規の革新的なビジネスがあつてこそ、技術革新が大きな役割を社会全体が果たしていくという意味では、スタートアップ企業をしっかりと支援するような役割を、信託が果たされようとしているのは大きなポイントです。

それからもう1つ、やはり新しいものをつくっていただくだけではなく、変化をさせていく必要があるという点では、経営の方向転換が企業の中でも必要になります。それはM&A

であったり事業再編であったりするわけです。事業再編などをしっかり促していく上では、細かいことは申し上げませんが、皆さんのご専門のように信託の器がその中にあることによって事業再編がスムーズに進む、安心してできる部分が大いだろうと思います。新規事業の発展あるいは事業再編の進展というビジネスにおいても、信託の果たす役割はこれからより一層高まっていくと考えている次第でございます。

技術革新の話は、デジタル化とかAIとか自動運転だとかいう話をすると特殊な産業だけに技術革新がおよぶとどうしても思われがちですけれども、これも一時期のキーワードになりましたDXに代表されるように、今の技術革新に合わせていく必要があるのは特定の産業だけではなくて全ての産業においてです。金融産業においても製造業においても伝統的な製造をやっているような中小企業であっても、あるいはそういう企業だからこそ大きな変革に対する対応が必要になってくるのでこれをしっかりとサポートしてこそ社会全体が安心して新しい方向に発展していけるわけで、その果たす役割はとても重要なのではないかと考える次第です。

2. 社会課題解決に向けて

先ほど金融担当副大臣からお話があつたように、日本政府としては特に新しい資本主義という中では、社会課題解決を経済のエンジンの一つとして進めて行くのだということが謳われているところです。社会課題解決という言葉でいうとかなり幅広いものがあるわけですが、すぐ思い浮かぶ話で言えばやはり環境問題、サステナビリティ、生物多様性

の確保のような話です。

このような話は、かつてある種の経済活動とのトレードオフというところで捉えられていて、経済か環境かというような対立をどう上手くバランスをよく取っていくかということが焦点でした。しかしながら今はまさにグリーントランスフォーメーションと言われてるように、この環境問題こそがあるいは環境問題の解決を考えることが企業の発展に寄与するし、あるいは経済成長にも寄与する。逆にいうとそこのイノベーションを起こしていくことによって経済も成長するしビジネスも成長するし、環境にもしっかり優しい持続可能性も守れるという win-win の関係を作れると思います。言い換えるとそういう技術革新をあるいはそういうビジネス革新を起こさない限りは両方もが上手くいかなくなるということで、まさに社会課題を解決していくことがある種のビジネスチャンスがあって、そこに投資をしていくことが企業の発展にもつながるという図式が、これは日本だけではなくて世界全体の大きな動きだと思います。そこに日本政府としてあるいは日本社会として日本経済として、どのように上手くビジネスをもっていくかが問われていると思います。

当然のことながらどんな投資であってもすべて社会課題にも解決するわけでもビジネスにも役立つわけではありません。社会課題の解決を考えてその上でそれをどうやってビジネスに結び付けていくか、どうやってビジネスに大きく広げていくかが、やはり今の大きな課題でありそこが上手く回っていくことがこれから求められています。この時に大事な事は民間の活動の重要性です。社会課題の解決というたとえば昔で言えば、公害であれば

公害を出さないようにする、コントロールするのは国の役割であり国がいろいろな規制をしっかりと作ればいい、国が税などを整備すればいい、このように考えられてきたわけです。しかし実は、国が全て社会課題を解決出来るわけではない、国が出来る事には限界があって、そういう意味ではここに民間の知恵が、民間のアイデアが圧倒的に必要とされている。だからこそそれが、ビジネスにも結び付くし成長にも結び付くわけです。社会課題の解決を民間の力でやっていくという事がやはり非常に重要なところなのだと思います。民間の創意工夫をしっかりと促す上での土台を作るとは政府がやる役割ですし、政府がしっかりとやっていく部分は当然あるのだと思いますが、主役は民間であり、民間がどうやってそれを回していくかということを考えていく必要があります。これをすこし専門的な言い方をすれば外部性の内部化という話です。その点では社会課題というのはある種の経済学でいうところの外部性です。それは通常は民間活動だけではそのままでは上手くいかないのですがこれを内部化することによって市場経済で処理することが出来る、民間が上手く処理することが出来るというポイントです。このような中でイノベーションを生み出すことを目指して最近では社会起業家と言われて人たちがかなり出てきています。会社を興す起業なのですがメインは社会課題の解決であると、ただ社会課題の解決をビジネスにして回していこうという社会起業家というものが増えていて政府の「新しい資本主義実現会議」の議論ではそういうところを支援していこうという話も出てきています。

それからもう一つは少子化対策です。これも政府の中でも非常に大きな課題ですけれど

も、これを社会課題と言っていいのかどうかはやや異論があるところなのかもしれませんが、われわれ日本社会が抱えている大きな課題であることには間違いがない。これを当然政府の政策で解決していく面はあるわけですが、これは政府だけでできる事ではなくて、民間の企業が民間のビジネスが、信託という器を使って皆さん方が、そこに対してなんらかの、全面的な解決でなくでも、解決のポイントを作っていくことは非常に重要なことだと思います。ですから社会的な課題を解決する民間主体をしっかりサポートする上で、信託の役割であったり、社会起業家の話であったり、今の少子化対策であったり、ある種の課題を設定して、その課題を先鋭的にある種の方向付けをして推し進めていくという意味での信託の役割は、重要なところがあると思います。私が申し上げるまでもないですが信託の特徴は安心、信頼の器であるという事、それから柔軟性があるという事です。この2つの派生形なのですが、私が大事だと思うことは、ある種の柔軟性があるからこそ一つの方向性のパッケージを作る事が出来る。これは、信託の大きな役割だと思います。そのパッケージが作れることによって、そういう方向性でこれからは事業を伸ばしていく必要があるのだな、このような方向性で課題を解決する必要があるのだなというところが周りに認知されるし、そういうパッケージが出来ることで政策的な支援も様々しやすくなっていくし、あるいは波及するビジネスもその方向性が出来ていく。そういう意味では社会的課題の解決は漠然としていて、それを具体的にどう解決していくか、どこをポイントにしていくかというのは人によって見方があるし、そういう意味では人によってくり方が

あるのだと思います。そのくり方を上手く作ることが、結局そこにみんなの視点が集まってみんなが動いていく大きなポイントになります。そこを上手く作っていくのは、実は信託という器の非常に大きな役割だし、非常に大きなメリットなのではないかと思っています。それを皆さんが先導していただくことによって、日本の社会課題解決という漠然とした課題がより具体化して方向付けられるのだと思います。その方向付けをしていくことがある意味で社会課題を解決していく非常に大きなエンジンになるし、繰り返しですが政策的なサポートもそこに乗っかりやすくなる。この器が無いと、パッケージがないと、政策的にもなかなかやりにくいわけですが、むしろ皆様が作っていただくことによってそういうものが動いていくというのがこれから期待される役割なのではないかと。どちらかという今までの流れでいうと政府側が何かを決めて、この枠組みと決めてそこで動いていく過程で信託が必要とされているということが多かったと思いますけれども、今日申し上げているように、むしろそこを皆さんが先導していただいて、新しい方向付けをしていただくことで、そこで政策が動いていくということが僭越ですが私としては非常に期待しているところでございます。

それから当然ですが機関投資家としての役割という意味では今まで以上にコーポレートガバナンスが非常に大きな 이슈になってきたここ10年ぐらいだからこそ、機関投資家の目線であるとか、機関投資家が何を評価するかというのは、社会課題の解決において大きな役割を果たすようになってきていると思います。これは人的資本の開示のところでもお話がありましたけれども、やはり非財務情

報の開示であるとか、政府全体としては人的投資が大事だと思っているから人的投資をしっかりと開示してくれ、人材をどういう風に活用しようとしているか開示してくれとこのような話になっています。では開示された情報で何を評価するのかという方向での、例えば人材開発を評価するのか、どういう方向での、たとえば無形資産を評価するのか、どういうところでの環境問題を評価するのかというのは、まさに機関投資家の皆様がたの判断です。そういう意味では具体的な方向付けと具体的な評価をするのはこれからの時代は機関投資家の皆様なのだ。機関投資家の皆様がある意味でその方向付けと評価をなさっていく方向になっていくのだと思いますので、社会課題の解決においても、あるいは人的資本だけではなくて幅広い無形資産を通じた企業の成長を促す上でも、皆様がたのご判断がますます重要になってきていると思う次第でございます。そういう意味では少し社会課題解決、それから技術革新の話と信託に期待する役割と少し混ぜてお話をしましたので、最後に少しまとめていくつかの信託に期待される役割についてお話をさせていただきたいと思います。

3. 信託への期待

信託への期待としては、今動いている政策の方向性を決めていくという意味での促進と技術革新において必要なスタートアップ支援、事業再編支援、この辺りをしっかりとやっていたくことは日本の経済政策にとって、

日本の経済の未来にとってとても重要な事だと思います。それから少子化対策、事業承継、この辺りも大きく経済を動かしていく上でなかなか特効薬がすぐあるわけではありませんが、皆様がたの取組みがこのようなところを動かしていく大きなエンジンになると期待しているところでございます。

それから、安心・安全という器の話でいくと方向転換、あるいはこれからの様々な変革、これはやはり「貯蓄から投資へ」をより安定的な資産運用をするところは家計からすれば重要なところであって、改めて申し上げるまでもありませんが、やはりその中での資産運用の安心の器としての信託というところは外せない大きなポイントだと思いますし、これが今の政策である、日本全体に求められている金融資産所得を増やす政策に結びついていくのだと思います。

それから、最後のポイントですが社会課題について評価をしていくということが信託という器だからこそできるという意味では先ほどのような特化パッケージ化することと、安心を提供するというところでは欠かせないと思っております、先ほどは申し損ねましたが公益信託のさらなる進展の具体化というあたりもこれからはとても大きなポイントになってくるのではないかとというふうに考えている次第です。

皆様方にはご承知のことばかりでむしろビジネスをやっていない素人が大変僥倖なことを申し上げましたがご参考になれば幸いです。