

ウィズコロナの時代の証券市場の課題



一橋大学大学院 客員教授

佐々木清隆

1. はじめに

コロナ禍が始まり既に2年近くになろうとしている。コロナ禍はコロナウイルス(COVID-19)に起因するものであり、筆者が経験した過去2回の金融危機(1990年代末の日本の金融危機、2008年のリーマンショック)と異なり銀行・証券会社の不良債権や不正取引、金融監督当局に問題があるわけではなく、金融機関、金融システムは健全であると考えている。むしろウィズコロナの時代の

新たな社会を構築する上で金融証券市場の役割が期待されている。またウィズコロナに対応した在宅勤務等の新たな生活様式やビジネスモデルがデジタル・トランスフォーメーション(DX)をさらに加速させており、金融証券市場も例外ではない。さらにコロナ禍に伴いESGの要素、中でも脱炭素等のE(環境)と健康、安心、人権等の「人」に着目したS(社会)の重要性が高くなっており、それに貢献する金融証券市場の役割としてのサステナブルファイナンスの議論も急速に進展している。ウィズコロナの2022年において証券市場はこれらの3つの課題に直面するとともにその課題の解決において重要な役割を期待されている。

目次

1. はじめに
2. 金融証券市場を取り巻く環境変化
3. DXへの対応：5Ds
4. コロナショックとウィズコロナの時代への対応
5. 終わりに：「両利きの金融行政」

2. 金融証券市場を取り巻く環境変化

金融庁の前身である金融監督庁が1998年に

設立されて以降現在に至るまでの金融証券市場を取り巻く環境は以下の4つのフェーズに分けて考えることができる。

**(1) フェーズ1 (1998年～2008年) :
日本の金融危機への対応**

1997年秋以降深刻化した日本の金融危機への対応とその後の金融システムの健全化の時期である。商業銀行を中心とする不良債権問題に対応するため1998年に設立された金融監督庁は厳格な検査監督を実施し、その過程で金融機関の破綻、金融機関の統合等が進んだ。この時期の金融行政を麻生前副総理・金融担当大臣はよく「金融処分庁」と言われた。その後2000年代半ばに金融危機が収束したのに代わり、金融仲介機能の重要性、特に人口の少子高齢化が進む国内経済を支える上での金融の役割が重視されるようになった。

**(2) フェーズ2 (2008年～2018年) :
グローバル金融危機後の対応**

2008年のリーマンブラザーズの破綻に端を発する国際金融危機は日本の金融危機と異なり投資銀行のデリバティブ商品が原因であり金融機関相互間のリスクの波及を通じ世界的に大きな影響を生じた。金融危機に対応するための国際的な連携の強化が図られG-SIFIsに対する監督カレッジなどの枠組みが整備された。合わせて金融監督における3つの防衛ライン (3 Lines of Defense) の考え方が導入されたほか、金融機関のガバナンス

を重視する傾向も強くなった。また危機対応の上での世界的な金融緩和に伴い低金利傾向が長期化し金融機関の収益を取り巻く環境が厳しくなったのもこの時期である。

**(3) フェーズ3 (2018年～現在) :
DXへの対応**

金融分野でのDXは既に2010年代は半ばから進展していたと思うが、ここでは便宜的に筆者が関与した仮想通貨 (暗号資産) に対する規制が導入 (2017年4月) され仮想通貨交換業者からの仮想通貨の流出が相次ぎ、いわゆる「仮想通貨バブル」が崩壊した2018年を起点にしている。後述する通りデジタル化は従来のIT化とは異なるインパクトを金融にもたらしており、既存の金融機関のビジネスモデルの見直し、新しい非金融のプレーヤーによる金融サービスの提供が増加している。

**(4) フェーズ4 (2020年～現在) :
ウイズコロナの時代への対応**

金融デジタル化の進展の中で2020年初頭からのコロナ禍、それに伴う都市のロックダウンや緊急事態宣言等により経済活動に大きな影響を与えている。足元日本においてはコロナ感染拡大が落ち着いているが既に新種のオミクロン株が海外で拡大しており我が国に対する影響も懸念されている。このような実体経済の変動が金融証券市場にも大きな影響を与えており市場のボラティリティの上昇、一部資産価格の上昇等のコロナバブルの懸念も

ある。他方コロナ禍以前から認識されていたサステナビリティに対する関心、特に気候変動の問題に対する世界的な対応とそのための金融証券市場への期待が高まっている。

フェーズ3とフェーズ4は同時進行しており、またコロナ禍がDXを加速していることもあり両者は相互関連しているともいえるが、コロナ禍はDXを超える多方面でのインパクトを持つと考えており、その意味であえてフェーズ4として分けて考えることとした。

■ 3. DXへの対応：5Ds

DXについては様々な定義や観点があるが、筆者はDXのポイントは5つのDにあると整理している。すなわち①Dataの利活用、②ブロックチェーンのようなネットワークのDecentralization（分散化）、③金融サービスの提供者のDiversification（多様化）、④金融サービスの利用者が主導権を持つDemocratization（民主化）、⑤既存の金融機関及び当局にとってのDisruption（創造的破壊）である。

(1) Dataの利活用

DXの肝はデータの利活用にある。Big data分析、クラウドコンピューティング、AI（人工知能）等のデータ処理のイノベーションにより大量のデータ分析が可能になりデータの価値が爆発的に高まった。従来は氏

名、住所、生年月日等の情報は「守るべきもの」とされたが、現在では利用者の取引記録、そこから分析される嗜好や信用力等のデータは「活用できるもの」と変化している。特に金融取引のデータと他のデータ（商流、物流等）との相互活用により新しいサービスを利用者に提供することの価値が重視されている。

(2) Decentralization（分散化）

従来の金融システムは、政府、中央銀行、証券取引所、決済機関等から構成される中央集権的（centralized）な仕組みであるのに対し、DXの進展によりブロックチェーン等中央の管理者が不在で管理機能は参加者に分散（decentralized）した仕組みが生まれている。またコロナ禍によりリモートワークや本社とは別のサテライトオフィスの設置等物理的にも分散化が進んでいる。

(3) Diversification（多様化）

従来の金融システムは免許制等で認められた伝統的な金融機関が中心のプレーヤーである閉じられた（closed）システムであるのに対し、DXにより非金融のプレーヤーが金融分野に参入するとともにオープンバンキングなど既存の金融プレーヤーと新規非金融プレーヤーの協業が進むなど、金融サービスの提供者の多様化（diversification）が進んでいる。

(4) Democratization (民主化)

従来の金融システムは金融機関や金融サービスの提供者中心、サプライサイド重視でありいわゆるB to CでBが優位の仕組みであったが、DXの進展はインターネットの発展と同様、利用者・顧客が主導権を獲得し、スマホ等の顧客とのタッチポイントやcustomer experience (CX) が重視されるCが優位の仕組みに転換しており、金融市場・サービスの民主化 (democratization) が進んでいる。

(5) Disruption (創造的破壊)

DXの進展、特に非金融の新たなプレーヤーの参入と上記のような4つのDの加速により、既存の金融のプレーヤーのビジネスモデルがdisruptされるリスクがある。例えば銀行業はBaaS (Banking as a Service) と呼ばれるようなコモディティ化することも既に始まっている。

またDXの進展は従来のような中央集権的な金融システムの中での限られたサービス提供者に対する業規制をベースにした金融規制当局にとってもdisruptionである。例えば仮想通貨 (暗号資産) 交換業者は2017年4月以降資金決済法に基づく金融庁の規制監督の対象とされたが、暗号資産は資金決済手段というよりは投資対象として利用されその後金融商品取引法の対象ともされた。このように規制を構築しても規制の対象外に拡大する金融商品・サービスはこれまでも珍しくないが、DXによりその傾向はさらに強まっている。

またDXに伴う金融サービスは即クロス・ボーダーであり、日本だけでなく規制のグローバルな連携が不可欠であるが、仮想通貨 (暗号資産) の分野でも実現には程遠い。さらに規制の執行、監督の上での当局のITシステム (Supervisory Technology : SupTech) や人材も課題である。

■ 4. コロナショックとウィズコロナの時代への対応

(1) DXの加速；COVIDX

コロナ禍により我が国が直面する課題が改めて明確になったが、その一つがデジタル化の遅れである。各種給付金の支給の上での紙ベースでの行政対応、リモートワークに対応するためのインフラが整わず「在宅勤務」ならぬ「自宅待機」を余儀なくされた事例等が問題となった。官民挙げてDXの加速の必要性が叫ばれ、2021年9月にはデジタル庁が設立された。DXはコロナ禍以前から始まっていたが、コロナ化がDXを加速した点で筆者はCOVID-19とDXを掛け合わせてCOVIDXと呼んでいる。

ただDXについての誤解もまだまだ少なくない。DXとは紙をデータに置き換えること (これは「デジタイゼーション」と呼ばれる) ではなく、デジタルを活用して新たなビジネスモデルを構築すること、社会に新たな価値を提供することがポイントである。様々な社会課題を解決するための「手段」としての

DXであり、DXそのものが自己目的化することは避ける必要がある。

この点は金融分野のDXについても同様であり、令和2年事務年度の金融庁金融行政方針（2020年8月）「コロナと戦い、コロナ後の新しい社会を築く」では、「金融機関を含む事業者は、単に従来の業務のやり方をデジタルに置き換えるのではなく、デジタル技術により新たな形で利用者のニーズを満たし、社会的課題を解決し付加価値を創出するという発想が求められる。」とされ、「社会課題の解決に向けた利用者ニーズへの対応のためのDX」という考え方が明確に示されている。

デジタル化の遅れが認識され、デジタル庁が設立されたこともあり、金融機関においてもDXに向けた検討が加速しているが、その前提として各金融機関のパーパス（存在意義）を踏まえて目指すべき社会課題の解決を明確化し、そこに向けた持続可能なビジネスモデルを構築するための「手段」としてのDXという発想が重要と考える。

このようにDXの加速が必要であることは明らかであるが、同時にDXに伴う新たなリスクにも配慮することも重要である。例えばDXの中で進むクラウドコンピューティングの利用等に伴う第三者への業務委託については、従来の外部委託と異なり委託する金融機関よりも受託するクラウドサービス提供者が優位に立つ傾向が強まり、金融機関としての委託先管理が困難な状況が生まれている。またDXの進展によりデータの価値が高まっ

ていることからサイバー攻撃のリスクと攻撃を受けた場合の被害もより深刻化している。伝統的なシステミック・リスクが金融機関の信用リスクや流動性リスクに端を発するものであるのに対し、DX下ではサイバー攻撃や金融機関のITシステム障害がシステミック・リスクの引き金になる可能性が高い。特に近年の米中摩擦などの地政学的リスクや経済安全保障の議論の高まりからも、このようなDXに伴うリスクへの対応が重要になっている。金融機関として危機時においても社会を支える最低限の業務を継続して提供するためのオペレーショナル・レジリエンス（強靱性）が求められるとともに、そのためのデジタル・ガバナンスの構築が金融機関の経営陣・取締役会に必要となっている。

（2）コロナバブルの懸念

最近の金融市場や資産価格のボラティリティの上昇を見ていると、リーマンショック前に持っていた「気持ち悪さ」を感じている。特に仮想通貨（暗号資産）ビットコインは2020年春以降急上昇し6万ドル台の最高値を付けた後乱高下を繰り返している。2017年4月以降資金決済法の対象とし仮想通貨交換業者の登録、検査監督を担当した経験からは、同年秋からビットコインが2万ドルまで高騰した後に業者からの仮想通貨の流出問題等で仮想通貨バブルが崩壊したことを思い出す。当時も有名タレントによるテレビCMや電車内吊り広告が派手に行われたが、最近もテレ

ビCM等が増加しているのは視聴者の過半を占める高齢者を狙っているのかと疑う。去る6月末英国FCAが暗号資産業者Binanceに対する警告を出したが同社に対しては金融庁が既に2018年3月に無登録業者としての警告を出している。現在暗号資産を巡って起きている現象は日本での仮想通貨バブル崩壊前後の状況と似ている。

またブロックチェーン技術を利用したNFT (Non-fungible token) によりデジタルアートの作品が高値で取引されている。このような新たな手法を「ニューノーマル、ニューパラダイムであり時代は変わった」とのフレーズも過去の危機前にはよく聞いた。

このような懸念を2021年初から持っていたところへ英国でのGreensill Capitalの破綻に続き米国Archegos Capital Managementとの取引でグローバルな金融機関が巨額の損を計上した。数々の危機に金融当局の立場で対応した経験からコロナバブルで市場参加者のモラルハザードが生じている可能性が懸念される。

またSDGs washing, ESG washingのリスクも懸念される。リーマンショック後の株価の下落によりいわゆる「ハコ企業」が太陽光・風力・バイオマス発電のストーリーで第三者割当増資等を頻発した「不公正ファイナンス」やグリーンにかこつけた詐欺まがいの投資商品が横行したことも思い出す。

金融庁の「2021事務年度金融行政方針」ではコロナ禍を乗り越えるための金融仲介機能

の発揮を引き続き重視しながらも、信用リスクや市場リスク等の顕在化についても注意を促しているが、小生としては2点追記したい。

一つはコロナ禍前からの非財務リスクの重要性の高まりである。例えばいわゆるコンダクトリスクのように法令等のルール違反ではないが顧客、市場の公正性、金融機関のレピュテーションに影響するようリスクへの対応である。後述する気候変動リスクへの対応等数年前には金融とは関係ないと思われていた事象が金融機関経営上のリスクに発展する例は今後ますます増加する可能性がある。またそれとは対照的なルールベースのリスクであるAML/CFT (マネーロンダリング、テロ資金供与対策) のリスクについては先般公表されたFATF (Financial Action Task Force) の対日審査報告書で指摘された問題 (例えば金融機関による継続的な顧客モニタリング等) への対応に加え、米中摩擦等地政学的リスクの増大、米軍撤退後のアフガニスタン情勢の再混迷に伴う国際的なテロのリスクの高まりが懸念され、AML/CFT対応のさらなる高度化が必要になる可能性がある。

2点目は、リスク相互間の連関 (例えば金融機関のAML/CFT規制違反に伴う巨額の制裁金が流動性リスクの顕在化につながる等) がDXの進展によりさらに複雑化し、リスクが顕在化する事象・トリガーが金融監督当局のカバーしていない分野から発生する可能性がある点である (例えばサプライチェーンの一工場でのサイバー攻撃等が金融システ

ムに伝播する等)。

(3) サステナブルファイナンス

サステナビリティに関してはコロナ禍以前から国連SDGsやESGに関して金融行政上も議論がされてきているが、2020年秋に菅政権(当時)が脱炭素の方針を打ち出したこと、またコロナ禍を通じて「人」の要素の重要性が高くなったことを背景にさらに議論が加速するとともに、金融の役割についても検討が本格化している。去る6月には金融庁サステナブルファイナンス有識者会議報告書が公表されたが、筆者はそのポイントを以下の通り整理している。

- サステナブルファイナンスは、持続可能な経済社会システムの構築の上で重要な要素であるESGの分野に民間資金を動員するものであり、そのための市場メカニズムに基づく金融機能(資本市場を通じた直接金融、銀行融資を通じた間接金融その他)を発揮するもの。そのためには金融機関や金融資本市場の主要プレーヤー(機関投資家、個人投資家、アセット・マネジャー・オーナー、証券取引所、ESG評価・データ提供機関等)が期待される役割を適切に果たすことが必要。
- このような民間資金の動員のためには、ESGに取り組む上場企業等各当事者がその取り組みやサステナビリティに関する情報を適切に開示し、投資家、金融機関等の投融資の提供者との間で建設的な対

話を行うことが重要。

- このようなサステナブルファイナンスにおける金融機関等のプレーヤーの役割は非常に大きく、サステナビリティに関する収益機会とリスクの視点をビジネス戦略やリスク管理に織り込むことにより、投融資先のESGへの取り組みを支援しサステナブルな経済社会の構築に貢献するとともに、金融機関としての適切なリスク管理態勢の構築を図ることが適当。

以上のような本報告書の提言は、金融機能のpurpose(存在意義)・mission(使命)が「持続可能な経済社会システム」の構築への貢献であること、そのために金融機関としては「持続可能なビジネスモデル」を構築する必要があることを明示している。

既に金融機関においてはサステナビリティの観点を盛り込んだ新たな商品やビジネスの開発、そのための新たな組織の立ち上げ等の対応が進んでいるが、サステナブルファイナンスに対応する上での金融機関・証券会社の「目利き力」が一層重要になっていると考える。

金融の分野では「目利き力」という言葉は先に述べた日本の金融危機への対応(フェーズ1)の中で批判された「貸し渋り・貸しはがし」に代わり、企業等の事業性を評価して担保・保証等に依存しない融資、特に中小企業金融との関連で使われることが多い。またIPO関連の証券会社の引受審査も「目利き力」と言えよう。サステナブルファイナンスにお

いても金融機関・証券会社等の「目利き力」が重要であるが、それは従来の中小企業金融等の「目利き力」と異なる可能性がある。

まずサステナブルファイナンスの対象となるE（環境）、S（社会）の技術やプロジェクトを評価することは従来の融資審査、引受審査以上に難しい。脱炭素の新たな技術の評価や社会的課題解決の上での有効性をどのように評価するのかについての基準や手法の構築も未確立である。また脱炭素の動きのように国際社会の期待も動きが激しい。従来の目利き力以上に様々な専門的な知見や内外環境変化に対する感度が重要になってくる。金融機関・証券会社の内部の人材だけでなく、様々な外部のステークホルダーとの対話が従来以上に必要とされる。

■ 5. 終わりに：「両利きの金融行政」

サステナブルファイナンスの議論はこうのように金融機関にとって非常にインパクトが大きいとともに、金融行政に対しても大きな変革を迫ると言える。まず金融サービスを提供する業者を起点とした「業者行政」だけでなく、金融サービスそのものあるいは金融機能に着目した「機能行政」の分野の重要性が増している。サステナブルファイナンスへの対応は2017年以降の金融行政改革の基本的考え方である「金融（機関）処分庁」から「金融（機能）育成庁」への転換がまさに問われる

分野である。

また、今回のサステナブルファイナンスの議論の中では、既にコーポレート・ガバナンス改革で先行するGの部分と別にとすると、気候変動対応のEを優先することとされている。気候変動の分野では金融庁としてもTCFD開示や金融監督上の対応を行ってきただけではあるが、むしろ環境省が近年気候変動を含む環境金融の分野で中心的な活動を展開してきており、それに開示や金融機関監督を所管する金融庁、産業政策を所管する経済産業省等が連携する形で進んでいる。他方、サステナビリティの中でもコロナ禍を契機に認識された「人」を中心とするSの分野は、健康、医療、雇用、食料、住宅、人権、教育、地域等非常に幅広く、関連する省庁も厚労省、農水省、国交省、法務省、文科省、総務省、自治体等と多岐にわたる。またSの分野はEの分野に比べても民間金融・資金を市場メカニズムで動員するというよりは財政、補助金、公的金融に依存する傾向が強い。本報告書とは別に金融庁はソーシャルボンドガイドラインの策定にも取り組んでおり、今後サステナブルファイナンスの重要分野のSにおける民間金融機能の発揮を促すためにSを所管する各省庁の業務に「金融機能の横串」を入れる必要があるが、これを金融庁がどのように担っていくのかが注目される。

金融行政の課題は、コロナ禍を通じて①足元のコロナバブルのリスクへの対応、②DXの加速と新たなリスクへの対応、③サステナ

ビリティの議論への対応と多岐にわたり、そのための手法も伝統的な「業者行政」に加え「金融機能の育成」を重視し金融庁が所管する業者以外の分野の政策課題にも「金融機能の横串」を刺すことが求められている。企業経営の分野ではイノベーションのために、既存事業の深化と新規事業の探索の「両利きの経営」の重要性が指摘される。金融行政にお

いても既存事業の深化（金融機関の検査監督等業者行政等）と新規事業（サステナブルファイナンス等の金融機能の育成）の「両利きの金融行政」が求められている。証券市場においてもこのような金融行政の課題を踏まえた機能発揮が期待される。

