

## Withコロナの時代の資本市場の課題

佐々木 清隆

一橋大学大学院ビジネススクールの客員教授をしております佐々木と申します。

今日は、一昨年金融庁を退官して、個別の細かい話は私も情報がございませんが、最近の一橋でのいろいろな研究会であるとか、ほかの活動を通じて認識していることをお話しさせていただきたいと思います。

本題に入る前に、最初に「以下の数字・文字は何でしょうか？」という事で二つ質問がございます。

Q1は、「九八、〇八、一八、二〇」。

Q2は、「NPL、CDO、BTC、COVID」です。最初の数字はいかがでしょうか。

Q1の回答は、金融危機が発生した年、西暦です。

一九九八年は日本の金融危機。二〇〇八年はリーマンショック。

二〇一八年は、金融危機とまではいかなかったですが、仮想通貨のバブルが崩壊した年です。金融危機は十年ごとに繰り返すというのが私の経験則です。二〇一六、七ごろから、次はいつ来るんだろうと思っていたら、二〇一八年一月二十六

日、コインチェックという会社の仮想通貨が大量に流出して大問題になりました。これは金融システムの危機というところまでは至っていません。

二〇二〇年は言うまでもなく、昨年来のコロナショックです。現状まだ金融システムの危機にはなっていませんが、私の今までの経験からすると、今の証券市場を含めて金融市場をグローバルに見て気持ち悪いと思っています。

一八は金融システムの危機ではなかったですし、二〇はコロナショックではありますが、この次が、二一なのか二二なのか二三なのか、それは皆さんのほうがよくご存じかもしれません。今のコロナ対応のための財政・金融の出勤が続く限り大丈夫なのかもしれませんし、一方で、コロナが収束するのは非常に望ましいことですが、コロナが収束して財政・金融が引き締めになると、それがトリガーになるのではないかという見方もあ

ります。いずれにしろ、次の数字が何になるのかというのが私は非常に気になっています。

Q2は、それぞれの危機の原因で、NPL (Non-Performing Loan) は、不良債権です。二〇〇八年のリーマンショックの原因は、いろいろありますが、CDO (Collateralized Debt Obligation)、証券化商品です。二〇〇八年の仮想通貨、その代表がBTC (ビットコイン) です。そして、二〇二〇年のコロナショックはCOVID 19 (新型コロナウイルス) です。

今日の話のポイントとしては、金融・資本市場を取り巻く環境と金融行政の変化です。これを簡単に振り返りたいと思います。

その上で、今回のコロナが一つのエポックメイキングな時代の区切りになる可能性があると思います。まだ総括するには早いかもしれませんが、少なくともこの一年間を見ていて、Before コロナ

ナ、ちょうど一年前の金融の状況とWithコロナの時代、今の課題がどんどん変わってきていると思います。

BeforeコロナとAfterコロナ、Withコロナということでお話をさせていただきたいと思いません。

## 一、金融・資本市場を取り巻く環境と金融規制・監督の変化

私は、金融庁を退官して、一橋の授業をするに当たっている頭の整理をしている中で、大きく三つのフェーズに分けています。

日本の金融危機のさなか、一九九八年の金融監督庁発足からリーマンショックまでを第1フェーズとしています。

第1フェーズの金融危機は日本の問題で、ある

意味古典的な商業銀行の問題と言えると思います。

その後、リーマンショック（二〇〇八年）が世の中を変えたと思います。言うまでもなく日本の金融危機以上のグローバルな影響、グローバル金融危機になったわけです。フェーズ3をどこに持つてくるかというのは、いろいろ考え方があると思いますが、先ほど申し上げた仮想通貨に代表されるようなデジタル化の一つのエポックメイキングな事件としてのコインチェック、仮想通貨バブルの崩壊ということで二〇一八年から現在までを考えています。デジタル化の進展、特に従来の金融とは違うプレーヤーがどんどんふえてきています。

ここまでが去年考えていたフェーズ3ですが、昨年来のコロナの対応が次のフェーズになるのかもしれない。とりあえずはこのフェーズ3の延

長線で With コロナの対応ということでも三つのフェーズでお話したいと思います。

まず、一つ目のフェーズについてです。これは二十年以上前の商業銀行の不良債権の問題で、日本国内の問題でした。これがきっかけとなり、金融庁の前身の金融監督庁が設立されます。当時、厳格なルールベースでの検査、特に金融検査マニュアルに基づく厳しい検査・監督が行われました。金融処分行と呼ばれる時代のことです。

ちなみに、先週金曜日に、金融庁のウェブにオラル・ヒストリーが公表されております。まさにこの時代のことが生々しく載っておりますので、ぜひごらんいただければと思います。

続いて、フェーズ2のリーマンショック、グローバル金融危機は、市場型危機とよく言われます。投資銀行発の問題で、しかも世界中に波及しました。これがきっかけで新しい規制、国際連携の

枠組みが強化されます。いわゆる監督カレッジ、日本の三メガバンクも対象になっていきますが、こういったものもつくられたわけです。その後の監督・検査においては、現在でも主流になっていきます三つの防衛線 (3 lines of defense)、あるいはガバナンスを重視する考え方が定着します。

フェーズ3は、二〇一八年がいいのかどうかということはありませんが、私の個人的な経験では、コインチェックの仮想通貨の流出に代表される仮想通貨バブルの崩壊、その背景としてのデジタル化が今の金融にとって大きな課題になっていると思います。これが現在まで続いているということです。このデジタル化、特に課題なのは、従来の金融のプレーヤーとは違う新しいプレーヤーが非金融の分野からどんどん参入してくることで

す。  
これが既存の金融機関、金融規制当局にとって

disruption、破壊的な威力を持っているというこ  
とです。これはコロナ前からそうですが、昨年来  
のコロナショックで、このデジタル化がさらに加  
速する今の流れにあります。これがさらに、金融  
規制あるいは金融市場に大きな影響を与えてくる  
と思います。ここからフェーズ4とするのかど  
うかは、もう少し考えてもいいかもしれませんが、  
いずれにしろ現状はそういう状況だというこ  
とです。

以上、フェーズ1、フェーズ2、フェーズ3と  
経て、現状をごくごく簡単にまとめますと、金融  
機関あるいは資本市場のプレーヤーのビジネスモ  
デルの持続可能性の上で大きな課題が四つあると  
思います。

まず、少子高齢化と国内市場の縮小。二番目  
が、低金利環境の長期化と低収益。これは、コロ  
ナショックでさらに続くことになっています。三

番目が、この数年のデジタルライゼーションの進展  
とdisruption。ここまでがコロナ前の話で、四番  
目にコロナショック。コロナショックがどうい  
う影響を与えるのかということをこの後申し上げた  
と思います。

## 二、Beforeコロナにおける リスクと課題

続いて、コロナ前の金融市場あるいは証券市場  
の課題についてお話ししたいと思います。

私は、金融規制当局の立場でビジネスよりもリ  
スク管理、コンプライアンス、ガバナンスとい  
たところを経験したことから、リスク管理、いわ  
ゆる二線（セカンドラインディフェンス）、三線  
（サードラインディフェンス、内部監査）、そして  
ガバナンスの問題について特にお話ししたいと思います

います。

まず、リスク管理です。二十年前の金融危機のときに比べると、日本の金融機関はみずからの損失になるリスク、典型的には信用リスクあるいは流動性リスク、市場リスク、こういった数値化できるリスクについては、リスク管理が相当進展してきていると思います。また、さまざまなモデルなども構築されてきていると思います。

こういったみずからの損失につながるリスク、この中には健全性に係るリスク以外にも、巨額の制裁金や罰金を伴うような法令違反があります。こういったものに対する感度もこの二十年の間に相当高くなってきていると思います。

他方、直ちにみずからの損失にならないリスクあるいは数値計量化できないようなリスクについては、そもそもリスクとしての認識がまだ足りない。あるいは認識されていないものがあると思います。

ます。

実は金融機関だけではなく、事業法人、あるいは会計監査の世界も含めて、数値化できないものこそリスクがあるというのが今の大きな問題だと思っています。その典型が今回のコロナパンデミックではないかと思っています。

こうしたみずからの損失にならないような数値化できないリスクは、これが顕在化すると、ビジネスモデルの持続可能性、企業の存続にも影響するぐらいの破壊的な威力を持っています。

健全性、財務関連のリスクは、今申し上げたとおりですが、特性としては定量的で計量可能なモデルが作られ、ストレステストが行われる。こういった分野は、金融庁も含めて金融機関もかなり対応が進んでいると思います。

一方で、課題なのは、計量化されないリスク、典型的にはコンプライアンスの分野だと思いま

す。カテゴリーとしてはいろいろな呼び方があります。従来では、オペレーショナル・リスクという言葉です。単なる事務不備やシステム障害、こういうことをオペレーショナル・リスクと呼んでいましたが、今はこのオペレーショナル・リスクの範囲が定義も含めて相当広がってきていると思います。

それから、法務リスク（リーガルリスク）、コンプライアンス、さらにはレピュテーション、後で説明するコンダクト・リスクと言われる問題も含めて、計量化できない分野のリスクが今課題であると思っています。

さらに加えて、新しいリスク、課題が出てきています。例えばESG、SDGs、気候変動リスクや、私が金融庁にいたときに、コンプライアンスリスク管理のディスカッションペーパーを出した中で触れていますが、コンダクト・リスクと言

われる問題、あるいは戦略リスク等、定義自体がまだはつきりしないようなリスクの分野があります。こういったリスクに共通するのは、そもそもこれが本来にリスクなのかというリスクとしての認識の段階からまだ課題があると思います。したがって、従来のリスク管理の枠組み、例えばストレストテストであるとか、計量化ができない、こういう従来のリスク管理の外にある、あるいは管理手法が未確立、こういった分野がどんどん広がってきていると思います。

このようにこの二十年間にフェーズ1、フェーズ2、フェーズ3と来て、その間にリスク管理、コンプライアンスは進展してきていますが、その中でも、あるいはその外縁部分で新しい分野が広がってきているというのが現状ではないかと思えます。

さらに、リスク相互間の関連が非常に高くなっ

てきていると思います。いろいろな例がありますが、例えば法令違反、典型的には、アメリカなどでマネーロンダリング規制に違反したとなると、日本と比べものにはならないぐらいの巨額の制裁金、罰金を受けます。これが金融機関によって、流動性リスクの顕在化、その他リスクの顕在化につながって、経営不安になる。こういうパターンもあります。

このようにリスクの相互間の関連が非常に強くなってきていることから、個別のリスクを個別に管理するだけではなく、統合的にリスク管理 (enterprise risk management) し、その上で全社的あるいはグループ全体のガバナンスが重要だということになってきています。

先ほど申し上げたコンダクト・リスクについて少し触れますと、コンプライアンスのさらに外にあるような話かもしれませんが、従来コンプライ

アンスといえますと、典型的には、銀行法あるいは金商法を含めた業法違反です。今は法令違反の範囲が広がり、例えば独占禁止法あるいは個人情報保護法が金融機関には非常に問題になるわけです。ここで言うコンダクト・リスクというのは、そもそも法令には違反していない、業法にも違反していないし、ほかの法令にも違反していない。しかし、金融機関の行動によっていろいろリスクになるケースとして三つ、国際的によく言われる分野があります。

一つは、利用者の保護に影響が出る。例えば証券会社が金商法に準じて全く問題のない合法的な商品を合法的に販売したとしても、利用者の使い方などによっては影響が出るケース。ここまで証券会社の法的な責任を問うのかという議論は当然ありますが、ただ、法的な責任ということではなく、証券会社としてのビジネスモデルあるいはエ



シックスとしてどうかという議論があるわけです。利用者保護に影響するケースです。

二番目は、法令違反ではないけれども、市場の透明性・公正性に悪影響を及ぼすケースです。

三番目は、金融機関のレピュテーションに影響を与えるようなケースです。これがよく言われる三つの類型です。

いずれにしても、コンダクト・リスクというのは法令違反、さらにはコンプライアンスの外にあるこの分野は、時代時代の世の中の期待水準によっても変わってくるのだらうと思います。

その一つの事例が顧客本位の業務運営の原則かなど私は思っています。つくられたのが二〇一七年で、これをさらに一部もう少しルール化しようという動きが現在ありますが、顧客本位の業務運営の原則をつくるきっかけになったのは、証券界でいいますと、投資信託の回転売買、保険会社の

変額保険などの問題です。時期でいうと、二〇一三年、一四年ごろだったと思います。

当時金融庁の検査局の審議官として、この顧客本位の業務運営の議論の最初のころを担当していました。金融機関の実態を調べるのは当然大事ですが、あわせて、別の業界の方から顧客本位というのはどういうことか、実態を随分ヒアリングしました。自動車メーカー、化粧品メーカー、特にBtoCのコンシューマーに近いビジネスをやっておられる業界にお邪魔して、それぞれの会社の顧客本位、顧客への取り組みを伺いました。

この議論を始めたころ、私を含めて私の下にいたチームは、顧客本位というのはつきりコンプライアンスだと思っていました。金商法も含めて、顧客適合性原則あるいは顧客に対する説明義務なり、ルール化されている部分が当然あるわけです。したがって、私も、リスク管理、コンプラ

イアンスの問題と認識していました。

ところが、あるとき複数の事業法人から言われたんです。「こういうことを今金融庁ではやっていて、金融機関の顧客本位の取り組みを促すために事業法人にいろいろヒアリングをしています」と申し上げたら、何社かの方から「金融機関は、金融庁から顧客本位にやれと言われないとやらないんですか。うちは顧客本位というのは当たり前なんです」ということをまず言われました。

次に、我々は先ほど申し上げたとおり、リスク管理、コンプライアンスの発想で議論していた。そうしたら、事業法人の方から「顧客本位というのはビジネスそのものです。リスク管理部署とか、品質管理部署は別にあります。例えば、商品に異物が入っていないかとか、ちゃんとチェックする部署があります。顧客本位というのはビジネスそのものです」と言われ、その発言を聞いた後

に、私のチーム全員で「目からうろこだね」と。本当にそうです。

最初のころは、顧客本位の業務運営というのをコンプライアンスの問題と考えていたわけですが、これは事業そのものである、ビジネスモデルそのものであるという発想に変わって、では、それをどうするか。ビジネスそのものをビジネスモデルに落とし込むためには、従来のような金商法を含めて法令のルールにするのでは結局ルールが形骸化して、またコンプラ疲れが増すだけです。そこで、ルールではなくプリンシプルにしようということになったのが、この二〇一七年の原則です。

もちろんプリンシプルと言いながら、この中には既存の金商法なりのルールになっている部分が増り込まれています。発想は、コンプライアンスではなくビジネスモデルそのものに落とし込

む。そのためには、各金融機関、証券会社の経営陣にここをどのように考えていただくかという形でプリンシプルにしたところです。

これなどは、先ほどのコンダクト・リスクを含めてほとんど外縁部が広くなってきたというこの典型かと思えます。

このプリンシプルが出た後に、私はモニタリングを担当することになりました。顧客本位というのはお客様を見て仕事してくださいという発想なわけですが、これを金融庁が言うのと、どうしても金融庁を見て仕事をされてしまうという傾向があったと思います。

この問題を簡単に言うと、顧客本位VS金融庁本位と。顧客本位と言いながら、従来は、どうしてもルールベース化していて、コンプライアンスというのが、極端な言い方をすると金融庁の検査の対応ということだったと思います。

ただ、その背景として金融庁自身の検査・監督にも問題がある。こういうことで二〇一七年以降、金融庁の改革もあわせて進めてきているところです。

私自身、二〇一七、一八年、総括審議官、検査局を廃止してできた総合政策局の局長をさせていただきましたが、率直に申し上げて、これは多分終わりが無いと思います。この改革がいつ終わ리ということではなく、金融庁自身も、まだまだ新しい課題がどんどん出てきますし、民間のほうも、従来の検査対応中心のコンプライアンス・マインドセットを変える上でもまだ時間がかかるのかなと思っています。

以上がコロナ以前の話で、コロナがあってもなくてもこの問題はしばらく続くだろうと思います。

### 三、With コロナにおける金融・資本市場の役割

次に、昨年来のコロナが新しい課題を生んでいると思います。その中の金融・資本市場の役割ということでお話をさせていただきます。

昨年来のコロナショックは、金融発ではないわけです。原因はコロナウイルスで、コロナウイルスの直接のリスクは人の命と健康です。人の命と健康へのリスクを減らすために、隔離したり、人の接触を削減したり、緊急事態宣言、ロックダウンといったことが行われてきているわけです。

こうしたコロナを食いとめるためにいろいろな施策がとられ、それが実体経済に影響を与えて、それが金融市場にも影響を与えます。表面的には、経済指標で、例えば失業率が高まるとか、G

DPが落ち込むとか、リーマンショックあるいは日本の金融危機と似ている部分もあるかもしれませんが、原因が違うわけです。過去二回の金融危機は金融発であったわけですが、今回はコロナ発、それが実体経済に影響し、それが金融市場に影響する。リスクの根本原因も違いますし、波及経路も違います。

こうしたコロナショックに対する対応策としては、コロナウイルスをいかに抑え込むかということですから、現在取り組んでいる薬とワクチンがまず一番でありますし、新しい生活スタイルへの適応ということになります。

過去二回の金融危機のときは金融発であったわけですが、したがって、過去二回はいずれも金融規制を強化する、もう一つは失敗した当局を改組するということで日本の場合は金融監督庁ができましたし、イギリスにおいても、当時のFSAが今の

P R A、F C Aに分割され、ほかの国でも同じような問題が起きているわけです。

ただ、今回は原因がコロナウイルスですから、金融規制を強化しても、あるいは当局を解体しても仕方がないわけです。処方箋も対応策も、コロナショックの場合には違うということだと思いません。

コロナからの教訓というには、一年ではまだ早いかも知れませんが、これもよく言われていることかと思いますが、大きく二つあると思います。一つは従来からあった問題が顕在化した。従来からあったけれども、気がつかなかった問題がコロナによって明確化されたということと、コロナに伴う新しい課題の大きく二つがあると思います。

一つ目の従来からの課題は、例えばデジタル化の遅れが明確になったということがありますし、従来からあった格差がさらに拡大している。いろ

いろな意味での格差があります。貧富の格差もそうですし、あるいは教育においても、対面での教育ができないことに伴う教育の機会の格差もあります。このように従来からあった問題が顕在化したというのが一つと、新たな課題、特にニューノーマルへの対応という大きく二つがあると思います。

従来からあった課題の一つとしてのデジタル化の遅れ、Digital Transformation (DX)ということですが、このDXをさらに加速する必要があるというのは日本に限らず世界共通だと思えます。

Withコロナの時代のニューノーマル、非対面・非接触に対応したビジネスモデルあるいはITシステム、在宅勤務、働き方、こういったニューノーマルにどう対応するか。この上でDXのさらなる加速が必要だというのは、今、世界共

通の理解だと思えます。もともとコロナと関係ないときからこの数年DXが世界中進んでいるわけですが、さらにDXを加速する必要がある。

これは私が勝手につくった言葉ですが、「COVID」と「DX」を掛け合わせて「COVID X」と言っています。この「COVID X」が必須ではないかということです。

さらに、コロナの影響でリモートワークも、オフィスも、住環境もそうですし、いろいろな変化が生じてきております。こういう中で、金融機関に限らず、あらゆる企業、プレーヤーが、従来のビジネスモデルを再検討するということが今必要になってきています。

それぞれの業界、それぞれの地域によってビジネスモデルの見直しの観点は違うのかもしれませんが、共通している一つの視点は、「人の重視」ということではないかと私は思っています。なぜ

かという点、コロナウイルスのリスクが、人の命と健康であるので、人を基点に考えるということが今回のコロナでさらに強まるのではないかと。自社の従業員、顧客、取引先、地域、その他ステークホルダー全体を重視するという考え方が強くなっていると思います。

これもたまたまかもしれませんが、思い起こしますと、コロナ前の二〇一九年の夏にアメリカで、ビジネス・ラウンドテーブルという、日本の経団連に相当するような組織が従来のシェアホルダー（株主）中心主義から、マルチステークホルダー重視のコーポレートガバナンスということを打ち出しました。

それから、昨年の二月のダボス会議でも、今のようなマルチステークホルダー、こういう考え方があったわけですが、それがさらにコロナによって、人を重視する、マルチステークホルダーを重

視するという考え方が今加速していると思います。  
す。

これを具体的に、証券界にもいろいろ関係しますESGとの関係で申し上げますと、人の重視ということではSocial・SocietyのS、これが非常に重要だと思います。SDGsとの関連で申し上げますと、Sustainability(持続可能性)。去年の六月ごろにいろいろ考えていて、SocialとSustainabilityはすぐ思いついたのですが、こういう場合大体三つにしたほうがよいので、三つ目のSを何にしようかなと考えました。当時はアメリカ大統領選挙前でしたが、社会の分断に対して、当時のバイデン大統領候補もunitedということをよく言っていました。unitedだとSにならないので、意図的にSolidarityとしようことにしました。  
いずれにしても、三つのS「Social」Sustainability、Solidarityの三つが重要ではないか、ビ

ジネスモデルを考える上でのキーワードになるのではないかと思います。

これをESGとの関係で申し上げますと、Beforeコロナは、コーポレート・ガバナンス・コードの策定を含めてGが一番進んだと思います。次に、Eの分野で、特にヨーロッパ中心に進んできていると思います。SのSocialというのは、コロナ前は、日本においては人権、男女平等、ダイバーシティ、こういう観点だったと思います。

私は、金融庁の総括審議官だったときにSDGsの仕事に関与いたしました。当時既に環境省、経産省を含め、政府全体でSDGsに取り組み、日証協も当時始められていましたが、この中でも、Sってあまり関係ないよね、Sは法務省だよね、厚労省だよねという発想が金融庁には蔓延しておりました。

コロナになって、人を重視する。その中でも健

康、安全、雇用、地域、教育あるいは、インフラや食料、いろいろなものが入ってきてますが、Sが真つ先に重要になってきているのが今だと思いません。

それとあわせてE、気候変動の問題、環境問題です。この話は去年の六月、七月ぐらいからしていましたが、菅政権になって、ご承知のとおり、デジタルと並んでグリーン（脱炭素）が重要施策になっていきますが、日本においても、今このEの重要性が相当上がってきていると思います。ヨーロッパにおいてはこの点はどんどん進んでいきます。アメリカもバイデン政権になって方針が変わったということです。

Sがトップに来て、次がE。Gは重要ではないということではなく、中身が、先ほど申し上げたマルチステークホルダー、今のSとEの重要性の変化を踏まえて、Gのステークホルダーがより拡

大するという変化が今起きているということではないかと思えます。

これは金融機関に限った話ではありませんが、こうしたWithコロナにおける金融・資本市場の役割は非常に大きいと思います。それは、過去二回の金融危機と異なり、今回は金融発の危機ではありません。コロナ発であり、金融システムは現状は健全です。また、リーマンショックのときと違うのはリーマンショックの後、この十年余りの間に金融デジタル化によって金融のプレイヤー、金融サービスの提供者が非金融の参加者も含めて非常にふえており、金融機能を提供する厚みが増しているということです。

このように、現状は、金融システムは健全で、こういう中で金融・資本市場に対する期待があります。例えば、昨年の今ごろからの中小企業への支援であるとか、さまざまな社会課題の解決への



貢献が金融・資本市場に期待されているということだと思えます。

私も過去二回の金融危機を経験し、例えば外資系の金融機関あるいは日本の金融機関の方と話していても、二十年前の日本の金融危機のときには、当時の大蔵省、金融機関・銀行も相当たたかれたわけです。それからリーマンショックのときも投資銀行の幹部あるいは当局はたたかれたわけですが、今回は幸いにしてそういう状況にはなっていないわけです。むしろ金融に対する期待が強いのが現状だと思えます。

こうした社会課題の解決あるいは利用者ニーズ、人ということに着目したビジネスモデルが望まれているところだと思えます。

昨年八月末に出されています金融行政方針でも、同じようなことが書いてありまして、金融デジタルライゼーションの関連の部分で、コロナ後の

顧客ニーズに応える金融サービスとあります。単に従来の業務のやり方をデジタルに置きかえるのではなくて、デジタル技術によって新しい形で利用者ニーズを満たす、それによって社会的課題を解決する、これが望まれているということです。

ここで利用者ニーズあるいは顧客ニーズという言葉が出てきますが、これは先ほど申し上げた顧客本位という言葉とは私は違うと思っています。顧客本位以上にもっと広いと思います。顧客本位の業務運営というのは、どちらかというと個人顧客を想定しています。投信あるいは保険の契約者といった個人顧客を前提にした顧客本位の業務運営ということですが、ここで言っている顧客ニーズあるいは利用者ニーズというのはそういう個人の投信の購入者や保険の契約者にとどまらず、中小企業あるいは地域、病院、学校、とにかく金融の機能のサービス、便益を受ける利用者全

体を含めた概念だと思っています。これは先ほど申し上げたS (Social) という発想と共通だと私は思っています。顧客ニーズというとしても個人顧客という印象が出てまいります、こうした利用者ニーズ、さらには社会的課題の解決につながるものが今金融に期待されていると思います。

私も二十何年金融庁で仕事をしていて思いましたが、こんなに金融が期待されるというのは本当にありがたいことだなと。昔は何やっているんだという話ばかりが多かったです、これは本当に期待されていると思います。

先ほどESGということで申し上げましたが、サステナブルファイナンスの話で若干懸念を申し上げておきたいと思っています。

サステナブルファイナンスという言葉は証券界でもよく使われると思いますし、今金融庁でも年明けからサステナブルファイナンスに関する有識

者会合というのが始まっております。その定義はいろいろありますが、簡単に言うと、ESGに貢献する金融・資本市場の役割ということだと思えます。

このサステナブルファイナンスの対象として、グリーン、ソーシャル、ガバナンス、この三つに貢献すると今申し上げましたが、従来、サステナブルファイナンスという言葉では言っていないかもしれませんが、Gの分野では、例えば投資家が投資先の企業のガバナンスを重視するというように、既に金融の枠組みの中でGがビルトインされるようになってきていると思います。

ただ、このESG全体に貢献するサステナブルファイナンスの議論が今急速に進展している中で、いろいろな整理の仕方があると思いますが、私は三つの視点でいつも申し上げています。

一つは、ESGの課題解決です。ESGの課題

解決といったときに各論でいうといろいろありま  
すが、ESGの課題解決に資するファイナンス、  
簡単に言うと、おカネをそこに回すということで  
す。それが直接金融なのか、間接金融なのかある  
いは海外からなのか、ファンドからなのか。ツー  
ルはいろいろあると思いますが、とにかく社会課  
題の解決、その中でもESGの課題の解決に資す  
るファイナンス、おカネをいかにモビライズする  
か。これが一番の大きな視点だと思います。

二つ目は、今のようにおカネを回すためには、  
回す先、投資先のプロジェクト、企業、特に上場  
企業の開示が必要となります。この上場企業と  
いったときに金融機関自身も入るわけですが、各  
プレーヤーの開示の観点があります。これは具体  
的には、気候変動、グリーンのEの分野ではTC  
FDの開示ということで今進んできています。

三つ目は、金融機関固有の話になります。金融

機関がそこで投資、融資、いろいろな形で関係し  
ていくわけですが、その上でのリスク管理という  
発想。大きく三つの分野があると私は思っていま  
す。

ESGそれぞれについて、簡単に触れますと、  
まずGの分野は、繰り返しになりますが、コーポ  
レート・ガバナンス・コード、それからスチュ  
ワードシップ・コードが策定、改訂され、これに  
よって各ステークホルダーからのプレッシャーが  
上場企業に対して強まっています。それが株主な  
のか、ファンドなのか、いずれにせよ、広い意味  
での金融マーケット、金融・資本市場の中で、上  
場企業に対してGが進むような形でいろいろプ  
レッシャーが強くなっています。

こうした中で、狭い意味での直接金融なり間接  
金融ということでは、金融機関自身もこのコード  
に対応しなくてはいけないということもあります

し、その一つの事例は持ち合い株式の解消であったり、金融機関自身として融資先、投資先との関係で、どうやってGに関与するか、Gを進めるためにおカネをいかに回すか、そのために開示をするか、金融機関がいかにリスク管理するか。Gの分野ではそれなりに進んできていると思います。

次にEの分野ですが、Eの分野ではグローバルに見ると欧州が非常にイニシアティブをとって進んでいます。EUがこのグリーンに対するアクションプランをいろいろ出しています。

金融監督という世界で見ますと、気候変動リスクについて、英国、オランダなどは既にリスク管理の枠組みに入れてきています。これは非常に大きな話で、私も金融庁にいたときに、SDGsの問題に続いて気候変動の問題を議論していました。

気候変動の問題は今ではリスクとして認識され

ているわけですが、私がこの話を初めて聞きましてのは、二〇一二、三年ごろでした。現在OEC D事務次長の河野正道さんが国際会議から戻ってこられて、庁内の幹部会で、気候変動の問題をこれからFSBで議論すると発言されたことを記憶しています。多分TCFDの議論が始まる前の話だったと思います。

その時、私は、気候変動の問題と金融がどう関係するんだ、全然関係ないじゃないかと、当時は本当に思いました。それがその後、TCFD開示にもなりましたし、今ヨーロッパでは、金融監督上のリスクとして、例えば信用リスク、マーケットリスク、そのドライバーとしての気候変動リスクが認識されています。

私が検査局にいたときですから、二〇一四〜二〇一五年ごろに気候変動のリスクを実際に認識したのは、ある地銀の方から、地銀の融資している

漁協への融資がこげついている。海水温が上がって、とれる魚がとれない。それで漁業関係者が債務不履行になっているという話を聞いたときです。気候変動の問題が金融の世界では信用リスクという形で顕在化しているわけです。

このように私も含めて七、八年前までは気候変動と金融がどう関係するんだろうと思っていたわけですが、あつという間にヨーロッパでは、この気候変動リスクを信用リスクあるいはマーケットリスクと同じようなリスクの枠組みとして特出しして、ストレステストの対象にするとか、資本チャージを求める。こういう議論になってきています。

Eの分野で、グリーンにおカネを回すという仕事は誰がやっているのかというと、金融庁はやっていませんでした。やってきたのは環境省です。

環境省が三、四年前からグリーン・ファナンスの

議論のために、日証協や金融界を巻き込んで審議会をつくり、そこに金融庁も経産省もオプザーバーで出ていました。私もみずから反省いたしましたが、これは環境省の話だろうと思っていました。グリーンにおカネを回すのは環境省が音頭をとる、これはよかったと思います。ただ、環境省ができるのはあくまでもグリーンの技術とかグリーンにいかにおカネを回すかという話です。実は金融機関の監督上の話は全く残っているんです。

つまり、先ほど申し上げた三つのうち、グリーンにおカネを回す、これは環境省がやっています。グリーンの関係の開示も金融庁開示課を中心に、経産省、環境省、TCFDの開示をこの数年やってきています。

しかし、金融監督上、気候変動リスクにどう対応するのか。これは金融庁しかできません。環境

省はあくまでも環境におカネを回すために音頭をとっているわけで、金融機関を監督するためにやっているわけではない。ただ、ヨーロッパでもそうですが、このグリーンの話、Sの話も私は共通だと思いますが、おカネをいかに回すかというマクロ的な話と開示の話、金融監督の話の三つが一緒にならないとだめなんです。

ところが、Eの分野では金融監督上の取り組みが実は遅れています。これが先ほど申し上げた私ができる前一年間、SDGsの問題の後に、気候変動の問題はちよつとまずいぞと。ヨーロッパはもう資本賦課、ストレステストを行っていました。当時、アメリカはトランプ大統領でグリーン反対だと言われていましたが、実は二〇一七、八年に、私がFSBなどの会議で、ニューヨーク連銀や金融監督の人たちに会々と、グリーンは大事だ、気候変動はリスクだと言っています。もちろん

大統領との関係で大っぴらにはなかなか言いませんが、例えばニューヨーク連銀総裁も言っていましたし、サンフランシスコになると、なおさらそういう感じでした。

このように、気候変動の問題は当時から認識をして議論を始めていましたが、正直言つてなかなか進んでいませんでした。この部分が今完全に抜けています。サステナブルファイナンス有識者会合というのが金融庁で立ち上がっていますが、いろいろお聞きしていると、今の議論の中心はグリーンです。

ただ、個人的に思うのは、グリーンの議論はもう環境省がさんざんやっている。例えば日証協、証券界も関係されている、ICMAが出しているグリーンボンドの原則は環境省も出しています。ソーシャルボンドのガイダンスも環境省が出しています。金融庁のサステナブルファイナンス有識

者会合は何をやるのか。環境省がやったことと同じことをやってもしょうがないと思います。残っているのは、私は金融監督上このグリーンをどう扱うのか、気候変動リスクをどう扱うのかという部分が一番大きいだろうと思いますが、そこは今後どうなるのかちょっとわかりません。

Eの分野以上に手つかずになっているのは、Sの分野だと思います。コロナでSの重要性が高まったわけですが、Sといったときに、ICMAのガイドランスなどを見てみると、Eに比べてSの範囲は非常に広いです。例えば、健康、医療、それ以外に住居、地域、雇用、安全、教育、地域、インフラ、食料と多様です。これは何が大変かというところ、役所的に言うところ、グリーン・ファイナンスは環境省が中心になれるわけです。環境省を中心にそこに経産省、金融庁あるいは総務省、自治体が入るといって、枠組みで私は進みますが、

Sの分野は、厚労省、国交省、文科省、農水省と多岐にわたる。多岐にわたるし、こう言っては失礼ですが、こういう役所は金融のことはわからないわけです。

このSの課題の解決の上で金融の役割が大きくなってきていると私は思いますし、既にそういう動きが国際的にも出ていると思います。従来の日本の発想でいうと、Sという分野は、財政でいう、公的金融でしょう、こういう発想が強いと思いますが、財政赤字を抱える今はそうではありません。いかにプライベートなマーケットのおカネを流すか。そうでないとサステイナブルにならないということだと思います。

したがって、いかにこのSの課題解決の上で金融、特に民間ファイナンスが機能を発揮するのか。これも私が聞いているところでは、日証協などからもソーシヤルボンドの問題提起が金融庁に

されたりしています。これは非常にいいことだと思いますが、ソーシャルボンド、ボンドのガイダンスをつくること以上に、Sの上でのファイナンスの役割はとて大きいと思います。では、これを誰がやるのか。

Eの分野は環境省が音頭をとってやっていただいて私はよかったですと思いますが、この分野を金融庁が音頭をとれるのかというと、相当大変なのではないかと私は思います。ただ、金融行政の変化でいいますと、私自身金融庁の改革を担当したときに、これは麻生大臣の言葉で、金融処分庁から金融育成庁へということ 키워ワードにしています。そのときに金融処分庁というのは、正確に言うと、金融機関処分庁です。金融育成庁というのは、メディアの方に組織改革の話をしたときに、「金融育成庁というのはまた金融機関を保護するんですか」と言うので、「いや違う。金融育成庁

の育成の対象は金融機能である」と。金融機能を提供するのが従来の銀行なのか、新しいプレーヤーなのか、そこは問わないというのが金融育成庁の発想です。

従来の金融庁のビジネスモデルは、業者行政のビジネスモデルです。もちろんそこに、証券取引等監視委員会を含めて市場行政という部分はありますが、基本的には業者行政の部分です。今求められているのは、そういうレベルではなく、もっと広い金融機能をどうするのかということだと思います。

この点を金融庁は気がついていないわけではなく、気がついていない分野はあります。それは何かというと、地域金融です。地域金融の分野は、地域創生の中での金融の役割、そこで地銀の監督も大事ですし、それ以外の自治体であるとか地域との連携を進めるということで、地域金融について



は、金融庁が経産省、自治体、いろいろなところと連携してやっているわけです。ある意味、地域金融という切り口で横断的な横串を入れる、こういう仕事はやっています。地域創生というのほまさにS（ソーシヤル）の分野だと私は思います。

そういう前例はありますが、健康や医療は、厚生省、金融教育は文科省で、これらは多少それに近い話かもしれません。いずれにしても、金融行政にとつてこれは物すごい課題です。デジタルにどう対応するかも課題ですが、Sにどう対応するか。Eの分野よりも、ある意味Sだと私は思っています。外国の人と話をしていると、彼らは、もうEの分野は終わったと言っています。これからまだ監査基準、会計基準の統一が残っています。Eの分野はいろいろなスタンダードができて、ヨーロッパはあとやるかやらないかだけという状況です。やっていない日本やほかの国が

フォロワーで遅いというだけです。

次は何かというところSです。その中でも特に人です。TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）ではなくて、今一つ議論されているのは、task force on Human resource-related financial disclosuresです。人権や人に関連するもので、これをヨーロッパは次のビジネスモデル、国際基準づくりの柱にしようとしています。これができる日本がまた出遅れるということにならないためにもSの分野に早く取り組む必要があるというのが私の今日のお話でございます。金融の役割というのはこういうことでも非常に大きいのではないかと思っております。

予定した時間が来ましたので、ここで私からのお話は終わらせていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

○増井理事長 今後の金融に突きつけられた課題を大変わかりやすくご説明いただきまして、ありがとうございます。せっかくなので、御質問などございますでしょうか。

○質問者A ESGということに関しては、それがひとり歩きしてしまつて、経営陣や担当者が、「よし、ESGを企業理念として表明しよう。新商品、新サービスに」ということがあつて、中身が伴っていない。グリーンウォッシュやSDG Sウォッシュに続いて、最近ではESGウォッシュという言葉もできつつあるというか、認知されつつあるという状況だと思えます。私は経営陣ではありませんが、企業風土の醸成、社内周知に何かよい方法はないだろうか、単に研修だけ行つても、果たして伝わるのかと思つています。何かよい方法があれば教えていただければと思います。

○佐々木 非常に重要な点で、先ほどお話ししようと思つていてできなかった点のご質問として、お答えさせていただきます。

まず、ESGウォッシュというお話がありました。「なんっちゃってESG」というものですね。これを私は非常に懸念しています。今のマーケットの環境でいっても、リーマンショック前の感覚を思い出して非常に気持ち悪いと思つています。その一つがESGで、ESGというところにかく売れる、株価が上がるみたいな感じもあるわけです。

ご存じのとおり、ESGについては、会計基準も監査基準も何も基準がないわけです。TCFDもボランティアなディスクロージャーでしかないわけです。これがどうなるかというと、私の勝手な経験則で言うと、今のコロナが収束するタイミングで財政・金融がタイトニングするタイミング

があるかもしれませんが、どこかでクラッシュが来ると思います。クラッシュが来たときに大きな被害が出る、その一つの分野がESG絡みのいろいろな不正ではないかと思っています。

思い起こすと、リーマンショックのときに、格付会社が批判され、その後、格付会社は、アメリカでも日本でも規制の対象になったわけです。その後、ESGの中でGが進みました。その関係で今批判されているのは議決権行使助言会社です。既にアメリカではSECが一定の枠組みに入れていますし、日本も規制ということではないですが、スチュワードシップ・コードなどに議決権行使助言会社を入れていきます。

その流れでいくと、今はESGブームです。今は基準がそもそもなく、これからつくろうという段階です。そうすると、どこかでクラッシュが来たときに、ESG絡みの債券を発行していた企業

や商品に投資していた投資銀行もたたかれると思います。あわせてESGレーティング、格付会社とかいろいろなところが勝手格付みたいなことをやっているわけです。これが絶対批判をされると思います。そのときに、規制の対象にしろということになると思います。

今はどちらかというとESGが大事です。ESGを進めるためにいかに職員に理解してもらうか。企業の風土をどう変えるか。あるいはビジネスモデルをどう変えるか。こういうことが大事なので、数年後にクラッシュして規制の対象になりますというような先取りし過ぎの話をすると、萎縮効果が大きいので、これは忘れていただいて結構だと思っています。

ご質問ということですが、先ほどの顧客本位の業務運営と少し似ていますが、これはコンプライアンスではありません。ビジネスモデルそのもの

のです。もちろん民間企業がやるわけですから、ボランテアやCSRでもないわけです。しっかりと収益を上げなくてはいけない。収益を上げないとサステイナブルではないわけです。

先ほどの顧客本位の業務運営の方針と同じように、これをビジネスモデルにいかん落とし込むか。そこから考える必要があります。何か基準ができて、それにコンプライする、あるいはレーティングを上げるため、格付を上げるため、こういう発想になってはだめです。それぞれ会社のミッションやパーパスが何なのか、存在意義は何かということと真剣に考えて、そこにいかにESGの要素を入れていくかということではないかなと思います。

○質問者B 金融育成庁というお話がありました。これは金融機能を育成するんだということ、なるほどと思うわけですが、我々業者の立場

からしますと、業者は非常に厳しく規制されてきています。片や、機能育成ということで新しいものが入って、その規制がパラレルではないときに、非常に苦しいことになります。そういった観点から業者に対する今ある規制に対して、金融庁として少し闊達にされていかれる考えはあるのでしょうか。

○佐々木 これも非常に重要なご質問だと思います。

取引所そのものに関連するお答えにはならないと思いますが、先ほど申し上げた金融機能を育成する。その金融機能は何のためにあるのか。そのパーパスは最終的には社会経済、国民経済の持続的成長であるとか、国民の富の増大である。そういうゴール、パーパス、ミッションを実現する上でツールとして規制があったり、監督があったりするということです。したがって、今地域金融に

ついで特に議論されている点との関連で言いますと、金融機関が地域に貢献するための機能を発揮する。その上で今の銀行法やいろいろな法制が制約になっている。では、これを見直しましょうというところが今の国会に提案されている銀行法の改正の考え方です。したがって、金融機能の提供者は従来の銀行や証券会社に限らないわけですが、一方で、規制の対象になっていないプレーヤーが提供する類似の機能と比べたときに、既存のプレーヤーに対する規制が非常に厳しい場合には、それを緩和しましょうという発想は金融庁として持っていますし、現にそういう方向にあると思います。

最終的に、例えば取引所であれば、仲介は何のためにやっているのか。世の中に資本市場を通じておカネが回って、それが最終的に経済の成長、国民の富の増大につながる。そこから考えていっ

たときに、今の規制でポトルネットになっているところ、あるいは他のプレーヤーとの関係で、競争上過剰な規制になっているという部分は見直すというのが、今の金融庁の考え方だと私は思います。

○増井理事長 先ほど佐々木さんが「今気持ち悪いね」とおっしゃっていましたが、気持ち悪いというのは、金融・財政政策が非常に緩んでいて、今は何でもありになってきて、資本市場は、価格機能が低下しているのではないかと思います。価格機能が低下している中で、金融機関が闘うのは相当大変なことだと思います。その中で、規制を緩和することになると、もちろんやり方は非常に慎重にされるとは思いますが、また何か起こる可能性があるわけです。金融機関からすると、そもそも肝心の価格機能を低下させておいて、ビジネスモデルとか何とか言われてもできな

いと思うのではないか。その辺はどのように考えたらよろしいでしょうか。

○佐々木 なかなか難しいご質問だと思います。まず、気持ち悪いなという感覚との関係で言うと、その一端を当局の規制緩和ということが助長しているところはあるのだろうと思います。ただ、他方で、先ほど申し上げた、最終的に何をゴールにするのか、そこから考えたときに、これは必要な規制緩和であり、逆に規制が必要なのかもしれません。

今、規律が緩んでいる感じは私もあります。その規律をどうやって確保するかといったときに、まず金融市場のプレーヤーそのものが対応する必要があると思いますが、今の価格発見機能というところでいうと、リスクが数値化されない部分があるわけです。数字に出てこないとか、数字に出てきて高過ぎるのではないかという発想もあります

が、数字とは別に気持ち悪いなという、その定性的というか、先ほどの非財務情報なり、そういう部分の感覚というのは金融機関の方もお持ちの方もいらっしやると思うし、持っていたく必要があると思います。

当局からすると、そういう感覚をもっと持つべきだと私は思っています。というのは、当局の一つの強みは、いろいろな会社を見れることです。深くは無理かもしれませんが、横断的に見ていて、ちょっとこれは変だなという感覚を持てるんだと思います。

私が入りに経験したことは何回もあります。仮想通貨のバブルが破裂した二〇一八年、その前の二〇一七年のころから、当時、証券等取引監視委員会事務局長で、仮想通貨担当ではないですが、仮想通貨のビットコインが十万円を超えて話題になっていました。その話をいろいろなマー

ケットの方と話していて、ビットコインが十数万円を超え、これ大変ですよ。今は六万ドルですから、隔世の感がありますが、十万円を超えて、違和感を覚えました。私は何のことかと思っただけで、ほとんど上がっていく。これは株でいうと、相場操縦じゃないのか、インサイダーはどうなっているのか。その感覚です。それから実際に登録審査を担当したときに、いろいろな業者と会って、「規制をするために規制しているのではなくて、健全に育ってほしいからこういう規制を入れていくから、ちゃんとやってね」ということを言ったわけですが、話をしていてわかってないという感じを受けました。それが肌感覚でわかりました。

その後どんどん価格が上がっていった、当時二百万を超えるぐらい、あのころから派手なコマースシャルが始まって、これはいけない。その前か

ら個別に登録審査をしている段階で、全然わかっていない。こんな通貨は、マネーロンダリングのリスクがあるから扱うな、どうなんだと言っても全然議論にならない。これはまずいと思っただけで、コインチェックの問題が起きる前に、年末から年が明けたら、幾つかの仮想通貨の会社を登録前ですが検査しようということも考えていました。

そのときの感覚は、価格の上昇が余りにも激しかったのですが、実際の当事者と話をしている、これはまずいなど。あるいはその周辺部に出てくる派手なコマースシャルとか、変な会社、変なグループがどんどん入ってくるのが当局というのはわかるんです。わからないといけないと思います。そうすると、ちょっと警鐘を鳴らす必要があるのではないかなと。今がそうかどうかというのは私もわかりませんが、今までの経験で言うところとちよつと気持ち悪い感じは個人的にはしていま

す。

○増井理事長　そろそろ時間でございますので、今日の資本市場を考える会を終わらせていただきます。

今日は、大変わかりやすくご説明をいただきました。して、どうもありがとうございました。（拍手）

（ささき　きよたか・一橋大学大学院経営管理  
研究科客員教授）

（本稿は、令和三年三月一八日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）



佐々木 清 隆 氏

略 歴

一橋大学大学院経営管理研究科客員教授

1983年東京大学法学部卒、大蔵省（現財務省）入省。金融庁証券取引等監視委員会事務局長、公認会計士・監査審査会事務局長、総括審議官を経て2019年7月に総合政策局長を最後に金融庁を退官するまでの間、20年以上にわたり金融行政に従事。特に、銀行検査監督、証券市場監視、監査法人検査、コーポレートガバナンス等専門的な経験を積む。