

# 金融分野における複層構造 について

金融分野における最近の動きを眺めていると、多くの領域において、中核的（コア）な金融サービス・機能とそれに上乗せ（オーバーレイ）される金融サービス・機能との複層構造が存在していることに気付かされる。とかく上乗せ部分ばかりに関心が集まりがちになるが、両者がうまく組み合わせられることによってはじめて全体としてのネットワークやシステムが機能するということが忘れられてはならない。

まず、FinTech 事業の展開をみてみよう。例えば、決済の分野では、最近、〇〇ペイといったキャッシュレス決済手段が多く使われている。ここでは、キャッシュレス決済手段を用いて消費者 A から店舗 B へ支払いが行われた場合、その裏では、A の取引銀行 A' と B の取引銀行 B' との間で資金の決済が行われることになる。つまり、キャッシュレス決済というオーバーレイ・サービスは、コア・サービスである銀行間の決済の仕組みがあってはじめて成立する。

ここで、両方を的確にリンクさせて、全体として利便性の高い決済システムを実現していくためには、いくつかの課題の克服が重要となる。その一つは、コストと収益のミスマッチの克服である。先ほどの例で、銀行間の決済というコア・サービスの運営にはシステムの維持・開発などに多大なコストがかかる一方で、顧客との直接の接点を保ち、決済サービス以外のサービス展開なども含め

て幅広い収益機会を獲得するのは、多くの場合、オーバーレイ・サービスであるキャッシュレス決済手段の提供者ということになる。その際、コア・サービスにかかるコストが単純にオーバーレイ・サービスに転嫁されてしまうと、オーバーレイ・サービスの展開は困難になり顧客の利便性が阻害されてしまうが、一方で、オーバーレイ・サービスからの応分のコスト負担がなければ、コア・サービスの維持・改善は困難になる。そうなれば、コア・サービスの質の低下を招き、オーバーレイ・サービスを含めた全体のサービスが行き詰まることとなりかねない。両者の連携による、適切な収益分配のメカニズムの構築が求められる。また、時間のミスマッチの克服も重要な課題となる。オーバーレイ・サービス展開の動きがきわめてスピーディーである一方で、コア・サービスの展開には、そのコストの大きさやシステムの堅牢性などを背景に、相応の時間を要することが多い。最新の情報技術を取り込んでシステム全体の改善をタイムリーに図っていくため、関係者においてシステム全体に目配りをした総合的な青写真が策定され、それに沿ってコア・サービスなどの整備が計画的に進められていくことが期待される。

同様のコアとオーバーレイの構造は、証券市場回りでもみて取れる。最近、サステナビリティに関する情報などの非財務情報の開示をめぐる議論がさかんである。とりわけ気候変動をめぐる開示

については、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）やISSB（国際サステナビリティ基準審議会）などの動向を踏まえて、国内においても金融商品取引法などに基づく開示の制度化が進んでいる。

こうした開示の充実が環境・社会課題の解決にプラスのアウトカムをもたらすためには、多くの投資家においてこれらの情報が的確に分析され、企業がもたらす外部経済・不経済が企業評価に適切に内部化されていくことが重要になる。こうした企業評価が一般化して市場の価格形成に反映されるようになれば、もともと外部経済・不経済の影響が超長期のものであったとしても現在の株価に即時に反映されることとなり、企業も株価を意識してサステナビリティに関する活動を強化し、サステナビリティの問題が解決に近づく、というメカニズムが働くことになる。

今後、運用機関をはじめ金融資本市場の各参加者においては、サステナビリティ情報を読み解く専門性の強化が求められるようになっていくものと考えられるが、非財務情報に基づくオーバーレイ部分の企業評価の分析は、財務情報に基づくコア部分の企業評価が適切に行われてはじめて生きてくることが忘れられてはならない。非財務情報の開示の充実が財務情報の開示の後退を意味してはいけなく、非財務情報の分析に多くのリソースが投入される結果、財務情報の分析に投入されるリソースがおろそかになってもいけない。財務情報と非財務情報とがうまく組み合わさって、企業評価が良い形で充実していくことを期待したい。

さらに、証券市場においては、近年、インデックス・ファンドへの投資やETFの購入などパッシブ運用の比重が増大している。

パッシブ運用においては、投資対象企業それぞれの企業評価や投資銘柄の選別を自ら行うことはせず、他のアクティブな投資家が行った分析に乗る形で運用が行われる。すなわち、本来、アクティブ運用がコアにあってはじめてオーバーレイとしてのパッシブ運用が成立するはずである。

こうしたパッシブ運用は、低廉な運用コストで分散投資を行うことを可能とする運用手法であり、証券市場の厚みの増大にも大きく貢献している。ただし、パッシブ運用の割合が一定水準を超えて過度なものとなった場合には、個別の企業評価が一握りの投資家によってしか行われない中で個別株式の株価形成が行われ、そうして成立した個別株式の株価やそれらから算出された指数に基づいてパッシブ運用が行われるという結果になる。多数の投資家が企業評価を競い合うことにより適正な価格を発見するというのが市場の原理であると考えるのであれば、コアとオーバーレイのバランスということはここでも大事なことになるであろう。

[著者]

池田 唯一（いけだ ゆういち）



常務理事