



第二章：金融政策とノンバンク金融の拡大

要旨

金融市場の構造は大きく変貌してきている。金融技術の革新、金融危機後の弱体化した銀行のバランスシート、ビジネスモデルの変化、銀行規制の強化など、いずれも銀行融資から債券発行への大きな転換を促してきた。この結果、保険会社、年金基金、資産運用業者などのノンバンクの役割が高まった。ノンバンクの金融仲介に占める役割は米国においては既に極めて大きい、ヨーロッパや一部新興市場国・地域でもより重要になってきている。

ノンバンク金融の拡大の結果、金融政策の効果は低下しただろうか。一部の論者は、伝統的な金融政策の波及経路である銀行貸し出しの比重が下がった結果、金融政策の変更が経済に及ぼす影響も低下したと論じている。しかし、理論上はノンバンクの存在は金融政策の影響を強化する方向にも低下させる方向にも働きうる。一つの可能性としては、銀行に比べ資金調達コストが金融政策の影響を受けにくい、金融規制の制約が弱い場合には、引き締め時に銀行融資に代替することで、ノンバンクの拡大が金融政策の効果を減殺させることが考えられる。もう一つの可能性としては、ノンバンクのリスクアペタイトが金融政策の変更に対してより敏感であれば、金融政策の効果を増幅することも考えられる。本章では、これまであまり分析されてこなかったこの重要な問題にメスを入れるため、まず概念的な枠組みを提示し、そのうえで新たな手法を用いた実証分析を示す。

本章の分析の示すところでは、ここ 15 年間にわたる金融仲介におけるノンバンク部門の重要性の高まりは、どちらかと言えば金融政策の波及経路を強化する方向に働いた。金融政策の効果は多くの国でより強くなってきており、平均してみれば、ノンバンク部門の大きい国でより効果が大きくなっているように見られる。銀行と同様に、金融政策が引き締められるとノンバンクもバランスシートを縮小するが、一般的にはノンバンクの方が銀行よりもより大きく縮小する傾向が見られる。これは一つには金融政策がリスク選好に影響を与えるため、特に資産運用業でこの傾向が目立つ。この結果、債券利回りとリスクプレミアムが変動し、借入コストの変化を通じ経済活動に影響する。そのため、ノンバンク部門の構造が金融政策の有効性に影響することとなる。

ノンバンク部門の拡大は続くと見られ、政策の波及経路の変化に応じて金融政策の運営も見直していく必要がある。金融政策の効果の大きさも波及のスピードも変化するため、政策の発動の規模もタイミングも不断に見直し、実態の変化に合わせていく必要がある。例えば、リスクテークを通じる経路がより重要になるため、金融政策が実体経済に及ぼす影響もより迅速で効果も大きくなることも考えられる。また、本章では特に焦点をあてていないが、銀行とノンバンクの金融面での変動に対する反応の違いは規制の違いも反映しているため、規制体系の変更も金融政策の効果に影響を及ぼす。

金融政策が金融システムの安定に及ぼす影響もより重要になってきている。金融仲介業者の金融政策への反応においてリスクテークを通じる経路がより大きくなったため、

金融政策が銀行やノンバンクの健全性に与える影響も大きくなっている。このことは、規制監督当局が警戒を強める必要性を示している

金融機関のリスクアペタイトの変化をより正確に把握するためには、金融政策の運用は主要な金融仲介機関のバランスシートの規模と構成を踏まえたものでなければならない。ノンバンク部門拡大の結果、ノンバンクのバランスシートから得られる情報は伝統的な通貨供給量指標なみに有用になる可能性がある。例えば、ブローカー・ディーラーのレバレッジとその変動や債券ファンドの運用する資産の総額に関する情報は、金融政策策定の上で有用となりうる。この観点から、ノンバンクに関するデータの欠落を手当てすることは是非必要である。



第三章 新興市場国・地域における企業統治、投資家保護と金融の安定

要旨

新興市場国・地域では世界経済との金融面での統合が深まり、その結果、資本調達により容易になったものの金融面のショックにさらされるようになった。問題は、金融統合の深化に対応した制度面、法制面の枠組みの改善がなされ、不安定な外部環境に耐えられるような経済構造を確立したかどうかである。

本章は新興市場国・地域における企業統治、投資家保護と金融の安定の相互の関連に焦点をあてている。ここで検討する企業統治と投資家保護は、企業への資金提供者が投資収益を実現するための国及び企業レベルでの規則や慣行仕組み全般にわたる。企業統治の不備が金融の不安定化につながることを新興市場国・地域における過去の金融危機は示している。

本章では過去二十年間に新興市場国・地域の企業統治と投資家保護は総じて向上したと評価している。改善は企業レベルでの指標からも国レベルの指標からも見てとれる。とはいえ、国ごとの違いも大きく、さらなる改善の余地がある。

本章の分析は、企業統治と投資家保護の枠組みの強化が新興市場国・地域の世界的な金融ショックに対する耐性を高めるとの見方を裏付けている。本章では、新たに開発した新興市場国・地域での企業レベルでのガバナンスに関する指標を紹介し、これを用いた新たな手法による実証分析を行っている。分析は、企業統治の改善は、厚みのある流動性の高い資本市場を形成することでショックを緩和する能力を高めることを示している。また、企業統治の向上は株式市場の効率性を高め、外的なショックの株価への影響を抑え株価の暴落の可能性を低める。具体的には、企業統治の企業レベル及び国レベルの新指標での数値が新興市場国・地域での最低レベルと最高レベルのケースを比較すると、世界的なショックが個別企業に及ぼす影響が平均して5割低減される。企業統治と投資家保護が充実している国や地域では企業のバランスシートはより健全であり、特に、ガバナンスのしっかりしている企業では短期負債比率と破綻確率は総じて低く、より長期の借入を行うことが出来る。これにより、資金供給の枯渇を乗り切る力が高まり、金融システムの安定にもつながる。

企業統治の向上が金融安定性を高める効果があることは、企業統治の改革をさらに進める根拠にもなる。あるべき企業統治に単一のモデルはないが、優れた企業統治の枠組み

にはいくつかの共通点がみられる。その点を踏まえ、本章では幾つかの政策提言を行っている。

- 企業統治の強制力と実効性を高めるためにも、すべての新興市場国・地域は関連する法律、規制及び制度的な枠組みの改革を続けるべきである。
- 大半の新興市場国・地域においては外部投資家、特に少数株主の権利の強化に引き続き努めるべきである。
- ディスクロージャーの要件を、国際的な最良慣行のレベルにまで引き上げることが多くの新興市場国・地域で必要である。取締役会の独立性強化を推進することも有益であると考えられる。

