

グローバル金融システム委員会報告書「IT革新とファイナンス—金融システムへのインプリケーション—」

2002年2月

(掲載に当たって)

BIS (国際決済銀行) は、2月13日、グローバル金融システム委員会^(注)による「IT革新とファイナンス—金融システムへのインプリケーション—」(原題: IT innovations and financing patterns: implications for the financial system) と題する報告書を公表した。この報告書は、新たなテクノロジーの利用と企業のファイナンス・ニーズとの関係、革新的な企業活動を資金面で支える上での金融市場や金融機関の役割などの論点に関する整理を試みた、中央銀行の共同作業の成果である。

報告書は、IT革新が、ITセクターのみならず経済活動全般をより柔軟で知識集約的なものへの変革を促す「触媒」として作用する力を持っていることを強調している。さらに、ITがもたらす競争環境の変化は、幅広い範囲の企業のリスクとリターンに関係に影響を与える点についても言及している。本報告書では、こうした変化が金融取引の形態、企業の価値評価、金融機関によるリスク管理やリスク分配といった点についてどのような意味合いを持っているのかも分析している。

報告書は、個々の企業に特有のビジネス・リスクを担いうる資本に対するニーズが高まると、株式や株式に類似した金融商品を通じた資金調達の役割が高まる傾向があると結論づけている。この結果、企業の価値評価において株式市場がより中心的な役割を果たすことになり、株式市場が適切に機能することが一段と重要となっている。資金の出し手は、与信環境の急激な変化に直面しうることから、企業審査手法や信用リスク管理面での対応が必要となろう。こうした対応には、例えば、ポートフォリオの分散化や信用リスク移転取引の活用などが含まれる。こうした動きは、金融システムの内部でリスクを再配分したり、異なる金融市場・金融機関の間の繋がりに変化をもたらしたりしている。その意味で、中央銀行などが体系的なモニタリングを行うことが重要な意味を持つと考えられる。

報告書の本文、および当ワーキング・グループが検討した30を超える各国中央銀行のリサーチ・ペーパーは、BISのインターネット・ホームページ (<http://www.bis.org/>) にて入手できる(プ

(注) グローバル金融システム委員会 (Committee on the Global Financial System) は、G10 諸国の中央銀行総裁により設置された中央銀行のフォーラムである。金融政策や金融市場の安定に対する中央銀行の責務を果たす上で有益な政策提言を行うため、金融市場や金融システムに関する広範な課題についてモニターおよび検討を行っている。こうした使命を実現するため、委員会では、G10 諸国の中央銀行総裁が、金融市場やグローバル金融システムの安定にかかわる問題を把握・分析・対応していく作業を補完することに重点を置いている。

レス・ステートメントおよび全文の仮訳は日本銀行のインターネット・ホームページ<<http://www.boj.or.jp/>>に掲載されています。

要旨と主な結論

IT革新と経済活動

情報技術（IT）革新は、経済活動に変化をもたらした。こうした変化のマクロ経済的な影響や特性については、まだ不確実な点が多い。世界的なIT株価の大幅調整局面入りや、IT関連投資の劇的な減少、米国その他における急激な景況感の悪化を受けて、IT革新に伴う経済の構造変化は、いわゆる「ニュー・エコノミー」論者が主張していたよりも小さいのではないか、という印象を与えた。また、最近におけるITの活用の成果は、まだ景気の上昇・後退というサイクル全体を通じて観察されたものではないだけに、その評価も不確実なものにならざるをえない。

その一方で、ミクロ経済的なレベルでは、ITが構造変化をもたらしたという研究結果が複数の国で数多く存在しており、企業のファイナンス構造や金融仲介のあり方にも影響を与えていると考えられる。

触媒として作用する力

ITには、情報の入手・共有をより効率的に行うことを可能にし、このことを通じて、IT産業の内外を問わず、生産活動や競争環境を根本的に変える「触媒」として作用するポテンシャルがある。

例えば、ITと人的資本とをより効率的に結びつけるため企業の変貌を遂げ、これが仕事の柔軟性を高め、よりきめ細かな生産を可能としている。こうした「スキル重視型」の生産への

移行は、知的所有権や企業独自のノウハウといった、無形・非市場性の資産の重要性を高める結果をもたらしている。また、家計についても、株式取得を通じたリスク性資産の保有の増加、さらには業績連動型の報酬体系に移行する動きが強まっていることに伴い、雇用所得の面においても、従来以上にビジネス・リスクを負う傾向が生じている。

IT革新と企業のファイナンス・ニーズ

IT革新がもたらしたこうした動きは、企業の資金調達ニーズや企業業績の評価・予測精度といった点を変化させる可能性を有している。

例えば、より柔軟で個別のニーズに対応したきめ細かな生産を志向した企業の変貌は、過去の実績のみからは予見しえなかった特有のリスクを増加させる傾向がある。また、競争環境とビジネス・モデルの同時並行的な変化が生じていることは、企業のリスク・リターンの関係を急に、しかも思いがけない形で変えてしまう可能性がある。さらに、リスク・キャピタルに対するニーズの強まりや、新たな生産方法を採用する誘因を与えるようなコーポレート・ガバナンスの仕組みに対するニーズの強まりもみられている。

こうした変化は、いずれも、企業の資金調達面において株式や株式類似型の金融商品の果たしうる役割が高まっていることを示唆している。

金融面でのインプリケーション

実際、最近における企業金融のパターンをみると、新興企業、従来からの企業の区別を問わ

ず、株式や株式類似型の金融商品の役割の増大を裏付けるものとなっている。

例えば、ベンチャー・キャピタルは、担保力、過去の実績、経営面での経験を欠きがちな革新的な新興企業に、高リスク案件に対する資金供給と経営面でのサポートとを組み合わせながらきめ細かに提供する役割を果たしている。また、従来型の企業でも、株式、もしくは株式に近い側面を持った転換社債やハイ・イールド債の発行、利率変更条項や借り手のパフォーマンス連動型の条件設定付きの銀行融資などへの依存度を高めている。これは、ITセクター以外の企業についても見受けられる現象である。

IT株価の過熱と急落が、企業の資金調達手法に影響を与えてきたのは明らかであるが、株式関連の新しい金融商品や市場の誕生などを考えれば、IT革新の影響は一時的なものに止まらないと思われる。

一般的に、企業のリスク・リターンの特性や、資金調達に対するニーズが変われば、様々な金融取引の性格や役割も変化していくと考えられる。さらに、金融取引の形態ばかりでなく、金融機関によって用いられる価格評価の手法や、リスクやエクスポージャの管理方法なども変化しよう。

例えば、金融仲介業務においては、企業のライフサイクルのそれぞれのステージに応じた専門的なサービスを提供する傾向が強まっている。また、ポートフォリオの望ましいリスク分散を実現するために信用リスクの移転を可能とする金融取引が拡大していることもいま一つの例として指摘できるかも知れない。

IT株価の変動が浮き彫りにしたこと

IT株価の過熱と急落、およびその金融シス

テムへのインパクトは、以下でとりあげる幾つかの重要な問題に焦点を当てることとなった。

第一に、IT株価の大幅下落にもかかわらず、金融機関の目立った破綻事例がみられなかったことは、積極的に評価できる。これは、企業が市場型の資金調達への依存度を高めたことが、結果的に、金融機関からリスクを担う能力を持った投資家への、より適切で分散された形でのリスク移転に繋がったことを示唆している。ここでいうリスク移転には、IT関連セクターに対する与信エクスポージャを、信用リスク移転市場を通じて分散することも含まれる。以上のようなプロセスを通じ、リスクは経済全体の比較的広い範囲に分散されたようにうかがわれる。

第二に、資産価値の評価（いわゆるバリュエーション）の難しさという問題が指摘できる。この問題は、新規株式公開等において、新興の革新的企業につきものの固有の情報や価値を市場が適切に評価できなかったことにより、拍車がかかった可能性がある。今後についても、革新的企業固有のリスクが重要性を増し、その価値評価がより難しくなっていることは、金融市場（とりわけ株式市場）における価格変動パターンに影響を与える可能性が高い。

この結果、株式市場全体のボラティリティは必ずしも高まらないにしても、個別銘柄のボラティリティの高まりは恒常的に生じうる。こうした個別のリスクの高まりに伴い、望ましいリスク分散を図るためには、より大きなポートフォリオでより幅広い金融商品を用いる必要が生じる可能性もある。

第三に、株式市場の状況は、金融システムのその他のセグメントに対しても、かなり大きな波及効果を持った。IT株価の下落は、ハイテク企業に対するベンチャー・キャピタルや未公

開株投資の供給を細らせた。また、株式時価総額の減少は、株式市場を活用すれば既存債務のリファイナンスは容易に行える、という従来の前提を崩し、ハイテク・セクターに対する銀行やその他金融機関の資金供給意欲を減退させることとなった。

さらに、株式市場における企業の価値評価が金融市場で果たす役割が大きくなったことを反映し、株価の変動は他の市場に波及しやすくなっている。例えば、ある企業の時価総額が、将来の収益力、つまり債務返済能力の尺度として利用されるようになることは、そうしたリスクをはらむチャネルの一つである。

第四に、革新的な企業に関する信用供与のリスク評価の難しさが明らかになった。代表的な例としては、通信セクターが挙げられる。同セクター向けの与信が急速に不良化し、幾つかの通信会社では予定していた株式発行を通じた債務返済が困難となり経営破綻が増加したことは、銀行にとって予期せざるエクスポージャの発生をもたらした。

より一般的にも、テクノロジーの急速な変化と厳しい競争環境の中で、銀行は与信環境の急変に直面する可能性が高まっている。色々な産業が次々と新しい市場に進出するようになると、各産業セクター間のリスクの相関関係も変化すると思われる。この結果、特定セクターに対するエクスポージャの問題、信用リスクを移転する商品を多用することに伴う問題は、一段と重要性が高まることになろう。また、テクノロジーの進歩がもたらしたこうした環境変化は、過去との継続性を前提とする時系列データの分析(例えば倒産データを用いた信用リスク評価)の有効性にとっても大きな問題をもたらすことになる。

より長期的な視点に立てば、こうした経験は、全ての関係者にとって、リスク管理手法や評価手法の改善に繋がる「学習過程」に当たるとみることでもできよう。もっとも、ITセクター・ブームとその後の落ち込みのインプリケーションについて確たる結論を出すには依然時期尚早であり、ここでの議論は暫定的なものに止まらざるをえない。これらのインプリケーションについては、今後の分析によって再考・再検証される必要がある。

政策当局にとっての課題

現在みられるようなテクノロジー面での大きな変化が生じている中において、政策当局にとっての課題は、技術革新の果実を享受する一方でいかに金融システム全体を脅かすようなリスクを回避していくかという面で、適切なバランスをとっていくことである。ファイナンスは、企業部門の再編成とその過程で必要となるリスクの再配分を後押しする役割を果たすと考えられる。市場パフォーマンスに根ざした報酬制度の重要度が高まり、金融取引のリスク管理がより高度化するに伴い、ファイナンスの果たす役割は一段と大きなものになっていくであろう。

新たなテクノロジーに対するファイナンスを考える上では、大規模な投資プロジェクトの失敗が与信を行った金融機関に損害を与える可能性、非合理的な期待形成が金融市場における行き過ぎた価格変動に繋がりうること、などが主なリスクと考えられる。こうした点を踏まえると、資金調達メカニズムが市場において自律的かつ円滑に調整されることやリスク管理の一層の洗練化を促すような基準やガイドライン作りが、政策対応上重要な課題と考えられる。

また、中央銀行も大きな役割を果たしうる。

一つには、各国の中銀におけるリサーチ力と金融システムに関する知識とを活用し、技術革新が金融面に及ぼすインパクトに対する一般的な理解を深めることが挙げられる。また、金融システムのモニタリング面で積極的役割を果たす

ことも重要である。金融面・実体経済面の間の繋がりが変化しているばかりでなく、リスクの再配分プロセスを通じて様々な金融市場間の繋がりも変化を遂げつつあることから、体系だったモニタリングの必要性が高まっている。