

# 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』の紹介

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図している<sup>(注)</sup>。以下は、2004年9月から11月にかけて公表された日本銀行ワーキングペーパーシリーズの要旨である。なお、全文は、日本銀行ホームページ「論文・レポート」コーナー ([http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm)) に掲載されている。

## 直接投資における間接出資先の取扱いについて

2004年9月

和田麻衣子／国際局

IMF国際収支マニュアル第5版 (Balance of Payments Manual, fifth edition : 以下、BPM5) の定義では、国際収支統計 (Balance of Payments : 以下、BOP) および国際投資ポジション (International Investment Position : 同、IIP) における直接投資には、直接出資先のみならず、一定のルールに基づいて間接出資先をも含む扱い (包括的直接投資ネットワーク < Fully Consolidated System : 以下、FCS > と呼称) となっている。

もっとも、FCSベースで正確にデータを収集することは実務的に困難であり、わが国を初めとして、大半の国・地域がFCSを採用していない。このため、間接出資先をどこまで計上対象とするかについては国毎に区々となっており、その結果として、①統計の国際比較が難しい、②間接出資先を十分にカバーしていない場合には、統計データが、企業の直接投資行動の実態を適切に反映していない、という重要な問

題が生じている。

現在、IMFを中心に、関係国際機関や各国統計作成当局の間で、BPM5の改訂作業が行われている。当該改訂作業における論点は多岐に亘るが、直接投資におけるFCSの取扱いの見直しも重要な論点となっており、現行のFCSを見直し、直接投資企業チェーンを、企業活動の実態を反映するという統計の目的を損なわない範囲で簡素化する方向で議論されている。

また、わが国同様、FCSを採用していない大陸欧州主要国においても、統計作成に係るデータ収集制度の見直しや見直しに向けた検討を行っており、先行き、当該諸国の直接投資統計で把握できる直接投資企業の範囲が拡大するものと思われる。

こうした実情を踏まえると、わが国においても、できるだけ早期に間接出資先を直接投資企業に含めた計上方法の導入を検討することが適切である。このため、報告負担には十分に配慮しつつ、間接出資先のデータを入手し、得られたデータを直接投資統計に反映することの実行可能性、その具体的方法について検討を進めて行くべきである。

(注) 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』の内容や意見は執筆者に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

## デフレ下における非上場企業のデフォルト分析

2004年9月

福田慎一／東京大学

粕谷宗久／調査統計局

赤司健太郎／東京大学

本稿では、デフレ下で発生した中堅・中小企業の倒産の原因およびそのコストを、非上場企業の財務データやその取引先企業の健全性指標から倒産確率を推計することによって定量的に評価した。各非上場企業の倒産確率をプロビット・モデルから推計した場合、実質債務残高、営業利益、実質利払額、特別損失といった財務変数に加えて、メインバンクの健全性や取引先企業の破綻情報が倒産確率に対して有意な影響を及ぼすことが明らかになった。この結果を用いて、非上場企業の期待デフォルトコストに与える影響を分析してみると、一般物価の影響は売上高比では上場企業のそれを大きく上回ったものの、絶対額でみると依然としてマイルドなものであった。これに対して、メインバンクや取引先企業の体力低下が中堅・中小企業の倒産確率に与える影響は大きく、期待デフレのコストという観点から見た場合、一般物価の下落よりもはるかに大きなインパクトを中堅・中小企業に与えていた。

## デシインフレ期における米国の金融政策

2004年9月

加藤 涼／国際局

武田洋子／金融市場局

本稿では、主に2000年以降の米国の金融政策

に焦点をあて、低インフレのもとでの金融政策の課題、特徴についてレビューを行った。前半部分は、2002年6月にBoard of Governorsが公表した論文、“Preventing Deflation: Lessons from Japan”の手法を拡張して、米国の金融政策について応用し直したもの。後半部分では、FOMCステートメントのコミットメント効果について、シンプルな動学的一般均衡モデルを用いて分析を行っている。

本稿の主要な結論をまとめると以下の2点。

(1) 最適金融政策理論のフレームワークを用いて、2000年以降のフェデラル・ファンド・レートの変化を評価すると、名目金利の非負制約のもとで、インフレとGDPギャップの予測分散の加重和を最小化するような政策運営と概ね整合的。

—— 2000年以降のFFレートの実績値は、通常のテイラー・ルールと比べると遥かに緩和的だが、名目金利の非負制約を考慮した「最適政策ルール」とは近い動き。

(2) 2003年8月のFOMCステートメントで述べられた、「金融緩和スタンスを当面の間、持続する」との政策コミットメントの直後、長期金利は殆ど低下しなかった（むしろ、若干上昇した）が、こうした事実をもとにコミットメント効果がなかった（弱かった）と判断することは、必ずしも正しくない。

—— 一般に、「低金利を一定期間、持続する」といったコミットメントが、長期金利に与える影響は定性的にも一意には決まらない。コミットメントが「成功」することによって景気回復期待（ないしはインフレ期待）が高まった結果、足下の長期金利は上昇する可能性もある。実際、推計された米国経

済のパラメータ推計値が十分信頼できるとすれば、実効性のある低金利政策コミットメントは米国経済においては、長期金利を僅かながら上昇させる可能性が高い。

\*全文は英語のみの公表。

## わが国企業の負債圧縮行動について： 最適資本構成に関する動学的パネル・データ分析

2004年9月

西岡慎一\*・馬場直彦／金融市場局

1990年代後半以降、わが国企業は有利子負債の圧縮を続けている。これは理論的には、最適資本構成のフレームワークの下で議論されるべき問題である。最適資本構成の理論とは、Modigliani and Miller [1958] のいわゆる「MM命題」を出発点として、倒産確率や税制などの資本市場の不完全性を考慮した場合、資金調達手段としての資本か負債かという選択は無差別ではなく、企業価値を最大化する最適資本（負債）比率は内点解として求められるというものである。これによると、①最適負債比率は、負債比率を上昇させることによる資本コストの低減効果と、財務リスク・プレミアムの上昇効果のトレード・オフにより一意に決定される、②現実の負債比率が、最適負債比率より高い場合、負債返済や増資により企業価値を高めることができる、などの結論が得られる。本稿では、このほか、ガバナンス構造やペッキング・オーダー仮説、マーケット・タイミング仮説などから示唆される効果をコントロールしつつ、1990年代前半以降の上場企業約700社から成るパネル・データを用いて実証分析を行った。動学的GMによる実証分析の結果、最適資本構成の理論

が示唆するように最適負債比率は企業ごとに一意に求まることに加え、ガバナンス構造の相違を反映して最適比率への調整速度が有意に異なることが示された。また、推計式を用いた試算から、格付別に見た場合、高格付企業では最適負債比率への調整が相応に進捗している一方、中低格付企業では、1990年代終盤に過剰負債比率（実際の負債比率－最適負債比率）が拡大した後、横這いで推移しており、今後も相当の調整が必要であることが明らかになった。

\*現「総務人事局」

## 新BIS規制案の特徴と金融システムへの影響

2004年10月

宮内 篤／信用機構局

2004年6月にバーゼル銀行監督委員会は、いわゆる新BIS規制案を公表した。本稿では、その基本的な枠組みや信用リスク計量の考え方について概説するとともに、金融システムへの影響を考察している。

金融業務の多様化・複雑化に対応するため、新BIS規制は内部格付や統合的リスク管理など金融機関のリスク管理実務を活用している。また、規制上の所要自己資本については、システミック・リスクの顕現化を抑止することと、ある程度の確率での倒産を容認してでも金融機関に出来るだけ経営の自由度を許容することとのバランスを取った水準としている。さらに、自己資本比率規制による金融機関の規律付けだけでは限界があるため、市場規律や金融機関の自己規律を相互補完的に活用することとした。

これらの柔軟な枠組みは、金融機関に創意工夫の余地を与え、金融システムの活力を引き出していくものと考えられる。

新BIS規制の導入に伴い金融機関の行動は一段とリスクを意識するようになり、とりわけ、不良債権処理・企業再生への早期の着手が進むことになろう。一部にはこうした影響がプロシクリカリティを増幅するとの見方もある。一方

で、リスク管理の高度化が、金融機関行動の安定化を通じて景気変動を平準化すること、企業の参入退出が激化する環境への金融機関の適応を進めること、などを勘案すれば、一概に新BIS規制がプロシクリカルとは言えないとの考え方もある。

なお、本稿は、『経済セミナー』2004年11月号に掲載した。