

# 『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、2005年3月から5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。

## わが国企業による資金調達方法の 選択問題：

多項ロジット・モデルによる要因分析

2005年3月

嶋谷 毅／金融市場局

川井秀幸／東京工業大学大学院

馬場直彦／金融市場局兼金融研究所

1990年代後半以降、規制緩和や信用収縮、株価の長期低迷などを受けて、企業の資金調達行動は大きく変化した。本稿では、借入、社債、転換社債、株式など資金調達方法が複数存在する場合における企業の意思決定問題を、個別企業データを用いて多項ロジット・モデルで分析した。実証分析の結果、①企業はエージェンシー・コストの程度に従って、資金調達方法に優先順位をつけるとするペッキング・オーダー仮説が有意に検出されたほか、②借入以外の市場性の資金調達方法は、比較的情報の非対称性の度合いが低いと考えられる企業規模の大きな企業を中心であることが明らかになった。また、③最適資本構成の理論が示すように、過剰負債比率の高い企業ほど、新規借入を抑えようとす

るインセンティブを持つことや、④マーケット・タイミング仮説が示唆するように、転換社債による資金調達は、当該企業の株価が市場対比で上昇したときに選択されやすいこともわかった。更に、各資金調達方法の選択確率を格付け別に見ると、①比較格的付けの高い企業ほど社債の選択確率が高い一方、借入や株式、転換社債の選択確率が低いこと、②近年、すべての格付けで新規借入の選択確率が低下傾向にある一方、転換社債や株式の選択確率は、比較格的付けの低い企業を中心に上昇していることなどが明らかになった。

キーワード：多項ロジット・モデル、資金調達、最適資本構成、ペッキング・オーダー仮説、マーケット・タイミング仮説、情報の非対称性

## 銀行のガバナンス、企業のリスク テイク行動とパフォーマンス

2005年3月

岡田敏裕\*・佐藤嘉子／調査統計局

本稿は、企業のリスクテイク行動がコーポレー

(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。

ト・ガバナンス構造から影響を受けうること、および企業のパフォーマンスもガバナンス構造から影響を受けうることを実証的に明らかにしたものである。企業の「リスクテイク行動」は直接は観察できないため、企業の期待収益の実現値からの乖離という情報を使って引き出している。1981年から2002年までの全国上場企業を対象とした大標本マイクロパネルデータを用いた分析からは、①企業は、株主に対する銀行の相対的支配力が高まると、リスク回避的になりがちになるとともに、②銀行の相対的支配力が高い企業ではROAが低い水準に止まる傾向があることが明らかになった。これは、企業間の分散が非常に小さくかつ水準が低いとしばしば指摘されてきたわが国企業のROAが、銀行を中心とするコーポレート・ガバナンスのあり方と密接な関係をもつ可能性を示唆するものである。

\* 現「関西学院大学」

## 東アジアの政策協調

2005年3月

鎌田康一郎／企画局

高川 泉／調査統計局

本稿では、アジア太平洋地域における相互依存関係を簡潔に表現した計量モデルを構築し、近年、東アジア諸国で関心を集めている政策問題について、定量的な観点から考察を加える。モデルには、実際に各国で採用されている金融・通貨政策が組み込まれており、シミュレーションを通じて、一国の政策決定が近隣諸国に与える経済的効果を詳細に分析することができる。応

用例として、（１）東アジアにおける通貨バスケット制の有用性、（２）中国の通貨政策の変更に伴う影響、（３）日本の名目短期金利の非負制約の影響という３つの時事問題を取り上げ、東アジア地域における経済政策と実体経済の関係について、定量的な評価を試みる。

\* 全文は英語のみの公表。

## F A T S 統計

—— 広義のサービス貿易に関する統計整備

2005年4月

山口英果／国際局

F A T S（Foreign Affiliates Trade in Services）統計とは、多国籍企業の海外子会社等の活動全般を表す統計であり、居住者・非居住者概念に基づく国際収支統計を補完するものとして、注目を集めている。これは、多くの企業が、支店・子会社等を設立し他の経済圏にサービスを提供しているが、そうした支店・子会社は“所在国側の”居住者とみなされるため、現地でのサービスの提供が国際収支統計の枠外となるためである。米国は1950年代から、F A T S 統計と同様のデータ収集を重ねているほか、Eurostat では、1990年代後半から、共通の調査票を用いてE U圏からF A T S データを収集している。

わが国については、国際的に比較すると、F A T S 統計は必ずしも充実していない。F A T S 統計は、直接投資の効果や外資に対する参入障壁の影響を測るうえで有用な統計であり、その整備に向けて統計作成者にユーザーを加えた協議の場の設立が望まれる。

## ゼロ金利コミットメントと量的緩和のイールドカーブに対する効果：

マクロファイナンス・アプローチによる実証

2005 年 4 月

植田和男／東京大学

小田信之／企画局

本論文では、1999 年以降のゼロ金利環境下における日本の金融政策について実証を行う。具体的には、ゼロ金利コミットメントおよび量的緩和が日本の中長期金利に及ぼした効果に焦点を当てる。分析に当たっては、マクロファイナンス・モデルを採用する。これは、マクロ構造モデルの推定と、市場のイールドカーブに基づく可変パラメータの推定（カリブレーション）を組み合わせた分析方法である。これにより、中長期金利を期待金利成分とリスクプレミアム成分に分解できるほか、同時に、ゼロ金利政策の継続に関する日本銀行の意向を市場がどう認識しているかについて情報を抽出することも可能である。本分析により、1999 年以降に日本銀行が実際に採用した政策が仮に採られなかった場合に実現していたと考えられる仮想的な政策の効果も明らかにする。

分析結果を踏まえると、1999 年以降の日本の金融政策は、主としてゼロ金利コミットメントを通じて、中長期金利を抑制する機能を果たして来たという暫定的な結論を得る。また、2003 年末までのデータによると、量的緩和下での日銀当預残高ターゲットの引き上げは、日本銀行の緩和的な政策スタンスを示すシグナルであると受け止められた可能性があること—— もっとも、それが中長期金利に与えた効果はさほど大きいものではなかったが—— も示唆される。一方、日本銀行による潤沢な流

動性供給や長期国債買い切りオペによるポートフォリオ・リバランス効果については、統計的に有意な効果は検出されなかった。

Key words : Zero interest rate policy (ZIRP) ; Quantitative monetary easing policy (QMEP); Zero interest rate commitment; Policy duration effect; Macro-finance model; Expectations theory; Monetary policy rule

\*全文は英語のみの公表。

## わが国企業による株主還元策の決定要因：

配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析

2005 年 4 月

上野陽一／金融市場局

馬場直彦／金融市場局兼金融研究所

近年、わが国企業の収益が好転し、有利子負債の圧縮に目処が立った後の資金使途として、配当や自社株消却による株主還元に着目が集まってきている。本稿では、1990 年代以降の東証 1 部上場企業による株主還元策の決定要因を、各企業の財務データを基に分析している。分析に用いたモデルは、動学的部分調整モデル、2 項ロジット・モデル、ネスティッド・ロジット・モデルである。実証分析の主な結果は以下のとおりである。①配当・総還元（配当と自社株消却の和）の最適性向は、フリー・キャッシュフロー仮説、ペッキング・オーダー仮説、成熟性仮説などの理論仮説とほぼ整合的に決定されている。②株主還元策、特に配当政策には強い硬直性がある。③収益力が向上する中で、有利子負債の返済を進めてきた規模の大きな企業ほど、自社株消却によって、機動的に株主還元を行っ

ている。④自社株価の動向も、配当・自社株消却の実施に影響を与えている。⑤配当・総還元  
の減少と据置・増加の意思決定の間には階層構造が存在する。⑥近年、配当・総還元を減少させることに対する企業経営者の抵抗感が軟化しつつある。⑦1990年代以降、わが国企業の株主還元策は、徐々に、各企業の財務特性に基づいた水準に近づきつつある。

キーワード：株主還元、配当、自社株消却、動学的部分調整モデル、パネル・ロジット・モデル、ネスティッド・ロジット・モデル、フリー・キャッシュフロー、ペッキング・オーダー、シグナリング

## 中国のインフレ変動

2005年5月

大山慎介・小島亮太\*・中村慎也／国際局

本稿では、中国の景気変動、特にインフレ変動に関する包括的な分析を行う。具体的には、まず、先行研究の紹介や構造形VARによるインフレ変動の分解を通じて、1978年以降の高インフレやデフレの経験を概観する。次に、（１）需給ギャップの計測と伝統的なフィリップス曲線の推計、（２）要素価格の変動と一般物価との相関関係の検討、（３）マネーサプライと産出量、物価との長期均衡関係とVECMの推計、といったインフレの変動に関する基本的な定量分析を行う。最後に、分析結果などを踏まえて、中国のインフレの現状評価と先行き見通しなどを議論する。

\*現「香港事務所」

## 物価・賃金フィリップス曲線の推計

ー 粘着価格・賃金モデル ー

2005年5月

古賀麻衣子・西崎健司／調査統計局

本稿では、ニューケインジアン<sup>①</sup>の最近の研究成果である粘着価格・賃金モデルに基づき、物価と賃金の相互依存関係を物価と賃金の2本のニューケインジアン・フィリップス曲線で記述し、そのわが国への適用可能性について、実証分析を行った。推計結果によれば、理論モデルの期待する符号条件が統計的に有意に得られること、かつ変数の選択に対して一定の高い頑健性を有すること、が確認され、粘着価格・賃金モデルのニューケインジアン・フィリップス曲線は、わが国の物価と賃金のダイナミクスを説明する枠組みとして有用であることが示された。すなわち、粘着価格・賃金モデルの理論的な予見のとおり、物価・賃金インフレ率の決定が、過去や現在の動向だけではなく、先行きに対する期待の影響を受けること、またGDPギャップのみならず実質賃金ギャップにも依存すること、が示された。さらに、本稿の推計結果は、物価や賃金の決定において、フォワード・ルッキングな要素に加えバックワード・ルッキングな要素も重要であることや、価格改定確率でみた粘着性は、GDPデフレーターがCPIよりも価格伸縮的であることも明らかにしている。

Key words：フィリップス曲線、インフレ率、粘着価格、粘着賃金