

『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^(注)。以下は、2005年9月から2005年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 (<http://www.boj.or.jp/>) 「論文・レポート」コーナーに掲載されている。

毀損された銀行の健全性と企業の倒産確率

2005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

企業の資金繰り難のコストを減らすための金融機関の役割については、これまで実証研究の対象として長く興味の対象であった。本稿の目的は、取引先金融機関の種々の健全性指標、主要取引先や主要株主の倒産が、日本の中堅非上場企業の倒産確率に、どのような影響を与えるかを検証することにある。本稿では、プロビットモデルを用いて、1990年代後半から2000年代初における日本の非上場企業の倒産を実証的に分析した。この時期の日本経済は、金融危機や多くの企業倒産を経験し、既述の問題意識の実証研究にとって有益なデータを提供している。実証結果によれば、倒産に関連する企業の財務変数をコントロールしたとしても、取引先金融機関の健全性の種々の指標が企業の倒産確率に影響を与えていたことがわかった。特に、通常は

倒産確率を下げるはずの企業と金融機関の親密な関係が、金融危機時には金融機関の健全性を悪化させると共に企業への打撃を増幅したことがわかった。

キーワード：倒産、金融機関と企業の関係、ホールド・アップ問題、非上場企業

*全文は英語のみの公表。

金融政策ルールとターム・プレミアム

2005年10月

一上 響／調査統計局*

ファイナンスの分野では、(1)名目金利の期間構造の傾きはなぜ平均的に正なのか、(2)実質金利の期間構造の傾きは平均的に正なのか負なのか、という点について、実証を中心に研究が進められてきたが、これまでのところ十分な合意が得られていない。本稿は、上記の問に対して、ニューケインジアン・モデルをベースにしたマクロ・ファイナンスの手法を用い、ターム・プレミアムの解析解を導出することによっ

(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。

て理論分析を試みたものである。

経済理論上、ターム・プレミアムは、二つの要因によって決定される。第一の要因は、家計の限界効用と債券価格の共分散の影響である。例えば、選好ショックの発生により家計の限界効用が高まった場合、消費が増加し景気は過熱するが、中央銀行はこれに金利引き上げで対応するため、債券価格が下落する。このように、限界効用が高いときに債券価格下落で債券保有者である家計の消費余力が圧迫される相関関係は、家計にとって好ましくなく、それを保有する見返りに正のプレミアムが要求される。第二の要因は、コンベクシティの影響である。債券価格は、金利水準に対して非線形であり、金利上昇時の低下幅よりも、金利低下時の上昇幅の方が大きい。従って、金利のボラティリティが上昇した場合、債券価格の期待値が高まる。これは、債券保有者にとって好ましいことなので、ターム・プレミアムの低下要因となる。

本稿のモデルでは、これら二つの要因に基づいたプレミアムが、金融政策ルールを含めたニューケインジアン・モデルのパラメータによって規定されるため、パラメータの変化がターム・プレミアムにどのような影響を及ぼすか分析できる。本稿で得られた主要な結論は次の通りである。

金融政策ルールにおけるGDPギャップへの反応度が高い場合——すなわち、中央銀行が選好ショックなど需要変動に伴う景気変動の抑制に積極的な場合——、上記第一の要因が、第二の要因を凌駕するため、名目ターム・プレミアムが正となり、名目金利の期間構造の平均的な傾きも正となる。同様の理由で、実質金利の期間構造の平均的な傾きも正となる。また、期間構造の傾きの程度は、フィリップス・カーブの

傾きにも依存する。フィリップス曲線の傾きが急な場合、景気変動に対するインフレ率の変動が大きくなるため、中央銀行は名目金利を大きく変化させる必要がある。つまり、名目金利のボラティリティが上昇する結果、上記第二の要因による影響が大きくなり、名目金利の期間構造の傾きはフラット化していく。

*現「金融市場局」

**全文は英語のみの公表。

非上場企業に「追い貸し」は存在したか？

2005年10月

福田慎一／東京大学

粕谷宗久／調査統計局

中島上智／東京大学

本稿では、1990年代から2000年初頭にかけての日本経済において中堅企業に対して「追い貸し」が観察されたかどうかを、非上場企業の財務データやその取引先銀行の情報を使って考察した。中堅・中小企業向け金融では、「貸し渋り」や「貸し剥し」と呼ばれるクレジット・クランチが幅広く観察されてきた。しかし、その一方で、中堅・中小企業向けであっても、経営再建の見込みが乏しい先に貸出を継続または拡大する「追い貸し」が行われていた可能性は先験的には否定できない。貸出関数を推計した場合、借り手企業のバランス・シートが各非上場企業の貸出量に対して非線形な影響を及ぼすことが観察された。しかし、上場企業とは異なり、過剰債務に陥った非上場企業に対する追い貸しは、ごく一部の企業に限られた。ただし、1990年代後半以降でも、特に金融危機期に、メイン・バンクの不良債権の増加は、貸出を有意

に増加させていた。これらの結果は、非上場企業では、借り手のバランス・シート悪化による追い貸しは限定的であった反面、金融危機の結

果、貸し手の不良債権が増加した場合に、いくつかの非上場企業に対して追い貸しが行われた可能性を示唆するものである。