

特殊法人等が発行する非政府保証債の 「暗黙の政府保証」についての一考察^{*1*2}

野 口 卓^{*3}

佐々木 宏夫^{*4}

要 約

本稿の目的は、公庫公団等の特殊法人等の発行する債券のうち、元利返済について政府保証のある政府保証債と、政府保証のない非政府保証債の流通利回り格差を比較分析することによって、市場において非政府保証債に付与されている可能性があるある種の「暗黙の政府保証」について検討することにある。本稿では、非政府保証債と政府保証債の流通利回り格差を被説明変数、両債券の流通市場における出来高の多寡に依存するプレミアム、等を説明変数とする実証分析を行なった。

われわれの実証分析によると、出来高の多寡に依存するプレミアム等を除外することで得られる政府保証の有無を主因とするリスク・プレミアムは、最大でも15bp程度であった。一方、概ね同ロット、同期間の政府保証債と最高位の格付を取得している事業債の流通利回り格差は、概ね16bp～18bp程度であるという事実を考慮すると、われわれの実証結果は非政府保証債には優良な事業債と同等かそれ以上の信用力が付与されていることを示唆している。したがって、事業債の発行主体と非政府保証債の発行主体のディスクロージャーの水準の差を考慮すると、政府保証の有無から生じるプレミアムの水準はかなり過小であるものと判断でき、この事実から市場におけるプレイヤーは、非政府保証債についてもあたかも政府保証が付与されているかのごとき行動を取っていることが推量される。さらにわれわれは、この種の期待形成が社会資本整備事業等にもたらす問題点を議論している。

*1 本稿作成の過程で、北海道大学、小樽商科大学、東京経済大学、明治学院大学、の4大学で開催したセミナーの場で、南木通北海道大学教授、板谷淳一小樽商科大学教授、片岡孝夫東京経済大学教授、三井清明治学院大学教授をはじめとする多数の方々から貴重なコメントを頂いた。記して感謝の意を表したい。

*2 本稿の記述について一切の責任は筆者たちにあり、意見にわたる部分は筆者たち自身の個人的見解である。

*3 株式会社日本興業銀行

*4 大蔵省財政金融研究所主任研究官(早稲田大学商学部教授)

I. はじめに

公庫公団等の特殊法人等の発行する債券は、元利返済について政府保証のある政府保証債と、政府保証のない非政府保証債の2つに大別できる。本稿の目的は、この2種類の債券の流通利回り格差を比較分析することにより、市場において非政府保証債に付与されている可能性がある「暗黙の政府保証」について検討することにある。

流通市場で出来値のついた政府保証債や非政府保証債の流通利回りは、当然に市場での需給が一致したところで価格付けがなされている。すなわち、その価格には、市場の需給動向や各種のリスク・プレミアムについての市場の評価が反映されているものと考えられる¹⁾。したがって、少なくとも一般論としては両者の流通利回り格差の一要因として、政府保証の有無に伴うリスク・プレミウムを想定することは可能であろう。

もし仮にリスク・プレミアムの存在が検証されたとして、その水準が理論的に想定される水準と比べて過少であるならば、非政府保証債に何らかの形で「暗黙の政府保証」が付与されている可能性が高まってくる。

こうした問題意識に関連して、1997年11月27日に公表された資金運用審議会懇談会の『財政投融资の抜本的改革について』の中で、特殊法人等が民間金融市場において個別に政府保証の

ない債券を発行することの意義について、以下の3点が指摘されている²⁾。

- a. 特殊法人の財務内容に対する市場の評価を受けさせることにより、効率性の悪い機関を浮かび上がらせることができる。
- b. 市場からディスクロージャーを求められ、特殊法人の運営効率化へのインセンティブとなる。
- c. 非効率的な特殊法人の淘汰や機関の運営効率化が実現すれば、補助金等の財政負担の軽減に資する。

他方、問題点としては、

- a. 特殊法人は、民間では実施できない収益性の低い事業を行っているため、一般的には市場での財務上の評価は低くなると考えられることから、政策として不可欠な事業が、市場の評価が低いために資金調達コストが上昇するか、十分な資金調達ができずに不可能となるおそれがある。
- b. 特殊法人に自力で財投機関債の発行しか資金調達の手段を認めないこととすれば、市場の評価を上げるため収益性志向が強くなり、現在よりも民業圧迫のおそれが大きくなる。
- c. 政府が背後にいることから、実質的には政府保証があると判断され、機関の肥大化や財政規律の喪失をもたらす可能性がある。

1 発行市場での応募者利回りでなく、流通利回りを検討するメリットには、後者がより市場実勢を反映している点に加えて、政府保証債が公募発行で、非政府保証債が縁故発行であるという発行形態の違いを、流通市場では考慮する必要がない点もある。

2 政府保証債は、資金運用部資金、簡保資金及び産業投資特別会計と並んで、国の財政投融资計画の一部を構成している。これらのうち、他の3種の原資が政府資金であるのに対し、政府保証債は、各財投機関が債券を発行することにより、自ら資金調達を行う民間資金であるということが大きな相違点である。

政府保証債が財投資金の一部とされているのは、上記のように政府資金そのものではないが、債券の元本返済及び利払いについては国が最終的に責任を負うほか、発行額等の決定にもかかわっているなど、政府資金としての性格も十分に備えているからである。

d. 信用力、流動性や発行量から、資金調達コストは上昇し、補助金等の財政負担の増大につながる。

といったことが指摘されている。

以上のような指摘のうち、われわれは特に問題点のcに着目したい。本稿では、非政府保証債と政府保証債の流通利回り格差を被説明変数、両債券の流通市場における出来高の多寡に依存するプレミアム、等を説明変数とする実証分析を行なうことによって、cで指摘されるような懸念に妥当性があるのかどうかを検討している。

ここで、第Ⅲ節の実証分析の結果を簡単に要約しておく。それによると、出来高の多寡に依存するプレミアム等を除外することで得られる政府保証の有無を主因とするリスク・プレミアムは、最大でも15bp程度であった。一方、概ね同ロット、同期間の、政府保証債と最高位の格付を取得している事業債を比べてみると、両者の流通利回り格差は概ね16bp～18bp程度であるという事実がある。したがって、この事実とわれわれの実証結果から、非政府保証債には優良な事業債と少なくとも同等か、場合によってはそれ以上の信用力が付与されていると考えられる。

ところで、近年、非政府保証債の発行体である特殊法人等のディスクロージャーは、ある程度進みつつある。すなわち、『財投リポート』による不良債権額の公表や、財政法第28条³⁾による開示の義務などである。しかしこれらは、たとえば有価証券報告書のように、基本的に投資家を意識して書かれたものではない。とりわけ後者は国会に提出されたものであるから、本来的にそれは政治的な意思決定の参考資料となることを目的にしているのであって、投資家の投資に関する意思決定に役立つことを直接の目的にはしていない。もちろんそうは言っても国会

を經由して間接的に投資家に対しても情報が提供され得るルートを残していることは否定できないが、市場に対する直接的な情報提供行為であるディスクロージャーとはかなり異なった位置づけのものであると言わざるを得ないであろう。

したがって、もし仮にディスクローズの基準が上場企業の有価証券報告書の水準まで要求され、かつ、その内容が広く投資家層に知れわたり、投資家が財務状況を重視するようになったならば、こうした特殊法人等が、一般の事業会社とまったく同じ立場に立って、単独で市場で資金調達をするのは困難になるかもしれない。また、たとえそのような事態にまでは至らなかったとしても、上述の15bpという水準はプレミアムの水準としては小さすぎる可能性がある。

このような事情を考慮に入れると、実際問題として非政府保証債の流通市場において、形式上は発行要項に「元金及び利息の支払いについては日本国政府により保証されている」という文言が挿入されていないにもかかわらず、投資家は政府出資や根拠法の存在から、特殊法人等については「最後は政府が面倒をみる」という、いわば「暗黙の政府保証」の存在を前提として商いを行っていると考えた方が事態をうまく説明するように思える。

なお、われわれは「暗黙の政府保証」という言葉を使っても、市場参加者たちの合理性に何らの疑いを抱いているわけでないことに注意していただきたい。第Ⅳ節でも議論するように、多数の市場参加者が「政府は実際問題として保証せざるを得ないだろう」という期待を抱いて行動すると、その事実が政府の選択肢を狭めてしまってその期待は自己実現的になってしまう。

「暗黙の政府保証」とはこのような自己実現的な期待を前提とした市場参加者たちの合理的行動の集積として生じ得る現象なのである。

3 財政法28条(予算添付書類)7項に、国会に提出する予算の参考書類として「国が、出資している主要な法人の資産、負債、損益その他についての前前年度、前年度及び当該年度の状況に関する調書」を添付する旨が定められている。

ところで、後述するように、本稿で用いた実証分析の政府保証債・非政府保証債のデータ系列は、日本相互証券を経由した取引事例に限られている。このようにデータを限定せざるを得なかったのは、データの入手可能性からやむを得ざることであるが、債券流通市場全体における政府保証債・非政府保証債の取引データを用いていないという点で、われわれの分析には、一定の限界があることは率直に言って認めざるを得ない⁴⁾。

そうした面を考慮しても、われわれは本稿のインプリケーションには意味があると考えている。例えば政府保証債については財政法第15条の国庫債務負担行為として国会の承認を受ける必要がある。他方、「暗黙の政府保証」の付いた

非政府保証債については、こうした措置は基本的に行われていない。しかしながら、実態的に「暗黙の政府保証」が存在するのであれば、非政府保証債についても同様な措置が必要なことに加え、こうした「暗黙の政府保証」を加味した実質的な政府債務の規模を考えることが、重要な課題となってくると考えられる。

最後にこの節を終えるにあたって、本稿の構成を示す。第Ⅱ節では、政府保証債・非政府保証債の発行市場、流通市場等を簡潔に概観する。第Ⅲ節では、流通利回り格差の決定要因を考察した後、データに基づく実証分析を行う。第Ⅳ節では、実証分析の結果を踏まえて、本研究のインプリケーションを議論する。第Ⅴ節は結語である。

Ⅱ．政府保証債・非政府保証債の概要

Ⅱ．１ 政府保証債・非政府保証債の発行市場

1997年度に政府保証債の発行を予定している機関は、公営企業金融公庫や日本道路公団など、あわせて16団体である。これらの団体は、たとえば「政府保証公営企業債券」などというように、それぞれの発行体の名称を冠した債券を発行している。政府保証を行うにあたっては、各機関の設置法などの法律的根拠が必要である⁵⁾。現在、制度上、政府保証債を発行し得る機関は全部で31団体である。また、現在及び過去に発行実績のある団体は28団体である。政府保証

債は現在、公募の10年債であるが、同一月に発行されるものはすべて同一の発行条件である。

これに対し、非政府保証債は、公庫公団等と引受者との間の縁故関係に基づいて、発行されるので、通常「縁故債」と称されている。その応募先によって、金融機関向け、地方公共団体向け等に分類できる。1997年度に縁故債の発行を予定している機関は、公営企業金融公庫や日本道路公団など、全部で18の団体である⁶⁾。このうち、縁故債だけでなく、政府保証債の発行も予定している機関は11団体である（表1参照）。

4 しかしながら、債券は基本的に金利商品であり、債券価格の公示性は、上場債のほか、公定歩合や指標銘柄の流通利回りを参考にある程度確保されている。このため、政府保証債・非政府保証債という限定された銘柄を取り上げ、その流通市場の価格付けに市場原理が反映されていると考えて分析を進めることに、大きな問題はないと考えられる。

5 例えば、日本道路公団法第28条(債務保証)で、政府は、法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律第3条にかかわらず、国会の議決を経た金額の範囲内に驚いて、道路債券に係る債務について保証することができる、としている。

なお、公庫・公団等の特殊法人が発行する債券等については、その根拠法に基づき一般担保が供されている。すなわち、債権者は特殊法人の財産につき、民法の規定による一般の先取特権に次ぐ、優先弁済権を有することとなっている。

表1 政府保証債・非政府保証債発行団体一覧（1997年度）

団 体 名	政府保証債	非政府保証債
住宅金融公庫		○
中小企業金融公庫	○	
公営企業金融公庫	○	○
住宅・都市整備公団	○	○
船舶整備公団		○
地域振興整備公団		○
日本道路公団	○	○
首都高速道路公団	○	○
阪神高速道路公団	○	○
本州四国連絡橋公団	○	○
日本鉄道建設公団	○	○
新東京国際空港公団		○
鉄道整備基金		
日本国有鉄道清算事業団	○	
石油公団	○	○
東京湾横断道路株式会社	○	○
関西国際空港株式会社	○	○
民間都市開発推進機構	○	
空港周辺整備機構		○
電源開発株式会社	○	○
北海道東北開発公庫		○
海外経済協力基金	○	
水資源開発公団		○
社会福祉・医療事業団	○	
合 計	16	18

6 ちなみに後述する実証分析のデータ系列に用いている特殊法人の概要を示すと下表のようになる。

	資 本 金 (千円)	出 資 割 合			
		政 府	地公体	民 間	その他
公営企業金融公庫	16,600,000	100.0%			
日本国有鉄道清算事業団	788,650,654	100.0%			
日本鉄道建設公団	75,621,168	100.0%			
日本道路公団	1,129,033,042	100.0%			
住宅・都市整備公団	220,828,949	98.2%	1.8%		
本州四国連絡橋公団	460,449,500	68.1%			
新東京国際空港公団	225,256,241	100.0%			
石油公団	1,513,441,984	100.0%			
雇用促進事業団	1,925,102,560	100.0%			
関西国際空港株式会社	441,900,000	66.7%	16.7%	16.7%	
東京湾横断道路株式会社	90,000,000		33.3%	33.3%	33.3%
首都高速道路公団	397,294,000	50.0%	50.0%		

根 拠 法	主 幹 省
公営企業金融公庫	自治省財政局公営企業第一課，大蔵省銀行局特別金融課
日本国有鉄道清算事業団法	運輸省鉄道局国有鉄道清算業務指導課，等
日本鉄道建設公団法	運輸省鉄道局財務課
日本道路公団法	建設省道路局日本道路公団，本州四国連絡橋公団監理官
住宅・都市整備公団法	建設省住宅局住宅・都市整備公団監理室，運輸省鉄道局都市鉄道課
本州四国連絡橋公団法	建設省道路局日本道路公団，運輸省鉄道局財務課，等
新東京国際空港公団法	運輸省航空局飛行場部新東京国際空港課
石油公団法	資源エネルギー庁石油部
雇用促進事業団法	労働省大臣官房総務課
関西国際空港株式会社	運輸省航空局飛行場部関西空港課
東京湾横断道路株式会社法	
首都高速道路公団法	建設省都市局都市総務課都市高速道路公団管理室

（資料） 特殊法人総覧平成9年版（総務庁行政管理局監修），財政金融統計月報（大蔵省）543

(発行額・発行残高)

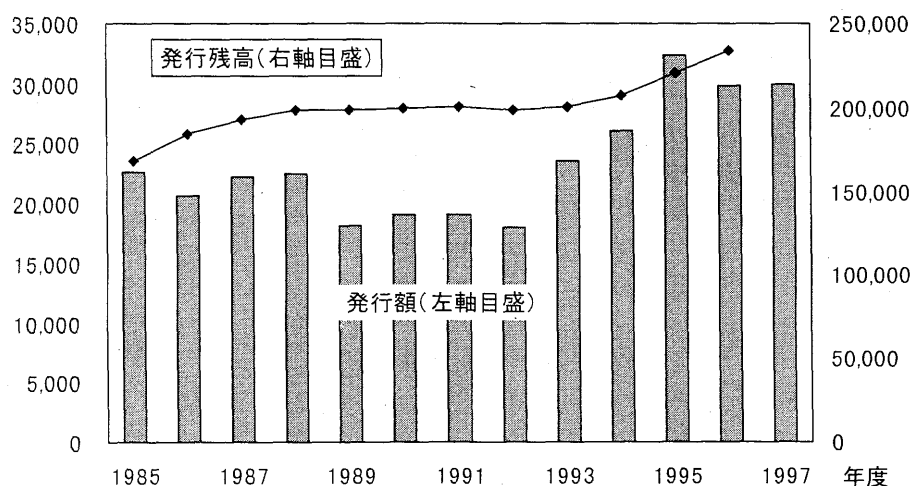
政府保証債や非政府保証債の発行額は、それを発行する個々の公庫公団等の資金需要に依存しているのは言うまでもないことであるが、総額で見ると、1985年以降政府保証債の発行額は概ね2～3兆円の間で、非政府保証債の発行額は1～2兆円の間で推移している。例えば、1996年度の政府保証債の発行額は2兆9887億円、発行残高は23兆3716億円となっている。他方、1996年度の非政府保証債の発行額は1兆1056億円、発行残高は9兆3668億円となっている(図1参照)⁷⁾。

ちなみに、1995年度の政府保証債や非政府保証債の規模を、国債や事業債の規模との比較で見たのが表2である。公共債と民間債を合わせた公社債合計の発行額は約125兆円、発行残高は約366兆円である中で、国債が発行額・残高とも過半を超える大きな割合を占めている。一方、政府保証債と非政府保証債を合わせた発行残高は約32兆円(それぞれ約22兆円と約10兆円)で、事業債の約23兆円、公募地方債の約10兆円を凌駕している。こうした面を考慮すると、債券の発行・流通両市場に与える影響の大きさは無視できないものと思われる。

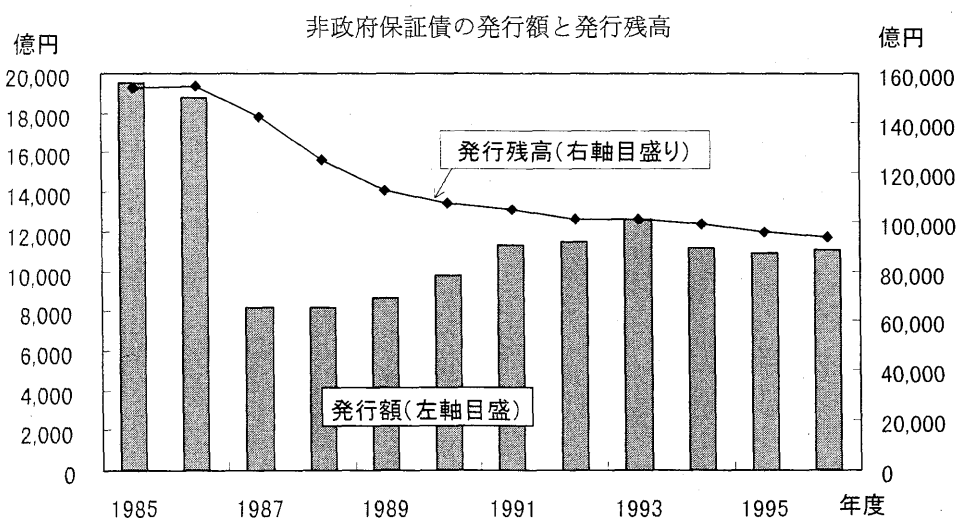
億円

図1 政府保証債の発行額・発行残高の推移

億円



(注) 1997年度の数値は当初計画ベース



7 ちなみに1987年の国鉄民営化以前に関しては、国鉄が発行する非政府保証債の規模が大きく、全体として非政府保証債の発行額の規模が、政府保証債の規模を上回っていた時期もあった。

表2 (単位億円)

	発行額	同比率	発行残高	同比率
公共債	747,336	59.87%	2,671,814	72.92%
国債	684,306	54.82%	2,251,847	61.46%
政府保証債	32,370	2.59%	221,001	6.03%
非政府保証債	10,920	0.87%	96,001	2.62%
公募地方債	19,740	1.58%	102,965	2.81%
事業債	57,192	4.58%	231,456	6.32%
電力債	16,050	1.29%	122,662	3.35%
一般事業債	39,142	3.14%	88,465	2.41%
NTT・JR債	2,000	0.16%	20,329	0.55%
金融債	443,643	35.54%	760,807	20.76%
合 計	1,248,171	100.00%	3,664,077	100.00%

(注) 非政府保証債には、住宅金融公庫、雇用促進事業団の財形債券は含まず。

II-1-a. 政府保証債の発行市場

(発行方式及び引受方式)

政府保証債は、不特定多数の投資家を対象に発行される公募債の一種であり、その安定消化を図るために、金融機関及び証券会社からなるシンジケート団（以下では「シ団」と略す）引受方式で発行される。引受シ団の主な役割は、①政府保証債の発行の都度、発行機関と「引受並びに募集取扱契約」を締結し、この契約に基づいて不特定多数の投資家に対し募集の取扱を行うこと、②募集の締切日までに応募額が発行予定額に満たない場合はその残額を引き受けること、等である。

(発行の手続き)

政府保証債の発行手続には、年度内発行額の決定と毎月の発行手続とがある。年度内発行額の決定については、市場での消化能力と、資金運用部資金や簡保資金等、他の財投原資見込みを考慮しつつ決定される。この際、大蔵大臣は、国債と同様に、国債発行等懇談会の意見を聞くこととなっており、これを受けて、年度当初、引受シ団は引受シ団会議を開き、年度内発行額を了承している。

毎月の発行額については、発行体からの債券発行に関する認可、政府保証の承認等の手続、引受シ団幹事との協議等を経た後、シ団主要メンバーによって構成されるシ団会議の場で最終的に決定されることとなっている。

(発行条件)

政府保証債の発行条件は、政保債の流通実勢をはじめ、その時々金融情勢・公社債市場の動向等を総合的に勘案して発行の度に決定されている。

かつての規制金利時代には、金融機関の諸金利や各種債券の発行条件などの「金利体系」の中で、事実上一定のルールによって決定されていたのが実情である。しかしながら、政保債流通市場の整備等により、1985年度以降、次第に弾力的に決められるようになり、1987年度以降は市場実勢を尊重した発行条件の決定が定着している。

政府保証債の発行条件は、①政府によって元利払いが保証されていることから信用力が非常に高いこと、②日本銀行の適格担保となっていること、③B I S規制においてリスクウェイトがゼロとされていること等から、国債に次ぐ低い水準となっている。

II-1-b. 非政府保証債の発行市場

非政府保証債は、公庫公団等の資金需要、金融情勢に依存して発行額が決められる。公庫については、政府関係機関の予算として国会の議決を受ける必要があり、公団・事業団等については、主務大臣の認可(認可に当たっては大蔵大臣への協議が必要)が必要である。

1968年に国鉄が金融機関引受の債券（と号債）の発行を開始し、その後、多くの公庫公団が国鉄と号債と同じ形式の債券を発行するにおよび、非政保債の発行額も逡増した。これは

1965年以降公庫公団の資金需要が高まったことと軌を一にしているものである。1987年度以降は、国鉄分割・民営化に伴い、国鉄関係の資金調達的大幅な見直しが行われたこと等から、非政保債の発行は大幅に減額されている。

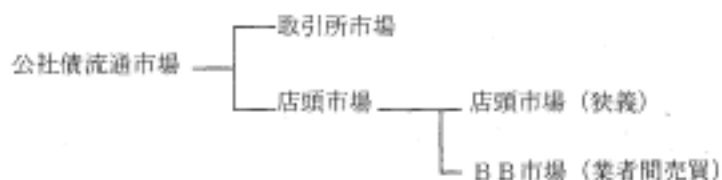
II-2. 政府保証債・非政府保証債の流通市場

公社債の流通市場は、証券取引所における取引所市場と店頭市場に大別され、店頭市場はさらに、顧客と証券会社等との間の相対取引(狭義の店頭取引)と、日本相互証券⁸⁾等のBrokers' Broker(通称BB)を介した業者間取引に区分できる(図2参照)。

取引所市場は、証券取引所において、顧客が取引所会員である証券会社に委託して、又は証券会社が自己勘定で売買する市場である。他方、店頭市場は、証券会社や銀行等の店頭において、顧客が証券会社や銀行等との間で、又は証券会社等債券ディーラー相互間で売買する市場である。

取引所での売買が中心となっている株式と異なり、公社債の売買は、銘柄、取引量、課税方法、取引形態等が多様であるため、取引の大部分がディーラー中心の店頭市場で行われている。したがって、取引所市場はむしろ、一定のルールの下で需給を統合し公正な価格形成を行い、

図2



8 同社は債券の流通市場の拡充を目的として、1973年に設立された債券専門の業者間売買仲介会社。設立の背景は、昭和1973年2月、大蔵大臣の「内外の経済、金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方について」の諮問に、証券取引審議会が答申をしたことにある。すなわち、この答申の中で「証券会社相互間の取引を推進し、いわゆる証券会社別市場の解消を図り、取引価格、取引量等の実情を公表するなどの措置を講ずることが望ましい」との提言がなされたのに基づき、証券界では証券会社の公社債売買を仲介する専門証券会社の設立の気運が高まった経緯がある。

こうした設立背景から当初の資本構成は証券会社に限定されていた。その後、1985年以降のバンクデーリングの開始に伴い銀行団からの出資を受け、現在では証券会社：銀行団＝8：2の出資比率になっている。

同社は民間出資の非上場株式会社であるものの、設立目的から公共の色合いが強い。例えば、同業他社である仲立証券等が純粋にブローカー業務として、売買仲介業務を行っている一方で、当社は鞘を抜かないディーラー業務としてこれを行っており、有価証券取引税も課税されない(ただしコミッション・フィーは徴収している)。

9 株式の場合は、経済情勢等を背景としつつも、基本的には各銘柄毎の需給関係によって株価が形成されることから、競争売買に基づく公正な価格形成を図るためには証券取引所において取引を集中する必要がある。これに対して、公社債は、基本的に金利商品であり、その時々金融情勢や金利水準に基づく利回り水準から各銘柄の相場がある程度割り出し得る。したがって、取引所における売買であっても店頭における売買であってもその価格水準はほぼ同一の水準になるため、市場集中する必要性は相対的に低いと考えられている。このため、公社債の場合、取引が店頭取引中心に行われていても、公正な価格形成が確保できると考えられ、取引所の機能は価格の公示性に重点が置かれている。

なお、公社債は、受渡日、銘柄等がまちまちであるため、投資家の売り買いがうまく一致するとは限らない。このため、取引を円滑に進めるためには、ディーラーは一定の在庫を保有し、投資家の売りに対しては自己の勘定で買い向かい、投資家の買いに対しては自己の保有在庫を含めて対応する必要がある。しかし、ディーラー機能を強化しようとして在庫を過大に増大させれば、相場変動に伴う価格変動リスクが大きくなる。これを補い、在庫の過不足を調整するのが業者間売買である。ただ仮にディーラー同士で直接取引するということになれば、売りたい銘柄、買いたい銘柄、売買金額の規模等の売買内容が相手方に分かってしまう。これらの事情から業者間売買の仲介を専門とする日本相互証券が設立され、流通市場における重要な位置を占めている。

これを一般に公示するということが重要な機能となっている⁹⁾。

(政府保証債の流通状況)

政保債の売買も、証券取引所における取引所市場と店頭市場とに大別されるが、国債と同様に店頭市場での取引が大半を占めている。

政保債の流通性改善のために、1987年度には、①少額発行機関の発行抑制、②満期一括償還制度の導入(それまでは、3年据置後毎半年毎3%ずつ抽選償還)、③有価証券取引税の国債と同率への引下げ、の措置がとられたほか、1988年8月には日本相互証券において政府保証債の集中売買制度が開始された。

(非政府保証債の流通市場)

非政保債の多くは、取引先金融機関や施設の利用者及び関連会社等、発行者と関係のある一定のグループによって消化されるものである。もっとも、金融機関が引き受ける非政府保証債は、最近では、縁故性よりもむしろ発行者自身

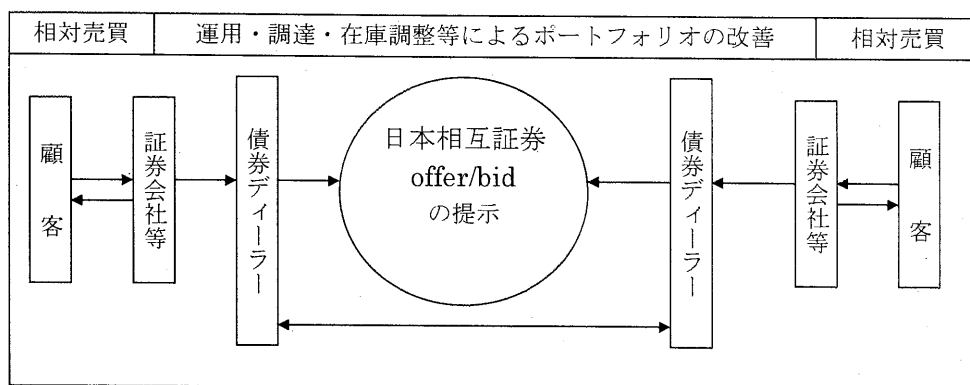
の信用により、一般的に金融機関から資金協力を受けるというコマーシャルベースの性格が強くなってきている。

なお、非政保債の流通はもっぱら店頭取引によっている。

(店頭流通市場の構造と参加者)

政府保証債・非政府保証債の店頭流通市場の直接の参加者は、債券ディーラーである。債券ディーラーとは証券会社と証券取引法第65条の2第1項に定める大蔵大臣の許可を受けた銀行その他金融機関(いわゆるディーリング認可金融機関。ただし商品勘定¹⁰⁾のみ)である。さらに、ディーリング認可金融機関は、債券ディーラーとしては公共債の売買しか行えない。したがって、非政府保証債流通市場にはディーリング認可金融機関が含まれない¹¹⁾。もっとも銀行は当該債券については近年は系列の証券子会社を通じて売買を行っているため、政保債・非政保債の店頭流通市場者の間に大きな差はない(図3参照)。

図3



10 金融機関のディーリング業務を適正に遂行させるため、勘定分離がなされることとなった。すなわち、銀行法10条2項2号に基づく付随業務としての投資目的の証券売買を行う「投資勘定」とディーリングのための「商品勘定」を明確に分離し、各々について適正な運営を図ることとし、原則として両勘定の付替えは行わないこととされている。

11 公共債の定義について、明文の規定があるわけではないが、一般に証券取引法第65条第2項第1号に掲げる次の有価証券のことを指すことも多い。

①国債証券

②地方債証券

③政府が元本の償還及び利息の支払いについて保証している社債券その他の証券
したがって特殊法人が発行する非政府保証債は公共債に含まれないとする意見もある。

(取扱高)

日本相互証券株式会社の最近時の政府保証債・非政府保証債の流通市場における取扱高を示したのが図4である。1997年の平均月取扱高(売りと買いの合計額面)は政府保証債が約1,229億円、非政府保証債が約33億円となっている¹²⁾。政府保証債は証券会社の自己売買の一手段となりうるものの、非政府保証債は農協等の機関投資家の銘柄入れ替えの注文を仲介するだけのことが多い。又、発行額も政府保証債の方が多く、こうしたことから、両債券の取扱高には大きな差が生じている。

(銘柄の顔と売買量)

実務家の意見によれば、債券の売買に際しては、その商品イメージを示す「顔」が価格形成に影響を及ぼすことがある。例えば、政府保証

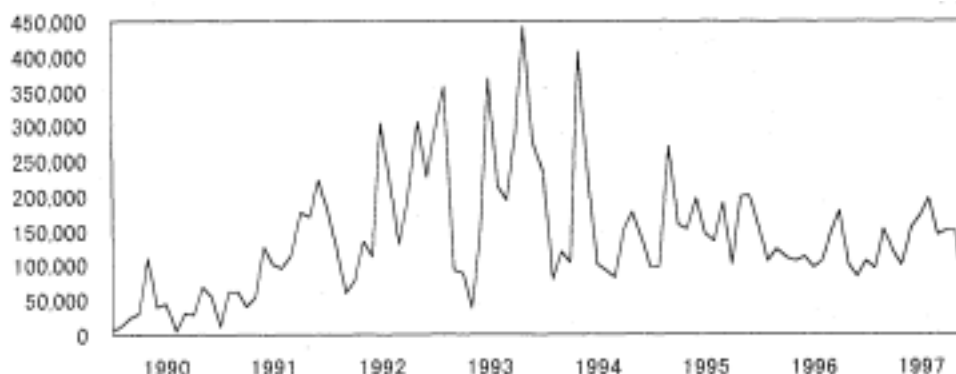
債・非政府保証債を問わず、公営企業金融公庫は発行量が大きいこともあり、「顔」の良い銘柄と考えられることが多いが、国鉄清算事業団はその名も示すように「顔」の良くない銘柄と受け止められることが多い。こうした銘柄の違いが、流通市場の取引に際し、投資家の選好に大きな影響を及ぼしている。

また、売買のロットも利回り決定の重要な要素である¹³⁾。ロットが大きい取引は相対的に高値(低利回り)になることが多く、逆にロットがまとまらない小額の取引は値が付きにくい、付いたとしても比較的安値になる傾向がある。

「顔」が良くロットも大きい公営企業金融公庫のような銘柄は、売買実績も格段に高いが、逆に「顔」の悪い国鉄清算事業団は、それが利回りに反映されるので、公営企業金融公庫に次

百万円

図4 政府保証債の取扱高



非政府保証債の取扱高

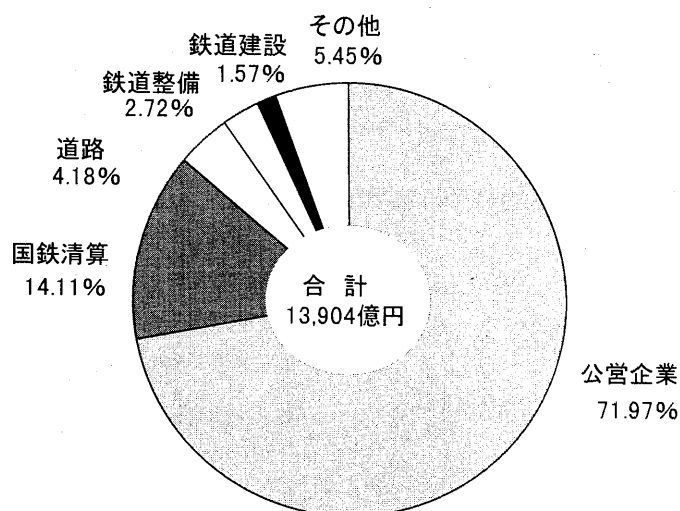
百万円



12 流通市場における政府保証債・非政府保証債の取扱高には当然に同社を介さない債券ディーラー間での直接取引も含まれることには留意。

13 比倫的な言い方をすれば、銘柄の「顔」に対してロットの大きさは「体格」と言えるかもしれない。

図5 97年3月期政府保証債種類別取扱高



ぐ売買実績を有している（図5参照）。それ以外の銘柄については「顔」の善し悪しは一概には言えないものの、大きな差異は認められない。

なお、読者の中には、「顔」というような曖昧な要因が利回りに影響を与えるという事実から、むしろわれわれが分析対象にしている市場で行動するプレイヤーたちの合理性に疑念を持たれる方も少なくないかもしれない。しかしながら「顔」の存在は、必ずしも合理性と矛盾するものではない。なぜなら大多数の市場参加者が、市場で現在および将来売買される債券について「『顔』の良い債券は売却しやすい」という期待を形成すれば、その期待は自己実現性を持つ可能性が大きいからである。（ロットが利回りに影響を与える事実もまた同様の説明によって合理化されるであろう。）

（値幅制限）

公正慣習規則等で非上場債券には概ね以下のような仕切値幅制限がある。これは日本証券業協会が毎営業日に示す店頭基準価格を大幅に超えた取引を制限するもので、一種の公示性を保つ役割を果たしている¹⁴⁾。

政府保証債＝基準価格±その2%

非政府保証債＝基準価格±その4%

この種の値幅制限は、債券価格の乱高下を防止するという点では、一般論としては一定の意義があるが、とりわけ非政府保証債のような売買高の少ない特殊な債券の流通市場では、価格形成に歪みをもたらす懸念がある。なぜなら、この種の債券はごく限られたディーラーによって取引が行われるため、気配値の設定にあたって必ずしも十分な市場情報が得られないことが多い。したがって、設定された気配値は必ずしも市場の実勢を反映しておらず、仕切値幅制限はむしろ人為的な価格規制として機能してしまう可能性がある。このような価格規制が存在することで、非上場の政府保証債や非政府保証債の流通市場での流動性が制限され、売買実績が少なくなる一因となっているおそれがある。

14 これは非上場公社債の店頭売買の基準となる気配であり、発表日の前日午後3時現在における額面5億円程度の売買の基準となる。この気配値は国債、地方債及び政府保証債については証券会社及びディーリング業務を行う金融機関から、その他の公社債については証券会社から報告を受け、日本証券業協会が取りまとめている。

III. 流通利回り格差の決定要因と実証分析

III-1. 基本的な考え方ー債券流通利回りの決定要因ー

本節では、第Ⅱ節で概観した政府保証債と非政府保証債の流通市場の特性を踏まえ、両者の流通利回り格差の決定要因を考える。まず、その前段階として債券の流通利回りの決定メカニズムを考察する。

一般論としては債券の流通利回りは、需給関係や金利の先行き見通し等により変動するが、個々の銘柄の利回り水準についてみると、債券固有の属性、例えば残存期間や発行量および流通量等によって、利回り水準は異なってくる。

債券の満期までの残存期間の長短により利回り水準が異なる理由については、一般的に次のような面が考えられる。すなわち、満期保有を前提とした場合、長期債の方が資金を長期にわたり固定させるため短期債と比べて流動性に欠けている面がある。このため、通常、短期債の方が長期債より選好され、利回りが低くなるという考え方がある。しかし、こうした考え方は流通市場の発達に伴い、長期債、短期債を問わず、換金の利便性が向上している状況を見ると、現実的ではないと思われる。むしろ債券の流通市場の成熟の度合が流通性の多寡に大きな影響を与えるものと考えられる。

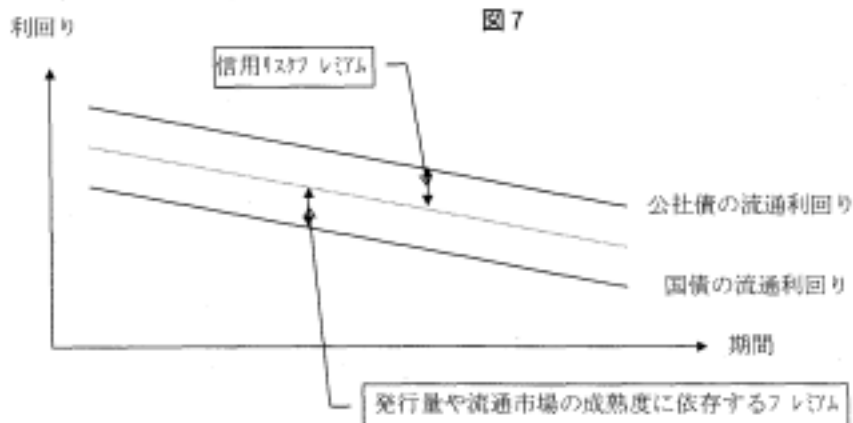
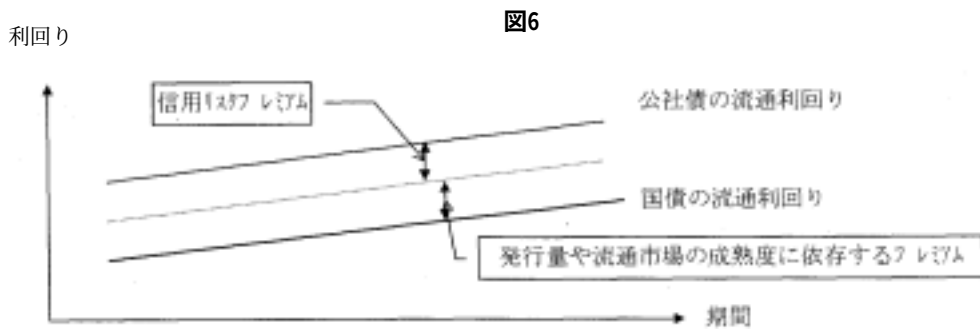
さらに常に長期の利回りが高く、短期が低いという関係が常に成立しているとは限らない。確かに先行き金利が上昇すると見られている場合、いずれ金利が上がってから長期債に投資した方が有利と考えられるので、当面は長期債保有は避け、短期債での運用に資金が向けられやすい。したがって、短期債に比べて長期債の方が相対的に利回りは高くなる。他方、先行き金利が低下すると見られている場合には、金利の高い今のうちに長期債投資を行なった方が有利であると考えられるため長期債に対する選好が

高まる。したがって、短期債に比べ長期債の利回りは相対的に低くなる。このように先行きの金利に対する期待が利回り曲線の形状に影響を与えることには留意する必要がある。

他方、市中向け発行量や流通量の多寡は、直接、流動性の大小につながり、利回りの違いの一因となっている。つまり発行量が大きければ、それだけ流通市場における取引量も大きくなる可能性が高い。このため、いつでも市場価格での売却が可能となり、資金化が容易であるため、人気が出て割高となっている。その極端な例が、国債の「指標銘柄」である。現実的には、こうした発行量や出来高の規模、流通市場の成熟度に依存する形で債券の流動性に差が生じること多い。

また、特に事業債については、コーポレート・リスクが信用リスクとして利回りに反映されることになる。事業債は格付会社による格付を取得していることが多く、こうした格付のランクに応じてリスク・プレミアムが付加されることとなる。こうした信用リスクも利回り形成に際して差を付ける要因となっている。これは安全資産である国債の利回りに対して追加的に要求される信用リスクプレミアムと考えることができる。

次に、以上のことを念頭に置きつつ、実務家からの意見も参考にして、実際、どのような形で公社債の流通利回りが決定するのかを考えよう。わが国の公社債の流通利回りは安全資産である国債の流通利回りを基準に、これに発行量や出来高、流通市場の成熟の度合等に依存して決まるプレミアムや信用リスクプレミアム等が付加される形で決まる。尚、先行きの金利の見通しによって利回り曲線の形状が順イールド（図6）、あるいは、逆イールド（図7）になることには留意する必要がある。



このような関係を定式化すると以下のようになる。ここで(1)式は安全資産である国債の流通利回りに流通量，流通市場の成熟度に依存するプレミアム，安全資産である国債の利回りに対して追加的に要求される信用リスクプレミアムが付与される形で債券の流通利回りが決まることを示している。一方，(2)式は純粋期待仮説に基づくものである。

$$\begin{cases} r^T = r_f^T + f(x, y) & \dots\dots\dots(1) \\ r_f^T = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T E(R_f^i) & \dots\dots\dots(2) \end{cases}$$

ただし、 r^T ＝残存期間Tの債券の利回り
 r_f^T ＝残存期間Tの安全資産（国債）の利回り
 R_f^i ＝i年後の残存期間1年の安全資産（国債）の期待利回り
 x ＝当該債券の相対的な発行量・流

通量等，流動性の大きさを示す変数

y ＝当該債券の発行体の事業リスク等，信用性の大きさを示す変数

$$\frac{\partial f}{\partial x} < 0 \quad \frac{\partial f}{\partial y} < 0$$

純粋期待仮説は一定の前提の下で，市場で観測される債券利回りは将来の短期金利に関する期待によって形成される，というものであり，裁定取引を通じて(3)式のような関係が成立することを説明するものである。

$$(1+r_h^T)^T = (1+R_h^1)(1+R_h^2) \dots (1+R_h^T) \quad \dots\dots\dots(3)$$

(3)式の両辺の対数をとって線形近似すると(2)式が得られる¹⁵⁾。債券利回りの決定要因や金利の期間構造を説明する理論としては，これ以外

15 厳密には当式の利回りにはスポットレートを用いる必要がある。最終利回りについてこの関係を用いることは，高橋（1988）に詳しい。

にも投資家の間に期間に対する強い選好が存在するため、短期債市場と長期債市場の裁定が働かないとする市場分断仮説や長期債保有にはプレミアムを要求するという流動性プレミアム仮説等があるが、本稿での目的が政府保証債と非政府保証債の利回り格差の検証にあることから、ここでは深入りしない。よって今後の分析では(2)式は所与のものとして、(1)式を中心に取り上げることになる。

III-2. 政府保証債と非政府保証債の流通利回り格差の定式化

次に政府保証債と非政府保証債の流通利回り格差の要因を考えよう。この種類の債券は公団公庫等の特殊法人が発行するものであるので、各特殊法人の間での信用リスクの格差が存在するかどうかを検討してみたい。

特殊法人などについては、①根拠法に基づいて設立されており、資本金での政府の関与の度合にも大きな差異は認められない、②ディスクロズの基準が投資家に十分に行き渡っていないこともあって、個別事業体の財務状況の善し悪しを明確に判別することは困難であることなどが言える。したがって、このような状況下では、特殊法人等の間での信用リスクの差は存在しないか存在したとしても微少なものであると考えられるので、われわれは信用リスク格差が存在しないものと仮定して分析を進めたい。

なお、後述のとおり、本稿での実証分析で比較する両債券のデータ系列の残存期間は概ね同一のものを採っていることから残存期間による差について考慮する必要はない。

したがって、ここで政府保証債の流通利回り

を r^I 、非政府保証債の流通利回りを r^N とすると、

$$r^I = r_f + f_I(x_I, y)$$

$$r^N = r_f + f_N(x_N, y)$$

が成立するので両債券の格差は、

$$r^N - r^I = f_N(x_N, y) - f_I(x_I, y)$$

$$= f_N(x_N) - f_I(x_I)$$

となる。実証分析に際しては $f(x)$ の関数の形状につき特定化、および相対的な流動性の多寡を表す x についての検討を行い、データ系列を挿入して推計を行うことになる。

III-3. データ系列

データに関しては、1996年8月から1997年11月までの期間内の流通市場において、政府保証債・非政府保証債の出来高がついたもののうち、ほぼ同一の約定日であると考えられ、かつ償還期限が概ね同一のものをピックアップした。

これにより、既述のとおり、政府保証債・非政府保証債の間の利回り格差には、償還年限がほぼ同一であることから、期間リスクは捨象されることとなる。又、約定日がほぼ同一であることを決める際には、市場での極端な値動きの影響を排除するため、約定日の違いが最大8営業日以内のデータをピックアップし、かつその当時の国債流通利回りの変動等が矮小なものを選別した¹⁶⁾。

III-4. 推計関数の特定化と実証分析

ここで $f(x)$ の関数の形状としては $f(x) = a$

16 われわれが用いたデータセットについては、①データの数少なすぎることと、②各データの組が完全に同一の残存期間と同一の約定日でないこと、という2点で批判があり得ることは十分に承知している。しかし①については、日本相互証券から頂戴した政保債と非政保債についての莫大なデータのの一つ一つを照合するという作業を通じて得られたのがこのデータセットである。また、②の批判に答えようとするデータ数がさらに少なくなってしまうので、回帰分析に耐え得る最小限のデータセットを確保するためには、②の点がある程度犠牲にせざるを得なかった。われわれの分析には、たしかにこのような問題点が内包されているが、以下で示すような計測結果の良好性から、われわれの分析結果には一定の一般性があるものと考えている。

$+b \cdot x$, $a > 0$, $b < 0$ を想定する。また、 x には政保債もしくは非政保債の出来高を用いる。これらの特定化の理由は次のとおりである。まず、

$$r^i = r_f + f_i(x_i) \quad i = I, N$$

であるから、政府保証債・非政府保証債の流通利回りは、国債の流通利回りに $f_i(x_i)$ だけの出来高に依存するプレミアム等が要求されることになる。出来高が大きいと、次の二つの理由で出来高に依存するプレミアムは減少する。

すなわち、第一に出来高が小額なものや端債と呼ばれる出来高が概ね1億円以下の債券は、ある程度まとまったロットの債券に比して、将来の転売コストが高くなる。一般に債券ディーラーは常に在庫を抱えながら売買を行っているが、彼らの債券売買の単位は、1億円、5億円、10億円というまとまった単位であることが多い。したがって、小額な債券は取引事例自体が少なく、将来転売できなくなる可能性をはらんでいるため、こうした転売コストが債券価格に反映される。その結果、小額の債券は高値（低利回り）になる傾向がある。

第二に債券ディーラーは、債券売買を取り次ぐ場合、売値と買値の鞘で利益を確保しようとするが、この種の仲介業務で発生するコストには固定的な部分が少なからずある。したがって、ロットの大きい債券の方がロットの小さい債券に比して、鞘抜きの水準が小さくてもよい。つまり、ロットの小さな債券は安値（高利回り）になる傾向がある。

上記の $f(x)$ の特定化の下で、

$$\begin{cases} r^I = r_f + a_I + b_I \cdot x_I \\ r^N = r_f + a_N + b_N \cdot x_N \\ a_I, a_N > 0, b_I, b_N < 0 \end{cases}$$

と表現できる。ここで a_N , a_I は出来高以外の要因が、政府保証債、非政府保証債の流通利回り決定に与える影響、例えば、国債との信用プレ

ミアムの格差や、流通市場の成熟度の格差に伴うプレミアム、等を表していることに留意されたい。当然のことであるが、 a_N には政府保証が付与されていないことによるプレミアムが含まれている一方、 a_I にはそうしたプレミアムは含

まれない。

そこで両式の差をとると、

$$r^N - r^I = a_N - a_I + b_N \cdot x_N - b_I \cdot x_I$$

となる。われわれは基本的にはこの式にもとづいて実証分析を行う。ただし、II-2の（銘柄の顔と売買量）の項で指摘した事実にもとづいて、上記式にさらに「銘柄ダミー」を説明変数として加えることとする。ところで、本稿で利用したデータ系列では、公営企業金融公庫は、非政府保証債の銘柄には含まれていない。そこで、この点を考慮して、発行量が巨額で、政府保証債の代表的銘柄である公営企業金融公庫の政府保証債がデータ組の中に入らない場合は1、ある場合は0とした。「銘柄ダミー」を加えた推計式は以下のとおりである。

$$r^N - r^I = a + (\beta^N \cdot x_N - \beta^I \cdot x_I) + \gamma \cdot \text{Dummy} + \epsilon \quad \dots\dots\dots (*)$$

この式で、右辺第1項には政府保証の有無によるリスク・プレミアム等が含まれ、第2項は出来高等の多寡に伴うプレミアム、第3項は個別銘柄のロットの大きさに伴う投資家の選好度合から生じる銘柄プレミアムが示されていることになる。

各パラメーターの符号条件は次のように想定できる。（*）式の左辺では、非政府保証債と政府保証債の流通利回りの差（通常は正の値）をとっていることから、政府保証の有無に伴うプレミアム等である a は正、また定義から β は負であると想定できる。

ダミー変数にかかる r については、公営企業金融公庫以外の発行体の政府保証債は投資家から銘柄プレミアムを要求されるので、その分、

安値（高利回り）が付くと考えられる。したがって、ダミーが存在すると、当該政府保証債の利回りが高くなるので、非政保債と政保債の流通利回り格差は縮小する。よって r は負であると想定される。

（実証分析）

最小2乗法による推計結果は下式であるが、 β_N の t 値が低い。

$$r^N - r^I = 0.140788 + (-4.2E-08) \cdot x^N - (-8.36E-08) \cdot x_I - (-0.10754) \cdot \text{Dummy}$$

(4.742198) (-0.82682) (-2.28325) (-3.58413)

補正後 $R^2 = 0.499345$

このため、 $\beta_N \neq \beta_I$ の仮説検定を行ったところ、この仮説は棄却されたことから、 $\beta_N = \beta_I = \beta$ として再度推計を行った¹⁷⁾。これは、政府保証債、非政府保証債の両市場において、出来高の多寡が与える影響については違いがないことを意味している。この仮定の下での推計結果は下記の通りである。

$$r^N - r^I = 0.156479 + (-6.9E-08) \cdot (x_N - x_I) + (-0.11478) \cdot \text{Dummy}$$

(10.42739) (-2.51625) (-4.22368)

補正後 $R^2 = 0.51488$

パラメータの符号条件はすべて適合するほか、 t 値等の水準を考慮しても、全体としては、概ね良好な結果が得られた。

IV. 暗黙の政府保証型期待の形成の可能性と問題点について

IV-1. 実証分析の含意

この節では、前節の結果を踏まえてそのインプリケーションを検討したい。前節で紹介した計測で、われわれは非政府保証債と政府保証債の流通利回り格差に関して、出来高等に依存するプレミアムなどリスク以外の要因で説明される部分を除くと、定数項部分の0.156479%の差が存在することがわかった。このような格差の主因としては、政府保証の有無に関わるリスクプレミアムの存在が想定できる。したがって、この大きさはそのようなリスクプレミアムの上

限と考えられる。この最大限0.156479%の格差は、この種のプレミアム水準として妥当なものであるうか。

図8は政府保証債と事業債の平成10(1998)年2月27日現在の公社債店頭基準気配（出来高5億円程度を想定）を比較したものである。事業債としては最高位であるAAAの格付を取得している東京電力債とNTT債のデータを採用した。これによると両者の流通利回りの気配値の間には概ね16~18bpの開きがある。こうした事実を考慮すると、公庫公団等の特殊法人が発

17 厳密には以下の仮説検定を行った。

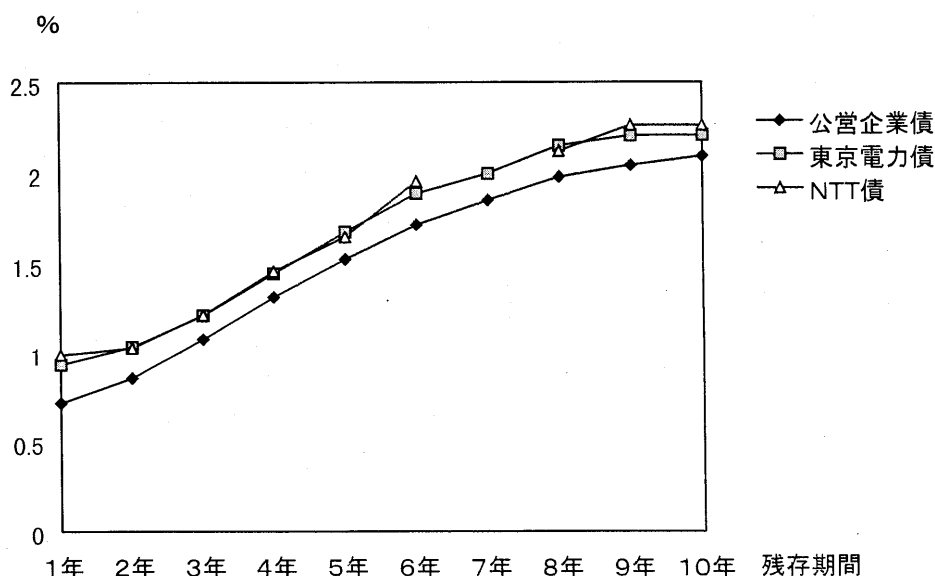
$$\beta_I = \beta_N = \Delta \beta \text{ として}$$

$$\begin{aligned} r^N - r^I &= \alpha + \{ \beta_N \cdot x_N - (\beta_N + \Delta \beta) \cdot x_I \} + r \cdot \text{Dummy} + \epsilon \\ &= \alpha + \beta_N \cdot (x_N - x_I) + \Delta \beta \cdot x_I + r \cdot \text{Dummy} + \epsilon \\ &= \alpha + \beta \cdot (x_N - x_I) + \Delta \beta \cdot x_I + r \cdot \text{Dummy} + \epsilon \\ &= 0.140788 + (-8.4E-08) \cdot (x_N - x_I) + (4.12E-08) \cdot x_I + (-0.10754) \cdot \text{Dummy} \\ &\quad (4.742198) \quad (-2.28325) \quad (0.61593) \quad (-3.58413) \end{aligned}$$

補正後 $R^2 = 0.499345$

となることから、 $\Delta \beta \neq 0$ の仮説は棄却される。

図8 政府保証債と事業債の気配値格差



行する非政府保証債券にも、AAA格かそれ以上の信用力が付与されていると考えられる¹⁸⁾。

しかし、その一方で第I節でも指摘したように、特殊法人の情報開示の水準は必ずしも十分とは言えないであろうし、また一部の特殊法人の財務体質の脆弱性が指摘されることも多い。百歩ゆずって、すべての特殊法人が非常に強固な財務体質を実態において持っていたとしても、そのような財務体質の内実を市場に確信させるに十分な情報を市場は得ていないのが実状であろう。したがってそのような点を考え合わせると、一般論としては特殊法人単体の格付をAAAとするのは困難なものと思われる¹⁹⁾。

恐らく特殊法人に対する政府の出資比率や設

立法の存在が、最後は政府が面倒を看するという安心感を投資家に流布しており、この種の「安心感」が第I節で述べた意味での自己実現性を帯びているというのが実状なのであろう。その意味で暗黙の政府保証型の自己実現的期待が形成されており、それが非政保債の信用力を向上させているものと思われる。

IV-2. 暗黙の政府保証型期待の性質と問題点

ここでは、前述のような暗黙の政府保証型の自己実現的期待が存在している理由や問題点を考えてみたい。公庫公団等の特殊法人は、社会資本整備等の公共事業を主な業務としているが、一般に公共事業は、大規模で、かつ、投資

18 社債浄化運動の歴史的経緯もあり、かつては事業債を発行できる企業は一部の優良企業に限定されていた。このため、社債を発行できる企業は倒産可能性が極めて小さく、過去において事業債がデフォルトした事例も僅かであった。またこうした企業の業績悪化に際して銀行による救済もできる環境下にあった。しかしながら、近年の事業債の発行条件の弾力化の結果、1996年1月には適債基準および財務制限条項が撤廃され、原則的には赤字企業でも社債が発行できるようになった。さらに金融自由化の中で、金融機関の体力も低下しつつある。したがって、事業債のデフォルトリスクは市場で相応に評価されつつあるものと考えられる。本稿で用いているデータ系列は1996年以降のものであり、格付けの重要性が高まっている昨今の金融市場の情勢を勘案しても、本件で用いた、非政府保証債や事業債のデフォルトリスクについても相応の評価がなされた上で、価格付けがなされていると考えることができる。

19 BIS規制上、非政府保証債は事業債よりも低い割合でリスクアセットとしてカウントされるので、この点は国際業務を展開している銀行にとっては決算期末のリスクアセット算出上、両者には差異があると言える。だが、この点に関して、発行体と縁故関係にある証券会社等には直接的な関係は認められないものと思われるため、本稿ではこの違いを無視して分析を行った。

採算がとれるまでの予定期間（懐妊期間）の長いプロジェクトであることが多い。株式会社形態をとる、関西国際空港や東京湾岸道路でも、その事業規模は優に1兆円を上回る。このような巨大事業については、事業期間の長さや事業規模の大きさが共に過大なリスクの原因となり、そのすべてを民間で担うには負担が大きくなり、何らかの形で、国家の関与がないと起動しない可能性が考えられる。

このような考え方は、この種の事業への何らかの公的関与を正当化するための論拠としてしばしば主張されることである。一般に社会資本整備等の事業への公的関与は、建設される社会資本が公共財あるいは費用低減的な特性を持っているという伝統的な市場の失敗の文脈で正当化されることが多い。しかしながら、上の論点は、既存の金融市場が巨額で超長期的な資金を引き受ける場としての機能を欠いている、という意味での市場の欠落（非完備性）もまた公的関与を正当化するとみなしているわけである。

この種の議論の妥当性については若干の検討の余地がある。まず、理論的な観点からは、取引される資金の期間および規模に関してある特定のクラスに属する市場の存在を一般に否定する根拠は存在しない。また実際問題としても、たとえば米国において満期が数十年以上にも及ぶ一般社債が発行され、それが市場で取引される事実などから考えて、とりわけ超長期の債券市場の成立を先験的に否定する根拠は存在しない。すなわち、たとえ現実で超長期かつ大規模な資金調達のための市場が欠落していたとしても、それを普遍的現象とみなすことはできない。したがって、現実にはそのような市場の欠落が観察されたとしても、その理由は、個々のプロジェクトに固有の特質や、当該国における金融市場全般の成熟度などに強く依存するものと思われる。

この点に関して注目しなければならないことは、巨大公共事業などにかかわるリスク評価の難しさである。空港建設や架橋などの巨大公共プロジェクトの建設後、当初の需要予測等がは

ずれて多大な赤字が累積する、というような現象はしばしば指摘される。この種の需要予測等の非的中は、たとえば公共事業予算獲得のためにあえて過大な需要見込みを計上して財政当局や議会を説得すると言った、事業決定に関するメカニズムの不備に起因する部分もある。しかしそれだけでなく、そもそもが計画から建設に時間がかかり、しかも建設完了後きわめて長い期間にわたって建設や運営にかかわるコストを回収しなければならない巨大公共プロジェクトは、予測に関する技術的制約から需要予測等がはずれる危険に常にさらされている。とりわけ、たとえば東京湾岸道路のように既存の道路等の代替物としてでなく、新たな路線として構築されたものは、需要予測の基礎となる既存施設等の利用量等に関するデータを欠いているため、需要予測の難しさは、既存の道路の混雑緩和のためにバイパスを建設するといった場合の需要予測と比べて相当に困難であると言わざるを得ない。

したがって、この種のプロジェクトに対して投資家の多くはきわめて保守的なリスク評価を行う可能性が生じる。もしそうならば、市場で積極的にリスクを引き受けようとする者は相対的に少なくなり、市場規模が縮小する（場合によっては市場が消滅してしまう）か、きわめて高い水準の（場合によっては禁止的なほど高い水準の）プレミアムが要求されるようになったりするかもしれない。しかしそのような場合でもプロジェクトの遂行に公益性が認められるなら、資金調達をめぐっての一定の公的関与が正当化される可能性は否定できない。

このような公的関与が是認されるプロジェクトのための資金調達市場では、市場の縮小や禁止的高金利を是正するための政府による債務保証には合理的根拠がある。しかしながらここで注意しなければならないのは、ある市場に政府による債務保証が是認されるか否かの判断基準設定の難しさである。つまり個別の市場において、はたして政府による債務保証が行われなかった場合に、行った場合と比べて市場規模の

縮小や禁止的高金利が生じるか否かが、債務保証の妥当性についての本来の判断基準であるが、この種の現象が起きるか否かはそもそもが市場参加者の期待形成のあり方に強く依存するであろうから、事前に現象の発生可能性について評価を下すのは非常に難しい。

ところで、前節までの実証分析によってわれわれは、市場は非政府保証債に対してすらきわめて微少なリスクプレミアムしか要求していないことを明らかにした。この事実は、第Ⅰ節で説明したメカニズムを通じて、市場のプレイヤーたちがこの種の債券に対してもあたかも政府保証が得られているかのごとく行動する、という結果をもたらす暗黙の政府保証型の自己実現的な期待を形成している可能性がきわめて強いことを示唆している。このような考え方の妥当性についての議論を補足するために、この種の可能性について、われわれは若干の民間金融機関の実務家に質問したが、大規模公共事業に対する与信判断に際して、当該事業の事業性の評価以上に国家による総合的な関わり具合が非常に重要であるとの見解を得た。なお、彼らによれば、国家的事業を運営する株式会社への与信判断に際しても同様であって、事業費の負担割合において国家がどの程度関与しているか、その事業体の設立法が整備されているか等が重要な判断材料になっている。このような見解もまたわれわれの結論を側面から裏付けるものと思われる。

このように、明示的であるかどうかは別にして国家の信用があるからこそ巨額のプロジェクトにも民間金融機関等が参画できるのであって、こうした期待を裏切るような事例がひとつ

でも発生すると、その波及効果は甚大なものになるとも考えられる。このように考えると巨額な資金を必要とする公共事業や社会資本の建設にあたって、政府による明示的な債務保証を付与しなくても市場はあたかも債務保証があったかのごとき反応をしてしまい、それがまた政府の選択肢を狭めてしまう可能性がある以上、公益性その他の観点からその建設等のために政府の積極的な関与やイニシアティブが望まれるなら、むしろ政府は明示的な債務保証を行った方が望ましいものと思われる。

しかしここで注意しなければならないことは、明示的にせよ暗黙にせよ政府による債務保証は、プロジェクトの事業主体の効率的な事業遂行への意欲を弱める可能性があるし、資金を供与する金融機関等に対してもリスクの適切な評価と管理のための誘因を削いでしまう可能性があることである。その結果、いわゆる放漫経営などの無軌道な姿勢で事業が遂行され、たとえば巨大な損失が将来顕在化するという事態を生み出す可能性も否定できない。この種の可能性は、政府の関与によって事業リスクが高まってしまうという意味での典型的なモラルハザードである。言うまでもなくこの種のリスクは、事業開始前や初期の段階では単なる潜在的な可能性でしかないが、ひとたびそれが顕在化した段階では政府ひいては国民に対して巨額の負担を強いることになりかねない。したがって、プロジェクトを実施するか否かの意思決定を行うに際しては、可能な限りこの種のリスクを評価することと、多面的にリスクを評価・管理する手法の確立が望まれるであろう。

V. 結 語

本稿では政府保証債と非政府保証債の流通利回り格差を分析することを通じて、暗黙の政府保証型の期待形成の存在を実証的に検討した。

データ数の制約等には留意する必要があるものの、出来高に依存するプレミアム等を除外した、政府保証の有無によるプレミアムは概ね15

bp程度であるとの推計結果が得られた。しかし、出来高の影響を捨象した後の非政府保証債の流通利回りが、政府保証債+15bpという水準は、最高位の格付を取得している事業債と同程度であること等を考慮すると、この利回り格差は過少であり、その背景には暗黙の政府保証型の期待が存在しているものと判断できる。つまり、非政府保証債の発行体である特殊法人等が立ち行かなくなった場合でも、「最後は政府が何とかする」という期待が市場参加者の間に存在していると料される。

なお、われわれは1996年8月から1997年11月までのデータを用いてこの分析を行った。したがって、1997年秋の北海道拓殖銀行や山一證券の破綻等が市場にもたらした影響はこのデータセットからほとんど読み取ることはできない。

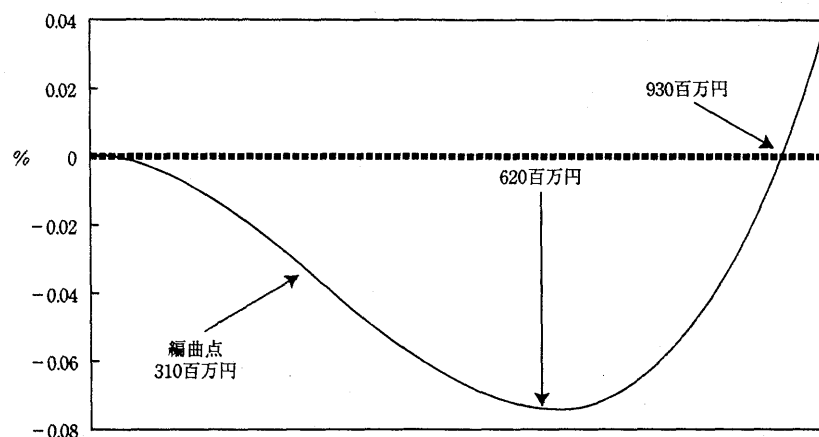
この種の大型金融破綻は、人の政府への信任に甚大な影響を及ぼす可能性があるため、それが期待形成に与えた影響を検討することは興味深い課題であると思われる。したがって率直に言ってデータの入手可能性の制約からわれわれが本稿で示した結論には、その点でも一定の制約があることは認めざるを得ない。しかしそれにもかかわらず市場参加者の間ではある意味で自明のことと考えられていた暗黙の政府保証型の期待形成の存在可能性を実証的に示した本稿にはそれなりの意義があるものと思われる。すなわち、政府保証が付与されていない負債についても、実態的には政府保証が期待される可能性がある以上、こうした負担を明示的に意識した議論を行うことが肝要であると思われる。

補 論

われわれは、本文では関数 $f(x)$ を一次式で特定化したが、別途4次の項までを考慮した多項式でも実証分析を行い、この中でt値の低い説明変数を除外していく方法による推計も行った。その結果得られたものが下式であり、 x_I については1次、 x_N については2次と3次の項が残った。

$$\begin{aligned} r^N - r^I &= 0.1493 - (0.5711 \text{E} - 06) x_N^2 \\ &\quad (6.1268) \quad (-2.5042) \\ &\quad + (0.6139 \text{E} - 09) x_N^3 + (0.9081 \text{E} - 04) x_I \\ &\quad (2.4819) \quad (2.7383) \\ &\quad - 0.1052 * \text{Dummy} \\ &\quad (-3.8803) \\ \text{補正 } R^2 &= 0.5944 \end{aligned}$$

非政府保証債：出来高に依存するプレミアム曲線
 $f(x) = -0.57 \times 10^{-6} \times x^2 + 0.61 \times 10^{-9} \times x^3$ のグラフ



ちなみに、定数項部分を除いた、政府保証債と非政府保証債の、出来高に依存するプレミアム曲線の形状を考えてみる。

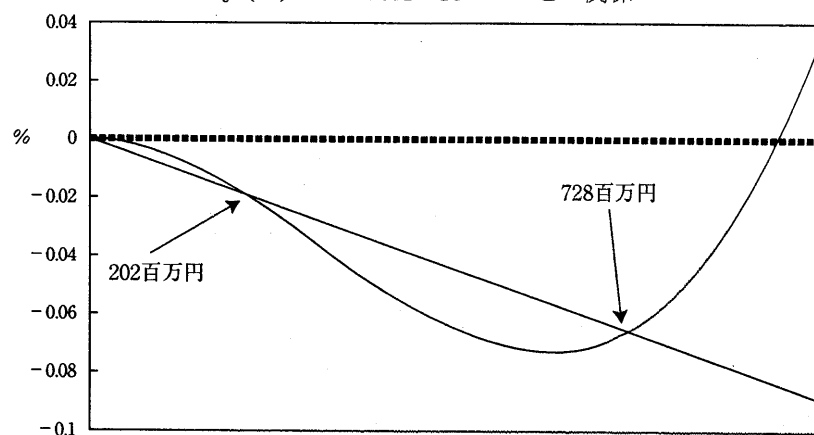
はじめに、非政府保証債の出来高に依存するプレミアム曲線を図示すると次の図のようになる ($f(x) = -0.57 \times 10^{-6} \times x^2 + 0.61 \times 10^{-9} \times x^3$)。つまり、出来高が620百万円までは、出来高に依存するプレミアムは減少する。したがって、出来高が増加すると、付加的に要求されるプレミアム部分は減少して、利回りは相対的に低くなる。しかし620百万円を超えると、出来高の増加とともに、出来高に依存するプレミア

ムも増加して利回りは相対的に高くなる。これは非政府保証債の流通市場は市場規模が極端に小さく市場参加者も限定されているので、出来高がある水準を超えてしまうと、債券ディーラーにとっての転売コストが高くなるので、その分、高い利回りが要求されるようになると考えることができる。

他方、政府保証債の出来高に依存するプレミ

政府保証債:出来高に依存するプレミアム曲線

$$f(x) = -0.9081 \times 10^{-4} \times x \text{ との関係}$$



政府保証債の流通市場は、政府保証債の発行額が非政府保証債に比して巨額であることもあり、市場参加者も多数である。このため、市場の成熟度が高く、出来高の増大に対して、出来高に依存するプレミアムは直線的に低下する。つまり、出来高が増大するにしたいが、要求される利回りは低下することになる。

なお、こうした関数式の特定化に依存することなく、非政府保証債と政府保証債の流通利回り格差の推計式の定数項部分は0.15%前後となる。このことから、出来高の多寡に依存するプレミアムを捨象した部分である定数項の推計値は、関数式の特定化に依存することなく相応の頑強性が認められることには留意されたい。

参 考 文 献

- [1] Cole, C. S., P. Liu, and S. D. Smith (1994), "The Issuer Effect on Default Risk Insured Municipal Bond Yields," *Journal of Economics and Finance*, 18 (3), 331-42
- [2] Magill, M. and M. Quinzii (1996),

Theory of Incomplete Market, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

- [3] Reinhardt, U. (1973), "Break-even Analysis for Lockheed's Tri Star: An Application of Financial Theory," *Journal of Finance*, 28, 821-838

- [4] 青山護(1989)『現代証券投資技法の新展開』日本経済新聞社
- [5] 大蔵省理財局(1995)『図説日本の公共債』財経詳報社
- [6] 大澤真・村永淳(1998)「市場リスク算出の枠組みにおける流動性リスクの計測」, Discussion Paper No. 98-J-2, 日本銀行金融研究所
- [7] 河上信彦(1995)『国債一発行・流通の現状と将来の課題』財団法人大蔵財務協会
- [8] 高橋俊治(1991)『日本の公社債市場と金融システム』東洋経済新報社
- [9] 高橋琢磨(1988)『現代債券投資分析』日本経済新聞社
- [10] 公社債引受協会(1997)『公社債年鑑No 122』
- [11] 公社債引受協会(1997)『公社債便覧No 123』
- [12] 資金運用審議会懇談会(1997)「財政投融資の抜本的改革について」
- [13] 田村義雄編(1996)『図説日本の財政』東洋経済新報社
- [14] 吉田和男(1996)『日本の国家予算』講談社

(政府保証債, 非政府保証債に関する各種データについては, 日本相互証券株式会社の協力を得た。ご協力に感謝申し上げます。)