

2000年10月23日

## 財投機関債の格付けに関する考え方

京都大学経済研究所 助教授

岩本 康志\*

(注意) 本稿での財投機関債の発行予定や制度要件は、2000年8月末の概算要求締切時の集計を前提としている。最終的な発行条件や制度要件は、本稿の前提から変化する可能性がある。

### 財投機関債の信用リスクはどう評価されるのか

2001年4月の財政投融资制度の改革により、郵便貯金と公的年金積立金は資金運用部への全額預託から自主運用に転換し、財投機関の資金調達手段として、財投債および財投機関債があらたに登場する。

財投債とは、資金運用部特別会計から名称を変えた財政融資資金特別会計が発行する債券であり、購入者側から見た場合には、国債と同等と見なされる。一方、財投機関債は、各財投機関が独自に発行する債券であり、政府保証はなく、信用リスクをともなっている。したがって、この財投機関債の信用力が市場でどのように評価されるのかが注目される。

商工組合中央金庫や帝都高速度交通営団等の財投機関は、すでに政府保証のない債券の発行実績があり、これら機関にとっては、従来の非政府保証債が財投機関債と名前を変えただけにとどまると見ることもできる。そこでまず、財投機関の発行する非政府保証債がこれまでどのように市場で評価されてきたかを見てみよう。野口・佐々木(1999)がこの問題を研究しているが、結論としては、

流動性プレミアム(流通量の少なさにともなうプレミアム)をのぞけば、政府保証債との差は最大でも15ベースポイントであり、優良な事業債(AAA格)と同等かそれ以上の信用力があると市場で評価されている、

財投機関のディスクロージャーが事業会社に劣ることを考慮すると、非政府保証債には暗黙の政府保証が付与されていると市場で認識されていると推測できる、ことが報告されている。暗黙の政府保証の存在の傍証としては、特殊法人改革の議論で、

\* 〒606-8501 京都市左京区吉田本町 京都大学経済研究所  
TEL (075)753-7127, FAX (075)753-7198, iwamoto@kier.kyoto-u.ac.jp

1997年5月に有力政治家が商工中金の完全民営化を発言したときに、商工中金債の流通利回りが急上昇し、完全民営化が否定されたときに落ち着いたことがあげられる。

今回の財投機関債が従来の非政府保証債と変わりがない性格のものであるならば、その格付けについても、非政府保証債の評価に準じることが考えられるであろう。

「暗黙の政府保証」は当初のねらいに反する

暗黙の政府保証があると市場で認識されることは、財投機関債の導入が当初目指した目的とは異なっている。

1999年12月に大蔵省理財局が発表した「財政投融资の抜本的改革案（骨子）」では、財投機関債について、「特殊法人等については、財投機関債の公募発行により市場の評価にさらされることを通じ、運営効率化へのインセンティブが高まる。このため、特殊法人等は、まず、その資金を原則として自己調達することを検討し、各機関は財投機関債の発行に向けた最大限の努力を行う」とのべている。また、1999年8月に資金運用審議会懇談会検討会が発表した「財政投融资制度の抜本的改革に係る議論の整理」では、「いわゆる『暗黙の政府保証』に依存した安易な財投機関債の発行が行われないよう、市場の評価が適切に行われるための条件整備を進める必要」があることが指摘されている。

ここに書かれている目的を達するには、デフォルトが生じても政府が債務を保証しないことが必要とされる。しかしながら、現在のところ、政府が救済をしないことを担保するための措置は講じられていない。また、特殊法人等の根拠法では法人が破綻することはまったく念頭になく、破綻処理の法的基盤が整っていない。すなわち、デフォルトをめぐる多くのことが、現状では不透明で不確実になっている。

さらに、政府の意思決定が格付けから影響を受けるといって、財投機関独特の構造が自体をより複雑にしている。かりに、財投機関債の格付けが（公共意識に目覚め（？）、財投機関債発行の当初の目的を果たすように）、暗黙の政府保証に頼るような経営状況や政府の方針に批判的であったならば、政府は市場の圧力により財投機関の健全経営につとめるだろう。一方、もし財投機関債の格付けが暗黙の政府保証を前提にして、経営破綻の可能性をリスクの評価にいれなくなると、政府は財投機関が破綻することを躊躇せず、問題のある事業を命令することができる。財投機関債の格付けの前提はどちらも自己実現的になり、2つのシナリオのどちらが実現するかは、ここでの議論からは確定させることはできない。いわゆる、「複数均衡」の議論である。

財投機関債の発行をめぐる状況と、市場でどのように評価されるのかは、不透明なままである。本稿では、財投機関債のリスクを評価する、ひとつの試案を提示するものである。

収益性を基本にして、財投機関債を評価する

財投機関債を格付けする方針としては、事業会社の格付けについて蓄積されたノウハウを基にして、一般の事業会社とは違う特徴をあらたに考慮に入れる手順が考えられるだろう。財投機関のもつ重要な特徴は以下の2つである。

公共性のある事業を遂行すること。

政府による財投機関への関与が存在すること。

第1の特徴の公共性をどのように評価するか。事業の公共性が問題となるのは、主として納税者の視点からであり、投資家の視点から見た場合に第一義的に問題となるのは、収益性である。格付けにおいても、民間事業債と同じく、どの程度償還が確実かを最初に見るべきである。一部の投資家が財投機関の公共性を重視して債券の購入を決定するのは自由であるが、全体の投資家に提供される情報は収益性にもとづくべきであり、公共性の評価については個別投資家の判断にまかせるべきであろう。公共性が格付けに影響を与えるとしたら、償還確実性への影響を通しての間接的影響のみである（例えば、暗黙の政府保証の確からしさが財投機関の公共性に比例している可能性）。国債が高い格付けを得ているのも、財政活動の公共性が評価されているのではなく、償還確実性が評価されていることである。

事業会社のリスク評価に「政治リスク」を加味する

第2の特徴を念頭に置くと、財投機関債の信用リスクに影響を与える要因は、民間の事業会社と共通の枠組みで検討することのできる部分と政府の関与が存在することによって特別の考慮が必要な部分にわけらなければならない。ここでは、前者を「通常リスク」、後者を「政治リスク」と呼ぶことにしよう。通常リスクとは、事業会社の信用力を評価する通常の手法を用いることのできるリスク、という意味で本稿で命名している。政治リスクと通常呼ばれるのは、対外直接投資に対して投資相手国政府が加える危害のおそれを指してであるが、本稿では、事業会社の通常の評価方法に加えて考慮を要する要因に対して、ルーズな意味で政治リスクという言葉を使うことにする。

財投機関への「政府の関与」は規制産業、地方自治体とは異なる

政府の関与を考慮するということでは、これまでも規制産業の企業の発行する債券における経験がある。また、ソブリン格付けや地方自治体の発行する債券の格付けもおこなわれてきている。しかし、財投機関における政府の関与を考えるには、規制産業や地方自治体の場合とは違う事情をあらたに考慮する必要がある。

まず、規制産業との比較でいくと、事業に対して直接的に介入するなど政府の関与の度

合いが強いことと、補助金、納付金等の形で政府との直接の資金のやりとりが重要であることがあげられる。民間企業としての経営の自主性をもち、政府との資金のやりとりがない規制産業の企業との違いがある。また、規制産業における中期的な政府の関与として最も企業に影響があるのは、新規参入・競争激化の脅威に対して現行規制の保護がどこまで持続するかという問題である。ところが、財投機関では、このような問題はほとんど重要ではないと思われる。

地方自治体では、地方交付税制度により、自治体の財政力格差を調整する仕組みが存在し、財務状況に違いがあるとすれば、主として自治体の判断により実行した事業の差によって生じている。この意味で、地方自治体には事業会社の類推が成立する。しかし、財投機関の場合には、事業計画に対する主務官庁の関与が強く、機関の独自の判断が財務状況を左右するとはかならずしもいえない。

なお、地方自治体と共通するのは、特殊法人の財務諸表が、企業会計とは異なった原理によって作成されていることである。しかも、各財投機関に固有の形式と用語が使用されている。このため、財務分析をおこなう際には、まず財務諸表の形式について熟知することが必要である。

#### 政府の関与は4側面

政治リスクに関連する主要な政府の関与は以下の4種類に大きく分類されると思われる。

##### 補助金等での関与

資金面での関与は、補助金、補給金、出資金等の形で、政府からの資金の移転がある。これらはルールが定められたものと、政府の裁量によって決定されるものがある。裁量による資金移転は、財投機関の経営危機時の救済策として使用されることが考えられる。とくに出資金が裁量的に行使しやすいと考えられ、経営の悪化した財投機関に出資金を追加することによって、破綻を回避する救済するシナリオを想定することができよう。

##### 資金調達への関与

財投機関は同時に財投債および政府保証債による資金調達をおこなうので、その額には政府の裁量が働く。したがって、政府が財投機関債以外での資金供給を裁量的に増やすことによって、財投機関の資金繰りの悪化をしのぐことが考えられる。

##### 事業計画への関与

財投機関の毎年の事業計画は、財投計画として、政府の深い関与のもとでまとめられる。事業に対する直接の政府の関与がここに生じる。

##### 設置形態への関与

現在、与党三党の行財政改革推進協議会では、特殊法人と認可法人のすべてを見直し、

廃止，民営化，独立行政法人化，その他の4つに分類し処理する案を検討している。財投機関の設置形態そのものについて，政府の関与が生じる。

以上の関与がもたらす政治リスクには，財投機関債保有者に悪影響をおよぼすものと好影響のものがある。主たる悪影響は，財投機関の経営を危うくするような事業を財投機関に命じてしまうことと，政府が財投機関債発行の意義を自覚し，事後的な救済をしないことを担保する措置を講じることである。これに対し，主たる好影響は，財投機関に対して必要以上の補助金等を支給してしまうこと，破綻回避の目的で資金移転をすることがあげられる。

政府の裁量的関与がないとして，「通常リスク」を評価する

財投機関の通常リスクの評価では，かりに政府の関与がないと仮定して，財投機関の事業と財務を分析することになる。「政府の関与がない」という状況の定義は難しい問題であるので，より具体的に見てみよう。

財投機関は融資機関と事業機関に分けられる。まず融資機関については，自律的に融資事業の意思決定をおこなうという形で，政府の関与がない状態を想定できる。しかし，これまで補助金・補給金を交付されていた融資機関について，今後交付されないと仮定することは適切ではないであろう。ルール化された補助金については今後も交付されていくものと想定すべきである。例えば，住宅金融公庫の補助金は，期限前償還により生じた損失を補償するとするルールと見なすことになるだろう。ルール化されていない補助金および出資金を今後どのように想定するかが，大きな問題となる。考えられる方法は，過去のデータに当てはまる何らかのルールを推定し，それを外挿することであろう。こうして求められた補助金・出資金等の推定値から乖離する部分は，政治リスクとしてとらえる。このときに生じる微妙な問題は，破綻を回避するように資金を注入する，というルールが過去のデータより読み取れた場合である。上の原則に当てはめると，通常リスクに分類されてしまうが，これは定性的には政治リスクに分類すべきであろう。

事業機関の事業はより政治過程に左右されるため，政府の関与がない状態を規定することが困難になる。ひとつの考え方は，かりに民間企業が利潤を追求するとしたら，どのような経営計画をもつかを想定することであろう。そして，事業計画への関与から生じる政治リスクは，それぞれの機関に関連する社会資本の整備計画から推測される事業計画との乖離として表現することができる。補助金・出資金等については，融資機関と同様に考えればよい。

まとめると，通常リスクを評価する際の「政府の関与がない」想定は，現状での政府の

関与に関する情報から妥当なものと推測できる、将来の事業、財務面での関与を含むものと定義することができよう。

政府の裁量的関与がない状態が確定できたら、そのもとでの財投機関の事業と財務を評価することになる。融資機関については、民間金融機関との類似性が高いので、その評価方法を援用することができる。8月のとりまとめで財投機関債を発行する予定の15機関(表1)のうち、融資機関は、商工中金、住宅金融公庫、日本政策投資銀行、国際協力銀行、日本育英会、日本私立学校振興・共済事業団、公営企業金融公庫の7機関である。

表1 財投機関債の発行予定(2000年8月現在)

機関名	発行額 (億円)
商工組合中央金庫	2184
住宅金融公庫	2000
日本道路公団	1400
日本政策投資銀行	1000
国際協力銀行	1000
帝都高速度交通営団	421
首都高速道路公団	100
阪神高速道路公団	100
水資源開発公団	100
地域振興整備公団	100
電源開発株式会社	100
日本育英会	100
日本私立学校振興・共済事業団	60
公営企業金融公庫	未定
都市基盤整備公団	未定

一方、事業機関については、類似する民間事業会社が存在する場合には、その評価手法を援用することになるだろう。帝都高速度交通営団は鉄道業、都市基盤整備公団、地域振興整備公団は不動産業、電源開発株式会社は電力業にそれぞれ該当する。水資源開発公団は河川関係の公共事業が業務であるが、建設時に事業収入のスキ

ームは決定されており、財投からの借入の必要は利水者の負担が事業終了後に収入となることから生じている。したがって、信用リスクとして重要なのは利水者の信用度であるので、類似業種の事業リスクを参考にする必要性は小さいだろう。

一方、日本道路公団、首都高速道路公団、阪神高速道路公団の道路関係3公団については、競合民間会社が存在しない特殊な業種となるので、運輸業での経験を応用する形となるであろう。

## まとめ

信用リスクの評価方法に関する以上の議論をまとめよう。財投機関債においても、一般の債券と同様に、デフォルトの発生確率とデフォルトが発生した場合の回収率によって信用リスクが決定される。

## (A) デフォルト確率の評価

通常リスクと政治リスクの評価を経由しておこなわれる。

### (1) 通常リスクの評価

「政府の裁量的関与がない」想定のもとで、事業会社に準じる手法で、財投機関のリスクを評価する

「政府の裁量的関与がない」とは、かりに民間企業であればとったであろう事業計画を想定し、明示的な制度や過去のデータから推測された補助金、出資金、財投借入金のルールが将来時点に妥当すると考えたものである。ただし、救済を目的とするルールについては、通常リスクではなく、政治リスクに含める。

### (2) 政治リスクの評価

以下のリスクを評価する。

予想される事業計画のうちで、民間企業であればとらなかったであろう部分

財投機関の経営を危うくするような事業が命令される可能性

政府が財投機関債の債務保証をしないことを担保する措置をとる可能性

財投機関の破綻を回避するために政府が資金援助をおこなう可能性

特殊法人改革により、株式会社または独立行政法人の形態に変更する可能性

デフォルトをめぐる法的リスク、破綻の法的整備がなされる可能性

### (3) 総合評価

両者を総合して、通常リスクと政治リスクを考慮したデフォルトの発生確率を評価する。

## (B) デフォルトした場合の回収率の評価

同様に、通常リスクと政治リスクに分解して表現できる。すなわち、事業会社がデフォルトした場合と同じ処理がおこなわれた場合が通常リスクであり、政府が裁量的に介入した場合が政治リスクである。

政治リスクのなかで、「暗黙の政府保証」が想定されているが、すべての財投機関債が同じ格付けを得られるわけではない。暗黙の政府保証が履行されないリスクが内在することにより、デフォルトの発生確率が財投機関で異なれば、債券の信用リスクは当然異なってくる。したがって、財投機関の経営の健全性は、債券の格付けに影響を与えるのである。

## 参考文献

野口卓・佐々木宏夫(1999)、「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」、『フィナンシャル・レビュー』、第49号、3月、167-188頁。