

企業リスクおよび地方政府リスクに関する実証分析

環境情報学部 3年 大矢洋平

総合政策学部 4年 堀江恵理子

岡部光明研究会研究論文

2007年度春学期（2007年8月改訂）

本稿の作成にあたっては、日頃より丁寧かつ親切にご指導頂いている岡部光明教授（慶應義塾大学総合政策学部）に深く感謝の意を表したい。また、岡部光明研究会のメンバーには、日頃の研究会、共同研究室(κ201)、そして合宿(7月14、15日)における研究発表での数多くの議論を通じて、大変参考になる意見を頂き感謝している。なお、本稿はインターネット上においても全文アクセスおよびダウンロード可能である。

(<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/>) また、本稿に関するコメントや問題点等ご指摘は著者にご連絡頂きたい。

電子メールアドレス:大矢 t05208yo@sfc.keio.ac.jp、堀江 s04776eh@sfc.keio.ac.jp

概要

組織体は、それが民間組織であるか公的組織であるかを問わず、その活動に関して様々なリスクを抱えている。そしてそうしたリスクは、組織体が外部に対してどのような情報をどのような形で開示するかによっても左右される面が少なくない。本稿は、企業および地方政府の2ケースを取り上げ、それらにおいて最近最も注目されている現象（企業の買収防衛策の開示、地方政府の財務状況とその開示）をこうした視点から実証的に分析したものである。

まず第1部「企業の敵対的買収防衛策が株価に与える影響—ファイナンス理論の観点から—」では、最近急増している企業のM&Aを取り上げ、企業の買収防衛策が当該企業の株価にどのような影響を及ぼすのかを定量的に分析した。ここでは、まず買収防衛策を定義したあと、日本における買収防衛策の歴史・現状について概観し、買収防衛策を4つ類型（株主対策、株式対策、経営対策、その他）に分類して整理した。特に、日本で最も頻繁に利用されている事前警告型の買収防衛策（買収者が現れた場合に買収者に対する情報開示ルールないしそれに応じない場合の買収防衛策の方法を事前に定めるもの）を詳細に記述した。次いで、敵対的買収防衛策がどの程度株価に影響を及ぼすのかを、CAR（累積異常収益率。株式収益率の期待株式収益率からの乖離幅の累積）を使用したイベントスタディによって実証分析した。その結果（1）買収防衛策は株価に負の影響を与えること、（2）買収防衛策は強ければ強いほど（防衛策の有効期限が長ければ長いほど）株価のより大きな低下を招くこと、（3）日本では買収防衛策が導入されてからまだ日が浅く、防衛策は投資家の不安感を煽る面が大きいと見られるために、上記2つの結果が得られたこと、が判明した。ただ、買収防衛策の企業価値への影響は多面的であり、さらに詳細な検討が必要である。

第2部「地方債の現状と問題点—債務不履行リスクの観点から—」では、地方自治体の資金調達のうち市場公募地方債に焦点をあて、それを巡る近年の環境変化、発行体お

よび投資家の行動などを債務不履行リスクの観点から分析を行った。まず重要な変化として、①2006年6月に夕張市が財政再建団体の申請をした後、地方債の対国債スプレッドの拡大が見られたこと、②同年8月より統一条件交渉方式(新発債の利回りを既発債の流通利回りに関わらず同等に設定する方式)から個別条件交渉方式(発行条件・発行額・振込み日等を、各発行団体がシ団と協議のうえ自主的に決定する方式)へ移行したことを指摘した。次いで発行制度の変化に伴う利回り面への影響、地方債の格付けと地方自治体の地方債発行行動との関係、信用リスクの問題(暗黙の政府保証の有無)を考察した。その結果、個別条件交渉方式採用後は、それ以前と比べ①流通利回りに即した応募者利回りの決定がなされるようになったこと、②利回りは発行体の財務状況をより適切に反映するとともに資金調達面での透明性も向上したこと、が判明した。さらに③地方債の債務不履行リスクについては、法的な政府保証の明記はないが自治体や投資家はそれを期待して行動する傾向にあることがわかった。以上を踏まえ、①地方自治体はその資金調達においては政府の介入すべき部分と市場原理を働かせるべき部分の双方が必要であること、②市場原理の導入においては自治体の積極的な情報開示が不可欠であり、そのための制度規定が必要であること、③自治体に自由度の高い財政運営を可能にするとともに金融商品としての地方債にも多様性が必要であること、を認めることを提言した。

キーワード：事前警告型、異常累積リターン、イベントスタディ、地方債、信用リスク、対国債スプレッド

目次

はじめに	1
第1部 企業の敵対的買収防衛策が株価に与える影響	
-ファイナンス理論の観点から-	2
はじめに	3
第1章 日本における買収防衛策	4
1.1 敵対的買収防衛策とは	
1.2 日本における防衛策の現状・歴史	
第2章 買収防衛策の種類	6
2.1 4つの買収防衛策	
2.2 事前警告方買収防衛策	
第3章 買収防衛策に関する実証研究	15
3.1 買収防衛策が株価に与える影響	
3.2 買収防衛策の強弱が株価に与える影響	
第4章 結論と残された研究課題	20
4.1 結論	
4.2 残された研究課題	
付表 本章の分析において対象とした企業	22
参考文献	23

第 2 部 地方債の現状と問題点－債務不履行リスクの観点から－	24
はじめに	25
第 1 章 地方債とは	26
1.1 地方債引受資金の種類の特徴	
1.2 発行体としての地方自治体の特徴	
第 2 章 地方債に関する近年の環境変化	36
2.1 近年の地方債に関する制度変化による影響	
2.2 対国債スプレッド拡大に関する考察	
2.3 引受資金構成の変化	
第 3 章 地方債の信用	45
3.1 地方債とその格付け	
3.2 政府の暗黙の保証に関する考察	
3.3 政府介入と市場原理活用のバランス	
第 4 章 結論	54
4.1 今後の課題と展望	
4.2 政策提言	
参考文献・参考 URL	57

はじめに

組織体は、それが民間組織であるか公的組織であるかを問わず、その活動に関して様々なリスクを抱えている。そしてそうしたリスクは、組織体が外部に対してどのような情報をどのような形で開示するかによっても左右される面が少なくない。本稿は、企業および地方政府の2ケースを取り上げ、それらにおいて近年注目されている現象(具体的には企業の買収防衛策の開示、地方政府の財務状況とその開示)をこうした視点から実証的に分析したものである。なお、第1部は大矢洋平が執筆し、第2部は堀江恵理子が執筆した。

第 1 部

企業の敵対的買収防衛策が株価に与える影響

ーファイナンス理論の観点からー

大矢 洋平

はじめに

1997～98年以降、日本のM&Aは急増の傾向にある¹。M&Aとは、一般に企業の合併（mergers）および買収（acquisitions）を意味する。新世紀を迎え、その傾向はより顕著なものになった。一昔前には創造もできなかったようなM&A事例が新聞紙面を賑わす事が多くなり、日本はM&A本格化時代に突入したといえる。その中でも、ステイール・パートナーズや村上ファンド、そしてライブドアによる敵対的買収行為は、未だ記憶に新しい。折から、新「会社法」の改正のための「商法現代化要綱案」が2004年12月に発表され、外国企業の株式交換に道を開く三角合併が盛り込まれていることから、経済界では敵対的買収に対する防衛策の議論がにわかに高まってきた。

そこで、本稿では研究テーマとして敵対的買収防衛策を取り上げた。本稿の構成は以下の通りである。第一章では、敵対的買収防衛策を定義したうえで、日本における買収防衛策の現状と歴史を概観する。第二章では、買収防衛策を類型化すると共に、買収防衛策の中で事前警告型と呼ばれる、日本で最もポピュラーな買収防衛策についてより詳細に記述した。第三章では、買収防衛策が世の中にどのような影響を与えるのか、その一つとして株価に着目し、買収防衛策が株価に与える影響に関して実証研究を行った。また、この章の後半部分では、強固な買収防衛策を打ち出した企業とそうでない企業の2グループにわけ、買収防衛策の強弱が株価の変化に有意差をもたらすか検証した。最後の第四章では結論と残された課題を述べる。

¹ 岡部（2007）、岡部・関（2006）を参考。

第1章 日本における敵対的買収防衛策

ここでは、まず敵対的買収防衛策とは何かを具体的に定義した上で、その後日本での敵対的買収防衛策の現状・歴史について概観する。

1.1 敵対的買収防衛策とは

一般的に買収防衛策は、敵対的買収が仕掛けられないように備える事前防衛策と、敵対的買収が仕掛けられた後で経営陣が対応する事後防衛策の双方を含んだものである。一方、経済産業省の企業価値研究会によれば、買収防衛策は、株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。ここでは、後者の狭義の買収防衛策を「敵対的買収防衛策」と定義し議論を進めていく。

表1 買収防衛策の定義

	扱う内容
狭義の買収防衛策	事前の防衛策のみ
広義の買収防衛策	事前防衛策、事後防衛策の双方を含む

(注) MAR R (2006・2007) を参考に著者作成

1.2 日本における買収防衛策の歴史と現状

日本における敵対的買収防衛策の歴史は、未だ日が浅い。日本においては、90年代後半増加しつつあった敵対的買収を景気に導入の是非が検討されるようになった。その後2005年、商学学者の神田秀樹を座長とする経済産業省の企業価値研究会によって、敵対的買収防衛策に対するルールが公開された。それを受けていくつかの企業が防衛策を導入したのが、日本におけるほぼ最初の敵対的買収防衛策といえる。

その後、新「会社法」の改正のための「商法現代化要綱案」が発表され、2007年5

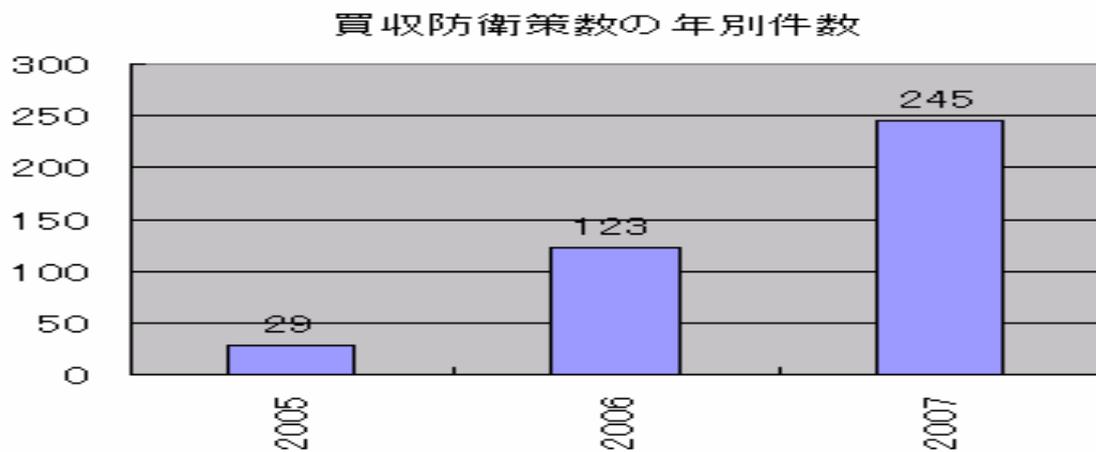
月1日、戦後最大の改正と言われた新「会社法」が施行された。この中には、これまで合併時に消滅会社の株主に交付すべき合併対価が、存続会社の株式および交付金に限定されていたものを、広く財産的価値を有するものを交付することができるという、合併対価の柔軟化（いわゆる三角合併の解禁）の改正も含まれていたが、この改正は日本企業に対する外国資本からの買収を増加させる懸念がある、という指摘があり新「会社法」の施行から1年間凍結される事になった。そして、今年の5月1日に三角合併は解禁日を迎えた。

図1： 買収防衛策の月別件数



(注) MARR (2006・2007) を参考に著者作成

図 2： 買収防衛策の年別件数²



(注) MARR (2006・2007) を参考に著者作成

図 1, 2 より、(1) 買収防衛策は年々増加している事、(2) 2006 年 5 月と 2007 年 5 月に買収防衛策を発表した企業が格段に多い事、が読み取れる。この結果から、(i) 買収防衛策を導入している企業は、約 400 社と全上場企業約 3800 社の中で約 1 割にしかならない事、(ii) 買収防衛策の導入に当たって、新会社法の導入 (2006 年 5 月)、三角合併の解禁 (2007 年 5 月) が大きく影響している事が分かった。

第 2 章 買収防衛策の種類³

2.1 四つの買収防衛策

本節では、敵対的買収の内容に焦点を当て、具体的にどのような買収防衛策があるか分類することで理解を深めていく。買収者の目的は、(1) 対象会社の株式を買い集めることにより議決権を取得する事、(2) 取得した議決権を行使して買収者の意を受けた取締役を選任する事、(3) 取締役会を支配することによって対象会社の経営権を掌握する事、の 3 つである。そこで平時にあらかじめ導入する防衛策としては、(i) 株式を取

² 但し、2006 年の買収防衛策数は 5 月～12 月の合計。2007 年の買収防衛策数は 1 月～5 月の合計。

³ 本章は、太田・中山 (2005) 逸見・渡邊 (2005) に依拠している。

得しにくくする施策、(ii) 買収者が取得した議決権比率を減少させる施策、(iii) 経営権の取得を困難にする施策、が考えられる。具体的な方法としては、従業員持株制度など株主に対して働きかける「株主対策」、株式の取得を困難にさせる株式の非公開化や、議決権比率を減少させるライツ・プランなどの「株式対策」、そして会社の経営権の取得を困難にする「経営対策」、および「その他の対策」に分類する事が出来る。2.1節では、この分類にそってそれぞれの具体的な買収防衛策を述べていく。

図3 買収防衛策の4分類



(注) 逸見・渡邊 (2005) を参考に著者作成

2.1.1 株主対策としての買収防衛策

株主対策としての一般的な買収防衛策は、安定株主の確保と維持を目的としている。安定株主として、系列会社や金融機関のほか個人株主を増加させ、長期保有してもらう事によっても株主の安定化を図る事ができる。なお、事前警告型も株主対策としての買収防衛策に入るが、これは後に節を設けて説明する。

① 従業員持株制度

従業員持株会制度は、従業員が従業員持株会を組織し、毎月一定金額の積立を行って会社の株式を購入する制度である。従業員が会社の株式を定期的に購入する事により、彼らの中・長期的な資産形成を会社が支援する制度であると同時に、従業員は退職しな

い限りその株式を売却しない場合が多いので、従業員は長期にわたる安定株主になる。

② 役員持株制度

役員持株会制度は、役員による持株会を組織し、毎月一定金額の積立を行って会社の株式を購入する制度である。会社の役員による持株会であるので会社の意志に従って行動することが期待できる一方、多くの株式を役員が保持すると、投資家から保守的な企業である、と思われる可能性もある。

③ 取引先持株会

取引先持株制度は、取引先による持株会を組織する方法である。近年、企業間の株式持ち合いが解消しつつあり、その重要性は低下しているともいわれるが、取引先持株会によって安定株主対策を行っている会社もある。

④ 個人株主の増加政策

個人株主の増加制作とは、株主優待制度などを充実させ、個人株主を増加させると共に安定株主としての個人株主の増加を目指す政策である。

2.1.2 株式対策としての買収防衛策

株式対策としての買収防衛策は、大きく分けて二つある。一つは、株式の取得を困難にする方法、株式の非公開化などがこれにあたる。もう一つは、議決権比率を減少させる方法である、ライツ・プランがこれに属する代表的な防衛策といえる。この節では、この二つの株式対策を順に述べる。

① 株式の非公開化（ゴーイング・プライベート）

株式の非公開化は、経営者などが買収されるのを防ぐ為に自社株式を取得して株主数を減少させ、株式を非公開化することをいう。その方法としては、経営陣や従業員が所属する企業を買収する方法（MBO：マネジメントバイアウト）が一般的であるが、非公開化する企業の資産を担保にして、経営者が金融機関から資金を借り入れ自社を買

収する方法（LBO：レベレッジド・バイアウト）を利用する事もある。

② ライツ・プラン

ライツ・プラン（rights plan）は、敵対的買収者が会社の一定比率以上の株式を取得するトリガー事象が発生した場合に、株式を有利な価格で取得できる権利（新株予約権）を買収者以外の株主に与え、その権利を行使させて株式を発行することによって、買収者の議決権比率を低下させる買収防衛策である。日本において、導入される主なライツ・プランは主に信託型ライツ・プラン（直接信託型）と呼ばれるものである。これは、信託銀行に対して新株予約権を発行し、買収者が現れた場合に、信託銀行がその時点での全株主に対して新株予約権を譲渡し、買収者以外の株主に権利を行使させ株式を発行することによって、買収者の議決権比率を低下させるものである。また、ライツ・プランと信託型ライツ・プランの違いは、新株予約権の割当日である。ライツ・プランが、ライツ・プランを買収防衛策として導入すると決めた時の全株主に新株予約の権利を付与するのに対して、信託型ライツ・プランは、買収者がトリガー事象を発生させた際の全株主に新株予約権を発行する。

③ 株式の分割

株式分割は、1株を2株に、または1株を5株にするように、既存の株式を細分化して従来よりも多数の株式とする事を株式分割という。証券取引法上、（1）株式公開買付けをする者は買収価格の引き下げをする事ができない（2）対象会社が合併・破綻しなければ公開買付けを撤廃する事ができない、というルールを利用した買収防衛策である。具体例として、市場価格が1株1000円の株式があり、この株式に対して20%のプレミアムをつけて（=1200円）、買収者が公開買付けを行った状況を考える。ここで被買収企業が、買収防衛策として1株を2株にする株式の分割を行うと、この会社の株は1株500円になる。しかし買収者は、上述したルール通り、1200円でこの株を買わなければいけないので、市場価格と乖離して高い株を取得しなければならない。当然、株

式分割後の発行株式数は倍となっているので、その結果、買収対象会社の議決権を多く得る事は困難になる。

④ スーパーマジョリティ条項

スーパーマジョリティ条項は、買収者が要求すると予想される合併、営業譲渡、定款変更、取締役の解任などの株主総会の決議要件を、一般よりも加重する方法である。これによって、買収者が発行済株式の相当程度の取得に成功しても、上述のような決議を行う事を困難にする買収防衛策である。

⑤ 黄金株

黄金株は、株主総会における合併承認決議や取締役の選任・解任決議に対して拒否権を持つ、種類株式を用いた特殊な株式の事をいう（拒否権付き種類株式ともいう）。黄金株を発行している場合は通常の株主総会とは別に、種類株主総会の決議も必要である。よって友好株主に黄金株を保有してもらえば、通常の株主総会で合併などが承認されても、種類株主総会では承認されないため、合併は否決される。

⑥ 複数議決権株式

複数議決権株式とは、1株につき1議決権を超える特殊な株式の事をいう。友好的な株主にこの株式を割り当てる事で、買収者が株式の数では買収に成功したとしても、議決権数は不足するので、買収者が目的とする、買収側の取締役の選任や防衛側取締役の解任などの決議可決を困難にする買収防衛策である。

⑦ 発行可能株式総数の拡大

会社が発行できる株式の数は、発行可能株式総数の範囲内である。発行可能株式総数の拡大とは、買収者が現れた場合に備えて定款を変更し、発行可能株式総数を発行済株式数の4倍などに増加させ、有事の際に機能的に増資を可能にする買収防衛策である。

2.1.3 経営施策としての買収防衛策

この節では、会社の経営権の取得を困難にする「経営対策」としての買収防衛策について述べる。ここで述べる、時価総額の極大化、配当政策、I Rなどは買収防衛策だけでなく経営戦略や事業戦略と深く関連し、企業価値の向上を可能にする。本来、買収防衛策は企業価値の向上の為に行うものであるため、この節で述べる買収防衛策は最も基本的で最も重要なものだと言える。

① 時価総額の極大化

時価総額は、株価に発行済株式数を乗じて算出される、株式市場が評価する企業価値の一種であり、買収者にとって買収コストを決定する最大の要因である。時価総額が大きくなればなるほど、買収コストも大きくなるので、買収を仕掛ける資本市場のプレイヤーの減少を目的とした買収防衛策である。

② 配当政策

配当政策は、1年間の事業活動の成果である当期純利益のうち、株主に還元すべき配当金額を決定する方針や考え方のことである。配当金額が決定されると、内部留保する金額がほぼ決定され、今後の事業展開の原資となる。配当政策とは、単純に配当を増加させればいいものではない。適切な内部留保を残さなければ株主の不安を煽り、株式保有インセンティブを減少させる。適切な配当の運用こそが、株主の株式保有インセンティブを高め、買収防衛策として機能する。

③ I R (Investor's Relation)

I Rとは、資本市場における株主・投資家の信頼関係作りであり、会社の実態を積極的にディスクローズする事によって会社のファンを増やす、株式市場のマーケティング活動であるといわれる。I Rによってファンを増やし、その会社にとって望ましい株主を構築する事で敵対的買収行為を成功させにくくする効果がある。

2.1.4 その他の買収防衛策

① 取締役の期差選任

取締役の期差選任は、文字通り取締役の選任に期差を設けることで、買収者により交代させられる取締役の数を制限する買収防衛策をいう。例えば、10名の取締役がおり、そのうち半数の5名ずつが1年ごとに任期満了になるようにすれば、2年の任期満了となる5名がいても、他の5名は1年の任期を残していることになる。買収者が残り5名を退任させるには、1年後の任期満了まで待つか、あるいは3分の2以上の議決権を有する株式を取得して残りの5名を退任させるかの、いずれかの方法を採用しなければならない。したがって、取締役の期差選任は、買収者に取締役会を支配されるまでの間、買収者との交渉時間や機会、その他の買収防衛策を練るための時間、を確保する買収防衛策である。

② 取締役会の定員枠削減

定款において取締役の員数を定める場合、在任する取締役の員数に比べて大幅に余裕がある事が少なくなかった。しかし、例えば定款において取締役の定員枠が「15名以内」と定めてあり、実際に選任されている取締役員が7名であったとする。その時、買収者が議決権の過半数の株式を取得したとしたら、既存の取締役員よりも多い8名の取締役を選任する事が可能になり、経営権は買収者に移動してしまう。そこで取締役の定員枠を削減しておけば、取締役会を買収者に直ちに支配される事にはならないので、買収者との交渉時間や機会、その他の買収防衛策を練るための時間、を確保する事が出来る。

③ ゴールデン・パラシュート

ゴールデン・パラシュートとは、敵対的買収の結果、対象会社の取締役が解任された場合、それらの者に割増退職慰労金を支払う制度の事をいう。取締役の解任をすれば、巨額の退職金を支払わなければならない事を予め定めておく事により、買収者に対して

買収を躊躇させ、あるいは買収後の企業価値を撲滅させる防衛策である。

④ ティン（ブリキ）・パラシュート

ゴールデン・パラシュートに対し、従業員が退職させられた場合にたがくの退職金を支払う仕組みをティン・パラシュートという。これも、ゴールデン・パラシュートと同様の買収防衛効果がある。

2.2 事前警告型買収防衛策

事前警告型買収防衛策は、買収者が現れた場合に、買収目的などの情報開示を求め、会社が開示された情報を検討した上で、買収者と交渉するなどのルールを事前に定めるものである。買収者がルールに従わないか、あるいは会社として買収を拒否すると決めた場合に、新株予約権の発行・株式分割などの対抗策を取ることを事前に警告する防衛策である。図3にあるように日本における買収防衛策は、ほとんどが事前警告型買収防衛策である。

図4 日本における買収防衛策の分類⁴

分類\年月	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	合計
事前警告型	0	21	165	245	431
信託型ライセンス	0	5	6	0	11
その他(拒否権付き株式など)	2	3	1	0	6
防衛策合計	2	29	172	245	448
<うち再導入など>	<0>	<1>	<22>	<47>	<70>
導入入社数	2	28	150	198	378

(注) MARR (2006・2007) を参考に著者作成

日本において事前警告型が広く普及しているのは、各会社に合わせて事前警告型買収防衛策の内容が変更可能だからである。具体的には、(1) 買収者の基準 (会社の何%の株式を取得したら、買収者に対して情報の開示を求めるか) (2) 評価期間 (情報開

⁴但し、2006年の買収防衛策数は5月～12月の合計。2007年の買収防衛策数は1月～5月の合計。

示された情報を基に、買収に応じるか拒否するかを決定する期間) (3) 対抗措置 (買収者が情報開示を拒否した場合、どのような手段を買収防衛策として用いるか) (4) 有効期限 (事前警告型買収防衛策が、いつまで有効にするか) (5) 発動手続き (買収者が情報開示を拒否した場合、具体的な買収防衛策発動の確認をどこで行うか)、の五つを任意に決定できる。日本において事前警告型を導入した企業が、どのようなタイプの事前警告型を用いているかは表2の通りである。

表2 事前警告型の分類⁵

分析\年月		2005年	2006年	2007年	合計	
手続き	導入時	取締役会決定型	19	79	9	106
		株主総会承認型	3	86	236	325
		(うち防衛策を決議対象とする為に定款変更を伴うもの)	0	-13	-43	-56
	発動時	取締役会決定型	21	152	213	386
		(委員会設置型)	-13	-121	-197	-331
		<廃止条件あり>	<5>	<60>	<138>	<203>
		(その他)	-8	-31	-16	-55
		<廃止条件あり>	<8>	<31>	<15>	<54>
		株主意思確認型	0	7	9	16
		折衷型	0	6	23	29
内容	買付者の基準	15%~	0	9	6	15
		20%~	20	153	231	404
		25%~	1	3	8	12
	評価期間	原則90日まで	14	158	237	409
		原則90日超	7	7	8	22
	対抗措置	新株予約権のみ	3	67	96	166
その他		18	98	149	265	
有効期限	1年	5	73	52	130	
	2年	0	19	40	59	
	3年	0	42	146	188	
	その他	16	31	7	54	
導入件数合計		21	165	245	431	

(注) MAR R (2006・2007) を参考に著者作成

本章では、様々な敵対的買収の類型を述べたが、その中には経営者の保身としか取れ

⁵但し、2006年の買収防衛策数は5月~12月の合計。2007年の買収防衛策数は1月~5月の合計。

ないような買収防衛策も多々あると、一般に理解されている。不適切な敵対的買収が講じられれば、長期的な企業価値は減少し、その結果、会社の危機を招いてしまう。次章では、日本において適切な買収防衛策が講じられているかを、株価に注目する事で検証していく。

第3章 買収防衛策に関する実証研究

本章では、買収防衛策に関する実証研究を行った。具体的には、買収防衛策が株価にどのような影響を与えるかである。これを検証する事で、日本において適切な買収防衛策が講じられているかを検討していく。

3.1 買収防衛策が株価に与える影響

この節では、先行研究（千鳥 2005）にしたがって、異常リターンを用いたイベントスタディ分析を行う。イベントスタディとは、ある特定の事象（この場合は、買収防衛策の導入）が発生した時点の前後で、何かしらの指標に注目して、どのような変化が起きたかを分析する手法である。また、異常リターンとは市場モデル式から導出した、株式収益率の期待株式収益率からの乖離幅の事を表す。（1）買収防衛策の最新のデータを扱っている事、（2）買収防衛策が株価に与える影響を計測するにあたって、比較的単純なアプローチを用いた事、（3）買収防衛策の強弱を有効期限で判断した事、が先行研究（千鳥 2005）にはない本研究の新しい視点である。

3.1.1 利用データ

イベントスタディを行うにあたってデータは、「MARR」2007年7月号の「防衛策：統計とデータ5月分」を用いた。その中で、5月に買収防衛策の導入を発表した144社の中から50社のデータを用い分析を行った。50社の選択に当たっては（1）過去1年間に上場した企業でない（2）分析期間において特異な現象が起きていない（取締役の変

更や不祥事の発覚など)、(3) 敵対的買収の発効日が明確に判断できる事、に注目した。
 なお、利用データは付表として巻末に記載する。

3.1.2 分析モデル

本研究では、選択した 50 社における、買収防衛策の株価への影響をイベントスタディによって検証した。敵対的な買収に対する防衛策導入を発表した日をイベント発表日とし、その前後における株価への影響度合いの差を比較して、買収防衛策が株価に影響を与えたか検証する。

株式リターンについては、以下の式を使用した、イベント発表（敵対的買収の導入発表）を行った企業 i の t 日の株式収益率 R は

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad \dots \quad (1)$$

⁶ という式で示される。

期待収益率の推定は以下の市場モデル式によって推定することが出来る。ここで $R_{m,t}$ は、市場（TOPIX）の収益率である。市場モデルの推定期間は、イベント発表日の -11 日…
 -376 日の 365 日とする（但し、市場の営業日外の土日、休日は除く）。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots \quad (2)$$

α 、 β は企業 i について推定された市場モデルの切片と傾きである。よって、企業 i の異常収益率（Abnormal Return）を算定するには、残差を求めればよい。異常収益率は具体的に（1）式より、（2）式を引いた以下の式によって求めることができる。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad \dots \quad (3)$$

次に累積異常収益率（Cumulative Abnormal Return）は

⁶ 式の利用にあたっては、高森寛（2002）を参考にした。

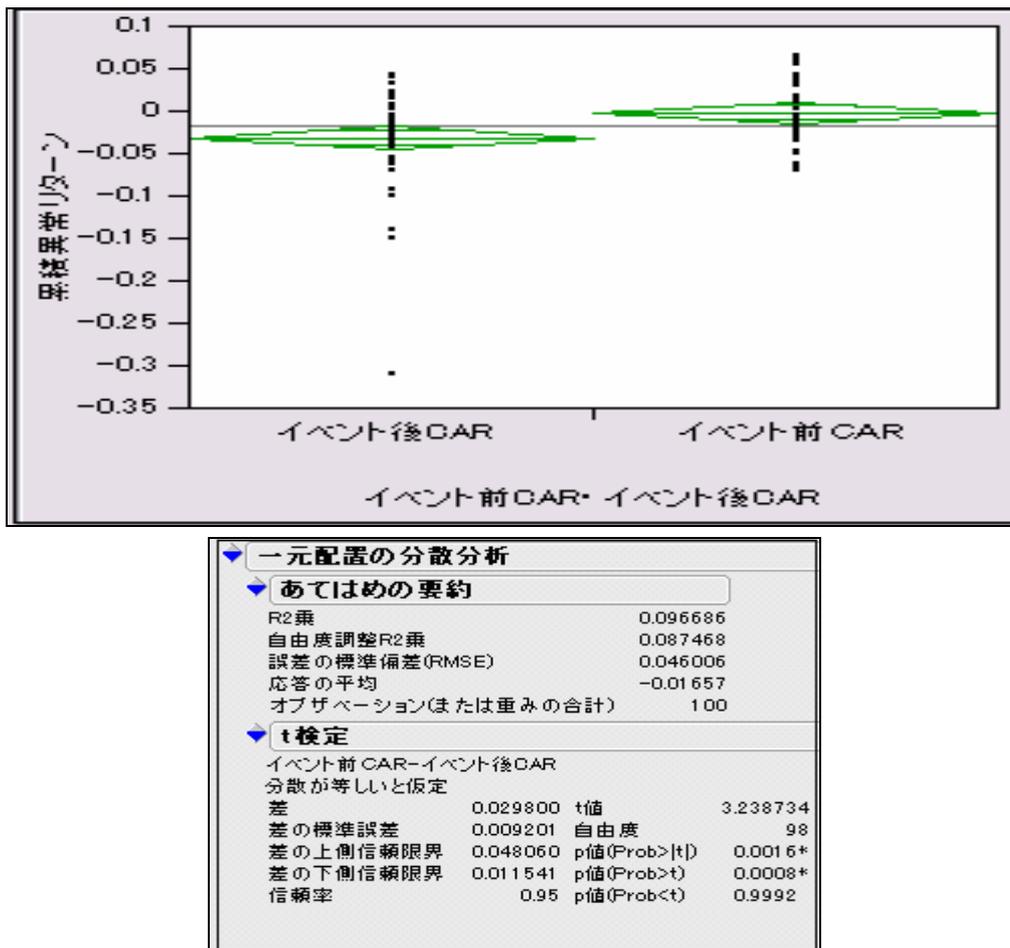
⁷ 式の利用にあたっては、ツヴィボディ・ロバート C マートン（1999）を参考にした。

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t} \cdot \cdot \cdot \quad (4)$$

の式で求められる。本研究におけるイベント期間はイベント発生日を 0 として、-10 日～+10 日に設定した。このイベント期間をイベント前期間（-10 日～-1 日）とイベント後期間（+1 日～+10 日）の 2 つにわけ、2 つの期間の最終日（-1 日と+10 日）の累積異常収益率を比較し、t 検定で有意差があるか分析する事で、買収防衛策が株価に影響を与えたかを検証する。

3.1.3 分析結果

図 4 買収防衛策が株価に与える影響の分析結果



分散分析						
要因	自由度	平方和	平均平方	F値	p値(Prob>F)	
イベント前CAR・イベント後CAR	1	0.02220170	0.022202	10.4894	0.0016*	
誤差	98	0.20742530	0.002117			
全体(修正済み)	99	0.22962700				

各水準の平均						
水準	数	平均	標準誤差	下側95%	上側95%	
イベント後CAR	50	-0.03147	0.00651	-0.0444	-0.0186	
イベント前CAR	50	-0.00167	0.00651	-0.0146	0.0112	

(注) 著者作成

表4より、イベント後CARの平均が-0.03147、イベント前CARの平均が-0.00167であり、 p 値=0.0016<0.05と統計上有意であった為、イベント前CARよりイベント後CARの方が有意に低いという結果が出た。この結果から、敵対的買収防衛策は有意に株価に影響を与え、株価を低下させる効果があった事が分かった⁸。これは、日本において適切な買収防衛策が講じられておらず、買収防衛策は経営者の保身の道具として投資家に捉えられている仮説と一致する。

3.2 買収防衛策の強弱が株価に与える影響

前節では、敵対的買収防衛策が株価を有意に低下させる事を証明した。本節ではこの分析を先行研究より更に発展させ、買収防衛策の強弱によって株価の低下に有意に差が出るかを検証する。具体的には、買収防衛策の有効期限を買収防衛策の強弱とみなして分析を進めていく。

3.2.1 利用データ・分析モデル

3.1節で用いた50データのうち、有効期限が3年の20データと有効期限が1年の20データを用いる。

この二つのグループの比較指標として用いるのは、低下累積収益率という指標である。低下累積収益率は

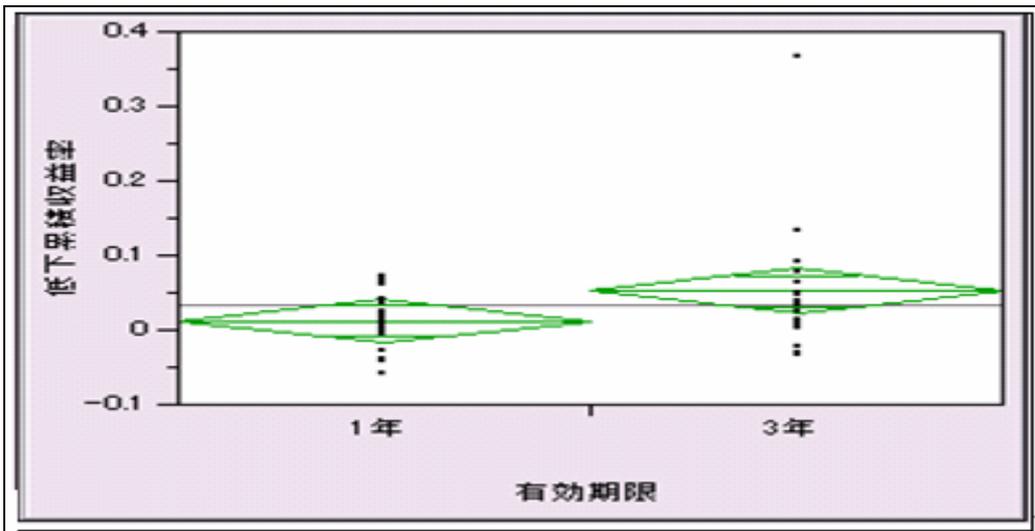
$$\text{イベント前 CAR} - \text{イベント後 CAR} = \text{低下累積収益率}$$

⁸ これは、千鳥(2005)で得られた結果と同じである。

という式で表される。この低下累積収益率によって、有効期限 3 年の方が 1 年のグループよりも有意に大きいかを分析する。

3.2.1 分析結果

図 5 買収防衛策の強弱が株価に与える影響の分析結果



一元配置の分散分析

あてはめの要約

R2乗	0.091538
自由度調整R2乗	0.067631
誤差の標準偏差(RMSE)	0.065494
応答の平均	0.032094
オブザベーション(または重みの合計)	40

t検定

3年-1年

分散が等しいと仮定

差	0.04053	t値	1.956766
差の標準誤差	0.02071	自由度	38
差の上側信頼限界	0.08245	p値(Prob> t)	0.0578
差の下側信頼限界	-0.00140	p値(Prob>t)	0.0289*
信頼率	0.95	p値(Prob<t)	0.9711

分散分析

要因	自由度	平方和	平均平方	F値	p値(Prob>F)
有効期限	1	0.01642397	0.016424	3.8289	0.0578
誤差	38	0.16299871	0.004289		
全体(修正済み)	39	0.17942268			

各水準の平均

水準	数	平均	標準誤差	下側95%	上側95%
1年	20	0.011831	0.01464	-0.0178	0.04148
3年	20	0.052357	0.01464	0.0227	0.08200

(注)著者作成

表 5 より、買収防衛策の強弱が株価に与える影響の分析において、 p 値=0.0578⁹であった為、有効期限が 3 年のグループの方が 1 年のグループよりも低下累積収益率が有意¹⁰に大きい事が分かった。この結果より、敵対的買収防衛策の強弱によって株価の低下の大きさが違う事が判明した。これは株式市場において、強い敵対的買収防衛策であればあるほど、買収防衛策の導入意図が経営者の保身と捉えられ、投資家の否定的反応を促す仮説と一致した。

第四章 結論と残された研究課題

4.1 結論

本稿における実証分析で得られた結果をまとめると以下の通りになる

- ① 敵対的買収防衛策は株価に負の影響を与える
- ② 敵対的買収防衛策は強ければ強いほど、株価の低下を招く

この結果は、買収防衛策の保身につながり規律が損なわれるという仮説と一致する。現時点で、防衛策導入の必要性について投資家は懐疑的であることが考えられる。また日本において、買収防衛策の導入がなされて日が浅い為、買収防衛策の知識がまだ投資家に浸透していない点も、投資家の不安感を煽る結果となると推測される。

今回の研究にて示された否定的な株価の反応を考えると、株式市場は防衛策のメリットよりもデメリットを意識している。近年、アメリカにおいて敵対的買収防衛策を廃止する企業が増加している。その一方、ブルドックソースの件に見て取れるように、Steel Partners のような濫用的買収者が現れた場合には、買収防衛策を講じなければ著しく企業価値を損なう可能性がある、事例も存在する。企業価値の向上は、経済社会に有用な財・サービスを提供しつつ経営効率を高めて業績を上げ、適切な IR 活動を行い、株

⁹ 有意水準 10%の基で有効な結論。

主をはじめとするステークホルダーに報いることで達成される。日本において、このような適切な買収防衛策を講じる企業がより多くなることを願うばかりである。

4.2 残された研究課題

最後に残された研究課題を述べる。まず、本稿における実証分析以外での課題を述べ、最後に実証分析における研究課題を述べる。

本稿における実証分析以外でのこれからの研究課題は以下 2 点ある。本稿に欠けている視点として考えられるのは (1) 買収防衛策の法律面を取り扱う必要性、(2) 事後の買収防衛策を扱う必要性、などである。

実証分析における研究課題は 2 点ある。1 点目は、より多くのサンプルを扱う必要性である。分析の結論をより頑健なものにするためにも、サンプル数を多くすべきである。2 点目は、買収防衛策の強弱をより多くの指標を用いて表す必要性である。本稿においては、買収防衛策の強弱を単純な有効期限という指標で表したが、本来はより複合的な指標を用いて買収防衛策の強弱を示す必要がある。以上 4 点の研究課題を解決する事で、本稿の分析はさらなる深みが付加されるだろう

以上

付表 本章の分析において対象とした企業（50社）

DOWAホールディングス	テレビ東京
オカモト	東映
曙ブレーキ	長瀬産業
アデランス	ニッタ
アドヴァン	ニトリ
池上通信機	日本航空ビルディング
石塚硝子	日本コンクリート工業
カゴメ	日本写真印刷
カネカ	日本ユニシス
クラレ	はるやま商事
京王電鉄	バロー
神戸製鉄所	ぴあ
コクヨ	広島ガス
三精輸送機	平和不動産
三和シャッター工業	前田建設工業
信越化学工業	松井建設
新日本空調	マックス
住友不動産	マツモトキヨシ
西部電気工業	丸一鋼管
大同特殊鋼	三菱地所
大日本スクリーン製造	もしもしホットライン
高田機工	雪印乳業
タケヒョー	横浜ゴム
田淵電機	ヨロズ
テレビ朝日	ワコム

参考文献

- [1] 太田洋・中山龍太郎（2005）『敵対的 M&A 対応の最先端－その理論と実践－』商事法務。
- [2] 逸見紀男・渡邊顕（2005）『敵対的買収と企業防衛』日本経済新聞社。
- [3] ツヴィボディ・ロバート C マートン（1999）『現代ファイナンス論』ピアソン・エデュケーション。
- [4] 岡部光明（2007）『日本企業と M&A』東洋経済新報社。
- [5] 岡部光明・関晋也(2006) 『日本における企業 M&A(合併および買収)の効果－経営の安定化と効率化に関する実証分析－』 慶應義塾大学大学院ワーキングペーパー107号。
- [6] 津田倫男(2006) 『敵対的買収を生き抜く』文春新書
- [7] 高森寛（2002）『現代ファイナンスの基礎理論』東洋経済新報社。
- [8] 千鳥昭宏（2005）『株式市場における買収防衛策導入の影響』横浜国際社会科学研究 第11巻第2号。
- [9] M&A 専門誌 MARR(2006・2007)レコフ事務所

第 2 部

地方債の現状と問題点 —債務不履行リスクの観点から—

堀江 恵理子

はじめに

2006年6月20日に夕張市が財政再建団体の指定を総務省に申請することを明らかにした（以下夕張ショックとよぶ）。結果、2006年中旬から下旬にかけ地方債流通利回りの対国債スプレッド(乖離率)が大幅に拡大し、にわかにその債務不履行リスクに関心が抱かれるようになった。加えて近年、三位一体改革に代表されるように地方自治体の自立を促す制度改革が行われ、自治体が財源確保にあたり民間資金に頼らざるを得なくなったことから民間資金による地方債、とりわけ市場公募地方債の発行が増加傾向にある。また2006年4月から発行が許可制から協議制へ移行したこと、同年8月より地方債発行にあたり統一条交渉方式から個別条件交渉方式へ移行したことにより発行の自由度が一層増したといえる。そこで、本稿では①発行制度中心に、近年の地方債を巡る制度変化とそれに伴う影響を変化前と比較検討するとともに、②各地方自治体の地方債発行行動と地方債の格付けに基づく信用リスクの関係を分析し、地方自治体や格付け機関が前提としている「暗黙の政府保証」の存在と市場原理の適切なあり方を考察する。

以下、第1章で地方債の引受資金別種類と現状を述べるとともに証券発行体としての地方自治体の特徴を述べる。第2章では近年の地方債をめぐる環境変化に焦点をあて、前半では制度変化、とりわけ発行方式が統一条交渉方式から個別条件交渉方式へ移行した際の影響を、後半では夕張ショック前後の地方債の対国債スプレッドの変化から、夕張ショック以外の要因も含めスプレッド変化について分析するとともに、地方債の引受資金構造の変化とその原因について言及する。第3章では地方債の信用に焦点をあて、地方債の格付けと地方自治体の財務状況の関係・自治体の地方債発行状況を検証し、地方債の信用の裏づけともなっている政府による「暗黙の保証」と発行体である自治体と投資家の行動を述べるとともに、「暗黙の保証」が法制度的に存在するのかを検討し、更に政府の介入と市場原理の適切なありかたについて考察する。そして4章において上記のまとめとし、地方債の今後の課題と展望を述べる。

第1章 地方債の現状

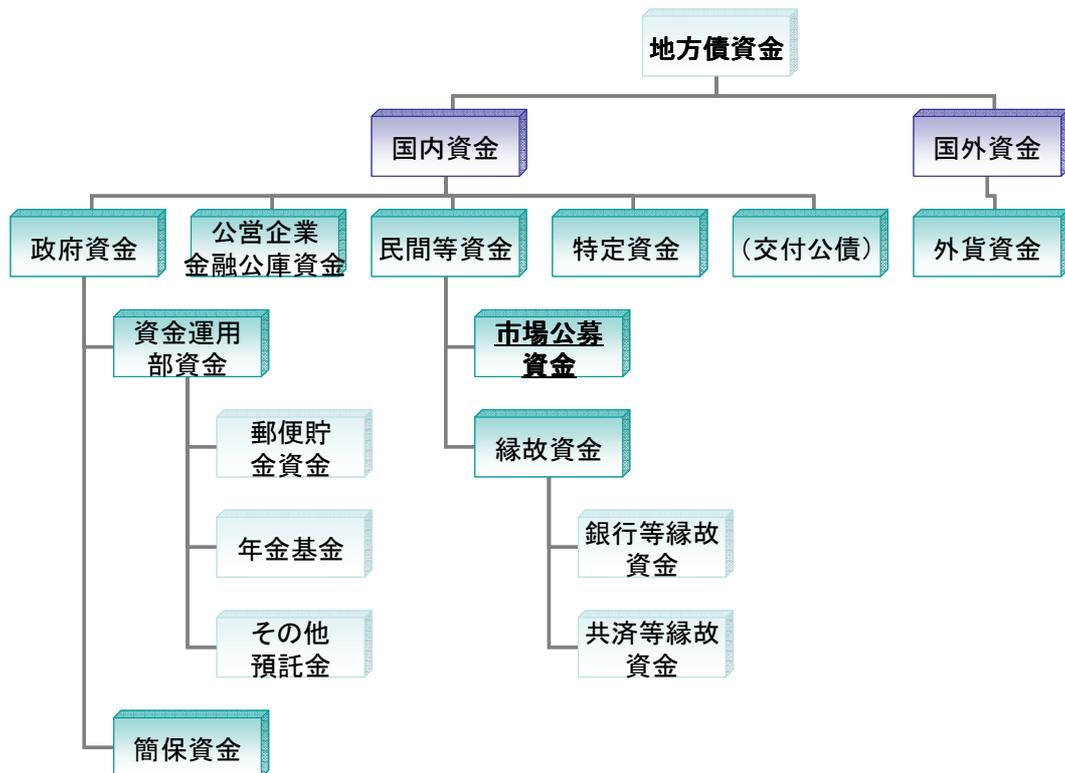
地方債とは一般に地方公共団体の負債であり、そこには資金調達手法別にいくつかの種類がある。本章では、その種類を説明するとともに、本論文で主として扱う“市場公募地方債”に関して、現状と近年の環境変化に注目する。

1.1 地方債とは

まず地方債を発行する場合に、地方公共団体がその資金を誰からどのような形や条件で調達するのかをみる。

地方債の引受資金は主に、①政府資金、②公営企業金融公庫資金、③銀行等引き受け資金、④市場公募資金の4つに分けられる。

図1 地方債資金の分類

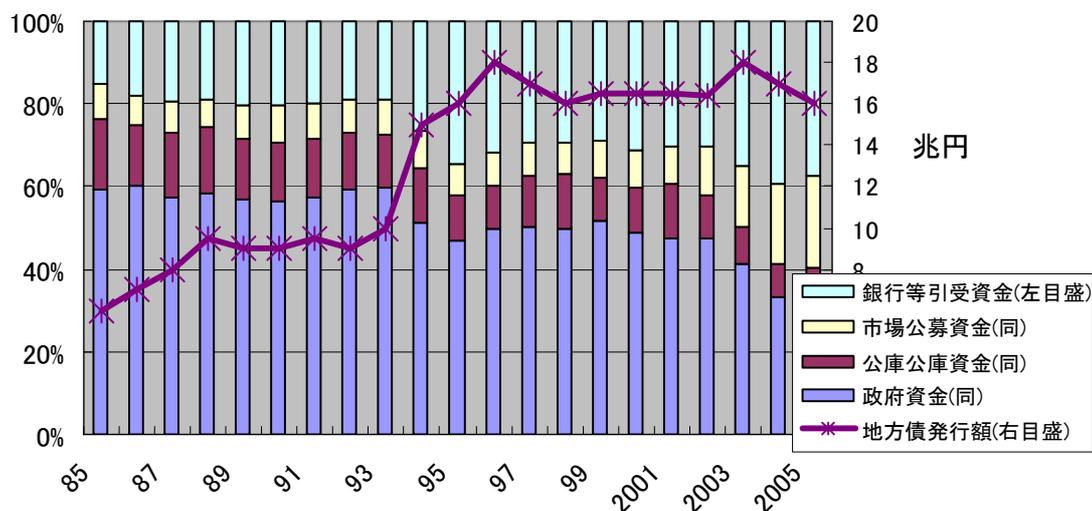


平嶋・植田(2001)を参考に著者作成。

1. 政府資金

政府資金は長期・低利子で資金調達できる引き受け主体であったが、近年減少傾向にある。その主な理由は財政投融资改革¹¹の実施により、資金運用部への全額預託義務、簡保積立金の財投機関に対する融資が廃止され、いずれも金融市場を通じて自主運用されることになったからである。よって現在の政府資金の原資は、財投債発行による財政融資資金と財政力の弱い地方自治体への資金確保として例外的に貸し付ける郵政公社資金からなる。2004年度以降の地方債計画においては、「地方債資金については、地方分権の推進や財投改革の趣旨を踏まえ、公的資金の重点化・縮減を図る」と記されていることから、今後も政府資金は減少するとともに、財政力の弱い地方自治体に対して充当されることになると考えられる。¹²

図2 地方債計画における地方債発行額と資金別構成比の推移



(財) 地方債協会「地方債統計年報」および総務省「地方債計画」より、みずほ総合研究所が作成したものを参考に著者作成

¹¹ 財政投融资改革：2001年に「資金運用部資金法等の一部を改正する法律案（2000年5月24日成立）」が施行され、これにより、大蔵省資金運用部は廃止され、郵便貯金や年金積立金などを預託する制度も廃止となった。郵便貯金などは、金融市場で自主的に資金運用し、特殊法人は財投機関債を発行して金融市場から自主的に資金調達を行うこととなった。（金融大学 <http://www.findai.com/yogo/0070.htm> を参考にした。）

¹² みずほ総合研究所（2005）。

2. 公営企業金融公庫¹³資金

公営企業金融公庫（以下公営公庫）は公営企業金融公庫債券の発行により調達した資金を長期（最大 28 年、平均 25 年）・低利子で地方自治体に対して貸し付けている。図 2 からわかるように減少傾向にある。公営公庫の自治体への貸付業務は背不が策定する地方財政計画・地方債計画を元になされ、公営公庫自体が貸し出し総額を決定することはできない。また大きな特徴として「暗黙の政府保証」¹⁴により地方自治体がデフォルトすることはないという認識に基づき、貸付先に対して信用リスク¹⁵に関する審査を行っていない。しかし、資金調達手段としている公営公庫債券は政府保証国内債¹⁶・外債・非政府保証公募債（財投機関債）および地方公務員共済組合連合会を引き受け先とする縁故債からなり、これらはすべて市場からの調達になる。かつては公営公庫債券の資金構成の大半は政府保証債であったが、財政投融资改革により原則、必要な資金を市場から調達することとなったためである。運用面での事業の効率化・透明化が求められており、公営公庫による貸付は更に減少していくと考えられる。

3. 銀行等引受資金

銀行等引き受けとは発行団体と縁故¹⁷関係のある銀行、保険会社、信用金庫、信用組合、農林系金融機関等から調達される資金をいい、縁故債とも呼ばれる。銀行等引き受け資金には発行方法により証券形式と証書借入形式があり、それぞれ以下のような特徴がある。

¹³ 公営企業金融公庫：1957 年度に設立された政府系金融機関

¹⁴ 地方自治体が地方債の元利償還に問題を来した際に政府が救済を行うと暗黙の了解のような形で考えられており、地方債には債務不履行リスクがないとすること。これに関しては次章で詳しく検討する。

¹⁵ 信用リスク：債券は「借用証書」であるため元本や利息を支払うかという「信用」に関するリスクを「信用リスク＝債務不履行リスク」という。（野村證券を参考にした）

¹⁶ 政府保証債：元利金の支払い政府によって保証されている債券であり、万一の場合は、政府が発行者に代わって元利金を支払う。従って、国債とほとんど変わらない安全性を持つ（野村證券を参考にした）

¹⁷ この場合縁故とは、自治体の指定金融機関として年金出納や保管等の事務を担うなど、当該地域の事業に政策的支援を行っているなどの関係をさす。稲生（2003）

表1 銀行からの資金調達における2つの形式とその特徴

形式	形式の内容	特徴	対象自治体の特徴
証券形式	金融機関が投資家として直接地方自治体から証券を取得	・流通市場で売却しやすい	・資金調達規模が大きい際に有効
証書借入形式	証書形式での資金の借入れ	・債券が時価評価の対象にならない ・発行にかかる諸手数料が安い	・規模の小さな自治体

(注)著者作成。

また引き受け方式については単独引き受けと複数引き受けがあり、発行量の増大に伴い、単独引き受けは困難になるため、シンジケート団（シ団）¹⁸や協調融資団による引受が増加する。そして発行条件はそれぞれの自治体が個別に金融機関と交渉してきめる。傾向としては1990年代前半から半ばにかけて、政府による公共事業が増えたことにより、地方財政による単独事業も増加し、銀行等により引き受けられた地方債で事業がファイナンスされていた。更に、地方自治体にとって政府資金による地方債発行が低下する中、事業遂行のために地銀中心に縁故関係のある金融機関に依存する傾向があった。市中銀行に関しては、バブル崩壊後に不良債権が増加し、貸し出しが伸び悩む中地方債は国による“暗黙の保証”がついている無リスク資産と認識されており、両者の利害関係は一致していたといえる。

次項で述べるように近年銀行等引受は若干減少傾向にあるが、反面現状とは反対に、上記1、2のような公的部門の引受が減少していることから今後地方自治体による地銀への依存度は高まるのではないかという評価や、地方に対して大手メガバンクが融資攻勢をしかけており融資先確保のために地銀も地方自治体への貸し出しを維持する可能性も否定できないとしている。

一方で、もうひとつの地方自治体にとっての有効な資金調達方法として、以下に述べる

¹⁸ 「引受シンジケート団」、あるいは単に「シ団」とも呼ばれ、新たに発行される有価証券を引き受けるための、関係業者の団体のことをさす。募集・売出しに際して販売力を強めることと、売れ残りが出る危険を分散させることを目的に組まれる。

公開市場引受がある。

4. 市場公募資金

市場公募地方債は全国型市場公募債と住民参加型ミニ公募債に分けられる。

① 全国型市場公募債

全国型市場公募債は、通常の公募債であり、地方自治体が単独で発行する個別発行市場公募債と、複数の地方自治体が共同で発行する共同発行地方債に分類できる。共同発行地方債に関しては、個別性が薄れることや、各地方自治体ごとの信用力格差が反映されず財政力の弱い団体でも相対的に好条件で資金調達可能になるといったモラル・ハザードの問題が指摘される一方、大ロットの発行を可能にすることによる流動性の確保や、財政状況の弱い団体が安定的に資金調達をすることを可能にするなどのメリットがある。

市場地方公募債は一般には銀行や証券会社等によるシンジケート団引受を経て、不特定多数の投資家を対象に募集することで資金調達をするものであり、自治体は発行団体となることに関して法律上の許可を得る必要はないこととなっている。しかし、シ団による引受は、発行関係者との合意で手数料や様々な手続きが踏まれるため、透明性が低いことや、固定的なシ団による引受が継続する傾向にあり、適正な競争が保証されにくい。その点では、ある程度の競争原理を導入しつつ、手数料などコストの面で有利な発行が可能となるであろう価格競争入札方式、または、債券発行にあたる事務全般のとりまとめを行う主幹事を発行体を選定し、入札や提案の審査などを行うことにより一定の競争性を確保することが可能な主幹事方式などが今後、市場公募地方債発行の場合に透明性を求める観点からも増えてくることが予想される。

表 2 引受形式ごとの特徴

	シ団	価格競争入札方式	主幹事方式
手数料など発行コスト低減	発行関係者との合意で手数料の低減は可能だが、不透明な条件決定などにより実際は困難	短期的に発行コスト低下の可能性あるが、投資家需要を反映しない場合、投資家の離散を招き中長期的に発行価格が悪化しコスト増となるおそれもある	引き受けリスクの起債方式採用により低減可能
安定的な調達	<ul style="list-style-type: none"> シ団の安定的引き受けが期待 金融機関の体力低下など今後の情勢の不透明要因がある 	発行条件と流通実勢が乖離する恐れがあり安定的調達が困難になるおそれがある。	市場環境や投資家需要に応じた発行が可能であるため、中長期的に安定的調達可能
透明性の確保	低い	高い	高い
適正な競争性の確保	固定的なシ団によるため競争は低い	競争性は高いが過当競争を招く恐れあり	主幹事選定の際競争性導入可能

(注)農林金融(2005)・廣川(2006)・代田(2007)を参考に著者作成

また、事実、図表 2・3 からわかるように市場地方公募債の発行額は近年増加傾向にありその売買高はややばらつきはあるものの、増加傾向にあるといえ、更に、売買回転率は大きな開きはあるものの、国債に次いで 2 番目となっている。

表 3 公社債売買高・売買回転率

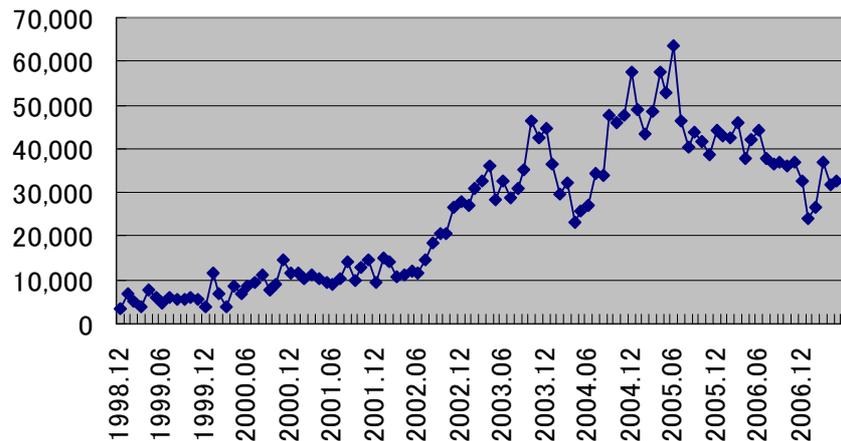
	売買高	売買回転率
国債	6901	10.4
地方債	81	2.6
政府保証債	56	1.4
財投機関債	19	1.5
普通社債	80	1.5

(注)大山・杉本・塚本(2006)より

次項で詳しく述べるが、2006 年 4 月に地方債発行が「許可制」から「協議制」へ移行したことにより、財政状況が健全な地方公共団体は総務大臣の同意を得ずとも地方債発行が可能になるなど、その自由度が増えたことや、同年 8 月に「統一条件交渉方式」

から「個別条件交渉方式」へと移行したことで、それまで総務省や金融機関の代表との交渉により利率等の発行条件を決定していた団体が、個別の条件での発行が可能となるなど、近年、地方の特性がより表れるような形に地方債制度全体が変化しつつある。これは投資家が、地方債購入の際に各地方自治体の財務状況などをひとつの大きな目安としていることが主な理由であると考えられ、必ずしもマーケットの投資家にとって「暗黙の政府保証」が浸透しているとはいえないのではないかと考えられる。また地方債も独自の発行条件による差別化などを図ることが可能になったことから、全国型市場地方公募債のボリュームは今後も増えていくと予想される。¹⁹

図3 公募地方債売買高の推移



(注)日本証券業協会の統計を参考に著者作成

②住民参加型ミニ市場公募債

住民参加型ミニ市場公募債（以下ミニ公募債）は個人向け地方債として2002年3月に導入された。ミニ市場公募地方債の趣旨は、「地方債の個人消化および公募化を通じて資金調達手法の多様化、住民の行政への参加意識の高揚を図るもの」であり、①保有

¹⁹ 2006年8月以前も個別条件発行方式をとっていた団体もあり、東京都、横浜市、神奈川県、名古屋市がそれにあたる。

者構造の多様化の一環としての個人の活用、②非公募団体への公募債発行トレーニング、③住民の行政参加の3つを目的としている。²⁰ ミニ公募債をはじめて群馬県が発行して以来その額は確実に伸びている。

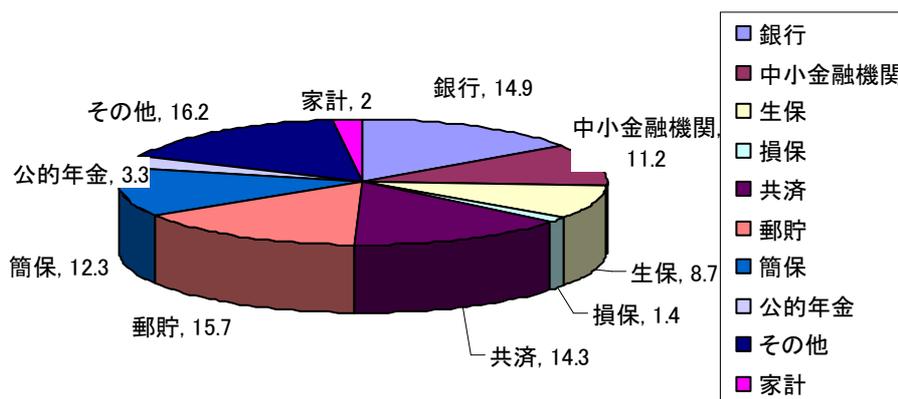
表4 民参加型ミニ市場公募債の推移(億円)

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006
発行額	10	1636	2682	1636	2682	3276

(注)個人投資家について考える会(2005)、日本証券業協会統計を参考に著者作成

現在、地方債を発行している地方自治体33団体中25団体がミニ公募債を発行しており、その特徴として、従来の10年満期の市場公募債よりも短い償還期限が検討され、5年債が全体の6割強を占め、3年債がそれに次いでおり、償還期限の短い地方債が好まれる傾向にあるといえる。また、地方自治体もミニ公募債は、基本的にその地域の個人投資家を中心とした消化を目指していることなどから、国債を下回る利率を設定する試みや、地域の60歳以上に購入者を限定するなど様々な工夫を凝らしており、地域の個人投資家からの需要は話題性などからも大きいようである。

図4 地方債保有構造



(注)日銀・全銀資料を参考に著者作成

²⁰ 平成14年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書。

国が国債の保有者構造の多様化に向けて個人向け国債を発行し、個人投資家に期待を抱いているように、図表 4 からわかるように、2006 年時点で地方債の個人保有は微々たる量であるため、個人投資家への地方自治体からの期待は大きい。また個人投資家としても 2005 年 4 月からのペイオフ²¹解禁により預金から金融資産への投資を増やす傾向がある。しかし個人投資家の傾向として、個人投資家について考える会（2005）によると「元本保証がないというリスクはとりたくない」という考えが主流であり、本保証がある債券投資に魅力を感じていると考えられ、結果として個人向け国債への投資が増えているといえる。その点を考慮にいと、ミニ公募債は高格付けの安全な金融商品であり、かつ、地元商品としての愛着を感じさせるなど、今後もその需要は拡大していくのではないかと考えられる。ただ、始まって間もない制度であるため問題点もいくつか考えられる。すなわち①地方自治体から個人投資家への IR 活動²²が十分ではないこと、②資金使途である事業の良し悪しに関わらず、住民自身が負担する税収で返済していく借金であることを金融商品であることの前に認識しなければならないこと、などである。

1.2 発行体としての地方自治体の特徴

地方自治体の市場公募地方債を評価するにあたって、次章で詳しく述べるように、一般企業同様その財政状況は重要になってくるが、自治体は一般企業とは異なる会計制度を持っていることがひとつの問題となっている。

地方自治体の決算状況調査票は、国が自治体を管理するために開発された独特の用語とスタイルを採用した膨大な数字で埋め尽くされたものとなっており、一般投資家には

²¹ ペイオフ解禁とは政府により全額が払い戻し保証されていた預金が、1995 年 6 月より金融機関ごとに預金者 1 人当たり、元本 1,000 万円までとその利息等が保護され、それを超える部分は、破綻した金融機関の財産の状況に応じて支払われることである(参考：金融庁)

²² 稲生(2003)によると自治体で IR 活動を行っている、行ってはいないが検討しているはそれぞれ 20%強となっており、その IR 活動の内容も財務状況の開示程度が多い。

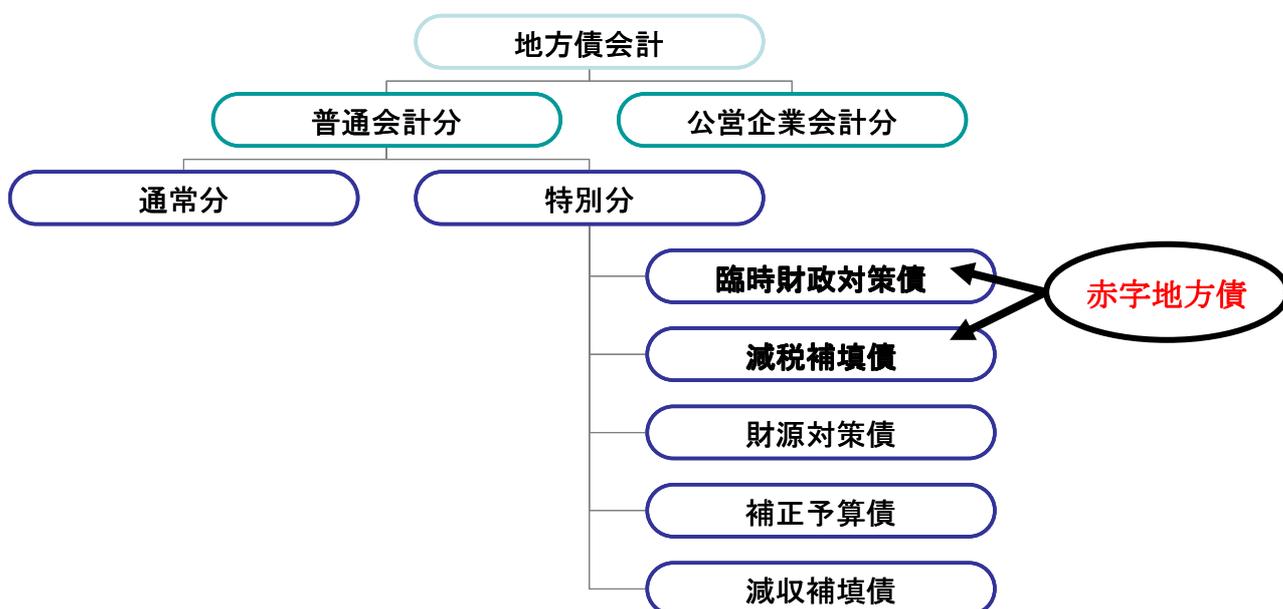
理解するのは困難である。

そして地方自治体の大きな特色はその会計制度にある。地方自治体の会計制度は政府のように、一般会計、特別会計、企業会計に分けられ、それぞれどのような特別会計や企業会計を設けているかは自治体によって異なっている²³。そこで R&I はすべての自治体に共通の基準で組み替えた普通会計を用いて自治体を評価している。しかし、それも自治体の維持地部分を示すものでしかなく、普通会計以外の部分である、公営事業会計が無視できないほど大きいケースが多い。公営事業費とは先に述べた 3 つの会計のうち企業会計に入り、一般事業会社と同様に貸借対照表と損益計算書が作成される。主な事業は水道下水道、公立病院、土地造成などそれぞれ地方自治体という性格上高い収益性を追求することはないが、それでもなお、赤字が累積し巨額の借金を抱えているケースが少なくない。

また、地方債それ自体も自治体が直接に負担している債務であることに変わりはなく、更に地方債にはいくつかの区分があり、下図のような構造となっている。地方債会計の中の普通会計分のうち特別分に含まれる臨時財政対策債と減税補填債は比較的用途の自由なものであり、それ以外は用途は限定されたものとなっている。しかしこの特別分が近年急増し通常分を上回る自治体も出てきているとともに、特別分に含まれる赤字地方債の扱いが会計上厄介のものとなっている。というのも地方債の場合、借入金が歳入の部分に入り、元利償還金が歳出の部分に入ってくることとなる。つまり企業に置き換えれば借入金が売り上げとして計上されているような図式であり、利払い分のみならず元本の支払いも経費として落とす格好となっている。極論から言えば、地方自治体の会計は赤字地方債を増やすほど収支はプラスに働きやすいといえる。結果的に実質収支で見ると多くの地方自治体がかなりの赤字財政となっているが、現状の公会計では投資家にとって非常に分かりにくくなっている。

²³ 一般会計でも大阪府は他の自治体で特別会計としていることが多い下水道事業を一般会計処理している。乾・磯道（2000）

図 5 地方債会計構造



椎川(2005)を参考に著者作成

しかしこのような問題点は IR をおろそかにすれば企業の株価が低迷するなどということが起こるようになってきている近年、徐々に改善されてきており、市場地方公募債を発行する地方自治体によってはかなり分かり易いバランスシートの公開や、IR 活動を行っているところも増えてきていることが財団法人地方債協会のウェブサイトからもわかる。

第 2 章 地方債に関する近年の環境変化

ここでは地方債をとりまく近年の変化に関して重要なものを取り上げるとともに、市場公募地方債が市場で評価されているかを端的に示す指標であるその流通利回りの変化に着目し、それがどのように変化してきたかを追跡することによって市場地方公募債の問題点を指摘する。

2.1 地方債に関する近年の制度変化による影響

近年の地方債に関する大きな制度の変化は、2006 年度から、地方債の発行に関する制度が、許可制度から協議制度に移行したということである。それまで地方自治体は原

則として、地方債を自由に発行することができず、地方債を起債する場合は、地方財政の健全化を保持し、効率的な資金分配を維持するため、都道府県と政令指定都市は総務大臣の許可を、その他の市町村は都道府県知事の許可を得る必要があり、起債の方法や利率および償還方法に関しても同様に許可を要した。

しかし協議制度の下では地方公共団体は協議という手続きを経れば、一部の例外を除けば²⁴、総務大臣もしくは都道府県知事の許可なく地方債の発行が可能になる。そして大臣または知事との競技を行い、財政状況が相対的に良好であれば、仮に大臣や知事の同意が得られなくても地方債を起債(不同意債)可能となる。しかし、不同意債は、元利償還金に対する財政確保も伴う地方財政計画の枠内から外れるため、発行のメリットはそれほどないといえるかも知れないが、地方債の発行に関して自由度が増したことは大きな変化であるといえる。

また、既述のように、同年8月に地方債発行条件が「統一条件交渉方式」から「個別条件交渉方式」へ変更された。これは、公正取引委員会による「早急に、市場公募地方債の発行条件の統一条件交渉方式の廃止に向けた具体的な検討が行われることが、競争政策上望ましい」という見解から実施されたものである。石川(2007)によると、これはそれまで、新発債の利回りは、既発債の流通利回りが団体によって異なるにもかかわらず同等に設定されてきたことが問題視された結果だと考えられている。一方、個別条件交渉方式においては、発行額、振込み日、発行条件等を、各発行団体がシ団と協議の上、自主的に決定するようになった。

そこで、統一条件交渉方式採用時にどれだけ流通利回りと応募者利回りに乖離が生じているかを石川(2007)が個別条件交渉方式時と個別条件交渉方式のときで比較検討している。

²⁴ 協議制のもとでも、財政状況に懸念を生じる恐れのある地方公共団体については、早期是正措置として、個々の地方公共団体が元利金償還に支障をきたさないよう、地方債の起債に総務大臣または都道府県知事の許可を必要とする。それでもなお財政状況が悪化する場合には地方債の発行は禁止される。

図6 10年地方債応募者利回りと既発債利回りの差:制度施行前
(2006年4月から8月発行分)

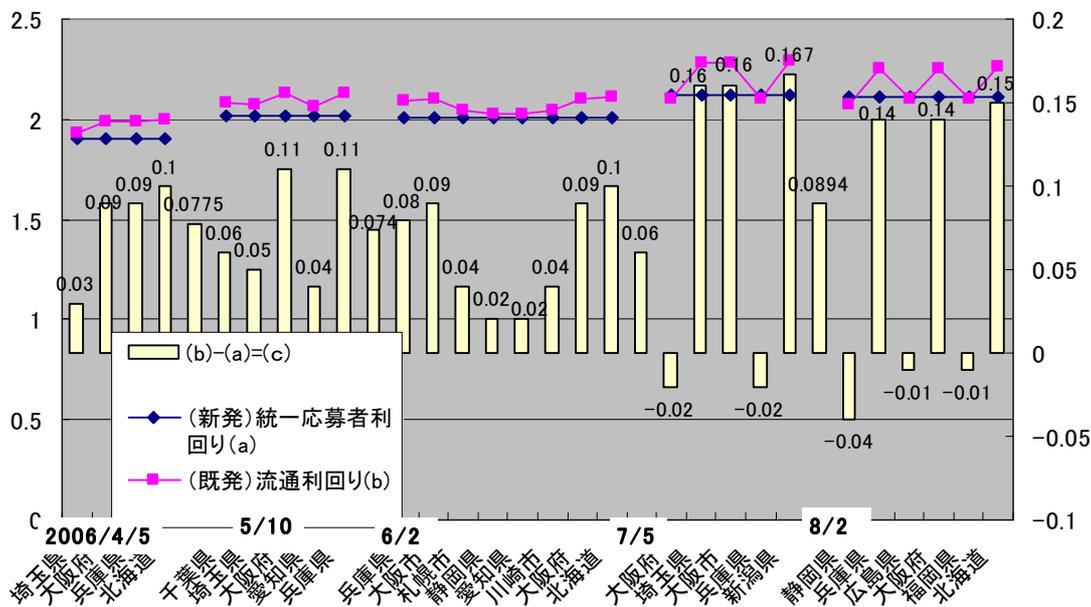
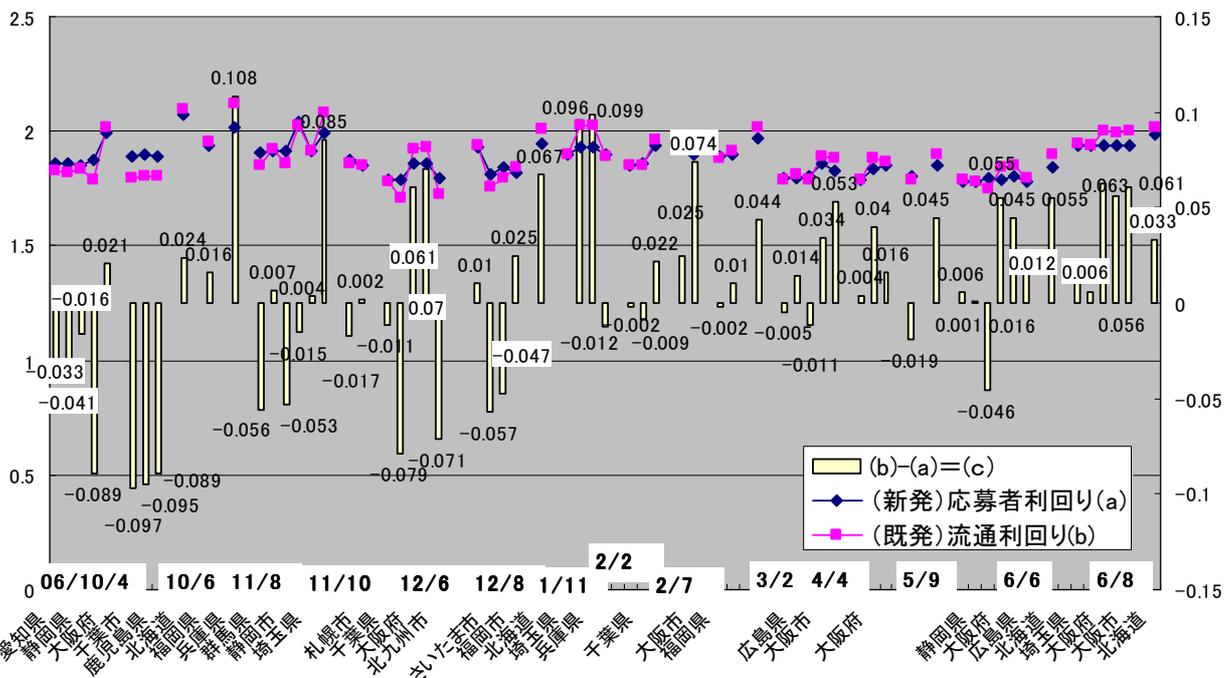


図7 10年司法再応募者利回りと流通利回りの差:制度施行後
(2006年10月から2007年6月)



財団法人地方債協会「全国型市場公募債」平成18年度・平成19年度実績と、日本証券業協会「後者祭典等売買参考統計地」に基づき作成。また、石川(2007)も参考とした。

上の図 6・7 は 2006 年の 4 月から 8 月まで統一条件交渉方式の下、発行された 10 年もの地方債の既発債流通利回りと応募者利回り、そしてその差を示したものと、新制度に移行してからの既発債流通利回りと応募者利回り、その差を示したものである。

表 5 統一条件交渉方式時と個別条件交渉方式移行後の発行利回りと流通利回りの差

	サンプル数	応募者利回り(a)の平均	流通利回り(b)の平均	(b)-(a)=(c)の平均	(c)の最大値	(c)の標準偏差
制度施行前	28	2.037	2.108	0.0769	0.167	0.049
制度施行後	64	1.880	1.888	0.0391	0.108	0.030

(注)平均値(c)ならびに標準偏差は、既発債と新発債の利回りの差の絶対値を元に算出した。

制度施行後と施行前で比較すると上のグラフからわかるように制度施行前では、流通利回りに対して応募者利回りが低く設定されがちであり、その差は大きいときで 0.167%まで開き、平均的にみても約 0.0769%の差があったことが分かる。しかし、制度施行後においては、差の最大値は 0.108 まで抑えられ、差の平均も、0.0398 まで下がっている。標準偏差も低下している。ここから新制度が流通利回りを反映した応募者利回りの決定による資金調達コスト決定構造の透明化につながったことがわかる。それは相対的にみて財政状況の悪い団体²⁵ほど、流通利回りが、発行利回りに対して高くなるという事実からも分かり、その銘柄のリスクに対して、適切なリターンを求める結果、高利回りとなっていると考えられ、マーケットは当該債券の価値をより適格に表していると考えられる。

このような制度の変更に加えて、地方自治体に影響をもたらす要因のひとつとして、「三位一体改革」に代表される国から地方への分権化が挙げられる。三位一体改革とは、(1)国から地方への地方交付税交付金を削減、(2)国から地方への補助既の削減、(3)国から地方へ税源を移譲する、という 3 つを基本的な柱としている。この改革の結果、地方

²⁵ 後出 表 7 参照

の歳入にも、以下の表からわかるように 7 兆円近くの削減が見られた。

表 6

	2004 年度	2005 年度	2006 年度	合計
国庫補助負担金の削減	▲1.0	▲1.8	▲1.9	▲4.7
地方交付税の削減	▲2.9	▲1.0	▲1.3	▲5.1
税源移譲	0.7	1.1	1.2	3
計	▲3.2	▲1.5	▲1.9	▲6.8

総務省の資料を参考に大山・杉本・塚本（2006）が作成したものを引用

そして大山・杉本・塚本（2006）によると、このような財政移転の影響は、歳入に占める依存財源²⁶の割合の高い団体ほど大きいと考えられている。更にはそのような団体は相対的にみて財政難な地方自治体に多く見られる。かつては依存財源のひとつであった地方債が協議制への変更により比較的自由に発行可能となることから、今後、地方債への依存が強まる可能性や、次章で扱うように、財政難な団体が政府による「暗黙の保証」の下、地方債の発行を増やし、結果として巨額の負債を抱えてしまう恐れもないとはいえないという問題が挙げられる。このため今川（2006）が述べているように、今後どのようなスケジュールで発行を行っていくか、歳入に占める割合などをどう制御していくかなど、地方債の管理という点から地方自治体のガバナンスが必要になると考えられる。

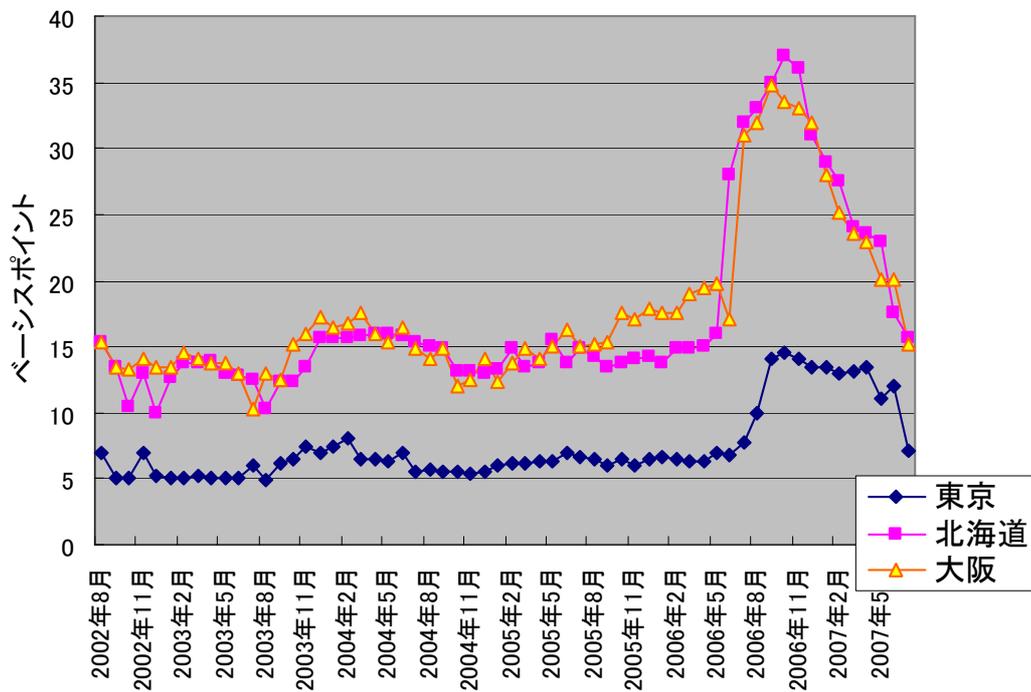
2.2 地方債とその対国債スプレッドから見る環境変化

近年の地方債を取り巻く環境の変化を考える際に、市場公募地方債の対国債スプレッドの変化が考察に値する。図 8 は 2002 年 8 月から 2007 年 6 月までの東京、北海道、大阪の市場公募地方債の流通利回りの対国債スプレッドの推移を表している。東京、北

²⁶ 地方公共団地あとの歳入のうち、国の意思決定により、交付・割り当てされるもので、具体的には国庫補助負担金、地方交付税、地方譲与税、地方債などが当てはまる。

海道、大阪を選択した理由として、比較的財政状況の良い地域²⁷（東京）と財政状況の相対的に悪い地域（大阪・北海道）を比較することを目的としたためである。加えて、北海道は夕張の財政破綻という市場公募地方債全体に大きな影響をあたえる出来事があったため組み入れた。

図 8 公募地方債流通利回りの対国債スプレッドの推移(東京都・大阪府・北海道)



(注)1 ベースポイント=0.01%

Bloomberg と日本証券業協会「後者視点等売買参考統計値」にもとづいて 10 年にもっとも近い銘柄の値をとった。また、選択地域に関しては、石川（2007）を参考にした。

グラフからも分かるように、2006 年 6 月を境に対国債スプレッドが大きくなっており、その度合いは大阪と北海道が顕著である。この最大の要因として考えられるのが 2006 年 6 月 20 日の夕張市の財政再建団体²⁸の指定を総務省に申請する方針を発表した

²⁷ 後出の表 7 参照

²⁸ 地方財政再建促進特別措置法（再建法）に基づき、赤字額が標準財政規模の 5%（都道府県）または 20%（市区町村）を超えた破綻状態にあり、総務大臣に申請して指定を受けた地方自治体(wikipedia より)

という事実である。夕張市は、一時借入金で財源不足を穴埋めして黒字決算を続けて負債を増やしてきた結果、債務残高が 632 億円まで膨れ上がり、標準財政規模²⁹の 14 倍にまで達していた。またこのほかにも夕張市を含む 6 市町がヤミ起債を行うなど違法行為も発覚した。

結果として図 8 のように北海道が最も大きなスプレッドを記録している。また複数の倒産した第 3 セクターを抱え、税収の縮小などが続き財政状況のきわめて困難な大阪も同様にスプレッドが拡大していることがわかる。一方で比較的健全な財政状況を保っている東京都債の場合、スプレッドが拡大した点は、他の 2 都市と変わらないがスプレッド拡大幅は他の 2 都市の 2 分の 1 程度スプレッドの拡大に留まっている。

この事実は夕張市の財政再建団体移行の情報により北海道のみならず財政状況の悪い地方自治体の債券も同様に危険視され、スプレッドが大きく拡大したと理解できる。即ちマーケットは、ここでも地方債の政府の「暗黙の保証」を完全に信用しているとは言いがたく、その安定的な元利償還が保証されない可能性、あるいは債務不履行のリスクを想定していると考えられる。

このスプレッド拡大の要因として、大山・杉本・塚本（2006）は上記の夕張の財政再建団体申請の情報以外にもいくつか挙げている。1 つは先にも述べた、2006 年に施行された地方債発行時の統一条件交渉方式から、個別条件交渉方式への移行や、許可制から協議制への変更など制度的変化が集中的に行われたことである。そして、2006 年には量的緩和政策や、ゼロ金利政策の解除を巡って金利のボラティリティが上昇局面にあったため、その効果が地方債にも作用したことである。更には、2006 年に入ってから地方債の債務履行に関する法制度の見直しが検討されるようになり、若干ではあるが、それがスプレッド拡大の要因として寄与した可能性がある、ということである。

このように夕張ショックが引き金となり、様々な状況が重なった結果、2006 年 6 月

²⁹ 地方公共団体の形状的な一般財源の規模を示すもので、標準税収入額+普通地方交付税額+地方譲与税額で算出

からの対国債スプレッドの拡大が引き起こされたと考えられる。しかしこのスプレッドの大幅な拡大が地方債の信頼の裏づけともなっていると考えられる、「政府による暗黙の保証」への揺らぎを必ずしも意味するとは限らない。注目すべき先行研究³⁰として、石川（2007）が地方債のマーケットでの投資家からの選好度は何によって影響を受けるかを2002年度から2006年度の5年間の対国債スプレッドを被説明変数として分析した結果³¹、①財務状況や格付けなどが最重要要因であること、②地方債の対国債スプレッドに注目が集まったのは夕張ショック以降であるが、地方債の流通利回りの対国債スプレッドと残存期間の関係をみると、スプレッドの拡大度合いは5年間見る限り、マーケットにおいては、十分に説明可能なものであったことを見出している。つまり、マーケットでは常に適正に地方債の信用リスクやその流動性を評価しており、それを踏まえれば、地方債市場の基本的信用は夕張ショックにより失われていないと考えられ、その信用にかげりが見えれば更なるスプレッドの拡大は起こりうるといえよう。

2007年に入ってからそのスプレッドは低下を続け、以前と同程度に収まろうとしているが、2006年6月からの対国債スプレッドの拡大は、地方債の信用リスクに関して再考するきっかけとなったと考えられる。

2.3 地方債引受資金構成の変化

図9は平成12年度から平成17年度までの地方債資金別発行額の推移を示したものである。5年で公的資金合計の割合は大幅に減少し、逆に民間等資金の割合が増加して

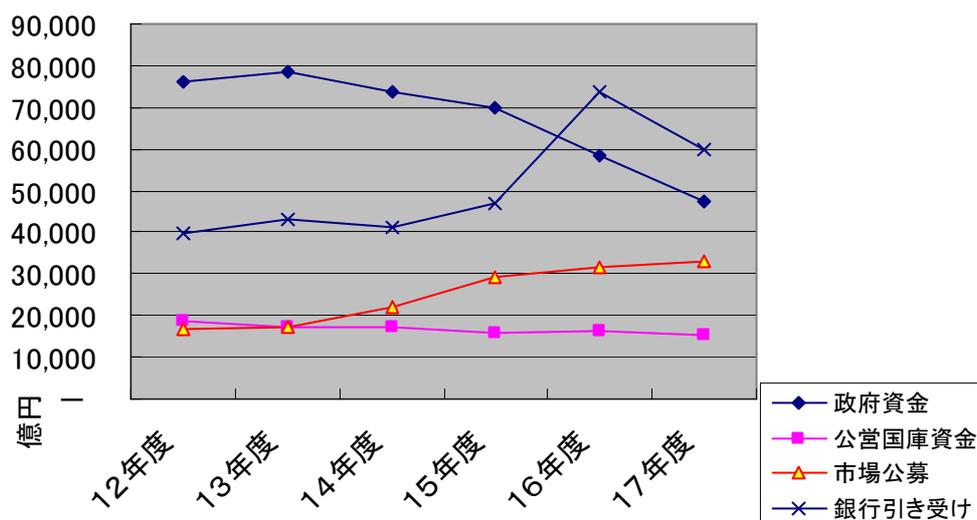
³⁰ 石川(2007)は、中里(2006)の未刊行論文、財政収支と債券市場 市場公募地方債を対象とした分析の中のモデルを参考にしている。

³¹

地方債利回りの対国債 スプレッド i,t
 $=$ 定数項 $+ a_1$ 2003年度 $dummy_t + a_2$ 2004年度 $dummy_t + a_3$ 2005年度 $dummy_t + a_4$ 2006年度 $dummy_t$
 $+ b_1 AA_dummy_{i,t} + b_2 AA_dummy_{i,t} + c_1$ 実質収支赤字 $dummy_{i,t} + c_2$ 経常収支比率 i,t
 $+ c_3$ 起債制限比率 $i,t + c_4$ 財政力指数 $dummy_{i,t} + d_1$ 国債と表面金利の差 i,t
 $+ d_2 \ln(\text{発行金額})_{i,t} + d_3 \ln(\text{償還までの残存日数} / 3652)_{i,t} + e_1 \ln(\text{有効求人倍率})_{i,t}$

いる。1章でもすでに述べたように、かつて公的資金は地方債の重要な引き受け手であったが、図2からも分かるように徐々に減少傾向にあり、民間等資金の中でも、とりわけ市場公募地方債の割合の増加がみられる。

図9 地方債資金別発行額推移



(注)財団法人地方債協会ウェブサイトを参考に著者作成

これは2006年の夕張ショック以降、複数の地方金融機関が縁故債の引受に消極的になったことに加え、許可制から協議制へ発行の自由度が上がった結果、市場公募債に頼らざるを得なくなったことなどが考えられる。一方、土居・林・鈴木(2005)などは地方金融機関が①地方債引受にかかるコストや縁故を持つための指定金融機関としてのコストなどが意識されはじめたこと、②縁故債の引受が利率などの条件面で民間への貸付よりも魅力的ではないと考えるようになったこと、③会計時価評価やVaR³²の考え方が浸透するに従い、引受と同時に含み損を抱えやすい財政状況の悪い地方債の保有を控えるようになったこと、④バーゼルⅡのアウトライヤー規制³³のため、償還期間が長

³² VaR(バリューアットリスク):現在保有している資産が、絶対金額としてどの程度、損失する可能性があるのか、過去の価格推移をもとに、統計的に測定する指標として用いられる

³³ バーゼルⅡ(新BIS規制)では、銀行勘定の金利リスクについて、一定のストレス的な金利変動シナリオのもとで発生する損失額が広義の自己資本(Tier1+Tier2)の20%を超えるものを「合うとライヤー基準」としている。

い地方債の持ちきりを抑える傾向が出ている、ことなどをあげている。これは一部の金融機関に限定される傾向ではあるが、そもそも地方銀行に地方自治体のリスクが一極集中する傾向はその地域全体にとって安定性の観点から望ましいことではない。加えて、地方自治体の側でも公債費³⁴に苦しんでおり、市中銀行からの借入は条件次第と考えるようになっていることや、投資家の多様化を目的とし、住民参加型ミニ公募債を発行していることなどから、今後も銀行等引受は減少こそすれ、大幅な増加はみられないのではないかと考える。

公的資金引受は国家の財政や政策などを考慮すると低下していく方向にあり、民間資金引受に関しても銀行等引受より市場による引受が増えること、加えて発行団体数も増加傾向にあることから、今後はよりマーケットによって地方債発行体である地方自治体の財政状況の評価が厳しくなされる可能性があり、それによって発行条件の見直しや、自治体側の資金調達コストに対する見直しがなされていくかもしれない。

第3章 地方債の信用

本章では、地方債の格付けと信用リスクに関してその決定方式や現状、問題点などに焦点をあて、「暗黙の政府保証」がなされているとされている地方債であるが、果たしてそれは正しいといえるのか、制度的な観点や事例などから検討する。

3.1 地方債とその格付け

ここではまず、地方債とその格付けとは何か、そして格付けはそもそもどのようにして決定されるのかを述べ、次いで地方債の発行額と格付けとの関連について述べる。そもそも格付けとは、個別の債券について元利金が規定どおり支払われる確実性の度合いを一定の符号情報により投資家に提供するものである。ただ、格付けは信用リスクを測るための重要な指標となるが、強制的に法令などで定められてなされるものではないため、発行体は過度に格付けの変更等に注意を払う必要や義務などはない。しかし現実

³⁴ 地方債の利払いや償還額のこと

には格付けは投資家が投資対象を見る上でひとつの重要な指標になっている以上、資金調達側にとってもその影響は小さくない。

現在地方債の格付けは、例外的に、Standard & Poor's のような米国格付け機関に格付けを以てしている地方自治体もあるが、多くの地方自治体は株式会社格付け投資情報センター (R&I)、日本格付け研究所 (JCR) によって格付けされている。本論文では、地方債の格付けを最初に開始した R&I を中心に格付けについて分析する。

R&I は格付けの際に重視する視点として①税収を左右する域内経済力と動向³⁵、②債務の規模と返済にまわせる資金のバランス³⁶、③財政収支構造とその状況³⁷、④財政運営の能力、の4つを挙げている。R&I としては地方債のデフォルトリスクが 100%ないと考えていない³⁸が、次項で詳しく述べるとおり、現行の法制度システムにより信用力は支えられており、地方債格付けの下限は AA- (ダブル A マイナス) と判断している。

R&I はこれら4つの基準に基づき、格付けとは別に財務状況に着目したランク付けを I から V で評価している。(I がもっとも財務状況が良く、V がもっとも悪いとする)

以下、現在、市場公募地方債を発行している地方自治体の格付けと財務状況を示す。

³⁵ 経済力指標としては課税所得増減率、人口増減率、標準財政規模、自主財源比率、税収基盤の厚さなどを使用

³⁶ 債務水準指標としては、債務償還可能年数、インタレスト・カバレッジレシオなどを使用

³⁷ 財政状況指標としては、銃声経常収支比率、修正単年度収支比率などを使用

³⁸ 乾・磯道(2000)

表7 各地方債の格付けと財務状況の評価

地方債発行地域	格付け	財務状況	地方債発行地域	格付け	財務状況
神戸市	AA	V	千葉市	AA+	II
北海道	AA-	III	横浜市	AA+	I
宮城県	AA	III	川崎市	AA	I
福島県	AA	III	静岡市	AA	II
茨城県	AA	III	名古屋市	AA	II
群馬県	AA+	II	京都市	AA-	III
埼玉県	AA+	II	大阪市	AA-	V
千葉県	AA+	II	堺市	AA	III
東京都	AAA	I	広島市	AA	III
神奈川県	AA	I	北九州市	AA	IV
新潟県	AA	IV	福岡市	AA	IV
長野県	AA	III	熊本県	AA	IV
岐阜県	AA	III	大分県	AA	III
静岡県	AA+	II	鹿児島県	AA-	II
愛知県	AA+	II	札幌市	AA	II
京都府	AA+	III	仙台市	AA+	II
大阪府	AA	III	さいたま市	AA	I
兵庫県	AA	IV	広島県	AA	III
島根県	AA-	V	福岡県	AA	III

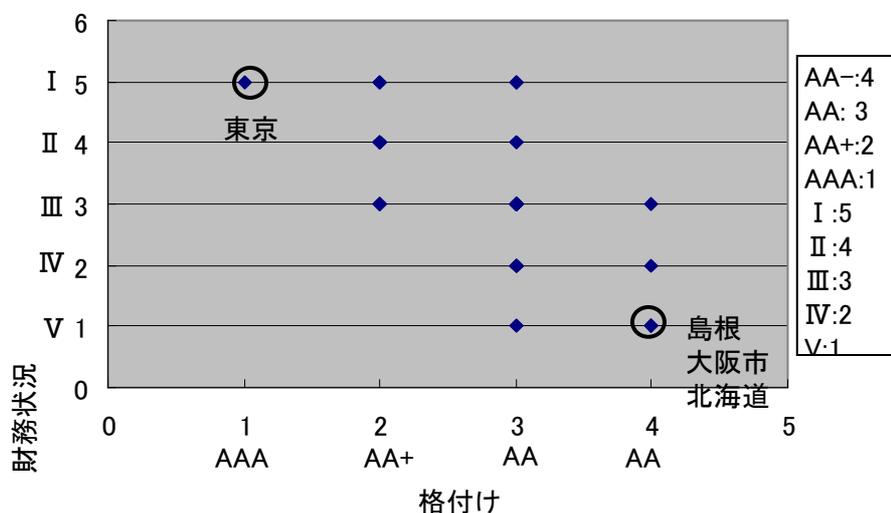
R&I(2007)を参考に著者作成。財務状況に関しては、アラビア数字が大きいほど悪化している。

参考

AAA	債務履行の可能性は最も高く多くの優れた要素あり
AA	債務履行の確実性はきわめて高く優れた要素あり
A	債務履行の確実性は高く部分的に優れた要素あり
BBB	債務履行の確実性は十分であるが、将来環境が大きく変化した場合注意すべき要素あり
BB	債務履行の確実性は当面問題ないが、将来環境が変化した場合十分注意すべき要素あり
B	債務履行の確実性の問題あり、絶えず注意すべき要素あり
CCC	債務不履行に陥っているか、その懸念が強い。債務不履行に陥った債権は回収が十分には見込めない可能性あり
CC	債務不履行に陥っているか、またはその懸念が極めて強い。債務不履行に陥った債権は回収がある程度しか見込めない
C	債務不履行に陥っており、債権の回収もほとんど見込めない

(注)R&I ウェブサイトより引用。なお、上記の格付け表示ではAAA から C までが起債されているが、地方債は、下限がAA-となっている。

図 10 格付けと財務状況の関係



(注)表 7 をもとに著者作成

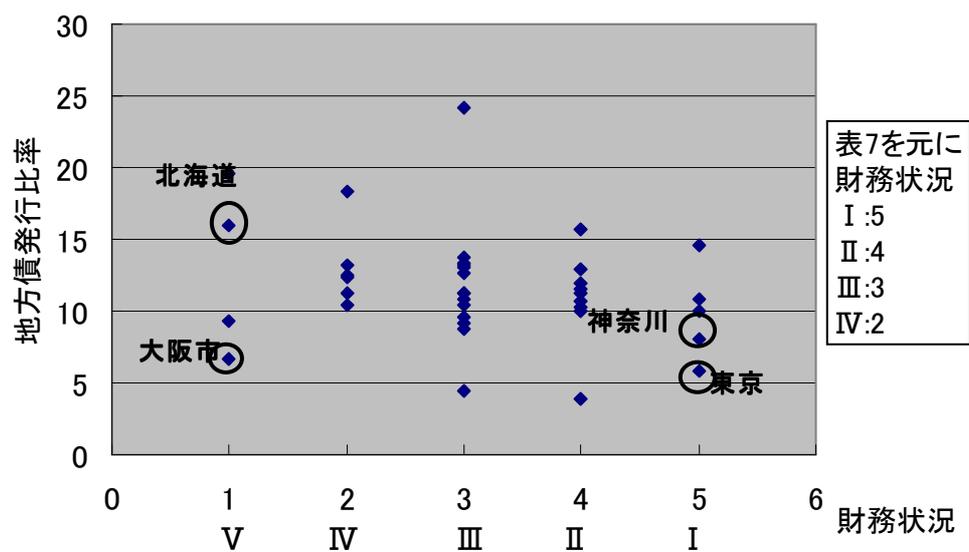
格付けと財務状況の関係をプロットすると図 10 のようになり、格付けが高くなるほど、財務状況も良くなるという関係が明瞭に伺われ、この結果は財務状況の良い地方自治体は高い格付けを得ることで投資家に魅力的な銘柄としてその存在を示すことができることを表している。負債による規律付けという観点から考えた場合、財務状況の良い、つまり格付けの良い地方債ほど財務が厳しく管理されているため債券を大規模に発行することができる。あるいは、より容易かつ比較的低コストで資金調達をすることが出来て然るべきであろう。逆に言えば、財務状況の悪い自治体はそれを改善することなくしては、容易に資金調達ができないといえる。これを踏まえて、各地方自治体の地方債依存度と財務状況の関係を考えてみる。みずほ総合研究所（2005）によると 2004 年時点まで、各地方自治体の財政力³⁹と地方債現残高⁴⁰はほぼ無相関であることが判明した。つまり、財政力の低い自治体（北海道・大阪など）であっても多量の地方債を発行しているということである。

³⁹ 基準財政収支額／基準財政需要額

⁴⁰ 地方債残高／歳出額、普通会計

また、著者が 2007 年の地方債依存度（歳入に占める地方債の割合）と上記で設定した財務状況との関係をグラフと相関係数で表してみた結果、以下のようになった⁴¹。

図 11 財務状況と地方債発行比率の関係



(注)38 地方自治体 IR ページをもとに著者作成

		財務状況	地方債依存度
財務状況	相関係数	1.00	-0.350*
	有意確率 (両側)		0.034
地方債発行比率	相関係数	-0.350*	1.00
	有意確率 (両側)	0.034	

(注)相関係数は 5% 水準で有意 (両側)

ここから分かるように財務状況の良さと地方債発行比率の間には負の相関がみられる。つまり、財政状況の悪い地域ほど相対的に歳入に対して多くの地方債を発行しているといえる。つまり地方自治体に関しては「負債による規律付け」は成り立っているとは言いがたい。

⁴¹ サンプル数は地方債発行主体となっている地方自治体 38 団体

事業会社ならば、このような場合安全資産（国債）に対するスプレッドの拡大や、格付けの低下などが起こりうるだろうが、地方自治体に関しては事業会社が取得不可能なほど高格付けにとどまっており利回りも相対的に低い。これは個々の自治体の財政状況にかなり差があるにせよ、国の制度できちんと保護されているため、何らかの問題があった場合でも元利償還はほぼ確実である⁴²といういわゆる政府の「暗黙の保証」があるという前提に立っているからである。次項ではこの「暗黙の政府保証」に関して制度的側面から検討すると共に、そもそも政府の介入はどの程度ならば望ましいといえるのかを先行研究に基づき、考察する。

3.2 政府の暗黙の保証に関する考察

自治体の債務不履行リスクに関しては様々な議論がある。稲生(2003)によると⁴³「本来債務不履行は資金ショートによって起こるのであり、財務状況とは直接関係がない。(中略)歳入に合わせて歳出を決定する財政では歳入見積もりが正しい限り本来資金ショートはおきない。」述べ、その債務不履行リスクの可能性を否定している。

反面、地方債の債務不履行はありえないと主張するとき、多くの場合、最大の抛り所は、内閣が毎年、翌年度の地方公共団体に必要な費用を洗い出し、予め財源を手当てし、それに基づきその年度の地方債計画を策定することになっているということである。しかしこれは未収の財源を元に策定されており、実際年度が終わってみると当初計画していた税収が大幅に確保できていないケースも少なくなく、結果的に地方債の増発や交付税特会⁴⁴の借入で乗り切っている状況では信頼できるとは言い難い。

そこで以下で制度の観点から、政府の暗黙の保証はありうるのか、ということを検討する。

⁴² 今川(2005)

⁴³ 稲生(2003)小西(1999)を引用している

⁴⁴ 交付税および譲与税配布金特別会計

①政府保証制度項目

現行の財政法では、いかなる債務であっても国が債務を負担する場合には、法律もしくは予算を予め設定して国会の議決を経ることが必要である⁴⁵。また、「法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律」により、政府は会社や法人の債務保証契約はできないこととなっている⁴⁶。地方自治体の債務に対する国の保証に関しては、「国際復興開発銀行等からの外貨の受け入れに関する特別措置に関する法律」に基づき、上記の「法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律」にかかわらず、外貨建て地方債⁴⁷に関してはカバーされている。しかし円建て地方債に関しては、政府保証を付すことを規定した法令は存在しない。よって現行法令上は地方債に関して政府保証は適用されないと考えられる。

②損失補填項目

一方、足立（2006）によると日本格付け投資情報センター(1999)などは政府保証が付されないとしても政府の損失補填は適用されるのではないかと考えている。しかし地方債に関する損失補てんを規定した法令はなく、予算総則にも関連既述はないため、政府保証同様、損失補てんも行えないものと考えられる。

③地方交付税による財源保証

地方交付税交付金も地方債の元利償還金の一部として安全性確保の仕組みを担っていることとなっている⁴⁸。しかし、それは文字通り一部しか措置されておらず、元利償還費の財源が確保されているとは言い難い。

以上のように国は地方債に対して法的に債務保証を明記しているわけではない。しかし、「暗黙の保証」の元に法的に政府保証が付されていない場合や国が損失補填契約を自治体

⁴⁵ 財政法 15 条第 1 項（昭 23 年 法 34）

⁴⁶ 法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律（昭 21 年 法 24）第 3 条

⁴⁷ 東京都・横浜市・神戸市・大阪府等

⁴⁸ 総務省ウェブサイトによると地方債元利償還に関する財源の確保の項目のひとつとして、「地方交付税の算定において、標準的な財政需要額（基準財政需要額）に地方債の元利償還金の一部を参入」と説明されている。

と結んでいない場合でも政府による保証を市場が期待するケースも想定し得る。次項では、地方債という特殊な金融商品に対して、政府保証・介入の可能性と市場原理とのバランスについて言及する。

3.3 政府介入と市場原理活用のバランス

市場における地方債の流通利回りや価格形成を考えると、現時点ではクレジット・リスクより流動性や債券の個別リスクに投資家は注目しているものと考えられ、そこには市場参加者が地方債への政府の「暗黙の保証」を期待しているものと捉えることができる。田中(2004)は起債制限比率⁴⁹・財政資金受け入れ比率、負債比率、インタレスト・カバレッジ、預貸率・公的部門貸出比率などを説明変数とし、地方債大量発行の原因を実証分析した。その結果、負債比率、起債制限比率、財政資金受入比率に関して、発行体の地方自治体のほうでも多分に政府の保証を期待していると解釈可能な結果が得られたと結論付けている。しかし、これは単なる期待に過ぎないことに加え、近年の議論としては地方債にはできるだけ市場原理を働かせていくことが必要であるとするものが多い。しかし一部では地方債の性格上、限定的な場合になれば政府による保護(介入)は合理的であるとする考えもある。(足立(2006)、今川(2005))

足立(2006)は政府による暗黙の保証により投資家に安易な投資を促すことや、財政運営が歪むことによるモラル・ハザードは起こらないと仮定するならば⁵⁰、国が介入することによりそうでない場合と比較し、住民の効用と地方債保有者の効用をトータルで見た場合、全体の効用は上昇する⁵¹と述べている。

⁴⁹ 公債の利払いを標準財政規模との比率の3ヵ年の平均でありこれが15%を超えると公債費負担適正化計画策定が要請され、毎年度の歳入の確保と歳出の合理化により7年度以内に起債制限比率を13%に引き下げるのが要請される(中野(2000)を参考にした)

⁵⁰ 具体的には①自治体がbenevolent(≡道徳的・慈悲ある)に行動し、住民の効用を最大化するべく投資を決定する。②国が自治体に対してリスクに見合った条件での融資を行う。

⁵¹ 政府介入不可能である際、債券保有者である一般投資家は自治体に対して債務償還を強制執行させることはできない一方、国が介入可能である際、国は財政再建制度を活用してその自治体に対する融資について国民負担の最小化のため、自治体による債務返済を最大化しようとするところから投資効果からの回収率

しかし、仮に政府がリスクに見合った条件以下の条件で融資を行えば当該自治体に対する過大投資が起こることに加え、事実、前項で見たように財務状況の悪い自治体ほど多額の地方債を発行していることから、ある種、自治体の甘えという形でのモラル・ハザードが起こっている可能性は否定できないことから、必ずしもこのモデルは成り立たないと考える。

一方で、市場の投資家が注目するのは個別の銘柄の信用度や流動性であり、投資家の拡大の観点から市場原理の導入が重要であり、市場原理の導入によりより強い負債による規律付けや事業の適正性への監視がなされるであろう。しかしあくまで地方債はその性格上、行政的規制と財源保証の制度の中でしか市場原理は働かせられない以上、地方債にとってのナショナル・ミニマム⁵²のあり方が重要になってくる。椎川(2005)が言及するように「制度的な赤字地方債」や本来国の責務であるような事業⁵³に関する地方債発行に関してはマーケットメカニズムを働かせるべきではないが、逆に地方が任意に行う事業に関しては財源として発行される地方債の場合はできるだけ市場原理を働かせることで、市場の監視もされるようになると考える。日本の市場公募地方債は近年増加傾向にあり、その整備は不十分である。一方、米国など地方債市場の進んだ国では予算、会計、監査、資金管理やリスク管理⁵⁴などが法律の中で緩やかに決められており、その中で自治体が比較的自由に自治体経営を行っている。また、同国の地方債発行体では1970年代から始まった多くの自治体の債務を集めた証券化や資金調達を目的とした自治体ファンドの設立など州という立場から比較的良い格付け評価を得つつも、市場原理を上手く活用している。日本でも、近年公共機関の証券化に関心が集まっており、とりわけ自治体保有不動産⁵⁵の証券化に関しては財政の逼迫する中で財源の一環として注

は前者より大きくなると思う。

⁵² 国民が国家によって最低限補償されるべき公共サービス

⁵³ 例えば災害復旧や教育など国が最低限補償すべき事業

⁵⁴ ペンシルベニアをはじめとするいくつかの州では財政運営のためのハンドブックがあり財政指標なども独自に持っている

⁵⁵ 自治体保有の不動産は遊休させていようととも税金がかからないことから積極活用のインセンティブはそ

目が集まっている。

ただ現在、地方債市場参加者は現在大変限定的なものであり、ミニ公募債という形で個人投資家を取り込みつつあるが、投資家を広げるためにはやはり引受主体の適正な価格形成や当該債券の流動性の確保や、信用リスクに関する情報の明確化であり、それらは現在不十分であるとされる発行体のより分かりやすい会計制度を伴う情報開示によって補完されると考えられる。

第4章 結論

本稿のこれまでの議論をふまえ、今後の課題と展望を述べるとともに望ましい地方債や地方自治体のあり方を述べる。

4.1 今後の課題と展望

地方自治体の自立や国家自体の財政難から今後ますます、民間からの資金調達的手段として地方債が活用されることが予想されるとともに、法制度も引き続き変化を続けるだろう。その過程で地方債はますます市場原理にさらされるようになると考えられ、市場から信頼が揺らぐようなことがあれば、夕張ショック以上のスプレッド拡大や、格付け低下の可能性も将来的には否定できない。夕張ショック後、欧州系金融機関の超長期債を中心に地方債への関心を高めているといわれ⁵⁶、これまで殆ど参加者のいなかった海外からの地方債市場参加者が増えることは、市場原理拡大の過程で十分考えうる。発行条件が個別条件交渉方式に変化したことに加え、今後、個別銘柄ごとに市場原理が働く一方、2006年7月に実質的にゼロ金利政策から脱したことにより徐々に金利水準の上昇が予想されるため、自治体の財政状況やディスクロージャーの度合い、ひいては地方自治体のガバナンスそのものにより、地方債間の資金調達コストに差が出ることや、投資家による情報提供要求が増加する可能性がある。つまり今後は地方自治体の財務の

れほど大きくなかった。

⁵⁶ 大山・杉本・塚本（2006）

実態が債券の流通利回りならびに発行利回りに一層鋭敏に繁栄されるようになる可能性が高い一方、地方自治体のガバナンスに対して市場から監視が働くと考えられる。それに伴い、現在の地方債に関する問題として以下の点が挙げられる。

- ① 地方自治体の会計基準は事業会社とは形式が異なり、一般投資家には非常に分かりづらい。格付け機関が財務状況を指標として提供してはいるが、自治体の IR 活動の足並みはばらばらであり、いまだ情報開示に関して問題の多い自治体が多い。
- ② 財務状況が悪いにも関わらず大量の地方債を発行している自治体が多々ある。
- ③ 次年度の予算作成の段階で予測したほどの税収を確保できない自治体が多く、不足分を地方債に頼らざるを得ない自治体があり、財政にそのような不測の事態を折り込む余裕がない。
- ④ 事業に関する起債に対して、自治体と国家のバランスがこれまできちんと議論されておらず、地方債大量発行の原因となるとともに、自治体が政府による「暗黙の保証」を期待しており、国に甘えているといわれる原因ともなっている。

以上を踏まえ、地方債の投資家拡大や市場原理を働かせるにあたり、必要となるであろう政策を次項で提言する。

4.2 政策提言

地方自治体が市場参加者となるにあたり必要とされることとして、第一に会計基準を含む IR 活動の強化である。現在自治体の IR は強制されていないことに加え、大量の債務を抱え込んでいる第 3 セクターの会計、つまり事業会計の部分がかなり不透明である。今後、地方債市場に様々な投資家が入ってくることにより、情報開示制度が必要となると考える。ディスクロージャーを怠ることにより、資金調達が困難になる可能性もあるので、情報公開インセンティブは働くだらうが、制度的な枠組みが作られるべきで

あると考える。

第二に、地方債発行の大きな原因となっている財政難から回復するためにより活発に市場原理を取り入れることが可能であると考え。税収の減少による財政の逼迫は、制度の厳格化により税源確保を促進することも必要であろうが、そもそも、そのような事態にもある程度耐性をつけるべく、財政そのものを改善していく必要がある。そこで、例えば米国などではすでに活用されている多くの自治体の債務を束ねて証券化すること⁵⁷や、日本でも注目を集めつつある公共用地や建設物の証券化⁵⁸などの手法が応用できよう。現実には公共の土地や建設物を証券化するというのは制度的に困難な面もあるが、自治体財政そのものに余裕をもたせる必要があることから、有効な策であると考え。

最後に政府が保証すべき部分と、市場原理を働かせるべき部分の明確化である。これまであまり日本においては議論されてこなかった部分ではある⁵⁹が、地方自治体という公共性を持つ発行体である以上、国家により最低限補償されるべき部分もあるが、その部分と市場原理を働かせるべき部分が曖昧になっていたことから、自治体の甘えから地方債起債が必要以上に増えていたと見ることができる。よって今後、椎川（2005）が言及するように、市場原理を働かせるべき自治体独自の事業に関しては、市場原理を働かせるとし、同一自治体の発行する債券でも異なった評価がされるような制度構築を提案する。更に政府と自治体のバランスに関しては、未だ政府の力が大きすぎると考えることから、自治体の自立を促すため、財政面に関しては遵守すべき指標を提供しつつも、その範囲内であれば、比較的自由に自治体経営を可能にするような政策を打ち出していくべきである。その過程で、地方債の市場商品としての多様化や、多元的な地方自治体経営が可能になっていくことが望ましいと考える。 以上

⁵⁷ ストリーター(2005)

⁵⁸ 日吉(2005)

⁵⁹ 椎川(2005)

【参考文献】

- [1] 平嶋彰英・植田浩(2001)『地方債』 株式会社ぎょうせい。
- [2] 乾智里・磯道真(2000)『地方自治体は大丈夫かー地方債を格付けするー』 日本経済新聞社。
- [3] 稲生信男(2003)『自治体改革と地方債制度ーマーケットとの協働ー』学要書房。
- [4] 代田純(2007) 『日本の国債・地方債と公的金融』 税務経理協会
- [5] 個人投資家について考える会(2005) 『個人投資家と証券市場のあり方』 中央経済社。
- [6] 足立伸(2006)「地方債に対する国の暗黙の保証」財務省財務総合政策研究所研究部 PRI Discussion paper Series(No06A-05)
<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron137.pdf>
- [7] 石川達哉(2007) 「市場公募地方債の流通利回りと信用リスク」 ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 経済調査レポート No2007-01。
http://www.nli-research.co.jp/report/econo_report/2007/ke0701.html
- [8] 農林金融(2005)「個人向け国債と個人向け地方債ーペイオフ統計解除と個人預貯金からの資金シフトー」 <http://www.nochuri.co.jp/report/pdf/n0504re1.pdf>
- [9] 犬飼・江崎・石田・今川・ストーリーター・阿部・土居・椎川(2005)IRA 政策フォーラム in 仙台 「地方債のガバナンスー公共性と市場機能ー」 議事録。
<http://www.nira.go.jp/newsj/seisakuf/04/seisakuf04.html>
- [10] 大山・杉本・塚本(2006) 地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化 日本銀行金融市場局 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ NO06-J-23。
<http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/wps/wp06j23.htm>
- [11] 田中宏樹(2004) 地方債市場とリスク 会計検査研究。
<http://www.jbaudit.go.jp/effort/study/mag/pdf/j29d06.pdf>

- [12] みずほ総合研究所(2005) 「地方債制度における論点－財政規律の強化と市場からの資金調達可能な地方債制度の確立に向けて－」 みずほ総合研究所。
<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/report/report05-1021.pdf>
- [13] 総務省(2005) 平成 17 年度版 「地方財政白書」 総務省。
http://www.soumu.go.jp/menu_05/hakusyo/chihou/17data/17cz.html
- [14] 土居丈朗(2004) 「地方債と破綻処理スキーム」 財務省財務総合政策研究所。
<http://www2.e.u-tokyo.ac.jp/~seido/output/Fujiwara/fujiwara19.pdf>
- [15] 日本証券業協会(2000) 「公社債流通市場の更なる機能向上について」 論点整理メモ 公社債等店頭取引におけるワーキング。
<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/kousyaryu.html>
- [16] 中里透 (2006) 「財政収支と債券市場 市場公募地方債を対象とした分析」 未公開論文。
- [17] 日吉淳 (2005) コラム「研究員のココロ」「市長、不動産の証券化をご存知ですか?」 日本総研。<http://www.jri.co.jp/consul/column/data/302-hiyoshi.html>

【参考 URL】

- [1] 日本証券業協会 <http://www.jsda.or.jp/html/>
- [2] 財団法人地方債協会 <http://www.chihousai.or.jp/>
- [3] 総務省 地方財政の状況 <http://www.soumu.go.jp/iken/zaisei.html>
- [4] 野村証券 証券用語解説集 <http://www.nomura.co.jp/terms/index.html>