

拡大するわが国地方債市場の今後のあり方と展望 — 欧米地方債市場から得られる示唆 —

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>I. はじめに</p> <p>1. 拡大するわが国地方債市場</p> <p>2. 本稿の内容</p> <p>II. 欧米地方債市場の多様性</p> <p>1. 欧米地方債市場の規模</p> <p>2. 各国地方債市場の特徴・多様性</p> <p>III. 財政規律の確保とリスク管理</p> <p>1. 地方債発行の枠組みと財政規律</p> <p>2. 起債自主権の確立</p> <p>3. 発行条件の設定における基本方針の設定と専門家の活用</p> <p>4. 財政状態が悪化した場合の対応</p> <p>IV. 情報インフラの整備</p> <p>1. 地方政府による情報開示</p> <p>2. 格付けの取得</p> | <p>V. 地方債の共同発行と地方債ファンド、カバード・ボンド</p> <p>1. スウェーデン地方債市場で大きな位置づけを得ているコミュニンベスト</p> <p>2. 米国における共同資金調達機関</p> <p>3. ドイツで普及している共同発行地方債</p> <p>4. 共同での資金調達の利点と課題</p> <p>5. 地方債ファンドとカバード・ボンド</p> <p>VI. わが国の現状と得るべき示唆</p> <p>1. 求められる財政規律の回復とリスク管理</p> <p>2. 債券投資家を対象とした情報提供</p> <p>3. 地方債の共同発行制度の今後のあり方と、地方債ファンド等の可能性</p> <p>VII. おわりに</p> |
|---|--|

野村資本市場研究所 三宅 裕樹

要 約 と 結 論

- わが国の地方債市場は、地方債発行残高が高止まりする中で、公的資金から民間資金へのシフトが進んでおり、今後、市場公募債を中心とした拡大が予想される。
- 欧米先進4ヶ国（フランス・スウェーデン・ドイツ・米国）の状況を見ると、地方債市場の様相は多様である。その一方で、共通点や広くみられる取り組みも存在する。まず、地方債の発行の枠組みについては、起債目的は投資的事業の経費の調達に原則的に限定されている。その上で、調達コストを抑制するべく、起債自主権を活用し発行条件を多様化している。併せてリスクの管理体制も整えられている。
- また、地方債市場の情報インフラの整備も進んでいる。債券形式で起債される場合、目論見書を作成したり、格付けを取得するといった動きが広くみられる。
- さらに、共同債券の発行や専門金融機関の創設といった、複数の地方政府が共同で資金調達する取り組みも行われている。そこでは、コストの抑制を図れるなど、発行体にとってのメリットがあると考えられる一方、モラル・ハザードの可能性という課題もある。また、投資家が、複数の地方債を一つのポートフォリオにまとめて運用することを容易とする地方債ファンドやカバード・ボンドも普及している。
- わが国では、地方分権改革の進展、地方財政の健全化の要請、予想される地方債市場の拡大といった背景を受けて、今後の地方債市場のあり方についての議論が高まってきている。すでに改革も一部で進展しつつある。欧米4ヶ国の地方債制度・市場から得られる示唆は大いなるものがあるといえよう。

I. はじめに

1. 拡大するわが国地方債市場

わが国ではここ数年、地方自治体による民間投資家からの資金調達規模が拡大している（図1）。

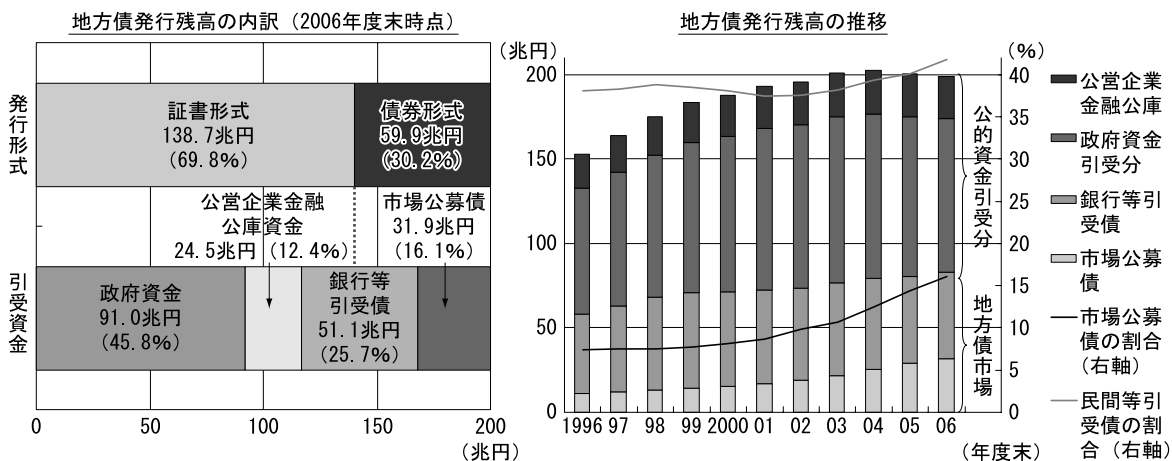
わが国の地方債は、財政投融资制度を介して引き受けられる部分（公的資金引受分）と、民間投資家を対象として発行される部分（民間等引受債）に大きく分けられるが、このうち後者の市場を地方債市場と呼ぶこととすると、同市場の発行残高は2006年度末時点で83.0兆円と、ここ10年間で1.4倍となった。

民間等引受債はさらに、債券市場において公募形式で発行される市場公募債と、銀行などに引受先を限定して起債される銀行等引受

債（証書形式・債券形式）に分けられるが、特に2000年度以降は、銀行等引受債の残高がやや減少に転じる一方で、市場公募債の残高が急増した。市場公募債の発行残高は、2000年度末時点の15.3兆円から、2006年度には31.9兆円と、2.0倍に拡大した。

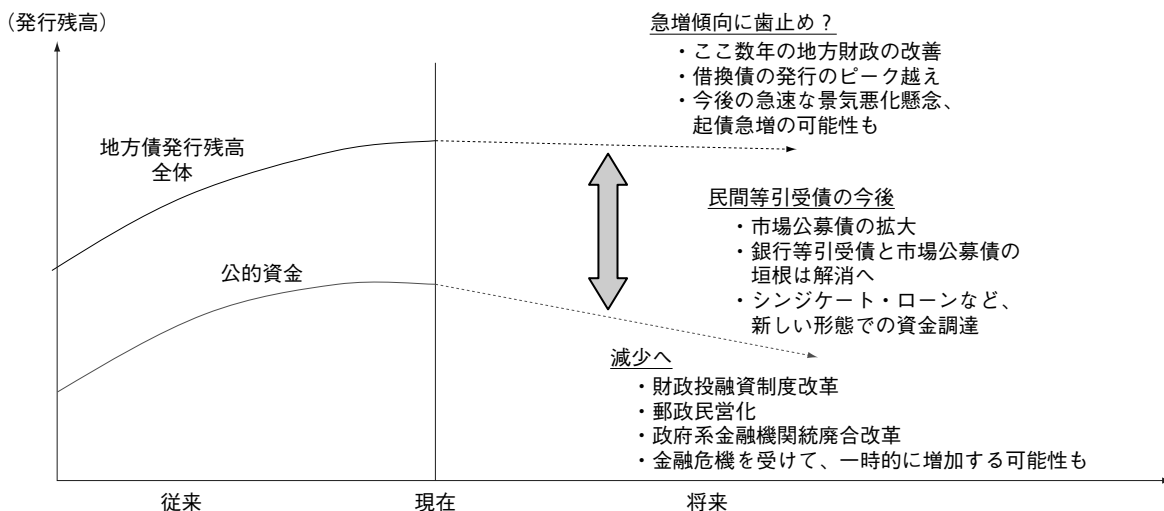
わが国における地方債市場の拡大の背景には、①1990年代以降、景気対策として実施された歳出拡大や減税政策によって不足した財源を調達するべく、地方債の発行が急速に膨らんだことに加えて、②財政投融资制度改革や郵政民営化、政府系金融機関の統廃合改革を受けて、これまで地方債の過半を引き受けてきた公的資金の規模が縮小したため、民間資金がその分を代わって引き受けることとなったことが挙げられる。特にここ数年は、②公的資金から民間資金へのシフトが鮮明となっており、地方債の発行残高が約200兆円

図1 わが国における地方債市場の規模の推移



(注) 1. 公営企業金融公庫は、2008年に地方公営企業等金融機構に機能を継承。
 2. 銀行等引受債の値には、その他の分類には含まれない地方債も含まれる。また、発行形式の内訳は推計。
 (出所) 総務省「地方債の概要と最近の状況」、地方債協会『地方債統計年報』より、野村資本市場研究所作成

図2 今後のわが国地方債市場の拡大シナリオ



(出所) 野村資本市場研究所作成

の水準に高止まりする中でも、民間等引受債の残高は増加している。地方債発行残高全体に占める民間等引受債の割合は、2006年度末には41.8%に達した。これは市場公募債の伸びに支えられたものであり、市場公募債の同割合は2000年度末時点の8.2%から2006年度末には16.1%となった。

状況を、財政規模が比較的大きい都道府県・政令指定都市に限り、かつ発行額ベースで見ると、公的資金から民間資金にシフトする傾向はより鮮明である。発行額全体に占める民間等引受債の割合は、2000年度55.0%から2007年度には92.2%にまで上昇している。また、このうち市場公募債は20.2%から45.4%に拡大した¹⁾。

今後も、総務省が、地方分権化を推進する観点からも引き続き地方債市場の拡大を図る方針を採っていることなどを踏まえれば、地

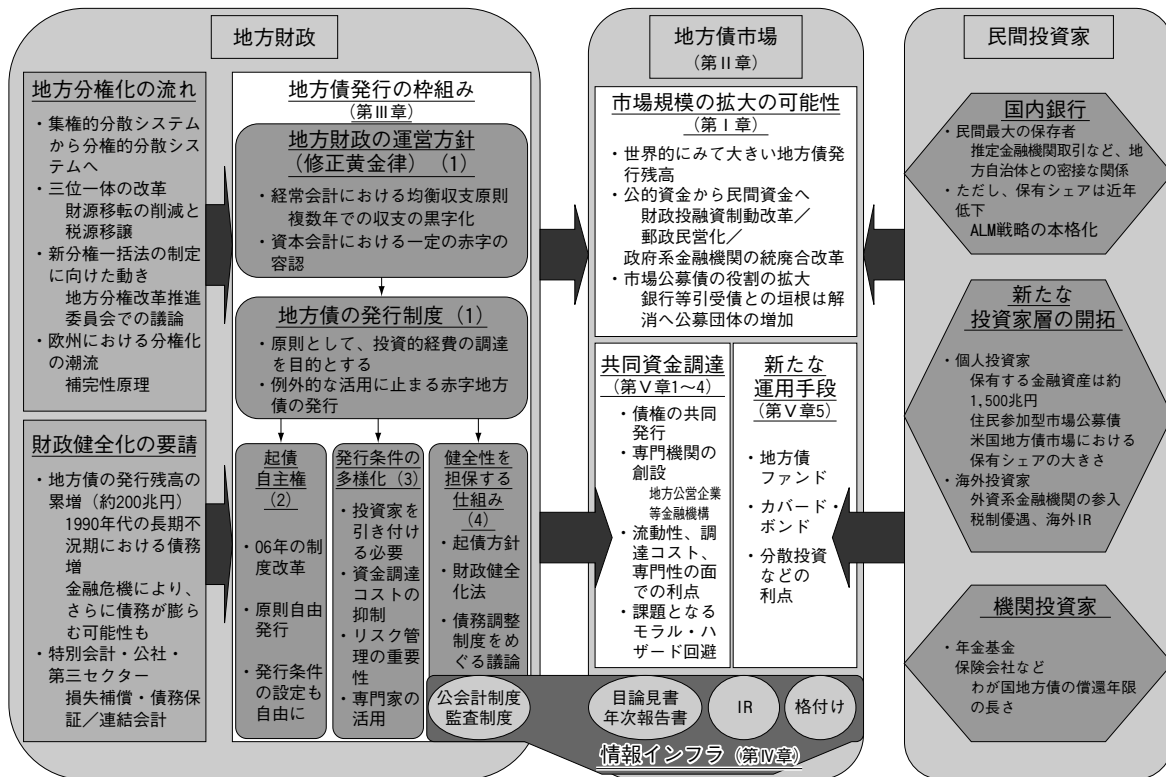
方債市場の拡大は、中長期的な基調として維持されるものと思われる²⁾(図2)。

2. 本稿の内容

本稿は、わが国の地方債市場が今後、いっそう拡大すると見込まれる中で、早急に対応が求められる課題、あるいは新たに市場に登場・普及することが期待される、地方自治体や投資家の必要・利便性に応えうる金融商品やサービスなど、主要な論点について、フランス・スウェーデン・ドイツ・米国という欧米先進4ヶ国の地方債制度・市場から示唆を得ることを目的としている(図3)。

このうち、フランスとスウェーデンは、わが国と同様、中央政府が地方財政制度を基本的に規定している単一制国家である。両国は、先進国の中でも比較的、分権化が進んでいる単一制国家として、一般的に評価されている。

図3 わが国地方債市場をめぐる主要な論点



(注) カッコ内は、本稿での欧米地方債市場との比較・検討より示唆を得た対応箇所を示す。
 (出所) 野村資本市場研究所作成

一方、ドイツと米国は、中央政府（連邦政府）だけでなく、国内に複数ある州政府も憲法をもち、中央政府と州政府の間で権力が分有されている連邦制国家である。州政府の下には、さらに郡や市町村といった（狭義）地方政府が存在するが、そのあり方は州政府が基本的に定めている。それゆえ、州政府の権限や、財政制度の中での位置づけは、わが国の地方自治体とは異なるところもある。とはいえドイツや米国の地方債市場の規模は大きく、注目される特徴や取り組み事例も多いことから、考察の対象に含めることとする³⁾。

以下ではまず、第Ⅱ章で、欧米4ヶ国の地方債市場の規模や特徴を概観し、その多様性を確認する。

続く3つの章では、欧米の地方債制度・市場に広くみられる状況や、注目事例をみる。

具体的には、第Ⅲ章では地方債の発行の枠組みについて比較を行う。各国では、地方政府が行う経常的な事業については収支均衡の原則が採られている場合が一般的である（黄金律）。そうした基本方針の下では、地方債の発行は、中長期的な観点から行われる投資的な事業の費用を調達することを目的とした

ものに基本的には限られ、赤字地方債は、あくまで例外的に認められるにとどまることとなる。この点、わが国では、特例法に基づく赤字地方債の発行が1990年代以降拡大したことが地方自治体の債務累増の一因となった。

こうした基本的な枠組みの中で、地方政府（連邦制国家の場合は州政府）は起債自主権を行使しており、自らの必要に応じて、かつコストを抑えながら資金を調達するべく、発行条件の設定などを工夫している。ただし、その際には、起債による資金調達に依存しすぎることがないように、地方債の発行方針を確立するとともに、発行条件の多様化に伴うリスクを十分に把握し、適切に管理するための体制を整えている。また、そうした事前の対応にもかかわらず財政状態が悪化した場合の、早期健全化に向けた制度も用意されている。わが国でも、2007年に地方財政健全化法が成立するなど、制度の拡充が進みつつあるものの、市場公募債の発行条件が多様化しつつある中で、依然として対応すべき課題は多いものと考えられる。

第IV章では、地方債市場の情報インフラについて、特に米国における取り組みを中心に、注目される事例をみる。地方政府は、自らの財政状態を把握する観点から公会計制度を備えているが、欧米諸国ではこれとは別に、債券投資家向けの情報提供として、目論見書を作成したり、格付けを得たりしている。こうした取り組みは、民間企業など一般の債券発

行体では普通に行われていることであり、わが国の地方自治体が、今後、債券市場からの資金調達を拡大していく上でも、検討に値するものと思われる。

第V章では、複数の地方政府が共同で資金を調達する方法として、専門機関が創設されている事例や共同発行債の事例をみるとともに、地方債ファンドやカバード・ボンドといった、投資家の側で複数の地方債を一つのポートフォリオにまとめている事例を検討する。

地方政府による共同資金調達の取り組みは、発行される債券の流動性の向上、起債プロセスの効率性の高まりとコストの抑制、専門性の蓄積といった効果が期待される。その一方で、モラル・ハザードを回避するための方法を工夫していく必要もある。こうした議論は、最近関心が高まっている地方公営企業等金融機構の今後のあり方を考える上でも、有益なものと考えられよう。

また、地方債ファンドやカバード・ボンドは、投資家が、専門家の知見を借りながら分散投資を進めることを容易とする金融商品であり、今後、特に新しい投資家層を地方債市場に引き付けていく上で、あるいは銀行など既存の投資家にとってより地方債に投資しやすい環境を作っていく上で、登場が期待される金融商品と思われる。

最後の第VI章では、わが国の地方債市場の現状と、欧米4ヶ国の地方債市場から得るべき示唆について、具体的に検討を行う⁴⁾。

II. 欧米地方債市場の多様性

1. 欧米地方債市場の規模

まず、本稿で対象とする欧米4ヶ国の地方債市場の大きさを確認する。

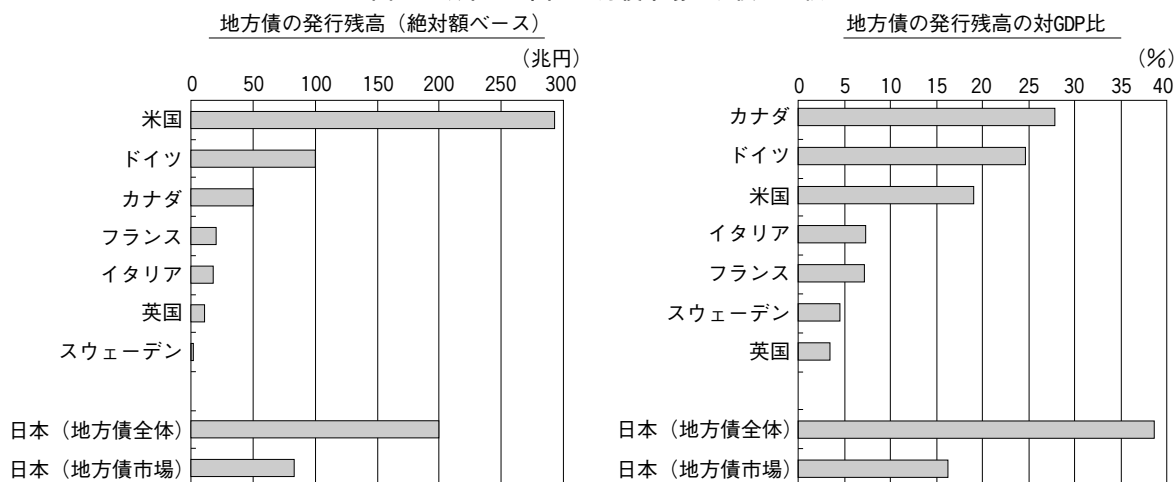
先進主要各国（G7、およびスウェーデン）の地方債の発行残高を比較すると、最大は米国である（図4）。2007年末時点における米国地方債の発行残高は26,186億ドル（293.3兆円）と、他を圧倒している⁵⁾。欧米諸国では、米国に続いてドイツの5,962億ユーロ（99.1兆円）、カナダ4,289億加ドル（48.9兆円）となっており、フランス1,273億ユーロ（19.9兆円）はさらにそれに次ぐ4位となっている（フランスは2006年末時点）。スウェーデンは

1,612億スウェディッシュ・クローネ（SEK）（2.8兆円）とかなり小さい。

これを各国のGDPに対する比率でみると、上位3ヶ国の順位は入れ替わる。絶対額ベースで1位であった米国は18.9%と3位に落ち、代わってカナダが27.9%で1位に上がってくる。ドイツは24.7%と、変わらず2位を維持している。カナダの比率の大きさの背景には、そもそもカナダの地方財政の規模が米国などと比べて大きいことや⁶⁾、1990年代前半に経験した、州財政の悪化に伴う地方債の発行増の影響などがあると思われる⁷⁾。

ただし、上位3ヶ国が全て連邦制国家であるという構図には変化はない。単一制国家であるフランスとスウェーデンの地方債発行残高の小ささは、対GDP比でも変わらず、各々7.0%（5位）と4.4%（6位）にとどまって

図4 欧米4ヶ国の地方債市場の規模の比較



(注) 1. 地方債の発行残高は、日本（2007年3月末時点）、フランス（2006年末）、英国（2007年3月末）、イタリア（2008年6月末）を除き、2007年末時点。円換算は同時点での為替レートに基づく。

2. 発行残高の対GDP比は、フランス（2006年）を除き、2007年の名目GDPを用いて算出。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

いる。一般に、連邦制国家では州政府の自立性が強く、それゆえ単一制国家と比べて地方財政の規模は大きいとされるが、地方債についてもこれと同様の傾向があることがわかる。

下位グループでは英国のイングランドについて一言、触れておきたい。英国の地方債発行残高の対 GDP 比は3.4%と、スウェーデンをも下回る。しかも、英国の地方債の約8割は国債の発行により調達された資金によって引き受けられており、地方自治体が直接、民間投資家から調達している部分は2割にとどまる⁸⁾。それゆえ、英国の地方債市場は、他の先進諸国に比してかなり小さいといえる。これは、地方分権化の流れが進む欧州の中にあって、中央集権的な性格が依然として強いとされる英国の状況を表す一例といえよう。

ちなみに、わが国についてみると、民間等引受債の発行残高は先述のとおり2006年度末時点で83.0兆円と、ドイツとカナダの間に位置し、対 GDP 比では16.1%と米国に次ぐ水準となっている。しかし、わが国の場合は公的資金による引受分がかなり大きく、これを含めた地方債全体のベースでの発行残高は198.7兆円と、欧州諸国を大きく引き離し、米国の約3分の2程度となる。さらに対 GDP 比では38.5%と、単一制国家はおろか、連邦制国家全てをも大きく上回る水準となる。

少なくとも欧米主要先進国との比較からは、わが国の地方財政の現状は相当深刻な状態にあると評価できよう。また視点を変えれば、

公的資金から民間資金へというシフトが進めば、わが国地方債市場の潜在的な成長の可能性は相応に大きいとの見方も可能である。

2. 各国地方債市場の特徴・多様性

(1) 債券発行を原則とする米国

地方債の発行形式や保有者の構造をみると、欧米4ヶ国の様相は多様である(図5)。

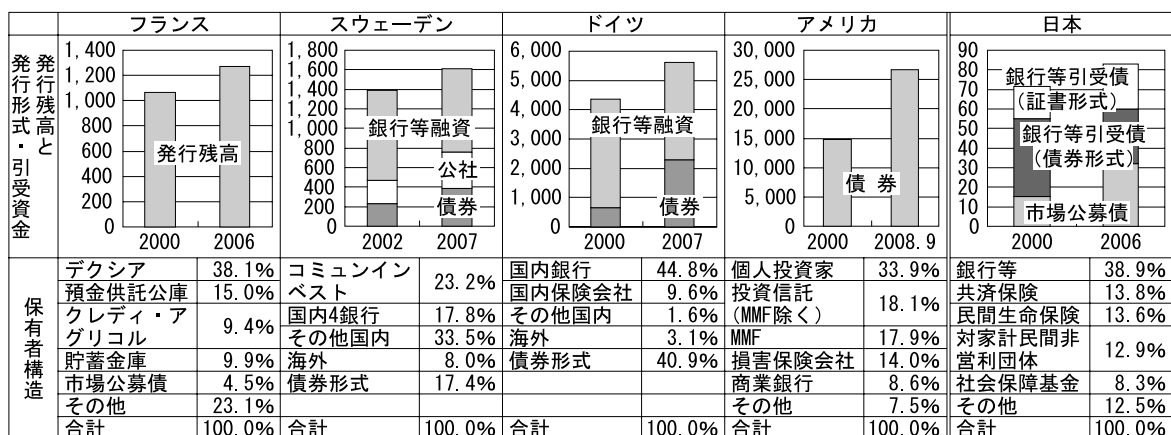
米国の地方債は、原則的に債券形式で発行されており、州・地方政府は資本市場より直接的に資金を調達している。発行残高は一貫して増加基調にあるが、特に1990年代後半以降の伸びは大きく、直近2008年9月末時点では2.7兆ドルに達している(図6)。

保有者構造をみると、個人投資家の役割が大きい⁹⁾。各投資家の保有シェアは、個人投資家の直接保有分が33.9%、投資信託(ミューチュアル・ファンド)の保有分が36.0%となっている(2008年9月末時点)。投資信託が一般的に個人投資家を対象とした金融商品であることを踏まえれば、個人投資家の実質的なシェアは約7割に達しているといえる。

米国地方債は、利子所得に対する連邦所得税の課税が基本的に免除されており、投資家が住む州内の地方債であれば州所得税も免税となることがある。それゆえ、個人投資家の中でも、高い累進税率が課される高所得者層向けの金融商品として普及している。

その一方で、商業銀行の保有シェアは8.6%にとどまる。1970年代には、商業銀行は地

図5 欧米4ヶ国の地方債市場の様相



(注) 1. 「発行残高と発行形式・引受資金」のうち、「銀行等融資」はその他を含む。単位は億ユーロ（フランス・ドイツ）、億SEK（スウェーデン）、億ドル（アメリカ）、兆円（日本）。

2. 「保有者構造」は直近公表分。ただし、フランスは、直近公表データ（1996年と2000年）をもとに推計。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

方債の第一の保有者として40～50%のシェアをもっていた。しかし、1980年の金融制度改革法（The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980）によりレギュレーションQが段階的に廃止され、金利が自由化されたことなどを受けて、ALM（Asset Liability Management、資産負債管理）を重視する傾向が強まると、平均償還年限が17.1年と比較的長い地方債への投資を回避する傾向が強まった¹⁰⁾。加えて、1986年税制改革法（Tax Reform Act of 1986）をもって、商業銀行にのみ認められていた地方債投資に関する税制面での優遇措置が全て廃止されたこともあって、1990年代以降は数%台の水準で推移している。

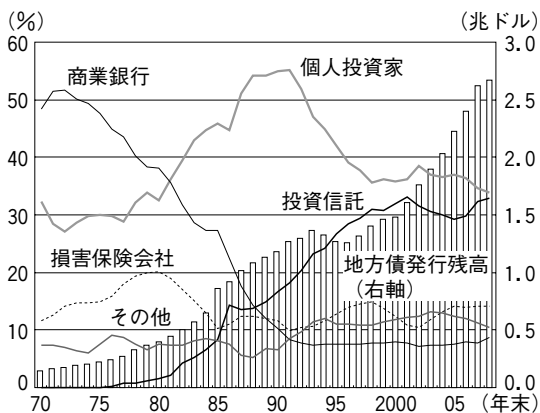
(2) 銀行からの融資を原則とするフランス
米国と対照的な状況にあるのがフランスである¹¹⁾。同国の地方債市場では、市場公募債

は残高ベースで4.5%を占めるに過ぎず、約9割は金融機関による融資とみられる¹²⁾。

保有状況を見ると、デクシア・クレディ・ローカル（Dexia Crédit Local）のシェアが38.1%と圧倒的なほか、貯蓄金庫（Caisse d'Epargne）9.9%、クレディ・アグリコル（Crédit Agricole）9.4%と、旧政府系金融機関のシェアが大きい¹³⁾。デクシアは、預金供託公庫（Caisse de Depots et Consignation, CDC）が1966年に組織した地方公共設備投資援助公庫（Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales, CAECL）を出自とし、1987年にクレディ・ローカル・ド・フランスとして民営化された。なお、15.0%の地方債保有シェアを有するCDCは、現在は新規の地方自治体向け融資を行っておらず、発行済み地方債の保有を続けているだけである。

フランス地方債市場における旧政府系金融機関の位置づけの大きさは、歴史的な経緯によるところが大きいと考えられる。フランスでは1981年まで、地方債の発行は中央政府による許可の下で行われていた。また、調達資金の用途が中央政府の認める事業であれば、地方自治体は政府系金融機関から低利での融資を受けることが可能であった。そのため当時は、CDCを中心とした政府系金融機関の融資シェアが全体の9割を超えていた。その後、1982年地方分権化法による起債の原則自由化、1986年の政府系金融機関による低利融資の廃止、さらには2000年代初めにかけて政府系金融機関の民営化改革が進められたことにより、制度面では民間金融機関の参入の余地は大きく広がった。しかし、すでに地方債市場において一定のシェアを占め、規模の経済を働かせることが比較的容易であった旧政府系金融機関の優位な状況には、これまでの

図6 米国地方債の保有シェアの推移



(注) 2008年は9月末時点。
(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より、野村資本市場研究所作成

ところ大きな変化はない。

ただし、金融機関の間での融資競争が生じたことで、地方自治体に対して様々な金融商品の提案が行われた結果、地方債の発行条件の多様化が進んだ。現在では、変動利付き地方債も普及しているほか、外貨建て地方債の発行も行われるようになっている。また、デリバティブの活用も行われている。

例えば、首都パリ市を中心とするレジオン (Région, 州) のイル・ド・フランス (Île de France) の場合、発行済み地方債のうち45%には固定金利が、55%にはLIBOR (London InterBank Offered Rate) に連動した変動金利が設定されている (2006年末時点)。また、積極的にデリバティブ取引を行う方針を掲げており、地方債残高22.3億ドルのうち約3.6億ドルについて金利スワップ契約を結んでいる。同レジオンは、金利スワップの活用により、これまでに累計約1.7億ユーロの金利負担の軽減につながったとしている¹⁴⁾。

(3) 債券発行にシフトするドイツ

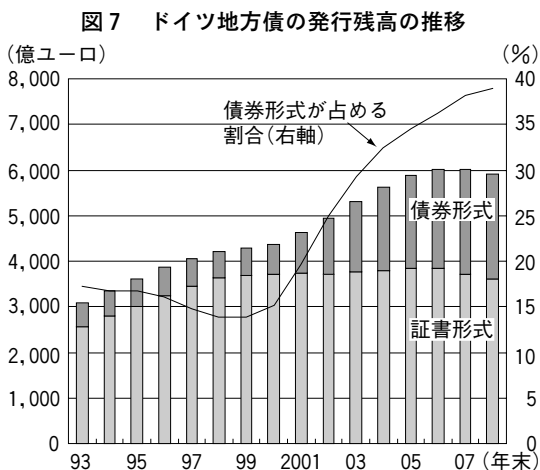
債券発行中心の米国と、借り入れ (ローン) 中心のフランスを両極とすると、ドイツとスウェーデンはその中間に位置する。

このうちドイツの地方債市場では、州立銀行や貯蓄銀行など国内の銀行からの借り入れ (ローン) が全体の44.8%を占めている¹⁵⁾。その他、保険会社や海外の金融機関による融資分も含めると、地方債全体の59.1%が証書

形式となっている。ただし、第V章で詳しく述べるとおり、ドイツの金融機関は、州・地方政府に対する融資債権を担保としてカバード・ボンド（ファンドブリーフ債）と呼ばれる債券を発行して、資本市場から資金を調達している点には注意する必要がある。よって、証書形式で発行されるドイツ地方債の相当部分は、実質的には債券市場から資金調達されたものと捉えることが可能である。

さらに近年では、州政府が債券形式の地方債を発行し、直接的に資本市場から資金を調達する動きが進んでいる（図7）。ドイツ地方債の発行残高全体に占める債券形式の割合は、2000年代に急上昇し、2008年9月末には38.9%となっている。

この背景には、まず、国債や社債の発行額や取引量が増加するなど、ドイツの債券市場の発展が挙げられる。加えて、2001年に州立



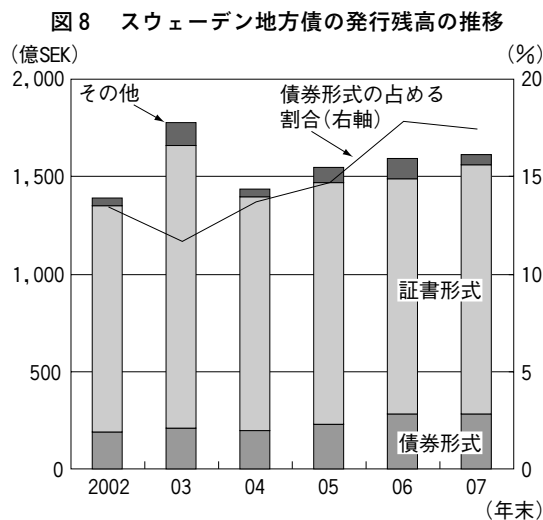
(注) 1998年以前については、1ユーロ=1.95583マルクで換算。2008年は9月末時点の値。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より、野村資本市場研究所作成

銀行・貯蓄銀行をめぐる制度改革が行われたことも大きく影響していると考えられる¹⁶⁾。この改革によって州・地方政府による公的保証が廃止されることとなった結果、州立銀行などが発行する債券は、必ずしも高い信用力をもっているとはみなされなくなった。それゆえ、低利のファンドブリーフ債を発行して、州・地方政府に対する融資財源を確保することが以前ほど容易ではなくなったのである。

(4) 地方自治体の共同資金調達機関が活躍するスウェーデン

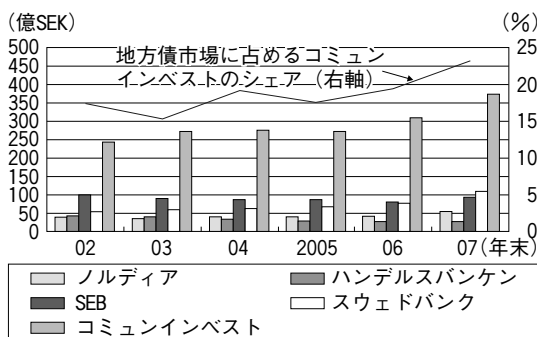
スウェーデンにおいても、ここ数年、債券形式での地方債発行が拡大しつつある¹⁷⁾(図8)。ただし、地方債発行残高全体に占める債券形式の割合は2007年末時点で17.4%と、ドイツや米国と比べれば低い水準にとどまっております。依然として金融機関からの借り入れ(ローン)が中心であるといえる。



(出所) スウェーデン統計局 (Statistics Sweden) 資料より、野村資本市場研究所作成

スウェーデンで注目されるのは、地方自治体の共同資金調達機関であるコミュニンベスト（Kommuninvest I Sverige AB、スウェーデン地方金融公社）が地方自治体向け融資で第一の主体となっている点であろう。コミュニンベストは、融資を希望する地方自治体からの自発的な意志に基づく出資によって運営されている非営利の金融機関である。詳しくは第V章で述べるが、政府保証や補助金を受けているわけではなく、あくまで独立採算ベースで運営されており、自らの信用力に基づく起債によって調達した資金をもとに、スウェーデン国内の地方公共セクター（地方自治体・地方公営企業）に限定して融資を行っている。スウェーデン地方債市場におけるコミュニンベストのシェアは、1993年の創設以来基本的に拡大している（図9）。2007年末時点での地方債市場におけるシェアは23.2%と、同国の大手4銀行（ノルディア・ハンデルスバンケン・SEB・スウェドバンク）の合計を上回っている。

図9 スウェーデン主要金融機関の地方債保有残高



(出所) スウェーデン統計局資料・コミュニンベスト年次報告書より、野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 財政規律の確保とリスク管理

1. 地方債発行の枠組みと財政規律

(1) 主流派財政学の見解

このように欧米4ヶ国の地方債市場は、発行形式や投資家層の点でそれぞれ独自の様相を呈している。しかしながら、そうした多様性の中にも4ヶ国で広くみられる共通点がいくつか存在することもまた事実である。

その第一は、地方債発行の枠組みにみられる。欧米諸国では、地方財政の健全性を維持しながら、資金調達の一手段として地方債を有効に活用するべく、①起債目的に基づく発行枠の限定と、②その下での地方政府の起債自主権の確立、③発行条件の設定におけるリスクの管理が行われている。

本節では、起債目的についてみることにする。欧米諸国では、「均衡予算」の策定が原則とされ、毎年度の歳出は、その年度の歳入によって賄うこととされている。ただし、財政運営に柔軟性をもたせるため、一定の範囲で地方債の発行を可とするという方針が採られている。ここで重要なことは、経常的な経費を調達するための起債が認められているのか、認められるとすればどのような条件の下で行うべきとされているか、という点である。

以下ではまず、欧米4ヶ国の具体的な事例をみる準備として、財政学での理論的な議論

をあらかじめ簡単に踏まえたい¹⁸⁾。

財政学の分野において少なくともこれまで主流派の地位を占めてきたのは、マスグレイブ (Richard Musgrave) やオーツ (Wallace E. Oates), ティボー (Charles Tiebout) らの流れを汲む伝統的な財政連邦主義の考え方である。そこでは、財政が果たす役割を、①公共サービスを提供するという資源配分機能、②個人間の所得格差をある程度是正するという所得再分配機能、③景気加熱時には財政引き締め策を、逆に後退時には積極策を採るという経済安定化機能の三つに分ける。

その上で、財政連邦主義は、地方政府は基本的に①の一部を担うべきと主張する。というのも、例えば地方政府が②所得再分配機能を果たそうとすれば、それによって不利な立場に置かれることとなる富裕層はその地域から出て行く一方、恩恵を受ける低所得者層が他の地域からも流入してくることとなり、結果としてその地域の財政がもたなくなるだろうと考えられるからである。

また、③景気安定化機能については、ある地方政府が景気の悪化を受けて歳出を拡大した場合、その効果は周辺地域にも波及することが予想される。そのため、周りの地方政府は、財政負担を増やして歳出を拡大させることもなく、地域の消費需要が高まるという恩恵が受けられる一方で、歳出を拡大した地方政府は財政政策の効果の全てを享受することができない。こうした可能性を踏まえれば、

各地方政府は、自らの歳出を拡大して景気の悪化を食い止めようとするに躊躇するようになると考えられる。

このように、住民の移動や政策のスピルオーバーの可能性を考慮した場合、②所得再分配機能や③経済安定化機能は中央政府が担う方が効率的と考えられ、地方政府が果たしうる役割は必然的に①資源配分機能の一部に絞られてくることとなる。

こうした連邦財政主義の見解に立つと、地方財政の運営はどのような方針に基づいて行われるべきと考えられるであろうか。ここで、財政連邦主義は黄金律 (The Golden Rule) という原則を導き出す。

地方政府の会計は、少なくとも考え方として経常会計と資本会計とに分けることができる。経常会計とは、人件費や施設の維持費のように、毎年度、一定額発生する費用（経常的経費と呼ばれる）と、税収を中心とする経常的な収入を計上する会計である。これに対して、資本会計とは、教育施設や道路といった社会インフラの整備のように、長期間にわたって住民に便益をもたらすと考えられる公共サービスの提供に要する費用（投資的経費、ないし資本的経費）と、これに対応する収入を計上する会計である。

その上で、財政連邦主義では、経常会計においては毎年度の収支均衡を維持するべきとの考え方を採る。というのも、地方政府は本来、③景気安定化機能を担うべきではなく、

それゆえ毎年度の税収などから得られる歳入以上に歳出を増やすことは慎むべきと考えられるからである。その一方で、資本会計については、世代間の負担の公平性の観点から、地方債を発行して投資的な事業の資金を調達し、その事業から便益を受ける後の世代が、地方債の元利償還の負担という形で費用の一部を負担することには一定の正当性が認められるとされる。こうした、経常会計における収支均衡と、資本会計における起債による資金調達の容認という、地方財政運営の基本方針についての考え方を、一般に黄金律と呼ぶ。

(2) 黄金律に対する新たな見解

ただし、こうした黄金律の基本的な発想に対しては、いくつかの限界が指摘されている。

一つは、単年度ベースで黄金律を適用する場合、地方政府の財政運営に柔軟性が失われる可能性があるというものである。つまり、地方政府の経常的経費の水準は、「経常的」という性格から、おおよそ安定していると考えられる。他方、歳入の方は、景気変動の影響をある程度受けざるをえない。特に、地方税の中心が所得税や法人税などで構成されている場合には、景気が悪化すると税収も大きく落ち込む可能性がある。また、これは「経常的経費」と「投資的経費」の定義にもよるが、例えば災害など緊急事態が発生した際には、経常的経費が急激に膨らむ可能性もある。そうした場合にも黄金律を遵守するべきという考え方は現実的でないとの指摘がある。

もう一つは、黄金律の根拠とされている「地方政府は③経済安定化機能を担うべきではない」という考え方に対する疑問である。

確かに、実際に財政が果たしている役割を三つの機能に分けることは、現状を捉える上で有益である。しかし、ある特定の公共サービスの供給や課税について、それを三つの機能のいずれかに分けることは困難である。例えば教育サービスは、住民に対するサービスの提供という側面からは①資源配分機能に分類することができるが、一方で所得の高さに関係なく、広く住民一般が一定の教育機会を得られるようにしているという意味では②所得再分配機能と捉えることも可能であろう。また、職業訓練などを想起すれば、教育サービスは③経済安定化機能としての性格も有しているといえる。それゆえ、財政の三機能を判然と区別することは現実には難しく、規範的に、②所得再分配機能や③経済安定化機能を地方政府は全く担うべきではないとするには限界があると考えられる。

また、三機能のうち③経済安定化機能に注目すれば、仮に景気後退期に、中央政府が積極的な財政政策を講じる一方で、地方政府が黄金律の遵守に終始するとすれば、中央政府の減税政策や歳出拡大策の効果が、地方政府による増税政策や歳出削減策の実施によって薄められかねない。よって、地方政府の財政運営においても、ある程度、マクロ経済の動向に配慮した対応が採られるべきであり、③

経済安定化機能を少なくとも部分的には担わざるをえないと思われる。

この二点を踏まえれば、地方政府の財政運営に柔軟性をもたせるべく、また地方政府に③経済安定化機能を担わせる上でも、黄金律を一部修正し、場合によっては経常会計の部分でも一定の赤字を認め、地方債の発行による資金調達を可能とするべきとの考え方が出てくることとなる。こうした地方債は、投資的経費を賄う目的での地方債（建設地方債）と区別して、赤字地方債と呼ばれる。

例えば、欧州評議会（Council of Europe）は、「欧州における地方政府の資金調達のあり方（Local finance in Europe）」（1997年）という報告書の中で、地方債は投資的経費を賄う目的で発行することを原則とするべきとの考えに立ちつつも、赤字地方債の発行が認められる場合として、①自然災害や大事件など、予期しない出来事が生じた場合や、②景気後退による税収の落ち込みにより、一時的に経常収支が悪化する場合を挙げている¹⁹⁾。

ただし、赤字地方債の発行を認めた場合、では、いかにして地方財政の健全性を担保するかという課題が必然的に生じる。これに対応する一つの方法としてあるのが、複数会計年度での財政収支の管理という考え方である。つまり、景気循環の波が一巡する期間を、例えば三年と仮定して、単年度の収支を黒字にすることを基本としつつも、やむをえず赤字が発生した場合には最低限、3会計

年度の中で収支の均衡を達成することを目指すようにするのである。ある年度で経常赤字となった場合には、残る2年度の間にその赤字分を補う経常黒字を達成するべく、例えば地方税を引き上げたり、歳出を見直したりして、財政収支の改善に努めなくてはならないという義務を課す。そうすれば、地方財政の規律は中長期的には確保されると考えられる。

（3）欧米4ヶ国の現状

欧米4ヶ国における現行の地方財政収支の管理の基本的な枠組みについてみると、スウェーデンを除く3ヶ国では経常会計における収支均衡を原則としている。地方債の発行は、建設地方債に限定されており、赤字地方債の発行は原則的に認められていない（表1）。

黄金律に最も忠実な制度を設けているのはフランスである。同国では、地方自治体の会計が経常会計と資本会計に実際に分けられており、経常会計では毎年度、収支を均衡させることが求められている。地方債の発行により調達した資金は資本会計の歳入に全て繰り入れられ、経常会計の歳入としては認められない。言い換えれば、フランスの地方自治体は赤字地方債を発行することができないということである。地方債の元利償還については、元本返済部分は資本会計の、また利払い部分は経常会計の歳出項目とされる。なお、同国では借換債の発行も認められていない。

米国は、州によって財政運営の枠組みは異なるものの、ヴァーモント州を除く49州で経

表1 欧米4ヶ国の地方債発行の枠組み

| | フランス | スウェーデン | ドイツ | 米国 | 日本 |
|-----------------------------|-----------------------------------|---------------------------|--|---|---|
| 基本方針 財政運営の | 經常会計・資本会計における予算均衡原則の採用 | 予算均衡原則の採用（經常会計と資本会計の別はない） | 州政府は、經常会計における予算均衡原則を採用 | 多くの州で經常会計における予算均衡原則の採用 | 予算均衡原則の採用（經常会計と資本会計の別はない） |
| | | 赤字決算となった場合、3年以内に解消の必要がある | | 複数年会計年度での財政収支の管理を行っている州政府が多い | |
| 地方債の発行制度 資金調達目的 起債自主権 | 投資的経費の調達に限定 | 使用制限は特でない | 原則として投資的経費の調達に限定 | 原則として投資的経費の調達に限定 | 投資的経費などに限定する規定の存在（地方財政法第5条） |
| | 赤字地方債の発行は不可 | 赤字地方債の発行は制度的に可能 | 景気対策の実施など、必要な場合には、州政府は例外的に赤字地方債を発行することが可能 | 例外的に赤字地方債の発行を認めるところもある | 特例法に基づく赤字地方債の発行 |
| | 原則として自由な発行が可能 中央政府による事後的な監督の実施 | 原則として自由な発行が可能 | 原則として自由な発行が可能 ただし、必要に応じて連邦政府が起債限度額を設定することが可能とされている（連邦参議院の同意が必要） | 原則として自由な発行が可能 ただし、免税債として発行する場合には、内国歳入法に定められた規定に従う必要がある | 原則として自由な発行が可能 ただし、実質公債費比率が18%を超える場合などは、中央政府からの起債許可を得ることが必要 |
| | | | 地方政府による起債については、州政府が起債制度を設定 起債許可制度の存在 | 地方政府による起債については、州政府が起債制度を設定 起債許可制度の存在 | |

（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

常会計での収支均衡が求められている²⁰⁾。中には、例えばインディアナ州やネブラスカ州のように、政府の一般財源を償還原資とする地方債（一般財源保証債）の発行そのものを認めていないところもあるが、一般的には建設地方債の発行が認められている²¹⁾。

さらに、フランスとは異なり、多くの州では、例外的に赤字地方債を発行することを可能とする規定を州憲法・州法で設けている。ただし、その場合は、併せて經常収支の赤字を翌年度ないし2年度以内に解消することを求める規定も盛り込むことによって、赤字地方債の発行に対する制限をかけ、財政規律を維持しようとしている。これは、修正された黄金律の考え方に近い制度内容と評価できる。

ドイツは、米国とおおよそ近く、赤字地方債の発行を原則として禁じる一方で、景気対策が必要な場合などは例外的な起債を認めて

いる州政府が多い。ただし、複数年年度を通じての經常収支の均衡を求めるような規定は特に存在しないという点では、米国と異なる。なお、州政府の下位にある（狭義）地方政府は、例外的にも赤字地方債の発行が認められていない。

フランス・ドイツ・米国と異なり、スウェーデンでは、地方債の資金調達目的に関して、少なくとも国レベルで特段の規定は設けられていない。地方公会計も、經常会計と資本会計に分けられてはおらず、それゆえ赤字地方債の発行も可能である。ただし、2000年に地方自治法の中に予算均衡原則が盛り込まれ、複数年年度で財政収支を管理する考え方が制度化されることとなった。同原則では、赤字予算を策定することを禁止すると共に、仮に決算段階で財政赤字が発生した場合には3年以内にこれを解消することが求められている。

2. 起債自主権の確立

このように、欧米4ヶ国においては、地方財政の健全性を確保しながら、柔軟な財政運営を可能とするべく、経常会計における均衡財政の原則、あるいは複数年度での収支の管理といった枠組みが設けられ、地方債の発行目的は、投資的経費の調達に原則として限定される場合が一般的となっている。

こうした基本的な枠組みの下で、欧米諸国では、資金調達の総額の決定や条件設定など、地方債の発行に関する権限が地方政府に幅広く認められている（起債自主権）。

単一制国家であるフランスやスウェーデンにおいては、地方自治体は中央政府からの許可を得ることなく、自由に地方債を発行することが可能である。このうちフランスでは、すでに述べたとおり、かつては起債許可制度が採られていたが、社会党ミッテラン政権による地方分権改革によって、1980年代に、起債自主権を含めて地方自治体の権限が大幅に拡充された。現在では、発行条件の設定や引受金融機関の選定などについて、地方自治体は基本的に自由に判断することができる。

一方、連邦制国家であるドイツや米国の場合、起債自主権は州政府がもっている。そもそも両国においては、主権は州政府にあり、それゆえ州政府の資金調達に対する連邦政府の関与は、国レベルで何らかの調整が必要な場合を除いて、基本的には認められない。

米国では、利子所得に対して連邦所得税が課されないという免税債として地方債を発行する際には、連邦レベルの税法である内国歳入法（Internal Revenue Code）を遵守する必要がある。ただし、これ以外に地方債の発行を制限する規定は特にない。

一方、ドイツの場合、州政府は基本的に自由に地方債を発行することが可能とされつつも、同国がマーストリヒト条約に批准していることから、米国と比べて起債権が制約される可能性はやや高いと考えられる。マーストリヒト条約では、政府全体の毎年度の財政赤字を対GDP比で3%以内に、また債務残高を同60%以内に抑えることが要求されている。それゆえ、州政府は、必要に応じて連邦政府と協議し、場合によっては地方債の発行を抑制することがある。加えて、連邦政府レベルで積極的な財政政策が採られる際に、それを阻害しないように州政府の起債が制限される場合もある。

ドイツと米国の州政府は、原則的に自由に地方債を発行することができる一方、（狭義）地方政府は、起債に際して州憲法・州法などの規定に従う必要がある。それゆえ、必ずしも自由に地方債を発行できるというわけではない。

ドイツの場合には、（狭義）地方政府が予算を策定する段階で併せて用意する起債計画について、上位の州政府が、発行予定の総額に許可を与えるのが一般的である。

また、米国では、州政府によって異なるものの、例えばノースカロライナ州のように事前許可制度を採っているような州もある。

3. 発行条件の設定における基本方針の設定と専門家の活用

(1) ARS 市場における一連の混乱

このように、地方政府（連邦制国家の場合には州政府）は、基本的に自由に起債自主権を行使することができる。それゆえ、各地方政府は、発行条件を多様化させることが可能であり、例えば年限の長短や償還方法などを変えることで、自らの財政運営の必要に合わせて資金を調達することができる。また、金利の設定方法を工夫することなどを通じて資金調達コストの抑制を図ることもできる。

ただし、その一方で、発行条件の設定に際しては、それに伴って生じうるリスクを十分に把握し、適切に管理することが、併せて求められることとなる。

2007年後半以降のサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の中で、こうしたリスク管理の必要性を改めて認識させる事例が生じている。2008年2月の米国オークション・レート証券（Auction Rate Securities, ARS）市場における混乱は、その例である²²⁾。

ARS とは変動利付き債の一種で、一週間ないし一ヶ月単位で定期的に投資家間で行われる入札を通じて金利水準が設定されるものである。米国地方債市場においては、ARS

は発行額ベースで地方債全体の8.5%と、一定の位置づけを占めていた²³⁾（2006年）。

ARS の発行は、州・地方政府にとって、①通常の固定利付き債と併せて変動利付き債を発行することで、起債における金利リスクを分散できると共に、②資金調達コストの抑制を図れる点で意義があると考えられてきた。特に、②については、ARS は通常、償還年限が20年から30年に設定されているが、定期的に入札が行われることで流動性が一定、確保されていると考えられる分、金利水準もある程度抑えることが可能とされてきた。実際、ARS の平均利回りの水準は、2006年5月より2007年前半まで、一般の地方債（30年、AAA 格）より50～100ベース・ポイント（bp）ほど低かった²⁴⁾。

ただし、ARS を発行する場合、州・地方政府は、こうした利点の裏返しとしてリスクにもさらされることとなる。中でも、2008年の ARS 市場の混乱との関連では、入札の場において需要が減退すれば、利払い負担が増加する可能性があるという点が重要である。2007年後半より短期金融市場一般で流動性が徐々に逼迫すると、ARS 市場においても投資家からの需要は次第に弱まっていった。

もっとも、当初は、ARS を引き受け、入札を取りまとめている金融機関が積極的に買い支えを行ったため、一般の投資家からの需要の減退が ARS の価格（金利水準）にそのまま反映されることはなかった。

しかし、2008年に入ると、金融機関におけるサブプライム関連の損失が膨らみ、財務状態の余裕が薄れてしまった。さらに、ARSの多くには、民間の保険会社が元利払いを保証するという金融保証（モノライン）保険が付されていたが、これを提供する大手保険会社の格付けが同年1月頃より引き下げられると（次項）、ARSの信用リスクに対する懸念もこれに連動して高まった。こうした状況を受けて、同年2月に、すでに自己資金でかなりのARSを購入・保有していた大手金融機関は、相次いで買い支えの中止を表明した。

これにより、ARS市場における需要は一気に枯渇し、金利が高騰する事態となった。平均金利は、直前の4.03%から一気に6.59%へと急上昇し、州・地方政府の金利負担もそれに応じて急増することとなった²⁵⁾。アラバマ州のジェファソン郡に至っては、起債の51%をARSに依存していたために、金利上昇の影響が財政状態に直撃し、発行していた地方債の一部でデフォルトが生じた。

(2) 証券化商品市場における混乱の影響を被る大きな要因となった金融保証保険

ARS市場の混乱とも関連するが、米国地方債市場において、発行条件の多様化に伴うリスクが顕在化した事例としては金融保証（モノライン）保険も挙げられる²⁶⁾。

金融保証保険とは、保証対象となる債券・証券化商品について、債務者が何らかの事情で元利償還を期日どおりに行うことができな

くなった場合に、民間の保険会社が、無条件に元利払いの立て替えを行う契約である。

金融保証保険会社は、少なくともサブプライム・ローン問題以前は、通常、AAA/Aaa格を維持し、その高い信用力を背景に保証業務を行ってきた。その場合には、金融保証保険を付与された債券・証券化商品も、保険会社の格付けに連動してAAA/Aaa格を受けることが可能であった。それゆえ、債券・証券化商品の発行体にとっては、金融保証保険によって、たとえ自らの信用力がそれほど高くなくても、発行債券・証券化商品の格付けを引き上げることが可能となり、それによって発行コストの抑制を図れるというメリットがあるとされてきた。特に、中小規模の発行体など、市場で知名度が必ずしも高くない発行体にとっては、金融保証保険会社が元利償還を最終的に保証しているということで、その金融保証保険会社の保証能力を把握すれば、当該地方債の信用リスクをある程度計ることができると考えられ、これによって投資家がリスク分析に要するコストが軽減されることとなり、より多くの投資家を引き付けられるという点も、魅力の一つとされてきた。

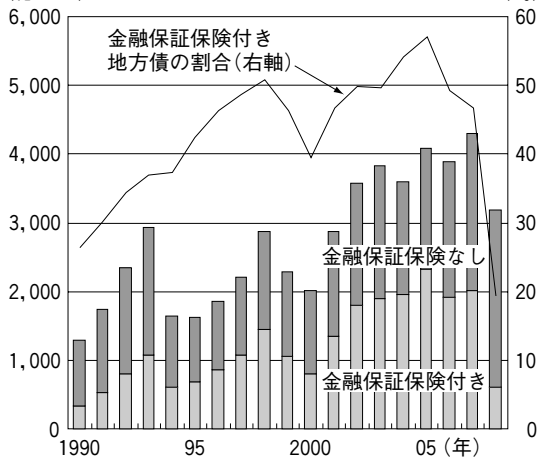
金融保証保険は、当初は米国地方債のみを対象とするものであった。地方債市場においては、20～30年の月日を経て徐々に普及し、1990年代後半以降は、発行額全体の40～50%に金融保証保険が付されるというほどの存在

となっていた（図10）。

ところが、1980年代後半頃より、金融保証保険会社は、より高い保険料収入が見込める証券化商品の保証業務にも乗り出した。特に、証券化商品の発行額が急増した2000年頃よりこの傾向は顕著となり、2006年の金融保証保険会社の保証引受額では、証券化商品（2,622億ドル）が米国地方債（1,994億ドル）を上回る状況となっていた²⁷⁾。

このことが、結果的に2007年後半以降の金融保証保険市場の混乱を生じさせる主因となった。というのも、金融保証保険会社の保証対象の中に、サブプライム・ローン関連の証券化商品が含まれていたのである。通常、金融保証保険会社は、保証対象のデフォルトに伴う保険金の支払いを最小限に抑えるべく、保険を提供する債券・証券化商品にも一定以上

図10 金融保証保険付き米国地方債の発行額の推移
(億ドル) (右軸) (%)



(注) 2008年は9月まで。

(出所) The Bond Buyer/Thomson Financial 2007 Yearbook, FSA 資料より、野村資本市場研究所作成

の信用力を求めており、自らも信用リスクの分析を行っている。しかし、保証を引き受けた当時は、格付機関が AAA/Aaa 格を付与していたことなどもあり、サブプライム関連商品の本来の信用リスクを十分に把握することができていなかった。

2006年後半以降、サブプライム・ローンの延滞率が上昇し、次第にサブプライム関連商品の信用リスクの高さが明らかとなってくると、金融保証保険会社が、当初の想定を大きく上回る保険金の支払いリスクを抱えていることが、徐々に認識され始めた。大手格付機関も、この状況を踏まえて、金融保証保険会社にこれまで付与していた AAA/Aaa 格を見直し始めた。そして、2008年1月に金融保証保険会社第2位のアムバック (Ambac) がフィッチ (Fitch Ratings) より格下げを受けたのを端緒に、ほぼ全ての金融保証保険会社が格付けを引き下げられる事態となった。

格下げの影響は、米国地方債市場にも波及した。金融保証保険会社の保証能力に対する懸念の高まりは、証券化商品市場における信用リスクの拡大を原因とするものであり、地方債の保証業務では損失はほとんど発生していなかった。にもかかわらず、金融保証保険会社の格下げを受けて、金融保証保険付き地方債も、それに連動して格下げされることとなったのである。その結果、AAA/Aaa 格の債券として起債する予定であった州・地方政府は、急遽、リスク・プレミアムの増額を

求められることとなった。これにより、中には地方債の発行を延期したり、場合によっては起債を中止するところも現われた。

(3) 欧米4ヶ国におけるリスク管理の事例

ARS や金融保証保険の事例でも明らかなおとおり、地方政府は、発行条件の設定・選択に伴う利点とリスクを十分に把握し、適切な判断を下す必要があることはいままでのない。

欧米4ヶ国では、地方債の発行条件を多様化させることには基本的に制約がないものの、リスクを過度に取ることがないように、あらかじめ地方政府が許容できるリスクの範囲を明確にしている場合が一般的である。

例えば、為替リスクについて、欧州3ヶ国の状況を見ると、地方政府は、為替スワップなどを活用してリスクをヘッジしている。

フランスでは、地方自治体が外貨建て地方債を発行することは可能であるが、調達した資金をそのまま外貨建てで保有することは認められていない。それゆえ、地方自治体は、スワップ取引などによって調達した外貨を実質的にすぐにユーロに換える必要がある。資金調達において為替リスクを取ることが認められていないといえる。

一方、ドイツでは、国レベルで州政府が為替リスクを取ることを制限する規定はなく、外貨建て地方債の発行も1999年より認められている。ただし、各州の法律レベルでは為替リスクの管理についての規定が設けられており、現状では、全州で、為替スワップの活用

などによりリスクはヘッジされている²⁸⁾。

スウェーデンにおいても、多くの地方自治体が、為替リスクの管理について独自の指針を設け、リスクの軽減に努めている。

また、米国では、地方債の発行条件の設定に関して国レベルでの規定は特段ないものの、政府財政担当者協会（Government Finance Officers Association, GFOA）が、州・地方政府がデリバティブ取引に際して準拠すべきとする一般的な指針を提示している²⁹⁾。そこでは、州・地方政府に対して、①潜在的なリスクや活用のメリットなど、デリバティブ商品の内容を十分に把握すること、②リスクを評価・算定・管理する方法や、デリバティブ商品を具体的に選定する際の方法を確立したり、議会や投資家などに対して十分な情報を開示したり、あるいはまた、政府の内部管理体制を整えるために、人材の確保や専門家からの協力の獲得に努めること、③デリバティブ取引に関する包括的な方針を策定すること、の三点を求めている。なお、③の具体的な項目としては、取引における政府内の権限の明確化、取引対象となりうるデリバティブ商品の具体化、取引に際しての条件や取引上限の設定、取引相手（カウンターパーティー）の選定基準などが挙げられている。

こうした基本方針に加えて、GFOAは「デリバティブ取引に際してのチェックリスト（Derivatives Checklist）」も用意しており、州・地方政府が実際に起債に関わるリス

表2 ロサンゼルス市の金利リスクの管理方針（主要項目）

| 利用目的 |
|---|
| ・資産・負債を管理するひとつの手段として、金利が変動する資産から生じるリスクをヘッジするため 変動金利の負債を、変動金利の保有資産と同等、あるいはそれ以下とすることによって、金利変動リスクに対するエクスポージャーは抑えられる |
| ・金利リスクに上限をかけることによって、資金借入れに伴うコストの期待値をネットベースで引き下げるため |
| ・暫定的な資金調達手段として 短期の変動利付き債は、特別のコストを負担することなく途中償還を行うことが可能である、という特徴を活かす |
| 利用基準 |
| ・バランスシート上のリスクを抑える 現金収支の平均的な推移を確認する 現金収支の見通しを検討する 資産と、変動金利の負債との間に生じるパフォーマンスやデュレーションの差異といった基本的なリスクを分析する |
| ・リスク・エクスポージャー 市の変動利付き債の活用方針は、過度にリスクを取らないようにするためには、変動利付き債の活用を債務残高の20～25%程度とするべきとする、格付機関の指針に沿ったものとなっている |
| ・暫定的な資金調達手段としての利用 長期債を発行する場合の支払い金利の水準に比して、調達した資金の使途となる建設事業などからの定期的な収入の方が少ないような場合には特に、こうした目的での利用が検討されるべきである |
| ・シンセティック固定金利 変動利付き債を発行した上で、その支払い金利に関して金利スワップ取引を行った方が、固定利付き債を発行する場合よりも資金調達コストを抑えられる場合がある |

(出所) City of Los Angeles, "Interest Rate Risk Mitigation Policy," 2003年より、野村資本市場研究所作成

ク管理の方針を検討する際の材料を提供している。

そして、実際、州・地方政府は、発行する地方債の発行条件の設定や、デリバティブ取引に関しての基本方針を、個別に策定している。

例えば、ロサンゼルス市の変動金利の地方債の発行方針についてみると、同市が保有する資産と負債の双方が抱える金利リスクや、平均償還年限の差異から生じるリスクをある程度抑えることなどを目的として、変動金利の地方債を発行することを認めている(表2)。その一方で、変動金利とすることでかえって金利リスクを過度に抱え込むことがないよう、発行は債務残高全体の20～25%までとするといった形で、上限を設けている。

また、サンフランシスコ市の公共施設委員会(Public Utilities Commission)の一部

署で、空港関連事業を担当し、地方債を発行する権限をもつ空港局(San Francisco Airport Commission)は、デリバティブ取引に関する基本方針を策定・公表している(表3)。

空港局は、資金調達コストの引き下げや、リスクの抑制につながると考えられる場合に限ってデリバティブ取引を行えるとしており、投機的な目的での取引を禁じている。

その上で、デリバティブ取引におけるリスクを限定するべく、いくつかの規定を設けている。例えば、カウンターパーティーの信用力については、Aa3/AA格以上を少なくとも大手格付機関一社以上から得ていることを取引の必要条件としている。また、一カウンターパーティーとの間での取引額に上限を設けたり、空港局が結ぶデリバティブ契約全体の上限を、空港局の流動性資金の総額に設定

表3 カリフォルニア州サンフランシスコ市空港局のスワップの活用方針（主要項目）

| 権限・承認 | カウンターパーティーのエクスポージャーに対する制限（原則） | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|---|----------------------|----------|--|--|------|------|----|-------|----------|----------|----------|------|----------|----------|----------|--------|----------|----|----------|
| <ul style="list-style-type: none"> 空港局局長（Director）は、金利スワップ等の取引を行う際、事前に局の承認を得なくてはならない。 | カウンターパーティー・リスクを分散させるため、また単一のカウンターパーティーに対するエクスポージャーを一定の範囲内に抑える必要がある。 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> 一定の場合には、市ないし郡の監督者委員会（Board of Supervisors）の承認も、サンフランシスコ市の憲章（Charter）に従って得る必要がある。 また、市の検査官（Controller）からの証明書（certification）が必要となる場合もある。 | <p align="center"><u>一カウンターパーティーに対する</u> <u>エクスポージャーの上限</u></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">契約終了時の最大支払額（ネット・ベース）</th> </tr> <tr> <th></th> <th>担保あり</th> <th>担保なし</th> <th>合計</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AAA 格</td> <td>4,000万ドル</td> <td>4,000万ドル</td> <td>4,000万ドル</td> </tr> <tr> <td>AA 格</td> <td>4,000万ドル</td> <td>1,000万ドル</td> <td>4,000万ドル</td> </tr> <tr> <td>AA 格未満</td> <td>3,000万ドル</td> <td>なし</td> <td>3,000万ドル</td> </tr> </tbody> </table> | 契約終了時の最大支払額（ネット・ベース） | | | | 担保あり | 担保なし | 合計 | AAA 格 | 4,000万ドル | 4,000万ドル | 4,000万ドル | AA 格 | 4,000万ドル | 1,000万ドル | 4,000万ドル | AA 格未満 | 3,000万ドル | なし | 3,000万ドル |
| 契約終了時の最大支払額（ネット・ベース） | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 担保あり | 担保なし | 合計 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AAA 格 | 4,000万ドル | 4,000万ドル | 4,000万ドル | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AA 格 | 4,000万ドル | 1,000万ドル | 4,000万ドル | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AA 格未満 | 3,000万ドル | なし | 3,000万ドル | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> 空港局局長は、提案されているスワップ取引が、局の地方債の発行に関する決議（resolution）や、発行済み地方債の契約条項に沿うものかどうか、判断しなくてはならない。 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 一般目的 | スワップ取引の上限 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>空港局は、以下の二つのうちのいずれか、あるいは両方の目的を達成することができるかと合理的に期待できる場合に限り、金利スワップ等の取引を行うことができる。</p> <ul style="list-style-type: none"> 資金の借入れコストを引き下げる、あるいは公金の運用リターンを引き上げることができる。 特定の資金調達や運用取引に関する、あるいは空港局の債務全体ないし運用ポートフォリオ全体に関する金利リスクの管理における、金利水準の変動に対するエクスポージャーを引き下げられる。 | <p>全てのスワップ取引に関する、契約終了時の最大支払額（ネット・ベース）の総計は、①空港局の臨時基金の残高と、②CPプログラムの下で利用可能な資金調達額の未使用分（ただし1億ドルを上限とする）の合計を超えない水準に抑えられなくてはならない。</p> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 金利スワップ等の取引を行えない場合 | カウンターパーティーに求められるスワップ取引の適格担保 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <p>空港局は、以下のような環境下では金利スワップ取引を行うことはできない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 投機的な目的で利用する場合 当該取引によって、レバレッジが大きく拡大したり、金融リスクがかなり高まる場合 現在の市場金利でスワップ契約を解消すると、十分な流動性が確保されない場合 | <ul style="list-style-type: none"> カウンターパーティー、ないしその保証者の格付けが、大手格付機関3社全てでAA/Aa格を下回った場合は、担保の提供を求める可能性がある。担保の額は、契約終了時のスワップ契約の価値に相当する額。 担保は、現金、米国財務省証券、およびエージェンシー証券。具体的には、交渉で取り決める。 担保は、カस्टディアンに預け入れられなくてはならない。 担保の市場価値は、少なくとも月ベースで算定されなくてはならない。 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 取引可能な金融商品 | 報告義務 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> 金利スワップ 金利キャップ/フロア/カラー オプション | <p>空港局の資金調達チームは、局への下記の項目を含めた報告を、少なくとも四半期に一度行わなくてはならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> 最新の報告書の作成以降、空港局が行っているスワップ契約に関して重要な変更事項が生じた場合、その要点 金利スワップ契約の市場価値 スワップ取引の参照指標が25bp変動した場合の、空港局の財政状況への影響 カウンターパーティーや、信用提供者の格付け水準 実際に提供されている担保資産 スワップ取引の種類や空港局が支払う/受け取ることとなる金利水準ないし金額 カウンターパーティーがデフォルトした場合、それに関する情報と、空港局の財政状況への影響 予定しているスワップ取引の概要 契約が終了したスワップ取引の概要 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 把握・評価しておくべきリスク | スワップ取引の適格カウンターパーティー | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> 金利リスク 税法上のリスク スワップ取引の解消に関わるリスク カウンターパーティー・リスク 格付けに関するリスク（局の格付け水準とスワップ取引との関係） 会計上のリスク 行政上のリスク など | <ul style="list-style-type: none"> 格付機関（NRSRO）一社から少なくとも、Aa3/AA-格以上の格付けを得ており、その他からもA2/A格以上の格付けを得ていなくてはならない。 加えて、カウンターパーティーは、これまで成功裏に行ってきたスワップ取引の執行や、スワップ市場で生み出してきた創造的なアイデアについて、説明を行う必要がある。 資本金は2.5億ドル以上 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

（出所）San Francisco Airport Commission, “Airport Commission Interest Rate Swap Policy” より、野村資本市場研究所作成

している。加えて、カウンターパーティーに信用力の高い資産を適格担保として提供することを求めている。

なお、デリバティブ取引の状況については、四半期に一度、報告が行われている。

（4）外部の専門家の活用

発行条件の多様化やデリバティブ取引を通

じて、資金調達コストの軽減とリスク管理の両立を図る上では、外部の専門家を活用することも有益と考えられる³⁰⁾。

この点に関しては、米国地方債市場の事例が目目される。米国では約8割の地方債が主幹事方式で発行されており、州・地方政府は、引受金融機関と情報共有し、専門的な知見を

借りながら、ともに発行条件の具体化を進めている。これに対して、競争入札方式での発行は約2割にとどまる³¹⁾。

また、同国では、州・地方政府に対して財務面や金融面で助言したり、基本方針の策定を支援する財務アドバイザーや、証券法など法律面から支援する地方債顧問弁護士(Bond Council)も活躍している。2006年の状況を見ると、全体の少なくとも56%以上の起債に財務アドバイザーが関与している³²⁾。

4. 財政状態が悪化した場合の対応

(1) 上位政府による財政支援の可能性

欧米4ヶ国の地方債市場では、地方債の発行の枠組みにおいて、資金調達目的に関する原則を設けて発行枠を設定したり、発行条件の設定において適切にリスクを管理する仕組みを用意することで、地方財政の健全性の確保を図っている。しかし、こうした事前の対応にもかかわらず、やはり結果として地方

政府の財政状態が悪化する可能性はある。

その際、地方政府は、増税や歳出削減などによって、自らの財源で地方債の元利償還負担の増大を賄うことが原則とされる。しかし、それでも十分でない場合には、①中央政府などからの財政支援を仰ぐ方法と、②債務調整を行う方法の二つの可能性が考えられる。

①の方法を採用することが制度的に可能と考えられる国としてはスウェーデンとドイツが挙げられる(表4)。

スウェーデンでは、中央政府が、地方自治体の財政状態が深刻化した場合に備えて準備金を積み立てており、必要と判断した場合にはそれを原資に財政支援が行われる³³⁾。

一方、ドイツの場合、恒久的な財政支援制度は用意されていない。ただし、州政府は、財政状態が極めて深刻となり、自力での再生が困難な状況となった際には、連邦政府や他の州政府に支援を求める権限が制度的に認められている。そして実際、1994年に、財政状

表4 欧米4ヶ国における財政支援制度・債務調整制度

| | フランス | スウェーデン | ドイツ | 米国 | 日本 |
|------------------|---|--|---|---|---------------------------|
| 上位政府財政危機による財政の支援 | 特別助成金制度(ただし、その規模はあまり大きくない) | 明文化された支援措置はないが、暗黙の政府保証があるとの見解がある | 連邦政府が必要と認めた場合、連邦法ないし連邦予算法を根拠として財政支援を実施 | 明文化された支援措置はない | 明文化された支援措置はない |
| | 1990年代、アングレーム市が財政難に陥った際には、中央政府は財政支援の義務を有さない旨を明示 | 中央政府は、財政状態が厳しい地方自治体に対する財政支援のための準備金の積み立てを実施 | 1994年より2004年まで、プレーメン州・ザールラント州に対する財政再建特別補助交付金の交付 | 特別法の制定などにより、上位政府(連邦政府・州政府)が財政支援を行う場合がある | 地方財政健全化法の成立・2009年度からの全面施行 |
| | | | 格付機関フィッチは、州政府の格付けを全て同格(AAA格)としている | モラル・オブリゲーション債の存在 | |
| 破産制度 | なし | なし | なし | 連邦破産法第九章(州政府は対象外) | なし |

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

態が極度に悪化したブレーメン州とザールラント州がこの権限を活用し、それに応えて両州に対する財政支援制度（財政再建特別補充交付金制度）が創設された。同制度は2004年まで存続し、当初は各州の歳入の2割以上、制度の最終年となった2004年においても約1割の規模の補助金が、毎年度交付された。

ただし、こうした措置はあくまで個別的な対応であり、窮状を訴えれば常に支援を受けられるというわけではない。例えばベルリン州は、2003年に上の二州と同様に財政状態が深刻化したとして支援を求めた。しかし、財政規模に対する財政赤字の大きさや基礎的財政収支などの指標で評価すると、ベルリン州の現状は「極度の財政緊急事態」にあるとは認められないとされ、支援は行われなかった。

スウェーデンやドイツのように、地方債に対して明示的な中央政府の保証が付されていないものの、地方政府の財政状態が悪化した際に財政支援を受けることができる制度が存在する場合や、そのような実績が存在する場合には、地方政府や投資家の側に「暗黙の政府保証」に対する信頼が生まれ、モラル・ハザード（制度の悪用）が生じるとの指摘がしばしばなされる。すなわち、地方政府においては、債務を過度に膨らましたとしても、最終的には中央政府が肩代わりしてくれるだろうとの甘えから、歳出の拡大に歯止めをかけようという意識が生まれにくくなる。また、投資家においても、地方債の信用リスクを評

価する際に、中央政府からの財政支援の可能性をある程度織り込むこととなる。その結果、発行体自身の財政状態が厳しい場合でも、地方債の利回りにはこのことが十分に反映されないかもしれない。そうなれば、地方債の発行に対するコスト意識が働かず、起債を抑えようとする動機付けが阻害される懸念がある。

確かに、スウェーデンとドイツの地方債には「暗黙の政府保証」が存在するとの見方がある。スウェーデンの場合は、例えばコミュニケーション投資がそのような見解を採っている³⁴⁾。ドイツについても、財政状態の厳しい州政府に対して財政支援が行われる可能性について、投資家が一定の信用を置いていることを示唆する研究がある³⁵⁾。

ただし、ここから直ちに、両国の地方債市場でモラル・ハザードが起きていると判断することは必ずしもできない。というのも、スウェーデンの地方債の発行残高は、すでにみたとおり、絶対額ベースで2.3兆円、同国のGDPの大きさに対する比率でも0.18倍と、他の欧米諸国よりもはるかに小さくなっているのである（前掲図4）。もっとも、逆にドイツの場合には、これらの値は4ヶ国中最大となっていることもまた事実である。それゆえ、財政支援制度の存在とモラル・ハザードの有無との関係については、引き続き検討を要するものと考えられる。

(2) 米国のみが存在する破産制度

一方、スウェーデンやドイツとは異なり、

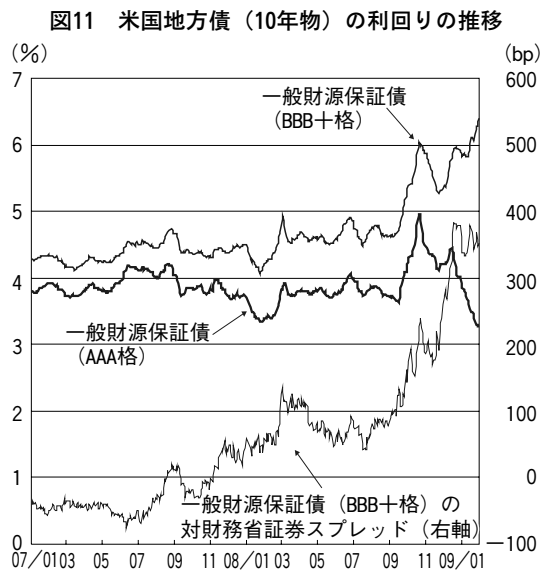
フランスでは、財政状態が深刻化した地方自治体に対して中央政府が支援を拒否したという、1990年のアングレーム市をめぐる事例がある。同市は、経済振興などを目的とした歳出の拡大によって財政状態が悪化し、地方債の元利払いの停止を宣言する事態に追い込まれた。その際、中央政府は、1980年代の地方分権改革によって地方自治体の財政的な独立性が確立したことを根拠として、同市に代わって元利償還を行うことを拒否したのである。この結果、同市の地方債を保有していた金融機関は、最終的に債務の一部減免に応じざるをえなかったとされている³⁶⁾。

財政支援が行われない場合、地方債のデフォルト事例が増えること、あるいは地方債間で利回り格差が大きくなることが予想される。しかし、フランスでは、先述の通りそもそも赤字地方債の発行が禁止されているなど極めて厳しい制度が設けられていることもあって、地方債のデフォルト事例はほとんど存在しない模様である。投資家の間でも、フランス地方債の信用リスクの存在は認識されているものの、一般的にはその水準はかなり低いと捉えられているようであり、地方債間の利回り格差もかなり小さいとされている³⁷⁾。

米国においては、連邦政府から州政府に対して、あるいは州政府から（狭義）地方政府に対して、財政支援を行う恒常的な制度が存在しているわけではない。しかも、米国には加えて（狭義）地方政府の破産制度（連邦破

産法第九章）が用意されている。これは欧州3ヶ国やわが国には存在しない、米国独自のものである。実際に、例えば1994年のカリフォルニア州オレンジ郡のような同制度の適用事例もあり、また、地方債のデフォルト事例も存在することなどから、市場では米国地方債の信用リスクの存在が認識されている。米国地方債には、最高格付け（AAA/Aaa格）のものもあれば、格付け水準がBBB/Baa格未満のハイ・イールド債と呼ばれる地方債も、わずかとはいえ発行されている³⁸⁾。また、2007年後半以降のサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の中で、地方債の信用リスクに対する懸念が高まり、地方債間の利回り格差は大きく拡大した（図11）。

とはいえ、そうした米国においても、実際



(注) 1. 2009年1月末まで。

2. 米国地方債には免税のメリットがあるため、財務省証券より利回りの水準が低い場合がある。
(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

の地方債のデフォルト事例は必ずしも多くない。ムーディーズ (Moody's) によれば、同社が1970年から2006年までの間に格付けを与えた米国地方債のデフォルト事例は41件にとどまり、格付け付与後10年間の累積デフォルト率は0.10%と、社債の9.69%よりも圧倒的に低い水準にある³⁹⁾。

また、起債時に予定していた期限までに元本の償還、あるいは利払いを行うことができなかったという意味でデフォルトした場合でも、その後、最終的に満額が投資家に返済された事例もある。例えば、先述の41件のデフォルト事例のうち、そのほとんどは償還原資が限定されているレベニュー債であり、一般財源保証債のデフォルトはわずかに1例に過ぎないが、その場合も予定の償還期限から15日後には全額の元利償還が行われた⁴⁰⁾。

平均的にみても、最終的に予定されていた元利払いの一部が行われなかったという貸倒リスクは、地方債は社債などよりも小さい。デフォルト債券について、債務者が最終的に投資家に対してどれだけの返済を行ったかを示す回収率は、社債の42%に対して、米国地方債は66%にのぼる⁴¹⁾。なお、米国地方債市場における最大のデフォルト事例である、1983年のワシントン公共電力供給システム (Washington Public Power Supply System) が発行したレベニュー債の場合には、最終的には約40%の元利払いが行われた⁴²⁾。

このように、米国地方債の信用リスクが債券一般に比してそれほど高くない背景には、財政状態が深刻化する前に上位政府が状況を定量的に把握し、必要に応じて財政運営に関して助言を行うなどといった対策が講じられていることが挙げられる。加えて、連邦破産法第九章についても、財政状態が悪化したからといって必ずしも即、適用されるというわけではない点も重要である。そもそも、同条項は(狭義)地方政府のみが対象とされており、州政府の破産は認められていない。また、(狭義)地方政府が同条項の適用を申請する場合には、地方政府の自発的な意思とともに、州政府から許可を得ることが必要とされている。州政府が、地方政府の公共性などを踏まえて申請を出すことを認めず、代わって財政支援が行われる場合も多いようである。これまでに同法が適用された事例は過去約70年間で500件程度にとどまるとされる⁴³⁾。ちなみに、米国の地方政府の数は、2002年時点で87,525団体にのぼる⁴⁴⁾。

IV. 情報インフラの整備

1. 地方政府による情報開示

(1) 米国における目論見書の作成

欧米4ヶ国の地方債市場に広くみられる共通点の第二点目としては、特に債券形式で発行される地方債に関して、投資家に対する情報提供のインフラが整備されていることが挙げられる。この点に関しては、債券形式の地方債がかねてより公募形式で発行されている米国の事例を中心にみていくこととする。

投資家に対する情報開示は、①目論見書の作成など、発行体自身が行うものと、②格付けなど、第三者が行うものに分けられる。

このうち、まず①地方政府による情報開示については、米国では一般的に起債に際して目論見書が作成されている。

そもそも、同国の証券市場の基本法である1933年証券法（Securities Act of 1933）や1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）では、地方債は適用除外証券（exempted security）とされており、その限りでは目論見書の作成は義務付けられてない。

しかし、1970年代に、「ボイラー・ルーム」販売（高圧的販売）と呼ばれる、地方債の販売をめぐる不適切な行為が一部でみられる

との指摘がなされて問題視されたことや、当時ニューヨーク市などが財政危機に陥り、地方債の信用リスクに対する懸念が高まったことなどから、地方債に関する情報開示を充実させる必要性に対する認識が高まった。

こうした状況を受けて、1934年証券取引所法規則15c 2-12が1989年に制定され（以下「規則15c 2-12」）、引受業者の義務を定める形で、実質的には州・地方政府に対して目論見書の作成が要求されることとなった。つまり、発行額が100万ドル以上の地方債を引き受ける場合、引受業者は、当該地方債の目論見書入手し、その内容を検討することが求められている。それゆえ、州・地方政府は、発行する地方債を金融機関に引き受けてもらうためには、彼らが必要とする目論見書を用意しなくてはならないこととなったのである。

これに加えて、流通市場で取り引きされている発行済み地方債について、追加的な情報提供を行うことも規則15c 2-12は求めている。その内容は、①発行体の財務状態に関する、定期的・継続的な情報開示（継続開示）と、②デフォルトの発生や債務者の財務状態の悪化、格付けの変更など、投資家にとって重要と考えられる重要な事実が生じた場合の速やかな情報開示（適時開示）の二つである。

ただし、目論見書に実際に盛り込むべき個別の項目や、継続開示の具体的な内容までは、規則15c 2-12では定められてはいない。これについては、GFOAの「地方債に関する情

報開示の指針 (Disclosure Guidelines for State and Local Government Securities) (1976年) や、その内容を更新した『適切な情報開示 (Making Good Disclosure)』 (2001年) が、多くの州・地方政府で参照されている。

目論見書の一例として、カリフォルニア州政府の一般財源保証債の目論見書をみると、①当該地方債が法的根拠に基づいて正当な手続きを経て発行されたものであることの説明、②発行条件、③償還原資と途中償還の可能性、④万が一、デフォルトした際の対応、⑤今後の継続的な情報開示の内容などの項目が盛り込まれている (表5)。また、目論見書本体

は14ページと薄い一方で、添付されている、州の財政状況についての資料などが合計141ページと、量的にかなり充実している。

連邦制国家である米国では、連邦政府が主導的な役割を果たして、国レベルで地方債の情報開示のあり方を改革することは必ずしも容易ではない。というのも、主権を有する州政府、あるいはその下にある (狭義) 地方政府の資金調達手段である地方債に対して、連邦政府は基本的に規制を課すことはできないという考え方があるからである。目論見書の作成など、国レベルでの地方債市場に対する規制が州・地方政府を直接の対象としていないのは、こうした発想に基づくものである。

表5 カリフォルニア州政府の一般財源保証債の目論見書の内容

| 目論見書 (本文, 14ページ) | 付属資料 |
|------------------------------|---|
| はじめに | 付属資料 A: カリフォルニア州 (124ページ) |
| ・地方債の概要 | はじめに |
| ・地方債の元利償還原資と担保 | 州経済・財政をめぐる最近の状況 |
| ・途中償還について | 州政府の債務 |
| ・本目論見書に関して | 州政府の財政状況 |
| ・継続的な情報開示について | 一般会計, 予算基金, 会計間の貸借関係, ワラント, 税財源など |
| ・税金関連 | 予算過程 |
| 地方債の起債根拠と担保 | 予算に関わる法規定など |
| ・起債根拠 | 前年度予算 |
| ・償還原資の担保 | 今年度予算 |
| ・デフォルト時の対応について | 財務諸表 |
| 発行する地方債について | 州基金の運用 |
| ・一般情報 (購入単位, 満期, 元利の支払い方法など) | 州政府の概要 |
| ・起債の根拠法 | 州経済・人口 |
| ・発行目的 | 法的事項 |
| ・途中償還について | 州政府の負債状況 |
| ・今後の毎年の元利償還予定 | 付属資料 B: 証券預託機関 (The Depository Trust Company, DTC) と振替決済制度 (3ページ) |
| ・補足決議 | 付属資料 C: 継続的な情報開示についての確認 (6ページ) |
| ・ディフィーゼンス (契約失効条項) | 付属資料 D: 法的見解 (Legal Opinion) (8ページ) |
| 法的な課題 | |
| 税制面での課題 | |
| 訴訟 (現在, 抱えている訴訟問題の有無など) | |
| 引き受けについて | |
| 財務情報 | |
| 格付け | |
| 雇用している財務アドバイザー | |
| 補足情報 | |

(出所) カリフォルニア州多目的一般財源保証債 (Various Purpose General Obligation Bonds) 目論見書 (2008年3月4日) より, 野村資本市場研究所作成

しかし、にもかかわらず、歴史的な経緯を経て、今日ではほとんどの地方債で目論見書が作成され、継続・適時開示が行われている点や、自主的な指針が作られている点は、注目に値しよう。

(2) 情報インフラのさらなる充実に向けた取り組み

米国ではさらに、こうした州・地方政府による開示情報を、より投資家が入手しやすくするための取り組みも行われている。

個別事例としては、カリフォルニア州の取り組みが挙げられる。州政府の財務部門(State Treasurer's Office)のウェブサイトでは、州政府の資金調達状況に関する情報が掲載されている。そこには、現在、発行市場で販売している地方債の目論見書や、今後の起債予定、州政府の財政状態に関する情報(年次報告書、債務償還能力報告書(Debt Affordability Report)、今後の債務返済予定など)、あるいは州政府が契約している引受業者や外部の専門家(財務アドバイザー・地方債顧問弁護士)などが含まれている。

カリフォルニア州はさらに、米国地方債の一般的な解説書として、特に起債時に州・地方政府が考慮すべき事項を中心にまとめた『カリフォルニア州地方債読本(California Debt Issuance Primer)』という約600ページのレポートなどを作成・公表している⁴⁵⁾。

また、国レベルでも地方債市場の情報インフラを拡充しようとする動きがある⁴⁶⁾。地方

債市場の自主規制機関である地方債規則制定委員会(Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB)は、現在、電子地方債市場情報アクセス・システム(The Electronic Municipal Market Access system, EMMA)というシステムの開発・運用を進めている。EMMAは、投資家が、①目論見書や②継続・適時開示の情報、③流通市場のリアルタイムな情報(取引価格や取引量など)など、地方債市場に関する様々な基本情報を、一元的に、容易に、そして無料で、広く一般の投資家が利用できるようにすることを目指したシステムである。すでに2008年3月から試験的な運用が始まっており、2009年7月より本格的に稼動する予定である。

本稿執筆時点(2009年2月)では、EMMAでは①目論見書と③流通市場のリアルタイム情報が提供されている。このうち①については、発行銘柄(発行体・銘柄名)の一覧が掲載されているページより、目的の銘柄をクリックすると、より詳細な情報を提供するページへと移動し、そこから目論見書のファイルを直接ダウンロードすることができるようになっている。また、③については、取引日時・価格・利回り・取引額・取引の種類について取引執行後15分以内にMSRBに報告される情報が閲覧可能となっている。加えて、取引量の多い銘柄のランキングや、取引される地方債の償還年限別、あるいはセクター別(償還財源や調達資金の用途での分類)

の内訳といった地方債市場の基本的な統計データも、併せて掲載されている。さらに、これ以外にも、「債券とは」や「投資に際して把握しておくべきことは何か」、「なぜ目論見書を読む必要があるのか」といった投資家教育用のページも用意されている。

EMMA のウェブサイトの構成はとても分かりやすく、初心者にも使い勝手の良いものとなっている。例えば、目論見書を探す際にも、検索ページからわずか数回のクリックでほとんど迷うことなく目論見書を PDF 形式でダウンロードすることができる。利用に際して、事前の登録も不要である。それゆえ、EMMA の登場によって、投資家は、地方債に関する情報をより多く、効率的に、簡単に取得できるようになるものと期待される。

(3) 情報開示コストを抑える取り組みとして注目される EMTN の活用

欧州でも、債券形式で地方債が発行される際には、目論見書が作成されることがある。

近年、特に州政府による債券形式での起債が増えつつあるドイツでは、EMTN プログラム (Euro Medium Term Notes Program) を通じた資金調達が行われている。EMTN プログラムでは、プログラムの設定時点で発行上限額や基本的な発行条件が規定されるとともに、発行体に関する情報開示が行われる。そして、同プログラムを通じて債券が発行される場合には、その枠組みの下で詳細が具体化されることとなる。その際、改めて目論見

書をゼロから作成する必要はなく、情報開示の手続きを簡略化することができる。ドイツ州政府の中には、こうした EMTN プログラムの利点を活かして、情報開示と発行コストの抑制の両立を図っているところがある。

2. 格付けの取得

また、債券市場から資金調達を行う地方政府を中心に、格付けを取得する動きも広くみられる。格付けは、外部の専門家が債券の信用リスクを分析した結果であり、この点で目論見書のような発行体自身が開示する情報とは性格が異なる。加えて、格付機関の評価は、アルファベットなどを用いて序列化されており、他の地方債や一般債券と容易に比較することができる形で示されている。それゆえ、地方債に格付けが付与されている場合、投資家にとっては、あくまで民間会社の一見解に過ぎないという前提を置いた上ではあるが、利用可能な情報が増え、投資判断が容易となる、あるいは効率的となる可能性がある。中には、格付けに基づいて運用資産のポートフォリオの大枠を決めている投資家もいる。投資信託の一種であり、米国機関投資家の代表的な存在である MMF (Money Market Fund) はその典型といえよう。こうした投資家においては、格付けを取得していることが投資の前提とされていることもある。

地方債市場における格付けの取得状況についてみると、米国では、50の州政府のうち、

S&P (Standard & Poor's) ・ムーディーズ・フィッチの大手格付機関3社のうち1社以上から格付けを得ているのは44州、そのうち3社全てから得ているのは35州にのぼる(2008年2月末時点)。格付け水準をみると、例えばメリーランド州やミズーリ州のように3社全てから最高格付け(AAA/Aaa格)を得ている州政府もあれば、カリフォルニア州(A+/A1/A+格)やデラウェア州(S&PがA+格)など、シングルA格の評価を受けているところもあり、一定の格差がある。

また、債券形式での発行が拡大しつつあるドイツでは、特に1990年後半より格付けの取得が進んでいる。16の州政府のうち、S&Pより格付けを取得しているところは2009年1月末時点で8政府と、1997年末の4政府より倍増した。また、ムーディーズからの取得は同時期に0から6政府となった⁴⁷⁾。

一方、フランスやスウェーデンでは、銀行などからの借入れが主流という事情を反映して、格付けを取得している地方自治体は限られている。フランスでは36,909の地方自治体のうち17団体が、スウェーデンでは310の地方自治体のうち13団体が、それぞれS&Pからの格付けを得ている(2007年)。

格付け水準については、ドイツ州政府ではAA-~AAA格、スウェーデン地方自治体はAA-~AA+格と、あまり差はない一方、フランスの場合にはイル・ド・フランスなど

AAA格を得ているところから、BBB+格のところまであり、やや幅広く分布している。

V. 地方債の共同発行と地方債ファンド、 カバード・ボンド

1. スウェーデン地方債市場で大きな位置 づけを得ているコミュニンベスト

(1) 「資金調達窓口機関」としての機能

欧米の地方債市場で広くみられる第三の取り組み、制度としては、複数の地方政府が共同で債券市場から資金調達を行う仕組みが挙げられる。これには、①共同資金調達のための専門機関を創設する場合と、②債券形式の地方債の共同発行という二つの方法がある。

①の事例として注目されるのは、スウェーデンのコミュニンベストである。コミュニンベストは、同機関からの融資を希望する地方自治体を実質的な出資者とする政府系金融機関であり、自らの高い信用力に基づいて債券を発行して資金を調達し、これを原資として国内の地方自治体・地方公営企業に対し

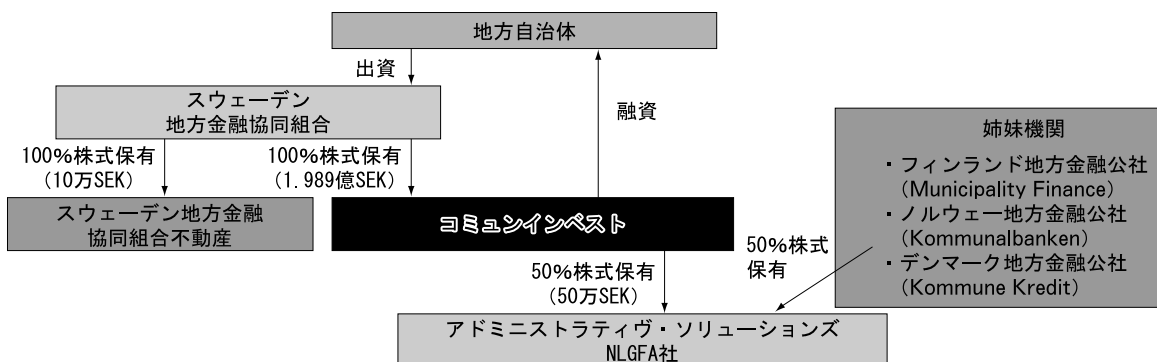
て専門的に融資を行っている。コミュニンベストの運営は非営利ベースで行われており、出資者である地方自治体が、より安定的かつ効率的に資金を調達することができるよう支援することを第一の目的としている。コミュニンベスト自身は、こうした自らの機能、果たすべき役割を地方自治体の「資金調達窓口機関 (Local Debt Office)」と位置づけている。

(2) 地方自治体向け融資業務

コミュニンベストの主要業務は、親会社であるスウェーデン地方金融協同組合 (Kommuninvest Cooperative Society, 以下「協同組合」) に加盟している地方自治体、およびその地方自治体が50%以上出資している地方公営企業に対する (以下、「組合員等」として総称) 融資業務である⁴⁸⁾ (図12)。

融資条件をみると、貸付金利は、固定金利と変動金利の両方が用意されており、融資を受ける組合員等が選択できる。その水準は、基本的には地方自治体や地方公営企業の間で

図12 コミュニンベストの組織図



(出所) コミュニンベスト資料より、野村資本市場研究所作成

差が付けられることはなく、融資先の財政状態などからやむをえず上乘せされる場合でも、その差は5～6 bpに抑えられている⁴⁹⁾。

コミュニンベストは、地方自治体向け融資業務において、他の金融機関とほぼ同等の条件で競争にさらされている。というのも、コミュニンベストの融資先は、先述の通り組合員等に限定されているが、スウェーデンの地方自治体は、協同組合に出資して組合員となるかどうかを自由に判断することができるからである。全ての地方自治体が加盟・出資を義務付けられているわけではない。加えて、組合員等は、実質的な出資者となっているからといって、必ずしもコミュニンベストから融資を受けなくてはならないというわけで

はなく、他の民間金融機関から提示される条件と比較して、自らにとってより有利な方を選択することができる。後述するが、資金調達面でも、政府保証を受けたり、財政支援を得ているわけではなく、その点では民間金融機関と変わりはない。こうした経営環境は、コミュニンベストに対して、常に組合員等に対して魅力的な融資条件を提示しようと努めるインセンティブを与えている。

(3) 無償で提供される財務アドバイザー・サービス

コミュニンベストは、こうした競争環境に置かれていることもあって、また地方自治体の「資金調達窓口機関」としての役割を果たすべく、資金の融資とともに、無償で、組

表6 コミュニンベストの財務アドバイザー・サービス

| 業務項目 | 内容・具体例 |
|--|--|
| 地方自治体訪問・プレゼンテーションの実施 | 「急成長中の組織の課題の一つ」とされる、各加盟地方自治体との間の個別の良好なコミュニケーションの維持・継続を目的とする。 具体例 <ul style="list-style-type: none"> ・効率的な資金調達の方法についての定期講座（2日間） ・新規組合員、および既存の組合員において新たに任命された財務管理者を対象とした、コミュニンベストの紹介および研修など |
| 各地域担当の財務アドバイザーの配置 | スウェーデン国内を3つの地域に分けて、各地域に担当者を配置（2006年末時点で6名） 電話・オンライン・対面方式で実施 金融面のほか、市場動向や財政運営戦略に関しても、助言を行う |
| ニュースレター（週刊）の刊行 | 市場情報の提供 |
| 財務支援サービス (Financial Support Membership Service) | 双方向型のオンラインでの地方自治体支援サービス 2002年より開始 |
| | <ul style="list-style-type: none"> ・財務リサーチ (Finance Research tool) 流動性の確保・財務の柔軟性・財務能力・コミットメント・財政運営が置かれている環境事業の5つの観点からの評価評価に基づき、地方自治体の財務力を3段階で判定 |
| | <ul style="list-style-type: none"> ・資金調達方針 (Finance Policy) 地方自治体の資金調達方針の策定を支援するモデルの提供 地方自治体の財務運営についての一般資金調達方針と、詳細なガイドラインを用意 |
| | <ul style="list-style-type: none"> ・債務計算 (Debt Calculation) 地方自治体が負う債務の現状の全体像を把握するための資料の提供 債務の残高、固定金利と変動金利の割合、平均金利期間および平均金利などの算出のほか、金利変動の影響を試算することも可能 |
| | <ul style="list-style-type: none"> ・市場情報 (the Market Information tool) 国内外の金利や為替レートの過去のデータのほか、国際金融情報も提供 ・ベンチマーク (the Benchmark service) 地方自治体の債務ポートフォリオのパフォーマンスの比較評価手段の提供 |

(出所) コミュニンベスト資料、および Anitha Holmberg and Lennart Frommegard, “Sweden's Kommuninvest Financing Cooperative,” *Government Finance Review*, June 2005より、野村資本市場研究所作成

合員等に対して財務アドバイザー・サービスを提供している（表6）。

例えば、コミュニンベストは、経済・金融関連の情報を提供すべく、週刊のニューズレターを配信したり、財務担当者などを集めたセミナーを開催したりしているほか、地方自治体への個別訪問も実施している。また、スウェーデン国内の各地域に常駐の担当者を配置して、組合員等に対して資本市場の動向や具体的な資金調達の方法、財政運営の戦略などについての助言を行っている。

さらに2002年からは、オンライン上のサービスとして「財務支援サービス（Financial Support Membership Service）」の提供も開始した。組合員等は、同サービスを通じて、自らの債務状態を適切に把握・評価し、今後の資金調達方針を検討するための5種類の分析ツールを利用することができる。

(4) 融資業務におけるリスク管理

コミュニンベストは、地方債市場において他の民間金融機関と融資競争を展開しており、地方自治体にとって魅力的な融資条件やサービスの提供に努めている。

コミュニンベストは、地方自治体などへの融資に伴う信用リスクは、基本的にはきわめて低いとの見方をもっている。その根拠としては、まず、スウェーデンの現行の地方財政制度では、地方自治体に十分な税源が認められており、強力な財政調整制度も機能していることが挙げられる。加えて、中央政府に

よる「暗黙の政府保証」も存在していると考えられることも、理由とされている。

しかし、こうした見解を採る一方で、コミュニンベストは融資業務における信用リスクの管理の必要性も認識しており、貸し倒れが発生しないよう、取り組みを行っている。

まず、コミュニンベストは、地方自治体から協同組合への加盟の申請を受けると、自動的にそれを承認するのではなく、当該地方自治体の財政状況を調査する。そこでは、①財政運営におけるリスク・②毎年の財政収支・③成長の可能性・④保有資産の流動性・⑤財政力という五つの観点から評価が行われる。評価は、まずコミュニンベストが非公式に行った上で、公式の審査に移り、最終的には協同組合が加盟の是非を判断する。

また、すでに組合員としての資格を有している地方自治体に対しても、定期的に財政状態を調査している。通常は1年に2回、決算の時期に行われる。その際、財政状態に課題があると評価した場合は、より詳細に分析した上で、必要に応じて具体的に課題を指摘し、改善を提案する。この提言には強制力はないものの、改善の兆しがみえない場合は、組合員としての資格を取り消すこともありえるとされている。もっとも、これまでのところ、そうした措置が実際に採られた事例はない。

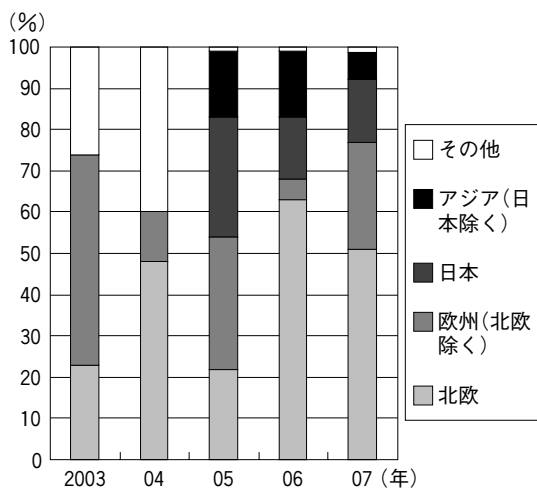
(5) 世界の債券市場からの資金調達

このように、コミュニンベストが信用リスクを抑えようと取り組んでいる背景には、

資金調達の間でも、基本的に民間金融機関と同等の競争条件の下に置かれていることがあると考えられる。 Kommuninvestの経営はあくまで独立採算ベースで行われており、政府などからの補助金を受けているわけではない。また、事業の運営に必要な資金は、原則として債券の発行を通じて調達しているが、これには中央政府などからの保証が明示的に付されているわけではないのである。 Kommuninvestは、地方自治体に対して魅力的な融資条件を提供するためにも、できる限り資金調達のコストを低く抑える必要があり、それゆえ発行債券に対する投資家からの信用を得るべく、事業運営のリスク管理を適切に行おうとしているのである。

Kommuninvestは、上限150億ユーロのEMTNプログラムと、30億ユーロのユーロCP (Euro-commercial Paper) プログラム

図13 Kommuninvestの資金調達先の内訳



(出所) Kommuninvest資料より、野村資本市場研究所作成

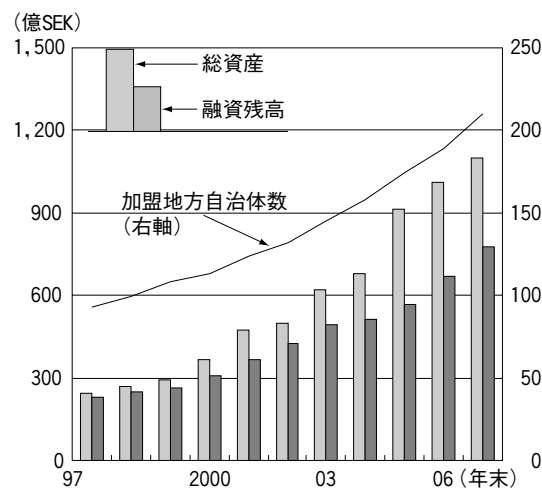
ムを設定しており、ほとんどの起債はこれを通じて行っている。2008年6月末時点の債券発行残高は872.6億 SEK にのぼる。

起債においては、投資家層を広げて自らにとってより有利な条件を引き出すことや、リスクの分散、あるいはまた資金調達に柔軟性を確保することを目的に、地域分散が図られている(図13)。最近の状況をみると、スウェーデンを含む北欧市場が資金調達先を中心となっているわけでは必ずしもなく、欧州(北欧除く)や日本、2005年からは日本以外のアジア市場でも債券の発行が積極的に行われている。2007年の債券発行先は、スウェーデン国内が36.6%、その他欧州35.9%、日本15.4%、その他アジア6.7%となっている⁵⁰⁾。

(6) Kommuninvestに対する評価

Kommuninvestの地方自治体向けサービスは、これまでのところ高く評価されてい

図14 Kommuninvestの規模の推移



(出所) Kommuninvest資料より、野村資本市場研究所作成

る模様である。

例えば、協同組合に加盟する地方自治体は、1993年の創設当初は22団体に過ぎなかったが、その後、着実に増加している（図14）。直近の2008年6月末現在では218団体（ Kommun（Kommuner, わが国の市町村に相当）211団体、ランスティング（Landsting, 都道府県に相当）7団体）が加盟している。これは、スウェーデンの全地方自治体310団体（290団体・20団体）の70.3%を占める。

また、これに併せて融資残高も増加しており、この10年間で3.3倍に増加した。組合員等の債務残高全体に占める Kommun インベストからの借入れの割合も、2007年の実績で45.7%となっている⁵¹⁾。

その他、2007年末に Kommun インベストが組合員等に対して行った調査では、回答者の9割が協同組合への加盟によって大きな利益を得たとの評価した、とされている⁵²⁾。

Kommun インベストは、融資先である投資家からだけでなく、資金調達先である投資家、資本市場からも、信用力の高さに対して一定の評価を受けている。S&P とムーディーズの格付けは AAA/Aaa 格である（2008年末時点）。これは、スウェーデン政府と同じ水準であり、同国の大手4銀行よりも高い。

2. 米国における共同資金調達機関

地方政府が債券市場から共同で資金を調達するための専門機関は米国にも存在する。

地方債銀行（Municipal Bond Bank）は、州政府が、州内の（狭義）地方政府に対して、ある特定の事業を実施する際に必要となる資金調達の一部を支援する目的で創設している機関である。資金提供は、債券発行による調達資金を原資として、（狭義）地方政府が発行する地方債を買い取る形で行われている。なお、地方債銀行が発行する債券は、米国地方債一般と同様、通常は免税措置を受けられる。

例えば、ニューヨーク州地方債銀行公社（New York State's Municipal Bond Bank Agency, MBBA）は、ニューヨーク州内の（狭義）地方政府が、財産税を課税しすぎた場合に、その超過分を払い戻すための資金や、地域住民に対して教育サービスを提供する学区（School District）の運営の財源を確保することなどを目的として資金を調達する際に、その一部を提供している。MBBA の発行債券は、創設当初はニューヨーク州政府の財源一般を元利償還財源として設定した一般財源保証債であったが、現在は、基本的には MBBA 自身の信用力に基づいて発行されるレベニュー債となっている⁵³⁾。

また、米国では、州政府資金循環ファンド（State Revolving Funds, SRF）と呼ばれる仕組みも存在する。これは、（狭義）地方政府が受け取る補助金などを原資として債券発行を行うものである。

SRF について、メイン州地方債銀行

(Maine Municipal Bond Bank) の例をみると、同行は、学校施設や上下水道の整備・補修を行う際に（狭義）地方政府が州政府から受け取る補助金の一部を原資として、必要な場合には債券発行によって調達した資金と併せて、低金利、あるいは金利ゼロのリボルビング・ローン（狭義）地方政府に提供している。利払いだけでなく元本の返済も最大75%免除されることがあるとされている⁵⁴⁾。

3. ドイツで普及している共同発行地方債

複数の地方政府が資金調達を一本化する仕組みとしては、債券形式の地方債を共同で発行するという方法もある。これが普及しているのがドイツである。

ドイツでは、1996年より州政府が共同で発行する債券形式の地方債（ジャンボ債）が組成されており、これまでに少なくとも33銘柄が発行された。毎年の発行額は、2001年以降は40億ユーロ前後の水準で推移しており、債券形式で発行される地方債のうち、約1割を占める規模となっている⁵⁵⁾。

ジャンボ債の発行に参加する州政府は銘柄ごとに異なるが、通常は比較的財政規模が小さい5～7の州政府が参加しており、その顔ぶれはおおよそ固定化している⁵⁶⁾。例えば2006年に発行された第25回ジャンボ債についてみると、参加したのは7州であるが、これらの州の2006年度の税収額の順位は16州中、全て7位以下となっている⁵⁷⁾。

4. 共同での資金調達の利点と課題

(1) 三つの利点

一般に、地方政府が共同で資金を調達することの主な利点としては、①発行債券の流動性の向上と②発行手続きの効率化、コストの抑制、専門機関を創設して行われる場合には、さらに加えて③専門知識の蓄積が挙げられる。

共同資金調達機関が発行する債券、あるいは共同発行地方債の発行規模は、地方政府が個別に起債する場合よりも一般的に大きくなると考えられる。例えばスウェーデンの場合、首都ストックホルム市の長期債務（証書形式含む）の残高は2007年末時点で121.1億ドルであるのに対して、コミューンインベストの発行債券の残高は935.6億ドルと、8倍近くの水準である。また、ドイツのジャンボ債についても、一銘柄の発行額は平均約10億ユーロと、州政府が個別に発行する債券形式の地方債の7倍以上の規模となっている⁵⁸⁾。これにより、発行債券の流動性が高まり、その分、利回りを低く抑えることが可能となる。

加えて、引受金融機関との交渉から債券の売り出し、起債管理に至るまでの債券の発行に関わる一連の手続きが一括して行われることとなるため、事務作業の重複が解消され、コストの削減につなげることができる。

さらには、専門の共同資金調達機関が創設されている場合、その機関で働く人材は、地方債市場関連の業務に特化して取り組むこと

となることから、専門知識を効率的に、深く習得することが容易であると考えられる。場合によっては、コスト効率が改善されている分、高い給与を支払って経済・金融の分野の専門家などを雇用することも可能であろう。そうすることで、地方債の発行体側の専門性が高まり、資金調達において市場をより有効に活用できるようになると期待される。コミュニケーションインベストが提供する財務アドバイザー・サービスは、この点を活かしたものの一例といえるかもしれない。

(2) モラル・ハザードの可能性

一方で、複数の地方政府が共同で資金を調達する場合には、地方政府によるモラル・ハザードが起きる可能性も存在する。

財政状態が相対的に厳しい地方自治体は、個別に起債すると、信用リスクに対するプレミアムの分だけ、発行利回りは高くなると一般に思われる。しかし、他の地方政府と共同で資金を調達すると、仮に本来は自らが負担すべき元利償還の財源を用意できないことがあったとしても、他の地方政府がその分を補填してくれるかもしれない、あるいは補填の可能性を投資家が期待するかもしれない。そうすると、リスク・プレミアムは低くなり、調達コストの抑制を図ることができる。

他方、財政状態が比較的健全な地方政府にとっては、単独で起債する場合に比べて、他の地方政府の信用リスクの少なくとも一部を抱え込んでしまう可能性が生じる。その結果、

流動性の向上による利回りの低下分を上回るプレミアムの上乗せを要求されるかもしれないという懸念が生まれることとなる。

こうしたことから、共同資金調達の仕組みは、財政状態の厳しい地方政府はより積極的に活用しようとする一方、健全なところは利用を敬遠する可能性があると考えられる。

(3) モラル・ハザードを回避する方法

こうしたモラル・ハザードの可能性を解消する方法としては、①共同で資金を調達する際の元利償還責任の分割の工夫と、②参加する地方政府の財政状態の健全性を担保する仕組みの導入という二つが考えられる。

①は、ドイツのジャンボ債で採られている方法である。すなわち、ジャンボ債の発行に参加する州政府は、調達した資金の額に応じて元利償還の義務を割り当てられている。仮に他の州政府がその義務を果たせなかったとしても、その分の代理返済の責任、つまり連帯責任は負わないとされている。

ただし、この方法を採用する場合、発行債券の信用リスクが、共同資金調達に参加する地方政府の中で最も信用リスクが高いと思われる団体の水準に合わせられる可能性がある⁵⁹⁾。

②は、スウェーデンのコミュニケーションインベストで採られている方法である。すでにみたとおり、コミュニケーションインベストは、資金調達において中央政府などからの保障や支援を受けることなく、民間の金融機関と基本的に同等の競争条件の下に置かれている。それゆえ、可能

な限り融資業務におけるリスクを抑えるべく、組合員等の財政状態の審査を新規加盟時、および加盟後も定期的実施し、必要に応じて課題の指摘や改善の提案を行い、場合によっては加盟の申請や継続を断ることもありえるとしているのである。これによって、財政状態の厳しい地方自治体が過度に制度を利用するというモラル・ハザードの問題に対応しようとしているのである。

5. 地方債ファンドとカバード・ボンド

(1) 米国で普及する地方債ファンド

コミュニンベストや地方債銀行、ジャンボ債は、いわば発行体の側で地方債を一つにまとめた上で、新たな債券として市場で発行する仕組みである。これに対して、市場ですでに発行・流通している複数の地方債を一つのポートフォリオに組み入れた金融商品、言い換えれば投資家の側で地方債を一つにまとめる商品も、欧米地方債市場では組成されている。

その一つは、米国地方債市場において広く普及している、地方債を主な投資対象とする投資信託である地方債ファンドである⁶⁰⁾。

地方債ファンドは、個人投資家の資金を地方債市場にひきつける上で、大きな役割を果たしている。投資信託による地方債の保有は1970年代後半より増加基調にあり、特に1990年代以降は個人投資家が地方債の直接保有から投資信託を通じた保有にシフトする動きが

進んだ（前掲図6）。ここ数年、投資信託の地方債保有シェアは、個人投資家の直接保有とほぼ同水準にある。

また、米国の債券ファンド市場においても、地方債ファンドは一定の位置づけを占めている。先述のとおり、米国地方債の保有から得られる利子所得は、原則的に連邦所得税の課税が免除されるが、地方債ファンドを保有している場合もこの点は変わらない。それゆえ、地方債ファンドは「免税債ファンド」として、国債ファンドや社債ファンドなど他の債券ファンドとは一般に区別されている。純資産残高ベースでみると、地方債ファンド（MMF除く）が債券ファンド市場に占める割合は21.6%、MMF市場でのシェアは12.8%に達する⁶¹⁾（2008年末時点）。

個人投資家は、地方債ファンドを通じて地方債を保有することによって、①小口からの投資、②分散投資、③専門家によるポートフォリオ運用という、投資信託が一般にもつ利点を享受することができる。

例えば、①小口投資については、米国地方債の購入単位は一般的に5,000ドルに設定されているのに対して⁶²⁾、2008年末時点における純資産残高で地方債ファンド第1位のヴァンガード中期地方債ファンド（Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt Fund）は3,000ドルから投資することができる。

また、②分散投資については、地方債ファンドを通じて多様な地方債に投資をすること

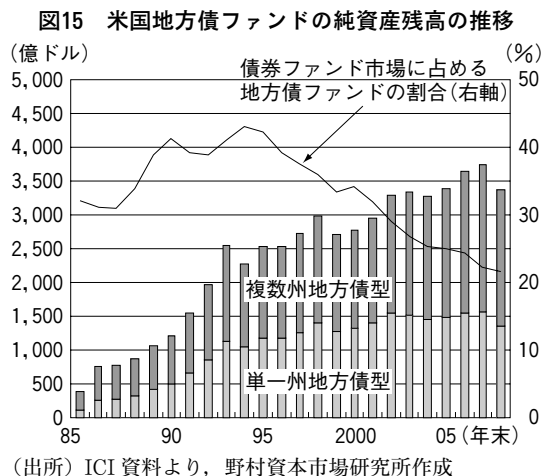
で、リスクを軽減しながらより高い利回りを追求することが可能になるとされている。

さらに、③専門家が運用を行うことによって、分散投資の効果をさらに高められると期待することができる。地方債ファンドの運用は、運用会社のポートフォリオ・マネージャーや地方債アナリストの分析に基づいて行われている。地方債アナリストは、地方債全般、あるいは、例えば教育・上下水道・輸送・開発事業といった特定の地方債セクターを担当し、専門的に個別の地方債銘柄の分析を行っている。運用会社は、目論見書で規定している基本的な投資方針の枠内で、こうした専門家の知見をもとにして地方債の運用を行うことで、利回りの追及や元本の確保といった投資目的を実現しようとしているのである。

最初の地方債ファンドが組成されてから約30年を経た今日、米国では多様な地方債ファンドが提供されている。大きくは、特定の州内で発行される地方債を投資対象とする単一州地方債型ファンド（State Municipal Bond Fund）と、全米の地方債を投資対象とする複数州地方債型ファンド（National Municipal Bond Fund）に分かれる。単一州地方債型ファンドは、その州に居住している投資家が購入した場合、連邦所得税に加えて州所得税も免税となるという効果を狙った投資信託である。一方、複数州地方債型ファンドは、そうした免税のメリットを放棄する代わりに、投資対象を全米に広げることで、

より有利な投資機会を模索すること、あるいは分散投資の効果を高めようとする投資信託である。2008年末時点の純資産残高ベースでは、単一州地方債型ファンドと複数州地方債型ファンドの比は、ちょうど4：6となっている（MMF除くベース）（図15）。

また、高いリターンの追及を重視するか、安全性の確保をより重視するのかというように、リスクとリターンのバランスの取り方にも、地方債ファンドの間で違いがある。ハイ・イールド地方債ファンドは、格付け水準がBBB/Baa格以下の地方債を主な投資対象とすることで、一定の信用リスクを許容する分、高いリターンを得ることを期待するものである。2006年末時点の純資産残高は563.1億ドルと、地方債ファンド全体の15.4%を占めている（MMF除く）。これとは対照的に地方債MMFは、最上位の短期格付け（A1/P1/F1格以上、一般に長期格付けのA格以上に相当）の短期地方債（平均償還年限



は90日以内)で主に運用されている投資信託であり、元本の維持を最大の運用目標として掲げている。2008年末時点のMMFの純資産残高は4,914.3億ドルに達する。

米国の大手運用会社の中で、特に地方債ファンドの提供に注力しているフランクリン・テンプルトン(Franklin Templeton)が運用している主な地方債ファンドを比較すると、利回りの高さや平均償還年限、ポートフォリオの格付け別・セクター別・州別の内訳で多様性があることがわかる(表7)。

(2) 欧州で普及するカバード・ボンド

一方、欧州、特にドイツの地方債市場で普及しているのがカバード・ボンドである⁶³⁾。カバード・ボンドは、地方政府などに対して融資を行った金融機関が、その債権(地方債など)を担保として新たに発行する債券である。カバード・ボンドの担保に設定することができる債権(適格担保資産)は、欧州では一般に、公共セクター向け債権・不動産向け債権などに限られており、また一定水準以上の信用力を維持していることも条件とされている。金融機関が、資産の一部を担保として資金を調達するという意味では証券化と共通している。ただし、カバード・ボンドの場合は、担保とされた債権が通常、金融機関のバランスシートに残される点で、両者は異なる。

カバード・ボンドを発行する金融機関にとっては、①預金などとは異なる新たな資金調達の手段を活用することで、調達先の幅を広げ

られる点や、②適格担保資産の信用力の高さから、調達コストの抑制を図ることができる点、③特に地方債のような比較的償還年限の長い債権が担保として設定される場合は長期の資金を調達することが容易となり、金融機関が抱える資産と負債の年限のミスマッチを調整できる点などが魅力として挙げられる。

一方、カバード・ボンドの投資家にとっては、①地方債ファンドと同様、分散投資の効果が期待できる。さらに、②適格担保資産の条件からそもそも信用力が高い上に、仮に適格担保資産でデフォルトが生じた場合は、発行体である金融機関に満額の償還を請求することができるため、その分、いっそう信用リスクが低く抑えられていることも、安全性を重視する投資家にとっては重要と考えられる。

ドイツで発行されるカバード・ボンドは特にファンドブリーフ債と呼ばれるが、その発行残高は、1990年代には一貫して増加傾向をたどり、ピークの2000年末時点には8,258.7億ユーロに達した。うち地方債など公的セクター向けの債権を担保とするファンドブリーフ債(公的ファンドブリーフ債)が6,851.2億ユーロと、82.9%を占めた。しかし、その後は、ファンドブリーフ債の主要な発行体であった州立銀行・貯蓄銀行への公的保証が2005年までに撤廃されることが決定されたこともあり、ファンドブリーフ債の発行が以前ほど容易ではなくなったため、発行規模はやや縮小傾向にある。また、最近では住宅ローン

表7 フランクリン・テンブルトンが運用する主な地方債ファンドの概要

| ファンド名 | フランクリン・カリフォルニア州 地方債ファンド | フランクリン連邦 地方債ファンド | フランクリン連邦・中期 地方債ファンド | フランクリン・ ハイ・イールド地方債ファンド | フランクリン地方債 MMF | | | | | | |
|---------------|---|---|---|---|---|------------------|-------|----------------------|-------|----------|--------|
| 種類 | 単一州地方債型 | 複数州地方債型 | 複数州地方債型 中期 | 複数州地方債型 ハイ・イールド | 複数州地方債型 MMF | | | | | | |
| 投資目的 | ・注意深く投資を行い、元本の維持を図りつつ、連邦税、およびカリフォルニア州の州所得税が課税されない所得の最大化を目指す | ・注意深く投資を行い、元本の維持を図りつつ、連邦税が課税されない所得の最大化を目指す | ・注意深く投資を行い、元本の維持を図りつつ、連邦税が課税されない所得の最大化を目指す | ・第一の目的は、連邦所得税が課されない所得を最大限獲得すること ・第二の目的は、可能な限りでの保有証券の評価益の獲得 | ・注意深く投資を行い、元本の維持を図りつつ、連邦税が課税されない所得の最大化を目指す ・流動性を確保しながら、基準価額を安定的に1ドルを維持する | | | | | | |
| 基本方針 | ・総資産の80%以上は、利子所得に対して連邦所得税とカリフォルニア州の州所得税が課されない地方債に投資 | ・総資産の80%以上は、利子所得に対して連邦所得税が課されない地方債に投資 | ・総資産の80%以上は、利子所得に対して連邦所得税が課されない地方債に投資 | ・総資産の80%以上は、利子所得に対して連邦所得税が課されない地方債に投資 | ・総資産の80%以上は、利子所得に対して連邦所得税が課されない地方債に投資 | | | | | | |
| | ・利子所得に対して連邦所得税が課される証券への投資は、総資産の20%未満に抑える | ・利子所得に対して連邦所得税が課される証券への投資は、総資産の20%未満に抑える | ・利子所得に対して連邦所得税が課される証券への投資は、総資産の20%未満に抑える | ・利子所得に対して連邦所得税が課される証券への投資は、総資産の20%未満に抑える | ・利子所得に対して連邦所得税が課される証券への投資は、総資産の20%未満に抑える | | | | | | |
| | ・ただし、経済環境が異常な場合は、総資産の最大100%を現金同等物、ないしその他信用力の高い短期証券（課税債含む）で運用することも可能 | ・ただし、経済環境が異常な場合は、総資産の最大100%を現金同等物、ないしその他信用力の高い短期証券（課税債含む）で運用することも可能 | ・ただし、経済環境が異常な場合は、総資産の最大100%を現金同等物、ないしその他信用力の高い短期証券（課税債含む）で運用することも可能 | ・ただし、経済環境が異常な場合は、総資産の最大100%を現金同等物、ないしその他信用力の高い短期証券（課税債含む）で運用することも可能 | ・ただし、経済環境が異常な場合は、総資産の最大100%を現金同等物、ないしその他信用力の高い短期証券（課税債含む）で運用することも可能 | | | | | | |
| | ・投資対象の格付けは上位4位以内 | ・投資対象の格付けは上位4位以内 | ・投資対象の格付けは上位4位以内 | ・デフォルトしたものを含めて、あらゆる格付けの証券が投資対象 | ・投資対象の短期格付けは上位2位以内 | | | | | | |
| | ・通常は満期まで保有する（Buy and Hold Strategy） | ・通常は満期まで保有する（Buy and Hold Strategy） | ・保有債券の平均残存期間は3～10年の間とする | | ・平均年限は90日以内。投資対象とする証券の残存期間は最大397日。 | | | | | | |
| トータル・リターン（年率） | 1年 -8.86% 3年 -0.57% 5年 1.73% | -7.05% 0.11% 1.97% | -2.36% 1.61% 2.14% | -17.21% -3.86% 0.03% | — — — | | | | | | |
| 平均残存期間 | 18.6年 | 17.6年 | 9年 | 18.4年 | — | | | | | | |
| 組入銘柄数 | 852銘柄 | 872銘柄 | 236銘柄 | 673銘柄 | 66銘柄 | | | | | | |
| 純資産残高 | 124.2億ドル | 78.5億ドル | 8.9億ドル | 47.3億ドル | 2.2億ドル | | | | | | |
| ポートフォリオの構成 | 格付け | AAA | 37.7% | AAA | 40.9% | AAA | 30.4% | AAA | 20.5% | AAA | 100.0% |
| | | AA | 23.0% | AA | 30.1% | AA | 38.3% | AA | 11.6% | | |
| | | A | 20.2% | A | 16.5% | A | 23.5% | A | 14.4% | | |
| | | BBB | 12.0% | BBB | 11.0% | BBB | 7.0% | BBB | 22.5% | | |
| | | BB以下 | 7.1% | BB以下 | 1.5% | BB以下 | 0.8% | BB以下 | 30.8% | | |
| | 州別 | カリフォルニア | 89.4% | カリフォルニア | 7.3% | カリフォルニア | 7.1% | カリフォルニア | 16.9% | フロリダ | 13.6% |
| | | プエルトリコ | 7.8% | フロリダ | 6.8% | フロリダ | 9.7% | フロリダ | 7.5% | マサチューセッツ | 9.2% |
| | | ヴァージン諸島 | 0.1% | ニューヨーク | 7.5% | ミシガン | 6.7% | ニューヨーク | 6.9% | ペンシルバニア | 10.3% |
| | | | | テキサス | 7.5% | ニューヨーク | 9.8% | ペンシルバニア | 5.2% | ジョージア | 6.4% |
| | | | | イリノイ | 5.2% | テキサス | 7.5% | テキサス | 5.4% | コロラド | 6.9% |
| | セクター別 | 税還付（Prerefunded） | 26.0% | 税還付（Prerefunded） | 22.1% | 公益事業（Utilities） | 26.2% | 公益事業（Utilities） | 23.8% | | |
| | | 輸送 | 16.3% | 公益事業（Utilities） | 17.5% | 一般財源保証債 | 21.6% | 病院・ヘルスケア | 17.6% | | |
| | | 病院・ヘルスケア | 15.1% | 病院・ヘルスケア | 13.1% | 病院・ヘルスケア | 15.9% | 税還付（Prerefunded） | 16.6% | | |
| | | 一般財源保証債 | 14.2% | 輸送 | 12.0% | 輸送 | 6.6% | 輸送 | 11.3% | | |
| | | 公益事業（Utilities） | 12.7% | 一般財源保証債 | 8.7% | 税還付（Prerefunded） | 4.3% | 税収支援債（Tax Supported） | 9.0% | | |

(注) 1. 時点は2008年12月末。ただし、各投資信託の州別のポートフォリオの構成については、連邦・中期地方債ファンドとハイ・イールド地方債ファンドは2008年8月末時点、カリフォルニア州地方債ファンドは同年9月末、連邦地方債ファンドは同年10月末、フランクリン地方債MMFは2009年1月末。
2. トータル・リターンは、クラスAのものを採用。

(出所) 各投資信託の直近の年次報告書・半期報告書、モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

債権を担保とするモーゲージ・ファンドブリーフ債の発行が相対的に伸びている。とはいえ、依然としてファンドブリーフ債が銀行にとって重要なリファイナンス手段であることに変

わりはない。2008年3月末時点のファンドブリーフ債の発行残高は5,647.2億ユーロ、うち公的ファンドブリーフ債は4,270.8億ユーロ、75.6%を占めている⁶⁴⁾。

カバード・ボンドの活用は、かつてはドイツが中心であったが、近年は他の欧州諸国でも普及しつつある。フランスでも、第一の地方債保有者であるデクシアが、地方債を担保としたカバード・ボンド（フランスではオブリガシオン・フォンシェールと呼ばれる）の発行を行っている。デクシアは、グループ傘下の二つの子会社を通じてAAA/Aaa格のカバード・ボンドを発行している。2008年上半期の実績では、デクシアの長期資金調達のおよそ3分の2が、この子会社を通じたカバード・ボンドの発行によるものであった⁶⁵⁾。

さらに米国においても、金融危機の深刻化の影響を受けて金融機関の財務状態が悪化する中で、2008年7月に米国政府がカバード・ボンドに関するベスト・プラクティスを公表するなど、新たな資金調達手段としてのカバード・ボンドに注目が集まっている⁶⁶⁾。

VI. わが国の現状と得るべき示唆

1. 求められる財政規律の回復とリスク管理

(1) 赤字地方債の発行が続くわが国地方債市場

本章では、前章までの欧米4ヶ国の地方債制度・市場の比較・分析の内容を踏まえて、わが国の現状を評価し、抱えている課題に対する改革の方向性について検討を行う。

まず、地方債の発行の枠組みについてであるが、わが国ではあくまで例外的なものとなっている赤字地方債が、1990年代以降不況が長引く中で、発行し続けられているのが現状である。

わが国の地方債の発行制度は、基本的に黄金律の考え方に沿ったものとなっている。地方財政法第五条は、均衡予算の原則を掲げながら、学校施設や道路、河川といったインフラ整備に要する費用などを調達することを目的とした建設地方債の発行を認めている。その他、災害時の必要財源を調達するための地方債の発行も可能としているが、これは地方財政の運営に適切な柔軟性をもたせる規定と考えられ、この限りでは欧米の事例と比較しても特に大きな違いは認められない⁶⁷⁾。

ただし、わが国では、地方財政法第五条に基づく地方債のほか、中央政府が制定する特

例法に根拠をもった地方債も発行されている。1990年代以降では、1994年度より発行が開始された、所得税などの減税政策の実施に伴う歳入不足を補填するための減税補填債や、2001年度から発行されている、本来は地方交付税制度を通じて交付されるべき資金の一部を賄うことを目的とした臨時財政対策債などがある。その発行規模は決して小さくなく、2006年度末時点における減税補填債と臨時財政対策債の合計の発行残高は25.0兆円と、地方債全体の1割を上回る⁶⁸⁾。これらの調達資金は、地方税などと同等の性格をもち、経常的な経費にも充てることができることから、赤字地方債の一種と考えられる。

今後も、こうした特例法に基づく赤字地方債の発行は継続されるものと予想される。例えば、臨時財政対策債は、当初は3年間の時限的な措置とされていたにもかかわらず、その後二度の期限延長が行われた。現状では2009年度までの発行が予定されている。加えて、2006年度からは新たに退職手当債の発行も認められることとなった。

1990年代以降の長期不況など、わが国の経済環境を踏まえれば、財政政策の一環として赤字地方債の発行を特例的に認めてきたこと自体はやむをえなかったと評価することも可能かもしれない。また、世界的な金融危機の影響が実体経済にまで深刻な影響を及ぼしつつある中で、今後、地方財政の歳出拡大を求める声が強まることが予想されるが、その際

にはさらなる赤字地方債の発行もある程度認めざるをえないといえるかもしれない。

とはいえ、すでに地方債発行残高が約200兆円と、地方歳入の2倍以上の規模にまで膨らんでいる現状をみても、財政健全化に向けた方向性を全て否定することは必ずしも適切とはいえないと考えられる。このことを踏まえれば、建設地方債の発行を原則とする地方財政法第五条の趣旨にできるだけ早期に立ち戻ることができるような方向性を模索しつつ、あくまで「例外的」な緊急対応としての赤字地方債の発行を管理する仕組みを導入する必要があるのではないか。スウェーデンや米国などの事例を踏まえれば、それは具体的には、単年度ベースでの経常収支の均衡原則の代わりに、複数年度での財政計画を策定し、その期間全体にわたってみた財政収支を黒字化させるように地方財政の運営を進めていくという方法の確立ということになる。

現状でも、すでにわが国地方自治体の中には、中長期的な財政状況の見通しなどを打ち出しているところもある。ただし、それらは必ずしも当該地方自治体の財政運営、地方債の発行方針と直接結びついたものではない。赤字地方債を含めて、地方債の発行額がフロー・ベースで今後少なくとも数年、一時的に膨らむ可能性が出てきた中において特に、複数年度ベースで財政収支を管理する方法を具体的に検討し、本格的な導入を模索する時期に来ているのではないかと考えられる。

(2) 起債自主権の拡充と発行条件の多様化

一方で、起債自主権については、2006年に実施された2つの制度改革を経て、わが国の地方自治体にも、ようやく欧米諸国と同等の起債自主権が認められることとなったといえる。

2006年4月には、地方債の発行制度が事前協議制度に移行した。これにより、地方自治体は、財政状態が健全と認められる場合、自由に起債を行うことが可能となった⁶⁹⁾。

さらに、発行条件の設定についても地方自治体の権限が拡充された。従来、市場公募債については、総務省が地方自治体を代表して金融機関と交渉を行い、一律の条件が設定されてきた。しかし、2002年度以降の段階的な移行を経て、2006年9月からは、共同発行市場公募債を除く全ての民間等引受債について、金融機関との発行条件の交渉は、地方自治体が個別に行うこととされた。

こうした動向を背景に、特に市場公募債を発行する地方自治体（公募団体）を中心に、発行条件を多様化させ、資金調達のコストの抑制を図ろうとする動きが進むこととなった。

例えば、市場公募債の年限についてみると、従来は10年債のみであったが、2000年に5年債が登場すると、7年債や超長期債（20年債・30年債など）も相次いで発行された。

また、最近では変動利付き地方債の発行や、デリバティブを活用した仕組み債の組成なども進みつつある（次項で詳述）。

今後、発行条件の設定においてさらなる多様化を図る上では、レベニュー債の発行も検討に値するものと考えられる。レベニュー債とは、地方自治体の歳入一般ではなく、特定の財源（税収、特定事業・資産からの収入）に償還原資を限定する地方債のことである。米国の地方債市場においてはレベニュー債が普及しており、2006年の発行額ベースでは全体の70.4%がレベニュー債であった⁷⁰⁾。

レベニュー債の発行は、地方自治体が発行利回りの抑制を図る一手段となりうると思われる。というのも、地方自治体が、収入の安定性の面で優良な資産を抱えている場合、それを担保としてレベニュー債を発行すれば、通常の地方債よりも信用力が高いと評価され、リスク・プレミアムの上乗せをある程度抑えられる可能性があるからである。

(3) 発行条件の設定におけるリスク管理体制の整備の必要性

このように、地方債の発行条件を多様化させ、投資家にとっての魅力を高め、資金調達コストの抑制を図る取り組みは、今後いっそう重要性を帯びることとなると考えられるものの、その一方で、起債に伴うリスクを十分に把握し、適切に管理するための体制を整えることも併せて求められるものと思われる。

起債条件の多様化・複雑化によって地方政府が抱えたリスクが顕在化した事例は、先に述べた米国だけではなく、わが国でもすでに存在している。

わが国の地方自治体による仕組み債の発行状況をみると、2007年7月までの時点で、金利デリバティブ型については15団体が、また、通貨デリバティブ型は7団体が、それぞれ発行している（表8）。

金利デリバティブ型とは、長期金利と短期金利の差を指標として、適用される金利の水準が決定される仕組みのものである。地方債協会の調査では、20年物の仕組み債の事例が紹介されている。それによると、2年金利スワップと20年金利スワップの差が指標とされており、半年ごとに判定が行われる。判定時に金利差が1.1%以上の場合は0.98%、1.1%未満の場合には5.00%の金利が、次回の判定までの間、適用される⁷¹⁾。

一方、通貨デリバティブ型とは、ドル＝円為替レートなどを指標とするものである。同じく地方債協会の紹介事例をみると、半年ごとにドル＝円レートの判定が行われ、1ドル＝90円を基準として、円安の場合は1.080%、円高の場合は6.080%の金利が、次回の判定までの間、適用される⁷²⁾。

表8 わが国での仕組み債の発行状況（2007年7月時点）

| | | 適用金利 | | | | | 導入 団体数 |
|--------------|-----------------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 変動 金利 | 固定 →固定 | 固定 →変動 | 変動 →固定 | 変動 →変動 | |
| 変動利付き債 | | ○ | | | | | 90 |
| トリガー 条項付き | 金利 デリバティブ型 トリガーは 長短金利差 | | ○ | ○ | | ○ | 15 |
| | 通貨 デリバティブ型 トリガーは ドル/円レート | | ○ | ○ | | | 7 |
| その他（複合型） | | | | ○ | | | 5 |

（出所）地方債協会「地方公共団体における仕組み債等の資金調達が多様化」2008年

このようなデリバティブ取引を行っていた地方自治体の中には、特に2008年後半以降、金融危機が深刻化し、わが国の経済にも影響が及ぶ中で、リスクが顕在化し、当初はほとんど想定していなかった負担増が発生しているところもでてきている模様である⁷³⁾。

今回の経験を踏まえれば、地方債の金利設定や、デリバティブ取引に関する基本方針を整備することも検討に値しよう。その際には、起債に際して地方自治体が許容できるリスクと許容できないリスクとを、公共サービスの提供に携わるといふ地方自治体の性格や、資金調達に関わる人員の専門性・経験値の高さなどを踏まえて吟味することが必要になるものと思われる。すでにみたとおり、欧米諸国においては、一般的に為替リスクは取らない方針が採られている。また、変動利付き債の発行やデリバティブ取引については、投機的な目的では行わないとし、行う場合には発行額ないし取引額などに基づいてリスクを抑制するよう求める規定を策定している事例もあった。

併せて、例えば、デリバティブ取引を行っている地方自治体の、現状のポジションに関する時価情報など、当該地方自治体が抱える起債に伴うリスクについての情報開示を充実させることも重要な検討課題となろう。

（4）地方財政健全化法の成立・施行

地方自治体の財政状態に関する情報の把握、および悪化した場合の対応については、わが

国でも2007年に地方財政健全化法が成立するなど、改善が進みつつあるといえよう。

そもそもわが国では、地方公会計制度が、地方自治体の財政状態を適切に把握する上で必ずしも十分な内容となっていないとの評価があった。そこでは、①地方自治体の財政状態を全体として捉える連結会計制度が整備されていない点や、②ストック・ベースの情報を盛り込んだ貸借対照表が策定されてこなかった点などといった課題が指摘されていた。

これに対して、特に2000年以降、総務省、ないし個別の地方自治体レベルでも改革が進められた。総務省レベルでは、2000年に、地方自治体が行う基本的な公共サービスの提供に要する費用やその財源を計上する普通会計について、貸借対照表の作成方法が策定されると、その後、会計の対象範囲は特別会計や公営企業、さらには地方公社や第三セクターなどにも広げられた（表9）。

さらに、2006年からは、抜本的に地方公会

計の基準を改善するべく、新地方公会計制度研究会での議論が開始され、それまでの会計基準を根本的に見直した「基準モデル」と、ある程度連続性をもたせた、比較的緩やかな改善にとどまる「総務省方式改訂モデル」の二つの新たな基準が打ち出された。その後、岡山県倉敷市や静岡県浜松市での試行や、地方公会計制度実務研究会での細部についての検討を経て、現在は現行基準からこれら2つの会計基準への移行段階にある。2011年度決算までに全ての地方自治体がどちらかの基準に基づく報告を行うことが予定されている。

こうした一連の改革を通じて、地方自治体の財政状況に関する情報は、量的にも質的にも改善されてきている⁷⁴⁾。それに併せて、開示された情報をもとに各地方自治体の財政状態を評価し、地方財政の健全性を事後的に維持するための制度も整備されつつある。

地方財政健全化法は、①4つの財政指標を用いて客観的に地方財政の状況を把握する点

表9 わが国における公会計制度改革

| 改革の動向 | |
|-------|--|
| 2000年 | 普通会計バランスシートの作成方法を公表（「地方公共団体の総合的な財政分析に関する調査研究会報告書」） |
| 2001年 | 「各地方公共団体全体のバランスシート」（普通会計・公営企業会計）・行政コスト計算書の作成方法を公表 |
| 2005年 | 「地方公共団体における行政改革の推進のための新たな指針」を公表 |
| | 「地方公共団体の連結バランスシート（試案）について」を公表 |
| 2006年 | 全都道府県・政令指定都市で、連結バランスシート（2004年度分）の試案を作成・公表 |
| | 財政比較公表システムの運用開始 |
| | 新地方公会計制度研究会が「新地方公会計制度研究会報告書」を公表 |
| | 基準モデル（桜内方式）を倉敷市で、総務省方式改訂モデル（森田方式）を浜松市で試行 |
| | 「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針」を公表 |
| 2007年 | 地方財政健全化法、成立 |
| | 総務省自治財政局長通知「公会計の整備推進について」を公表 |
| | 新地方公会計制度実務研究会が「新地方公会計制度実務研究会報告書」を公表 |
| 2008年 | 地方財政健全化法の一部施行、2007年度決算ベースに基づく財務指標の実績値の公表 |
| 2009年 | 地方公会計の整備促進に関するワーキンググループ、資産評価方法を公表 |
| | 地方財政健全化法、全面施行（予定） |

（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

と、②財政状態を三段階に分け、財政状態の深刻化を早期に食い止め、迅速な再建を期待することができる仕組みとなった点で、従来の財政再建団体制度とは内容を異にしている。

このうち、②についていえば、各地方自治体の財政状態は「健全段階」・「早期健全化段階」・「再生段階」の三つに分類されることとなる。財政運営が苦しくなり、地方債の発行が過多となった場合、その地方自治体は、まず早期健全化段階と評価されて、財政状態の改善に向けた取り組みが求められることとなる。ただし、早期健全化計画の策定や、その後の経過報告は義務付けられるものの、この段階では、引き続き一定の地方自治体の裁量は認められており、財政改革は基本的に地方自治体の努力、主体性に委ねられている。

ただし、さらに財政状態が深刻化した場合には再生段階に移行することとなる。この段階では、早期健全化計画よりもさらに詳しい実施計画を盛り込んだ財政再生計画を作成した上で、その内容について総務大臣からの同意を得ることが実質的に求められている⁷⁵⁾。この段階では、地方自治体の自律性は大幅に制約され、中央政府の比較的強い関与の下で、確実な財政再建が図られることとなる。

こうした二段階での対応が採られることによって、旧制度と比較しても、地方自治体財政の健全化は、より迅速かつ適切に進められると期待することができるようになったと考えられる。

わが国では、欧米4ヶ国の事例でみられたように、財政状態が深刻化した場合の対応として、①中央政府などからの支援を仰ぐ方法や、②債務調整を進める方法のいずれについても、少なくとも明文化された規定は存在しない。しかしながら、以上のとおり、地方債の信用力を維持するための財政制度が存在しないわけではない。公会計制度改革の進展や、地方財政健全化法の制定は、①や②が必要となる手前の段階で適切な対応を採るための制度として、役割を果たすことが期待されているものと評価できよう。

なお、地方債の債務調整については、わが国も欧州3ヶ国と同様、依然として明文化された規定が設けられているわけではない。これに関しては、その必要性の有無も含めて、現在議論が進められているところであり、今後の行方が注目される⁷⁶⁾。

2. 債券投資家を対象とした情報提供

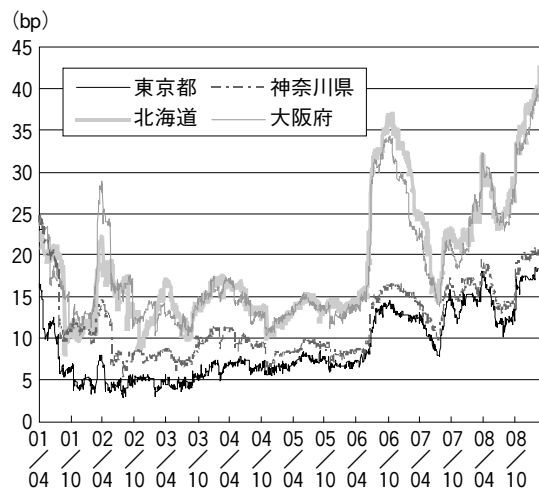
(1) 地方債 IR の取り組み

欧米地方債市場に共通する第二点目としては、情報インフラの整備があった。これについては、わが国の地方債市場においても銘柄間で利回り格差が生じている状況にあり、投資家にとっては現状の利回りが適切な水準にあるのか、またどのような要因で格差が生じているのかを判断・分析することが必要となってきたものと考えられる(図16)。それゆえ、地方債市場における情報開示を量的・

質的に拡充させていくことの重要性も高まりつつあるものと思われる。

これに関して、わが国で注目される動きとしては、地方債 IR (Investor Relations) の開催がある。地方債 IR は、東京都など大都市圏の地方自治体が「財政危機宣言」を出した1998年より開始されたが、今日では、市場公募債を全国的に発行する地方自治体を中心に開催が増え、内容にも多様性が出てきている。2008年度の状況をみると、4月から11月までの間に、地方自治体が個別に行った IR が17件、公募団体44団体・総務省・地方債協会の共同での合同 IR が1件開催されたほか、2009年3月には共同発行市場公募債の IR が予定されている。加えて、欧州の投資家を対象とした IR も10月に行われ、地方自治体からは静岡県・京都市・川崎市が参加した。

図16 市場公募債の利回りの対国債スプレッド



(出所) 日本証券業協会発表売買参考統計値より、野村証券試算

地方債 IR は、地域住民などを念頭に置いた開示情報である予算や決算といった公会計情報とは異なり、地方債への投資を検討している債券投資家を対象とした情報提供である。債券投資家は、元利償還の確実性と利回りの高さのバランスを、国債や財投機関債、社債、あるいは他の地方自治体が発行する地方債などと比較しながら分析し、投資判断を下している。それゆえ地方債 IR は、一般の債券で行われている IR などと同様に、債券投資家の分析に必要となるであろうと思われる情報を、彼らの視点に立って提供する内容とするべきであると考えられる。そこでは、今後どのような方針の下に財政運営を進めていく予定であるのか、その際に発生しうるリスクは何なのか、といった将来に視点を当てた情報を、かつ地方財政や地方債の分野に必ずしも明るくない投資家にもわかりやすい形で提供することが重要なポイントとなるものと思われる。

今後、地方自治体が IR を開催していく上では、こうした IR の本来的な役割を踏まえた上で、よりいっそう内容を充実させることを図っていくことが求められるものと考えられる。

(2) 格付けの取得

また、格付けについては、2006年に公募団体としては初めて横浜市が S&P から取得してより、これまでに23の地方自治体が依頼格付けを得ている。

こうしたわが国地方債市場における格付けの普及は、発行する地方債に投資家の資金をひきつける上では、投資家が利用可能な情報を量的・質的に拡充することは極めて重要であり、その一つの方法として格付けの取得は有効であるとの認識が、地方自治体の間に広まりつつあることを示していると思われる。今後も、格付けを取得する動きは当面、続くものと予想される⁷⁾。

(3) 目論見書の作成の意義

IRの開催や格付けの取得といった取り組みが進みつつある一方で、欧米諸国と比較すると、わが国の地方債市場の情報インフラには依然としていくつかの課題が残されているものと思われる。

例えば、目論見書については、確かに金融商品取引法において、債券形式の地方債には目論見書の作成は求められないと規定されている。そして現状、わが国の地方債に関して目論見書に相当するものは作られていない。

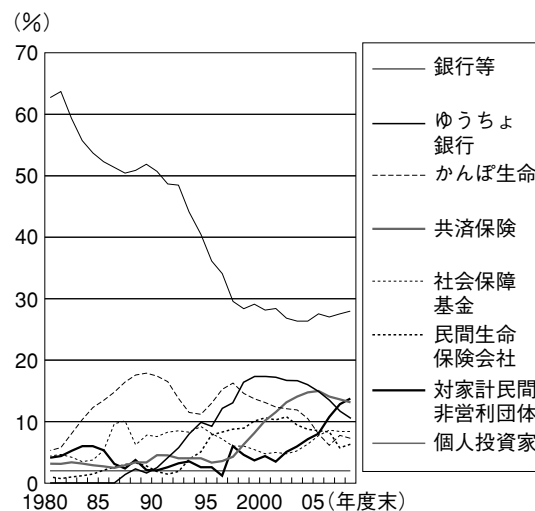
しかし、地方債の債券市場が早くから発達していた米国では、すでに述べたとおり、わが国と同様、そもそも目論見書は策定されていなかったものの、歴史的な経緯を経て、投資家からの要望に応える形で事実上義務付けられるに至ったという経験がある。また、欧州地方債市場でも、債券形式で地方債が発行される場合には目論見書が作成されている。

そもそも目論見書の作成は、一般の民間企業の発行債券が取引される社債市場ではごく

普通に行われていることである。投資家は、債券の発行体や発行条件などに関する基本情報が目論見書を通じて提供されていることにより、投資判断に際して最低限必要となる情報を入手することが容易となるものと思われる。

公的資金から民間資金へのシフト、地方債市場における銀行等の保有シェアの低下といった近年の傾向を踏まえれば、新たな投資家層をひきつけるべく、彼らを対象とした情報提供の必要性は高まってきているといえよう(図17)。それゆえ、地方自治体においても今後、起債に際しては一般の債券と同様、目論見書、あるいはそれに相当する開示書類を作成することは、十分、検討に値するものと考えられるのではないだろうか。

図17 わが国地方債の保有者構造の推移



(注) 民間等引受債(債券形式)。2008年度は9月末時点。
(出所) 日本銀行『資金循環統計』などより、野村資本市場研究所作成

3. 地方債の共同発行制度の今後のあり方と、地方債ファンド等の可能性

(1) 地方公営企業等金融機構をめぐる動き

欧米地方債市場では、複数の地方政府が共同で資金調達する取り組みも広くみられた。この点、わが国においても、同様の制度として、地方公営企業等金融機構と共同発行市場公募債が存在する。

このうち、地方公営企業等金融機構は、かつての公営企業金融公庫の機能を継承した新しい組織として、2008年10月より業務を開始した融資機関である。債券発行により調達した資金をもって、地方自治体向け融資を行うという点で、コミューンインベストなどと共通する性格を有しているといえる。わが国の地方債市場において、同機構は現在、約1割のシェアを占めている⁷⁸⁾（前掲図1参照）。

わが国の地方公営企業等金融機構の機能をめぐっては、創設当初は、今後、縮減させていくことが予定されていた。根拠法の第三十条では、「機構の業務の重点化を図る観点から、段階的な縮減を図る」とされている。その背景には、公的資金から民間資金へという流れを推し進めるべく、可能な限り地方自治体が直接、市場から資金調達することが望ましいという考え方があるものと思われる。

ただし、世界的な金融危機がわが国にも影響を及ぼしつつある中で、直近ではこうした流れに変化の兆しがみられる。金融危機によ

り、地方自治体といえども、資本市場から民間投資家の資金をひきつけることは、以前ほど容易ではなくなりつつある。また、その一方で、金融危機の影響がさらに実体経済にまで波及してくると、地方歳入の減少と歳出の拡大が生じ、地方自治体の資金調達の必要性が高まる可能性がある。こうした懸念を受けて、地方公営企業等金融機構の果たしうる役割に注目が集まりつつあるのである。

2008年11月には「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会」が開催され、急ピッチで議論が進められた。翌12月に発表された報告書では、地方公営企業等金融機構の融資対象を見直し、現在は基本的に公営企業の事業に限られているが、これに地方自治体が行う一般的な公共サービス（一般会計）を含めることが提案されている。

地方公営企業等金融機構が今後、わが国地方自治体の共同資金調達機関として一定の役割を果たしていくとすれば、その機能を、少なくとも質的にはより拡充させていくことが求められるものと考えられる。その具体的な方法を検討する際に、コミューンインベストの事例は有益な示唆を与えるものと考えられる。というのも、少なくともこれまでのところ、コミューンインベストの事業運営に対しては地方自治体から一定の評価が与えられており、また、債券市場からも、政府保証を受けていないにもかかわらず、安全性の高い金融機関とされているからである。

表10 地方公営企業等金融機構と Kommuninvest の比較

| | | 地方公営企業等金融機構 | Kommuninvest |
|------|--------------|--|--|
| 組織概要 | 設立年 | 2008年 (組織の源流である公営企業金融公庫の創設は1957年) | 1993年 (組織の源流である Kommuninvest・エーレプルーの創設は1986年) |
| | 出資者 | 地方自治体 | 実質的に地方自治体 |
| | 加入方法 | 義務 | 一定の財政面での条件を満たす限り、自由 |
| 融資 | 事業内容 | 融資業務 地方自治体の市場からの資金調達に関する支援などの業務 (コンサルティング, 情報提供など) | 融資業務 アドバイザー業務 |
| | 融資対象 | 融資対象・額は、段階的に縮減される予定 〔「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会」における、貸付対象事業の見直しの議論〕 | 地方自治体、公営企業 積極的な拡大方針 |
| 資金調達 | 融資条件 | 同一条件 超長期での融資が中心 | 原則的に同一条件、若干差が付いている 5年が中心 (最近はさらに短縮化の傾向) |
| | 資金調達方法 | 市場での債券発行を基本とする方向へ 政府保証債の発行も依然として多い (発行済みの政府保証債の借り換え) (発行額ベースで55.2%) | 債券発行による資金調達が中心 |
| | 格付け (国債) | AA/Aaa (AA/Aaa) | AAA/Aaa (AAA/Aaa) |
| 規模 | 総資産 | 24.7兆円 | 1,099億 SEK (1.9兆円) |
| | 純資産 | 166億円 | 3.7億 SEK (64.7億円) |
| | 貸付残高 (地方債残高) | 23.2兆円 (198兆円) | 374億 SEK (0.6兆円) (1,612億 SEK (2.8兆円)) |

(注) わが国の地方債残高 (2006年度末時点) を除き、各機関の規模に関するデータは2007年度末時点のもの (地方公営企業等金融機構については旧公営企業金融公庫の値を採用)。格付けは2009年2月末時点。

(出所) 各社資料より、野村資本市場研究所作成

Kommuninvest に対する高い評価の背景には、国内地方債市場と、資金調達先としての債券市場の双方で競争的な環境に置かれており、それぞれにおいて魅力的な存在となるべく、バランスを図りながら効率的な事業運営を要求されていることが指摘できよう。

地方債市場においては、 Kommuninvest の場合、同行への実質的な出資は地方自治体の自発的な意志に基づいて行われており、借り入れも任意とされていることから、民間金融機関とほぼ同等の条件の下に置かれているといえる。それゆえ、 Kommuninvest は、地方自治体にとって魅力的な融資条件、あるいは財務アドバイザー・サービスなどを提供することが求められている。

他方、資金調達の面では、 Kommuninvest

の発行債券には政府保証が付されておらず、補助金なども受けていない。それゆえ、 Kommuninvest は、債券投資家から信用力の高い金融機関として評価を受けることで資金調達コストを抑えるよう努めなくてはならない。そのため、融資先に対して財政状態についての審査を行い、必要に応じて改善を提案するなどしているのである。

こうした Kommuninvest を取り巻く制度環境の特徴は、共同資金調達の一般的な課題であるモラル・ハザードの問題を回避する一つの工夫として注目される。今後の地方公営企業等金融機構をめぐる議論の中でも、この点は参考となる (表10)。

(2) 共同発行市場公募債

一方、ドイツのジャンボ債のような地方債

の共同発行についても、わが国では共同発行市場公募債という、相当する制度が存在する。

共同発行市場公募債は、2003年度より発行が開始され、現在では、個別の起債主体としては第1位の東京都の市場公募債の発行額(7,899億円)を大きく上回る13,240億円の発行規模を有している。市場公募債発行額全体に占める割合も23.8%にのぼっており、この点からは、ドイツのジャンボ債以上に地方債市場で普及した制度となっていると評価することも可能である⁷⁹⁾。

ただし、現行の共同発行市場公募債の制度内容をみると、債務の負担は連帯債務とされており、ある地方自治体が資金調達相当分の元利償還の財源を用意できなかった場合には、他の地方自治体はその分を代わって賄う仕組みとなっている。信用リスクを軽減するために、各地方自治体が個別に債務償還財源として積み立てている減債基金の一部を持ち寄るといった対応を行っているが、これは地方自治体のモラル・ハザードの可能性に対応するものではない。それゆえ、特に信用力が比較的高い地方自治体にとっての共同発行市場公募債のメリットを高めるべく、それに参加することで過大なリスクを抱えこむことがないように、償還財源の負担のあり方について、検討が必要となるかもしれない。場合によっては、すでに住民参加型市場公募債で行われているように、参加する地方自治体を、おおよそ財政状態が近い少数の団体に限ったものを発行

するといった、柔軟な対応を採ることも検討に値しよう。

(3) 地方債ファンド、カバード・ボンドの可能性

今後、わが国の地方債市場のいっそうの拡大が予想される中で、新たな投資家層の獲得は重要な課題となると考えられる。また、銀行や機関投資家など、既存の投資家層に対しても、地方債により投資しやすくするような金融手段が市場で用意されることは有益と考えられる。この点で、地方債ファンドやカバード・ボンドは、わが国の金融機関において新たに組成することを検討する価値があるものといえるのではないだろうか。

地方債ファンドやカバード・ボンドは、複数の地方債をポートフォリオないし償還財源の担保にまとめて組み入れており、投資家が地方債に分散投資することを容易とする金融商品として位置づけられる。さらに、地方債の銘柄選択が運用会社や銀行など専門家によって行われることから、投資家は、彼らが有する情報や知見の恩恵を受けることが可能となる。加えて、地方債ファンドの場合には、少額から投資することができるため、個人投資家などの投資も促されるものと考えられる。

それゆえ、将来的には、地方債ファンドやカバード・ボンドをわが国地方債市場において提供する可能性を模索する動きが、金融機関から出てくることも予想される。

VII. おわりに

以上、本稿では、欧米4ヶ国の地方債制度・市場の比較を通じて、その多様性と共通点、あるいは先進的な取り組みを俯瞰し、わが国の現状の評価を試みてきた。

わが国においては、近年、地方債市場の拡大の流れの中で、起債自主権の拡充を初め、評価されるべき新たな動向もみられつつある。その一方で、①財政規律を強化するための地方債発行の枠組みとリスク管理の体制の確立、②市場の情報インフラの整備、③地方政府の共同資金調達手段の拡充、および地方債ファンドなど新たな金融商品の提供という三つの観点から、欧米諸国の状況と比較した場合、引き続きさらなる取り組みが求められる部分があるといえよう。

こうした欧米4ヶ国からの示唆を基に、地方自治体にとっても、また投資家にとっても、効率的・魅力的な地方債市場の構築に向けた取り組みが進められることを期待したい。

参考文献

- ・井瀉正彦・沼田優子・三宅裕樹 (2007) 「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 —発展の鍵を握る家計と投資信託—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号
- ・沼田優子・三宅裕樹 (2007 (a)) 「米国地方債の起債プロセス —わが国地方債に必要とされるインフラと専門的機能—」同2007年春号
- ・同 (2007 (b)) 「米国地方債ファンド市場の現状 —民間資金をひきつける市場インフラとしての可能性—」同2007年夏号
- ・野村資本市場研究所編著 (2007) 『変革期の地方債市場 —地方債の現状と展望—』金融財政事情研究会
- ・林宏美 (2008) 「フランスの地方自治体ファイナンスの実情 —1980年代以降進展した地方分権改革—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年夏号
- ・三宅裕樹 (2007) 「わが国地方債市場のインフラ整備の現状と展望」同2007年秋号
- ・同 (2008) 「ドイツの地方債市場から得られるわが国への示唆」同2008年夏号
- ・同 (2009 (a)) 「欧米地方債市場から得られるわが国への示唆」同2009年冬号
- ・同 (2009 (b)) 「米国地方債市場の情報インフラ整備に向けた動き —MSRBによる市場情報の一括提供を支える制度改正の実施—」同2009年冬号
- ・三宅裕樹・林宏美 (2008) 「スウェーデン地方債市場から得られるわが国への示唆 —効率的な運営に努めるスウェーデン地方金融公社—」同2008年春号

《注》

- 1) 地方債協会『地方債月報』より算出。なお、銀行等引受債の値には、公的資金引受分や市場公募債には含まれない地方債もわずかながら含まれる。
- 2) 「平成20年度地方債計画」では、「策定方針」の中で、「公的資金の重点化と地方債資金の市場化を引き続き推進しつつ、所要の地方債資金の確保を図る」とされている。また、同計画の「地方債資金の確保」では、「民間等資金については、その円滑な調達を図るため、市場公募団体の拡大や共同発行市場公募地方債及び住民参加型市場公募地方債の発行を引き続き推進すること」とされている。なお、翌年度の「地方債計画」では、「策定方針」からは、地方債資金の市場化に関する文言は消えた。ただし、「地方債資金の確保」における市場公募債の発行の推進に関する文言はそのまま残されている。
- 3) 本稿では、わが国やフランス、スウェーデンといった単一制国家における地方自治体、ドイツやアメリカなど連邦制国家における州・地方政府の総称として「地方政府」という用語を用いることとする。連邦制国家において州政府の下位に位置づけられている政府については、煩雑にならない限り「(狭義) 地方政府」という表現を用いる。
- 4) 本稿は、三宅 (2009 (a)) と野村資本市場研究所 (2007) を基本としながら、金融危機の深刻化など、直近の地方債市場をめぐる一連の動向などを踏まえ、大幅に内容を拡充させたものである。
- 5) 円換算は、同時点での為替レートに基づいて行っている。以下、同様。
- 6) 例えば、2005年度における州・地方政府の歳入の大きさは、対GDP比で、米国23.7%に対して、カナダは25.7%となっている。各国資料より算出。
- 7) カナダの州政府の財政収支は、対GDP比で3%前後の赤字が3年度続くなど、1990年代前半に大幅に悪化した。Statistics Canada, *Public Sector Statistics* などより算出。
- 8) Department for Communities and Local Government, *Local Government Financial Statistics England*, No.18, 2008参照。
- 9) 米国地方債市場の保有者構造について詳しくは、井瀉・沼田・三宅 (2007) 参照。
- 10) 米国証券業協会 (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 資料。2009年1月末時点。

- 11) フランスの地方債市場について詳しくは、林 (2008) 参照。
- 12) フランスの地方債市場の投資家層については、取得可能な直近の情報が1996年末 (コミューン) ないし2000年末 (デパルトマン・レジオン) のものとなっており、それ以降の情報は公表されていない。本稿では、その時点での保有比率を、2006年末時点のコミューン・デパルトマン・レジオンそれぞれの地方債発行残高で加重平均して、各投資家層の現在の保有比率を推計している。
- 13) デクシア・グループについて詳しくは、林宏美「自治体向けファイナンス業務をグローバルに展開するデクシア」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年春号参照。なお、2007年後半以降の世界的な金融市場の混乱の影響を受けて、2008年9・10月に、ベルギー・フランス・ルクセンブルク政府は、デクシアに対して公的資金の注入などの救済策を講じる決定をした。さらに、同年11月には、傘下の金融保証保険会社 FSA をアシュアード・ギャランティー (Assured Guaranty) に売却する方針を表明するなど、デクシアは現在、経営体制の大幅な見直しを迫られている。
- 14) Île de France, 2006 *Financial report* 参照。
- 15) Statistisches Bundesamt Deutschland, *Statistical Yearbook 2007*より算出。なお、ドイツ地方債市場については、三宅 (2008) 参照。
- 16) ドイツの州立銀行について詳しくは、齋田温子「ドイツの州立銀行再編の動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。
- 17) スウェーデン地方債市場、および後述するコミューンインベストについて詳しくは、三宅・林 (2008) 参照。
- 18) 本項・次項の地方財政規律のあり方、地方債の資金調達目的に関する財政学界での議論については、Sergio Rossi and Bernard Dafflon, “The theory of subnational balanced budget and debt control,” in Bernard Dafflon (ed.), *Local Public Finance in Europe*, Edward Elgar, 2002年, Lili Liu and Michael Waibel, “Subnational Borrowing, Insolvency, and Regulation,” in Anwar Shah (ed.), *Macro Federalism and Local Finance*, The World Bank, 2008年, 神野直彦『財政学』有斐閣, 2002年, 持田信樹『地方分権の財政学 原点からの再構築』東京大学出版会, 2004年など参照。
- 19) 報告書では、年度内における税収が入ってくる時期と経費が発生する時期とのズレを調整する場合にも、経常会計での起債を認められるべきとされている。わが国では、こうした目的で発生する、償還年限が一会計年度を越えない債務は「一時借入金」と呼ばれ、「地方債」と区別されている。
- 20) Advisory Commission on Intergovernmental Relations, “Fiscal Discipline In The Federal System: National Reform And The Experience Of The States,” 1987年, 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』東洋経済新報社, 1999年参照。
- 21) National Association of State Budget Officers, “Budget Process in the States,” 2002年参照。
- 22) ARS について詳しくは、三宅裕樹「オークション・レート証券市場をめぐる混乱と金融機関による買戻しの動きについて」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。
- 23) *The Bond Buyer/Thomson Financial 2007 Yearbook* より算出。
- 24) SIFMA 資料, およびブルームバーグより算出。
- 25) 同上。
- 26) 金融保証保険について詳しくは、三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。
- 27) AFGI (Association of Financial Guaranty Insurers) 資料参照。
- 28) Alexander Schulz and Guntram B. Wolff, “The German sub-national government bond market: evolution, yields and liquidity,” *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 2008年参照。
- 29) GFOA, “Use of Debt-Related Derivatives Products and the Development of a Derivatives Policy,” 2005年。なお、GFOA は、米国やカナダの州・地方政府の財務担当者などが専門性を高められるよう支援することを目的として、1906年に創設された団体である。
- 30) 米国地方債の起債プロセスについて詳しくは、沼田・三宅 (2007 (a)) 参照。
- 31) 注23資料より算出。
- 32) 同上。

- 33) The Ministry of Finance, Kommuninvest, Swedish Association of Local Authorities and Regions, “The Creditworthiness of Swedish local governments” 参照。
- 34) コミュニインベスト提供資料参照。
- 35) Kirsten H. Heppke-Falk and Guntram B. Wolff, “Moral hazard and bail-out in fiscal federations; evidence for the German Länder,” 2007年。そこでは、ドイツ州政府が発行する債券形式の地方債のリスク・プレミアムと、当該州政府の一人当たりの債務残高の間には正の相関関係が存在する一方で、ベルリン州に対する財政支援の是非を検討する際に使われた財政指標の一つである、一般財源に対する利払いの大きさとリスク・プレミアムとの間には逆に負の相関関係が存在することを、実証研究に基づいて示している。
- 36) Alain SCHEBATH 「フランスの地方債 一地方債の自由化後に何が起こったか」日本地方財政学会編『財政危機と地方債制度』勁草書房、2002年参照。
- 37) 2007年9月のヒアリング調査などによる。
- 38) SIFMA, *Research Report*, 04/16/2008参照。
- 39) Moody’s Investors Service, “The U.S. Municipal Bond Rating Scale,” March 2007参照。ただし、格付けを取得している地方債の信用リスクは、地方債一般よりも低い、言い換えれば、信用リスクの高い地方債は、格付けの取得を避ける傾向があるという点には留意する必要がある。
- 40) 注39のムーディーズのレポート参照。なお、41件のデフォルト事例のうち、病院・ヘルスケア事業での資金調達を目的として発行されるレベニュー債のデフォルトが17件を、また、持ち家政策の一環として、低利の住宅ローンを提供することなどを目的として創設された住宅供給公社ないし住宅ローン提供公社が発行するレベニュー債が16件を、それぞれ占める。
- 41) Moody’s, Investors Service, “Moody’s US Municipal Bond Rating Scale,” November 2002参照。
- 42) 同上。
- 43) 自治体国際化協会「米国における地方公共団体の財政再建制度 ～財政規律維持に関する制度と運用～」CLAIR REPORT 321, 2008年参照。
- 44) U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*.
- 45) 『カリフォルニア州地方債読本』の一部、および同書の簡易要約版である『カリフォルニア州地方債読本ハンドブック (California Debt Issuance Primer Handbook)』の全ては、野村資本市場研究所編訳『資本市場研究所選書 No.05 カリフォルニア州地方債読本』(仮題)として近く訳出・発行予定である。
- 46) これについて詳しくは、三宅(2009 (b))参照。
- 47) S&P・ムーディーズ資料、およびブルームバーグ参照。
- 48) ただし、2008年より欧州でも深刻化した金融危機により、スウェーデン国内の地方自治体の資金調達が困難となりつつあるとの認識から、コミュニティインベストは、同国の大手銀行であるスウェドバンクと協力し、たとえ組合員でない地方自治体であっても、スウェドバンクに口座をもっていれば、組合員等と同様に融資を行うとの方針を同年11月に表明した。コミュニティインベストのプレスリリース参照。
- 49) 2007年9月のヒアリング調査による。
- 50) コミュニインベスト年次報告書参照。
- 51) 同上。
- 52) 同上。
- 53) MBBA ウェブサイト、および同社年次報告書参照。
- 54) メイン州地方債銀行年次報告書など参照。
- 55) 注28資料より算出。
- 56) 同上。
- 57) “Bundeslander planen neue Milliardenanleihe,” *Handelsblatt.com*, 09/21/2006, Fitch Ratings, “German Laender,” 06/12/2008より算出。
- 58) 注28資料参照。
- 59) European Primary Dealers Association, “A Common European Government Bond,” 2008年参照。
- 60) 地方債ファンドについて詳しくは、沼田・三宅(2007 (b))参照。
- 61) 米国投信会社協会 (Investor Company Institute) 資料より算出。
- 62) The Bond Market Association, *The Fundamental of Municipal Bonds*, John Wiley & Sons, 2001年参照。
- 63) カバード・ボンドについて詳しくは、林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボン

- ド市場」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。
- 64) Deutsche Bundesbank, Monthly Report より算出。
- 65) デクシア IR 資料参照。
- 66) 林宏美「新たな資金調達方法として米国で注目されるカバード・ボンド —米国財務省が公表したベスト・プラクティス—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。
- 67) 同条では、その他に、公営企業の運営に要する資金や、出資金・貸付金の財源を調達するための起債や、借換債の発行を認めている。
- 68) 地方財務協会『地方財政統計年報』より算出。
- 69) ただし、毎年度の元利償還費用の、地方財政規模に対する比率である実質公債費比率が18%以上の地方自治体や、実質赤字比率が2.5~10%以上の地方自治体などの場合は、地方債の発行に際して、総務省（市町村の場合は都道府県）から事前に許可を得ることが求められる。
- 70) 注23参照資料より算出。
- 71) 地方債協会「地方公共団体における仕組債等の資金調達の多様化」2008年参照。
- 72) 同上。
- 73) 「デリバティブ活用の地方債 自治体の金利負担増」『日本経済新聞』2008年12月15日付夕刊記事など参照。
- 74) 公会計の情報の正確性を担保する上では、監査制度の拡充も重要である。地方自治体における監査制度としては、従来より監査委員制度がある。ただし、同制度については、①地方議会による同意に基づいて首長により任命される監査委員の地位の独立性や、②監査委員の専門性などの点で課題があるとの指摘がある。これに対応するべく、1998年より外部監査制度が導入されているが、監査対象が狭く絞られている点や、監査対象からは決算審査もはずされている点など、引き続き対応すべき点があると考えられる。
- 75) 再生段階にある地方自治体は、財政再生計画に対して総務大臣からの同意を得た場合に限り、収支の不足に充てるための資金を調達することを目的とした地方債を発行することが認められる（再生振替特例債）。
- 76) 2006年に設置された「新しい地方財政再生制度研究会」では、債務調整制度をわが国で導入する際の課題などについて議論が行われた。これについては、その後2007年、2008年にそれぞれ設置された「債務調整等に関する調査研究会」で引き続き検討が行われた。
- 77) 2009年に入って、わが国の格付機関である格付投資情報センター（R&I）と日本格付研究会（JCR）は、これまで付与・公表してきた、地方自治体からの依頼に基づかず、公表情報などをもとにした評価である勝手格付け（非依頼格付け）を取り下げた。こうした状況の変化も、格付け取得の動きを後押しするものと思われる。
- 78) 2008年度の地方債計画における地方公営企業等金融機構と旧公営企業金融公庫（借換債の引き受け）の引受額の合計は1.3兆円と、全体の10.6%を占める。
- 79) 地方債協会『地方債統計年報』より算出。

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて: アナリストによるトレード推奨については、以下の 2 通りに分類されます; 戦術的 (tactical) トレード推奨は、向こう 3 ヶ月程度の見通しに基づいています; 戦略的 (strategic) トレード推奨は、向こう 6 ヶ月から 12 ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、

経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の 1933 年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933 年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipic により英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipic は、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipic はロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にある NIHK によって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアで ASIC の監督下にある NAL によってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料は NSM によってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は NSL により配布されました。NSL は、証券先物法(第 289 条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましては NSL にお問い合わせください。本資料は米国においては 1933 年証券法のレギュレーション S の条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーである NSI により配布されます。NSI は 1934 年証券取引所法規則 15a-6 に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAE の「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAE においては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会の NI 31-103 のセクション 8.25 に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所屬アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウイルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には、2,808 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買入の場合には加え、売入の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合には最大 7,668 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%（税込）（4,320円に満たない場合は4,320円（税込））の売買手数料をいただきます。CBを相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。（変動10年：直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685、固定5年、固定3年：2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの（第17回償以降）については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み（一部の投資信託はご換金）にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%（税込）の購入時手数料（換金時手数料）をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（最大5.4%（税込）・年率）のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引（以下、金利スワップ取引等）にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」（又は「受取金利」）以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」（又は「受取金利」）と、当該反対取引の「受取金利」（又は「支払金利」）とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円（税込）を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.