

## 1. はじめに

地方債制度は平成18年度より許可制から協議制に移行し、地方公共団体は原則的に自由に地方債が発行できるようになった。また、近年では退職手当債の拡充、病院特例債、資本費平準化債及び第三セクター等改革推進債などの特別な地方債が創設されたように、地方公共団体にとって、地方債の発行に際してその種類、対象事業の範囲や充当率などの制度が充実し、財政運営上その選択の幅が広がってきている。一方で、財政投融资改革以降、郵政民営化の影響等により、民間等資金による発行残高は増加を続けてきた。平成21年度は大幅な収支減による臨時財政対策債の大幅な増加に対応するため、公的資金の引受けが増加されたが、今後も民間等資金へのシフトが続くなか、金融機関においても、アウトライヤー基準の導入やALM（AssetLiabilityManagement；資産と負債の総合的な管理）の徹底といったリスク管理の強化が求められている。このように、地方債を取り巻く環境、とりわけ民間等資金での資金調達に係る環境が変化するなか、一般市町村の民間等資金調達は依然として、銀行等からの証書借入に大きく依存している状況である。地方分権改革が進むことを踏まえ、金融情勢の変化にも柔軟に対応できるよう、資金調達手段の多様化を図る必要がある。

本稿では、一般市町村で既に実施されている資金調達方法のほか、全国型市場公募債や都道府県と市町村との共同発行について、それぞれのメリットや課題等を整理しながら考察する。なお、分析内容及び意見に係る部分は、あくまで筆者個人の私見であり、筆者の所属する組織の見解を表明するものではないことをお断りしておく。

## 2. 近年の状況

地方債の資金については、地方分権の推進、財政投融资改革等を踏まえ、段階的に公的資金の縮減・重点化が図られてきた。地方債計画（当初）の資金区分は、平成21年度及び平成22年度においては臨時財政対策債の急増に対応するため、財政融資資金及び機構資金が増額、確保されたものの、平成13年度の財政投融资改革以降、公的資金の割合が減少する一方、民間等資金の割合が増加している（図1）。今後もこの傾向が続くことが見込まれ、民間資金を中心とした調達への転換、さらには、市場公募化の一層の推進、証券発行方式の活用、満期一括償還化、発行単位の大規模化、発行時期の平準化、償還期間の多様化を図ること等により流通性の一層の向上や調達手段の多様化が求められている。

府内市町村（政令指定都市を除く。以降同様とする。）の民間等資金における借入状況は、過去に住民参加型市場公募債を発行した団体も見受けられたが、普通会計、企業会計ともに平成19年度以降は全て金融機関等からの証書借入で、そのほとんどが元金均等償還方式による借入となっている。

平成17年度以降に府内で発行された10年債で、市町村（普通会計）が銀行から調達した借入金利と、大阪府債（各年度3月に発行されたもの）の発行者利回りは図2のとおり推移しており、市町村間でもかなりの金利差が生じている。これは、健全化判断比率や経常収支比率などの財政指標によって金利差を設けている金融機関があることも一因となっている。したがって、これらの指標が悪い団体は公債費負担が増高し、財政の硬直化が進むだけでなく、これらの財政指標がさらに悪化するという悪循環に陥る危

図1

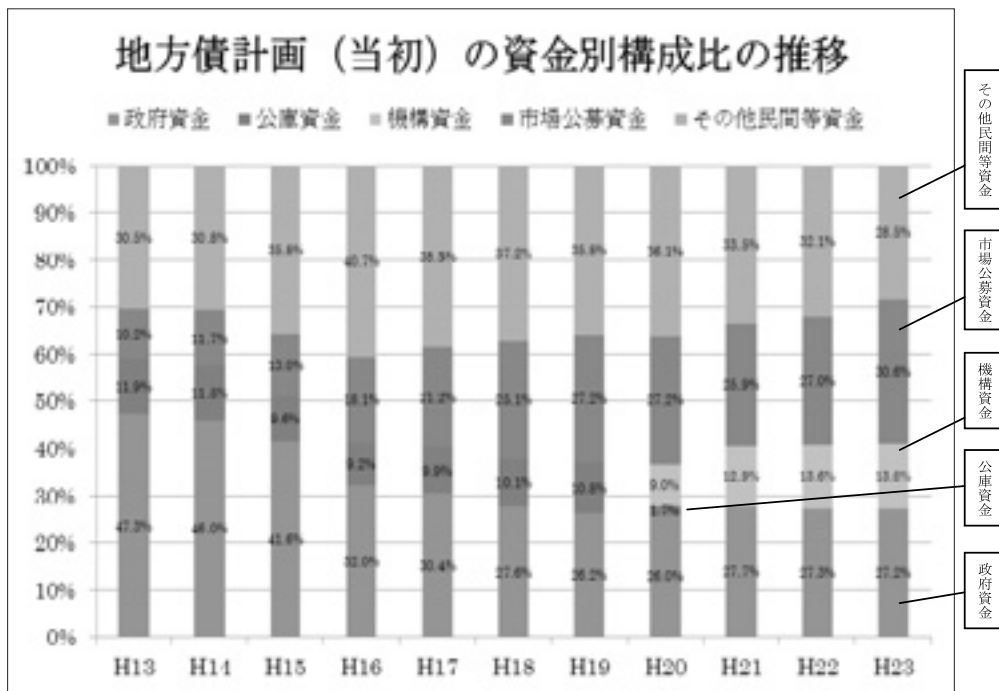
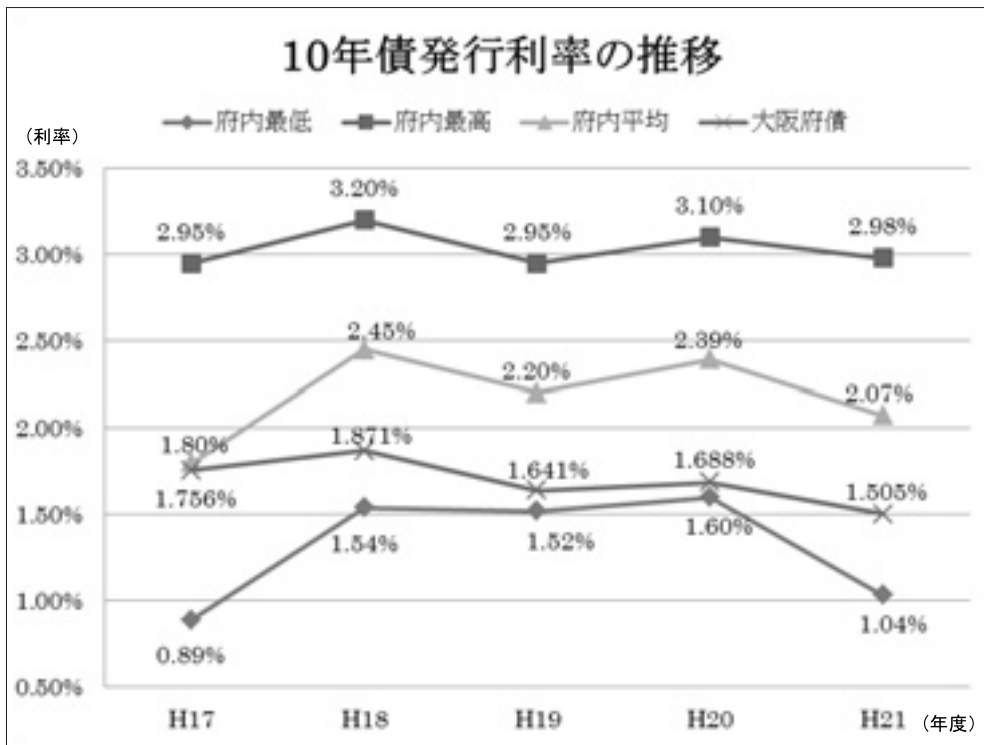


図2



※大阪府債は満期一括償還方式、府内市町村は定時償還方式による利率。

※発行者利回りとは、表面利率のほか、発行差金や後述する各種手数料を勘案した利率である。

険性がある。

このように実際に資金調達に苦慮している団体があるなかであって、府内市町村では資金調達を銀行

からの証書借入のみで賄われている。長期に継続して資金を調達しなければならない地方公共団体にとっては、その調達方法をより多く確保し、状況に応

じて柔軟に対応することが望まれる。次章では、一般的な資金調達的手法として挙げられる、銀行等引受債、市場公募債、住民参加型市場公募債のそれぞれについて整理する。

### 3-1. 銀行等引受債（証書借入）について

一般市町村では最も採用されている方法である。銀行等引受債における主な発行条件決定方法として、以下の方式が挙げられる。

#### (1) 相対交渉方式

金融機関等と相対で協議して発行条件を決定する方式。

#### (2) 入札・引合方式

複数の入札（見積）希望金融機関から希望する引受条件を提示させ、その結果に基づいて発行条件を決定する方式。

#### (3) プロポーザル方式

一定の発行条件を金融機関に提示し、金融機関は個別に発行条件を提案する。これを受けた発行団体が総合的に検討し、引受先あるいは発行条件を決定する方式。

#### (4) シンジケート・ローン方式

発行団体から指名を受けたアレンジャー（幹事金融機関）が、複数の金融機関等から構成されるシンジケート団及び発行団体と協議し、発行条件等を決定する方式。

証書借入では、元金均等償還方式による借入れが多い。このような定時償還方式では借入期間をとおして元本を返済するため、満期一括償還方式と同じ借入期間でも平均償還年限が短くなることから、一般的に銀行のALM上好ましいとされ、安定した市場環境下では低利での調達が可能である。しかし、証書借入では債権譲渡に一定の手続きが必要となり、証券発行と比べて流動性（市場での売却のしやすさをいう。）で劣る。また、市場の環境変化等によって、金融機関の財務状況に影響が出るような場合に、借入が困難となるケースがあることなどに懸念が残る。

府内市町村では上記のうち、相対交渉方式または入札・引合方式によって発行条件の決定が行われていることが多い。相対交渉方式については、主に指定金融機関と1対1の交渉によって条件決定がされるため、機動的かつ柔軟な発行が可能となるが、利率の決定方法に不明確な点もあり、透明性が低くなる恐れがある。入札・引合方式については、公正な競争によって、条件決定過程の透明性が確保され、安定した市場環境ではさらに有利な条件での調達が可能であるが、市場環境等の悪化や、借入団体の信用力に影響を与えるような事態が生じた場合は、入札不調に終わる可能性がある。

### 3-2. 市場公募債について

市場公募債とは、広く一般の投資家を対象に証券発行によって資金調達を行う方法であり、市場に流通することが前提となっている。証券発行においては、平成18年1月10日より債券の権利移転を口座振替によって管理し、完全ペーパーレス化した一般債振替制度が開始されている。また、償還方法は満期一括償還方式とするのが基本であり、利子の他に各種手数料の負担が生じるのが特徴である。必要となる手数料は次のとおりである。

#### ①新規記録手数料

証券発行を行うには、一般債振替制度に参加する必要がある。同制度の下で発行者は、発行から償還までの間の銘柄情報管理及び残高管理、元利払いにおける支払代理者への元利払い情報の通知等を行う証券保管振替機構に対して新規記録手数料を支払うこととなっており、手数料体系は表1のとおりである。例えば、発行総額が30億円の場

表 1

①	発行総額が1億円以下の部分	発行総額×0.95bp
②	1億円超5億円以下の部分	①の料率の80%
③	5億円超10億円以下の部分	60%
④	10億円超50億円以下の部分	40%
⑤	50億円超100億円以下の部分	20%
⑥	100億円超500億円以下の部分	10%
⑦	500億円超1,000億円以下の部分	5%
⑧	1,000億円超の部分	2.5%

※1bp=0.01%

合の手数料は、①1億円×0.0095%＝9,500円、②4億円×0.0095%×80%＝30,400円、③5億円×0.0095%×60%＝28,500円、④20億円×0.0095%×40%＝76,000円の合計で144,400円となる。

#### ②募集受託手数料

募集の受託会社に対して支払う手数料である。募集の受託会社は地方債証券申込書等の作成、券面の調整、払込金の授受、債券原簿の作成などの発行事務を行う。

#### ③引受並びに募集取扱い手数料

引受並びに募集取扱い会社が、発行団体に代わって勧誘及び販売行為を行うこと、応募が発行総額に満たなかった場合に残額を引受けることに対する手数料である。

#### ④元利金支払手数料

債権者への元利金の支払いに対する事務処理費用としての手数料である。

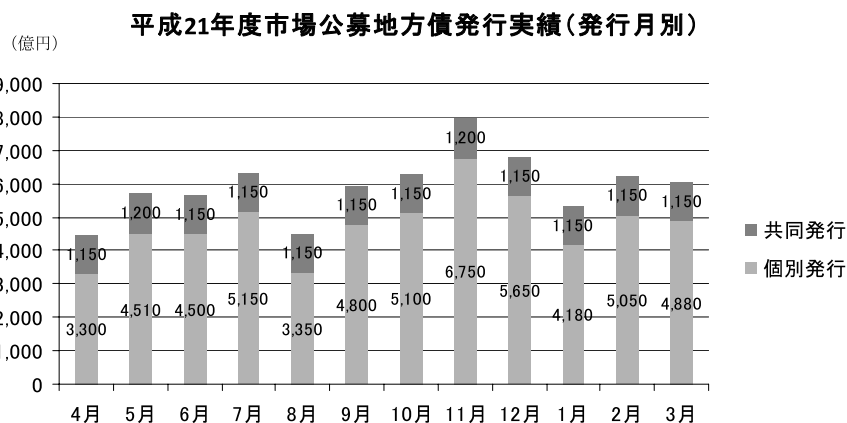
現在、市場公募債は一部の都道府県と政令指定都市によって発行されており、複数の団体が共同して発行する共同発行市場公募地方債（以後、「全国型共同発行債」という。）も含まれている。平成21年度の発行実績は、全国型共同発行債を含めると7兆1,120億円と発行額が非常に大きく、1年を通して発行されていることが特徴である（図3）。債券市場では、発行ロットを大型化することによって流動性が確保されるため、発行額が少額である一般市区町村による発行実績が無いのが現状である。

### 3-3. 住民参加型市場公募債について

都道府県、政令指定都市だけでなく、一般市区町村においても導入されている資金調達手段として、住民参加型市場公募債が挙げられる。住民参加型市場公募債は証券発行によって資金を調達する市場公募債の一種であり、全国型の市場公募債とは異なり、地域住民を対象に販売している債券である。発行によって得た資金の充当事業を明確にしていることが多く、施策のPRを図ったり、購入者に対して事業に関連した特典を付すなど、債券によってその特徴は様々である。販売方法は、取扱金融機関の窓口で直接購入者に対して販売する「窓口販売方式」と、購入希望者に予め応募してもらい、応募者の中から抽選によって当選した者に販売する「抽選販売方式」とがある。窓口販売方式は、発行団体にとって事務負担が少ないメリットがある一方、先着順に販売することがほとんどであるため、購入機会の公平性確保が難しいというデメリットがある。抽選販売方式は購入者にとって購入機会の公平性が確保されるメリットがある一方、抽選事務については発行団体が行うことが多く、事務負担が大きくなるというデメリットがある。なお、住民参加型市場公募債は一般的に以下のような特徴がある。

- ①購入対象者を当該団体に居住・勤務している個人、または当該団体に営業拠点がある法人などと限定している。
- ②より多くの住民に購入してもらうこと、公平性の確保を目的として購入限度額を設定している。

図3



③購入者に高齢者が多く、長期保有が好まれないという理由から、償還期限5年のものがほとんどである。

④調達した資金は一般公共事業、教育関連事業、環境関連事業、福祉関連事業、防災事業など、住民の理解を得やすい事業に充当されている。

資金調達手段の一つとしてだけでなく、地域住民の行政参加意識の高揚を図るものとして、住民参加型市場公募債は有効な手段である。しかし、安定かつ有利な資金調達手段の確保という観点からは課題が残る。例えば、上記①②については、募集残(売れ残り)のリスクが増し、引受機関に引き受けてもらう可能性が高くなる。③は商品性の多様化(償

還期限の設定)が望めない。④は安定した発行ロットの確保が困難。といった点である。

近年は、市場金利の低下による絶対金利重視の個人投資家の購買意欲の低下、商品としての目新しさがなくなり、住民にとっての魅力が薄れていることなどが指摘されており、販売状況は芳しくない。このようなことを背景に発行団体数、発行額ともに平成18年度をピークに減少傾向にある(図4、5)。また、窓口販売方式、抽選販売方式のいずれを採用したとしても、主に地域の個人投資家向けに販売している商品であるため、きめ細かな説明、売れ残りを回避するための徹底したPRが必要であることなど、発行団体または取扱金融機関の事務負担が大きいことも発行が減少している要因の一つと考えられる。

図4

発行額の推移

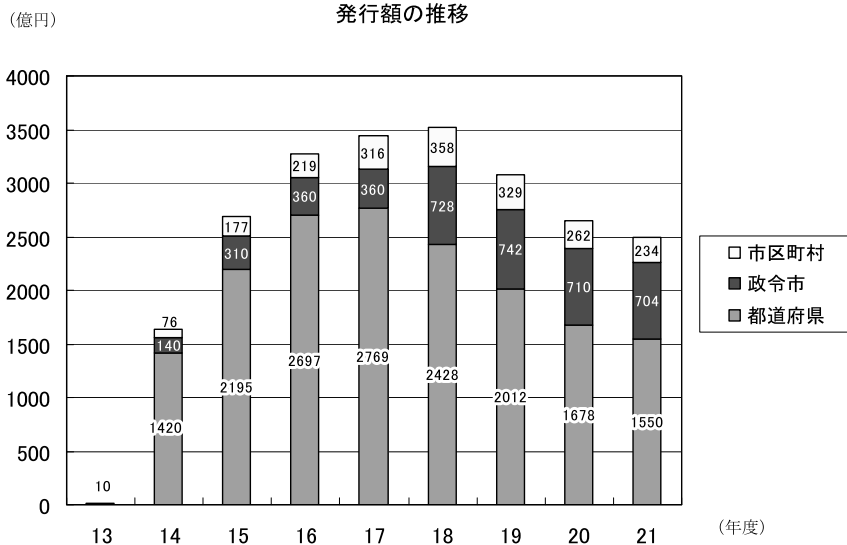
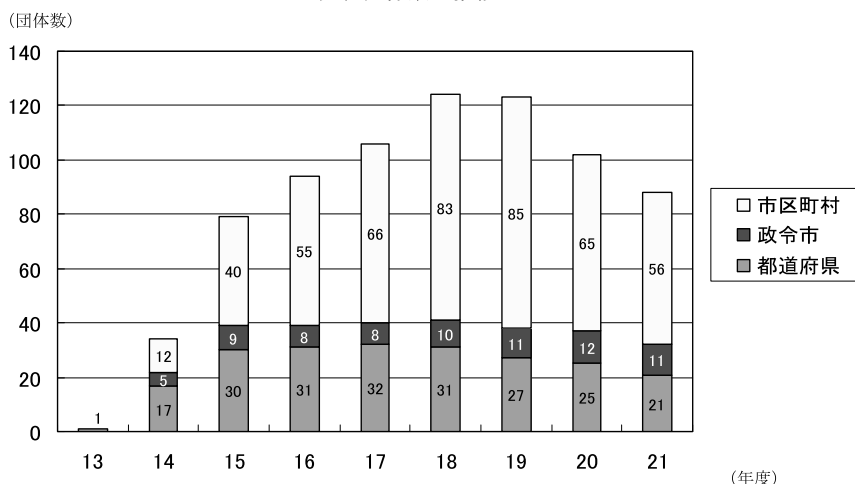


図5

発行団体数の推移



## 4. 都道府県と市町村による共同調達について

先述のとおり、市場公募債（住民参加型市場公募債は除く。）等の証券発行による方法は、発行ロット等の問題があり市町村単独による発行が困難であるが、「兵庫のじぎく債」のように、都道府県と共同することで、一定の規模での発行が可能となる。本章では、市町村にとって新たな調達手段となり得る、都道府県との共同による証券発行の特徴や課題、健全化判断比率への影響を考察する。

### （1）共同発行の特徴

#### ①発行ロットの拡大

財政規模の小さい市町村においても、他団体と共同することによって、発行ロットを拡大することができる。特に、財政規模が大きい都道府県の参加によって、発行ロットの大型化が可能になり、流動性が向上する。

#### ②連帯債務による信用補完

地方財政法第5条の7において、複数の地方公共団体が共同して地方債を発行できているが、この場合、これらの地方公共団体は連帯して債務を負うことが規定されている。このように、各参加団体が連帯債務を負う形で発行されることによって、個々の団体の信用力に対する信用補完がなされる。なお、連帯債務を負うことによって、共同発行総額（自団体が発行した額を除く。）の元金償還額及びこれに対する利息に相当する額について、債務負担行為を設定しなければならないため、議会等への説明を十分に果たしておくことが重要である。

このように、共同発行によって流動性と信用力が向上し、発行コストの低減が期待される。したがって、不利な条件での借入れを強いられている市町村にとっては、より有利な条件での借入れが可能となるため、各参加団体間の格差是正に繋がる利点がある。実際に、全国型共同発行債ではこれらの特徴を活かして、参加団体が個別に発行している市場公募

債よりも有利な条件で発行されている場合が多い。ただし、有利な条件で借入れが可能となり金利負担が減少したとしても、本来の資金調達力を念頭に健全な財政運営を続けることが重要である。

### （2）共同発行の課題

#### ①満期一括償還方式による問題点について

共同発行に限らず証券発行では通常、満期一括償還方式が採用されている。この方法は、元金償還額が借入期間を通して平準化されないため、財政収支を不安定にさせる恐れがあるほか、借入残高が満期日まで逡減しないために、元金均等償還、元利均等償還等の定時償還に比べ、利子の総支払額が過大となる。

例えば、1億円を金利2.0%で10年間借入れた場合、①満期一括償還方式、②元金均等償還方式（10年後の借換えを前提とする場合（半年賦、据置2年、每期3%償還）、③元金均等償還方式（10年後の借換えを前提としない場合（半年賦、据置なし、每期5%償還）の総利払い額はそれぞれ、①20,000千円、②16,400千円、③10,500千円程度となり、③の場合と比較すると2倍近い金利負担が生じることになる。

これらの問題点の対処として、償還財源を計画的に確保するとともに、償還確実性に対する市場の信任の向上等を図る観点からも減債基金への計画的な積立てが必要である。そして、積立てた減債基金を預金運用や繰替運用等よりも、より有利と考えられる地方債証券で運用することにより、利払い費の軽減を図るだけでなく、市場公募債等の流通市場の育成や安定に寄与することができる。

#### ②オペレーション・リスクについて

複数の地方公共団体による共同発行は、連帯債務による信用補完を行い、デフォルト（債務不履行）の危険性を低下させる効果がある一方、期日どおりに支払いを行うには、発行団体全ての元利金の支払いが遅滞なく履行される必要がある点で、単独での発行と比較して事務手続上のリスクが高くなる。このようなリスクについては、次のような対策が考えられる。

・流動性補完措置

同じリスクを持つ全国型共同発行債では、連帯債務とは別に各団体の減債基金の一部を受託銀行に預け入れる形で流動性補完を目的とするファンドを設置している。その積立額は、その年度において最も元利金支払の額が多い月の元利金支払額の1/10程度の額を維持している。これにより、発行団体に災害等の不測の事態が生じ、支払手続きが滞った場合でも、債権者に対して期日どおりの元利金支払いを可能とし、市場の信任を得ている。しかし、同ファンドの積立では利子が付かない普通預金、または定期預金が対象となっているため、減債基金の運用益が減少するうえに、資金の流動性という観点から課題が残る。

・都道府県等による取りまとめ

都道府県・政令指定都市が単独で発行している市場公募債には流動性補完ファンドは設置されていないことから、都道府県が市場公募団体であれば、市町村の元利支払を取りまとめることで、償還確実性について信任を得られる可能性が高い。減債基金を全て運用できることから、この手法をとることが望ましい。

(3) その他の検討課題について

①発行の時期

市場公募債は、図3のとおり一年を通して毎月発行されている。しかし、市町村の財政規模では発行ロットの確保が難しく、一年を通した発行は

困難である。事業繰越の有無や発行額を確実に見込むことができ、銀行等引受債と比べて発行までに一定の期間を要することも考慮して、3月から5月にかけての発行が現実的である。

②償還期限について

平成21年度の市場公募債の償還期限別発行額は、図6のとおり10年債が最も多く、次いで5年債が多く発行されている。大阪府内の5年債の発行状況を例にとると、市町村が銀行から調達した借入利率と大阪府債の発行者利回りは図7のとおり推移しており、10年債に比べて、市町村よりも大阪府債の方がより有利な金利で調達している傾向にある。また、初めて市場公募債を発行する市町村にとっては、満期一括償還及び借換債発行などのノウハウをより早く得ることが出来るだけでなく、5年債での一定のシェアが見込めることから、まずは5年債を基本として市場で定着させることがより効果的と考える。

(4) 健全化判断比率への影響について

証書発行の経験しかない市町村にとっては、満期一括償還である証券発行によって健全化判断比率等の財政指標へ影響がないかを懸念されるだろう。そこで、定時償還方式による銀行等引受債から、満期一括償還である市場公募債等の証券発行に移行することによって生じる、将来負担比率及び実質公債費比率への影響を整理する。

①将来負担比率への影響について

満期一括償還方式では定時償還方式と異なり、

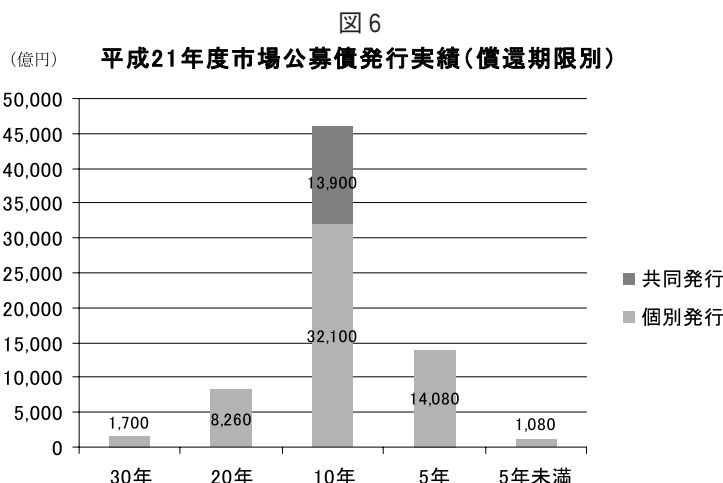
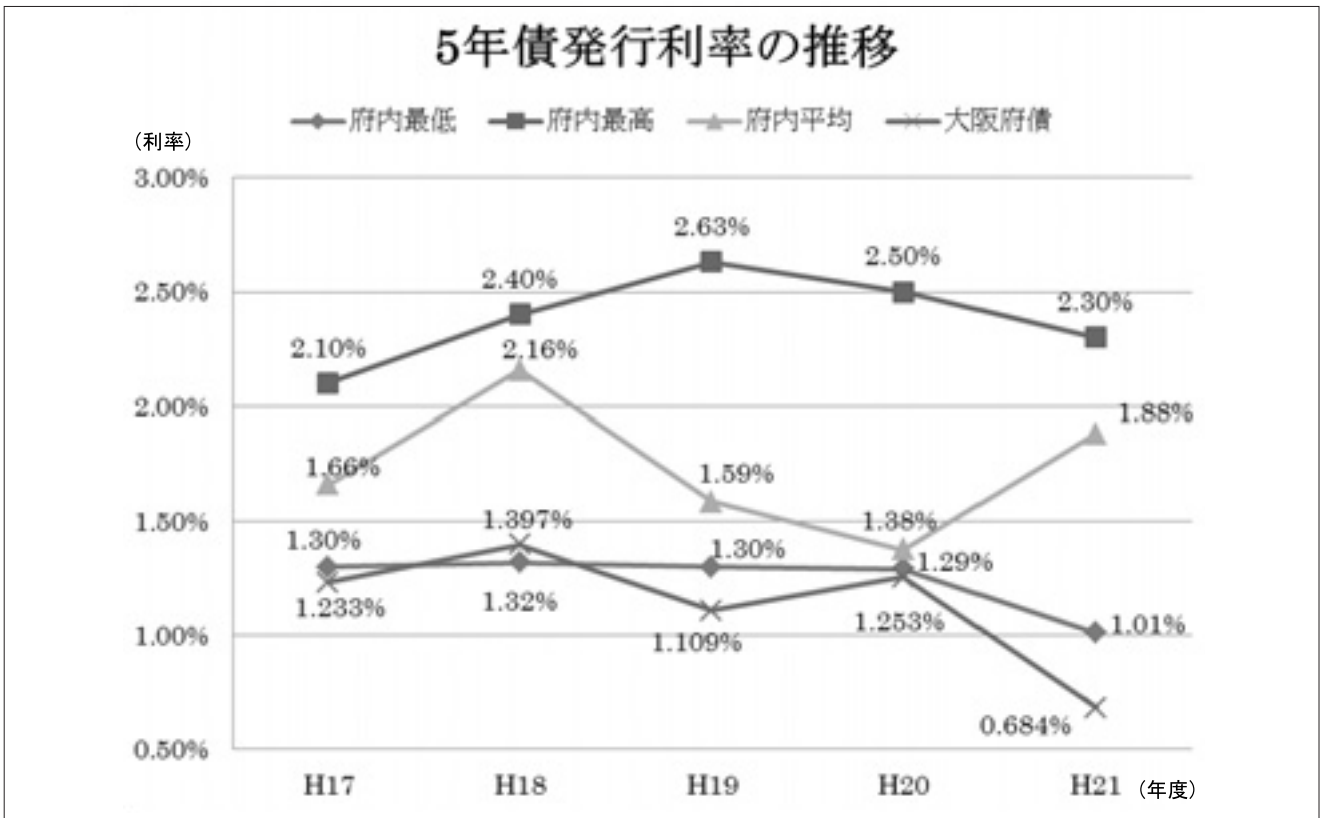


図7



※大阪府債は満期一括償還方式、府内市町村は定時償還方式による利率。

満期日までに元金を償還しないため、地方債残高、即ち将来負担額が逓減しない。そのため、理論上の元金償還相当額（借換えを含めた償還期限と据置期間を考慮した、元金均等償還の場合の所要額）を減債基金に積立てていけば、充当可能基金として差引かれるため元金均等償還と同じ効果となり将来負担額に影響しない。しかし、減債基金に積立てを行わない場合、または積立額が不足している場合は、充当可能基金としての控除額が減少するため、償還日が到来するまでの年度は定時償還方式と比べて比率は悪化する。ただし、これは連結実質赤字が発生していない場合に限ったことである。連結実質赤字が発生している場合、減債基金に積立てを行わない分、連結赤字額が減少することで、将来負担額が変わらないため、比率に影響しないことになる。

なお、連帯債務を負うことにより設定する債務負担行為については、「債務負担行為に基づく支出予定額」には計上されないため、比率に影響はな

い。

#### ②実質公債費比率への影響について

元金償還、利子支払金のそれぞれについて影響を整理する。

##### ・元金償還

満期一括償還方式では、償還日までは元金償還は発生しないが、将来の元金償還に充てるために減債基金に積立てる額を発行額の1/30と設定されており、当該額を「満期一括償還地方債の1年当たりの元金償還金に相当するもの（年度割相当額）」として毎年度計上することになる。また、一括償還を行う償還終了年度においては「満期一括償還地方債の元金に係る分」として元利償還金から控除されるため、同様に発行額の1/30のみの計上となる。ただし、償還終了年度において、減債基金の積立額が理論上の積立額（発行額の1/30×経過年数）に満たない場合は、当該金額を「積立不足額を考慮して算定した額」として計上しなければならない



い。

したがって、借換えも含めた償還期限が30年に満たない場合は、償還終了までに実際に必要となる元金償還の総額（＝借入額）よりも少ない金額を計上するため、実質公債費比率の算定上、比率は過小評価されることになる。

#### ・利子支払金

満期一括償還方式では、満期日まで借入総額を保有するため、利子の支払額が逓減しない。そのため、同じ借入期間であっても、定時償還方式よりも総利子支払額は多くなる。しかし、実質公債費比率の算定上は、将来の元金償還に充てるために積立てた減債基金の運用益を、利子支払金に充てるのが可能である。即ち、当該運用益分が「地方債の利子の支払金のうち、減債基金の運用によって生じた利子その他の収入金を財源として支払いを行ったもの」として元利償還金から控除されるのである。そのため、計画的に減債基金に積立てを行い、自身で発行した地方債の金利と同等の運用益を得る事が出来れば、元金均等償還方式等と同程度の負担に抑制することが可能である。

## 5. 終わりに

平成22年10月、大阪府は「大阪府財政構造改革プラン（案）」を発表した。当該プランにおいて、金融環境の著しい悪化など、資金の独自調達に困難な場合においても、共同調達の仕組みを構築するなどにより、低利で安定的に資金調達ができる仕組みの構築に向けた検討を進めることとされているが、現時点ではその制度が実現するかも含め、どのような手法によって行われるかは検討中である。今後も引き続き、関係部署において検討が進められていくが、制度設計の過程では市町村の要望も踏まえ、市町村にとって参加しやすい制度になり、新たな資金調達手段として確立されることを期待したい。また、市町村においても、指定金融機関等と積極的に情報交換を行い、発行時期の平準化、中短期債の組み合わせによる調達年限の多様化や、譲渡制限の撤廃によ

って流動性の向上を図るなど、同じ銀行等引受債という枠組みの中でも、選択肢を増やすことによってリスクの分散化を図るとともに、より有利な条件での借入れ可能となるよう検討を進められたい。

地方債の市場公募化については、都道府県・政令指定都市において進展しており、一般市町村については、その資金調達力に配慮して、一定の公的資金が確保されているのが現状である。しかし、地方分権改革推進委員会による勧告で、地方公共団体の起債自主権の一層の確立に向けて、地方債の発行に係る国の関与を見直しが求められ、現在、国において、地方公共団体の自主性・自立性を高める観点から地方債協議制度の一部見直しを行うこととされ、財政状況が良好な団体が民間資金債を発行しようとする場合は、原則として協議を不要とし、事前届出とすることなどを内容とする法改正に向けて検討が進められている。この法改正が成立すれば、地方公共団体の起債自主権が進展するとともに、民間資金の資金需要が増加するだろう。したがって、市場から正当な評価を受け、資金調達先を多く確保するためにも、金融機関向けに積極的なIR活動を継続して行う必要がある。

行財政運営を行うために必要不可欠な資金調達を国に依存することなく、自らの権限と責任によって行う体制を整えることで、今後の地方分権改革が大きく進展することを望む。

#### 【参考文献】

- ・中里 透「地方債の共同発行に関する論点整理」（『会計検査研究』第40号、会計検査院）
- ・「地方債の資金調達を巡る環境変化と今後の留意点－変動する金融市場における資金調達手法について－」（地方債に関する調査研究委員会2008）
- ・「金融市場環境の変化を受けた地方債投資ニーズの動向と資金調達手法の変化」（地方債に関する調査研究委員会2009）
- ・地方債協会ホームページ  
<http://www.chihousai.or.jp/>
- ・総務省ホームページ <http://www.soumu.go.jp/>
- ・大阪府ホームページ <http://www.pref.osaka.jp/>