第２部　地方自治体とＩＲ活動

地方自治体のＩＲ活動の必要性

次に、地方自治体にとってのＩＲとは何なのかといったことについて議論を深めたいと思います。

これからお話しますのは、大きく２点です。１つは、地方自治体のＩＲ活動の必要性が叫ばれるようになってきた背景ということで、先程、今年になってから急に地方自治体のＩＲ活動に関する新聞記事が増えてきたという話がありましたが、なぜそうなってきたのかということについてお話します。次に、実際にＩＲ活動とは何をすることなのかということについてお話したいと思います。

必要性が叫ばれる背景

まず地方自治体のＩＲ活動の必要性が叫ばれるようになってきた背景ということですが、これについては３つの視点から考えてみたいと思います。

一番目は、国と地方の長期債務残高の水準がどうなっているかというところです。平成14年度末で、国と地方の長期債務残高は700兆円です。内訳は、国が510兆円、地方が200兆円ということになっていますが、これを10年前の平成４年と比較すると約2.3倍増えています。増えているといっても実感がないのですが、ＧＤＰ比でみれば、平成４年では約60％の水準だったのが、今年度末には140％くらいになるだろうと言われています。

今年の５月に、ムーディーズという外資系の格付会社が日本国債の格付けを変更しました。ＡＡ３というランクからＡ２に引き下げを行ったのですが、そのときのニュースリリースには、ＧＤＰ比140％という債務残高があまりにも大きすぎるということを挙げています。「戦後の先進諸国に例を見ない数字で、未踏の領域に達している」という表現になっています。先程、「700兆円」と言ったわけですが、これは未踏の領域だということです。

次に、地方債務の残高水準ですが、これもやはり急増しています。平成３年まではなだらかな増加でしたが、バブル崩壊後、税収の落ち込み、景気回復のための地方債の増発といったも

のがあって、急速に増えだしたというところだと思います。問題なのは、国と地方が同じ方向に動いているということす。地方債の信用力は国と同等であると言われているわけですが、これだけ債務残高が増えると、「本当に大丈夫なのだろうか」「今の制度がこのまま維持されていくのだろうか」という疑問が市場の中でふつふつと沸き上がってきても不思議ではないところだと思います。したがって、こうした不安については払拭する必要がある、こういったところから、ＩＲ活動の必要性が叫ばれるようになってきました。

二番目ですが、債務残高の水準が高まってきたことと呼応するようなかたちで地方分権推進の動き、地方財政についての議論が活発化しています。国庫補助負担金、地方交付税制度、税源委譲を三位一体になって検討を開始しようという話があるわけで、制度が変わっていくのではないかということが考えられます。それから、地方財政健全化に向けての取り組みが期待されているというところもあります。とにかく自律的にということだと思いますが、自分たちのことは自分でしなさいということになるわけです。こういう動きを見ますと、国と地方との関係がこれから変化していくのではないかといったところが、市場に不安感として出てきているのではないか、そうだとすれば、こういった不安も払拭してやらなければいけない。

関連する動きとしては、地方債の発行許可制から協議制への移行ということが平成18年度（2006年度）から行われるということです。協議制へ移行すると、協議の整わない地方債については公的資金は入らない、財源保証はないということになると思いますので、民間の資金を調達して、自分たちで安全だということを言っていかなければいけない。しかも、国の信用補完を離れたところで、自分のところの信用力は高いということを言ってやらなければいけない。投資家の資金は限られているわけですから、その資金を呼び込むためには自分のところのＩＲ活動をしっかりやって、自分のところはどういう状況にあるのかということを正確に伝えていかなければいけない。ここからＩＲが必要になってきます。

ＩＲ活動とは少し離れるのですが、住民に対する説明責任も出てくるのではないか。うちはこういった財政運営をしているのだということを責任をもって語るような活動、これはＩＲ活動とは少し違う視点ですが、それも今以上に必要になってくると思います。

市場環境の変化

三番目の視点として、市場環境が変化しているということが挙げられます。これは一番大きな要因かと思いますが、資金の出し手側の事情が変わりつつあるということです。

まず１つめに、財政投融資制度改革が2001年４月に始まりました。これまで郵貯資金、年金資金は、旧大蔵省の資金運用部への預託が義務になっていたわけですが、2001年４月からこれが廃止されたということで、郵貯、年金資金が自主運用になったわけです。ということは、こうした公的な資金がこれからも入ってくるのかどうかというところも考えなくてはいけない。公的な資金に頼らずに民間資金を取り込んでいかなければいけないかもしれない。

２つめに、時価会計の導入ということがあります。2000年４月以降の会計年度で金融機関は

金融商品を時価評価することになったわけです。そうすると、地方債もこの対象になりますから、価格が安くなれば評価損を計上しなければならない。一律の発行条件で引き受けたはいいけれども、すぐ時価が下がる、つまり評価損が発生しては困るわけで、そういったところから、金融機関の方でも価格には敏感にならざるを得ない。

３つめに、ミニ公募債、これは資金の出し手としては住民ということになるわけですが、債券の市場公募化が進んでいるということで、住民も投資家の一人であるといった見方が必要になってきます。

市場環境の変化ということでいいますと、これは大きな問題だと思いますが、公募28団体の地方債格付けが公表されました。日本国内の２社なのですが、格付投資情報センター（Ｒ＆Ｉ）が99年３月、日本格付研究所（ＪＣＲ）が2000年６月に地方債に格付けを行いました。直近の状況では、Ｒ＆ＩではＡＡに－が付いたり、何も付かなかったり、＋が付いたりといったような記号で表されています。ＪＣＲでいえばＡＡ＋となっています。

格付けの意味するもの

Ｒ＆Ｉの定義では、「債券の格付けとは、企業の発行する個別の債券について、約定どおり元利金が支払われる確実性の程度を、一定の符号によって投資家に情報として提供するもの」です。つまり、ＡＡＡからＣまで記号によって約定通り元利金が支払われる確実性の程度が変わっているということです。ちなみに、ＡＡＡというのは「債務履行の確実性は最も高く、多くの優れた要素がある」ということで、Ｒ＆ＩではＡＡＡの格付けを付けている事業会社は４社だけです。格付けを取得していない会社もありますので、格付けをとっている中では４社だけということです。

もう１ランク下がったのが地方債に付けられたＡＡということで、似たような文言なのですが、「債務履行の確実性はきわめて高く、優れた要素がある」。決して悪くはない。下の方へいくとかなり悪いのがあって、債務履行の確実性に問題があるといった表現になりますが、ＡＡというのは債務履行の確実性はきわめて高いということです。ちなみに、＋－というのはＡＡからＣＣＣに付いている。

なぜ、符号で表したかといいますと、債券というのは非常に多い数がありまして、それぞれの確実性の程度を投資家が調べようとすると大変な時間がかかるということで、これを格付会社が記号によって一目でわかるようにしています。したがって、投資家から見れば、債券を買うにあたってはまずは格付けを見て債券を選んでいくということです。

地方債の格付けについて見てみますとすべてＡＡ格です。日本国債がＡＡＡという評価です。ここで考えなければいけないのは、日本国債はＡＡＡという最上級ですが、地方債については少なくともワンランク下がったＡＡというところですので、ＡＡというのは悪くはないという評価はしましたが、必ずしも国と同じではないということです。地方債は、地方財政計画によりマクロの財源保証がなされていて、その信用力は国債と同じと言われていますが、格付会社は必ずしもそうは見ていないということです。

Ｒ＆Ｉでは「現行の地方財政制度は強固だが完璧ではない。制度はきわめて強固だけれども、

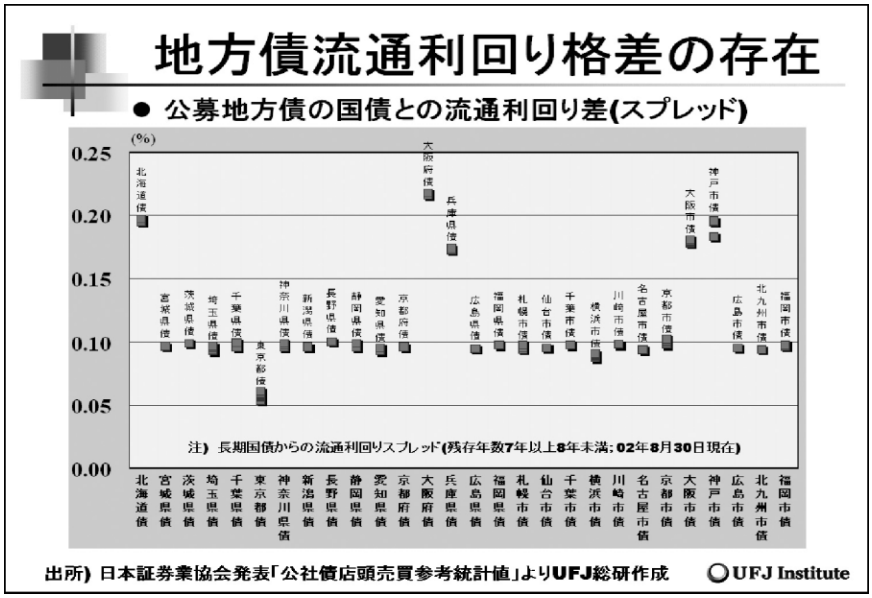
制度を守る国の能力が損なわれつつある」と言っています。つまり、先程の債務残高の水準が急速に上がっているということもありますし、本当に国の制度がこのまま維持されるのかというところに若干の疑問を呈しているがゆえに、若干下げているということだと思います。さらに言いますと、Ｒ＆Ｉは地方債間の格付けに差をつけています。地方公共団体間に信用力の格差はないと言われていますが、少なくともＲ＆Ｉは格差を付けています。これについては、「個々の自治体は制度変更に対する適応力が問われつつある。その適応力の差によって、＋－の差がつきうる」という見方をしています。

もう１つ重要なのは、格付けと利回りの関係です。一般的には格付けが低くなるにつれて利回りは高くなります。つまり、流通利回りが高くなるということは価格が安くなるということですから、もし債券を100円で買って持っていれば、もっと価格は下がっている。先程の時価会計ということでいえば評価損が出てくるということになってしまうわけです。一方、発行する際には、格付けが違えば発行条件が変わってきます。高く発行できるということは、資金がそれだけ多く調達できるということで、安いということはそれだけ資金が少なくしか調達できない。

地方債に、なぜ格付けの格差なんてあるのかと批判もあるところだと思いますが、これはあくまで格付会社の意見として述べられていることで、もし格付けに誤解があるのだったら、その誤解を解消しなければならない。これはＩＲ活動を行うことと同じことだと思いますが、それをやっていかなければいけないと思います。

公募28団体について、長期国債からの流通利回り差（スプレッド）を調べてみますと、東京都債はスプレッドが小さい（図表４）。ややスプレッドの大きい２番目のグループがあり、もう一つ上にスプレッドの大きい３番目のグループがあるということで、利回り格差が実際に存在しています。格差の存在の理由としてよく言われるのはロットの違いということですが、確かに東京都債というのは、毎月500億円くらい

図表４



出していてロットというのは大きいわけです。しかし、この格差がロットの違いだけで説明できるかというと、説明しにくいところがあるのではないでしょうか。

流通利回りの差があるということは、発行時に発行価格を変えなければいけないのではないかというのが自然な考え方です。発行してすぐに流通利回りの差が出るのだったら評価損が発生してしまうわけですから、発行条件を変えればいいではないかというのが市場関係者から見ればあたりまえのような気がします。この４月から、東京都債とその他債券ということで格差がつきました。４月、５月については東京都債とその他で15銭差がついています。６月から７月までは３銭差で、９月には元に戻りましたが、元に戻ったのは信用力に差がなくなったからというわけではなくて、環境がよかったからなのだろうと思います。

以上、地方自治体のＩＲ活動が盛んに言われだすようになった背景を挙げてきましたが、不安は払拭してやらなければいけない、公的資金に依存しないで民間からも資金調達しなければいけないという環境になっている。そういったことで、自治体のＩＲ活動が必要だと叫ばれるようになったということだと思います。

今、28の公募団体を中心にお話しましたが、ミニ公募債の発行を考えておられるような自治体があれば、これは無縁なことではない、無関心なことではいられないということだと思います。

地方自治体のＩＲ活動とは

自治体のＩＲ活動というのは何をやっていけばいいのかというところですが、まずその意義について、おさらい的に説明させていただきます。

ＩＲというのは投資家向けの広報活動です。資金の出し手である投資家に向けて、投資判断に資するための適時、的確な情報開示を行うこと。これによって市場から適正な評価を得るための信頼関係を構築すること、これがＩＲ活動の意義です。

ＩＲ活動の目的は何かということをもう一度考えてみますと、最終的には、地方債の円滑な消化ということであり、資金調達を容易に、より有利にしていくということです。また、投資家に対する説明責任。投資家はお金を出してくれているわけですから、それに対する説明責任を果たすことも必要になってきます。

目的を達成するためにはどうすればいいのか、どうすれば市場の信頼が得られるのか、適正な評価を得られるのかということですが、まず、市場の信頼を得るという意味では、情報開示をしなれば何もわからない。特に地方財政は、企業会計になれた投資家からは非常にわかりにくいと言われてますし、住民の方が理解できるかどうかということもありますので、これをわかりやすく説明しなければいけない。

その上で重要なのはその中身ということになると思います。中身がなければ目的は達成されない。ここでは「クレジットストーリー」という名前を付けましたが、投資家の目線に立った、資本市場にアピールする差別化されたメッセージが必要です。

具体的な中身としては、地域独自の特徴（経済基盤、財政基盤、財政構造）、強み、弱みをまず始めに明らかにしておかなければいけない。強みはＩＲ活動の中で積極的に言っていけばい

いのですが、弱みは伏せておくわけではなくて、明らかにしたうえで、これについてはどのようにこれから対応していくのか、どのように補完しようとしているのかといったことを考えておかなければいけないと思います。

また、財政の健全化、地域活性化に向けたシナリオということも、この中に盛り込まれている必要があります。例えば中期財政計画などの数値情報も必要だと思いますし、これからの将来ビジョン的なものも盛り込む必要があると考えています。一般企業でいえば、これからの経営戦略のような話になると思いますが、会社の強み、弱みがわかったうえで、これから先どのような経営計画を作り上げているのかということです。

繰り返しになりますが、情報というのはただ発信すればいいのではなくて、中身が重要だということです。地方自治体については、「情報自体が少ない」と言われているところもありますが、何を出していくかといったところがこれから重要になってくると思います。

ＩＲ活動の内容

情報発信にあたっての鉄則ということでは、透明性、つまり不安にさせない、隠し事をしない、あるいは適時性、つまり突然に驚かせない、こういうことが特に重要ではないかということで挙げました。地方公社、第三セクターといったところが特に注目されているところだと思います。一貫性、矛盾がないということも大事なことだと思います。

では、実際に何をしていけばいいのかということですが、まず、説明会の開催。これは公募28団体の中でかなりの自治体がやり始めているところです。だれに向かってという話ですが、あくまでＩＲ活動、投資家向けということで、投資家の方に来てもらわないと意味がない。現在は説明会があったというだけで先進的だという評価を得ているところもあると思いますが、本当の意味でいえば投資家向けの説明が必要です。

施設等見学会というのも、これは実際に、東京都がこの前発行したミニ公募債について、その購入者の中から抽選で現場見学会をしたということですが、これも住民の行政参加を促すという面も考えれば非常にいいのではないかと思います。

こうした活動を通じて、地方自治体と投資家との双方向のコミュニケーションが生まれます。一方通行で話していくばかりではなくて、投資家が何を考えているかということも見ていきながら、ＩＲ活動をより一層充実させていくといったことが必要だと思います。

現在は金余りということもありますから、地方債を出せば売れるという状況があるのですが、選別の時代というのは必ずくるのではないか。したがって、そのときになってあわてないように、今からＩＲ活動を考えていく必要があると思います。

事業会社はこういう動きにいつの間にかなってしまっている。今ではやるのがあたりまえというような雰囲気になっていますし、やらないことがむしろリスクであるというとらえ方をされているところもあります。これから、ますます盛んになっていくべきものではないかと思います。

ＩＲ活動の効果

ＩＲ活動の効果はすぐには出てこないとは思いますが、目標は地方債の順調な消化であり、より有利な条件で発行できるようにすることです。もう１つは、財政健全化の取り組みに対する理解促進ということです。これは主に住民の方に理解してもらう、ＩＲ活動と同じ取り組みが、説明責任を充足する活動になるのではないかと思います。

そういう意味では、ＩＲをＳＲ（ステークホルダー・リレーションズ）として、すべての利害関係者を対象とした活動というように考えれば、必ずしも公募の地方債を発行しておられない団体でも、やる価値、意義というものをより一層身近に感じられるのではないでしょうか。