

ないだろうかという危惧を抱いている投資家も数多くいますので、こういったところに対して財政状況を説明、アカウンタビリティ（説明責任）を果たすということを想像されていた方が多いと思います。

ただ、これからの地方公共団体 I R ということに関して言うと、1 つめは、行政ニーズの多様化、複雑化の流れの中で、住民からこういったことをやってほしいという希望がいろいろ挙がってくると思います。一方、2 つめは、自治体からすると、財源については税金・税収も含めて非常に限られた状況になってきており、さらに、バブル崩壊後の景気対策目的で大量に発行した地方債の元利償還が今ピークを迎えつつあると思いますが、財政硬直化が非常に進行しているという背景があります。3 つめは、マーケット参加者からは、財政状況が悪い自治体の地方債は買いたくないということで、マーケットで見捨てられる可能性があり、財政規律が求められています。地方公共団体の I R に関して言うと、こうした3つの背景を考える必要があります。

さらに、今いろいろなところで議論されていますが、行財政改革、特に自治体でいえば、国庫補助金、地方交付税、地方税財源の三位一体改革がどういう方向に進むのかということがあります。もう1つは、郵政改革がどういった方向に進むのかということで、地方債の引き受け手として、現在でも貯金資金と簡保資金が予算上で年間これだけ引き受けるというのを縛られているという関係があります。しかし、これが完全民営化となりますと予算で縛ることができないという状況にもなりうるということで、地方公共団体は非常に厳しい状況に置かれている

第3部 ミニ公募債と地方債共同発行

～住民・投資家への I R の観点から～

UFJ銀行公共法人部は、自治体の取引、もしくは中央でいえば外郭団体、いわゆる特殊法人関係の取引を所管していますが、その中で私は、皆様の関係となるところで申し上げますと総務省を担当させていただいています。本日は、総務省の地方債課が、ミニ公募債を含めた地方債全般について、今どのようなことを考えているかということも含めて説明をさせていただきます。

地方公共団体 I R の2面性

従来は、地方債を購入する、もしくは、地方債に対する融資をする金融機関に対して財政状況を説明するというのが、投資家に対する説明、すなわち I R だと思われていました。こんなに財政状況が悪くなってきた中で、デフォルトし

のではないかとと思われます。

その中で、本日ご報告させていただくミニ公募債ですが、これは資金の出し手を住民に求めるという新しい流れになるわけです。住民に対するIRというのはどういうことなのかということですが、これはSR、つまり利害関係者に対していろいろな説明をしていく必要があるということです。特に私が考えたのは、納税者である住民に対して、この町はどんなコンセプトで経営されているのか、どういう町にしたいのか、もしくは、特別な事業があった場合に、この事業は本当に今の時期に必要なのだろうかといったことを、限られた財源の中でそれをなぜ優先してやるのか、では、なぜ我々住民の希望しているほかの事業は今やらないのかといったことを説得、もしくは納得していただく責任がある、こういうIRの流れが必要です。これは一般的にはPR（パブリック・リレーションズ）と言われていますが、単なるPRではないこういった新しいIRの流れが今後必要になってくるのではないかと考えています。

地方債市場の3面性～これからの流れ

私どもは銀行員ですので自治体の資金調達に関して非常に興味があるわけですが、資金調達から見たIRに関して、地方債市場がどうなっているかということの説明したいと思います。

現状の地方債マーケットはどういう関係者から成っているかといいますと、官である地方公共団体、もう一方は民（金融機関）が地方債の購入者として参加して、今はこの2者関係でマーケットが成立しています。地方公共団体からすると、行政目的とか特定事業を遂行するために必要な資金を調達する行為、つまり財政とし

て地方債のマーケットは認識されています。一方、金融機関からすると、銀行というのも公的使命を負っていますので、自治体の考え方に当然賛同する部分もありますが、そうはいっても引き受けの利回り、貸出金利、元利償還の安全性を総合的に判断したうえで地方債を購入する、つまり金融商品として見ているという状況です。つまり、それぞれ何を目的として地方債マーケットに参入しているかというのが官と民では違う状況になっています。現状でも、市場公募債の手数料の交渉とか、横浜市の例が出ましたが、4月債については決裂してしまったという状況もあって、現在でも2者間で危うい関係で成立しているというのが現状です。

今後の流れとして、ここに新たに住民の方が参加してくるということになります。つまり、今、ミニ公募債が想定されていますが、住民の方々を対象にしているものですので、住民の方がさらに地方債マーケットに参入してきます。住民の方はどういう立場で入っているかというと、地方公共団体に対しては税金を納めています。つまり、税金という投資を地方公共団体にして、逆に特定事業から得られるサービスを受けます。つまり、株式とまったく同じ関係です。株を購入して資金を提供するかわりに配当というサービスを受けるのが株ですが、住民からすれば、税金という資金提供をしてサービスを受けるというかたちになります。当然、この方々にもIR上の観点での説明が必要になります。中でも、住民が何を気にするかというと、ミニ公募債の場合は、こういう病院を造るためにミニ公募債を発行しますよとか特定事業を想定して発行するわけですが、その特定事業が本当に必要なのかどうかを住民の方々が直接監視でき

るマーケットになってくるということがいえます。

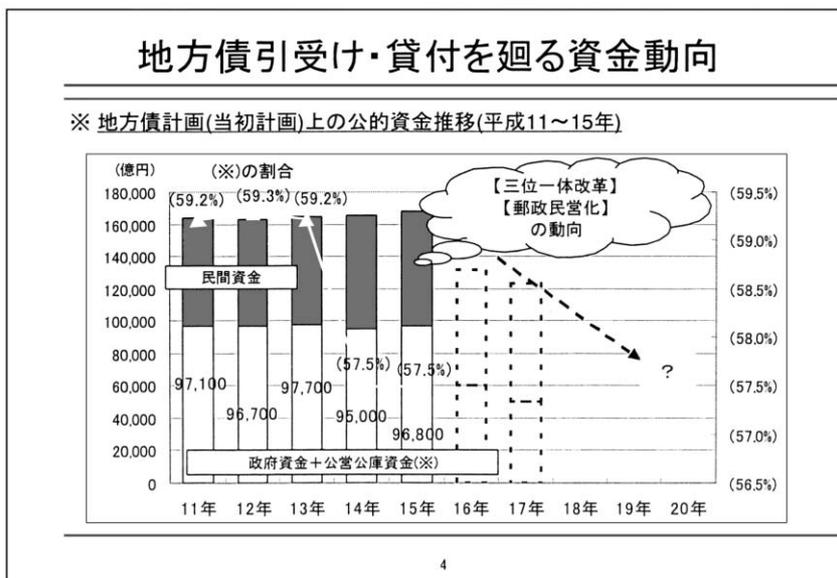
一方、財務比率、財政比率の問題に関しては、今までは住民の方々というのは預金を金融機関にすることによって、その金融機関が地方債で運用するというかたちになるわけですが、明確に契約しているわけではないのですが、金融機関に地方債の購入という行動を通して、官（地方公共団体）の財政規律を求めるという図式になります。つまり、放漫経営をしている自治体の地方債というのは利回りが悪くなったり、価

格が安くなったりするわけですが、財政規律監視を委託している関係があるのではないかと。これは学者が言っているわけではなくて、私が考えたことですが。ただし、今までは間接的に金融機関にやらせていたわけですが、住民が直接参加してくることによって監視するという状況が現れてくるのではないかと考えています。

地方債をめぐる状況

地方債の当初計画の中での公的資金の推移を示すグラフです（図表5）。平成15年度の地方

図表5



債計画案に基づいた数字を入れています。総額的には横ばいという状況ですが、実はこれは赤字地方債が入っていますので、実質的には減少しています。この中で公的資金と言われている政府資金と公営公庫資金の金額はそんなに変わってはいないのですが、比率としては差が出てきているという状況で、三位一体改革、郵政民営化の動向によっては、今後、公的資金の部分が激減していく可能性もあるのではないかと想定されます。そうしますと、今までの事業を政

府資金に頼ってきた自治体が、今後はどのように継続していくかということになると、民間資金から調達せざるを得ないという状況になるのか、もしくはその事業を放棄するという、2者選択のかたちにならざるを得ない状況が発生するかもしれません。

さらに、地方債をめぐる状況として、平成18年度以降、今まで許可制だったものが協議制に変わるということが挙げられます。総務省の地方債課は、別に許可制が協議制になったところ

で何も変わらないと総論としてはおっしゃるわけですが、そうはいつでも、市町村の方々ですと都道府県との協議になるわけですが、同意のある地方債と同意のない地方債の大きく2つに分かれるかたちになります。同意のある地方債については、公的資金（政府資金、公営公庫資金）が充当されます。もしくは、元利償還金の国による財源措置で、地方財政計画、地方債計画、地方交付税措置というかたちで返済の原資については大部分を国が補填するというかたちになります。

ただし、だからといって安全だということではありません。平成14年度の地方債許可方針の運用に関する通達では、公的資金については今後、中小の団体を優先的に充当していきまると明確に記載しております。さらに、中小の団体でも、必要不可欠な資金、つまり教育、福祉という欠くべからざる事業と思われる事業に優先して充当します。その裏返しで、例えば比較的大型の団体、自主的な調達ができるだろうと思われる団体、もしくは地域の独自事業については自らの力で調達してくださいということを言っています。

一方、同意のない地方債については、そもそもこういったものを発行しなければいけないのかという話があるわけですが、例えば地域住民から、この事業は何としてもやってほしいという陳情、もしくは議会の議決となった場合には、地方債計画と大幅にずれた地方債を発行せざるを得ない状況も将来的には想定できます。そうした中で、大幅に地方債計画とずれた目的のために発行する地方債は、ひょっとすると同意を得られない可能性があるということも想定できます。そうすると、ここには当然公的資金は充

当されない、民間資金での調達ということになります。さらに、元利償還金の国による財源措置がないというかたちになります。

当然、I Rは同意のある地方債についても税金という投資をしている住民に対して必要なわけですが、特に同意のない地方債についてはしっかりしていかないと調達ができなくなる可能性が十分に考えられます。「暗黙の政府保証」というのは、同意のある地方債であればあるだろうとマーケットに参加する人は考えるわけですが、同意のない地方債に対してもそういうものが本当にあるのかどうかというのは非常に不確実な状況になっています。

少し話がそれますが、8月に総務省の地方債課と財団法人地方債協会が共同で地方債I Rシンポジウムを東京で開催しました。私が画期的だと思ったのは、総務省の地方債課が「地方債購入をご検討の方へ」というパンフレットを作り、そこに、「地方債はデフォルトしません」というのを明確にうたったことです。今までは、地方債はデフォルトしないというのは一般的に言われていたわけですが、例えば総務大臣が国会の委員会で答弁で答えているとか、もしくは個別の機関投資家が総務省の地方債課に行って、本当に大丈夫なのかということを聞いたときに、例えば課長補佐が個人的に、「デフォルトしませんよ。地方財政計画、地方債計画、地方交付税措置、もしくは本当にだめになりそうな団体については財政再建措置というかたちでガードを作って運営していくので、絶対にデフォルトはしない」と口頭で言うことはありましたが、書面でデフォルトをしないということを明確にうたったというのは非常に意義が深いと思いますが、裏返ししていえば、そこまで言わな

いとマーケットの信用を勝ちえない状況になっているのではないかという感じもします。

同意のない地方債についても、信用力については同意のある地方債と同じように国債と同等であると言っているわけですが、マーケットに参加する人、もしくは住民の方が本当にそう思うかということについては、また別の観点での検討が必要になるのではないかと考えています。

資金調達多様化とIRの接点

これからが、金融機関として我々がIRをどう考えているかということです。資金調達の多様化ということとIRは非常に密接な関係があると考えています。つまり、地方自治体は住民に対して、「こんな町にしたいのです。ですから、皆さん、うちの町に住んでください、それを実現するためにこんな戦略・施策を打っています。具体的にはこんな画期的な施策をやっていますし、こんな魅力的な事業をやっています。だから、皆さん、うちの町に来て住んでください」というIRをすることが非常に重要な観点となってくると思います。ただし、画期的施策の実現、魅力的事業の指針に関しては、当然、それを実行するための財源が必要になってきます。

今まではどうしていたかという、こんな町にしたいというのは現在の住民の方々にPRをしていたと思います。財源の確保については、うちの団体の財政については非常に健全性が高い、もしくは堅実に運用していますということを金融機関等の地方債の貸手・引受手に説明していました。これが従来のIRと言われているものかと思います。

今後の展開として何が必要になってくるのか

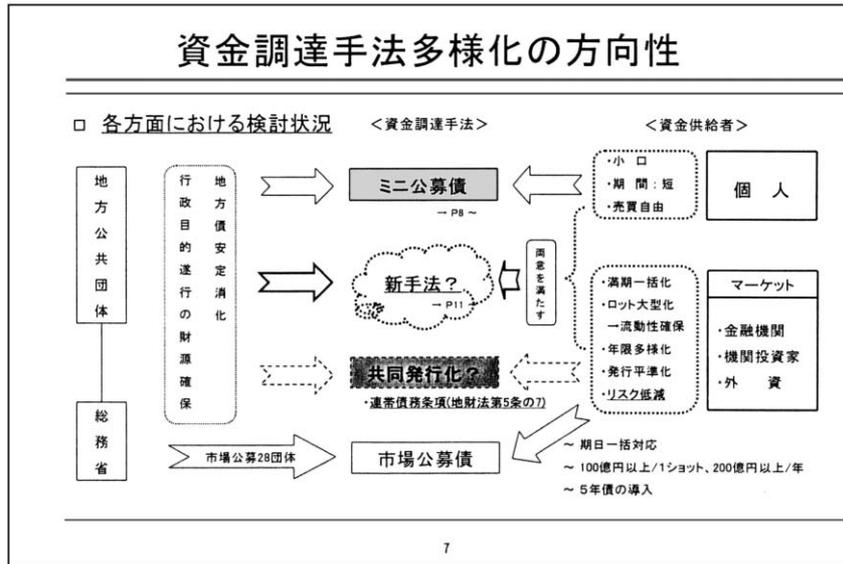
ということで、財源の確保を考えたときに、当然、事業というのは複数年にわたって実施されるわけで、今、財政状況が良くても、バブル崩壊後に景気対策目的で発行した地方債の元利償還金が今後ピークを迎えてくる中で、財政の硬直化や、経常収支比率が悪くなってきたり、起債制限比率が悪くなってきたりという状況があると思います。そういう中でも、「我々はこの事業を引き続き実施できる能力がありますよ」と、つまり、財政の健全性は維持される一方、いろいろな資金の調達手段を持っているということを、金融機関だけではなくて住民の方々にも、安心してこの町に住んでいただくために説明する必要があるのではないかと考えています。それは金融機関を通してという、今までの間接的なことではなくて、直接、将来の住民、若年層の方々にこの町にずっと住み続けたいと思っていただく、もしくは、あの町に住むとこんなメリットがあるということを将来の住民に対してもアピールしていく、これが新しいIRの流れではないかと考えています。その中で、多様な資金調達手法を持っていて、かつ、実現していることは、一つの先見性、先進性をアピールする手段になるのではないかと考えています。

資金調達手法多様化の方向性

では、現在、資金調達手法の多様化の方向性はどうかということです（図表6）。各方面にわたる検討状況とありますが、大きく分けて、資金調達手法、資金調達先に分けられると思います。

まず、当然、地方公共団体や総務省は、地方債の安定消化、もしくは行政目的の遂行のための財源確保を念頭に置いているわけです。現在

図表 6



の資金調達の多様化として考えられているのは、1つはミニ公募債です。これは資金の出し手として主にだれを想定しているかということ、個人（住民の方々）を想定しています。住民の方々の運用に対するニーズとは何かということ、小口であること。つまり、1ロット5000万以上でないとだめだということであると、限られた方になってしまうので、小口、例えば100万円単位のを希望されている。あとは、比較的期間が短いもの。つまり、地方債は基本的に10年を単位として考えていますが、個人の方からすると10年はあまりにも長いので期間が短いものを希望しています。もう1つは、資金が必要になったときに自由に売買できるものを想定しています。こういったニーズを満たすものとして、ミニ公募債が出てきています。

もう1つは、今、総務省でかなり検討しているようですが、共同発行ということ。これは、ロットの大型化によって流動性を確保しながら、年限の多様化、発行の平準化を想定しながら、共同発行することにより地方債の円滑な

市場での消化を考えていきたいと思います。しかし、ここで非常に重要になってくる阻害要因があります。これは地財法の第5条の7にあるのですが、連帯債務条項があります。例えば5つの団体が共同して発行する際には、その中の一つの団体がどういう予算計上をしなければいけないかということ、ほかの団体の必要資金として発行している部分に対して債務負担行為を計上しなければならないことになっています。そこで、なかなか共同発行が進展しないというのが、現実的な問題としてあります。

もう一方は市場公募債ですが、これは28団体に限られた話ですが、すべて期日一括対応にして、1ショット100億円以上で年間200億円以上出してからうじて流動性を保持するというをやっています。さらに、5年債を導入して期間の多様化を図る、ということで資金調達手法の多様化を図っていくということになります。

金融機関として、個人の要望にも応えられるし、マーケットに参加している機関投資家の要望にも応えられるものとして何かいい手法がな

いかを考えていますが、これについては後程説明します。

ミニ公募債の概要

ミニ公募債の基本原則は、受託・引受金融機関との相対契約で、個別の金融機関と個別に相談して発行条件をすべて決めてくださいと、つまり、地方公共団体の自主性がかなり自由に発揮できるかたちになっています。

具体的には、発行ロット、発行価格、表面利率（クーポン）、償還年限が任意です。今まで発行されているミニ公募債を見ますと、5年というのが比較的多いのですが、例えば東京都のものは3年、群馬県太田市のものは7年ということで、期間については、それぞれの事業がどういう事業になるのか、もしくは住民の購買の対象がどの年限にあるのかということを考えてうえで発行されているようです。

当然、これは市場公募債ということで債券形式をとりますので、受託・引受機関を設定しなければいけないということと、債券発行にかかわる手数料を支払うことになります。ただし、ここも任意（個別交渉）です。つまり、これまでの縁故債であれば、指定金融機関を中心に縁故シ団を作って引き受けてもらう。これは債券にしても証書の貸付にしてもこういうかたちが主ですが、こういう縛りは一切ないということです。例えば指定金融機関ではない金融機関と発行の契約を結ぶことも可能となっています。ただし、当然、住民の方々に買ってもらうことが前提になっていますので、取り扱いをする金融機関については個人向けの販売体制の整備は必ず整えてくださいというかたちになっています。例えば、大阪府内の全店舗でそういったか

たちを作ってくださいとか、もしくは、市であれば市内の店舗で必ず整えてくださいということについては、それぞれの金融機関と個別に交渉してくださいというかたちになっています。

募集残、例えば30億発行したけれども25億しか募集に応じてくれる住民がいなかったというときに、残りの5億はどうするのか。つまり、30億の事業をするために30億発行しているときに5億調達できなかったらどうするかという話になるわけですが、それは引受金融機関が原則は引き受けてください、つまり、これは国債でも市場公募地方債でもそうですが、いったんすべて金融機関が引き受けるという形態をとっていますが、同じようなかたちでやってくださいというようになっています。ただし、例外がありまして、これは後程説明します。

対象事業ですが、地域住民が資金提供することで事業参画・自治意識を持てるような事業が望ましいとなっています。ここは望ましいというだけで、対象事業を設定する必要はないと言っているわけですが、ただし、IRの観点からすると、この部分が非常に重要になってくるのではないかと考えています。

そのほか、発行形式については、これは市場公募債ですから証券形式というかたちになります。償還方法については、元利償還でもかまわないと書いてありますが、ただし、個人の運用を考えますと、満期一括償還方式の方が望ましいというかたちになります。

途中で資金が必要になって、どうしても買い取ってほしいという状況になった場合にどのように対応するかということですが、基本的には元本保証（買取保証）はしないというのが原則になっています。つまり、あくまでも市場公募

債ですので、その時点での市場実勢価格（流通している価格）で買い取るというのが原則になっています。非公募団体については後程説明します。

ミニ公募債の現状と問題点

これは主に自治体と住民の関係で申し上げていますが、ミニ公募債というのは、私から見るとIRの機能を十分に果たしていないのではないかなと思えるところが多々あります。本来、住民の方々に行政に参画してもらいますよというのがその趣旨だったはずですが、にもかかわらず、今まで発行されているミニ公募債は、特定の事業に対して、この資金を使いますよということをやっている、例えば事業のパンフレットを作ったり、事業の説明会をしたり、施設運営のモニターを応募したりしているわけです。例えば事業パンフレットの作成というのは、ミニ公募債の発行要綱のA4の3枚の中の1枚の半分くらいを使って、こういう事業に充当しますよというぐらいにしか書いていない。

IRの観点からは、その事業がその団体にとってどういう目的で行われていて、これを行うことによってどういう住民の理念があって、これを行うための総資金がいくらあって、これを年次でこういうかたちで調達していきますよと、そこまで説明しなければいけないわけですが、そこまできっちりした説明書を作っていない団体はないという感じがします。

ただし、今はミニ公募債の発行というのは、住民から見ると有力な利殖手段になっています。即日完売となっているのが現状です。ただし、利殖手段として有効だというのが意外ですが、国債と比較すると、まったく上乗せされていな

い札幌市のミニ地債というのものもあるわけですが、最大で18.8bp（0.188%）の上乗せ幅がある債券ということで、かつ、地方公共団体が発行しているということで、安全性が高く、かつ利回りがいいということで購入されているという背景があります。

今後の問題点としては、ペイオフ問題が終息してしまったあとどういう動向があるかということです。つまり、これを購入する住民の立場からすると、どれだけ上乗せされているかという利殖の判断もありますが、本当にこの事業は必要なのかどうかということに関して、ペイオフ問題が終息したあとには、事業の重要性を考えたうえでこの事業はうちの町には必要ないと判断すれば、住民がミニ公募債を買わないという状況も発生してくることが考えられます。

金融機関側は1次引受者として何を考えているかといいますと、銀行から見た顧客に対する運用手段の一つのツールとしてミニ公募債の取り扱いをしている金融機関が非常に多いわけですが、ペイオフ対策が一段落してしまったあとは、金融機関の受託・引受の動向も今後問題なってくるだろうと考えられます。

もう1つ、これは非常に重要かと思っていますが、買い戻しが発生したときの対応をどうす



るかということですが、まだ明確に決められていないようです。例えば群馬県の愛県債がそうですが、すでに2回発行して即日完売となっていますが、実はまだ一件も買い戻しの話はきていないそうです。買い戻しがきたときにどうするかということについては、群馬銀行と群馬県との間で明確な取り決めがされていないようです。なぜかといいますと、群馬県は非公募団体ですので群馬県の地方債はまだ市場に流通していない状況になります。先程申し上げましたとおり、ミニ公募債というのはあくまでも市場公募債ですので、流通価格で買い取るのが原則になっています。にもかかわらず、群馬県は公募団体ではないので群馬県債という公募債は市場に流通していないので、価格決めができないという状況になります。

これは総務省の地方債課の話ですが、例えば一番近い近隣（東京都）の公募団体の利回り条件に数パーセント上乘せして、そこから割り出される価格で買い取る。つまり、東京都債が流通している価格よりも多少安く買い取るというかたちにならざるを得ないというのが1つの案です。もう1つの案としては、市場公募28団体の全銘柄を加重平均した価格で買い取るというのが考えられます。現在、考えられるのはその2つの案だというのが総務省の意見のようです。

現状は資金余剰で運用手段をそれぞれの方が追い求めているという状況になっているので、地方債については価格が100円を上回っているという状況が多いわけで、住民の方からすると、通常は100円で発行していますので、買い取っていただくときに100円を上回っているということになると、今よりよくなるという状況になります。ただし、今後金利が上昇しますと当然

価格が下がりますので、住民の方が途中で売却をしたいというときに、当初買った100円を原価で割ってしまうという状況も想定できます。今、住民の方は利殖手段として買っているわけで、おそらく大部分の住民の方は100円を割るということは想定していないと思います。当然、窓口販売をしている金融機関の方では、これは債券ですので流通価格で価格が増減しますということは説明しているわけですが、住民の方からすると、「これは定期預金と同じ感覚で買っているのに」という苦情じみた話が出てくる可能性もありますので、この買い戻し発生時の対応については、受託・引受の金融機関ときちんと条件を詰めておく必要があるのではないかと考えています。

もう1つ、ミニ公募債の現状と問題点として、ミニ公募債のコスト構造が挙げられると思います。これは2002年6月に発行されている兵庫県の兵庫県民債の発行者負担コストを考えていますが、発行額は50億で、クーポンは0.59%、手数料合計は100円につき77銭というかたちになります。今の公募債改定前の5年もの手数料になっていまして多少高く出ていますが、これは当時の公募債にかかわる手数料合計です。

ここまでであれば市場公募債と同じコスト(0.714%)となるわけですが、最低購入価格が1万円から、購入限度額が500万円、平均購入金額が260万円ということで、1万6000人の方が買っているだろうと。さらに、券面が、1万円、10万円、100万円で発行していますので、1万枚を超えています。そうすると、ほかにどのような費用がかかってくるかということ、当然IRという観点から発行していますので、PR資料は作らざるを得ない。これは発行体である

地方公共団体の負担になります。あとは、購入者の質疑応答に答えるための窓口を地方公共団体でも設置せざるを得ないのではないかという観点があり、そこにいろいろな投資をしたり、人を配置したりということでコストがかかります。さらに、現物債というかたちで発行していますので、券面を発行する印刷代がかかります。通常は400～500万円かかるようですが、こういった費用が市場公募債を発行するよりもよけいにかかるということになりますので、資金調達の低減を主目的にミニ公募債を発行するというのは、実はそのようにはならないという問題があります。

この点については、そもそもIRの目的というのは資金調達コストの低減を主目的に置いている団体（事業法人）は非常に少なく、アンケートでも10番目になっています。1番目の目的としては、企業や事業内容の理解の促進。これは、なぜこういう事業をやるのかということ、を住民に対して公表するところが該当します。さらに、4番目の項目、経営理念・戦略の伝達。つまり、この町はこういうコンセプトでこういう町にしたいのですということ、を住民に納得していただく。5番目としては、長期保有株主づくりですが、将来にわたってこの町に住みつけたいと思っていただくようなことをIRする。こういうことがIRの目的ですので、ミニ公募債も、IRを念頭に置いて、そういったことをきっちり説明して住民に行政に参加していただくことが主目的ですので、多少高くなってもやむを得ないと考えていただいた方がいいかと思えます。

さらに、引受・受託をする金融機関のコストというのも非常に重くなっています。群馬銀行

の担当者のお話では、システム開発コストが新たにかかるということです。つまり、小口の債券に、しかも窓口で販売するような対応を今までしていませんので、こういったシステムを新たに開発しなければいけないという背景があります。もう1つは、最低購入価格1万円で上限が500万円ですから、かなり複数の分散したお客さんが店頭に来てくれるというかたちになりますので、店頭の事務が非常にかかります。あとは、保護預かりということであれば、当然保管事務にかかわるコストもかかってきます。

それ以外にもいろいろかかってくるということで、住民の方を対象にしているということから、金融機関から見ると、発行ロットは小さくて、小口に分散していて、事務負担が非常に大きいということで、コストは吸収できないというのが現状です。

そこで、手数料のことですが、群馬県と太田市以外は市場公募団体がすべて発行していますので、原則は5年債、10年債の手数料というかたちになっています。基本的には、市場公募債の手数料がクーポン以外にもかかるという状況になっています。その中で注目していただきたいのは、群馬県の太田市のおおた市民債になります。群馬銀行が引受・受託を行っているわけですが、手数料格差がかなりあります。愛県債は5年でおおた市民債は7年という年限の違いもあるわけですが、7年債であるにもかかわらず、公募債の10年債の手数料合計よりもさらに大きい金額になっています。つまり、指定金である群馬銀行からみても、太田市の発行レベルで考えると金融機関のコストを吸収しきれないという判断があって、これだけの手数料を太田市に要請をしているという状況が想定されます。

発行ロットが非常に小さくて小口分散してしまうと、金融機関としては多くの手数料をいただかないとわりに合わない商売になってしまうというのが、ここからも言えるのではないかと感じています。

ミニ公募債の発行を検討されている団体が非常に多いと聞いていますが、金融機関からすると、引受・受託をやってくれと言われたときに、おいそれと「うん」とは言えないような状況になっていて、そのところは担当の窓口になっている方とよく相談していただきたいと思います。

新しい調達手段

今、U F J 銀行で何を考えているかということですが、例えばC L Oを活用した縁故債証書の準公募債化を考えています。C L Oというのは、中小企業が調達する際に使っている手法ですが、“Collateralized Loan Obligation”ということで、どういう形態を組むかといいますと、地方公共団体と銀行とで金銭消費貸借契約（通常の証書貸出）を実行していただきます。大阪府内の市町村でいうと、縁故債については大部分の団体がボンドではなくて証書で対応されていると思いますので、ここでは金銭消費貸借契約を前提に考えていますが、通常の縁故債を貸出の形態で行うということを考えていただければ結構です。

金銭消費貸借契約が、投資家から見ると、いつの間にか格付けの付いている金融商品に変化しているというのが、このスキームのミソです。どういう形態かといいますと、融資を行った金融機関が信託銀行に貸付債券信託譲渡を行います。つまり、債権者が信託銀行になるわけですが、

これは信託銀行といっても信託勘定の中に入れますので、特定の信託銀行が貸しているというイメージではなくて勘定の中に入っているというイメージになります。この貸出債券を裏付けとした信託受益券を信託銀行は発行するのですが、スキーム上、優先受益権と劣後受益権に分けます。優先・劣後とは何かというと、何か起きたときに元利償還金を優先して充当するか、後回しにするかということです。自治体向けの債権で優先も劣後も必要ないのではないかという考えがあるかと思いますが、これは信用リスク上の観点よりも、自治体の方で金銭消費貸借契約の中途償還をしたいと言われたときに、スキーム自体が崩れてしまう可能性があるのですが、中途償還した部分については劣後の中で吸収をして、優先受益権の元利償還については、まったくスキーム上棄損を来さないような形態を組むというのが、このスキームの売りです。

当然、銀行は貸付債券信託譲渡をしていますので、優先受益権を一旦銀行がもらうわけですが、この優先受益権をどうするかというと、格付会社から格付けを取得する。これはR & Iに聞いたのですが、R & Iの自治体格付けというのはA Aクラスの中にすべて入っていますので、この組成の方法によっては、A A ± 2 ノット、つまり、ひよっとするとA A Aというような格付けも得られる可能性がある、もしくは、悪くなってシングルAになる可能性もあるわけですが、格付けのある投資商品として組み直すというかたちになります。この投資商品は、私募の取扱者を通じて投資家に販売される。投資家についても、従来地方債を引き受けていた銀行ではなくて、違った方々、例えば外資、共済であったりしますが、新しい投資家を見つけてくる

ということで、地方債の資金の出し手が銀行から新しい投資家に移り変わるというのが、このスキームのミソとなります。

劣後受益権をどうするかというと、金融機関が持っていてほかの方が持っていてかまわないわけですが、金融機関が持って中途償還があった場合に備えるというようなスキームを考えています。

ここで、当然裏付けとなっている貸出債券は自治体の借入つまり地方債ですから、安全性がきわめて高いということで、高位の格付けもとれて投資家も興味を示すだろうという流れになっています。

銀行として今、諸方面に提案しているわけですが、そうはいつでも、ここで発行される信託受益権自体には安全性が確保されていなくて、あくまでも裏付けになっているだけという状況になっています。今、特殊法人改革が一方で議論されていますが、地方公共団体の関連でいうと公営公庫ですが、公営公庫というのは従来の地方公営企業に対する融資だけではなくて、一般会計債、土地開発公社、道路公社にも融資できるように拡大した事業を行っているというのが非常に問題になっているわけです。

そこで、そういった事業を縮小しながら、一方で、貸出債券の流動化市場に対する保証機関、つまり、信託銀行が発行する信託受益権について公営公庫が保証しますと。それは信用リスクを補完するということではなくて、流動性リスクを補完するという観点で保証するという業務を、一方で貸出業務を縮小しながら、一方で新しい業務として行っていく。そうすれば、特殊法人改革の中でも、一方では縮小しますが、一方で意義のある事業を行っていくということ

で、意義のある改革ができるのではないかとということで、例えば内閣府とか総務省に私どもとして提言をさせていただいているという背景があります。

ここは信託銀行を想定していますが、例えばここがSPCと呼ばれている特定目的会社であってもかまわないわけで、その場合には信託受益権ではなくて特定社債というかたちの発行になるということで、違いは多少ありますが、同じスキームが組めるのではないかと考えています。

私どもUFJ銀行としては、資金調達が多様化の一つの手助けができればと考えております。