

公開シンポジウム；「日本の地方債制度と格付け」の実施報告

NPO フェア・レーテング主催の標記シンポジウムが、平成 20 年 3 月 22 日（土）13:30～18:00、日本大学経済学部（水道橋駅徒歩 2 分）において、以下の内容で、自治体・機関投資家・格付機関・学会等関係者約 100 名余の参加者を得て活発な討論会を実施いたしました。その概要を報告申し上げ、ご協力をいただきました関係各位にお礼を申し上げます。

1. 実施プログラムとシンポジウムの趣旨

司会；田村 香月子氏（関西大学）

第一部 基調講演

13:50～14:30 「日本の地方債制度の現状と課題」

坂越 健一氏（総務省自治財政局地方債課・課長補佐）

14:30～15:10 「地方債格付けの取り組み」

関 雅広氏（東京都財務局・公債課長）

15:10～15:50 「R&I の地方債格付けの考え方」

安田 稔氏（格付投資情報センター格付本部・公共部長）

第二部 シンポジウム（16:10～17:55）

コーディネーター：黒沢 義孝氏（日本大学）、小畑健雄氏（日本政策投資銀行）

土居丈朗氏（慶応義塾大学准教授）

川森 幸三氏（日本生命資金証券課長）

江夏あかね氏（日興シティーグループ証券シニアクレジットアナリスト）

関 雅広氏（東京都財務局）

安田 稔氏（格付投資情報センター）

17:55～18:00 閉会の挨拶 箕輪徳二（埼玉大学）

〈当シンポジウムの旨趣〉

昨年度、夕張市が財政再建団体となり、近年、地方財政の困難性が顕現してきています。そのような中で、地方債発行の制度が、総務省による許可制から協議制に移り、地方自治体の自主性と責任が強調される兆しが見られます。

このときに当たり、地方債発行団体を中心に総務省、格付会社、投資家、学会等の関係者をお招きし、「日本の地方債制度と格付け」をテーマとして、討論会を企画いたしました。本シンポジウムの目的は、この問題についてのそれぞれのお立場での認識を深め、その課題の明確化、今後の進むべき方向性を探ることにあります。

2. 基調講演の実施報告

(1) 「日本の地方債制度の現状と課題」坂越 健一氏（総務省自治財政局地方債課・課長補佐）本講演では、以下の項目が報告された。

〈地方財政の税収不足と地方債の増大〉

- ① 地方財源のその不足の原因を分析し、その不足原因は、景気低迷に加え、減税や景気対策など国の施策に地方が協力してきたことによる公債費の増崇が主なもので、近年、歳出抑制と景気回復による税収増にともない、財源不足が縮小していることを指摘した。
- ② 平成 20 年度地方財政計画のポイントが紹介された。その主なものは、イ、歳出の特別枠「地方再生対策費」4,000 億円の創設、ロ、地方交付税及び一般財源の総額を増額確保、ハ、基本方針 2006 年に沿って引き続き歳出を抑制努力である。

〈平成 20 年度の地方債発行計画とその消化先〉

- ③ 平成 20 年度地方債計画が紹介された。20 年度地方債総額 12 兆 4,776 億円（前年度比 0.3%減）で、市場公募地方債は、借換債を含め 6 兆円（前年度比 2,000 億円、3.4%増）を予定している。
- ④ 地方債計画（当初）における資金別構成比の推移が分析され、平成 13 年財政投融资改革、行政改革法（公的資金を減らす）の実施により、公的資金減少し、民間資金を利用する割合が増加していることを明らかにした。20 年度で政府資金（26.0%）、公庫資金（1.7%）、機構資金（9.9%）で、民間資金である市場公募資金（27.2%）、その他民間資金（36.1%）が約 64%を占めるまでになっていることを指摘された。

〈市場公募債の増加と共同発行市場公募債 29 団体〉

- ⑤ 市場公募債の償還年限、全国型市場公募地方債発行団体、市場公募債の発行の推移、共同発行市場公募地方債発行団体の推移を明らかにした後、平成 20 年度市場公募地方債発行予定額 5 兆 3,550 億円（10 年債 3 兆 6,300 億円、5 年債 9,800 億円、20 年又は 30 年債 7,450 億円）と、共同発行市場公募債 1 兆 2,300 億円（10 年満期一括償還）があることが明らかにされた。

〈早期健全化基準等；「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」平成 19 年 6 月制定とその施行〉

- ⑥ 地方財源補償に係る法律規定、地方債の安全を守る仕組み、地方債協議制度の仕組み、早期是正措置としての起債許可制度（実質公債比率 18%以上）、地方公共団体の財政の健全化に関する法律について（健全段階、財政の早期健全化段階、財政の再生段階）、健全化判断比率等の対象について丁寧な説明があった後、早期健全化基準、財政再生基準、経営健全化基準等の法律の施行に向けたスケジュールが示され、20 年度秋には 19 年度決算に基づく指標の公表を行うことが示された。

〈振替地方債利子の非課税制度の創設〉

- ⑦ 振替地方債利子の非課税制度の創設により国債と同様非居住者、外国法人が受け取る地方債利子のうち「社債、株式等の振替に関する法律」上の振替え地方債に係る

ものについて源泉徴収非課税措置が創設されたことの説明がなされ締めくくられた。

〈若干のコメント〉

坂越健一氏のご講演は、日本の地方債制度の現状と課題について、地方財政の現状と問題点から解き明かし、地方財政での地方債の発行が重要な役割を果たしていること、地方自治体の近年の資金調達実態と方向を示すとともに、地方財政の健全化法制等の実施により、地方財政・地方債の償還等についての地方財政規律の諸基準を設け、漸次、公募地方債等民間資金が引き受ける割合が増大するなか、地方自治体に自治体関連債務全般を包括する5つの財政指標を作成させ・公表することにより外からの財政についてのガバナンスを働かせる仕組みを確立してきていることを簡潔にして、明快に主張したもので、すばらしい講演会であった。

(2)「地方債格付けの取り組み」 関 雅広氏（東京都財務局 主計部・公債課長）

本講演の内容は、おおよそ次のようである。

① 「激動する地方債の状況」をテーマに次の事項をお話しされた。

イ、「大型台風が通過していった18年の地方債」では、夕張ショック、4団体が個別条件方式で発行、統一条件方式が事実上終結、都道府県・政令市実質公債比率発表12団体が許可団体に、破綻法制、格付を中心にお話しした。

ロ、「引き続き揺れ動いた19年度の地方債」では、サブプライム問題が発生、地方債を含む市場環境の大幅悪化、交付税特別枠など地方重視した20年度予算発表、地方債協会の海外IRを実施、財政健全化法の制定、JCR地方債38団体の勝手格付撤回を中心に話された。

ハ、「20年度に予想されるイベント要因」では、地方財政分野；地方の真の活性化、財政再建団体と健全化施行時期、消費税の見直しを含む地方財源の充実、市場環境分野；利上げのタイミング、格付取得は加速するか、新たなリスク要因はあるか。リスク要因分野；仕組み債トリガー、三セク等経営問題と地域再生機構の役割、低金利個人向け国債の地方債に影響。金融再編分野；地方公営企業等金融機構設立や政投銀民営化、新たな金融再編は？を中心にお話しされた。

ニ、これまでの東京都債の商品性向上について、市場公募債シェア22%、自主財源比率90%で、Moody'sから高格付（外債Aaa、国内Aa1）を取得し、複数格付を検討しているとのことであった。

② 「地方債と格付」のテーマでは、次の事項をお話しされた。

イ、「地方債における格付を取り巻く状況」では、市場環境の変化；ゼロ金利解除、個人、海外等の多様な投資下層の存在。格付機関の動向；勝手格付の役割終了、格付取得コストの低廉化、地方債格付体制の充実、地方債を取り巻く状況；地方債制度改革(国の関与減少)、超長期債発行団体の増加、統一条件方式の崩壊、海外投資家利子非課税、IRの重要性。自

治体の事情；財政再建の推進（三セク等経営問題、デスクロジャー）、各自治体の海外戦略を中心にお話しされた。

ロ、「地方債を取り巻く状況と格付」では、地方債制度改革（許可制から協議制へ）により、国関与が弱まり、地方の責任が大きくなる。超長期債（20, 30年債）が近年増加している。ハ、振替地方債に係る非居住者利子非課税制度が創設され、20年1月1日より振替地方債の利子が、源泉徴収（15%）を免授され、海外投資家の地方債への積極的な投資が期待される。そうすると益々IRの重要性が高まることを指摘された。東京都は、19年5月にロンドン、10月ロンドンパリ、フランクフルトにIRに出かけていることが報告された。

ニ、「格付機関の状況」では、JCRの勝手格付の終了。公募団体の増加、依頼格付の増加等で、地方債格付を取り巻く環境が大きく変化したことを主張された。格付取得コストの低廉化については、格付機関にもよるが概ね100万円～400万円程度（外債発行分を除く）であることが報告された。

〈若干のコメント〉関 雅広氏の講演は、近年激変する地方債発行・制度の状況を18年度、19年度そして20年度を予測するという大変興味深いテーマで簡潔にまとめられ大変説得力のあるお話であった。さらに、東京都債の発行への取り組みを、財政、東京オリンピックの招致へ東京都債の格付の有効性、格付取得による格付取得コストを上回る東京都債の支払利息の節約等大変興味深く、かつ有益なお話であった。

（3）「R&Iの地方債格付けの考え方」安田 稔氏（格付投資情報センター格付本部・公共部長）

本講演の内容は、概ね次のようである。

①R&Iの「自治体の格付け」が示され、全国型公募地方債発行団体にAAA～AA-を付与していること、2008年末を持ってop格付け（勝手格付け）を取り下げることが報告された。夕張市の財政破綻の表面化、地方債制度が許可制から協議制へ変更、統一条件決定方式から個別条件決定方式への移行があった2006年度以降、地方債市場では定性要因を加味したより精緻な依頼格付けが主流になりつつある。公開情報に基づくop格付は一定の役割を終えたとの判断。

②「自治体の信用力に関する主な論点」として以下の5点が報告された。

- ・自治体の信用力はソブリンと同格か？（総務省の考えは準ソブリン）
- ・地方自治体間で信用格差は生じるか？（準ソブリンであれば信用格差無し）
- ・地方債はデフォルトするか？（地方自治体の倒産や破産法制はない）
- ・公募団体以外の地方自治体の信用力は？（過疎化の進むような小規模の市町村の信用力）
- ・地方3公社や第3セクターの信用力は？（外郭団体の信用力に自治体の存在をどう織り込むか）

③当局の地方債の信用力に関する正式見解は準ソブリン。地方債のリスクウエートは、BIS

自己資本比率規制が導入された1988年当時は10%であったが、新BIS自己資本比率規制では日本国債同様0%である。また、全ての自治体の信用力が準ソブリンであれば、自治体間で信用格差は生じない筈ではあるが、R&Iは考えは必ずしも当局の考えと一致しないとの見解。

④「R&Iの自治体格付の考え方」では、以下の点が報告された。

イ、強固な政府サポート（マクロベース財源保障、早期是正措置による起債制限、財政健全化法など）を格付けに反映し、すべての公募団体にAA格以上の高格付けを付与している。
ロ、政府サポートの問題点は、国は地方債の元利償還に必要な財源をマクロベースで財源“保障”しているのであって地方債の元利払いに対する“保証”を行っているわけではないこと。地方財政計画は緊縮傾向が続いており、多くの自治体が厳しい財政運営を強いられていること。現在の財政再建制度は地方自治体自らの申請が必要であること。地方債残高に占める政府系資金が減少していること。これらの点を考慮すると、R&Iは単純に地方債の信用力が日本政府の信用力と同一になるとは考えていないとの報告がなされた。

ハ、地方自治体間の信用格差については、地方分権改革や三位一体改革など国と地方の関係が離れていく方向にあるなか、地方自治体の自主性が強まり、自己責任の範囲も拡大しているため、各自治体の経済力や行政改革の濃淡で財政力格差がつく傾向があること。今後も財源保障機能や財源調整機能は残ると考えているが、制度変更リスクを想定できる範囲内で織り込むことにより、R&Iは政府サポートを踏まえつつ、自治体固有の経済基盤や財政力の差を格付けに反映させていくことが適切と考えていると報告された。

ニ、自治体格付けでは、普通会計＋公営事業会計＋地方3公社＋外郭団体を評価対象とし、定量、定性の両面から総合的に判断する。定量面では経済力、財政状況、債務水準の3要素が主な評価要素。普通会計をベースに自治体間比較、時系列比較を行う。定性面では、自治体間の横比較困難な要素、数字に落とし込めない要素として、税収基盤や行財政改革への取り組み状況、外郭団体の経営状況や支援の可能性、大型プロジェクトなどを評価。
ホ、具体的な視点として、経済力では税収基盤の強さなど（自主財源比率など）、財政状態では収支状況、行政改革取り組み結果など（修正単年度収支比率など）、債務水準では債務負担の程度（債務償還可能年数など）などがあげられた。

以上のような視点から、強固な政府サポートと共に各自治体に対するスタンド・アローンの評価を加味し、公募債発行団体をAAA～AA-の範囲に格付けしているとのことであった。

⑤自治体には倒産や破綻法制はないが、R&Iが想定する地方債のデフォルトには元利払期日の変更、強制的借り換え、極端な金利引き下げ要請など貸し手が経済的な損失を被るような民間資金の条件変更などを考えている。さらに独自の債務返済が困難になる要因を、長期的要因（過大な負債長期に収支を圧迫する財源不足）、短期的要因（税収の落ち込みによる財源不足への耐久力不足）、突発的要因（公営企業の経営不振、地方公社、外郭団体に対する債務保証・損失補償の履行、巨大災害の発生など）により捉えている。

⑥公募団体以外の自治体の信用力は、財政基盤が弱い市町村でも政府サポートの存在を考

えればAゾーン中位以上になる可能性が高い。地方3公社の格付上の検証ポイントは、自治体の支援能力と政策の執行機関として位置づけ。公社単体での信用力に加え、自治体による支援の意思と能力が重要な評価要素としている。

⑦新たに制度された「財政健全化法」（2009年4月1日施行）では、実質赤字比率、連結実質赤字比率、実質公債費比率、将来負担比率の4指標によって自治体の健全度合いを判断する。同法は、財政悪化に一定の歯止めを掛けるスキームとして、クレジット判断ではプラスに評価できるとしている。しかし、個々の指標だけで自治体の信用力を捉えることは難しいとして、既に公表されている実質公債費比率とR&Iの格付けの相関が低いことが示された。

〈若干のコメント〉安田 稔氏のご講演は、日本の地方自治体の地方債の信用格付けの考え方、手法を、公営企業、地方公社、外郭団体に対する債務・損失保証、「財政健全化法」施行をも踏まえて定量的、定性的観点から大変丁寧に報告されたもので、大変有益なものであった。

第二部 シンポジウム

パネラー；土居丈朗氏（慶応義塾大学准教授）

土居丈朗氏は、主に以下の点を述べられた。

① 地方債制度の今後の方向性

政府資金(地方向け財政投融资)；規模縮小へ、外部性のより強い事業に集中化
民間資金；市場原理（金利機能）が作用する世界へ、「暗黙の保証」の力弱まる
低利の民間資金を欲する自治体（東京都、横浜市を皮切りに、先駆的な自治体）；格付の活用、民間機関による信用保証→財政健全化を（住民、内部と共に）市場から規律付ける

②「格付け」の利点の活用；地方債の金融商品としての標準化（発行ロットが小さい自治体でも同一格付で発行可能）民間の金融保証保険会社による地方債の保証を活用できる、格付機関からの規律付けを得られるである。

③ 地方債元利償還金の公付税措置の推計規模、交付税措置の規模・推計が実数（期間平均）で示し、必ずしも、当年度の元利償還金すべてが交付税で措置されていないことが報告された。そこで、地方債元利償還金の交付税措置を受けた分だけ金利負担軽減し、地元の受益者負担が希薄化することを述べられた。民間資金利用は、地方債版ペッキングオーバー理論（限界的な起債に対して、民間資金が価格調整機能を活用する）が働くとしている。

④ 交付税制度の解釈を巡る齟齬；自治体側が抱いている認識通りに、必ずしも実際の交付税の運用において財源措置されているわけではないとして、イ、地方債元利償還金の交付税措置は、あくまでも基準財政需要に参入されるまで（措置額分だけ交付税が配分されるとは限らない）、ロ、地方交付税総額を決定する際には、交付税措置が直接的には考慮され

ない（交付税措置の有無に関わらず、交付税総額が減額される可能性）である。

この結果、近年、地方交付税総額の推移を見ると減少しており、交付税及び譲与税配付金特別会計の借入金残高が、2006年度まで増加した。2007年度末で地方負担分残高約33兆円は、その償還のためにそれだけ将来の交付税が減額される。交付税及び譲与税配付金特別会計の借入金残高が、国・地方負担分とも増加している（2008年国負担分0となっている）。

パネラー；川森 幸三氏（日本生命資金証券課長）

川森幸三氏は、機関投資家の立場から、日本の地方債は、デフォルトが起きていないし、それを想定はしていないが、現実に市場取引の観点から見て流動性リスク、自治体の税收力等で、利回り格差が付いており、それは、正当な市場評価であるといわざるを得ないことを主張された。

パネラー；江夏あかね氏（日興シティグループ証券シニアクレジットアナリスト）

江夏あかね氏は、「日本の地方公共団体の格付け－考えるヒント」と題して概ね次のことを述べられた。

- ① 地方債市場において、依頼格付けが求められている背景として、
 - (ア) 民間投資家もステークホルダーの中核になりつつある。地方債市場の規模は、10年間で約1.6倍に増加（1990年代の景気対策に伴う地方債残高の増加）している。これは、地方分権、財政投融资改革など公的セクターの改革により民間等資金のウェイト増加（地方債市場の民間資金規模約72兆円）などが背景である。
 - (イ) 国内外において高まる地方債市場のプレゼンス（国内民間資金分約72兆円）。地方債市場の規模は、2007年3月の国内クレジット市場27%（証券形式分）、米国25%、ドイツの公共ファンドブリーフ市場の64%に該当すること、が示された。
 - (ウ) 最近の動きとして、JCRが勝手格付pを撤回(2008年2月)、R&Iが勝手格付opを2008年末に取り下げ予定（2008年3月）、を挙げた。
このような流れに伴い、地方公共団体による依頼格付けの取得が加速する可能性があること、2008年末が近づくに連れて、格付けの有無に着目して銘柄選択を行う投資家も出現する見通しとなったこと、もし依頼格付けの取得などを含めた情報開示の充実化が止まるとしたら、地方債のクレジット・スプレッドの安定性の確保が従来よりも困難になる可能性がある、と指摘した。
- ② アンケート結果による、「地方債市場において、依頼格付けが求められている背景」は、「地方債の投資促進するために望む点は何ですか」の質問で、ディスクロージャー・インベスター・リレーションズ(IR)の向上49.0%、依頼格付けの取得促進19.6%、

クレジットの改善 17.6%,その他 13.7%となっていることが報告された（日興シティグループ証券が東京にて 2007 年 12 月に開催した「2008 年度地方債市場を占う」のセミナーにおけるアンケート結果）。

- ③ 「日本の地方公共団体に対して、クレジット分析は必要か」について、次のように主張された。クレジット分析の必要な 2 つのロジック；

そのロジック 1；日本の地方債は、一部の外貨建債を除き、政府が明示的に保証をしているわけではない。地方公共団体は、地方財政制度を通じて重層的に政府支援を享受している。そのため、マクロ要因のみならず、各地方公共団体のクレジット要因の分析を必要としている、と主張された。

そのロジック 2；流動性や評価損益等を勘案して投資における効率的ポートフォリオ形成を目的としたクレジット分析などの必要性がある。日本の地方債の格付けは、ほとんどが AA 格となっており、当該格付水準のデフォルト率は極めて低いものの、地方公共団体間に格付けやクレジット・スプレッドの格差が生じているのが現実である。

- ④ 「地方債のクレジット・スプレッドの決定要因」では、日本の地方債は国債に対してある程度のスプレッドが上乘せされて取引されていると紹介した。また、その上で、「地方債のクレジット・スプレッドの構成要素」を次のように説明された。

- ・ 信用リスク・プレミアム；地方債はデフォルトの仕組みはないが、タイムリー・ペイメントまで保証する仕組みは存在しない、と考えられる。さらに、地方債の格付けに格差が存在すること、夕張市の財政再建団体指定、“再生型破綻法制”の導入が検討されたことなどから、投資家は銘柄間の財政状況の差をある程度意識している。
- ・ 流動性プレミアム；取引を行いたいタイミングで実際に取引を執行することが可能であるか（売買のしやすさ）。
- ・ その他のプレミアム（公的なセクターの債券に特有な要素）；制度面の先行き不透明さ（政権交代による、マクロベースの関与・支援体制に変化が起こるシナリオ）、「ヘッドライン・リスク」；報道を中心とした「ヘッドライン」に対して想定される信用リスクよりも市場が過敏に反応する傾向があること、を挙げられた。

〈報告のおわりに〉

日本の地方債は、1990 年以降、バブル経済崩壊後の地方経済の活性化のための公共投資の増加、税源不足により急増し、地方財政計画の大きな問題となってきた。地方債は、従来は政府の「暗黙の保証」により、デフォルトは発生しないものと考えられ、ほぼ AA 格以上の格付が付与されてきた。

こうしたなか、平成 13 年の財政投融资改革、行政改革法（公的資金依存を減らす）により、地方債の資金源泉が、市場公募資金、その他民間資金（縁故債等）依存が増加し、平成 20 年 64%までにもなった。このように公募債を含む民間資金依存が強まると、地方

公共団体の財政を中心とするデスクロジャー（公会計制度の重要性の高まり）の促進の要請、格付の取得の必要性が益々高まってきた。

政府もこうしたなか、「地方債の安全を守る仕組み」確立に向け「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」（平成 19 年 6 月制定）により、実質赤字比率、連結実質赤字比率、実質公債費比率、将来負担比率の 4 比率に公営企業における資金不足比率を「早期健全化基準」、「財政再生基準」で評価するシステムを規定したのである。こうして地方公共団体の地方債を含めた財政収支計画の自己規律を市民を含めた外部のガバナンスにさらすことにより、受益負担の意識を高めながら達成しようとしていると考えられる。

地方債への投資家は、その元利金の償還資金を必ずしも政府が保証するとは解釈しておらず、地方債のクレジット分析の必要性を認識してきている。なぜなら、地方公共団体の地方債間に利回り格差、クレジット・スプレッドが現実には生じているからである。

ますます、地方債の民間資金依存が高まるなか、地方公共団体による市場へのデスクロジャー・IR の必要性、格付の取得が強まると思われる。

ところで、ご多忙なか、大変有益な基調講演をそれぞれのお立場からいただいた先生方、シンポジウムのパネラーとして貴重なご意見、積極的な討論を展開していただき、「日本の地方債制度と格付け」について、それぞれの問題を深化・整理していただき大変有益なシンポジウムを行うことができました。ここに主催者を代表して感謝申し上げます。本報告は、できるだけそれぞれの先生方が報告・主張されたことをまとめさせていただきました。こちらの思わぬ聞き間違い、誤解による記述もあるかと存じます。それらについての責任は、主催者側にあるものと、どうぞご海容の程をお願い申し上げます。

（文責；箕輪徳二）