国土交通政策研究 第73号

事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究Ⅱ

～我が国への導入に向けた可能性の調査・考察～

2006年 10月

国土交通省 国土交通政策研究所
主任研究官 日下部 隆昭
研究官 森山 弘一

はじめに

事業目的別歳入債券（レベニューボンド）は、その元利償還の財源が事業収益に特定されており、事業の採算性の悪化等により元本が欠損することのないよう投資家等から評価・監視されることから、市場メカニズムを通じ事業に規律をもたらすことができる資金調達手法として我が国で注目されつつある。また、平成 18 年 7 月に公表された竹中前総務大臣の私的懇談会「地方分権 21 世紀ビジョン懇談会」報告書には、地方債の多様化の実現に当たりレベニューボンドの導入を検討すべき旨の記述があり、レベニューボンドに対する注目は一層高まりつつある。

本研究は、前回に実施したレベニューボンドの制度の概要や実態等に関する調査研究に引き続き、前回の研究への補足を行いつつ、我が国への導入可能性について検討を行ったものである。

本研究の実施に当たって、国内外の金融関係者（引受業者、格付会社、保証会社等）、コンサルタントの方々には多大なご協力を頂いた。また、本研究のとりまとめにあたっては、慶應義塾大学吉野直行教授から大変有益かつ貴重なご助言・ご示唆を頂いた。ここに心より感謝を申し上げたい。

2006 年 10 月

国土交通省 国土交通政策研究所
主任研究官　日下部　隆昭
研究官　森山　弘一

本研究の要旨

はじめに、米国と我が国における地方債制度及び市場環境等の違いを明らかにし、我が国への RB 導入の可能性について検討した。我が国では今年度から地方債制度が協議制に移行し、不同意債の発行が可能となるなどの変化が見られるが、地方債導入当初から自治体が自主的に独自の信用力のもと地方債を発行してきた米国とは、発行環境等が大きく異なっている。このため、現状のままでは我が国の地方公共団体におけるレベニューボンド発行のインセンティブは低く、RB 導入の可能性は小さいものと考えられる。しかしながら、最近の地方債の市場化・多様化に向けた関係機関の動きや、総務大臣の私的懇談会である「地方分権 21 世紀ビジョン懇談会」の報告書におけるレベニューボンドに関する記述を勘案すると、発行のインセンティブが今後一気に高まっていく可能性は高いと考えられる。**【 → 第２章、第３章】**

次に、上記のような米国との発行環境等の違いを踏まえつつ、米国における RB の発行手続の詳細を調査することで、我が国へのレベニューボンド導入に当たっての制度的、人的・能力的な問題等、手続上の問題点を明らかにした。米国では、レベニューボンド保有者への元利償還を確実にするために不可欠な法制度や発行後の詳細かつ継続的な情報開示、発行手続に関するガイドライン等が整備されており、市場関係者間における役割・リスク分担の明確化や各者による債券の評価ノウハウの構築等が図られている。この結果、そうした仕組みが債券の元利保証の有無に関わらず地方債の市場化及び流通市場の活性化に寄与しているとともに、レベニューボンド発行プロセスの中で市場メカニズムの機能が十分に発揮されている。さらに、それらの結果が個人投資家等の売買インセンティブを向上させるといった好循環を生んでいる。これに対し、我が国の地方債市場では、米国ほど地方債商品が多様ではなく流通市場も発達しておらず、また、投資家に対し元利保証のあるものしか取り扱われてこなかった等の背景から、レベニューボンド発行に当たって不可欠な法制度やガイドラインが未整備であり、発行手続上求められる評価や情報開示等に係る経験やノウハウ等が米国と比べ極端に不足している状況である。**【 → 第４章、第５章】**

今後、我が国へレベニューボンドを導入していく際には以上のような問題点に留意しつつ、国及び地方公共団体、関係機関等が一体となった法制度及び市場環境等の整備又は改善、特に、投資家（特に個人投資家）の視点に立った情報開示の徹底や流通市場のさらなる整備が重要になるものと考える。

キーワード：　レベニューボンド、社会資本整備、地方債制度、債券格付、金融保証

Effective Use of Revenue Bond : Possibility to Introduce into Japan

Summary

First, this paper specifies differences on institutional scheme and market circumstance of municipal bonds between in Japan and in the United States, and examines how the revenue bond scheme can be introduced into Japan. Now in Japan municipal bond market has changed, as municipal bond can issue not under the permission but with consultation of central government from April 2006 and local governments can issue municipal bonds without their consent of central government. We recognize that there are many differences in bond issuing circumstance between the United States and Japan, because municipal bonds in the United States had been issued by various terms and conditions based upon each credit of local government. Therefore we think there are less incentive and less possibility for local government to issue revenue bond in Japan without changes of situations. But in Japan recently many actors are moving to develop and diversify municipal bond marketability, and "Chiho-Bunken 21 Seiki Vision Kondankai" (The informal council to discuss 21st century's vision for decentralization and shared responsibilities between central and local governments) reported the necessity of revenue bond. These movements suggest that incentive to issue revenue bond may progress rapidly in the near future. (Please see the chapter 2 & 3)

Second, we also made investigation and analysis of issuing process details in the United States based upon recognition of the two countries' differences, and we specified procedural problems for introduction of the revenue bond system into Japan, such as institutional issues, human resources, and capability. In the United States, various regal structures, which are essential for safe repayment of principal and interest to investors, guidelines of detailed and continuing disclosure after issuing and issuing procedure are established. These lead clear role share and risk allocation with market participants, and also lead the progress of evaluation and analytic know-how. As the result, those mechanisms can activate securitization and secondary market development of municipal bond. Market mechanism works effectively in issuing process of revenue bond in the United States. Furthermore it can provide incentives for individual investors to invest and trade revenue bonds. Contrary to such situation, municipal bond market in Japan has had little variety as investment asset and less liquidity in the secondary market. Historically only municipal bond guaranteed by central government without credit risk for bond investors has been issued. Therefore in Japan various regal structures and guidelines, which are essential for revenue bond issuing, are not framed. This situation leads to the extreme lack or shortage of experience and

know-how for credit evaluation, risk analysis, timely disclosure and so on. (Please see the chapter 4 & 5)

In order to introduce the revenue bond system into Japan, we must take notice to the points as above. It will become more important to make institutional development or improvement of legal structures and market circumstance, especially to promote disclosure system useful for various investors, mainly individual investors, and to develop more secondary market of municipal bonds.

Keywords: revenue bond, social infrastructure development, municipal bond system, bond rating, bond insurance

目　次

第１章 研究概要 1
１.１ 研究の背景・目的 1
１.２ 研究の内容 1
１.３ 研究の進め方 2
（１） 米国現地調査 2
（２） ヒアリング・文献調査 2
１.４ 研究の流れ 3

Ⅰ. 地方債制度等の視点からの調査・考察
第２章 米国の地方債制度等と RB の特質 5
２.１ 米国の地方債制度 5
（１） 地方債制度 5
（２） RB 促進型の起債制限制度 7
２.２ 償還原資の種類からみた RB の分類 7
２.３ 免税措置 8
２.４ 金融保証 8
２.５ 担保の設定と破綻処理 9
２.６ セカンダリー市場の状況 10
２.７ リース手法の活用状況 10
２.８ オーソリティの概要と活用状況 12
２.９ 発行状況 15
第３章 我が国の地方債制度等と RB 導入の可能性に関する考察 19
３.１ 我が国の地方債制度の状況 19
（１） 許可制から協議制への移行 19
（２） 不同意債の活用メリット 21
３.２ 我が国における RB 導入の可能性 22
（１） 我が国の地方債市場の現状 22
（２） RB 導入の可能性 22

Ⅱ. RB 発行手続の視点からの調査・考察
第４章 米国における RB 発行手続 25
４.１ 発行プロセスの整理 25
（１） 全体プロセス 25
（２） 個別プロセス 35

４.２ 発行手続に関わる人材及び仕組み 65
（１） FA 65
（２） カウンセル 67
（３） 発行情報の蓄積（開示登録システム） 68
（４） DTC の証券用帳簿記入システム 69
４.３ 発行手続から見た市場関係者の役割と機能 70
（１） 市場関係者の利害 70
（２） 発行手続から見た市場関係者の役割と機能 71
第５章 我が国への RB 導入の際の問題点に関する考察 73
５.１ プロセス全般に係る問題点 73
５.２ プロセスごとの問題点 74
（１） プロセスⅠ：RB 発行に向けての予備検討 74
（２） プロセスⅡ：RB 発行に必要な法律上の手続の確認 75
（３） プロセスⅢ：引受業者の選定 75
（４） プロセスⅣ：RB 発行に向けての詳細検討、目論見書の作成 75
（５） プロセスⅤ：RB 発行 76
（６） プロセスⅥ：RB 発行後の管理 77

補　論 ： 国内における先進事例の紹介

巻末資料
巻末Ⅰ　米国現地調査の概要
巻末Ⅱ　参考文献リスト
巻末Ⅲ　参考資料

■略語一覧

Best Practice：Recommended Best Practices in Disclosure
DSCR：Debt Service Coverage Ratio
FA：Financial Advisor
GFOA：Government Finance Officers Association
GOB：General Obligation Bond
IRS：Internal Revenue Service
LOC：Letter of Credit
MBIA：MBIA Insurance Corporation
Moody's：Moody's Investors Service
MSRB：Municipal Securities Rulemaking Board
NASD：National Association of Securities Dealers
NFMA：National Federation of Municipal Analysts
NRMSIR：Nationally Recognized Municipal Securities Information Repositories
Orrick：Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP
RB：Revenue Bond
RFP：Request for Proposal
RFQ：Request for Qualifications
SEC：U.S. Securities and Exchange Commission
S&P：Standard & Poor's Ratings Services
TBMA：The Bond Market Association
TFA：Transitional Finance Authority
UBS：UBS Investment Bank

第１章

研究概要

第１章　研究概要

１.１　研究の背景・目的

国および地方公共団体の財政状況が厳しい中で、国民のニーズに対応した社会資本を効率的に整備するため、資金調達について多様な選択肢を準備しておくことの重要性が増している。特に、地方債においては、さらなる市場化及び多様化を図りつつ、同時に、発行体（事業主体）の効率化へのインセンティブが働くような仕組みを導入することが期待されている。

他方、米国やカナダなどには、上下水道、有料道路、空港等のインフラを整備・管理・運営する際に、当該事業で必要となる資金を民間から調達する手段として発行されている事業目的別歳入債券（Revenue Bond：以下、「RB」という。）がある。RB では、元利償還財源が事業収益に特定され、元利償還が事業の成否に依存している。つまり、事業の採算性が悪化した場合には出資者がすべてのリスクを負うため、発行及び流通の際に市場関係者（引受業者、格付会社、保証会社等）によって厳密な評価又は審査等が行われ、事業の効率化が図られる。つまり、RB には事業主体にとって財政規律をもたらすメリットがあるといえる。

そこで、当研究所においては、２ヵ年にわたり米国の RB の実態と我が国への導入可能性等について調査・検討を実施した。

前回の研究（国土交通政策研究第 56 号「事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究」）においては、我が国における住民参加型市場公募地方債や PFI の持つ問題点を明確化した上で、「規律付け」と「魅力付け」という観点を中心に、米国の RB の概要を整理するとともに、事例調査を実施することでその詳細を把握し、我が国における民間資金を活用した社会資本整備制度とのメリット・デメリットを比較することで、今後の我が国への RB 導入に向けての研究課題を整理している（詳しくは、国土交通省国土交通政策研究 56 号を参照）。

本研究（本報告書）では、RB の我が国への導入可能性について考察し、導入に当たっての問題点を発行プロセス毎に整理している。具体的には、地方債制度や市場環境等が米国とは大きく異なる我が国において RB 発行の可能性はどの程度か、つまり、地方公共団体における RB 発行のインセンティブはそもそも存在するのか、また、導入する場合の発行手続からみた問題点とは具体的にどんなものか、等について考察している。

１.２　研究の内容

本研究では、米国現地ヒアリングや文献調査等を通じ、米国の RB の特質について前回の研究への補足調査を行いつつ、米国と我が国の地方債制度及び市場環境等の違いや動向を明らかにし、我が国への RB 導入の可能性（RB 発行のインセンティブ等）について考察する【Ⅰ．**地方債制度等の視点からの調査・考察**】。

また、米国における RB 発行手続の流れ（発行前の検討～発行～発行後の管理）とプロセスごとの手続の詳細（法制度・契約の規定、関係者の役割・ノウハウ、作成書類等）を明らかにし、発行手続からみた我が国への RB 導入の際の問題点について考察する【Ⅱ．RB **発行手続の視点からの調査・考察**】。

１.３　研究の進め方

（１） 米国現地調査

RB の実態に関する前回の研究への補足と発行手続の詳細について調査すべく、米国の金融機関等（引受業者、格付会社、保証会社、自治体、法律事務所等）へのヒアリングを実施する（詳しくは巻末Ⅰを参照）。

（２） ヒアリング・文献調査

米国及び我が国の地方債制度や市場環境等を明らかにすべく、国内の金融専門家（証券会社、格付会社、保険会社等）へヒアリングを行うとともに、国内外の書籍や論文、報告書等を収集する（参考文献については、巻末Ⅱを参照）。

１.４　研究の流れ

本研究の流れ（前回の研究を含む）は以下のとおりである。

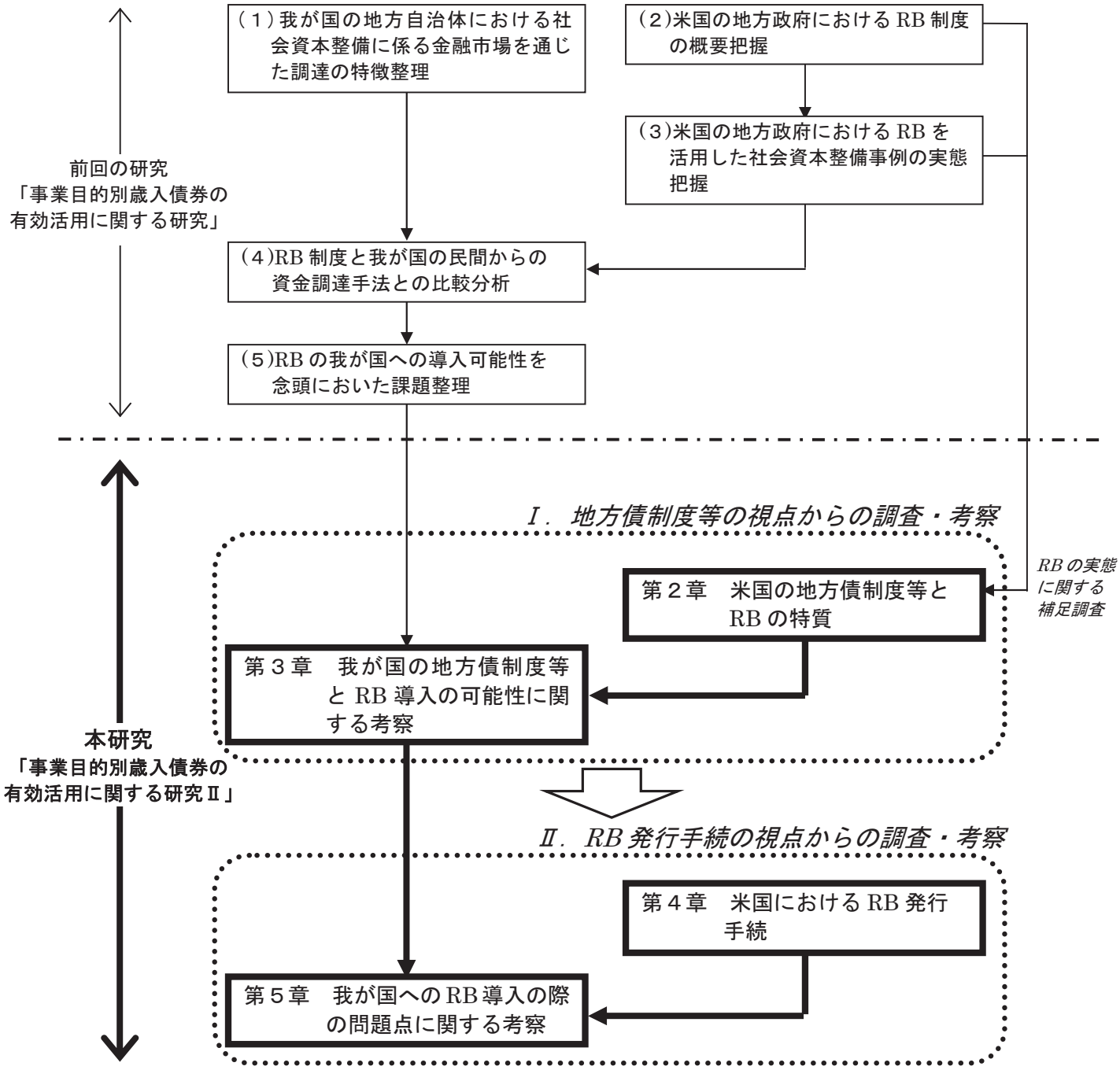


図　１．１　研究フロー

Ⅰ．地方債制度等の視点からの調査・考察

第２章

米国の地方債制度等とＲＢの特質

Ⅰ．地方債制度等の視点からの調査・考察

第２章　米国の地方債制度等と RB の特質

米国の RB の概要については、国土交通省国土交通政策研究所（2005）「事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究」（国土交通政策研究第 56 号）にて紹介済みである。本章では、既存文献や海外現況調査をもとに、同報告書の中で記述が不足している点について補足的に記述する。

２.１　米国の地方債制度

（１）地方債制度

米国の地方債には、一般財源債（General Obligation Bond：以下、「GOB」という。）と RB の２種類があり、GOB は租税等（固定資産税等）の一般財源を元利償還財源として発行され、RB は特定の財源（利用料や手数料等）から元利償還がなされるものである。

また、米国の地方債制度は、我が国とは大きく異なっており、我が国の総務省のように地方行政を統括する省庁がなく、地方債発行に当たっての協議制度もない。つまり、米国の州及び地方政府は、自主的に独自の信用力に基づき地方債（州債を含む）を発行しているということである。

さらに、米国では地方債に対する格付付与が定着しており[1]、幅広い投資家層によって地方債が購入されている。また、各自治体の格付には図２.１のとおり大きな格差が生じている。格付が低い場合には民間の金融保証[2] 等の付与により、格付を高めるということも行われている。

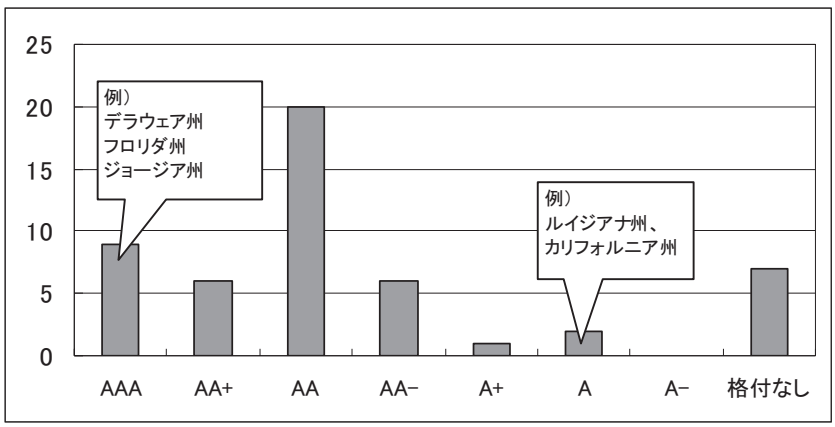


図　２.１　自治体間の格付格差[3]

1　「投資家は、格付のない債券を避ける傾向があるため、格付を得ることが通常である。」（土居丈朗等（2005a）p.33）

2　金融保証とは、地方債の元利償還に対し民間の保証会社（モノライン保証会社）が保証を付するもので、発行体による投資家への元利返済が滞った際、保証会社が代わって期日どおりに元利返済を行う仕組みのことである（国土交通省国土交通政策研究所（2005））。

3　債券市場協会（The Bond Market Association：以下、「TBMA」という。）「the Municipal Bond Credit Report：September 2005」（2005）p.2

このような格付の格差は各自治体の財政状況等を反映したものであり、当然のことながら自治体の資金調達力に大きな影響を及ぼしている。また、このほか、地方債の発行ロット（量）や民間の金融保証等も資金調達力に格差をもたらす要因となりうる。

まず、発行ロットについては、自治体の財政規模に応じて決まるため、小規模の自治体の場合は自ずとロットが小さく、市場での流動性が低くなり、相対的に（大規模の自治体と比べて）発行コストが高まる。その結果、発行ロットが格差を広げる一因となっている。

また、金融保証については、秋山義則（2002）において、2000 年における全米の各自治体の『地方債発行残高』と『ある保証会社による保証残高』とを比較・分析した結果から、「金融保証の購入は、州・地方債残高が大きい州に圧倒的に集中しており、逆に州・地方債残高の小さな州にはほとんどみられないのである。」との指摘が見られる[4]。

このように、当初から自治体の資金調達に市場原理を導入してきた米国においては、自治体の財政規模が資金調達力を大きく左右しており、規模が小さくなるほど資金調達力も小さくなるという状況にある[5]。

なお、米国にはそうした格差の是正措置の一つとして、州レベルで地方債銀行[6] を創設し、地方債銀行自らが銀行債を発行し、その得られた資金をもとに複数の地方政府から地方債を購入する仕組み（図 2.2参照）がある。

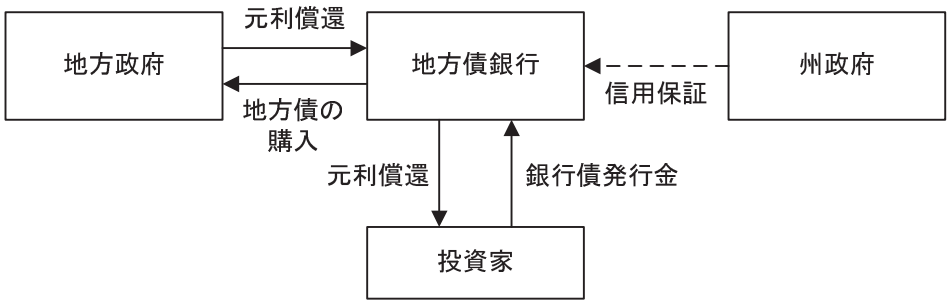


図 2.2　地方債銀行の仕組み[7]

4　秋山義則（2002）p.148

5　ただし、RBの場合はその返済原資が当該事業の歳入のみに依存することから、自治体の財政規模には無関係であることに留意が必要である。

6　地方債銀行とは、州政府の公的金融機関であり、信用度（格付）が低く、借り入れ経験が乏しく、借入額も小さい地方政府が、全国的な信用市場においてより良い条件で資金調達ができるよう信用援助を行う機関である。（詳しくは、秋山義則（2002）pp.153－161、秋山義則（1993）pp.63－68を参照。）

7　秋山義則（1993）p.64 を参考に作成。

地方債銀行は 1969 年からいくつかの州（アラスカ州、オレゴン州、コロラド州など）で創設されており[8]、前述のような資金調達が比較的困難な小規模の地方政府の信用援助を行っている。

（２） RB 促進型の起債制限制度

上述した地方債の２種類のうち、GOB については発行すれば将来にわたって地域住民に租税負担がかかることから、州憲法や州法により起債制限が規定されている。一方、RB は地域住民の租税負担と直接関係がないため、起債制限の対象外とされている。

起債制限が行われた背景については、秋山義則（1998）において、1873 年の恐慌により地方債の相当な割合が債務不履行（デフォルト）となったことから（1870 年代の半ばまでに全地方債残高の約 20%がデフォルト）、1965～79 年までの間に多くの州で、州自らの借り入れと地方政府の借り入れについて制限を行うこととなった旨の記述がある。このように GOB に対する起債制限等を背景に、米国では RB が 1980 年代に大量発行[9] され、インフラ整備の資金調達手法の一つとして定着していった。

２.２　償還原資の種類からみた RB の分類

RB の償還原資については、基本的には当該事業施設に係る料金とされているが、事業内容によっては当該事業施設周辺で徴収される税金（ホテル税、売上税、所得税など）により賄われる場合がある。そこで、償還原資の種類に着目し RB を分類すると、以下の５タイプに分けられる。

表 ２.１　償還原資の種類から見た RB の分類[10]

分類	償還原資の種類
１	税金 [11]
２	税金 [11] ＋ 公共料金
３	公共料金
４	施設の利用料金（既存の独立採算事業）
５	施設の利用料金（新規の独立採算事業）

※上記の分類は償還確実性の高い順に並べている。

8　詳しくは、秋山義則（2002）p.153 を参照。

9　例えば、市政府の債務残高を1980～1990年の期間で見てみると、GOBは1.7倍の増加でしかないのに対し、RBは3.2倍もの増加となっている。（秋山義則（1993）p.56を参照）

10　UBS資料を参考に作成。

11　これには「Tax」と「Fee」の２つが含まれる。Feeとは、当該事業により受益を受ける民間事業者等から徴収されるもので、受益の大きさに応じて課税負担が異なり（例えば、コンベンションセンター事業であれば事業施設周辺のホテル業者からは他の事業者よりも多めに徴収する）、元利償還期間の終了とともに支払い義務がなくなるといった特徴を持つ。

なお、参考として、償還の仕組みについて概念図を整理すると以下のようになる。

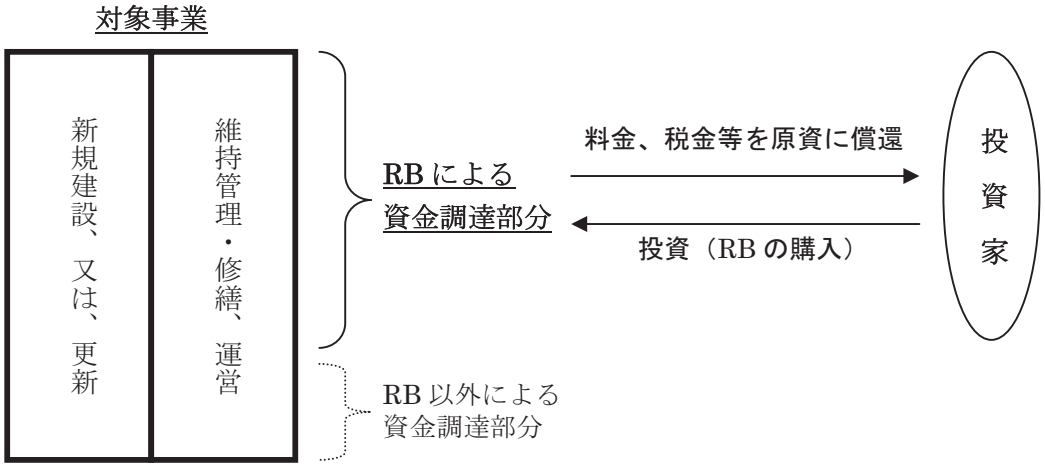


図 2.3 償還の仕組み

2.3 免税措置

米国では、地方債の利子所得に対する連邦所得税は免税扱いとされており、それは 1913 年に制定された内国歳入法（U.S. Code Title26：Internal Revenue Code）で規定されている。免税措置は連邦政府による州政府への一時的な政治的配慮をきっかけに導入されたようであるが[12]、こうした免税措置は、連邦政府からの補助金交付よりも、償還義務のある地方債の方が地方政府等の中で浪費を抑えようとする規律が働きやすく、プロジェクトの選択・決定も慎重になる可能性が高いといった判断もあって、現在もなお継続されている。

2.4 金融保証

2.1（1）で示したように、米国では地方債の信用補完の仕組みとして地方債に民間の金融保証を付する場合がある。具体的には、民間の保証会社は発行体から要望のあった地方債（通常トリプルB以上の安全性の高いもの）のうち、独自の審査を通過したものに対し金融保証を付し、発行体は保証会社の格付と同等の高い格付（通常トリプルA）を取得する。

発行体にとっての金融保証のメリットは、当該債券の安全性及び流動性が高まること、当該債券を保証する保証会社と同等の高い格付が付され、金利等の発行コストが保証前よりも低下すること等である[13]。米国の地方債はシングルAを取得しているものが多く（後述の図4.7による）、これは決して低い格付ではないが、発行体によってはさらに高い格付を取得して上記

12 免税措置が導入された経緯については、秋山義則（2002）において、1787年に成立した合衆国憲法では直接税は州税のみであった（連邦政府は所得税を採用することができなかった）が、1913年の憲法修正16条の制定、及びそれを受けた同年の内国歳入法制定により連邦政府も所得税を採用できるようになった際に、連邦政府が州政府の同意を得るべく、州・地方債利子所得の連邦所得税からの免税措置を初めて規定したとの記述がある。

13 詳しくは、日本政策投資銀行（2004）を参照。

のようなメリットを享受しているところもある。

このため、発行体が RB に金融保証を付する動機を持つのは、格付がトリプルＢ以上でトリプルＡ未満の債券の発行主体であると言える[14]。つまり、発行体は当該債券の格付がトリプルＡでない場合に、発行体や引受業者等が、格付の向上度と保証料（手数料を含む）及び金利等のコストを天秤にかけながら、金融保証を付するかどうかの判断を行うということである。

実際、米国の保証会社 MBIA Insurance Corporation（以下、「MBIA」という。）によると、「当社のビジネスは、もともと信用の高い債券を保証することによって、さらにその質を高めることである。・・・MBIA が保証している債券の 81％は保証前に既にＡ以上の格付である。」とのことであった。

２.５　担保の設定と破綻処理

米国では、RB の償還原資である事業歳入（revenue）に対して投資家のために実定法上の先取特権（statutory lien）を設定する旨の州法規定が存存する（例えばミシガン州 1933 年 RB 法[15] 第 141.108 条、第 141.122 条）。また、この先取特権は発行体が破産した後の歳入にも効力を有するものとされている（連邦破産法[16] (U.S. Code Title11 : Bankruptcy) 928 条(a)）[17]。これらの規定により、RB 保有者の債権は発行体の破産等のいかなる場合にも保護され、RB の信用力を向上させる大きな一因となっている。ただし、その反面、当該 RB に係る事業の歳入が落ち込み、投資家への元利償還が危ぶまれるような事態が生じた場合でも、発行体本体からの財源保障（GOB のような税金による元利償還等）は行われないということに留意が必要である。

発行体の破産については、連邦破産法の第 9 章「地方政府の債務調整」（Chapter 9 Adjustment of Debts of a municipality）に規定があり、「破産」という用語が使用されてはいるが、現実には地方政府の清算ないし解散を目的とする制度ではなく、会社更生に近い再建型の規定である[18]。発行体が破産した場合、米国における地方債保有者への保護は手厚く、民間企業の場合であれば返済行為が否認されることもあるが、地方債保有者に対して行われた償還については否認権の対象とはならない。また、RB の保有者は、破産手続に入った後、破産手続が係属中であっても元利金の償還を受けることができる[19]。

14　「初めから市場でトリプルＡの格付を取得できる債券の発行主体の場合にはそもそも金融保証を購入する動機自体がない。」（秋山義則（2002）p.142）

15　Revenue Bond Act of 1933（ミシガン州議会ＨＰ：http://www.legislature.mi.gov/documents/mcl/pdf/mcl-act-94-of-1933.pdfを参照）

16　詳しくは、http://www.law.cornell.edu/uscode/html/uscode11/usc_sup_01_11.html を参照。

17　GOBでは、目論見書において地方政府のもつ徴税権や信用力等の範囲内で全面的な償還誓約（irrevocable pledge）が記述される場合がある。

18　稲生信男（2005）pp.32－33　同文献によれば「同規定は財政危機にある地方政府を債権者から保護し、債務調整計画を策定するため、大恐慌のさなか1934年に立法化されたとのことである。」

19　他方、GOBの場合、GOBの債権は一般債権として扱われ、発行体は破産手続中に元利金を返済する必要はないことに留意が必要である。

２.６　セカンダリー市場の状況

地方債のセカンダリー市場では、投資銀行等による積極的な地方債の売買、免税債ファンドや地方債ファンド[20]（Tax-exempt bond fund、municipal bond fund）の組成等が行われ、後述２.９の米国地方債の保有者割合（2005 年）を見ても、個人投資家、ファンドがそれぞれ保有者全体の約３割を占めている状況であり、取引が活発であることが窺える[21]。

実際、UBS Investment Bank（以下、「UBS」という。）へのヒアリングによれば、「ウォールストリート周辺の投資銀行の地方債部門では、セカンダリー市場における収益が総収益の25～50%程度を占めており、UBS においては過去 5 年間で、年間約 400, 000 の地方債をセカンダリー市場で取り引きしており、取引額ベースでは各年 500 億ドル程度[22] に相当する。」とのことで、その他の主要な投資銀行（Merrill Lynch、Morgan Stanley、Goldman Sachs、Bear Stearns、Citigroup、JP Morgan Chase 等）の存在も考慮すれば、全米の取引量は相当量になるものと考えられる。

２.７　リース手法の活用状況

RB に係る事業においてはリース手法を用いたリースレベニューボンドがある。一般的にリースレベニューボンドとは、発行体が起債収入で施設を建設し、それを運営主体へリースし、運営主体からのリース料等を償還財源とするもので、発行体による施設の運営が非効率な場合や施設の運営主体が免税債発行の独自の権限を有していない場合等に活用される。この手法は、一般に、校舎・公園・レクレーション施設・病院等の公共施設、及び公害防止施設(Pollution Control)等の民間施設に見られる[23]。

UBS へのヒアリングによれば、リース手法は上記の場合のみならず、負債を増加させたくない状況において資金調達が必要な場合にも利用されることがあり、主に庁舎、刑務所、裁判所、医療施設で活用されているとのことであった。その場合、自治体は施設の所有権を別の団体（オーソリティ等）に売却し、その団体とリース契約を結べば、当該施設の建設費を債務として計上することなく、当該施設を運営できること（Lease Backed Obligation(:リースバック債務方式)と呼ばれる仕組み）が活用の背景にあるようである。

また、同ヒアリングによれば、2000 年以降、市場において合計 1,000 億ドル以上のリースレベニューボンドが発行されているとのことであった。

20　1980年代から投資信託が大幅に増加し、個人投資家による地方債の保有増加の受け皿となっている旨の記述がある。さらに、免税債ファンドでは個人投資家がファンドを通じて州・地方債を分散的に保有し、受け取り利子に相当する分配金について連邦所得税を免除される旨の記述もある。（秋山義則（2002）pp.137－141）

21　日本政策投資銀行（2004）によれば、セカンダリー市場の充実要因として次の点が挙げられる。
金融保証は債券発行時に付されることが多いが、債券発行後においても付されるケースがある。セカンダリー市場での金融保証は、投資家が投資ポートフォリオを組み替えて投資の安全性を高めるため、あるいは、将来の売却を目的に債券の流動性を高めるために行われることが多い。セカンダリー市場での金融保証の付与の仕方には２通りあり、１つは、ある債券の保有者に対して、その保有者限りで保証するものであり、もう１つは、その債券が保証付きの状態で流通できるようにするものである。

22　TBMA資料によれば、2005年のRB新規発行額は約2,639億ドル。

23　(財)自治体国際化協会（1990）pp.9－10、詳しくは、http://www.clair.or.jp/j/forum/c_report/pdf/014.pdf を参照。

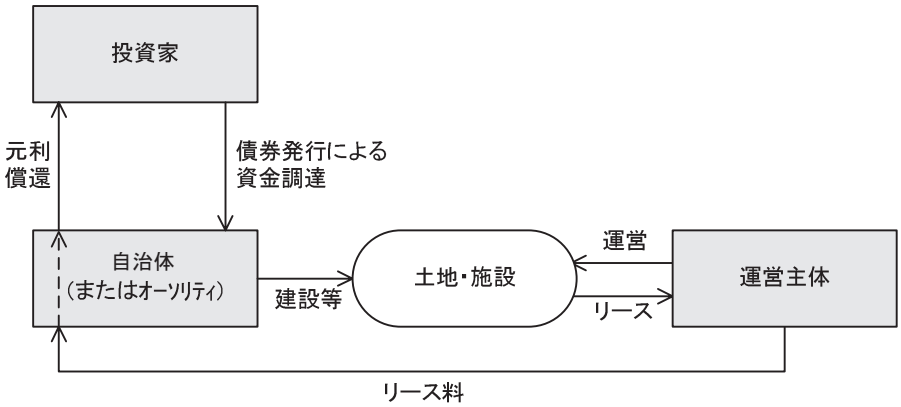


図　２．４　一般的なリースレベニューボンドの発行スキームの例[24]

24　(財)社会経済生産性本部（2000）p.19 を参考に作成。

２.８　オーソリティの概要と活用状況

RB の発行主体は、自治体だけでなく、自治体によって設立されたオーソリティ（Authority）の場合もある。オーソリティは、通常、事業分野ごとに Authority Law（根拠法）[25] のもと州政府及び地方政府によって設立され、財政的に自治体本体からは分離された機関[26]であり、免税債を発行する権限や事業に係る料金を徴収し歳入を得る権限や事業施設を維持管理・修繕する権限、事業歳入の実定法上の先取特権[27] 等を有している。また、オーソリティは、自らが運営・管理を行う事業のためだけに債券を発行するのではなく、免税債を発行できない非営利団体が資金調達を行いたい場合に、代わりにオーソリティが免税債を発行し、投資家と非営利団体を仲介する立場（コンデュイット）をとることもある[28]。

オーソリティの組織構成は、経営理事会（独立組織の場合もある）と施設の運営等を行う一般職員とで構成されており、事業の運営・管理についてはその理事会が責任を持つこととなっている。理事会のメンバーは、行政職員（予算部長、会計監査責任者等）や地元議員、首長による任命者等で構成され、一方、一般職員についてはオーソリティごとに専任の職員を雇用する場合もあれば、行政職員が兼任する場合もある[29]。

オーソリティによる RB の発行実績は、後述（図２.６）のとおり、州及び市町村のオーソリティが発行した額の割合（約７割）が、州及び市町村が直接発行した額の割合（約１割）の倍以上となっている状況である。このようにオーソリティが多く活用されるのは、州及び地方政府が以下のようなメリットを得ることができるためである[30]。

- 従来、市町村が直接実施することを（州法等で）禁じられている事業でも、オーソリティであれば許可されているものがあり、市町村はオーソリティを介して実施すること（権限委譲等）が可能となる。
- 借入金が多額の場合、オーソリティごとに分割（小口化）することで調達がやりやすくなる。
- 多数のオーソリティによる債券発行を通じ、多種多様な債券商品を取り揃えることができ、多様な投資家ニーズに応えることができる。

25　事業分野ごとにオーソリティが設立され、主体ごとにAuthority Lawが制定される。例えばニューヨーク州内には約740のオーソリティが存在し、それらの各根拠法は「New York State Consolidated Laws Chapter43-A Public Authorities Law」としてまとめられている（ニューヨーク市へのヒアリングによる）。根拠法の詳細は http://caselaw.lp.findlaw.com/nycodes/c89.html 、ニューヨーク州内のオーソリティの概要や組織数等については http://www.osc.state.ny.us/pubauth/byclass.htm をそれぞれ参照。

26　州によって位置づけが若干異なっているが、例えば、ニューヨーク市ではpublic benefit corporation と位置付けられている（http://en.wikipedia.org/wiki/New_York_State_public_benefit_corporationsを参照）。財政的な分離については、４.１（２）２） ①、②を参照。

27　例えば、New York State Consolidated Laws Chapter43-A Public Authorities Law の第5条 Public Utility Authorities　Title2-A. New York City Municipal Water Finance Authority 第1045-j条にも同様の規定がある。

28　TBMAへのヒアリングによれば、例えば、NY州のDormitory Authorityでは、非営利病院や非営利教育機関等の代わりに免税債を発行しているとのこと。

29　ニューヨーク州はオーソリティごとに専任職員を雇っており、ニューヨーク市は市の職員が複数のオーソリティを兼任している（ニューヨーク市へのヒアリングより）。

30　ニューヨーク市へのヒアリングより。

- 州や地方政府によっては、GOB のみならず RB を発行する場合にも、住民投票が州憲法や条例等によって義務づけられているが、オーソリティが発行する場合にはその実施を義務付けていない場合があり、住民投票を行わない分、早期に事業を実現できる[31]。

以上、オーソリティの特徴について整理を行ったが、さらに、我が国の類似組織（地方公営企業、地方三公社、独立行政法人）の特徴と比較すると、発行債券の償還財源について、我が国の場合は類似組織の債務に対して設立主体からの明示又は暗黙の財源保障があるものの、オーソリティの場合そのような保障はなく自治体本体から財政的に分離されているという違いがある[32]。また、事業分野についても、オーソリティの場合は我が国の各組織をすべて合わせたような広い範囲をカバーしている状況である。

以下、その特徴について比較したものを表２.２に整理する。なお、オーソリティについては州ごとで位置づけや機能等が異なるため、現地調査を実施したニューヨーク市のオーソリティを例に整理を行うものとする。

31　ニューヨーク州が約700以上ものオーソリティを有しているのは、資金が必要になる度に必要な住民投票の煩雑さを避けるためであるとのこと（ニューヨーク市へのヒアリングより）。

32　詳しくは、４.１（２）２）①、②を参照。

表 ２．２　我が国の類似組織との比較に見るオーソリティの特徴

	オーソリティ（例:ニューヨーク州内）	地方公営企業	地方三公社（地方住宅供給公社、地方道路公社、土地開発公社）	財投機関（例:独立行政法人）
設立主体	・州政府 ・地方政府（市など）	地方公共団体	地方公共団体（都道府県、政令指定都市のみ）	政府
根拠法	Authority Law（個別法）	・地方公営企業法 ・地方財政法	公社法（個別法）	独立行政法人通則法、独立行政法人個別法
設置状況	ニューヨーク州内には約 740	10,979 事業 [33]（平成 16 年度末時点）	1,392 [34]（平成 17 年 12 月 27 日時点）	10 府省 106 法人[35]（平成 16 年 4 月時点）
資金調達	・ＲＢ ・連邦政府及び州からの免税措置あり[36]	・企業債 ・設立主体からの補助・出資・貸付あり	・公社債券 ・設立主体からの補助・出資・貸付あり	・財投機関債 ・政府保証債 ・財政投融資資金からの借入 ・補助金
償還財源（償還財源確保のための措置を含む）	事業歳入（リース料を含む） ※設置主体と財政的に分離（根拠法上で規定）	・事業歳入 ・設立主体からの借入金	事業歳入 ※ただし、設立主体による債務保証あり［根拠法上で規定］	事業歳入 ※ただし、財投機関債には、暗黙の政府保証あり
主な事業分野	教育、上下水道、有料道路・橋梁、医療施設、空港、港湾、病院など	水道、軌道、自動車運送、鉄道、電気、ガスなど	地方道路、公営住宅など	ダム、まちづくり、医療・福祉、教育等
具体組織名（例）	Municipal Water Finance Authority 、Transitional Finance Authority （以下、「TFA」という。）など	東京都交通局、東京都下水道局など	東京都道路公社、東京都住宅供給公社など	水資源機構、都市再生機構、鉄道建設・運輸施設整備支援機構など

33　総務省HP（http://www.soumu.go.jp/c-zaisei/kouei.html）
34　総務省HP（http://www.soumu.go.jp/s-news/2005/051227_3.html）
35　総務省HP　（http://www.soumu.go.jp/s-news/2004/pdf/041206_7_202.pdf）
36　補助金交付の代わりとして免税措置が認められている。

２.９　発行状況

米国における地方債全体の発行額は拡大傾向にある。このうち RB の比率は 1975 年に約 50%であったが、30 年間で 65%まで高まっている。

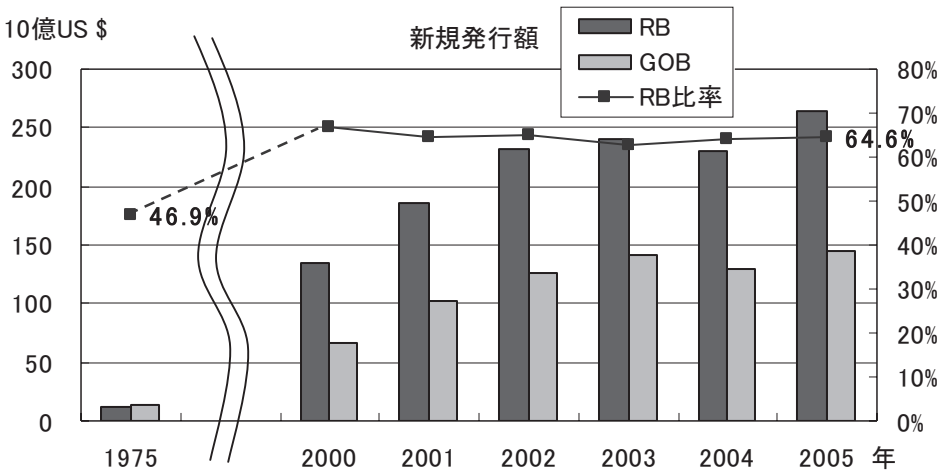


図 ２.５　地方債（RB 及び GOB）発行額（2000～2005 年）[37]

2005年のRB発行額を発行体種別、事業分野別に整理したグラフは以下のとおりである（参考として、地方債発行額に占める各割合のグラフも示す）。

発行体種別の内訳（図２.６、２.７）を見ると、州や市町村が直接発行する場合よりも、州及び市町村のオーソリティが発行する場合が多く、全体の約７割を占める。また、事業分野別の内訳（図２.８、２.９）を見ると、教育分野[38] が全体の２割以上を占め最も多く、その後に、交通、医療施設、多目的[38]（general purpose）、上下水道がそれぞれ１割を超える率で続いている。

37　TBMA資料をもとに作成。なお、2005年度のRB新規発行額は約2,639億ドル、件数は6,239件であった。

38　教育分野の場合は学生寮やレクリエーションセンターからの使用料、学生ローン等が償還財源。多目的分野の場合は税金等が償還財源。多目的分野の施設については、所有及び運営管理の主体が別の団体（非営利法人等）になる場合がある。その場合、同団体は、自治体から税金を財源とするリース料を受け取り、債務の返済を行う形態（Lease Backed Obligation(:リースバック債務方式)）をとっている。

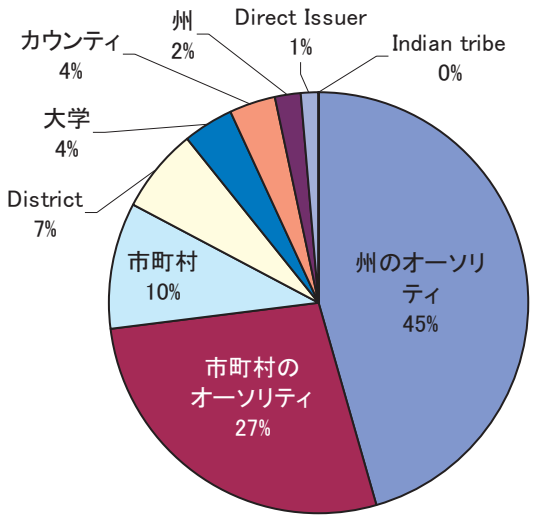


図　２．６　発行体種類別の RB 発行額（2005 年）[39]

【参考：地方債全体で見た場合】

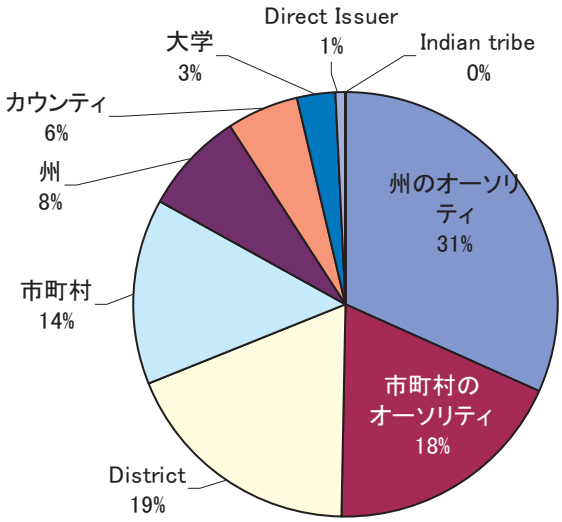


図　２．７　発行体種類別の地方債発行額（2005 年）[40]

[39] TBMA資料をもとに作成。なお、Districtとは、上下水道や教育、道路、住宅、公園等の特定目的の行政サービスを行うために州の中で設立された団体（地区の一種）で、特別区（special district）、学校区（school district）などがある。Direct Issuerとは、仲介業者を通さず、個人投資家に直接販売する発行体を指す。

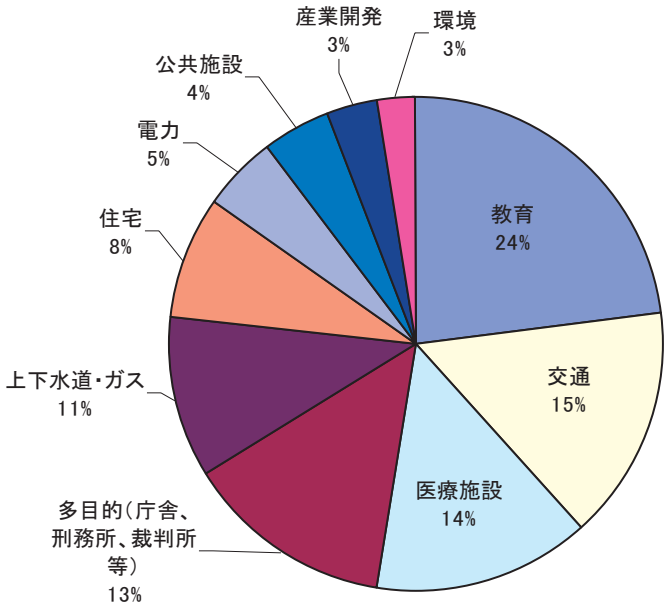


図　２．８　事業分野別の RB 発行額（2005 年）[40]

【参考：地方債全体で見た場合】

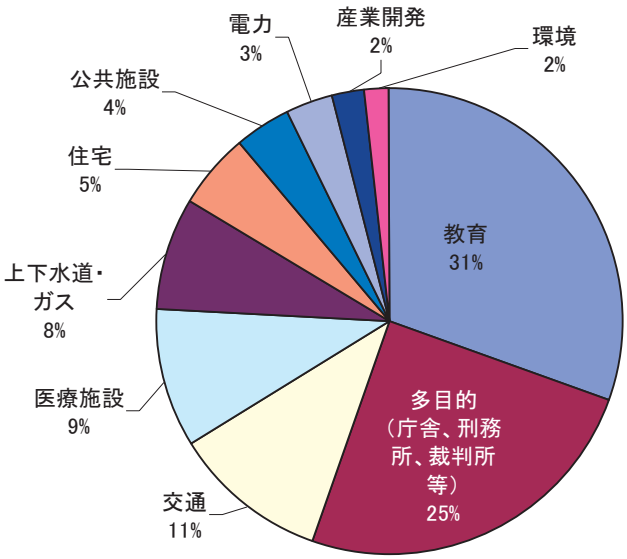


図　２．９　事業分野別の地方債発行額（2005 年）[41]

40　TBMA資料をもとに作成。
41　TBMA資料をもとに作成。

なお、参考までに、地方債の保有者層の内訳を整理すると、個人投資家と投資信託がそれぞれ 1／3 と大半を占めることがわかる。このように機関投資家の割合が少ないのは、機関投資家の場合は内国歳入法により、免税措置が限定的にしか適用されない[42] ことが一つの要因として考えられる。

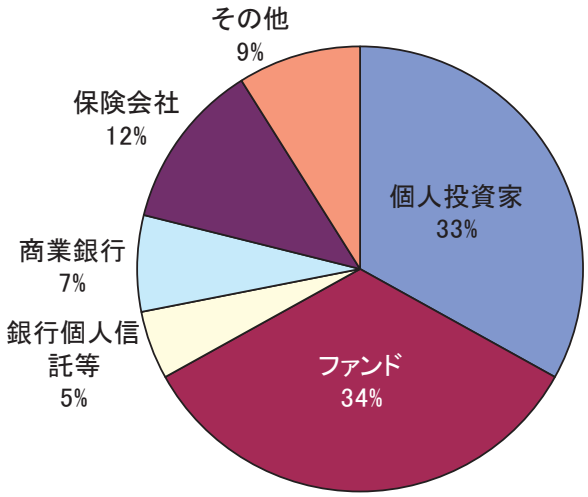


図 ２．１０　地方債の保有者層（2005 年）[43]

[42] 金融機関等の機関投資家については、利子所得に対する免税措置が適用されない。一方、金融機関以外の法人については、保有資産の税務簿価の2%以内の投資であれば利子所得が免税となるが、2%以上については課税対象となる（内国歳入法265条(a)(2)に係るガイドラインとして1972年に規定された、内国歳入庁（Internal Revenue Service：以下、「IRS」という。）Revenue Procedure 72-18, 1972-1 C.B. 740 Section3.05）。

[43] TBMA資料をもとに作成。

第３章

我が国の地方債制度等とＲＢ導入の可能性に関する考察

第３章　我が国の地方債制度等と RB 導入の可能性に関する考察

３.１　　我が国の地方債制度の状況

（１）　許可制から協議制への移行

これまでの我が国の地方債は、地方財政制度のもと、国による「地方債償還財源の保障」、「地方債許可（起債制限）」等を通じ、すべての地方公共団体がほぼ一律の条件（いわゆる護送船団方式）で発行してきた経緯がある。具体的には、地方債制度研究会（総務省自治税務局）の編集による「地方債のあらまし」において、許可制の意義として以下が記述されており、こうした解釈のもと地方公共団体は地方債を発行してきた。

- 財政の健全性の確保

  地方債は将来に負担を残すものであるので、その適正限度を保持しなければならないが、地方債の許可制度を通じて、個々の地方公共団体の地方債発行の適正限度を確保するとともに地方財政全体の適正限度との調整を行う必要がある。

- 地方債償還財源の保障

  我が国の地方財政制度では、地方債は、地方税、地方交付税、国庫支出金等とともに地方財政を構成するとともに、その元利償還金は、各年度の地方財政計画に計上され、償還財源が保障される仕組みとなっている。（以下、省略）

- 地方債の信用力の補完

  許可制度とこれを通じた償還財源の保障によって、金融機関は地方公共団体の償還能力を個別に審査する必要がなくなり、円滑に地方債の発行を行うことが可能となる。財源保障を背景とした許可制度により、地方債の信用力が高められ、地方債の保証に準じた機能を果たしている。

平成 18 年度からは、「地方分権の推進を図るための関係法律の整備等に関する法律」（平成 11 年法律第 87 号）による改正後の地方財政法 第 5 条の 3 及び第 5 条の 4 が適用されることにより、地方債許可制度は協議制度へ移行し、地方債が「総務大臣等の同意を得て発行されるもの」と「同意を得ないで（予め当該地方公共団体の議会へ報告することによって）発行されるもの（不同意債）」とに区別されることになった。総務大臣等の同意のある前者については、政府による財源保障等の公的支援は従来どおりとされているが、後者（不同意債）については、地方財政計画への元利償還金の計上や地方交付税による財源保障等は受けられないこととなっている。さらに、実質収支の赤字や起債制限比率、実質公債費比率等が一定以上になった団体[44] に対しては起債は原則禁止で、特定の場合にはそれを解除する手法として許可制度が維持されることとなった。このほか、協議制移行に伴い、制度の透明化（地方債計画、地方債同意等基準の法令化）、手続の簡素化（財政投融資資金の借入等における手続、簡易協議等手続等

44　いわゆる許可団体のこと。なお、平成18年度から実質公債費比率も判断指標として加わり、その算定に当たっては、PFI事業に係る元利償還分や公営企業会計に対する繰出等も含める必要があることから、従来の起債制限比率では該当しなかった自治体が、今回の改正で許可団体になってしまう事態も生じうる。

における簡素化）等が図られることとなった。

以上については、法律改正案のベースとされた地方分権推進委員会の第二次勧告(平成９年)の中で以下のように（特に①、③、④に）記述されている。

（以下、地方分権推進委員会 第二次勧告より一部を抜粋）

三　地方債

（１）地方債許可制度については、地方公共団体の自主性をより高める観点に立って廃止し、地方債の円滑な発行の確保、地方財源の保障、地方財政の健全性の確保等を図る観点から、地方公共団体は国又は都道府県と事前協議を行うこととする。

これに伴い、

①合意が調った地方債についてのみ、元利償還金について地方財政計画や地方交付税制度を通じた財源措置が行われることになり、また、政府資金等公的資金が充当されることになる。

これに関連して地方債計画について、法的に位置付けることを検討する。

②国が事前協議に対し合意するに当たり、地方財政を担当する部局が政府資金の配分を担当する部局と協議しを行うという従来の仕組みについては、これを維持しつつ、事務手続の一層の簡素化を図る。

③個別地方公共団体の財政運営の健全性を確保する見地から、合意の調わない地方債を発行する場合には、当該地方公共団体の議会に報告することとする。

④元利償還費や決算収支の赤字が一定水準以上となった地方公共団体等については、当該地方公共団体の住民に対する基礎的行政サービスを確保するためのみでなく、地方債全体の信用を維持し、民間引受けの地方債のリスク・ウェイトがゼロとされてきた現行の取扱いを維持していくためにも、地方債の発行自体を禁止することとし、特定の場合にはそれを例外的に解除する手法として許可制度を設けることとする。

なお、前述した債券の償還財源に係る政府の保障については、地方債のみならず、財投機関債についても類似の議論があり、田中信孝（2004）によれば、「暗黙の政府保証（市場が『破綻すれば政府が全面的に支援するに違いない』と判断すること）を前提とした、安易な格付けで財投機関債が発行されるということも否めない。」と指摘されており、その理由及び背景として、①財投機関には倒産法制（政府支援の限度を明確化するなど）がない、②財投機関の財務情報の開示が不十分なため政府支援が重視される傾向が強い、③国と一体感が強いという理

由から高い格付が取得でき市場の信任も高まる、等が挙げられている。

（２） 不同意債の活用メリット

前項（１）に示した改正により発行可能となった不同意債は、国が定める地方財政計画の枠外に置かれ、さらに、公的資金の充当対象とはならない地方債であるが、研究者や専門家等の間では不同意債が活用されにくいとの声が多い。具体的には、不同意債を活用する主なメリットは起債充当率の上限の引き上げであり（不同意債であれば 100%にできる）、不同意債でなくとも財源対策債や地域再生事業債等の活用により充当率の引き上げは可能、さらに、財政状態の良い（不同意債を発行できる）団体は協議制になったとしてもそもそも起債をする必要がなく、不同意債はそんなにたくさん出てこないのではないか、といった指摘[45] がある。

このように、現状においては不同意債を活用するインセンティブが小さいため、法改正により不同意債の発行が可能になっても、地方公共団体による資金調達の実態としては特に変化はないものと考えざる得ない状況となっている。

しかしながら、不同意債は地方公共団体が自己責任のもとに自らの財政状況等を考慮して発行するものであることから、今後の制度設計次第では「地方債発行における地方公共団体の権限と責任が強化され、財政規律が働くようになると考えられる」といった見解[46] もあり、自主・自立のある起債を促す一手法として有効に活用されることが期待される。

---

45 地方財務（2006a）p.14、地方財務（2006b）p.20

46 「新規地方債については、不同意債を原則とし、同意債が発行されるケースを限定的に列挙することで、地方債発行における自治体の権限と責任が強化され、財政規律が働くようになると考えられる。」 （みずほ総合研究所株式会社（2005）p.25、詳しくは、http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/report/report05-1021.pdf を参照。）

３.２　我が国における RB 導入の可能性

（１）　我が国の地方債市場の現状

２.９で示したように、米国では個人投資家（ファンドを含む）の地方債を保有する割合が全体の約 7 割程度を占める一方、我が国の地方債保有者（2003 年度末）は郵貯・簡保や共済が全体の約 5 割を占め、家計（個人投資家）はわずか全体の約 2%という状況[47] である。土居丈朗等（2005b）によれば、このような状況など[48] から、我が国では「地方債が活発に流動しているとは言い難い。」との指摘[49] がある。

また、土居丈朗等（2005b）には、「地方債に関していわゆる市場のガバナンス機能が不十分にしか作用していないことがあげられる。金融機関に対する意識調査からは、取引条件が一元化されていることや流通市場が未整備で投資家が限定されていることなどから市場の監視が働きにくくなっていることが指摘された。」とあり[50]、地方公共団体の主な調達基盤が地元の金融機関である現状[51]、つまり、極めて資金調達構造が不安定である状況を踏まえれば、我が国の地方債取引における市場メカニズムは、格付が定着し流通が活発である米国ほどは有効に機能していないと言わざるを得ない。

このため、地方債の市場化推進は重要な課題であり[52]、その推進によって地方債の流動化を促進させ、発行コストの低減はもちろんのこと、地方公共団体の資金調達の多様化及び安定化を目指していく必要があると考えられる。

（２）　RB 導入の可能性

３.１（１）のように、現状の地方公共団体及び財投機関の債務については明示又は暗黙の政府保証が付されていることから、単純にはそれらの機関にとってはRBを発行するインセンティブは低く、RB導入の可能性は小さいものと考えられるが、最近の我が国の地方財政に係る動向を眺めると、一概にそうとも言い切れなくなってきている。

まず、夕張市が平成18年6月20日に財政再建団体申請を表明したことで、地方公共団体の破綻がより一層リアルさを増し、逼迫した財政状況や硬直化した資金調達の見直しの必要性が改めて確認された。また、３.１（１）で示したように、地方債の協議制の施行に伴い、地方公共団体が許可団体とそうでない団体に区別されるようになり、不同意債の発行も可能になった。さらに、こうした状況の中で、小泉内閣の三位一体改革の議論は着実に進められ、特に、竹中

47　土居丈朗等（2005b）　p.16

48　「流動性の低さの背景には、郵貯・簡保等の投資家はいったん購入すると持ち切る傾向が強いこと、地方債は銘柄数が多い上にロットが小さく売買がしにくいことが挙げられる。」（土居丈朗等（2005b）p.16）

49　土居丈朗等（2005b）　p.16

50　土居丈朗等（2005b）　p.65

51　地方債の最大の引き受け手である銀行等引受資金のうち地方銀行が半分近いシェア（49.3%）（2003 年度）を占める。ただし、バブル崩壊以降の金融機関の体力低下などから、近年は地域金融機関と自治体との関係に変化が見られるようになってきている。詳しくは、みずほ総合研究所株式会社（2005）を参照。

52　「各地方公共団体においては、こうした地方債資金をめぐる動向（協議制への移行、郵政民営化等）を正確に把握したうえ、全国型市場公募地方債や住民参加型市場公募地方債の発行などにより、自己責任において市場からの資金調達をより一層強めることが必要である。」（財団法人地方債協会（2006）p.2）

前総務大臣が設置した「地方分権21世紀ビジョン懇談会」においては、今後の地方財政等のあるべき姿が議論された。同懇談会の報告書（2006年7月3日）[53]には、地方債の発行が地方の自主性に委ねられ、資本市場において各地方公共団体の信用力に応じた地方債の格付けが速やかに実現されるよう、10年後までの地方債の完全自由化のための環境整備等（地方債発行時の統一交渉の即時全廃、地方債の多様化、地方債に対する交付税措置の廃止等）に取り組むべき旨が提言されている。このほか、破綻法制の整備や新型交付税の導入等が提言されている。以上のような状況や、ゼロ金利解除等に伴い上昇傾向にある金利の状況等を考慮すれば、今後は地方債の市場化・多様化が急速に進むことが予想される。

特に、協議制の施行に伴い、許可団体へ移行等の基準に実質公債費比率が加わり、地方債の発行に当たって地方公共団体のより実質的な財政状況が考慮されるようになったことから、地方公共団体の財政状況に左右されず、個別事業の収益性や償還確実性等に基づく信用力のもとに発行されるRBは、地方債の多様化等の実現手段として有効と考えられる。上記の懇談会報告書にも「料金等受益者負担を基本とする事業を中心としたレベニュー債の導入、・・・（途中省略）・・・を検討すべきである。」とあることから、地方公共団体のRB発行のインセンティブが今後一気に高まっていく可能性は高いと考えられる。

53　詳しくは、http://www.soumu.go.jp/menu_03/shingi_kenkyu/kenkyu/pdf/060703_1.pdf を参照。

Ⅱ．ＲＢ発行手続の視点からの調査・考察

第４章

米国におけるＲＢ発行手続

Ⅱ．RB 発行手続の視点からの調査・考察

第４章　米国における RB 発行手続

４.１　発行プロセスの整理

（１）　全体プロセス

１）　RB 発行に係る関係者の構成

RB の発行に係る主な関係者の構成は下図のとおりである。

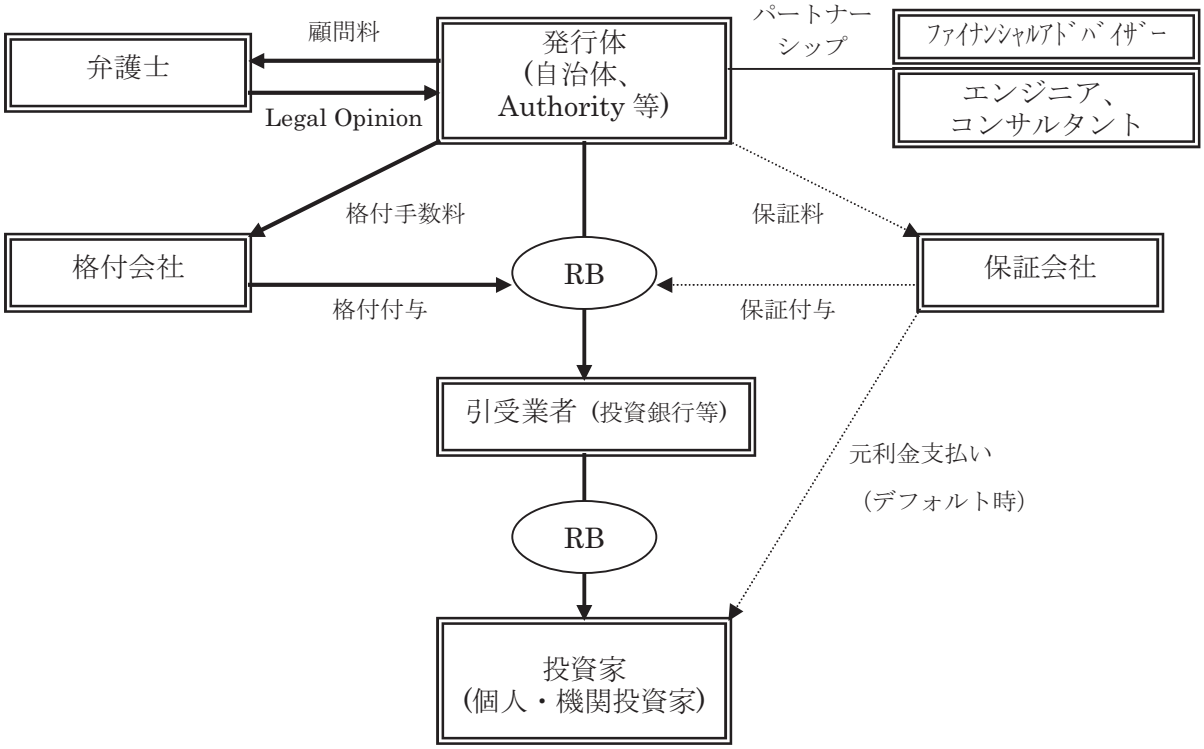


図　４．１　RB 発行に係る関係者

２） RB 発行手続と各者の役割の概要

以下、RB の発行プロセス（発行前の検討～発行～発行後の管理）の流れとプロセスごとの発行体から見た手続の内容と関係各者の役割を示す。

① プロセスⅠ．RB 発行に向けての予備検討

発行体はファイナンシャルアドバイザー（Financial Advisor：以下、「FA」という。）とともに以下の検討作業を実施する。

FA は、発行手続を進めるうえで発行体の目的を優先させる立場として[54] 発行体により雇用され、①資金調達スキーム、債券価格、事業の料金設定等へのアドバイス、②業者選定方式の検討、③借り換えによるコストダウンのアドバイス、④法律・税務に関する最新情報の提供、⑤市場情報の提供 等の役割を担う。これらの FA 業務は、FA を専門とする会社や投資銀行等が担う。

なお、FA には以前に投資銀行や格付機関に勤めていた人が多く、独立して FA 専門会社を設立する場合が多い（米国内に 5～10 社の大手 FA がある）。

ⅰ） RB 発行の必要性の検討

RB の発行プロセスを進めていく際には当該 RB が安定した収益を得られることが大前提であり、その裏付けとなる対象事業の不可欠性、すなわち、RB 発行の必要性については市場関係者（図４.１を参照）によって重要視される。当該事業が RB の対象となりうるかどうかについては、社会経済情勢や当該地域の人口や産業等のデータから、同事業のサービスが当該地域住民にとって現時点で不可欠[55]（essential）なもので一定の需要が確保可能か、また、将来にわたっても不可欠で、安定需要が見込めるか等、資金使途の適切性も含めた検討によって判断されることとなる。

ⅱ） RB 発行環境の検討

金利や投資家ニーズ等の市場環境・規模を把握し、RB の発行ロットや発行時期の見定め等を行うべく、RB を取り巻く関係諸制度の状況について確認を行ったり、RB の発行に係る各関係者（住民、引受業者、格付会社、保証会社等）に対し意向調査を行ったりする。関係者のうち、住民に対しては RB 発行の可否を問うべく、住民投票を制度上義務づけている州（例えばカリフォルニア州[56]）もある。また、引受業者については発行前から FA として雇用し、発行に係るアドバイスを適宜受ける場合がある。さらに、必要に応じて（実績の少ない事業やハイリスクな事業などの場合）、格付会社や保証会社より当該事業の内容や資金調達スキーム等に対する意見等を収集する。

54　のちの手続で登場する引受業者は、より良い条件で債券を販売することを主目的としており、発行体の目的とは必ずしも一致しないことから、発行体の利益を代表させるべくFAを雇用する。

55　Standard & Poor's Ratings Services（以下、「S&P」という。）へのヒアリングによれば、上下水道事業、電力、ヘルスケア、大学等は特に必要不可欠な事業であるとのこと。

56　国土交通省国土交通政策研究所（2005）p.41

② プロセスⅡ．RB 発行に必要な法律上の手続の確認

RB の具体的な発行手続のうち、法制度等において定めのある事項や法的解釈が困難な部分等について、関係諸制度や弁護士の意見等を参考に、契約書や目論見書[57] 等の発行手続書類の作成等を行う。

ⅰ） 各種規定・ガイドラインの確認

RB の発行手続は、連邦法（U.S. Code）や州法[58]、自治体の条例等で規定されている。さらに、自治体や業界団体等によってガイドラインやマニュアル[59] 等が作成されている場合もある。自治体による発行手続全般（適用対象事業、発行期間、償還方法、投資家の先取特権、引受業者の選定方式、料金設定、会計分離、財務報告書の作成、住民投票等）については州法で規定されており、連邦政府が関係する免税措置の適用基準や発行に係る情報開示義務等については連邦法で規定されている。

ⅱ） 弁護士による法令確認

RB 発行手続のうち、免税措置や情報開示、デフォルト時の保証等に関する書類作成については、弁護士（counsel：カウンセル[60]）に法的見解（Legal opinion）を得ながら、目論見書や契約書等の各種必要書類を作成していく。

以下、カウンセルの種類と概要[61] を示す。

- Bond Counsel：債券発行法務顧問

  地方債発行に係る免税適用等の法務に関する意見具申・アドバイス等を行う顧問弁護士（団）。

- Disclosure Counsel：情報開示法律顧問

  有価証券に係る情報開示（ディスクロージャー）に関して意見具申・アドバイス等を行う顧問弁護士（団）。

- Special Tax Counsel：税務法律顧問

  免税債券の基準・目的規制等に関して意見具申・アドバイス等を行う顧問弁護士（団）。

57　債券発行に当たり投資家等への情報提供のために作成されるもの。詳しくは４.１（２）２）⑦を参照。

58　例えば、ミシガン州やフロリダ州等ではRB法（Revenue Bond Act）が制定されている。（ミシガン州RB法は脚注15を参照。フロリダ州RB法はフロリダ州上院議会ＨＰ：http://www.flsenate.gov/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Statute&Search_String=&URL=Ch0159/PART01.HTMを参照。）

59　発行体の規模が小さい場合、担当者が債券発行実務に詳しくない場合も多く、州単位で発行体担当者向けの参考手引書が作られていることもある。例えば、Oregon State Treasury Municipal Debt Advisory Commission（1998）、詳しくは、オレゴン州財務省ＨＰ：http://www.ost.state.or.us/divisions/dmd/bondmanual0299.pdfを参照。

60　弁護士が地方債に関わりを持ち始めたのは1850年代頃からであり、鉄道債券の債務不履行が多発したのをきっかけに、財政力等の弱い自治体の債券が返済可能なものとして発行されることを支援するため（債券市場を安定させ、投資家を安心させるため）に弁護士が関わるようになった。（土居丈朗等（2005a） pp.42－43を参照）

61　地方債証券規則制定理事会（Municipal Securities Rulemaking Board：以下、「MSRB」という。）のHP（http://www.msrb.org/msrb1/glossary/default.asp）

➢ Underwriter's Counsel：引受業者側法律顧問

地方債の引受業務を行う業者の側に立って、各種契約文書等のチェック、デュー・デリジェンス、意見具申・アドバイス等を行う顧問弁護士（団）。

③ プロセスⅢ．引受業者の選定

ⅰ） 引受業者の選定方法の検討

引受業者の選定方式については州法等の中で競争方式[62] と交渉方式[63] のいずれかを採用する旨が規定されている。同方式の選択基準については政府財務担当者協会（Government Finance Officers Association：以下、「GFOA」という。）が作成したガイドライン[64] の中で規定されている[65]。

ⅱ） 引受業者の選定・契約締結

選定手続の規定は自治体によって様々であるが、ニューヨーク市へのヒアリングによれば、同市やワシントン DC で行われている交渉方式では、資格審査[66]（Request for Qualifications：以下、「RFQ」という。）によって業者リストが作成され、そのリストの中から提案書の評価等によって引受業者が選定される。交渉方式を採用した場合、GFOA 作成のガイドラインでは、見積要求（Request for Proposal：以下、「RFP」という。）の活用を推奨しており、RFP の手続は引受業者の公平性及び客観性を確保し、発行体が応札者を比較して最適な価格で最適なレベルのサービスを受けることが促進されるメリットがあるとしている[67]。

引受業者側の構成及び役割は、我が国の仕組みとほぼ同様であり、引受の際の分売力の強化やリスク分散のため、引受シンジケート団（「幹事会社（senior manager）」、「共同幹事会社（co-senior manager）」、「販売団会社（selling-group）」）を組成し、共同して当該有価証券を引き受けるのが一般的である[68]。このうち、幹事会社は、このシンジケート団を代表してシンジケート団の内部を調整し、発行体との間で発行条件、引受契約の内容などを協議する役割を果たしている。また、幹事会社の中で、幹事団を代表し主導的な役割を果たす者は、

---

62 主な特徴は、販売告示（notice of sale）で規定された基準に準ずる最高価格で入札（best bid）した引受業者が選定されること。（Oregon State Treasury Municipal Debt Advisory Commission（1998）を参考に作成。詳しくは脚注59を参照。）

63 主な特徴は、市場に関する専門的知識や会社の評判、スプレッド維持のための各種保証、発行体との関係(relationships)等の観点から業者リスト等より引受業者が選定され、その業者と発行条件（特に、売買価格や利率）について交渉が行われること。（Oregon State Treasury Municipal Debt Advisory Commission（1998）及びニューヨーク市へのヒアリング結果を参考に作成。前者については脚注59を参照。）

64 GFOA「Selecting and Managing the Method of Sale of State and Local Government Bonds (1994)」などがある。詳しくは、GFOAのHP：http://www.gfoa.org/services/rp/debt.shtmlを参照。

65 選択基準の詳細については４.１（２）３）を参照。

66 ニューヨーク市では２～３年に一度実施されている。

67 選定方法の詳細については４.１（２）３）を参照。

68 引受業者の種類や用語については、UBSヒアリング及びUBSが提供している金融用語集を参照（http://ibol61.ibb.ubs.com/i61_grjpn/graduatejapan/glossary.shtml）。我が国の場合、従来は有価証券受託会社として、銀行が大きな役割を果たしていたが、近時は主幹事会社の果たす役割が拡大し、米国とほぼ同様の仕組みとなっている。

とくに主幹事会社 （lead manager）と呼ばれることが多い。主幹事会社は、証券発行準備作業全体のコントロールを行い、各市場が求める基準への適合性を得るための指導や助言・発行申請の対応・債券発行時の公募の引受などの中心的役割を果たす。

④ プロセスⅣ．RB 発行に向けての詳細検討、目論見書の作成

ⅰ） RB 発行内容の検討

前段階で選定された引受業者が中心となって、自らの提案内容等に基づき、発行に向けてのスケジューリングや関係者との調整、さらに、資金調達スキームや発行条件等について検討を行う。

ⅱ） 予備目論見書の作成

債券の格付取得及び保証付与等について関係者と調整を行うため、以上までに作成した資料をもとに、引受業者が中心となって予備目論見書（確定するまでの目論見書案）を作成する。予備目論見書の主な記載事項は以下のとおりである。

【予備目論見書の主な記載事項】

- 地域の情勢（人口、経済、雇用、所得、住宅等）の把握
- 資金使途（事業の目的・内容、歳入源等）の妥当性確認
- 債券の安全性（事業歳入、リザーブ（reserve）[69] 、Debt Service Coverage Ratio[70] (以下、「DSCR」という。)、アディッショナルボンドテスト（Additional Bond Test）[71] 、等の検討結果）
- 事業主体の債務の負担状況
- 経営理事会（board）の権限
- 資本の状況と資金計画（10 年間の戦略、近時の計画、資本充実計画等）
- 財務計画（歳入予測、維持管理経費の予測、金融経費の予測等）
- 発行額及び発行条件
- 米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission：以下、「SEC」という。）の規則[72] で定められている継続的な情報開示
- 税務に関する事項

---

69 RBの歳入不足等が生じた時のために、発行体が、当該事業の歳入から当該事業の運営管理費と元利返済金を差し引いた額の中から、目論見書や保証契約等で確約した必要額を基金（これをリザーブ：準備基金と呼ぶ）として積み立てておくもの。

70 事業が生み出す毎年のｷｬｯｼｭﾌﾛｰが元利金返済に十分な水準であるかを見る指標のことで、DSCR＝(元利支払前ｷｬｯｼｭﾌﾛｰ)／(元利支払予定額) で算出される。（内閣府ＨＰ：http://www8.cao.go.jp/pfi/tebiki/shiryou/yougosyuu/yougosyuu04.htmlを参照）

71 今期発行する債券の元利返済を確実にすべく、追加的な債券発行の限度等をDSCR等を用いて算定するもの。

72 詳しくは、４.１（２）２）⑦ を参照。

iii） 信用評価の依頼・取得

発行体は発行に向けて手続を進めるに当たり、格付を得る前に当該 RB の信用力がどの程度であるか発行体（及び引受業者）が知りたい場合（例えば、当該地域・事業等に係る実績が少なく格付の予想が困難な場合や、予め高い格付が期待できず資金調達スキームの再考や保証会社との調整等が必要な場合など）に、目論見書の情報がある程度整理された段階で、格付会社に当該 RB の信用評価(credit assessment)[73] を依頼することがある。依頼後、格付会社は、当該地域の人口や産業・経済データや、発行体から提供される財務諸表・予算・事業見通し・歳入源を保証する(revenue pledge)法的書類、債務にかかる支払いスケジュール等のデータをもとにストレステスト[74] を実施し、当該債券の信用力を評価する[75]。

iv） 金融保証の付与の検討

上記の信用評価結果等から、発行体（及び引受業者、FA）側で、当該 RB に金融保証による信用補完が必要と判断した場合に、保証会社を入札により選定し[76] 当該債券に対する金融保証を取得する。保証会社は応札に当たり、格付会社とほぼ同様の評価が行うが、保証会社の場合は特に DSCR やリザーブ（reserve）の一定以上の確保、アディッショナルボンドテスト（Additional Bond Test）、料金の設定ルール（経営不振時の料金値上げの容易性等）の確認を重視した評価を実施する[77]。

なお、保証会社による評価は、格付会社による評価と同時並行で行われることが多く、両者の立場の違い（保証会社は債券のデフォルトリスクを負担しているが格付会社は負担していない等）からそれぞれ異なる評価を下す場合もある[78]。

v） 目論見書（確定版）の作成

ii）で作成した予備目論見書に、前項iii)、iv)の結果等を追記し、その他必要資料（法律、条例、契約書、分析レポート等）を添付することにより、目論見書の確定版が作成される。

なお、目論見書の主な添付資料としては、以下のものがある。

---

73 信用評価とは、格付の前段階で（発行体が事前に債券の評価結果を知りたい場合に）行われるもので、格付とほぼ同様の手法によって当該債券の信用力を評価することである。ただし、のちに実施する格付の結果とは必ずしも一致するものではなく、信用評価の結果は公表されない。

74 格付会社で独自に保有する事業分野ごとのモデルをもとに、将来の事業シナリオ（ストレスシナリオ）を複数想定し、それらのシナリオに合わせモデル変数を変化させ、長期的な事業の収益性や安定性等を評価する手法のこと。

75 評価方法の詳細は、４.１（２） ４）を参照。

76 一般的には、発行体に選定された引受業者が主体となって入札（金額(保証料)とそれに係る条件等）により保証会社を選定する。手順としては、はじめに引受業者から各保証会社へ当該債券に係る情報（目論見書案等）が送付され、それをもとに保証会社で検討が行われ、一定期間後に入札が行われる。

77 評価方法の詳細は、４.１（２） ５）を参照。

78 MBIAへのヒアリングによる。

＜主な添付資料＞

- 外部の技術面の専門コンサルタント[79] 作成のレポート（施設の仕様、管理計画・体制等、採算面からの実現可能性等の評価）
- フィナンシャルステートメント（財務諸表等）
- ボンドカウンセルの意見書（legal opinion）
- 情報開示に関する同意書
- 事業箇所（地図）

⑤ プロセスⅤ．RB 発行

ⅰ） RB 発行決議

以上までの検討結果及び作成書類をもって、当該 RB の発行に関する議会承認を得る。

ⅱ） RB の発行、目論見書の公表

前項ⅰ)の決議を受け、RB を発行し、それと同時に投資家に対し目論見書が公表される。発行時には、関係各者間の契約書等（下記）の作成が必要となり、作成後は SEC の規定（15c2-12）に基づき、必要な書類を専門の業者等のデータベースシステム（Repository）[80]に保管している。

- Bond Indenture：債券契約書

  発行体と投資家間で結ばれる債券契約書のことである。これは発行体と債券所有者間の契約書であり、詳細な債券所有者の権利の実現方法（remedy）等が記載されている。

- Official Statement：目論見書

  債券発行に当たり投資家等への情報提供のために作成される目論見書のこと（Prospectus と同義）である[81]。基本的な債券発行のための書類であり、投資者が債券を購入する際に必要な全ての情報が掲載されている。

- Credit Enhancement Documents：信用補完文書

  当該債券の信用を補完・強化するために発行される文書や証書のことで、債券保証契約証書（Bond Insurance Policy）や銀行による信用状（Letter of Credit：以下、「LOC」という。）等を指す。

- Bond Purchase Agreement：債券引受契約

  債券発行に際して必須となる契約であり、引受業者と発行体との間で、債券の引受方法等を取り決めた契約のことである。

79　外部の技術面の専門コンサルタントとは、金融面・証券発行面ではなく、施設の仕様、維持管理費の適合性、管理計画・体制等、採算面からの実現可能性等の評価を行うコンサルタントで、引受業者や格付機関、保証会社とは別に外部からアドバイスを行う。

80　詳しくは、４.２（３）を参照。

81　「Official Statement」は一般的に「公式声明」と訳されるが、UBSへのヒアリングによれば、目論見書と同義とのこと。

なお、以上のほかにも

- 債券の再販売方法（Remarketing）等を取り決めた再販売合意契約（Remarketing Agreement）
- RB の流動性を高めるためのスタンドバイ債券売買合意書[82]（Standby Bond Purchase Agreement）
- 機関投資家による投資を促すためのマスタートラスト契約[83]（Master Trust Agreements）
- 新規発行時に、1933 年有価証券法（通称「ブルースカイ法」と呼ばれる）に基づき、発行の告知・概要紹介等のため発行される連絡文書（Blue Sky Memoranda）
- 金融派生取引（スワップ等）の内容細目に関わる定型的な基本契約文書（国際スワップデリバティブディーラー協会(ISDA)が策定）である ISDA マスター合意契約文書（ISDA Master Agreement）
- 第三者預託が予定されている場合に必要となる第三者預託合意書（Escrow Deposit Agreement）[84]

等がある。

ⅲ） 格付の公表

ⅱ）の決議を受け、発行体は格付会社へ格付（Full Rating）の依頼を行い、発行と同時に当該 RB に対する格付が公表されることとなる。

以上のプロセスまでに作成した書類等をもって、発行体内部で最終的な発行決議を行い、RB を発行し、それと同時に格付会社[85]（通常２社）から格付を取得する。

⑥ プロセスⅥ．RB 発行後の管理

ⅰ） 財務報告書の作成

発行体は、当該 RB を含めた地方債の発行高や債務残高等に関する情報、並びに、当該 RB に係る事業の需要や維持管理に関する状況、事業収支等の管理・運営に関する情報等について、年１回以上の頻度で財務報告書（年次、四半期、月次等）を作成し、投資家や格付会社、保証会社等へ提供する。

このうち、事業の運営等に関するレポート（財務データ等）については、S&P 及び MBIA へのヒアリングによれば、頻度について明確なルールはないものの（事業の内容や格付、リ

82　債券発行後、流動性の向上が求められる場合、引受業者が即時に債券の売買価格を提示することなどを規定した合意書。

83　マスタートラスト業務、管理業務等の内容を取り決めた文書。マスタートラストとは、信託会社（トラスティー）が、機関投資家のために提供するサービスであり、複数の投資勘定を管理するために設定される単一の信託契約で、一つの信託会社が資産運用の集中管理と会計報告の一元化を行う仕組みである。

84　第三者預託は、債券発行に伴う表明保証や表明情報が事実に反した場合に、投資家からの補償請求を担保するものであり、投資家保護のため行われるものである。

85　米国では、Moody's Investors Service(以下、「Moody's」という。)、S&P、Fitch Ratingsの３社が地方債市場を独占している状況である。（The Bond Market Association（2001）p.161）

スク等によって異なるが)、例えば、事業に何ら問題がなければ、有料道路の場合は毎月、病院の場合は四半期ごとに発行体から財務報告書を受領するのが通常とのことであった。

ii） 市場関係者による期中管理

発行体が作成した当該事業に係る財務報告書を受領した格付会社及び保証会社は、同資料をもとに当該事業の運営に不具合（歳入の落ち込み、契約違反等）がないか財務データ等をモニタリングする[86]。

保証会社は、財務報告書から何らかの不具合を確認した場合には[87]、予め保証契約で定めた内容に基づき、事業経営への介入等を行使し、事業の改善を図る。

一方、格付会社は、財務報告書やマスコミ報道により不具合を確認した場合には、報告内容について詳細なレビューを行い、実際に運営状況等に問題がある場合には、基本的に新たな格付の際と同様の評価作業を実施し、社内の格付委員会による承認のもと、格下げ等を行う。

3） 各プロセスにおける関係者の役割

以上までに示したRB発行手続及び役割等を実施主体（発行体(FA、ｺﾝｻﾙﾀﾝﾄ、弁護士等も含む)、引受業者、格付会社、保証会社）ごとにまとめて整理すると表４.１のようになる。

86 MBIAへのヒアリングによれば、主に財務データをチェックしており、もし財務状況に何らかの変化があった場合にその要因を調べるべく、その他多数のデータを見ていくこととなる。

87 具体的には、MBIAへのヒアリングによれば、予算超過あるいは使途不明金等の不明朗な会計処理がある場合、何かプロジェクトに問題が起こっているという警戒信号であるとのこと。

表 4．1　各実施主体の RB 発行に係る手続及び役割 [88]

A：発行体（FA、コンサルタント、弁護士等を含む）			B：引受業者（投資銀行・証券会社等）	C：保証会社	D：格付会社
大項目	中項目	小項目			
Ⅰ．RB発行に向けての予備検討					
	1．RB発行の必要性等の検討				
		○発行の必要性の確認 ○事業の不可欠性、資金使途の検討			
	2．RB発行環境の検討				
		○金融機関へのヒアリング （発行のタイミング、市場環境、規模等） ○格付会社、金融保証会社へのヒアリング ○住民意見の収集 （レファレンダム、事業の不可欠性等に関する理解状況の把握） ○ファイナンシャルアドバイザー、コンサルタントとともに、債券の具体的構造及び債券価格、料金等の検討、法・税務・市場に関する情報収集	○発行体からのヒアリング対応・各種情報提供 ○類似事業のRB発行事例に関する情報提供	○発行体からの事前ヒアリング対応 ○対象事業の保証環境等の説明	○発行体からの事前ヒアリング対応 ○対象事業の信用力評価基準等に関する説明
Ⅱ．RB発行に必要な法律上の手続の確認					
	1．各種規定・ガイドラインの確認				
		○連邦法、州法における手続規定の確認 （債券の種類、返済方法等） ○各種ガイドラインの確認 （GFOA、NFMA等の業界団体作成のガイドライン）	○発行体による手続規定確認の支援 ○ガイドライン（情報開示等）に関する情報提供		
	2．弁護士による法令確認				
		○各種法令の確認 （先取特権、免税基準、情報開示等）			
Ⅲ．引受業者の選定					
	1．引受業者の選定方法の検討				
		○仕様書、選定基準の検討 ○選定方式の検討 （競争方式・交渉方式のいずれかを選択）	○提案への準備 ○必要な情報収集（投資家動向、金利動向等）		
	2．引受業者の選定・契約締結				
		○引受業者のリストアップ ○引受業者への提案の募集 ○提案内容・諸条件のヒアリング ○評価・選定 ○契約内容の確認 ○契約締結	○提案内容の検討 ○提案の提出 ○発行体からのヒアリングへの対応 ○引受業務の獲得 ○契約内容の確認 ○契約締結		
Ⅳ．RB発行に向けての詳細検討、目論見書の作成					
	1．RB発行内容の検討				
		○引受業者からの提案に基く詳細説明の受付 ○RBの債務構造の検討 ○返済計画の検討 ○利率の検討	○資金調達スキームの検討、提案 ○具体的諸条件の幅の検討（返済期間、利率等）		
	2．予備目論見書の作成				
		○引受業者への目論見書の作成依頼 ○関係資料の提供 ○予備目論見書の精査	○目論見書に必要なデータ・資料の収集 ○予備目論見書の作成 ○予備目論見書の発行体への提示		
	3．信用評価の依頼・取得				
		○RBの信用評価の依頼 ○格付会社への関係資料（予備目論見書等）の提供 ○格付会社との契約締結 ○信用評価の取得			○発行体からの関係資料の受領、内容精査 （事業計画、財務計画、需要予測結果等の精査） ○発行体との契約締結 ○信用評価の実施 ○信用評価結果の通知（発行体のみへ）
	4．金融保証の付与の検討				
		○RBへの金融保証付与の検討依頼 ○保証会社への関連資料（予備目論見書等）の提供 ○保証内容の確認 ○保証契約の締結	○金融保証の要否に関する提案、背景説明	○発行体からの関係資料の受領、内容精査 （事業計画、財務計画、需要予測結果等の精査） ○保証付与の条件の検討 ○格付会社との協議（必要に応じて実施） ○保証契約の締結（保証の付与）	○保証会社との協議（必要に応じて実施）
	5．目論見書（確定版）の作成		○格付、保証内容の記載	○目論見書に必要な文書・資料の提供 （金融保証に関する事項）	○目論見書に必要な文書・資料の提供 （信用評価に関する事項）
Ⅴ．RB発行					
	1．RB発行決議				
	2．RBの発行、目論見書の発行				
		○最終発行条件の確定 ○RBの販売委託 ○発行代金の収納	○金融市況に関する情報提供 ○最終発行条件の確定 ○投資家向けRB販売（引受シンジケート団との分担） ○代金の払込受付		
	3．格付の公表				
		○格付の依頼 ○格付の取得 ○格付の公表			○格付の審査 ○格付の付与・公表
Ⅵ．RB発行後の管理					
	1．財務報告書の作成				
		○RBの発行高、債務残高等のデータ作成 ○事業の管理・運営に関する報告書作成		○発行体の財務報告書の受領、評価	○発行体の財務報告書の受領、評価
	2．市場関係者による期中管理				
		○利払い等の事務手続 ○取引状況の確認 （引受業者からの報告・聴取等）	○利払い等の事務手続の代行 ○流通市場における取引状況等の報告 ○流通市場における取引の仲介	○信用状況のモニタリング （場合によっては格付の変更）	○信用状況のモニタリング （必要に応じて事業の運営等に関与）

88　土居丈朗等（2005a）、稲生信男（2003a）、The Bond Market Association（2001）、日本政策投資銀行（2004）、日本政策投資銀行（2005）を参考に作成。

４） 発行手続に要する時間

UBS へのヒアリングによれば、事業の発案から RB の取引成立までに要する時間は、当該事業分野の実績や商品形態によって異なるが、短いものでおよそ 10～12 ヶ月、長いものでおよそ２～３年はかかるとのことであった。

５） 債券発行中止の理由

RB が発行中止になるケースとは主に以下のような場合である[89]。

- 法律が変更されて取引に負の影響が出る場合
- 発行体が何らかの申請・報告義務を怠り、債券発行の法的権限に影響が及ぶことが判明した場合
- 発行体、債務者、または債券の発行に関して訴訟が提起され、債券への保証に関して投資家が疑問を抱いた場合

（２） 個別プロセス

以下、米国における RB の発行プロセスについて個別に詳述していくこととする。

１） 発行に向けての計画作成

発行体は RB 発行に向けた手続の手始めとして、事業計画及び財務計画等を、FA 等とともに作成する。

① 事業計画の作成

発行体による事業企画に基づき、技術面の専門コンサルタントが中心となって、当該地域の人口や産業、経済等を考慮しながら、事業施設の建設、運営、維持管理等に関する計画を作成する。このコンサルタントは、単純に計画作成に関するアドバイスだけでなく、適正な運営・維持管理を実現するための審査役としての役割も担う場合がある。実際、デトロイト市の下水処理事業における報告書（Engineering Evaluation Report）[90] では、「市は、契約に誓約条項[91]（Covenants：以下、「コベナンツ」という。）を付けて技術面の専門コンサルタント・エンジニア等の助言及び勧告に従って事業施設を運転・保守点検するようにする」や「事業施設の運営及び保守点検等に必要な金額は市により経営理事会に認定され、技術面の専門コンサルタ

---

89 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP(以下、「Orrick」という。）へのヒアリングによる。Orrickは、世界7ヵ国にわたり16のオフィスを展開、800名を超える各国各州において資格を有する弁護士を擁し、米国の地方債関連法務にも詳しい法律事務所。

90 City of Detroit, Michigan「Official Statement」（Sewage Disposal System Senior Lien Revenue Bonds(Variable Rate Demand), Series 2003(B)）

91 ここでは日本政策投資銀行HPの金融用語集（http://www.dbj.go.jp/japanese/glossary/ka.html）における訳語に従った。このほか、「特約条項」,「遵守条項」,「確約条項」などの訳語も使われる。

ント・エンジニア等により審査される」等の記述が見られ、運営・維持管理の内容や費用について、当該事業の主体が第三者（コンサルタント等）による審査等を通じ、客観性や妥当性等を確認したうえで遂行されることとされている。

② 財務計画の作成

前項①で作成した事業計画に基づき、FA 等のアドバイスのもと、発行条件等を設定し、事業の建設や維持管理に要するコストや借入額（RB 発行額等）、料金等の事業歳入等を算定し、貸借対照表や損益計算書を作成する。さらに、RB 発行後数年間[92] における収支予測を行い、事業キャッシュフロー計算書（下表を参照）や償還計画等を作成する。さらに、当該事業への設備投資等を含めた長期的な投資計画（10 年投資戦略等）や、当面の債券発行計画（予定年、予定額等）などを作成する。

【エンジニアによる評価事項の例（下水処理事業）[93]】

- 下水処理施設の評価
  - 組織と経営管理の体制、職員と労働関係
  - 運営・維持管理計画（運営基準、コスト削減策、改修計画等）
  - 規制上の必要充足条件（五大湖水質指針、汚染物質の排出と処理場の運営、収集施設の運営、残留物管理、環境関連事項等）
  - 水質管理の体制
  - サービスの提供エリア、需要予測
  - 処理設備（下水量及び特徴、下水処理施設のアセスメント、一次処理、二次処理、殺菌、脱リン、固形物取扱と処理、保守等）
  - 収集設備システム（ポンプ場、逆流水ゲート、流量調整、大規模改善設備投資プログラム等）
- 2003年債券の財政的な実現可能性評価
  - 料金設定の考え方、今後の見通し
  - 事業歳入の予測
  - 維持管理運営費用の予測
  - 大規模改善設備投資プログラムに係る資金調達
  - 下水料金に対する予想歳入条件の影響
  - アディッショナルボンドテスト

92 過去の実施例では道路事業で40年間、空港事業で5年間のものがある。（UBSへのヒアリングより）

93 脚注90を参照。

【財務計画のうちキャッシュフロー計算書の例（上下水道事業）[94]】

説　明	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年度
営業収益					
使用者料金収益	1,882.9	1,949.1	2,095.6	2,283.3	2,466.6
NY 北部地域の使用者料金収益	26.3	28.5	31.0	33.3	35.5
雑収益	6.1	6.4	6.8	7.1	7.4
営業収益の小計	1,915.3	1,984.0	2,333.3	2,323.7	2,500.5
営業外収益					
事業資金の運用益	65.3	75.7	84.6	94.2	102.4
営業収益計	$1,980.6	$2,059.7	$2,217.9	$2,417.9	$2,611.9
営業費用					
オーソリティ及びボード人件費	29.0	32.7	28.4	29.7	31.1
負債消滅（Defeasance of Debt）のためのオーソリティの純コスト	60.0	－	－	－	－
水道事業の運営費					
個人向けサービス	145.9	149.4	153.0	159.0	162.8
個人向け以外	230.1	236.8	243.9	265.5	273.5
水道事業計	376.0	386.2	396.9	424.5	436.4
下水道事業の運営費					
個人向けサービス	230.9	236.4	242.0	247.8	253.7
個人向け以外	227.8	232.8	239.1	245.7	252.5
下水道事業計	458.7	469.2	481.2	493.5	506.2
間接経費	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
裁判及び賠償請求経費	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
営業費用計	$944.6	$908.9	$927.3	$968.7	$994.6
△信託勘定からの引落	0.0	0.0	△20.0	△45.0	△30.1
純営業費	944.6	908.9	907.3	923.7	964.5
△前年度超過 O&M 支払金控除	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純営業収支	$126.0	$94.2	$79.9	$91.0	$101.1

単位：百万ドル、キャッシュベース、合計額は切り捨て。
出典：Amuwalk Consulting

94　「Official Statement Dated March 8, 2006」（New York City Municipal Water Finance Authority Water and Sewer System Revenue Bonds, Fiscal 2006 Series D）をもとに作成。

２） 各種法令の確認

法的根拠等が重要とされる以下の事項に関し、法律や条例、契約等より各規定の趣旨及び概要を抽出・整理する。

① 先取特権

先取特権（lien）については州法で規定されており、条例（ordinance）や同意文書（agreement）等によって債券所有者等に償還の第一優先順位が発生するとされている（例えばミシガン州 1933 年 RB 法第 141.107 条）。具体的には、州法等において、実定法上の先取特権が、発行された債券の元利の範囲で、事業の維持管理費を差し引いた純事業歳入（net revenues）全体に及ぶことが規定されており（例えばミシガン州 1933 年 RB 法第 141.108 条、第 141.109 条）、さらに、歳入に対する優先権のみが明確に規定されており、資産売却の権利を債券所有者に与えるわけではない旨が規定されている。

また、２.５で示したように、上記の先取特権は、発行体が破産した後においてもその効力を有する旨が連邦破産法において規定されている。

上記の関係規定は、オーソリティが RB を発行する際に個別に制定された Authority Law にも見られ、例えば、ニューヨーク市の Municipal Water Finance Authority に係る法律（New York Authorities Law のうち、Water Finance Authority Law）では、第 1045-j 条にて純歳入に対する実定法上の先取特権についての規定が見られる。また、第 1045-t 条では、州政府は債券保有者の利益確保や救済措置等のためのオーソリティ及びその経営理事会（board）による権限を妨げない旨の規定がある。このように、オーソリティが RB を発行する場合でも、予め州政府との間で上記のような誓約を取り交わしておき、投資家の保護を徹底させている。

目論見書やカウンセルの意見書（Legal Opinion）などにも先取特権に関する記述が見られ、投資家に対する説明が徹底されている。例えば、デトロイト市の下水処理事業の目論見書[95] においては、Pledged Assets の項として、純収入（net revenues）や積立準備金（the funds and accounts）、投資勘定（investments of amounts）、各種雑収入（any income or gain）等に対して、先取特権が有効とされることが明記されている。同事業におけるボンドカウンセルの意見書では、先取特権に関する弁護士の見解（下記）が記述されている。

（以下、デトロイト市の下水処理事業の目論見書より一部を抜粋）

「破産法に基づいて、裁判所は、・・・(i)歳入は市の資産であると判決しない、又は歳入への経営理事会の権利及びオーソリティの利害は破産法の適用により停止を受けると判決しないだろう、(ii)市の資産と経営理事会又はオーソリティのいずれかの資産及び債務の本質的な合併を命じないだろう。この意見は、既存の法律、条例、規則、及び裁判所判決の分析に基づく。・・・なお、この問題に直結する裁判

95 脚注90を参照。

所の判決は存在しない。」

② 会計分離

当該事業から生じる歳入や当該事業の基礎となる資産等の保全に関しては、前述した先取特権の前提として、州や市、あるいは他の事業との会計分離は不可欠である。会計分離については州法等（例えばミシガン州 1933 年 RB 法第 141.122 条、第 141.124 条）で、RB 発行の対象となる公的事業に関わる歳入勘定を他の勘定と会計分離する旨の規定がある。

また、財務報告書においても、なかに記載されている財務諸表等の前提として、同財務データが行政本体との会計から切り離されている旨が冒頭に記載されている。（例えば、ニューヨーク市の TFA の財務報告書[96] には、TFA の実定法上の歳入がニューヨーク市から分離されている旨の記述がある。）

③ 免税措置

州及び地方政府が発行する公益的な事業の債券については、総所得には地方債の利子所得を含めない措置が執られている。内国歳入法第 103 条によれば、IRS は当該債券に係る事業歳入の使用目的、及び債券調達額の投資先についてチェックし、下記に掲げる債券でない場合、その利子所得が連邦所得税の課税対象から免除されることとなっている。

- 有資格債券ではない民間活動債券（private activity bond）

民間活動債券とは、①調達額の 10%超が民間企業に充てられるもの（内国歳入法第 141 条（ｂ）（１））、②調達額の 10%超の元利償還が民間企業の支払う不動産賃料等により充てられるもの（同（ｂ）（２））、③調達額の 5%又は 500 万ドルのいずれかを上回る額が政府機関以外の借入を賄うために充てられるもの（同（ｃ））、のいずれかに該当する債券であるが、そのうち、有資格債券[97] でないものについては免税措置が適用されない。

- 裁定取引債（Arbitrage bond）[98]

裁定取引債とは発行体があるプロジェクトのために既に発行した高い利率の債券の償還期限や繰上げ償還期限が到来する前に、より低い利率で発行することで、利ざやを得るための債券のことである。

通常、こうした裁定取引債による利ざやについてはその使途等が厳しく審査され、裁定取引を目的とする場合は免税措置が適用されない。ただし、例外として、利ざや分が将来当該プロジェクトに投資される場合には、免税措置が適用されることになる（しかしながら、当該プロジェクトが大幅に遅延、あるいは中断してしまった場合には課税されるケー

96　New York City Transitional Finance Authority（2004）P.8、 詳しくは、ニューヨーク市ＨＰ：http://www.ci.nyc.ny.us/html/tfa/pdf/tfa_annual_report_2004.pdf を参照。

97　有資格債券とは、退役軍人担保付き債券、学生融資債券、再開発債券等の公益性のある民間活動債券を指す（内国歳入法第141条(ｅ)）。

98　内国歳入法第148条

スもある)。

➢ 免税の登録がされていない債券[99]

免税措置が適用されるためには、発行体は、非公募債や満期まで1年未満のごく短期債等を除く債券について、必ずIRS長官に対し、納税証明書（Tax Certificate）及び申告書類（Form8038）等を提出して登録しなければならない。従って、そうした登録のなされていない債券は、当然ながら、内国歳入法第103条による免税措置は適用されないことになる。登録されない債券としては、連邦保証が付されている債券や繰り上げ償還のための借換債などがある。

④ コベナンツ（誓約条項）

コベナンツとは、一般に、融資契約における借主の誓約事項のことで、違反は融資契約上の期限の利益喪失事由となるものである[100]。同条項の中で、発行体は投資家に対し、当該RBに係る歳入等を一定以上に維持・保全する旨を誓約している。具体的な条項及びその概要は以下のとおりである。

➢ Non Impairment Pledge clause：ノン・インペアメント条項[101]

他の行政機関が債券購入者に対して、信用力を減じるような権利侵害をしない旨を定める条項（前述の先取特権に関する条項もこれに含まれる。）

➢ Rate Covenants clause：レート・コベナンツ

発行体が事業の債務比率や採算性指標等(DSCR、有利子負債比率、自己資本比率等)について基準数値を遵守(一定値以上を確保)する旨を定める条項

➢ Additional bond test clause：アディショナルボンドテスト条項

アディショナルボンドテストの結果に基づき、追加債券発行が可能となる条件を示す条項

⑤ 料金値上げ

需要の落ち込み等によって生じた歳入が減少した際、コベナンツに抵触する（例えばDSCRが契約上の基準値を下回る）ことのないよう、条例等によって料金の見直しが可能とされている（例えばミシガン州1933年RB法第141.129条)。

---

99 内国歳入法第149条

100 日本政策投資銀行HPの金融用語集（http://www.dbj.go.jp/japanese/glossary/ka.html）より引用。

101 ノン・インペアメント条項に類似したコベナンツとして、ネガティブ・プレッジ条項（Negative pledge clause）という条項もある。これは、他の債務に対する担保物権として当該債務に関わる財産を設定しない旨を定める誓約条項の一種で、担保化否定条項又は担保提供制限条項ともいわれる。無担保社債の発行条件の中に定められることが多い。通常は、これに違反して担保を設定すれば期限の利益を喪失する旨の条項を伴う。具体的には「発行会社は，本社債発行後，他の債務のために担保権を設定する場合には，本社債のためにも同順位の担保権を設定しなければならない」と規定されている（学文社「増補版　現代経営用語の基礎知識」（2005年、三浦后美による解説）。ネガティブ・プレッジ条項について、詳しくは、企業財務協議会・日本資本市場協議会「社債・CP・融資法制の構造と改革への視点」（法制調査研究プロジェクト報告）
http://www.enkt.org/katudou/pdf/project.pdf を参照。

⑥ リザーブ

リザーブ（reserve fund）は、前述[102] のとおり元利支払のための準備基金のことであり、対象事業からの歳入のみが償還原資となる（ノンリコースの）RB にとってキャッシュフロー管理上、必要不可欠な規定であり、州法等では債券元利払いのために十分な額の基金（リザーブファンド等）を設けなければならない旨の規定がある（例えばミシガン州 1933 年 RB 法第 141.107 条）。

RB の事業歳入は一般的に予め決められた優先順位のもと各勘定に払い込まれ、リザーブファンドの積立もその中に組み込まれており、事業の歳入から事業の継続に不可欠な維持管理等の経費を差し引き、投資家への元利払いを済ませた後に積立が行われる。

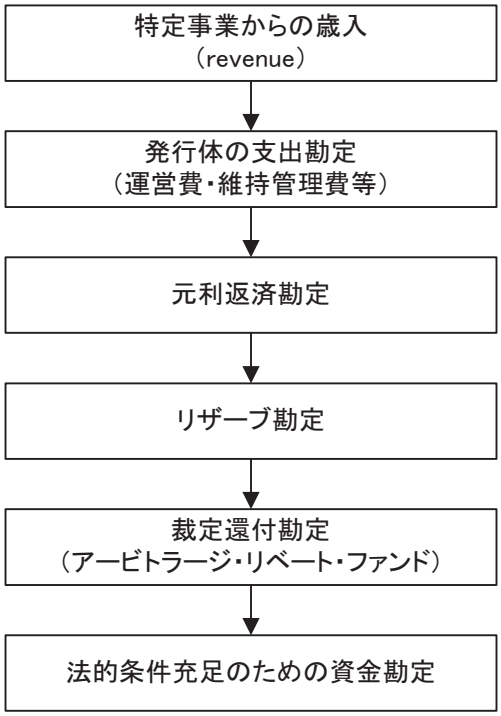


図 4.2 事業歳入の各勘定への払い込み優先順位[103]

⑦ 情報開示

債券の発行にあたっては、証券取引法（Securities Exchange Act）に基づき SEC から公布されている規則 15c2-12 により、多頻度かつ透明性の高い情報開示（Disclosure）を行う

---

102 脚注69を参照。

103 UBS資料を参考に作成。ここで「裁定還付勘定」とは、前述した裁定取引債（Arbitrage bond）の発行により還付された資金をプールしておく勘定で、本来的な事業歳入（レベニュー）とは関係が薄いので、諸勘定中もっとも最後に位置していると考えられる。一方、「法的条件等充足のための資金勘定」は、法的条件や各種のコベナンツや数値規定等の充足のために必要な資金勘定のことである。

こととされており、発行時における目論見書等の開示に加え、発行後においても財務報告書などの継続的な情報開示が徹底されている。具体的には、債券発行時に発行体等が 15c2-12 に基づく継続的な情報開示合意（Continuing Disclosure Agreement）等を行い、Nationally Recognized Municipal Securities Information Repositories（以下、「NRMSIR」という。）[104] 、State Information Depository（以下、「SID」という。）[105] 等に対し、当該債券に係る財務データ等を提供している。

情報開示については、連邦政府は州政府等に対して直接命令を下すことができないことから（連邦制のため）、SEC は引受業者への規制（引受業者が、情報開示をしない地方政府の債券を取引することを 15c2-12 により禁止）を通じ、州政府等による地方債の情報開示を徹底させている。

上記の 15c2-12 では、地方債市場の引受業者に対して、発行体に関する情報開示を強制しており、決算状況等の情報開示を行わない場合には、引受を行うことはできないとされている。以下、15c2-12 において、元本が 100 万ドル以上の場合（私募債等は除く）に引受業者に対して義務づけられている主な規定を整理する[106]。

- 引受業者は発行体から開示書類（express disclosure document review）を入手して、購入希望者に領布する必要がある。（新発債の場合は、目論見書を個々の投資家へ送る必要がある。）
- 目論見書の写しを、MSRB に送付する必要がある。
- 地方政府との間で、継続的情報開示のための委任契約（commitments）を結ぶ必要がある。（同契約に基づき、引受業者が発行後も継続的に情報開示を行う。）
- 起債する地方政府から最終目論見書（final official statement）を入手して、内容を精査（review）する必要がある。
- また、起債した地方政府等は、信用リスクに関連する情報に関して、重要事項（下記[107]）が 1 つでも発生した場合には、NRMSIR や MSRB に対して速やかに通知する必要がある。
    - 元本及び利息の支払遅延（デフォルト）
    - 格付の変更
    - 財務上の問題による減債積立金の取り崩し
    - 担保財産の売却やリース関連の処理
    - 繰上償還
    - 税務当局の免税適格に関する解釈（opinion）の変更　　等

104　引受業者から提出された目論見書、財務報告書等の情報開示資料が登録・蓄積されるSECの指定機関である。この仕組みにより、投資家はインターネット等を通じて無料もしくは若干の手数料負担で発行体の開示情報を入手できるようになっている。詳しくは、４.２（３）を参照。

105　NRMSIRと同様に財務報告書等の開示情報を蓄積する組織で、同組織が設置されている州で債券が発行される場合に引受業者等がそこに開示情報を登録している。

106　稲生信男（2003b）p.7 を参考に作成。

107　これらは“11 Deadly Sins”と呼ばれている。詳しくは、稲生信男（2003b）p.8、Mysak, Joe（1998）p.68 を参照。

SEC や MSRB は、情報開示という行為自体を義務づけてはいるものの、一部のリスク関連情報を除き、どのような内容あるいは項目を開示すべきかについては定めていない。このため、SEC 自身は、目論見書を作成するに当たり、GFOA や全米地方債アナリスト協会（National Federation of Municipal Analysts：以下、「NFMA」という。）等が作成したガイドラインを参照することを公認している[108]。

108 稲生信男（2003b）p.8

ⅰ） 目論見書の記載要領

目論見書の記載項目及び内容については、GFOA においてガイドラインを作成している。以下、主要な記載事項を整理する。

表 ４．２　目論見書の記載項目と内容[109]

種別	記載項目	具体的な記述内容
開示対象の地方債に関する基本的な事項	売り出される証券についての記述	売出し目的についての完全な情報、資金調達計画、返済財源や担保（security）、当該地方債の優先順位（priority）、call（繰上償還）条項、履行方法、変動利付債か固定利付債かの別
発行体に関連する事項	記載する地方政府や当該事業（enterprise）に関する記述	発行体の行政区域や提供する公共サービスのレベル、人口的要素 （RB などの場合には、当該事業体の組織・マネジメント・歳入構造・経営実績や今後の経営プラン、等）
信用リスクに関連する事項	財政状況に関する情報	一般に認められた会計原則及び監査基準をみたしている財務諸表、並びに発行体あるいは債務者の資金管理面での活動や運営の実績
	発行体の要返済債務に関する記述	起債制限、将来の借入見込み、債務償還の見通し
	リスク補完の内容と程度に関する情報	（保証会社などによる保証を受ける場合）
	基本的な証拠書類に関する記述	契約証書、事務取扱会社との信託協定、起債や利害関係人の権利を根拠づける議決
	法的なリスクに関する記述	売り出される地方債に重大な影響を及ぼすものと考えられる裁判や行政上の手続
	その他の記述	格付けの概要、引受業者や FA に関する記述、追加的な情報の入手に関する記述　など

ⅱ） 情報開示の推奨実務基準

情報開示については、NFMA でも事業分野ごとに推奨実務基準「Recommended Best Practices in Disclosure」（以下、「Best Practice」という。）を提示している。その中で NFMA が推奨している情報開示に係る目標（上下水道事業の例）は以下のとおりである[110]。

a) 証券の発行市場と流通市場の両方における上下水道部門の情報開示の適時性、徹底性、正確性を確保させること。

上下水道事業の規制を強化させると同時に資本ニーズを増やさなければならない時代において、発行体担当者は、情報開示報告の適時性、徹底性、正確性が、上下水道事業の相対的な信用度を評価しようとする投資家及び潜在的投資家にとって極めて重要であることを認識する必要がある。

109　稲生信男（2003b）p.9（但し、一部用語の表現が異なる。）

110　「Recommended Best Practices in Disclosure for Water and Sewer Transactions」を参考に作成。

b) GASB34[111] に則り、首尾一貫した整合性の高い上下水道事業の監査を行うこと。

GASB34 など財務報告手続の標準化によって、監査人は、財務報告書の作成がしやすくなり、投資家にとって一層有意義な監査作業を行うことが可能となった。証券アナリストは、できるだけ負担感の少ない情報開示と、利用者にとって分かりやすい監査が行われるよう、発行体担当者及び監査人と協同する必要がある。

c) 特に、継続的な情報開示のために、発行体担当者が提供しやすく、投資家及び潜在的投資家が情報を得やすいように、財務情報・事業運営情報の普及手段を改善していくこと。

上下水道事業に関連する事業運営データは、一般に、上下水道事業の経営陣と職員によって管理されているが、大多数の公益事業施設の財務情報は、発行体組織の財務部門で管理されている場合が多い。継続的な信用評価にとって、どちらの情報も重要であるため、発行体、特に市当局は、一般的な問合せを扱う投資家向けの連絡窓口となり、さらに、上下水道の事業運営に関する問合せにも対応することを検討すべきである。また、発行体は、継続的に開示情報を提供するホームページのサイトを設けることが望ましい。

また、全米地方債アナリスト協会では、上下水道事業に関する情報開示の必要項目に関わる Best Practice [112] として、以下のような事項（留意点及び開示項目）を推奨している[113]。

- 債券発行時の開示情報は可能な限り最新であること。その開示情報としては、監査済みの財務諸表の監査日から 1 年を超えて経過している場合は、最新会計年度の未監査の財務諸表等を含む。
- 債券の将来の信用力の重要な要素となる、正確な施設・設備の能力と組織の法令順守体制上の特徴に関する情報が容易に入手できること。
- 発行体は、発行体のホームページで公表されるデータを含め、あらゆる場で公表される数値データに関して首尾一貫していること。
- データを長期にわたり一貫して定義し、定義又は分類が変更された場合は、はっきり明示すること。
- 当該事業の会計が自治体組織の連結決算報告書に含まれる場合は、それを識別できる財務諸表を作成しておくこと。
- すべての財務諸表類（損益計算書、キャッシュフロー計算書、貸借対照表）を提出すること。

---

111 米国の自治体は、GASB34号によって、資金会計及び完全発生主義による2 種類の財務諸表の作成と、双方の財務諸表の調整を義務付けられている。（GASBとは、Governmental Accounting Standards Board：米国政府会計基準審議会のこと。）

112 発行市場における情報開示と、流通市場における情報開示についての２種類がある。内容はほぼ類似しているため、ここでは前者のみ示す。

113 脚注110の資料を参考に作成。

- 監査済み財務諸表（年次）には、関連する補足説明と前年と比較可能な監査済み財務諸表類を含めること。

さらに、開示すべき具体的な内容としては以下のような事項を掲げている。

【参考】発行市場における開示情報に関する推奨事項の例（上下水道事業）[114]

- 対象事業の内容
  対象となる公益事業サービスの内容が、小売りか卸売り（行政間でのやり取り等）なのか、飲料水の供給か処理なのか、そしてまた、配水か下水収集か透過処理か最終処分排水なのか、明確に識別して開示する。
- 経済的基盤
  対象事業のサービス提供エリアにおける人口の趨勢と予測、最大規模の事業者や地域の失業率を提示する。
- 経営
  施設の管理機関の選定方法、料金設定権限、料金適用に関するこれまでの決定に関する経緯、主な管理者の略歴、投資家向けの連絡先等を示す。
- 職員
  職員の免許及び証明書や職員配置に関する 5 年間の経緯、現在の労働問題に関するコメント、退職金積立制度の状態等を示す。
- 料金
  顧客の階層別料金と過去 5 年間の料金履歴、月平均請求額、同規模の他事業における料金、大口顧客のリスト、料金の強制的な徴収方法を示す。
- プラント及び施設
  現在の処理施設の能力、給水の水源、水質及び最大能力等を示す。
- 環境に係る規制
  汚濁物質排出除去に係る制度に基づく許可証の有効期限、過去 2 年以内の違反、是正策、支払った罰金又は係争中の罰金、飲料水安全法（Safe Drinking Water Act）による水質の報告、規制当局又は同意判決に従って講じられる行政措置があることに関する記述を示す。
- 卸売方式の場合
  契約内容（期間、料金等）、従量段階制料金（ステップアップ）条項の適用状況、卸売方式の対象顧客側の設備投資計画が発行体施設への流量に影響を与えうるほどの場合の対応等について記述する。
- 卸売契約による購入顧客
  卸売向けの契約上の義務の説明、現在の募集に対する元利償還に関する支払い義務の性質、5 年間の財務記録及び事業運営記録、卸売向けの設備計画見通しを示す。
- 債務条件
  未払いの債務と計画されている予想債務の金額、保証及び抵当権の状態、今後 5 年

114 脚注110の資料を参考に作成。

間の設備計画と資金調達方法の予想見通しを示す。

- 債券発行計画

  債券発行の内容とスケジュール、受領時期、借換発行の場合は借り換えの理由、優先する支払・弁済のための支出又は建設資金の融資がある場合はその明細や保証の内容等について示す。ここで、債券発行の内容とは、担保歳入、キャッシュフロー、アディショナルボンドテスト、訴訟リスク、課税リスク、借り換え予定の有無、元利償還スケジュール、債券に関する監査意見及び当該意見に関するすべての法律関係書類、継続的な情報開示の内容等を含む。

- 財務情報

  最低 3 年間の監査済み財務諸表と予算との比較、経営に関する検討と分析、一般資金勘定の付け替え（又は税金の代替支払）等に関する方針の検討結果を示す。

3） 引受業者の選定、商品設計

① 選定方式の選び方

選定方式の選択に当たっては GFOA が作成したガイドラインが参照されており、同ガイドラインには競争方式が適する場合の条件（下記）が掲げられている[115]。

- 市場でよく知られた銘柄（発行体の名称）であり、発行体が、公募地方債市場において安定的かつ定期的な債券発行を行っている場合
- 当該債券の流通市場が広範な投資家を擁し活発である場合
- 発行する債券の格付けが、保証なしの状態で格付がＡ以上である、又は、投資家への一般販売前にＡ以上が見込まれる場合
- 資金調達スキームが、発行体に対する全面的な信頼と信用、あるいは既に明白又は歴史的に実績のある歳入源によって裏付けられていること
- 当該債券の発行が市場全体からみると大規模ではなく、また、共同販売を実施しなければ投資家の関心を得られないほど小規模でもないこと
- 当該債券の資金調達スキームが複雑又は革新的な特徴を備えている、あるいは、債券の健全性に対する特別な説明を要するものである、と市場から判断されない場合
- 利率が安定しており、市場における需要が大きく、市場が妥当な価格変動幅で妥当な分量の売買を吸収できる場合

また、UBS へのヒアリングによれば、引受業者の選定方式（交渉方式、競争方式）の選択については、戦略的にどちらの方式が良いのかといった普遍的なルールはないが、これまでの採用実績から見た場合、以下のような場合にそれぞれが選択されているとのことであっ

115 GFOA「Selecting and Managing the Method of Sale of State and Local Government Bonds (1994)」を参考に作成。詳しくは、http://www.gfoa.org/services/rp/debt/debt-selecting-managing.pdf を参照。

た。

- ➢ 交渉方式がよい場合
  - ・ 市場環境が不安定な場合
  - ・ 資金調達スキームが特別、必要とされる事業
  - ・ 購入が見込まれる投資家が非常に限定されているとき
  - ・ 発行のタイミングが重要となるとき　　等
- ➢ 競争方式がよい場合
  - ・ 市場環境が安定している場合
  - ・ 知名度があり高い信用力を有する場合
  - ・ 資金調達スキームが単純である場合
  - ・ 購入する投資家が多数見込まれるとき
  - ・ 発行体の競争方式に係る経験が豊富であるとき　　等

② 各方式における選定手法

引受業者の選定に当たっては、競争方式及び交渉方式のもと価格や実績、提案書等が評価されることとなるが、このうち、手法が様々である交渉方式については、GFOA 作成の「Preparing RFPs to Select Financial Advisors and Underwriters：FA 及び引受業者選定のための RFP 作成」（1997）の中で RFP による実施が推奨されている。

以下、同ガイドラインより RFP の実施要領（発行体による募集資料の作成要領、募集手順）を抜粋する。

➢ **募集資料の必須記載事項**

RFP は以下の条件を満たしている必要がある。

- ✓ 業務内容及び範囲を明確かつ簡潔に提示するとともに、契約期間、並びに他企業との共同入札が可能か否かを明記すること。
- ✓ 客観的な選定基準を明記し、評価方法に関する説明を加えること。
- ✓ 標準的な書式の中であらゆる料金体系を明示することを求めるとともに、いずれの料金が上限見積価格を基準として提示されるかを応札者に明示させるものであること。また、料金見積に付帯する条件を提示し、料金見積に含まれる各種コスト、並びにどのようなコストが払い戻されるかを明示することを応札者に求めるものであること。
- ✓ その他公共部門の依頼者（発注者）からの 3 件以上の照会を必要とすること。

また、応札企業の資格や実績を評価するため、RFP には以下の事項に関係する質問を含める必要がある。

- ✓ 事業に関係する企業及び個人の関連分野における実績及び経験、日々の管理を担当する者、並びに、顧客（取引先）向け業務を担当する者の業務時間割

- ✓ 発行体の財務・投資に対する姿勢・方法についての応札者の考え、例えば売り出しの構造や格付に関する戦略、並びに投資家のマーケティング戦略など
- ✓ 企業及び任務を割り当てられた個人の能力分析、並びに現在実施されている従業員向け研修プログラム
- ✓ 債券価格の設定に利用される各種情報の入手可能性
- ✓ 充当可能な自己資本、並びに引受業者の場合は必要に応じて発行体が売り出す全額を購入する能力及び意思
- ✓ 過失や遺漏、誤った判断又は怠慢を補償するために付保される保険の範囲及び種類（免責金額も含む）
- ✓ 実際上又は実質的な利害相反がある企業への手数料や契約関係、並びに当該企業に対する過去 3 年間の SEC 又はその他の監督機関から執行された措置または懲罰

➢ **募集手順**

- ✓ 連絡可能な投資家のリストや各種広告の利用を通じて応札者の数を最大限に増やす措置を講じること。
- ✓ 応札企業が RFP に対する回答を作成するために少なくとも 1 週間以上の時間的猶予を与えるものとし、RFP の内容及び性質に応じてさらにこの期間を長く設定すること。
- ✓ 評価手順及び体系的な評価プロセスを確立させ、応札者に対する面談（聞き込み）を実施し、参考書類の検証を行うこと。可能であれば、一貫性を確保するため、同一の担当者が一連の基準を用いてすべての参考書類をチェックすること。政治的な貢献度又はその他の活動による利害の対立を回避するためにも、選定のための評価対象となる企業が当該選定チームの一員となってはならない。
- ✓ どのように選定されたかという経緯、並びに各企業の順位付けを文書で公表すること。

③ 選定方式の採用状況

RB における 2000～2005 年までの選定方式の採用実績は図４.３のとおりで、多くの場合は交渉方式が採用されている[116]。

116 土居丈朗等（2005a）pp.44－45によれば、GOBの場合は競争方式が採用されるケースが多いとのこと。

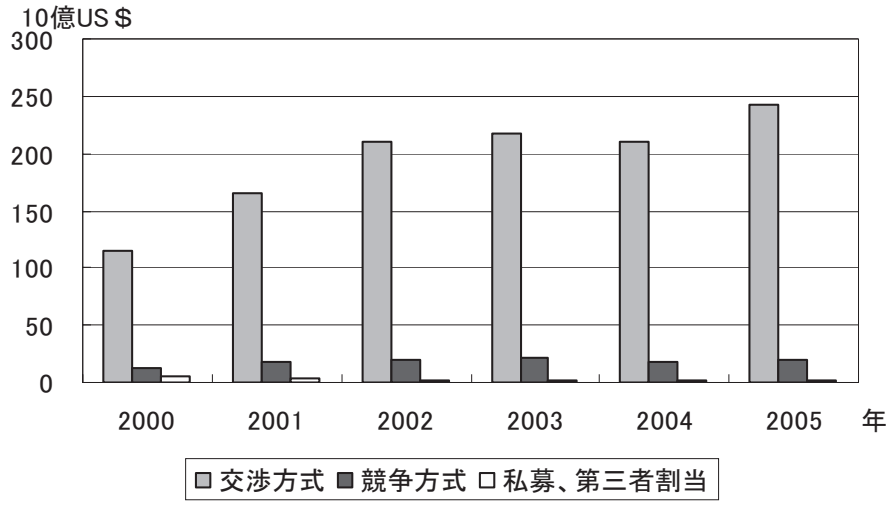


図 4．3　RB の選定方式（2000～2005 年）[117]

また、地方債の選定方式（交渉方式、競争方式）の発行額規模別の採用比率（2004 年実績）は、発行額が大きいほど交渉方式が採用される割合が高まっている（図４.４）。また、事業分野別の採用比率（2004 年実績）は、教育事業・一般政府事業の場合よりも住宅事業・病院事業・交通事業・公益事業（電気、上下水道等）の場合の方が交渉方式を採用する割合は高く（図４.５）、さらに、州よりもオーソリティ等の方が多く交渉方式を採用している（図４.６）。

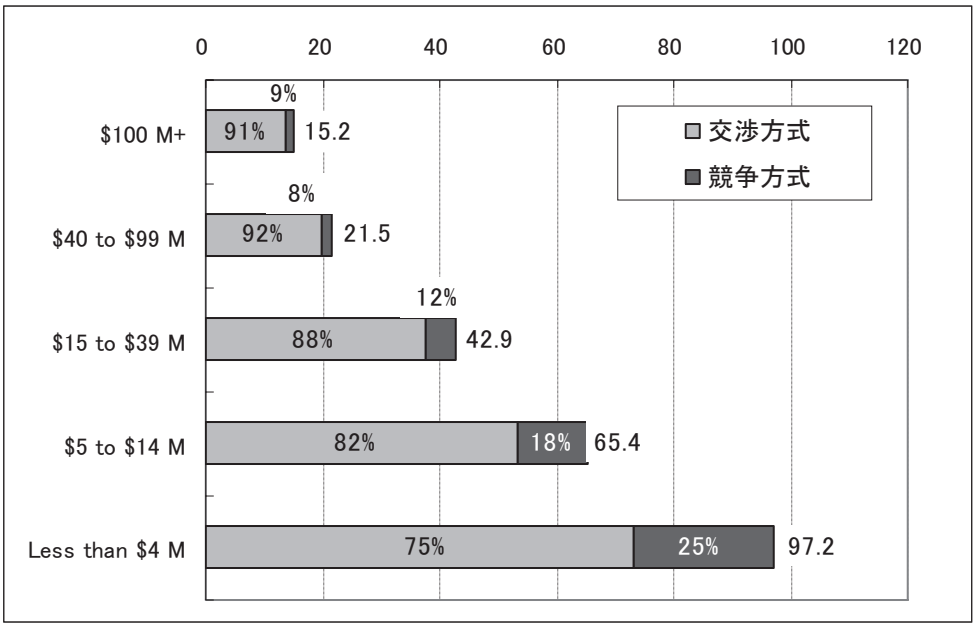


図 4.4　地方債における選定方式の発行額規模別の採用比率（2004 年実績）[118]

117　TBMA資料をもとに作成。

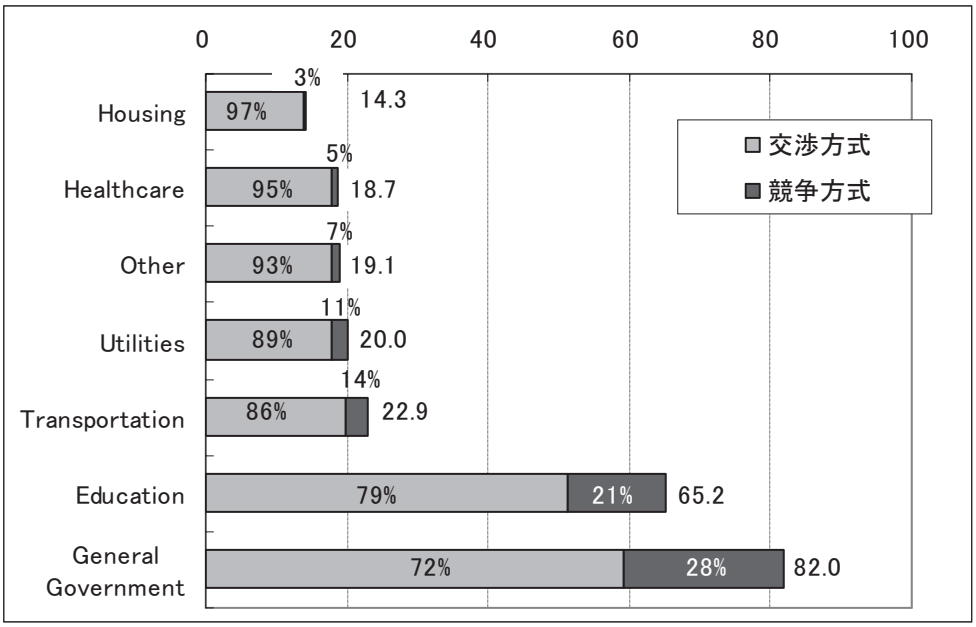


図 4.5　地方債における選定方式の事業分野規模別の採用比率（2004 年実績）[119]

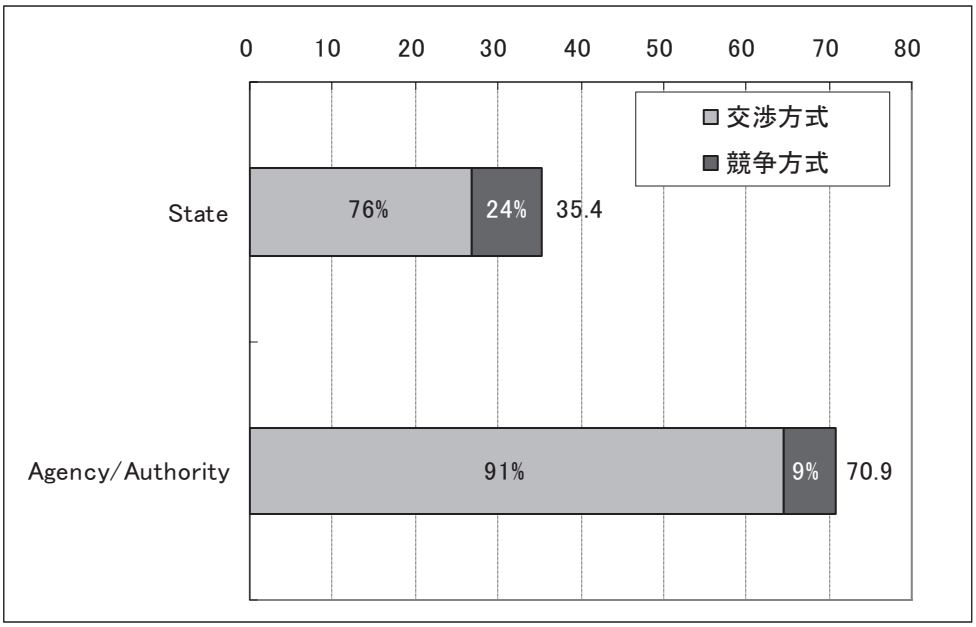


図 4.6　地方債における選定方式の発行体種類別の採用比率（2004 年実績）[120]

118　TBMA資料をもとに作成。
119　TBMA資料をもとに作成。
120　TBMA資料をもとに作成。

④ 商品設計の考え方

RB の商品設計に当たっての成功の鍵（投資家への魅力付け）は、以下のとおりである[121]。

- 魅力的な価額
- 明快な法的フレームワークと契約内容
- 事業の実現可能性（過去の需要、事業とは独立した専門家による予測等）
- 格付
- 信用補完
- 事業歳入の担保設定
- 強力なコベナンツ
  - レート・コベナンツ
  - アディショナルボンドテスト条項
  - ノン・インペアメント条項
- 多頻度で透明性の高いディスクロージャー（情報開示）
  - 発行時の情報開示・目論見書開示
  - 発行後の毎年の情報開示
- 流通市場における流動性
  - マーケット・メーカー（引受業者等）による支援
  - 投資家層の拡大
  - 投資適格性の確保
  - 取引額や市場流通量の一定確保

⑤ 債券引受契約の概要

債券引受契約（bond purchase agreement）とは、引受業者と発行体との間で取り交わされ、債券の引受にあたっての両者の義務や役割等について取り決めた契約のことである。具体的には、引受業者による引受の内容（額、期日等）、発行体及び引受業者は SEC や MSRB の規則に順守する旨、また、引受時の発行体による負担経費等について規定されている。

121 UBS資料を参考に作成。

４） 格付付与のための評価

① 格付の手順

格付は、次のような手順で実施される[122]。

ⅰ） 格付業務の受託

発行体又は引受業者より格付会社に対し格付を依頼する。

ⅱ） 評価に必要なデータの提供

依頼に基づき、格付会社は発行体等に対し必要情報をリクエストする(Request for Information)。なお、どのような情報が必要になるかは当該 RB の対象事業によって異なる。一般的に、発行体へ依頼する情報としては、①監査済み財務諸表、②予算、③事業の見通し[123]、④担保となる歳入源を保証する(revenue pledge)法的書類、⑤償還期間、⑥元利償還額、⑦ストレステストの結果[124] 等（そのほか、目論見書に記載すべき事項）がある。事業によっては、格付会社は事業特有の情報を必要とする場合があり、例えば住宅関係であれば空室率、入居者の将来見通し等、病院であれば過去の患者数、数年先の見通し等がある。これらのデータは格付会社においてその都度データベース化[125] される。

なお、上記のデータ収集は、発行体と格付会社間での電話やメール、ミーティング等を通じて進められ、数週間から数ヶ月を要する。

ⅲ） 格付のための検討

格付会社は格付に当たり、上記ⅱ）のデータをもとにさまざまな観点から事業計画や財務計画等の内容について評価を行う。以下、その際の具体的な評価要素について上下水道事業を例に示す[126]。

- 社会経済状況

  地域の人口推移、所得水準、失業率、税収などサービスを提供する顧客の状況から、将来的に歳入増の見込みがあるかどうかを評価する。

- 財務データ及び投資計画

  過去３～５年の監査済み財務諸表と予算（財務計画）との比較から財務状況の安定性、継続性を確認する。また、DSCR について、発行体自身の RB のみならず、システムに関係する資金調達のために発行した GOB も含めて評価する。

---

122 前述４.１（１）２）④の信用評価もほぼ同様の手順で実施される。

123 S&Pへのヒアリングによれば、発行体は、独立した第三者に依頼し、プロジェクトの実効性や料金収入の見通し等を作成させる場合もあるとのこと。

124 S&Pへのヒアリングによれば、発行体が委託しているコンサルタントに対し、ストレステストの実施やテスト結果の条件変更等を要望することがあるとのこと。

125 S&Pへのヒアリングによれば、データのフォーマットや定義は自治体ごとに異なっているため、発行体から提供されたデータは格付会社において手入力されているとのこと。

126 Standard & Poor's（2005a）

さらに、今後の投資計画についてもその必要性、適切性、実行性といった観点から評価する。

- 料率

  同業他社と比べた料率の競争力や、料率決定のプロセスの妥当性などを評価する。

- オペレーション

  顧客属性ごとの利用状況から見た投資ニーズ、例えば、長期的な歳入の安定につながるような大口顧客との長期契約の存在などにより評価する。また、環境法規を順守しながら事業施設へ投資を行っていくうえでの経営者の能力、システムの能力の適正さなどを評価する。

- 経営評価

  外部環境の変化に対して適切な対応をとることができるかどうか、経営者の能力を評価する。

- 法的条項

  契約で締結されるコベナンツが順守可能かどうかを評価する。

また、事業運営データの信頼性を確認する等、格付作業に当たって格付会社が第三者であるコンサルタント等を直接使うことは殆どなく[127]、発行体が雇った第三者コンサルの分析結果を使用する。（その際、場合によっては格付会社が発行体の分析結果に対し再検討等を依頼することもある。）

その後、その分析結果に基づき、格付会社が独自のストレステスト等を行い、格付を検討する。なお、格付に当たっては外部専門家の意見を参考にするケースもある。最終的に事業の格付を決めるのは社内の格付委員会（メンバーは当該ビジネスあるいは当該地域に精通する者が選定される）である。

社内で格付が承認された後は、格付の結果と検討内容等をまとめた格付レポートが公表される。

ⅳ） 格付の確定

上記ⅲ）の終了後、社内で格付の最終決定のためのプレゼンテーションが実施される。プレゼンに当たっては発行体（Issuer）から提出されたデータ、格付会社独自の比較データ、外部から購入した経済データ等をもとにした当該 RB の信用力に関するプロファイルが作成される。

127 S&Pへのヒアリングによれば、例外的なケースとしては建設リスク（新規の場合）を調べる場合があるとのこと。

② ストレステスト

格付会社は、当該債券に係るリスク等を考慮し、いくつかのストレスシナリオ[128] を設定することにより、独自のノウハウにより当該債券の信用力を評価する。

シナリオのパターンは自治体の信用度、事業分野、格付のカテゴリー等の状況によって異なり、例えば、有料道路の場合は一つの基準ケースを設定し、それをベースにいくつかのストレスシナリオを決める。

シナリオの数は当該事業のリスクの大きさに応じて異なり、リスクが大きいほど数を増やして評価を行う（上下水道のような低リスク事業の場合は１パターン程度)。

ストレステストは、前述したように、発行体側でも実施され、両者のテスト結果に食い違いがある場合、また、モデルに使用された変数に疑問がある場合は、格付会社は発行体に対し再テストを依頼し互いに摺り合わせを行うこともある。

ストレステストでは、基本的に発行体は政府であり、たとえ大災害がおきても、政府が消滅することはないこと等の理由から、確率を用いたリスクの定量化等は行われない。また、ストレスシナリオの設定においても大災害のような最悪の事態（例えば、フロリダ州の住民は全員ハリケーンの犠牲になって洪水に飲まれてしまうケースなど）も一般には想定されない。なお、そのような大事態に対しては保険加入（例えば、カリフォルニアの場合は地震保険、空港や主要ビルディングの場合テロリズム保険）により対応がなされている。

③ その他

ⅰ） 格付費用

格付費用の算出方法は一般に公表されていないが、費用算出の際の検討要素は債権発行額、事業の複雑さ、事業分野等である（通常の格付料は 2,000～1,500,000 ドル[129])。他方、信用評価（credit assessment）の費用は、full rating（正式な格付）費用にある一定の割合をかけて算定する。

ⅱ） 地方債の格付状況

RB を含めた地方債の格付分布（Moody's による格付実績）は以下のとおりで、半数以上がシングルＡという状況である。

また、ニューヨーク市に関連する地方債の格付けの分布は表 ４.３、表４.４のとおりであり、GOB よりも RB の発行体である Municipal Water Finance Authority や TFA の方がより高い格付を得ている状況である。このため、ニューヨーク市では、RB の発行により GOB で資金調達する場合よりも低いコストでの調達を実現していると言える[130]。

128　ストレスシナリオとは、当該事業の開始後（債券発行後）に起こりうる事態を予め想定し、それに基づき、ａ．他の発行体の実績、ｂ．経済状況、ｄ．インフレ率、ｅ．賃金状況、等の条件をもとに作成した予測シナリオのこと。

129　Standard & Poor's（2005b）をもとに作成。

130　S&Pへのヒアリングによれば、そうした状況はニューヨーク市に限った話ではなく、RBの格付はGOBとは無関係に評価を行うため、全米でRBの方が高い格付になる場合があり得るとのこと。

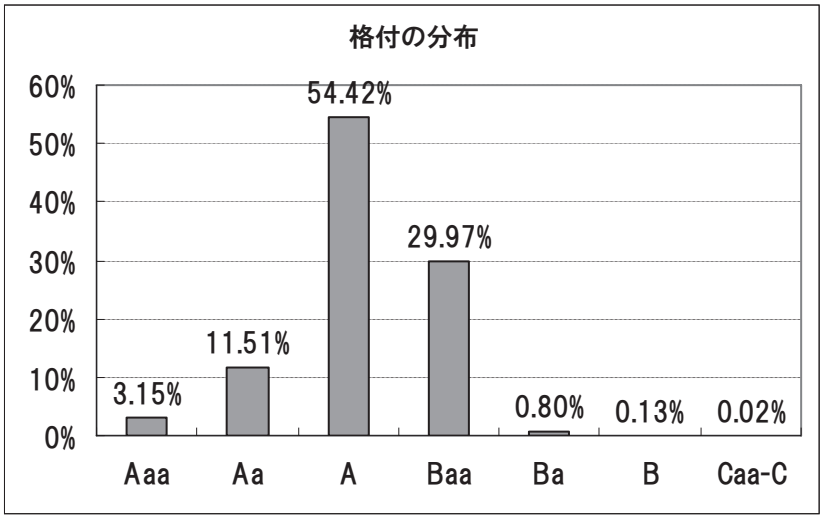


図 ４．７　Moody's の格付分布（1970～2000 年）[131]

表 ４．３　New York 市の GOB の格付[132]

発行体	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings
NYC General Obligation	A+	A1	A+

表 ４．４　New York 市関係主体の RB の格付[133]

発行体	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings
Transitional Finance Authority	AAA	Aa2	AA+
Municipal Water Finance Authority	AA+	Aa2	AA
TSASC, Inc. Series 1999-1: [134]			
2008-2012	BBB+	A1	BBB
2013-2027	BBB	Baa2	BBB
2028-2039	BBB	Baa2	BBB
TSASC, Inc. Series 2002-1:			
2006-2007	A-	A1	BBB
2008	BBB+	A1	BBB
2009-2012	BBB+	Baa2	BBB
2013-2024	BBB	Baa2	BBB
2025-2032	BBB	Baa2	BBB

131　Moody's（2002）p.6、詳しくは、http://volatility.brannan.org/2004docs/US%20Muni%20Rating%20Scale.pdf を参照。

132　ニューヨーク市監査局（The City of New York Office of The Comptroller）のＨＰより抜粋。詳しくは、http://www.comptroller.nyc.gov/bureaus/pf/ratings.shtm を参照。

133　ニューヨーク市監査局（The City of New York Office of The Comptroller）のＨＰより抜粋。詳しくは、http://www.comptroller.nyc.gov/bureaus/pf/ratings.shtm を参照。

134　TSASCとは、ニューヨーク市が設立した倒産隔離されている非営利団体で、たばこ決済からの歳入（Tobacco Settlement Revenues）を償還原資とするRBを発行している機関である。詳しくは、http://www.nyc.gov/html/tsasc/html/about_tsasc.html を参照。

５） 保証付与のための評価

① 評価方法

保証会社による保証付与に係る検討では、前述した格付機関の信用評価とほぼ同様の手法を採っており、はじめに当該地域の人口、所得、不動産価値、家屋や商業ビルの新規建設状況、地域産業の多様性等について評価し、その状況を踏まえつつ、事業の評価として発行体から提供された事業計画、財務データ(監査済み財務諸表等)やストレステスト結果、信用評価の結果等（目論見書の記載内容一式）をチェックする[135]。ただし、保証会社の場合、格付会社とは違って、保証を付与した場合には自ら事業のデフォルトリスクを負担することになるため、特に「デフォルトが起こりそうな場合にどのような是正策があるか」や「デフォルトの原因となるものに対してどういうツールを使えば是正できるか」等を重視した検討を行っている。

上記の検討に当たって特に保証会社が重視する具体事項は以下のとおりである。

ⅰ） 資金使途の妥当性の検討

事業の目的や内容、事業歳入（料金設定、将来の見込み収入等）は地域の人口、産業、経済情勢等からみて妥当であるか、また、事業が当該地域にとって不可欠（essential）なものであるかについて検証する。

ⅱ） 償還計画（歳入、費用、償還原資等）のチェック

- 事業歳入の一定以上の確保（通常は DSCR が 1.2 以上確保されること等）
- リザーブが一定以上確保されていること（①直近年の償還額、②将来における同一事業に係る各債券の合計償還額（／年)、③発行額の 10%、の最大値を基準とする）
- アディッショナルボンドテストの活用

ⅲ） 料金の設定ルールの確認

事業の経営が悪化した場合の対応として、料金値上げが容易又は可能であるか、料金設定の柔軟性をみる。

② 金融保証の活用状況

2005 年度に発行された RB に対する金融保証等の実績は以下のとおりで、全体の約５割で金融保証が活用され、さらに、銀行による LOC 等も含めれば全体の約７割で何らかの信用補完システムが活用されている状況である。

---

135 建設コスト、需要予測等のデータ（特に前歴のない場所で新規に事業を実施する場合）については、発行体及びコンサルタント等が作成したレポートをチェックしたり、保証会社側で独自にコンサルタント等を雇ったりしながら検証する。また、ストレステストの結果をもとに、問題の発生する可能性、問題が生じた場合でも収益のあげられる事業かどうかをチェックする。

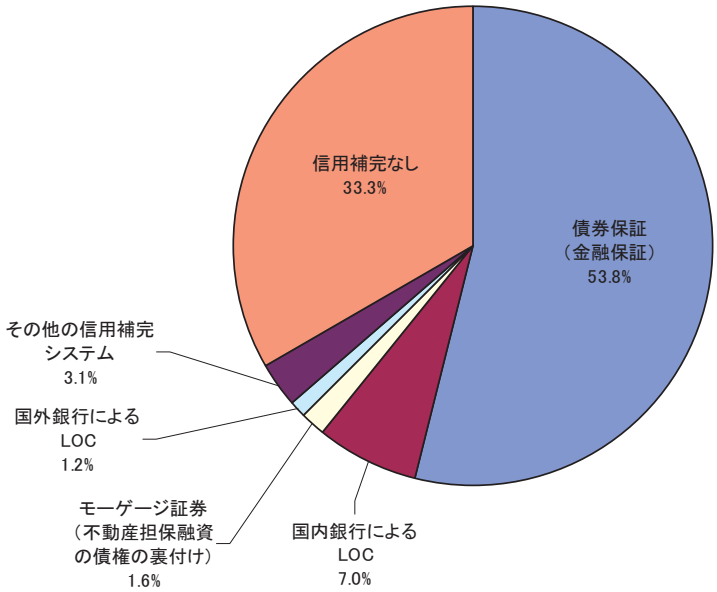


図 4．8　RB の信用補完の活用状況（2005 年）[136]

③ 金融保証契約の概要[137]

金融保証契約は、保証債券がデフォルトとなった場合、保証会社は、そのデフォルトの事由を問わず（無条件(unconditional)かつ取消不能(irrevocable)な条件で）、約定どおりに（通常は発行体の元利支払いの遅延が発覚した時点で即）必要な元利償還金を支払うことを取り決めたものである。この契約は、保証会社自らが保証契約を取り消すことができず、保証債券の償還完了まで有効とされている。

④ 保証料

発行体が当該債券に金融保証を付する場合には、前払い一括で保証会社へ保証料を支払う必要がある。保証料の算定については、RB 流通市場におけるスプレッド較差（金融保証有りと無しの較差）や、クレジットデフォルトスワップ（CDS）[138]などのレート等を参考にしたマーケット・アプローチ的手法により行われることが多いようである。

6） 事業モニタリング

一般的な事業のモニタリングは、格付会社、保証会社等によって行われ、投資家は格付会社や保証会社から提供される専門的な調査・分析結果により、事業の状況を把握する。

136　TBMA資料をもとに作成。

137　日本政策投資銀行（2004）p.6 を参考に作成。

138　クレジット・デフォルト・スワップ（Credit default swap=CDS）は、各種債権の信用リスクを保証してもらうオプション取引のこと。

発行体から格付会社及び保証会社への情報提供は、財務報告書により行われ、それらの財務データをもとに各者が分析・評価を実施する。

① 事業期間中の情報開示

事業期間中、発行体は引受業者や投資家等に対して定期的かつ継続的な情報提供を行うべく、当該債券に係る財務報告書を公式文書の形で作成する。発行体は同報告書の開示に当たり、ボンドカウンセルのチェックや会計士による監査（audit）を受ける。同報告書は格付機関や保証会社にも提供され、モニタリングの材料として活用される。

以下、具体例として、毎年 10 月ごろに公表されたニューヨーク市の財務報告書（年次）の目次を示す。

【参考】ニューヨーク市の包括的な年次財務報告書の記載例[139]

ニューヨーク市の包括的な年次財務報告書

目　　次

１．導入
　（市会計検査官のメッセージ、ニューヨーク市の概略など）
２．財務
　（独立会計監査人の監査報告書、経営者による財務・運営成績の分析など）
３．基本財務諸表
　①市全体の財務諸表
　②資金会計における財務諸表
　③財務諸表の注記
４．政府会計における連結財務諸表
５．信託会計における連結財務諸表
６．構成単位における連結財務諸表
７．その他の附属明細書
８．統計（財政状況、歳入・債務負担能力等に関するトレンド情報など）

② 格付会社によるモニタリング[140]

格付会社は、事業開始後も引き続き事業の監視（surveillance）を行うとともに、最新の事業データに基づき定期的に事業をレビューし、必要に応じて格付を見直す。発行後における格付の再評価では、基本的に新たな格付の際と同様の評価作業を実施し、社内の格付委員会の承認を必要とする。

なお、S&P へのヒアリングによれば、格付機関は格下げの可能性がある場合でも発行体

139　The City of New York（2005）、詳しくは、http://www.comptroller.nyc.gov/bureaus/acc/cafr-pdf/cafr2005.pdf を参照。

140　S&Pへのヒアリングをもとに整理。

には一切アドバイスはしない（SEC 等の規制監督局によってそのような行為は禁止されている）とのことであった。

③ 保証会社によるモニタリング[141]

保証会社は、各事業につき職員１～２名ほどを担当させてモニタリングを行う。まずは財務データ（歳入、費用、借入額、来期の財務計画等）のみで当該事業の変化を監視する。もし財務状況に何らかの変化があった場合には、保証会社はその要因等を調査すべく、その他多数のデータを収集・分析する。

保証会社はデフォルトリスクを負っていることから、事業の経営が傾いた段階で何らかの対応を図り、事業を破綻させないように監視又は経営への介入等を行うこともある。具体的には、高速道路事業等において保証会社側の独自のコンサルタントを経営に介入させ、事業組織の人事、料金設定、経営改善計画の作成等に口出しできるよう、保証会社はその権限を契約書の中で規定し、必要に応じそれを行使する仕組みとなっている。

④ デフォルト時の対応

前述のように、事業のモニタリングには保証会社が関わっており、②に記述した経営悪化を未然に防ぐための事業経営への介入等（人事異動、料金改定、経営改善計画の作成等に関する要請）と同様の手法が、デフォルト時にも採られる。例えば、交通量あるいは顧客等の需要が予測を下回ってしまうことでデフォルトとなった場合（保証会社としてもすぐに手の打ちようがない場合）には、リファイナンスを実施して償還期限を延ばし、毎年の元利償還金を減らしたり、政府関係省庁にコンタクトを取って状況改善のための解決策を探ったりする。

以下、参考のため、地方債におけるデフォルトの発生確率や発生要因、また、発生事例を整理する。

i） デフォルトの発生統計

過去のデフォルトの発生状況に関する統計データは以下のとおりである。

地方債のデフォルト発生率（10 年間の累積値）は、B 格付のものであれば 5%未満であり（図４.９）、同一格付の社債と比べると極めて低い発生率である（図４.１０）。また、トリプル B の地方債のデフォルト発生率（15 年間の累積値）は、トリプル A の社債のそれとほぼ同率であり、社債よりも低い格付ではあるが、デフォルトの可能性は同程度であることがわかる（図４.１１）。さらに、地方債のデフォルト発生率を単年度で見ると、投資適格（トリプルB以上）であればデフォルト発生率はほぼゼロという状況である（表 ４.５）。

141 MBIAへのヒアリングによる。

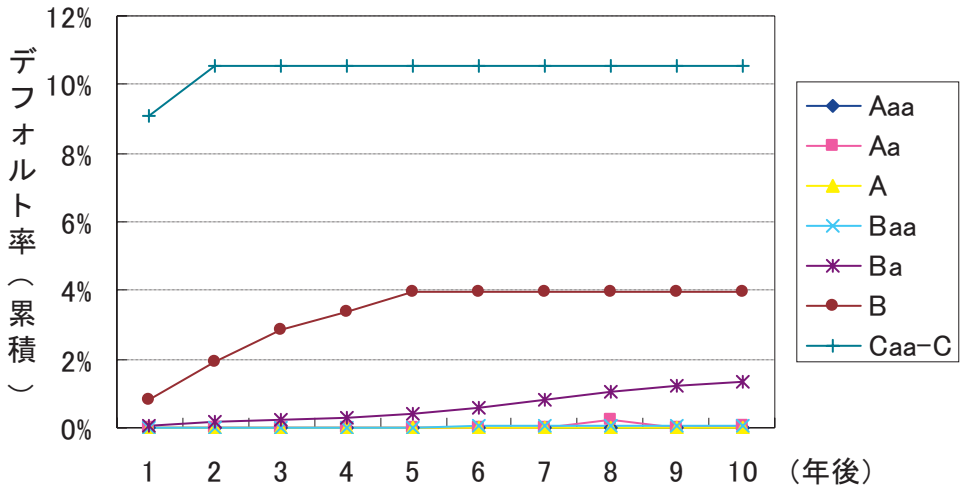


図　４.９　地方債のデフォルト率（累積）1970-2000 年[142、144]

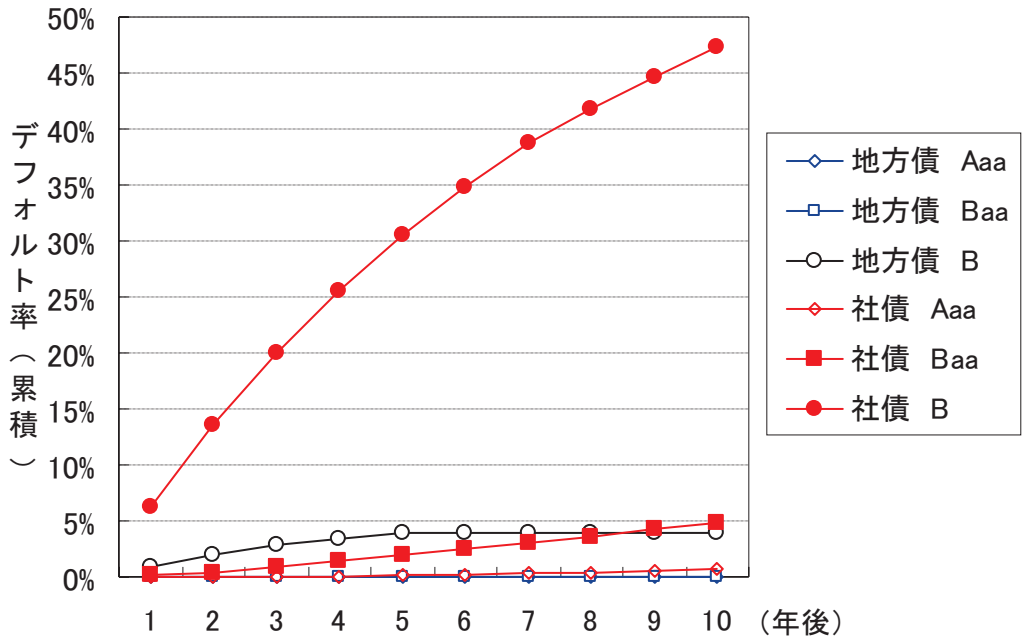


図　４.１０　地方債と社債のデフォルト率（累積）1970-2000 年[143、144]

142　Moody's（2002）p.8 をもとに作成。
143　Moody's（2002）p.8 をもとに作成。

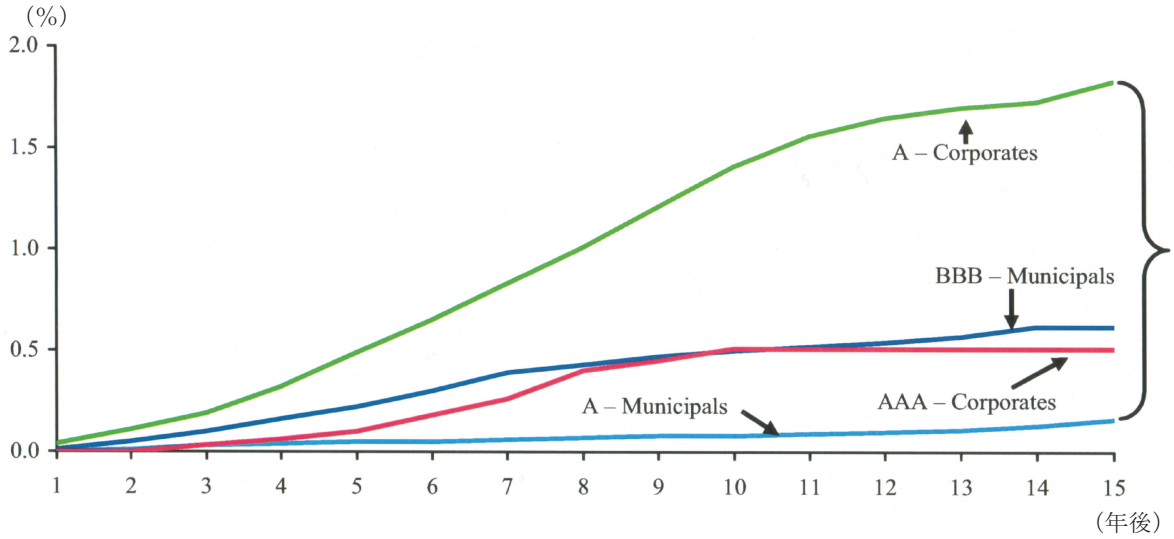


図　４.１１　地方債と社債のデフォルト率（累積）1983-2005 年[144、144]

表　４.５　格付別　地方債のデフォルト率（単年度）1970-2000 年[145、146]

格付	デフォルト率
Aaa	0.00%
Aa	0.00%
A	0.00%
Baa	0.00%
Ba	0.07%
B	0.81%
Caa-C	9.09%
投資適格格付（Baa 以上）	0.00%
投機的格付(Ba 以下)	0.39%
全　体	0.00%

ii）　デフォルトの発生要因

上記のように発生したデフォルトの要因としては以下のことが挙げられる[147]。

- 社会経済環境のドラスティックな変化、マネジメントの失敗、契約不履行等によ

144　Moody's（2006）p.34 をもとに作成。

145　Moody's（2002）p.7 をもとに作成。

146　図４.９～４.１１、表４.５のデータはMoody'sが独自に蓄積しているデータベースが元となっており、図４.９、図４.１０、表４.５の元データは1970～2000年までの実績データをもとに、また、図４.１１の元データは1983～2005年までの実績データをもとにそれぞれ作成したことが同レポートに記載されている。具体的な母数については、1970～2000年のみ記載があり、地方債：375,818、社債：61,191（単位：発行体の数×債券の発行後経過年数）とのことである。

147　MBIA資料を参考に作成。

る事業歳入の減少又は消滅（事業中断）

- 当初見積りどおりの事業歳入が得られなかった（事業歳入の過大見積り）
- 歳入（料金）の受取の遅れ
- 歳入の法的な差し止め
- 自治体の破産
- 施設の損傷等によるリース支払の中止
- 政治的な反対や予算上の危機、支払優先順位の変化等によるリース支払の不履行

iii） デフォルトの発生事例

デフォルトの発生事例は以下のとおりである。

表 4．6 Moody's により格付された発行体の数とデフォルト数（1970～2000 年）[148]

使途又は発行体	発行件数	デフォルト件数	デフォルト事例
多目的（庁舎、刑務所、裁判所等）	14,775	0	
上下水道	1,894	0	
公立大学	251	0	
私立大学及びその他非営利機関	580	1	Harlingen Higher Education Facilities Corporation, TX-Marine Military
電力	699	2	Washington Public Power Supply System, WA (now Energy Northwest)
			Vanceburg, KY Electric System-Greenup Hydro Project
その他の地方債発行	2,527	2	Connecticut Housing Authority Mortgage, CT
			Tarrant County Housing Finance Corporation, TX
州・地方政府のその他の債務	5,992	3	Belfield, ND
			Orange County, CA
			Polk County, IA
非営利医療機関	1,381	10	Chattanooga Health & Educational Facilities Board, TN-Downtown General
			Country of Beaufort, SC-Hilton Head Hospital
			Highland Park and Detroit, MI Hospital Finance Authorities-Michigan Health Care Corporation(2)
			Massachusetts Health & Educational Facilities Authority-Boston Regional Medical Center, MA
			Massachusetts Health & Educational Facilities Authority-Choate-Symmes Hospitals
			Michigan State Hospital Finance Authority-Northwest General Hospital
			Philadelphia Hospital and Higher Education Facilities Authority, PA-Allegheny Health and Education Research Foundation
			Philadelphia Hospital Authority, PA-Metropolitan Hospital
			Prince George's County, MD-Greater Southeast Healthcare System
			Sarpy County, NE Hospital Authority No.1

【交通分野】

- チェサピーク湾橋梁トンネル事業体（Chesapeake Bay Bridge & Tunnel District）（バージニア州）[149]

Series C の債券の利息の支払いが出来なくなった 1970 年 7 月 1 日、チェサピーク湾橋梁トンネル事業体（Chesapeake Bay Bridge & Tunnel District）（発行体）は 1960 年 7 月 1 日付発行の RB のデフォルトに陥った。

148 Moody's（2002）p.5 をもとに作成。

149 Moody's（2002）p.13 を参考に作成。

1960 年 8 月、同発行体は Series A、B 及び C という 2 億ドルの RB を発行しており、1970 年のデフォルト以前は、その地域では Series A 及び B の元利償還には十分な歳入を生み出していたが、歳入不足と不適当な利用方法が原因で Series C は事業歳入及びリザーブの資金を支払いに充てなければならなくなっていた。その後、余剰資金を使い果たし、同発行体は債務償還ができなくなった。

デフォルト後は、しだいに道路周辺地域の経済が活性化し、事業体は特段の対処を行うことなく事業収益が回復した。

【病院】

➢ミシガン・ヘルスケア公社（Michigan Health Care Corporation）（ミシガン州）[150]

1995 年 6 月 1 日、ミシガン・ヘルスケア公社（Michigan Health Care Corporation）（発行体）は、ミシガン州 Highland Park にある病院金融オーソリティ（医療金融公庫、Hospital Finance Authority）とデトロイトにある病院金融オーソリティ（医療金融公庫、Hospital Finance Authority）が発行した債券の不履行に陥った。

1990 年初め、ミシガン・ヘルスケア公社（Michigan Health Care Corporation）の主要施設は、デトロイト及びその周辺に位置していたことが、国内自動車産業ビッグ 3 のシェア縮小による高い失業率と人口離れの影響から、デトロイト及びその周辺地域は経済的な停滞に悩まされていた。さらに、デトロイトの保健医療市場における施設の供給増と相まって、同発行体の財政負担を引き起こし、同発行体は 1995 年 3 月 31 日、破産法 11 章（会社更生法）の申請を行うに至った。

この破綻には、上記の経済的背景に加えて、様々な要因が影響しており、浅はかな経営の意思決定、莫大な借金、医療扶助制度及び貧困層患者の仮払いの増加などによって生じた長年に亘る劣悪な財務実績によるものであった。また、こうした事態に関わる最終的な法的費用がかさんだことも要因の一つであった。

150 Moody's（2002）p.16 を参考に作成。

⑤ 監督主体

RB の発行取引及び流通取引に関する規制主体、監視主体としては、SEC、MSRB、全米証券業協会（National Association of Securities Dealers：以下、「NASD」という。）、などがあるが、SEC、MSRB、NASD の三者が重要である。その役割と分担状況についてみると、MSRB が規則を制定し、NASD が規則を実行するという関係である。どちらも SEC の監督下にある団体である。このほか、IRS は、免税地方債が税法に準拠しているかを監視するとともに、各証券取引所が個別の債券の流通取引の不正等を監視する。

前述したように、連邦政府の一機関である SEC が発行体である州政府等に対し直接的に情報開示に関する命令等を行うことができないため、引受業者に規制をかけることで、州政府等による情報開示を徹底させている。

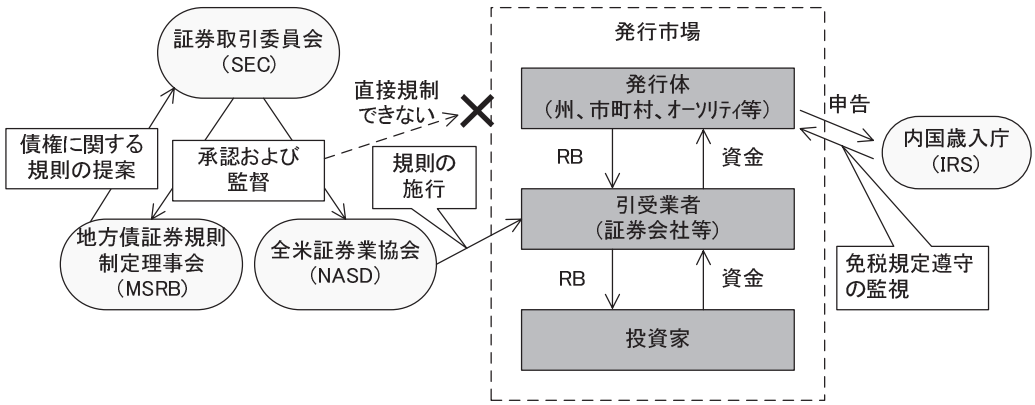


図 ４.１２　監督主体（SEC、MSRB、NASD）等の関係イメージ

４.２　発行手続に関わる人材及び仕組み

（１） FA

発行体は起債に当たって（債券発行に関する具体案を模索中の初期段階で）、第三者として FA を活用する場合が多い[151]。引受業者の目的は良い条件で債権を売ることであり、発行体の目的とは必ずしも一致しないので、発行体の利益を代表する形で FA が雇用される。そのような FA の役割は以下のとおりである。

【FAの役割】

FA に求められている業務内容の例は以下のとおり[152]、債券発行にかかるあらゆる業務に関するアドバイス及び支援、プレゼンテーション、発行体スタッフのトレーニングなど多岐

151　TBMAへのヒアリングによれば、外部の専門家であるFAを雇うのにお金がかかるため小規模の発行体では雇えない場合があり、債券発行の知識・経験に乏しい小規模の発行体が存在するというのが地方債市場に対する批判の一つとなっているとのこと。

152　The City of New York、New York City Transitional Finance Authority、TSASC, Inc.（2003）「Request for Proposals　For　Financial Advisor Services 」を参考に作成。

にわたる。

- 資金調達構造、発行計画等へのアドバイス
- 投資家及び格付会社向け広報活動、報道発表の支援
- 債券発行に関する引受業者の選定及び評価の支援、入札方法（競争方式 or 交渉方式）の検討
- 起債条件に関する幹事会社との交渉の支援
- 利用料金等の設定に関する検討
- 借り換え(refunding)によるコストダウンのアドバイス
- 法及び税務に関する最新情報の提供
- 地方債市場に関する情報の提供
- 発行体スタッフに対する定量分析技術のトレーニング
- 連邦政府、州政府、市関係者、引受業者、投資家、弁護士、格付会社、トレーダーとのミーティング及び会議の準備及び参加やプレゼンテーション
- 発行体からの要請に基づく、追加的なサービスの遂行
- 契約期間終了後の他 FA への円滑な引継ぎの支援

等

以上のような役割を担う FA の募集に当たっては、例えばニューヨーク市では、提案書の募集の際に、同種業務の実績、コンプライアンスの面での確認、ニューヨーク市に本社又は支社があるか、利害相反がないかどうかなどの情報の提供を求められるとともに、FA としての専門性をテストするような課題への回答が求められる。なお、ニューヨーク市へのヒアリングによれば、FA を募集する際に、上記のような RFP を行うことはあるが、基本的には業務の信頼度や仕事のやり易さを重視して選考しているとのことであった。

また、このような FA を担う機関としては、主に投資銀行[153] と専門会社の２種類があり、それぞれ以下の特性を有する。発行体は、これらの特性と当該 RB の特性等を踏まえたうえで、自らのニーズに合う特定の業者を選定した後、同 FA と 1～4 年の契約を締結する。

- 投資銀行の特性

  投資銀行は新しいストラクチャー（ファイナンスの仕組み）のプランニングと構築や、最新の商品開発や価格動向などの情報提供に特に優れている。そのため、投資銀行は、新たなストラクチャーの構築や、最新の商品の適用に関心をもつ、規模が大きく洗練されたクライアントとの FA 業務において強みを発揮する。

- FA 専門会社の特性

  FA 専門会社は予算編成、投資戦略の構築、内部財務制度及び管理の設計、その他の分野に対するアシスタント等を含む幅広いアドバイザリー・サービスを提供する。すなわち、

153 UBSへのヒアリングによれば、発行体によってはいずれ引受業者として雇うことになる投資銀行をFAとして雇うこともあるが、その場合には、両業務間に利益相反が生じ得ることから、同者（投資銀行）はFAを辞任した後に引受業務を受託する必要があるとのこと。

投資銀行よりも、より一般的なコンサルティング機能を果たす。従って、FA 専門会社は、幅広いサポート作業を必要とし、最新の商品の導入は必要としていないクライアントとの進行中の作業において強みを持つ傾向がある。

（２） カウンセル

前述のように、RB 発行手続に当たっては、免税措置や先取特権、誓約条項等に関する取り決めや解釈等、投資家の保護や市場の適正化の観点からカウンセルの役割が重要となる。ここでは特に、各種カウンセルの中心的な役割を果たすボンドカウンセルの要件や選定方法について、GFOA ガイドライン「Selecting Bond Counsel」（1998 年）の一部を抜粋する。

GFOA では、発行体が（相対の交渉ではない）競争を通じた業績ベースで、ボンドカウンセルの選定を行うよう推奨している。RFP 又は RFQ のプロセスを利用した競争では、発行体が、各企業の資格を比較し、自らのニーズに最も合致する企業を１つ又は複数選択することが可能となる。RFP 又は RFQ では、求められるサービスの内容及び範囲、契約期間、評価基準、並びに選定プロセスを明確に提示しなければならない。GFOA は、財務・投資顧問及び引受業者の選定に関する推奨実務手順を作成しており、それによって客観的な RFP プロセスの設定に関するアドバイスを提供しているが、同アドバイスはボンドカウンセルの選定に対しても全般的な適用が可能である。

RFP 又は RFQ は、ボンドカウンセルとしてのサービス提供を希望する企業に対して、少なくとも下記要素についての発行体による評価のもととなる情報の提出を求めている。

1. 当該発行体又は類似する発行体の融資業務、又は同一州政府内における資金調達業務など、似通った規模、業種及び組織の融資業務における実績
2. 課税関連の法令を含めた連邦法、州法、並びにその他法令にかかわる業務における実績
3. 連邦政府の有価証券に関連する法令・規則にかかわり、それを取り扱う業務における実績
4. 業務を割り当てられた代理人、特に発行体との取引に関する日々の業務に責任を負う担当者の知識と経験
5. 法的問題の評価、文書の作成、債券取引にかかわるその他の業務の適時の遂行における応札企業及び担当責任者の能力
6. 発行体が債券発行のために調達するサービスを提供するその他の企業との金融上の関係を含め、発行体との利害の対立が出現する可能性のある関係又は活動

ボンドカウンセルの最終決定段階においては、発行体は以下の要素を検討しなければならない。

7. 発行体は、候補者に対する口頭での面談・インタビュー・試問等の活用を検討すべきである。その際には、発行体との取引に関する日々の業務に責任を負う担当者に対し、その所属する企業の有資格性の立証において主導的な役割を果たすよう求める必要がある。
8. 提示された料金だけを基準に選定を行ってはならない。発行体が依頼する業務分野における実績が、ボンドカウンセル選定の要素として最も優先されなければならない。
9. 類似した性質を有し、現下直ちに検討すべき課題が発行体にある場合、継続性も重視すべき要素の１つとなる。
10. 一般的にボンドカウンセルの料金は債券の販売額を基準とすることが多いが、このような基準に基づく料金体系は、不適切な債券発行を促す意見を提示させるインセンティブを与えることになりかねない。時間給又は固定料金をベースとする料金体系の方が提供されるサービスの内容及び複雑性をより適切に反映するであろうと考えられる。
11. 最終決定を下す前に、発行体はボンドカウンセル候補者から提出された参考資料をすべて検証しなければならない。

ボンドカウンセルが選定されたら、発行体は、州法、地域法（local law）、調達規則に定められた要件に従い、当該企業との間で契約書簡又はその他の契約文書を交わすものとする。発行体は、米国債券発行弁護士協会（National Association of Bond Lawyers）が提案する政府機関における契約書簡の書式モデル活用を考慮すべきである。

（３） 発行情報の蓄積（開示登録システム）

地方債の情報開示については、2004 年 9 月より SEC 認可済みの情報開示専用のウェブサイト（Disclosure USA）[154] が運用開始され、地方債に関する情報開示がインターネットを通じてできるようになった。同サイトの開設により、地方債に関する情報開示書類をオンラインで提出することができ、同サイトに提出・登録すれば SEC の規定で保管が求められている NRMSIR、SID への登録も自動的に行われるようになり、開示書類の提出先の一本化が図られた。また、同サイトにより投資家等はインターネットを通じて提出書類等を検索できるとともに、情報開示手続の履行記録を確認できるようにもなっている。

154 詳しくは、http://www.disclosureusa.org/ を参照。

（４） DTC の証券用帳簿記入システム

DTC とは Depository Trust Company（預金信託会社）の略で、口座振替による証券決済の機能を担う機関である。RB を含む多くの証券全般の発行・登録が DTC の帳簿記入システムを通じて行われており、同システムには 200 万種以上の証券が保管され、証券の保有者名も登録されている[155]。DTC の証券用帳簿記入システムは地方債だけでなく証券全般に利用されており、証券業界の効率化に寄与している。さらに、同システムは、証券に係る各種の通知[156] を各投資家へ提供する機能も担っている。

155　同システムに保管されている証券の大半は紙でなく電子ファイルの形で保管されており、実質的な「無券面化」が図られている。

156　具体的には、償還予定通知、文書修正通知、債務不履行時の通知など。

４.３　発行手続から見た市場関係者の役割と機能

４.１及び４.２で示したように、市場関係者が各プロセスでそれぞれの役割を果たすことにより、事業の評価・選別等の綿密なチェックが行われ、最終的には市場から求められる事業のみが実現化されることとなる。以下、その仕組みを概説する。

（１）　市場関係者の利害

主な市場関係者としては発行体、投資家、利用者、格付会社、保証会社が挙げられるが、これらの主体の役割及び機能を考える上では、各主体の利害を認識しておくことが前提として必要となる。以下、各主体の利害を「規律付け」及び「魅力付け」の観点からそれぞれ整理する。

表　４.７　市場関係者の利害

	規律付け	魅力付け
発行体（自治体、Authority 等）	・発行前には、様々な市場関係者から債券の内容がチェックされる。 ・発行後も、市場関係者に対し、財務報告書による情報開示義務が課されている。	・RB には発行限度額がない。 ・発行が実現すれば、事業目的の不可欠性（essentiality）、収益性、安定性等が市場から信認されたことを意味する。
投資家	・保証なしの債券の場合、デフォルト時のリスクを負担しなければならない。 ・保証付きの債券の場合、デフォルトリスクを負担することはないが、保証料等のコストを間接的に負担することになる。	・債券の利子所得が免税される。 ・デフォルト率が極めて低く、安全性が高い。
引受業者	・債券が売れ残ってしまうリスクを負担している。	・引受手数料を得る。
格付会社	・一債券の格付を誤れば、他の債券の格付に対する信頼も失いかねず、最悪の場合、会社の存続が危ぶまれる。	・格付手数料を得る。
保証会社	・債券のデフォルトリスクを負担している。（投資家への元利償還が遅れた時点で即時、無条件に元利保証(投資家への支払い)を行う。）	・保証料を得る。

（２） 発行手続から見た市場関係者の役割と機能

米国では、一連の RB 発行プロセスにおける市場関係者の役割を通じ、我が国のように民営化等を図らずとも[157]、当該事業に対し市場メカニズムを機能させている。具体的には、各市場関係者が前項（１）に示した利害のもと、事業の不可欠性や収益性等について綿密かつ客観的に分析、評価（予測も含む）、監視等を行うことにより、当該 RB に係る事業の効率化が図られる仕組みとなっている。

以下、発行手続から見た市場関係者の役割、及びそれによる効率化の機能について整理する。

157　そもそも米国には民営よりも公営を好むという社会的ニーズがあり、UBSへのヒアリングによれば、アメリカでもPPPの実績はいくつかあるが余り人気はなく、RBの方が免税であるため、ファイナンスの上で有利という状況はあるものの、多くのアメリカ市民は上下水道事業など（有料道路のように利用の選択が困難なもの）を民営化することに抵抗があるだろうとのこと。

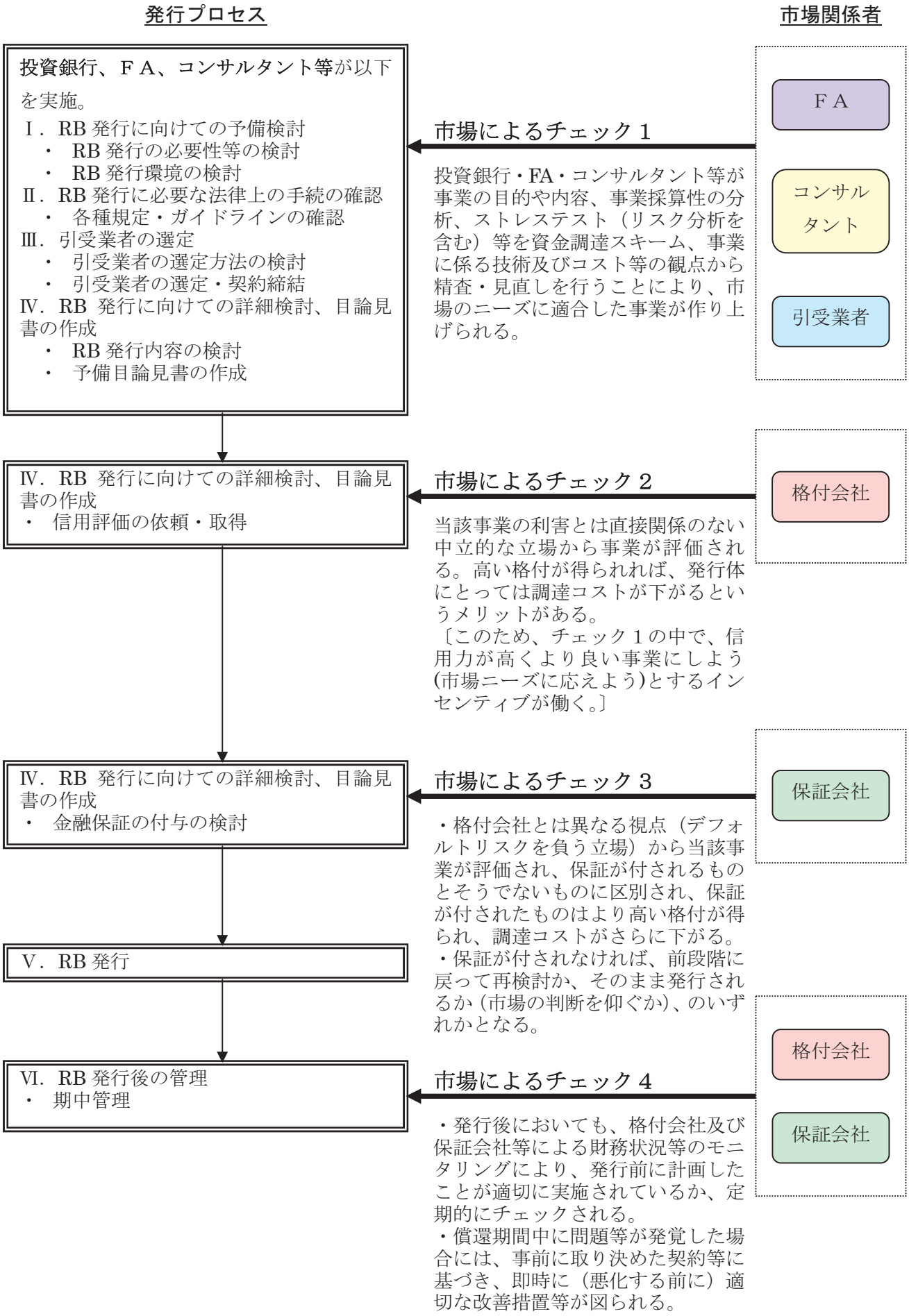


図 ４.１３　発行手続から見た市場関係者の役割と機能

第５章

我が国へのＲＢ導入の際の問題点に関する考察

第５章　我が国へのRB導入の際の問題点に関する考察

第３章で述べたように、我が国の地方債制度における許可制から協議制への移行（不同意債の発行等）をはじめ、地方債の完全自由化やRBの導入検討の必要性等を提言した「地方分権21 世紀ビジョン懇談会」報告書の発表、さらに、地方公共団体における財政赤字の表面化等の動向を踏まえると、新たな資金調達の一手法として RB 導入の検討を視野に入れることは、地方の規律ある財政運営[158] 等のためには重要であり、時代のニーズに対応した動きと考えられる。

このため、こうした状況下ではRBを導入しようとする場合の実務的課題を事前に把握しておくことが重要と考える。以下、前章で整理した米国におけるRB発行プロセスを踏まえ、我が国にRBを導入しようとする場合の発行プロセスに係る実務的な問題点を整理する。

５.１　プロセス全般に係る問題点

➢ 事業関係者間の役割・リスク分担が不明確なままでのRB導入

米国では、各市場関係者により、４.３（１）に示した利害のもと当該RBに係る事業の分析・評価、モニタリング等が実施されることで、４.３（２）に示した市場メカニズムの機能が働き、より効率性の高い事業、すなわち、収益性・安全性・安定性等の高い事業が実現されている。他方、我が国でも市場メカニズムの機能を活用すべく数々のプロジェクトファイナンスが実施されているが、Private Finance Initiative（以下、「PFI」という。）による「福岡市臨海工場余熱利用施設整備事業」（いわゆるタラソ福岡）が破綻して以降、事業関係者の役割分担及びリスク分担のあり方を見直す議論が各所で行われている[159]。特に、融資者の役割については「PFI 事業において、プロジェクトファイナンス[160] の融資者に望まれる役割は事業の経済性や民間事業者の事業遂行能力・信用力の審査機能を果たすことである。」との指摘が見られる[161]。こうした関係者の役割は各者が負担しているリスクを管理するうえで当然のごとく実施されるものであり、事業において市場メカニズムを十分に機能させるためには、各者がそれ相応のリスクを適切に分担しながら事業に参画することが重要と考えられる。とりわけ金融の専門家である融資者においては、事業の安全性、安定性等を高める役割として、事業の経済性及び事業主体の信用力等に注視した審査及びモニタリングが求められている。

RB の場合、上記の「融資者に望まれる役割」は引受業者、格付会社、保証会社等が担

158　規律ある財政運営のためには、当該事業のうちRBにより資金調達を行う範囲（図２.３の「RBによる資金調達部分」）の設定及びそれに対する償還が適切に行われること、具体的には、当該事業に係る収益予測や投資家ニーズの的確な把握等による調達額の見定め等が的確に行われ、償還計画の適切性が厳格に審査されること、が必須条件になると考える。また、それによって我が国においても、図２.８のような幅広い事業分野においてRBの活用が可能となる。

159　例えば、福岡市PFI事業推進委員会（2005）など。同報告書の詳細は、http://www.city.fukuoka.jp/download/159105379270.pdf を参照。

160　福岡市PFI事業推進委員会（2005）p.18 には、「その経済的利益を追求することにより事業の安定性に資する金融手法である。」との記述が見られる。

161　福岡市PFI事業推進委員会（2005）p.17

うこととなり、特に、債券の価額及び利率の決定に直接関与する引受業者、発行体側のアドバイザーの役割等は重要と考えられる。4.3（1）に示した関係各者の利害がある中で、各者の役割・リスク分担のあり方が不明確なままに導入した場合、各者のノウハウ等が未成熟、かつ、流通市場も未発達の導入当初においては上記と類似した問題が生じかねない。

➢ 投資家の先取特権等の規定等の未整備

RB では、債券発行ないし金融保証取得のため、償還原資である一定のキャッシュフローあるいは担保となる事業歳入（Revenue）を自治体本体から分離する必要があり、実務的には担保権設定（Revenue に対する投資家の先取特権の設定等）を可能とする必要がある。こうした先取特権をはじめ、RB 導入の際に償還確実性を高めるうえで重要となるリザーブ（当該 RB 事業専用の準備基金）や情報開示等についてガイドライン等の整備が不可欠と考えられる。

➢ 自治体破産規定の未整備

米国では自治体（発行体）が破産した場合でも、RB 保有者の先取特権が保持される旨の規定が連邦破産法の中にあるが、我が国には地方公共団体の破産規定自体が存在せず、地方公共団体が破産法や民事再生法の対象となるのか等も条文上明確にされていない[162]。

この点については、政府に置かれた「地方分権 21 世紀ビジョン懇談会」において検討されており、2006 年 7 月にとりまとめられた報告書において、いわゆる“再生型破綻法制”の整備が提言されている。同報告書では、「護送船団方式により形成された『国が何とかしてくれる』という神話が、財政規律の緩みにつながってきた面を否定できない。経営に失敗すれば、地方公共団体も破綻という事態に立ち至る、という危機感を持つことが、地方財政の規律の回復のために必要であるとの指摘がある。」とし、いわゆる“破綻”の意味するところを明確にし、透明な早期是正措置によってその事態を回避し、再生への道筋を明らかにすることの重要性を指摘している。具体的には、いわゆる“再生型破綻法制”の検討に早期に着手し、3 年以内に整備すべき等の工程が示されており、今後の動向を注視する必要がある。

5.2　プロセスごとの問題点

（1）　プロセスⅠ：RB 発行に向けての予備検討

➢ 発行計画策定ノウハウの不足

米国では、当該事業に適した RB のスキームや価格・利率等を検討し、自治体等の財政状況を勘案しつつ RB の発行計画や償還計画等を策定できる FA が存在するが、我が国にはそれほどの専門性をもった職員や専門家は少ない。さらに、我が国では地方債

162　地方公共団体に破産能力が認められるか否か、また、再生型の破産を認める場合、誰が破産の認定を行うのか等、多くの検討課題がある。詳しくは、足立 伸（2003）、株式会社PHP総合研究所（2006）p.15 を参照。（前者は、http://www.jlea.jp/03kougai015.pdf を参照。）

市場や市場からの資金調達に精通する専門家も少ないため、人材の調達が難しい可能性がある。

しかし、我が国でも、住民参加型市場公募地方債の発行、また PFI の分野で可能性調査やアドバイザリー業務を通じて、金融専門家やシンクタンク、建設コンサルタント等は市場ニーズに応じた発行条件の検討、事業の長期に渡る収支予測や採算性の評価、長期一括の事業契約等に関する知識やノウハウを着実に蓄積してきており、それらのノウハウ等は RB 導入の際にも活用可能と考えられる。

（２） プロセスⅡ：RB 発行に必要な法律上の手続の確認

➢ ガイドライン等の未整備

米国では、地方債発行の主要な手続（引受業者や弁護士の選定、情報開示等）について、業界団体（GFOA、NFMA 等）が発行体向けガイドライン及び事業分野ごとの成功事例集を作成・公表しているが、我が国では、これまで地方債の発行に関して概ね一律の発行手続きが取られ、米国のように発行体の事情によって多様な手法を取り得る状況にもなかったせいもあり、ガイドライン等は整備されてこなかった。

（３） プロセスⅢ：引受業者の選定

➢ 引受業者選定に係るノウハウ等の不足

米国では、債券発行及び流通の鍵を握る引受業者の選定にあたり、FA による実務的サポートやガイドラインの活用等により、債券の特性に合わせて発行体が適切な業者を選定できる環境が整備されている。しかし、我が国では、長らく銀行優位の間接金融システムがとられてきたこともあって、地方債の引受においても銀行や証券会社が重要な役割を占めており（真に発行体や当該事業のガバナンスにとって有利な資金調達が行われるような制度的基盤が構築されてきたとは考え難く）、発行体が適切な業者を選定できる環境が整っておらず、有識者等によるガイドラインの作成等が必要と考えられる。

（４） プロセスⅣ：RB 発行に向けての詳細検討、目論見書の作成

➢ 格付取得の実績不足

２.１（１）のように、米国では地方債の格付が定着しているが、我が国における地方債格付は、国内の格付会社による都道府県及び政令指定都市への勝手格付（発行体の依頼に基づかず、格付会社が独自に行う格付）に留まっている状況である[163]。RB を導入した場合には、事業分野や地域特性等に応じて各債券のリスクプレミアム等に大きな格差が生じうることから、個人投資家に対する IR（Investor Relations）の観点からも、各債券への格付は不可欠な手続になるものと考える[164]。

---

163 国内で唯一、依頼格付（2004年12月、格付投資情報センターより「ＡＡ」）を取得しているのは近江八幡市である。

164 例えば、我が国のPFIでは、格付を取得した事例はわずか２件（金町浄水場常用発電事業、近江八幡市民病院整備運営事業）という状況である。

➢ 償還確実性に関する評価ノウハウの不足

米国では、RB の発行に当たり、発行体がリスクシナリオや追加債券（RB）の発行等を想定しながら、DSCR 等を用いて数年先の RB の償還確実性を綿密に評価しており、その結果を格付会社や保証会社等へ提出することで各市場関係者から綿密なチェックを受けているが、我が国の地方公共団体の場合、そうした評価を行うノウハウに乏しい状況であり、そのようなノウハウの蓄積が肝要と考えられる。

➢ リスクに関する情報の不足

米国では、発行した債券の信用リスクについて個人投資家等が容易に評価できるよう、目論見書の中で「当該事業の財務状況」、「発行体の債務償還状況」、「信用補完の仕組み」、「第三者（格付会社、エンジニア等）による信用評価結果」、「当該事業の法的リスク」等について情報開示を行っているが、我が国では、これまで民間引受けの地方債のリスク・ウェイトはゼロとされてきたこともあって、そこまでの詳細な情報は投資家へ提供する目論見書等は作成されてきていない。

（５） プロセスⅤ：RB 発行

➢ 債券発行に係る情報開示制度・システムの未整備

前章で示したように、米国では地方債に関する情報開示規則や事業分野ごとのガイドライン、インターネットを通じた開示システム等が整備され、それらは地方債市場での活発な取引や市場関係者による適切な評価（格付等）に大きく寄与しているものと考えられるが、我が国ではどれも未整備の状況である。今後、地方債の市場化をより一層進めていくうえではガイドラインの整備や必要に応じ制度化の検討が不可欠と考えられる。また、開示すべき情報の内容については、財団法人地方債協会（2006）[165] において基本的な情報項目（地方債の役割・位置づけ、地方債の信用力・安全性、地方公共団体の財務状況、中長期的な財政計画・地方債発行計画及び償還計画・地方債の発行、購入方法等に関する情報）が整理されているが、RB を導入した場合にはそれらの情報に加えて、「事業施設の整備・維持管理・運営、提供サービスに関する情報」、「事業収支や元利償還に関する財務データ等、当該事業に特化した情報」が必要となることに留意しなければならない。さらに、幅広い投資家層による購入を視野に入れた場合、債券の安全性に関するわかりやすい情報（格付等の客観的評価指標）、あるいは、債券を適確に評価できるだけの十分な情報等の提供が有効であることには特に留意が必要である。

➢ 発行情報の保管に係る仕組みの未整備

米国では発行された債券の目論見書等の情報を適切に保管するルールや保管システム（データベース、ホームページ等）が整備されているが、我が国では未整備の状況である。

165 財団法人地方債協会（2006） pp.45－47

保管システムについては、直接地方債を保有する投資家又は債券購入を予定する投資家にとって情報収集を行う上で利便性が高いだけでなく、債券発行を計画している自治体やその事業を評価する立場の格付機関や保証会社にとっても、新規発行の際の分析材料として必要となる過去の発行情報を容易に入手できるメリットがある。

（６） プロセスⅥ：RB 発行後の管理

➢ モニタリングの経験、ノウハウの不足

米国では、発行体及び引受業者による詳細かつ継続的な情報開示が徹底されており、その情報をもとにした格付会社や保証会社、投資家等によるモニタリングが事業の運営等に対し有効に機能している。我が国の地方公共団体は、そうした情報開示の経験に乏しく、RB に不可欠な財務報告書の作成ノウハウ等を十分に有しておらず、また、モニタリングを行う側のノウハウ等も不足しているものと考えられる。

なお、我が国では PFI 事業において建設コンサルタント等がモニタリングを実施しているケースが見られるが、その場合は PFI 事業者のパフォーマンスが発注機関（行政）の提示する要求水準を満たしているかをチェックすることが主目的とされている。このため、RB 導入後に求められる元利償還に係るマネジメントまでは、モニタリング実施者に対して要求されていない状況である。

補　論：国内における先進事例の紹介

補論：国内における先進事例の紹介

本稿では、RB に類似する国内事例として、国内初の市民出資による風力発電事業「はまかぜちゃん」の事業目的や内容、資金調達の仕組み等について「市民風車の手引き」[1] 等の資料を参考に概要を紹介する。

本事業「はまかぜちゃん」は、民間事業者が建設・運営する事業ではあるものの、公共性が高く、市民からの資金調達が行われ、さらに、償還原資が風力発電事業に係る歳入のみとされ、償還原資に対する行政機関の保証もないことから、RB に類する事例と考えることができる。

（1） 事業目的・内容

本事業は北海道の浜頓別町において民間事業者により建設・運営されている風力発電事業である。同施設は日本で初めて建設された「市民風車」として話題となり、同町内の小学生によって名づけられた「はまかぜちゃん」の愛称で現在も注目を集めている。

以下、本事業の施設諸元を示す。

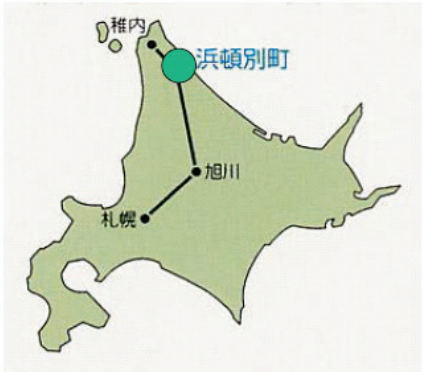
■「はまかぜちゃん」の施設諸元[2]

項　目	内　　容
発電署名	市民風力発電所・浜頓別 1 号機『はまかぜちゃん』
事業者（事業者の設立主体）	（株）北海道市民風力発電（NPO 法人北海道グリーンファンド[3]）
資本金	・資本金 2,500 万円（NPO 法人北海道グリーンファンド：1,000 万円、個人 13 人：1,500 万円） ・市民出資金約 1 億 4 千万円（個人 200 人・249 口、16 法人団体・23 口、市民風車サポーターの会・10 口）　※一口 50 万円で 17 年間の出資
銀行借入	事業費の残額を地元銀行（北洋銀行）からの借入により対応
補助金	なし
建設地	北海道宗谷管内浜頓別町

1　「市民風車」とは、「地球にやさしい自然エネルギーをもっと増やしたい」「未来の子供達に良い環境を残したい」と願う人達が、お金を出し合って建設した風力発電所のこと。（特定非営利活動法人北海道グリーンファンド（2004）「市民風車の手引き」、詳しくは、http://jccca.org/component/option,com_docman/task,cat_view/gid,175/dir,ASC/order,name/limit,1/limitstart,0/ を参照。）

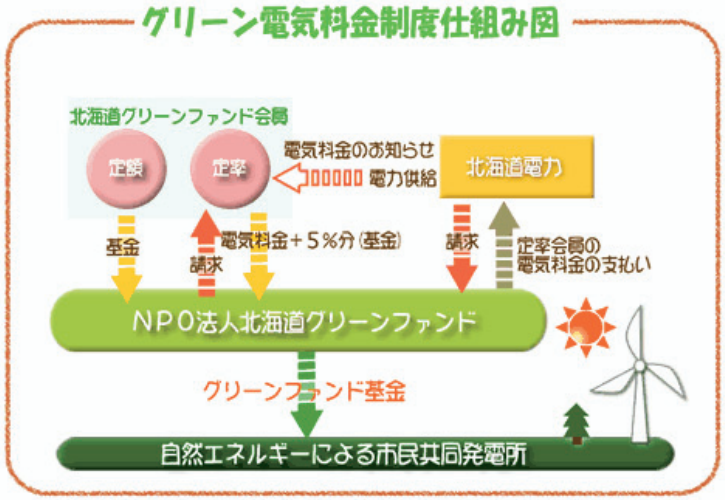
2　NPO法人北海道グリーンファンド 鈴木 亨「市民風車の軌跡そして今後」（2004年2月21日）より抜粋。詳しくは、http://www.greenfund.jp/pdf/040211-21juudannshinpo/suzuki%20fukuoka%20presentation(04.2.21).pdf を参照。

3　1999 年 7 月に、環境負荷の少ない、持続可能なエネルギー未来を目指して、市民や地域が主体となった省エネルギー活動の推進と、再生可能な自然エネルギーの普及、促進、及びそのために必要な社会的制度、政策の提言と実現をもって社会全体の利益の増進に寄与することを目的に設立された NPO 法人で、①「グリーン電気料金」制度、②市民風力発電所による売電事業、③省エネルギーの普及事業、④環境エネルギー分野における研究・政策提言等を実施している。（NPO 法人北海道グリーンファンド HP、http://www.h-greenfund.jp/whatis/whatistop.html）

風車発電機	三枚翼　誘導型発電機　出力９９０ｋｗ　１基（ＢＯＮＵＳ社製）
風車概要	タワー高　６０ｍ、羽の直径　５４ｍ
運転開始	２００１年９月
位置図、外観	

※グリーン電気料金制度とは

グリーン電気料金制度とは、月々の電気料金に 5%の「グリーンファンド」を加えた額を NPO 法人北海道グリーンファンドへ支払い、グリーンファンド分を自然エネルギー普及（市民風車の建設・運営等）のための「基金」として運用する仕組みのことである。



出典）NPO 法人北海道グリーンファンド HP、
http://www.h-greenfund.jp/whatis/whatis3.html

（２） 資金調達の仕組み

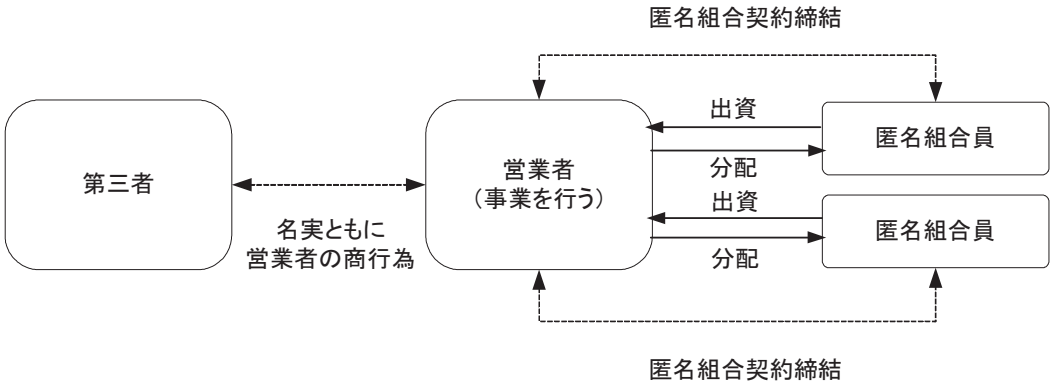
風力発電所建設は、金融機関からの融資（コーポレートファイナンス、プロジェクトファイナンス）により実施されるのが通例であるが、本事業はそれと異なり、当該地域や全国の市民からの出資によって実施されおり、具体的には匿名組合契約の活用により風力発電所の事業者が資金調達を行っている。

以下、匿名組合契約の概要、スキーム、主な契約規定等は以下に示すとおりである。

１） 匿名組合契約の活用方法

① 匿名組合契約とは

匿名組合契約とは、事業者と資金を出資する匿名組合員（出資者）が、事業から生ずる損益の分配を約する商法第 535～542 条に規定された契約の仕組みである。商法上、匿名組合員の出資金は事業者に帰属し、事業者は自己の権限に基づいて事業を行うため、匿名組合員は当該事業に対して指図等を行うことはできないが、匿名組合員は事業の結果による損益の分配請求権および契約終了時の出資金返還請求権を有する[4]。



■匿名組合の概念図[5]

② 匿名組合の特徴

匿名組合の特徴には、有限責任性、匿名性[6]、事業者と匿名組合員による相対契約[7] 等がある。このうち、「有限責任性」とは、出資金の使途は契約書に定められた事業に限定されるため、出資者への損益の分配（元本償還金、利益分配金）もこの事業に起因するものに限定され、さ

---

4 ある事業の経営に明るいものの資金力には乏しい事業者が、資金に余裕はあるが事業を営むことができない人たちから出資を募り、事業を行う場合に利用するのに適している。

5 脚注１の資料より抜粋。

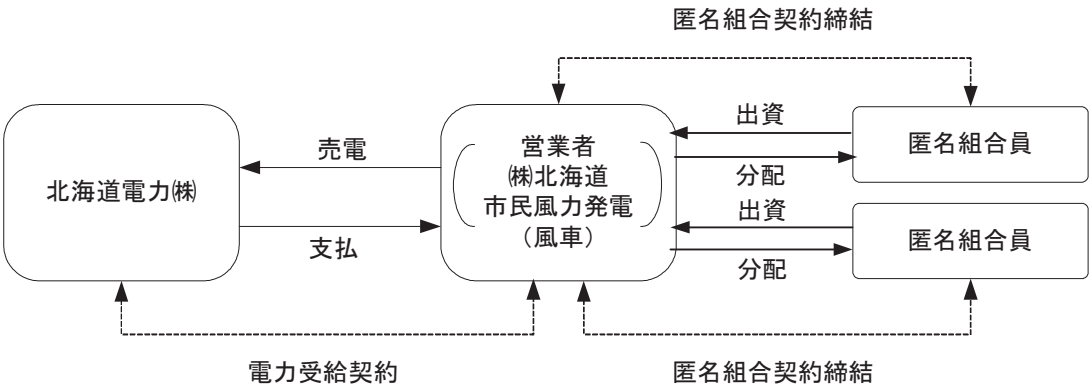
6 財産は事業者に帰属し、事業者だけが第三者に対して権利及び義務を有する。また、事業者は商号に匿名組合員の名前を用いることが禁じられている。これらのことから、第三者からみると匿名組合員が誰なのか分からないため匿名という名前がついている。

7 契約はあくまでも事業者と匿名組合員の相対契約（一対一の契約）になる。よって、小口にして大きな金額を調達する場合は、事業者は多数の人と契約をしなければならない。また、匿名組合員同士の間で相手のことはわからない。

らに、出資者が出資金を超える損失を負担することがないということである。ただし、出資者の責任が有限である反面、同時に、利益が分配されないリスク、さらに、元本が毀損するリスクを出資者が保有していることに留意する必要がある。

③ 事業スキーム（はまかぜちゃん）

「はまかぜちゃん」では、事業者である（株）北海道市民風力発電が匿名組合となって匿名組合員（市民）から出資を募り、風力発電設備の所有・運営を行いつつ、北海道電力（株）へ売電と匿名組合員への分配を行う。事業スキームを図示すると以下のようになる。



■「はまかぜちゃん」事業スキーム[8]

２） 出資に係る法規定

① 出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律）

第１条により、事業者が元本を保証して出資金を受け入れる行為は禁止されている。

> 出資法　第１条
> 何人も、不特定且つ多数の者に対し、後日出資の払いもどしとして出資金の全額若しくはこれをこえる金額に相当する金銭を支払うべき旨を明示し、又は暗黙のうちに示して、出資金の受入をしてはならない。

② 所得税法

第 210、211 条により、事業者が出資者へ利益の分配を行う際、分配金の 20%を源泉徴収しなければならないこととなっている。（ただし、組合員が 10 人未満の場合、源泉徴収の必要はない。）

③ 証券取引法

匿名組合契約のうち、投資事業有限責任組合契約[9] に類するものは「みなし有価証券」とし

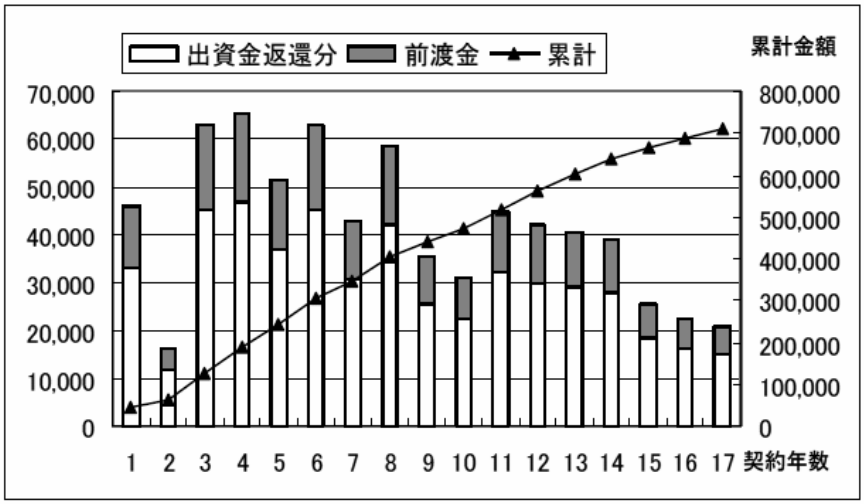
8　脚注１の資料より抜粋。

9　投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づいた契約によって成立した組合のことである。同法律は、

て証券取引法の規制対象となる（同法第 2 条 2 項）。規制対象に該当し、不特定多数の 50 名以上の一般投資家を相手として 1 億円以上の出資の勧誘を行う場合は、財務局に有価証券届出書を提出しなければならないこととなっている。

３） 出資者への分配計画

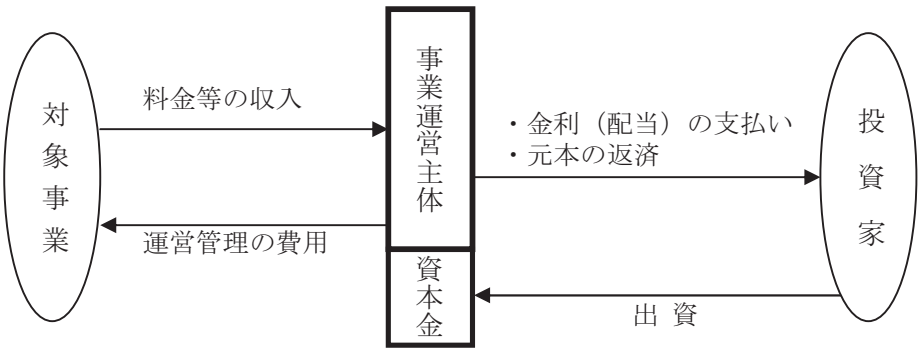
「はまかぜちゃん」への出資者（出資金 50 万円）に対する分配計画は以下に示すとおりであり、計画では契約期間終了年の 17 年目に累計額が約 70 万円程度とされている。



■「はまかぜちゃん」における出資者への分配計画[10]

（３） 資金の流れ

前述の出資契約を通じ、調達された資金は対象事業（風力発電事業）の運営等に投入され、そこから得られる収益（事業収入－費用）が出資者へ分配される仕組みとなっている。その資金の流れについて概念図を整理すると以下のようになる。



■本事業における資金の流れ[11]

（４） 市民風車の動向

10 脚注２の資料より抜粋。

11 日本財政学会（2006）p.138 の図１を参考に作成。

（４） 市民風車の動向

市民風車は、前述した「はまかぜちゃん」の運転開始以降、各地で整備が進められており、今後の動向が期待されるところである[12]。

- 市民風車わんず／青森県鰺ヶ沢町／2003 年 2 月運転開始
- 天風丸／秋田県天王町（現在潟上市）／2003 年 3 月運転開始
- 市民風車・いしかり かりんぷう／北海道石狩市／2005 年 2 月運転開始
- 市民風車・いしかり かぜるちゃん／北海道石狩市／2005 年 2 月運転開始
- 風こまち／秋田県秋田市／2006 年 3 月運転開始
- 竿太朗（かんたろう）／秋田県秋田市／2006 年 3 月運転開始
- おおま市民風車／青森県大間町／2006 年 2 月運転開始
- 波崎未来エネルギー／茨城県神栖市／2006 年秋 完成予定
- うなかみ市民風力発電／千葉県旭市／2006 年秋 完成予定

【参考文献】

・特定非営利活動法人北海道グリーンファンド（2004）「市民風車の手引き」

・NPO 法人北海道グリーンファンド 鈴木 亨「市民風車の軌跡そして今後」（2004 年 2 月 21 日）

・日本財政学会「少子化時代の政策形成 財政研究 第２巻」（2006）p.133～141【吉野直行「民間資金の導入による財政規律の確立 －レベニューボンド」】

12 NPO法人北海道グリーンファンドHP（http://www.h-greenfund.jp/citizn/citizn.html）