

## わが国地方債市場のインフラ整備の現状と展望

井瀧 正彦、三宅 裕樹

### ■ 要 約 ■

1. わが国においては、近年、地方債の引受資金が公的資金から民間資金へと、その比重を移しており、特に市場公募債の発行が増えてきている。地方債市場の拡大が見込まれている。
2. そうした中で、地方債のリスク、特にその信用リスクをめぐる議論がなされている。地方財政制度との関係から、地方債の信用リスクは国債と同程度に低い、と評価する「暗黙の政府保証」論がある一方で、明示的な中央政府による保証が規定されていないことを踏まえて、地方債の信用リスクは一定存在する、という見方もある。
3. 地方債の分野においても地方自治体が果たすべき役割が拡大しており、各地方自治体には、投資家が地方債への投資判断を行うに際して必要となるであろう情報を、正確かつ明瞭な形で積極的に提供することが、これまで以上に求められている。
4. 地方公会計制度については、ストック・ベース、あるいは連結ベースで整理された公会計が整備されつつある。2006年度には、総務省によって二つの新たな地方公会計基準が示された。また、総務省の取り組みとは別に、東京都などでは独自の改革が進められている。
5. 地方自治体が、自らの財政状況について、あるいは今後の財政運営方針について、投資家に対して主体的に情報を提供する地方債 IR も、開催が増えてきている。
6. 地方債の信用リスクを第三者が評価する地方債格付けも、徐々に普及しつつある。これまで R&I（格付投資情報センター）などにより実施・公表されてきた勝手格付けに加え、公募団体においては 2006 年より依頼格付けを取得するところが増えてきている。複数の依頼格付けを取得する地方自治体も現れている。

## I はじめに

格付けを取得する地方自治体が相次いでいる。2006 年 10 月の横浜市による取得を皮切りに、2007 年 10 月 1 日時点で、42 の公募団体、すなわち個別に全国型市場公募債を発行

する地方自治体のうち7団体が、依頼格付けを取得している。中には、京都市などのように、複数の格付機関から取得する地方自治体もある。

近年、地方債の分野においても地方分権化が進展し、地方自治体が起債において果たすべき役割は拡大しつつある。地方債市場が拡大しつつある中において、地方自治体には、投資家から資金を引き付けるための諸策を実施することが、これまで以上に求められている。こうした背景のもと、依頼格付けの取得に代表される地方債市場のインフラ整備が、わが国においても進みつつある。

本レポートでは、変革期を迎えている地方債市場におけるこうした市場インフラの最近の拡充の動き、特に公会計制度改革や地方債 IR、格付け取得の動き<sup>1</sup>をみることにする<sup>2</sup>。

## II 地方債の信用リスクをめぐる議論

### 1. 拡大する地方債市場

「地方債」という用語の一般的な使われ方としては、①地方自治体が一会計年度を越えて負う債務全体を指す場合と、②証券形式の形を採り、有価証券として発行・売買されるものを指す場合とがある。本レポートでは、混乱を避ける目的から「地方債」を前者の意味で用いることとする。

地方債の発行残高は、現在 202.3 兆円に上っている（2004 年度末時点）。1990 年代半ばより地方債の発行残高は増加の一途をたどり、1995 年から 2000 年までの 5 年間でおよそ 50 兆円積み上がった<sup>3</sup>。しかし、地方自治体全体の基礎的財政収支（プライマリー・バランス）が 1999 年度より黒字傾向に転じるなど、地方財政が回復したことを受けて、地方債発行残高の増加傾向は次第に緩やかなものとなっている。

こうした動きの中で、地方債の引受資金の状況は大きく変化してきている。

引受資金は、財政投融资制度を介する公的資金と、民間資金に大別される。このうち、

<sup>1</sup> 地方債市場のインフラとしては監査制度も重要であるが、本レポートでは触れていない。地方自治体における監査制度としては、従来より監査委員制度が設けられているが、これについては地方議会による同意に基づいて首長により任命される監査委員の地位の独立性や、委員の専門性の点での限界を指摘する声があった（例えば、中地宏監修、ナカチ公会計研究所編著『自治体会計の新しい経営報告書』（ぎょうせい、2006 年））。これに対応するべく、1998 年より外部監査制度が導入されているが、監査対象が狭く絞られていること、しかもその中に決算審査が含まれていないことといった課題がある、と考えられる。以上については、野村資本市場研究所編著『変革期の地方債市場—地方債の現状と展望—』（金融財政事情研究会、近刊予定）第 3 章を参照。

<sup>2</sup> 本レポートの執筆にあたっては、主に以下の文献を参照した。野村資本市場研究所編著『変革期の地方債市場—地方債の現状と展望—』（金融財政事情研究会、近刊予定）、井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆—発展の鍵を握る家計と投資信託—」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年冬号）、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債の起債プロセス—わが国地方債に必要なとされるインフラと専門的機能—」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年春号）、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債ファンド市場の現状—民間資金を引き付ける市場インフラとしての可能性—」（野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年夏号）。

<sup>3</sup> 総務省「地方債の概要と最近の状況」より算出。

公的資金は、政府資金と公営企業金融公庫資金に、また民間資金で引き受けられる地方債、すなわち民間等引受債は、地元の地域金融機関などに引受先を限定した銀行等引受債と、公募形式で発行される市場公募債に分けられる。市場公募債、および銀行等引受債の一部は証券形式で、その他の銀行等引受債と、公的資金により引き受けられる地方債は証書形式で、それぞれ発行される。

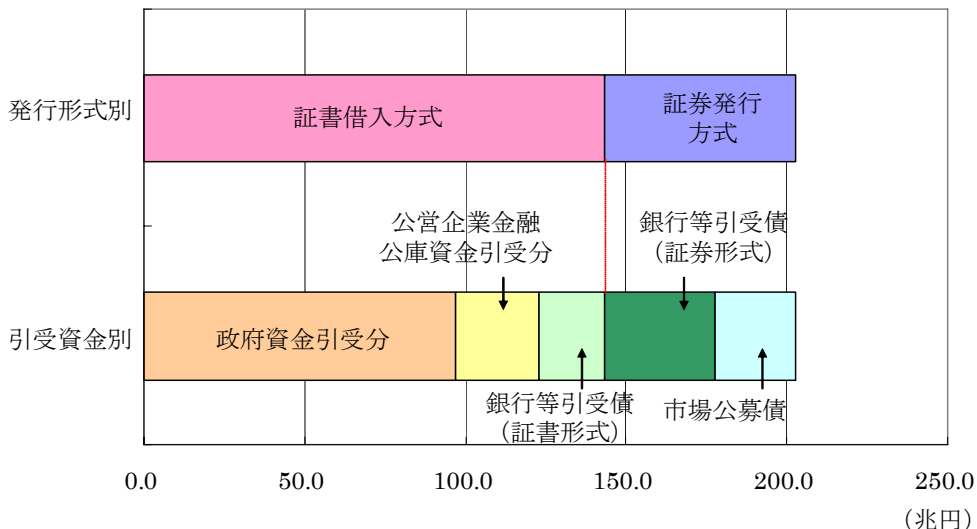
発行残高ベースで見ると、わが国の地方債の過半は公的資金によって引き受けられている（図表1）。2004年度末時点での公的資金の引受割合は60.7%となっている<sup>4</sup>。

しかし、公的資金の規模は、2001年度の財政投融资制度改革や郵政民営化の影響を受けてここ数年縮減している。今後も、2008年度に公営企業金融公庫が廃止され、その後継機関である地方公営企業等金融機構の規模が段階的に縮小される方針であることなどを考えると、公的資金の規模の縮小傾向は、少なくとも当面は続くものと見込まれる。

地方債の発行残高が一定規模を維持する中で、公的資金の引受割合が減退するとなれば、民間等引受債の割合が増加せざるをえない。実際、近年のフロー・ベースでの地方債の発行の状況をみると、2005年度の地方債発行額全体（17.7兆円）に占める民間資金の引受割合は67.4%となっており、1995年度の49.3%から大きく上昇している。特に、市場公募債が発行額全体に占める割合の伸びは大きく、1995年度には8.7%であったが、2005年度ではこれが35.2%にまで上昇しており、最大の引受資金となっている<sup>5</sup>（図表2）。

こうした傾向は、今後もしばらくは続くものと考えられる（図表3）。

図表1 発行形式・引受資金別にみた地方債発行残高の現状（2004年度末時点）

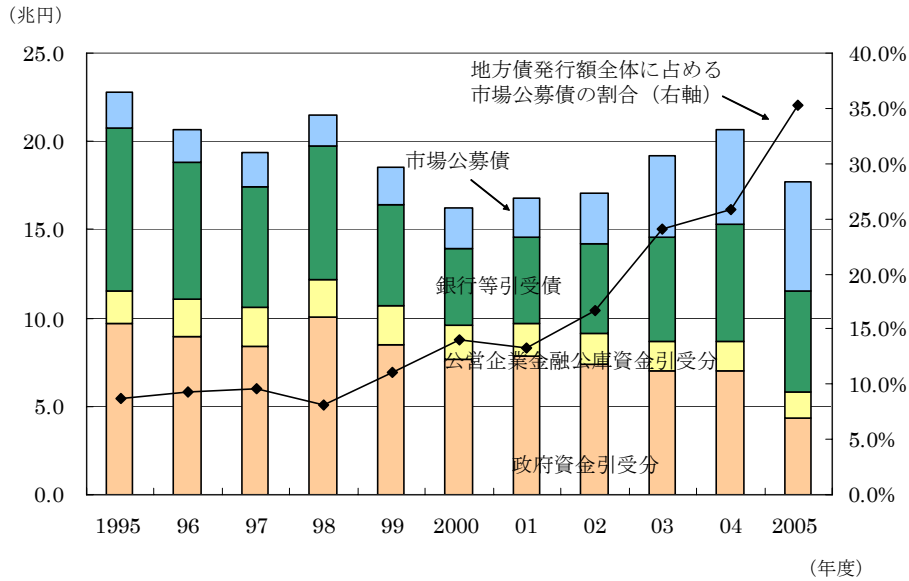


(出所) 総務省「地方債の概要と最近の状況」（2006年）、『地方債統計年報』より、野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 総務省「地方債の概要と最近の状況」より算出。

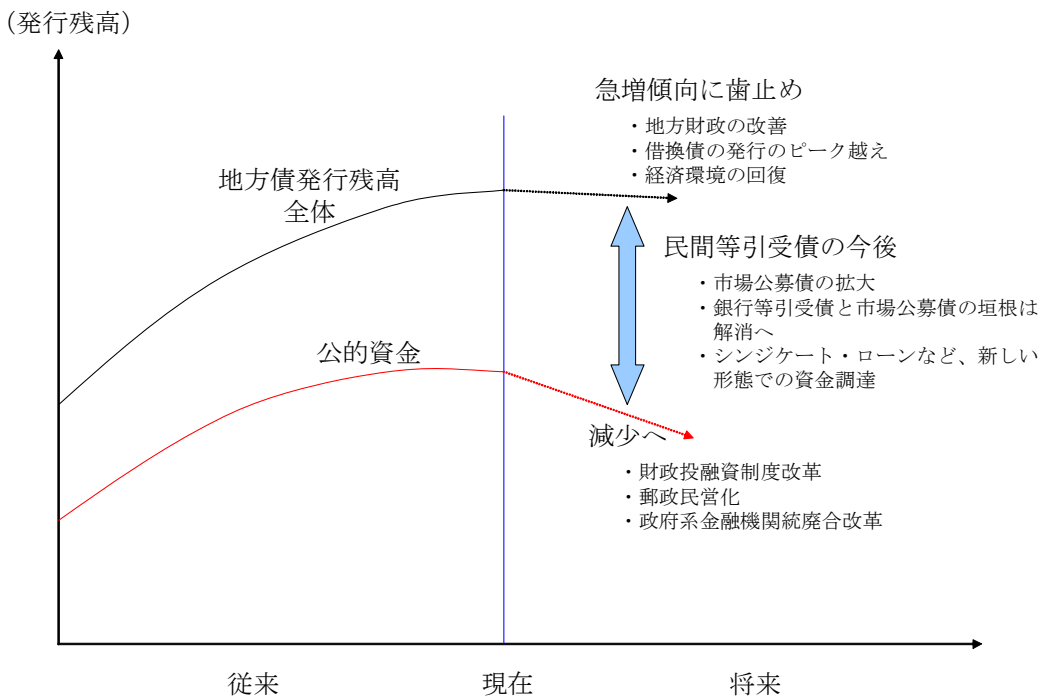
<sup>5</sup> 『地方債統計年報』より算出。

図表2 地方債発行額の推移



(注) 1. 実績ベースで作成している。ただし、2005年度の政府資金引受分については見込み額である。  
 2. 交付公債や特定資金債などは除く。  
 (出所) 『地方債統計年報』より、野村資本市場研究所作成

図表3 地方債引受資金の展開シナリオ



(出所) 野村資本市場研究所作成

## 2. 「暗黙の政府保証」をめぐる議論

地方債の引受資金が民間資金に比重を移し、地方債市場の拡大が見込まれる中で、地方債のリスクに対して注目が集まっている。特に、地方債の発行残高が、地方財政の歳入額のおよそ二倍に相当する 200 兆円規模に達していることや<sup>6</sup>、一部の地方自治体では財政状態の悪化が深刻さを増し、後述する財政再建団体制度の適用の可能性がいつそう高まりつつあることなどから、地方債の信用リスクをめぐる議論が行われている。

地方債の信用リスクについては、その存在や高さについて見解が複数存在する（図表 4）。

図表 4 「暗黙の政府保証」をめぐる議論の整理

制度	制度内容	「暗黙の政府保証」	「暗黙の政府保証」論に対する批判
地方税	地方財政の自主財源 住民税、固定資産税 など	究極的な地方債の元利償還財源  (本来) 地方自治体の意思決定 により、自由に課税対象を広げ たり、税率を引き上げることが できる	地方財政の厳しい現状と将来見通し  課税権が地方自治体に移譲される ことによる、地方自治体間の財政力格 差
地方財政計 画	地方財政全体の歳入 と歳出の総額の見積 もり	公債費の計上	総務省が計画の策定において管理の 対象としているのは、あくまで普通 会計
地方債計画	事業別・引受資金別 に、地方債の起債の 計画を策定	地方債の引受資金の手当て	個別の地方自治体の財源を保障して いるわけではない
財政投融资 計画	政府による投資・融 資活動の計画	政府資金の手当て	計画と実績は異なる
事前協議制 度	地方債の起債にあ たって、中央政府と 地方自治体との間で 協議を行う	中央政府からの同意を得た場合 には、政府資金による引受が可 能に	中央政府が同意を与えることと、そ の起債に対して元利償還の保証を 与えることは同義ではない
	起債許可制度は、部 分的に残存	地方債の発行にあたっての、最 低限の財政状態の管理	中央政府の同意を得ることなく発行 される不同意債の起債の可能性
地方交付税 制度	地方自治体間の財政 調整制度	地方債の元利償還に要する地方 自治体の負担額を、基準財政需 要額に後年度算入	地方交付税制度の財源が不足する事 態がここ数年続いており、中央政 府の財政状態が悪化していること を考えると、制度の維持・運営が 危ぶまれる
	全ての地方自治体 に対して、必要な公共 サービスの供給に必 要な財源を保障		
財政再建団 体制度	中央政府の厳しい管 理の下で、財政状態 が悪化した地方自治 体の財政を再建させ る	最終的な地方自治体の財政再建 策	地方自治体からの申請があつて始 めて財政再建が図られるので、財 政状態の悪化に対して即座に対 応することができない
		中央政府による財政支援	中央政府や上位団体が元利償還を 肩代わりする、といった規定は ない
BIS規制	銀行の自己資本を、 各資産のリスクの高 さを比率とした加重 平均を求めること で、算出する	1994年より、地方債のリス ク・ウェイトは0%となってい る	1988年のBIS自己資本比率規制の 導入当初は、10%とされていた
			地方債のリスク・ウェイトを0%と している先進諸国は、ドイツなど に限られている

(出所) 岡部真治「外資系証券会社から見た「共同発行市場公募債」」(地方債協会『地方債月報』2003年6月号)、富田俊基『財投解体論批判』(東洋経済新報社、1997年)、土屋剛俊『財投機関債投資ハンドブック』(金融財政事情研究会、2003年)、丹羽由夏「地方債の信用力」(農林中金総合研究所『農林金融』2004年1月号)、土居丈朗・別所俊一郎「日本の地方債をめぐる諸制度とその変遷」(財務省財務総合政策研究所、2004年)などを参考に、野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 2005年度の地方財政歳入額は92.9兆円となっている。『地方財政白書』(2007年版)より。

総務省などは、一般に「暗黙の政府保証」論と呼ばれる見解を採っており、「地方債の元利金は、以下の仕組みのもと確実に償還され」<sup>7</sup>る、としている。

わが国の地方債制度は、様々な諸制度と関連を有している。地方債の起債段階においては、中央政府が地方債計画を策定し、地方債の発行に一定関与している。地方債計画は、地方財政計画などをもとに地方自治体全体の起債について立てられる計画であり、財政投融资計画とも合わせて引受資金についての調整も図られる。

また、地方債の発行制度は 2006 年度より事前協議制度に移行し、財政状態について一定の条件を満たす地方自治体においては、総務省からの同意、不同意にかかわらず、原則自由に地方債を発行することが可能となった。ただし、実質収支（赤字）比率や実質公債費比率で計られる財政状態が一定以上悪化している地方自治体についてはその例外とされ、起債に際して中央政府による許可が依然として必要とされる。実質収支（赤字）比率とは、地方税や地方交付税など、地方自治体がその用途を決定する権限を有している財源（一般財源）の大きさを示す標準財政規模に対する、地方自治体が提供する基本的な公共サービスを対象とする普通会計における実質収支の割合のことである。これに対して実質公債費比率とは、地方自治体の財政規模に対する、地方自治体が一会計年度に負担する地方債の元利償還額の割合のことである（図表 5）。実質収支（赤字）比率が 2.5%～10%を超える場合、あるいは実質公債費比率が 18%を超える場合、その地方自治体は許可団体とさ

図表 5 地方財政健全化法（地方公共団体の財政の健全化に関する法律）で採用された財政指標

$$\begin{aligned}
 \text{実質収支（赤字）比率} &= \frac{\text{実質収支（形式収支－翌年度に繰り越すべき財源）}}{\text{標準財政規模（標準税収入など＋普通交付税）}} \\
 \text{実質公債費比率} &= \left\{ \frac{\begin{aligned} &(\text{元利償還金} + \text{準元利償還金}) \\ &- (\text{特定財源} + \text{基準財政需要額に算入された元利償還金など}) \end{aligned}}{\text{標準財政規模} - \text{基準財政需要額に算入された元利償還金など}} \right\} \\
 &\quad \text{の、三ヵ年の平均} \\
 \text{連結実質赤字比率} &= \frac{\text{連結実質収支（普通会計に公営事業会計を加えた、地方自治体単体ベースでの実質収支）}}{\text{標準財政規模（標準税収入など＋普通交付税）}} \\
 \text{将来負担比率} &= \frac{\begin{aligned} &\left\{ \begin{aligned} &\text{普通会計債（普通会計上で起債された地方債）発行残高} \\ &+ \text{債務負担行為にもとづく支出予定額など} \end{aligned} \right\} \\ &- \left[ \begin{aligned} &\text{元利償還に充当可能な基金の残高} + \text{特定財源} + \text{基準財政需要額への算入} \\ &\text{予定額など} \end{aligned} \right] \end{aligned}}{\text{標準財政規模} - \text{基準財政需要額に算入された元利償還金など}}
 \end{aligned}$$

（出所）総務省資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 総務省ホームページより。

れ、起債に際して中央政府から許可を得る必要がある。

地方債の起債段階におけるこうした中央政府の関与に加え、地方債の元利償還に要する財源を保障する制度としては地方交付税制度がある。中央政府が発行を認めた地方債については、その元利償還費用が基準財政需要額の一部とされ、各地方自治体への地方交付税の交付額を算定する際に考慮される。

さらに、財政状態が危機的状态に陥った地方自治体の財政健全化を図る制度として、財政再建団体制度がある<sup>8</sup>。この制度の下では、財政運営が困難となっている地方自治体が制度の適用申請を行い、中央政府の管理のもとで再建を図る（準用団体）。中央政府は、財政再建計画の立案からその実施状況に対する監視に至るまで、当該地方自治体の財政運営に強く関与すると同時に、一定の財政上の優遇措置を採る。地方債の債務調整については、債務調整等に関する調査研究会などで検討課題とはされているが、現時点でその手続きを定める法律は存在しない。

このように、地方自治体による地方債の元利償還を中央政府が支える仕組みが整備されているほか、そもそも地方自治体は究極的な元利償還財源として課税自主権を有する。わが国の地方自治体は、中央政府の同意のもとで新たな地方税を課す権限、また税率を変更する権限を一定有している。いざとなれば、地方自治体は課税自主権を行使して税収を引き上げ、元利償還財源を確保することが可能となる、とも考えられる。

「暗黙の政府保証」論とは、こうした一連の関連諸制度によって、わが国の地方債の元利償還に要する財源は「暗黙の」うちに確保され、その信用リスクは国債のそれと同程度に低く、地方債間で差はないという考え方である。

他方、こうした見解に懐疑的な見方も存在する。中央政府は、地方債計画や事前協議制度などを通じて地方債の起債に関与しているが、地方債の元利償還の財源を中央政府が担保することを明文化した規定は存在しない。「暗黙の政府保証」は、あくまで「暗黙の」ものに過ぎず、地方債の元利償還を確実に担保するものではない、との考え方がある。また、国債の発行残高が 2006 年度末時点で 733.4 兆円に達し、基礎的財政収支の赤字が続く中央政府の財政状況を考えると、地方交付税制度を通じた財源保障が確実に十分になされるとは必ずしも言い切れない、とする見解もある。財政再建団体制度についても、同制度が適用される地方自治体の債務は、あくまで当該地方自治体自身の財政改革による全額返済が目指されるのであって、中央政府などがこれを肩代わりするわけではない、との指摘もある。こうした点を考慮して、地方債にも一定の信用リスクは存在する、という見解がある<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> 2007 年 6 月に、財政再建団体制度に代わる制度として地方財政健全化法が成立した。これについては次節参照。

<sup>9</sup> 足立伸「地方債に対する国の暗黙の保証」（財務省財務総合政策研究所『PRI Discussion Paper Series』2006 年）や、日本格付投資情報センター編『地方債格付け 自治体は本当につぶれないのか』（日本経済新聞社、1999 年）など参照。

### 3. 地方財政健全化法の成立

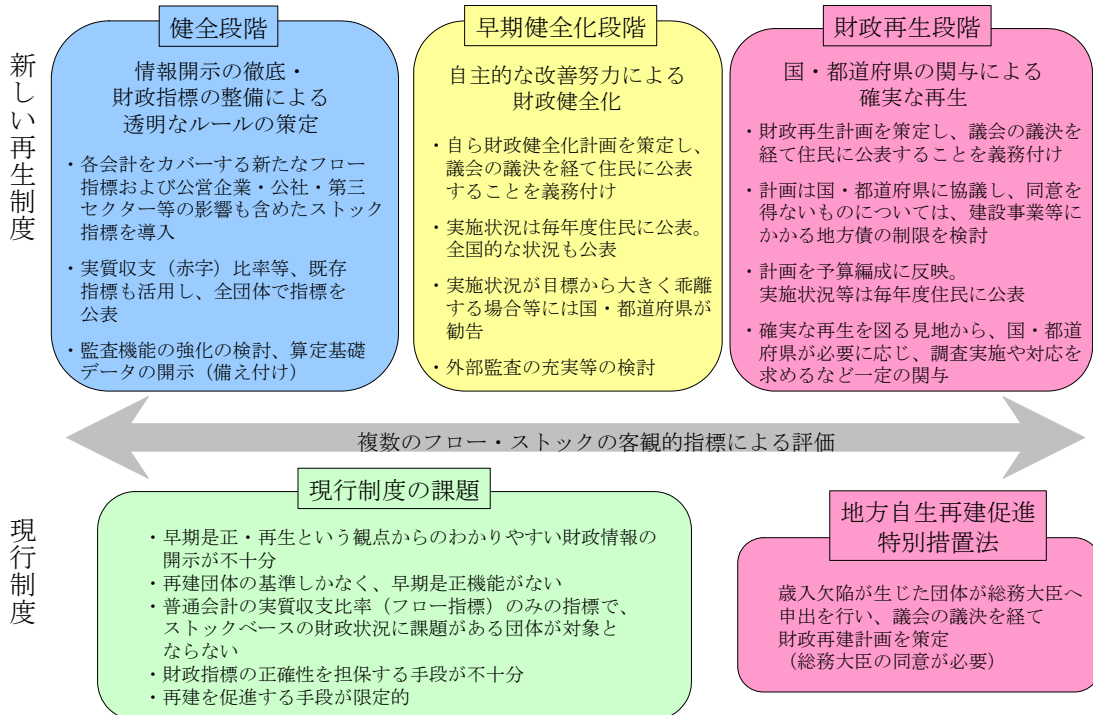
地方債の信用リスクについての議論が行われる中で、地方自治体の財政状態を適切に把握し、悪化する財政状態を早期に改善する制度が必要である、との認識が共有されつつある。こうした背景から、「暗黙の政府保証」を支える制度の一つである財政再建団体制度については、これに代わる新たな制度として 2007 年 6 月に地方財政健全化法が成立した（図表 6）。2009 年度より全面施行される予定である。

地方財政健全化法のポイントは主に次の二点である。

一つは、地方自治体の財政状態を把握する指標が複数用意されたことである。従来の財政再建団体制度においては、実質収支（赤字）比率のみによって各地方自治体の財政状態は把握されていた。地方財政健全化法においては、フロー・ベースの財政指標として実質収支（赤字）比率に加えて、公営企業会計を含む地方自治体の会計全体（単体ベース）を対象とした実質収支の比率である連結実質赤字比率が、またストック・ベースの財政指標として実質公債費比率と、地方自治体が抱える債務残高の、財政規模に対する比率を示す将来負担比率が、それぞれ算出されることとなった<sup>10</sup>（前掲図表 5）。連結ベースの財政指標が新たに導入されている点も注目される。

ポイントの二つ目は、地方自治体の財政状態を三つの段階に分類し、かつ各地方自治体

図表 6 新しい地方財政再建制度の整備について



（出所）新しい地方財政再生制度研究会資料などより、野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> これら財政指標の算定・公表についての規定は、公布後一年を越えないうちに施行されることとされている。



の財政状態の評価を客観的な指標に基づいて判断することとされた点である。財政再建団体制度においては、地方自治体の財政状態は、健全な段階と、財政再建団体として財政改革を進める再生段階の二つに分類されていた。かつ、ある地方自治体が財政再建団体となるには、実質収支が赤字となることのほか、当該地方自治体が制度の適用を自ら申請することが、その条件とされていた。また、一度財政再建団体となると、当該地方自治体の財政運営は中央政府の強い管理下に置かれることとなった。こうした制度内容ゆえ、地方自治体が財政運営の自主性を奪われることを嫌い、財政状態が厳しくなっても制度の適用申請を躊躇する傾向があり、その結果当該地方自治体の財政再建が遅れる可能性がある、との指摘があった。

新たな制度では、先に挙げた財政指標のうち、いずれか一つでも値が基準以上となった場合には<sup>11</sup>、地方自治体の意向に関わらず財政再建のための対策が求められることとなる。また、地方自治体が再生段階に陥らないための段階として、早期健全化段階が新設された。早期健全化段階においては、財政健全化計画の策定と報告、および実施状況の報告が求められるが、財政再生段階と比較して財政運営に対する制約は緩やかとなっている。

こうした制度的措置を採ることにより、地方自治体の財政再建を適切に進めることが図られている。

### III 求められる地方債市場のインフラ

#### 1. 公会計制度

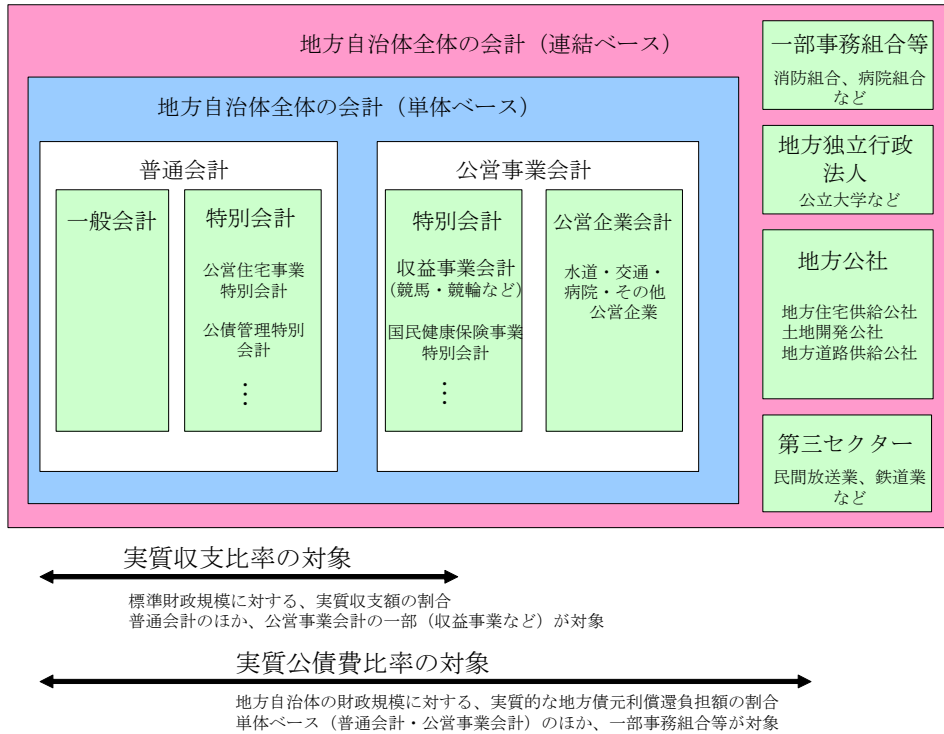
地方債市場が拡大し、地方債のリスクに対して注目が集まる中で、地方自治体は、自らが発行する地方債に対して投資資金を引き付けるべく、地方財政の状況や地方財政制度・地方債制度の内容といった、投資判断に必要となるであろう情報を、正確かつ明瞭な形で、迅速に投資家に対して提供する必要性が、これまで以上に高まってきている。

地方自治体の財政状態については、公会計という形でまとめられており、定量情報は基本的にここから得ることができる。ただし、従来の地方公会計制度に対しては、いくつかの課題がこれまで指摘されてきた。

一点目は、地方自治体の財政状態を全体として捉える連結会計制度が整備されてこなかった点である。地方自治体の財政活動は、現在では多岐にわたっており、それに合わせて公会計も複数策定されている（図表 7）。地方自治体の単体ベースの財政状態を把握する公会計としては、地方自治体が行う基本的な公共サービスの提供について計上する一般会計のほか、歳入と歳出が一定程度対応している公共サービスについて別途設けられてい

<sup>11</sup> 早期健全化段階にあるか否かは四つの財政指標全てによって判断されるが、財政再生段階にあるか否かは将来負担比率以外の三つの財政指標によって判断される。また、政令で定めることとされている早期健全化段階ないし財政再生段階の具体的な数値基準については、2007年10月1日時点で決定されていない。

図表 7 地方自治体の公会計



(出所) 野村資本市場研究所作成

る特別会計、公営企業が行う事業について計上した公営企業会計がある<sup>12</sup>。これらに加えて、地方公社や第三セクターが行う事業などについても、地方自治体が資金面で関与している場合がある。これらを統一的に把握し、地方自治体の全体としての財政状態を評価しようとする場合に必要となる情報を得ることが、従来の公会計では困難であった。

二点目は、各地方自治体の財政状態をストック・ベースで捉える貸借対照表が策定されてこなかった点である。そのため、地方自治体が抱える債務の残高を把握することや、これを財政規模や資産規模と比較して評価することが難しかった。

三点目は、財政運営の効率性の評価に必要な情報が引き出しにくかった点である。公会計においては、企業会計において一般的な発生主義ではなく現金主義が採られてきた。また、事業の費用対効果を分析する際に、事業別に整理された形のものがないと策定されておらず、ある事業の費用対効果を分析しようとする際は、これを再度整理しなおす必要があった<sup>13</sup>。こうしたことから、財政運営の効率化を図る上で公会計の情報がなかなか活用されにくい、という課題が指摘されてきた。

<sup>12</sup> ただし、具体的にどの事業を一般会計に計上し、どの事業を特別会計に計上するのか、という点については統一的な基準が設けられているわけではなく、地方自治体間でばらつきがある。総務省は、一般会計とは別に会計区分を設けるべきと考えられる事業については公営事業会計、それ以外の事業については普通会計に分類しなおし、全地方自治体の財政状態を統一的に把握しようとする努力をしている。少なくともこれまで、一般的に地方財政について議論が行われる際、その主な対象は普通会計であった。

<sup>13</sup> こうした問題意識から、東京都は独自に「事業別バランスシート作成マニュアル」を2002年に公表した。ここでは、作成の方法を、都立高等学校事業を例に採りながら紹介している。

その他、会計年度の終了から決算報告までの時間が長すぎる、といった批判もあった。

こうした指摘を踏まえ、総務省は数年前より公会計制度改革を進めている<sup>14</sup>。2000年に、普通会計についての貸借対照表の作成方法を公表して以降、2001年には、発生主義の要素を取り入れて、減価償却費や退職給与引当金繰入額といった非現金支出も費用として把握する行政コスト計算書、あるいは普通会計に加えて公営事業会計をも含めた、地方自治体の単体ベース全体の貸借対照表の作成手法が提示された。2005年には、単体ベースに加えて公社や第三セクターなどの外郭団体をも対象に含めた、連結ベースでの貸借対照表についても基準が策定された。これら一連の改革の中で総務省が策定してきた基準（「総務省方式」）に従って、都道府県や政令指定都市などでは、実際に新しい財務諸表の作成が進んでいる（図表8）。

2006年には新地方公会計制度研究会や新地方公会計制度実務研究会が創設され、小規模な地方自治体などで作成が進んでいない、あるいは中央政府の公会計策定基準と異なる点がある、といった総務省方式の課題を踏まえて、「基準モデル」と「総務省方式改訂モデル」と呼ばれる二つの公会計基準が新たに策定された。そして、静岡県浜松市と岡山県倉敷市で、それぞれの基準が実験的に運用された。こうして作られた公会計基準に準拠した新しい公会計の策定が、都道府県や政令指定都市といった比較的規模の大きい地方自治

図表8 地方自治体による普通会計バランスシートなどの作成状況

行政コスト計算書					
内容	当該年度に実施された地方自治体の活動実績と、それに要した費用（資源の消費）の計上				
	通常の予算や決算には反映されない、非現金支出（減価償却費など）も対象となる 企業会計における損益計算書に相当				
作成状況		都道府県	政令指定都市	市町村	
	作成済み	総務省方式のみ	41	14	527
		独自方式のみ	3	0	21
		両方式で作成	1	0	6
		合計	45	14	554
		作成していない	2	0	1,275
	合計	47	14	1,829	

各地方公共団体全体のバランスシート					
内容	普通会計に加えて、公営事業会計も含めたバランスシート				
	第三セクターなど外郭団体は含めていない				
作成状況		都道府県	政令指定都市	市町村	
	作成済み	総務省方式のみ	40	14	143
		独自方式のみ	4	0	16
		両方式で作成	3	0	1
		合計	47	14	160
		作成していない	0	0	1,669
	合計	47	14	1,829	

普通会計バランスシート					
内容	普通会計を対象としたバランスシート				
	公営事業会計や第三セクターなど外郭団体は含めていない				
作成状況		都道府県	政令指定都市	市町村	
	作成済み	総務省方式のみ	41	14	930
		独自方式のみ	3	0	17
		両方式で作成	3	0	9
		合計	47	14	956
		作成していない	0	0	873
	合計	47	14	1,829	

連結バランスシートの作成状況					
内容	普通会計、公営事業会計に加えて、第三セクターなど外郭団体も含めたバランスシート				
		都道府県	政令指定都市	市町村	
作成状況	作成済み	総務省方式のみ	43	14	43
		独自方式のみ	3	0	18
		両方式で作成	1	0	1
		合計	47	14	62
		作成していない	0	0	1,767
		合計	47	14	1,829

(注) 総務省が2004年度決算についての作成状況について調査したものである（調査日は2006年5月末日）。

(出所) 総務省資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 以下、丹下甲一編『財政運営システムと予算の新展開』（ぎょうせい、2007年）などを参照。

体から順次求められる予定である<sup>15</sup>。

また、こうした総務省主導の公会計改革とは別に、独自に公会計のあり方を検討し、改革を進めている地方自治体もある。特に東京都は、1999年度決算より「機能するバランスシート」の作成を進めており、複式簿記・発生主義での公会計を、総務省の基準とは異なる独自の基準で、現金主義での公会計とともに作成し、自らの財政状態の把握と財政運営の効率化に役立てようとしている<sup>16</sup>。

## 2. 地方債 IR

公会計制度改革は上述のような形で進められており、ストック・ベース、連結ベースでの公会計が整いつつある。しかし、公会計制度が拡充するだけでは、地方債投資家が自らの投資判断に必要な情報を十分に取得できるとは必ずしもいえない。というのも、公会計の第一の目的は、地方自治体の財政活動が法令に従って適切に行われていることを確認することである一方、投資家の関心は、当該地方自治体の財政状態の現時点での健全性と、将来の財政活動の見通し、およびその資金面での裏づけに重きがあり、両者は必ずしも一致しないからである。また、地方財政制度や地方債制度について、あるいは地方自治体の財政運営方針についての投資家の理解を進めるためには、定性情報も必要となる。それゆえ、投資家の関心を満たすためには、公会計で示される以上の情報が必要となるであろう。

よって地方自治体には、公会計制度の整備に加えて、地方債への投資を検討している投資家に対して、彼らが必要としている情報を、可能な範囲でわかりやすく、積極的に情報提供することが求められている。その一つの方法が地方債 IR である。

そもそも IR は、公平性・信頼性・継続性・明瞭性・適時性などを基本として、投資家が求める情報を、資金調達者が可能な範囲で主体的に提供する活動をいう。IR は、そもそもは民間企業の世界で始まった活動であるが、地方債市場の拡大に伴って、地方自治体の中には民間の投資家から資金調達をする必要性を強く認識するところも表われ、地方債 IR が徐々に普及し始めている。

東京都など大都市圏の地方自治体などが「財政危機宣言」を出し、地方財政の悪化が広く知られるところとなった 1998 年より地方債 IR は開始された。その後、市場公募債を発行する公募団体において、地方債 IR の個別開催や、複数の公募団体による共同開催の動きが次第に広まりつつある。個別に開催される地方債 IR の件数は、2001 年度の 5 件から 2006 年度には 19 件となっている<sup>17</sup>。

<sup>15</sup> 「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針」（2006 年）の中では、公会計整備の取り組みが進んでいる地方自治体、都道府県、人口 3 万人以上の都市では 3 年後までに、取り組みが進んでいない地方自治体、町村、人口 3 万人未満の都市については 5 年後までに、それぞれ作成すること、あるいは作成に必要な情報の開示に取り組むことが求められている。

<sup>16</sup> 東京都は、こうした独自基準での公会計の策定を実現するため、自治体職員による財務会計情報の入力を簡単かつ正確なものとするシステムの開発を、22 億円の費用をかけて行った。「財務諸表を活用した都制改革の推進について」（地方債協会『地方債月報』2006 年 8 月号）参照。

<sup>17</sup> 地方債協会ホームページより算出。

最近では、地方債 IR のあり方を工夫する地方自治体も表れている。例えば、首長自らが IR 活動を行って自らの財政運営方針について語ったり、あるいは年に複数回 IR を開催する地方自治体も増えてきている（図表 9）。また、機関投資家を念頭において IR を東京都で実施する地方自治体が多いほか、住民参加型市場公募債の発行に際して、個人投資家を対象とした地方債 IR を開催する地方自治体もある。海外の投資家に対しては、地方債協会がホームページ上で英語による地方債の情報提供を開始したほか、東京都が 2007 年 5 月にロンドンで海外 IR を実施している<sup>18</sup>。

地方債 IR については、地方自治体が、地方債の発行体として投資家に情報を提供する場としてのみならず、投資家の考え方や、彼らの地方債の発行条件などに対する要望を知る場として、すなわち情報を収集する場としても位置づけることができる。それゆえ、質疑応答の時間を積極的に設けたり、機関投資家に対して個別訪問を行うなどして、地方自治体と投資家の間で情報を相互にやり取りする機会をよりいっそう増やすことによって、地方債 IR はより充実した内容のものとなりうる、と考えられよう。

### 3. 地方債格付け

地方自治体が、自らの財政状態、あるいは発行する地方債に関して提供する情報は、公会計制度改革や地方債 IR の拡充を経て、量・質ともに改善されつつある。とはいえ、こうした情報を全ての投資家が十分に理解し、自らの投資判断に活かすことができるとは考えにくい。地方債制度について理解すること、それを踏まえて各地方債のリスクを評価すること、これを地方債間、あるいは他の債券との間で比較することは、多くの時間と労力

図表 9 地方債 IR の実施状況（2006 年度）

開催時期	地方自治体	開催場所	その他
2007.03	横浜市	東京都	市長が説明
2007.03	川崎市	東京都	市長が説明
2007.02	神戸市	東京都	
2007.02	大阪府	東京都	知事が説明
2006.11	京都市	東京都	
2006.10	神戸市	東京都	市長が説明
2006.10	北九州市	東京都	
2006.10	大阪市	東京都	市長が説明
2006.09	大阪府	大阪市	
2006.09	大阪府	東京都	
2006.09	静岡県	東京都	知事が説明
2006.08	福岡県	東京都	知事が説明
2006.08	川崎市	川崎市	市長が説明
2006.07	札幌市	東京都	市長が説明
2006.07	埼玉県	東京都	知事が説明
2006.07	横浜市	東京都	市長が説明
2006.06	大阪府	大阪市	
2006.06	大阪府	東京都	
2006.06	神奈川県	東京都	知事が説明

（注）「地方自治体」の欄で色が付いているのは、年度内に複数回の IR 活動を行っていることを表す。

（出所）地方債協会ホームページより、野村資本市場研究所作成

<sup>18</sup> 「東京都初の海外 IR について」（地方債協会『地方債月報』2007 年 7 月号）

を必要とする。そうした背景から近年地方債市場で普及の兆しを見せているものが、冒頭にも述べた地方債格付けである。

わが国の地方債に対しては、これまで格付投資情報センター（R&I）や日本格付研究所（JCR）が、公表されている情報などを基本に勝手格付けを付与し、これを公表してきた。このうち R&I は、最終的な地方債の格付けを付与する過程で普通会計ベースの財政状態を評価しており、これを財務ランクという形で、地方債格付けと合わせて公表してきた。

一方、地方自治体の側においては、総務省などが「暗黙の政府保証」論を堅持していること、あるいは地方債の過半が公的資金により引き受けられており、市場公募債の規模は最近まで大きくなかったことなどから、格付けの取得に対してこれまで積極的ではなかった。

しかしながら、これまで述べてきたよう、地方債市場の拡大が見込まれる中で、地方債の信用リスクをめぐる議論が行われていることを受けて、地方自治体の間で格付け取得の意義が認識されつつあり、実際に格付機関から依頼格付けを取得する地方自治体が増えてきている。公募団体については、2006年10月に横浜市が S&P から取得した（AA-）のを皮切りに<sup>19</sup>、2007年には R&I から神戸市（AA）が、Moody's から東京都（Aa2）、福岡県（Aa2）、浜松市（Aa2）が、それぞれ依頼格付けを獲得した。また、京都市が Moody's（Aa2）と S&P（A+）から取得したのを初めとして、大阪市も Moody's（Aa2）と S&P（AA-）から、静岡県は Moody's（Aa2）と R&I（AA+）から、というように、複数の格付機関から依頼格付けを獲得する地方自治体も表れている（図表 10）。

図表 10 地方自治体の発行体格付けの状況

発行体	R&I	S&P	Moody's	発行体	R&I	S&P	Moody's
北海道	AA- op	-	-	札幌市	AA op	-	-
宮城県	AA op	-	-	仙台市	AA+ op	-	-
福島県	AA op	-	-	さいたま市	AA op	-	-
群馬県	AA+ op	-	-	千葉市	AA+ op	-	-
茨城県	AA op	-	-	川崎市	AA op	-	-
埼玉県	AA+ op	-	-	横浜市	AA+ op	AA-	-
千葉県	AA+ op	-	-	静岡市	AA op	-	-
東京都	AAA op	-	Aa2	浜松市	-	-	Aa2
神奈川県	AA+ op	-	-	名古屋市	AA op	-	-
新潟県	AA op	-	-	京都市	AA- op	A+	Aa2
長野県	AA op	-	-	大阪市	AA- op	AA-	Aa2
静岡県	AA+	-	Aa2	堺市	AA op	-	-
愛知県	AA+ op	-	-	神戸市	AA	-	-
岐阜県	AA op	-	-	広島市	AA op	-	-
京都府	AA+ op	-	-	北九州市	AA op	-	-
大阪府	AA op	-	-	福岡市	AA op	-	-
兵庫県	AA op	-	-				
広島県	AA op	-	-				
島根県	AA- op	-	-				
福岡県	AA op	-	Aa2				
大分県	AA op	-	-				
熊本県	AA op	-	-				
鹿児島県	AA- op	-	-				

- (注) 1. 2007年10月1日時点の状況。  
 2. S&PとMoody'sについては、自国通貨建ての発行体格付けを示している。  
 3. R&Iの格付けにおける「op」は勝手格付けであることを示す。

(出所) 各社公表資料より、野村資本市場研究所作成

<sup>19</sup> 横浜市が格付けを取得するのに先立ち、近江八幡市が2004年に R&I から依頼格付けを取得した（AA）。ただし、詳細については不明であるが、同市からの申し出により2007年8月にこの格付けは取り下げられた。

## IV 結びに代えて

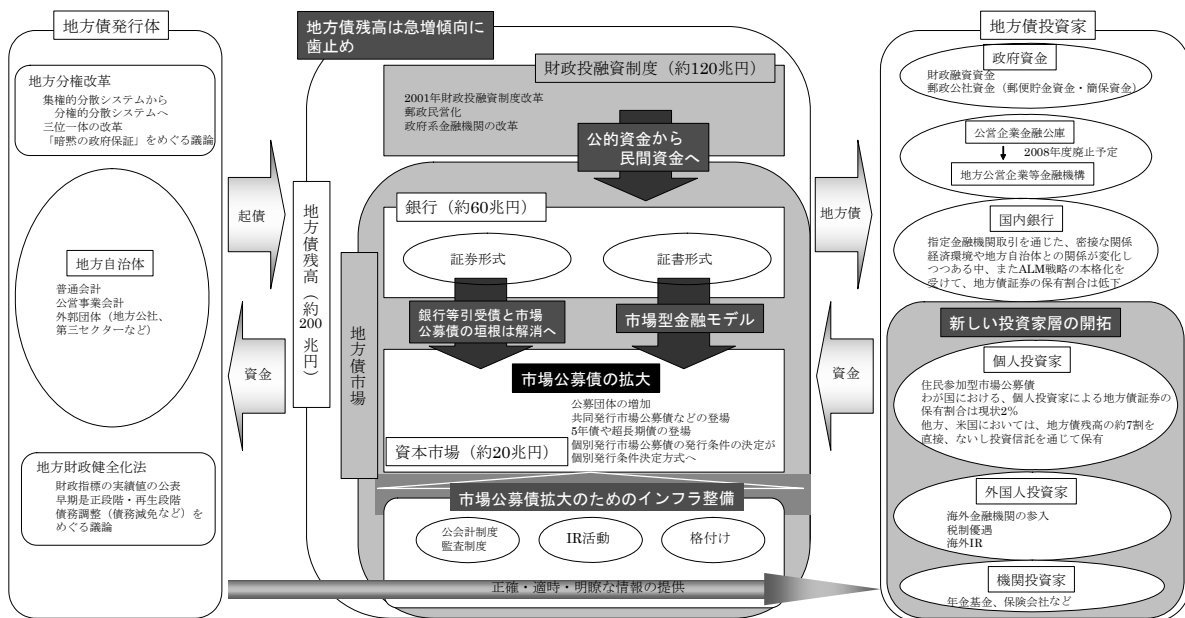
わが国の地方債市場は、現在変革期を迎えている（図表 11）。

地方分権改革の流れを受けて、地方自治体は、課税自主権を始めとする歳入における自治を拡大させている。地方債の分野でも、健全な財政状態の地方自治体における起債を原則自由とする事前協議制度への移行や、ほとんどの民間等引受債においてその発行条件を個別に金融機関と交渉することとなったことにみられるよう、地方自治体の権限は拡大している。これに合わせて、地方自治体が果たすべき責任も大きなものとなっている。中央政府などからの財源移転が徐々に削減されていること、あるいは公的資金の規模が縮小されていることを受けて、各地方自治体は、自らの地方債の発行のあり方を改めて検討する必要性が高まっている。そこでは、地方債市場を通じて投資家からいかにしてより多くの資金を安定的に調達するか、ということが、一つの大きな課題となっている。

本レポートでは、地方債市場におけるこうした現況の中で、地方自治体が既存の投資家からより多くの資金を調達するべく、あるいは新しい投資家を獲得するべく、各地方自治体が整備を進めている地方債市場のインフラについて検討を行ってきた。インフラを整備する必要性の背景には、投資家が投資判断を下す際に必要となる情報が市場に必ずしも十分に供給されていないことがある、という点を確認し、公会計制度改革、地方債 IR 活動、依頼格付けの取得といった近年の動きをみてきた。

地方債市場のインフラは、近年ようやくその整備が進められ始めた、という段階であり、検討中の課題も多くある。今後の改革の動向が注目される。

図表 11 変革期の地方債市場



(出所) 野村資本市場研究所作成