

## 米国地方債の起債プロセス

### —わが国地方債に必要とされるインフラと専門的機能—

沼田 優子、三宅 裕樹

#### 要 約

1. 米国では、かねてより地方債が発行されている。州・地方政府は、自らが地方債を発行するほか、特別区や公社（Statutory Authority）を創設して、これを介した起債も行っている。2005年においては、特別区と公社を通じて発行される地方債の額が、全体の72.5%を占めている。
2. 地方債の発行に際しては、事前に起債過程についての指針を定めた負債管理政策が策定される。また、元利償還を確実に示すべく、発行体は自らの債務償還能力を示す必要がある。さらに、一般財源保証債を発行するにあたっては、住民からの同意を得る必要がある。
3. 発行体は、地方債の発行を効率的、かつ有利に行うために、外部の専門家を雇い、彼らの有する専門知識や最新の情報を利用している。財務アドバイザー（Financial Advisor）や地方債顧問弁護士（Bond Counsel）はその典型である。
4. 地方債の引受業者の選定方法には、競争入札方式と主幹事方式がある。レベニュー債が発行額全体のおよそ6割を占めていることもあって主幹事方式が採られる場合が多く、2005年においては発行額全体の80.9%を占めている。
5. 地方債の引受業者のランキングをみると、かつては商業銀行も上位に名前を連ねていたが、最近ではランキングから姿を消している。現在では、上位10引受金融機関の全てが大手証券会社となっている。また、発行額が小規模の案件においては、地方証券会社も活躍している。
6. わが国においても、近年の制度改正や市場の変化を受けて、地方自治体自身が地方債の発行に際して果たすべき役割は大きくなってきている。米国地方債起債過程における発行体の考え方や行動からは、一定の示唆が得られるものと思われる。

#### I. はじめに

本レポートは、米国における地方債発行市場を、その分析対象としている<sup>1</sup>。

米国では、州・地方政府による市場からの

資金調達が多くから行われてきた<sup>2</sup>。その結果、発行体と引受業者は、地方債の起債に際しての体制・準備をそれぞれ充実させている。特に発行体においては、投資家や市場の存在が強く意識されており、これが地方債の多様化の一助ともなっている。本レポートは、こ

うした米国地方債の発行過程における発行体と引受業者双方の行動と、地方債発行市場の現状について探ることを目的としている<sup>3</sup>。

## II. 地方債の発行体と発行目的

### 1. 地方債の発行体

#### 1) 地方債の発行体の類型

米国の州・地方財政制度は複雑である。というのも、連邦制国家である米国においては連邦政府ではなく州政府に主権があり、各州がそれぞれ州の財政制度を定めているからである。州によってその制度内容は多様である。

地方債の発行体を捉えることも、それゆえ単純ではないが、大まかには次のようになる。

まず州政府 (State Government) と地方政府 (Local Government) がある。後者には郡 (County) ・市町村 (Municipality) ・タウン (Town) ・タウンシップ (Township) ・特別区 (Special District) がある。

特別区とは、特定の公共サービスを提供するために、事業を単位として創設される政府である。特別区には様々な種類があるが、学校区 (School District) はその典型である<sup>4</sup>。

図表 1 は、州・地方政府の団体数の変遷を示している。これによると、学校区を除く特

別区の数は一貫して増加しており、ここ 40 年間でほぼ倍増している。これには、既存の州・地方政府が直接供給していない公共サービスに対する需要が高まったことや、地方債の発行に関する規制がさほど厳しくなく、資金調達しやすいことから、州・地方政府が新たな特別区を次々に創設したことが起因している。一方、学校区においては合併が進み、その数は大幅に減少している。郡や市町村などその他の地方政府の数はほぼ一定である。

州・地方政府だけでなく、公社 (Statutory Authority) も地方債を発行している。州・地方政府により創設される公社には、電力事業や輸送サービスのように、自ら特定の公共サービスを供給するべく設置されるものがある。また、公立・私立大学や非営利の病院などの民間部門に対して資金を貸し付けるべく創設される場合もある<sup>5</sup>。米国地方債には、その保有により得られる利子所得に対して連邦所得税が原則的に課されない、という免税の特徴がある。公社は、この免税債を発行することによって、低い利率で資金を民間部門に貸し付けている。公社から資金を借り入れる企業は、これによって支払利子の負担を低く抑えることができる。また州・地方政府にとっては、地域住民に対して、公社を介して間接的な形でサービスを提供できるし、また

図表 1 米国における政府の類型と、各類型の団体数の変遷

年代	連邦政府	州政府	地方政府				
			郡 (County)	市町村 (Municipal)	タウン (Town) ・ タウンシップ (Township)	学校区 (School District)	その他特別区 (Special District)
1962	1	50	3,043	18,000	17,142	34,678	18,323
1967	1	50	3,049	18,048	17,105	21,782	21,264
1972	1	50	3,044	18,517	16,991	15,781	23,885
1977	1	50	3,042	18,862	16,822	15,174	25,962
1982	1	50	3,041	19,076	16,734	14,851	28,078
1987	1	50	3,042	19,200	16,691	14,721	29,532
1992	1	50	3,043	19,279	16,656	14,422	31,555
1997	1	50	3,043	19,372	16,629	13,726	34,683
2002	1	50	3,034	19,429	16,504	13,506	35,052

(出所) U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States* より、野村資本市場研究所作成

地域活性化の政策手段ともなりえる。

公社の例としては、住宅資金当局 (Housing Finance Authority)<sup>6</sup>や経済振興当局 (Economic Development Authority) がある。発行した地方債が 1983 年にデフォルトしたワシントン公共電力システム (The Washington Public Power Supply System, WPPSS) も、この一例である。

図表 2 は、発行体別にみた地方債発行額の推移である。地方債の発行額は 1970 年よりほぼ一貫して増加している。この傾向を主に支えてきたのは特別区と公社である。特別区・公社の地方債発行額が全体に占める割合は、30.7% (1970 年) から 72.5% (2005 年) にまで上昇した。一方、州政府自身が発行する地方債の発行額は小さく、発行額全体に占める割合は 2005 年でわずか 7.7% である。

この背景には、州・地方政府が地方債を発行する際に課される法的制約の厳しさが敬遠されたことがある。これについては後述する。

このほか、非営利企業 (Non-Profit Public Benefit Corporations) が地方債を発行する場合もある。また、債券銀行 (Bond Bank) が

創設されている場合もある。これは、起債によって資金を調達し、その資金で主に小規模な発行体が発行する債券を買い取ることで、中小の地方政府などが、資本市場から共同して資金を調達することを可能としている。

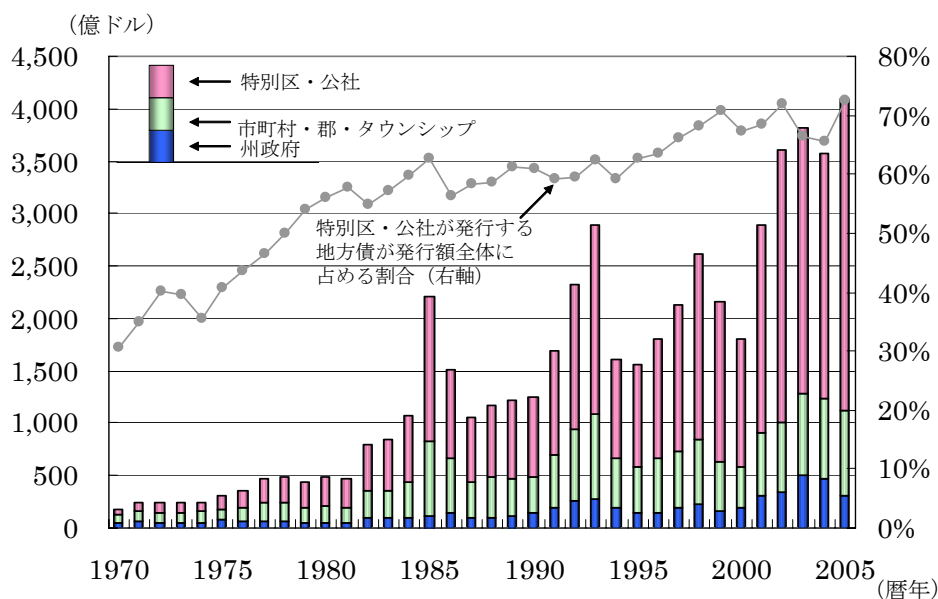
図表 3 は、地方債発行額の州別順位表である。これによると、全米最大の地方債発行額を誇るのはカリフォルニア州で、2005 年には 575.04 億ドルにのぼり、地方債発行額全体の 14.1% を占めている。また、上位 5 州だけで地方債発行額の 42.6% を占めている。

## 2) 地方債をめぐる政府間関係

州政府は、地方債の起債に関して連邦政府から特別の許可を得る必要はない。主権をもつ州政府は起債権も当然に有している、と考えられるからである。

これに対して地方政府は、州政府から起債権を与えられている。というのも地方政府は、公共サービスをより効率的に供給する観点から州政府によって創設されている場合が多く、その根拠を州憲法や州法におく場合がほとんどであるからである。また、地方政府が不適

図表 2 米国地方債の発行額の推移 (発行体別)



(出所) U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States* より、野村資本市場研究所作成

図表3 米国地方債の発行額の州別ランキング

順位	州	地方債		(参考) 州政府の税収	
		発行額	発行額全体に占める割合	税収額	州政府の税収全体に占める割合(順位)
1	カリフォルニア州	575.04	14.1%	857.21	14.4%(1)
2	ニューヨーク州	430.75	10.5%	458.26	7.7%(2)
3	テキサス州	355.61	8.7%	307.52	5.2%(3)
4	フロリダ州	200.00	4.9%	305.34	5.1%(4)
5	ペンシルバニア州	178.72	4.4%	253.47	4.3%(6)
6	ニュージャージー州	160.39	3.9%	209.81	3.5%(9)
7	イリノイ州	156.81	3.8%	254.91	4.3%(5)
8	ミシガン州	147.57	3.6%	240.61	4.1%(7)
9	マサチューセッツ州	133.79	3.3%	168.39	2.8%(10)
10	オハイオ州	117.34	2.9%	224.76	3.8%(8)
	全米合計	4,083.30	100%	5938.22	100%

(注) 地方債の発行額は2005年、州政府の税収は2004年の値。単位は各々億ドル。

(出所) Thomson Financial, *The Bond Buyer 2006 Yearbook* より、野村資本市場研究所作成

切に起債を行った場合、州政府が損失を被る可能性もある。それゆえ州政府は、地方政府の起債に対して制約を課している場合が多い。

ノース・カロライナ州は、州内の地方政府による起債に対して最も厳しい規定を設けている。そこでは、州内の地方政府が地方債を発行する場合、事前に州政府からの承認を必ず得ることが必要とされている。また、その償還財源を税収などの歳入全般とする一般財源保証債を発行する場合には、州政府が投資家への販売に関する運営を行う<sup>7</sup>。

なお公社は、州・地方政府により創設され、その地方債発行は、州・地方政府の方針により規定される。またその運営は、州知事から指名された役員会によって通常なされている。

よって、主に州・地方政府による地方債の発行を念頭に置いて、以下では考察を進める。

## 2. 地方債の発行体における資金調達需要

### 1) 予算制度

州・地方政府の予算制度は、大きく事業予算(Operating Budget)と資本予算(Capital Budget)の二つに分かれている。

事業予算とは、経常的に費用が発生する公共サービスに関する予算であり、その主要な

財源は税収である。多くの州では、事業予算において均衡予算方針を採ることが、州憲法や州法によって要求されている<sup>8</sup>。

しかし、例えば土地の取得や施設の建設などの事業を行う場合、特定の一会計年度の事業予算に、費用の全額を計上することは不適切であろう。なぜなら、そうした事業は比較的長期間にわたり効用をもたらすからである。

よって、事業予算とは別に資本予算という制度が設けられている<sup>9</sup>。資本予算は、州・地方政府が実施する長期的なインフラ整備計画をその対象としている。財源は、地方債の発行により調達される資金や、その事業からの料金収入などから構成されている。2005会計年度の州政府予算における、資本予算の歳入全体に占める割合の状況は、地方債の発行により調達された資金が31.6%、料金収入や余剰資金が36.8%、連邦政府からの資金が27.2%となっている。一般歳入からの資金は4.4%に過ぎない<sup>10</sup>。

それゆえ、州・地方政府が起債により資金を調達する必要は、原則資本予算から生じる。

なお、公社においても予算は策定されている。ただし、州・地方政府のように事業予算と資本予算に分かれているわけではない。

## 2) 地方債の発行目的

図表 4 は、地方債発行額の事業別内訳の推移を表したものである。

これによると、教育 (Education) が第一の地方債発行目的となっている。

州・地方政府が供給する公共サービスのうち、第一の歳出項目は教育である。教育サービスの支出は 6,213 億ドル、これが州・地方政府の歳出全体に占める割合は 28.7% である (2003 年)<sup>11</sup>。教育目的での地方債発行額は、こうした事情を反映して、相応に大きくなっているものと思われる。

しかも、教育を目的とした地方債の発行額が全体に占める割合は増加傾向にある。従来は一般目的 (General Purpose) が第一の発行目的であり、教育はほぼ一貫して起債目的の第二であった。しかし、教育目的での起債額が地方債発行額全体に占める割合はここ十年間で約 10% 上昇して 30.5% となり (2005 年)、ついに一般目的を抜いたのである。

これらに続いて、高速道路や空港などの輸送 (Transportation)、病院や介護施設などの

ヘルスケア (Health Care) が、第三・第四の発行目的となっている。発行額全体に占める割合は各々 10.9%・9.5% である (2005 年)。

## III. 発行体による地方債の起債

### 1. 起債に際して発行体が果たすべき役割

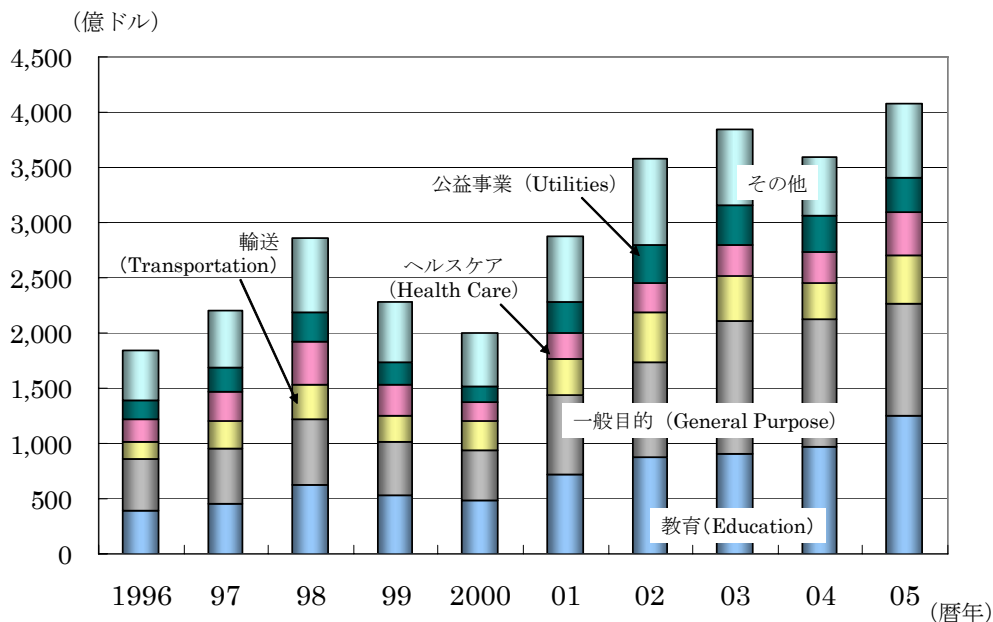
#### 1) 負債管理政策と債務償還能力の把握

地方債の発行に際して、発行体はその方針を定めるとともに、自らの財務状態の把握に努めている。最終的な元利償還負担を負うこととなる地域住民に対して、あるいは投資家に対して、その情報は開示されている。

具体的には、地方債の起債に先立ち、負債管理政策 (Debt Management Policies) が策定される。発行体によってその内容は様々であるが、多くの負債管理政策に共通して盛り込まれている内容を、図表 5 に記している。

加えて発行体によっては、自らの債務償還能力 (Capital Debt Affordability) を、複数の財務指標によって示すことが求められている。

図表 4 米国地方債の発行額の推移 (発行目的別)



(出所) Thomson Financial, *The Bond Buyer 2006 Yearbook* より、野村資本市場研究所作成

図表 5 負債管理政策に含まれている主な内容

起債計画段階	・ 負債を負う目的	地方債発行段階	・ 競争入札方式と主幹事方式の使い分けについて
	・ インフラ整備計画		・ どの市場価格指標と比較して、発行利回りを設定するか
	・ 負債を負う過程における、地域住民の参加の担保		・ 財務アドバイザーの利用について
	・ インフラ整備計画の期間		・ 外部の専門家の選定について
	・ 法的な制約		
地方債の発行条件	・ 短期債（償還年限が1年以内のもの）を発行する場合について	規制関係	・ 発行市場・流通市場における情報公開について
	・ 変動利付債の発行について		・ 鞘取りに関連する規定の遵守
	・ 一般財源保証債とレベニュー債の使い分けについて	負債管理政策全般	・ 負債管理政策に関する責任
	・ 課税債の発行について		・ 負債管理政策の適用について
	・ 満期償還の平均年限をどの程度とするか		・ 負債管理政策の修正について
	・ 元利償還条項をどのように設定するか		・ 負債管理政策の現状の監視について
	・ 信用補完の利用について		
	・ デリバティブの利用について		
	・ 格付けの取得や、その水準の維持・向上にどのように努めるか、について		
	・ 元利償還能力の水準をどの程度に維持するか		

(注) 鞘取りとは、低い発行利回りで調達した資金を、財務省証券や社債など、地方債と比較して高い利回りの債券に投資することによって利益を得ようとする行為である。

(出所) W. Bartley Hildreth, *State & Local Government Debt Issuance and Management Service* より、野村資本市場研究所作成

その実績値は、毎年の財政運営や起債制限のための重要な指標として用いられている。

例えばカリフォルニア州では、「州債務償還能力報告書」(The State of California Debt Affordability Report)が毎年公表されている。そこでは、格付けの推移や地方債発行額、今後の債務残高と元利償還の予定のほか、州の一般歳入に対する元利払いの比率や、州内の総家計所得に対する債務残高の比率、あるいは一人あたりの債務残高といった財務指標の実績値が開示されている。さらに報告書では、これらの実績値がニューヨーク州ほか9州のそれと比較されている。

## 2) 地方債に関する情報開示

負債管理政策を公表し、かつ自らの債務償還能力が十分であることを示した上で、議会での議決や住民投票などを通じて承認を得られれば、晴れて地方債の発行が可能となる。

しかしその際は、地域住民や投資家に対して、情報が十分に開示されなくてはならない。

ただし、地域住民に対して果たすべき説明責任と、投資家や市場に対して果たすべき説明責任とは、必ずしも一致しない。

地域住民に対しては、財政民主主義を堅持する観点から、彼らの後年度の税負担となりうる地方債を発行する目的や、起債によって調達された資金の使途が、説明されなくてはならない。その情報開示のあり方については、各州がそれぞれに法規制を設けている。

他方、投資家に対しては、発行する地方債の元利償還を期日までに確実に行う意思と能力が自らにあることを示さなくてはならない。これについては、証券取引委員会 (SEC) の監督下にある自主規制機関の地方債規則制定委員会 (Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB) が規定を設けている<sup>12)</sup>。

後者についてみると、そもそも地方債は、1933年証券法により適用除外証券 (Exempt Securities) とされている (第3条 a. 2.)<sup>13)</sup>。しかし、1970年代のニューヨーク市に始まる地方財政危機や、地方債の「ボイラー・

ルーム」販売（高圧的販売）を受け、1975年証券改革法（Securities Acts Amendments of 1975）が成立した。これにより、地方債取引業者に SEC への登録が課されるとともに、MSRB が創設され、地方債取引に対して規制がなされることとなった。

もともと、米国は連邦制を採っており、それゆえ州政府に主権があることから、その直接の規制は、あくまで地方債の引受業者などに対して課されており、地方債の発行体に対しては、こうした業者を介した間接的な影響が及ぼされることには留意する必要がある。

地方債の情報開示については、1989年に1934年証券取引法規則 15c2-12 が設けられた。規則 15c2-12 は、1994年に、より厳しい内容に改正されている。

規則 15c2-12 では、額面価格で総額 100 万ドル以上の地方債が発行される場合、引受業者はその目論見書（Official Statement）を入手し、その内容を調べなくてはならない、と規定されている<sup>14</sup>。また、地方債の起債後も必要な情報が適宜開示される、ということを確信できるに足る合理的根拠がない場合、その地方債を引き受けてはならない、とされている。そこでは、公認地方債証券情報保管機関（Nationally Recognized Municipal Securities Information Repository, NRMSIR）や州情報保管機関（State Information Depository, SID）に対し、毎年の財務情報（financial information or operating data）が、またデフォルトや格付けの変更など 11 項目<sup>15</sup>に関して重要な事実が生じた場合は、MSRB もしくは NRMSIR と、SID に対して、その事実に関する情報が、各々報告されなくてはならない、としている。

このような形で発行体には、起債に際して、また継続的に、発行する地方債に関する情報を開示することが事実上求められている。

しかし規則 15c2-12 は、情報開示について最低限のものしか示していない。これに関しては、財政担当者協会（Government Finance

Officers Association, GFOA）<sup>16</sup>が「州・地方政府が発行する債券に関する情報開示のガイドライン（Disclosure Guidelines for State and Local Government Securities）」（1976年）を策定しており、またその内容を更新した『適切な情報開示（Making Good Disclosure）』<sup>17</sup>（2001年）も発行されている。後者では、オレンジ郡などの事例が紹介されつつ、発行時の情報開示や継続的な情報開示について、規則 15c2-12 などの規定を具体化する解説がなされている。また、発行体や引受業者、地方債顧問弁護士（Bond Counsel）らが各々果たすべき役割についても述べられている。こうしたガイドラインは、遵守する義務はないものの、発行体らに参照されている。

さらに、こうした規制や基準を超えて、情報を自発的に開示している発行体もある。

例えばカリフォルニア州の場合、財務部門（California State Treasurer's Office）のホームページ上で、自らの財務状況や地方債に関する情報を積極的に公表している。年次報告書や債務償還能力報告書、地方債目論見書、今後の起債予定、契約している引受業者や外部の専門家の一覧、あるいは自らが発行する地方債に対する格付けの推移などの情報を掲載している。さらに『カリフォルニア州債務読本（California Debt Issuance Primer）』という、約 600 ページもの解説書も用意している。

## 2. 一般財源保証債とレベニュー債

地方債の発行体は、地方債の発行条件について意思決定しなくてはならない。米国においては、様々な種類の地方債が市場で発行されている。これを元利償還財源の観点から区分すると、大きく一般財源保証債（General Obligation Bonds）とレベニュー債（Revenue Bonds）に分けることができる（図表 6）。

一般財源保証債とは、発行体の一般的な信用力をもってその元利償還が行われる地方債（full-faith-and-credit bonds）である。州政府

図表 6 一般財源保証債とレベニュー債の特徴

一般財源保証債	項目	レベニュー債
発行体の一般的な信用力	償還財源	調達資金が充当される事業からの収入など
元本の償還を柔軟に行うことができる		州法に定められている法的な負債能力に通常算入されない
一般納税者	元利償還の負担者	事業から便益を受ける者が主
州法などにより厳しい制限が課せられている	発行手続き	通常さほど厳しくない
起債に際して住民投票による同意を得る必要がある、など		
主幹事方式が主	引受方式	主幹事方式の場合が圧倒的に多い
競争入札方式が採られる場合も、発行額ベースで約4割を占める		

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

は所得税や売上税を、地方政府は財産税を、それぞれ主要な税源としており、それらからの税収が、一般財源保証債の償還財源として設定されている。公社の場合には、独自の税源を有しておらず、また州・地方政府の一般信用力と直接の関係性を有していないので、一般財源保証債を発行することができない。

一般財源保証債の元利償還は、納税者一般により負担されることとなるため、その発行には比較的厳しい法的規制が設けられている。

例えば、住民投票による事前の同意が、発行に際して通常必要とされている。住民から発行の同意を得られる可能性は、実際にはさほど高くない。2005年の状況を見ると、総起債提案 1,021 件のうち、同意を得られたのは 666 件、全体の 64.6%である<sup>18</sup>。

この他にも、発行額や発行条件に関する制約が厳しく設けられている場合がある。絶対額で、あるいは歳入の一定割合といった形で、一般財源保証債の発行額の上限を設定している州は約 40 州にのぼる。中には、インディアナ州やネブラスカ州のように、そもそも一般財源保証債の発行を禁じている州もある<sup>19</sup>。

これに対してレベニュー債は、その償還財源を特定の収入に限定している地方債である。起債により調達された資金が充当される収益性事業の運営による収入や、リース契約から

の収入などが、その元利償還に充てられる。

レベニュー債の元利償還財源は特定の収入に限定されており、多くの場合州・地方政府の財政状態全体に対する負担が小さい。というのも、その元利償還の負担は、一般納税者ではなく、調達資金が充当される事業の受益者によって主に担われるからである。それゆえレベニュー債の発行に際しては、住民投票による同意を得る必要はない。発行条件に関する制約も、一般財源保証債に比べて少ない。

一般財源保証債とレベニュー債を比較すると、前者の信用力は後者のそれよりも一般的に高いとされている。その一因には、レベニュー債の償還財源が特定の財源に限定されていることが挙げられる。

これについては、ムーディーズが、同社が格付けした地方債の 1970 年から 2000 年までのデフォルト事例を調べている。それによると、デフォルトの事例は 28,099 件中 18 件あったが、この間に一般財源保証債のデフォルトは生じていない<sup>20</sup>。

それゆえレベニュー債の発行に際しては、その償還財源を確保することを目的とした対策が採られる場合がある。

例えば、起債により調達された資金が充当される事業の運営に関する約款が締結され、その事業の収入源となる利用料金を一定水準



以上とする、との契約がなされることがある。これによって、レベニュー債の元利償還に十分な収入を確保することが図られている。

また、償還財源の担保の優先・劣後関係も明確にされる必要がある。一般的には、先に発行されているレベニュー債に優先権はある。それゆえ、新たにレベニュー債を発行する場合には、既発債の発行残高を勘案してもなお元利償還を行うに十分な収入が将来見込まれることが事前に示されなくてはならない。

図表 7 は、一般財源保証債とレベニュー債の発行額の推移を示している。これによると、レベニュー債が発行額全体の約 6 割を占めており、一般財源保証債を上回っている。

背景には次の二点が主に指摘される<sup>21</sup>。

まずは、一般財源保証債の発行手続きに対する規制の厳しさが敬遠されたことが挙げられる。これは先述のとおりである。

第二点目としては、特に 1970 年代から 1980 年代にかけてのレベニュー債の発行額増加の原因として、州・地方政府間の人口移動が活発となり、住民や企業の獲得競争が地域間で激しくなった結果、開発事業が進められ、そのための資金がレベニュー債の発行に

より調達されたことが挙げられる。免税という特徴を利用して、民間部門に対する低利での資金貸し付けにより誘致活動が進められた。

レベニュー債は、特別区や公社を通じて発行される場合が多い。先に指摘した、学区を除く特別区の団体数の増加傾向や、特別区と公社の地方債発行額が全体に占める割合の上昇傾向の背景には、こうした要因がある。

### 3. 専門業者との協業

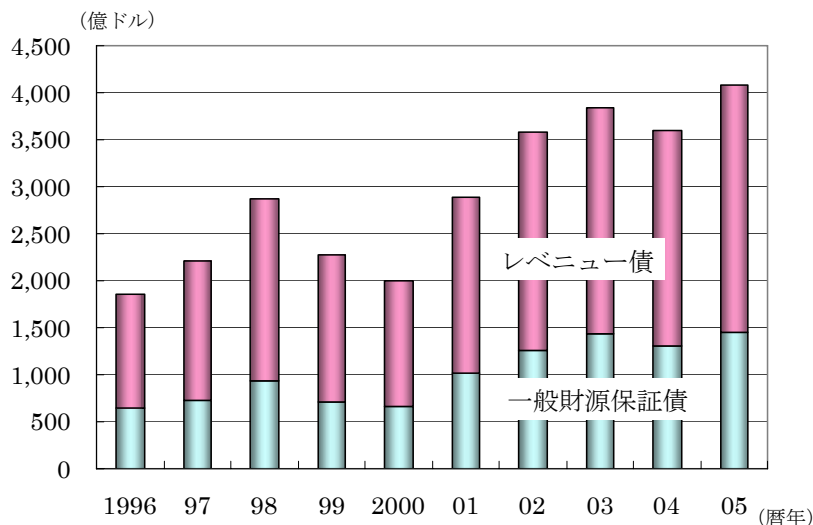
#### 1) 財務アドバイザー

地方債発行体は、地方債を発行するに際して、専門的な知識を要する、発行条件の決定に向けた準備をしなければならない。公共サービスの多様化、財政構造の複雑化、あるいは地方債を初めとする公社債市場の発展、起債に関連する規制の厳格化、といった変化を受けて、発行体に要求される専門知識の水準は高度化してきている。

こうした状況に対応するべく、発行体は財務アドバイザー (Financial Advisor) や地方債顧問弁護士など外部の専門家を雇っている。

このうち財務アドバイザーは、主に財務面

図表 7 米国地方債の発行額の推移 (償還財源別)



(出所) Thomson Financial, *The Bond Buyer 2006 Yearbook* より、野村資本市場研究所作成

や金融面から発行体を支援している。

彼らは、まず発行体の資金調達需要を見極めた上で、想定される市場環境における適切な資金調達の方法を分析する。償還年限が一年を越える地方債を起債するほか、免税 CP などの発行により短期資金を調達することも可能である。場合によっては増税という選択肢もありえよう。そうした様々な選択肢の中で、地方債を発行することが資金調達の手段として最適か、ということについて、財務アドバイザーは見解を提示する。

地方債を起債することとなれば、償還財源や満期償還期間など、発行する地方債の発行条件を具体的に確定することとなる。その際に財務アドバイザーは、自らの金融専門知識を活かした助言を行う。また、引受業者の選定作業や、格付機関からの格付け取得、金融保証保険会社<sup>22</sup>からの保険契約の締結を支援する。地方債の起債から販売に至るまで、発行体をほぼ全面的に支えているといえよう。

図表 8 は、カリフォルニア州の財務アドバイザー募集要項 (Request for Financial Advisory Statements of Qualifications) の内容の一部である。

財務アドバイザーからの協力を得ることにはいくつかの利点がある。まず、財務アドバイザーの活用により彼らの専門知識を活かすことができるので、発行体の資金調達需要をより適格に満たす、複雑な発行条件の地方債を発行することが可能となる。また、これによって、発行体により有利な条件での発行が実現しうる。特に地方債の発行経験が少ない発行体にとっては、財務アドバイザーが有している経験や専門知識の価値はより高い、と思われる。

こうした財務アドバイザーの果たすべき役割は、引受業者の業務と重なる部分がかかなりある。それゆえ、引受業務も行っている証券会社が財務アドバイザーとなる場合がある。

しかし、仮に一つの案件で同じ証券会社が

発行体の財務アドバイザーになると同時に引き受けをも行えば、利益相反の問題が生じる。財務アドバイザーには、あくまで発行体の立場に立った役割が求められるからである。それゆえ MSRБ は、この観点から、発行体と財務アドバイザーとのあるべき関係を、規則 G-23 において提示している。そこでは、競争入札方式が採られる場合には、文書で入札に参加する旨を明らかにすること、主幹事方式が採られる場合には、財務アドバイザーとしてその案件に関して発行体と関わることを止めた上で地方債を購入すること、その際には事前に文書の形でこの旨を明らかにし、発行体にも知らせること、と規定されている。

財務アドバイザー・サービスを提供する企業の中には、財務アドバイザー業務だけを専門に行い、引受業者との間に特別の関係を有していない企業もある。そうした独立系財務アドバイザーを採用することにより、発行体は財務アドバイザーを雇うことのメリットを享受することができると同時に、先述の利益相反問題を解消することができる。彼らは、全米独立系財務アドバイザー協会 (The National Association of Independent Public Finance Advisors, NAIPFA) を組織し、財務アドバイザーとしてのあり方や倫理規定についての検討を行っている。

図表 9 は財務アドバイザーのランキングである。これによると、1 位と 2 位は、独立系の財務アドバイザーである。証券会社系の財務アドバイザーも 4 社が名を連ねているが、これら 4 社の引受市場における順位 (後継図表 14) は、RBC キャピタル・マーケットの 10 位を最高として、さほど高くない。

ランキング第 1 位のパブリック・フィナンシャル・マネジメントは、独立系の財務アドバイザーであり、NAIPFA の会員でもある。系列会社では資産運用業務や投資および戦略系コンサルティング業務を行っているが、地方債の引受業務は行っていない。

図表 8 カリフォルニア州の財務アドバイザー募集要項の概要  
(Request for Financial Advisory Statements of Qualifications)

募集対象の財務アドバイザー業務	提案書を作成する場合の指針
1、主幹事方式で債券を発行する場合の価格設定作業における助言 ・ 仮目論見書や最終目論見書の検討、デューデリジェンス会議への参加 ・ 州政府財務部門との会議への参加、負債の譲渡 (liability assignments) や留保 (retention) などについての検討 ・ 個人投資家や機関投資家への地方債販売の進め方についての情報・助言の提供 ・ 発行条件の設定に関する複数の選択肢についての費用便益分析 ・ 金融保証保険の購入についての費用便益分析 ・ 発行価格の決定に関して行うあらゆる議論への参加 ・ 借り換えを行う場合の助言 ・ 主幹事会社による起債債券の配分 (allocation) 案の検討の支援 ・ 債券発行後の検討への参加	1、最低限記入すべき内容・資格 ・ 2、の「法的手続き・訴訟関連事項」に対する十分な回答 ・ 海外の公営企業とは契約を行わない
2、州政府の債券発行による資金調達における財務アドバイザー業務 ・ 「主幹事方式で債券を発行する場合の価格設定作業における助言」と同様のサービス (1、を参照) ・ 債券文書 (bond document) の検討への参加 ・ 発行する債券の発行条件の設定に関連して主幹事会社が行う定量分析を州財務部門が検討する際の支援 ・ 新しい種類の債券の発行が提案された場合の分析 ・ 格付機関や金融保証保険会社、投資家との会議における、州財務部門の支援	2、提案書の内容 ・ 財務アドバイザー業務の経験 ・ 財務アドバイザー業務に実際に携わることとなる人材についての情報 ・ 以前に財務アドバイザー業務を行った地方債発行体からの推薦状 (5本) ・ 法的手続き・訴訟関連事項 訴訟問題を現在抱えているか、過去五年間に裁判での問題解決を図ったことがあるか、など ・ 法律上の資格に関する最新情報 ・ 創造的な提案 ・ 特定の利害関係について
3、州政府が発行する一般財源保証債の財務アドバイザー業務 ・ 州政府が発行する一般財源保証債の販売に関する財務アドバイザー業務 ・ 他の主要国、州、地方政府が発行する債券で、カリフォルニア州の地方債と同時期に発行される、あるいは競合する可能性のあるものに関する情報の提供 ・ 未償還の一般財源保証債やリース・レバニュー債の借り換え実施の実現可能性についての検討と報告書の作成 ・ 州財務部門が必要と判断した場合の調査・分析	カリフォルニア州の住民をどれぐらい雇用しているか、支払賃金総額のうちでカリフォルニア州在住の雇用者に支払った分の割合、州内の拠点、今後二年間のカリフォルニア州の資金調達に際して引受業者が行う業務についての計画 ・ 退役傷病軍人の雇用事業 (Disabled Veteran Business Enterprise) への関連事項
4、州政府が発行する一般財源保証CPの財務アドバイザー業務	評価基準
5、特定の調査・分析 ・ 財務アドバイザーや顧問弁護士らへの手数料に関する検討 ・ 債務償還能力報告書の策定作業支援	・ 企業や個人の資格、経験 ・ 財務アドバイザー・サービスを供給する能力
6、資金調達公社 (Financing Authority) の資金調達に関する財務アドバイザー業務	・ 州政府や資金調達公社、その他の発行体の資金調達の過去の実績

(出所) The State of California Public Finance Division, Request for Financial Advisory Statements of Qualifications (2005年) より、野村資本市場研究所作成

図表 9 米国地方債の発行体側の財務アドバイザーのランキング (2006年)

順位	財務アドバイザー	業態	単位:億ドル
1	パブリック・フィナンシャル・マネジメント	独立系   公益部門専門	354.4
2	パブリック・リソーシイズ・アドバイザー・グループ	独立系   公益部門専門	199.5
3	ファースト・サウスウエスト	引受業務兼業   公益部門専門の投資銀行	190.1
4	RBCキャピタル・マーケット	引受業務兼業   銀行系地方証券会社	96.8
5	レイモンド・ジェームズ・アソシエーツ	引受業務兼業   地方証券会社	72.5
6	カウマン・ホール・アンド・アソシエーツ	独立系   医療業界専門	65.5
7	ラモント・フィナンシャル・サービス	独立系   公益部門専門	46.5
8	ボンダー	独立系   医療業界専門	42.4
9	ロバート・W・ベアード	引受業務兼業   投資銀行	37.0
10	アカシア・フィナンシャル・グループ	独立系   公益部門専門	33.3

(出所) Thomson Financial、および各社 H.P.より、野村資本市場研究所作成

## 2) 地方債顧問弁護士

地方債を起債するにあたっては、主に公法（Public Law）、税法、証券法の三つの分野の規制を遵守しなければならない。

まず公法については、地方債、特に一般財源保証債の発行に際して、州法などによる、発行の目的や手続きに関する多くの規定を遵守する必要がある。財政運営の健全性を担保するための規制が設けられている場合もある。

税法の分野でも、地方債に関する規制が設けられている。州・地方政府が発行すれば全て免税地方債になる、というわけではない。免税債として地方債を発行しようとする場合は、内国歳入庁（Internal Revenue Service）や州政府が設けている規定を満たす必要がある。

以上に加えて、さらに証券法の分野についても気を配らなくてはならない。中でも情報開示に関する規制については、先述した通り、SEC や MSRB による基準のほか、GFOA によるガイドラインなどがある。

地方債顧問弁護士は、発行体による以上三分野における規制の遵守を支援する。

## IV. 発行体による引受業者の選定

### 1. 引受業者<sup>23</sup>

#### 1) 引受業者が果たす役割

引受業者の果たすべき役割としては、次の三点が挙げられる。

第一に、地方債の発行条件を具体的に規定していく役割を果たしている。特に後述する主幹事方式によって引き受けがなされる場合には、財務アドバイザーからの支援を得ながら発行体が設定した大枠の中で、地方債の発行条件についての細かい詰め作業を、引受業者は発行体とともに進めていくこととなる。

第二の役割として、地方債の発行に伴うリスクの一部を引受業者は負っている。引受業

者は、発行体との間で事前に交わした契約に基づいて地方債を購入し、これを投資家に販売する。そこには一定の時間差があるので、その間に市場環境が変化すると、引受業者が想定していた価格で地方債を販売することが困難となる可能性がある。また、投資家の動向を読み間違えた場合、引受業者は引き受けた地方債の全てを販売しきれず、売れ残りを抱える可能性もある。引受業者は、そうしたリスクを発行体に代わって負担している。

第三に、引受業者は、発行体に代わって多くの投資家と接触して地方債を販売しており、これにより地方債市場を形成することがある。

#### 2) 引受業者による対応

地方債を引き受ける金融機関は、こうした役割を果たすべく、様々な対応を採っている。

対応策として最も典型的な方法は、シンジケート団の組成である。引受と販売の間に生じるリスクの分散や、幅広い投資家との接触が可能となる、といった利点がある。

また、引受シンジケート団に提示される発行条件と同じ条件で地方債を取得して、これを投資家に再販売する、という販売グループが組成される場合もある。

なお主幹事方式が採られる場合、顧問弁護士（Underwriter's Counsel）を始めとする外部の専門家を、引受業者が雇う場合もある。

#### 2. 引受業者の選定方法

##### 1) 競争入札方式による選定過程

地方債の引受業者の選定方法には、競争入札方式と主幹事方式がある（図表 10）。

競争入札方式で引受業者が選定される場合、その過程は次のようになる。

まず、発行価格以外の発行条件が、発行体によって決定される。元利償還計画やその償還財源に始まり、入札の日時に至るまで、入札によって決定される発行価格を除く発行条

図表 10 競争入札方式と主幹事方式の過程

競争入札方式	主幹事方式
① 発行体による、発行価格を除く発行条件の決定	① 発行体による、「提案依頼書」の策定
② 発行体による、「提案依頼書」の提示	② 発行体による、新発債販売通知の発行
③ 金融機関による、入札のための準備 シンジケート団・販売グループの組成	③ 金融機関による、入札のための準備 シンジケート団・販売グループの組成
④ 入札の実施 発行体による、引受業者の選定	④ 引受業者による提案 発行体による、引受業者の選定
	⑤ 発行体と引受業者による、発行条件の詳細の検討 →「仮目論見書」の策定
	⑥ 投資家との接触 「仮目論見書」を投資家へ配布 説明会の開催
	⑦ 引受業者による市場調査
	⑧ 発行体と引受業者による、最終的な発行条件の決定 →「最終目論見書」の策定
⑤ 投資家への販売	⑨ 投資家への販売

(出所) 野村資本市場研究所作成

件が、この時点で発行体により決定される。

これが決定されると、「新発債販売通知 (Notice of Sale)」が提示される。これは、米国における地方債市場の業界紙「ボンド・バイヤー (Bond Buyer)」や、ブルームバーグなどの電子媒体を通じてなされる。発行体や財務アドバイザーと付き合いの深い金融機関に対しては、直接通知されることもある。

通知を受けた金融機関は、引き受けを希望するか、希望する場合はどのような条件で入札を行うのか、シンジケート団や販売グループを組織するのか、といったことを検討する。

入札は、新発債販売通知で予告された通りに厳密に行われる。競争入札方式の場合、引受業者の選定における判断基準は、引き受けを希望する金融機関が提示する引受価格の高さという一点に、ほとんど絞られている。

## 2) 主幹事方式による選定過程

これに対して、主幹事方式により引受業者が選定される場合の過程は次のようになる。

まず、発行体から「提案依頼書 (Requests for Proposals, RFP)」が提示される。主幹事方式の場合、発行体は選定された引受業者とともに、地方債の発行条件の具体的内容を決定していくこととなる。それゆえこの段階では、発行条件の大枠しか決定されていない。発行体は、引き受けを希望する金融機関に対して、発行条件の設定についてどのような選択肢があるのか、それらの選択肢から最終的な発行条件をどのように選択すべきか、あるいは投資家への販売戦略、引き受けに伴う経費の見込み額、こうした項目についての考え方を問う。加えて、これまでの引受経験についても情報の提示を求める。それと同時に、引受業者の選定に際しての基準も提示される。

引き受けを希望する金融機関は、提案依頼

書を通じた発行体からの求めに対して、それぞれ提案を行う。発行体は、財務アドバイザーらとともに提案内容を吟味し、引受業者を選定する。金融機関からの提案は、引受価格の高さをほぼ唯一の選定基準とする競争入札方式の場合と異なり、多くの内容が、しかも数値化しにくい内容が含まれることとなる。

選定された引受業者は、その後発行体とともに発行条件の詳細を具体的に決めていく。この段階で引受業者が果たす役割は、財務アドバイザーが果たすそれと重なるところが大きい。この段階での発行条件に関する決定内容は「仮目論見書（Preliminary Official Statement, POS）」にまとめられる。

発行される地方債の購入を検討している投資家は、最終的な発行価格が決定する前に「仮目論見書」を閲覧することができる。また発行体が投資家に対して直接説明を行い、情報を追加的に提供する機会が設けられることもある。主幹事方式の場合にはこうした段階があるゆえ、実際に地方債を販売する前に、投資家からの発行条件に関する評価を受けること、ならびに発行される地方債に対する潜在的な需要の強さがある程度把握することができる。こうした情報収集の段階を経て、最終的な発行価格が決定され、「最終目論見書（the Final Official Statement, OS）」が策定されることとなる。

### 3) カリフォルニア州の事例

カリフォルニア州は、複数の金融機関と、引受業者候補団（pools of underwriters）としての契約を結んでいる。実際に個別の起債案件が出てくると、引受業者候補団の中から、その案件での引受業者をその都度選ぶ、という方法が原則的に採られている。2005年から2007年までの引受業者候補団は、88の金融機関により構成されていた。なお、その顔ぶれは固定されているわけではなく、2年に一度は新たに選定され直されている。

図表 11 は、カリフォルニア州が引受業務を行う金融機関に対して提示した、2007年4月1日から契約を開始する新たな引受業者候補団のメンバーの選定を告知する文書の内容の一部を示したものである。

これによると、引受業務を行う能力があることを金融機関に示させる項目が、内容の大半を占めている。とはいえ、例えば、カリフォルニア州の住民をどれだけ雇用しているか、あるいは州内でどれぐらいの寄付を行ったか、といった、カリフォルニア州との関わりの程度を問う項目や、少数派市民などの雇用状況など、州政府が実施している政策に照らした項目も設けられている。

### 4) 競争入札方式と主幹事方式の選択状況

競争入札方式と主幹事方式の各々の特徴を踏まえ、地方債の起債に際して、発行体は競争入札方式と主幹事方式のいずれかの方式を選択しなくてはならない。一般的には、発行条件が単純な場合や分かりやすい場合には競争入札方式が、複雑な場合には主幹事方式が適している、とされる。また発行規模が大きく流通市場が形成されているような場合、あるいは起債が定期的に行われており市場からの評価を以前から受けている場合には競争入札方式が、そうでない場合には主幹事方式が適している、と言われている<sup>24</sup>。

なお、競争入札方式と主幹事方式のどちらを採るべきか、ということについて、GFOAも自らの見解を提示している（図表 12）。

実際の両方式の採用状況を時系列でみたものが、図表 13 である。

一般財源保証債は、発行条件が比較的わかりやすいゆえ、競争入札方式で引き受けられる場合が多い、とされてきた。実際、一般財源保証債の発行において競争入札方式を採ることが州法で定められている州もある。

しかし図表によると、一般財源保証債の発行において主幹事方式が採られる割合は、

図表 11 カリフォルニア州の引受業者候補団募集要項  
(Request for Underwriter Statement of Qualifications) (一部)

募集対象の引受業務	応募文書を作成する場合の指針
<b>1、主幹事会社など (Book-Ruuning ManagerないしCo-Senior Manager)</b>	<b>1、最低限有すべき資格</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>州政府財務部門や資金調達公社とともに行う、資金調達の代替案の作成</li> <li>目論見書や法定文書の作成の支援</li> <li>州政府財務部門が選定した引受シンジケート団の運営</li> <li>債務負担や債券価格の設定手続き、債券販売過程などに関する、州財務部門の方針についての理解</li> <li>債券の発行条件の設定や販売を成功裏のうちに進めるための、州財務部門に対する支援</li> <li>債券発行後の評価を行う際の、州財務部門に対する支援</li> <li>包括的な地方債販売戦略の立案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>常に、10万ドル以上の純資本を維持していること</li> <li>SECや全米証券業協会 (The National Association of Securities Dealers, NASD)、カリフォルニア州法人部門 (The California Department of Corporations) が設けている、引受業務ないし投資銀行業務に関する免許の取得、登録義務の履行</li> <li>全米証券業協会のシリーズ53資格 (NASD Series 53 license) を取得している専門管理職を、最低一人以上雇用していること</li> <li>海外の公営企業とは契約を行わない</li> </ul>
<b>2、共同幹事会社 (Co-Manager)</b>	<b>2、提案書の内容</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>情報交換の打ち合わせやデューデリジェンス会議への、必要な場合の参加</li> <li>債券の発行条件の設定や販売を成功裏のうちに進めるための、州財務部門に対する支援</li> <li>債務負担や債券価格の設定手続き、債券販売過程などに関する、州財務部門の方針についての理解</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>州政府や資金調達公社、その他の発行体による地方債の起債案件の引受実績</li> <li>引受業務を実際に担当することとなる人材についての情報</li> <li>最近三年間の自己資本</li> <li>免許、登録情報、懲罰歴、訴訟歴</li> <li>企業に関する統計データ</li> <li>カリフォルニア州の法人市民 (Corporate Citizenship) としての有様</li> <li>退役傷病軍人の雇用事業 (Disabled Veteran Business Enterprise) への関連事項</li> <li>法律上の資格に関する最新情報</li> <li>少数派市民 (Minority) や女性の参画状況</li> </ul>
<b>評価について</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>引受業務の執行能力を評価</li> <li>場合によっては、面談を行ったり、追加的な情報の提供を要求することもある</li> <li>自己申告された情報以外に、別の情報源から入手した情報も、選考に際して考慮する</li> </ul>	

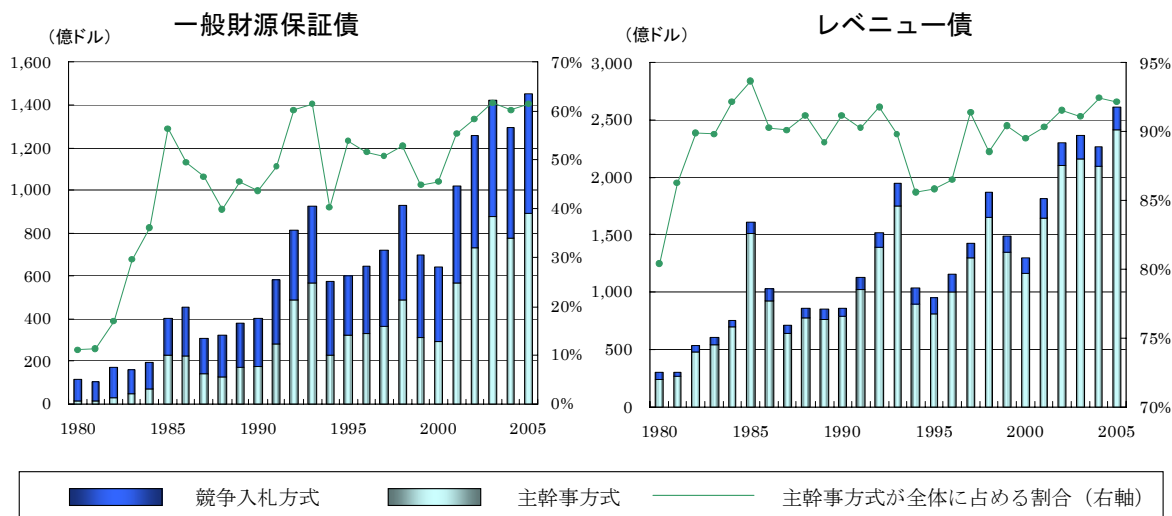
(出所) The State of California Public Finance Division, *Request for Underwriter Statement of Qualifications* (2007年) より、野村資本市場研究所作成

図表 12 競争入札方式と主幹事方式の選択に関する基準 (GFOA)

		競争入札方式	主幹事方式
発行条件	元利償還の担保	一般財源 元利償還財源となる収入が安定的な場合	元利償還の財源が特定の収入に限定されている場合
	レベニュー債の発行条件	定型的・一般的な内容 料金条項の設定	独自性のある内容 劣後債
信用力	格付け	A格以上	A格未満
	見通し	安定的	現時点では格付けは低い、改善の見込みがある ネガティブ
発行体の特徴	発行体の類型	幅広い公共サービスを提供する資金需要者	特定の目的を有する、独立性の高い機関
	起債頻度	定期的に市場から資金を調達している	新規の発行、あるいは起債が不定期な場合
	市場での認知度	投資家層が幅広い 流通市場での取引が活発	認知度が低い場合 市場から好まれていない場合
市場環境	投資家からの評価	認知度が高い場合 安定的	発行体が、財務面や法的に重要な問題を、以前に引き起こしている
	金利	安定的 見通しが利く状況	不安定 市場環境が悪化しつつある場合
	需給	投資家からの需要が強い場合 流動性が高い	供給が過剰な場合

(出所) GFOA, *A Practitioner's Guide to Effective Debt Management : Competitive v. Negotiated: How to Choose the Method of Sale for Tax-Exempt Bonds* より、野村資本市場研究所作成

図表 13 一般財源保証債・レベニュー債の発行額の推移（引受方式別）



(注) 課税債は除く。また、1986年以前の数値については、発行額が500万ドル未満のものを除く。  
 (出所) Securities Industry Association, *Securities Industry Fact Book* より、野村資本市場研究所作成

1980年代前半に急上昇しており、最近20年間は50%前後で推移している。

一方、レベニュー債の場合についてみると、かねてよりレベニュー債のほとんどは主幹事方式で引き受けられている。ここ20年間は、ほぼ一貫して90%前後のレベニュー債が主幹事方式によって発行されている。

発行される地方債全体についてみると、主幹事方式が採られる場合が圧倒的に多くなっている。主幹事方式が採られる割合は、2005年の発行額ベースで80.9%となっている。1996年時点においてもこの割合は72.7%とかなり高かったが、ここ10年間でさらに上昇している。

### 3. 引受業者の選定状況

#### 1) 引受業者ランキングの推移

地方債の引き受けを行っているのは銀行と証券会社である。

このうち商業銀行については、1933年銀行法 (Glass-Steagall Act) により、自らが直接引き受けられる地方債が、かつては限られていた。一般財源保証債の引き受けは認めら

れていたものの、レベニュー債の引き受けについては、住宅供給事業のために起債されるレベニュー債や大学が発行するレベニュー債など、一部に限定されていた。これは、商業銀行がリスクの高い業務に携わることを避け、もって預金を保護することを目的とした措置であった。とはいえ、こうした引き受けに対する制約を緩和しようという試みは1960年代からみられるようになり、1997年には直接子会社を通じる形での引き受けが認められ、さらに1999年の包括的な金融制度改革法 (Gramm-Leach-Bliley Act, GLB法) により、明示的に可能となった<sup>25</sup>。

図表14は、1969年から2006年にかけての地方債引受業者のランキングである。これによると、一般財源保証債が地方債発行額全体に占める割合が比較的高かった1969年においては、1位と2位は商業銀行である。証券会社は上位10引受金融機関のうち5機関だけで、比較的小規模なところが多い。しかし、レベニュー債の発行が増えた1980年代頃より、大手証券会社や投資銀行が上位を占めるようになった。2006年においては、上位10引受金融機関はほぼ大手証券会社と



図表 14 米国地方債の引受業者ランキング

1969				1981			
順位				順位			
1	シティ・バンク	商業銀行	12.19	1	メリル・リンチ・ホワイト・ウェルド	全国展開証券会社	36.58
2	バンク・オブ・アメリカ	商業銀行	10.13	2	ブライス・イーストマン・ペイン・ウェバー (現UBS)	全国展開証券会社	25.16
3	ハルシー・スチュアート証券 (現ワコビア)	投資銀行	8.32	3	EFハットン (現シティ・グループ)	全国展開証券会社	23.37
4	チェース・マンハッタン銀行 (現JPモルガン・チェース)	商業銀行	6.90	4	ゴールドマン・サックス	大手投資銀行	22.44
5	ブライス社 (現UBS)	投資銀行	6.62	5	ソロモン・ブラザーズ (現シティ・グループ)	大手投資銀行	20.51
6	モルガン・ギャランティ・トラスト (現JPモルガン・チェース)	商業銀行	6.28	6	スミス・バーニー・ハリス・アップラム (現シティ・グループ)	全国展開証券会社	17.81
7	イーストマン・ディロン・ユニオン証券 (現UBS)	投資銀行	6.17	7	ファースト・ボストン (現CSFB)	大手投資銀行	16.17
8	リーマン・ブラザーズ	大手投資銀行	6.08	8	キダー・ピーボディ (現UBS)	投資銀行	15.93
9	スヴィーン (現パイパー・ジャフエリー)	投資銀行	5.42	9	パーチェ・ハルシー・スチュアート・シールズ (現ワコビア)	全国展開証券会社	12.07
10	ハリス・トラスト貯蓄銀行 (現BMOフィナンシャル)	貯蓄銀行	4.13	10	ディーン・ウィッター・レイノルズ (現モルガン・スタンレー)	全国展開証券会社	10.01

1990				2006			
順位				順位			
1	メリル・リンチ	全国展開証券会社	143.11	1	シティ・グループ	銀行系総合証券会社	523.47
2	ゴールドマン・サックス	大手投資銀行	138.02	2	UBS証券	銀行系総合証券会社	398.89
3	ファースト・ボストン (現CSFB)	大手投資銀行	77.25	3	メリル・リンチ	全国展開証券会社	354.13
4	スミス・バーニー・ハリス・アップラム (現シティ・グループ)	全国展開証券会社	67.39	4	ゴールドマン・サックス	大手投資銀行	258.34
5	リーマン・ブラザーズ	大手投資銀行	66.68	5	JPモルガン証券	銀行系証券会社	247.35
6	ペイン・ウェバー (現UBS)	全国展開証券会社	58.47	6	リーマン・ブラザーズ	大手投資銀行	219.80
7	ベア・スターンズ	大手投資銀行	52.95	7	モルガン・スタンレー	全国展開証券会社	194.34
8	ブルデンシャル・ペーチェ (現ワコビア)	全国展開証券会社	43.09	8	ベア・スターンズ	大手投資銀行	178.31
9	モルガン・スタンレー	大手投資銀行	36.83	9	バンク・オブ・アメリカ証券	銀行系証券会社	174.58
10	バンク・オブ・アメリカ	商業銀行	36.81	10	RBCキャピタル・マーケット	銀行系地方証券会社	156.61

- (注) 1.引受額の単位は億ドル。  
 2.全国展開証券会社とは、全国にリテール支店網をもつ大手証券会社。地方証券会社とは、特定の地域に支店網をもつ証券会社。大手投資銀行とは、法人向け業務を主とし、株・債券の引受ランキングで上位に位置する大手証券会社。その他の投資銀行とは、特定の地域や業種、商品に特化して、法人向け業務を提供する証券会社。銀行系とは、銀行持株会社を親会社とする証券会社。総合証券会社とは、全国にリテール支店網をもつ一方で、投資銀行業務も手がける大手証券会社。  
 3.社名の後の ( ) 内は、現在の存続会社。ただし地方債引受に関しては、買収前に撤退しており、業務自体が残っていない場合もある。業態は、当時のもの。

(出所) W. Bartley Hildreth 氏提供資料、および Thomson Financial, *The Bond Buyer 2006 Yearbook* より、野村資本市場研究所作成

なっている。ここには銀行系の証券会社も含まれているが、これは持株会社による買収などにより、銀行が大手証券会社をグループ内に取り込んだからである。

なお、発行額が少額の案件では、現在も地方証券会社が引き受けている場合が多い。図表 15 は、発行額が 1,000 万ドル以下の案件における引受業者のランキングであるが、これによると上位 5 引受金融機関のうち 4 機関が地方証券会社となっている。

## 2) 地方債の保有者構造との関係

米国地方債の第一の保有者は家計である。2006 年 9 月末時点で、家計が直接に保有する地方債は 8,550 億ドルとなっており、発行残高全体の 36.6%を占めている<sup>26</sup>。投資信託

による保有部分が 33.3%を占めていることを考えると、実質的に米国地方債の過半は家計によって保有されている。

発行体の中には、家計による保有を促そうとする取り組みを実施しているところもある。オハイオ州などが発行したミニ債 (Mini-Bond) は、その一例である。州ないし域内に住む住民に対して販売が行われる点や、発行ロットが少額に設定されている点に、その特徴はある<sup>27</sup>。また、機関投資家向けの販売に先立って、数日から一週間ほど個人投資家からの注文を受け付ける期間を設ける、といった方法を採用する発行体もある。地方債の起債を継続的に行っている発行体の場合には、自らの発行した地方債の保有者構造に関して、引受シンジケート団に要求を出す場合もある

図表 15 米国地方債の引受業者ランキング（2006年）（発行額が1,000万ドル以下の地方債）

順位	社名	業態	引受額
1	RBCキャピタル・マーケッツ	銀行系地方証券会社	16.31
2	モルガン・キーガン	地方証券会社	13.51
3	パイパー・ジャフェリー	投資銀行	11.02
4	シュティフェル・ニコラウス	地方証券会社	9.11
5	AGエドワーズ・アンド・サンズ	地方証券会社	8.97
6	ロバート・W・ベアード	投資銀行	8.57
7	ルーズベルト・アンド・クロス	投資銀行	7.32
8	UBS証券	総合証券会社	6.97
9	JPモルガン証券	銀行系証券会社	6.11
10	ジョージ・K・ボーム	投資銀行	6.06

(注) 図表 14 の注 1.および 2.に同じ。

(出所) Thomson Financial より、野村資本市場研究所作成

ようである。

しかし、こうした政策を採っている発行体はむしろ稀である。各発行体の発行済みの地方債を誰が保有しているのか、ということに関する情報が得にくいこともあって、基本的に発行体は、自らの地方債の保有者構造に対して特別配慮していないとの見方もある<sup>28</sup>。

## V. 結びに代えて

近年、わが国の地方債制度・市場においては、大きな変化の兆しが見え始めてきている。これまで地方債の過半を引き受けてきた公的資金に代わって、市場公募債が果たす役割が大きくなることは、ほぼ間違いないであろう。

その市場公募債をめぐるのは、2006年に大きな制度改革が行われた。4月には、地方債発行許可制度から事前協議制度に移行し、地方自治体は原則的に地方債を自由に発行できるようになった。また9月には、個別発行市場公募債の発行条件が、発行する各地方自治体と金融機関との間での個別交渉によって決定されることとなった。

今後、市場公募債を発行する公募団体は、発行条件の決定過程においてより主体的な役割を果たしていかなければならない。

これまでみてきた米国地方債発行市場にお

ける発行体の考え方や行動は、わが国地方自治体が今後どのように市場と対するべきか、という問題に一定の示唆を与えるものと思われる。わが国地方債市場の発展と深化を期待したい。

## 《参考》カリフォルニア州の一般財源保証債の目論見書

カリフォルニア州政府は、2007年2月に一般財源保証債の競争入札方式による起債を行った。別表に、この地方債の発行に際して作成された目論見書の構成および簡単な内容紹介を示した。目論見書は、本文が28ページ、8種類の添付資料を含めると約150ページとなっている。

別表 カリフォルニア州一般財源保証債の発行条件と、目論見書の構成（2007年2月）

発行される地方債の発行条件について

地方債の種類	一般財源保証債	
	調達資金の用途は多岐にわたる	
発行額	10億ドル（新発債）・1億3,218万ドル（借換債）	
	発行単位は5,000ドル	
金利の支払い	2007年6月1日より	
	毎年6月1日・12月1日	
元利償還	選択的償還（optional redemption）	
	最長で2036年を満期償還日に設定	
金融保証	一部	
発行条件の決定	競争入札方式	
	2007年2月14日に入札実施	
格付	金融保証付き	Aaa（ムーディーズ）・AAA（S&P）・ AAA（フィッチ）
	金融保証無し	A1（ムーディーズ）・A+（S&P）・ A+（フィッチ）

本文		添付資料
表紙		はじめに
イントロダクション	発行する地方債の概説	州経済・財政状況の最近の改善状況
	償還財源	州が抱える債務
	目論見書に関する情報	州の財源調達
	販売計画	予算過程
	継続的な情報開示	前会計年度の予算
発行根拠と償還財源	起債の発行根拠	今会計年度の予算
	元利償還財源	財務諸表
	デフォルト時の救済について	州の基金の投資について
	2028年12月1日満期・2029年12月1日満期の建設地方債に対する金融保証	州政府の概観
	2035年12月1日満期の建設地方債に対する金融保証	州経済と人口
	2036年12月1日満期の建設地方債に対する金融保証	法的事項
地方債の商品内容	2027年12月1日満期の建設地方債・2019年12月1日満期の借換債に対する金融保証	州政府が負う債務の状況（表）
	概説	証券振替機関と地方債登録システム
	発行する地方債の区別と発行根拠	継続的な情報開示についての確認
	起債目的	地方債顧問弁護士による法的見解（Legal Opinion）
	借換計画	金融保証保険会社Ambacの保証証書見本
	償還条項	金融保証保険会社CIFGの保証証書見本
毎年の元利払い	金融保証保険会社FSAの保証証書見本	
ディフィーザンス（契約失効条項）	金融保証保険会社MBIAの保証証書見本	
法的事項		
税制関連事項		
訴訟案件		
財務諸表		
格付け		
数値計算の確認		
財務アドバイザーについて		
追加情報		

（出所）カリフォルニア州多目的一般財源保証債（Various Purpose General Obligation Bonds）目論見書（2007年2月14日）より、野村資本市場研究所作成

- <sup>1</sup> 本レポートでは、償還年限が一年を越える長期債を対象としている。
- <sup>2</sup> 1812年にニューヨーク市が発行した地方債が、最初に発行された米国地方債とされる。
- <sup>3</sup> 執筆に際して参照した主な文献ないしレポートは、次のとおり。井潟正彦・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。The Bond Market Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds* (2001年)。W. Bartley Hildreth, *State & Local Government Debt Issuance and Management Service*。
- <sup>4</sup> その他には、治水、下水処理、上水、消防、公共交通、図書館サービス、といった公共サービスを提供するために設置される例が多いようである。
- <sup>5</sup> 貸付の対象となる民間部門は、州により異なる。ただし、1986年租税改革法 (Tax Reform Act Of 1986) の成立により、こうした資金を調達するための地方債を免税債として発行する要件は厳しくなった。そこでは、地域活性化のために発行される産業開発債 (Industrial Development Bonds) のうち発行額が小額の場合や、モーゲージ・レベニュー債、学生ローン・レベニュー債などを例外として、原則的にこうした私的活動債 (Private Activity Bonds) に対する免税措置は採られなくなった。
- <sup>6</sup> 例えばカリフォルニア州住宅資金当局 (California Housing Finance Agency) は、一定の所得以下の個人が住宅を借りたい、あるいは初めて住宅を購入したい、という場合に、市場よりも低い利率で、必要となる資金を提供することを目的として活動している。
- <sup>7</sup> ウィチタ州立大学指導教授で、四半期に一度発行されている *Municipal Finance Journal* の編集者でもある W. Bartley Hildreth 氏からの報告による。
- <sup>8</sup> 富田俊基『国債累増のつけを誰が払うのか』(東洋経済新報社、1999年)第三章参照。
- <sup>9</sup> ただし、事業予算と資本予算の区別は必ずしも明確ではなく、州によってその基準は異なる。また、そもそもこの区別を設けていない州もある。
- <sup>10</sup> National Association of State Budget Officers, *State Expenditure Report 2005*
- <sup>11</sup> U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States : 2007*
- <sup>12</sup> 大崎貞和「米国地方債市場における情報開示—電子開示システム「ディスクロージャー USA」の稼働—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2004年秋号、稲生信男「米国地方債における情報開示 (ディスクロージャー) 制度」『都市問題』2003年12月号を参照。
- <sup>13</sup> ただし、証券の売買取引に関して、重要な事実についての誤った内容の文書を作成することなどを禁じた1934年証券取引法規則10b-5は、適用される。
- <sup>14</sup> 加えてMSRB規則G-36は、引受業者に対して、この目論見書をMSRBに送付することを求めている。
- <sup>15</sup> 元利払いの遅延・デフォルトに関する不払い・財務状態の悪化による予定外の減債基金からの引き出し・財政状態の悪化による予定外の信用の活用・借入先の交代、もしくは借入先が機能しなかった事実・発行している地方債の免税措置に影響を与える税務上の見解や出来事・地方債保有者の権利の変更・地方債の償還・ディフィーザンス (契約失効条項)・元利償還を担保する資産の譲渡や差し替え、売却・格付けの変更、以上11項目である。
- <sup>16</sup> 米国やカナダの州・地方政府の財務担当者らに対する支援を目的として、1906年に設立された。
- <sup>17</sup> 筆者はGFOAではなく、GFOAやMSRBの委員を務めた経験をもつRobert Dean Pope氏である。またその内容はGFOAの見解を述べたものでは必ずしもないが、GFOAの取締役会の委員らの協力のもとで、GFOAから出版されており、序文も寄せている。
- <sup>18</sup> Thomson Financial, *The Bond Buyer 2006 Yearbook*。
- <sup>19</sup> National Association of State Budget Officers, *Budget Processes in the States* (2002年)
- <sup>20</sup> Moody's Investors Service, *Moody's US Municipal Bond Rating Scale* (2002年)。ただし、ムーディーズの丹羽氏が指摘しているよう、ムーディーズが格付けを行った地方債に関するデータ、という点で値に偏りがあることには注意が必要である。
- <sup>21</sup> 秋山義則「アメリカにおける州・地方政府債務の構造変化—1970年代半ばから1980年代へ—」、『証券経済』1990年12月号。
- <sup>22</sup> 金融保証保険とは、債券の元利払いを発行体が契約通りに履行できなくなった場合に、代わってこれを行う、という保険契約である。2005年に発行された米国地方債の55.9%に金融保証が付けられている。
- <sup>23</sup> 本節の内容については、一般的な債券の場合と基本的に同じであるが、地方債の発行過程を全体的に捉える、という本レポートの性格上、記述している。
- <sup>24</sup> W. Bartley Hildreth, *State & Local Government Debt Issuance and Management Service* など参照。
- <sup>25</sup> 林宏美「米国銀行の直接子会社による業務解禁を巡る動き」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』1998年冬号、林宏美「米国における包括的な金融制度改革法の成立」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2000年冬号を参照。
- <sup>26</sup> FRB, *Flow of Funds Account*
- <sup>27</sup> 最近の発行事例として、電力・水道事業などを行っているサンティー・クーパー (Santee Cooper) が、2006年に地元サウスカロライナ州で売り出したミニ債が挙げられる。額面価格は200ドルないし500ドルで設定されている。200ドルのミニ債には11年債と16年債が、また500ドルのミニ債には6年債・11年債・16年債が、それぞれ用意されている。
- <sup>28</sup> W. Bartley Hildreth 氏からの報告による。