

## 米国地方債市場の情報インフラ整備に向けた動き —MSRBによる市場情報の一括提供を支える制度改革の実施—

三宅 裕樹

### ■ 要 約 ■

1. 2008年12月5日、米国証券取引委員会（SEC）は、米国地方債市場の情報開示について規定している1934年証券取引法規則15c2-12の改正を決定した。
2. これにより、地方債市場の自主規制機関である地方債規則制定委員会（MSRB）は、2007年より進めている、地方債市場に関する基本的な情報を包括的に、無料で、広く一般に提供するシステムである電子地方債市場情報アクセス・システム（EMMA）の開発・運用に向けた取り組みにおいて、規制上の制約が解消されることとなった。
3. MSRBは、すでにEMMAの試験的な運用を開始しており、目論見書や、流通市場におけるリアルタイムの取引情報を取得することが可能となっている。EMMAのウェブサイトの構成はととても分かりやすく、使いやすいものとなっており、地方債市場参加者の情報取得可能性を大幅に向上させることに寄与するものと思われる。
4. わが国においては、近年、地方公会計制度改革や財政指標の開発・算定など、地方財政の情報開示に関する取り組みが進められつつあるが、地方債市場の情報インフラ整備、という観点からは、依然として課題が残されているものと思われる。米国での取り組みより学ぶべき点は大いにあるものといえよう。

### I SEC・MSRBが進める地方債市場の情報インフラの拡充

2008年12月5日、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）は、米国地方債市場の情報開示について規定している1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）規則15c2-12（以下、「規則15c2-12」）の改正を決定した。これにより、地方債市場の自主規制機関である地方債規則制定委員会（Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB）には、地方債市場に関する基本的な情報を一元的に収集・管理し、かつ、市場参加者がその情報を容易に入手することができるよう、市場に広く、効率的に情報提供を行う機関としての位置づけが与えられることとなった。

SECは、かねてより、地方債市場において投資家など市場参加者が入手することので

きる情報量の十分性や取得の効率性について問題意識を抱えており、これまでも制度改革を試みてきたが、近年、取り組みを改めて強化する方針を明確にしている。SEC のコックス委員長は、2007 年 7 月に行った講演の中で、2.5 兆ドルという市場規模の大きさや、地方債市場に参加している主要な投資家が個人投資家であること、あるいはまた売買取引高の増加傾向といった地方債市場の現状に鑑みた場合、他の資本市場セクターに比して必ずしも十分に整備されているとはいえない地方債市場の情報インフラの拡充は重要な課題である、と指摘した<sup>1</sup>。

SEC のこうした方針は、その監督下にある MSRB によって、特に 2007 年より、具体的な形で推し進められている（図表 1）。そもそも MSRB は、情報開示制度を含め、地方債市場の制度的インフラを連邦レベルで整備するべく、1975 年に創設された自主規制機関

図表 1 SEC・MSRB による地方債市場の情報インフラ整備に向けた近年の取り組み

日時	出来事	地方債市場の情報インフラ整備の進捗状況		
		発行市場	流通市場	
			継続・適時開示	取引価格
2007年 7月18日	SECのコックス委員長、「地方債市場の完全性(Integrity in the Municipal Market)」と題する演説の中で、米国地方債市場において投資家が入手可能な情報の不十分性と、情報インフラの整備の必要性を指摘。			2005年よりリアルタイムでの提供開始
11月15日	MSRB、SECに対して、インターネット上で地方債の目論見書を無料で入手することを可能にするウェブサイトを試験的に開設する意向を示す。MSRBは、2008年3月10日、もしくはSECからの承認より5日後より、同サイトの運営を開始したいとしている。MSRBは、合わせて、SECが1934年証券取引所法規則（以下、「規則」）15c2-12の改正に応じる場合には、同サイトを通じて、継続・適時開示情報も提供できるよう、システムの機能を拡張する用意があると表明。	MSRBがSECにシステム創設提案	構想段階	
11月21日	コックス委員長、MSRBによる地方債市場の情報インフラ整備に関する取り組みを支持する旨を表明。コックス委員長は、合わせて、MSRBが継続・適時開示情報を集中的に管理できるようにするために必要な制度改革の検討を指示したことを発表。	SECによる支持		
2008年 1月31日	MSRB、EMMAを通じて、継続・適時開示情報をも提供することができるよう、作業を進める用意がある旨を表明。同年2月25日まで、パブリック・コメントを募集。			
3月31日	MSRB、EMMAの試験的な運用を開始。MSRBは、合わせて今後のEMMAの機能拡張に関する計画を発表。同案では、最終的には、SECからの承認を前提として同年12月1日頃に、継続・適時開示情報を含む、地方債市場に関する包括的な情報提供システムとしての運用を本格的に開始するとされている。	EMMAによる提供開始（試験運用）		
7月29日	MSRB、SECに対して、継続・適時開示情報を収集・公表することに対する許可を申請。			
7月30日	SEC、MSRBからの前日の提案について、パブリック・コメントの募集を行うと決定。			
8月7日	SEC、規則15c2-12の改正案をパブリック・コメントを9月22日まで募集。			
11月5日	MSRB、SECに対して、継続・適時開示情報の収集・無料での公表に関して、開始時期を2009年7月1日（ないしSECによる規則15c2-12改正後）に延期する旨を申請。		MSRBがSECにシステム創設提案	
12月8日	SEC、継続・適時開示情報の収集・提供に関するMSRBからの申請を全会一致で承認したと発表。改正規則15c2-12の施行は、MSRBによるシステム運営開始に合わせて2009年7月1日より施行予定。			SECによる許可2009/7/1より提供開始予定

（出所）SEC・MSRB プレスリリースより、野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch071807cc.htm>。なお、2008 年 9 月末時点における米国地方債市場の規模（発行残高）は 2.66 兆ドルにのぼり、うち個人投資家による直接保有分は 9,504 億ドルである。また、原則的に個人投資家を対象として提供されている投資信託による保有分を含めると、実質的な個人投資家の地方債保有シェアは 69.9%となる。FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。米国地方債市場の規模、保有者構造については、井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国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 年冬号参照。

であり、地方債の引受や取引、販売に関わる証券会社・銀行に対する規則（rule）を策定している。SEC は、地方債の発行体に対して直接的に規制を課す権限が原則的に認められていないため、MSRB を通じる形で間接的に、地方債市場の制度的なインフラ整備に関与している<sup>2</sup>。なお、特に情報インフラについては、MSRB による取り組みに加えて、1989 年に制定、1994 年に改正された規則 15c2-12 に基づいて、引受業者を介して、実質的には地方債の発行体に対して情報開示を要求することで、SEC は、その一層の拡充を図っている。これについては後述する。

MSRB は、2007 年以降の取り組みを通じて、地方債市場に関する基本的な情報を包括的に、無料で、広く一般に利用可能なものとして提供するシステムである電子地方債市場情報アクセス・システム（The Electronic Municipal Market Access system, EMMA）の開発・運用を目指している。同システムでは、①目論見書など、起債時に策定される情報、②年次財務報告書など、起債後、当該地方債が市場に残存している期間を通じて提供される情報、および③流通価格など、地方債の流通市場における取引情報の三種が、最終的に提供される予定である。このうち、③については、すでに 2005 年に、リアルタイム（取引執行後 15 分以内）で地方債の取引価格を提供するシステムが、MSRB によって導入されている<sup>3</sup>。しかし、①と②については、公認地方債証券情報管理機関（Nationally Recognized Municipal Securities Information Repository, NRMSIR）と呼ばれる民間の情報提供会社なども、その収集・管理に携わっており、MSRB は、これまではその一部を把握しているに過ぎなかった。また、NRMSIR による情報提供は、基本的には有料で行われてきた。MSRB は、①・②・③の全てを一元的に収集・管理した上で、EMMA という単一のウェブサイト・システムを通じて包括的に、かつ無料で市場参加者に提供することで、地方債市場の情報インフラの水準を引き上げることを図っているのである。

今回（2008 年 12 月）の SEC の措置は、MSRB が EMMA を本格的に運用する上で必要となる制度的な手当てを行ったものである。すなわち、2008 年 3 月より、MSRB は EMMA の試験的な運用を開始したが、同段階で提供される情報は①と③に限られていた。②については、地方債発行体などからの情報収集を行うに際して規則 15c2-12 の一部改正が必要となることから、試験運用の段階では情報提供の対象外とされた。今回の措置は、MSRB による②の収集・提供に関する制度面での制約を解消するものであり、これによって MSRB は、①から③の全てを提供するウェブサイト・システムとしての EMMA の本格運用を開始することが制度的に可能となった。

<sup>2</sup> 連邦制国家である米国においては、主権を有する州政府の資金調達手段である地方債に対して、連邦政府機関である SEC が規制を課すことは原則的にできない、という考え方に基づくものである。それゆえ、証券市場の基本法である 1933 年証券法（Securities Act of 1933）や、1934 年証券取引所法においては、地方債は適用除外証券（exempted security）とされている（各法第三条）。

<sup>3</sup> <http://www.msrb.org/msrb1/archive/2005/2005-09.htm>。

## II 米国地方債市場の新たな情報開示制度

SECによる規則 15c2-12の改正、およびMSRBが現在進めている取り組みにより、新たに実現すると考えられる米国地方債市場の情報開示制度は、次の通りである<sup>4</sup> (図表 2)。

まず、規則 15c2-12は、地方債発行市場に関して、①目論見書の策定と、②地方債への投資を検討している潜在的な投資家への目論見書の送付を、直接的には地方債の引受業者に対して、実質的には地方債の発行者ないしその責任者に求めている。同規則では、引受業者は、発行額が100万ドル以上の地方債の引受を行う場合、当該地方債の目論見書入手し、その内容を検討しなくてはならない、と規定されている。さらに、引受業者は、投資家が要求した場合には、翌営業日までに、その時点で入手可能な最新版の目論見書

図表 2 米国地方債市場における情報開示規制の主な内容

市場	発行市場	流通市場
主な 規制 内容	1933年証券法の適用除外証券 (第三条)	
	1934年証券取引所法の適用除外証券 (第三条)	
	発行額が100万ドル以上の地方債の発行に際しては、引受業者は、最終的なものと見なされる目論見書 (Official Statement) を入手し、その内容を検討しなくてはならない。 (b-1)	発行体ないし責任者が、以下に示す地方債に関する継続・適時の情報開示を、適切な機関に対して提供することに関して、文書での合意を締結することとなると、合理的な根拠をもって確信することができない限り、引受業者は、当該地方債の売買を行ってはならない。
	地方債の引受業者は、以下に示すような、目論見書の送付義務を負う。	
	1 3 9 4 年 証券 取引 所法 規則 1 5 c 2	最終目論見書が入手可能となつてから、①引受期間の終了より90日後まで、あるいは②最終目論見書が一般に入手可能となるまで (ただし引受期間の終了より25日経て以降)、のいずれか早い時期までの間、引受業者は、潜在的な顧客からの要求があった場合には、最終目論見書の送付を翌営業日までに行わなくてはならない。 (b-4)
1 5 c 2	競争入札方式が採られる場合を除いて、引受業者は、地方債発行体との間で引受業務を請け負うとの理解に達してから、最終目論見書が入手可能となるまでの間、潜在的な地方債投資家が直近の仮目論見書 (preliminary official statement) を要求した場合には、そのコピーを一部、要求のあった翌日までに迅速な手段で送付しなくてはならない。 (b-2)	地方債に関する、以下の重要な事実が生じた場合、その旨の通知は、 <b>各NRMSIRもしくはMSRBへの、また存在する場合には適切なSIDへの提供が必要とされる。</b> (b-5, I C) →MSRBへの一元化 ①元利払いの遅延 ②デフォルトに関する不払い ③財務状態の悪化に伴う減債基金からの緊急の引き出し ④財務状態の悪化に伴う信用 (credit enhancement) の活用 ⑤信用ないし流動性供給者の変更、あるいは信用ないし流動性の活用ができなかった場合にはその旨 ⑥地方債の免税措置に負の影響を与える税務上の見解や出来事 ⑦地方債保有者の権限の修正 ⑧地方債の繰上償還 ⑨ディフィーザンス (契約失効条項) ⑩担保資産の譲渡や差し替え ⑪格付けの変更
1 2	目論見書 (最終、または仮) には、以下の内容が含まれる。 (f-3) ・ 地方債の発行条件 ・ 地方債の発行体などに関する財務情報・データ ・ 毎年度の財務情報を提供・開示することに合意した旨を示す文書、及び過去5年間に重要な事項が生じた場合にその旨を報告しなかったことがある場合にはその事実	

(注) 太字・斜体箇所は、2008年12月8日に公表されたSECによる規則 15c2-12の改正の内容を示す。

(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 米国地方債市場の情報開示制度については、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年秋号参照。また、情報開示を含む起債制度については、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とされるインフラと専門的機能—」同2007年春号参照。

(Official Statement) (最終目論見書、あるいは直近の仮目論見書)を送付する義務を、一定期間負うこととされている。今回の SEC の措置では、こうした引受業者の義務に関する規定についての変更は基本的に行われていない。EMMA では、同規定に基づいて地方債の発行体が実質的に策定する目論見書を提供することとしており、先述のとおり、2008年3月からの試験的な運用段階で、既に入手可能となっている。

次に、地方債流通市場に対する情報開示については、規則 15c2-12 は、①発行体の毎年度の財務状態に関する情報を継続的に提供することと(継続開示)、②デフォルトの発生や債務者の財務状態の悪化、繰上償還の実施、格付けの変更など、同規則の中で限定列挙されている 11 項目のいずれかに該当する事実が生じた場合にその旨を報告することを(適時開示)、地方債の発行体もしくは責任者に対して実質的に要求している。今回の規則改正では、①と②の報告先が変更された。すなわち、これまでは、①は各 NRMSIR、②は各 NRMSIR もしくは MSRB に報告することとされてきた<sup>5</sup>。しかし、改正後は、①と②のいずれについても情報提供先は MSRB とされ、NRMSIR への提供は義務付けられなくなった。NRMSIR は、現在、the Bloomberg Municipal Repository・DPC DATA, Inc.・Interactive Data Pricing and Reference Data, Inc.・Standard & Poor's Securities Evaluations, Inc. (SPSE) の四社があり、地方債の発行体などにより提供される継続・適時開示情報を、一般的には有料で地方債市場参加者に提供してきた。今回の SEC による措置は、こうした NRMSIR のビジネスモデルを支えていた既得権を廃し、MSRB に対して、継続・適時開示情報の収集・管理を一括して行う唯一の機関としての役割を与えるものである。MSRB は、こうして得た情報を、EMMA を通じて、発行市場に関する情報と同じく無料で提供することとしている。

### III EMMA の概要

MSRB は、先述のとおり、2008年3月より EMMA の試験的な運用を開始しており、それゆえすでに、MSRB のウェブサイトを通じて EMMA にアクセスすることが可能となっている<sup>6</sup>。

本稿執筆時点(2008年12月25日)における EMMA の概要は、次の通りである(図表 3)。EMMA は、地方債関連の主な情報として、①2005年1月末より直近までの地方債取引に関する情報(取引価格、利回り、取引額、取引の種類)、②1990年以降、MSRB に提出された目論見書や借換債の情報、③地方債流通市場の統計データ、④地方債への投資

<sup>5</sup> 州情報保管機関(State Information Depository, SID)が存在する場合には、当該 SID への報告も、これまでは義務付けられていた。SID は、現在、the Municipal Advisory Council of Michigan, Texas MAC, Ohio Municipal Advisory Council の三社がある。しかし、今回の SEC の措置により、SID への報告義務も廃止された。

<sup>6</sup> <http://emma.msrb.org/>。

図表 3 EMMA の概要 (“Market Activity”のトップページ)

(出所) EMMA ウェブページ (<http://emma.msrb.org/MarketActivity/RecentTrades.aspx>) に、一部野村資本市場研究所加筆

に際して必要となる基本的な情報、という四種類を提供している<sup>7</sup>。

このうち、①に関しては、取引が行われた発行銘柄ごとに、取引日時（分ベース）・取引価格・利回り・取引額・取引の種類といった情報が、リアルタイムで提供されている。

また、②については、発行銘柄（発行体・銘柄名）の一覧が掲載されているページより目的の銘柄の箇所をクリックすると、より詳細な情報を提供するページへと移動し、そこから目論見書を直接ダウンロードすることができるようになっている（図表 4）。

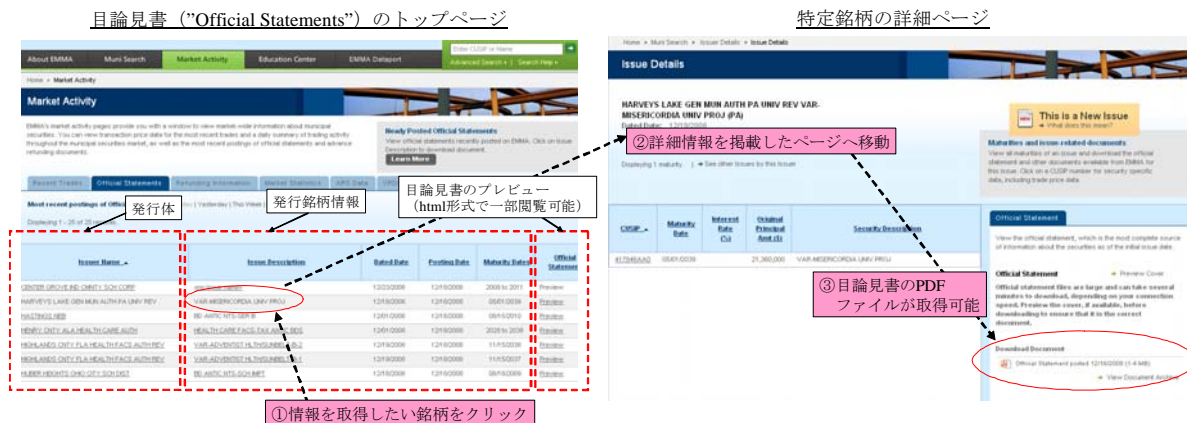
③については、2008 年 12 月 15 日より提供が追加的に開始されたものであり、流通市場での取引に関する、取引の種類別、地方債のセクター別、償還年限別、元利償還財源別の内訳データが日ベースで提供されているほか、過去 30 日間の取引の基本情報や、取引回数ベースで取引量の最も大きい上位 10 銘柄のランキングが提供されている。

さらに、④として、「債券とは？」や「投資に際して何を把握しておくべきか？」、「なぜ目論見書を読まなくてはならないのか？」といった項目から成る、投資家教育用のページが用意されている。これは、地方債市場においては個人投資家が果たす役割が大きいとの認識に基づく配慮から提供されているものと思われる。

また、EMMA は検索機能を備えており、利用者は、発行体の名前や所在する州、発行

<sup>7</sup> 2009 年 1 月 30 日からは、これらに加えて、オークション・レート証券（Auction Rate Securities, ARS）や途中償還条項付き変動利付債（Variable Rate Demand Obligation, VRDO）に関する情報も、SEC からの承認を得た上で、新たに提供される予定とされている。また、地方債関連情報以外にも、米国の高等教育資金の積立制度であり、各州政府が設立している 529 プランの関連情報も提供されている。なお、ARS については、三宅裕樹「オークション・レート証券市場をめぐる混乱と金融機関による買い戻しの動きについて」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

図表 4 EMMA を通じた目論見書の取得方法



(出所) EMMA ウェブページ (<http://emma.msrb.org/MarketActivity/RecentOS.aspx>) に、一部野村資本市場研究所加筆

日、満期償還日、金利水準、CUSIP 番号（米国統一証券番号）などを手がかりとして、目的の地方債銘柄に関する情報をより効率的に取得することが可能となっている。

あくまでも、EMMA のウェブサイトを使った個人的な印象ではあるが、サイトの構成はとても分かりやすく、初心者にも使いやすいものとなっている。例えば目論見書の取得も、トップページから数回のクリックで、ほとんど迷うことなく目的のものを PDF 形式でダウンロードすることができた。同サイトの利用に際して、あらかじめ登録をする必要もなく、また利用料金も課せられないことからしても、EMMA の開設・運営は、地方債市場への参加者の情報取得可能性を大幅に向上させる取り組みであると評価できよう。

## IV 今後の展望とわが国への示唆

今回の SEC による規則 15c2-12 の改正の決定に対して、地方債市場の関係者は概ね肯定的な評価を与えているものと考えられる。SEC は、同決定に際して、2008 年 8 月にパブリック・コメントを募集したが、その際に寄せられた 23 のコメントのうち、SEC の改正案に反対を表明したものは 2 つ、賛否を明らかにしていないものは 1 つとわずかであり、残りの 20 のコメントは、地方債市場の情報インフラの改善に資するとして、SEC 案を支持する内容のものであった、とされる<sup>8</sup>。反対のコメントは、いずれも今回の改正により地方債の継続・適時開示情報の収集および提供に関する既得権を失うこととなる NRMSIR よりなされたものである。SEC は、コメントに対する回答の中で、規則 15c2-12 の改正の NRMSIR への影響に一定の理解を示しつつも、近年の IT の発展は、インターネットを通じて市場参加者が無料で取得することができる情報を、これまで以上に拡充することを可能にするものであるとして、SEC による制度改革のもつ利点を強調している。

<sup>8</sup> <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-59062.pdf>.

MSRB は、今回の SEC による規則 15c2-12 の改正の決定を受けて、2009 年 7 月 1 日より EMMA の本格的な稼動を開始するべく、必要な準備を進めていくものと考えられる。今後の注目点としては、①EMMA の本格稼動が予定通りに進められるか、あるいは②継続・適時開示情報を含めた提供が行われる場合に、EMMA の使い勝手の良さが引き続き維持されるか、などが挙げられよう。このうち、①については、すでに 2008 年 11 月に、地方債発行体の対応をよりスムーズに進めるためとして、本格的な稼動開始の予定が半年先延ばしにされた経緯がある。また、サブプライム・ローン問題に端を発する市場の一連の混乱は、州・地方財政にも影響を及ぼしつつあり、地方債発行体の対応が遅れる可能性も考えられる。しかし、地方債市場の情報インフラの整備は、地方債のリスクに関する情報の不足から生じる投資家の懸念を解消することで、投資家にとって地方債の本来のリスクを適切に評価することが容易となることにつながると期待されることから、世界的な金融危機の影響を軽減する上でも重要な施策の一つと考えられる。それゆえ、こうした点からも期日通りの EMMA の運用開始が期待される。

また、MSRB による EMMA の開設・運営に向けた取り組みは、わが国の地方債市場の今後にとって示唆のあるものと考えられる。わが国においては、地方債の発行残高が約 200 兆円水準で高止まりする中で、公的資金から民間資金へのシフトが近年、急速に進みつつあり、民間投資家の資金を地方債市場に引き付けるべく、地方債市場の情報インフラ整備を進めることは、喫緊の課題となっている。

この点に関しては、わが国では、近年、地方分権改革の流れを受けて改革が進展しつつある。例えば、地方公会計については、作成される財務諸表の対象会計の範囲を広げる方向で、また、資産評価に発生主義の要素を導入する方向で、新たな会計基準が作成され、2011 年度までには、全ての地方自治体で新基準に基づく情報開示が行われる予定となっている。また、地方自治体間で財政状態の比較を容易に行えるよう、財政指標の開発・算定も行われており、2007 年度決算より実質赤字比率・連結実質赤字比率・実質公債費比率・将来負担比率の四指標の算定が義務付けられている。こうした地方財政に関する情報の開示については、例えば総務省のウェブサイトを通じて取得することができる「財政比較分析表」において、主要と考えられる財政指標の実績値を、各地方自治体・年度ごとに 1 枚のシートにまとめて、一覧性ある形で公表されている。

ただし、こうした取り組みにもかかわらず、地方債市場の情報インフラの整備という点では、わが国においては依然として課題が残されているものと思われる。というのも、例えば、債券投資家にとっては、地方債、特に自らが投資対象とする証券形式で発行される地方債証券に関するリスクを評価する際、当該地方自治体が置かれている財政運営の固有の環境や、当該地方自治体の今後の財政運営の計画や想定される課題、といった情報を必要とすると考えられるが、現状では地方債証券の発行に際して目論見書すら作成されてお



らず、それゆえなかなかそうした情報を必要十分に取得することは難しいのである<sup>9</sup>。

地方債市場がかねてより発展している米国において、近年進められている情報インフラの拡充に向けた取り組みから学ぶべき点は、それゆえ大いにあるものと思われる。

---

<sup>9</sup> わが国の地方債市場、あるいは特に情報インフラ整備の現状については、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、2007年）、井潟正彦・三宅裕樹「わが国地方債市場のインフラ整備の現状と展望」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年秋号、三宅裕樹「地方財政健全化法施行令の制定」同2008年冬号参照。