

大阪における大都市制度の制度設計と地方債市場に対する課題

江夏 あかね

要 約

1. 大阪市を特別区に分割して大阪府とともに再編する「大阪都構想」をめぐり、大阪府と大阪市は2013年8月9日、事務局としての方向性を初めて示した「大阪における大都市制度の制度設計（パッケージ案）」を公表した。
2. 大阪の場合、東京都の特別区と歴史的背景や財政状況も異なることから、前例が存在しない状態で制度設計の提案がなされたものの、少なくとも発行済みの大阪市債を新たな広域自治体が一元化して承継することを基本とするなど、投資家に配慮するスタンスが示されたことは、地方債市場にとって好感できることと言えよう。
3. 今後、2015年4月の大阪の新たな大都市制度への移行に向けて、特別区設置協定書のとりまとめ及び府・市の議会で協定書議案の承認、住民投票、といったプロセスを経ていくことになる。移行に向けた課題としては、発行済みの大阪市債の償還財源の確保、特別区の資金調達、市場と向き合うスタンスが挙げられる。特に、償還確実性の確保・強化、投資家を意識したIRの実施や起債のタイミングの見極めは、移行までに着実に対応しない限り、市場の信認が毀損され、大阪府・大阪市ともに資金調達環境が悪化する可能性もゼロではない。
4. 大阪の新たな大都市制度への移行が円滑に進むか否かが、今後の地方債市場全体の持続的発展に向けたカギの1つとなると予想される。

「大阪都構想」実現に向けた大都市制度のパッケージ案

大阪市を特別区に分割して大阪府とともに再編する「大阪都構想」をめぐり、大阪府と大阪市は2013年8月9日、事務局としての方向性を初めて示した「大阪における大都市制度の制度設計（パッケージ案）」を公表した¹。大阪府の松井一郎知事と大阪市の橋下徹市長が掲げている「大阪都構想」は、2015年4月の実現を目指しているとされるが、地方公共団体の再編事例としては、近代の日本の地方自治・財政の歴史の中で最も大規模なものになる可能性がある上、大阪府債と大阪市債の合計残高が地方債市場全体の約8%を占め

¹ 大阪府・大阪市特別区設置協議会「大阪における大都市制度の制度設計（パッケージ案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日。

ていることもあり、地方債市場でも注目が集まっている²。

本稿では、パッケージ案の前提となった「大阪都構想」が検討されてきた背景と大阪府・大阪市が公表したパッケージ案の内容を概観する。その上で、財投機関や東京都特別区の事例も参照しながら、大阪府・大阪市が新たな大都市制度の実現に向けて対応すべき課題を検討する。

．「大阪都構想」検討の背景

いわゆる「大阪都構想」が検討されるようになった背景を踏まえる上で、日本の大都市制度及びその変遷を概観する。日本の地方自治制度における行政単位の階層は、原則として都道府県と市町村の二層制が採用されている。しかし、交通、インフラ整備等、都市特有の問題に関して膨大な行政需要を抱える大都市においては、都道府県と市町村という画一的な事務配分の下での的確な対応を行うことが困難となっていることを背景に、大都市制度として政令指定都市制度と特別区制度が設けられている。

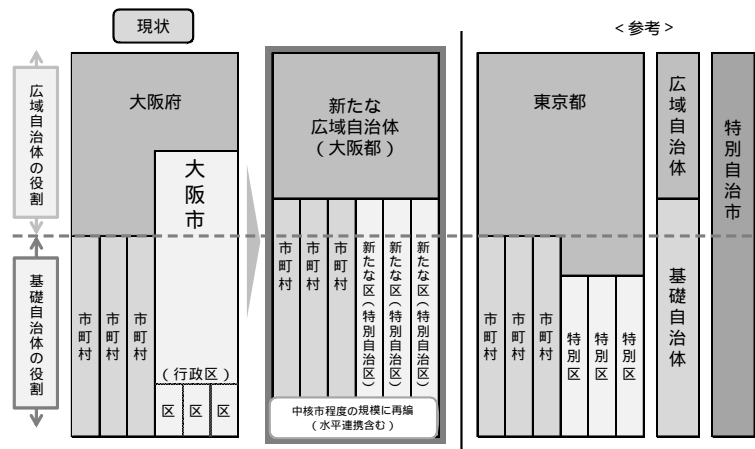
1956年に創設された政令指定都市制度は、地方自治法に基づき、人口50万人以上で政令で指定する市について、事務配分、関与、行政組織、財政の4つの面で他の一般市と異なる特例を認める制度である。当該制度には、多様な権限が移譲されることから自立的なまちづくりが可能になる等のメリットがある。一方で、道府県と市町村の役割分担が不明確であることに伴い、二重行政、二重監督等の弊害を克服できない上、関係地方公共団体との政策一体性や総合性に欠くといったこともあり、産業政策を含めて経済社会の多様化に対応しきれない状況も散見されていた。さらに、制度創設から半世紀以上経ち、政令指定都市が20団体（2012年4月1日現在）にまで増加した結果、各都市の人口、財政規模、都市構造等の多様化が大きく進み、政策的画一性を確保することが困難となりつつある。

政令指定都市制度を見直す機運が広まる契機の一つとなったのが、2010年1月に当時の大阪府知事であった橋下徹氏（現・大阪市長）によって「大阪都構想」が提唱されたことである。2011年11月に実施された大阪府知事・大阪市長選挙では、「大阪都構想」を掲げている松井一郎氏と橋下氏が各々当選した。両氏の選挙公約（マニフェスト）と併せて公表された「大阪都構想推進大綱」³（大綱）においては、「大阪都構想」検討の目的として、大阪府と政令指定都市である大阪市の「二元行政の根絶」等が掲げられた上で、（1）大阪の新たな統治機構として、広域行政を担う大阪都と中核市並みの権限を有する基礎自治体としての特別自治区等を置くこと、（2）2015年4月までに第1段階として大阪都へ移行すること、などがまとめられた（図表1参照）。さらに、「大都市地域における特別区の設置に関する法律」（大都市地域特別区設置法）が2012年8月に成立し、大阪市等の人口200万人以上の区域に特別区を設置する場合の手続が確定したことを通じて、「大阪都構想」実現に向けた足がかりが築かれていった。

² 2013年8月末現在。市場公募（住民公募を含む）、銀行等引受に関する都道府県・政令指定都市に関する統計に基づく。大阪府債の合計残高は約4兆9,988億円、大阪市債の合計残高は約2兆6,205億円、地方債市場全体の合計残高は約95兆8,011億円。（地方債協会『地方債』第396号、地方債協会、2013年10月、統計19-20頁）

³ 大阪維新の会「大阪都構想推進大綱」2011年11月1日。

図表1 大阪都イメージ図



(注) 政令市である堺市の在り方についても検討が必要。

(出所) 松井一郎・橋下徹「(案)大阪にふさわしい大都市制度“大阪都の実現” 日本の成長をけん引し、人々が生き生きと暮らせる“大都市 大阪”を目指して」第2回大都市制度推進協議会資料、2012年5月17日、14頁 (<http://www.pref.osaka.jp/attach/16257/00097643/04shiryo-2.pdf>)

大阪における大都市制度の制度設計 パッケージ案

1. パッケージ案の位置付けと構成

大阪府及び大阪市では、「大阪都構想」の実現に向けて、大都市地域特別区設置法に基づき2013年2月に設置した大阪府・大阪市特別区設置協議会（協議会）にて、大阪にふさわしい大都市制度の具体的な制度設計の検討を重ねてきた。

2013年8月9日に公表されたパッケージ案は、大阪府知事・大阪市長の大都市制度の制度設計に関する考えを具現化するために、協議会の事務局である大阪府市大都市局においてとりまとめられたもので、行政組織としての考え方を初めて明らかにした位置付けとなっている。ただし、制度設計の主体は協議会であるため、パッケージ案は正式決定ではなく、協議を進めるためのたたき台であり、協議等を踏まえて内容を修正・追加するとしている。

パッケージ案においては、4つの区割り試案⁴を前提とした上で、新たな大都市制度のポイントとして、事務分担、職員体制、財産・債務、財政調整、大阪版「都区協議会」（仮称）の設置、法改正事項、特別区設置に伴うコスト、府市再編による効果、が各々まとめられている（図表2参照）。

⁴ 試案1：7区（北区・中央区分離） 試案2：7区（北区・中央区合体） 試案3：5区（北区・中央区分離） 試案4：5区（北区・中央区合体）（大阪府・大阪市特別区設置協議会「大阪における大都市制度の制度設計（パッケージ案）」【総括】第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、2-3頁）

図表2 大阪が検討する新たな大都市制度のポイント（抜粋）

項目	詳細																							
事務負担 （区割り共通）	<ul style="list-style-type: none"> 特別区は中核市権限を基本 政令指定都市権限、都道府県権限であっても、住民に身近なものは特別区が担う 住民生活に密着しているものは、東京特別区にはない権限であっても特別区で担う 																							
職員体制	<ul style="list-style-type: none"> 新たな広域自治体は現行の大阪府（都道府県ではトップクラスのスリムな体制）の職員数管理目標をベースに、事務分担に応じた職員体制を整備 特別区は大阪都市圏にある近隣の中核市等の人員配置をモデルに、新たな事務分担や地域の実情に応じた要素を加味して職員体制を整備 																							
財産・債務	<ul style="list-style-type: none"> 財産は特別区に承継を基本 市民が営々と築いてきた財産の性格重視 債務は新たな広域自治体に承継を基本 債権者保護等の観点を重視 <p>（財産）</p> <ul style="list-style-type: none"> 行政財産は新たな事務分担（案）に基づき承継。普通財産等は、新たな広域自治体の事務事業等に密接不可分なものを除き、特別区に承継 市本庁舎、関電株、さらに地下鉄民営化後の株式なども特別区 市保有資産約 8 兆円（一般会計、政令等会計）が、特別区等に約 6 兆円（75%） 新たな広域自治体に約 2 兆円（25%）承継 <p>（債務）</p> <ul style="list-style-type: none"> 地方債は、過去に積み立てられた基金とともに新たな広域自治体に承継し、財政調整財源等で償還 発行済みの大阪市債約 3 兆 3 千億円（一般会計、政令等会計）は新たな広域自治体に承継 財務リスクは新たな広域自治体に承継を基本。引当財源として市の財政調整基金を活用 																							
財政調整	<ul style="list-style-type: none"> 新たな事務分担（案）に応じた財源配分を可能とし、各特別区で必要なサービス提供が可能となる財政調整制度を構築 法人市町村民税、固定資産税、特別土地保有税の 3 税に地方交付税（臨時財政対策債を含む）を加えて調整財源 約 5 千億円 新たな事務分担（案）により、新たな広域自治体へ約 1 千 2 百億円、特別区へ約 3 千 8 百億円配分 新たな広域自治体：特別区 = 24 : 76（2011 年度決算ベース） 特別区間の税収、裁量経費の格差を解消（府内都市間レベルの差） 配分割合については、短期スパン（概ね 3 年）で検証、必要な見直し 移行後の特別区における財政運営のセーフティネットとして、新たな広域自治体に承継の財政調整基金を活用 																							
大阪版 「都区協議会」 （区割り共通）	<ul style="list-style-type: none"> 新たな広域自治体と特別区は対等のパートナーとして、事務分担、財政調整などを協議する大阪版「都区協議会」（仮称）を設置 現行の都区協議会の仕組みを特別区重視の仕組みへ発展・充実 将来的には特別区が主体的に財政調整などを行う「共同機関」の設置をめざす 今後、具体的な制度設計を検討し国と調整 																							
法改正事項 （区割り共通）	<ul style="list-style-type: none"> 約 125 の法令改正が必要 事務分担、財政調整などについて、東京都と異なる場合は法改正等の対応が必要 今後、国と調整を進め、協議状況を適宜協議会に報告 その他、国との調整が必要な課題についても整理。国との協議状況を適宜協議会に報告 																							
特別区設置に伴うコスト	<ul style="list-style-type: none"> 今回、特別区設置に伴うコストを（1）イニシャルコスト（システム改修経費や執務スペースとしての民間ビル改修費など）、（2）ランニングコスト（議会経費や民間ビル賃借料など）、に分けて、現時点の想定で試算 今後、再編コスト、特にシステム関係経費についてさらに精査が必要 <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">（億円）</th> <th>試算 1</th> <th>試算 2</th> <th>試算 3</th> <th>試算 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>イニシャルコスト</td> <td></td> <td>約 380～640</td> <td>約 370～630</td> <td>約 300～470</td> <td>約 310～480</td> </tr> <tr> <td>ランニングコスト</td> <td></td> <td>約 120～130</td> <td>約 120～130</td> <td>約 60～90</td> <td>約 60～90</td> </tr> </tbody> </table>	（億円）		試算 1	試算 2	試算 3	試算 4	イニシャルコスト		約 380～640	約 370～630	約 300～470	約 310～480	ランニングコスト		約 120～130	約 120～130	約 60～90	約 60～90					
（億円）		試算 1	試算 2	試算 3	試算 4																			
イニシャルコスト		約 380～640	約 370～630	約 300～470	約 310～480																			
ランニングコスト		約 120～130	約 120～130	約 60～90	約 60～90																			
府市再編による効果	<ul style="list-style-type: none"> 今回、府市再編による効果として、（1）現在の改革の取り組み（AB 項目関連、AB 項目以外の府市連携の取り組み、市政改革プラン、府財政構造改革プラン）、（2）大都市制度実現による職員体制の再編、について、あくまで現時点で算定可能なものを試算 今後、さらに再編効果の精査・検討が必要 <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">（億円、括弧内は一般財源）</th> <th>試算 1</th> <th>試算 2</th> <th>試算 3</th> <th>試算 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="2">現在の改革</td> <td>継続的效果</td> <td>706（645）</td> <td>706（645）</td> <td>706（645）</td> <td>706（645）</td> </tr> <tr> <td>一時的効果</td> <td>37（11）</td> <td>37（11）</td> <td>37（11）</td> <td>37（11）</td> </tr> <tr> <td>職員体制</td> <td>継続的效果</td> <td>約 30～140</td> <td>約 30～140</td> <td>約 170～270</td> <td>約 170～270</td> </tr> </tbody> </table>	（億円、括弧内は一般財源）		試算 1	試算 2	試算 3	試算 4	現在の改革	継続的效果	706（645）	706（645）	706（645）	706（645）	一時的効果	37（11）	37（11）	37（11）	37（11）	職員体制	継続的效果	約 30～140	約 30～140	約 170～270	約 170～270
（億円、括弧内は一般財源）		試算 1	試算 2	試算 3	試算 4																			
現在の改革	継続的效果	706（645）	706（645）	706（645）	706（645）																			
	一時的効果	37（11）	37（11）	37（11）	37（11）																			
職員体制	継続的效果	約 30～140	約 30～140	約 170～270	約 170～270																			

（注） 4 つの試算（試算 1：7 区（北区・中央区分離） 試算 2：7 区（北区・中央区合体） 試算 3：5 区（北区・中央区分離） 試算 4：5 区（北区・中央区合体））

（出所）大阪府・大阪市特別区設置協議会「大阪における大都市制度の制度設計（パッケージ案）【総括】」第 6 回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013 年 8 月 9 日、10-13、17-18 頁より、野村資本市場研究所作成
（<http://www.pref.osaka.jp/attach/19163/00131508/01shiry001.pdf>）

2. パッケージ案の焦点

パッケージ案の中で、地方財政の観点から特に注目されるのは、以下の3点（地方債の承継、財政調整、特別区設置・府市再編によるコストと効果）である。

1) 地方債の承継

大阪府と大阪市の地方債残高の合計は、前述のとおり、地方債市場全体の約8%を占めている。その意味では、パッケージ案の中で示された発行済みの大阪市債の承継は、大阪のみならず、地方債市場全体にとっても大きな焦点になると想定される。

大阪市は全会計ベースで、約12兆1,050億円の財産と、約4兆9,993億円の地方債を抱えている（図表3参照）。

図表3 大阪市各会計の財産・債務の状況（億円）

会計区分	財産	債務	
		地方債	債務負担行為
一般会計	77,639	28,278	1,667
政令等会計 (11会計)	食肉市場、市街地再開発、駐車場、有料道路、土地先行取得、母子寡婦福祉貸付資金、国民健康保険、心身障害者扶養共済、介護保険、後期高齢者医療、公債費	5,269	5,054
小計	82,908	33,332	1,667
準公営企業 (3会計)	中央卸売市場事業、港営事業、下水道事業	18,440	7,712
公営企業 (5会計)	自動車運送事業（バス）、高速鉄道事業（地下鉄）、水道事業、工業用水道事業、市民病院事業	19,702	8,949
全会計 合計	121,050	49,993	3,543

(注) 1. 一般会計・政令等会計の財産に関して、土地・建物は2011年3月31日時点。物品のうち美術品は2012年9月30日時点、それ以外は2013年4月1日時点。動産、物権、無体財産権、株式・出資による権利、債権、基金・現金（基金のみ。2012年度創設の財政調整基金分のみ、都市整備基金の残高から控除した資産額）は2011年度決算書ベース。処分済みもの、解散会社の株式、償還済み（予定）の貸付金、廃止済みの基金などは除外。準公営・公営企業会計の財産に関しては、2011年度各会計決算ベース。

2. 債務に関して、地方債は2011年度各会計決算ベース、債務負担行為（2013年度以降支出予定額）は2013年度各会計当初予算ベース（支出予定額として具体的な金額の記載がないものは、合計金額に含めていない）。

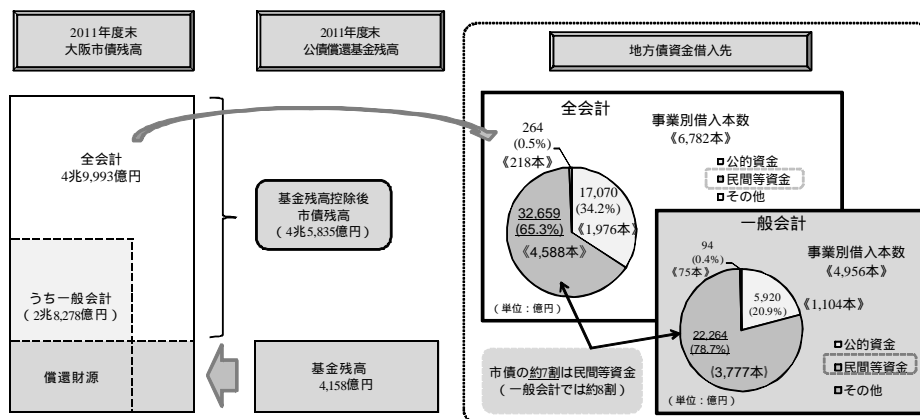
(出所) 大阪府・大阪市特別区設置協議会「3. 財産・債務の承継（案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、2、5頁より、野村資本市場研究所作成
(<http://www.pref.osaka.jp/daitoshiseido/hoteiky0/06hoteiky0.html>)

一般会計・政令等会計に関して、財産については、特別区等に約6兆円（全体の約75%）、新たな広域自治体に約2兆円（全体の約25%）が承継されることとなった。これに対して、大阪市の一般会計・政令等会計における発行済み地方債（3兆3,332億円）は、基本的に新たな広域自治体が承継することが示された。加えて、債務負担行為については、偶発債務（債務保証、損失補償等）は新たな広域自治体が承継することを基本とすること等が提示された。このように、パッケージ案においては、特別区等が財産について比較的大きな割合を承継する一方、発行済みの地方債は基本的に新たな広域自治体が承継する方向性が示されたが、新たな大都市制度に移行後に、各団体の貸借対照表上の借方と貸方がどのよう

にバランスするかは注目されることである⁵。

一方、地方債の取扱いに関して、日本ではこれまで、地方公共団体が再編される場合、基本的には行財政運営を承継する地方公共団体に地方債も承継されてきた。しかし、パッケージ案において、発行済みの大阪市債を新たな広域自治体に一元化して承継し、償還することを基本としたのは、市場公募債など既に金融市場で取引されている大阪市債を回収し、「特別区債」に分割（名義変更）することが事実上不可能との考えが背景である。さらに、大阪市の場合、2011年度の市債（全会計、4兆9,993億円）のうち、約7割が民間等資金で調達されていること等を踏まえて、市場の秩序維持を図ることを意識した上で、地方債承継の方向性が固まったことも明らかにされた（図表4参照）。

図表4 大阪市債の現状



(注) 基金残高の数値は、2011年度残高（2012年4～5月の出納整理期間を含む）、2012年度3月末残高は3,332億円。

(出所) 大阪府・大阪市特別区設置協議会「3. 財産・債務の承継（案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、41頁（<http://www.pref.osaka.jp/daitoshiseido/hoteikyoo/06hoteikyoo.html>）

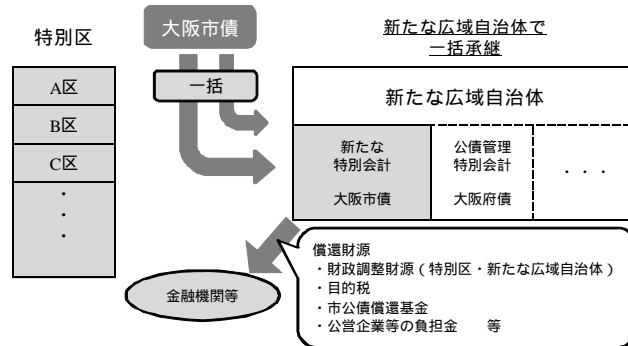
また、広域自治体に承継される地方債（発行済みの大阪市債）の償還をめぐることは、すでに大阪府で設置している公債管理特別会計とは別に、新たな特別会計を設置し、承継する市債を分別管理することとされた（図表5参照）。そして、発行済みの大阪市債の公債費は、後述の財政調整財源の一部から、新たな広域自治体30：特別区70の割合で負担（新たな広域自治体721億円：特別区1,495億円、合計2,216億円）し、償還を新たな広域自治体で一括して行うため、財政調整の仕組みを通じて新たな広域自治体に集約することとされた⁶。なお、償還財源としては、この財政調整財源の一部のほか、目的税、市公債償還基金（4,158億円⁷）、公営企業等の負担金等が充当される。

⁵ 大阪府は、従来の官庁会計の仕組みに加えて、複式簿記・発生主義といった企業会計の考え方を取り入れた新公会計制度を導入しているほか、大阪市も大阪府と同様の新公会計制度の導入に向けた取組みを続けている。（大阪府「新公会計制度による大阪府の財務諸表について」、大阪府「地方自治体との協働による新公会計制度の確立について」）

⁶ 2011年度決算ベースでのシミュレーション結果に基づく。公債費の負担割合は、発行済みの大阪市債の残高を新たな事務分担（案）をベースに区分すると、新たな広域自治体30%、特別区70%となる試算結果を反映している。（大阪府・大阪市特別区設置協議会「4. 財政調整（案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、17頁）

⁷ 基金残高の数値は、2011年度残高（2012年4～5月の出納整理期間を含む）。

図表5 新たな広域自治体に承継される地方債の償還（参考イメージ）



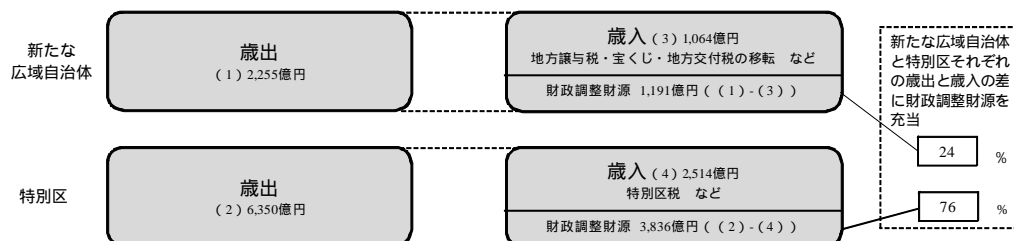
（出所）大阪府・大阪市特別区設置協議会「3. 財産・債務の承継（案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、24頁（<http://www.pref.osaka.jp/daitoshiseido/hoteikyo/06hoteikyo.html>）

2) 財政調整

新たな大都市制度への移行を通じて、新たな広域自治体と特別区の歳入・歳出に差が生じ、制度上の財源移転のみでは財源の過不足を解消できないことに加えて、特別区間においても税源偏在による収支不均衡が顕在化するといった財政面の課題が生じることになる。これらの課題を解消すべく、普通税三税（法人市町村民税・固定資産税・特別土地保有税）に加えて、地方交付税（臨時財政対策債を含む）の一部を財源とした財政調整制度を構築して、新たな広域自治体と特別区に配分することが示された。

新たな広域自治体と特別区間の財政調整財源の配分割合は、過去の実績等を踏まえ、新たな広域自治体 24%（22～26%）、特別区 76%（74～78%）の範囲内で設定される（図表6参照）。この内数には、前述の発行済みの大阪府債に係る新たな広域自治体と特別区の公債費が含まれている。なお、配分割合に関しては、最終的には2012年度実績も踏まえて特別区設置用議会で決定するほか、定期的かつ地方消費税の税率改正等の地方財政制度に関する大きな変更があった場合に検証を行うことが併記された。

図表6 新たな広域自治体・特別区間財政調整財源配分の考え方（2011年度決算ベース）



（出所）大阪府・大阪市特別区設置協議会「4. 財政調整（案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、13頁（<http://www.pref.osaka.jp/daitoshiseido/hoteikyo/06hoteikyo.html>）

東京都が適用している特別区制度では、普通税三税を財源とした財政調整の仕組みをとっている。しかし、パッケージ案で示された財政調整財源は地方交付税も含まれている。これは、財政調整のシミュレーションを行った結果、特別区の財政調整に必要な財源が普通税三税では賅いきれない可能性があることが明らかになったためである。なお、地方交付税は、全特別区を1つの市とみなし、新たな広域自治体と合算して算定することとされている。

加えて、パッケージ案に示された配分割合は、東京都が採用している都区財政調整制度の下の配分割合（東京都：特別区 = 45 : 55）に比して、特別区が享受する部分が多い構造となっている。これは、（1）大阪に新設される特別区は、従来の特別区の範囲を超えて中核市並みの権限を有するような制度設計となっていること、（2）大阪府市は交付団体である一方、東京都区は不交付団体であること、（3）発行済みの大阪市債の公債費が財政調整財源から負担されるといった仕組みが含まれたこと、等の背景があるとみられる。

3) 特別区設置・府市再編によるコストと効果

パッケージ案においては、新たな大都市制度への移行を通じたコスト及び効果に関して、現時点で算定可能な粗い試算結果が示された（図表2参照）。特別区設置に伴うコストとしては、各区割り試案において試算結果は異なるものの、（1）イニシャルコストが約300億円～約640億円、（2）ランニングコストが約60億円～約130億円、に上るとの見込みが示された。

一方、府市再編による効果については、各区割り試案共通の効果として、現在の改革の取組み（府市の改革プランによる施策・事業の見直し効果、府市統合本部の経営形態の見直し項目、類似・重複している行政サービスの改革、府市連携の取組み）を通じて、継続的效果として706億円、一時的効果として37億円との試算結果になった。一方、大都市制度の実現による職員体制の再編を通じて、各区割り試案別に約30億円～270億円の継続的效果が見込まれるとの試算結果が示された。

なお、再編効果をめぐっては、2011年12月に開催された大阪府市統合本部会議第1回会合において、松井大阪府知事が大阪府と大阪市の合計予算規模（約8兆円）⁸の少なくとも5%に当たる4,000億円の財源を捻出したいとの目標を明らかにしていた⁹。しかし、予算には、例えば大阪府の中小企業向け制度融資のように歳入・歳出両建てで計上されるような項目もあり、予算規模から導いた4,000億円という目標数値は、実態よりも大きく推計されてしまった可能性がある。

パッケージ案に示された新たな大都市制度への移行を通じたコスト及び効果については、移行後間もない時期にはコスト負担が重く、継続的效果が顕在化するにしたがってランニングコストを部分的若しくは全額吸収していく構図が予想されている。

⁸ 例えば、2013年度当初予算（一般会計・特別会計）は、大阪府が約4兆2,914億円、大阪府が約3兆7,724億円。（大阪府「平成25年度当初予算案について」2013年2月14日、大阪府「平成25年度当初予算案の訂正について」2013年3月22日、大阪市「平成25年度当初予算（平成25年3月29日議決）」2013年4月2日）

⁹ 大阪府市統合本部「第1回大阪府市統合本部会議」2011年12月27日、17頁。

参考までに、日本の地方公共団体の再編効果としては、総務省が算出した平成の大合併¹⁰を通じた市町村合併による財政効果の推計が挙げられる。この推計結果では、(1)市町村の三役・議会議員の減少により、年間約1,200億円、(2)概ね合併後10年経過以降においては、人件費等の削減により年間1.8兆円、といった歳出削減等の効果に関する見込みが明らかにされた¹¹。平成の大合併を含めた市町村合併と大阪における新たな大都市制度への移行が異なる点としては、大阪の場合、24の行政区が5若しくは7の特別区に再編される中で、特別区に新たに公選議員による独自議会が設置されることになり、議会関連費用(議員報酬、議場設置等)が皆増という形で計上されることになることが挙げられる。その意味で、大阪における新たな大都市制度への移行においては、通常の市町村合併よりも、歳入確保・歳出削減効果を創出する努力がより一層求められると予想される。

・新たな大都市制度の実現に向けた、地方債市場に対する課題

協議会が示したスケジュール案等を踏まえると、2014年度に大都市地域特別区設置法で規定されている特別区設置協定書を取りまとめ、府・市の議会で協定書議案の承認を得た上で住民投票を行い、2015年度から新たな大都市制度に移行する予定となっている¹²。

今後、当該移行スケジュールを踏まえて、今般公表されたパッケージ案をベースに具体的な制度設計が進むとみられる。大阪府・大阪市は、新体制への円滑な移行という観点のみならず、大阪府・大阪市の地方債市場でのプレゼンスに鑑みると地方債市場の安定性維持を意識した上で、具体的な制度設計を進める必要があることは言うまでもない。制度設計において、主な課題としては、以下の3点(発行済みの大阪市債の償還財源の確保、特別区の資金調達、市場と向き合うスタンス)が挙げられる。

1. 発行済みの大阪市債の償還財源の確保

地方債の信用力分析では、一般的にいかに安定的に地方税等のキャッシュフローを創出・確保し、債務を返済できるかが焦点となる¹³。その意味では、新たな広域自治体が償還財源を十分に確保できるか否かは、地方債の信用力維持の観点から最重要課題であると言える。以下では、(1)発行済みの大阪市債に係る償還財源は償還に十分なものか、(2)償還確実性を強化するための仕組みの規定、を考察する。

1) 発行済みの大阪市債に係る償還財源は償還に十分なものか

発行済みの大阪市債に係る公債費は、前述のとおり、新たな広域自治体 30：特別区 70

¹⁰ 平成の大合併：地方分権の推進等の中で、与党(当時)の「市町村合併後の自治体数を1,000を目標とする」という方針を踏まえ、自主的な市町村合併が推進された。平成の合併推進の結果、市町村は3,232団体(1999年3月31日現在)が1,730団体(2010年3月31日、2010年1月12日官報告示ベース)となった。

¹¹ 総務省「『平成の合併』について」2010年3月、17頁。

¹² 大阪府・大阪市特別区設置協議会「協議会における協議スケジュール(案)」第1回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年2月27日。

¹³ 江夏あかね『地方債の格付けとクレジット』商事法務、2009年、85頁。

の割合で財政調整財源の一部から負担することとなっている。さらに、財政調整財源の一部以外にも複数の歳入等が償還財源として充当される予定になっており、その中では、市公債償還基金残高の数値が公表されている。仮に、発行済みの大阪市債（一般会計〔調整後〕、2011年度末時点）の残高（2兆8,247億円）から市公債償還基金の残高（4,158億円¹⁴）を差し引いた数値を公債費の合計（2,216億円）で除すると、概ね10.9倍となる¹⁵。この数値の概念は、基本的にはキャッシュフローをもって債務を何年で償還できるかというものであり、確実に公債費や基金が確保できるのであれば、償還財源をもって、長くとも約10.9年以内には発行済みの大阪市債（一般会計分）を償還することが可能となると考えられる。

参考までに、2011年度の普通会計決算等を用いて、同様の数値を全政令指定都市（平均）と大阪府で算出すると、各々11.0年、15.6年となる¹⁶。対象とする会計の前提等は異なるものの、パッケージ案から試算した数値の約10.9年以内という水準は、他団体と比較しても遜色なく、発行済みの大阪市債の償還に関して少なくとも短期的には大きな問題が発生する可能性が高くないことを示唆しているとも考えられる。

しかしながら、公債費を捻出する予定の財政調整財源（普通税三税と地方交付税の一部）をめぐり、経済・政治状況の変化や制度改正等の可能性に鑑みると、中長期的な将来に渡って同様の水準を確保できるか否かという問題もある。さらに、財政調整財源の配分割合が将来的に変化する可能性もゼロではない。その意味では、仮に財政調整財源が大幅に減少した場合、発行済みの大阪市債の償還に係る財源をどのように捻出・確保するか、すなわち、償還確実性をどのように強化するかがカギとなると言える。

2) 償還確実性を強化するための仕組みの規定

日本の地方財政制度においては、地方債の債務不履行（デフォルト）の仕組みはないと解釈されている¹⁷。また、減債基金等の存在はあるものの、債務のタイムリー・ペイメントまで保証する仕組みは存在していないとみられる¹⁸こともあり、地方債の投資家は銘柄間の財政状況の差などを勘案しながら、ある程度信用リスクを意識して取引を行う可能性があり、クレジット・スプレッド（対国債スプレッド）に影響が及ぶこともある¹⁹。

¹⁴ 基金残高の数値は、2011年度残高（2012年4～5月の出納整理期間を含む）

¹⁵ 2011年度の大阪市の一般会計の残高（2兆8,278億円）から2014年度までに事務廃止・償還満了等に伴い対象除外とする分（31億円）を差し引くと、2兆8,247億円となる。公債費に関しては、2011年度決算に基づく数値。（大阪府・大阪市特別区設置協議会「4. 財政調整（案）」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、17頁）

¹⁶ 市場公募地方債発行団体・地方債協会「市場公募地方債発行52団体の財政状況 第11回市場公募地方債発行団体合同IR説明会」2012年10月26日、より、野村資本市場研究所算出。

¹⁷ 総務省は、現行制度では地方債のデフォルトの仕組みは存在しないとして、地方債の債務履行の確実性を下支えする3つの仕組み（地方債の元利償還に要する財源の確保、早期是正措置としての起債許可制度、地方公共団体財政健全化法の施行）を挙げている。（総務省「地方債の安全性」）

¹⁸ ムーディーズは、「地方交付税等、日本の地方財政制度は、地方債のタイムリー・ペイメントまで確実にしているものとは言い切れないが、中央政府は、その監督下で地方自治体によるデフォルトが発生しないように関与する強い意向をもつ」と指摘している。（ムーディーズ「日本の地方自治体に複合デフォルト分析手法を適用した格付けはAa格に」2006年10月、3頁）

¹⁹ 江夏あかね『地方債の格付けとクレジット』商事法務、2009年、149-151頁。

図表7 財投機関で講じられてきた信用補完の仕組み(例)

種類	財投機関	詳細
1. 旧組織から承継した債務償還の確実性を根拠法等で規定		
	独立行政法人国立大学財務・経営センター	<ul style="list-style-type: none"> 2004年4月に国の国立学校特別会計から移行・設立された独立行政法人国立大学財務・経営センター(センター)は、国立学校特別会計の既存債務をセンターが一括承継した上で、各大学の負担金を徴収し、負担金を原資に債務償還を実施 上記の承継した債務をめぐっては、(1)各国立大学法人の施設及び設備の整備に要した部分として定められた額の債務を負担すること、(2)負担することとされた国立大学法人が当該債務を保証すること、が規定されている(独立行政法人国立大学財務・経営センター法附則第8条、国立大学法人法附則第12条)
	独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構	<ul style="list-style-type: none"> 独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構(機構)は、道路関係4公団民営化に伴い、2005年10月に設立された 機構は、道路資産として保有する高速道路を高速道路株式会社(会社)へ貸付けることにより貸付料を徴収し、その貸付料を原資として、旧公団から承継した債務と高速道路の建設等により発生する債務の返済を行っている 機構は、道路関係4公団の民営化から45年以内に債務返済を完了させ、解散する予定となっており、債務償還の原資となる貸付料の額は、債務返済に要する費用等を貸付期間内に償うように、会社と締結する協定を通じて設定される(独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構法第31条、高速道路株式会社法第6条等)
2. キャッシュフローの回収に対して先取特権を設定		
	独立行政法人水資源機構	<ul style="list-style-type: none"> 独立行政法人水資源機構は、ダム等の水資源開発施設の新築、管理業務を実施しており、水資源開発施設の完成後に、利水者(地方公共団体、電力会社等)から利水者負担金を割賦負担金として回収している 利水者からの割賦負担金には、国税・地方税に次ぐ先取特権が与えられており、仮に回収遅延・不履行となった場合、強制徴収権を行使することが可能となっている(独立行政法人水資源機構法第28条)
3. 組織再編に伴う旧組織の債務に係る連帯債務規定の活用		
	株式会社国際協力銀行(JBIC)	<ul style="list-style-type: none"> 旧国際協力銀行は、政策金融改革を通じて、2008年10月に(1)国際金融等業務は、株式会社日本政策金融公庫(日本公庫)、(2)海外経済協力業務は、独立行政法人国際協力機構(JICA)、が承継した。その際、旧国際協力銀行の既発債券に関しては、日本公庫に承継されたほか、日本公庫とJICAとの連帯債務規定が置かれた(2012年4月1日以降は、JBICとJICAの連帯債務となった) その後、日本公庫の国際部門であった国際協力銀行は、2012年4月に日本公庫から分離独立し、株式会社国際協力銀行(JBIC)として発足した。その際、日本公庫の債券のうち国際協力銀行業務勘定に係るものはJBICが承継した。承継した債券には、JBICと日本公庫との連帯債務規定が置かれた(株式会社日本政策金融公庫法附則第18条及び附則第46条の2、独立行政法人国際協力機構法附則第2条及び附則第4条、株式会社国際協力銀行法附則第12条及び附則第17条等)
	新関西国際空港株式会社、関西国際空港土地保有株式会社	<ul style="list-style-type: none"> 関西国際空港と大阪国際空港が2012年7月に経営統合をしたことに伴い、関西国際空港の運営に関する事業は新関西国際空港株式会社(新関西国際空港)に承継され、関西国際空港株式会社は、関西国際空港土地保有株式会社(土地保有会社)となった 関西国際空港の既発社債は一定の比率で、新関西国際空港と土地保有会社の両社に配分され、連帯債務となった(関西国際空港及び大阪国際空港の一体的かつ効率的な設置及び管理に関する法律附則第6条及び附則第7条)
4. 激変緩和措置		
	政策金融改革(各政府系金融機関)	<ul style="list-style-type: none"> 政策金融改革においては、複数の政府系金融機関が再編されたこともあり、政策金融改革関連法成立(2007年5~6月)に先立ち、2006年5月に成立した簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律(行政改革推進法)において債券所有者に対する激変緩和措置が規定された(簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律第13条2)

(出所) 今後の国立大学法人等施設の整備充実に関する調査協力者会議「国立大学法人の施設整備の仕組みと予算」第10回今後の国立大学法人等施設の整備充実に関する調査協力者会議資料、2010年5月25日、3-6頁、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構「高速道路機構の概要 2012」2012年9月、3-5頁、独立行政法人水資源機構「決算等説明資料」2012年10月5日、32頁、江夏あかね「『デนมール版道州制改革』と日本の地方債市場への示唆」『野村資本市場クォーターリー』第17巻第1号、野村資本市場研究所、2013年8月、128頁、関西国際空港土地保有株式会社「会社概要」、格付投資情報センター「【格付維持】関西国際空港土地保有」2012年6月29日、財務省「政策金融改革の経緯」、より野村資本市場研究所作成
(http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/chousa/shisetu/011/shiryo/_icsFiles/afieldfile/2010/07/02/1294577_10.pdf、<http://www.jehdra.go.jp/pdf/panfu2012.pdf>、http://www.water.go.jp/honsya/honsya/zaimu/setsumei/pdf/h23_setsumei.pdf、<http://www.kiac.co.jp/company/outline.html>、http://www.kiac.co.jp/company/ir/invest2/pdf/rating_ri.pdf、http://www.mof.go.jp/financial_system/fiscal_finance/reform_policy/)

その意味では、発行済みの大阪市債の償還確実性を強化するために、何らかの信用補完の仕組みを具備することも検討に値するとみられる。財投機関の例を踏まえると、(1)旧組織から承継した債務償還の確実性を根拠法等で規定、(2)キャッシュフローの回収に対して先取特権を設定、(3)組織再編に伴う旧組織の債務に係る連帯債務規定の活用、(4)激変緩和措置、といった選択肢も有効となる可能性がある(図表7参照)。

上記の財投機関の信用補完の仕組みは、全てが地方財政制度で対応可能なものというわけではない。しかしながら、大阪における大都市制度の設計においても、条例の設定等を通じて、発行済みの大阪市債の償還確実性を強化するのも手段としてあり得ると言える。

2. 特別区の資金調達

パッケージ案に基づく、大阪市の24の行政区は、5若しくは7の特別区に再編され、中核市権限を基本とした行財政運営を行うことになる。日本の地方財政制度の下では、行政区は市長の権限に属する事務を分掌させるために政令指定都市に条例で設けられているものであり、政令指定都市から独立した組織ではないが、特別区は、一般市町村と同様に基礎的な地方公共団体として位置付けられており、行政区とは異なり起債権能を有する。

大都市制度への移行に際し、発行済みの大阪市債は新たな広域自治体が承継することとされているが、移行後の特別区は歳入確保の一環として起債を行うことも想定される。例えば、東京都特別区の場合、銀行等引受地方債や住民参加型市場公募地方債を発行しており、その残高は2012年度末現在、約6,325億円に達している²⁰。

大阪に誕生する特別区は今後、効率的かつニーズに合った資金区分(銀行等引受、住民公募)、形式(証券、証書)、償還年限、金利方式(固定・変動)、適切な条件決定方式の選択といった財政運営上の課題をこなしていくことになる。例えば、より有利で効率的な起債運営を行う上では、特別区において起債関連事務の一元化を検討することも、事務コストの軽減や公募債に関する知識・ノウハウの習得といった観点から意義があると言える。

一方、特別区において住民が身近に感じるような社会インフラ等の新設・更新需要がある場合には、住民参加型市場公募地方債が有効な選択肢になると予想される。住民参加型市場公募地方債は、地方債の個人消化及び公募化を通じた資金調達手段の多様化に加えて、住民の行政への参加意識の高揚を図るため、地域住民を主な対象として発行される証券形式の地方債である。住民参加型市場公募地方債は、他の地方債と同様に、地方財政法に照らし、適債性が認められる場合でなければ発行できない。しかし、その商品性に関しては、各地方公共団体が対象事業、販売対象者、発行年限、発行時期などを設定し、発行することは可能である。東京においても、複数の特別区が社会インフラ等の整備・改築等を目的として区民にも馴染みやすい名称を付けた住民参加型市場公募地方債を発行している(図表8参照)。特に、大阪市は2002年度から、住民参加型市場公募地方債として「みおつくし債」を発行しており、大阪に誕生する特別区の住民にとっても馴染みやすい金融商品として映る可能性が十分に期待される²¹。

²⁰ 普通会計決算に基づく数値。(東京都総務局「平成24年度 東京都特別区普通会計決算の概要」2013年9月6日、7頁)

²¹ 大阪市「個人投資家のみなさまへ(みおつくし債)」。

図表 8 東京都特別区による住民参加型市場公募地方債の発行実績（2012 年度）

発行団体	名称	発行日	発行額 (億円)	償還 期間	発行条件		対象事業
					応募者 利回り	発行 価格	
江東区	江東区平成 24 年度第 1 回 公募公債（～みんなで作る 江東区～こうとう未来 債）	2012 年 10 月 26 日	8.0	5 年満期 一括	0.48%	100 円 00 銭	昭和大学新豊洲病院整備費補助
足立区	足立区平成 24 年度第 1 回 公募公債（走れ！あだち 債）	2013 年 2 月 25 日	3.0	5 年満期 一括	0.4%	100 円 00 銭	ギャラクシティの改修工事費用
世田谷区	せたがや区民債第 10 回	2013 年 2 月 26 日	10.0	5 年満期 一括	0.4%	100 円 00 銭	（仮称）二子玉川公園の用地取得に活用
文京区	文京区平成 24 年度第 1 回 公募公債（文の京区民債）	2013 年 2 月 26 日	7.0	5 年満期 一括	0.4%	100 円 00 銭	文京総合体育館の改築費用

（出所）地方債協会「住民参加型市場公募地方債 平成 24 年度」(http://www.chihousai.or.jp/03/03_03_12.html)

さらに、住民参加型市場公募地方債において、東京都とその特別区では例がないものの、大阪における新たな広域自治体と複数の特別区による共同形式での起債を検討することも意義があると言える。例えば、2012 年度については、3 つの県が県下の市町村とともに地方財政法第 5 条の 7 に基づく連帯債務方式で共同発行地方債を発行した²²（図表 9 参照）。

図表 9 共同発行形式住民参加型市場公募地方債（2012 年度）

発行団体	名称	発行日	発行額 (億円)	償還 期間	発行条件		対象事業
					応募者 利回り	発行 価格	
茨城県 土浦市 石岡市 結城市 常陸太田市 取手市 鹿嶋市	平成 23 年度茨城県・市 町村共同公募債（大好き いばらき県民債）	2012 年 5 月 10 日	40.0	5 年満期 一括	0.30%	100 円 00 銭	茨城県：道路整備事業等 土浦市：道路整備事業 石岡市：道路整備事業 結城市：給食センター整備事業（借換債） 常陸太田市：上水道統合事業出資金 取手市：公園整備事業等 鹿嶋市：大野まちづくりセンター整備事業等
兵庫県 姫路市 尼崎市 豊岡市 川西市 朝来市	平成 24 年度兵庫県市 町共同公募債 （兵庫のじぎく債）	2012 年 5 月 25 日	30.0	5 年満期 一括	0.276%	99 円 97 銭	道路等の生活基盤の整備、小中学校の耐震化事業等
宮城県 登米市 栗原市	平成 24 年度第 1 回宮城 県市町村共同発行公募 公債（みやぎ市町村県 共同ケヤキ債）	2012 年 12 月 26 日	35.0	5 年満期 一括	0.22%	100 円 00 銭	高等学校等整備事業、地方道路等整備事業（宮城県） 佐沼小学校校舎、体育館改築事業等（登米市） （仮称）金成小中一貫校建設事業（栗原市）

（出所）地方債協会「住民参加型市場公募地方債 平成 24 年度」(http://www.chihousai.or.jp/03/03_03_12.html)

²² 地方財政法第 5 条の 7「証券を発行する方法によって地方債を起す場合においては、二以上の地方公共団体は、議会の議決を経て共同して証券を発行することができる。この場合においては、これらの地方公共団体は、連帯して当該地方債の償還及び利息の支払の責めに任ずるものとする。」

共同発行を行うことを通じて、資金調達手法の多様化や発行ロットの拡大とコストの低減といったメリットを享受するのみならず、連帯債務の場合、信用力上ストロング・リンク²³の考え方が適用されるため、メリットは大きい。さらに、個別の団体のヘッドライン・リスク²⁴をある程度軽減することが可能となるケースもある。

なお、2016年1月1日に施行される金融所得課税の一体化を通じて、上場株式等の損益通算の対象が、地方債等の特定公社債等の利子・譲渡所得まで拡大することとなり、個人にとっても税負担に左右されずに金融商品を選択しやすくなる²⁵。その意味では、魅力的な商品設計・条件であり、住民に対して適切な情報開示・インベスター・リレーションズ（IR）が行われれば、住民参加型市場公募地方債への個人による投資需要が将来的に増加する可能性がある。

3. 市場と向き合うスタンス

大阪府・大阪市ともに、財政規模が比較的大きく、民間等資金からの調達が大部分を占めているなど、日本の地方債市場において中核的な位置付けを担っていることは言うまでもない。その意味で、両地方公共団体ともに、住民、議会と同様にステークホルダーである地方債市場の投資家に対して、大都市制度への移行に関してできるだけ不透明要素を排除した上で、適切かつ迅速に開示・IRを行っていくことが今後の資金調達の安定性を維持する上で重要と考えられる。市場と向き合うスタンスに関しては、3つの論点（長期に渡る財政見通しの策定、格付けの取扱い、投資家を意識したIRや起債のタイミング）が挙げられる。

1) 長期に渡る財政見通しの策定

地方債の投資家は、保有している地方債の償還年限まで、発行体である地方公共団体が元利払いの原資を安定的に捻出できるかといった点に最も注目している。特に、21世紀に入り、財政投融资改革や地方分権の流れの中、超長期債が民間等資金によって充当される割合も増加しており、長期に渡った財政見通しが投資家に望まれるケースも多い。

大阪府は現在、20年間を対象とした財政状況に関する中長期試算を公表しているほか、大阪市も現在、10年間を対象とした財政収支の見通しを公表している²⁶。大阪における大都市制度への移行後の財政見通しも、できるだけ長期を対象期間としたものを、できる限り早いタイミングで投資家に公表する必要がある。

特に、歳入・歳出項目の見通しでは、税収、地方債の発行・償還、基金、義務的経費、投資的経費（社会インフラ建設・更新需要）、債務負担行為（債務保証・損失補償）といっ

²³ ストロング・リンク：特定のある債務者が償還をする資力がなくなっても、連帯債務者はそれぞれが全額について償還責任を負っていることから、最も信用力が強固な債務者に連帯債務の信用力が遡及することが可能という概念。

²⁴ ヘッドライン・リスク：報道等を中心とした「ヘッドライン」に対して、市場が過敏に反応するリスク。

²⁵ 金融庁「平成25年度税制改正について 税制改正大綱における金融庁関係の主要項目」2013年1月、3頁。

²⁶ 大阪府「財政状況に関する中長期試算〔粗い試算〕」、大阪市「財政収支の見通し」。

た項目に、投資家の注目が集まる可能性がある。一方、主要な財政指標（健全化判断比率、自主財源比率、財政力指数、経常収支比率等）に関する見通しを可能な限り公表することも、投資家が銘柄選択の際に利便性と比較可能性を意識する傾向にあることを踏まえると、望ましいと言える。

とりわけ、パッケージ案で示された発行済みの大阪市債の承継と償還財源の仕組みを踏まえると、実質公債費比率や将来負担比率の分子の控除部分で償還財源が控除の対象となるか否かによって、数値が大幅に変化する可能性もある（図表 10 参照）。仮に、償還財源が控除の対象にならない場合、両比率は悪化し、場合によっては、地方債協議・届出制度上の許可団体や「地方公共団体の財政の健全化に関する法律（地方公共団体財政健全化法）上の財政健全化団体も視野に入る可能性がある²⁷。仮に、許可団体や早期健全化団体にな

図表 10 実質公債費比率及び将来負担比率

実質公債費比率 = (3カ年平均)	$\frac{(\text{地方債の元利償還金} + \text{準元利償還金}) - (\text{特定財源} + \text{元利償還金} \cdot \text{準元利償還金に係る基準財政需要額算入額})}{\text{標準財政規模} - (\text{元利償還金} \cdot \text{準元利償還金に係る基準財政需要額算入額})}$
・ 準元利償還金：イからホまでの合計額	
イ 満期一括償還地方債について、償還期間を30年とする元金均等年賦償還とした場合における1年当たりの元金償還金相当額	
ロ 一般会計等から一般会計等以外の特別会計への繰出金のうち、公営企業債の償還の財源に充てたと認められるもの	
ハ 組合・地方開発事業団（組合等）への負担金・補助金のうち、組合等が起こした地方債の償還の財源に充てたと認められるもの	
ニ 債務負担行為に基づく支出のうち公債費に準ずるもの	
ホ 一時借入金の子	
将来負担比率 =	$\frac{\text{将来負担額} - (\text{充当可能基金額} + \text{特定財源見込額} + \text{地方債現在高等に係る基準財政需要額算入見込額})}{\text{標準財政規模} - (\text{元利償還金} \cdot \text{準元利償還金に係る基準財政需要額算入額})}$
・ 将来負担額：イからチまでの合計額	
イ 一般会計等の当該年度の前年度末における地方債現在高	
ロ 債務負担行為に基づく支出予定額（地方財政法第5条各号の経費に係るもの）	
ハ 一般会計等以外の会計の地方債の元金償還に充てる一般会計等からの繰入等見込額	
ニ 当該団体が加入する組合等の地方債の元金償還に充てる当該団体からの負担等見込額	
ホ 退職手当支給予定額（全職員に対する期末要支給額）のうち、一般会計等の負担見込額	
ヘ 地方公共団体が設立した一定の法人の負債の額、その者のために債務を負担している場合の当該債務の額のうち、当該法人等の財務・経営状況を勘案した一般会計等の負担見込額。土地開発公社が保有する一号土地（依頼土地）については、債務負担行為としてロに計上される。	
ト 連結実質赤字額	
チ 組合等の連結実質赤字額相当額のうち一般会計等の負担見込額	
・ 充当可能基金額：イからへまでの償還額等に充てることができる地方自治法第241条の基金 ^(注)	

（注） 地方自治法第241条第1項においては、「普通地方公共団体は、条例の定めるところにより、特定の目的のために財産を維持し、資金を積み立て、又は定額の資金を運用するための基金を設けることができる。」と規定されている。

（出所）地方財政調査研究会『平成23年度 地方公共団体財政健全化法のあらまし』地方財務協会、2011年、4頁、より野村資本市場研究所作成

²⁷ 地方債協議・届出制度の下では、実質公債費比率が18%以上若しくは一定以上の実質赤字額を生じた地方公共団体は、引き続き許可が必要となる。実質公債費比率が18%以上25%未満の団体は公債費負担適正化計画の策定を前提に一般的な許可基準により許可をされる。なお、25%以上35%未満の団体は、一般単独事業債等、35%以上の団体は一般公共事業（災害関連事業を除いた事業）、教育・福祉施設等整備事業等に係る地方債を起すことができない。また、地方公共団体財政健全化法の下では、実質公債費比率が25%、将来負担比率が350%（都道府県・政令指定都市は400%）を超えた場合、財政健全化計画を定める必要がある（実質赤字比率及び連結実質赤字比率にも同様の基準がある）。（総務省「地方債証券のあらまし」8頁、地方財政調査研究会『平成23年度 地方公共団体財政健全化法のあらまし』地方財務協会、2011年、20頁）

っても償還確実性を高めるべく財政健全化が行われるため、地方公共団体の債務償還能力の毀損と必ずしも結び付くわけではない。しかしながら、ダウンサイド・リスクを好まない安定志向の地方債投資家が多いとみられる中、できる限り許可や早期健全化基準に該当しないように財政面の制度設計が行われることが望ましい。パッケージ案においては、発行済みの大阪市債を新たな広域自治体が承継することに伴う財政指標の算定方法を総務省と調整すると記されており、その内容が今後注目を集める可能性がある²⁸。

2) 格付けの取扱い

大阪市は、2007年8月にムーディーズ及びスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)から格付けを取得している²⁹。一方、大阪府は2013年10月25日時点で、格付けを取得していない。

パッケージ案においては、発行済みの大阪市債は新たな広域自治体に承継されることになる。地方債格付けは、投資家が投資情報や与信管理として利用しており、投資家によっては、格付けの有無や格付水準を投資の条件としている場合もある³⁰。その意味で、新たな広域自治体においてもできる限り、格付けの取得についても検討することが望ましいと言える。

地方債市場では現在、格付けを取得しているか否かでクレジット・スプレッドに明確な差は観察されていない。しかしながら、格付けは、発行体にとって、「資本市場へのパスポート」といった役割を担い、より広範な投資家層へのアクセスが可能になるといったポテンシャルを提供する。さらに、格付会社は一過性の出来事よりも、中長期的な視野に基づいた分析に基づき格付けを付与することから、ヘッドライン・リスクを回避し、市場における資金調達利回りの安定を維持するためにも貢献すると言える。

なお、新規の格付取得の場合、格付会社によって異なるが、1~3カ月の時間を要する³¹。そのため、大阪府・大阪市ともに、大阪の大都市制度への移行の準備と併せて、できる限り格付会社とコミュニケーションをとる必要があると言える。

3) 投資家を意識したIRや起債のタイミング

大阪における大都市制度への移行に関して、特別区設置協定書のとりまとめ、府・市の議会で協定書議案の承認、住民投票、といった形で実現に向けて一歩ずつ進むとみられる中、投資家も保有している大阪市債に関して新たな広域自治体へ承継されることに伴う内部管理システム上の対応やポートフォリオの調整といった準備を徐々に進めていくことになる予想される。

地方債市場では今後、大阪における大都市制度への移行が実現する場合、大阪府と大阪

²⁸ 大阪府・大阪市特別区設置協議会「大阪における大都市制度の制度設計(パッケージ案)【総括】」第6回大阪府・大阪市特別区設置協議会資料、2013年8月9日、23頁。

²⁹ 大阪市「大阪市債の格付けについて」2012年2月1日。

³⁰ 江夏あかね『地方債の格付けとクレジット』商事法務、2009年、32頁。

³¹ 江夏あかね『地方債の格付けとクレジット』商事法務、2009年、22頁。

市のクレジット・スプレッド（対国債スプレッド）がどのように推移していくかに注目が集まると予想される。例えば、財投機関債市場の場合、市場が始まった2001年春以降、財投機関の再編（統合、分離等）が複数回行われている。2つ以上の財投機関が1つに統合される場合、各機関による財投機関債のクレジット・スプレッドは、債務承継等に関する法律が成立した後に徐々に収斂していき、統合数ヵ月前には、各団体の財投機関債のクレジット・スプレッドの差は限定的なものになっていくといった傾向が見られている。

なお、財投機関債市場が開始した2001～2002年頃には、財投機関債・特殊債のクレジット・スプレッドの拡大や発行体が財投機関債の発行のタイミングを見出すのが極めて困難な状況に陥ったケースがある³²。日本道路公団（当時）は、財投機関債・特殊債の中核的な位置付けを有する発行体であったが、特殊法人等改革により民営化の可能性が謳われることとなった。政府系機関が民営化された場合、従来のような政府による財政支援が期待できない可能性も出現する上、日本道路公団が極めて厳しい財務状況であった本州四国連絡橋公団（当時）と統合される可能性が示唆されたこともあり、投資家は政治リスクを懸念し、慎重姿勢に転じた。その結果、日本道路公団債のクレジット・スプレッドは拡大を続け、一時的に80bp程度にまでその水準が達した。さらに、当時のクレジット市場では2001年9月にマイカル債がデフォルトを起こし、全般的にモメンタムが悪化していた。このような中、日本道路公団は財投機関債市場初年度に当たる2001年度には、発行予定額（1,500億円）のうち850億円が未発行に終わるといった、単一発行体としては最大の未消化残を残すこととなった。その後、2002年後半に道路関係4公団の民営化の制度設計が固まるに連れて、日本道路公団債のクレジット・スプレッドは徐々に落ち着きを取り戻していった。日本道路公団債のパフォーマンスが一時的に大幅に悪化したのは、年度途中で改革が進展し、制度設計が明らかになっていなかったこともあり、投資家による信用力分析や投資基準の策定、保有できるエクスポージャーの規模の決定等の準備が整う前に起債が予定・実施されたために、需給バランスが崩壊したことが主因と考えられる。

近年は、投資家による信用分析のノウハウも2001～2002年当時と比べると、大幅に向上・蓄積しており、当時の日本道路公団債に対して観察されたような投資家の過敏な反応が起きる可能性は大分低下していると言える。しかし、このような事例を踏まえると、大阪の新たな大都市制度への移行に当たっては、できるだけ早いタイミングで大阪府・大阪市が協同してIRを実施し、適切な起債のタイミングを見極めていくことが重要と考えられる。

2015年4月の移行までに概ね1年半の時間しかないことに鑑みると、複数の手段を活用してIR活動を実施することが望ましい。地方債のIR手段としては主として、（1）人を介さず電子媒体等により情報提供を行う「媒体説明型」、（2）地方公共団体（発行体）の説明者が投資家に直接説明を行うことを通じて情報提供を実施する「直接説明型」、（3）地方公共団体と投資家との「協働型」に大別される（図表11参照）。

³² 土屋剛俊『財投機関債投資ハンドブック 信用リスク分析手法と投資における注意点』金融財政事情研究会、2003年、93-95頁、安田秩敏『日本クレジット総論 知られざる巨大市場のすべて』パンローリング、2007年、165-167頁。

図表 11 IR 活動の種類

分類	詳細	
媒体説明型	電子媒体型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 総務省ウェブページ ・ 地方債協会ウェブページ ・ 個別発行団体ウェブページ ・ メールマガジン
	現物媒体型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融機関のレポート ・ 地方公共団体広報誌・刊行物 ・ パンフレット・ポスター
	メディア	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新聞、雑誌、テレビ等
直接説明型	対面型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 機関投資家説明会 ・ シンポジウム ・ 個人投資家説明会
	対話型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個別投資家訪問 ・ セルサイド・アナリスト訪問
協働型	<ul style="list-style-type: none"> ・ 起債運営アドバイザー・コミッティ ・ 投資家懇談会 	

(出所) 地方債協会『平成 21 年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書 金融市場環境の変化を受けた地方債投資ニーズの動向と資金調達手法の変化』2010 年、74 頁

例えば、電子媒体型であれば、ウェブページ等で投資家が発行体の情報を取得したいタイミングでタイムリーに情報提供することが可能となる上、継続して定期的実施することも可能であるため、投資家にとって利便性が高いツールになり得る。一方、対話型の場合、個別投資家等を訪問することを通じて、投資家が興味を有する情報をカスタマイズしてきめ細やかに説明できるといったメリットがある。また、対話型 IR では、発行体がターゲットとする投資家を絞って訪問して説明するといった機動的な IR も可能となる。いずれの手段を活用する場合においても、透明性、継続性・定期性及び迅速・適時性を意識した IR を実施する必要がある³³。

．むすびに代えて

大阪における大都市制度への移行は、日本の地方自治・財政の歴史の中でも最も大規模な地方公共団体の再編事例として、地方債市場で大きな注目が集まっている。

本稿では、パッケージ案に示された制度設計のうち、地方債の承継、財政調整及び特別区設置・府市再編によるコストと効果といった財政面に焦点を当てて分析を行った。大阪の場合、東京都の特別区と歴史的背景や財政状況も異なることから、前例が存在しない状態で制度設計の提案がなされたものの、少なくとも発行済みの大阪市債を新たな広域自治体が一元化して承継することを基本とするなど、投資家に配慮するスタンスが示されたことは、地方債市場にとって好感できることと言えよう。

今後、2015 年 4 月の大阪の新たな大都市制度への移行に向けて、大阪府・大阪市ともに具体の制度設計を特別区設置協定書としてとりまとめ、府・市の議会で協定書議案の承認、その後に住民投票、といったプロセスを経ていくことになる。本稿では、移行に向けた課

³³ 江夏あかね「日本における地方債 IR の展開：効果的な IR のために知っておきたいこと」『地方財務』第 690 号、ぎょうせい、2011 年 12 月、44 頁。

題として、発行済みの大阪市債の償還財源の確保、特別区の資金調達、市場と向き合うスタンス、を挙げた。特に、償還確実性の確保・強化、投資家を意識した IR の実施や起債のタイミングの見極めは、移行までに着実に対応しない限り、市場の信認が毀損され、大阪府・大阪市ともに資金調達環境が悪化する可能性もゼロではない。いずれにせよ、大阪の新たな大都市制度への移行が円滑に進むか否かが、今後の地方債市場全体の持続的発展に向けたカギの 1 つとなると予想される。