

## 「地方による地方のための」共同資金調達機関

### ーフランス地方金融公社（AFL）ー

江夏 あかね

#### ■ 要 約 ■

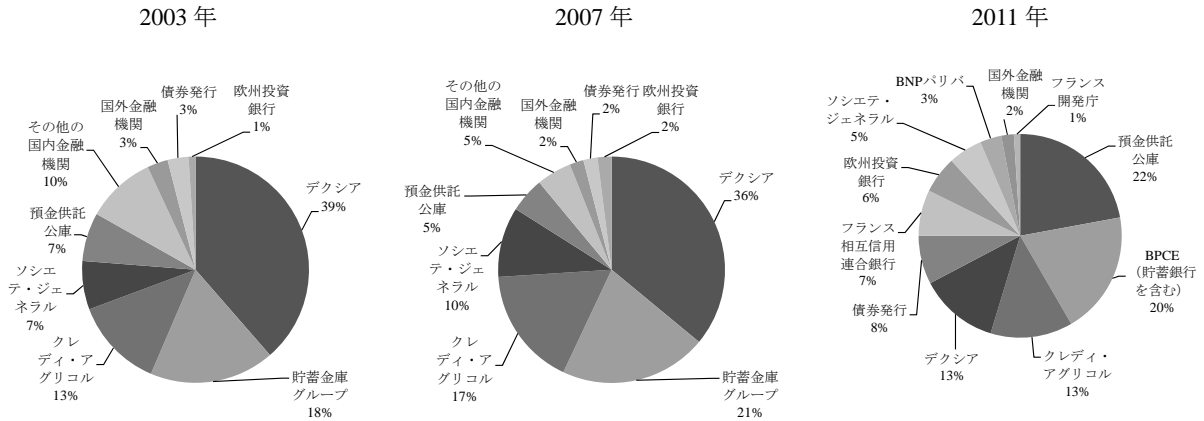
1. フランスでは、2000年代後半の欧米を中心とした金融・ソブリン財政危機を通じて、地方公共団体の共助の下で資本市場において資金調達を行う仕組みが進化を遂げ、2013年12月には新たな地方共同資金調達機関として、フランス地方金融公社（AFL）が誕生した。
2. 投資家の観点からは、AFLの設立は、資産クラスとしてのフランス地方債セクターへの投資が証券形式の増加を通じてより容易になるという意義がある。フランスの地方債市場において、資本市場を通じた資金調達は、2007年には全体の約2%だったのが、2013年には約15%に達しており、AFLによる資金調達が今後本格化することも踏まえれば、証券形式の地方債の幅がさらに広がることになろう。その意味で、フランス地方債セクターに対する世界の金融市場からの注目がますます高まることが想定される。
3. 欧州全体を見ると、フランス以外でも、金融・ソブリン財政危機を経て、地方共同資金調達機関の重要性が認識され、英国やドイツで新たな組織の設立に向けた動きが見られている。金融規制の強化傾向などを踏まえると、今後も地方共同資金調達機関の重要性は世界的に高まっていくと予想される。

## I. フランス地方金融公社（AFL）が誕生した背景

フランス共和国（フランス）では、2000年代後半の欧米を中心とした金融・ソブリン財政危機を通じて、地方公共団体の資金調達環境にも大きな変化がもたらされ、2013年12月には新たな地方共同資金調達機関として、フランス地方金融公社（Agence France Locale、AFL）が誕生した。

フランスで新たな地方共同資金調達機関が創設されるまでの経緯を、1980年代から金融・ソブリン財政危機以前とそれ以降に分けて考察する。

図表1 フランスにおける地方債引受シェアの推移

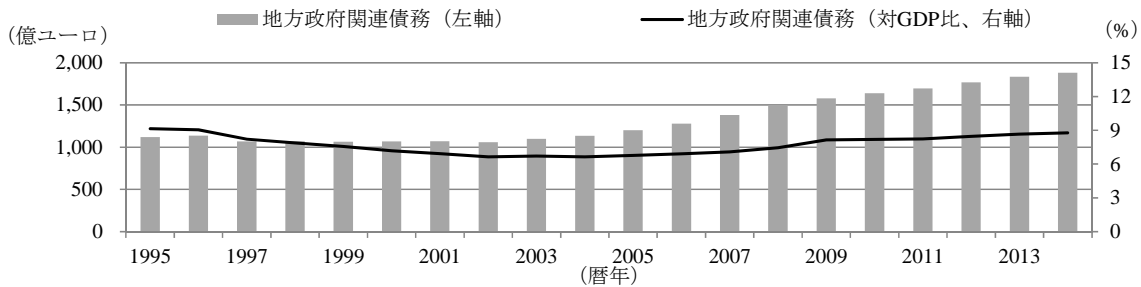


(注) 2003年及び2007年のデータは、Paris に基づく。2011年のデータは、L'AGEFI HEBDO に基づく。  
 (出所) Antoine Paris, *La Dette Structurée des Collectivités Locales : Gestion Active ou Spéculation ?*, 2009, p.14;  
 “Financement des Collectivités Locales: Un Marché en Friche”, *L'AGEFI HEBDO*, 4-12 October 2013, p.25、より野村資本市場研究所作成 ([http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire\\_Antoine\\_PARIS.pdf](http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_Antoine_PARIS.pdf), <http://mediacommun.ca-cib.com/sitegenic/medias/DOC/516944/2012-10-04-agefi-collectivites-territoriales.pdf>)

1. 1980年代～金融・ソブリン財政危機以前：地方分権改革を背景に始まった資金調達への進化

フランスの地方債は、日本と同様に建設公債原則の下で発行することが可能である。フランスの地方公共団体にとって、地方債は歳入の約1割を占める重要な財源となっており、地方債務残高は対GDP比10%弱の規模で推移している（図表2参照）。

図表2 フランスの地方債務残高の推移



(注) 総債務の数値は、経済収斂基準に基づく。  
 (出所) Institut National de la Statistique et des Études Économiques, *Finances Publique*、より野村資本市場研究所作成 ([http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=16&sous\\_theme=3](http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=16&sous_theme=3))

フランスの地方債市場は、1980年代から本格的な発展の歴史を遂げてきた。これは、(1) 1980年代の地方分権改革を通じた地方公共団体の起債の原則自由化、(2) 公的金融機関による低利融資の見直し・廃止、(3) フランスの資本市場の整備・拡充、が背景である。

1 点目の起債の原則自由化について、フランスでは従来、地方公共団体の起債に対する中央政府による関与が強固だった。しかし、19世紀末から続いていた起債許可制度については、1950年代後半から対象範囲が徐々に縮小され、1982年には5億フラン以上の公募債

若しくは外債の発行以外は許可が不要とされたほか、1999年には外債の発行に係る許可制度も撤廃された<sup>1</sup>。これらを通じて、一定の要件<sup>2</sup>を満たした場合、地方議会で起債目的、償還年限、利率等の発行条件について承認を得て、地方長官に起債の届出を行うことで、自由に起債を行うことが可能となった。これを受けて、地方公共団体の資金調達自由度が高まり、より有利な条件を求め、資金調達の多様化を試みる団体が増加した。

2 点目の公的金融機関による低利融資の見直し・廃止について、フランスでは従来、地方公共団体の借入は預金供託公庫 (Caisse des Dépôts et Consignations、CDC)、地方公共団体建設整備援助公庫 (Caisse d'Aide à l'Équipement des Collectivités Locales、CAECL、当時)、貯蓄金庫グループ (Caisse d'Épargne、CE、当時) 等の公的金融機関が中心だった。これらの公的金融機関は、中央政府から利子補給を受け、地方公共団体に低利で融資を行っていた。地方公共団体が政府から建設整備費に関する国庫補助金を受けた場合、その事業の総額から補助金額を控除した額を上限に、公的金融機関から低利融資を受けることが可能だった。しかし、1979年には包括的融資制度が導入され、地方公共団体は基本的に、事業毎でなく、年度毎に全ての事業について必要な融資総額を CDC 等の金融機関と直接交渉することとされた。さらに、1980年代に入って、フランスで金融制度改革の一環でキャピタルゲイン減税等の施策が講じられたため、CDC への預貯金が減少し、1986年に低利融資が廃止された。これにより、地方公共団体は公的金融機関のみならず、民間金融機関も含めて、より有利な融資条件を求めて交渉を行うことが可能となった。そして、利率や償還形態等を含めて多様な条件のみならず、スワップやオプションといったデリバティブを活用した資金調達も可能となり、地方公共団体の資金需要に合致した資金調達手段が充実していった<sup>3</sup>。

3 点目の資本市場の整備・拡充について、フランスでは長らく間接金融主体の金融システムが構築されてきたが、1980年代に入ってミッテラン政権下 (当時) での国債大量発行等を契機に資本市場が形成されることとなった。フランスの地方公共団体については、低利融資の仕組みが存在したこともあり、従来から証書形式による資金調達が主流であったが、1990年代に入って証券形式の地方債を選択する団体が少しずつではあるものの増えてきた。これはフランス経済の低迷による地方税収の伸び悩み、中央政府からの財政移転の頭打ちなどから、地方公共団体の資金需要が増加し、その一部を公社債市場に振り向けたためである<sup>4</sup>。さらに、1993年には米国の金融保証保険会社 (モノライン保険会社) による保証付の地方債が初めて発行されたこともあり、投資家層の拡大が期待された。ただし、証券形式の地方債を発行する地方公共団体は、パリ市、イル・ド・フランス等の財政需要

<sup>1</sup> 公募債の発行については現在、総額 7.6 万ユーロを超える場合に許可が必要となっている。

<sup>2</sup> 財政健全性の確保を目的として、(1) 経常及び資本金会計共に収支が均衡していること、(2) 地方債の発行は投資会計に限定され、地方債を経常会計の収入として計上してはならないこと、(3) 公債費を経常部門に計上すること、(4) 他の地方公共団体から借入をしてはならないこと、が要件として挙げられている。

<sup>3</sup> デリバティブについては、既存の借入と関連性があるものに限られている。

<sup>4</sup> 中川辰洋「フランス地方債発行の変貌—1990年代の起債動向を中心にして」『地方債月報』第 218 号、地方債協会、1997年9月、8頁。

が比較的大きく、ある程度の発行ロットを確保可能な団体に限られ、大部分の団体については引き続き条件設定が柔軟な証券形式を選択する傾向にあったため、2007年時点で証券形式の地方債が全体に占める割合は2%程度であった<sup>5</sup>。

## 2. 金融・ソブリン財政危機～AFL創設まで：資金の担い手である金融業界の再編

2000年代後半の欧米を中心とした金融・ソブリン財政危機では、フランスの地方債市場にも大きな影響を与えた。金融・ソブリン財政危機が起こる頃のフランスの地方公共団体への資金の出し手としては、CAECLが転身したデクシア・クレディ・ローカル銀行（以下、デクシア）、CEグループ、クレディ・アグリコル等があったが、中でもデクシアのシェアは、2008年時点で全体の約3分の1に達していた<sup>6</sup>。しかし、デクシアが経営破綻することで、その構図が大きく変わる事となる。具体的には、フランスの地方公共団体がより安定的かつ確実な資金調達を求める中、(1) デクシア解体を受けた地方金融公社（Société de Financement Local、SFIL）の発足、(2) 証券形式での地方債発行の増加、(3) 地方主導によるAFLの創設、といった動きが見られた。

1点目のSFILの発足経緯について、デクシアは、地方公共団体等に対する貸付を担保としてカバード・ボンドで資金調達を行っていた。しかし、2000年代後半の欧州周辺国を中心としたソブリン債務危機により、ギリシャ等の国債保有額が大きいこと等を背景に金融市場からの資金調達が困難となった結果、2011年10月にフランス・ベルギー両国が打ち出した救済策を受け入れざるを得なくなった<sup>7</sup>。救済策には、フランスの地方公共団体向けファイナンス業務をCDCやバンク・ポスタルに売却する旨が含まれていた<sup>8</sup>。その後、デクシアが担ってきた地方公共団体向け融資業務の受け皿となる新たな公的金融機関としてSFILが2013年2月に創設された<sup>9</sup>。SFILは、100%子会社のフランス地方金融基金（La Caisse Française de Financement Local、CAFFIL）を通じて、(1) 2012年以降にバンク・ポスタルが担っているフランス地方公共団体向け貸出、(2) 2012年末までデクシア・グループが担った地方公共団体向け貸出、(3) 貸出の財源としてのカバード・ボンドでの資金調達、を行っている<sup>10</sup>。

2点目の証券形式による資金調達について、フランスでは前述のとおり、伝統的に証券形式での資金調達が主流であった。しかし、金融危機以降、バーゼルIII等の規制強化の流れの中で、金融機関による地方公共団体向け貸出が従来に増して厳格になり、地方公共団体の資金需要が十分に満たされない可能性が懸念されるようになった。このような中、地方公共団体によっては新たに証券形式での資金調達を試みる動きが見られるようになった。

<sup>5</sup> 地方公共団体金融機構「諸外国の地方債制度に関する調査委員会 報告書」2011年7月、207頁。

<sup>6</sup> Michel Bouvier, *Les Finances Locales*, 13ème édit., L.G.D.J., 2010.

<sup>7</sup> デクシアの救済については、林宏美「フランス・ベルギーの大手金融機関デクシアの解体」『野村資本市場クォーターリー』2011年秋、を参照されたい。

<sup>8</sup> バンク・ポスタルは、フランス郵政公社（La Poste）の100%子会社として2006年に設立された。

<sup>9</sup> SFILの出資構成は、フランス政府（75%）、CDC（20%）及びバンク・ポスタル（5%）となっている。

<sup>10</sup> Caisse Française de Financement Local, *Rôle*.

フランスでは2004年から大都市共同体（Communauté Urbaine、CU）による共同債の発行が行われていたが、共同債は参加団体の拡大という形で進化を遂げ、2012年10月には44の地方公共団体が総額6.1億ユーロの共同債（償還年限10年）を発行した<sup>11</sup>。また、地方公共団体によっては、個別発行を検討する動きも観察された。

フランスの地方公共団体による証券発行での地方債発行は、2013年には総額25億ユーロを超え、全体に占める割合の15%程度にまで達した<sup>12</sup>。しかしながら、地方公共団体にとって証券発行による資金調達は、(1) 資金調達需要に鑑みると定時償還方式が適しているものの、資本市場では満期一括方式が主流であること、(2) 発行費用や煩雑な格付取得プロセス等、債券発行に要する負担が重いこと（特に、個別発行の場合）、といった問題もあり、多くの地方公共団体が地方共同資金調達機関の創設を切望するようになった。

3点目のAFLの創設について、フランスでは共同債の仕組みを進化させた資金調達手法について2008年頃から地方主導で検討が始まっていた<sup>13</sup>。特に、北欧で長年根付き、金融危機時にも地方公共団体の安定的な資金調達の一助となった地方共同資金調達機関のモデルが大いに参考にされた（図表3参照）。そのような中、2010年9月には全仏市長会・全仏大都市市長会・仏大都市共同体会が、地方共同資金調達機関として「地方公共団体金融公社」（Agence de Financement des Collectivités Locales）の創設や運営、ガバナンスの方法について、具体的な検討を進めることを表明した<sup>14</sup>。この際、地方公共団体金融公社は、(1) 小規模団体を含む全ての地方公共団体に対して多様かつ低コストの資金の利用を可能とすること、(2) 地方公共団体に対して強制性を持たず、伝統的な銀行市場を補完する役割を担うこと、(3) 中央政府の介入や保証を必要とせず、地方公共団体の責任の下、運営されること、を目指すとした<sup>15</sup>。

その後、3団体は2012年10月、「フランス地方投資公庫」（Agence Française de Financement des Investissements Locaux、AFFIL）の設立を政府へ働きかけるべく、声明を発表した<sup>16</sup>。これを受けて、創設に向けた法的手当て等がなされ、AFLという名称で2013年12月に創設されたのである。

<sup>11</sup> 団体の構成（団体数）は、大都市共同体（8）、都市圏共同体（12）、コミューン（10）、県（9）、州（4）、組合（1）。（自治体国際化協会「仏団体の地方債の動き（地方投資公庫、共同調達）」2012年10月23日）

<sup>12</sup> Agence France Locale, *Questions & Answers*, October 2015, p.2.

<sup>13</sup> Global Fund for Cities Development (FMDV), *Resolutions Europe: Local Innovations to Finance Cities and Regions*, July 2014, p.23.

<sup>14</sup> Association des Maires de France, Maires de Grandes Villes, Communautés Urbaines de France, *Vers la Création d'une Agence de Financement des Collectivités Locales en France : une Nouvelle Étape est Franchie*, 28 September 2010.

<sup>15</sup> 地方公共団体金融機構「諸外国の地方債制度に関する調査委員会 報告書」2011年7月、213頁。

<sup>16</sup> Association des Maires de France, Maires de Grandes Villes, Communautés Urbaines de France, *Agence de Financement des Investissements Locaux: les Élus Dubloc Local Lancent un Nouvel Appel au Gouvernement*, 24 October 2012.

## II. フランス地方金融公社（AFL）の概要

AFL の概要について、類似している日本の地方公共団体金融機構（地方金融機構）や北欧の地方共同資金調達機関との比較も交えて考察する（図表 3 参照）。

図表 3 AFL と類似機関の比較

	フランス地方金融公社 (Agence France Locale)	地方公共団体金融機構	デンマーク地方金融公庫 (KommuneKredit)	フィンランド地方金融公社 (Municipality Finance)	スウェーデン地方金融公社 (Kommuneinvest)	ノルウェー地方金融公社 (Kommunalbanken)
設立年度	2013	1957/2008	1899	1989/1993	1986	1926
出資	地方公共団体 (100%)	地方公共団体 (100%)	地方公共団体 (100%)	地方政府年金基金 (30.66%)、国 (16%)、地方公共団体 (53.34%)	地方公共団体 (100%)	国 (100%)
保証形態	出資団体による保証及び地方協会 (ST) による保証	解散時に債務超過の場合は貸付を受けた地方公共団体により債務弁済	地方公共団体による連帯保証	地方自治体保証機関 (MGB) を通じた地方公共団体の共同保証	地方公共団体による連帯保証と個別保証	国有公社、国からの支援表明
貸付先	地方公共団体	地方公共団体	地方公共団体及び地方公共団体による債務保証を受けた団体	地方公共団体及び公益住宅公庫	地方公共団体及び地方公共団体が持分の過半数を有する関係会社	地方公共団体及び地方公共団体関連企業等
市場シェア (2013 年)	—	16%	90%以上	約 50%	45%	49%

(注) 地方公共団体金融機構の 2013 年の市場シェアは、2013 年度地方債計画の資金区分における地方公共団体金融機構資金が全体に占める割合に基づく。

(出所) S&P, *Kommunekredit*, 22 December 2014, pp.4-5、地方公共団体金融機構『地方の地方による地方のための』地方公共団体金融機構 2012 年度債券計画について」2012 年 3 月、7 頁、総務省「平成 25 年度地方債計画」2013 年 1 月 29 日、8 頁、より野村資本市場研究所作成

(<http://www.jfm.go.jp/ir/pdf/H23/ir-shiryoyrshiryoy-3-toshika.pdf>、[http://www.soumu.go.jp/main\\_content/000198808.pdf](http://www.soumu.go.jp/main_content/000198808.pdf))

### 1. AFL の目的

AFL は、「地方による、地方のための (par et pour les collectivités)」組織として、自身の良好な財務基盤や AFL に出資しているフランスの地方公共団体の資金需要の共同管理を背景に、資本市場から有利な条件で資金調達を行い、出資団体に対して魅力的な条件の貸出を提供することを目的としている。

AFL は、あくまでも地方公共団体の資金調達手段の補完という位置付けであり、貸出は基本的に各団体の年間資金調達額の最大 50% までとされている。AFL は、フランスの地方公共団体向けの貸出の目標について、2015 年には 4.5 億ユーロ、長期的には 40 億ユーロ (市場シェア 25%) としている<sup>17</sup>。

地方共同資金調達機関の市場シェアを巡っては、デンマーク地方金融公庫 (KommuneKredit) のように 9 割以上を超えるケースもあれば、日本のように、公助 (財政融資資金)、自助 (銀行等引受資金、市場公募資金) と共助 (地方金融機構資金) といった形で地方公共団体の資金調達源が分散しているケースもある (図表 3 参照)。

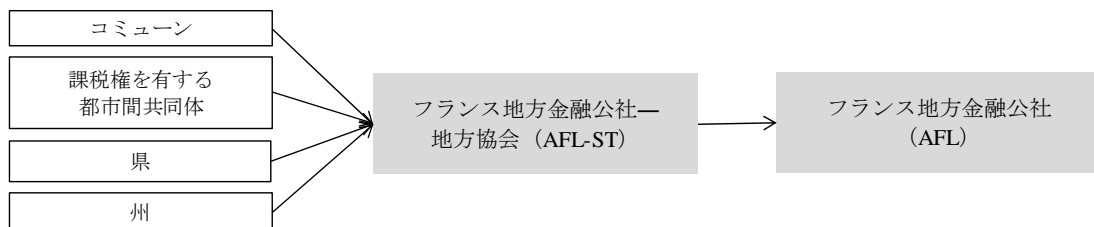
<sup>17</sup> Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015, p.28.

## 2. AFL の組織構造

AFL は、ガバナンス体制を明確にすべく、フランス地方金融公社—地方協会 (AFL- Société Territoriale、AFL-ST、持株会社) と AFL (本体組織) という二層構造となっている (図表 4 参照)。AFL-ST は、持株会社として地方公共団体から全額出資を受け、戦略ガイドラインを策定する役割を担っている。一方、AFL は、AFL-ST が 99.99% 以上出資しており、本体組織として、資本市場から資金調達し、地方公共団体に定時償還方式で貸出を行う役割を担っている<sup>18</sup>。

このような二層構造は、スウェーデン地方金融公社 (Kommuneinvest) でも見られる<sup>19</sup>。

図表 4 AFL の組織構造



(出所) Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015、より野村資本市場研究所作成 ([http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL\\_Investor\\_presentation.pdf](http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Investor_presentation.pdf))

## 3. AFL-ST の出資構成

AFL-ST への出資は、一定の財政状況の基準を満たしたフランスの地方公共団体 (コミューン、課税権を有する都市間共同体、県、州) とされており、出資団体のみが AFL から借入を行うことが可能である。

AFL は 2013 年 12 月、10 の地方公共団体の全額出資で創設された。出資団体は徐々に増加し、2015 年 6 月 2 日現在、103 団体で構成され、出資確約額は 1.1 億ユーロ以上 (このうち、7,200 万ユーロは払込済) に達している。フランスには 37,000 弱の地方公共団体があるため、出資団体数がフランス全体に占める割合は 1% に満たないが、参加団体の債務残高ベースでは全体の約 13% を占めている<sup>20</sup>。AFL は、払込済資本の長期目標を 5 億ユーロとしている<sup>21</sup>。

各団体による AFL-ST への出資額は、各団体の総債務残高の 8 割、業務関連歳入の 4 分の 1 若しくは 3,000 ユーロのうち最大の額と規定されているが、資本の分散を図るべく、どの出資団体も全体の 5 割以上出資することはできない。また、出資団体は一定水準以上

<sup>18</sup> Agence France Locale, *Base Prospectus: Agence France Locale EUR3,000,000,000 Euro Medium Term Note Programme*, 6 March 2015, p.11.

<sup>19</sup> スウェーデン地方金融公社では、株式会社 (Kommuninvest i Sverige AB) で資金調達、貸出及び金融面でのアドバイスを行い、組合組織 (Kommuninvest Cooperative Society) で株式会社を所有している。組合組織は、スウェーデンの地方公共団体の約 9 割が組合員となっている。(スウェーデン地方金融公社「組織」)

<sup>20</sup> Moody's, *Agence France Locale: A New Bank Emerges in France's Public-Finance Sector*, 26 June 2015, p.2.

<sup>21</sup> Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015, p.28.

の財政状況を満たす必要があり、AFL が定めた財政状況の量的分析スコアリング（ソルベンシー [55%]、予算の持続可能性 [25%] 及び債務水準 [20%]）を「1」（最も良好）～「7」（最も脆弱）の7段階で付与し、「6」及び「7」は出資ができない仕組みとなっている<sup>22</sup>。

さらに、AFL-ST には、出資構造の安定化を図るべく、(1) 出資団体は原則として最初の出資払い込みから10年間は出資を引き上げることができない<sup>23</sup>、(2) 仮に出資団体が出資の引き上げを申し立てた場合、その団体が代替りの出資団体を見つけて、AFL-ST の役員会が認めない限り、引き上げができない、といった規定が存在する<sup>24</sup>。また、自己資本を充実させるべく、配当性向は最大5%とされている。

ちなみに、日本の地方金融機構の場合、日本の全地方公共団体が出資団体となっており、出資額については、半分は「応能性」を考慮して標準財政規模により、残り半分は「応益性」を考慮して貸付残高により配分する方法が採られている。また、配当の仕組みは特にない。

#### 4. AFL の信用力維持の仕組み

AFL は2015年10月末現在、ムーディーズから「Aa3/安定的」の格付けを付与されている<sup>25</sup>。格付けは、主として、(1) 地方公共団体による連帯債務の仕組みを通じたフランスの公的セクターへの緊密な結びつき、(2) AFL の強固なクレジット・ファンダメンタルズ、(3) 厳格なガバナンス構造に下支えされた良好な業務基盤、(4) AFL 自身の業務方針及び内部規定の下で、持続可能な貸出業務、安定的な資金調達構造及び適切なソルベンシーが確保される見込みであること、が下支えしている。以下にて、AFL の信用力を維持する複数の仕組み（二重保証制度、資産の質の管理、財務管理）とフランス政府による AFL に対するスタンスについて、考察する。

##### 1) 二重保証制度

AFL の債権者は、(1) 出資団体による保証、(2) 地方協会 (ST) による保証、の受益者となる (図表 5 参照)。1 点目について、出資団体が借入を行った際に、債務残高 (元利等) の全額について AFL に対して連帯債務方式で保証を行う。なお、出資団体による保証 (すなわち、借入額) は、資金調達額の7割程度となり、残りの分は金融規制の遵守や適切な財務管理を目的として必要な流動性を確保するために、AFL が保持している<sup>26</sup>。

<sup>22</sup> 6以上の団体は、全体の3~4%。(Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015, pp.16-17)

<sup>23</sup> ただし、借入を全額返済した場合は可能。

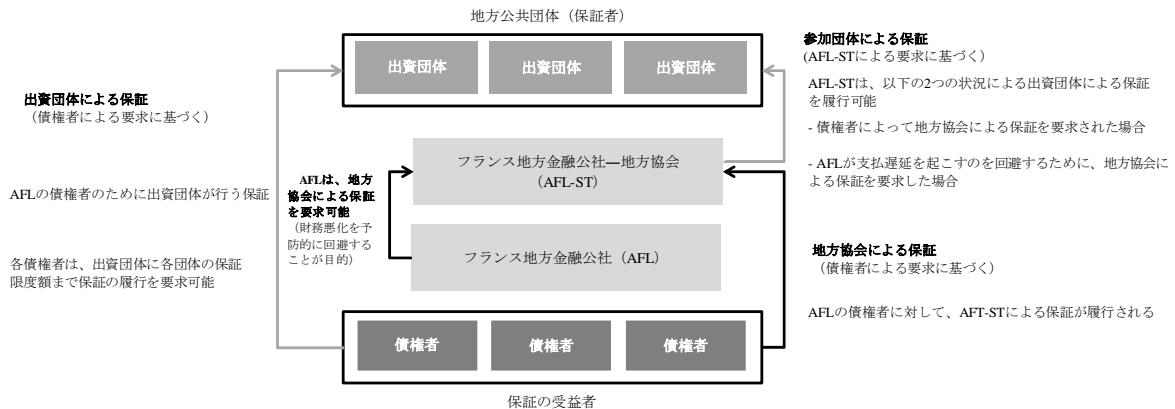
<sup>24</sup> Agence France Locale, *Questions & Answers*, October 2015, p.8.

<sup>25</sup> Moody's, *Moody's Downgrades Ratings of 7 French Banks and Backed Ratings of Another 6 French Banks; Outlook Stable*, 23 September 2015.

<sup>26</sup> Agence France Locale, *Base Prospectus: Agence France Locale EUR3,000,000,000 Euro Medium Term Note Programme*, 6 March 2015, p.156.



図表5 AFLの二重保証制度



(出所) Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015, p.15、より野村資本市場研究所訳 ([http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL\\_Investor\\_presentation.pdf](http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Investor_presentation.pdf))

2点目について、債権者が地方協会による保証を要求した場合、AFL-STは出資団体による保証を要求することができる。また、AFL自身が支払遅延を起こさないよう、地方協会による保証制度の下、出資団体による保証履行を要求することができる。なお、債権者にとっては、出資団体の保証限度額（すなわち、借入額）を確認する手間に鑑みると、地方協会による保証を要求するほうが容易と言える。

このような二重保証制度は、類似機関にはないAFL独自の制度である。ちなみに、地方金融機構の場合、保証制度は特にないものの、償還確実性を担保すべく、地方金融機構解散時に、その財産をもって債務を返済することができないときは、完済するために要する費用の全額を地方公共団体が負担することが規定されている<sup>27</sup>。

## 2) 資産の質の管理

AFL-STの出資者すなわちAFLの貸出先については、前述のとおり一定の要件を満たしたフランスの地方公共団体となっている<sup>28</sup>。フランスの地方財政制度は、(1) 均衡予算が義務付けられ、財政赤字が認められていない、(2) 建設公債原則の下、投資的経費に充当する場合のみ、借入が可能であり、公債費を内部留保で確保することが義務付けられている、(3) 破産の宣言や清算することができない、といった特徴を有する<sup>29</sup>。

さらに、AFL自身も貸出先について、2つのスコアリングで選別している。具体的には、出資団体の選別でも用いている財政状況の量的分析スコアリングに加え、社会・経済及び

<sup>27</sup> 地方公共団体金融機構法第52条第1項。

<sup>28</sup> 例えば、病院、衛星都市、混合経済会社 (Société Économie Mixte)、コミュン組合は貸出先の対象外とされている。(Moody's, *Agence France Locale: A New Bank Emerges in France's Public-Finance Sector*, 26 June 2015, p.2)。

<sup>29</sup> ただし、1990年代初頭には、アングレーム市やブリアンソン市が財政危機に陥り、債務不履行 (デフォルト) を起こしている。(江夏あかね『地方債投資ハンドブック』財経詳報社、2007年、86-88頁)

質的分析スコアリングも用いて、貸出額や貸出条件を決定している<sup>30</sup>。

AFL は、プレーン・バニラの定時償還方式の中期・長期貸出（固定若しくは変動金利）のみを行っており、ストラクチャード・プロダクトの提供は禁じられている。また、貸出の延長については、信用分析及び財務評価の結果により可否が判断され、延長する場合も、各団体の内部スコアに基づき商業ベースを加味した金利で決定される。

### 3) 財務管理

AFL では、財務健全性を維持すべく、資本・流動性の最低要件や各種リスク管理の仕組みが整備されている。

最低要件について、AFL は 2014 年 12 月に銀行免許を取得し、フランスのプルーデンス監督・破綻処理庁（Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution、ACPR）の監督の下、バーゼル III（EU 資本要件指令、CRDIV）の適用が義務付けられている。AFL は、(1) 資本要件として、コモンエクイティ Tier 1 比率の目標（12.5%以上）及びレバレッジ比率の目標（3.5%以上）、(2) 流動性要件として、流動性カバレッジ比率（LCR）及び安定調達比率（NSFR）の目標（150%以上）、を挙げている。

一方、リスク管理においては、(1) 金利リスクのヘッジ（エクスポージャーは全て変動金利で管理）、(2) 流動性リスクの軽減（資産負債管理〔ALM〕ギャップは 1 年未満、今後 12 ヶ月間の債務履行をカバー可能な流動性バッファーを維持、償還期限の分散を通じた借換リスクの軽減等）、(3) 保守的な投資方針（投資は、適格流動資産〔HQLA〕が中心で欧州経済領域〔EEA〕及び北米に基本的に限定）、(4) 為替リスクのヘッジ（ユーロ建て以外のエクスポージャーについては通貨スワップでユーロ変動金利に自動的に変換）、といった対応を行っている。

### 4) フランス政府による AFL に対するスタンス

フランス政府は、AFL に対して明示的な債務保証を含めた財政支援を行っていない。しかしながら、フランスにおいて地方公共団体が社会インフラ等の公共投資で中心的な役割を担い、投資的経費の 7 割は自身による資金調達で財源を賅っていること等を鑑み、一定程度の政府のコミットメントを示す発言が政府要人により行われている（図表 6 参照）。

<sup>30</sup> 社会・経済及び質的分析スコアリングでは、失業率、住民一人当たり所得、住民一人当たり地方税等の数値を自動的に分析し、必要に応じてガバナンスの安定性、財政運営の質、偶発債務、流動性リスク、金利リスク、財政見通し等の質的分析を加味する。

図表 6 政府要人による AFL のスタンスに関するコメント

ミシェル・サバン財務・公会計大臣・クリスチャン・エケルト財務・公会計大臣付予算担当大臣 (イヴ・ミラルデ取締役会長宛て 2014 年 5 月 15 日付書簡)
〔中略〕フランスの地方公共団体の資金調達アクセスは、政府にとって重要課題である。〔中略〕政府は、地方公共団体出資の資金調達機関に関するプロジェクトを支援するとともに、AFL の創設を承認する。〔中略〕AFL のフランスの公債の発行体としての位置付けは、政府との密接な関係が維持されることを意味する。政府は今後も確実にこのプロジェクトの成功に対して全力でコミットする。
マニュエル・ヴァルス首相 (2014 年 11 月 26 日に開催された第 97 回全仏市議会)
〔中略〕フランスの地方公共団体による資金調達に関する全ての解決策に向けて進展がある。〔中略〕私は、フランスの地方公共団体の資金調達機関として AFL を創設することを考えている。〔中略〕中央政府は、地方議員によるこの素晴らしいプロジェクトの導入を引き続き支援する。
(出所) Agence France Locale, <i>Questions &amp; Answers</i> , October 2015, p.4、より野村資本市場研究所訳 ( <a href="http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Questions-Answers.pdf">http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Questions-Answers.pdf</a> )

地方共同資金調達機関においては、政府からの財政支援は基本的にないケースが多いが、ノルウェー地方金融公社 (Kommunalbanken) の場合、ノルウェー王国により 100%保有されており、中央政府による監督義務がある<sup>31</sup> (図表 3 参照)。一方、日本の地方金融機構の場合、旧・公営企業金融公庫から承継した債権の管理・回収等を行っている管理勘定における既往の政府保証債の借換えについては、政府が保証を付すことができるとされている<sup>32</sup>。

ちなみに、AFL と同様にフランスの公的金融機関であるフランス社会保障基金 (Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale、CADES) については、政府による明示的な保証はないものの、公的行政機関として支払能力及び流動性に関して政府支援を享受することが可能であるほか、仮に CADES 債務の元利払いが予定支払日に確実に履行されるために必要な措置を国会に提出することが義務付けられている<sup>33</sup>。

## 5. AFL の資金調達

AFL は設立以来初となる資金調達として、ユーロ MTN プログラム (総額 30 億ユーロ) の一環でユーロ建て債 (7.5 億ユーロ、償還年限 7 年) を 2015 年 3 月 24 日に発行している (図表 7 参照)。この起債は、フランスを始め、欧州各国、アジアなどの中央銀行・公的機関、ファンドなどで円滑に消化された (図表 8 参照)。

図表 7 AFL が 2015 年 3 月に実施した起債の概要

項目	詳細
発行体	フランス地方金融公社 (AFL)
発行額	7.5 億ユーロ (ユーロ MTN プログラムに基づく)
償還期間・償還方法	7 年満期一括償還
募集発表日	2015 年 3 月 24 日
償還日	2022 年 3 月 20 日
表面利率及び利払い	0.375% (年 1 回)
リオファー・スプレッド	ミッドスワップ + 2.2bp、フランス国債 (OAT) + 22bp
上場	ベルリン、デュッセルドルフ、ユーロネクスト・パリ、フランクフルト、ミュンヘン
ISIN	FR0012649333
格付け	Aa3 (ムーディーズ)

(注) 2015 年 10 月末現在。

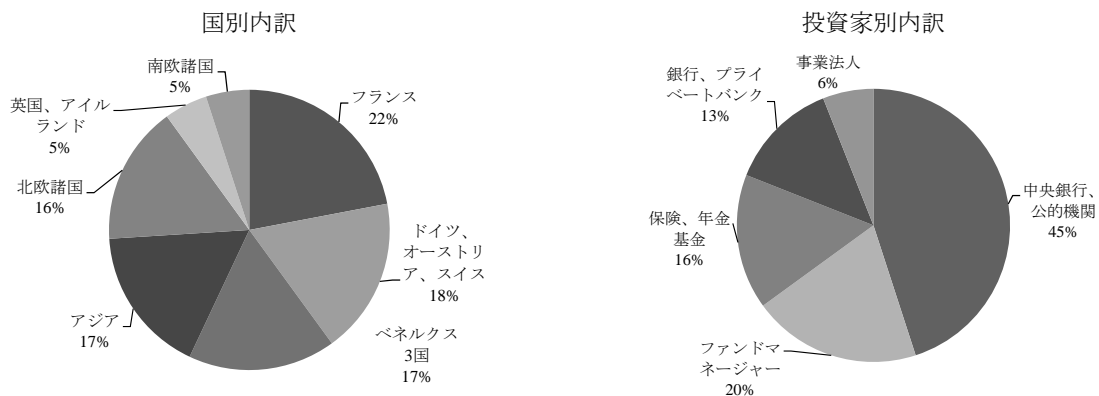
(出所) Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015, p.25、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 ([http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL\\_Investor\\_presentation.pdf](http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Investor_presentation.pdf))

<sup>31</sup> 監督義務は、ノルウェー地方金融公社が常にその金融債務を支払うことができる状態をノルウェー王国が確保する義務である。(ノルウェー地方金融公社「公的保有と国からの支援」)

<sup>32</sup> 地方公共団体金融機構法附則第 16 条第 1 項。

<sup>33</sup> フランス社会保障基金 (CADES) については、江夏あかね「フランスの社会保障財政と社会保障基金 (CADES) の仕組み—日本の財政健全化への示唆」『野村資本市場クォーターリー』第 19 巻第 2 号 (2015 年秋号)、を参照されたい。

図表 8 AFL が 2015 年 3 月に実施した起債の消化状況



(出所) Agence Locale France, *The French Local Government Funding Agency*, October 2015, p.26、より野村資本市場研究所訳 ([http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL\\_Investor\\_presentation.pdf](http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Investor_presentation.pdf))

AFL は、今後の資金調達について、ユーロ建てを基軸としており、(1) ユーロ MTN プログラムの下で償還年限 3~10 年のベンチマーク債の発行を通じた、欧州及び世界を対象とした投資家層の拡大、(2) 譲渡性預金 (CD) プログラムやユーロ・コマーシャル・ペーパー (CP) プログラムを通じたユーロ・マネーマーケットへのアクセスの拡充、を目指している。また、商品性の拡大の観点から、ユーロ MTN プログラムを通じて私募債を発行するのみならず、個別で債券発行や他の形態 (登録債 [Namensschuldverschreibungen、NSV]、債務証券 [Schuldschein]) の発行なども検討する予定としている。

一方、将来的には他通貨 (米ドル、英ポンド、スイスフラン、日本円、オーストラリアドル、ノルウェークローネ、スウェーデンクローネ及びデンマーククローネ) の起債も検討する予定としている<sup>34</sup>。さらに、社会的責任投資 (SRI) の投資家にも適した金融商品を導入する計画もあるとしている。

AFL 以外の地方共同資金調達機関については、AFL が目指しているように複数の通貨で様々な商品形態で資金調達を行っている。ちなみに、AFL は SRI の投資家向けの金融商品を導入する予定だが、類似するケースとしては、ノルウェー地方金融公社によるグリーンボンドの発行 (2010 年から) が挙げられる<sup>35</sup>。

<sup>34</sup> Agence Locale France, *One Pager*, September 2015.

<sup>35</sup> グリーンボンドは、調達資金の用途を環境に配慮したプロジェクト (例えば、風力発電や水力、太陽光、地熱等の再生可能エネルギー発電事業やコジェネ、省エネ等のエネルギー効率化事業等) に限定する債券。ノルウェー地方金融公社は、ノルウェーで地方公共団体レベルの気候変動に対処するガイドラインの実施に向けた企画建設法の改正法が 2010 年 1 月に施行されたことを契機にグリーンボンドの発行に取り組んでいる。グリーンボンドにより調達した資金は、地方公共団体の気候行動計画に基づいた事業 (エネルギー効率化、再生可能エネルギー、廃棄物処理、リサイクル、歩道や自転車道の整備、水質、公共交通機関、アウトドア娯楽施設等) に対して貸し付けている。(ノルウェー地方金融公社「グリーンボンド」)

### Ⅲ. 欧州で潮流となりつつある地方共同資金調達機関

フランスでは、長らく間接金融主体の金融システムの中で、金融機関がカバード・ボンドで資金調達した資金を地方公共団体が借り入れるという構図が主流だった。しかし、昨今の金融・ソブリン財政危機が契機となり、地方公共団体の共助の下で資本市場において資金調達を行う仕組みが進化を遂げることになった。フランスではこれまでも、共同発行地方債の発行の歴史はあったものの、「地方による、地方のための」地方共同資金調達機関である AFL を設立することを通じて、発行・金利コストや手間といった負担の軽減、資金調達の安定化を図ることが可能になることが期待されている。

投資家の観点からは、AFL の設立は、資産クラスとしてのフランス地方債セクターへの投資が証券形式の増加を通じてより容易になることを示唆していると言えよう。フランスでは、証書形式の地方債が主軸の時代が長らく続き、金融・ソブリン財政危機までデクシア、CE グループ及びクレディ・アグリコルといった金融機関が中心の投資家構造だった。そのため、多くの投資家にとっては、パリ市等による個別発行債や都市共同体による共同債といった一部の銘柄のみが資本市場で投資可能な状況であった。しかし、デクシアの破綻が契機となり、証券方式の地方債発行や AFL を通じた資本市場による資金調達が活発化する兆しにある。資本市場を通じた資金調達は、2007 年にはフランスの地方債市場全体の約 2% だったのが、2013 年には約 15% に達しており、AFL による資金調達が今後本格化することも踏まえれば、証券形式の地方債の幅がさらに広がることになろう。その意味で、フランス地方債セクターに対する世界の金融市場からの注目がますます高まることが想定される。事実、AFL が 2015 年 3 月に発行したユーロ建て債では、国内外の様々な投資家から堅調な投資需要が観察され、中央銀行・公的機関、ファンド、保険・年金基金、事業法人といった、フランス地方債セクターではそれほど典型的でなかった投資家層によっても順調に消化されている（図表 8 右参照）。

なお、欧州全体を見ると、フランス以外の国でも、金融・ソブリン財政危機を経て、地方共同資金調達機関の重要性が認識され、新たな組織の設立に向けた動きが見られている。英国では長らく、中央政府による公共事業貸付委員会（PWLB）を通じた地方公共団体融資制度が浸透していたが、融資規模の小ささや金利水準の高さ等を背景に、新たな資金調達機関（Local Capital Finance Company）の設立準備を地方政府協議会（LGA）が中心となって進めている。2015 年 6 月 8 日現在、60 近くの地方政府がこの仕組みへの参加意思を表明している<sup>36</sup>。ドイツでは、与党のキリスト教民主同盟（CDU）が 2014 年 4 月 5 日に開催した会議において、合理的な債務管理の一環として、市町村の資金調達を支援する州若しくは市町村レベルでの金融公社の設立を財務大臣主導で検討することなどが掲げられている<sup>37</sup>。

<sup>36</sup> Local Government Association, *The UK's Municipal Bonds Agency*, 8 June 2015.

<sup>37</sup> CDU-Bundesgeschäftsstelle, *Bericht über den Vollzug der Beschlüsse des 25. Parteitags gemäß § 26 der Geschäftsordnung der CDU: 26. Parteitag der CDU Deutschlands*, 17 March 2014, pp.11-12.

金融規制の強化傾向などを踏まえると、今後も地方共同資金調達機関の重要性は世界的に高まっていくと予想される。地方共同資金調達機関が成功するためには、(1) 受益者である地方公共団体が真に必要な金融・技術面でのサービスを提供すること、(2) 金融市場の信認を維持すべく、ガバナンス体制の確立、経営・財務の健全性及び透明性を確保すること、(3) 資金調達源（商品性、通貨、年限等）を分散し、投資家が魅力を感じる商品を提供し続けること、がカギになると言える。