

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—

大崎 貞和

要 約

1. 米国の 1933 年証券法は、わが国の証券取引法と同様に、地方債をディスクロージャー規制の適用対象外としている。しかし、1989 年に採択され、1994 年に改正された SEC 規則 15c2-12 と自主規制機関のルールにより、地方債の引受を行う引受業者に対して、発行者に発行開示及び継続開示を行わせる義務が課されており、一般の企業情報開示に近いディスクロージャーが行われている。
2. 2004 年 9 月に稼働した「ディスクロージャーUSA」は、地方債の発行者が、情報開示書類を電子ファイル形式で提出することを可能にし、開示書類の提出と証券業者や投資家による検索、閲覧のプロセスを効率化しようとするものである。インターネット上での書類閲覧が不可能という点に限界はあるが、一定の効果は期待できるものと言える。
3. わが国では、近年、地方債発行者による IR 活動なども行われている。「三位一体改革」の下、地方の財政自主権の強化が図られる中、そうした自主的な活動に留まることなく、地方債の情報開示制度を整備することは市場の拡大に資する有効な方策と考えられる。折から始まろうとしている「投資サービス法」の議論は、検討の好機となるだろう。

I. はじめに

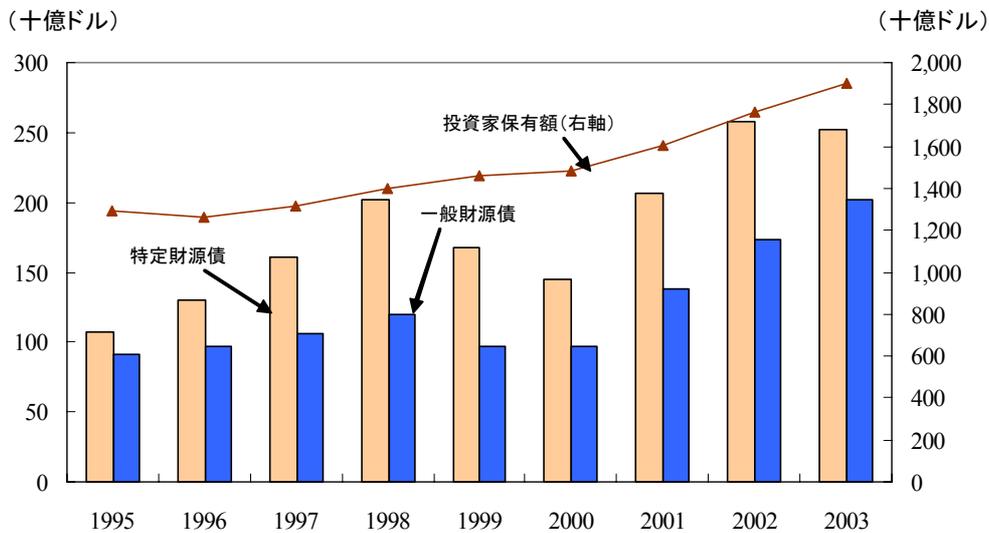
2004 年 9 月 7 日、米国の証券取引委員会 (SEC) は、地方債に関する情報開示サイトである「ディスクロージャー USA」 (Disclosure USA) が、関係法令に適合的であることを認める解釈通達を発出した¹。

このサイトは、地方債の発行者が、開示情報を効率的に提出できるようにするために構築されたものであり、SEC が運営する企業情報の電子開示システム「エドガー」の地方債版とも言うべきものである。提出情報を直接インターネット上で閲覧することができな

いという欠点もあるが、市場の流動性向上に資することが期待されている。

米国の地方債市場における情報開示制度は、わが国地方債市場の今後のあり方を考える上でも示唆に富んでいる。本稿では、新しい電子開示システムの仕組みやその背景にある米国の地方債に関する情報開示制度を紹介することとしたい。

図表 1 米国における地方債発行額と投資家保有額の推移



(出所) FRB, Flow of Funds 及びトムソン社データより野村資本市場研究所作成

II. 米国の地方債をめぐる情報開示制度

1. 情報開示義務を免除される地方債

1) 地方債市場の現状

米国の地方債市場は、極めて裾野の広い市場であり、約 37,000 もの州、郡、市、学区、特別区などが地方債を発行しているといわれる²。

地方債には、発行体の課税権が担保とされる一般財源債 (general obligation bond) と特定のプロジェクトや事業によって得られる運営収入を元利払いの財源に充てる特定財源債 (revenue bond) がある。2003 年の発行額は、両者を合わせて 4,544 億ドル (約 50 兆円) に上り、投資家の保有額 (ほぼ発行残高に相当する) は、1.9 兆ドル (約 209 兆円) に達している (図表 1)。ちなみに、わが国の地方債発行額は 2001 年度決算ベースで 11.8 兆円、地方の長期債務残高は 2004 年度末見込みで 204 兆円である³。

発行市場の拡大とともに、地方債の流通市

場も存在感を増しており、2002 年半ば以降、一日平均売買高は、100 億ドル (約 1.1 兆円) を超えている (図表 2)。ちなみに、わが国の公募地方債市場は、2003 年の年間売買高でも 41.6 兆円に留まっている。

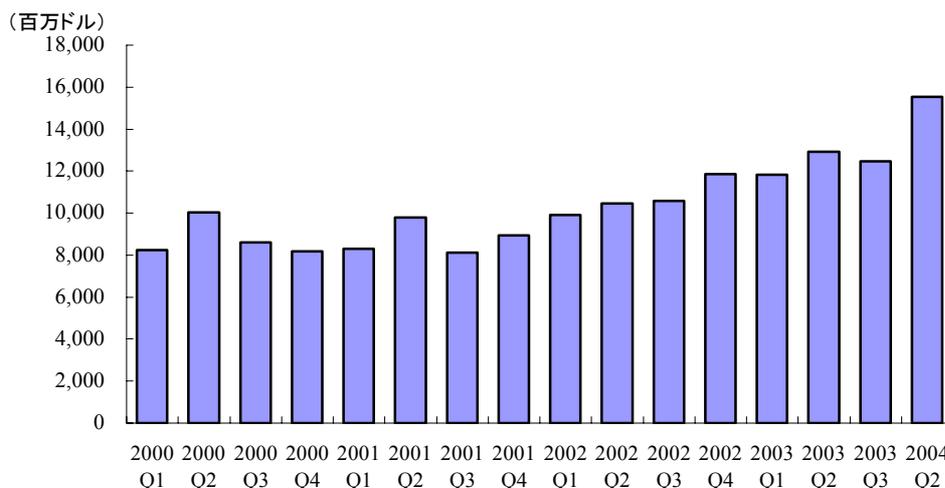
なお、米国の地方債は、利子に対する連邦所得税の課税が免除される上、地方税に関する免税措置が講じられているケースも多く (こうした地方債は免税債と呼ばれる)、他の債券に比べて個人投資家による投資が活発に行われる要因の一つとなっている。

2) 証券法上の位置づけ

米国における証券市場規制の基本法である 1933 年証券法は、連邦及び州の政府を始めとする公的機関の発行する証券に対しては、原則として同法の規定を適用しないと定めている (第 3 条(a)(2))。従って、地方債の発行者に対しては、一般の企業等が株式や債券の募集・売出しを行う際に課される情報開示規制は適用されない。

わが国の証券取引法においても、米国の制度と同様に、国債や地方債は、情報開示規制

図表2 米国における地方債売買高の推移（一日平均）



(出所) 地方債規則制定委員会資料より野村資本市場研究所作成

の適用除外とされている。その理由は、発行に政府が関与し、他の法律による相当の規制もあり、安全性が高い（あるいはリスクが少ない）ためと説かれている⁴。

多くの場合、地方債の安全性が多く的一般企業の社債に比べて、相対的に高いことは事実だろう。しかしながら、国の一般的な徴税権によって担保されているため、少なくとも自国通貨建てで発行される限り、デフォルト（債務不履行）の可能性がゼロに等しい国債とは異なり、地方債のデフォルトはあり得ないと言い切ることは難しい⁵。実際、米国でも、わが国でも、地方債には債券格付け機関による格付けが付されており、その格付けは、国債よりも低くなるのが通例である。

また、制度設計の問題として、単に投資リスクの低さが、情報開示義務を免除される理由であるとすれば、最上位の AAA 格の社債でも、情報開示を義務づけられることとの整合性が問われかねない。地方債に対する一律の情報開示義務の免除が、合理的な仕組みであるかどうかは、必ずしも自明とは言い切れないだろう。

2. 情報開示規制の導入

事実、米国では、1970 年代半ばから、地方債をめぐる情報開示規制のあり方が問題視されるようになった。当時、ニューヨーク市が財政危機に陥り、市債のデフォルトが現実のリスクと考えられるようになったことや地方債の発行体であったワシントン公共電力システムが実際にデフォルトを起こしたことなどをきっかけとして、地方債の発行者にも情報開示義務を課すべきではないかという議論が生じたのである⁶。

結局、この議論は、証券法そのものの改正にはつながらなかった。それでも、SEC や自主規制機関による規則のレベルで、地方債に関する一定の情報開示規制が導入されることになった。その内容は、次の通りである。

まず、1989 年 6 月、SEC は、1934 年法規則 15c2-12 を採択し、引受業者（ブローカー、ディーラー、もしくは地方債証券ディーラー）に対し、総額 100 万ドル以上の地方債の引受を行う場合には、発行者が作成した情報開示のための公式概要（official statement）を入手するとともに、投資家から要請があった際には交付することを義務づけた⁷。これは、一般の企業情報開示における発行開示（わが

国では有価証券届出書、目論見書が該当)に相当するものである。

公式概要を作成するのは発行者自身だが、引受業者が、その内容を事前にレビューするものとされている(規則 15c2-12(b)(1))⁸。

ついで、1990年6月、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)は、SECの承認を得て規則を改正し、発行者が作成した公式概要を保管し、公衆による閲覧を可能とするための施設を創設することとした。

現在、これに該当する施設としては、四つの公認地方債証券情報保管機関(Nationally Recognized Municipal Securities Information Repositories: NRMSIR)があるほか、州法上の規定に基づいて情報開示書類の提出を受け付ける三つの州情報保管機関(State Information Depositories: SID)が設けられている⁹。

更に、1994年11月には、SECが規則 15c2-12を改正し、引受業者に対し、従来の発行開示に関する義務に加えて、引受けようとする証券の発行者が、NRMSIR及び必要な場合にはSIDへ毎年の財務情報と新たに発生した重要事実に関する情報(event notices)を提供することを合理的な根拠に基づいて確信できない限り、当該証券の売買を行ってはならないとする新たな義務を課すこととした。これは、一般の企業情報開示における継続開示及び適時開示(わが国では、有価証券報告書、半期報告書や臨時報告書が該当)に相当するものである。

こうして、地方債の発行者は、NRMSIRやSIDに発行時の公式概要と毎年の財務情報、新たに発生した重要事実に関する情報、をそれぞれ提出するよう、事実上義務づけられることになった¹⁰。一般の企業情報開示と比較すると、継続開示される財務情報が企業の場合は四半期ごとであるのに対し、地方債

発行者は年に一回でも良いという違いは残るものの、それほど遜色のない水準の情報開示が行われるようになったと行うことができよう¹¹。

なお、情報開示書類は、発行者が作成してNRMSIRやSIDへ提出するのが原則である。但し、適時開示に関する書類は、NRMSIRでなくMSRBへ提出することも可能である。また、公式概要については、SEC規則はMSRBへの提出を求めているが、MSRBの規則G-36に基づき、引受業者からMSRBへ写しを提出することが義務づけられている。

3. 開示される情報の内容

1) 発行開示の内容

規則 15c2-12では、発行時の情報開示書類に記載されるべき内容として、次のようなものがあげられている(同規則(f)項(3))。

- ① 証券の発行条件
- ② 財務情報や運営データ(operating data)を含む発行者に関する情報(当該証券の価値に大きな影響を及ぼす発行者以外の企業、基金等の主体に関する情報を含む)
- ③ 年次情報開示を行うとの誓約と過去5年間に同様の誓約に反して情報開示を怠ったことがあれば、その事実

上のうち②にいう財務情報や運営データは、年次財務情報として、最低年一回はNRMSIRやSIDに提出されなければならない(規則 15c2-12(f)項(9))。

発行時の情報開示書類に掲載されるべき財務情報や運営データについては、過去にNRMSIRやSIDに提出されたものがあれば、当該データを参照すべき旨を記載することもできる。これは、一般の企業情報開示において、継続開示を行っている発行者に対して認められる「参照方式」に相当する簡易な開示方法である。

発行時の情報開示書類及び年次財務情報の詳しい記載内容については、地方債発行者の団体である財政担当者協会（Government Finance Officers Association）が、様々なガイドラインを作成している。これらのガイドラインでは、公会計基準審議会（Government Accounting Standards Board）によって承認された一般に公正妥当と認められた会計基準（GAAP）を用いて財務情報を作成するといった基本的な事柄から内部統制の強化やMD&A（財政状態及び経営成績の分析）の開示といった、企業情報開示の分野でも先端的な事柄に至るまで、実に様々なテーマが取り上げられている。

2) 継続開示の内容

一方、地方債の発行後に発生した場合、開示すべきとされる重要事実とは、次のようなものである（規則 15c2-12(b)項(5)(i)(C)）。

- ① 元本及び利子の支払い遅延
- ② 債務不履行に関連する支払いの欠如
- ③ 財政状態の悪化に起因する減債基金の予定外の取り崩し
- ④ 財政状態の悪化に起因する予定外の信用の活用
- ⑤ 借入先の交代、もしくは借入先が機能しなかった事実
- ⑥ 当該債券に関する免税措置に影響を及ぼす税務上の見解の提示や出来事
- ⑦ 債券保有者の権利に関する変更
- ⑧ 債券の早期償還
- ⑨ 権利者の変更（defeasance）
- ⑩ 当該債券の元利払いを担保している資産に関する権利放棄（release）、代位、資産の売却
- ⑪ 格付けの変更

II. ディスクロージャーUSA の稼働

1. ディスクロージャーUSA の仕組み

ディスクロージャーUSA とは、SID の一つであるテキサス州地方債顧問協会（Municipal Advisory Council of Texas）が開設したインターネット・サイトであり、2004年9月7日から稼働している¹²。

SEC は、同日付で、地方債の発行者がディスクロージャーUSA のサイトに情報開示書類のファイルをアップロードすることが、規則 15c2-12 にいう毎年の財務情報と新たに発生した重要事実に関する情報の提供を確約したと地方債引受業者が信じる合理的な根拠にあたることを解釈通達を発出した¹³。つまり、地方債発行者は、引受業者と予め合意した上で、インターネット上のディスクロージャーUSA サイトにアクセスして情報開示書類のファイルをアップロードするだけで、所定の開示手続きを終えることができるのである。

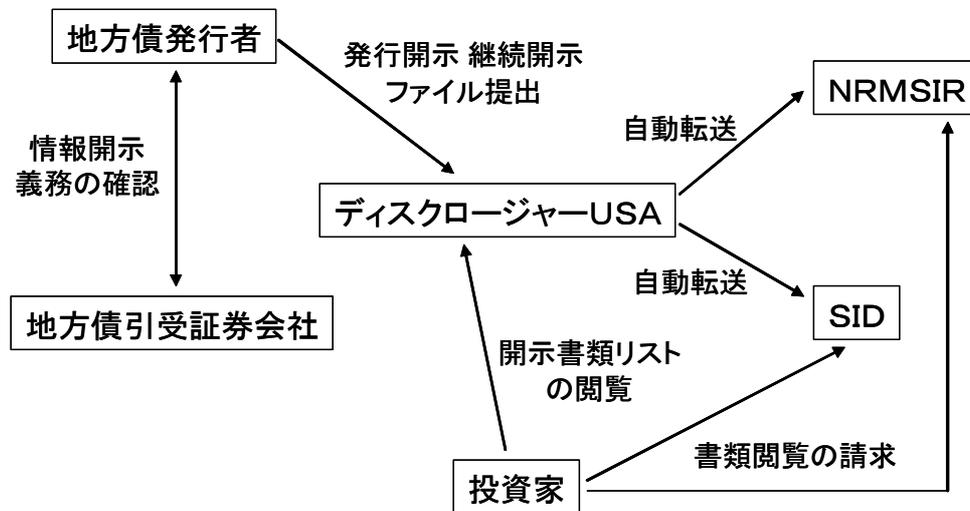
インターネットの利用に不慣れな発行者は、ディスクロージャーUSA の事務局へファックスを送って、ファイルの作成とアップロードを依頼することもできる。

いずれの場合でも、アップロードされた情報開示書類は、全ての NRMSIR 及び必要な場合には管轄の SID へ自動的にファイル転送される（図表 3）。NRMSIR 及び SID への転送は、20 秒から最大 20 分で完了するものとされ、完了後直ちに、発行者に対して書類の受領通知が電子的に送られる。

この書類のアップロードを行うためには、地方債の発行者もしくはその代理人であることを明らかにした上で、予め口座の開設などの手続きをとらなければならないが、ディスクロージャーUSA には、誰でもアクセスできる機能もある。それは、提出された書類に関する情報の閲覧機能である。

インターネット上で閲覧できる情報は、①

図表3 ディスクロージャーUSAの位置づけ



(出所) 野村資本市場研究所

発行者の名称、②提出された書類の種類（発行時の情報開示書類、年次財務情報、四半期財務情報、重要事実）、③提出日時、④発行者の連絡先等を記した「カバー・シート」、⑤NRMSIR や SID における受領状況、などである。当日提出された書類、過去一週間に提出された書類、といったカテゴリーで一覧することができるほか、発行者名からの検索などの機能も付いている。開設初日の9月7日に4件の書類がアップロードされ、9日までに10件となった。

もっとも、提出された書類のファイルそのものは、インターネット上で閲覧したりダウンロードしたりすることはできない。この点は、投資家などの一般利用者からみたシステムの使い勝手という観点からは大きな問題（あるいは欠陥）とも言えるが、NRMSIRの既得権に配慮した結果ではないかと考えられる（後述）。

2. 開設の背景と意義

1) 既存の仕組みの問題点

従来、地方債の発行者は、ディスクロージャー書類ができるだけ幅広く閲覧されるようにするために、複数のNRMSIRへ同じ書類を提出してきた。しかし、異なるNRMSIRに書類を提出するのは非効率である上、全てのNRMSIRへの提出が義務づけられているわけではないため、書類を閲覧しようとする引受業者や投資家からは、見たい書類がどのNRMSIRに提出されているのか分からない、検索を依頼しても回答がまちまちで実際には提出されている書類が確認できなかったりする、といった不満の声が上がっていた。

一方、MSRBは、引受業者から様式G-36を用いて提出される公式概要の写しについて、インターネット上での提出を可能にするe-OSシステムや適時開示書類のインターネット上での提出を可能にするCDIネットなどのシステム整備を進めてきた。ところが、MSRBは、年次財務情報の提出を受ける立場にないため、発行者は、MSRBのシステムだ

けでは、電子的な情報開示を完結させることができない状態に置かれてきた。

ディスクロージャーUSA は、こうした問題を解決し、地方債に関する情報開示書類の提出プロセスを効率化するために構想された。情報開示書類の電子的な提出を可能にすることで手続きの効率化を図るという点では、一般の企業情報開示におけるエドガー・システム（EDGAR: Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval）に相当する仕組みである¹⁴。

2) エドガー・システムとの違い

ディスクロージャーUSA とエドガーの最大の違いは、誰もがエドガーで提出された情報をインターネット上の SEC ホームページで閲覧できるのに対し、ディスクロージャーUSA で提出された書類は、あくまで NRMSIR や SID を通じてしか閲覧できないという点にある。

一般的に言って、情報開示の電子化には、提出や提出された書類の審査のプロセスの効率化と投資家への情報提供の効率化という二つの狙いがある。エドガーの場合も、1988年の稼働当初は、前者の機能しか果たさなかったと言えるが、1995年からインターネット上での情報閲覧が可能となったことで、投資家への情報提供の効率化というもう一つの重要な目標が達成された。その点、ディスクロージャーUSA は、中途半端な存在に留まっていると言わざるを得ない。

それにしても、インターネットが一般に利用可能でない時代に開発されたエドガーはともかくとして、インターネット時代に開設されたディスクロージャーUSA にファイルの閲覧機能が付いていないのはなぜだろうか。この点について、明確な説明はなされていないが、既存の NRMSIR のビジネスへの影響が懸念されたためと考えられる。

州法レベルの機関である三つの SID は、

今回ディスクロージャーUSA を開設したテキサス州地方債顧問協会を含め、いずれも非営利団体である。これに対して、連邦レベルの NRMSIR は、いずれも営利企業であり、開示情報の提供もビジネスとして行っている。例えば、NRMSIR の一つであるブルムバーグの場合、開示書類の送付は、郵送扱いで一件 25 ドル、ファックス送付の場合、最初のページが 5 ドル、以後 1 ページ当たり 1 ドル、という料金設定になっている。

かつて、エドガーについても、SEC がインターネット上での閲覧を可能にすれば、有料で情報を閲覧させていた情報ベンダーの既得権が害されるといった議論があった。結局、投資家の利便性を重視するという観点から、インターネット上での直接公開が実現したわけだが、多くのベンダーは、検索機能を充実させたり、閲覧フォーマットを工夫したりするなど、有料サービスならではの付加価値を加える工夫をして、無料の公共サービスと競争しようとしている。そのことを考えれば、ディスクロージャーUSA が中途半端な仕組みに留まる限り、NRMSIR の既得権は侵されないという構造になっていることは否定できまい。

なお、問題の根底には、開示書類の受付という公的な役割を担う NRMSIR が複数の民間機関から成っているという仕組みの矛盾がある。1990年の MSRB による規則改正を承認した SEC のリリースによれば、当初、SEC は、自主規制機関である MSRB が単一の NRMSIR となることを期待していたようである。ところが、MSRB は、その申請を行わず、現在の仕組みが形成されることになってしまった。既に触れたように、MSRB は、引受業者からの公式概要の提出と発行者からの適時開示情報の提出は受理するが、発行者からの年次財務情報の提出は受理しないという極めて中途半端な立場に置かれており、ことさら複雑な仕組みとなってしまう要因の一

つとなっている。

IV. わが国への示唆

わが国の地方債市場は、公募地方債の発行団体が限られた数に留まることから、米国に比べて未発達な状態にある¹⁵。それでも、近年、市場拡大へ向けて様々な試みが行われており、2003年4月には、発行規模の面で一定のロットを確保することを主な狙いとする共同発行市場公募地方債の発行も始まった。また、投資家への情報提供という側面では、市場公募地方債を発行する都道府県、政令指定都市が合同で、あるいは個別にIR（インベスター・リレーションズ、投資家向け広報）活動を行うといった動きもみられる。

一方、地方財政をめぐることは、現在、補助金改革、地方交付税改革、税源移譲を含む税源配分の見直し、の三つを柱とする「三位一体改革」が進められている。この改革の中身は、地方債市場のあり方に直接の影響を与えるものではない。とはいえ、改革の基本精神は、地方の財政自主権拡大にある。各地方公共団体が自らの責任の下に、自らの信用度に応じたコストで市場から資金調達を行う地方債は、地方財政の自立化の進展によって、その役割を高めていくことは間違いない。

既に触れたように、わが国の証券取引法は、地方債の発行者に情報開示義務を課していない。しかし、本稿で詳しく紹介したように、同様の法を有する米国では、SECの規則と自主規制を通じて、一般の企業情報開示に近いディスクロージャーの仕組みが整備されている。

わが国の地方債発行団体が、近年IR活動に力を入れていることからもうかがえるように、投資家への情報開示は、たとえ法令上の義務がなくても、自然発生的に、市場のニーズに応じて行われるものである。そうした自主的な取り組みの重要性は改めて言うまでも

ないことだが、自主的なIR活動だけでは、開示される情報の内容や開示の方法、頻度などが統一されず、異なる発行者の情報を横比較しようとする投資家のニーズには、十分に応えられないだろう。一般企業のIR活動のみでも明らかなように、IR情報は、あくまで法定開示情報や取引所における適時開示情報を補完し、更に充実させる機能を担うべきものである。

おりから、わが国では、証券取引法の従来の枠組みを見直し、価格変動や元本毀損のリスクを伴う金融商品を包括的、横断的に規制する「投資サービス法」の制定が検討されようとしている¹⁶。規制対象となる金融商品に係わる情報開示制度は、「投資サービス法」の一つの大きな柱となるだろう。

米国では、地方債の情報開示制度は、法律ではなくSECの規則に基づいて構築されてきたが、こうした検討を控えているわが国では、これを奇貨として、法律上の制度とすることが選択肢として考えられるのではなかろうか。米国では、法改正という形がとられなかったため、法令上の開示義務が発行者ではなく引受業者に対して課されている上、複数のNRMSIRが並立しているために必ずしも効率的な制度となっていない。地方債市場の制度に限っては、わが国が米国の制度を直輸入することは得策ではなかろう。

米国地方債市場における情報開示制度の導入は、発行者によるデフォルトの危機をきっかけとして検討された色彩が強い。とはいえ、近年の地方債市場の拡大ぶりからもうかがえるように、情報開示制度の充実が、投資家の市場参加拡大を促しているという因果関係もあるだろう。情報開示制度の導入は、単なる規制強化ではなく、市場の効率性を高めるインフラ整備の側面を有する。わが国においても、地方債市場の拡大を図るべく、情報開示のあり方をめぐる検討が進められることを期待したい。

¹ <http://www.sec.gov/info/municipal/texasmac090704.pdf>.

² 日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2002年版』（同所、2002年）54頁。

³ 財務省「日本の財政を考える」（2004年5月）。

⁴ 龍田節『証券取引法Ⅰ』（悠々社、1994年）115頁、岸田雅雄『証券取引法（第2版）』（新世社、2004年）167頁。

⁵ 仮に発行時に政府保証が付されていたとしても、制度変更などにより、保証が撤回される可能性はゼロとは言い切れない。

⁶ Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Fourth Edition, Aspen Law and Business, 2001, p.309.

⁷ 17 CFR § 240.15c2-12. この規則制定の根拠となったのは、ブローカー・ディーラーや地方債証券ディーラーが詐欺的、欺瞞的もしくは相場操縦的な行為や慣行に従事することを禁じた1934年証券取引所法第15条(c)(2)の規定である。

⁸ 公式概要を始めとする情報開示書類の内容に虚偽または誤解を生ぜしめる記載等があった場合について、規則15c2-12自体は特に言及していないが、証券取引に関する詐欺的な行為を禁じる一般的な規則である規則10b-5に違反することは明らかである。

⁹ NRMSIRは、Bloomberg Municipal Repository、DPC Data Inc.、FT Interactive Data、Standard & Poor's Securities Evaluations, Inc.の四つである。また、SIDは、Municipal Advisory Council of Texas、Municipal Advisory Council of Michigan、Ohio Municipal Advisory Councilの三つである。

¹⁰ 法令上は、あくまで発行者が直接の開示義務を負うわけではないが、引受業者を介さない地方債の円滑な発行が難しい以上、所定の情報開示を行わなければ発行は事実上不可能であり、発行者にとっては義務に等しいものと言える。

¹¹ 規則上の義務は、最低年1回の財務情報開示だが、実際には、少なからぬ数の地方債発行者が、四半期開示を行っている。

¹² <http://www.disclosureusa.org>.

¹³ 注1前掲。

¹⁴ エドガーについて詳しくは、拙稿「情報開示の電子化」、遠藤彰郎ほか編『企業価値向上のためのIR経営戦略』（東洋経済新報社、2004年7月）、第12章参照。

¹⁵ わが国地方債市場の現状については、藤木宣行「わが国地方債市場の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2002年夏号参照。

¹⁶ 増井喜一郎金融庁金融企画局長インタビュー「投資サービス法の議論を年内にもスタート」『週刊金融財政事情』2004年8月30日、神田秀樹「市場を横断する業者ルールとして投資サービス法の整備を」『週刊金融財政事情』同号参照。