

ニュージーランドのインフラ投資需要を担う地方共同調達機関 —ニュージーランド地方自治体資金調達機関（LGFA）—

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. ニュージーランドでは、2000年代のインフラ投資需要の増大や金融・ソブリン財政危機を背景に、2011年12月に新たな地方共同資金調達機関としてニュージーランド地方自治体資金調達機関（New Zealand Local Government Funding Agency、LGFA）が誕生した。
2. LGFAは、高い貸出シェアを獲得し、ニュージーランドの地方公共団体にとって重要な資金の出し手として、地方債発行・金利コストや手間といった負担の軽減や資金調達の安定化の面で大きく貢献している。さらに、ニュージーランドドル建て債券の主要発行体の1つとなり、国内外の投資家に対してニュージーランド債券市場への投資機会を提供する一助ともなっている。
3. 今後も、金融規制の強化傾向や政府部門の資金不足等を踏まえると、LGFAのような地方共同資金調達機関が必要とされる場面が世界的に増えていくとみられる。ただし、LGFAが地方共同資金調達機関として存在意義を確保し続けるためには、（1）資産の質の維持、（2）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・拡充、（3）資金調達源を分散し、投資家が魅力を感じる商品を継続的に提供、といった課題を意識した経営を行うことが望まれる。

I 世界で根付く地方共同資金調達機関

北欧や日本等では、地方公共団体の資金調達の効率性向上を目的として、地方共同資金調達機関の仕組みが長年に渡って根付いており、2000年代後半の欧米を中心とした金融・ソブリン財政危機以降も、複数の国で地方共同資金調達機関の設立に向けた取組みが観察されている。ニュージーランドでは、2000年代のインフラ投資需要の増大や金融・ソブリン財政危機を背景に、2011年12月に新たな地方共同資金調達機関としてニュージーランド地方自治体資金調達機関（New Zealand Local Government Funding Agency、LGFA）が誕生した（図表1参照）。

図表 1 主な地方共同資金調達機関の概要

| | | | | |
|-----------------------|---|-----------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|
| 機関名 | ニュージーランド地方自治体資金調達機関 (New Zealand Local Government Funding Agency) | 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) |
| 設立年 | 2011 | 1899 | 1989/1993 | 1986 |
| 出資 | 国 (20%)、地方公共団体 (80%) | 地方公共団体 (100%) | 地方政府年金基金 (31%)、国 (16%)、地方公共団体 (53%) | 地方公共団体 (100%) |
| 保証形態 | 地方公共団体による連帯保証、国による部分出資及び流動性ファシリテイの供給 | 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 |
| 貸付先 | 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 |
| 市場シェア (2015年) | 70~75% (オークランドを除く) (注1) | 約 95% | 約 50% | 約 45% |
| 格付け (ムーディーズ/S&P/フィッチ) | -/AA+/AA+ | Aaa/AAA/- | Aa1/AA+/- | Aaa/AAA/- |
| 機関名 | ノルウェー地方金融公社 (Kommunalbanken) | フランス地方金融公社 (Agence France Locale) | 地方公共団体金融機構 | |
| 設立年 | 1926 | 2013 | 1957/2008 | |
| 出資 | 国 (100%) | 地方公共団体 (100%) | 地方公共団体 (100%) | |
| 保証形態 | 国有公社、国からの支援表明 | 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 | |
| 貸付先 | 地方公共団体及び地方公共団体関連企業等 | 地方公共団体 | 地方公共団体 | |
| 市場シェア (2015年) | 約 50% | - (注2) | 16.1% (注3) | |
| 格付け (ムーディーズ/S&P/フィッチ) | Aaa/AAA/- | Aa3/-/- | A1/A+/- | |

- (注) 1. ニュージーランド地方自治体資金調達機関の市場シェアは、2016年度 (2015年7月~2016年6月) の数値。
 2. フランス地方金融公社の市場シェアは、非公開だが、出資地方公共団体の債務残高がフランスの地方債務全体に占める割合は約 13%であるほか、市場シェアの長期目標は 25%としている。
 3. 地方公共団体金融機構の 2015年の市場シェアは、2015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。
 4. 格付けは、本国通貨建て発行体格付け。2017年4月末現在。

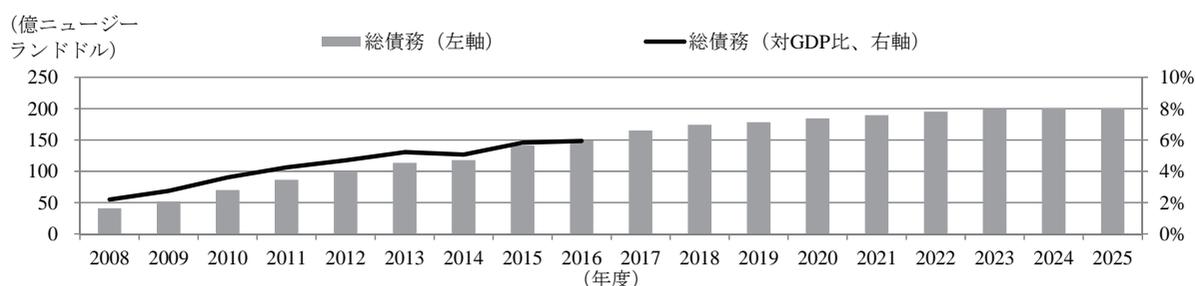
(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016; S&P, *Kommunekredit*, 18 November 2016, p.5; Agence France Locale, *The French Local Government Funding Agency Investor Presentation*, February 2017、地方公共団体金融機構「『地方の地方による地方のための』地方公共団体金融機構 2012年度債券計画について」2012年3月、7頁、総務省「平成27年度地方債計画」2015年1月14日、8頁、より野村資本市場研究所作成
<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20October%202016.pdf>、
http://www.agence-france-locale.fr/en-us/Documents/AFL_Investor_presentation.pdf、
<http://www.jfm.go.jp/ir/pdf/H23/ir-shiryo/irshiryo-3-toshika.pdf>、http://www.soumu.go.jp/main_content/000331936.pdf

II ニュージーランド地方自治体資金調達機関の設立経緯

ニュージーランドの地方公共団体は、(1) 広域行政を担う広域自治体 (Regional Council、11 団体)、(2) 基礎自治体の役割を担う地域自治体 (Territorial Authority、67 団体 [12 のシティ・カウンスル、54 のディストリクト・カウンスル及びオークランド¹⁾、の合計 78 団体で構成されている。ニュージーランドの地方公共団体は、インフラ網、公共交通、廃棄物収集・処理、自然災害対策、図書館、博物館、保護地域、レクリエーション施設及びその他の地域インフラ等に係る事務を担っている。

ニュージーランドの地方財政制度では、基本的に歳入歳出均衡予算が定められており、経常経費の財源としての借入は認められず、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とされている²⁾。地方債務残高は 2015 年 6 月末現在、約 141.2 億ニュージーランドドル³⁾ (対 GDP 比: 約 5.8%) となっている⁴⁾ (図表 2 参照)。なお、外貨地方債の発行については、オークランド以外は認められていない。また、ニュージーランドの地方公共団体が債務不履行 (デフォルト) となったことはない⁵⁾。

図表 2 ニュージーランドの地方債務残高の推移



(注) 2008～2014 年度までは実績 (オークランドを除き、単独レベル)。2015～2025 年度までは、各地方公共団体の長期計画に基づく。

(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *A Snapshot of Local Government's Financial Health: a Sector in Good Shape*, December 2015, p.4; Statistics New Zealand, *Infoshare*, より野村資本市場研究所作成

(<http://www.lgnz.co.nz/assets/LGNZ-Financial-Sector-Report.pdf#search=%27a+snapshot+of+local+government%27s+financial+health%27>, <http://www.stats.govt.nz/infoshare/>)

¹⁾ オークランドは、2010 年 11 月にオークランド広域自治体とオークランド・シティを含む 7 つの地域自治体が合併してできた地域自治体 (統合自治体) である。個別の設置法で Auckland Council と名称が規定されており、他の地域自治体のようにシティ、ディストリクトの呼称はない。(自治体国際化協会「オーストラリアとニュージーランドの地方自治」2015 年 3 月、81 頁)

²⁾ Local Government New Zealand, *Why Do Councils Borrow?*, 5 November 2015.

³⁾ 1 ニュージーランドドル=82.861 円 (2015 年 6 月末現在)。

⁴⁾ 各地方公共団体の長期計画 (2015～2025 年) に基づく数値。ブルームバーグの統計によると、資本市場で資金調達された地方債は 2015 年 6 月末現在、約 128.7 億ニュージーランドドルに上り、残りは金融機関から借り入れているとみられる。

⁵⁾ New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.48.

地方公共団体が借入を行う場合、議会の議決が必要なほか、首長が策定する債務管理方針に基づき、実施される⁶。債務管理方針は、当該団体が策定する長期計画⁷及び年度計画の内容に沿った内容となっており、金利変動リスク、流動性・与信管理、債務償還、借入上限額等に関する詳細が定められている。長期計画、年次計画及び年次報告においては、債務に関して、(1) 債務負担能力指標 (Debt Affordability Benchmark、借入予定額〔若しくは借入額〕が借入上限額の範囲内か検証)、(2) 債務履行指標 (Debt Servicing Benchmark、借入コストを歳入合計額〔開発支援等を除く〕で除した数値が 10%未満か否かを検証⁸)、(3) 債務管理指標 (Debt Control Benchmark、年度末の純債務残高が長期計画で示された予定額を下回っているか否かを検証)、を示す必要がある⁹。仮に、これらの指標の要件を満たさない場合、ニュージーランド監査委員会が監査を行うこととなっており、不適切と判断された場合、国会に報告されることとなる。

ニュージーランドの地方公共団体は長らく、中央政府が 1927 年に設立した地方公共団体貸付協議会 (LGLB) からの借入のみが可能だった。しかし、1980 年代半ば頃からの中央政府の行政改革等を背景に、地方分権が進められた結果、1996 年に地方自治法が改正され、地方公共団体が財政運営により責任を持つことが求められるようになった¹⁰。その一環として、LGLB が廃止され、地方公共団体による銀行からの借入や資本市場での資金調達 (証券形式の地方債発行) が可能となった。ただし、ニュージーランドの地方公共団体は、(1) 証券形式の地方債が 1998 年に開示対象となり、首長や全ての議員等が署名した目論見書の作成義務が課せられることとなったこと、(2) 銀行借入の場合は、基本的に融資する金融機関との二者間の取引となるため、資金調達ニーズに併せた条件設定 (年限、金利形態、償還方式) が可能となることなどを背景に、オークランドなど一部の地方公共団体を除き、基本的には銀行借入を選択するようになった¹¹。

多くの地方公共団体は 1990 年代後半から銀行借入を主軸に活用し始めたものの、財政規模が小さい団体を中心に、銀行からの借入金利の条件が良好でないとの不満を抱えるようになった¹²。そのため、複数の地方公共団体が出資して 1941 年に設立した保険・金融サービス会社のシビック・アシュアランスが 1999 年にニュージーランド地方公共団体金融公社 (LGFC) という新たな 100%子会社を設立し、個人投資家向けに「シビック債」

⁶ 債務管理方針は、2002 年地方自治体法第 102 条及び第 104 条に基づき、市長の権限で議員と協議の上、策定される。(自治体国際化協会「オーストラリアとニュージーランドの地方自治」2015 年 3 月、129 頁)

⁷ 長期計画は、全ての地方公共団体に策定が義務付けられている今後 10 年を基本とした計画 (計画期間は 3~10 年で設定可能)。3 年ごとに見直しを行うこととされている。(自治体国際化協会「オーストラリアとニュージーランドの地方自治」2015 年 3 月、96 頁)

⁸ ただし、ニュージーランド全体の人口増加割合以上の人口急増地域については、15%まで認められている。

⁹ 2014 年地方公共団体財務報告及びブルーデンス規制 (Local Government [Financial Reporting and Prudence] Regulations 2014) に基づく。そのほかにも、資産税徴収能力指標 (Rates Affordability Benchmark)、予算均衡指標 (Balanced Budget Benchmark)、基本的行政サービス指標 (Essential Services Benchmark)、業務管理指標 (Operations Control Benchmark) がある。

¹⁰ Te Ara The Encyclopedia of New Zealand, *Reforming Local Government*.

¹¹ Local Government Rates Inquiry Panel, *Funding Local Government*, August 2007, pp.154-155.

¹² Local Government Rates Inquiry Panel, *Funding Local Government*, August 2007, p.156.

を発行して調達した資金を地方公共団体に貸し付けるといったサービスを開始した¹³。この方法では、小規模の団体が個別で銀行から借り入れるよりも、シビック債として金融市場から一括で資金調達するため、規模の利益を享受し、有利な条件での貸付原資を確保することが可能となる。1999～2004年にかけて、1,179億ニュージーランドドルがシビック債を通じて調達され、20の団体がLGFCから有利な条件での借入を行った。しかしながら、2004年頃から銀行が融資拡大を目的として貸出金利の大幅な引き下げを行った結果、LGFCによるサービスの継続が困難となり、当該サービスは中止され、貸出分は最終的に2010年2月に全て償還された¹⁴。

一方、ニュージーランドでは、2000年代以降、オークランドやクライストチャーチ・シティといった都市部の団体を中心にインフラ投資需要が増加し、金融・ソブリン財政危機に伴う金融市場の環境変化もあり、地方公共団体が従来に増して効率的に資金調達を行う必要性に迫られるようになった。このような状況下、中央政府と地方公共団体の代表が2009年頃から新たな資金調達組織設立に向けた議論を重ねた。議論の中では、地方公共団体によっては発行額の小ささなどに起因し、借入コストが通常に比して50～70ベースポイント(bp)程度高い水準になっている可能性があり、地方公共団体が新たな資金調達組織を通じて借入を行うことで、合計で約2,500万ニュージーランドドルの借入コストの軽減に貢献するとの試算結果が明らかにされた¹⁵。これを受けて、中央政府は、新たな資金調達組織の設立に向けて、2010年度予算で500万ニュージーランドを拠出することを承認した。その後、2011年9月にはLGFAの根拠法となる2011年地方公共団体借入法が国王の裁可を得て、2011年12月1日に中央政府が20%、18の地方公共団体が合計で80%を出資する形でLGFAが有限会社として設立された。

III ニュージーランド地方自治体資金調達機関の業務・財務概要

1. LGFAの目的

LGFAは、参画している地方公共団体に対して、(1)他の資金調達源に比してより大きい金利負担軽減効果を提供、(2)長期貸付を実施、(3)債券市場へのアクセス可能性を担保、(4)より柔軟な貸出条件を提供、といった主目的を掲げている¹⁶。また、運営パフォーマンスを計測すべく追加目的を設けており、2017年度の場合、(1)配当を可能とする一定の利益の創出、(2)参画団体に対して少なくとも合計で5割以上の長期貸付を実施、(3)新たな長期債を発行、(4)発行コストや営業費用の予想額を上回らないこ

¹³ Civic Assurance, *Annual Report 2006*, May 2007, p.5.

¹⁴ Tim Sole, *Assuring & Enduring: The Story of an Extraordinary New Zealand Insurer with a Unique Long-term History of Protecting Community Assets*, Oratia Books, 2011.

¹⁵ 1bp=0.01% (The Treasury, *Regulatory Impact Statement: Enhancing Local Government Borrowing Options*, 6 April 2011, pp.4-6)

¹⁶ New Zealand Local Government Funding Agency, *Statement of Intent 2016/2017*, pp.2-3.

と、(5) 2015 年労働安全衛生法に基づくコンプライアンスの遵守、(6) ニュージーランド政府と同等の格付水準の維持、(7) 業績予想で掲げた利益等水準の達成、(8) 取締役会で承認された資金調達方針の遵守、を挙げている。

2. 中央政府等の関与・支援

ニュージーランドの中央政府は、LGFA に対して 20% 出資している。しかし、補助金等の財政支援は行っていないほか、LGFA の債務に明示的な保証を付与していない。ただし、LGFA の根拠法に基づく、公益性があると判断された場合や臨時的に資金不足になった場合、中央政府が LGFA に対して貸出を行うことが可能となっている¹⁷。

これに加え、ニュージーランドの財務省の一部であるニュージーランド債務管理局 (NZDMO) が LGFA に対して、コミットメントライン (流動性ファシリティ) を提供しており、流動性リスクの軽減に寄与している。流動性ファシリティの当初の期限は 2011 年 12 月から 10 年間、元本総額は最大 10 億ニュージーランドドルとされており、LGFA の格付水準が低下すれば元本総額も縮小されることとなっている。LGFA は、2017 年 8 月までの元本総額を 5 億ニュージーランドと設定している¹⁸。NZDMO はこのほか、デリバティブ取引のカウンターパーティとなっており、LGFA のカウンターパーティ・リスクの軽減に寄与している。

LGFA の発行体格付けは 2017 年 4 月末現在、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) 及びフィッチから、自国通貨建てについては「AA+/安定的」、外貨建てについては「AA/安定的」とされている¹⁹。格付けは、ニュージーランド政府と同水準となっており²⁰、中央政府との結びつきの強さ及び主要経済政策における重要性の高さに加え、ニュージーランドの地方公共団体向け貸出における強固な位置付け、貸出先のニュージーランドの地方公共団体の良好な資産の質などに下支えされている。

なお、各国の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²¹ (図表 1 参照)。一方、日本の地方公共団体金融機構 (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

¹⁷ S&P, *New Zealand Local Government Funding Agency Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 18 October 2016, p.3.

¹⁸ New Zealand Local Government Funding Agency, *LGFA An Overview*, 20 February 2017.

¹⁹ S&P, *New Zealand Local Government Funding Agency Ratings Affirmed; Outlook Stable*, 18 October 2016; Fitch, *Fitch Affirms New Zealand's LGFA at 'AA+'; Outlook Stable*, 15 November 2016.

²⁰ ニュージーランド政府は、LGFA とは異なり、ムーディーズからも格付けを取得している (2017 年 4 月末現在、自国通貨建て、外貨建て共に「Aaa/安定的」)。S&P 及びフィッチのニュージーランド政府の格付けが自国通貨建てと外貨建てで異なるのは、同国の金融政策、通貨の自由変動制及び国内市場の厚み等に起因している。(Moody's, *New Zealand's Half-Year Budget Shows Strong Public Finances, Robust Economic Growth*, 12 December 2016; S&P, *Ratings On New Zealand Affirmed On Monetary And Fiscal Flexibility; Outlook Remains Stable*, 22 March 2016; Fitch, *Fitch Revises New Zealand's Outlook to Stable; Affirms at 'AA'*, 26 January 2016)

²¹ 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」)

ことができるとされている²²。ちなみに、各国の地方共同資金調達機関と中央政府の格付水準は 2017 年 4 月末現在、フランス地方金融公社 (AFL) とフランス共和国 (中央政府) のように異なるケースは少なく、大部分が同等となっている²³。

3. LGFA の株主及び資本構成

LGFA は、ニュージーランド政府と 18 の地方公共団体が出資する形で 2011 年 12 月 1 日に設立された。地方公共団体の出資は義務ではないものの、出資地方公共団体は 2012 年 11 月 30 日には 30 団体にまで増加し、全地方公共団体 (78 団体) の約 4 割が出資している (図表 3 参照)。なお、新たに出資を希望する地方公共団体は、既に出資している団体から株式を購入する必要がある。

図表 3 LGFA の出資等の割合

| 割合 (%) | 払込済資本 | 設立資本 | 借入 | 保証供与 |
|----------------------------|--------|-------|---------|-------|
| ニュージーランド政府 | 20.00 | 11.1 | — | — |
| オークランド | 7.46 | 8.3 | 33.9 | 33.9 |
| クライストチャーチ・シティ | 7.46 | 8.3 | 19.4 | 8.4 |
| ハミルトン・シティ | 7.46 | 8.3 | 3.6 | 3.3 |
| ベイ・オブ・プレントゥイ広域自治体 | 7.46 | 8.3 | 0.0 | 0.7 |
| ウェリントン広域自治体 | 7.46 | 8.3 | 3.8 | 2.9 |
| タスマン・ディストリクト | 7.46 | 8.3 | 1.3 | 1.5 |
| タウランガ・シティ | 7.46 | 8.3 | 4.5 | 3.0 |
| ウェリントン・シティ | 7.46 | 8.3 | 3.8 | 5.9 |
| ウェスタン・ベイ・オブ・プレントゥイ・ディストリクト | 7.46 | 8.3 | 1.0 | 1.4 |
| その他の 21 出資地方公共団体 | 12.86 | 14.2 | 19.0 | 24.5 |
| 借入及び保証のみの 13 地方公共団体 | — | — | 8.4 | 14.5 |
| 借入のみの 7 地方公共団体 | — | — | 1.3 | — |
| 合計 | 100.00 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 合計額 (万ニュージーランドドル) | 2,500 | 4,500 | 670,259 | — |

(注) 払込済資本は 2017 年 2 月 20 日現在、それ以外は 2016 年 10 月 10 日現在。

(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, pp.24-25;
New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview*, 20 February 2017、より野村資本市場
研究所作成 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>、
http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/LGFA_Overview_Feb17_3.pdf)

ちなみに、各国の地方共同資金調達機関では、地方金融機構のように地方公共団体全額出資のケースも多いが、LGFA やフィンランド地方金融公社等のように国の出資を部分的に受けているケースもある (図表 1 参照)。また、地方公共団体の出資について、地方金融機構やデンマーク地方金融公庫のように全ての地方公共団体が出資しているケースもあれば、スウェーデン地方金融公社やフランス地方金融公社は、LGFA のように一部の地方公共団体から出資を受けている。

²² 地方公共団体金融機構法附則第 16 条第 1 項。

²³ フランス地方金融公社に関する詳細は、江夏あかね「『地方による地方のための』共同資金調達機関—フランス地方金融公社 (AFL) —」『野村資本市場フォータリー』2015 年秋号、を参照されたい。なお、2017 年 4 月末現在、フランス地方金融公社の格付けは Aa3 (ムーディーズ) であり、フランス政府は Aa2 (ムーディーズ) / AA (S&P 及びフィッチ) となっている。

LGFA の広義の自己資本は、設立資本 (Establishment Shares)、借入者債務証券 (Borrower Notes) 及び利益剰余金で構成されており、2016 年 6 月末現在、約 1.726 億ニュージーランドドルに上っている (図表 4 参照)。設立資本 (4,500 万ニュージーランドドル) のうち、2,500 万ニュージーランドドルが払込済資本 (Paid Up Shares)、2,000 万ニュージーランドドルが請求払資本 (Uncalled Shares) となっている。参画地方公共団体は、払込済資本と同様に、請求払資本にも出資することが義務付けられており、請求払資本については LGFA が資本増強を必要とする場合に参画団体が資金を拠出する仕組みとなっている²⁴。設立資本は、普通株式の形態で議決権も付与されているほか、配当を行うことも可能となっている²⁵。配当については、裁量性ではあるが、LGFA の資金調達コスト+200bp が基準とされており、2013 年度 (2012 年 7 月 1 日～2013 年 6 月 30 日) から実施されている。

図表 4 LGFA の広義の自己資本の概要

| 資本の主な種類 | | | | | | |
|------------------------|--|-------|--|--------|--------|--|
| 名称 | 設立資本 | | 借入者債務証券 | | | |
| 払込日 | LGFA 設立時 | | 借入時 | | | |
| 払込者 | 中央政府 20%、地方公共団体 80% | | 借入を行う地方公共団体 (返済期日が 265 日未満のものを除く) | | | |
| 特徴 | 普通株式 (払込済資本及び請求払資本) | | 転換可能劣後債務 (LGFA の他の債務に劣後) | | | |
| 権利 | 議決権 (払込済資本 1 株に対し、1 つの議決権) | | 議決権なし | | | |
| 払込済資本 | 合計 2,500 万ニュージーランドドル | | 地方公共団体の借入の 1.6% (短期借入を除く) | | | |
| 請求払資本 | 払込済資本と請求払資本は 1 対 1。請求払資本の合計は、2,000 万ニュージーランドドル | | — | | | |
| リターン | 裁量性に基づく配当払い。 LGFA の資金調達コスト+200bp が基準 | | 借入の返済期日に償還。 LGFA の資金調達コスト | | | |
| 条件・エグジット | 永続性の資本。他の地方公共団体若しくは中央政府が持分を購入する場合のみエグジット可能 | | 非永続性の資本。借入の返済期日に償還。限定的な状況ではあるが、永続性の資本に転換されることがある | | | |
| 自己資本の推移 (万ニュージーランドドル) | | | | | | |
| 年度末 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | |
| 払込済資本 (A) | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | |
| 利益剰余金 (B) | -420 | -160 | 380 | 975 | 1,920 | |
| 請求払資本 (C) | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | |
| 借入者債務証券 (D) | 1,320 | 4,070 | 6,190 | 8,512 | 10,840 | |
| 合計 | 5,400 | 8,730 | 11,070 | 13,990 | 17,260 | |
| 自己資本 (A+B+D) / 総資産 (%) | 3.6% | 2.4% | 2.3% | 2.6% | 2.4% | |

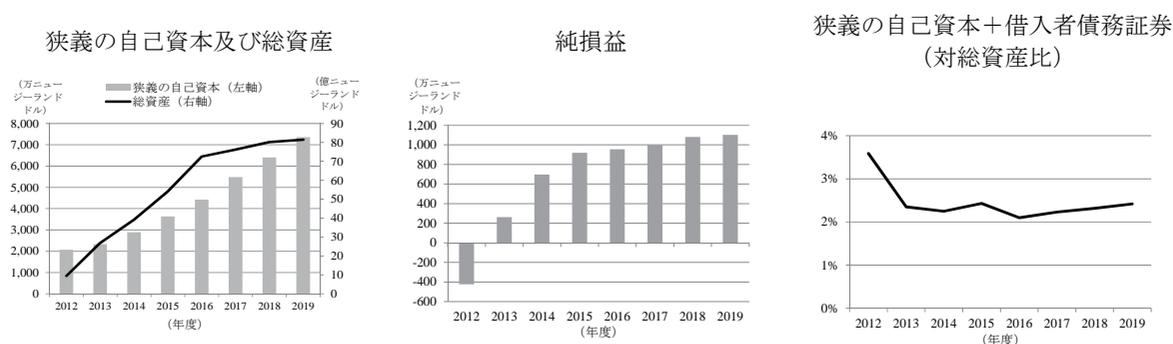
(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.44、
より野村資本市場研究所訳
(<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

²⁴ Kāpiti Coast District Council, *Long Term Plan 2012-32 Part Two*, p.63.

²⁵ 1 株=1 ニュージーランドドル。

借入者債務証券は、地方公共団体が LGFA から借入を行う場合、必ず応募しなければならない転換可能な劣後債務であり、借入額合計の 1.6%に相当する額となっている。借入者債務証券は、LGFA からの借入金が完済された際若しくは LGFA の債務ではなくなった際に償還される。LGFA の主旨書（2016～2017 年）に基づく、LGFA の自己資本は、安定的な利益の創出を通じて、徐々に充実していくことが見込まれている²⁶（図表 5 参照）。

図表 5 LGFA の自己資本等の見通し



(注) 2016年度までは実績値、それ以降は主旨書（2016～2017年）に基づく見通し。

(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, An Overview and Update, October 2016, p.29、
より野村資本市場研究所作成

(<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

4. LGFA のガバナンス体制

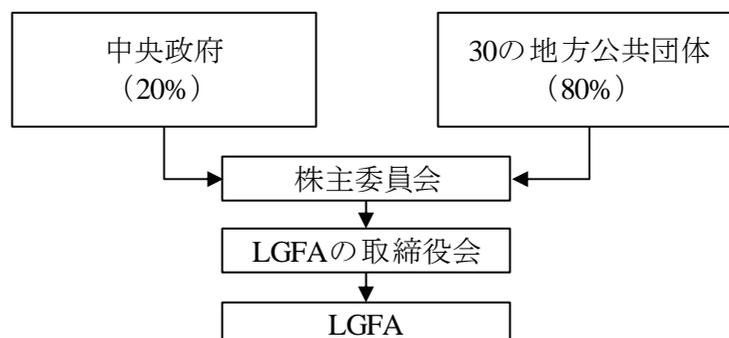
LGFA は、自身の債券がニュージーランド証券取引所 (NZX) に上場していることもあり、NZX のコーポレート・ガバナンス・ベスト・プラクティス・コードを尊重しつつ、LGFA の根拠法等に基づき、より厳格なガバナンス体制を採っている²⁷。

LGFA のガバナンス体制は、株主である中央政府及び地方公共団体の中から選ばれた株主委員会と LGFA の取締役会で構成されている（図表 6 参照）。株主委員会は 2016 年 6 月末時点で、1 名が中央政府、残りの 9 名が地方公共団体から選出されており、(1) LGFA 及び取締役会の運営状況の監視・報告、(2) 株主向けに取締役の就任・解任及び報酬に関する推奨を実施、(3) 株主向けに各種方針及び主旨書で承認を要するものに関する変更の推奨、(4) LGFA の現状に関する報告及びガバナンスに関する決断の調整、といった責務を担っている。一方、取締役会は 2016 年 6 月末時点で、6 名で構成されており、半分以上は独立取締役である。取締役会の役割は、LGFA が掲げた目標の達成を確実にすることとされている。

²⁶ LGFA の 2012 年度決算は、設立関連費用が嵩み、純損失を計上したが、その後、純利益の増加が続いている。

²⁷ LGFA のガバナンス体制が NZX のコードと異なるのは、(1) 倫理規定の策定義務のみならず、LGFA の根拠法、取締役会の規約、利益相反対応方針、贈答品と接待に関する方針にも記すことが義務付けられている点、(2) 役員任命や報酬について、そのプロセスを根拠法に示す点、である。（New Zealand Local Government Funding Agency, Annual Report, 30 June 2016, p.9）

図表 6 LGFA のガバナンス体制



(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.43、
より野村資本市場研究所訳 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

各国の地方共同資金調達機関のガバナンス体制について、例えば、地方金融機構は外部有識者の代表者会議・経営審議委員会への参画や会計監査人による監査等により、ガバナンスを確保している²⁸。一方、スウェーデン地方金融公社の場合、主として、公社を保有するスウェーデン地方金融協同組合と公社の対話を活性化するために年次組合員協議会を開催し、協同組合の年次総会決議事項の準備を進め、これに基づき、協同組合の年次総会で公社に委託する業務の枠組みとなる持分保有者指令を採択し、その後公社の年次総会で指令や定款の変更等が承認されるといったガバナンス体制を構築している²⁹。なお、同公社は、株式が非上場であるため、スウェーデンのコーポレート・ガバナンス規範を遵守することは義務付けられていないが、LGFAと同様に上場債券の公募を行っており、コーポレート・ガバナンス報告書の作成義務がある³⁰。

5. LGFA による地方公共団体向け貸出

1) 適格貸出先及び資産の質の維持

LGFA の貸出先は、ニュージーランドの地方公共団体であるが、多くの地方共同資金調達機関と異なるのは、出資を行っていないとしても、一定の要件を満たせば、借入を行うことが可能であることである。LGFA では 2016 年 10 月 10 日現在、49 団体が借入を行っており、このうち 20 団体が出資を行っていない（図表 3 参照）³¹。

²⁸ 地方公共団体金融機構「代表者会議・経営審議委員会関係資料」。

²⁹ スウェーデン地方金融公社「年次報告書 2010」28 頁、スウェーデン地方金融公社「年次報告書 2015」40-41 頁。

³⁰ スウェーデン地方金融公社「年次報告書 2015」39 頁。

³¹ なお、2016 年 10 月 10 日時点で、LGFA からの借入可能な団体数は 51 で、これらの団体の債務残高はニュージーランドの地方債務残高の 97%を占めている。51 団体のうち、ベイ・オブ・ブレンティ広域自治体及びセントラル・ホークスベイ・ディストリクトが借入を行っていない。また、49 団体は、合計で約 67.3 億ニュージーランドドルの借入残高がある。（New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.5 & p.21）

LGFA による地方公共団体向けの貸出金利は、団体毎には変わらず、資金調達金利に対して上乗せする金利（マージン）が貸出期限に応じて設定される仕組みとなっている³²。ただし、LGFA は貸出に際して、債務水準（対人口比）など複数の基準に基づいて審査を行っている（図表 7 参照）。また、地方公共団体が借入を行う場合、（1）シングル A 以上の外部格付けを取得している団体の場合、基礎方針コベンツの水準を満たすこと、（2）外部格付未取得の団体若しくは外部格付けがシングル A 未満の場合、基礎方針コベンツに加え、借入方針コベンツの水準を満たすこととされている³³（図表 8 参照）。仮に、コベンツの基準を満たせない場合、30 日間の審査を経て、返済を求めることが可能となっている³⁴。LGFA の貸出ポートフォリオは、厳格な審査の仕組みの下、全般的に高い信用力で占められている（図表 9 参照）。

図表 7 LGFA の貸出基準

| 基礎的基準 (Primary Criteria) | 補助的基準 (Secondary Criteria) |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 債務水準（対人口比）—債務履行能力 ・ 債務水準（対総資産） ・ 債務償還能力 ・ 債務履行能力—金利カバレッジ ・ 人口動態 | <ul style="list-style-type: none"> ・ インフラ戦略（30 年間） ・ リスク管理 ・ ガバナンス ・ 財務の柔軟性 ・ キャッシュフロー ・ 予算パフォーマンス（均衡予算） ・ 資産税の水準及び剥奪指標 ・ 自然災害 ・ 外郭団体の運営状況 |

（出所）New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.33, より野村資本市場研究所訳 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

図表 8 LGFA のコベンツの基準及び実績レンジ

| 項目 | 純債務（対歳入） | 純支払金利（対歳入） | 純支払金利（対年間資産税収入） | 流動比率 |
|-----------------------------|----------------|--------------|-----------------|--------|
| 基準 | | | | |
| 基礎方針コベンツ | 250% 未満 | 20% 未満 | 30% 未満 | 110% 超 |
| 貸出方針コベンツ | 175% 未満 | 20% 未満 | 25% 未満 | 110% 超 |
| 実績レンジ（2015 年 6 月末現在） | | | | |
| 外部格付取得団体（20 団体） | -142.3%～217.4% | -15.0%～11.7% | -23.3%～16.3% | — |
| 外部格付未取得団体（25 団体） | -236.2%～159.5% | -13.0%～8.9% | -33.0%～12.2% | — |

（注） 1. 指標がマイナスになっているものは、金融資産及び投資が債務残高を上回り、純債務がマイナスとなっている状態。
2. 流動比率 = (外部債務 + ローン・ファシリティ + 流動性投資資産) / 外部債務。流動比率の実績レンジは非公開。

（出所）New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p. 34 and p.47, より野村資本市場研究所作成 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

³² 2016 年度の平均貸出金利は、資金調達金利 + マージン（10.6bp）。貸出期限が 2019 年 3 月までのマージンは、9bp、2020 年 4 月～2011 年 5 月までは 10bp、2023 年 4 月以降に貸出期限が到来するものは 11bp としている。（New Zealand Local Government Funding Agency, *Annual Report*, June 2016, p.27）。

³³ LGFA Shareholders' Council, *Q2 Review to 31 December 2013*, p.6.

³⁴ New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.48.

図表9 LGFAの貸出ポートフォリオ(2016年10月10日現在)

| 外部格付け (S&P、フィッチ) | 貸出残高 (億ニュージーランドドル) | 貸出割合 | 地方公共団体数 |
|------------------|-----------------------|--------|---------|
| AA | 34.456 | 51.2% | 12 |
| AA- | 5.497 | 8.2% | 5 |
| A+ | 18.980 | 28.2% | 5 |
| 格付未取得 | 8.326 | 12.4% | 27 |
| 合計 | 67.259 | 100.0% | 49 |

(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.26.

(<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

2) 借入団体等による保証

ニュージーランド政府を除く LGFA への出資団体に加え、出資していないものの 2,000 万ニュージーランドドル以上の借入を行う団体は、LGFA の債務及び地方公共団体による LGFA からの借入に対し、保証を供与することが義務付けられており、2016年10月10日時点で43の保証団体がある(図表3参照)。地方公共団体による LGFA からの借入は、地方公共団体による連帯債務 (Joint and Several Guarantee) となっている。保証が履行される場合、負担額は各団体の資産税収入により割り当てられることとなる。また、保証以外にも、LGFA に差し迫ったデフォルト・リスクが発生した場合、LGFA の取締役会は保証団体による保証の履行を決定することが可能となっている³⁵。なお、保証団体が保証契約の解除をできるのは、LGFA からの借入も含めて当該団体の既存の借入全てを完済することが条件となっている³⁶。

ちなみに、主な地方共同資金調達機関の中では、デンマーク地方金融公庫、フィンランド地方金融公社、スウェーデン地方金融公社及びフランス地方金融公社において、地方公共団体による保証の仕組みがある³⁷(図表1参照)。

3) 市場シェアの順調な伸び

LGFA は、唯一のニュージーランドの地方公共団体向けの専門貸出機関として、圧倒的な位置付けを維持しており、設立以降、貸出が順調に伸びた結果、足元では市場シェアの約7割を占めている(図表10参照)。

LGFA の市場シェアが他国の地方共同資金調達機関と比べて高い水準になっているのは、(1) 民間金融機関からの借入年限は通常 3~5 年に限定されているが、LGFA は 3 ヶ月~12 年と地方公共団体のニーズに併せて貸出を行っていること、(2) LGFA がニュージーランドの地方公共団体セクターの平均よりも高い格付水準となっているため、より低利で資金調達が可能となり、結果的に有利な条件で地方公共団体への貸出が可能となっていること、などが背景とみられる³⁸。なお、LGFA による

³⁵ New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.45.

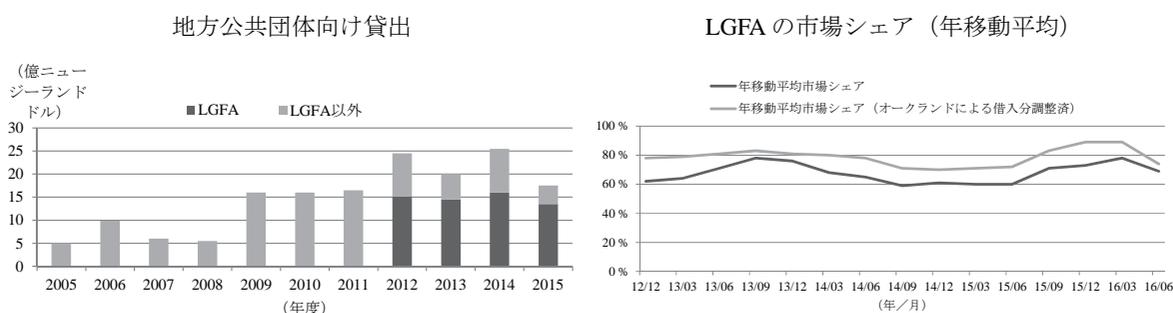
³⁶ New Zealand Local Government Funding Agency, *Guarantee Arrangement*.

³⁷ 地方金融機構の場合、保証制度は特になく、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(地方公共団体金融機構法第52条第1項)。

³⁸ "Learning by Example: Lessons from New Zealand's Municipal Bond Agency," *Public Finance*, 23 May 2016.

AA 格の団体への貸出は 2016 年 6 月末時点で、個別団体による調達よりも、17bp（償還年限 3 年）～33bp（償還年限 9 年）程度低利な条件で実現している³⁹。

図表 10 地方公共団体向け貸出及び LGFA の市場シェアの推移



(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.27、
より野村資本市場研究所訳 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

6. LGFA の資金調達

LGFA にとって金融市場から低利で調達することは、地方公共団体向けに魅力的な条件での貸出を実現する上で不可欠であり、様々な資金調達関連の工夫が行われている（図表 11 参照）。LGFA は 2012 年 2 月に債券発行を開始し、流動性向上等を目的としてリオープン方式⁴⁰（若しくはファンジブル債⁴¹）を採用し、2017 年 4 月 10 日現在で 8 つの償還期日（うち 1 つの償還期日は償還済み）の債券を 45 回の入札により発行している⁴²（図表 12 上参照）。LGFA 債の平均償還年限は順調に延伸しているほか、平均応札倍率は 3.2 倍と順調に消化され、地方公共団体への有利な条件での貸出にも寄与している（図表 12 下参照）。一方、LGFA は 2015 年 10 月より、短期債（償還期間 365 日未満）の発行も開始し、2017 年 2 月 15 日現在で償還期間 3 ヶ月及び 6 ヶ月の短期債を 19 回の入札により販売している⁴³。短期債は、地方公共団体向け短期貸付への対応及び LGFA 自身の流動性管理の一環で発行している。

³⁹ New Zealand Local Government Funding Agency, *Annual Report*, June 2016, p.20.

⁴⁰ リオープン方式は、新発債に、既発債と同じ利率、元利払期日を設定し、同一の回号を付すことで、発行時から新発債を既発債と同一銘柄として取り扱うものであり、同一銘柄の債券の発行量の増加を通じて市場の流動性を高めることが可能となる。リオープン方式は、日本を含む先進各国の国債等で採用されている。

⁴¹ ファンジブル債は、銘柄統合債とも呼ばれ、流通市場の既発債をベースに、同一の表面利率、償還期日で金額を増額する債券で、ユーロ市場等で発行されている。

⁴² New Zealand Local Government Funding Agency, *LGFA Bonds Tender Results History Data*, 10 April 2017.

⁴³ New Zealand Local Government Funding Agency, *LGFA Bills Tender Results History Data*, 10 April 2017.

図表 11 LGFA の主な資金調達関連の動き

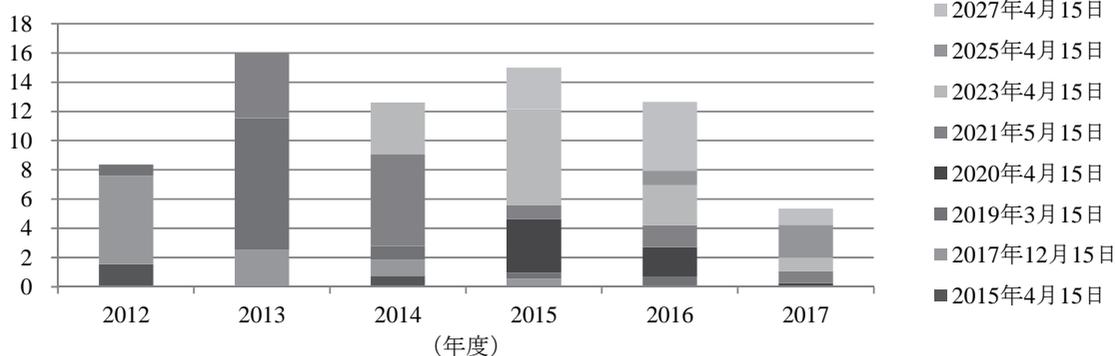
| 時期 | 詳細 |
|----------|--|
| 2011年12月 | S&P 及びフィッチより格付取得 |
| 2012年1月 | IR 活動開始 (初の起債を控えて、オーストラリア [メルボルン、シドニー] 及びニュージーランド [オークランド、ウェリントン] で投資家ロードショーを開催) |
| 2012年2月 | 債券発行開始 |
| 2012年12月 | 豪カンガニュース誌による 2012 年カンガニュース・アワード (ニュージーランド国内債券発行体部門) を受賞 |
| 2015年10月 | 短期債の発行開始 |
| 2015年11月 | LGFA 債のニュージーランド証券取引所 (NZX) 債券市場への上場 |
| 2016年5月 | ニュージーランド金融専門家協会 (INFINZ) によるトレジャリー・アワード優秀賞を受賞 |
| 2016年10月 | 債券貸出ファシリティを創設 |

(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *News and Press Releases*; New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.5; New Zealand Local Government Funding Agency, *Annual Report* 各年、より野村資本市場研究所作
 (<http://www.lgfa.co.nz/about-lgfa/lgfa-news>、
<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>、
<http://www.lgfa.co.nz/for-investors/annual-reports-and-statement-of-intent>)

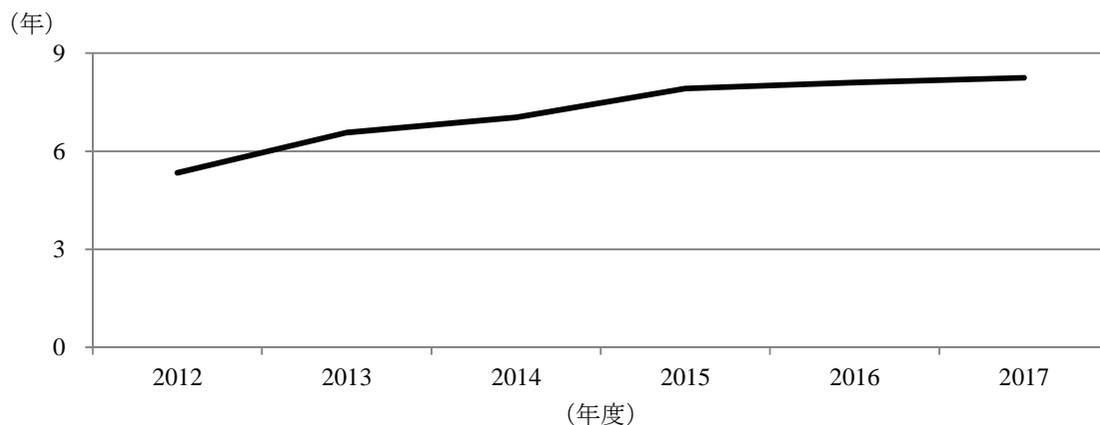
図表 12 LGFA 債の発行状況

LGFA 債の年度別発行状況 (償還期日別)

(億ニュージーランド
ドル)



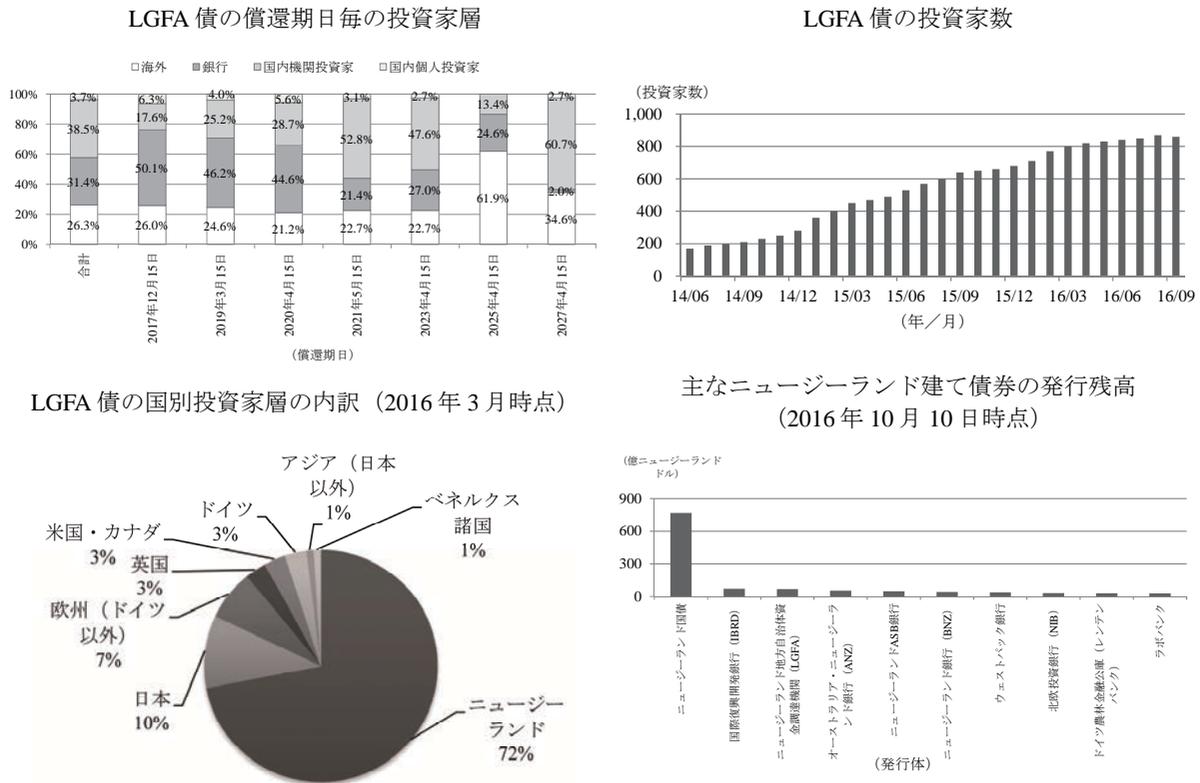
LGFA 債の平均償還年限



(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.11、
 より野村資本市場研究所作成 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>)

LGFA の起債運営の特徴としては、LGFA 債へのリオープン方式（若しくはファンジブル債）の採用のみならず、LGFA 債の NZX への上場（2015 年 11 月）や債券貸出ファシリティの創設⁴⁴（2016 年 10 月）など、流動性向上に向けて複数の取組みを行っていることであろう。LGFA は、2017 年 4 月末時点で、ニュージーランドドル建てのみで資金調達を実施しており、各国の地方共同資金調達機関のように多通貨での発行は行っていないが、業態別、地域別にも幅広い投資家層が消化している（図表 13 左上及び左下参照）。また、LGFA 債の発行残高は、2016 年 10 月 10 日時点で 67.75 億ニュージーランドドルとニュージーランドの発行体によるニュージーランドドル建て債券としては国債に次ぐ規模となり、ニュージーランドドル建て債券市場の成長にも寄与していると言える（図表 13 右下参照）。

図表 13 LGFA の投資家層とニュージーランド建て債券の発行残高



(出所) New Zealand Local Government Funding Agency, *An Overview and Update*, October 2016, p.12 & p.16;
 New Zealand Debt Management Office, *New Zealand Government Securities List of Bonds Currently on Issue*,
 より野村資本市場研究所作成 (<http://www.lgfa.co.nz/sites/lgfa.co.nz/files/Domestic%20Investor%20Presentation-%20%20October%202016.pdf>, <https://www.nzdmo.govt.nz/analyst-centre/data>)

⁴⁴ LGFA は、LGFA 債の流通市場における流動性向上を目的として債券貸出ファシリティを創設した。LGFA は、同ファシリティの下、既発の LGFA 債を入札で買入れ、自己株式のような位置付けで保有する（各回号の目標買入額 5,000 万ニュージーランドドル）。また、買入れた LGFA 債は、入札を承認された金融機関に対してレポ取引を通じて貸し出す仕組みとなっている。（New Zealand Local Government Funding Agency, *New Zealand Local Government Funding Agency Limited to Establish a Bond Lending Facility*, 9 September 2016）

7. LGFA のリスク管理に向けた取組み

LGFA は、2011 年地方自治法、2002 年地方自治法、1993 年会社法に基づく運営を行っており、株主との同意書に示された基礎方針を遵守する必要がある。LGFA は、取締役会で承認された財務活動方針をもとに、各種リスクを管理している（図表 14 参照）。LGFA による厳格なリスク管理体制は、高い格付けの維持に加え、金融市場からの低利な資金調達及び地方公共団体への有利な条件での貸出の実現に寄与している。

図表 14 LGFA の主なリスク管理体制

| 項目 | 詳細 |
|---------------|---|
| 流動性リスク | 12 ヶ月分の業務運営及び資金調達必要額を満たせるだけの流動性（スタンバイ・ファシリティ、保有現金及び流動性投資資産で構成）を維持することが義務付けられている |
| 市場リスク | ヴァリュー・アット・リスク（VaR）及びパーシャル・ディファレンシャル・ヘッジ（PDH）リミットで管理 ・PDH リスクは、1bp の変化に対する感応度を示す。PDH リミットは、40,000 ニュージーランドドルに設定 ・VaR を通じて、市場リスクを計測 |
| 金利リスク | 金利リスクは、金融資産と金融債務を金利に基づき再評価し、ミスマッチが発生した場合、金利スワップを活用して金融債務のプロファイルを変更 |
| カウンターパーティ・リスク | ・与信枠は、カウンターパーティの格付けで計測した信用力で付与 ・デリバティブについては、NZDMO がカウンターパーティになることにより、リスク軽減 ・投資は、財務活動方針に掲載された金融商品に限定 |
| 為替リスク | 為替リスクが発生した場合、全額ニュージーランドドル建て変動金利ヘッジすることが義務付けられている |
| オペレーショナル・リスク | 内部管理体制及び業務機能の手順等を通じて管理 |
| 貸出リスク | 取締役会が各地方公共団体に対する貸出の最終承認を行う裁量を有する。 借入を行う地方公共団体は以下の義務がある。 ・一定の要件に基づき、出資、借入者債務証券の応募若しくは保証の供与 ・LGFA に対して証券（債券、変動利付債〔FRN〕若しくはコマーシャル・ペーパー〔CP〕）を発行 ・自身の内部借入方針を遵守 ・コベナントの水準を満たす ・集中リスクを最小化するため、LGFA の貸出（12 ヶ月以上）は、1 億ニュージーランドドルまで若しくは各団体の借入の 33% までに限定 ・オークランドへの最大貸出可能額は、LGFA の地方公共団体向け貸出の 40% 相当額 |

（出所）New Zealand Local Government Funding Agency, *Risk Management*、より野村資本市場研究所作成
<http://www.lgfa.co.nz/for-investors/risk-management>

V 今後の見通し

ニュージーランドでは、2000 年代のインフラ投資需要の増大や金融・ソブリン財政危機の中、地方公共団体がより効率的に資金調達を行うニーズが高まる中、LGFA が 2011 年に誕生した。LGFA は、高い貸出シェアを獲得し、ニュージーランドの地方公共団体にとって重要な資金の出し手として、地方債発行・金利コストや手間といった負担の軽減や資金調達の安定化の面で大きく貢献している。さらに、ニュージーランドドル建て債券の主要発行体の 1 つとなり、国内外の投資家に対してニュージーランド債券市場への投資機会を提供する一助ともなっている。

地方共同資金調達機関には、北欧や日本のように長い歴史を有する機関もあれば、LGFA のように 2000 年代後半の金融・ソブリン財政危機後にも、設立された機関（フラ

ンス地方金融公社〔AFL、2013年12月設立〕、英国の地方共同資金調達機関〔UK Municipal Bond Agency、2014年設立〕もある⁴⁵。今後も、金融規制の強化傾向や政府部門の資金不足等を踏まえると、LGFAのような地方共同資金調達機関が必要とされる場面が世界的に増えていくとみられる。一方で、LGFAが地方共同資金調達機関として存在意義を確保し続けるためには、いくつかの課題が存在する。

1点目は、資産の質の維持である。LGFAの貸出ポートフォリオは、ニュージーランドの地方財政制度における債務管理関連指標の仕組みに加え、LGFA自身の厳格な審査体制を踏まえると、高い信用力を維持する可能性が高いと考えられる。ただし、ニュージーランドの地方公共団体によるインフラ投資需要が当面増加し、LGFAの貸出需要が高まることが想定される中、資産の質を維持するためには、経済・社会・金融状況等も踏まえて、審査体制の妥当性を定期的に見直すことも重要と考えられる。

2点目は、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・拡充することである。例えば、日本の地方金融機構では、地方支援業務として人材育成、実務支援、調査研究、情報発信を行っている⁴⁶。一方、北欧の地方共同資金調達機関では、財務アドバイザーサービスとして、(1)顧客地方公共団体専用ウェブサイトを通じたサービスの提供、(2)地方公共団体の個別ニーズに特化した高度な専門サービス(プロジェクト・ファイナンスやM&Aに係るサービス、資金調達と負債管理に関するパッケージサービス)の提供、(3)公金管理・運用に関するプロセス全般の支援、(4)地方公共団体の負債管理の支援、(5)各種の調査研究、を実施している⁴⁷。LGFAでは現時点で、このような業務は特に行われていないとみられる。しかしながら、地方公共団体が真に必要な金融・技術面でのサービスを適切に提供・充実させることを通じて、受益者の効用の向上、地方公共団体の財政運営の強化、そしてLGFAの資産の質を向上させる効果が期待できる。さらに、魅力的なサービス提供は出資団体の増加にも寄与する可能性がある。

3点目は、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である。これは、LGFAが地方公共団体に対して有利な条件で貸出を行うためには、資金調達コストの低減や安定化が重要な要素の1つであり、資金調達源の分散化が寄与すると考えられるからである。LGFAにとっての主な選択肢としては、外貨建て債やグリーンボンドが挙げられる。外貨建て債については、LGFAによる貸出がニュージーランドドル建てで行われていることやリスク管理体制に鑑みると、通貨スワップ契約を締結し、調達資金をニュージーランドドル建てに転換する必要があるとみられる。その場合、LGFAのデリバティブのカウンターパーティとなっているNZDMOが対応できるかといった問題や、NZDMOが対応できない場合、スワップ取引の相手先となる民間金融機関のカウンターパーティ・リスクの管理体制を整備できるかといった問題を解決する必要がある。一方、グリーンボンドについては、調達資金を環境に配慮したプロジェクト

⁴⁵ “Multibillion-Pound Municipal Bond Market Stuck at Zero,” *Financial Times*, 19 January 2016.

⁴⁶ 地方公共団体金融機構『JFM Disclosure 2016』2016年、43頁。

⁴⁷ 丸山淑夫・堀内聡「地方公共団体金融機構の地方支援業務の現在と可能性—北欧4か国における自治体向け財務アドバイザー業務を調査して—」『公営企業』第44巻第1号、2012年4月、地方財務協会、98-102頁。

(グリーンプロジェクト)に充当する債券であり、環境問題への取組みが重要視される中、世界的に発行額が増加傾向にある⁴⁸。地方共同資金調達機関でも、ノルウェー地方金融公社、スウェーデン地方金融公社、フィンランド地方金融公社といった類似機関が発行しており、環境・社会・ガバナンス (ESG) 投資や社会的責任投資 (SRI) の専門投資家も含めた投資家層の拡大に寄与することが期待される。

また、LGFA のような地方共同資金調達機関が世界的に複数存在する中、投資家が LGFA を投資対象として魅力を感じるためには、信用力の健全性を維持することは前提であるが、投資家の需要に応じた商品を迅速かつ柔軟に起債できる体制を整える必要があると言える。そのためには、IR 活動を通じて投資家との会話を継続させる努力も求められる。

⁴⁸ グリーンボンドについては、江夏あかね「地方公共団体の新たな資金調達手段となりうるグリーンボンド」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号(第20巻第3号)、128-151頁を参照されたい。