

平成15年5月26日(月)、東京都庁にて、「都債発行に関する制度改革検討委員会」(第4回)を開催致しました。

当日の検討委員会から財務局長になされた答申を次ページ以降に掲載しておりますのでご覧ください。

東京都における

今後の都債発行のあり方について

「都債発行に関する制度改革検討委員会」報告

平成15年5月26日

「都債発行に関する制度改革検討委員会」報告

本検討委員会は、平成14年12月20日、貴職からの依頼を受け、地方分権や財投改革、金融再編など、都債をとりまく環境が激変している中における、今後の東京都債の発行のあり方を検討してまいりました。

本日、その結果を取りまとめましたので、ここに報告いたします。

平成15年5月26日

東京都財務局長 田原和道 殿

都債発行に関する制度改革検討委員会

| | | |
|-----|----|----|
| 委員長 | 稲生 | 信男 |
| 委員 | 市川 | 拓也 |
| | 香月 | 康伸 |
| | 成田 | 恭子 |
| | 中田 | 清己 |
| | 松澤 | 敏夫 |

はじめに

地方分権推進委員会を舞台に議論されてきた制度改革への動きは、平成12年4月の地方分権一括法の施行により第一段階を終えた。しかし、それは「未完の改革」にすぎない。地方への権限移譲は小規模なものにとどまり、地方税財源の充実確保など財政自主権の確立は先送りされたかたちとなっている。その後、税源移譲等については「三位一体の改革」が進められているものの、各省庁の足並みが乱れ、遅々として進展を見ていない。自治体には、現在、早急な対応を要する課題が山積し、財政自主権の確立が急務となっており、国の動きを待つばかりでなく、自ら制度改革に向けて主体的に行動していく段階となっている。

こうした中で、都政の究極的な目標である都民の福祉向上に資するためには、資金調達の場合にも、自己決定・自己責任の原則が貫かれなければならない。財投改革によって公的資金の先細りが必至となり、金融機能についても大きな変化にさらされている。このため、財政自主権の柱の一つである、起債自主権の確立を前提に、地方債の起債・流通制度をどのように改革するかという命題は、自治体の将来にとって重要なテーマとなっている。

そこで本委員会では、市場原理を都債発行における制度改革のキーワードとし、「市場と対話する」地方債制度の改革に意を用いた。これを前提に、発行コストを抑え安定的に資金調達を行う条件を探った。起債プロセスの透明性にも十分に配慮した。また、持続可能な都債市場の形成を可能にする「適正な競争性」を確保するのに必要な要素を見定めるため、市場慣行を注視しつつ特に多くの時間を費やした。

市場の変革のスピードは速く、最近是我々の予測をはるかに超えている。しかしながら、現時点において早急に導入が求められる市場本位の改革への処方箋を、委員の皆様、ワーキンググループの方々ならびに東京都の関係部署の方々の協力を得て提言させていただいた。

本報告が、時代を先取りした東京都ならではの都債の制度改革に役立つことを願って止まない。

平成15年5月

都債発行に関する制度改革検討委員会
委員長 稲生 信男

目 次

| | | |
|-----|-----------------------|-----------|
| 第1章 | 都債発行をめぐる課題及び検討の基本的な視点 |P.1 |
| (1) | 地方自治体の財政自主権をめぐる最近の状況 | |
| (2) | 都債を取り巻く起債環境の変化 | |
| (3) | 都債の発行をめぐるこれまでの経過 | |
| (4) | 都が取り組むべき課題 | |
| (5) | 制度改革に向けた基本方針 | |
| 第2章 | 地方債市場における都債の位置づけ |P.10 |
| (1) | 都債の特色 | |
| (2) | 都債に対する市場からの評価 | |
| 第3章 | 条件決定の諸類型 |P.13 |
| (1) | ナショナル・シ団方式（現在の地方債の方式） | |
| (2) | 価格競争入札方式 | |
| (3) | 主幹事方式 | |
| 第4章 | 条件決定の事例分析 |P.17 |
| (1) | 国債 | |
| (2) | 政府保証債 | |
| (3) | 財投機関債 | |
| (4) | 社債 | |
| (5) | 外国の事例 | |
| 第5章 | それぞれの条件決定方式の比較 |P.31 |
| (1) | ナショナル・シ団方式（現在の地方債の方式） | |
| (2) | 価格競争入札方式 | |
| (3) | 主幹事方式 | |
| 第6章 | これからの条件決定のあり方＜提言＞ |P.36 |
| (1) | 新しい条件決定方式 | |
| (2) | 都債の信頼性向上に向けた方策 | |
| (3) | 発行年限の多様化への対応 | |
| (4) | 新方式移行までのスケジュール | |
| (5) | 提言導入の効果 | |

< 参考資料 >

「都債発行に関する制度改革検討委員会」設置要綱
検討委員会委員名簿
開催状況

第 1 章 都債発行をめぐる課題及び検討の基本的な視点

(1) 地方自治体の財政自主権をめぐる最近の状況

明治以来の中央集権型行政システムは、社会経済情勢の大きな変化の中で制度疲労を起こしている。自治体がそれぞれの地域特性に応じて多様な行政サービスを提供し、住民とともに責任を分かち合いながら発展を目指す分権型社会への移行が強く求められている。

このような流れの中で地方分権改革が進められている。今後地方自治体は、住民に身近な地域の経営主体として、住民のニーズを的確に反映した良質な行政サービスを提供するため、これまでも増して重要な役割を担っていくことが期待されている。

地方自治体がこのような役割を果たしていくには、自主的・自立的に地域行政を展開する上で必要な事務権限を持つとともに、サービスの実施に要する経費を地方税その他の自主財源によって調達できるよう財政自主権を確立することが重要である。

しかしながら、平成 12 年 4 月に施行された地方分権一括法では、機関委任事務の廃止など国による地方への関与の縮小・廃止など一定の成果をあげたものの、国から地方への事務権限の移譲は小規模なものにとどまり、地方税財源の充実確保など財政自主権の確立に向けた改革は将来に先送りされた。

その後、国においては小泉内閣のもと、国庫補助負担金、地方交付税、税源移譲を含む税源配分のあり方について「三位一体の改革」を進めるとの方針を打ち出し、経済財政諮問会議において本年 6 月を目途に改革案をとりまとめる方向で検討を進めている。

一方、財政自主権の中で重要な柱となる起債自主権については、先の地方分権改革により長年の懸案であった地方債許可制度の改革が実現し、事前協議制に移行することとなった。これにより、制度上地方自治体は、国と事前に協議すれば、その同意の有無に関係なく起債できる仕組みとなり、地方の自主性が高まるものと期待される。しかし、地方財政法の中で平成 17 年度までは現行の許可制度が続くこととされ、さらに、平成 18 年度以降、起債充当率など政省令に基づく様々な規制をどのように撤廃するかについては、不透明なままとなっている。

このように、地方自治体の財政自主権の確立に向けた取組は、依

然として多くの課題を抱えている。これからが、地方税財政制度の抜本的な見直しを実現する正念場である。

こうした中で、東京都には国に対し、地方自治体の財政自主権確立に向けた迅速かつ抜本的な対応を求めることが望まれる。一方、東京都は強固な財政基盤を築き上げながら、国に依存しない自己責任にもとづく行政展開を引き続き心がけていかねばならない。起債についても、東京都がこれまでつちかってきた信用力を十分に活かし、自己責任により市場から安定的かつ効率的に資金調達を行うため、独自の仕組みを導入することを検討することが急務である。

(2) 都債を取り巻く起債環境の変化

近年、都債を取り巻く環境は、猛烈なスピードで変化している。

バブル経済の崩壊以降、長らく都債を引き受けてきた銀行や証券会社などの金融機関は、業界再編を余儀なくされており、不良債権問題の解決に向け大きく舵を取りつつも、予断を許さない厳しい経営環境下にある。他の業界でも経済情勢が好転しない中、経営環境は厳しい。こうした中で、会計基準に**時価会計方式**も導入されたことから、投資家は、より一層投資先の経営状況などにおけるリスクに敏感となっている。

金融機関等の民間企業をめぐる環境並びに投資に対する姿勢の変化は、地方債の起債環境にも大きな影響を及ぼしている。例えば、指定金融機関などが中心である**縁故資金**については、市場実勢を適切に反映できていないなどの課題が指摘されるようになるとともに、景気低迷が長期化する中、中長期的な安定調達に懸念が生じていることなどから、今後先細りの可能性がある。

また、地方債は郵便貯金や年金積立金など、政府系資金による引受にも依存してきたものの、平成 13 年 4 月から実施された**財投改革**により公的資金の減少が確実となる中、これらについても、今後先細りが必至となっている。

このような状況の中で、自治体の中には市場公募債のウェイトを高めるところが増加しており、投資家向けの広報活動（いわゆる IR 活動）を活発化させるなど、透明性を高めながら、調達先との関係強化や投資家層の拡大に向けた活動を行っているところも増加しつつある。

東京都における資金調達の特徴は、こうした変化の流れをいち早く受け止め、市場との関係を重視し、他に先駆けて**市場公募債**に軸足を置いた資金調達を行ってきた点にある。市場公募債を発行する自治体のなかでも、唯一、毎月数百億円にも及ぶボリュームで起債を行っており、流動性にも富む。このほか財政情報の公開をはじめ、投資家への魅力を高めるさまざまな工夫を行っているところである。

しかしながら、都債を取り巻く環境の変化は、予想をはるかに超えるスピードで進んでいる。東京都が資金調達に関して進めてきたさまざまな取り組みは、市場から高く評価されているものの、改革の手を休めることは許されない。

今後も予想される市場環境の大きな変化に対応し、地方分権の中心的理念でもある自己責任に基づいて、将来を展望した新しい都債発行の仕組みを早急に作り上げる必要がある。

地方債許可制度

地方公共団体は、地方財政法に基づき地方債を発行できるが、従来、その発行に際しては「当分の間」、国の許可が必要とされてきた。許可にあたっては、起債対象範囲や起債充当率、資金調達先などが許可条件として細かく定められ、自治体の財政自主権を制約するものとして議論を呼んできた。

地方財政法の改正により平成 12 年に許可制度が廃止され、国と協議を行えば、同意が得られない場合でも地方債を発行することが可能となったが、同法附則で、平成 17 年度までは現行の許可制度が維持されたままとなっている。

時価会計方式

企業が毎年の決算で財政状態をまとめるにあたり、株式や不動産など資産の価値を決算時点の市場価格で評価することをいう。

従来、日本では取得原価・簿価主義が取られてきたが、含み損益が決算に反映されず経営の実態が不透明との批判が高まった。このため、平成 12 年 4 月 1 日以降に開始する事業年度から、金融商品の時価会計が適用されることとなった。

縁故資金

地方債の資金調達先には、国などから借り入れる「政府資金」、証券を発行して市場から調達する「市場公募債」、指定金融機関などに取引関係や政策協力などのため引受を依頼する「銀行等引受債」、の 3 種類に大別される。このうち、「銀行等引受債」を「縁故債」または「縁故資金」と呼んでいる。

財投改革

従来の財政投融资制度は、国の制度や信用を通じて集められた郵便貯金や年金積立金の全額を原資（義務預託）として、国の政策目的の実現のために地方公共団体への貸付等により資金運用部を通じて運用されてきた。しかし、平成 13 年度以降、郵貯や年金の義務預託制度が廃止され、財政融資資金として真に必要な額のみを財投債を発行し、市場から調達していくこととなった。

市場公募債

市場公募債とは、不特定多数の投資家を対象に市場から広く募集する債券のことである。

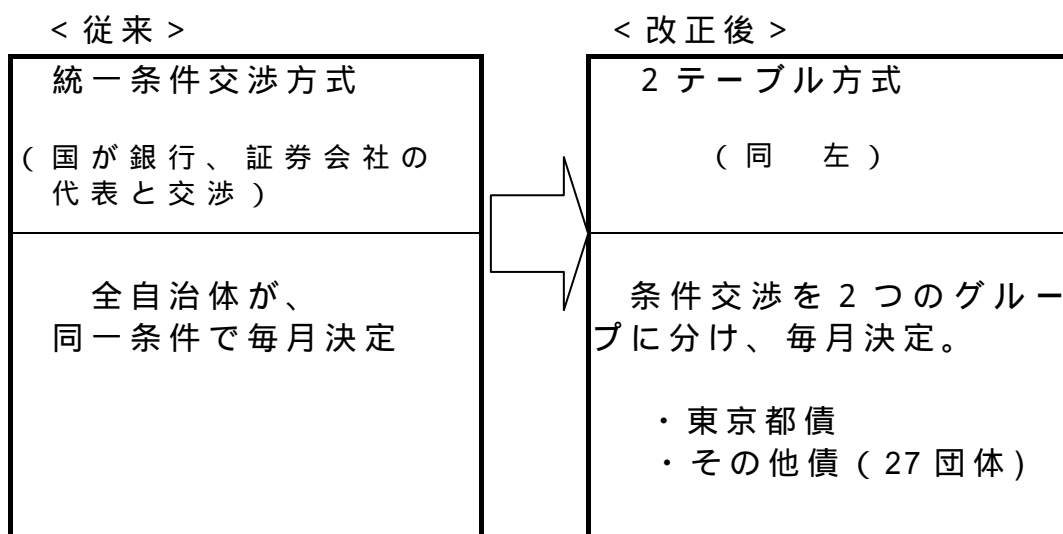
(3) 都債の発行をめぐるこれまでの経過

前述のとおり、東京都は市場公募債を重視するという、極めて特徴ある資金調達を行ってきた。この市場公募地方債をめぐるのは、従来、利率などの発行条件を国（総務省）が統一して銀行や証券会社で構成するシンジケート団（シ団）の代表と毎月交渉し、公募28団体の発行条件をすべて一律の条件とする、いわゆる「統一条件交渉方式」により決められていた。

この方式は、利率や価格などの発行条件で28団体横並びとなっており、団体ごとの発行規模、流通実勢や財政力の差などが反映されないという問題があった。特に都にとっては、都債が地方債市場で評価が最も高いにもかかわらず、そのメリットが発行条件に活かされないという状況であった。

また、条件決定が国に一任されその決定に至るまでの経過が不透明なこともあり、今後の地方債全体の健全な発展の面からも、無理が生じていた。

こうしたことから、都は国に対し、自治体が自己責任により個別に起債が行えるよう、制度の抜本的な改善に向けた強い働きかけを行った。その結果、暫定的な措置として、14年4月からは東京都と他の27団体との2つのグループに分け、発行条件をそれぞれ別個に決める、「2テーブル方式」に移行することとなった。



(4) 都が取り組むべき課題

東京都が市場公募債重視の姿勢を鮮明にしてきたことは、時代の流れを的確に反映した適切な行動であったといえる。こうした中で2テーブル方式の導入も実現し、都債と他団体債が流通実勢を反映した別々の発行条件となるなど金融機関の引受リスクが軽減される見込みとなったことから、手数料が10年債で100円につき75銭から48銭と、大幅に引き下げられるなどの効果があった。

しかし、BIS規制上のリスクウエイトが0%の都債が、同100%である高格付社債と比べ、手数料が依然として大幅に割高であること(表-1-参照)や、都債と第2テーブルが市場実勢と異なり同一条件のままとなっていること(表-1-、表-1-参照)、あるいは現行の値決め方式にオーバーナイトリスク問題が存在していることなど、解決すべき課題が山積している。

これらのことは、都債の条件決定に至る経過が不透明であり、引受到競争原理も働いていないとの指摘を受ける中で、高コストな構造となっていることを表している。コスト高は、結局は東京都民の負担に帰することとなるため、早急な改善が必要である。

そこで、東京都では都債発行の条件交渉を、これまでの総務省に委任する方法から、競争性を導入した新しい条件決定の方法に変えていくことなどをはじめ、都債発行のあり方を根本的に見直し、具体的な内容の検討を進めるため、本委員会に諮問が行われたものである。

シンジケート団(シ団)

大量の起債をする場合、単独の金融機関等が引受けることが困難なため、複数の金融機関等が集まって引受ける方法が用いられる。この集団のことをシ団という。

引受

有価証券の発行者から、当該有価証券を売出す目的で取得するとともに、売れ残りが生じた際に買取を保証する行為。

BIS規制

国際決済銀行(BIS)が銀行の自己資本を規制する国際基準。国際業務を行う銀行は資産に占める自己資本比率(=資本÷資産)を8%以上に維持しなければならない。これを算出するため、銀行の資産はリスク(危険度)の度合いに応じてウエイトづけ(0%~100%)される。国債、地方債などは危険度が低いため、リスクウエイト0%となっている。

オーバーナイトリスク

市場公募地方債の条件決定は、条件決定日の前夜の交渉で国債指標銘柄の引値などを参考に表面利率と発行価格を内定し、翌朝に正式決定となる。このため、内定から正式決定までの間に情勢等の変化により金利や価格が変動するリスクがある。この間の価格変動リスクを「オーバーナイトリスク」と称している。

表 - 1 - 都債と高格付社債との比較 (10年債)

| 種 別 | B I S リスク ウェイト | 年間 発行量 (億円) | 発行頻度・ 1回あたり 発行額 | 条件決定 方式 | 格付 | 発行 手数料 銭 / 100 円 |
|---------------|----------------------|-------------------|--------------------------------|------------------------------------|--|---------------------------|
| 東京都債 | 0% | 6,000 | 毎月 400 ~ 500 億円 | 2 テーブル 方式 (シ団引 受) | | 48 |
| 電力債 (東京電力) | 100% | 8,000 | 年 1 1 回 500・ 1000 億 円 | 主幹事方式 (絶対値プ ライシ ング) | AA+(R&I) / AAA(JCR) / AA-(S&P) / Aa2(MDY) | 35 |
| 社 債 (NTT) | 100% | 1,500 | 年 2 回 700 ~ 800 億円 | 主幹事方式 (スプレ ッドプ ライシ ング) | AA-(S&P) / Aa2(MDY) | 32.5 |

(注) 平成 14 年度実績

絶対値プライシング方式

表面利率や利回りなどの絶対値によって発行条件を決める方式。

スプレッドプライシング方式

国債の流通利回りに対する上乗せ幅(スプレッド)を基本にし、投資家の需要動向を予測した上で発行条件を決定する方式。(詳細は P22 参照)

表 - 1 - 都債と第2テーブルの発行条件の推移

(単位:%)

| | | 平成14年 | | | | | | | | | | 平成15年 | | |
|------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3月 | |
| 東京都債 (10年公募債) | 応募者利回り A | 1.463 | 1.463 | 1.440 | 1.348 | 1.331 | 1.309 | 1.303 | 1.120 | 1.080 | 0.880 | 0.885 | 0.803 | |
| 第2テーブル | 応募者利回り B | 1.471 | 1.480 | 1.443 | 1.352 | 1.335 | 1.309 | 1.303 | 1.120 | 1.080 | 0.880 | 0.885 | 0.803 | |
| 都債と第2テーブル B-A | 利回差 | 0.018 | 0.017 | 0.003 | 0.004 | 0.004 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | |
| | 借差 | 15銭 | 15銭 | 3銭 | 3銭 | 3銭 | 0銭 | 0銭 | 0銭 | 0銭 | 0銭 | 0銭 | 0銭 | |

(注) 都債と第2テーブルの借差は、条件変更時における応募者利回りである。

表 - 1 - 対国債利回り格差の推移



(注) 「公営」とは、公営企業金融公庫債(政府保証債)(みずほ証券調べ)

(5) 制度改革に向けた基本方針

都債発行の制度改革にあたっては、以下の基本方針に沿って対応すべきと考えられる。

基本方針

自己決定・自己責任原則の貫徹

地方分権の進展により、自治体の意思決定の場面が今後より拡大することが予想される。これに加えて、財投改革など、従来の国を中心とする地方債の引受システムは変革を余儀なくされている。このため東京都は、国の庇護下にある従来の枠組みから脱却し、自らの意思と責任で所要資金にかかる起債を行うべきである。

検討の視点

この基本方針を踏まえた都債発行を行うためには、以下の4つの視点から検討すべきである。

ア 発行コストの低減

複式簿記を基礎とする企業会計方式の導入などを通じ、行政部門においても効率的経営の促進が求められている。一方、資金調達コストに関しては、これまで必ずしも広く都民からの注目を集めてこなかった。

そこで東京都は、低コストの資金調達が行政経営の効率化に寄与し、ひいては都政の究極的目標である都民の福祉向上に資するとの観点から、都債発行に関わるコストの低減にこれまで以上に努めるべきである。

イ 市場からの安定的な資金調達

不良債権処理問題の長期化による金融機関の体力低下や、時価会計方式の導入など、経済環境や民間企業をとりまく諸情勢が大きく変化しつつある。このような中、自治体の資金調達の先行きに対する不透明感も増している。東京都は、このような厳しい状況下においても、市場から安定した資金調達が行われるように努めるべきである。

ウ 透明性の確保

都債発行の透明性を高めることは、公共団体としては、当然に留意せねばならず、このことはまた、最適な起債運営を行うためのインセンティブにもなる。このため、利率等の条件決定などに、透明性を確保すべきである。

エ 適正な競争性の確保

金融情勢をはじめ、都債を取り巻く環境が急速に変化する中、投資家にとって買いやすく満足度の高い起債方式を追求していくためには、すぐれた提案を都債引受候補会社から引き出さねばならない。このためには、引受会社を固定化させず、引受会社間に適正な競争性を確保すべきである。

以上の四つの基本的な視点を踏まえ、自己責任による都債発行を進めるには、都債の市場での高い評価が反映される仕組みを作り、最適な資金調達が可能ない起債システムを構築することが必要である。このためには、都債発行に市場原理を果敢に導入しなければならない。

都債発行への市場原理の導入

市場原理を導入した起債システムとは、投資家の需要を積み上げることなどによる適正な発行条件と、引受リスクに見合った適正な発行手数料の設定が可能ないシステムでなければならない。

より適正な発行条件とするためには、都債の流動性、商品性向上をもたらす、投資家需要を反映した発行条件の設定、流通環境の整備、財政状況等の積極開示及び投資家向けIR、などが必要である。また、より適正な発行手数料とするためには、引受リスク（価格変動リスク）の低い発行方式の採用、引受会社間の適正な競争を促す仕組みの採用などが必要である。

このように市場原理を導入した起債システムを構築することは、都債発行コストの大幅低減となることが期待されるとともに、都が本格的に市場評価を受けていくことで、都財政の健全性を保つインセンティブの一つにもなる。そして、さらなる都財政の基盤強化が図られ、最終的には都民の福祉向上につながっていくものである。

第 2 章 地方債市場における都債の位置づけ

(1) 都債の特色

市場公募債の重視

地方債による資金調達は、「政府資金」、「銀行等引受債」(いわゆる縁故資金)、「市場公募債」の 3 種類に大別される。

このうち、東京都は従来から「市場公募債」を重視しており、その割合は平成 13 年度一般会計決算では 90% に達している。

これは他の地方自治体には見られない高い割合であり、極めて特徴的な資金調達を行っている。

圧倒的な発行規模

東京都の市場公募債は年間で 6,000 億円程度の発行(表 - 2 参照)を行っており、平成 13 年度の発行額は、市場公募地方債全体の 27% (表 3 参照)と、圧倒的なシェアを占めている。

また、地方債では唯一、毎月 400 億円以上を継続的に発行しており、流動性も高いため、投資家が買いやすいものとなっている。

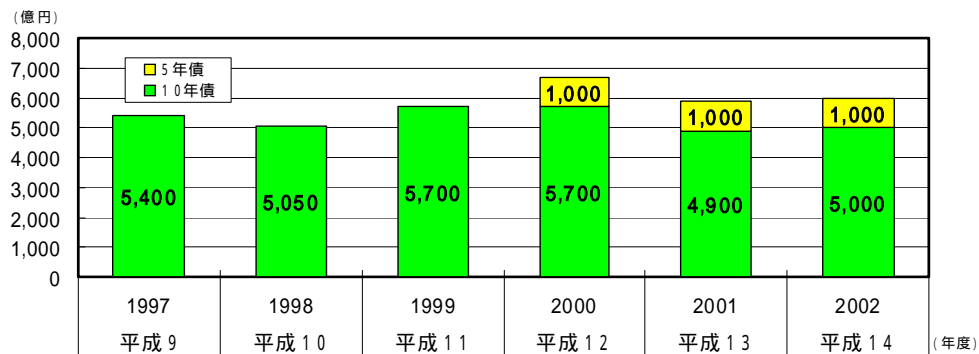
発行年限の多様化

東京都は発行年限の多様化にも取り組んでいる。従来の都債は 10 年債のみの発行であったが、平成 12 年度からは新たに 5 年債の発行を開始し、平成 14 年度からは個人向けの 3 年債として、「東京再生都債」の発行を開始した。

繰上償還条項の廃止

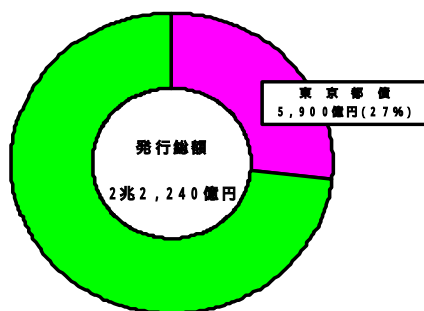
東京都は投資家のニーズに応えるため、平成 10 年 10 月発行分の債券から、国債と同様に繰上償還条項を削除し、繰上償還を行わないことを明確にしている。また、これ以前の発行分についても繰上償還しないこととしている。

表 - 2 市場公募債発行額の推移



(注) 平成14年度の個人向け都債「東京再生都債」を含まない。

表 - 3 平成13年度市場公募地方債発行額



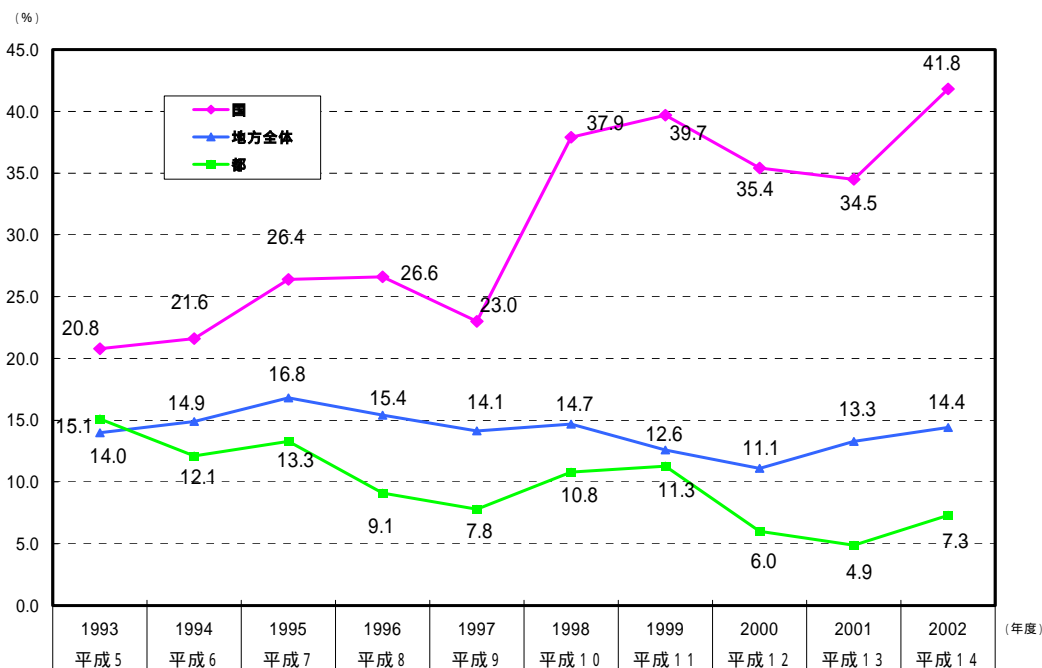
(2) 都債に対する市場からの評価

都債は圧倒的な発行規模を占め、毎月継続して発行されていることから、流通市場において他の地方債と比べ活発に取引が行われている。

信用面においては、都は都道府県の中で唯一の地方交付税不交付団体であることや、国や他の地方自治体と比べて起債依存度が極めて低いこと(表 4 参照)などから、市場では都の財政力や都債の安全性が高く評価されている。

その結果、常に幅広い投資家からの購入需要が見られ、流通市場において都債と国債との利回りの格差についてみると、近年は極めて小さい水準で推移している(表 5 参照)。

表 4 起債依存度の推移（決算ベース）



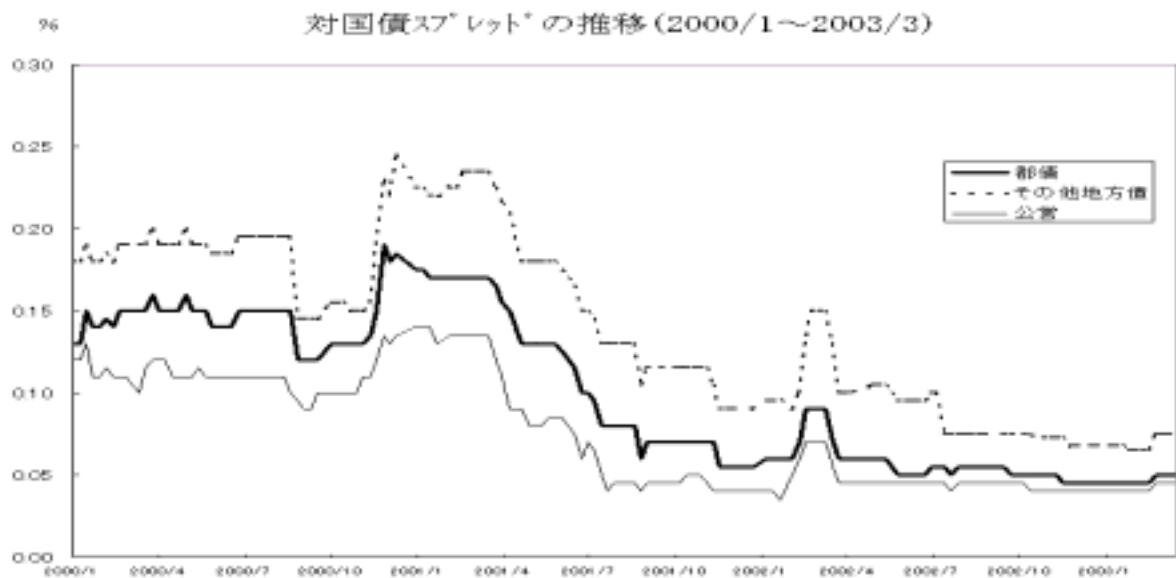
(注) 起債依存度 = 公債発行額 ÷ 歳入 × 100

国及び都は一般会計、地方全体は普通会計ベース。

地方の13年度及び14年度は地方財政計画による。

国及び都の14年度は、最終補正予算による。

表 5 対国債利回り格差の推移（再掲）



(注) 「公営」とは、公営企業金融公庫債（政府保証債）（みずほ証券調べ）

第3章 条件決定の諸類型

条件決定とは、債券の発行にあたり発行体と引受金融機関が、発行体の信用力、流通市場での評価、市場環境などを踏まえながら、利率や価格などを決定することと定義される。

条件決定の方式としては、現在の地方債の方式（この報告においては、以下「ナショナル・シ団方式」と呼ぶ。）のほか、競争入札方式、主幹事方式があり、それぞれの概要を示すと、以下のとおりとなっている。

(1) ナショナル・シ団方式（現在の地方債の方式）

発行体、引受会社、国など関係者が協議することにより債券の発行条件を決める方式である。

現在の地方債の発行条件は、地方自治体から交渉の委任を受けた総務省と、金融機関・証券会社からなるシンジケート団（以下「シ団」とする。）の代表（引受幹事会社）が協議することにより決められることとなっている。

この方式は、条件決定の過程が投資家など第三者にはわかりにくく、オーバーナイトリスク（価格変動リスク）も生じるなど、不透明な起債方式であるとの批判が市場関係者を中心に近年急速に高まっている。シ団及びその引受シェアは固定的であり、新規参入が得られず、公正な競争が事実上不可能であることも指摘されている。

(2) 価格競争入札方式

多数の購入希望者から希望する発行条件と購入額を提示（入札）させ、その落札状況にもとづいて決定する方式である。

現在、わが国では国債や一部の政府保証債などにおいて採用されている。

代表的な競争入札の条件決定方式として、国債における「コンベンショナル方式」と「ダッチ方式」がある。また、政府保証債では、指名競争入札方式が採用されている。

コンベンショナル方式（価格による入札方式）

発行体があらかじめ表面利率（クーポン）を提示し、入札参加者が希望価格と購入希望額を入札する方式である。

高い価格（＝低い利回り）のものから順次割り当てが行われ、参加者は、おのこの入札価格により引き受ける。

ダッチ方式（価格（＝利率）と引受額を入札する方式）

発行体があらかじめ表面利率を提示せず、入札参加者が希望利回りと購入希望額を入札する方式である。

低い利回り（高い価格）のものから順次引受額の割り当てが行われるが、おのこの入札利回りにかかわらず、表面利率及び発行価格などの発行条件は最も高い利回り（＝最低入札価格）となる。つまり、参加者はそれぞれの入札利回りにかかわらず、単一の条件（＝最低入札価格）で債券を引き受けることとなる。

(3) 主幹事方式

主幹事の意義・役割

主幹事方式とは、債券発行に際し、発行体が主幹事となる金融機関を選定し、債券発行に関する事務全般を取りまとめさせる方式である。主幹事選定に際しては、入札や提案の審査などを行うことにより、一定の競争性を導入することが可能である。

主幹事の役割としては、主に以下のようなものがある。

< 主幹事の主な役割 >

- ・ 発行体と発行条件等を決定し、契約を締結すること
- ・ 引受シ団組成や発行時期などに及ぶ発行全般の事項について発行体に助言すること
- ・ 引受シ団をとりまとめ、投資家への販売に責任を負うこと

このように主幹事は、債券の引受・販売にあたり中心的な役割を果たすものである。なお、社債の分野においては引受シ団の少数化が進むなか、主幹事の権限は強化される傾向にある。

主幹事は1社の場合と2社以上が就任する場合があります、後者を共同主幹事方式という。共同主幹事方式は、一般的に、より広範な投資家への販売を可能にする。このため、発行額が大きい場合には、円滑な販売が可能になるほか、条件決定などの起債運営においても主幹事同士の判断を相互チェックする（牽制機能）ことが可能になるメリットがある。

なお、近年は発行後の流通市場においても、投資家の売買を適切に仲介する（以下「マーケットメイク」という。）義務を発行体から課せられる場合がある。債券市場は、業者と投資家との相対取引であるため、主幹事を中心としたマーケットメイク機能は重要な要素となっている。

主幹事の選定方法

選定方法には以下のようなものがある。

ア 価格入札による選定

主幹事候補会社に発行条件を提示させ、最もよい条件を提示した会社を主幹事に選定する方法である。

発行条件の提示は、債券の利回りを提示させる方法や、国債の流通利回りに対する上乗せ幅（スプレッド）を提示させる方法が一般的である。

イ 提案による選定

主幹事候補会社に起債に関する提案書を提出させ、提案内容をもとに主幹事を選定する方法である。現在、わが国では財投機関債のほか、大半の社債がこの方法を採用している。

提案書では、発行コスト、販売する投資家層、金利見通し、起債タイミングなどを提案させるのが一般的である。

マーケットメイク

主幹事など引受シ団が市場において、流通市場の円滑な価格形成を促進するために常に売値と買値を提示し、売買の仲介を積極的に行う行為。

ウ 指名による選定

主幹事候補会社に起債に関する提案書を提出させず、過去の引受実績や日常の情報提供などに基づいて主幹事を選定する方法である。

主幹事候補会社に、定期的（半年毎など）に起債環境の見通し、起債運営に関する提案書などを提出させている場合が多い。

現在、わが国では一部の鉄道会社や電力会社などで採用されている。

第4章 条件決定の事例分析

債券発行は、各発行体がそれぞれの考え方にに基づき、最適な条件決定方式を独自に採用している。以下に主な債券の分類とその条件決定方式を分析する。

(1) 国債

発行状況

市場に発行される国債は、主に、超長期国債、長期国債、割引国債、中期国債、短期国債に分類される。

このうち、10年長期国債は、あらゆる金利の指標に用いられており、債券・金融市場を先導する極めて重要な役割を担っている。

平成14年度の発行額は、市中に発行する分として110兆円程度が見込まれており、このうち10年国債と5年中期国債のウェイトが高く、両者で発行額全体の約4割を占めている（表6参照）。

表 6 償還期限別国債発行額（市中消化分）

(単位:億円)

| | 30年債 | 20年債 | 15年変動利付債 | 10年債 | 6年債 | 5年債 | 5年割引債 | 4年債 | 3年割引債 | 2年債 | 短期国債 | 合計 |
|------|-------|--------|----------|---------|--------|---------|-------|--------|-------|---------|---------|-----------|
| 12年度 | 6,903 | 24,000 | 27,980 | 163,000 | 25,094 | 94,030 | 1,200 | 27,808 | 2,931 | 131,939 | 295,660 | 800,546 |
| 13年度 | 5,950 | 32,000 | 36,037 | 204,000 | | 196,234 | | | 5,935 | 168,000 | 275,943 | 924,097 |
| 14年度 | 9,000 | 42,000 | 59,000 | 216,000 | | 246,000 | | | 4,000 | 211,207 | 310,451 | 1,097,658 |

条件決定方式

国債の条件決定方式は償還期限別に異なった方法が採用されている。

それぞれの条件決定方式は表 7 のとおりとなっている。

表 7 国債の償還期限と主な条件決定方式

| 種類・償還期限 | | 条件決定方式 | |
|---------|----------------------|--------|------------------------------------|
| 長期 | 利 | 10年 | 価格競争入札方式（コンベンショナル方式） 及びシ団方式 |
| | | 超長期 | 30年 |
| 20年 | 価格競争入札方式（コンベンショナル方式） | | |
| 15年（変動） | 価格競争入札方式（ダッチ方式） | | |
| 中期 | 債 | 5年 | 価格競争入札方式（コンベンショナル方式） （一部例外あり；注） |
| | | 2年 | 価格競争入札方式（コンベンショナル方式） （一部例外あり；注） |
| 短期 | 割引債 | 3年 | 価格競争入札方式（コンベンショナル方式） （一部例外あり；注） |
| | | 6ヶ月、1年 | 価格競争入札方式（コンベンショナル方式） |

（注） 発行予定額の10%及び各応募者につき5億円を限度に非競争入札枠が設けられている。応札者は、価格競争入札の募入平均価格での引受となる。

3年割引国債は14年度末で廃止された。

上記のほか、14年度より個人向け国債が発行された。

10年債（長期国債）の条件決定

発行・流通市場の代表的な銘柄である10年利付国債では、価格競争入札方式（コンベンショナル方式）が採用されている。

財務省は、毎月引受シ団参加者を対象に価格競争入札を行い、発行額の75%を落札者に割り当てていく（15年3月現在）。残る25%部分については、落札価格の加重平均価格によってあらかじめ決められた固定シェアに応じて引受シ団に配分される。

平成14年10月債の入札（平成14年9月20日実施）において、入札額が募集額を下回る「未達」が初めて生じた。その不足額は、落札価格の加重平均価格によって引受シ団に配分されている。

(2) 政府保証債

発行状況

政府保証債を発行するのは公庫・公団等の政府関係機関であり、その元利金支払に対して政府保証が付されていることなどから、国債に次ぐ信用力を有するものと考えられている。

政府保証債の発行は、発行の都度、発行額・発行条件等について主務大臣の認可が必要とされ、また主務大臣は認可に際して財務大臣と協議することとなっている（日本道路公団法第 26 条、第 39 条など各団体の根拠法により規定）。

条件決定方式

政府保証債の条件決定は、償還年限別にナショナル・シ団方式と価格競争入札方式が採用されており、その概要は以下のとおりである。

ア ナショナル・シ団方式によるもの

現在、長期債（10 年債）の発行については、市場公募地方債と同様の方式により、国（財務省）、発行団体、引受シ団（幹事会社）の三者により流通実勢、需要動向等が協議され、各銘柄の発行条件が、同一の条件で決定されている。また、引受シ団についても、証券会社や銀行などの金融機関で発行団体ごとに組成されており、公募地方債同様、メンバーは固定的である。

イ 価格競争入札方式によるもの

中期債の発行については、発行条件の価格競争入札により主幹事を決定する方法が採用されている。主幹事は、最も発行体に有利な条件を提示した業者に決定される。

発行体は、引受・販売実績などを考慮して、あらかじめ入札参加者十数社（主幹事候補会社）を指名する。条件決定当日に、発行総額の全額引受けを前提に競争入札を行い、最も低い利回り（高い価格）を提示した会社が主幹事に指名される。なお、提示条件が同一であった場合に共同主幹事が指名される場合がある。

選定された主幹事が単独もしくは引受シ団を組成して、投資家への販売を行う。

平成 14 年度は、中小企業金融公庫 6 年債、預金保険機構 2 年

債・4年債がこの方式で発行されている。

(3) 財投機関債

発行状況

財投機関債は財投機関たる特殊法人（平成14年度は公営企業金融公庫など金融系8法人、日本道路公団など事業系15法人）が政府保証を受けずに、自らの信用力に基づき個別に発行を行う債券である。

発行の歴史は極めて浅く、本格的に起債が開始されたのは、平成13年度からである。

平成14年度の発行計画額は2兆4,240億円と市場公募地方債の発行計画額を上回る規模となっている。平成15年度以降も発行額は増加する見込みである。

条件決定方式

財投機関債では、主幹事方式が採用されている。その内容は、以下のとおりである。

ア 主幹事の選定方法

主幹事は提案方式により選定される。その選定手順は概ね次のとおりである。

主幹事の選定手順（提案による選定）

- (ア) 発行体は、公社債の引受実績（国債、財投機関債、普通社債等）や日頃の提案状況などを総合的に分析し、まず4～10社程度の主幹事候補会社を選定する。
- (イ) これらの主幹事候補会社から起債戦略、発行にかかるサポート体制等についての提案書を提出させる。
- (ウ) この提案書に基づき、主幹事候補会社と面談を行う。
- (エ) 発行体内部で選定のうえ、主幹事を指名する。

各発行体は基本的にこの手順により主幹事を選定するが、起債頻度の多い発行体では、主幹事候補会社の中から緩やかな輪番制で主幹事を指名しているケースもある。

また、発行額が大きい場合などに、複数の主幹事が選定される共同主幹事方式が採用される場合も多い。指名された主幹事は、起債運営全般に共同して責任を負うが、一般的に、契約書などの起債事務を取り扱う事務主幹事を共同主幹事の中から一社を指名するケースが多い。

表 8 平成 13・14 年度 財投機関債発行実績

| 発行体名 | 平成 13 年度 | | 平成 14 年度 | |
|----------------|--------------|------------------------|--------------|------------------------|
| | 発行実績 (億円) | 共同主幹事 回数 / 発行 回数 | 発行実績 (億円) | 共同主幹事 回数 / 発行 回数 |
| 住宅金融公庫 | 2,000 | 2 / 4 | 6,000 | 5 / 5 |
| 国民生活金融公庫 | - | - | 2,000 | 4 / 4 |
| 中小企業金融公庫 | - | - | 2,000 | 4 / 4 |
| 農林漁業金融公庫 | 145 | 0 / 1 | 220 | 1 / 1 |
| 公営企業金融公庫 | 1,000 | 1 / 1 | 2,200 | 6 / 7 |
| 沖縄振興開発金融公庫 | - | - | 100 | 1 / 1 |
| 日本政策投資銀行 | 1,000 | 2 / 2 | 2,000 | 4 / 4 |
| 国際協力銀行 | 1,000 | 2 / 2 | 2,000 | 4 / 4 |
| 都市基盤整備公団 | 250 | 1 / 1 | 700 | 3 / 3 |
| 環境事業団 | - | - | 50 | 1 / 1 |
| 帝都高速度交通営団 | 450 | 1 / 4 | 550 | 0 / 3 |
| 地域振興整備公団 | 100 | 0 / 1 | 350 | 2 / 2 |
| 社会福祉医療事業団 | 100 | 0 / 1 | 200 | 1 / 1 |
| 日本私立学校振興・共済事業団 | 60 | 0 / 1 | 60 | 0 / 1 |
| 日本育英会 | 100 | 0 / 1 | 560 | 2 / 2 |
| 緑資源公団 | - | - | 40 | 0 / 1 |
| 日本道路公団 | 650 | 2 / 2 | 5,490 | 7 / 12 |
| 首都高速道路公団 | 0 | - | 500 | 2 / 4 |
| 阪神高速道路公団 | 100 | 0 / 2 | 200 | 0 / 1 |
| 日本鉄道建設公団 | 100 | 0 / 1 | 250 | 1 / 1 |
| 新東京国際空港公団 | 500 | 0 / 2 | 300 | 2 / 2 |
| 運輸施設整備事業団 | 100 | 0 / 1 | 300 | 1 / 1 |
| 水資源開発公団 | 100 | 1 / 1 | 130 | 1 / 1 |
| 合計 | 7,755 | 12 / 28 | 22,600 | 52 / 66 |

(注) 商工組合中央金庫を除く。

表 9 平成14年度 主要財投機関の財投機関債発行実績

| 発行体 | 条件決定日 | 発行額 (億円) | 年限 | 引受主幹事 |
|----------|-------------|-------------|----------|----------------------------|
| 日本政策投資銀行 | 平成14年4月8日 | 500 | 5年 | みずほ / 大和SMBC |
| | 平成14年7月17日 | 500 | 5年 | 日興SSB / 東京三菱 |
| | 平成14年10月10日 | 500 | 10年 | 野村 / ゴールドマンサックス |
| | 平成15年1月15日 | 500 | 5年 | みずほ / メリリッチ |
| 国際協力銀行 | 平成14年4月10日 | 1000 | 5年/10年 | 野村 / 東京三菱 |
| | 平成14年9月11日 | 1000 | 5年/10年 | みずほ / 日興SSB |
| 中小企業金融公庫 | 平成14年5月27日 | 500 | 5年 | 日興SSB / エルガン・スタル- |
| | 平成14年8月23日 | 500 | 5年 | エルガン・スタル- / 大和SMBC |
| | 平成14年10月28日 | 500 | 5年 | 日興SSB / みずほ |
| | 平成15年1月15日 | 500 | 5年 | 大和SMBC / 三菱 |
| 国民生活金融公庫 | 平成14年4月24日 | 500 | 5年 | 野村 / みずほ |
| | 平成14年8月27日 | 500 | 5年 | 日興SSB / みずほ |
| | 平成14年11月5日 | 500 | 5年 | みずほ / 大和SMBC |
| | 平成15年1月17日 | 500 | 5年 | 日興SSB / 野村 |
| 日本道路公団 | 平成14年4月16日 | 1900 | 5/10年 | みずほ / 野村 / 大和SMBC |
| | 平成14年6月26日 | 1000 | 5/10/20年 | みずほ / 野村 / 大和SMBC、みずほ(20年) |
| | 平成14年8月9日 | 850 | 15年 | 野村 |
| | 平成14年10月4日 | 330 | 30年 | エルガン・スタル- |
| | 平成14年10月10日 | 650 | 15年 | 野村 |
| | 平成14年12月10日 | 500 | 5/10/20年 | みずほ / エルガン・スタル- |
| | 平成15年2月6日 | 260 | 20年 | 野村 |

イ 発行条件の決定

発行条件は、主幹事が流通市場の動向、市場環境などを参考に投資家需要の調査（需要予測）を市場が開いている取引可能な時間内に実施したうえで適正な水準を決定する。（したがって、「オーバーナイトリスク」は存在しない。）これを一般に「需要積み上げ方式」と呼んでいる。

需要の積み上げは、発行体、引受側両者において市場の価格変動リスクを回避するため、指標銘柄（国債）の流通利回りからの上乗せ幅（スプレッド）で行う方式（スプレッドプライシング方式）が一般的である。

スプレッドプライシング方式

指標となる国債の流通利回りへの上乗せ幅（スプレッド）に対し、投資家の需要予測を行った上で発行条件を決定する方式である。

綿密な需要予測を行い、市場実勢を踏まえた条件決定とすることで、条件決定後すみやかに投資家への販売が完了し、流通市場への移行が円滑に行われることとなる。

さらに、主幹事によるマーケットメイク（P15）が行われることで流通市場が安定する。上記一連の起債運営を総称し、スプレッドプライシング方式という。

(4) 社債

発行状況

戦後の日本経済の発展には多額の他人資本の活用が必要であったが、社債発行にかかる規制が厳しかったことから、一部の大企業以外の起債は稀であった。平成5年の社債発行限度の撤廃、適債基準の撤廃をはじめとする規制緩和により、発行は活発となっている。平成13年度の発行額は8兆円を上回った。

発行方式

わが国のほとんどの社債発行では、主幹事方式が採用されている。現在、社債の主幹事は提案により選定される場合と、指名により選定される場合とがある。

< 参考 >

社債における主幹事選定の沿革

平成7年ごろまでは、主幹事は発行条件を競争入札することにより選定する方法が主流であった。しかし、金融機関同士の過剰な引受競争から、市場の実勢から乖離した発行体寄りの条件による起債が増加した。

このことは短期的には発行体側に有利となったが、発行後の値引き販売の常態化により、提示された条件の信頼性は低いものとされた。そして、中長期的には起債市場からの投資家離れが生じるなど市場が混乱し、社債市場全体の発行条件が悪化するなど、円滑な資金調達が阻害される結果となった。

このため、発行条件の競争入札により主幹事を決定することの弊害を、発行体側も意識するようになり、さらに、平成12年4月から時価会計が導入されたことで、投資家は自己の保有する債券の市場価値に対し一層敏感になった。

このように、流通市場を育成（マーケットメイク；P15参照）する必要性が高まるなど市場環境が変化する中で、発行体には、市場や投資家の需要動向を一層重視した起債運営が求められるようになった。

以上のことから、現在、わが国の社債では、発行条件の競争入札による主幹事選定は採用されなくなっている。

主な社債の条件決定方法

主要な一般事業債発行会社の条件決定方式として以下の3例を挙げておく。

ア 東日本旅客鉄道

(ア) 主幹事の選定方法

主幹事は、指名により選定されている。

市場での引受実績等からあらかじめ複数の主幹事候補会社が指名されており、発行体はこの主幹事候補会社に対し、半年毎に起債に関する総合的な提案を求めている。

この総合提案に引受実績、日頃の情報提供、取引状況等を考慮の上、主幹事が指名されている。

平成12・13年度の実績では、2社が2回ずつ、合計4社が主幹事に就任している。

(イ) 条件決定方式

発行体は毎週定例的に主幹事候補会社から想定発行条件の提示を求めているため、総合提案にあたって主幹事候補会社から発行条件の提示を求めている。

起債の条件決定は、投資家の需要積上げによるスプレッドプライシング方式を採用している。

イ NTT（日本電信電話）

(ア) 主幹事の選定方法

主幹事は、提案により選定されている。

複数の主幹事候補会社を、過去の引受実績や全社的な取引状況等を勘案してあらかじめ指名し、そこから、共通のテーマ（市場見通し、投資家動向、想定発行条件および根拠、起債タイミング等）に関して、主幹事候補会社の担当者と面談しながら提案を受ける。主幹事は、その提案内容などを総合的に評価して決定される。

平成12・13年度は、1社が4回、1社が2回、合計6社が主幹事を務めている。

(イ) 条件決定方式

起債の条件決定は、投資家の需要積上げによるスプレッドプライシング方式を採用している。

ウ 東京電力

(ア) 主幹事の選定方法

主幹事は、提案により選定されている。

起債に際してはまず、過去の引受実績や全社的な取引状況等を勘案して、主幹事候補会社、共同主幹事候補会社、引受メンバーの三つにグループ分けを行う（それぞれの候補会社は毎年見直す。）。

そのうえで、上記主幹事候補会社、共同主幹事候補会社の中から、定められた期間内における 国債金利の見通し、発行が可能な条件（利率など）及び 起債・投資家動向などを提案させている。

(イ) 条件決定方式

市場実勢水準から乖離した発行条件とさせないため、主幹事に対し、以下のとおり義務付けている。

a 発行体独自のOBルール

最低制限価格に類するものであり、発行体自身が発行・流通市場の状況を定期的にチェックしており、極端に市場実勢とかけ離れた条件提示を行った会社は主幹事に選定されないこととなっている。

b マーケットサポートルール

条件決定後、払込日（発行日）までの期間、流通市場において値崩れを防止するため、主幹事は業者間取引において、買値を提示する義務がある。

c ペナルティールール

一定期間内に提示した条件で起債できなかつた場合には次回の主幹事就任が制限される場合がある。

主幹事は、発行体により定められた期間内で、かつ、自らが提示した発行条件の範囲内で発行しなければならない。主幹事は、この期間内で金利水準が低下し、発行体に有利な起債となる見込

であるとの提案を行い選定されているため、期間内で金利が低下したタイミングを見ながら債券の利回りを設定し、投資家の需要積み上げを行い、条件決定することとなる。

この方式は、発行条件を発行体に有利とするとともに、市場実勢からも乖離しないことを目指している。しかしながら、主幹事を決定しても、直近の金利が想定どおり低下しなければ起債が行われないこととなる。

平成 13 年度は、1 社が 4 回、2 社が 3 回、1 社が 2 回、合計 13 社が主幹事に就任している。

(5) 外国の事例

外国においても随時起債方法について検討・見直しが行われているが、その事例として、金融の先進国とされる米国の地方債、米国エージェンシー債について以下にまとめることとする。

米国地方債

ア 概要

米国においては全ての地方自治体が地方債を発行することが可能である。その発行に際しては、州憲法、州法等による規定が存在することが多い。

地方債の種類は大きく一般財源債（**general obligation bonds**）と特定財源債（**revenue bonds**）とに分けられる。

一般財源債は、わが国の地方債に相当するものである。発行自体は州法に基づき州政府、地方政府の判断にまかされているが、発行に際し、発行限度額の設定、住民投票の義務付け、議会の承認が必要な場合もあるなど、州によって違いがあり、わが国の制度とは大きく異なっている。発行年限も短期から超長期までさまざまである。

特定財源債はわが国にはないもので、その元利金の返済が公益事業等の特定財源によりまかなわれるものである。一般財源債と異なり、発行限度額の設定がなく、住民投票なども必要ない。

米国では、自治体の資金調達は独自の信用力により行われており、自治体によっては、デフォルトの可能性が高い場合もあるため、事業会社の社債同様、格付の取得、目論見書による情報開示

が行われている。格付向上策として 1970 年以降保険が利用されるようになり、1994 年にカリフォルニア州オレンジ郡の破産が生じたことから保険の利用が急増し、現在では新規長期地方債の 50% 以上が保険付となっている。

このように、米国地方債は多様であり、発行事務も複雑であるため、地方債の起債運営に関してアドバイザーを指名している場合が多いのも特徴である。

イ 米国地方債の条件決定方法

米国地方債の発行は、競争入札方式による場合と主幹事方式による場合がある。競争入札が州法によって義務づけられている州もあり、どちらの方式を利用するかは州法などによるところが大きい。

一般的に特定財源債は、そのプロジェクトないし事業の収益の確定が困難なため、主幹事方式が適しているといわれ、多くの特定財源債は、主幹事方式によって発行されている。

一般財源債では、短期債に競争入札方式が採用されることもあるが、長期債では価格変動リスクが高いことなどから主幹事方式が採用される場合が多い。長期地方債については、約 8 割が主幹事方式、約 2 割が競争入札方式となっている。

発行額別では、少額の発行には競争入札が採用されることもあるが、5 億ドル超の発行の場合、主幹事方式が採用される場合が多い。

米国地方債市場の最大発行体のひとつで年間 50～60 億ドルの債券発行を行うニューヨーク州の例では、2 億ドル超の発行では、主幹事方式が採用されている。主幹事候補は 4 社に限定されており、主幹事はその中から輪番で指名されている。

表 - 10 米国地方債とわが国の地方債との対比

| | わが国の地方債 | 米国地方債 (一般財源債) |
|-----------------|--|--|
| 信用力 | 国の制度による。 (但し、市場では団体間で財政力に格差はありと見られている。) | 独自の信用力による。 保険を利用する団体が多い。 |
| 税の優遇 | なし | 利子収入が免税されている場合が多い。 |
| 開示 | 法による特定の開示要件はなし。 (近年 I R を開始) | 市場での自主規制ルールに基づき目論見書による開示が求められている。 格付を取得している団体が多い。 |
| 住民参加 | 発行自体に関する関与はなし。平成 14 年度より個人向けのミニ公募地方債の発行開始 | 住民投票が義務付けられる場合もある。 |
| 条件決定方法 (長期債) | ナショナル・シ団方式 (発行体、引受会社、国などの関係会社が協議し決定) | 主幹事方式が採用される場合が多い。 |
| 投資家層 | 機関投資家が中心 | 個人・投資信託が約 70% を占める。 |

米国エージェンシー債 (連邦政府機関債)

ア 概要

連邦法により公的サービスを提供することを目的とする公共的機関が発行する債券である。

市場での流動性を考慮し、満期一括償還としていることや、特に税の優遇措置などがなく、機関投資家中心の保有となっていることから、わが国の地方債と類似している。

公的サービスの提供

住宅・農業・貿易等の分野について公共的機関が主として貸付・保証等の金融手段を提供する。

表 - 1 1 主要な連邦政府機関債 (Agency securities) 発行団体の概要

| | 連邦抵当金庫 (Fannie Mae) | 連邦住宅貸付抵当公社 (Freddie Mac) | 連邦住宅貸付銀行制度 (FHLBS) |
|------------|---|-----------------------------|---|
| 設立経緯 | 1938年設立 ・68年GNMAと分離 ・70年民営化 | 1970年設立 ・88年民営化 | 1932年設立 ・89年機構改正 |
| 形態 | ・株式会社 (ニューヨーク証券取引所上場) ・政府支援企業 (GSE) として位置づけ | | ・12地区の連邦住宅貸付銀行 (FHLB) をメカニズムとする ・政府支援企業 (GSE) としての位置づけ |
| 政府関与形態 | ・政府による一部役員の任命権 ・政府緊急融資枠の設定 | | ・監督機関のFHFBによる各FHLB役員の一部任命権 ・政府緊急融資枠の設定 |
| 監督省 | ・住宅都市開発省及びその傘下の連邦住宅貸付機関監督局 財務省 | ・住宅都市開発省及びその傘下の連邦住宅貸付機関監督局 | ・連邦住宅金融制度理事会 (FHFB) |
| 事業概要 | ・民間住宅ローンの買い取りまたはMBSとの交換 ・発行証券の投資家への元利金支払い保証 | | ・12地区FHLBの信用準備 ・加盟金融機関への資金供給 ・MPF |
| 発行債券の市場の評価 | ・普通債、コーポレート債等 ・MBS ・直接の政府保証はないが、暗黙の政府保証と理解されている | | ・普通債 (12地区FHLB合同債、個別縁故債等) ・直接の政府保証はないが、暗黙の政府保証と理解されている |

出典：「欧米の住宅政策と住宅金融」住宅金融普及協会

イ 米国エージェンシー債の条件決定方法

長期債の大型発行のほとんどが、主幹事方式によるものである。

(ア) Fannie Mae (ファニーメイ) 債〔連邦抵当金庫債〕

主幹事を指名により選定している。10社程度の主幹事候補会社の中から3社を共同主幹事に指名した上で、合計20社程度のシ団を組成する。

主幹事選定は、流通市場での取引実績など発行体側が定めた基準の充足状況を根拠としているものの、それらを発行側で総合的に勘案し、緩やかな輪番制で主幹事の指名を行っている。

(イ) Freddie Mac (フレディーマック) 債〔連邦住宅貸付抵当公社債〕

主幹事を指名により選定している。10社程度の主幹事候補会社の中から3社を共同主幹事に指名した上で、合計20社程度のシ団を組成する。

主幹事選定にあたり債券発行における貢献度などの基準を設定している。このほか、市場での歴史的な強さ、投資家需要捕捉状況などを総合的に勘案し、各候補会社が平均的に主幹事になるよう調整している。

(ウ) FHLBanks (フェデラルホームローンバンク) 債〔連邦住宅貸付銀行制度債〕

主幹事を指名により選定している。10社程度の主幹事候補会社の中から2~3社を共同主幹事に指名した上で、合計30社程度のシ団を組成する。

従来、入札方式を採用していたが、引受業者による市場実勢から乖離した発行条件での入札や流通市場でのサポートが行われなかったことなどから投資家からの人気は低下し、ファニーメイ債、フレディーマック債と同格付けであったにもかかわらず、これらの同年限の債券と比較して流通市場での利回りが高くなっていた。

その後、この利回り格差を解消させるため主幹事方式を導入するとともに、積極的な投資家向けIRなど市場重視の姿勢を見せていることで、格差は改善してきている。

第 5 章 それぞれの条件決定方式の比較

ここでは、第 3 章及び第 4 章において取り上げた起債方式について、比較、検討を行う。

(1) ナショナル・シ団方式（現在の地方債の方式）

この方式は、シ団の安定的な引受が期待できることから、資金調達の安定性が確保されるメリットがある。

その反面デメリットとしては、

シ団に支払う発行手数料が一般事業債よりも割高となっている。

現行のシ団である金融機関の体力が低下した場合、安定的な引受が期待できない。

選定根拠が不透明なままシ団がほぼ固定化されているため、シ団間に健全な競争性が働かない。

などがあげられる。

特に、 の手数料が高い主な原因としては、以下の点をあげることができる。

投資家の需要積み上げではなく、国や発行団体の代表、シ団代表との協議により発行条件を決定するため、シ団にとっては透明性が低く、リスクが高い引受となっていること

条件交渉が夕刻に行われ、正式な条件決定が翌日の午前 11 時となっているため、その間シ団は価格変動リスク（オーバーナイトリスク）を負うこと

地方債銘柄の中で投資家からの需要の低いものを、条件決定した価格よりも値引きして販売し、その値引き分を発行手数料で賄う「レス販売」が常態化しているとの指摘も一部に見られること

(2) 価格競争入札方式

発行条件を競争入札によって決定するため、条件決定の透明性が高く、発行コストの削減も期待できるが、長期的には以下の問題がある。

第一に、入札はあくまで仮需要に基づくため、投資家の需要を

十分に反映したとはいえず、その結果、市場実勢と乖離した発行条件となる恐れがある。その場合、投資家の離散を招くため、長期的には発行コストが高くなる。

第二に、落札者は、一般的に投資家に販売するのみで、流通市場におけるマーケットメイクなどの義務は負わない。市場環境が悪化した場合、流通価格の下落を招きやすく（国債などとのスプレッドの拡大）、結果として発行コストが上昇しやすくなる。

したがって入札方式は、国債など圧倒的発行量、信用力、流動性をもち、あらゆる銘柄の指標となりうる場合には、メリットもより大きい。しかし、通常の起債においては、投資家からの人気低下し、長期的に高コストの起債を強いられる可能性が高い起債方式であると言える。

(3) 主幹事方式

価格入札による選定

入札の結果、最も有利な発行条件を提示した引受会社を主幹事に選定する方法。発行条件を競争させる点で価格競争入札方式と同様の方式であると言える。

発行規模が数百億円のケースでは金融機関による引受競争過熱から、実勢価格から大きく乖離する弊害が指摘される。入札により、こうした投資家需要を反映しない条件決定が続いた場合、投資家からの人気低下し、長期的には発行コストが高まる懸念がある。主幹事方式の中で銘柄の評価が低下するリスクが最も懸念される方法といえる。

提案による選定

発行体があらかじめ示した項目について、複数の主幹事候補会社の提案を競わせるため、一定の競争性が確保される。

選定後は主幹事と協調体制を構築して起債するため、市場環境、投資家需要に応じた柔軟な起債運営が可能となり、市場からの評価も高い。

また、発行体は、主幹事を通じて投資家の正確な需要を積み上げるなど、新たな投資家層の開拓も可能である。

さらには、主幹事に流通市場での十分なマーケットメイク等の責任を負わせることで、流通市場を育成し、中長期的には発

行コストの低減や安定的な資金調達が期待出来る。

これらのことから、現在では財投機関債や社債などにおいて、ほとんどの発行体がこの方式を採用しているほか、米国などにおいても広く採用されている。(以下<参考>参照)

指名による選定

日常の情報提供や引受実績により、主幹事を選定するため、発行体にとっては個別の起債における主幹事選定を早期に済ませることが可能であり、より機動的な起債が可能になる。しかし、提案による選定に比べて透明性は劣り、競争性も弱まるため、公正な選定と見なされない恐れがある。

起債運営の面では、提案による選定と同様に安定的な起債運営が可能である。

< 参考 >

財投機関債に対する市場からの評価

財投機関債は、特殊法人改革が進行する過程で起債が開始されたことから、起債環境が悪化する局面では、スプレッドが拡大することもあった。その後、市場実勢重視の姿勢で起債運営を行った結果、平成14年度に入り投資家層も拡大し、概ね順調に消化され、スプレッドは縮小傾向にある。(表 12 参照)

順調消化の要因

需要積み上げ方式(スプレッドプライシング方式)による起債運営

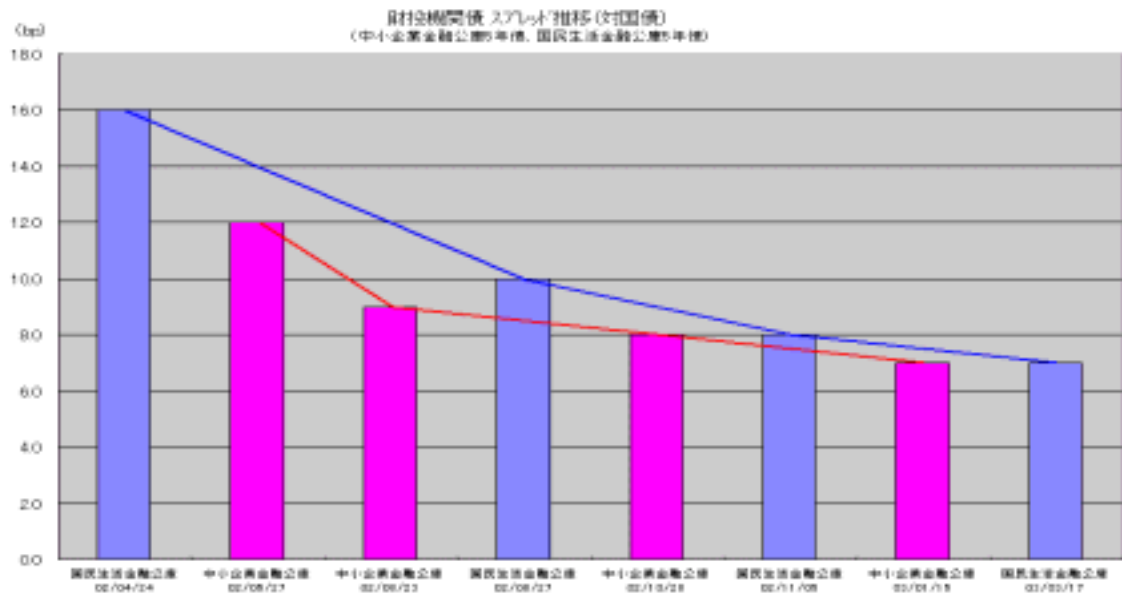
市場実勢重視の姿勢が投資家に浸透

流通市場育成への姿勢(マーケットメークを重視した引受会社選定など)

積極的なIR(財務情報等の積極的開示、定期的な投資家説明会・投資家個別訪問など)

定期・定例発行の実施 = 定例購入投資家層を形成

表 1 2 財投機関債スプレッド推移（対国債）



（みずほ証券調べ）

表 - 1 3 それぞれの条件決定方式の比較

| 検討の視点 | ナショナル・シ団方式 (現在の地方債の方式) | 価格競争入札方式 | 主幹事方式 (提案による選定) |
|---------------|---|---|---|
| 手数料など発行コストの低減 | <ul style="list-style-type: none"> 発行関係者(国、引受会社)との合意があれば、手数料などの発行コストの低減は可能。 ただし、不透明な条件決定やオーバーナイトリスクなどにより、実際にはコストの低減は困難。 | <ul style="list-style-type: none"> 短期的には発行コストは低下する可能性は高い。 投資家需要を反映しない入札が続いた場合、投資家の離散を招き、中長期的に発行条件が悪化し、コスト増となる懸念がある。 | <ul style="list-style-type: none"> 引受リスクの少ない、起債方法を採用することなどで、手数料を引下げることが可能。 |
| 安定的な調達 | <ul style="list-style-type: none"> シ団の安定的な引受が期待できることから、現状では、資金調達の安定性が確保出来ている。 金融機関の体力低下など今後の金融情勢等の不透明要因には留意する必要がある。 | <ul style="list-style-type: none"> 発行条件と流通実勢が乖離する懸念があり、安定的な調達が困難となる可能性がある。 | <ul style="list-style-type: none"> 市場環境、投資家需要に応じた発行が可能であるため、安定した調達となる。 主幹事に発行市場・流通市場の双方での責任を持たせることで、安定的な調達が可能となる。 |
| 透明性の確保 | <ul style="list-style-type: none"> 発行条件は投資家の需要を積み上げている訳ではないので、透明性は低い。 | <ul style="list-style-type: none"> 引受額や発行条件は入札により自動的に割り当てられるので透明性は高い。 | <ul style="list-style-type: none"> 投資家の需要に正確に基づくため、発行条件決定における透明性は高い。 |
| 適正な競争性の確保 | <ul style="list-style-type: none"> 固定的なシ団メンバー及びシェアのため、競争性はほとんどない。 | <ul style="list-style-type: none"> 入札によるため競争性は高いが、一方で過当競争を招く可能性も高い。 | <ul style="list-style-type: none"> 主幹事選定の際に適正な競争性を導入することが可能。 |

第6章 これからの条件決定のあり方 < 提言 >

< 提言の骨子 >

市場原理の導入による適切な都債発行を実施するため、都は、現行の条件決定方式から離脱し、主幹事方式に移行すべきである。

主幹事の選定は、適正な競争性を確保するため、提案方式を基本とすべきである。

発行条件の設定には、中長期的な低利・安定調達を実現するため、スプレッドプライシング方式を採用すべきである。

都債に対する市場の信頼を向上させ、さらなる投資家層の拡大を図るため、早期に発行年限の多様化を実施すべきであり、格付の取得についても15年度中に検討すべきである。

(1) 新しい条件決定方式

主幹事方式の導入

都の資金を安定的に調達するという観点において、ナショナル・シ団方式（現在の地方債の方式）が一定の役割を果たしてきたのは事実である。

しかしながら、財投改革や地方分権の進展等により、現在では市場からの評価を得ながら自己責任に基づく自己調達を行うことが資金調達の原則となっている。起債環境が急激に変化している中で、現行の方式は条件決定における透明性が低く、オーバーナイトリスクが発生するなど、限界を呈する状況となってきた。また、金融再編や不良債権の処理など、金融情勢の変化にも留意する必要がある。

このような中で、東京都は、起債環境の如何にかかわらず低い発行者コストで安定的な資金調達を行い、都民の福祉向上を目指さねばならない。

そのためには、現行の条件決定方式から離脱するとともに、市場原理を導入した新たな条件決定方式である主幹事方式を導入し、都債の発行・流通市場を一層育成することなどにより、投資家の信認を獲

得していかななくてはならない。

主幹事の選定

主幹事の選定は提案による方法が最もメリットが多いと考えられるため、これを基本とするべきである。

この方式を導入することによって、引受リスクが低減し、発行手数料などのコスト削減が期待できる。また、主幹事は市場実勢を正確に把握する責任を負うことから、発行条件などの面で透明性が高まる。このため、投資家の評価を得やすく、安定的な調達や有利な発行条件を確保するという面で効果が期待できる。さらには、主幹事候補会社の提案を競わせることとなるため、適正な競争も働くこととなる。

選定にあたっては、幅広い投資家ニーズへの対応力（安定調達）、及び低コストの発行、を中心に検討すべきである。都はこうした観点から主幹事選定基準を明確に定め、条件に合致する会社を主幹事候補として選定しておく必要がある。主幹事候補会社については、この選定基準に合致しているかを定期的に見直すことが望ましい。

個別の起債における具体的な主幹事選定に際しては、主幹事候補会社間に適正な競争が働く仕組みを作る。また、発行額が多い場合は、より公正かつ適切な発行条件となるよう、共同主幹事制による発行も検討すべきである。

発行条件の決定

発行条件の決定は、中長期的な低利・安定調達を実現するため、投資家需要の調査（需要積み上げ；P22参照）による方法が望ましい。

機関投資家は、投資対象となる債券を選定する際、指標となる国債利回りへの上乗せ幅（スプレッド）をベースとするため、機関投資家の投資行動にも合致するスプレッドプライシング方式を採用すべきものと考えられる。

投資家本位の発行方式の採用により、円滑な都債消化が期待でき、引受リスクの低減による発行コスト削減も見込まれる。

< 参考 >

都債（10年債）がNTT債など高格付社債と全く同様の方式（主幹事方式・スプレッドプライシング方式）で起債を行い、発行手数料がこれらと同水準になったものと仮定した場合の機械的なコスト試算は以下のとおりである。

発行手数料の試算

(平成 15 年度予算ベース)

| 発行予定額 | 都債手数料 (14 年度実績) | 高格付社債 発行手数料 | 手数料コストの変化 (年間) |
|----------|--------------------|----------------|-------------------|
| 7,800 億円 | 48 銭 | 32.5 銭 | 12 億円程度 |

(注) 15 年 4 月の発行手数料改定の結果、改定後の手数料は 38 銭となっている。

考慮すべき要素

従来のナショナル・シ団方式に基づく都債発行は、様々な課題を抱えながらもこれまで年間 6,000 億円にのぼる資金調達に貢献してきた。

主幹事方式の導入にあたっては、安定調達への影響はもとより、都債が地方債のベンチマーク債 となっていることから、他の地方債や平成 15 年 4 月から発行が始まった共同発行地方債への影響なども考慮する必要がある。

(2) 都債の信頼性向上に向けた方策

都の財務状況を投資家に正しく伝え、市場からの適切かつ安定的な評価を得るためには積極的な情報開示に努める必要がある。

このため、東京都は今後とも IR 活動を一層充実させていく必要があり、市場との対話のツールとして、投資家向けホームページを早急に開設し、格付の取得についても平成 15 年度中に検討すべきである。

(3) 発行年限の多様化への対応

資金調達をさらに安定化させるには、投資家層の拡大を図っていく必要があり、そのためには発行年限の多様化を図るべきである。

国債においては、20 年債、30 年債の発行額の増加が見込まれており、足許の低金利の環境下では、公社債市場において投資家の超長期債に対する旺盛な需要が伺われる。

ベンチマーク債

証券の価値等を判断する際に、基準となる債券をいう。通常は当該ベンチマーク債の利回りに対するスプレッド(利回りの上乘せ幅)を価値判断の基準に用いることが多い。

発行年限の多様化は、都債の商品性向上につながるとともに、市場の金利動向に合わせた低利安定調達を可能にし、都の財政力強化にも役立つものである。市場環境に応じた柔軟な発行年限の選択が可能となるよう、減債基金積立ルールの見直しや電算システムの構築などにも配慮しつつ条件を整え、15年度中の早い時期に実施すべきである。

(4) 新方式移行までのスケジュール

地方分権や財投改革などの動きがある中で、平成15年度より東京都を除く他の市場公募団体は、地方債の共同発行方式に一部移行し、発行基盤強化が図られることとなった。一方、都においては、既に単独で十分な発行額を持つことなどから、共同発行方式に参加する必要性は現段階ではきわめて薄い。

しかし、都債をとりまく環境が速いスピードで変化している中において、単独の発行体である都も、さらなる都債発行方式の改善に向けた取り組みが急務となっている。

本報告をもって、従来のナショナル・シ団方式とは違った、都独自の主幹事方式による市場公募債の発行を認めるよう、東京都は直ちに国へ提案すべきである。また、平成15年度中の早い時期の導入に向けて、都独自の主幹事方式による市場公募債を発行する旨を、市場に対しアナウンスしておくべきである。

(5) 提言導入の効果

今回の提言が導入された場合、具体的には以下のような効果が期待できる。

まず第一に、引受リスクの低減が図られることから、手数料をはじめとする発行コストの削減が期待できる。

第二に、商品設計などの点で柔軟な起債運営が可能となり、償還年限の多様化や新たな投資家層の開拓などを機動的に行うことができるようになる。

第三に、都債に対する投資家の需要を反映させた条件決定が行われ、より適切な発行条件の設定と市場での安定消化が可能となる。

第四に、適正な競争性が導入され、主幹事候補者間の提案が活発

化することで、硬直的でない、引受販売力に優れたシンジケート団が形成されることとなる。

今回の提言を導入した場合の効果

| 検討の視点 (P8 - 9) | 想定される変化 | 期待される効果 (主なもの) |
|-------------------|---------------------------------------|---|
| 発行コストの低減 | ・引受リスクの低減 | ・手数料等の低下 |
| 安定的な資金調達 | ・起債運営の柔軟化 ・流通市場の拡大 | <ul style="list-style-type: none"> ・償還年限の多様化 ・投資家層の拡大 ・機動的な起債 ・適切な発行条件の確保 ・資金調達の安定化 ・柔軟で適切なシ団編成 |
| 透明性の確保 | ・投資家需要の反映 ・自己責任自己調達の貫徹 | |
| 競争性の確保 | ・主幹事候補会社間における 提案の活発化 ・地方債市場の活性化 | |

お わ り に

各自治体の信用力及び流動性を反映した条件の設定は、市場の要請するところでもある。平成 14 年度に導入された 2 テーブル方式は、個別条件決定への移行を睨んだ過渡的な条件決定方式として位置付けられるものであった。

今後、都が独自に主幹事方式を導入し、市場原理をより明確に発行条件に反映させることは、個別条件決定への動きをさらに加速させることになる。

このことは、将来的には自らの責任と負担により市場から資金を調達するという、財投改革及び地方分権の流れにも見合った本来あるべき地方債市場の形成が促進されることにつながっていくものである。

一方、平成 15 年 4 月から、都以外の 27 の自治体は共同発行債を毎月発行することとしており、今後、機関投資家向けの地方債発行においては、都債、その他団体債、共同発行債の 3 種類の債券が併存することになる。

それぞれの債券の格差が投資家から意識される可能性があることから、都を含めそれぞれの発行団体は、投資家の信認が得られるよう、一層の努力を重ねることが期待される。

参考資料

「都債発行に関する制度改革検討委員会」設置要綱

検討委員会委員名簿

開催状況

「都債発行に関する制度改革検討委員会」設置要綱

（設置）

第1 都債発行に関する制度を改革し、市場に受け入れられる、競争性・透明性・公正性を兼ね備えたものとしていくための具体的な方策を検討するため、「都債発行に関する制度改革検討委員会」（以下、検討委員会という）を設置する。

（検討内容）

第2 検討委員会は次に掲げる事項について検討を行い、その結果を財務局長に報告する。

- （1）債券市場から見た地方財政制度、地方債制度
- （2）債券市場から見た地方債の発行方式
- （3）地方債以外の債券における発行方式
- （4）それぞれの発行方式の比較（コスト、効率性、透明性など）
- （5）都債における今後の発行等のあり方

（組織）

第3 検討委員会は、別紙に掲げる委員をもって構成する。

- 2 委員の任期は、検討が終了するまでの間とする。
- 3 検討委員会には委員長を置く。
- 4 委員長は委員の互選により選任する。
- 5 委員長は検討委員会を代表し、会務を主宰する。
- 6 委員長に事故があるときは、あらかじめ委員長の指定する委員がその職務を代理する。

（会議）

第4 検討委員会は、委員長が招集する。

- 2 委員長は第3に掲げる者のほか、必要があると認めるときは、委員以外の者に検討委員会への出席を求めることができる。

（ワーキンググループ）

第5 検討委員会は、必要に応じ、ワーキンググループを設けることができる。

- 2 ワーキンググループは、委員長が定める事項について調査・検討

する。

3 ワーキンググループには委員長が指名する委員が顧問として参加し、助言を行うものとする。

4 ワーキンググループの運営について必要な事項は、委員長が別に定める。

(守秘義務)

第6 委員会及びワーキンググループの全構成員は、本検討会議において知り得た内容等について都の許可なく外部に漏らしてはならない。

(庶務)

第7 検討委員会の庶務は、財務局主計部公債課において処理する。

(その他)

第8 この要綱に定めるもののほか、検討会委員会の運営に関し必要な事項は、委員長が定める。

検討委員会委員名簿

(敬称略)

| | |
|-------|----------------------------|
| 稲生 信男 | 東洋大学国際地域学部助教授 |
| 市川 拓也 | 株式会社大和総研 資本市場調査室 主任研究員 |
| 香月 康伸 | みずほ証券株式会社 シニアクレジットアナリスト |
| 成田 恭子 | BNPパリバ証券会社 クレジットリサーチ部長 |
| 中田 清己 | 東京都知事本部企画調整担当部長 |
| 松澤 敏夫 | 東京都財務局主計部長 |

：委員長

開催状況

| 回 | 開催日 | 議事内容等 | 備考 |
|---|--|--|-----|
| 1 | 平成 14 年 12 月 20 日 | 都債発行をめぐる現状と課題 今後の検討内容 委員会のスケジュール | 非公開 |
| 2 | 平成 15 年 2 月 26 日 (ワーキンググループ 第一回) | 検討の視点・基本方針 条件決定方式の比較 | 非公開 |
| 3 | 平成 15 年 3 月 24 日 (ワーキンググループ 第二回) | 主幹事方式の導入について 提言の具体的な内容について | 非公開 |
| 4 | 平成 15 年 5 月 26 日 | 答申 | 公開 |