

自治体財政と地方債格付けの動向

—勝手格付けから依頼格付け移行期の格付け動向—

大 東 辰 起[†]

キーワード：地方債格付け、格付会社、スプレッド、財政力指数、実質公債費比率

1. はじめに

戦後、地方債は政府資金を中心に、地方自治体に安定的に資金を供給してきた。地方債金利も市中金利に比して低利で優遇されるなどの金利統制が利き、資金調達で金利が意識されることは少なく、地方自治体にとっては、決められた金利に即した事務手続きを遂行することが資金調達の要諦であった。

国による暗黙の保証もあって、地方債のデフォルトは起きないものとされ、資本市場（以下、単に「市場」という）からもそうしたものとして、当然のように受け止められてきた。しかし、バブル経済崩壊後の景気対策として、地方債の増発が続いた。とりわけ地域総合整備事業や一般単独事業を強力に推進していくためには、民間等資金の活用も必要とされ、その結果、地方債残高が膨張しただけでなく、資金の借り手に対する信用力の低下が対国債スプレッド（spread¹⁾）として拡大していた。

例えば、1999年3月、日本格付投資情報センター（Rating & Investment Information

[†] 大阪市環境局職員 大阪産業大学大学院経済学研究科後期博士課程

草稿提出日 2月26日

最終原稿提出日 3月13日

1) スプレッドとは、ベース・ポイント（bp）で表現され、1bp = 0.01%である。信用力の低下やリスクの増大によってスプレッドは大きくなるとされている。格付けが悪くなると、このスプレッドは上乘せされていき、発行自治体の金利負担が大きくなっていくが、これを回避する手立てとしては、自らが財政健全化を推進していくことである。

Inc. 以下、「R&I」という)が日本の地方債で格付けを初めて発表した²⁾。いわゆる勝手格付けといわれるもので、地方自治体からの依頼に基づき格付け作業を行ったものではなく、公表されている決算データ等を分析・評価したもので、各自治体の施策の方向性や将見通しなどを考慮したものではなかった。それにもかかわらず、R&Iが発表に踏み切ったのは、当時、国の景気対策に呼応して地方債を増発し続けたことで、地方自治体の財政が危機的な状況に直面し、地方債残高が累増するなど、投資家サイドの不安が高まっていると判断したものと思慮される。そうした経緯を経て、従来からの市場公募地方債での統一条件方式は維持できなくなり、ツー・テーブル方式³⁾へ移行し、その後、今日に続く個別条件交渉方式が誕生したのも、市場での個別の地方自治体が発行する市場公募地方債の流通利回りに格差が生じていたためである。

その後、2006年11月に横浜市がS&Pから依頼格付けを取得してから、本格的な地方債格付けがスタートした⁴⁾。2012年3月には、25団体が格付けを取得するまでに拡大してきたが、近時では取得の勢いが鈍っている(詳細は第3節において考察する)⁵⁾。

ところで、格付けによって地方自治体財政の現状と将来見込みを総合的に勘案し地方債の評価が行われているのだが、果たして格付けは地方債の信用力を的確に反映しているであろうか。アメリカでは地方債格付けは機能しているといわれるが、日本の地方債格付けはどうであろうか⁶⁾。15年もの地方債格付けの歴史があるなか、これまでの蓄積と格付けの実績について点検精査してみることに意義はあると考える。

本稿の課題は、日本では地方債格付けが市場に定着し機能していないのではないか、その原因は、格付会社に問題があるのか、地方自治体に問題があるのかを探索していくことにある。そのためには、なぜ地方債格付けが機能しないかを明らかにするとともに、市場

2) 日本で営業を展開している格付会社は4社である(ムーディーズ、スタンダード&プアーズ(以下、「S&P」という)、R&I、日本格付研究所(以下、「JCR」という))。R&Iは、市場公募地方債を発行する28団体の実態を分析し、独自の手法(「スタンドアローン」という)で格付けした。また、地域経済のポテンシャルと負債のバランス、財政状態を定量的に評価・分析したものをa~eの符号による財務ランクで公表していたが、すでにR&Iは財務ランクを取りやめている。

3) 従前までは、市場公募地方債の条件決定は、統一条件方式だけだったものが、個別自治体ごとの条件交渉方式が加わり2つとなったことから、このようにいわれる時期があった。現在では、統一条件方式はなく、個別条件交渉方式のみである。

4) それまでは近江八幡市(2004年12月、R&Iから取得)を除いて、依頼に基づかない格付けである。

5) 2007年11月に11団体だったものが、2009年6月に22団体、2012年3月に25団体となったが、2015年4月でも25団体のままである。

6) 岡東(1998)によると、アメリカの格付けの歴史は古く、投資家は地方債も格付けの有無やランクで金利に差をつけることを妥当と考えている。また、米国の地方債格付けは、取引業者を規制する間接的的制度設計となつてはいるものの、発行団体は自らのホームページで目論見書(格付評価等を含む)を公開するなど、信用力向上に取り組んでいる。

から地方債格付けは信認が得られているのかどうかを明らかにしていく必要がある。

そうしたことを踏まえ、本稿の分析課題について3点明示しておきたい。

1点目は、政府の地方自治体への暗黙の保証が格付けを必要ないものとしているのか、ということである。2点目は、そもそも地方自治体が格付けに信用を置いていないのではないか、ということである。3点目は、投資家も地方債格付けを参考にはするにしても、重要視していないのではないか。それは裏を返せば、格付会社への関係者からのプレッシャーが足りないのではないか、ということである。

地方自治体の資金調達の安定性確保は、継続した重要課題であり、本稿では、日本の地方債格付けと市場からの評価がどの程度相関性を持っているのかについて考察する。また、地方債の利回り格差を明らかにするため、格付けについて改めてその役割と意義を確認するとともに、各格付会社が地方債格付けに対してどのような方針で取り組んでいるのかを明らかにしていく。

本稿の構成は次のとおりである。

第2節では、地方債格付けの実証研究で、財政指標や地方債リスクにおける先行研究を概観していくことで、どのような問題点が指摘されているのかを明らかにすることとしている。先行研究では、地方債格付けは拡大していくとの結論を導き出していたが、その後、複数年が経過した現在においても、全ての市場公募地方債発行団体はおろか、現在までのところ半数程度にとどまったままである。

続く第3節では、地方債格付け動向を確認するとともに、地方自治体間の地方債格差として表記されている格付けは的確といえるのか、財政指標も格付けを裏付ける傍証として評価できるのかどうかを検証していく。

第4節では、地方債格付けと地方自治体の格差として活用されているスプレッドの関係について、横浜市・京都市・大阪市間のスプレッドが妥当なものとして評価できるものか、評価できないものか、実証作業を行っていくこととしている。こうした検証結果に照らし合わせながら、先行研究で格付けが拡大していくとしていた論考に対して批判を行うこととしている。そのうえで、地方自治体の財政実態を正確に反映した格付けをしていくためにも、発行体・格付会社・投資家の情報格差を埋めていくことで、格付け精度の向上をめざしていくべきとしている。

第5節では、冒頭に示した課題に対して、分析結果についての検証結果を整理することで、本稿の締めくくりとしたい。

2. 先行研究における地方債格付け

地方債格付けの実証分析に関しては、一定の蓄積もあり、地方財政の研究者以外にもアナリストや金融関係者からの研究成果が報告されている。これまで蓄積されてきた地方債格付けの先行研究によると、概ね3つのアプローチに分類できるのではないかと筆者は考えている。

1つ目は、地方債格付けが存在している理由や意義に関するものである。地方債資金が公的資金（政府資金＋地方公共団体金融機構資金）から民間等資金にシフトしてきている現状がある。かつての総務省主導による統一条件方式による利率決定方式ではなくなり、地方自治体が市場公募地方債資金を調達するに際して、格付けが必要とされるようになってきた（しかし、市場公募地方債発行団体の半数程度にとどまっている）。2つ目は、地方自治体間における財政力格差と暗黙の保証に関するものである。ツー・テーブル方式を経て、個別団体による条件交渉方式に移行してから、地方自治体の債券発行に際して、自治体間の地方債にスプレッドが現に発生しているなど、暗黙の保証は崩れつつあるとの実証的な角度からの先行研究がある。3つ目は、市場と地方債格付け、財政指標との関係を丹念に分析し、スプレッド差異を明らかにしていく試みである。

これら3つのアプローチに関して、3つ目に関しては研究成果が多くは報告されていないため、地方債格付けが有効に機能しているかどうか判断としていない。信頼の不足する投資情報が投資家に提供された場合に、適切な判断材料を持ち合わせている投資家の地方債購入リスクは回避が可能としても、そうでない場合には、投資家の投資判断を歪めている可能性も否定できない。そうしたことから、本稿では、市場と地方債格付け、地方自治体の財政実態の関係性を検証していくことを目的とした検証を行っている。

まず、地方債格付けの先行研究では、どのような分析が行われたのか、順を追って概観していきながら、今日的な課題を抽出していくこととする。

大山・杉本・塚本（2006）は、市場公募地方債のスプレッド全般を押し上げる要因として、対国債スプレッドの成分分析を行っており、2つの成分分析で98%の全分散説明ができるとしている。第1主成分分析で、共通ショックによる要因で94%、第2主成分分析で、銘柄間格差ショックによる要因で4.1%説明できるとしている。この結果を踏まえ、個別の地方自治体の財政状況に対する評価の違いが市場公募地方債の流通利回りに織り込まれていくことを示唆している。

足立（2006）は、地方債に対する国の暗黙の保証についての分析を行うとともに、2005年6月時点での市場取引銘柄332の市場公地方債を対象として、市場は地方債の国による

ベイル・アウト (bail-out) を期待しているかの検証を行っている⁷⁾。そして、国によるベイル・アウトが合理的であれば、暗黙の保証が期待できるとして、市場は地方債のクレジット・リスクを反映しないものとなることを明らかにしている。

石川（2007a, b）は、2002年度～2006年度の既発10年債の流通利回りは、市場公募地方債発行団体に対する格付け、経常収支比率や財政力指数などが国債とのスプレッドに有意に反映されていることを実証分析で裏付けている。

土居（2007）は、今後の環境では、目下無意味と見られている地方債格付けも、同じ格付けの地方債は同じ金利で発行できるなど、地方債を金融商品として基準化できる点を強調し、地方自治体にとって大きなメリットとなることで、積極的に格付けを活用する自治体が出てくるだろうとしている。

伊藤（2008）は、実質公債費比率と地方債格付けの決定要因及び関係性について、実証的に検証を行っている。実質公債費比率は、償還能力に見合った債務負担水準を測定するには不十分とし、格付けは実質公債費比率で捕捉されない多様な要因に影響を受けていることを明らかにしている。また、実質公債費比率と格付けには相関は見られないと結論づけている。しかし、格付けは、地方債の対国債スプレッドに影響を与えるものとしているが、東京都と横浜市でしか検証できていないことやR&Iのデータのみである。

中里（2008）は、市場公募地方債の流通市場を対象に実証分析を行い、発行体格付けがAA格とAA-格の市場公募地方債には5～7bpの利回り格差が生じていること、経常収支比率と地方債現在高倍率が市場公募地方債の利回りと相関があり、財政状況の悪化が地方債のスプレッドを拡大する方向に働くことを確認し、「国による信用補完があるため、自治体間の信用力格差は存在しない」との従来の見解に対して、少なくとも最近時点においては棄却されるものとしている。

江夏（2009）は、地方債においても、格付けは「資本市場へのパスポート」の役割を果たし、発行体の信用力を市場に認識させるなど、市場の透明性確保に貢献していると述べている。そうしたことから、今後は、依頼格付けの取得が加速することに加え、格付けの有無に着目した銘柄選択を行う投資家が増加することを示唆している。

先行研究から導き出せる帰結を明示しておきたい。まず、国の暗黙の保証が効いていればクレジット・リスクとしての対国債スプレッドは生じないということである。一方で、信用に揺らぎが生じた際には、地方自治体間の潜在的な信用力格差が表面化し、スプレッドが広がることとなる。次に、財政状況に対する評価、すなわち財政状態の「良い悪い」

7) ベイル・アウト (bail-out) とは、国による債務の救済をいう。

が地方自治体間格差としてスプレッドに反映されることとなる。さらに、実質公債費比率だけでは、格付けを決定づける十分な要件とはなり得ず、複数の与件のもとで格付けは構成されるものであり、例えば、経常収支比率や財政力指数が有意とされ、それでもなお格付けではスプレッドと密な関係性を有していることを示している。

こうした格付けの信用力に期待して、将来に向けて地方債格付け取得が増加していくことを予見させる先行研究が多く存在している。しかし、実際のところ、第4節で取り上げることとしているが、投資家の信認だけでなく、地方自治体からも十分な評価を得ておらず、地方債格付け取得が増えていかない現状にあることから、第1節で述べた3つの分析課題にかかる原因を探索することを本稿のテーマとしたものである。

3. 地方債格付け

地方債格付けには、地方自治体間で若干のスコア差が存在する。高い格付けほど市場からは高く評価され、逆は逆であると考えるのが普通である。しかし、本節で実証分析を行ってみると異なる見解が得られたことから、「格付け性善説」を前提として地方債格付けを論じることができない。その理由を明らかにしていくことが、本節のねらいである。

そもそも格付けとは何だろう。20世紀初頭前後に米国で自然発生した、主に社債などの債券の信用リスクを評価する企業による信用評価を等級で示したものとされている。あくまでも、格付会社が独自の調査や地方自治体へのヒアリングなどを通じて自らの責任で判断したものである。

格付けの沿革は、次のとおりである。

- ・1900年代：米国で格付会社が設立
- ・1929年：大恐慌、格付けに対する信用度が上昇
- ・1970年代：先進諸国で相次いで格付会社が設立、米国格付会社が海外進出
- ・1992年：日本において指定格付機関制度⁸⁾が導入
- ・1999年：R&Iが地方債格付け（勝手格付け）を実施
- ・2006年：地方債格付け（依頼格付け）が開始

市場では、情報の非対称性が存在することから、効率的な資金配分が必ずしも行われなことはノーベル経済学賞を受賞した Akarlot (1970) などによって明らかにされている。

8) 2010年4月1日に施行された「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成21年法律第58号）」で新たに信用格付業者制度が創設されたため、同年12月31日付で指定格付機関制度は廃止されている。

る⁹⁾。そうしたことから、格付けは、情報の非対称性を緩和する情報を提供し、市場の効率性の向上を図る重要な投資情報と考えることができる。つまり、格付けの存在によって、誤った投資判断を避けることで投資家保護が可能となり、債券発行体の信用力を補完することで債券の流通性向上が図られることが期待できるようになるのである。

投資家は、地方債市場を介した地方債の購入を通じて、地方自治体のステークホルダーとなる一方で、市場で格付けを活用することで投資判断していくことができるようになる。他方で、地方自治体にとってみれば、財政状況の良好さや財政健全化の進捗を市場にアピールする手段として格付けが便利なツールなのであろう。こうしたことから、近時、地方自治体では、地方債の元金払いの確実性について、IR活動とも結びつけながら、地方債格付けの簡単なマーキングで投資家等に積極的に周知活動を行っている¹⁰⁾。

（1）格付けの流れ

ア 地方債の市場化と格付け

わが国では、地方債制度が許可制から協議制に移行するなど、起債自主権が拡充されつつあり、市場化重視の方向性やその制度的なインフラの整備についての検討は意義あることだと考えられる。しかし、国からの統制に代わる制度として、市場監視による地方自治体財政規律の可能性が示唆されてはいるものの、果たして市場メカニズムは地方自治体の財政に規律をもたらすのであろうか。

2001年度からの財政投融资改革（以下、「財投改革」という）にともなって、地方債を巡る環境も大きく変わる事となった。1994年度の公的資金割合55.4%、民間等資金割合44.6%だったものが、2015年度にはそれぞれ42.9%と57.1%で比率が逆転するなど、民間等資金の引受割合は大幅に拡大した。地方債の資金は今や公的資金よりも民間等資金が多くを占めており、市場メカニズムによる統制の必要性が増してきているが、現在の日本の地方財政に市場メカニズムを導入するために、制度的に十分な状況にあるといえないだろう。

一方で、地方債の民間等資金の割合、とりわけ市場公募地方債の発行増額と軌を一にし

9) 経済学において、財やサービスの品質が買い手にとって未知であるために、不良品ばかりが出回ってしまう市場があることを明らかにし、レモン車（アメリカの中古車市場における品質の悪い中古車をレモン車という）が出回るのには情報の非対称性があるためとした。

10) 小西（2011）によると「地方債制度や地方財政制度に関する総務省地方債課長の説明に加えて、共同発行の特徴が参加団体における2008年度の幹事団体である大阪市財政局資金担当課長によって説明されている」として、投資家の求めるレベルの情報提供ができていているものとしている。慢心することなく、少なくとも上場企業並みの情報公開度を達成するため、地方自治体組織あげての取組としていくべきであろう。

て市場公募地方債の発行団体が増加している。財投改革前夜までは28団体だったものが、2015年度には54団体となっている。しかし、民間等資金の割合が高まるにつれて、金融自由化を契機として、資金の引受け手である金融機関サイドも従来までの地方自治体との関係を維持し続けることは困難となってきた¹¹⁾。つまり発行時の金利にもシビアにならざるを得ず、これまでの総務省主導による統一条件方式との決別、その後東京都債とそれ以外の銘柄を区分するツー・テーブル方式へと移行した。その後、市場からの圧力に晒されることで、個別発行団体による選別、すなわち発行銘柄間に対国債スプレッドが設定されるようになったのである。

地方債は BIS 自己資本比率規制¹²⁾ が導入された1988年当時10%のリスク・ウェイトが課されていた。日本では地方財政制度や地方債許可制度、地方交付税制度等により地方債の安全性は極めて高く、同等の制度を採用し、地方債のリスク・ウェイトが0%であるドイツ、オランダ等と同様であるべきと考えられたことから、1994年1月からリスク・ウェイトが0%に引き下げられた。発行条件は国債や政府保証債と同一となっている。しかし、現実には、地方債発行団体間に対国債スプレッド差が存在するなどしている。

このことに対して、総務省が考える地方財政を支えるシステムは、マクロベースでの地方財政計画、ミクロベースでの地方交付税制度であるとしている。財源調整を通じて、豊かな地方自治体から集めた税金を過疎地域などの経済力の乏しい地方自治体へ配分することで、団体間財政力格差の解消を図っている。とはいえ、全ての地方自治体の信用力が同一であるかどうかについては、市場で取引されている地方債の流通利回りに差が生じていることは周知の事実である。

地方債に格付けが導入されたころとは違い、地方自治体間の財政力等を加味したうえで投資家がスプレッドを求めてくるのは必然の流れなのかもしれない。スプレッドが上乘せされるのは、投資対象としての魅力が乏しく、債券価格は低く見られるため、利回りが高くなければ投資家は寄り付かない、この連鎖がスプレッドを形成しているといえる。そうした点に着目すれば、市場化の流れは財政規律の醸成に寄与しているといえなくはない。

問題はここからで、スプレッドが求められるとした場合、格付けとの関連で、どの程度までなら許容されるものかどうかである。例えば、同じ格付けを付与されながら、同

11) 大東 (2015) において、地方自治体による地方債マネジメントの必要性が示されているので、参照されたい。

12) BISは「Bank for International Settlements」の略で、「国際決済銀行」と訳されている。1988年7月、バーゼル銀行監督委員会による自己資本比率規制案が、主要10ヶ国中央銀行総裁会議において合意（バーゼル合意）され、国際統一基準が設定され、わが国でも、BIS自己資本比率規制に基づく国際統一基準が適用された。

一時期に発行予定の地方債の応募者利回りで大きなスプレッド差が生じたとしたら、低く評価され上乘セスプレッドが大きくなった地方自治体としては、その原因を解明したい動機が働くであろう。

アメリカでは、国による救済制度などは存在しておらず、格付会社の付与する格付けで地方債に金利差がついており、市場を通して均衡が図られるような仕組みとなっている。しかし、日本では暗黙の保証により、場合によっては国が地方自治体を救済することが想定されていることから、地方債の信用は一律で、金利差がほとんどつかないものとされているが、実際は流通市場での利回り格差が生じていることから、格付けとスプレッドとの相関、地方自治体の財政状態や債務の状況を比較しておく必要があるだろう。

地方債制度改革の流れを受けて、市場化が加速し、概して、格付けは増加するとの帰結を導いていた先行研究が多く存在しているのも、上述したことが背景にある。こうした流れを踏まえ、民間等資金へのシフトが高まり、地方自治体としては、市場との対話の必要性はいやがうえにも増してきている。市場対話の媒介として格付けは存在し、格付け取得団体も増加するものと見込まれていたにもかかわらず、最近の格付け取得動向は芳しくない。

イ 格付けの現状

表1によると、2006年に横浜市がS&Pから依頼格付けを取得してから、2007年11月には11団体14格付けとなっている。その後、2009年6月には22団体29格付けとなるなど、市場公募地方債発行団体に占める割合も6割を超えるところにまで拡大した。しかし、その後は、市場公募地方債発行団体に占める割合も低下してきており、直近2015年4月の数値では、53.7%にまで低下してきている。

問題なのは、格付け取得数だけではない。(②)から(③)のタイミングで、2社以上からの格付け取得が(7)が(5)になっていることで、2社以上から格付けを取得していた東京都と大阪市が格付けをはずしたことである。東京都がムーディーズの格付けをはずし、大阪市がJCRの格付けをはずした。

2009年7月28日、東京都は格付け引下げの撤回をムーディーズ社に申し入れしている。この発端は、ムーディーズ社が、「日本政府債務格付けをAa2に統一したのと同時に、地方自治体等の格付けについても、一定の場合を除いて国の債務格付けを上限とする方針変更を行い、Aa1の13の地方自治体の格付けを引き下げ方向で見直す」と発表したことにある。これに対し、東京都は2つの観点から、ムーディーズ社を激しく非難している。1つ目は、地方債格付けに与える負の影響で、地方債格付け方針の変更は、格付機関が本

来重視すべき地方自治体の財政状況に起因するものではなく、市場における地方債格付けへの信頼にマイナスの影響を与えたとしている。2つ目は、拙速なプロセスによる説明責任不足で、重要な格付け方針の変更を行うにあたって、発行体及び投資家等に対して、変更に至った背景や見直しの方向性等について、方針変更におけるこれまでの総括等について、ムーディーズ社による説明責任は十分に果たされなかったとしている。しかし、ムーディーズ社はこうした申し入れを受け入れることなく、同日、東京都債の格付けをAa2に引き下げると発表したため、両者は決裂し、東京都は格付けを撤回したものである。

2010年4月8日、大阪市はJCRの格付けを撤回した。大阪市の撤回理由は、格付会社が果たすべき役割を果たしていないことをあげている。行財政改革に取り組み、財政健全化指標なども大幅に改善してきただけでなく、情報発信に関しても政令指定都市で1位となるなど、成果をあげてきているにもかかわらず、大阪市よりも財政状態の劣る団体と比べ、市場公募地方債発行時のスプレッドを多めに求められ続けた¹³⁾。格付け取得による市場の理解が深まらず、格付けの意義自体に疑問を投げかけたものとなった。

その後も、(3) から (4) の時期に、S&Pの格付け付与団体数が1つ減少している。これは相模原市が格付けをはずしたものである。引き続いて、(4) から (5) の時期に、千葉市、新潟市、京都市がS&Pの格付けをはずした。一方で、宮城県、千葉市がR&Iの格付けを取得。千葉市はS&PでA+格付けだったものが、R&IではAAを取得することで2ノッチ(notch)高めることに成功している。第4節で比較分析することとしている

表1：格付けの推移

	2007年11月7日 現在 (①)	2009年6月30日 現在 (②)	2012年3月1日 現在 (③)	2015年2月28日 現在 (④)	2015年4月30日 現在 (⑤)
ムーディーズ	8	13	12	12	12
S&P	3	7	8	7	4
R&I	3	7	9	10	12
JCR	0	2	1	1	1
4社・計(注1)	14(3)	29(7)	30(5)	30(5)	29(4)
市場公募団体	42	47	51	54	54
格付取得割合	33.3%	61.7%	58.8%	55.6%	53.7%

(注1) ()内は、2社以上の取得数で、内数。格付け取得割合を算出する際には、除いている。

(注2) 市場公募地方債発行団体以外で、宮崎市がS&Pから格付けを取得している。

(出典) 各格付会社の資料より、筆者において作成。

13) 全国市民オンブズマン連絡会議が取りまとめた地方自治体の情報公開度ランキングで、大阪市は指定都市20市で第1位を獲得している(2008年度、2010年度、2011年度)。現在は取りまとめを行っていないようである。

京都市の格付けはS&P 格付けで A+ と、横浜市や大阪市などの AA-と比べて1ノッチ低かった。

市場公募地方債発行団体においても、格付け取得状況は伸び悩んでいる。それ以外の地方自治体が格付けを取得する方向には動きそうにもないのが現状であろう。

なぜ、格付けの取得が停滞することになったのであろうか。次において、現状の格付けの妥当性について検証を行うこととしたい。

（2）格付けの妥当性の検証

ア 格付けスコア分析

公債費の負担度を示す各指標は決算数値により算定されるため、比較的透明性が高いのに対して、地方債格付けは、格付会社の地方債格付方針などによると、実際の格付け作業のプロセスにおいて、定量的な評価に加え、首長のリーダーシップなど定性的評価も加味して格付けが決定されることから、評価基準が分かりづらいという側面がある。

格付け4社の地方債評価をスコアでクロスして一覧にまとめたものが、表2である。それによると、BB+（ムーディーズで Ba1）以下の格付けは、投機的と判断され、信用リスクが相当程度存在する債券との評価となることから、地方債の発行自治体としては注意が必要とされている。しかし、日本の地方債は A+（ムーディーズで A1）が最も低い格付けであり、全般的には企業の格付けと比較しても高い信用と格付けを得ているといえよう。

2015年4月30日現在、表2で格付会社が付与している地方債評価をスコア化してみるとどうなるか。それを一覧にしたものが、表3である。

ムーディーズの地方債格付けは、ベースライン評価は地方自治体ごとに大きな差はなく、国からのサポートが提供される可能性が高いと評価しており、全ての対象自治体の格付けは同一としている¹⁴⁾。一方、S&P、R&I、JCRは団体間に格付けの差をつけている。

JCRは愛知県のみで比較できないが、S&PとR&Iの両社から格付けを取得しているのは愛知県で、S&PからはAA-、R&IからはAA+を取得している。2ノッチの開きがある。千葉市はS&PでA+格付けだったものが、R&IではAAを取得している。これも2ノッチの開きがある。主な財政指標を確認するも、大幅な改善状況にはないようだが、低い格付けから高い格付けへと移行している。

14) ムーディーズ・ジャパンの格付けは、地域経済ファンダメンタルズ（20%）、制度の枠組み（20%）、財政実績と債務状況（30%）、行財政運営の状況（30%）の4つにカテゴライズし、ウェイト付けしているが、日本の地方債に対する格付けに差異はない。かといって、スプレッドが生じていることとの関係性が明確に示されているわけでもない。

表2：格付けスコア

スコア	ムーディーズ	S&P	R&I	JCR	格付けの説明
22	Aaa	AAA	AAA	AAA	信用力が最も高い
21	Aa1	AA+	AA+	AA+	信用力が高い
20	Aa2	AA	AA	AA	
19	Aa3	AA-	AA-	AA-	
18	A1	A+	A+	A+	信用力が低い
17	A2	A	A	A	
16	A3	A-	A-	A-	
15	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	信用リスクが中程度
14	Baa2	BBB	BBB	BBB	
13	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
12	Ba1	BB+	BB+	BB+	投機的要素あり、相当の信用リスクあり
11	Ba2	BB	BB	BB	
10	Ba3	BB-	BB-	BB-	
9	B1	B+	B+	B+	投機的であり、信用リスクが高い
8	B2	B	B	B	
7	B3	B-	B-	B-	
6	Caa1	CCC+	CCC+	CCC+	安全性が低く、信用リスクが極めて高い
5	Caa2	CCC	CCC	CCC	
4	Caa3	CCC-	CCC-	CCC-	
3	Ca	CC	CC	CC	非常に投機的、デフォルトに近い
2	C	C	C	C	通常はデフォルト
1	D	D	D	D	デフォルト

(出典) 各格付会社の資料より、筆者において作成。

スコアの最も高い順から、JCR (22) > R&I (20.4) > S&P (19) > ムーディーズ (18) となっている。ただし、ムーディーズの地方債格付けは日本国債と同一で、かつて Aa2 のときもあったりしたが、それであればムーディーズ (20) > S&P (19) となる場合もあり得る。

地方自治体を対象とした研究ではないが、下田・河合 (2007) は、格付会社間の格付け格差は、いわゆるレーティング・スプリット¹⁵⁾の現状を解析した結果として、同一企業に対する格付けで、高い格付け順から、JCR>R&I> ムーディーズ>S&P との傾向を観察しており、その傾向は、現場の地方債プロパーの感覚とも一致している。

15) レーティング・スプリットとは、格付会社間で格付水準が異なることをいう。複数の格付会社が同じ企業に異なる符号の格付けを付与している状態のことであるが、下田・河合 (2007) は、格付会社によって評価の視点や手法が異なるため、評価の結果にある程度の相違はむしろ自然だとしている。

表3：格付けスコア状況（2015年4月30日現在）

	格付けスコア状況
ムーディーズ	スコア・18（12団体） 新潟県、静岡県、広島県、福岡県、札幌市、静岡市、浜松市、名古屋市、京都市、 大阪市、堺市、福岡市
S&P	スコア・19（4団体） 東京都、愛知県、横浜市、大阪市
R&I	スコア・21（5団体）、20（7団体）→加重平均は20.4 AA+・・・栃木県、埼玉県、静岡県、愛知県、神戸市 AA・・・宮城県、福井県、奈良県、岡山県、徳島県、佐賀県、千葉県
JCR	スコア・22（1団体） 愛知県

（出典）各格付会社の資料より、筆者において作成。

このことは、日本大学経営学部産業経営研究所（2007）の調査結果で、少ない割合ではあるが「(JCRは,) 比較的高い格付けが期待できる」との回答が寄せられるなど、格付会社においては、スタンドアローンに依拠した独自性を重視した投資家への判断材料の提供だとしても、一定程度の格付け方針の整合化が必要ではないだろうか。

次に、格付けとスプレッドの関係性について検証していきたい。格付会社間の不整合はあるとしても、個別に格付け状況を確認したところ、ムーディーズは団体間に差異がないこと、JCRは愛知県1団体のみであることが分かっている。また、R&Iは12団体に格付けを付与しているが、AA+とAAでは団体間の財政力格差が顕著であることが難点としてあげられる。S&Pは東京都、愛知県、横浜市、(京都市)、大阪市と大都市のみで、比較するには一番適切であることから、S&Pにおける格付けで実証分析を行うものとする。

図1では、格付けとスプレッドの関係性について検証したものであるが、格付けスコアの低い京都市が、他都市よりスプレッドが低いという逆転現象が生じている。同じ19のスコア内でも、各都市間でスプレッドの差が生じている（格付けは、2013年度時点のもの。スプレッドは、2013年度、各都市同時期に市場公募地方債10年物発行時のもの、ただし愛知県は含まず）。

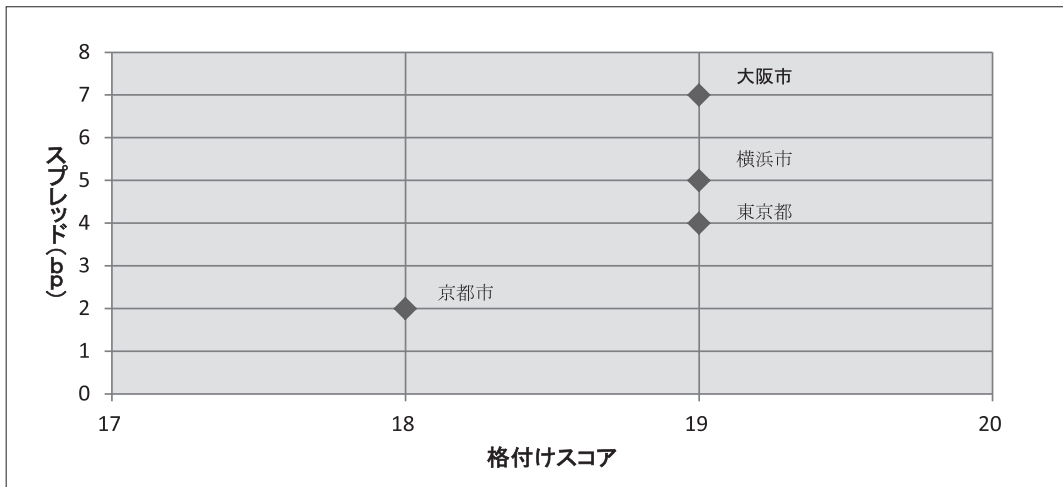


図1：S&P 格付けスコアとスプレッド

(出典) S&P 社の資料より、筆者において作成。

イ 財政指標による実証分析

財政指標がスプレッドにどのような影響を与えているのかを確認していくこととするが、その前に、どの財政指標を用いるのが適切なのかを明らかにしておく必要がある。先行研究で取り上げてきた財政指標すなわち財政力指数、実質公債費比率、経常収支比率、地方債現在高倍率について、その指標の定義を比較する。

まず、財政力指数であるが、基準財政需要額を基準財政収入額で割ったもので、潜在的な財政の余裕度を表した指標である。次に、実質公債費比率であるが、一般会計と一部事務組合が負担する元利償還額を標準財政規模で割ったもので、地方債にかかる公債費の負担割合を表した指標である。地方債の信用力を確保する基準となっている。さらに、経常収支比率であるが、経常的な一般財源収入のどれだけが経常的な経費（人件費、扶助費、公債費、物件費など）に充てられたかを表した指標である。この比率が高いことは、硬直化した財政構造を表しているとされるが、投資的経費への財源充当などが抑制的になることはあっても、すでに経常収支比率の算定では起債発行後の経費として公債費は含まれていることから、比率が悪くても直ちに公債費の償還に支障をきたすものではない¹⁶⁾。つまり、実質公債費比率の推移で、公債費の元利償還に支障をきたすかどうかを測定すること

16) 小西（2011）は、「実質公債費比率と経常収支比率における公債費分（2006年度）は、おおむね正の相関関係があるので、経常収支比率における公債費分が実質公債費比率を押し上げることで財政ひっ迫が起きるケースが多いといえる」としている。現在では、地方自治体の公債費はまだまだ高止まり感はあるものの、落ち着いた動きとなっていることから、実質公債費比率は低下に向かうものと理解することができる。

ができるということである。最後に、地方債現在高倍率であるが、地方債現在高を標準財政規模で割ったものである。この指標は、大都市部ほど都市需要をまかなうための社会インフラの整備が多くあるため、大都市と地方都市間だけでなく、大都市間においても昼間人口差があることや少子・高齢化の進展度合等によって投資需要に差異があることから、単純比較になじむものではない¹⁷⁾。

伊藤（2008）では、実質公債費比率と格付けの十分な相関は見当たらないとしている一方で、スプレッドとの相関を導き出しており、また、石川（2007a, b）では、経常収支比率と財政力指数がスプレッドとの有意な関係にある指標としてあげている。

こうしたことから、まずは市場が評価するスプレッドを基軸の指標として、財政力指数と実質公債費比率でクロスさせたとき、有意な関係性を示すこととなるのか分析することとした¹⁸⁾。

それらの結果は、表4のとおりである（財政指標は、2013年度決算数値。スプレッドは、2013年度、各都市同時期に市場公募地方債10年物発行時のもの）。北海道と大阪市を例にとって比較分析してみよう。北海道は格付けを取得しておらず、大阪市はムーディーズから A1, S&P から AA-の格付けを取得している。北海道の財政力指数は0.39で大阪市の0.90よりもかなり低いが、スプレッドは5で、大阪市のスプレッド7よりも好成績である。また、北海道の実質公債費比率は21.3%で大阪市の9.0%よりもかなり高いが、スプレッドは5で、大阪市のスプレッド7よりも好成績である。格付けがなくても、市場からの評価が高いといった逆転現象が起きている。次に、大阪市と京都市で比較分析してみよう。まず、財政力指数では、大阪市は0.9、京都市は0.76だが、それぞれの対国債スプレッドは7と2

表4：財政力指数・実質公債費比率とスプレッド

	北海道	東京都	大阪府	横浜市	京都市	大阪市
財政力指数	0.39	0.87	0.73	0.96	0.76	0.90
実質公債費比率（%）	21.3	0.6	19.0	15.4	14.0	9.0
スプレッド（bp）	5	4	7	5	2	7

（出典）総務省「地方財政白書」及び各格付会社の資料より、筆者において作成。

17) 大阪市財政局資料によると、大阪市では、昼間流入人口が膨大で、夜間人口を大きく上回る現象が起きている。2010年度国勢調査データによると、昼夜間人口比率は1.33で、横浜市の0.92を大幅に上回っている。東京都区部でさえ1.31である。

18) 格付け4社の見解は次のとおり。ムーディーズは、実質公債費比率を標準的分析指標として利用することはない。S&Pは、格付けの分析で実質公債費比率は用いていない。R&Iは、実質公債費比率が格付けに直接的な影響を与えることはない。JCRは、実質公債費比率を評価対象とすることはない。

であり、財政力指数で上回っている大阪市のスプレッドが大きい。また、実質公債費比率では、大阪시는9.0、京都市は14.0だが、それぞれの対国債スプレッドは7と2であり、実質公債費比率で上回っている大阪市のスプレッドが大きい。

財政力指数と実質公債費比率はストックとしての確定情報であるが、市場評価のスプレッドはフローとして、こうした財政指標を織り込めていないか、あえて無視しているものと思慮される。しかし、投資家はリターンを得るための投資行動をとる以上、財政指標を無視しているなどとは考えづらく、むしろ、格付会社が行う投資家への情報提供として、地方自治体ごとの財政指標に関する情報のアップデートが遅れているだけなのかもしれない¹⁹⁾。

ここまでの状況分析からは、例えば、①評価手法と評価結果の因果が明確でないこと、②格付会社内部で客観的な手続きを踏んでいるとしても、プロセスがブラック・ボックス化していること、③他団体との比較優位、比較劣位の分析ができていないことが依頼者を躊躇させている可能性などが考えられる。

格付会社として、地方自治体のあらゆるファンダメンタルズを加味しながら、それぞれにウェイト付けし、地方債評価を実施しているとしても、依頼者からの疑念を払拭できていないのではないだろうか。つまり、地方債格付けとして、たとえ分析手法が客観的なものであったとしても、発行体や投資家に対する透明性は十分とはいえないということである。

4. リスク分析

これまで地方債市場に激震が走った時期として、R&Iによる地方債の勝手格付けの公表（1999年3月）、夕張ショック（2006年6月）、リーマンショック（2008年秋頃に発生）などがある。これらの顕在化リスクは地方債におけるシステミック・リスクではなく、ましてや地方財政制度のリスクに起因したものではない。外的な環境変化に巻き込まれるようにして、内在していた各地方自治体固有のリスクが市場で顕在化しスプレッドが拡大したものと考えられる。不断から、強固な財務基盤や健全な財政運営に取り組んでいれば、こうしたリスクは未然に防げた可能性がある。

とはいえ市場は決して万能とはいえず、信用リスク、流動性リスクやその他のリスクを内包しながら、資金調達コストにスプレッドが上乘せされていくことで、様々な不整合を

19) 地方債の投資家は、国債と同様に、安定的なリターンを求めている場合が多いとされている。

調整しているものと考えることができよう。このようにして、結果として、市場は機能的に効率的だとされているのである。

しかし、地方債におけるスプレッドは、債券における流動性の差異に求められ、すなわち発行体によって発行金額のボリュームに差があり、それが流動性の大小に関係しているとされることが多い。果たしてそれだけが原因なのだろうか。

江夏（2009）によれば、スプレッド差の原因を信用リスク・プレミアム、流動性プレミアム、その他プレミアムによるものと見ているが、実際のところ市場はどのような反応を示しているのか、順を追って確認していくこととする。

（1）信用リスク・プレミアム

日本の地方財政制度には、破たん法制度の規定はなく、地方債協会²⁰のホームページ上にあるQ&Aによると、「地方公共団体間の資金調達コストに差がついていますが、これは信用力に差があることを意味するのか」の問いに対して、「地方債は、どの地方公共団体が発行するものも、課税権や財源保障制度、早期是正措置としての起債許可制度、財政の早期健全化制度、財政再生制度を通じて確実に元利償還が行われる仕組みとなっています。各発行団体は、資金調達コストを最小限とするための効率的な資金調達手段を組み合わせることで選択していますが、市場公募地方債の条件交渉を個別に行うことによって、各発行体の信用力に影響が及ぶことはないと考えています」との見解を示している。

地方財政計画に所要財源を計上することで、地方債計画をマクロベースで担保するだけでなく、ミクロベースでも地方交付税を措置する制度が相まって、地方財政の基盤をサポートしている。それだけでなく、アラーム機能としての財政健全化4指標が、財政規律を失った地方自治体へ国が早期に関与できる仕組みもできあがっている。これらを総称して「暗黙の保証」と呼んだりするが、その前提があることで、地方自治体間に信用力に差はないものと考えられている。

堅牢な地方財政制度に信用の綻びがあるとするならば、国の信用保証が足りないのか、地方財政の制度自体が投資家に十分浸透していないためだと考えられる。例えば、市場公募地方債について、その財源保障が不十分である可能性があるとして指摘することも可能で、許可制度が協議制度に移行したからといって、何も地方分権時代に逆行するものでもない。地方単独事業に対する事業費補正による交付税措置が問題視されたように、引き続き、財

20) 1979年4月に全国知事会・全国市長会・全国町村会の地方公共団体代表3団体等が協同して設立者となり、銀行・証券会社等によって設立された団体で、地方債管理の充実を図り、安定した地方債資金の調達ができるよう地方自治体と共同して各種の事業を行っている。

源保障は縮小に向かう可能性は高いと考えられるが、標準的な行政水準を維持していくためにも、ナショナルミニマムとして必要とされる事業に関する資金調達で発生する地方債の元利償還については、財源保障は不可欠であることを明示すべきである。

江夏(2009)は、「信用リスク・プレミアムは基本的には当該債券がデフォルトする可能性およびデフォルトした場合の回収率で構成されている」としている。しかし、現実の市場や投資家の動向は複雑であり、「暗黙の保証」だけでリスクの回避は難しくなっている。なぜ難しくなっているのか、次に、リスクの構成要素について簡単な公式を使って、リスクの発生を確認していくこととする。

国債は、日本の債権市場で最も信用力が高いとされている。国債以外の債券では、同じ年限の発行利回りを基準として、発行体の返済能力に応じた金利を上乗せする方法で当該債券の利回りが決定されている。この上乗せ金利が、信用リスク・プレミアムとされるもので、投資家が期待する収益率(期待リターン)を表しており、これらの関係を公式で示すと、次のとおりである。

$$E(r) = r_f + \beta (r_M - r_f)$$

$E(r)$: 任意の株式の期待リターン

r_f : リスク・フリー・レート²¹⁾ (通常は国債の金利)

β : ベータ値²²⁾ (過去の実績値が公表されている)

$(r_M - r_f)$: マーケット・リスク・プレミアム²³⁾

「国債1年物の金利2%のとき、企業に100万円の資金を1年間貸す場合の金利はいくらか。ただし、この企業の1年後の倒産確率は5%とする。倒産時に貸付金は全額回収できないものとする。 β 値は1とする」とした場合のマーケット・リスク・プレミアムは何%となるか。

次のように算出される。

$$\cdot \text{国債で安全に運用した場合の収益} = 100\text{万円} \times 1.02 = 102 \dots \textcircled{1}$$

$$\cdot \text{この企業に貸した場合の期待収益} = 0 \times 0.05 + 1 \times 100 (1 + r) \times 0.95 \dots \textcircled{2}$$

求める r は、 $\textcircled{2} > \textcircled{1}$ とならなければ、何もこの企業に投資する必要はなく、国債で運用しておけばいいと考えられる。計算すると、 $r = 7.4\%$ と算出され、 $(7.4\% - 2\% (\text{国債金利})) = 5.4\%$ となる。倒産確率が低くなれば、マーケットが求めるリスクは低減していくことが

21) 無リスク利率ともいわれ、理論的には、リスクが皆無か極小の投資案件に対する期待利回りのこと。銀行預金や郵便貯金などの金利があるが、実務上は10年物の国債金利を使用する。

22) 株式市場が1%変化した時に、任意の株式のリターンが何%変化するかを表す係数。国債の β 値は0である。

23) 株式市場全体の利回りと、リスク・フリー・レート(国債の利回り)との差。

読み取れる。

地方債の場合、マーケット・リスク・プレミアムは信用プレミアム・リスクと同義と捉えられるが、地方自治体ごとの財政状況の違いによってこのリスクが説明されることがある。つまり、財政健全化4指標や経常収支比率などに相関関係にあることを前提としているのである。

一方で、格付会社は、地方債は国によるマクロベースでの償還財源を保障する仕組みがあるとしても、タイムリー・ペイメントまでは保障されているものではないとしている²⁴⁾。小西（2011）は、「タイムリー・ペイメントが償還確実性と経常収支比率などの財政指標に相関関係がないことにも注意が必要である」としている。つまり、手元にキャッシュが残っていない限り、たとえ財政指標が良くてもだめだということで、逆説的だが、財政指標の悪い地方自治体が、決算数値を粉飾していれば別だが、キャッシュを潤沢に保有しているとは考えにくい。しかし、財政指標が良いことで、手元のキャッシュを蓄積していく、基金積立を増加させていくなどによってタイムリー・ペイメントを高めていくことにつながる可能性は高くなり、格付けは好転するものと考えられる。

（2）流動性プレミアム

日本の地方債は、市場取引における流動性が高いといえるのだろうか。国内でも、国債は毎月多額の発行実績があり、市場で大量に売買されている。こうしたことから、市場からの信用も比較的高く、そのことから容易に売買が成立するものと考えられている。それ以外の債権の場合、発行時期がランダムで発行量も少ないことから、市場での売買が少なく、国債に比して信用が低く、売買の成立に時間を要するものと考えられることから、換金したいときに即時に換金できないリスクを内蔵している。このため、国債以外の債券においては、こうしたリスクを利回りに上乗せしていく必要があるものとされている。この上乗せ金利が、いわゆる流動性プレミアムである。江夏（2009）は、「流動性プレミアムは、取引を行いたいタイミングで実際に執行をすることが可能かという、いわゆる売買のしやすさに関わるプレミアムである」としている。これらの関係を公式で示すと、次のとおりである。

- ・ 国債以外の債券利回り = 国債の利回り + 信用リスク・プレミアム + 流動性プレミアム
- 流動性プレミアムが存在しているのかどうか。国債・政府保証債（以下、「政保債」という）と毎月発行のある地方債の代表格である共同発行市場公募地方債（以下、「共同債」という）

24) S&P 主席アナリストの柿本（2011）によると、S&Pはタイムリー・ペイメントを重視しているとしている。

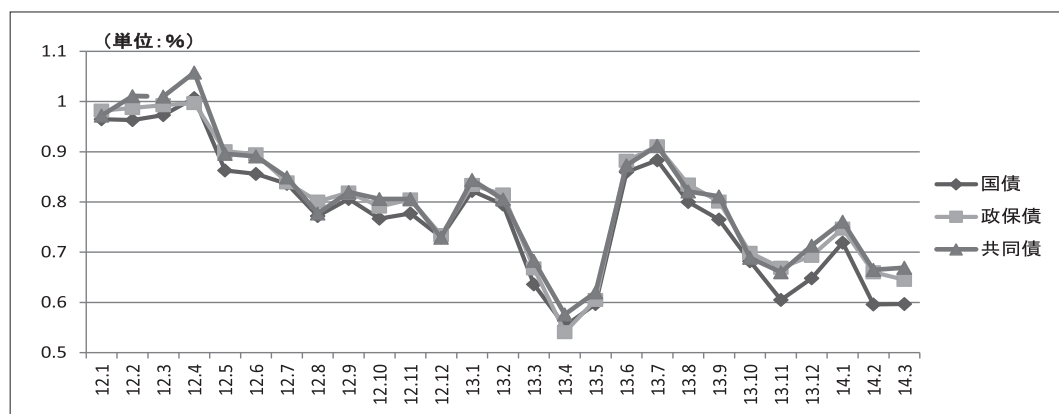


図2：流動性プレミアム分析 (国債・政保債・共同債)

(出典) 地方債協会「地方債統計年報」より、筆者において作成。

の応募者利回りの推移を比較して検証してみることにする。ちなみに政保債は、仮にその政保債を発行した団体が返済不能に陥った際に、国が肩代わりするものである。共同債は暗黙であるものの、政府保証があるとされており、国債と同様に信用リスクは存在しないものと考えられることから、3つの債券は相互に信用リスクは0か極めて低いものとして、流動性の観点からの比較が可能とした。

図2は、流動性プレミアムの推移を分析したもので、国債・政保債・共同債の推移分析を踏まえると、共同債>政保債>国債の順で金利が低くなることが観察できる。各債券間に大きな金利差が生じているともいえず、流動性に起因してスプレッドが拡大しているわけでもなさそうである。代表的な債券の比較では、際立った流動性プレミアムの存在を確認することはできない²⁵⁾。

つまり、現在の低金利下においては、一定の発行額が確保されている地方自治体の市場公募地方債は、共同債と同様に流動性プレミアムが付加されていないものと考えられる²⁶⁾。それでもなお地方自治体間にスプレッド差異が生じているとすれば、それは他の要因としてアプローチしていく必要がある。

(3) その他プレミアム

江夏(2009)は、その他プレミアムとして、制度面における先行きの不透明さやヘッド

25) 低金利下にあるため差が顕在化しにくいとの見方もできなくはないことが背景にあるものと推察される。

26) ここで注意しておくべきことは、年間の発行回数・発行額が少ない地方自治体の市場公募地方債に関して、流動性プレミアムがスプレッドに影響を与えていないかどうかは即断できない。

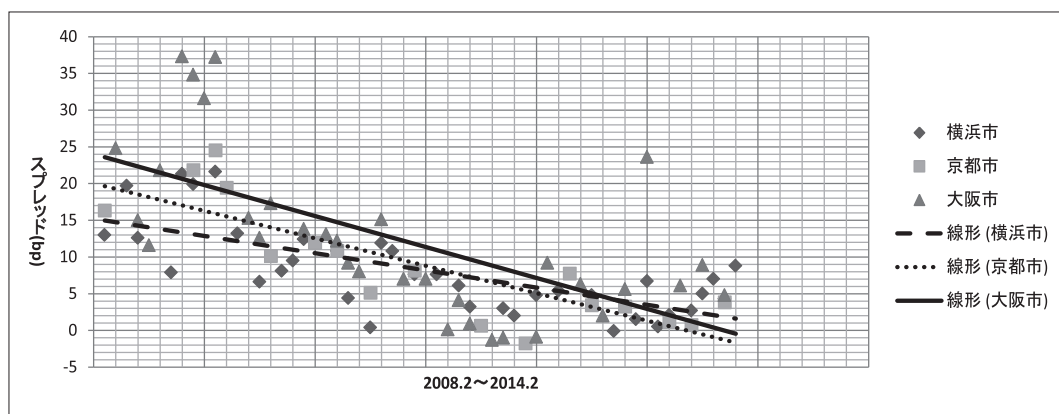


図3：その他プレミアム分析（横浜市・京都市・大阪市のスプレッド推移）

(注) 各都市とも、発行回数のみをプロットしている。
 (出典)「地方債統計年報」より、筆者において作成。

ライン・リスクをあげている。その他のリスクで、ヘッドライン・リスクは平時に存在しているものではなく、ある特定の事象が生じたときに突然にリスクとして認識されるものである。とはいえ各地方自治体に地方債のスプレッド差を生じさせるものとして、ヘッドライン・リスクについても検討の余地がありそうである。

ヘッドライン・リスクであるが、地方自治体の行財政改革への取組を揺るがすような不祥事が発生した場合には悪い方へ作用するが、一方で行財政改革への取組が評価されると良い方へ作用するものである。しかし、一度評価が定着してしまうと払拭しづらいものであるようだ。かつて市場公募地方債で「顔悪団体（銘柄）」とされた大阪市債は（その他に北海道債、大阪府債がある）、財政状況の実態とは乖離した評価が定着した時期があった。

図3は、横浜市債、京都市債と大阪市債の対国債スプレッドの推移を示しているが、長い間スプレッド差がついたままの状態が続き、近時ようやくその差が縮まるなど、評価の改善が定着してきたようである。先に見たように、横浜市と大阪市の格付けより京都市の格付けは1ノッチ低かった（京都市は2015年度からS&Pの格付けを取り下げている）にもかかわらず、京都市のスプレッドは優等生である。財政指標についても、既述のとおり、財政力指数や実質公債費比率で大阪市に劣っているとしても、スプレッドは小さいという結果が出ている。

この影響がどの程度のインパクトを持つのか。大阪市の場合、市場公募地方債に銀行等引受資金を含め市場からの資金調達、借換債も加えると年額2,500億円程度ある。償還期間が10年、10bpの影響があったと仮定すると、累積の金利負担の増加は次のような結果となる。

・(2,500億円×10年間×10bp (0.1%)) = 25億円²⁷⁾

小西 (2011) は、「市場の慣行として、東京都債が最も評価が高く、その次のいわゆる『顔よし銘柄』について『顔悪銘柄』と続く一種の序列が形成される傾向がある」としている。また、「市場による評価は財政状況などの実態に基づくというよりもイメージに左右されることが多く、また金融不安に対しては過剰に反応することがある」との認識を示している。

現在は、地方債市場全体として比較的スプレッド差は小幅にとどまっているものの、金利上昇局面に入った際に、以前のようなスプレッド差にまで拡大する可能性がないとはいえない。以前と違う点としては、徐々にではあるが市場環境が整ってきたこと、例えば、市場規模の拡大、格付けの取得、投資家の地方債認知度向上などがあげられるが、その他にも地方自治体による IR 活動や情報発信の進展などもある。このような積極的な市場へのアプローチ姿勢が投資家に評価されるならば、地方自治体間での大きなスプレッド差が少なくなるといえるであろう。

現行の地方財政制度内においては、危機回避としての安全装置だけでなく（財政健全化4指標や暗黙の保証など）、緊急時に発動できる権限の所在も明らかであることから、地方自治体のデフォルトは起きていない。しかし、首長の言動や不祥事発生時のリスク対応次第で、市場は敏感に反応することが知られており、今後、地方自治体にとってヘッドライン・リスクはますます重要になると考えておくべきであろう。

自ずと自由化を志向する立場と財政秩序を維持する立場ではある種のトレード・オフの関係があることからすると、いずれか一方に偏ることなく、両者のバランスを図っていくことが重要である。引き続き、資金調達の実効性を維持していく観点から、地方債の信用力や流動性の向上を図るべく地方自治体が情報開示や IR 活動を通じて市場と向き合い、格付け等の市場インフラも活用していく必要がある。

(4) 地方債リスク対策

日本における地方債格付けの歴史は浅く、総務省も地方債については、「暗黙の保証」が存在することから「自治体間の信用格差は生じない」とした見解をとっていることもあり、そもそも日本の地方債格付けの決定要因を探る必要性はほとんど発生せず、また、地方債のデフォルトという概念がまことしやかに語られることすらなかった。

しかし、地方自治体にとっては、自らの財政状況や将来的な債務返済能力に余裕があるかないかにかかわらず、投資家の無用な不安を解消するような情報開示や市場が誤った判

27) 銀行等引受債の金利は、市場公募地方債の条件決定に大いに影響を受けるため、合算額とした。

断をしないような対話姿勢を示すことが求められる状況になっているともいえる。そうしたことから、格付けは、発行体と投資家間に存在する情報格差を埋めるための最適なツールの1つなのである。

投資家、格付会社及び発行体の順で、関係者の行動特性を踏まえ、リスク対応の検討を行っていききたい。

まず、地方債市場における投資家は、株式等の投資家に比べて比較的 low リスク・低リターンを求める立場を堅持している。確実なリターンを求めて、自身の関心や興味などとは一線を画し、財政分析や格付け評価を参考に投資を行っていると考えられる。しかし、投資家も格付会社の評価だけに過度に依存することなく、他の情報も活用しながら投資を行う必要がある。

一方で、経験則として、プロスペクト理論（損失を過大に評価してしまう傾向）、認知的不協和（複数の選択肢間の選択の際に生じる認識や思考の対立）やヒューリスティック（情報の複雑性を低減させる行動）などがよく知られている。投資家の行動特性に注目したときに、短い時間、少ない情報のなかで、投資家が判断する際に起こる現象は、ヒューリスティックであり、その結果、投資家の行動には知らないうちにバイアスがかかり、過去のパターンに引きずられる傾向を示す。誤った意思決定や最適とは思われない意思決定を下す危険性が潜んでいる。こうした危険性は、排除しても排除しきれないものでもなく、投資家が自らの行動パターンを理解し、意識して適切な投資行動をするほかないのかもしれない。

地方自治体としても、地方債による資金調達を円滑に実施するために、地方債格付けを今まで以上に必要とする考え方もできる一方で、「暗黙の保証」により、債務調整がないことを確信して投資した投資家に対する説明責任を果たしていく必要がある。現状では全貌を把握できていない社会インフラの更新需要が巨額に上ることが見込まれるなか、地方自治体の資金調達を巡り、債券市場の需給が大幅に悪化し、金利が上昇する可能性もゼロとはいえないことから、投資家に向き合い対話を続けていく必要がある。

次に、格付会社として、新規参入がないということが、正確な情報やタイムリーな情報を提供する格付会社の無力さを増進させる要素の一つとされている。また、投資家に対する説明責任を果たすためにも、他の格付会社とは異なる質や透明性の高い格付けプロセスを示していくことが求められている。さらに、格付会社間の競争によって、発行体が抱えるリスクの実態を深く検討せず、高い格付けを付与するインセンティブがあることから、発行体としては、最も高く格付けを付与してくれる格付会社を探す行動が高まるのである。一方で、格付会社は、格付けの質、独立性、透明性を高めるための幅広い施策を打ち出し

ている。例えば、付与する格付けに関する分析的な質の強化、格付会社全体において一貫性を高めること、格付けの透明性及び格付けプロセスに関する改善などがあげられている。それらが進展しても、現在も未解決の問題として残されている格付けショッピング²⁸⁾という行動が発生する可能性を排除できない。

最後に、発行体であるが、近年の日本の地方債の状況からすれば、発行体がより高い格付けを付与してくれるところだけに格付けを依頼することが出現してくる可能性は否定できない。格付会社は、経営上の問題も含めて格付けショッピングに応じてしまいかねない。競合格付会社がより高い格付けを付与することが判明すれば、発行体はより高い格付けを求めて低い格付けを付与する格付会社を敬遠することが起こり得る。低い格付けを付与せざるを得ない場合に、適切な格付けを行っている格付会社は発行体から敬遠され、投資家のためにある格付けが本来の使命を忘れてビジネスに走ることを期待したい。

今後の地方財政や地方債市場の持続可能性の検討では、地方自治体が資金調達を含めて財政の自立化・自律化を意識した財政運営が重要となってくる。表5では、格付けのステークホルダーとして、発行体・格付会社・投資家の関係を一覧にまとめている。それぞれに懸案事項等を抱え、三すくみの状態にあるが、そのことがかえって、緊張関係を維持させている可能性を指摘できる。

その他に考えられることとして、市場公募地方債における条件決定の方法がスプレッド

表5：格付けとステークホルダー

	懸案事項等
発行体 (=地方自治体)	<ul style="list-style-type: none"> ・シ団メンバー（シ団構成、外資系の有無など） ・公募方法：シ団引受・主幹事方式・入札方式の選択 ・ベスト・エフォート²⁹⁾が認められれば、将来的にはスプレッドは縮まる
格付会社	<ul style="list-style-type: none"> ・新規参入がない、格付けプロセスが不透明 ・競合間の競争が激しくなると、格付けが甘くなりやすい ・スプレッド格差是正の措置はとらない ・あくまで情報を提供するのみ
投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・（機関投資家の場合）顧客重視の姿勢が強くなる →多くのスプレッドを求める傾向がある ・過去に認識したバイアスを排除しにくい ・格差を序列化する行動をとる傾向がある

(出典) 筆者において作成。

28) 格付けショッピングとは、発行体がより高い格付けを付与してくれるところだけに格付けを依頼することをいう。

29) ベスト・エフォートとは、発行体として最大の結果を得られるよう努力すること、つまり、条件面で投資家の意向に沿うようなところで条件決定していこうとする行動のことをいう。

の発生に関与していないかどうかである。つまり、条件決定方式がスプレッドの拡大・縮小にも関係があるのかどうかである。条件決定方法としては、①シ団引受方式、②主幹事方式、③入札方式の3つの方法があり、「安定的な資金調達」「コスト削減」「公正性・透明性の確保」などの観点で差異が認められている。シ団引受方式では、メリットとしては、①シ団の組成で、安定的な消化が見込める、②残額引受契約がなされていると、確実な資金調達が可能となる、③シ団メンバーを通じて、継続的に投資家の意見を吸収しやすいことがあげられる。一方、デメリットとしては、①シ団内の駆け引きで、条件が悪化する可能性があり、流通利回りの悪化が懸念される、②スプレッドが緩みやすい、③取引が明文化されておらず、事後的な約定契約であるため、公正な競争は働きにくいことがあげられる。主幹事方式では、メリットとしては、①主幹事主導で投資家動向が把握でき、投資家情報が集まりやすい、②主幹事を中心として、効率的・効果的な起債運営が期待できる、③投資家にとっての有利な条件が実現しやすい、④主幹事選定で一定の競争が働くため、競争性は担保されることがあげられる。一方、デメリットとしては、①主幹事による情報の独占で、独善的な運営が行われる可能性がある、②期待した発行条件とならない可能性がある、③依頼者と投資家を天秤にかける行動が起こり得る、④主幹事とならなかったシ団メンバーの士気低下が起こる可能性があることがあげられる。入札方式では、メリットとしては、①スプレッドのタイト化が見込まれる、②公正な競争が確保される、③透明性が高く、住民説明がしやすいことがあげられる。一方、デメリットとしては、①発行リスク（不落）がある、②無理な条件で金融機関が応需しても、次回以降の発行時の応募が減少する、③結果としてコストの上昇が起こる可能性がある、④投資家不在となることが考えられることがあげられる。

なお、発行体によっては、特に定まった条件決定があるわけでもないで、それぞれのメリットやデメリットを勘案しながら、年間を通じてシ団引受方式と主幹事方式やシ団引受方式と入札方式などを組み合わせる場合もあるなど、市場公募地方債の発行時に生じるリスクを軽減させてメリット>デメリットとなるよう、柔軟な条件決定方式を選択しているようである。格付けの効果を減殺させるべくスプレッドのタイト化ができる場合もあれば、逆に作用する場合もある。これが何を意味するかである。格付けは低くても入札方式を採用することでスプレッドのタイト化が見込まれるのであれば、極端に言えば格付けは低かろうが格付けがなくても、条件決定方式の工夫次第で発行条件面で一定のメリットを享受できてしまうのである。

このように、格付けには課題が残されている。格付けが増えていかない、これまで述べてきたような原因を除去していく取組がなされない限り、格付け付与を希望する地方自治

体が増えるとする結論は時期尚早であろう。

5. おわりに

地方債格付けの課題を検証してきたが、最初に提示した課題に沿って、分析結果を整理する。

第1に、暗黙の保証と地方債格付けの関係である。総務省によるマクロ・ミクロの財源保障によって、格付けはなくても地方自治体は困らないことがわかった。格付け未取得団体では、これまでの販売や流通の実績に応じた評価に基づいて地方債取引が行われるなど、特段の支障も生じていないのが現実である。何も暗黙の保証があるから格付け取得が増えないのではなく、検証結果からは、格付けそのもの自体の信頼性の欠如に起因して、総務省や地方自治体は格付け評価を信用していないと考えるのが妥当であろう。こうした現状を格付会社としても真摯に受け止め、格付けした責務を果たすべく、格付けした地方自治体の地方債流通の下支えとなるような広報など、積極的な業務展開が望まれるところである。

第2に、地方自治体における地方債格付けの信頼度についてである。地方債改革の進展にともなって、地方債における格付け導入、とりわけ市場公募地方債発行団体にあっては、格付けは必要条件のように思われていた感があったが、現時点で全ての地方自治体が格付けを取得しているわけではない。財政指標を適切に反映していないことから、地方自治体は格付けに対する信頼は高いものではないと考えられる。自治体間のスプレッド格差が何から生じているのか、十分な説明が尽くされていない点が問題として残っている。格付けのメリットが多ければ多いほど、大阪府や兵庫県などの格付け未取得団体が取得への行動に傾くことが予測できるが、実際は行動を起こしていない。格付けを取得したことで、市場での債券評価が良くなり対国債スプレッドが縮まり、流通市場で活発に取引がなされるなどすれば、未取得団体にあっても格付け取得に積極的に動き出すであろうが、その気配がうかがえない。地方自治体の財政担当者にしてみれば、実際のところ、格付けの実質的意義は高くなく、格付会社に支払う格付維持コストに対する費用対効果は低いと受け止めているのではないかと推察される³⁰⁾。

第3に、投資家と格付会社との関係及び格付会社へのプレッシャーが存在するののかについてである。投資家は地方債格付けに依存しているとはいえない。なぜなら、地方債に備

30) 推察を補強するため、筆者が地方自治体の財政担当者に確認したところ、同様の見解を示していた。

わる暗黙の保証により、債務調整がないことを確信して地方債に投資した投資家は、確実なリターンを求めて投資を行っていると考えられるからである。また、投資家の行動には知らないうちにバイアスがかかり、過去の購入実績パターンに引きずられる傾向があることから、格付会社に依存しているとはいえない。東京都や大阪市が格付けをはずしたように、近年でも、実際にいくつかの自治体が、格付けの取下げを実施している。こうした格付会社への健全なプレッシャーは、引き続き、必要であろう。しかし、過度なプレッシャーは厳に慎むべきで、発行体としても、格付けを歪めるような「格付けショッピング漁り」をしない厳正な態度を保持すべきであろう。

地方債格付けが地方自治体や投資家から評価されるための道のりは平坦ではない。日本における格付け実績は決して十分ではないことから、双方の理解を深めるための的確な情報の開示や対話が不可欠ではないだろうか。

その他の議論として、金利が高いとスプレッド幅は拡大し、金利が低いとスプレッド幅は縮小する、とした経験則がある。本稿では踏み込むことができなかったが、こうした点も考慮した分析が必要と考えており、今後の課題として、機会をみて検討をしていきたい。

◆参考文献

- 足立伸（2006）「地方債に対する暗黙の保証」PRI Discussion Paper Series（No.06A-05），pp.1-14，財務省財務総合政策研究所。
- 石川達哉（2007a）「市場公募地方債の流通利回りと信用リスク」『ニッセイ基礎研究所・経済調査レポート』2007-01，pp.1-12，ニッセイ基礎研究所。
- 石川達哉（2007b）「地方公共団体の財政状況に対する評価と市場公募地方債の流通利回り」『ニッセイ基礎研究所報』vol.48，pp.1-32，ニッセイ基礎研究所。
- 伊藤和彦（2008）「実質公債費比率と地方債格付けの決定要因：新しい地方財政再生制度における健全化判断指標のあり方」『日本経済研究』No.58，pp.17-37，日本経済研究センター。
- 乾智里，磯道真（2000）『地方自治体は大丈夫か—地方債を格付けする—R&I格付けシリーズ（2）』日本経済新聞社。
- 江夏あかね（2009）『地方債の格付けとクレジット』商事法務。
- 大阪市財政局（2015）『大阪市財政の現状』大阪市。
- 大東辰起（2015）「地方債の課題と対応—地方債マネジメントの検討について」『商大ビジネスレビュー』，No.5-1，pp.171-206，兵庫県立大学大学院経営研究科。
- 大山慎介・杉本卓哉・塚本満（2006）「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ，No.06-J-23，pp.1-24，日本銀行。
- 岡東務（1998）『債券格付の研究』中央経済社。
- 小西砂千夫（2011）『市場と向き合う地方債—自由化と財政秩序維持のバランス—』有斐閣。

- 下田尚人・河合祐子 (2007)「格付格差の現状と背景：依頼格付と非依頼格付，レーティング・スプリット」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ，No.07-J-3，pp.1-17，日本銀行。
- 土居丈朗 (2007)『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。
- 中里透 (2008)「財政収支と債券市場：市場公募地方債を対象とした分析」『日本経済研究』No.58，pp.1-16，日本経済研究センター。
- 日本格付投資情報センター (1999)『地方債格付け—自治体は本当につぶれないのか—』日本経済新聞社。
- 日本大学経済学部産業経営研究所 (2007)「日本企業の信用リスクに対する評価」『産業経営動向調査報告書』第30号，pp.13-58。
- 林昌彦 (2007)「自治体分析の新展開：市場化と協同化の視点から」『年報経営分析研究』，pp.77-86，日本経営分析学会。
- George A. Akerlof (1970) "The Market for Lemons : Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, pp.488-500.

◆参考資料

- 地方債協会ホームページ <http://www.chihousai.or.jp/> (2016年12月20日アクセス)
- ムーディーズ社ホームページ https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx (2016年12月20日アクセス)
- S&P社ホームページ http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home (2016年12月20日アクセス)
- R&I社ホームページ <https://www.r-i.co.jp/jpn/cfp/> (2016年12月20日アクセス)
- JCR社ホームページ <http://www.jcr.co.jp/> (2016年12月20日アクセス)
- 柿本与子 (2011)「地方債格付けとソブリン危機の影響」S&P社資料。
- 総務省「地方財政白書」各年度版。
- 地方債協会「地方債統計年報」各年度版。

Local Government Finance and Municipal Bond Rating: With Focus on the Transition from Rants and Ratings to R & I

OOHIGASHI Tatsuki

Key Words : Municipal bond rating, Rating agencies, Spread, Financial strength, Real debt expenditure ratio

Abstract

Private sector funding was used in the government's economic stimulus package after the collapse of the Bubble economy (1991-1993). As a result, outstanding local bonds increased, and differentials expanded due to erosion of borrower credibility in the market.

In March 1999, Japan Rating and Investment Information Inc. reported for the first time the Japanese municipal bond rating. In November 2006, Yokohama City obtained R & I. With this Japan has rapidly facilitated the use of municipal bond rating. Accordingly, much previous research has predicted that the acquisition of municipal bond rating will increase. However, this is not the case at present.

Here the municipal bond rating is examined, and the following three issues are discussed. The first is the relationship between implicit security and municipal bond rating. I show that for local governments ratings are not essential, because of the macro and micro revenue protection under the Ministry of Internal Affairs. The second is that municipal bond ratings done for local governments do not properly reflect financial benchmarks, resulting in a lack of confidence for these ratings. The third is that investor's trust in municipal bond rating is questionable.

The discussion clarifies the need for rating companies to disclose accurate information, and the necessity for dialogue with the parties concerned for higher evaluation from local governments and investors.