

川崎市債に関する調査研究会報告書（P32～抜粋）

b 個人向け債の商品性の考察

川崎市の5年債は平成12年10月から発行されており、今年度から順次満期を迎えることから、今後は継続購入者の需要が見込める状況にある。したがって、5年債の発行計画の策定に当たっては、個人投資家の継続的な購入をしやすいするため、既発債の償還月を考慮した上、発行月の定例化・標準化に取り組む必要がある。

債券は途中で売却可能であるが、売却価格は市場動向により変動すること、途中売却時には取扱い金融機関所定の手数料を要することを考えると、当面、個人消化を促進するためには個人投資家が満期まで保有しやすい中短期の発行年限とすることが必要である。

また、個人投資家と機関投資家とでは、投資家の意思決定・投資行動や販売方法が全く異質であることから、それぞれの投資家のニーズに応じて商品設計、起債運営をすることなどに留意する必要がある。

個人に人気のある金融商品の条件の一つとして、元本が保証されていることが挙げられる。

個別条件決定方式による5年公募債を発行する場合には、個人向け国債の商品性を踏まえ、個人投資家の満期前売却の取扱いについて、購入者に金利（価格）変動リスクを負わさないことを重視し、元本保証を付すという商品設計もありうる。ただし、地方自治体が金利変動リスクを負うことは起債運営コストに跳ね返ることを意味することから、国債などの競合商品の状況を踏まえ、慎重に検討することが望まれる。

その際には、個人向けと機関投資家向けに銘柄を分け、それぞれに適した発行条件、手数料を設定する必要がある。引受金融機関にとっては、個人への販売は新規個人顧客の獲得や金融商品の品揃えといった点からメリットがある一方で、機関投資家への販売と比較してコストが嵩むというデメリットがある。手数料はこれらのことを総合的に勘案しながら適切に設定する必要がある。

また、現在の地方債制度のもとでも個人向け国債に類似した商品性を有する個人向けの地方債を発行することは可能だが、国債は法令（国債二関スル法律第2条ノ2）に基づき財務大臣の指定により個人に保有を限定することが可能であるところ、地方債についてはこのような法令に基づく限定を付すことができないことから、今後の動向によっては、ミニ公募債を含め、地方債についても法令で個人向け地方債に係る商品性の区分を行いうるようすることを検討する必要性が生ずる可能性がある。その際には、特定する個人向けの地方債について、個人向け国債で付されている個人以外の者への譲渡制限を付すか否か検討する必要がある。

a 個人向け国債の動向

地方債の個人消化を促進する上で最も大きな影響を受けるものに個人向け国債がある。平成15年3月から発行が始まった個人向け国債（正式名称「個人向け利付国庫債券（変動・10年）」）は、個人のみが保有できる新しいタイプの国債である。その特徴を一言でいえば、“最低クーポン保証付変動金利型国債”。従来の国債と比べて、個人がより購入しやすいように工夫された国債である。

平成16年度の発行額は、6兆8,210億円（民間金融機関取扱い分6兆56億円、郵便局

取扱い分8,154億円)となっており、個人投資家による投資商品として定着してきている。

また、固定金利型の新型個人向け国債(5年固定金利型、中途換金時の買取金額保証付)については、平成18年1月に第1回債が発行(募集は平成17年12月)されることとなっており、第2回債以降についても、前述の個人向け国債(変動金利型)と同様、年4回の募集及び発行が行われる(募集:3月、6月、9月及び12月、発行:4月、7月、10月及び1月)こととなっている。また、第4期利子支払期(発行から2年経過)以降であれば原則としていつでも、一部または全部を額面で中途換金()することが可能となっており、地方債と比べても、個人がより購入しやすいように工夫された国債である。

中途換金時の買取金額:額面金額+経過利子相当額-4回分の利子(税引前)相当額

さらに、取扱い金融機関に対する販売手数料では、地方債に比べて相当高く設定(額面100円に対して50銭)されており、金融機関にとっても地方債よりも引受意欲の高いものとなっている。

イ ミニ公募債の発行

(ア) 全国型市場公募債とミニ公募債の選択

市場公募団体である川崎市にあっては、ミニ公募債の発行の機会を活用し、新しい試みを行うことが考えられる。

個人投資家が満期まで保有しやすい中短期の発行年限の債券としては、現在、全国型市場公募債(5年債)とミニ公募債があり、全国型市場公募債(5年債)についても、現在、積極的に個人消化の促進に取り組み、高い個人消化率を実現しているところである。こうした状況を踏まえ、全国型市場公募債の発行団体である川崎市においては、全国型市場公募債(5年債)とミニ公募債の関係を今後、どのように整理していくかは検討を要する課題である。

全国型市場公募債とミニ公募債を比較すると、全国型市場公募債は、金融市場において多額の資金を効率的に調達することができる一方で、起債運営、商品性等で全国レベルでの標準化が求められる点で川崎市独自の取組が難しいこと、他方、ミニ公募債は、全国型市場公募債に比べて効率性が劣る側面がある一方で、市民など個人投資家の行政への参画意識の高揚を図りつつ、起債運営、商品性等で川崎市の個性を活かした取組が可能であることの点で違いがあると考えられる。

こうした違いを踏まえると、市場公募団体である川崎市にとってミニ公募債を発行する意義は、専ら個人向けに小規模の資金を調達するものとして、発行趣旨・対象事業を明確にして市民の行政への参画を全面に押し出しつつ、後述するCSR(企業の社会的責任)への取組など政策目的による資金調達の実現、投資家ニーズに沿った発行年限の設定、川崎市の個性を発揮した商品設計、多様な起債運営を試みるなどの積極的な取組を行うことに求められると考えられる。

(エ) 発行条件

将来の市民負担を少しでも減らすためには発行条件を精査し、発行団体にとって

有利にするよう努力すべきことは当然である。一方、投資家の理解が十分でないまま、発行体に有利な条件で起債（例えば国債のクーポンを下回るような利率設定）することも望ましいとは言えない。将来の市民負担、投資対象としての商品性等を総合的に勘案して発行条件を決定することが求められる。

発行条件の決定について、同年限（残存年限）の国債や全国型市場公募債の金利水準に対して不当に高いものとするのは、将来の市民負担をいたずらに大きくすることとなり不適當である。

一方で、債券という金融商品を提供する観点からは、国債や全国型市場公募債等の類似の債券と比較して応募者利回りが大きく下回る等、投資対象として不当な内容の商品とならぬよう留意し、基本的に商品性に相応しい条件設定とすることが必要である。

また、購入者に対して対象事業となる公共施設を事前に見学できる等の適切な特典を与えることは、市民の行政参画意識の高揚を図る上で有効な一つの手法と考えられ、この点は、国債等と比較しても、市債の優れた特色として挙げられるものであろう。

そこで、発行条件の決定に当たっては、将来の市民負担、購入者の利益と負担のバランス（国債等との比較、市民の行政参画上の利点・便宜）等の諸要素を勘案することが求められる。

最近の金利変動幅が大きい状況のなか、ミニ公募債の条件決定から申込みまでの期間の設定いかんでは、国債の金利水準とミニ公募債の金利水準が逆転してしまう場合もあることから、適切な期間の設定については、発行体、引受金融機関、受託銀行といった関係者間で工夫・検討の余地がある。

なお、満期前売却（中途換金）における元本保証の問題は発行条件に大きく関わってくる。一般に、債券には元本保証が付されていないことから、購入者が満期前に換金する場合には、金利動向等によっては元本を下回る価格で売却せざるを得ず損失を被る価格変動リスクがある。

したがって、ミニ公募債に元本保証を付す場合には、金利水準は元本保証を付さないものと比較して低く設定するのが適當と考えられる。

（オ）購入対象者のニーズに合った商品設計

購入対象者のニーズに合った商品設計として、満期前売却の取扱いや発行年限の設定、金利の固定・変動の選択について望ましいあり方を整理する必要がある。

a 満期前売却の取扱い

満期前売却の取扱いについては、通常の債券と同様に元本保証を付さないという考え方と、購入者に金利（価格）変動リスクを負担させないことを重視し、金利を比較的安く抑えつつ元本保証を付すという考え方があり得る。

元本保証を付さない場合には、発行体は金利（価格）変動リスクを回避できるが、その一方で、投資家保護を図るために十分な配慮をする必要がある。具体的には、購入希望者に対し、元本割れの可能性があることを事前に十分説明すること、引受金融機関が満期前の売却希望に対してどのように対応するか十分に検討し適切に対処することが求められる。

金利を低く抑えつつ元本保証を付す場合には、発行体が金利（価格）変動リスクを負担することにもなり得るので、投資家保護、金利負担、金利（価格）変動リスク等を総合的に勘案しつつ、検討する必要がある。なお、その際には、併せて適切な償還期間の設定、一定期間の換

金制限、換金手数料等についても検討する必要がある。

また、購入者が個人ということで、満期まで保有されるケースが多いと想定されるが、実際には相続などの諸事情により金融機関に対して買取請求がなされる場合があり、また、買い手も存在することから域内での売買実例も見受けられる。金融機関の店頭での売買レートは、残存期間に合わせた国債などのレートを基準に、金融機関の社内ルールに基づき設定されており、実際には、ミニ公募債（５年債）の買取レート（価格）であれば、全国型市場公募債に比べた場合、流動性が劣ることから、残存年数、相場環境により２０ｂｐ（額面１００円に対して１円程度）以上のマイナス価格差が生じる場合もある。

そこで、金融機関の店頭で買い取られたものについては、川崎市が基金の債券運用の一環として、基金による最終運用損のない価格で買入を行うことにより流通実績をつくり、ミニ公募債と全国型市場公募債との売買価格の乖離を小さくしていく取組も考えられる。

ｂ 発行年限の選択

発行年限については、これまでの他団体の発行例では３年、４年、５年、７年及び１０年の実績があるが、少なくとも現下の金利状況においては、発行年限の長すぎない債券が選好されている傾向があり、具体的にどの程度の償還期間を設定するかについては、マーケティング等により把握された購入対象者のニーズ、全国型市場公募債（５年債）との差別化、個人向けの国債や社債の動向等を踏まえ、適切に対処することが必要である。

また、発行年限を短期化すれば、さらに借換の必要性が高まってくる点に留意が必要である。起債対象事業の許可年限に比べて償還期間の短い債券を発行する場合（余り年限を短縮することは望ましくない）においては、満期時の借換えが必要となることが想定されるが、対象事業（施設）の周年記念として発行すれば、ミニ公募債を活用した借換債の発行についても比較的違和感のない形で行うことができると考える。

（カ）購入対象者

これまでの発行事例では、市民の行政への参画意識の高揚という観点から、購入対象者を個人に限定、若しくは市内限定とする場合があったが、資金調達手段としての合理性の観点からは、制限を付さない方法も有益と考えられる。

川崎市では、ミニ公募債については、市民の行政への参画意識の高揚を目的の一つとしていることから、これまでの発行事例においては、購入対象者を個人限定、若しくは市内限定としている。

一方、神奈川県民債、ハマ債５、東京再生都債などのように、購入対象者を個人に限らず団体・法人を含めることや、区域内の住民に限定しないこととしている事例がある。競合商品が増えるなか、資金調達手段としての合理性の観点からは、制限を付さない方法も有益と考えられることから、ミニ公募債の発行の趣旨、目的、発行規模、購入需要、資金調達コスト等を踏まえ、柔軟に対応していくべきである。

（キ）発行額、購入限度額等

発行額や購入限度額の決定に当たっては、購入対象者の範囲や購入需要を十分見極める必要がある。

発行額については、余り少額であると引受金融機関のコスト面での負担感が大きくなる点、個人向けの債券は金利動向により需要が大きく変わる可能性がある点などに留意し、購入対象者の範囲や購入需要を十分見極め、効率性等の諸要素を総合的に勘案し、起債に当たっては柔軟に対応していく必要がある。

購入限度額については、個人投資家を幅広く募るという観点から低額に設定することも一つの考え方ではある。しかし、一方で、引受金融機関のコスト増の要因となることや大きな額を購入したい個人投資家も存在すること等を考慮すると、発行額にもよるが極端に低い限度額の設定は適当でなく、設定しない扱いとすることでも特段の問題はないと考えられる。

いずれにせよ、発行額や購入限度額の決定に当たっては、従前の購入者アンケートの結果等を踏まえ、購入対象者を見極めつつ、以上の点を考慮して判断する必要がある。

なお、平成18年1月からの一般債振替制度のもとでは、従来の1万円、10万円、100万円等の券面金額の概念は、各債券の金額（投資単位）に変わり、そこでは均一かつ1千円以上1千円単位となる。したがって、1万円から購入できるミニ公募債を発行するのであれば、各債券の金額は1万円と設定することになる。

(ク) 引受手数料

金融機関がミニ公募債を取り扱うことは、新規顧客の獲得や金融商品の品揃えといった点からメリットがある一方で、個人への販売が機関投資家への販売と比較してコストが嵩むというデメリットがあることから、手数料の水準は、これらの事項を勘案しながら適切に設定する必要がある。
--

ミニ公募債については、引受金融機関にとって新規顧客の獲得や顧客への金融商品の品揃えといった点からメリットがあること、一般的に全国型市場公募債等と比較して引受金融機関のコストが嵩むこと等を総合的に勘案する必要がある。

そうしたなかで、発行体としては、引受金融機関のコストを低減するためにも、継続的な発行が求められる。

ミニ公募債の募集に際して残額引受契約を締結しない地方自治体が見受けられるが、これは引受金融機関の募残リスクを抑えることにより、引受手数料を抑制する観点からは有効な方策であるが、発行体の資金需要を満たせなくなるリスクが生じることから、投資家の購入需要を十分見極めた上での慎重な対応が求められる。

中長期的に公債費負担の平準化や利払い負担等の抑制を図る観点などから、市場公募債及び銀行等引受債（証券発行方式）については、買入消却・買入保有を行うことが考えられる。その際には、以下に掲げることを念頭に置くことが考えられる。

買入消却は、公債費負担の平準化のみならず、地方債の発行ロットが小さいために、市場での流通に適さないほど小さなロットのいわゆる端債（機関投資家への売却を前提とする場合、一般的に1億円未満のものが端債といわれている。）を減債基金を活用し市場から引き上げることなども、流通市場全体の流動性の向上や残存年限の調整を図るといった目的を達成する手段として有益であると考えられる。

また、ミニ公募債についても、全国型市場公募債に比して流通実績がないことなどから、市中での買取価格が個人投資家にとって不利となる価格差が生じている実情がある。そこで、減債基金による債券運用の一環として、基金による買入（市場実勢に見合った価格で）を実行することは、流通実績を創出しミニ公募債と全国型市場公募債との売買価格の乖離を修正していくといった目的を達成する手段として有益であると考えられる。

買入消却を実施する地方自治体は少数にとどまるが、多くの場合財政状況の健全化を図る目的から買入消却が実施されていると考えられる。この際、額面価額と買入価格の相違により不利な場合があることや、満期保有が多くほとんど流通していないため買入消却の対象としにくい銘柄も存在することに留意する必要がある。

公債費負担の平準化や利払い負担等の抑制を図る観点から、市場公募債及び証券発行方式による銀行等引受債については買入消却が考えられる一方、証書借入方式による銀行等引受債や公的資金等については繰上償還による借換債の発行で対応することが考えられる。

いずれにしても、買入償却による将来の財政負担の軽減効果と減債基金を活用している川崎市の資金繰りを総合的に勘案して決定すべきものと考えられる。