

第14回川崎市起債運営アドバイザー・コミッティ議事要旨

日時：平成21年9月8日（火）午後1時30分～3時30分

場所：川崎市いさご会館 4階第7会議室

1 開会

座長から、早速に議論を進めていきたい旨、開会の挨拶があった。

2 議事

(1) ボンドによる定時償還債発行について

◆ 議事の趣旨説明

- ・ 有利かつ安定的な資金調達の観点から調達方法の多様化を図るべく、証書形式との有利性の比較及び調達における留意点に触れながら、銀行等引受債について定時償還による証券形式（ボンド）発行の可能性について情報提供を願いたい。

◆ 上記についてメンバーから、以下、報告があった。

- ・ 定時償還債については、市場において一定の流通量はあるものの、投資家の層は限定的となっている。なお、セカンダリーの定時償還債利率はマーケットで統一されてないため、トレーダーと投資家がコミュニケーションを取りながら設定していくという状況にある。
- ・ 定時償還債発行における証券と証書の主な相違点は発行者コストにある。証書は通常、引受手数料、元金・利金手数料等の発行コストが発生しない。ただし、シンジケートローンを組成した場合にはその手数料は発生する。
- ・ 証券形式の発行においても条件決定方法は入札方式と提案方式とがある。入札方式は、金額等、予め定められた条件にあわせて、ある程度、特定の投資家への販売を想定して行われる。これに対して、提案方式は事前に投資需要を確認しながら進めていくことから投資家ニーズには応じやすいものであると言える。
- ・ 据置期間や償還年限等のスキームが異なる場合には、発行者利回りやスプレッドのいずれでもコストの比較が難しい点に留意する必要がある。逆にこれらの条件を一致させれば、発行者利回りベースでのコスト比較は可能となる。
- ・ なお、提案方式は、投資家へのヒアリング、選定会社との調整等が必要なため、入札方式に比べ、始動から完了までの期間が1～2週間程度長くなる点に留意が必要となる。

◆ 上記の報告に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 定時償還債の投資需要は大きくはないが、通常市場公募債と定時償還債とを取り扱う投資家は必ずしも同一ではない。従って、川崎市にとっては、定時償還債を発行することで、投資家の裾野の拡大に一定の効果期待することはできる。なお、償還年限によって参加する投資家が少なくなる点については留意する必要がある。

- ◆ 財政部長から、定時償還債は、他の債券に比べ、投資家にとって購入しやすいものかどうかについて意見頂きたい旨、コメントがあった。
- ◆ 上記に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
 - ・ 定時償還債は、一般的には他の債券に比べ、馴染みが薄い。また元本償還されることで投資家にとっては管理しにくい面もある。
- ◆ 事務局から、償還元金をまとめて再投資することの可能性、及び定時償還債における流動性の重要性について意見頂きたい旨、コメントがあった。
- ◆ 上記に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
 - ・ 元金償還に合わせてタイムリーに再投資をすることも理論的には考えられるが、現実にはなかなか難しい。
 - ・ 流動性については最終満期や据置き期間の設定にもよるが、一般的には確保しにくい状況となっている。また、定時償還債の投資家は指定金融機関が多く、その他の投資家は少なかったという調査結果もある。
- ◆ 座長から、最終満期を10年前後に設定した場合で、先に言及されていた決定方式の優位性等について、付け加える点の有無につき、質問があった。
- ◆ 上記に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
 - ・ 条件決定方式について業者選定の透明性という点では入札方式に優位性があるが、より多くの投資家の参加を視野に入れるならば、事前に投資家需要を確認しながら進める提案方式の選択も考えられる。
 - ・ 償還元金再投資の問題もあり定時償還債は、プライマリー・セカンダリーともに、多少のプレミアムが求められることから、プレミアム＝発行コストを慎重に検討する必要があると考える。
 - ・ 銀行業における定時償還債は証書による貸付業務として実行することが一般的であり、ボンドの投資家として参加するということは少ないのではないかと。
- ◆ 事務局から、証券形式で発行する場合のロットや単位（億円未満端数）の水準について質問があった。
- ◆ 上記に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
 - ・ 一定の投資家への販売を想定して発行を進めていくため、ロット・単位ともに適正、あるいは最低限というような水準はないが、証券発行という性格を踏まえるとロットについては、ある程度まとまっていることが望ましいと思われる。
 - ・ 発行体においては定時償還債の証券形式を銀行等引受債の選択肢の一つとすることについての必要性や、考えられるリスクについて検討しておく必要もあるのではないかと。

いか。

- ◆ 上記に関連して、事務局から銀行等引受債の調達に関して証券も証書もあわせて入札することでプレイヤーを増やせる可能性を考えて議論させていただいた。今後も市場関係者の意見をうかがいながら進めていきたい、とのコメントがあった。

2 基金による債券運用について

◆ 議事の趣旨説明

自治体における基金運用は確実かつ有利であることが求められ、債券運用については国債・地方債・政府保証債などを持ち切りで保有することが一般的である。つまり元本の毀損を避けるために運用方法が限定されているわけであるが、一方で有利性を追及していくことも必要であることから、それに向けた意見交換・情報提供を

◆ 上記についてメンバーから、以下、報告があった。

- ・ 運用商品の満期年限は5年以下が多い。担当者の異動等の影響もあるのか、満期期間の長い運用には慎重であることが多い。運用商品は、国債、地方債、政府保証債を原則としているケースが多いが、社債を選択肢に入れている自治体もある。また、実務指針で社債の購入を認めている行政法人も存在する。
- ・ 公金運用に関してもディスクロージャーをしっかりとやるというフェーズに入ってきている。四半期毎に歳計現金、基金等に分けて開示しているケースもある。ディスクロージャーする場合には、期間対応の利息収入等も開示する必要があると考えられる。
- ・ キャッシュフローを考慮し繰替運用を併せて検討している自治体もあり、債券運用を実施していない自治体もある。
- ・ 運用においても住民への説明責任を果たすことは必要であり、そのためには、運用方法選択のプロセスを整理しておくことはもちろん、場合によっては有識者会などを設置し、そこでの議論や結論をきちんと整理しておくことが必要である。
- ・ 運用の選択肢を広げる観点からオーバーパー債券の購入も視野に入れることも必要ではないか。確かにオーバーパー債券は形式上、元本を毀損するが、運用利回り全体ではプラスになるはずであり、規程を作ってオーバーパーも購入できるようにしている自治体もある。説明をできる状況を整えて、選択肢を広げるということも有効であろう。
- ・ 一般的には長期債券運用の利回りは良いが、定期預金などでも入札を実施すると6ヶ月定期で0.5%程度の利回りが付く場合もあり、必ずしも長期運用だけが有利と判断されるものではない。したがって、絶対金利の低い局面では、預金運用をしながら金利上昇の様子をうかがうというケースも見受けられる。
- ・ また、債券運用をラダーで行う場合、金利状況によっては運用金利が借入金利を上回ることがある一方で、極端に運用金利が低くなる場合もある。短期的な利鞘で判断するのではなく、長期的に考えることも必要である。
- ・ また、リスクとリターンとはトレードオフの関係にあり、これを調整するために、ポートフォリオがある。リスクには、信用リスク・価格変動リスク・再投資（流動

- 性) リスク等がある。
- ・ ポートフォリオはいくつか種類があるが、一般的に公金の資産運用に適しているのは、ラダー型であると思われる。ラダー型は、短期債から長期債まで、等金額を保有する運用で、収益も負担リスクも平均的なものになる。
 - ・ 銀行等引受債は、公募債に比べて割高な条件となることが多く、同じクレジットリスクでも高いリターンが得られる可能性があるが調達の実績には欠ける。
 - ・ 自治体における基金運用では元本毀損リスクは取れないため、安全性と効率性のバランスの取れた運用が重要となる。投資家として銀行等引受債を保有するにあたっては、購入期間が出納整理期間に集中することも考えられ、慎重な検討が必要となっている。
- ◆ 上記の報告に関連して、資金課長及び事務局から川崎市のスタンスについて説明があった。
- ・ 川崎市における基金による債券運用では保有可能な債券を、国債、地方債、政府保証債と認めており、それら以外の債券の保有実績はない。
 - ・ オーバーパー債券の取得については、満期年度の利子収入でオーバーパー分をカバーできる範囲という条件(利子収入を元金償還分へ充当できる範囲)で認めている。
 - ・ 公金運用の結果については、これまでそうした要請がなかったため、情報開示を行ってこなかったが、必要性について今後検討していきたい。
- ◆ 資金課長から、減債基金の残高増加に備え、負債と運用をマッチングさせるためには具体的にどのようなポートフォリオが考えられるのかを検討したいと考えている旨、コメントがあった。
- ◆ 上記に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
- ・ まず、資産と負債の残存年数を合致させる必要があるが、元本が毀損しない商品での運用や、ラダー型ポートフォリオの選択等、いくつかの要素が決まっていると、残された余地はあまり多くないように思われる。
- ◆ 事務局から、運用債券と負債の平均残存年数を合致させるためには、超長期債の保有残高を増加させていくという選択肢も考えられるが、他に長期債のポートフォリオの組み合わせによって運用債券の残存年数を伸ばすような方法も模索しているとのコメントがあった。
- ◆ 上記に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
- ・ 一定の条件が決まっている状況では、組成できるポートフォリオは限定的なものになってしまう。
 - ・ 一部の市町村からも、適切な運用に向けたポートフォリオを組んで欲しいといった相談はある。しかし、ニーズにマッチした対応は困難であるというのが実情。結果的に定期預金などの商品で対応しているケースもある。

3 閉会

財政部長から「経済状況など地方自治体を取り巻く環境は厳しいものがあるが、本日の議論も参考に引き続き健全な財政運営に努めていきたい」旨の挨拶があった。

事務局から次回は11月10日に開催予定との報告があった。

以 上