

第17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22年6月14日（月）午後1時30分～3時30分

場所：第4庁舎4F 第4会議室（旧いさご会館）

1 開会

開会にあたって、財政部長から、以下、挨拶があった。

- ・ 財政部長から、「起債アドバイザー・コミッティは、川崎市の起債運営のために、有識者・市場関係者からの的確な情報や率直なご意見・アドバイスを頂くことを目的として開催されている。厳しい財政状況ではあるが、コミッティ・メンバーから頂く忌憚のないご意見を参考に、より強固な財政基盤の構築に向けて取り組んでいくための有意義な会としていけるよう、御協力をお願いしたい」旨の挨拶があった。
- ・ 資金課長から、参加メンバー及び事務局員の紹介があった。
- ・ コミッティの運営方法等について、事務局から説明があった。
- ・ 上記に則り、座長の選出手続きが執られ、東洋大学の稲生教授が本会合の座長に選出された。
- ・ 座長から、「川崎市および有識者・市場関係者からご要望やご意見をくみ上げながら、川崎市債の運営に活かしていける有意義な場にしていきたい」旨の挨拶があった。
- ・ なお、原則は会議公開であるが、本コミッティについては、公正かつ中立的な議事を確保し、率直かつ活発な意見交換を促進する観点から非公開とし、議事録の作成・公表はせず、議事要旨を公表することとなった。

2 議事

(1) 5月発行銀行等引受債（シ団引受）について

担当メンバーからの説明

- ・ 条件等は下記の通り。
 - 条件決定日 5月17日
 - 発行日 5月29日
 - 発行総額 34億6,500万円
 - 償還年限 5年満期一括
 - クーポン 0.49%
 - 発行価格 100円につき99円96銭
- ・ 川崎市では、毎年銀行等引受債シ団を組成していたが、平成18年度以降もっぱら入札での資金調達をしてきており、今回久々の銀行等引受債シ団の活用となった。
- ・ 近年、地方公共団体の資金調達については経済合理性を追求し入札を活用することが多いが、一方でセーフティネットとしての役割を果たすための方策も不可欠。
- ・ シ団調達のメリットは、証書貸付、証券発行を問わず、また、金額、年限等を問わず、安定的な調達手段の確保ができ、また、窓口が一本化され事務的にも簡素である。また、有事の際に非常に強力なバックアップになるというメリットもある。

- ・ デメリットとしては、シ団に複数の金融機関が参加するので意見調整が難しく機動性に乏しい、条件決定過程における競争原理が働かず透明性に欠ける、シローンの場合には諸経費がかかるといったことがあげられる。
- ・ 今回は、様々な検討を行った結果、安定的な資金調達手段の確保、維持の観点から、銀行等引受債シ団の再活用を決定し本債券の発行に至ったが、検討の際には、近年、活用実績がなかったため、円滑にシ団をまとめ上げられるかどうかの懸念があった。
- ・ 金融市場の情勢、調達計画、ロット、年限、資金使途次第では、証券発行に限らず長期貸付が難しい場合もあるため、経済合理性の追求という観点からの入札と併せて、安定的な資金調達手段であるシ団を用いた調達も、うまくバランスを取りながら採用することが求められる。

座長から川崎市への質問

- ・ 34億6,500万円というロットは予定通りということか。また年限についてはどのようにして5年となったのか。

川崎市からの回答

- ・ もともと70億円程度の調達を予定していたが、決算見込みが精査されてきたところで発行額が34億6,500万円に固まった。
- ・ 年限については、市場公募債と銀行等引受債を合計して、中期・長期・超長期を概ね3分の1ずつ発行するという考え方に基づいて決定した。また、償還方法は、5年の場合、満期一括償還の方が市場に受け入れられやすく、銀行にとっても引き受けやすいということを勘案した。

(2) 銀行等引受債シ団のあり方と活用方法について

担当メンバーからの説明

- ・ 地方債について、公募債がいいのか、銀行等引受債がいいのか、あるいはシ団引受がいいのか否かということにルールやマニュアルはない。
- ・ この3~4年間は入札という流れが進んできている。しかし、コスト追求ということで入札をすれば必ずレートがいいかということ必ずしもそうではない。入札をしたことによって調達コストが上がってしまったという団体も多くあり、すべて入札に持っていくことがいいというわけではない。その都度金融環境を見極めることが非常に大事。
- ・ 現在は、銀行等引受債シ団で調達する場合は、証書借入が多い。例えば、銀行等引受債シ団を用いた発行額が日本で一番大きい団体は、金融団が20~30あるが、ほとんど証書借入である。その他の団体でも徐々にシ団の機能が崩れてきており、シェアはあまり関係なくなっている。ただ、この点については、団体によって温度差がある。

座長からの質問

- ・ 川崎市が、金融環境が落ち着いてきたときに、あえて5年債でシ団引受という発行方

法を久しぶりに選択したが、意味があるものとするか。

担当メンバーからの回答

- ・ 視点をどこに置くかによってであるが、銀行はお金を貸すのがビジネスであり、証券の引受は主流ではないので、銀行からするとシ団の活用はあまり意味がないと思う。
- ・ 発行体からすれば、複数のシ団を組成することで、安心感を求めているという部分もあると思う。
- ・ 銀行としては、バランスを取りながら、証書借入という形を少しずつ入れていくことを要望する。ロト的には、シェアの低い金融機関は面白くなく思うところも出てくるので、ある程度まとまった金額の際は慎重な検討が望まれる。

他のメンバーからのコメント

- ・ 今回銀行等引受債シ団で証券発行を行った意義はあったと思う。シ団メンバーすべてが応じたということは、今回を1つの契機として次のステップとするという意味では非常に良い。
- ・ 次につながるという意味では意義があったと思うが、市場公募発行団体で銀行等引受債を証券で出すということには前向きになれない。ここ数年間、銀行等引受債の証券はマーケットシェアが相当落ちてきている。
- ・ 以前は、都道府県や政令指定都市の銀行等引受債の約9割が証券という状況だったが、ペイオフの時期に6割くらいになった。しかし、ここ数年の間に、臨時財政対策債や減収補てん債、政府資金の高金利分の繰上償還に係る借換債が多く出てくる中で、証書借入が非常に多くなってきている。
- ・ 金融機関側の要因としては、時価会計という観点や本年度の新しい流動性規制などいろいろな金融規制が出てきていることがあげられる。
- ・ 発行体側の要因としては、例えば今回の34億6,500万円というのも1億円に満たない端数の部分があるなど、証券ではなかなか調達しづらい面がある。まとまった額ではないのであれば証書が好まれる。
- ・ アウトライヤーについては、地方銀行は多少気になると思うが、都市銀行はそんなに神経質にはなっていない。
- ・ もっとも今後、流動性の問題は気をつけていく必要がある。固定で長期の自治体向け融資がどんどん無秩序に増えていくというのは好ましくない。
- ・ 調達の公正という意味で、大半が市場公募での調達に移ってきており、銀行等引受債をシ団引受で調達するようなケースはだいぶ減ってきているのは事実。しかし、本当に長期の安定調達を考えたときにこれでいいのかというと、必ずしもそうではない。金融環境に応じて安定調達を図れるシ団引受を継続していくということには意義がある。
- ・ 公募債があって銀行等引受債があってという場合に、同じ発行条件であれば引き受ける銀行側にしてみると証券は難しいという部分があるので、発行方法は検討の必要がある。

上記コメントを踏まえて川崎市からの説明

- ・ 平成 18 年度以降シ団を活用してないというのには理由がある。そもそもペイオフ対策で制度融資の預託金を保全するために証書借入をやってきたが、条件決定過程が不透明ということなどから、シ団を活用しても証書での調達が少なくなった。また、負債の残存年数をできるだけ短くしたいという考えもあり、バランス化する意味で定時償還を増やしてきているということもある。
- ・ 定時償還にしる、証書での調達にしる、価格の決定過程に透明性を求められる立場であり、説明責任を果たさなければならないため、経済合理性だけで入札をやっているわけではない。一方で、シ団というのは資金調達のセーフティーネットになる意義がある。
- ・ 銀行等引受債には流動性の問題があるので、それなりの流動性プレミアムは考慮している。
- ・ 証書での調達もやりたいが、最終的には条件決定過程の透明性が求められるので、経済合理性とどうバランスよく決められるかというところで悩んでいる。今回は条件決定過程については透明性が上がり、シ団を機能させるという意味でも効果があったと考えている。今後は証書での定時償還で、公募債ではできないような資金調達の場合に条件決定等をどのように行うかが課題となる。

上記コメントを踏まえてメンバーからの質問

- ・ 川崎市の公募債と銀行等引受債の証券には流動性の問題があるが、ほぼ同じような条件の債券であるのに、1ベースから2ベースポイントの違いがある。例えばセカンダリーで売却しようとした場合、相手方が銀行等引受債だということを強調してくる。流動性に劣る部分の評価など具体的にどのようなことが問われるのか。

上記質問への他メンバーからの回答

- ・ 公募債を投資対象として買える投資家は多いが、銀行等引受債を買える投資家は限定的。そうした投資家は流動性を気にしており、その部分でプレミアムがのると認識している。
- ・ マーケットの評価としては、公募債と銀行等引受債の証券には明確に差がある。投資家が限られ、銀行等引受債の方がセカンダリーではワイドということを前提とした投資行動になるので、業者もそれに基づいて売りたいときに提示する値段も変わってくる。
- ・ 特別勘定で運用している中に非公募債券も相当入っている投資家もあり、セカンダリーでも需要はそれなりにある。ただし、そういった投資家が、なかなか公募債と非公募債を同じ条件で引き取らないというところもあって、価格形成がうまくいかないということもある。

価格の透明性について川崎市からの解答

- ・ 基本的には基準金利をどう置くかということ。証書借入の場合にどのようにスプレ

ッドを乗せるのかということがはっきりしていないので、発行体からすれば証書であっても、証券での調達の発行者利回りの範囲内であればいいのではないかと考える。

- ・ スプレッドの設定は非常に難しく、入札であれば単純ではっきりするが、シ団引受で行うとスプレッドをどう置くかは結局話し合いでの交渉になってしまうので、透明性というのが認められにくくなってしまう。

(3) 条件決定方式の選択について

川崎市からの説明

- ・ 条件決定方式について、最近、超長期債以外に中期債、長期債でもシ団以外の方式として主幹事方式といった条件決定方式を導入している都市が見られる。
- ・ また、年限について、5年、10年以外に3年や7年といった発行年限の債券を発行している団体も見られる。
- ・ その他、下半期に発行予定の超長期債100億円の発行条件として20年と30年のどちらを選択すべきか、上記とあわせて議論を行う。

担当メンバーからの説明

- ・ 条件決定方式は「シ団方式」、「幹事方式」、「主幹事方式」、「入札方式」の4つに分類できる。それぞれの特徴については下記の通り。

シ団方式

- ・ 交渉によって条件を決めていくやり方。
- ・ 各社が固定されたシェアを引き受ける。
- ・ 引き受ける方も前々から準備をして、投資家との会話、予約の受付を行うことができる。
- ・ 安定的な引受調達という観点から非常に優れた方式。
- ・ 最近の動向としては、ここ1~2年、相当地方債に対する需要が強く、発行計画が分かると相当早い段階から投資家が予約を入れてくるため、発行条件もよくなっている。
- ・ 予約については非常にやりやすい。しかし、大きなロットで買いたいという投資家のニーズには応えづらい面もある。
- ・ 発行条件については、投資家としては、条件にはそれほどこだわらずとにかく購入するということを優先するので相当早い段階で予約が入る。結果として発行体に有利な発行条件になるケースが多い。

幹事方式

- ・ シ団方式に比べて幹事のシェアが大きくなる。そのため、大手の投資家の大口需要に対応しやすく、また、起債時点の投資家の考え方やニーズを発行条件により反映しやすいため、発行条件に対する信頼性が高い。
- ・ タイミング等について幹事の裁量で発行体と相談しながら決められる。
- ・ ただし、相当前から起債のタイミングが決まっているわけではないので、事前の起債環境次第では条件が悪くなることもある。

- ・ 予約については、シ団方式ほどはあらかじめ分かってないので若干劣っている。ただし、起債するというアナウンスと、実際の条件決定にどれくらいの期間を置かかということによって変わってくる面もある。
- ・ 発行条件については、投資家から見ると非常に妥当な発行条件になるケースが多い。

主幹事方式

- ・ 超長期債ではこの方式を採用するケースがほとんど。超長期債の場合、投資家の数が限定されており、限定された投資家の考え方を発行条件に反映していく必要性が高くなる。
- ・ 主幹事と発行体が相談しながら起債のタイミングや条件を決めていくので、機動性が非常に高く、条件に対する信頼性も高い。
- ・ 予約については、高い機動性が重視されるため、例えば 1 カ月前に主幹事方式の起債の条件決定日が分かっていることはないので、シ団方式ほどには予約を入れやすくない。ただし、ロットの確保については、主幹事のシェアが大きいため投資家のニーズには応えやすい。
- ・ 発行条件については、投資家から見た発行条件に対する信頼性は高い。ただし、信頼される価格であれば投資家もある程度タイトなものでも買おうと行動し、過熱化につながるケースも出てくる。

入札方式

- ・ 入札時点まで引受会社のシェアが決まっていない。
 - ・ 事前に投資家の予約を取ることが非常に難しい。
 - ・ 予約については、非常に入れづらい。また、ロットの確保も難しい。
 - ・ 発行条件については、環境がいいときには上記の 3 つの方式よりも発行条件がよくなるが、環境が悪くなると条件が悪化する。
- ・ 年限別の条件決定方式の選択については、下記の通りまとめられる。

5 年債、10 年債

- ・ シ団方式か幹事方式が適している。
- ・ ただし、予定外に発行されるケースや、少しマーケットが不安定になってきたというケースで、妥当な条件を見つけるために主幹事方式を採用することも考えとしてはある。

超長期

- ・ ほぼ例外なく主幹事方式を採用。
- ・ 超長期債は投資家数が限定されており、また、銀行団からすると投資家に販売せず超長期で持つという事はあまりないので、固定的なシ団方式、あるいは幹事方式は適さない。

3 年債等

- ・ 主幹事方式が適している。
- ・ 5 年債、10 年債と比べると投資家層が狭く限定的であり、常に安定的な引受、安定的な販売ということよりも、スポット的にニーズのある投資家に向けて発

行していくということが中心になるため。

メンバーからのコメント

発行年限について

- ・ 償還の観点では、償還の平準化ということが要点になる。3年後に来る償還のところをみるとまだ山が積み上がっていないので3年債を選択するというような考え方ができる。
- ・ また、投資家層を広げるという観点では、5年債や10年債ではなかなかニーズがないが、もっと短いところであればニーズがあるということで3年債を検討するというケースもある。

条件決定方式について

- ・ 他団体では、昨年まで10年債等の主要年限では幹事方式を採用していたが、本年度から全部主幹事方式を採用。より投資家との対話を進めるため。
- ・ 銀行としては、5年債、10年債については現行の通りでいいと思う。
- ・ 基本的には、5年債、10年債については現状のやり方が発行体にとってはいいのではないか。証券会社としては、主幹事方式が増えることはありがたく、経済環境によっては5年債、10年債でも主幹事方式を採用するということがあってもいいと思う。

(4) セカンダリーの評価向上策の考え方について

事務局からの説明

- ・ 川崎市のスプレッドが他の団体の同じ年限で比べるとワイドになっているところも見受けられるので、その対応策について議論を行う。

担当メンバーからの説明

- ・ セカンダリースプレッドがワイドになるのは、川崎市単独の問題ではなくて、マーケット全体のセミマクロ的な要因による。
- ・ 実際、マーケットの状況を見ると、本年度は、当初かなり需給が不安定ではないかという懸念があったが、実際には供給量を上回る需要がマーケットで確認され、結果、セカンダリーでは需給がやや緩み始めてきており、それがプライスに反映されている。
- ・ 対応策としては、まずは確実に財政基盤を堅固にしていくことが重要となる。
- ・ セカンダリーの評価向上には、「流動性の向上」、「発行頻度・起債頻度」、「IR」、「起債運営」という観点が必要。
「流動性の向上」については、発行体としてある程度の発行ロットが必要になるということが求められる。その点、今の川崎市は問題ない水準と思う。
「発行頻度・起債頻度」については、計画を立てやすくしたいという投資家のニーズに対して、ある程度ベンチマーク的に年間計画を前もって公表するような形で定期的に起債するという工夫が求められる。
「IR」については、下記のことが求められる。

- ・ 超長期債であればコアの投資家に限定されているので、個別訪問で一個一個あたっていくということが効果的。
- ・ 幅広く効率的に投資家層を広げていくということを考えれば、セミナー形式を継続して行っていくことも必要。
- ・ メールを活用して機動的に IR ニュース等を配信していくことも重要。
- ・ 「起債運営」については、市場との対話が発行条件の決定につながるということがポイント。入札方式の場合、超長期債のような公募債ではマーケットの実勢から乖離してしまうリスクがあり、需要を 1 つずつ積み上げていく主幹事方式でマーケットとの対話を図っていく努力が求められる。

他メンバーからのコメント

- ・ 起債頻度がやはり重要。また、具体的なロットについては、他団体で 200 億円とするとところもあり、川崎市としても 100 億円程度は必要ではないか。
- ・ マーケットから評価を得るには妙案はあまりなく、本質的な財政状況が重要となる。
- ・ リスク管理のための恒常的、定期的な IR が必要。何かスポットでヘッドラインリスクが出た場合、ホームページや新聞を通じて、もしくは個別訪問で、最初にしっかり不慮の事態に対処していくことが重要。

(5) 買入消却について

川崎市からの説明

- ・ 公債費の負担の平準化策の 1 つとして考えられる買入消却について議論を行う。

担当メンバーからの説明

- ・ 買入消却の選定基準としては、基本的にはアンダーパーの 100 円以下が買入価格となってくる。
- ・ 一方で、100 円以下となると、持っている投資家からすれば発行価格を下回った状況のため、全員が全員すぐその場で動けるかという懸念がある。
- ・ 買入消却をするに際して年間どの程度の金額が最適かということ、市場環境ないしは金利水準というところによっても変わってくるが、100 億円程度が目線として見えてくる。
- ・ まとまったロットでの購入となると適正な価格形成に対して影響がある。買入価格を設定する上である程度スプレッドを設定することになるが、水準によっては市場に対してどれくらい影響があるかということ踏まえながら、レベルの設定、金額の設定というところを工夫していく必要がある。
- ・ 買入の方法については、透明性確保という観点から入札方法が 1 つ考えられる。
- ・ 銘柄の指定については、残存年限で縛るのか、クーポンで縛るのか、どういう形で枠組みを作るのかが必要。そして、ある程度銘柄を絞った中で、こういった水準で買入消却をするのかを検討していく。
- ・ 買入消却の事例としては、金利が高い時期に発行した高クーポンの債券を消却したという電力会社のケースがあげられる。

- ・ また、コスト負担を下げる目的で年度の初めに対象銘柄を選定し、買入消却を行うということをシ団が公表した上で進めたケースもある。
- ・ しかし、投資家側もオーバーパーククーポンの債券をどんどん売却できるかという限界がある。

他メンバーからのコメント

- ・ 株式の買入消却であれば、1 つにはその発行会社のその時点で付いている株価が不当に安くなっているということへの対応という意味合いがある。債券も同様に、マーケットで付いている値段が本来あるべき水準じゃないということで発行体が買入消却をするということになれば、それによって投資家も見方を変える。
- ・ マーケットから買ってくるというのはなかなか難しい。発行体としては、過去に出したクーポンの高いものを買入消却して将来的な金利コストを削減するという思惑があるが、投資家からすると、将来にわたって安定的に高い利回りを生む債券を売りたいくないという思惑の不一致がある。投資家が売却するメリットには経済合理性が働く。
- ・ ただし、何年かに1度というような形でマーケットの要因でワイドになっているときに、実態にそぐわない状況に対して発行体が買入消却しようというアクションは、マーケットにとってはプラス。
- ・ 発行管理という観点では、将来的な償還の山があまり集中しないように償還の平準化を図る必要がある。手法として市場の実勢で買っていくことについてはあまり事例がないため、こうしたアドバイザー・コミッティの場で意見交換しながら情報共有していく必要がある。

3 閉会

事務局より次回は9月13日（月）に開催予定との報告があった。

以 上