

平成 28 年 6 月 20 日現在

機関番号：32689

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780078

研究課題名(和文) 地方債の市場法的研究 情報に係る法制度を中心に

研究課題名(英文) Regulation of Disclosure on Municipal Securities

研究代表者

若林 泰伸(Wakabayashi, Yasunobu)

早稲田大学・法学学術院・教授

研究者番号：80329060

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,700,000 円

研究成果の概要(和文)：地方債証券の情報開示規制が適用除外されている理由には、地方債証券の安全性や他の法律による情報開示の存在があげられるが、前者は国・地方公共団体の債務残高がきわめて多額に上っている現在、その根拠は相当に揺らいでおり、後者も、情報開示規制の目的が資本市場法による情報開示規制と異なるほか、地方債証券についての情報開示が任意の情報提供によって行われている現状があり、資本市場法制の観点から十分な法制度が整備されているか疑問がないわけではない。今後、発行される地方債証券の多様化や地方債証券を取得する投資家層の拡大を図るのであれば、資本市場法制としての情報開示規制を充実させる必要がある。

研究成果の概要(英文)：There are two reasons why the regulation of disclosure on municipal securities is excluded in the Financial Instruments and Exchange Act. One is the safety of municipal securities in Japan and another is the other legal regulation of disclosure on municipal securities. However, the former is basically questioned by the huge amount of debts that Japanese government and Japanese municipalities have, and the latter is not fully justified because of the different purposes among those statutes. In the future, Japanese municipalities may issue various kinds of municipal securities not only to institutional investors, but also to public investors, then disclosure regulation as capital markets regulation may be necessary to ensure the market integrity.

研究分野：資本市場法

キーワード：地方債証券 金融商品取引法 情報開示規制 証券発行 アメリカ連邦証券法 詐欺防止

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 国および地方公共団体の債務残高は周知のとおり巨額に上っているが、その資金調達手段として用いられているのは、国債および地方債であり、これらは有価証券化されて、多額の国債証券および地方債証券が発行されている。

(2) 国債証券や地方債証券といった公共債に係る有価証券については、金融商品取引法を中心とする資本市場法制が適用される。しかしながら、こうした公共債に係る有価証券については、金融商品取引法(金商法)上、情報開示規制が適用除外とされている。このため、公共債に係る有価証券についての市場法的研究はきわめて少ないのが現状である。

## 2. 研究の目的

(1) わが国において現在金融市場における最も大きなリスクの1つは、公共債に係る有価証券に関するリスクであると考えられる。しかしながら、上記のように、公共債に係る有価証券についての市場法的研究はほとんどない状況にあるため、この分野の研究を進めることが喫緊の課題であると考えられる。

(2) 本研究は、公共債に係る有価証券についての市場法的研究のうち、地方債証券に関する部分を取り上げた。この理由の1つは、地方債証券については、従前の研究成果がより多く、比較的取り組みやすい問題を含んでいるためである。すなわち、財政学・行政法学者や財政学・経済学の研究者による研究が見られること、実務家による研究が多くみられるところである。もっとも、これらの研究は、わが国の金融商品取引法の観点からの問題意識が必ずしも十分でないなど、資本市場法に関する包括的・基礎的研究としては十分とは言えないうらみがあり、本研究はその部分を追加しようとするものである。

(3) 本研究では、地方債証券に関する市場法的規制のうち、特に情報開示規制に絞って研究を進めることとした。これは、金融商品取引法上、公共債に係る有価証券について情報開示規制が適用除外されていることの根拠について、従来から疑問を持ってきたところであり、中でも地方債証券の情報開示規制の適用除外の根拠が本当に今日においても妥当するのかを検証する必要があると考えたためである。

## 3. 研究の方法

(1) 本研究では、第一に、地方債証券の情報開示規制が適用除外とされている根拠の妥当性を検証するために、従来の金商法学説の検討から始めることとした。

(2) その上で、地方債証券の安全性を検証するためには、地方財政制度を検討することが必要になるため、その法的な枠組みを検討することとし、特に地方財政法および地方公共団体の財政の健全化に関する法律(健全化法)を中心に研究を行った。

(3) さらに、従来の金商法学説には、金商法以外の他の法律によって地方債証券についての情報開示がなされていることを根拠とするものがあつたため、金商法以外の地方自治法等による情報開示制度を検討対象として、金商法上の情報開示制度との違いを検討した。

(4) 日本の金商法における情報開示規制は、アメリカの連邦証券諸法を母法としていることから、アメリカの連邦証券諸法における地方債証券についての情報開示規制についても研究をすることで、日本法との比較法的考察を行うこととした。

## 4. 研究成果

(1) 第一に、地方債証券の情報開示規制の適用除外の根拠について、従来の金商法学説には、大別して、地方債証券の安全性を理由とするものと、金商法以外の法律によって情報開示が行われていることを理由とするものがある。

については、さらに元本が保証されていることを理由とするもの、発行者(またはその発行する有価証券)の信用度が高いことを理由とするもの、および地方債証券については債務不履行が(ほとんど)ないことを理由とするものに分かれる。もっとも、これらの理由づけは、必ずしも説得的なものとは言い難い。地方債証券は元本保証があるわけではないし(「暗黙の元本保証」があるとは言われている)、発行者ないしその発行する有価証券の信用度が高いことが情報開示をしない理由にはならない。また、国または地方公共団体のような公的団体が債務不履行をした例は相当数に上っており、近時の国および地方公共団体の債務残高が多額に上っている状況に鑑みれば、債務不履行が(ほとんど)ないとは言えないような状況になりつつある。さらに、法規制の存在により安全性が高いことを理由とするものがあるが、当該法規制の意義・実効性等の見地から検証してみる必要があると考えられる。

については、金商法以外の法律によって十分に情報開示が行われており、投資者保護上問題がないことを理由とするものであるが、他の法律で金商法と同様の情報開示がなされる枠組みが存在しているのか、またそうした法制度に基づいて実際に適切な情報開示が行われているかを検証する必要があると考えられる。

(2) 地方公共団体の歳出は、地方債以外の歳入をもってその財源としなければなら

ないとする地方財政法5条は、その但書において地方債を財源とすることができる場合について定める。また、地方財政法の他の条文（臨時財政対策債、減収補填債、退職手当債、第三セクター等改革推進債）や各種の法律（辺地に係る公共的施設の総合的整備のための財政上の特別措置に関する法律、市町村の合併の特例に関する法律、健全化法）に基づいて地方公共団体が起債をすることが認められている。以上のように、法制度上は地方公共団体が地方債を起債することができる場合は限定されているものの、地方債残高は平成25年度末時点で145兆円を超えており、このような法的枠組みだけでは、地方債証券の安全性が確保されていることには必ずしもならない。

この点、総務省は、地方債の安全性を説明する際に、地方債の元利償還に関する財源の確保、早期是正措置としての起債許可制度、健全化法の施行の3つをあげて、地方債の元利金は確実に償還されると指摘している。この点、については、地方公共団体の課税権による収収確保や地方債の元利償還に必要な財源を国が保障していることが指摘されるが、国の財政状態自体に相当のリスクがある状況を考慮する必要がある。については、赤字団体への起債制限は直接的に安全性を確保する手段ではないなどの指摘がある。については、健全化法による財政指標の公表による情報開示の徹底、財政健全化や財政再生の制度を理由として、地方債の安全性が説明される。健全化法のスキームにより地方債証券の安全性はより高まったと言えるが、この点の分析は今後の課題である。

（3）次に、地方債証券の情報開示規制の適用除外については、金商法以外の法律により、地方公共団体が投資者保護の観点から情報開示を行っていることを理由とするものがある。この点、地方自治法には議会における予算・決算に関する情報の開示と住民への公表について定めた規定があり、健全化法にも健全化判断比率や財政健全化計画・財政再生計画の公表などについて定めた規定がある。また、行政機関の保有する情報の公開に関する法律には、地方公共団体の情報公開についての努力義務が規定されている。このように、地方公共団体の情報開示に関する法制度には様々なものがあるが、金商法におけるように、投資者に対する投資判断資料を提供するものとは必ずしも言えず、重要な情報が網羅的に比較可能な形で適時に開示される制度的枠組みがあるとは言えない。

また、市場公募地方債の発行の際には、いわゆるIRにより情報提供が行われているが、任意のものに過ぎず、また有価証券の発行段階のみならず流通段階の情報開示であるわけではなく、適時に正確な情報が提供される保障があるというわけでもない

し、不実開示の場合の救済の点でも、金商法の法制度とは異なっている。

したがって、金商法の情報開示制度の観点から検討すれば、金商法以外の法律に基づく情報開示制度が十分に存在しているわけではなく、金商法上の情報開示規制に適合する地方債証券の情報開示・情報提供がいかなるべきかを検討していく必要があるように思われる。

以上の研究成果については、下記の論文において公表した。

（4）アメリカ連邦証券諸法における地方債証券（municipal securities）の情報開示規制については、未だ十分な研究成果が得られているとは言い難い。

周知のとおり、アメリカは連邦制の国家であり、州とその下部組織の地方政府のほか、特別区などが地方債証券の発行主体となっており、多数の発行者が存在しているだけでなく、税金・手数料等の歳入を裏づけとして発行される債券である一般財源保証債の発行に対する州法等の法的制約が存在していることから、レベニュー債（元利金の返済に係る債務負担を発行主体が負うものではなく、起債によって調達した資金が投入された事業や施設等からの収入のみが元利金の償還財源になる債券）の発行が盛んであり、投資家が地方債証券についての投資判断を行うためには、正確かつ比較可能な開示情報に基づいて投資判断を行う必要があることから、証券規制としての情報開示規制が必要な状況にある。

もっとも、証券の発行開示について規制するアメリカの1933年連邦証券法（Securities Act of 1933）は、地方債証券を適用除外証券としているため（3条（a）（2））、地方債証券の情報開示規制は、1989年に制定された1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）に基づく連邦証券取引委員会（Securities and Exchange Commission（SEC））の規則15c2-12によって行われており、地方債証券の引受証券業者を通じた間接的な規制となっている。これは、アメリカ法が連邦法において証券規制を行っているために、州に対して直接的な情報開示規制を課するのが難しかったというアメリカ法固有の事情によるものと思われる。

SEC規則15c2-12は、一定規模の地方債証券の募集について、参加引受人に募集書面の受領・審査を義務付け、参加引受人に対して、投資家に対する募集書面の交付を義務付けることで、投資者に対する情報開示を義務付けるものである。地方債証券の情報は、地方債証券規則制定理事会（Municipal Securities Rulemaking Board（MSRB））が提供する地方債証券市場電子アクセスシステム（Electronic Municipal Market Access（EMMA））に集

約されており、そこでの情報開示を確保するためには発行主体から情報の提供を受ける必要があるため、参加引受人には発行者との間で契約を結ぶことが義務付けられる。また、発行開示だけでなく、継続開示についても実施する必要があるため、証券の売買を推奨する際には、重要事実についての通知を迅速に受け取ることを可能とする手続を整備することが義務付けられている。さらに、開示されるべき情報の内容についても詳細な規制が定められている。

このように、アメリカでは証券業者に対する規制を通じた地方債証券の情報開示規制が実施されている点に重要な特徴があるが、日本において仮にアメリカのように地方債証券の発行主体が多様化し、地方債証券の投資主体として一般投資家が多数参入し、あるいはレベニュー債のように従来の地方債証券のような信用度が必ずしも高くない証券を発行するようになれば、証券規制として情報開示規制を導入する必要性が高まるものと思われる。その場合には、アメリカ法におけるように間接的な規制とする必要は必ずしもなく、地方公共団体等に対して直接情報開示規制を課すことが考えられる。

なお、アメリカ法の研究としては、SEC規則 15c2-12 による情報開示規制が成立するまでは、詐欺防止規制が地方債証券の不実表示について重要な法規制であったと考えられるため、この点の解明が、現在の日本法の状況を踏まえると重要な研究課題である。

こうした点も含めた、地方債証券の情報開示規制についての具体的な制度設計等については、今後の課題である。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔図書〕(計 1 件)

若林泰伸「地方債証券の情報開示規制の適用除外」正井章彦先生古稀祝賀『企業法の現代的課題』(成文堂、2015) 575-591 頁

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

若林 泰伸 (WAKABAYASHI, Yasunobu)

早稲田大学・法学学術院・教授

研究者番号: 80329060

### (2)研究分担者 なし

### (3)連携研究者 なし