

氏名	江夏 あかね		
学位の種類	博士（経済学）		
学位記番号	博経済甲第84号		
学位授与年月日	平成25年3月25日		
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当		
学位論文題目	地方債制度と地方債格付けに関する研究 －地方債市場の持続可能性を中心に－		
論文審査委員	委員長	教授	箕輪 徳二
	委員	教授	相澤 幸悦
	委員	教授	後藤 和子
	委員	准教授	丸茂 幸平

論文の内容の要旨

本論文の地方債制度と地方債格付けに関する問題意識は、次のようである。2011年度末の地方債発行残高（民間等資金分）は、約91兆円となっており、2001年度末の規模と比べると約1.6倍に拡大している。日本の地方債市場（民間等資金のうち、証券形式）の規模は約68兆円と、国内一般債市場の約3割を占めている。

地方債市場の拡大傾向は今後も続くと見込まれる。確かに、地方債務の規模は大きいものの、地方公共団体の財政状況は緩やかな改善状況にある。しかしながら、地方公共団体は複数の課題を抱えている。その主なものとして、日本の地方財政を大きく下支えている国家財政の悪化が進んでいることが挙げられる。さらに、税収が大幅に伸びることを当面期待するのが困難と想定され、国・地方の財政のさらなる効率化が不可欠な状況下、現行の地方財政制度にはソフトな予算制約の問題が存在している。ソフトな予算制約とは、中央政府による財政支援が地方公共団体の財政運営の効率化へのインセンティブを失わせる可能性を指す。特に、交付税措置を通じた財政錯覚を含めて、現行の地方交付税制度が地方公共団体による財政規律を必ずしも確保する仕組みになっているとは必ずしも言い切れない。一方、社会インフラの更新需要が本格的に到来する時期を控えているものの、現行の地方財政制度・地方公会計制度では社会インフラの更新需要を含めて将来負担を正確に把握するのは不可能に近い状況にある。

これらの背景を踏まえ、今後の地方財政や地方債市場の持続可能性を勘案する際、地方公共団体が資金調達を含めて、財政の自立化・自律化を意識して財政運営を行えるか否かに因ると考えられる。特に、地方債の観点からは、地方公共団体が情報開示やインベスター・リレーションズ（IR）を通じて金融市場と向き合い、格付け等の市場インフラも活用しながら、資金調達の安定性を維持していく必要がある。

日本の地方債市場はこれまで、地方財政制度の向上、格付けを始めとした金融インフラの拡充や投資家層の拡大などに下支えされ、順調に拡大・発展してきた。とりわけ、地方債格付けに関しても、1990年代後半からその概念が日本の地方債市場にも浸透し始め、2008年度頃まで市場公募地方債発行団体を中心に依頼格付けの取得が進んでいる。

近年、低金利環境、民間セクターへの貸出需要の低迷などを背景に、地方公共団体の資金調達環境は良好かつ安定的に推移している。このような状況下、2009年度頃からは、地方公共団体による依頼格付けの取得は限定的にとどまっている。地方公共団体にとって地方債格付けは金融市場と向き合う手段の一つと考えられるが、将来的に日本の地方公共団体にとっての地方債格付けの重要性がどのように変化するかは注目されるところである。

こうした問題意識のもと、地方債格付けについての先行研究は、財政・ファイナンス双方からアプローチしているものは皆無で、特定部分に限って論述しているものがほとんどである。このため、本論文では、地方債格付けをはじめとした日本の地方債市場の発展の過程を包括的な視点から明らかにするとともに、その背景などを歴史的・国際的比較などによる分析的手法により論述している。

本研究の目的は、(1) 日本の地方財政の持続的発展を可能とするために、国・地方の財政が磐石でない状況において、自立した地方財政の確立のために市場公募地方債の発行を迫られるなか、資本市場との対話のインフラストラクチャーである地方債格付けが、将来のどのような財政状況の時に、必要となるか、または必要でないのか、(2) 格付けが必要となるのであれば、どの程度の財政規模の地方公共団体に必要となるのか、さらに、格付けを補完できるものはあるのだろうか、といった点を中心に解明する。

このため、本研究の方法は、地方公共団体の財政状況をマクロ的に把握し、地方財政及び地方債市場の財政の持続可能性を確保する上で、地方公共団体が抱える課題及び限界を明らかにする。そして、地方債制度とその債務履行の現状を論じたうえで、地方債格付けを含めて日本の地方債市場の発展を下支えした要因を、ファイナンス及び地方財政の視点から歴史的に検証する。さらに、米国の地方債市場と地方債格付けの状況を日本の状況と比較分析する。これは、(1) 地方債市場の規模の大きさ、(2) 地方債格付けに関する長い歴史、(3) 従来から連邦政府の財政的関与が限定的で、地方公共団体が財政の自立を余儀なくされてきた米国の状況を明らかにすることは一定の意義を有すると考えられるからである。

本論文の目次を示すと次のとおりである。

はじめに

- 1 問題の所在
- 2 研究の目的

- 3 論文の構成
- 4 先行研究と本研究の位置付け
 - (1) 2005年以前の議論
 - (2) 2006年以降の議論
 - (3) 本研究で解明すべきこと及び解明方法

第1章 日本の地方公共団体が抱える課題

- 1 地方公共団体の財政の現状
 - (1) 日本の地方財政が抱える債務残高
 - (2) 緩やかな改善傾向にある近年の地方公共団体の財政状況
 - 2 地方公共団体が抱える3つの課題
 - (1) 国家財政の悪化
 - (2) 予算制約のソフト化の問題
 - (3) 地方公会計制度で捉えられない将来負担と社会インフラの更新需要の到来
- 小括

第2章 地方債制度とその債務履行の現状

- 1 地方債の定義とその特徴
 - (1) 地方債の定義
 - (2) 地方債の特徴
- 2 地方債の資金と形態
 - (1) 地方債の資金
 - (2) 地方債の形態
- 3 地方債市場の規模
- 4 地方債の保有状況
- 5 地方債の債務履行に関する仕組み

(1) 地方債の債務履行の確実性を下支えする3つの仕組み

(2) 地方債の「暗黙の保証」をめぐる議論

6 地方債のクレジット・スプレッド

(1) 地方債のクレジット・スプレッドの構成要素

(2) 地方債のクレジット・スプレッドの銘柄間格差

小括

第3章 日本における格付けの導入と格付けの現状

1 格付けの定義及びその種類

(1) 格付けの定義

(2) 依頼格付けと非依頼格付け

2 格付けの歴史

(1) 米国において始まった格付けの歴史

(2) 日本における格付けの歴史

3 格付けの意義・役割と日本における課題

(1) 格付けの意義・役割

(2) 日本の金融市場における格付けをめぐる課題

小括

第4章 日本における地方債格付けの意義とその通史

1 地方債格付けの定義と日本の地方債に格付け等が必要とされる背景

(1) 地方債格付けの定義

(2) 日本の地方債に信用力分析や格付けが必要とされる背景

2 日本における地方債格付けの現状と各格付会社による格付けの実態

(1) 日本における地方債格付け取得の現状

(2) 地方公共団体にとっての格付け取得の効用と問題

- (3) 地方債格付けの手法と格付水準
- 3 日本における地方債格付けの展開
 - (1) 1990年代後半～財政投融资改革前まで
 - (2) 財政投融资改革～2005年まで
 - (3) 2006年～金融危機前まで
 - (4) 金融危機～2012年9月末まで

小括

第5章 米国の地方債市場及び格付けの発展

- 1 米国の地方債市場及び地方債格付けを日本と比較する意義
- 2 米国における地方債市場の規模と発行体
 - (1) 米国における地方債市場の規模
 - (2) 米国地方債の発行体
- 3 米国の地方債の種類
- 4 米国の地方債の税制
- 5 米国の地方債における起債に関する仕組み
 - (1) 日本と異なり国の関与がない米国における起債の仕組み
 - (2) 起債制限に関する仕組みの発展と各州の枠組み
 - (3) 起債プロセスの円滑化と地方債市場における信認の確保
- 6 連邦破産法第9章と地方債のデフォルト
 - (1) 破産法の規定が存在する米国の地方公共団体
 - (2) 米国地方債に関するデフォルト時の回収率
- 7 米国における地方債の金利構造
- 8 米国における地方債の格付けの状況
 - (1) 米国における地方債格付けの取得状況
 - (2) 米国地方債の格付手法

(3) 米国の地方公共団体が格付けを取得する要因

9 米国における地方債格付けの展開

(1) 1820年代～19世紀末まで

(2) 20世紀初頭～1960年代まで

(3) 1970年代～金融危機前まで

(4) 金融危機～2012年9月末まで

小括

おわりに：日本の地方債市場の持続可能性のための「格付け」の重要性

本論文の主な内容は次のとおりである。

第1章では、地方債市場の持続可能性を検討すべく、地方財政を大きく下支えしている国の財政状況を踏まえて、今後も同水準の国からの財政移転が可能か否かを分析するほか、ソフトな予算制約の問題及び今後本格的な到来が予定される社会インフラの更新需要や現在の公会計制度の限界を論証する。

第2章では、地方債制度を償還確実性も含めて論考した上で、地方債のクレジット・スプレッドの状況を分析する。

第3章では、格付けの定義を整理したうえで、日本において格付けが金融市場においてどのように発展してきたかを歴史的に検証し、その意義及び役割を解明する。

第4章では、日本における地方債格付けの実態を把握すべく、財政面・金融面を通じて、どのように地方債格付けが導入され、発展してきているかを分析解明する。

第5章では、米国と日本の地方財政・地方債制度とを比較検証し、日本の地方債市場の持続可能性を維持すべく必要な要素を検討する。

第6章では、日本の地方債市場の持続可能性のために、金融市場と向き合うためのインフラストラクチャーである「格付け」の重要性を論ずる。

以上の論理展開から、本論文で解明することを目的とした次の2つの疑問、(1) 日本の地方財政の持続的発展を可能とするために、国・地方の財政が磐石でない状況において、自立した地方財政の確立のために市場公募地方債の発行を迫られるなか、資本市場との対話のインフラストラクチャーである地方債格付けが、将来のどのような財政状況の時に、必要となるか、または必要でないのか、(2) 格付けが必要となるのであれば、どの程度の財政規模の地方公共団体に必要となるのか、さらに、格付けを補完できるものはあるのだろうか、を中心に、本研究で得られた考えを次のように論述する。

まず、解明すべき1点目について、日本の地方債市場は、地方財政制度の進化や金融インフラ等の整備が寄与し、これまで順調に発展してきた。しかし、本論文を通じて、

日本の地方公共団体の財政状況や、それが抱えている3つの課題（国家財政の悪化、予算制約のソフト化の問題、地方公会計制度で捉えられない将来負担と社会インフラの更新需要の到来）を踏まえると、必ずしも地方債市場の安定性が中・長期に渡って確保できないと考えられることを述べる。

確かに、昨今の金融危機を経ても、質への逃避の概念等の下、国債金利や地方債のクレジット・スプレッドは低下し、極めて良好な資金調達環境となっている。そして、地方公共団体による依頼格付けの取得は2009年度以降限定的な状況となっている。仮に、日本が将来に渡って大きく経済成長し、国税・地方税が大幅に増加するようなシナリオが顕在化すれば、地方債市場の持続可能性を維持するのは比較的容易である。しかしながら、経済状況が停滞する状況が続くと見込まれる中、税収が大きく伸びることはあまり期待できないと言える。そのため、将来の地方債市場の持続可能性に鑑みると、財政運営の舵取りはより重要になるほか、地方財政の自立化・自律化は引き続き見据えるべきと主張する。

地方財政の自立化・自律化の見据え方をめぐり、日本の地方公共団体に関しては、連邦制国家の下で当初から市場化を余儀なくされた米国とは異なり、地方債の市場公募化が大きく進展したのが、地方分権の進展をみたほぼ21世紀に入ってからである。加えて、金融商品取引法（及び以前の証券取引法）において地方債証券は開示免除とされてきた経緯もあるが、市場と向き合う努力は、格付取得も含めて市場公募化の進展とともに見られるようになった。しかし、地方公共団体にとって、地方税の大幅な伸びや地方交付税や国庫補助金といった依存財源も大きく期待をすることが困難な状況下、地方債はさらに重要な歳入項目としての位置付けを有している。このような状況下、投資家は住民や議会とともに、地方公共団体にとって重要なステークホルダーになっていることは言うまでもない。

投資家は、地方債市場を介して、地方公共団体のステークホルダーとなる中、金融市場で格付けを活用している。格付けは、金融市場で情報の非対称性の解消に寄与するほか、投資家のための投資情報としての機能を果たす。一方、発行体にとっては、格付けが資本市場へのパスポートとしての役割を果たすのみならず、財政規律の一助となる場合もありうる。さらに、現在の地方財政制度の進展の方向性が、公会計整備等を通じて財政の透明化を図るとともに、財政状況の良好な団体には地方分権に伴いさらに財政運営に対する裁量を与える一方、財政状況が厳しい団体に対しては確実な財政健全化・財政再生に努めさせるという内容になっている。そのような中、地方公共団体が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1つの手段として格付けが有効なツールになると考えられるとしている。

総務省は、現行制度の下において地方債のデフォルトの仕組みは存在しないとしている。加えて、地方公共団体財政健全化法の施行を通じて従来よりも地方公共団体が財政破綻に陥る前の歯止めが大きくなり、地方公共団体の財政健全化が促されている。さら

に、地方公共団体が国から良好な関与・支援を受ける中、地方債市場は長らく、「暗黙の保証」に下支えされ、事業債・金融債といった他の金融市場に比して良好な資金調達環境を維持してきた。しかしながら、国の財政悪化が加速する中、将来的に、国が地方公共団体に対して良好な関与・支援する「意思」があっても、その「能力」が低下する可能性は否めない。仮に、「能力」が低下した場合、「暗黙の保証」の効力が将来的に希薄化していく可能性がある。加えて、現在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中、地方公共団体の資金調達をめぐり、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言えない。

その意味では、説明すべき1点目に関して、国の財政悪化や社会インフラの更新需要の到来等といった課題を抱えており、税収が大きく伸びることを期待できない状況下では、地方公共団体が歳入源の1つである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と考えているのである。

説明すべき2点目の前半部分における、格付けが必要なのであればどの程度必要か、という点であるが、日本においては現在広く流通することを目指し発行されているのは、全国型市場公募地方債で、その発行団体は52団体（2012年度）である。これらの団体に関しては、地方債格付けが資本市場へのパスポートの役割を果たし、投資家層拡大への一助になる可能性は十分にあると言える。しかしながら、それ以外、とりわけ一般市町村に関しては、公的資金及び銀行等引受（証券及び証書）が資金調達手段になっているため、現在の資金調達コストを含めた費用対効果等を踏まえると、全国型市場公募地方債発行団体ほどは、地方債格付けの効用を得られない可能性があると考えられる。

なお、この点に関して、米国地方債市場においては、約107万銘柄のうち、85.0%に当たる約73万銘柄が格付けを取得している状況となっている。しかし、そもそも、米国においては、地方債の市場化が前提とされ、(1) 地方債の銘柄数が多いこと、(2) 地方債管理に関して連邦政府が関与しないこと、(3) 地方債の投資家層に家計及びファンドが約4分の3と大部分を占めていること、といった日本と異なる特徴を有している。そのため、日本において、地方債格付けに関しては、地方債市場の良好な資金調達環境や格付取得コスト及び費用対効果等を鑑みると、全国型市場公募地方債発行団体以外も含めて多くの団体が依頼に基づく格付けをすぐに取得する必要があるとは必ずしも言えないと考えられる。

しかし、発行体にとって資本市場へのパスポートとしての機能を担う格付けを補完することができるような情報開示やIRを行い、状況に応じて格付けを将来取得できるような体制を構築する必要性は現時点でも必要であるとみている。なぜなら、現状の地方公共団体の財政状況を鑑みると、財政状況の実態把握及びその開示、金融市場と向き合うスタンスといった、地方公共団体の財政運営・自立に係る不断の努力が不可欠と考えるからである。

この点が、説明すべき2点目の後半部分における、格付けを補完できるものはあるの

だろうか、という点につながる。仮に、格付けを取得しない場合においても、格付けを通じて投資家が得られる情報を、開示や IR といった手段を通じて補完し、地方債市場の透明性を一定程度確保することが可能かということが焦点になると言える。

この点を考察すべく、本論文において歴史及び国際比較の分析を実施した日本と米国の地方債市場及び格付けを再度振り返ってみたい。日本においては、1990 年代後半から本格的に格付けの歴史が開始され、2006 年～金融危機までをピークに依頼格付けが成長・拡大していった。しかし、その後の金融危機～2012 年 9 月末までには、2006 年～金融危機前に地方公共団体財政健全化法の制定、公会計改革の進展といった市場の安定性に寄与する施策が講じられたこともあり、地方債市場も比較的安定して推移する中、新規の依頼格付け取得団体が限定的に留まり、ある意味で停滞している状況となっている。

一方、米国地方債市場においては、自ら市場と資金調達に向きあうべく、格付けの取得、資金調達の多様化、といった地方公共団体による取組みが古くから進められてきた。さらに、1975 年 12 月のニューヨーク市のデフォルトといった事例を教訓として、連邦政府による間接的関与体制も構築されたほか、地方公共団体と地方債市場関連団体等が地方債市場の透明性向上に向けて複数の取組みが実施されてきた。金融危機下においては、米国地方債格付けのスケールにもメスが入れられ、格付け体系の単純化・透明化といった動きも見られた。

米国地方債市場における成長段階は、日本と当初は類似した進展が見られたが、現在に至る部分では、金融危機に伴う金利変動等の影響が比較的大きかったこともあり、格付けや情報開示等の質の向上といった施策が多面的かつ継続的に講じられている点が日本とは異なる点であると考えられるとしている。

日本においては、地方財政制度・地方債制度、投資家層が大きく異なることを背景に、短期的な将来に、金融危機下の米国のように地方債市場の安定性が失われるシナリオが顕在化する可能性はあまり高くないとみている。しかし、地方債をめぐる失敗事例を教訓に進化を遂げた米国から学ぶことができるのは、地方公共団体や地方債市場関係者による金融市場と向き合う努力であると言えよう。

日本の地方債市場が持続可能性を維持していくためには、地方公共団体によるさらなる財政健全化努力・財政規律の確保・発揮に加えて、情報開示や IR の拡充を含めて地方債市場と向き合うことが不可欠と考えられる。1 点目の財政規律に関しては、すでに地方公共団体財政健全化法をはじめとして地方財政制度に組み込まれているもの以外で、格付けが有効手段の 1 つになるが、唯一なものではない。例えば、本論文で触れたような財政健全化条例の制定とそれに基づく財政健全化指標の開示といった手段も、財政規律の確保に大きく寄与する可能性があるほか、格付けと同じく地方公共団体の財政規律をステークホルダーにアピールする一助になるとも考えられるとする。

すなわち、理論的には投資家が必要とする情報を地方公共団体が適切に把握し、情報

開示や IR に含めることを積み重ねていくことを通じて、地方債格付けのメリットを一定程度補完し、地方公共団体が実際に格付けを取得することを選択した場合も、比較的円滑に取得することがある程度可能になるとの見方をする。しかしながら、日本の地方公共団体の情報開示や IR の現状を踏まえると、地方債格付けを補完可能な水準にまで情報開示や IR の質を向上させるには時間を要する可能性があることは否めない。加えて、米国のケースでは、ニューヨーク市を含めた破綻事例が情報開示整備に向けた大きな契機となり、日本の場合は夕張市の財政破綻が同様に公会計制度の整備、地方財政制度の向上及び地方公共団体の財政健全化への意識の高まりをもたらした。しかし、米国の場合、地方公共団体による自助努力のみならず、地方債規則制定審議会（Municipal Security Rule Making Board、MSRB）や政府会計基準審議会（Government Accounting Standard Board、GASB）といった地方債市場に関連する団体も情報開示の質の向上に大きく寄与していることが明らかになっている。日本においても、現時点でも公会計制度改革が進展しているものの、場合によっては、国や地方債市場関連団体による地方公共団体のさらなる情報開示促進策が必要になるとも考えられる。その意味では、場合によっては、全国型市場公募地方債発行団体以外においても、地方債格付けを取得したほうが地方公共団体にとって情報開示及び IR のコスト、手間及び時間等を踏まえても、市場と向き合うという観点から有意な選択になることもあると主張する。

つまり、解明すべき 2 点目に関して、当面において地方債格付けに関して大きな効用を得られるのは全国型市場公募地方債発行団体と考えられる。しかしながら、中長期的な見地からは、理論的に情報開示や IR の質の向上を通じて地方債格付けの特長を一定程度補完することは可能であるが、日本の地方公共団体の情報開示や IR の現状を踏まえると、地方債格付けを補完可能な水準にまで情報開示や IR の質を向上させるには時間を要する可能性があることは否めないのである。全国型市場公募地方債発行団体以外においても、情報開示及び IR のコストや手間や地方債市場の環境によっては、金融市場と向き合うという意味で地方債格付けの意義がより認識されるとしている。

論文審査の結果の要旨

本論文は、地方債の市場消化の円滑化を通じ、日本の地方財政の持続可能性のために、格付けが有用であるか否かを、歴史的に検討する方法及び、米国のそれとの比較する方法の 2 つにより論究している。本論文は地方財政が持続的可能性であるためには、地方債による資金調達を含めて、財政の自立化・自律化を意識しながら財政運営を行えるか否かが重要であることを指摘している。このため、地方公共団体が、情報開示や IR を通じて金融市場と向き合い、格付け等の市場インフラも活用しながら、資金調達の安定性を維持していく必要があるとの問題意識の下で、地方債制度と地方債格付けに焦点

を当てて論究している。

本研究の目的は、(1) 地方債格付けが、将来どのような財政状況の時に、必要となるか、また必要でないのか、(2) 格付けが必要となるのであれば、どの程度の財政規模の地方公共団体に必要となるのか、(3) 格付けを補完できるものはあるのだろうか、といった点を中心に解明することであった。

本論文の新知見としては、日本の地方債市場は、地方財政制度の充実等にも下支えされ、順調に発展を遂げていったものの、地方公共団体は複数の課題を抱えており、必ずしもこれまでと同様な地方債市場の安定性を享受できない可能性があることを指摘した点が挙げられる。さらに、地方公共団体にとって地方債が一層重要な歳入財源となることが想定されるなか、地方公共団体が情報開示・IR とともに地方債格付けを通じて地方債市場と向き合う不断の努力を続けることが、地方債市場の持続可能性の観点から、今まで以上に重要になることを論証解明したことも挙げることができる。

この分野の先行研究は、これまで地方債や格付けに関して、財政とファイナンスの双方からアプローチしているものは皆無で、特定部分に限って論述しているものがほとんどである。このため、本論文の方法論的独創性は、地方債格付けをはじめとした日本の地方債市場の発展の過程を包括的な視点から明らかにするとともに、その背景などを歴史的・国際的比較などによる分析的手法により論究したことにある。

歴史的分析の観点からは、日本に関しては地方債格付けが地方債市場に根付き始めた1990年代後半から2012年まで詳細に分析を進め、先行研究を批判的に考究し、最近の状況まで含めて論究していることから、本論文の貢献は大きい。さらに、この分野のオリジナリティは、日本における地方債格付けの史的展開を分析するに当たり、複数のモデルを検討する中で、ベンチャービジネスにおける成長段階を応用して、4つの時期に分類し、考察を行い、日本の地方債格付の生成・成長・発展を体系的に分析提示したことにも見出せる。

国際的比較の観点からは、日本と米国の地方債制度及び地方債格付けに対して詳細に比較を行っている。具体的には、(1) 地方債市場の規模の大きさ、(2) 地方債格付けに関する歴史の長さ、(3) 米国では従来から連邦政府の財政的関与が限定的で、地方公共団体が財政面での自立を余儀なくされてきた点、を考察し、地方債制度及び地方債格付けについて日本とともに米国の状況を明らかにしたことは、一定の意義を有する。先行研究においては、各国の地方債制度や地方債格付けを分析しているものは存在しているものの、日本と米国の地方債に関してこうした観点から詳細に分析しているものは皆無であり、オリジナリティという点で、アカデミズムへ一定の貢献をしたと考えられる。

本論文の意義は、(1) 日本の地方財政・地方債制度及び格付けの発展の経緯の詳細な分析、(2) 地方債市場が大きく、また地方債格付けが広く浸透している米国との国際比較分析、(3) 地方債市場の持続可能性を担保する要素に対するファイナンス、公会計、財政といった多面的なアプローチを通じた論考、といった先行研究においてはほとんど

みられない独自の方法を用いて、地方債格付けの必要性の解明を試みたという点で、オリジナリティの確保及びアカデミズムへの一定の貢献をしたことである。

ただし、本論文にもいくつかの疑問がある。その1つは、地方公共団体の財政運営の持続的可能性として、PFI（Private Finance Initiative）等の利用について、格付けとの関係で、どの程度利用できるのか。その2つは、ソフトな予算制約の問題を解決するために格付けはどのように利用可能なのかの考察も欲しかった。

しかし、こうした疑問は、本論文の内容をいささかも低下させるものではない。

以上により、本審査委員会は、本論文を博士（経済学）の学位を授与するに相応しいと判定した。