

**ESRI Discussion Paper Series No.155**

地方債と地方財政規律  
- 諸外国の教訓 -

by  
土居丈朗、林伴子、鈴木伸幸

September 2005



内閣府経済社会総合研究所  
Economic and Social Research Institute  
Cabinet Office  
Tokyo, Japan

ESRIディスカッション・ペーパー・シリーズは、内閣府経済社会総合研究所の研究者および外部研究者によって行われた研究成果をとりまとめたものです。学界、研究機関等の関係する方々から幅広くコメントを頂き、今後の研究に役立てることを意図して発表しております。

論文は、すべて研究者個人の責任で執筆されており、内閣府経済社会総合研究所の見解を示すものではありません。

# 地方債と地方財政規律<sup>1</sup>

- 諸外国の教訓 -

土居 丈朗<sup>2</sup>

林 伴子<sup>3</sup>

鈴木 伸幸<sup>4</sup>

## [要旨]

我が国の地方債残高は 1990 年代以降急増し、現在、対 GDP 比約 40% と国際的にも高い水準に達している。我が国財政全体の持続可能性を確保するためには、国債残高のみならず、地方債残高の累増を抑制し、削減していくことが不可欠となっている。

他方、近年の世界的な地方分権の潮流や、政府債務残高の増加を背景に、先進各国では地方債管理のあり方について変化がみられ、また、地方債と地方財政規律のあり方について多くの調査研究が行なわれつつある。本稿では、地方債管理と財政規律の国際的な動向について先行研究を鳥瞰するとともに、米国、フランス、カナダ、スウェーデンの現地調査により各国の制度と現状、問題点を比較調査し、我が国の地方債と地方財政規律のあり方への示唆を検討した。

その結果、諸外国の事例からの示唆として、地方分権のもとでの地方財政規律の源泉は市場メカニズムによる金利差の存在であること、市場のさまざまなアクターによる返済可能性の厳密な調査が財政規律を生んでいること、市場メカニズムのみで財政を規律付けることは難しく、財政ルールが存在も市場メカニズムを補完するものとして重要な機能を果たすこと、小規模自治体への対応が必要であること等が明らかになった。

2005 年 9 月

<sup>1</sup> 本稿は、内閣府経済社会総合研究所が野村総合研究所に委託した「地方財政規律に関する調査」(平成 16 年度委託調査)をもとに、土居、林、鈴木の三名の責任でまとめたものである。本調査は、土居、林、鈴木のほか、野村総合研究所の水上耕一郎、山本史門、小池純司、妹尾昌博、内閣府経済社会総合研究所の細山英俊、能瀬憲二が担当した。本稿の改訂に際して、内閣府経済社会総合研究所のセミナーにおける報告で、赤井伸郎・兵庫県立大学助教授をはじめ、参加者から有益な示唆を頂いた。記して謝意を表したい。残る過誤は筆者の責任である。

<sup>2</sup> 慶應義塾大学経済学部、内閣府経済社会総合研究所

<sup>3</sup> 内閣府参事官(国際経済担当)、内閣府経済社会総合研究所前主任研究官

<sup>4</sup> 野村総合研究所

- 目次 -

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| はじめに .....                    | - 1 -   |
| I 地方債管理と財政規律の国際動向 .....       | - 2 -   |
| 1 地方債管理からみた財政規律に関する研究動向 ..... | - 2 -   |
| 2 地方債管理の国際類型 .....            | - 3 -   |
| II 主要国の地方財政および地方債制度の概要 .....  | - 11 -  |
| 1 主要国の地方財政の状況 .....           | - 11 -  |
| 2 主要国の地方債発行状況と地方債制度 .....     | - 13 -  |
| III 米国の地方債制度 .....            | - 22 -  |
| 1 地方債の発行・流通状況 .....           | - 22 -  |
| 2 地方債の種類と概要 .....             | - 25 -  |
| 3 地方債制度上のプレーヤー .....          | - 31 -  |
| 4 財政破綻に関するルール・措置 .....        | - 56 -  |
| 5 PPP の進展による地方債制度への影響 .....   | - 59 -  |
| 6 我が国への示唆 .....               | - 60 -  |
| IV フランスの地方債制度 .....           | - 63 -  |
| 1 地方債発行の現状 .....              | - 63 -  |
| 2 フランスにおける地方債制度の概要 .....      | - 67 -  |
| 3 フランスにおける地方債制度の改革 .....      | - 72 -  |
| 4 フランスにおける地方債制度のプレーヤー .....   | - 78 -  |
| 5 我が国への示唆 .....               | - 94 -  |
| V スウェーデンの地方債制度 .....          | - 96 -  |
| 1 地方債発行の現状 .....              | - 96 -  |
| 2 スウェーデンにおける地方債制度の概要 .....    | - 98 -  |
| 3 スウェーデンにおける地方債制度のプレーヤー ..... | - 101 - |
| 4 我が国への示唆 .....               | - 115 - |
| VI カナダの地方債制度 .....            | - 117 - |
| 1 連邦政府と州政府・地方政府との関係 .....     | - 117 - |
| 2 州債の制度と動向 .....              | - 120 - |
| 3 地方債の制度と動向 .....             | - 130 - |
| 4 我が国への示唆 .....               | - 137 - |
| VII 各国の地方債制度の動向と我が国への示唆 ..... | - 139 - |

## はじめに

我が国の地方債残高は、景気低迷に対応するために策定された累次の経済対策による公共事業の拡大を背景に 1990 年代に急増した。現在、約 200 兆円と国と地方合わせた長期政府債務残高の約 3 割、対 GDP 比約 40%と国際的にも高い水準に達している。我が国財政全体の持続可能性を確保するためには、国債残高のみならず、地方債残高の累増を抑制し、削減していくことが不可欠となっている。

他方、近年、地方債をめぐる状況に大きな変化がみられる。平成 13 年度からの財政投融资制度の抜本的改革により政府資金による引受けが急速に減少し、民間資金、すなわち市場公募資金及び縁故債（地方銀行等による引受け）の占める割合が大幅に上昇している。また、地方分権推進計画（平成 10 年閣議決定）により、地方分権の観点から、平成 18 年度より地方債許可制度が廃止され起債協議制に移行する。新制度においては、地方自治体は、地方債発行について総務大臣（市町村の場合は都道府県知事）に協議するが、同意が得られない地方債（不同意債）も地方議会に報告すれば発行することができるようになる。

これまでの地方債を支えてきた仕組みは、中央統制型の地方財政を前提とした制度である。このため、地方債の元利償還金の一部が地方交付税措置され、事実上政府による暗黙の保証があるなど、「借りやすく貸しやすい」という構造的リスクを内包していた。この結果、現在では、一部の地方自治体は、財政力に比して過大な債務を負っており、また、個々の事業の費用対効果の見極めが甘くなっている可能性がある。今後、財政における地方分権化を進める上では、こうした仕組みを抜本的に見直し、分権化した後の地方財政規律のあり方について検討する必要がある。

海外に目を転じると、近年、世界的な地方分権の潮流や、政府債務残高の増加を背景に、先進各国では地方債管理のあり方について変化がみられる。また、地方債と地方財政規律のあり方について多くの調査研究が行なわれつつある。本稿では、上記の問題意識を踏まえ、国際的な地方債管理と財政規律の国際的な動向について先行研究を鳥瞰するとともに、諸外国の現地調査により各国の制度と現状、問題点を比較調査し、我が国の地方債と地方財政規律のあり方への示唆を検討する。

以下では、まず第 1 章では、地方債管理からみた財政規律に関する研究動向に基づき地方債管理の国際類型を整理し、第 2 章では、主要先進国の地方財政構造の特徴と地方債制度を概観する。そのなかでも、特に我が国への示唆を多く含むと考えられる、米国（第 3 章）、フランス（第 4 章）、スウェーデン（第 5 章）、カナダ（第 6 章）の事例を取り上げ、それぞれ地方債の発行・流通状況、地方債の種類と制度、地方債制度に関わるプレーヤー、財政破綻に関するルール・措置等を中心に詳細に検討し、我が国への示唆を探る。最後に、第 7 章で、各国の地方債制度の動向を鳥瞰して諸外国の事例から我が国が学ぶべき教訓を示す。

# 1 地方債管理と財政規律の国際動向

## 1 地方債管理からみた財政規律に関する研究動向

### (1) 地方債管理への関心の高まりとその背景

近年の世界的な地方分権の潮流や、1990年代にかけての各国における政府債務残高の増加を背景に、地方政府の借入をいかにしてコントロールするかは、各国の大きな課題となっている。とりわけ、欧州通貨統合により地方政府を含む一般政府での財政の収支の管理の必要に迫られているユーロ参加各国や地方分権が急速に展開する途上国において、この問題は大きな関心を集めている。

こうした背景もあって、先進国をはじめとする各国の地方債管理と地方財政規律のあり方については、近年多くの調査研究が行われつつある。広範にわたる国、地域を対象とした比較調査により、国際的な動向が把握できる状況となりつつある。

我が国の地方債管理と財政規律のあり方を検討するにあたって、本章では国際的な地方債管理の動向を先行研究から把握する。

### (2) 地方債管理に関する調査研究

先行的な調査研究には、地方債管理のあり方自体を比較検討したものに加えて、地方借入に関わるルール（地方自治体の破産ルールや中央政府の救済ルール等）について論じたもの、地方債発行の形態（証券発行型か、証書発行型か等）について論じたもの等があげられる。

各国別の地方政府<sup>5</sup>借入に関する実態をみていくと、地方財政制度が各国ごとに異なっているのと同様に、地方債管理のあり方も極めて多様である。しかしながら、先行研究では地方債管理についての一定の類型化が試みられており、多くの分析が行われている。こうした類型化は我が国の地方債管理の位置付けを理解する上でも参考となるといえる。

網羅的な国際比較調査として代表的なものが、IMFのTer-Minassian（1997）である。ここでは、先進国20ヶ国、発展途上国13ヶ国、移行経済国20ヶ国について地方債管理のあり方が整理されている。また、OECDのJoumard（2002）の研究では地方借入も含めた予算編成のフレームワークと執行のメカニズムについて先進国を中心に分析が行われている。

ヨーロッパ各国を中心に詳細な分析を行ったものに、Dafflon（2002）、Concil of

<sup>5</sup> “地方政府”については、中央政府と同等の関係・立場を有する場合に用いることが適当な用語である。ただし本章および第II章ではこうした関係に関わらず、便宜上中央政府に対する地方レベルの自治体、団体等を総称する用語として使っている。第III章以降でも中央政府に対する総称として“地方政府”を活用している箇所があるが、各論に関しては、各国の政府間関係の特徴に基づき、地方政府、州政府、地方自治体、地方団体等の用語を使い分けている。

Europe (2002) による研究がある。Dafflon 論文では、各国によって異なる地方財政活動の定義を念頭においた上で、欧州 10 ヶ国の地方政府における均衡予算、債務管理のあり方が論じられており、EU 評議会レポートでは欧州 27 カ国の地方財政運営の動向についてアンケートに基づいた分析が行われている。

以下ではこれらの先行的な調査研究を基本として、個別各国の状況を踏まえながら、地方債管理からみる諸外国の地方財政規律の動向について整理を行なう。

## 2 地方債管理の国際類型

### (1) 地方債管理の 4 つの類型

諸外国の地方債の管理の方法は、IMF の Ter-Minassian による、(イ)中央政府統制型、(ロ)一元的市場規律型、(ハ)中央・地方政府の協調型、(ニ)ルール規制型の 4 類型の分類が一般的である。

(イ)中央政府統制型は、中央政府が地方政府の借入に対して直接的な統制権限を有しており、地方政府の毎年の借入上限を決定したり、中央政府が借入を許可する形式である。中央政府が一元的に借入れし、それを地方政府に交付するという方法もある。現在の日本、英国、ギリシャ、アイルランド等がこの類型に含まれる。

(ロ)一元的市場規律型は、地方政府の借入はもっぱら市場に依存し、市場における格付けや評価、リスクプレミアムにより発行条件、借り入れ条件が決定され、これが地方財政府の財政運営の規律付けとなる。中央政府による借入上限等の制限や監督が全く行われない形態であり、カナダ、フランス等がこれにあたる。

(ハ)中央・地方政府の協調型は、中央政府と地方政府が交渉に基づいて借入総額及び個別自治体の内訳等について決定する方法である。オーストラリアやドイツ等がこれにあたるとされる。

(ニ)ルール規制型は、債務残高の上限規制、歳入等に占める元利償還比率による新規発行の許可、マクロ経済全体に悪影響を及ぼす借入（外債等）の制限、借入の用途をインフラ整備等投資的経費に限定するゴールデンルール（我が国における建設国債の原則に近似する）等の設置とそれによる規制をいう。米国、スイス等がこれにあたるとされている。

図表 I- 1 地方債管理の類型

| 類型          | 概要   | 特徴  |
|-------------|--|---|
| (イ)中央政府統制型  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・中央政府が地方政府の借入に対して直接的な統制権限を有しており、地方政府の毎年の借入上限を決定したり、中央政府が借入を許可する形式</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・マクロ経済管理の視点から、外債発行等については中央統制の意義がある。</li> <li>・ただし、地方分権が進展するなかで、地方の意思決定を阻害する面があることから必ずしも望ましくない方法と考えられている。</li> </ul>      |
| (ロ)一元的市場規律型 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・地方政府の借入はもっぱら市場に依存し、市場における格付けや評価、リスクプレミアムにより借入条件が決定され、これが地方政府の財政運営の規律付けとなる。中央政府からの借入上限等の制限や監督は行われない。</li> </ul>                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・市場原理に基づいて地方政府が財政運営を行なうものであり、財政規律が働きやすい望ましい形態といえる。</li> <li>・ただし、十分な市場規律が働くためにはいくつかの前提条件が整備されていることが必要である。</li> </ul>     |
| (ハ)協調型      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・中央政府と地方政府が交渉に基づいて借入総額及び個別自治体の内訳等について決定する方法</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・(イ)(ロ)の短所を補う方法として、中央 - 地方の双方向の協議が行われる意味でも望ましい形態といえる。</li> <li>・ただし、地方政府の立場が弱い場合には、実質的に中央政府規制型に近いカタチでの運用となる。</li> </ul>  |
| (ニ)ルール型     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・あらかじめ定められたルールに則って地方債管理を行なう方法。債務残高の上限規制、歳入等に占める元利償還比率による新規発行の許可、マクロ経済全体に悪影響を及ぼす借入（外債等）の制限、借入の用途をインフラ整備等投資的経費に限定するゴールデンルール等があげられる</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・あらかじめ定められたルールによる運用であり、透明性が高く、市場からの信認も受けやすい。</li> <li>・ルールの多くは州政府等が自ら定める。ルールの策定が中央政府主導型の場合は、中央政府規制型に近いカタチとなる。</li> </ul> |

出所) Ter-Minassian/IMF (1997)

この類型により、世界 53 ヶ国の地方債管理のあり方を整理したものが次頁の表である。なお、実際には、ほとんどの国はこれら 4 つの方法を組み合わせる形で地方債管理を行っており、ここでの整理はあくまでも各国における相対的に優勢な方法に着眼したものと捉えるべきである。



図表 I- 2 各国の地方財政規律の動向（先進国のみを抜粋）

|         | 市場規律型 |    | 協調コントロール型 |    | 中央政府管理型 |    | ルール型 |    | 起債禁止 |    | 概要  |
|---------|-------|----|-----------|----|---------|----|------|----|------|----|---|
|         | 海外    | 国内 | 海外        | 国内 | 海外      | 国内 | 海外   | 国内 | 海外   | 国内 |   |
| 日本      |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | ( )<br>総務省が地方債の監督、統制を行なう。   |
| イギリス    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 内債については、発行可能額を政府が毎年許可する。中央銀行からの借り入れは認められず、期間や約束手形等様々な観点から制限が課されることもある。外債発行には財務省（Treasury）の同意が必要（実際はEU施策関連以外での外債はほとんどない）。                        |
| フランス    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 歴史的に地方自治体の赤字規模は小さい。地方分権法（Decentralization Law）の成立に伴い、地方政府は内債の発行が自由になった。   |
| ドイツ     |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 地方債の引き受け可能な条件について、予算関連法（Budget laws）に明記されている。中央政府が州の債務返還に補助を与えるため市場による規律の程度は弱められている。  |
| イタリア    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 法律により起債が制限されている。地方自治体の自主財源の25%を超えての債務負担は認められない。地方自治体は経常経費を補填するための起債はできない。外債は不許可。  |
| 米国      |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 全ての州と地方自治体は均衡財政を要請されており、起債抑制を課すことは多くの場合制限されている。事実上市場が重要な規律の役割を果たしている。   |
| カナダ     |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 州は制限なく自由に内債、外債の起債が可能である。州の借入水準については、市場が非常に重要な規律の役割を果たす。反面、地方自治体の債券発行には州から厳しい制限が課される。  |
| スウェーデン  |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 内債については、(イ)不動産を担保にできない、(ロ)原則的には起債は投資目的に限るという2つの制限が課されているのみである。実際にはキャッシュフロー不足額を補うための一時的な借入が可能である。外債には追加的な制限はない。                                  |
| オーストラリア |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 国家公債協議会（National Loan Council）での中央政府と州との協議において上限が設定される。上限は柔軟に運用されており市場規律が借入の最終決定に主要な役割を果たす。   |
| オーストリア  |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 州は起債が可能な目的について規定している。短期借入と公営企業債を除いては、地方自治体は各州の監督機関の許可を得なければならない。起債は投資目的である必要がある。外債には財務省（Ministry of Finance）の許可が必要である。                          |
| ベルギー    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 1989年に相当な分権化が行なわれた。移行期間中は高等財務協議会（High Finance Council）が監督にあたり、協議会が中央政府と地方自治体との負債分担の計画を策定した。中央政府、州・地方自治体による同意された約束を達成するため、協議会は起債制限の提案を行なうことができる。 |
| デンマーク   |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 中央政府と地方自治体が双方向的な審議を行い、起債の上限を設定する。自治体は特定の投資（水道、電気、都市再生等）に限り内務省（Ministry of Interior）の許可なしで起債が可能である。外債発行は限定的に認められている。                             |
| フィンランド  |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 内債、外債ともに行政、立法による制限はない。市場が重要な規律となっている。   |
| ギリシャ    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 行政による統制の結果、地方自治体の債務額は非常に小さい。一般的に起債は投資事業と関連付けられている。地方自治体における外債発行の例はない。   |
| アイルランド  |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 地方自治体発行の内債は全て環境大臣（Minister of the Environment）の許可が必要である。期間と条件について指定を受けることも多い。外債発行の例はない。   |
| オランダ    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 地方自治法（Municipalities Act）によって財政均衡が定められている。外債での債務は認められない。  |
| ノルウェー   |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 内債は全て当局の許可が必要。財務省（Ministry of Finance）の許可がある場合を除き、外債は認められない。ノルウェークローナでの調達は許可される。  |
| ポルトガル   |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 制限なしに自由に地方債発行が可能である。借入証明書の発行は財務省（Ministry of Finance）が許可するが、制限を課した例はほとんどない。中長期の借入は投資目的であるか、財政難を軽減するためであればよい。一定の利息が生じる投資にはいくつか制限がある。             |
| スペイン    |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 一般的には内債発行に財務省（Ministry of Finance）の許可が必要であるが、いくつか例外（Autonomous Communities 圏内の自治体の場合等）がある。長期的な借入は投資目的に制限されるのが一般的である。外債には財務省の許可が必要である。           |
| スイス     |       |    |           |    |         |    |      |    |      |    | 通常州・地方自治体の公債は投資ニーズとリンクしている。州での債券発行は法律の制限を受け、均衡財政（利払い、負債償却を含む）が求められる。  |

注) 表記は原文のまま（日本では外債の発行は禁止されていない）

出所) Ter-minassian/IMF(1997)

#### (参考) Ter-minassian 分類の留意点

Ter-minassian レポートによる類型化と制度説明には一定の留意が必要である。上述したように、制度上のウェイトの捉え方によって各国の類型が変わる可能性がある。例えば、フランスでは地方団体の起債は 1980 年代に自由化され、市場規律型の分類が妥当であると考えられているが、一方で均衡予算の達成や資本会計以外での地方債発行の禁止といったルールは厳密に運用されている。スイスにおいても、州とコミューンの借入は投資プロジェクトに限定されることや、住民投票が求められること等がルール化されている(いずれも Jouamard (2002))。またカナダにおいても、州によっては均衡予算等を州憲法で規定しているケースがある。市場規律型といわれる国においても、重要度に違いはあってもなんらかのルールは存在すると考えた方がよいとみられる。

また Rattso (2002) によれば、“中央・地方政府協調型”に分類されているベルギーやデンマークについて、中央-地方の交渉により借入上限等が定められるものの、地方政府の裁量の余地は小さいため、より中央政府管理型に近いという指摘がなされている。また中央政府管理型に分類されるノルウェー、スペインは、イタリア(ルール規制型に分類)ほど中央政府の管理は厳しくないと考えられている。

## ( 2 ) 中央政府統制型の地方債管理

### (イ) 「中央政府統制型」規制の概要

中央政府による地方政府の借入の統制は、主に単一型国家において見られる類型といえる。また、金融市場が未整備であったり、分権化が十分に進んでいないような途上国では、中央政府の強力な統制が行われているケースが多い。

先進国では英国、日本等があげられる。英国は地方債管理においても強力な中央集権であったが、近年、地方自治体の自己責任による借入、自己規律を重視する方向で制度改正が行われている。

### (参考) 英国における地方債管理の最近の変化

英国では、地方財政は中央政府の強い監督下にある。資本会計については 1989 年に施行された地方自治・住宅法によるさまざまな規制があり、地方債の発行に関しても許可制度が採用され、地方自治体は起債許可額の範囲をこえて起債を行なうことができない。この起債許可額は、財務省を中心に決定される全公共部門の起債総額の枠の中で決められ、地方自治体の想定投資需要から想定される歳入を控除した金額（基本起債許可額）を自治体ごとに分配したものである。中央政府は起債許可制度により、各地方団体の投資水準を管理するというよりは、地方団体全体の債務総額を管理することを目的としているといえる。

ただし、近年地方財政に関する中央統制の緩和の動きがあり、2000 年緑書では起債許可制度の廃止、地方自治体の財政自主管理の必要性等が提案された。2003 年の地方自治法では、国務大臣に留保されている地方債発行を制限する権限の行使については、“国全体の経済に影響を及ぼす理由がある場合”または“地方自治体の財政能力を超える資金借入を行なわせないため”のいずれかの場合に限るとしている。他方、“地方自治体は自己規律に基づく財政運営を行なうことを前提として資金借入を行なうことができる”という条文が盛り込まれ、地方団体が能力以上の財政支出や資金借入を行なわないように自己規律を高めることが要求されている。地方団体の自己責任を高める一環として、地方債は 2004 年からは財務会計公認協会( the Chartered Institute of Public Finance and Accountancy )により作成・公表される「自己規律規則( Prudential Code )」、副首相府が公布する「規則( Regulations )」の適用を受けることとなっている。

### (ロ) 「中央政府統制型」の意義と課題

地方の借入に対する中央政府の統制は、地方分権の進展や金融市場へのアクセス改善に伴って段階的に解消されるべきという考え方が専門家の間では一般的である。

他方、マクロ的な財政運営上の理由から中央統制にも一定の意義があることが指摘

されている。Ter-minassian は、中央政府による統制の意義として、

(イ)外債発行がマクロ経済政策と密接に関係を持っており、中央政府の責任による管理が必要である

(ロ)外債発行の場合に個別に小ロットの発行を行なうよりも中央政府のコーディネートによる共同発行が望ましい

(ハ)一部の団体の格付け悪化が他の団体に影響する懸念があり、これを中央政府の保証等により解消する意義がある

(ニ)外国人投資家は地方債の購入に関して中央政府の保証を強く要求する傾向が強い

といった点をあげている。

しかしながら、国内市場に関しては、投資の意思決定を現場により近いところで行なうことが重要であること、中央政府の保証に頼った安易な資金調達を防ぐ必要があること等に鑑みると、市場メカニズムによる規律やルールによる規律のしくみが確立され、地方政府の財政運営能力が高まれば、中央政府はその役割を縮小していくことが必要であろう。

### (3) 市場規律型の地方債管理

#### (イ)「市場規律型」の概要

一般に、地方分権の進展とともに地方政府の行財政運営に対する中央政府の関与は弱まっていくべきと考えられる。実際に地方分権の進んでいる国々を見ると中央政府の統制が弱く、代わりに市場メカニズムが地方財政の規律として大きな役割を果たしている。

カナダやスウェーデン、フィンランド等は、こうした市場メカニズムによる規律が支配的な国と考えられている。また、米国も事実上市場が重要な財政規律の役割を果たしている。例えば、カナダでは、州政府の借入れに関する制約はなく中央政府の統制を受けることはない。州政府の借入能力、返済能力は、金融市場あるいは主要な格付け機関によって監視されている。

#### (ロ)「市場規律型」の前提条件

市場規律が十分に機能するには、以下のとおり、いくつかの前提条件が必要であることが指摘されている。

(イ)借り手の負債や返済能力に関する十分な情報公開が行われていること

(ロ)市場が完全に開放されており、金融機関に対するポートフォリオ規制(国債・地方債の保有割当等)が行われていないこと

(ハ)借りが債務不履行に陥った場合に貸し手を救済しないという政府のコミットメントが信頼できること

(ニ)借りは新規借入れが不可能となる前に市場のシグナル(格付けの悪化等)にあわせて俊敏に政策決定を行なうことができること

以上の4点が求められる基本的な要件と考えられている。

市場メカニズムにより、財政が規律されているとみられる米国やカナダでは、これらの4条件がほぼ整備されている。(イ)に関しては、企業会計基準に準拠した発生主義による財務情報の公開が行われており、米国に関してはMSRB(Municipal Securities Rulemaking Board: 地方債規則制定委員会)やGFOA(Government Financial Officers Association: 政府財務担当者協会)による情報公開のガイドラインが定められる等、透明性の高い情報公開が行われている。また、(ロ)についても、地方債市場が確立されており、金融機関は規制をうけることなく地方債の引き受け、流通を行っている。(ハ)については、連邦政府は州政府が債務不履行に陥った場合でも救済を行うことはないことが明確に定められている。(ニ)についても、首長や自治体財務担当者は格付け機関によるレーティングを強く意識した行動をとることが一般的となっている。

他方、市場規律型として分類される国の中には、これらの要件を十分に満たしていない場合もある。例えば、(ハ)については救済措置が厳格に禁止されている国は少数であり、スウェーデンやフランスにおいても、中央政府による地方政府の救済措置が過去に発動されたことがある。

(ニ)についても、政策責任者が短期間で交代する場合には、任期中のプロジェクト完成等に偏った近視眼的な行動をとるために、格付けの低下等を見逃しがちであることが指摘されている。比較的透明性の高い地方債市場をもつカナダにおいても、1990年代前半までは格付けの低下やリスク・プレミアムの増加にもかかわらず地方政府の債務残高が急速に増大した経験があり、地方政府の借入れに対する市場規律が有効に働かなかつたという経験がある。

市場メカニズムによる財政規律は透明性が高く有効な方法であるが、現実的には各国ごとに異なる社会経済状況、政治状況のために、市場規律を有効に機能させるだけの十分な環境を整えることは必ずしも容易ではない。

#### (4) 協調型、ルール型による地方債管理

地方政府の財政規律を確保するにあたっては、中央政府統制型は必ずしも望ましい方法とはいえないが、一方でもっぱら市場メカニズムのみで規律を働かせるには、各国の政治構造や社会経済環境がその前提となる諸条件の成立を妨げている状況で、十分な機能を期待することが難しい。

こうしたなかで中央 - 地方の協調・交渉、あるいはルールの適用により、他の方法を

補完することが必要となってくる。

(イ)「協調型規制」の特徴

協調型規制は、中央政府と地方政府が協調することにより起債上限等を確定していく方法である。オーストラリアでは、政府の借入は連邦と州の間で調整され決定される（国家公債協議会（National Loan council）における公式の協議が行われる）。ここでは各州・地域の財政状況、インフラ整備の水準と必要性、マクロ経済状況等が考慮される。

協調型規制は中央政府と地方政府が相互の情報を共有し、対話を促進するという面で有効な方法であり、中央政府統制型と比べても、地方政府にとっては納得性の高い方法といえる。

しかしながら、中央政府と地方政府の交渉が政治的要因により長引く状況が多く見られることなどが弊害として指摘される。また政府のいずれかの立場が弱い場合には“協調型”規制は有効に機能しない。地方政府の立場が弱ければ事実上の中央統制型となるし、逆の場合は地方における負債の増大を防ぐことは困難になる。

(ロ)「ルール型規制」の特徴

連邦制・単一国家に関わらず地方政府の借入れに対して憲法あるいは法律などにより一定のルールが規定されているケースは多く見られる。負債の絶対額に対して制限を課しているケースや借入れを特定の目的に限定しているケース、新規借入れを歳入等に占める元利償還比率により制限するケースなどがよくみられるルールである。

ルール型規制の特徴は、透明性が高く公正性も確保されるという点にあり、国と地方の駆け引きを避けることができるというメリットもある。一方で抜け道を見つけ行動しようとする地方政府の出現がデメリットとして考えられる。例えば、経常支出と投資支出の分類をあいまいなものにして均衡予算を達成しようとする行動や、簿外取引として扱うことのできる行政体や関連企業を創設するような行動がそれに当たる。

ルール型規制を有効に機能させるためには、公的団体における明確で統一的な会計基準の整備と、簿外取引の厳格な制限（できれば撤廃）が実現されないといけない。あらゆるレベルの公的団体が行う全ての支出に関して、信頼に足るデータを供給できるような情報システムの確立も必要である。また自治体が簿外取引を行えるような外部団体を創設する余地をできるだけ縮減するための民営化などの政策も必要となる。

## II 主要国の地方財政および地方債制度の概要

本章では主要先進国について、地方財政構造の特徴と地方債管理のあり方についてより詳しくみていく。

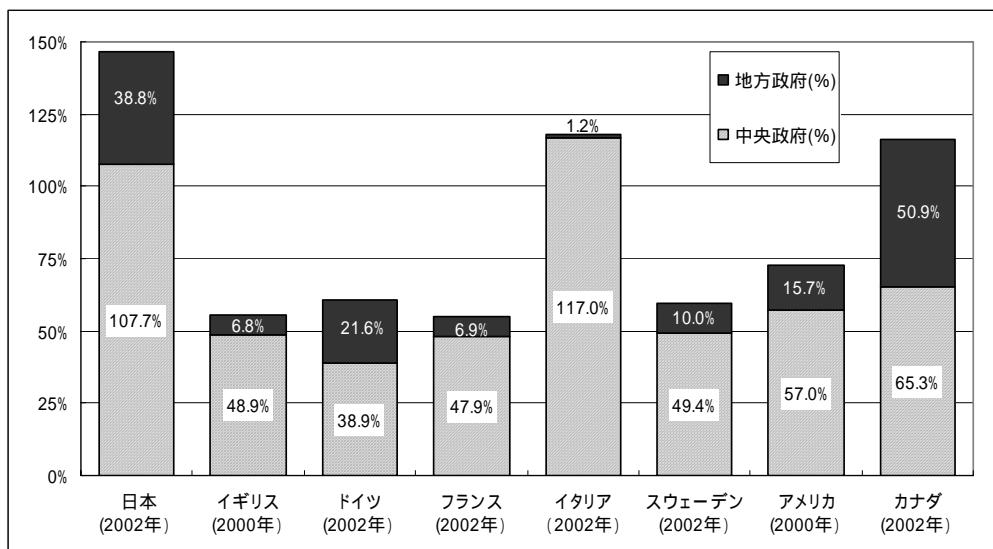
### 1 主要国の地方財政の状況

#### (1) 債務残高の各国比較

先進主要国（G7 + スウェーデン）の中央・地方政府別の債務残高の対 GDP 比を比較したものが下表である。

我が国は、中央政府の債務残高が対 GDP 比 100%を超えており、地方政府においても 4 割に迫る比率となっており、先進国中最も債務残高が大きくなっている。カナダについても地方政府の債務残高が 90 年代前半にかけて急増し、2002 年現在対 GDP 比 5 割を超えている。同国では 90 年代以降各州で財政均衡ルールなどが定められ、財政状況の改善が目指されている。

図表 II- 1 主要国の中央・地方政府別の債務残高



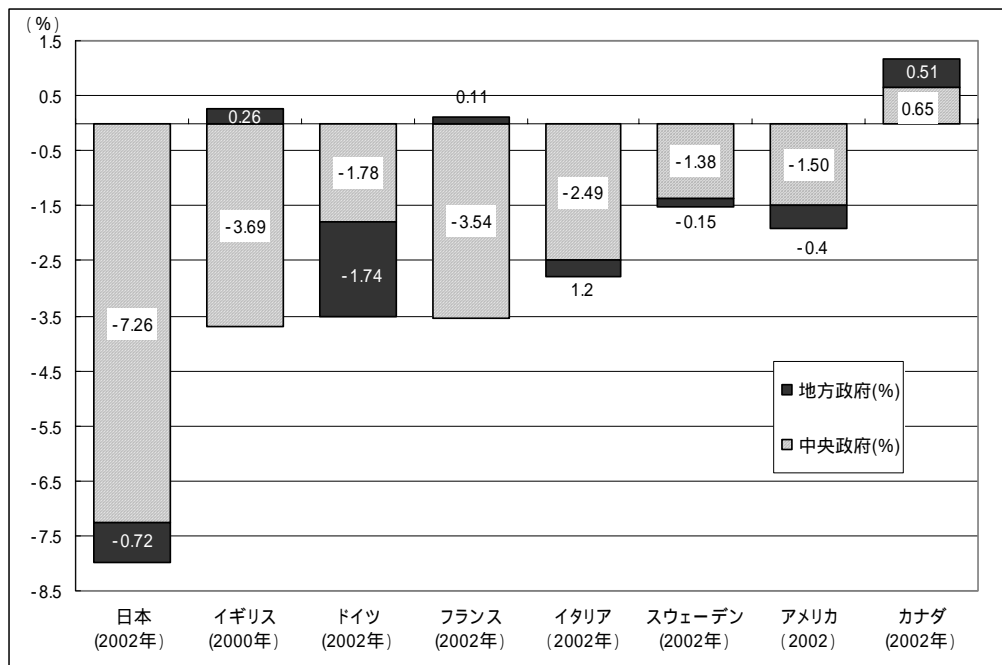
出所) 財務省「わが国の財政事情について」(日本)、Sachverständigenrat ホームページ(ドイツ)、DGCL “Les Collectivites locales en chiffres”(フランス)、US Census Bureau “Statistical Abstract of the United States”(アメリカ)、SCB “Statistics Sweden”(スウェーデン)、他は IMF “Government Finance Statistics”より野村総合研究所作成

## (2) 財政収支の各国比較

一般政府（国、地方、社会補償基金）の財政収支を見たものが下図である。

近年、多くの先進諸国では財政収支は悪化の傾向にあるが、とりわけ日本の財政収支の悪化は著しい。地方政府においても日本をはじめドイツ、イタリア、スウェーデン、アメリカで赤字が計上されている。一方で、イギリス、フランス、カナダでは地方政府において財政黒字となっている。特にカナダについては90年代前半に債務が増大したが、その後各州で財政改善の取組が進められ、現状では黒字に転じている。

図表 11- 2 主要国の一般政府財政収支



出所) 財務省ホームページ (日本)、Sachverständigenrat ホームページ (ドイツ)、DGCL “Les Collectivites locales en chiffres” (フランス)、US Census Bureau “Stastical Abstract of the United States” (アメリカ)、SCB Statistics Sweden (スウェーデン)、他は IMF “Government Finance Statistics” より野村総合研究所作成



## 2 主要国の地方債発行状況と地方債制度

### (1) 地方債の発行状況と発行範囲

地方債の発行規模は、多くの国で1~1.5割程度の水準となっており、日本もこの範囲である。地方の財政規模の小さい英国では、およそ3%程度と低くなっている。

また起債の範囲は、資本勘定、投資支出に限られるところがほとんどである。ただし、スウェーデン、ドイツ等では、状況に応じて赤字地方債の発行が認められている。

図表 11- 3 地方債の発行状況と発行範囲

| 国名     | 地方債の発行状況  | 地方債の発行範囲  |
|--------|---|---|
| 日本     | ・地方債発行規模は地方歳入の13%程度。都道府県15%、市町村12%程度となっている(2002年)。  | ・原則として建設事業費等に限定されるが、状況により経常費のための発行も行われる。  |
| イギリス   | ・地方債発行規模は地方歳入の3%程度と低い。地方団体の財政規模が小さいこともあり、資本支出の財源としてはおよそ3割を占める(2000年)。                           | ・資本支出に限定されている(ただし短期借入は除く)   |
| フランス   | ・地方債発行規模は地方政府歳入の1割程度。州、県、市町村のいずれも同程度の発行水準となっている。地方債の発行は資本支出のみでしかできないが、資本支出に占める割合は3割程度(2002年前後)。 | ・資本勘定における発行に限定される。利払い費の計上も義務付けられている。  |
| スウェーデン | ・地方債発行規模は地方歳入の10%程度(2002年前後)  | ・原則として資本支出に限定される。ただし状況によっては赤字地方債の発行も可能。   |
| ドイツ    | ・地方債発行規模は地方歳入の15%程度。州18%、市町村6%程度と、州の割合が高くなっている(2000年前後)。  | ・(州債)原則として資本勘定(投資支出)に限定される。経済財政状況によっては赤字地方債の発行も可能<br>・(市町村債)投資支出に限定。財源手当の手段が他にない場合に限り起債が可能。 |
| アメリカ   | ・地方債発行規模は地方歳入の13%程度(2000年前後)。   | ・連邦による規制はとくにない。<br>・一般財源債については州法によって社会資本整備に限定している州もあり                                       |
| カナダ    | ・地方債発行規模は地方歳入の13%程度。州の借入高は地方自治体の借入高の10倍程度で地方債発行の主体は州債(2002年前後)。                                 | ・(州債)連邦による規制はとくにない。州により起債のルールが定められている。<br>・(自治体債)州により起債範囲が定められ、管理を受けるケースが多い。                |

(2) 地方債発行に関する国の関与と諸ルール

主要国の地方債発行に関する国の関与、破産等に関するルール等は以下のように整理される。

図表 11-4 主要国の地方債発行に関する中央政府関与・発行に関するルール

| 国名     | 地方債発行に関する中央政府の関与   | 地方債発行に関するルール   | 財政危機自治体に対する国の支援   | 地方政府破産に関するルール                    |
|--------|--|--|---|----------------------------------|
| 日本     | ・国による起債許可制がとられている(平成18年度からは協議制に移行)                       | ・起債制限比率が一定割合を超えると地方債の発行が制限される  | ・地方財政再建制度による国による再建支援制度がある   | ・定められていない(公社・3セク等で特定調停制度が使われている) |
| イギリス   | ・国による許可制度がとられている(ただし2004年自治法により許可制度の緩和の方向がある)            | ・債務残高上限規制、債務返済準備金の積立義務、記載上限規制、資本支出財源への限定等の規制がある  | ・財政危機への予防措置は左記の数多くのメニューによってはかられている。   | ・定められていない                        |
| フランス   | ・国の関与は大幅に削減されている(事前許可制は1982年に廃止、地方長官による監督も事後的監督に改正されている) | ・予算の実質均衡原則、公債費の予算計上、資本支出財源への限定等が定められている  | ・財政困難自治体に対する特別助成金制度(総額で年260万ユーロ程度に過ぎないため非常に限定的)   | ・定められていない                        |
| スウェーデン | ・国の関与は特にない   | ・予算の均衡原則、資本支出への限定等のルールはあるが規制は比較的緩やか  | ・財政困難自治体に対してケースに応じた支援が行われる場合がある   | ・定められていない                        |
| ドイツ    | ・連邦の関与はない。市町村に対しては州が発行総額を包括的に許可している                      | ・州債については特にルールは定められていない。市町村債については州が起債許可にあたり歳出の削減等の条件を付与するケースがある                                       | ・原則として州は自己責任による財政運営が必要であるが、連邦補充交付金(財政再建特別補充交付金)が交付されるケースがある。<br>・地方自治体についても州からの支援が行われるケースがある。 | ・定められていない                        |
| アメリカ   | ・州に対する連邦の関与はない。地方自治体に対しては州の関与がある場合がある。                   | ・一般財源債については州法により、発行額上限規制、地方議会の議決・住民投票の義務付け、発行利率上限規制等の規制が設けられているケースが多い。レベニュー債については一般財源債のような制限は原則としてない | ・連邦の州に対する支援措置は原則として行われない。地方自治体に対しては州が独自に支援を行うケースがある。  | ・破産法の適用がある(Ch.9)                 |
| カナダ    | ・連邦の関与はない。地方自治体に対しては州の許可が必要な場合が多い                        | ・州は起債に関する規制(上限規制等)は原則として持たない。財政均衡等に関するルールについて90年代半ば以降各州が導入。市町村に対しては州が上限規制のルールを設けているケースが多い。           | ・州に対する支援措置はない。地方自治体に対しては州が独自に支援制度等を定めている。   | ・定められていない                        |

なお、地方債発行に関する諸ルールについては、財政危機に陥った場合の支援ルール、破産に関するルール等の設定も重要と考えられる。多くの国では財政危機に陥った場合の支援ルールがなんらかの形で定められているが、アメリカのように破産に関するルールを定めているケースもある。破産が起きないように事前措置を講ずる方法は広くとられているが、財政破綻に陥った場合の債務処理スキーム等を明確に定めた、破産に関するルールが設定されている点で特徴がある。

### (3) 地方債の発行方法と引受機関

地方債の発行方法は、政府資金がほとんどすべてを占める英国、金融機関からの直接借入の割合が高いフランス、スウェーデン、ドイツ等の欧州各国、市場公募債が主体となっている米国、カナダ、等に大きく分けることができる。我が国は、民間資金も一定程度導入されているが、政府資金の割合が3割程度と依然として高く、また、政府系金融機関（公営企業金融公庫）による引受けが1割程度あり、英国とその他ヨーロッパ各国の状況の半ばに位置付けられるといえよう。

直接借入を行なう金融機関についても、その資金調達方法は国によって違いが見られる。我が国では民間金融機関の資金調達は預金であるが、ドイツの抵当銀行グループ、スウェーデンの地方金融公社（いずれも主要な貸付機関）は債券発行による市場からの資金調達を行っていて、実質的な共同発行機関となっている。フランスの Dexia Credit Local も資金調達の方法を市場からの調達にシフトさせている。

図表 II- 5 主要国の地方債発行方法の分類

| 国名     | 政府資金 | 民間資金  |           |
|--------|------|-------|-----------|
|        |      | 市場公募債 | 金融機関からの借入 |
| 日本     |      |       |           |
| イギリス   |      | -     |           |
| フランス   | -    |       |           |
| スウェーデン | -    |       |           |
| ドイツ    | -    |       |           |
| アメリカ   | -    |       |           |
| カナダ    | -    |       |           |

- 注) ・・・・当該国の主要な資金調達方法（調達総額のうち5割以上を占める）  
 ・・・・一定の割合がある資金調達方法（同10%前後を占める）  
 ・・・・割合の低い調達方法（同5%程度かそれ未満にとどまる）  
 -・・・調達が行われていないか、割合が極めて低い（同1%程度かそれ未満）調達方法

図表 II- 6 主要国の直接貸し付け金融機関の特徴（前頁表で のある各国）

| 国 名    | 主要な貸付機関の特徴  |
|--------|---|
| 日本     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 指定金融機関となっている地方銀行、第二地銀、信用金庫等が主体</li> <li>・ 金融機関の貸し付け原資は預金となっている</li> </ul>  |
| フランス   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ Dexia Credit Local が自治体向け貸付の 4 割を占めている。次いで Caisse d' Epargne, Credit Agricol 等民間金融機関が主体。</li> <li>・ Dexia は債券による市場での調達の高めている。</li> </ul> |
| スウェーデン | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 銀行等民間金融機関が主体。自治体の協同出資による民間会社、スウェーデン地方金融公社 ( Kommun Invest ) の貸付の割合が高い。</li> <li>・ 地方金融公社は債券発行による市場での資金調達を行っている。海外発行の割合が高い。</li> </ul>    |
| ドイツ    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 貯蓄銀行グループ、抵当銀行グループが主要な貸し付け機関。</li> <li>・ 地方自治体の出資による貯蓄銀行グループの主要な資金調達手段は預金。公共ファンドブリーフ債の発行による調達も行っている<sup>6</sup>。</li> </ul>               |

<sup>6</sup>公的セクターやモーゲージ・ローンの資金調達を目的として発行された，銀行の有担保確定利付証券

図表 11- 7 地方債の発行方法と引受機関

| 国名     | 地方債の発行方法  | 地方債の引受機関  |
|--------|---|---|
| 日本     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公営企業金融公庫融資を含めた政府資金がおよそ 4 割程度を占める。</li> <li>・ 市場公募債が 18% 程度、残りが金融機関からの直接借入となっている（証書方式による借入がほとんどである）（2002 年時点）。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 民間資金については、直接借入を行なう金融機関は地銀、第二地銀、信金等の指定金融機関。</li> </ul>  |
| イギリス   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ほぼ 9 割が政府資金で、民間資金はほとんどない。</li> <li>・ 債券発行は債務残高のわずか 2% にとどまる（1999 年時点）。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府資金は公共事業融資委員会からの借入というかたちで行われる。</li> </ul>   |
| フランス   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 民間金融機関からの直接借入が大半でほぼ 9 割を占める。政府資金は現状ではほとんど入っていない。</li> <li>・ 市場公募は州、大都市に限られる。州レベルで 15% 程度、県、市町村では 5% 未満（1998 年）。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 80 年代以降政府系金融機関の民営化により、Dexia、Credit Agricole 等の民間金融機関が地方団体への融資の大半を行っている。</li> </ul>   |
| スウェーデン | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場公募債の発行は 15% 程度（うち半分は外債発行）。それ以外は金融機関からの直接借入。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 直接借入を行っている金融機関のうち、市町村が共同で出資するスウェーデン地方金融公社からの借入の割合が高い。</li> </ul>   |
| ドイツ    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金融機関からの直接借入が大半でほぼ 9 割を占める。</li> <li>・ 市場公募は州、大都市に限られ、証券発行の割合は州レベルで 18%、市町村では 1% 程度。大半が証書形式の発行（1998 年時点）</li> </ul>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 貯蓄銀行グループ、抵当銀行グループが主要な融資機関となっている。</li> </ul>  |
| アメリカ   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場公募による調達が大半で、証券形式による発行が基本。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 一般財源債については競争入札方式、レベニュー債については協議引受方式が行われるケースが多い。</li> <li>・ 地域によっては地方債銀行（ボンドバンク）<sup>7</sup>が設立されており、市町村に対する貸付を行っている。</li> </ul> |
| カナダ    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場公募による調達が大半で、証券形式による発行が基本。</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 州によってはボンドバンクが設立されており、市町村に対する貸付を行なう共同発行機関の役割を果たしている。</li> </ul>   |

<sup>7</sup> 地方政府による起債が困難な州において、州政府が地方政府の社会資本整備等を促進するために、地方債銀行（bond bank）と呼ばれる政府系金融機関を設立し、州下の地方政府の地方債の共同発行を担っている。

(参考)欧州における地方債管理制度の動向

ヨーロッパ評議会の報告「財政危機下における地方政府の再生」では、欧州 27 カ国に対するアンケート調査により、地方自治体が債務不履行に陥った場合の中央政府の救済の状況や地方自治体の破産制度の動向が整理されている。ここでは、同報告を参考に地方債管理の制度的枠組みのあり方を整理する。

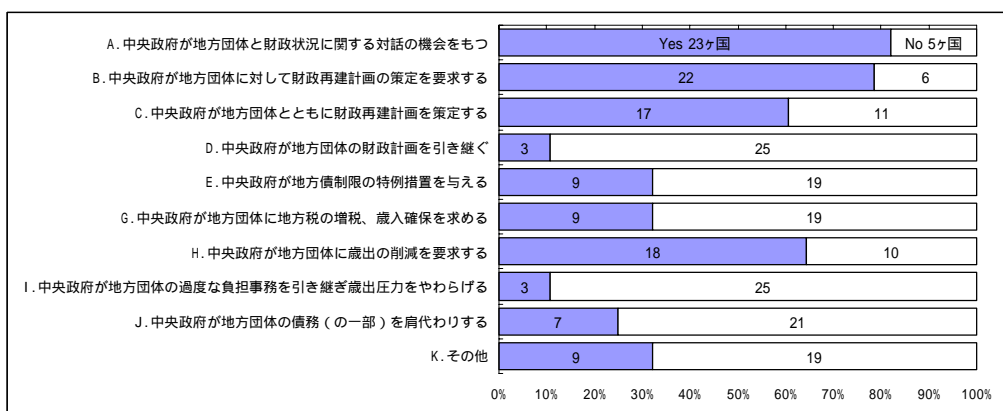
(1) 地方政府に対する救済策の状況

(イ)非財政的な救済措置

財政危機に陥った地方政府に対する中央政府の救済措置に、さまざまな措置がとられている。EU 評議会によるアンケート調査では、「財政再建についての対話の機会を持つ」、「財政再建計画の策定を要求する」という比較的ソフトな支援措置が大きな割合を占める結果となっている。

歳出入面での具体的な支持は、「歳出削減の要求」の割合が高い。「増税等歳入確保」のほぼ倍の回答となっている。中央政府が地方団体の財政計画そのものや事務を引き継いだり、債務の肩代わりをするということが行われているのは少数にとどまっている。

図表 11-8 財政危機に陥った地方自治体に対する非財政的措置（ヨーロッパ諸国）



出所) Council of Europe(2002), "Recovery of Local and Regional Authorities in Financial Difficulties"

同調査へのアンケートへの回答があったのは、ベルギー、ブルガリア、クロアチア、キプロス、チェコ、デンマーク、エストニア、フィンランド、ドイツ、グルジア、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、ラトビア、リトアニア、マルタ、オランダ、ノルウェー、ポーランド、ポルトガル、ロシア、スロバキア、スロベニア、スウェーデン、スイス、ユーゴ、トルコ、イギリスの 28 カ国。

(ロ)財政的救済措置の現状

地方債の管理をまっぴら市場メカニズムに依存するのであれば、先述した4点の条件を確保することが必要である。特に中央政府の救済策がとられないことが確立されていることは、地方政府や投資家のモラル・ハザードを防ぐ意味でも重要な条件となる。しかしながら、実際には原則無救済政策を標榜する国であっても政治上の理由から救済措置を講じるケースも少なからずある。こうした状況は統一国家の場合に顕著である。

ヨーロッパ評議会による調査報告では、アンケート回答27カ国中14カ国は財政危機に陥った地方団体への補助金制度を有していると回答している。これらの補助制度の適用には客観的な水準が設けられているとされているが、さらに17カ国では補助金制度以外の任意の支援も行なえることとなっており、救済のルールは必ずしも明確でない国が多いのが実情である。

図表 11-9 地方団体に対する救済制度について（ヨーロッパ諸国）

(イ)財政危機に陥った地方団体の救済のための補助金制度の有無

|                  |      |
|------------------|------|
| A. 救済補助金制度を有する国  | 14ヶ国 |
| B. 救済補助金制度をもたない国 | 13ヶ国 |
| 小計               | 27ヶ国 |

(ロ)救済補助金制度の適用条件の有無

|                              | 肯定   | ある程度肯定 | 否定  | 小計   |
|------------------------------|------|--------|-----|------|
| A. 補助制度を適用する際の条件が明確に定められている  | 10ヶ国 | 2ヶ国    | 2ヶ国 | 14ヶ国 |
| B. 補助金の額が制度的に決まっている          | 4ヶ国  | 3ヶ国    | 4ヶ国 | 11ヶ国 |
| C. 地方団体への補助にあたっては議会の承認が必要である | 1ヶ国  | 2ヶ国    | 9ヶ国 | 12ヶ国 |

(ハ)救済補助金制度以外の財政危機に陥った地方団体への支援制度の有無

|  |      |
|--|------|
| A. 他の補助金制度や一般財源からの補助による救済補助金制度以外の支援を行うことができる | 17ヶ国 |
| B. 救済補助金制度以外の経済的支援を行うことはできない                 | 9ヶ国  |

(ニ)救済補助金制度以外の支援制度がある場合議会の承認は必要かどうか（(ハ)-A. 回答各国について）

|                |      |
|----------------|------|
| A. 議会の承認が必要である | 2ヶ国  |
| B. 議会の承認は必要でない | 15ヶ国 |

出所) Council of Europe(2002), "Recovery of Local and Regional Authorities in Financial Difficulties"



## (2) 地方政府の破産に関する制度

地方政府の破産に関するルールは、米国における自治体破産法が代表的なものである。またヨーロッパ評議会報告では、5ヶ国において地方団体の破産が法律的に認められているという回答がなされている。ただしヨーロッパの5ヶ国のうち、具体的な破産手続きまでが定められている国は2ヶ国にとどまっているという状況である<sup>8</sup>。

中央政府の救済措置については、モラル・ハザードを惹き起こすことから特に財政的支援については行なわない方向が望ましいとされる。財政的支援を行なう場合でも、無尽蔵な支援を避ける意味でも破産ルール等が定められていることが必要と考えられるが、実際には地方政府の破産ルールや破産の手続きを定めている国は少数である。

図表 11- 10 地方団体の破産制度

| 地方団体の破産は法律的に認められているか（ヨーロッパ諸国） |      |
|-------------------------------|------|
| A. 地方団体の破産が法律的に認められている        | 5ヶ国  |
| B. 地方団体の破産は法律的に認められてない        | 22ヶ国 |
| 小計                            | 27ヶ国 |

出所) Council of Europe(2002), " Recovery of Local and Regional Authorities in Financial Difficulties "

<sup>8</sup> Council of Europe (2002).

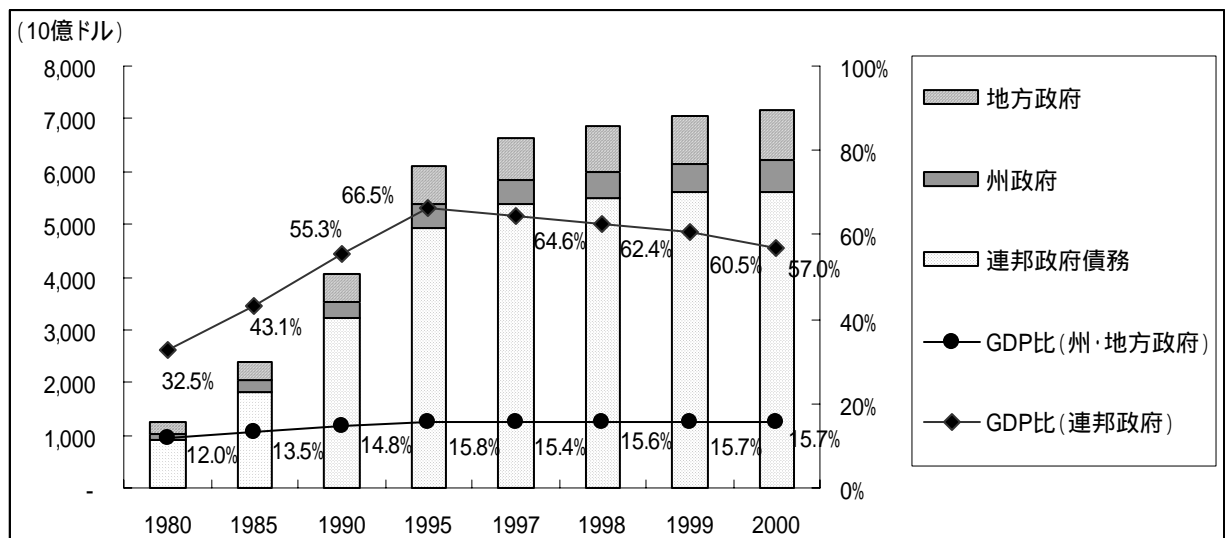
### III 米国の地方債制度

#### 1 地方債の発行・流通状況

##### (1) 発行状況

近年の米国における地方債の発行額は顕著な増加傾向にあり、2000年の地方債残高は1兆4500億ドルに達している。その背景には、1980年代初頭から90年代半ばにかけて、連邦政府の財政赤字削減が課題となったことがある。このため、連邦政府からの補助金等が削減され、州政府や地方政府に権限と責任が移譲されたことから、財源の調達手段として地方債が全米規模で発行された。

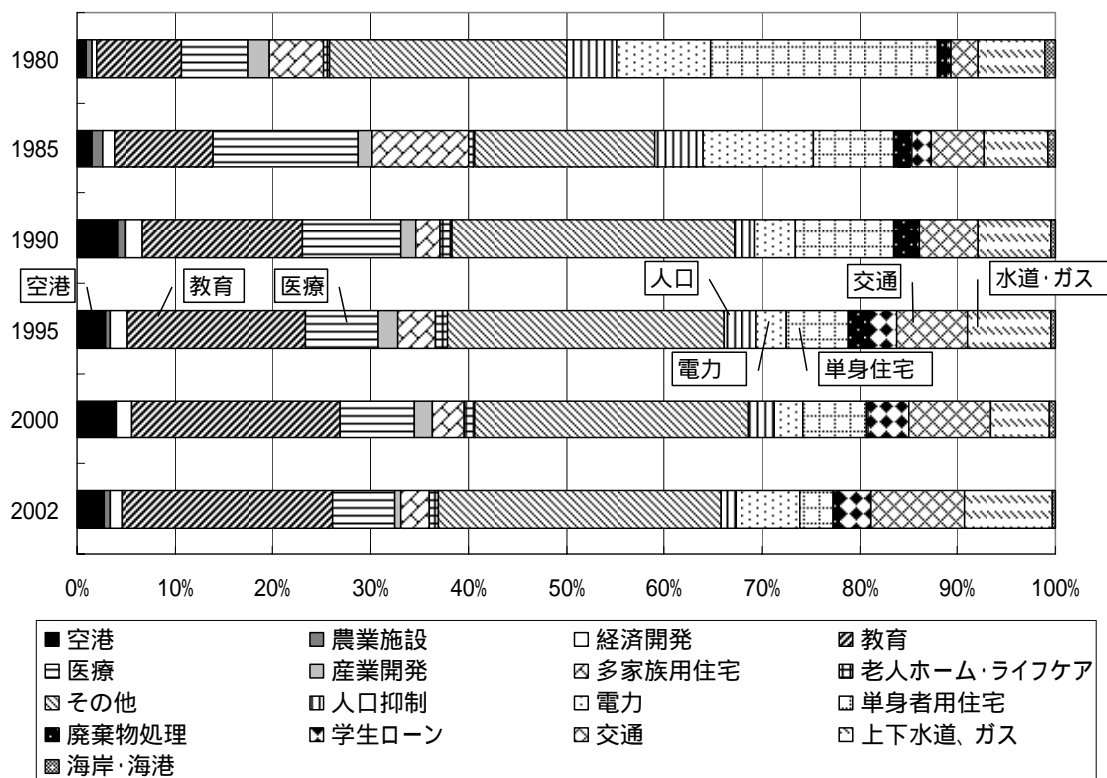
図表 III - 1 米国の連邦・州・地方政府の債務残高、GDP 比の推移



出所) US Census Bureau, "Statistical Abstract of the United States"

地方債による調達資金用途は、交通、水道・下水道・ガス、電力等の基礎的インフラや、教育や病院といった公共的な施設の整備が多い。

図表 III - 2 用途別長期債発行額



|             | 1980  | 1985  | 1990  | 1995  | 2000  | 2002  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 空港          | 0.9%  | 1.5%  | 4.2%  | 3.0%  | 3.9%  | 2.8%  |
| 農業施設        | 0.7%  | 1.2%  | 0.8%  | 0.4%  | 0.2%  | 0.6%  |
| 経済開発        | 0.4%  | 1.2%  | 1.7%  | 1.6%  | 1.5%  | 1.2%  |
| 教育          | 8.8%  | 10.0% | 16.4% | 18.3% | 21.2% | 21.5% |
| 医療          | 6.8%  | 14.8% | 10.1% | 7.4%  | 7.7%  | 6.3%  |
| 産業開発        | 2.2%  | 1.4%  | 1.5%  | 2.0%  | 1.8%  | 0.6%  |
| 家族用住宅       | 5.5%  | 9.9%  | 2.5%  | 3.9%  | 3.3%  | 2.8%  |
| 養護ホーム・高齢者ケア | 0.7%  | 0.6%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.0%  | 1.0%  |
| その他         | 24.3% | 18.4% | 28.9% | 28.3% | 28.1% | 28.8% |
| 人口抑制        | 5.0%  | 4.9%  | 2.0%  | 3.2%  | 2.6%  | 1.5%  |
| 電力          | 9.6%  | 11.4% | 4.2%  | 3.1%  | 3.0%  | 6.5%  |
| 単身者用住宅      | 23.2% | 8.1%  | 10.0% | 6.4%  | 6.4%  | 3.5%  |
| 廃棄物処理       | 0.9%  | 1.9%  | 2.4%  | 2.1%  | 0.3%  | 0.5%  |
| 学生ローン       | 0.4%  | 2.0%  | 0.3%  | 2.8%  | 4.0%  | 3.3%  |
| 交通          | 2.8%  | 5.4%  | 6.1%  | 7.2%  | 8.5%  | 9.5%  |
| 上下水道、ガス     | 6.8%  | 6.6%  | 7.4%  | 8.5%  | 6.0%  | 9.1%  |
| 海岸・海港       | 1.1%  | 0.7%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.6%  | 0.3%  |

出所) U.S. Census Bureau ホームページ

( 2 ) 流通状況

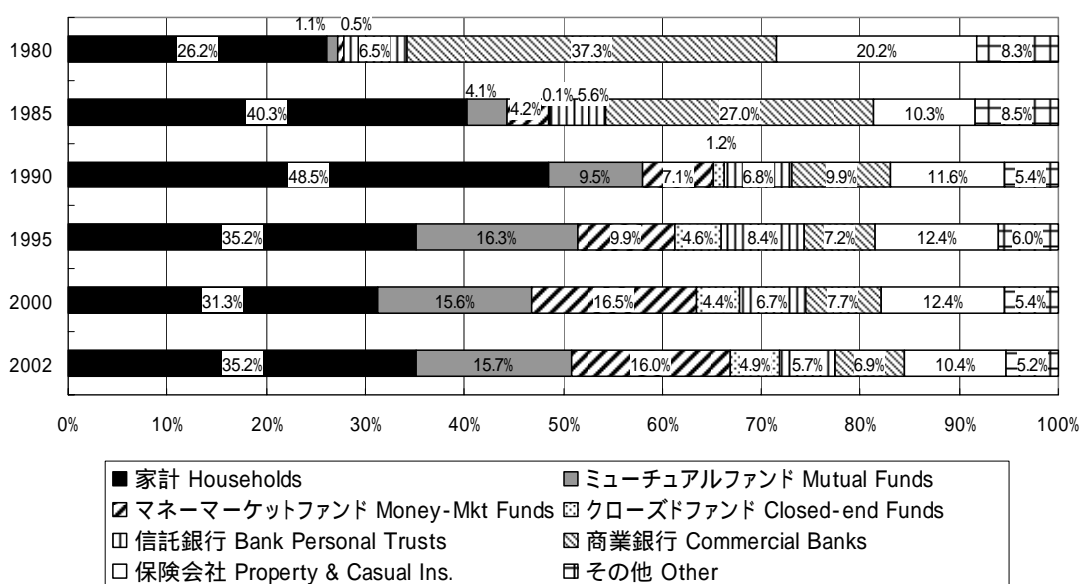
地方債は店頭取引市場により取引される。最近の四半期ごとの 1 日平均取引量の推移をみると、1999 年前半は 80 億ドル程度であったが、その後堅調に増加し、2002 年第 4 四半期には 119 億ドルとなった。

2000 年末時点での米国債券市場の構成は、モーゲージ担保证券が 20.9%、社債が 19.8%、財務省証券(国債)が 17.4%、マネー・マーケット商品が 15.6%、政府支援企業債が 10.9%、地方債が 9.2%、資産担保证券が 6.3%である。

このように地方債は債券市場で一定の地位を占めているといえるが、これは後述するとおり免税債が多いことや、社債等と比べて債務不履行リスクが小さいことが理由と考えられる。

また、地方債の保有状況をみると、2000 年において、家計による地方債の直接的な保有が全体の 35.0%、そして投資信託を通じた家計の間接的な保有を加えると全体の 68.7%を占めている。個人による地方債の所有割合は相当高いといえる。

図表 III - 3 地方債保有者割合



出所) U.S. Census Bureau ホームページ

## 2 地方債の種類と概要<sup>9</sup>

米国では、地方債は Municipal Bond と呼ばれ、州 (State Government)、カウンティ (County)、市 (Municipality)、町 (Town) といった地方政府により発行されている。地方債は、こうした基礎的自治体だけでなく、公共企業体や特別区 (Special District) のようないわゆる公共的団体 (government entities)、また州が設立する地方債銀行 (bond bank) や共同発行基金 (State Revolving Fund) によっても発行されている。

### (1) 米国における地方債の種類

米国の地方債は、償還までの期間、課税の有無、また返済原資の種類観点から区分することが可能である。また、デリバティブ等の形態をとる地方債も存在する。

以下、区分ごとに地方債の種類について説明する。

図表 III - 4 米国地方債の種類

| 区分      | 分類                  |           |
|---------|---------------------|-----------|
| 償還までの期間 | (イ)短期債              | (ロ)長期債    |
| 課税の有無   | (イ)免税債              | (ロ)課税債    |
| 返済原資の種類 | (イ)一般財源保証債          | (ロ)レベニュー債 |
| その他     | 保証債                 |           |
|         | 銀行保証債               |           |
|         | 地方債デリバティブ(ストリップス債等) |           |

出所) 稲生信男「米国の地方債市場と格付」『自治体改革と地方債制度』(2003)

### (2) 償還までの期間による分類

地方債を償還までの期間に応じて区分すると、短期債と長期債とに区分することが可能である。

#### (i) 短期債 (short-term notes)

短期債は、償還年限が1年以内の債権を指す。これは、日本の自治体における一時借入金に相当する。主な発行目的は、季節的あるいは一時的に財政収支の不均衡を生じた場合に、これを解消することである。

<sup>9</sup>以下の記述は、稲生信男(2003)による整理を参考にしている。

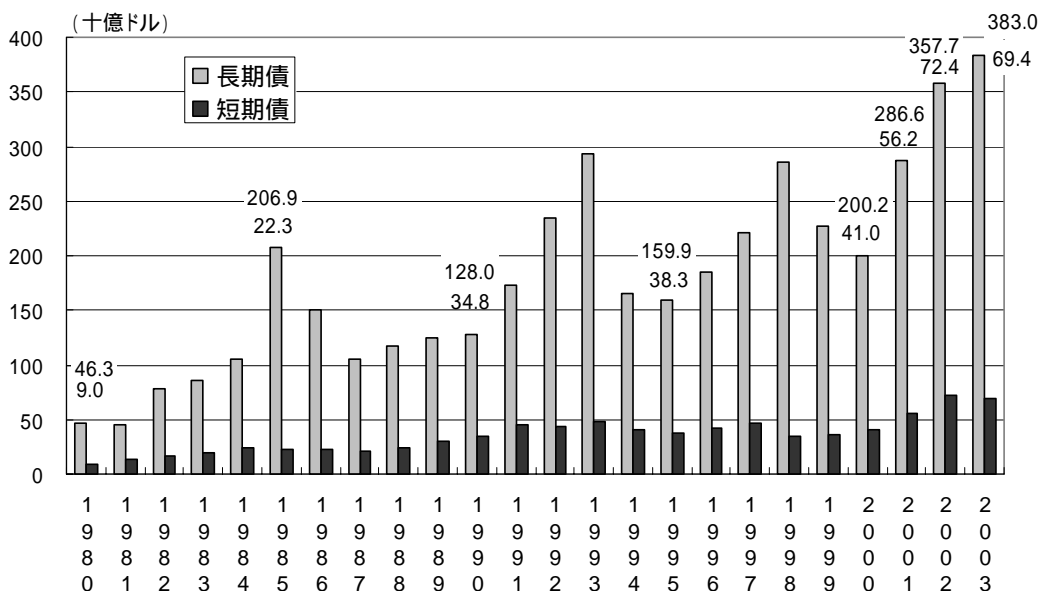
2003 年の短期債の発行額は 694 億ドルであり、同年の長期債の発行額と比べてかなり小さい額にとどまっている。

(ii) 長期債 (long-term bonds)

長期債は、償還年限が 1 年を超える債権である。2003 年の長期債の発行額は 3,830 億ドルである。同年の短期債の発行額 (694 億ドル) に比べ、5 倍以上の額が発行されている。

短期債よりも長期債の発行額が圧倒的に高い傾向は近年も変わらず続いていることから、米国における一般的な地方債といえば長期債を示すと考えてよい。

図表 III - 5 長短期別 地方債起債額



出所) Bond Markets Association ホームページ

(3) 課税の有無による分類

(i) 免税債 (tax exempt municipal bonds)

免税債とは、連邦所得税が課税されない地方債である。免税対象となった地方債で得た利子所得は連邦所得税が非課税となる。

免税対象となる分野は一般に非営利性の高い事業であり、具体的には米国議会が判断し法律を設けており、これに基づき財務省が規制を設けている。規制に基づく行政指導は内国歳入庁 (Internal Revenue Service : IRS) が行う。

免税条件を規定する法律は次の通りである。

a 州法 (State Constitution、State Law)

各州の憲法には自治体の借入活動についての原則が設けられている。憲法の基準に沿った法律が州政府や自治体政府によって設けられる。

b 連邦所得税法 (Federal Income Tax Law)

公的プロジェクトの免税基準や例外事項が説明されている。

c 連邦証券法 (Federal Securities Law)

地方自治体による債券発行は免税となることが規定されており、例外事項も挙げられている。

ただし、こうした法律から一義的に免税債の適格要件が導き出されるのではなく、細則や行政指導の慣例により、免税債の適用が定められていく点には注意が必要である。近年は民間との協働による事業、いわゆるパブリック・プライベート・パートナーシップ (PPP) が進展していることから、事業の営利性・非営利性を判断することが難しいケースが増えている。そのため、事業者は免税要件を満たすよう、様々な工夫をしている。

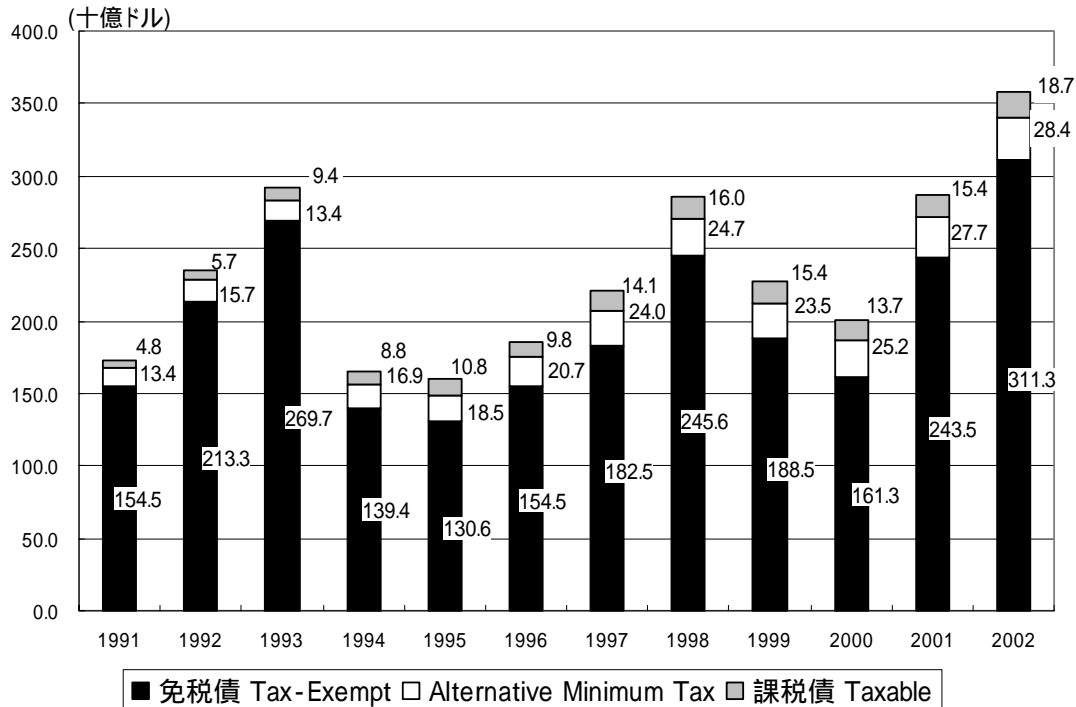
地方政府が特定のプロジェクトで免税債が発行できるか否かについては、直接財務省や IRS に質問を持ちかけるよりも、多くの場合、法律事務所に依頼し、債券発行目的や返済方法を分析し免税要件を満たすかどうかについて調査を行っている。実際に、債券発行時に作成される目論見書にも、弁護士により免税債の適格性についてのコメントが記入されることが必要とされている。

課税債と比べ、免税債の発行額は極めて大きい。2002 年において、課税債の発行額が 187 億ドルであるのに対して、同年の免税債発行額は 3,113 億ドルである。

(ii) 課税債 (taxable municipal bonds)

課税債は、連邦所得税等の課税対象となる地方債である。債券の発行対象事業に営利性が認められる等、免税要件を満たさない債券は課税債として発行される。課税債の発行額は極めて小さい。

図表 III - 6 課税区分別長期債発行額



注) Alternative Minimum Tax とは、高額所得者等が控除等の優遇措置を多用して税負担を不当に軽減することを避けるために設けられた制度である。ここでは、その制度の対象となる地方債を指す

出所) Thomson Financial Securities Data Company ホームページより野村総合研究所作成

#### (4) 返済原資による分類

返済原資による区分は、発行自治体の税収等の歳入一般が充当される一般財源保証債と、個々のプロジェクトや公営企業の資金調達を目的に発行されるレベニュー債に分けることができる。

##### (i) 一般財源保証債 (General Obligation Bonds)

一般財源保証債の返済原資は、発行する地方政府の税収等の歳入一般である一方、返済原資は様々である。学区や小規模な自治体は財産税に返済を依存している。これに比べて、州や大都市自治体の返済財源は多様化しており、財産税のほか、法人税、個人所得税、売上税、使用料、特別手数料、補助金が含まれることがある。

一般財源保証債を発行する場合には、住民の承認が必要とされるケースがほとんどである。これは、米国で戦前に債務不履行となった地方債が多発した歴史的経緯を背景としている。住民の承認は、住民投票 (レファレンダム) によって実施される。この住民



投票を必要とする州は全米で 42 にのぼる。

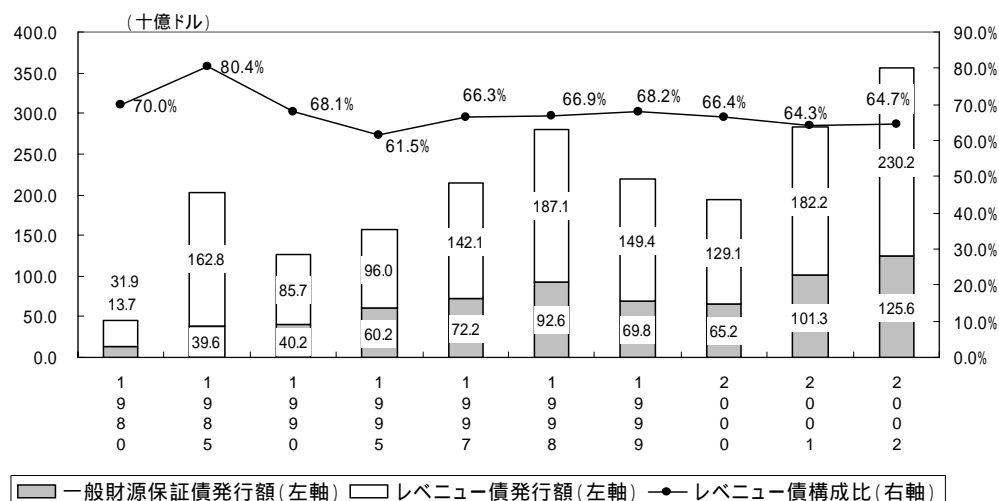
( ii ) レベニュー債 ( Revenue Bonds )

レベニュー債は、個々のプロジェクトや公営企業の資金調達を目的に発行される。返済原資は、調達資金が充当されるプロジェクト等に限定される。原則として、当該自治体の税収をレベニュー債の返済財源に用いることはない。その意味で、レベニュー債を用いて行うプロジェクトは、会計的に独立した仕組みとなっている。

レベニュー債の発行対象プロジェクトは、空港、大学、病院の建設等、インフラや大規模な公共施設の整備である。こうしたインフラや公共施設からの収益をもとに、債務は返済される。

地方債全体の発行額に占める一般財源保証債の割合は、2002 年において約 4 割 ( 1,256 億ドル )、そしてレベニュー債の割合は約 6 割 ( 2,302 億ドル ) である。レベニュー債の発行割合が高い状況は、近年一貫してつづいている。この背景には、一般財源保証債は住民投票を要する等発行時のハードルが高いことや、PPP 関連の事業性の高いプロジェクトが増加していることが指摘できる。

図表 III - 7 新規長期債発行状況 ( 一般財源保証債、レベニュー債別 )



出所) U.S. Census Bureau より野村総合研究所作成

( 5 ) その他の分類

これまでに紹介したもの以外に、保証債や、およびストリップス債等の地方債デリバティブが存在する。

( i ) 保証債

保証債とは、発行自治体の収入のみならず、民間の金融保証保険会社の引受によって償還が確保されている地方債である。金融保証保険会社の説明の部分で詳述するが、保証をした地方債については、発行地方政府が支払い不能な状況となった場合に、金融保証保険会社はその元利金の支払いを無条件で保証する。

( ii ) 地方債デリバティブ

米国の地方債市場では、変動利付地方債（市場金利が上昇すればクーポンが高くなり低下すれば低くなる仕組債）、逆変動利付地方債（市場金利が上昇すればクーポンが低くなり上昇すれば高くなる仕組債）、ストリップス債（元本部分と利札部分が分離され、それぞれの部分がゼロクーポンの割引債として販売されるもの）等様々な種類の地方債デリバティブが存在する。これらは、リスク管理の一貫として地方政府に活用されるケースが見られる。

### 3 地方債制度上のプレーヤー

#### (1) 概要

米国の地方債制度上には多数のプレーヤーが存在する。この状況は、中央政府、地方自治体、銀行と、プレーヤーがこれら3主体にほぼ限定される我が国とは大きく異なる。

まずは、発行主体として、州、市町村、公営企業、学区といった地方政府がある。また、地方債の共同発行を手がける州立の地方債銀行が存在する。

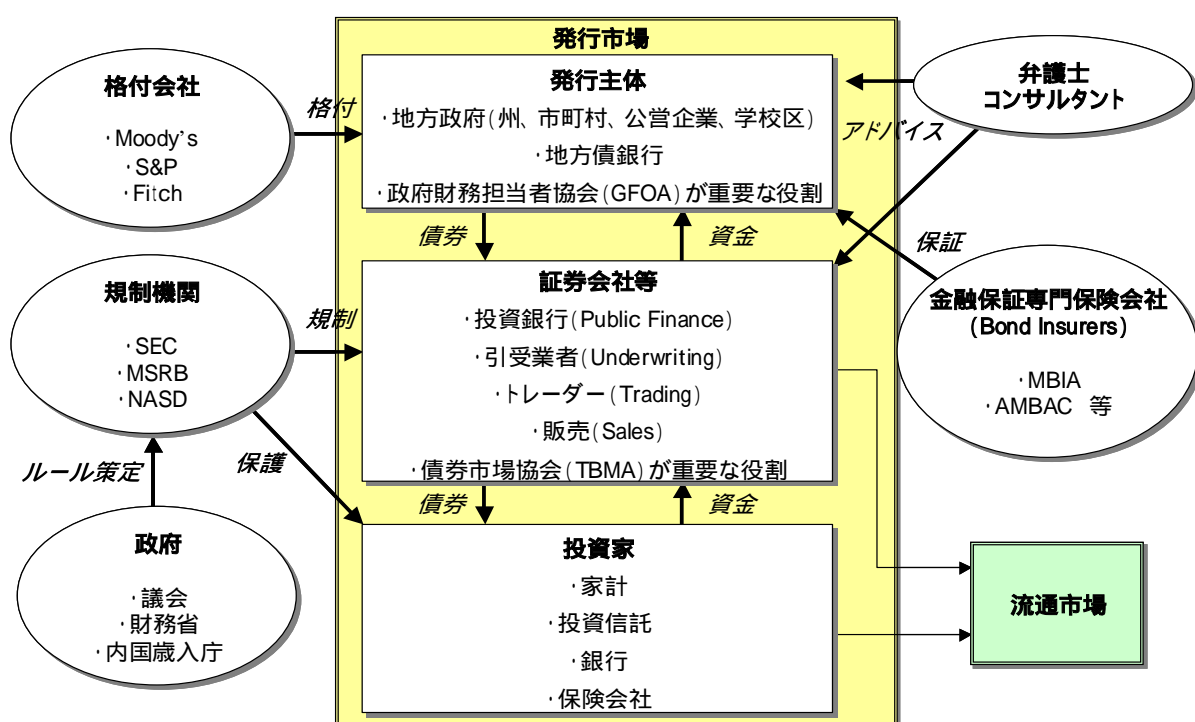
地方債の発行に当たっては、証券会社が引受や売出等を務める。発行の際、発行主体側や証券会社側に、地方債発行の際の免税条件等の法的チェックや、有利な金利設定のための地方債の構造の設計等に弁護士やコンサルタントが関わる。

発行される債券には、保証が付与されることが一般的である。この保証は、連邦政府が付与することは原則としてなく、保証付与の専門会社が携わるケースがほとんどである。また、発行の際には、発行主体の依頼により格付会社による地方債の格付が実施される。

発行にあたっての免税条件等のルール策定には、政府や各種規制機関が関わる。また、業界の自主的な規制も存在し、こちらは発行主体等の業界団体が関与する。

ここからは、地方債制度のプレーヤーの機能や最近の動向をプレーヤーごとに確認する。

図表 III - 8 地方債制度上のプレーヤー



## (2) 発行主体

### (i) 州政府・地方政府

地方債の発行主体は州・地方政府である。州債・地方債は、地域のインフラや公共施設の整備を行う際に、その資金源の調達手段として活用されている。公共的なインフラや施設の整備に使われる理由は、こうしたインフラ・施設は後年度にわたって便益を地域住民に提供するため、建設時点だけではなく、後年度にわたって活用をつづける住民に負担を求めることが理に適っているからである。

ただし、州債・地方債は後年度への負担を伴うことから、地域住民の合意のもと発行される必要がある。こうした合意をとりつけ、州債・地方債による資金をもとに事業を実施する中心的な役割を、州政府・地方政府は担っている。

ここでは、現地調査対象となったニューヨーク市行政管理予算局（OMB, Office of Management and Budget）の現状をもとに、地方政府による地方債発行等に関する現状について述べる。

### (イ) 地方債発行の標準的な流れ

ニューヨーク市における地方債の発行には大きく3つのフェーズがある。

#### a 発行目的の検討

まずは地方債の発行目的の検討から始められる。基本的に、地方債発行の案件はインフラ整備のためにある。

インフラ整備のような資本支出ではなく、経常支出のための借入は非常にまれであり、かつ好まれない。1970年代に市が陥った財政難の根本理由は、経常支出を調達するために地方債を連続して発行していたことにある。そのため、その際の教訓が今では、「経常支出のための地方債発行はしない」といった市の様々な地方債発行時の各種の自主ルールとして活用されている。

#### b 基本的な法律枠組みの検討

地方債の法律枠組みの検討としては、免税債または課税債のいずれかにするかが重要である。米国の地方債においては免税債が一般的であるし、また投資家にとってもメリットがあるため、通常は免税債の発行が選択される。しかし、免税の規定には該当しないものの需要が大きいインフラ整備等、債券の発行目的によっては課税債発行もありうる。

その他、各種の法律上の規定を考慮する。検討の対象には、借換実施の有無や返済方法等について市が規定するルールも含まれる。

c 発行に当たっての詳細検討

投資銀行等の援助のもとに、更に詳細に発行する地方債の債務構造、返済計画、クーポン等について決定する。特に返済方法の決定が重要である。一般的には、返済原資は固定資産税とされているが、これに加え、債券の規定の中で、債券返済を他の支出より優先するようにとの条件を挿入することもある。

投資銀行等の外部の主体とはかなり密に連絡がとられている。市の財務担当者が外部の実務家と週に何度も会うこともまれではない。このプロセスにおいては、格付会社ともコンタクトをとる。投資家は、格付のない債券を避ける傾向があるため、格付を得ることが通常である。

市の資本支出計画や均衡予算の方針も地方債発行の際に検討する重要な事項である。ニューヨークでは、債券発行を伴うものを含む、今後 5 年間の資本支出計画を公開することとしている。また、均衡予算を達成するため、安易に債券発行を行なって財政を悪化させることがないようにしている。

(口) 地方債関連の各種計画・報告書

規律ある地方債発行を実現するため、また情報開示の要求に応えるため、地方債の発行にあたっては関連する計画や報告が多く作成される。

a 財務計画 (Financial Plan 及び毎四半期に作成される「Financial Plan Updates」)

市の予算は、財務計画 (Financial Plan) に基づいている。市は財務計画を作成した後、州の財務管理委員会 (Financial Control Board) に提出する。この委員会は、70 年代の財政危機の際に州に設置された機関であり、市が規律ある財務運営をしているかをチェックする。そして財務計画は市議会により承認され、予算化される

また、四半期ごとに Financial Plan Updates が策定されることによって、財務計画が最新の状況に更新される。市議会は会計年度を通じて Financial Plan Updates の承認を行っている。

b 資本計画 (Capital Commitment Plan)

市の資本支出は、資本計画 (Capital Commitment Plan) 及び 10 ヶ年資本戦略 (The Ten Year Capital Strategy) により年度ごとかつ中長期的に統制がなされている。そのため、地方債の発行も、資本計画により影響を受ける。また逆に、地方債発行による地方債の発行残高や金利コスト自体が、資本計画の内容を左右する重要な要素といえる。

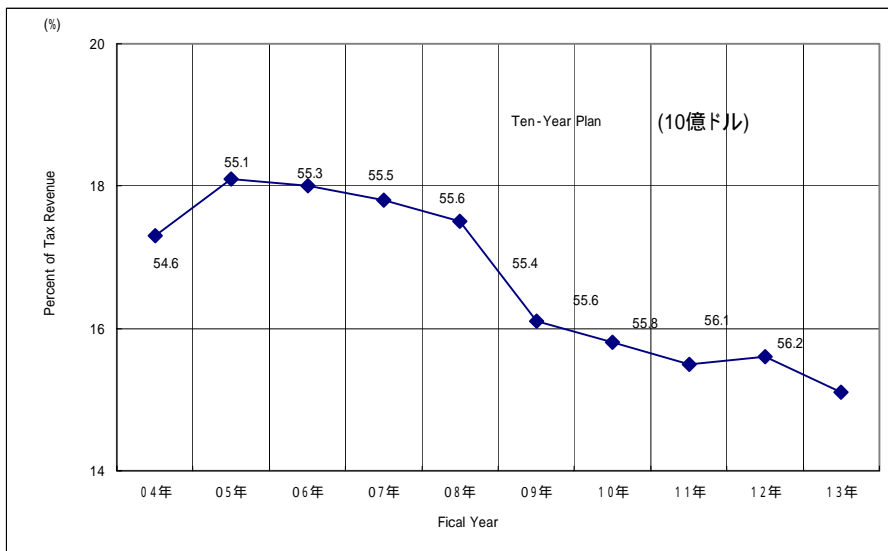
資本計画の策定においては、債務を制限しようとする考え方と、資本投資を積極的に行う考え方は常にせめぎ合っており、両者のバランスをいかにとるかが重要となっ

ている。この点、ニューヨーク市は、均衡予算の方針を採用しているため、債務超過になることがないように資本支出をコントロールしている。10カ年計画では、長期的に市の税収に対する債務の割合を減少させていくことを明示している。

図表 III - 9 資本計画（2004年度）上の部局別の資本支出の前年度実績と次年度目標

| Managing Agency                                  | FY 2002 | FY2003 |         |           | FY2004 |
|--|---------|--------|---------|-----------|--------|
|  | Actuals | Plan   | Actuals | % of Plan | Plan   |
| Department of Sanitation                         | 216     | 105    | 150     | 143       | 106    |
| Department of Environmental Protection           | 1,553   | 1,038  | 962     | 93        | 1,466  |
| Department of Housing Preservation & Development | 443     | 234    | 285     | 122       | 282    |
| Department of Transportation                     | 360     | 476    | 471     | 99        | 800    |
| Department of Design and Construction            | 1,156   | 830    | 1,027   | 124       | 736    |
| School Construction Authority                    | 1,133   | 819    | 755     | 92        | 640    |
| Department of Citywide Administrative Services   | 64      | 151    | 88      | 58        | 148    |
| Department of Parks and Recreation               | 129     | 210    | 156     | 74        | 239    |
| Department of Business Services                  | 327     | 529    | 393     | 74        | 513    |
| City University of New York                      | 10      | 50     | 24      | 48        | 59     |
| Department of Correction                         | 7       | 24     | 15      | 63        | 40     |
| Transit Authority                                | 6       | 564    | 513     | 91        | 120    |
| All Others                                       | 810     | 826    | 943     | 114       | 1,003  |
| Totals   | 6,214   | 5,856  | 5,782   | 99        | 6,152  |

図表 III - 10 ニューヨーク市の10カ年資本戦略における債務削減方針  
（元利償還費の見直し）



出所) ニューヨーク市資料

c 目論見書と年次報告書

地方債の発行時には、目論見書等各種の法的文書が作成される。ニューヨーク市は年間7~8回債券を発行するが、その都度地方債の目論見書を刊行している。

市では、地方債の発行や債務残高を含む市の行財政運営の結果を、毎年度、年次報告書として公表している。

(八)発行する債券の種類：

ニューヨーク市においては、固定資産税を返済原資とする一般財源保証債の発行とレベニュー債の発行がなされている。

レベニュー債は市の機関である Transitional Finance Authority (TFA)を通じて発行されている点が特徴的である。

TFA は、州の憲法による借入上限の問題を回避するために設立された借入代替機関である。州の憲法上規定されている借用上限は固定資産税の一定割合であるため、市にとっては不十分な場合がある。TFA は所得税も活用することでこの上限を乗り越えるために設置された。市では所得税収入を一旦 TFA に提供した上で、TFA の収入を担保とするレベニュー債を発行している。

(二)デリバティブの活用

地方政府において地方債デリバティブは財務管理の一手段として活用されている。ニューヨーク市においても、財政負担を軽減する効果を期待し地方債スワップを活用している。典型的な活用方法としては、変動利率で債券を発行し、後に固定利率にスワップするものである。

(ホ)スタッフの特徴

ニューヨーク市の予算関連の業務を行っている行政管理予算局のスタッフ総員は約300人である。そのうち、債券関連業務に従事しているスタッフは12人程度である。

債券関連業務に従事している職員のほとんどが、会計士や弁護士等の資格を持っている。民間の証券会社等の職務経験を持つ者や、行政系の修士号の取得者はスタッフ中に多い。

職員の転職はそれほど多くないが、市の職員から、ファイナンシャル・アドバイザー、投資銀行、また格付機関等に転出する例が比較的多い。

市の職員の給与は他の公務員と比較して特に優遇されているわけではないし、民間の金融機関の従業員の給料よりもはるかに少ない。

そうしたなかで、専門性の高い職員の獲得には、市が積極的に行っている行政系大学院での求人活動の充実等の成果があるとされている。

## (ii) 地方債銀行

地方政府による起債が非常に困難な州では、州政府が地方政府の社会資本整備等を促進するために、地方債銀行（bond bank）と呼ばれる政府系金融機関を設立し、州下の地方政府の地方債の共同発行を担っている。

地方債銀行は、複数の地方政府に代わって銀行債を発行する。市場から調達した資金は、資金を必要としている地方政府の地方債の購入にあてられる。そして、借り手の地方政府から、地方債銀行を経て、投資家に元利償還がなされる。

### (イ) 地方債銀行による共同発行の意義

債券を市場に発行する際、目論見書を作成しなければならない。複数の行政区が共同発行することにより目論見書の作成費用の一行政区あたりのコストが減る。

財政的に豊かでない自治体にとっては、共同発行は地方債発行の重要な手段である。単体では財務力が弱く、市場の信頼を得にくいいため地方債発行が困難な自治体であっても、共同発行であれば、財務力が相対的に高い他の自治体の担保があるため、債券発行に参加できる。

投資家にとっては、共同発行には、相互担保による投資リスク削減の意義がある。投資先の地方政府の財務状況が悪化しても、参加する地方政府が相互に担保を行うことによって、地方債銀行を通して発行された地方債の安全性は保持されている。

### (ロ) ケーススタディ：ニューヨーク州地方債銀行（Municipal Bond Bank Agency (MBBA)）<sup>10</sup>

#### a 概要

ニューヨーク州地方債銀行（Municipal Bond Bank Agency (MBBA)）は 1972 年にニューヨーク州によって設立された公社である。MBBA はニューヨーク州の地方政府を対象に、地方債の発行等資本市場に関する事項への支援を行うことを目的としている。

MBBA は下記のメンバーにより構成されている

- 州の会計監査官
- 州の事務次官
- 州の財務理事
- 州の住宅財務公社（the New York State Housing Finance Agency: HFA）の代表
- その他州知事に任命される 3 人の理事（うち一人は公選によって選ばれた自治体関係者）

<sup>10</sup>本節の記述は、MBBA へのインタビューを基にしている。



b MBBA による複数の行政区のために債券の共同発行を行った事例

事例 1 :

1998 年、2001 年、2003 年の 3 回にわたって、州下の自治体であるロチェスター市、バッファロー市、トロイ市の共同発行を手がけている。それぞれの自治体には深刻かつ緊急な債券発行ニーズがあったため、MBBA により共同発行の手段がとられた。すなわち、ロチェスター市では財政難を乗り切るための債券借換え、バッファロー市では年金給与の支払要求の裁判に負けたことによる資金調達、そしてトロイ市では市の財政赤字の清算が必要であった。

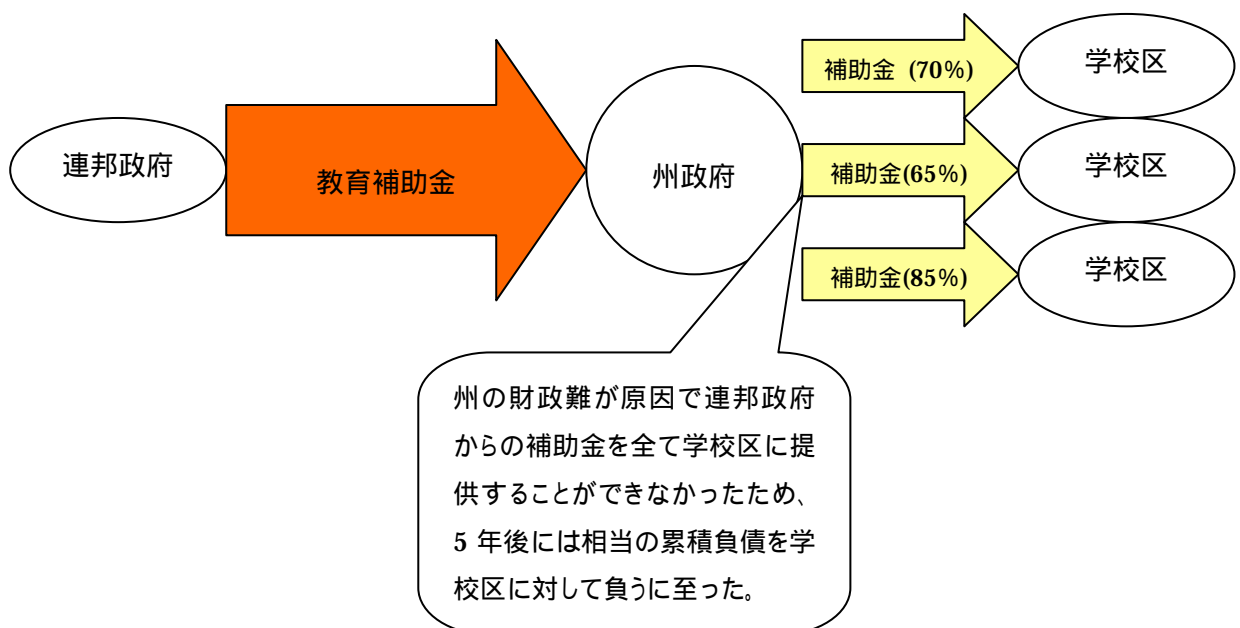
事例 2 :

MBBA は、ニューヨーク州政府が学校区に負う連邦政府補助金の累積負債を清算するための債券を発行している。つまり、州に代わって地方債を発行する業務も実施している。

連邦政府が提供する学校への補助金は、学校区に直接分配されるのではなく、州を経由して、生徒数、教員数、その他の変数により算定された金額が各学校区に分配される仕組みとなっている。しかし、ニューヨーク州の財政難のため、学校への補助金の全てを支払うことができていなかった。各学校区は支払い不足分を経理上、州の負債として記録していた。

ニューヨーク州議会は MBBA に対して、学校への負債返済のための債券発行を許可した。債券発行は州の補助金を担保とするレベニュー債として、2 回に分けて行われ、学校区への負債の返済が実施された。

図表 III - 71 州による学校区への負債イメージ



c Tax Lien Program (税先取特権プログラム) について

MBBA では、高度に設計された金融商品というべき地方債の発行も行っている。

MBBA は、近年、税先取特権プログラム (Tax Lien Program) を州下の自治体に提供している。税先取特権プログラムとは、住民が延滞している固定資産税に対してニューヨーク州下の地方自治体が持つ先取特権 (tax lien) を、MBBA が買い取ることで、自治体の財務状況を改善させることを目的とするものである。

買い取った先取特権は、特別目的基金 (special purpose trust) としてプールされる。そして、債権として発行され、投資家に販売がなされる。投資家への払い戻し原資は、先取特権に基づく固定資産税の回収によりまかなわれる。この回収は、MBBA と契約する専門の回収業者 (サービサー) により行われる。

このプログラムのメリットは、参加した自治体にとっては、早期のキャッシュの回収と、不良債権化のリスクの地方債銀行への移転がある。

2003 年 8 月のプレスリリースによると、これまで 1250 万ドルを先取特権に裏付けられた債券として発行し、参加した 4 つの自治体 (バッファロー、シラキウス、ビンガムトン、プラッツバーグ) が恩恵を受けている。

回収業者として、滞納された税金を専門に回収するサービサーである JER Revenue Services<sup>11</sup>が契約を得ている。JER 社は滞納者に対する債務整理相談等を実施することで回収を実施している。

---

<sup>11</sup> J.E.ROBERT Companies グループの地方政府対象としたサービサー企業

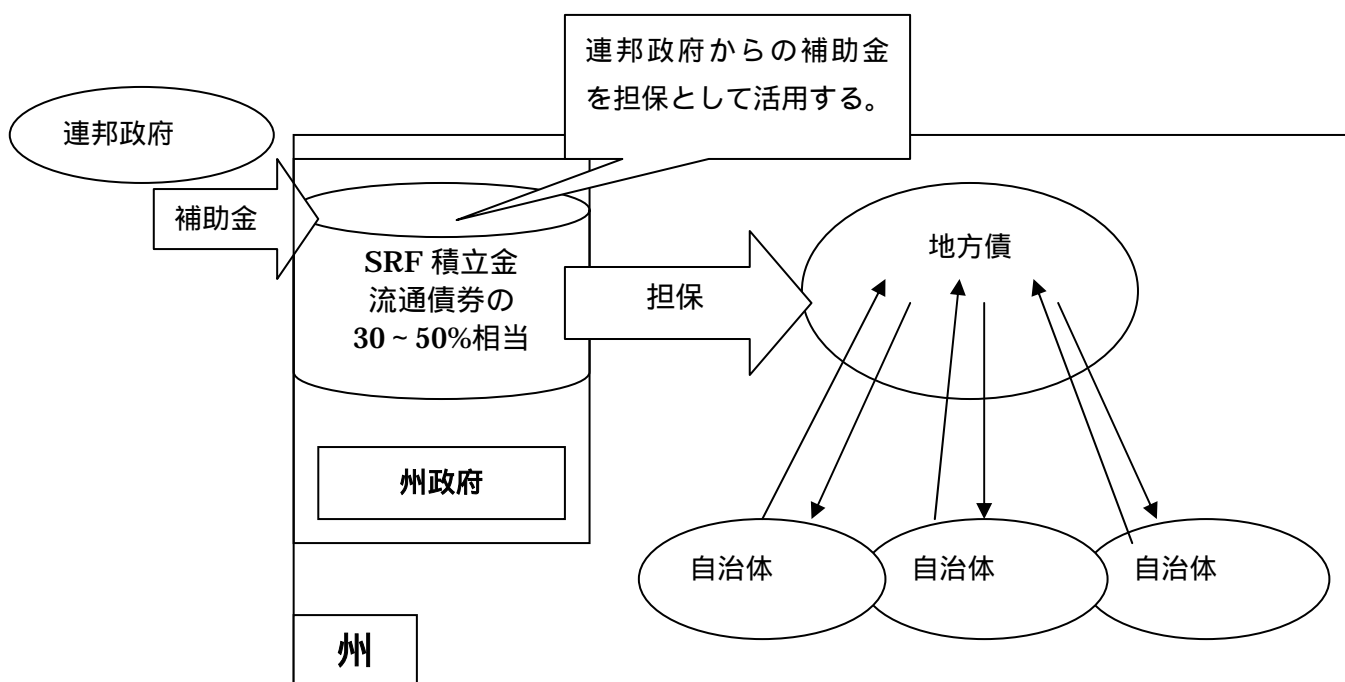
( iii ) 州の共同発行基金 ( State Revolving Fund ( SRF ))

地方債銀行を通じた共同発行と同様の仕組みとして、州による共同発行基金 ( State Revolving Fund ( SRF )) がある。SRF は、財務パフォーマンスが低いことや、財政規模が小さいため、単体では地方債を発行することが難しい地方政府に代わって、それらの自治体の資金をもとに地方債を発行する基金である。

全米では 25 の州で SRF が設けられている。典型的な SRF による地方債発行の方法は、連邦政府から州を經由して州下の自治体に提供される補助金の一部を、州が SRF として積み立て、その積立金を元手に集合的に債券発行を行うものである。

こうした SRF は、SRF によって発行された地方債残高の 30% から 50% に相当する規模であるため、万が一債務不履行が発生しても、SRF をもとにした債務返済がなされる仕組みとなっている。

図表 III - 12 SRF のイメージ



( iv ) 発行主体の利益団体<sup>12</sup>

発行主体の利益を代表する団体として、政府財務担当者協会 ( Government Finance Officers Association ( GFOA )) が存在する。GFOA は、1906 年に米国およびカナダの州、郡、市、連邦政府の財務担当者を支援する目的で設立された非営利法人である。具体的には、GFOA は、目論見書作成ガイドラインの作成や、各種地方債関係出版、地方債関係のコンサルテーションを主に行っている。

<sup>12</sup>本節の記述は、GFOA へのインタビューを基にしている。

(イ) 会員向け業務内容

GFOA は会員によって構成される非営利組織である。会員数は現在約 16,000 名を数える。GFOA は一般に開かれている。会員は、市町村、郡、学校区、特別区、州、図書館、連邦政府機関、会計事務所、法律事務所、投資銀行、そしてコンサルティング会社と幅広い機関の関係者から構成されている。

GFOA は情報発信、教育活動、アドバイザーサービス等幅広い会員向けサービスを提供している。

図表 III - 13 GFOA の主な会員向けサービス

| 項目  | 業務内容   |
|---|--|
| 年次大会の開催   | 7000 名程度の規模の年次大会を毎年 3 日間開催<br>大会では約 85 の分科会が設置され、情報交換やネットワークの形成がなされる         |
| 研修プログラムの提供  | 年間を通じて様々な場所で地方財務等に関する研修が開催される。講師は公共セクターの専門家が務める                              |
| 出版とソフトウェア販売   | これまで 100 を超える地方財務に関する本やマニュアルを発行している<br>財務分析等に役立つソフトウェアを販売している                |
| 財務担当者資格 ( the Certified Public Finance Officer (CPFO) ) の認証 | 地方財務担当者向けに財務担当者資格 (CPFO) の認証を行っている。認証はテストに合格することで得られる                        |
| 機関誌の発行  | 会員向け機関紙 (「Newsletter (月二回発行)」<br>「Government Finance Review (隔月発行)」) を発行している |
| 連邦政府関係者との情報交換・情報提供  | 連邦政府の関係者と情報交換を定期的に行い、その内容は会員に提供される   |
| アドバイザーサービス  | 会員からの財務関連の技術的な質問について受け付ける  |
| 優れた財務管理を行った政府機関への表彰   | 優れた財務管理を行った政府機関に対して様々な表彰プログラムを用意している   |
| 財務管理に関する調査やコンサルテーション  | 財務管理に関する調査やコンサルテーションを実施している  |
| 奨学金の提供  | 地方財務を学ぶ学生へ奨学金を提供している   |

出所) GFOA ホームページより作成

#### (ロ)ガイドライン

GFOA の重要な役割として、地方債に関する様々なガイドラインを策定していることがある。GFOA は政府機関ではないため、そのガイドラインには強制力はない。しかし、ガイドラインの策定に携わる GFOA に設置された委員会 (Committee on Governmental Budgeting and Fiscal Policy や Committee on Accounting, Auditing and Finance Reporting 等 7 委員会) は関連する政府機関の財務担当者により構成されており、また証券取引委員会 (SEC) がガイドラインとして公認するものもある (目論見書に関する情報公開ガイドライン) ことから、ガイドラインの影響力は高いと考えられる。

GFOA は、1976 年に情報公開ガイドライン (Disclosure Guidelines for State and Local Government Securities) を作成している。このガイドラインは目論見書の作成の際に地方政府やそれを支援する弁護士によって必ず参照されている

GFOA のガイドラインに規定された目論見書の主要な記載事項は、(イ)地方債に関連する基本的な事項、(ロ)発行主体に関連する事項、(ハ)信用リスクに関連する事項に分類することができる。

ガイドラインには後述の情報公開ガイドラインのほか、監査、免税債、業績管理、連邦政府との関係等、様々な種類のものが存在する。

図表 III - 14 目論見書の記載項目

| 種別                 | 記載項目                | 具体的な記述内容   |
|--------------------|---------------------|--|
| 開示対象の地方債に関する基本的な事項 | 売り出される証券についての記述     | 売り出し目的についての完全な情報、資金調達計画、返済財源や担保、当該地方債の優先順位、繰上償還条項、履行方法、変動利付債か固定利付債かの別          |
| 発行主体に関連する事項        | 記載する地方政府や当該事業に関する記述 | 発行主体の行政区域や提供する公共サービスの水準、人口的要素<br>レベニュー債の場合は、当該事業体の組織・マネジメント・収入構造・経営実績や今後の経営プラン |
| 信用リスクに関連する事項       | 財政状況に関する情報          | 一般に認められた会計原則および監査基準をみかしている財務諸表、ならびに発行主体あるいは債務者の資金管理面での活動や運営の実績                 |
|                    | 発行主体の要返済債務に関する記述    | 起債制限、将来の借入見込み  |
|                    | リスク補完の内容と程度に関する情報   | 保証会社等による保証を受ける場合   |
|                    | 基本的な証拠書類に関する記述      | 契約証書、事務取扱会社との信託協定、起債や利害関係人の権利を根拠づける議決の有無                                       |
|                    | 法的なリスクに関する記述        | 売り出される地方債に重大な影響を及ぼすものと考えられる裁判や行政上の手続き  |
|                    | その他の記述              | 格付の概要、引受業者や財務コンサルタント（financial advisors）に関する記述、追加的な情報の入手に関する記述等                |

出所) 稲生信男「米国の地方債市場と格付」『自治体改革と地方債』

原資料は GFOA "Disclosure Guidelines for State and Local Government Securities," 1991

### (3) 弁護士<sup>13</sup>

#### (i) 地方債に関する弁護士の役割

弁護士が地方債に関わりを持ち始めたのは大変古く 1850 年代頃である。鉄道債券の債務不履行が多発したのがきっかけとなっている。このような背景のなか、財政力等の弱い地方自治体の債券が返済可能なものとして発行されることを支援するために弁護士が関わるようになった。つまり、債券市場を安定させ、投資家を安心させるため

<sup>13</sup>本節の記述は、法律事務所である Nixon Peabody へのインタビューを基にしている。

に必然的に雇われるようになったといえる。

債券市場に関係する法律の多くは、債務不履行や情報開示等に関する問題解決手段として生まれたものが多い。税法と証券法の多くは情報公開不足や支払不履行等の問題に政府が介入し解決するための方策として立案されたものである。弁護士はこうした法律を背景に、債券の市場性を保証するために寄与している。

## (ii) 地方債発行時の弁護士の実際の関与

例 - 自治体が上下水道の資金調達をレベニュー債により実現するケース

### (イ) 州法の参照

まずは、返済方法の決定に関わる州法の参照をする。州法には、一般財源保証債の場合、住民投票の必要性等規定している場合が多い。そのため、まずは返済方法が一般財源保証債かレベニュー債を決める必要がある。

そして、その他の州法上の経るべき必要事項を参照する。例えば、公聴会の開催の必要性や実施方法についての参照や償還期限の規定等の参照をする。

### (ロ) 証券法の参照

次に、証券法と税法とを見る。証券法では投資家に対する正確な開示を実施することが要求されている。法律には開示内容は規定されていないが、GFOAのガイドラインを参照することにより、目論見書には以下の点が通常含まれる。

- ・自治体に関する説明
- ・既存の当該インフラ（この場合上下水道）の現状
- ・歳入状況
- ・実現可能性調査 (Feasibility Study)
- ・環境庁の規制コンプライアンスの調査 (EPA compliance)
- ・弁護士の見解
- ・上下水道料金の妥当性

### (ハ) 法の参照

免税債の適用可否は施設の所有主体や管理主体に左右される。所有も管理も行政が行う場合は明らかに公用であり、免税債の条件を満たすものとなるが、混合の場合には以下の点を考慮する。

- ・上下水道施設を民営化する予定の場合は地方債の免税は認められない
- ・同様に上下水道施設を民間団体にリースする場合も免税とはならない

・管理面だけを民間企業に行わせる場合、もし契約条件が免税法の要件を満たしている場合には免税となる。要件は例えば下記のものがある

- 契約が指定期間以上であること
- セーフハーバー (Safe Harbor) と呼ばれる規制リストを満たしている場合は自動的に免税となる

「セーフハーバー」とは、税務当局が簡易な一定のルールをあらかじめ設定し、納税者が当該ルールに基づき取引を行っていれば税務当局はその結果を税務上妥当なものとして自動的に受け入れるという規定である

#### (4) 証券会社

##### (i) 証券会社の役割

地方債の発行に証券会社は必須の存在である。その業務は、引受業者向けに発行予定の地方債の様々な条件を「提案依頼書 (Request for Proposals :RFPs)」として作成する投資銀行業務、売出しされる地方債を取得する引受業務、流通市場における地方債の取引業務等がある。ここでは、地方債の発行に関わりの深い引受業務について述べる。

地方政府が地方債を発行する際には、公募形式で市場に出す場合と、相対の私募債形式で発行する方法とがとられる。公募債の場合、地方債は一般的に証券会社の地方債部門に引き受けられる。

地方債を発行する場合の条件決定方式としては、競争入札方式と主幹事方式とがある。1989年から1999年までのトータルの起債件数でみた場合では(私募債を除く)、競争入札方式が多いが、金額ベースでみると主幹事方式の割合が高い。すなわち、起債額が大きいレベニュー債においては、主幹事方式によるケースが多いといえる。

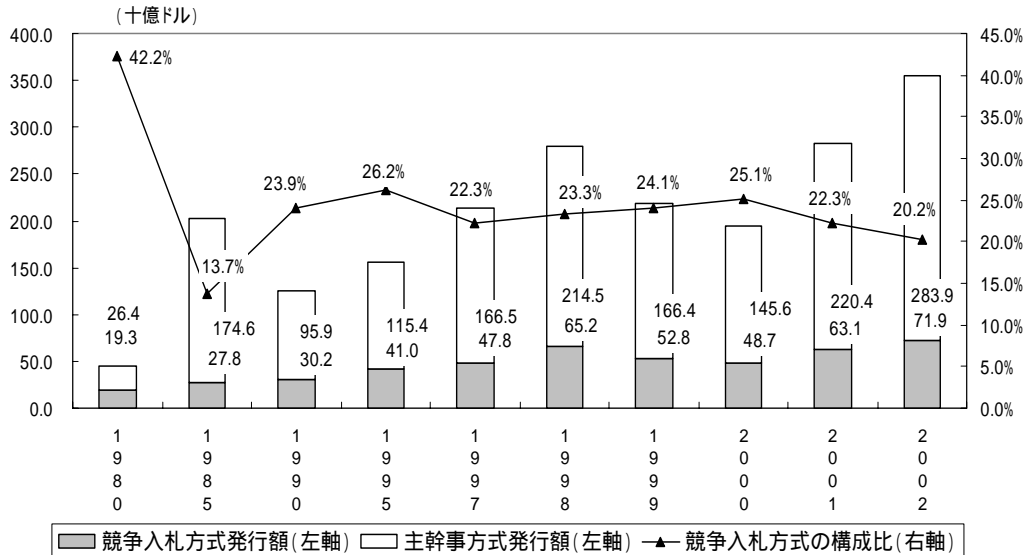
図表 III - 15 米国地方債の条件決定方式 (1989年から1999年までの総計)

| 地方債の種類  | 類型    | 競争入札方式 | 主幹事方式 |
|---------|-------|--------|-------|
| 一般財源保証債 | 件数ベース | 56.0%  | 44.0% |
|         | 金額ベース | 48.2%  | 51.8% |
| レベニュー債  | 件数ベース | 84.5%  | 15.5% |
|         | 金額ベース | 10.8%  | 89.2% |

出所) 稲生信男『自治体改革と地方債制度』



図表 III - 16 競争入札方式及び主幹事方式別発行額



出所) U.S. Cencus Bureau ホームページ

一般財源保証債については、州法等により競争入札方式とする場合が多い。競争入札方法の場合、引受業者は指定の日時に発行主体に対して入札を行い、発行主体はもっとも有利な条件（発行主体にとっての低い金利）を示したものを落札者として選定する

レベニュー債においては、発行額が大きい場合、主幹事方式が多く採用される。主幹事方式の場合には、地方政府は主幹事を販売日に先立って選定する。販売期間等の起債にあたっての詳細は、発行主体と主幹事との交渉による。いずれにしても、販売条件については、入札方式ではなくプロポーザル方式がとられる。

(ii) 証券会社の利益団体<sup>14</sup>

地方債を含む公共債、そして民間債等、債券市場業界を代表する団体に債券市場協会（The Bond Market Association :TBMA）がある。TBMA は、米国債券市場業界の立場を代表して、その利益を表明するとともに、情報発信やフォーラムの開催等によって教育及び業界のコミュニケーションの進展に寄与することを使命としている。

TBMA の歴史は、1912 年設立のアメリカ投資銀行協会（Investment Bankers Association of America）に始まる。1972 年に The Association of Stock Exchange Firms を統合、1976 年に法人格を有する独立した機関として The Public Securities Association となった。そして 1997 年に現在の名称に変更された。

TBMA の業務は、TBMA の約款によると以下の通りである。

<sup>14</sup>本節の記述は、TBMA へのインタビューを基にしている。

図表 III - 17 TBMA の業務内容

|    |   |
|----|---|
| 1  | 会員の債券に関する共通の問題の共有を推進すること                                  |
| 2  | 連邦、州、市町村レベルの最新の立法事項・運営に関する情報提供                            |
| 3  | 政府の市場整備に関する調査、再調査等のフォーラムを通じた提供                            |
| 4  | 連邦政府、州政府の立法事項、運営事項に関する情報の効率的な伝達                           |
| 5  | 会員の情報収集交換場所の提供  |
| 6  | 債券の調査及び情報普及活動の実施  |
| 7  | 会員の債券に関する共通問題の解決や新しい管理手法、運営手法、情報伝達方法の提供及び実施、高水準のサービス活動の支援 |
| 8  | 会員の営業活動に関する道徳観を最高水準に向上させること                               |
| 9  | 発行体、証券ディーラー、投資銀行、投資家等の会員間における協力の促進                        |
| 10 | 世界規模における債券市場の門戸開放、自由なアクセスの実現のための、世界レベルの金融関係者の協議の支援        |

注) 活動範囲は米国内に止まらず、ヨーロッパにも及んでいる (European Securitisation Forum 等)  
出所) TBMA 資料

TBMA は債券市場業界の自主的な団体であり、開かれた会員制となっている。会員の 30% 以上が特定の債券市場の専門家である。米国地方債取扱機関の 95%、米国債の主要ディーラーの全てが会員となっている。1980 年代半ばから日本の大手証券や金融機関も会員となっている。

職員は、証券会社等の業界団体から派遣された職員により構成されている。例えば、2004 年時点の TBMA の会長は投資会社の Lehman Brothers Inc の出身、また副会長は Goldman Sachs & Co. の出身である。職員数は、ニューヨーク、ワシントン、ロンドンのオフィスを合わせて約 100 名である。

TBMA の地方債に関する業務としては、下記の 5 点を挙げることができる。

a 統計情報の提供

- ・ 地方債の長期短期別発行額の推移や保有者分布の推移に関する統計
- ・ 日々の取引量、価格に関する情報
- ・ Swap Index (TBMA 独自の Index で、債券価格のベンチマークとして活用されている)

b レポート

- ・ 信用に関する情報やマーケットトレンドに関するレポート
- ・ Secondary Market での割引に関するレポート

c 立法、規制に関する情報提供とアドボカシー

- ・関連政策のブリーフィング
- ・免税債の発行可能なプロジェクトの制限を撤廃するよう議会において意見陳述

d 実務支援

- ・市場での慣行、手続きに関するひな型の提供

e 教育

- ・会員のみならず、広く公衆の理解と支持を得るための情報提供活動（セミナー、会議、出版等）
- ・投資家向けにリスクとリターンに関する解説書の提供
- ・投資情報への公衆のアクセスを推進する非営利組織の支援
- ・新しく投資家となる人向けに、投資戦略の計画を支援するホームページ

(5) 投資家

既に確認したように、米国では、投資信託を通じた間接的な保有を含めると流通している地方債の7割近くを家計が所有している。

(i) 地方債の人気理由

家計の地方債の所有割合が極めて高い理由は、第一に地方債の多くは免税債であることである。第二に、民間債と比べて地方債の信用が高いことである。地方債はトリプルAレーティングのものが多く、個人投資家は債券購入後は満期まで保持するいわゆる「Buy-and-Hold」式の所有形態をとる傾向にあるが、地方債はリスクが低いいため、子供の大学資金として計画的に購入するといった「Buy-and-Hold」式に馴染みやすい。第三に、地方債は様々な条件ものが大量に発行されており、投資信託も多数用意されている。そのため、直接購入・投資信託問わず、地方債は投資家にとって購入しやすいことが指摘できる。

(ii) 個人投資家の保護

個人投資家を保護するために、地方債に関する情報開示は大変充実している。地方債の発行に当たったの初期開示に加え、地方政府によって、毎年や毎四半期の継続的開示も進んでいる。

ただし、一般の個人投資家にとって債券の目論見書は難しすぎる。そのため、こうした情報開示の対象となった文書を、証券会社等があらためて2~3ページにまとめたものが利用されやすいとされている。

また、格付も個人投資家にとって有益な投資の判断材料である。格付結果そのものや、格付会社が記した格付の根拠を示す文書が投資の際に活用される。

### (iii) 個人投資家に対する地方債の購入促進

個人投資家への地方債の購入促進も活発に行われている。前述の TBMA は、個人投資家向けに、様々な投資の入門本やホームページを通じて地方債の情報の提供に熱心に取り組んでいる。

発行する地方政府自体も購入促進策に積極的に取り組んでいる。例えば、ニューヨーク市では個人投資家からの投資を募るために、個人投資家にとっても購入しやすい 1,000 ドルの額面価格の債券を発行している。また、この場合、投資家はニューヨーク市から直接購入することにより、手数料を支払わなくてもすむというメリットがある。ニューヨーク市ではこの他、地方債の購入を呼びかけるラジオ放送も実施している。

地方債には保証が付与される場合が多い。保証が付与されると、地方債は保証を実施する金融保証保険会社の格付に合わせて格付がトリプル A となるが、この点も個人投資家が安心して地方債を購入することができる要素といえる。

なお、米国では、地域に対する愛着や忠誠心が地方債購入の動機とはなっていないようである。いくら地元に対する愛着があっても、免税の特典や、格付による債券の安全性に関する透明性の高さへの関心以上の動機とはなっていない。

## (6) 金融保証保険会社<sup>15</sup>

### (i) 地方債への保証

地方債への保証とは、発行される地方債に対して、地方政府が支払不能に陥った場合でも、無条件の投資家への全額支払いを保証する仕組みである。この保証は、金融保証保険会社や一部の銀行が地方政府を対象に実施している。ちなみに、原則として、連邦政府が州政府や地方政府の発行する地方債に直接的に保証を付与することはない。

地方債への証は、債務不履行に陥りやすい債券に対して、債務履行を保証するものではない。地方政府になり代わって保証を行うものではなく、あくまで、既に一定の評価がなされている（すなわち一定のランクの格付を得ている）地方債に対して、その信用力を強化する手段として保証が位置づけられている。

TBMA によれば、1980 年に発行された長期債 463 億ドルのうち、保証の対象となったものは 2.5% であったが、1999 年には新規発行長期債 2268 億ドルのうち 46% が保証付きの地方債となっている。

金融保証市場では、大手 4 社の金融保証保険会社がマーケットシェアのほとんどを占めている。大手 4 社とは、エム・ビー・アイ・エー (Municipal Bond Investors Assurance

<sup>15</sup>本節の記述は、MBIA 及び AMBAC へのインタビューを基にしている。

Corporation : MBIA)、アンバック (AMBAC Indemnify Corp.)、フィジック (Financial Security Assurance Inc : FGIC)、そしてエフ・エス・エー (Financial Security Assurance Inc : FSA) である。

保証は、金融保証保険会社といった専門の会社 (モノライン (mono line) と称される) だけでなく、一般の銀行も実施している。ただし、保証付与のノウハウに優れ、また保証のための巨額の準備資金を必要とすることから、地方債への保証は金融保証保険会社によるケースが一般的である。

## (ii) 各種債券への保証の特徴

### (イ) 一般財源保証債

一般財源保証債は地方政府の税収に基づいた地方債である。そのため、一般財源保証債への保証の際には、金融保証保険会社は対象となる地方政府自体の評価を行う。

評価項目としては、税基盤、人口密度、企業密度、累積債務、歳出項目、均衡財政方針の有無、効率的なサービスの提供の度合い等が検討される。

### (ロ) レベニュー債

レベニュー債の場合は、上記の地方政府の分析に加え、資金の提供先となる事業自体の中身も検討される。基本的には、必要不可欠 (独占的な事業) かどうかといった返済原資となる事業収入が確実なものかどうかといった点が検討される。

この他、分析の際には、不景気や 2001 年 9 月 11 日の同時多発テロ事件のような「ショック・イベント」を盛り込んだシナリオを使う等、多角的な予測を立てる。予測の結果明らかになった弱点を強化するために、追加の担保を探したり、債券合意文書 (契約) に借用超過や担保の活用を制限する条件を入れることを、金融保証保険会社自らが働きかけることも少なくない。

### (ハ) 共同発行の対象となった地方債

共同発行の対象となった債券の場合、注目されるのは、共同発行に参加する地方政府が他の参加自治体に及ぼす影響である。すなわち、債務不履行の連鎖 (cross default) の可能性はあるかが論点となる。

共同発行では、相互保証で発行する場合、一自治体の支払不能を他の自治体が吸収することになる。この場合はこうした担保の全体構造を分析することになる。

相互保証が行われない地方債の場合、最弱リンク理論 (weakest link theory) を当てはめる。これは、共同発行参加者のうち、最も信用が低いメンバーを識別し、その自治体の債務の保証が難しいものであれば、全体の保証も却下する方針となる。

具体的な例として言えば、50 の自治体を集結して共同発行するとき、もし 5 つの自治体が危険ならば、45 の自治体であれば引き受けられるが、残りの 5 つを含めたいの

であれば、合意書の改正、または付加的な担保の確保等を通して5つの自治体の信用を上げようとする。

### (iii) 保証業務の流れ

保証決定までの一般的手順は、(イ)各種情報開示資料の入手とデータベースを活用した分析、(ロ)返済原資となる税ないし事業収入の試算、(ハ)現地の視察(施設やその運営状況を観察)、(ニ)さまざまなシナリオの検討(景気後退、価格変動、施設内の機械故障等)である。地方債の信用構造が複雑なものであれば、外部のコンサルタントや対象事業に関するエンジニア等の専門家とともに分析をする。

例えば、上下水道事業の債券保証を依頼された場合、事業が地域で独占的かどうか、事業の必要不可欠性、事業の需要動向、経営の状況といった観点から分析を行う。

保証は、競争的取引(入札)ないし交渉的取引により実現する。

#### (イ)競争的取引(入札)

この手法が適用されるものは、評価項目が標準化された事業や、自治体が債券発行を繰り返し行っている定着した一般財源保証債等である。交渉の場はなく、入札額において勝つか負けるかで受注が決まる。

#### (ロ)交渉的取引

地方債の信用構造がより複雑な事業の場合に交渉的取引が行われる。証券会社と共同して、保証しやすい仕組みの債券となるよう、地方政府に対してコンサルティングを行う場合もある。

保証が決まった場合、金融保証保険会社は、発行主体の地方政府から保証料を受け取る。保証料は、格付上昇による金利のスプレッドや、保証業務獲得に至るまでの他社との競争により主に決められる。例えば、保証により、格付が「A」から「Aaa」に上がる場合、スプレッドが仮に債券発行額の1%だったとすると、例えばその5割が保証料とされる。また、他社との競争が激しい場合は、1%のスプレッドのうち、3割しか利益とならないケースもある。

#### (ハ)保証の実績

保証の実績を、ここではMBIAの実績をもとに述べる。

MBIAが保証している地方債は、レベニュー債が8割程度であり、一般財源保証債が2割である。保証対象の格付は、地方債の場合、ダブルAが20%、シングルAが62%である。このデータからも、金融保証保険会社はもともと信用力が高い債券に対して保証を実施していることがわかる。

MBIAが手がけた地方債への保証のうち、1991年の上場以来、累積損害額として累積保険料の1.6%をこれまで損失している。

## (7) 格付機関<sup>16</sup>

米国では地方債の発行主体が格付を取得しなければならない法的根拠はない。ただし、格付機関の代表的な2社であるムーディーズは1918年より、スタンダード・アンド・プアーズは1940年より地方債の格付を行っているように、地方債への格付には長い歴史がある。

格付は、格付会社によりその表現は若干異なるが、もっとも信頼性の高い地方債を示すトリプルAから投資不適格の格付まで同様の判断基準で行われる。

図表 III - 18 長期債の格付定義（ムーディーズによるもの）

|     |   |
|-----|---|
| Aaa | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、最も強力な信用力を持つ発行主体に対する格付。  |
| Aa  | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、非常に強力な信用力を持つ発行主体に対する格付。 |
| A   | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、平均以上の信用力を持つ発行主体に対する格付。  |
| Baa | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、平均的な信用力を持つ発行主体に対する格付。   |
| Ba  | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、平均を下回る信用力を持つ発行主体に対する格付。 |
| B   | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、弱い信用力を持つ発行主体に対する格付。     |
| Caa | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、非常に弱い信用力を持つ発行主体に対する格付。  |
| Ca  | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、極めて弱い信用力を持つ発行主体に対する格付。  |
| C   | 他の米国地方政府または免税債発行主体と比較して、最も弱い信用力を持つ発行主体に対する格付。   |

### (i) 格付の流れ

格付を行うまでのステップは下記の通りである。

a 発行主体から依頼がある

b 発行主体から債券発行に関する文書の一式が送られてくる（目論見書、3年間の監査記録、事業に関する技術的な報告書等）

<sup>16</sup>本節の記述は、ムーディーズへのインタビューを基に構成した。

- c 地域経済や財務等、様々な観点から構築されたデータベースを参照し、他の自治体と状況を比較検討する(なお、このデータベースには政治的なリスクに関するものは含まれていない)
- d 発行主体の現地でのミーティングや視察等を行う。発行主体の代表者がニューヨークに来る場合も多い。これは、他の格付機関や、投資銀行、保険会社等様々な主体を一度に訪問することが可能なためである
- e その後もアナリストは発行主体とのコミュニケーションを続け、発行主体の信用に関する分析調査をまとめる。
- f アナリストがまとめた情報は、次に社内の格付委員会 (Rating Committee) に提出される。委員会メンバーはさまざまな金融知識、病院やインフラ等業界の知識、技術的知識を持つシニアメンバーで構成される。
- g 大規模な発行主体に対しては、四半期ごとに格付をアップデートするが多い。

#### (ii) 格付の方法

格付手法については、例えば、ムーディーズでは負債状況、財務、行政運営、そして経済状況と4つのカテゴリーに基づき行なっている。スタンダード・アンド・プアーズも、経済情勢、財務要因、負債要因、行政運営要因と同じように4つのカテゴリーを有する。また、ムーディーズは4つの区分にわたって30の変数を、スタンダード・アンド・プアーズは27の変数を根拠に格付を行っている。

具体的な変数としては、負債残高内訳、負債推移、資産価値評価、税制と税率水準、歳入推移、歳出推移、行政システム、地理的分析、個人所得、住宅政策、産業立地動向(以上はムーディーズの変数)がある。すなわち、格付にあたっては、財務的な分析から、地域経済情勢分析まで幅広く行われている。

政治的リスクの分析は基本的に困難なものである。理由は、現職の首長が実施し始めた政策は今後継続するものの、その後、首長は交代していく点である。つまり、現在の首長の政治姿勢や政治手腕をもって分析をしても、政策の実施期間全般にわたる評価につなげることはできない。逆に、財務基盤や地域経済動向、事業の独占性等は、少なくとも首長の在任期間よりは息の長い現象であるため、長期的な予測に寄与する分析として活用されている。

とはいえ、実際には、アナリストが地方自治体のトップと会談し、その政治姿勢等を格付の要素とすることはある。例えば、ニューヨーク市のブルームバーグ市長は、9.11以降、公共施設の閉鎖等財政再建に積極的に取り組んでいるが、こうした姿勢はニューヨーク市の格付にプラスに働いている。実際、ムーディーズのアナリストは市長にインタビューをしている。

政治的決定が格付の低下につながった事例もある。テキサス州のある町では、電気料金の収入で返済するレベニュー債が発行されていた。その収入源から何パーセントかは



一般財源保証債の返済に充てていた。この慣行に歯止めをかける法案が可決された時、一般財源保証債の返済に影響があると判断され、その町の格付は下げられた。

( iii ) 格付会社の実態

格付会社の実態について、ムーディーズの場合を例に記述する。ムーディーズは 1900 年に設立されている。米国鉄道会社の債券を対象にした格付が最初であり、1924 年には米国国内発行債券のほぼ 100% を格付対象とするようになった。

米国での格付に対する信頼性が飛躍的に高まったのは、1930 年代の大恐慌がきっかけである。これは、格付が高い債券ほどデフォルト発生率が低かったためである。

1970 年代にはユーロ債の格付を開始、1974 年には日本の外債の格付を手がける等、活動範囲を拡大。現在では世界のほぼ全ての主要金融市場における債券に格付を行っている。

現在では、世界で 1,800 以上の従業員、1,000 以上のアナリストがいる。そのうち、地方債を分析する米国のパブリックファイナンスグループ (Public Finance Group) は約 100 人のアナリストによって構成されている。

( iv ) 格付の状況

ムーディーズが格付を行っている一般財源保証債 (長期) のうち金額ベースで 66.9% が Aaa、15.6% が Aa に格付けられている。レベニュー債 (長期) についても、金額ベースで 62.6% が Aaa、13.9% が Aa であり、Baa より下位はほとんどない。

同じ格付であっても、地方政府のほうが民間の事業会社よりも倒産率は低い。次の表は、格付別の 10 年間の累積倒産確率 (ある時点である格付を持った発行主体が 10 年間に倒産する確率) である (データ計測期間 1970 年 ~ 2000 年)。

図表 III - 19 格付別累積デフォルト発生率

(単位:%)

| 格付    | 一般企業    | 地方自治体   | 地方自治体 (一般財源債及び主要サービスに関わるレベニュー債を除く) |
|-------|---------|---------|------------------------------------|
| Aaa   | 0.6750  | 0.0000  | 0.0000                             |
| Aa    | 0.8029  | 0.0327  | 0.1503                             |
| A     | 1.4721  | 0.0084  | 0.0374                             |
| Baa   | 4.8649  | 0.0590  | 0.3024                             |
| Ba    | 21.2927 | 1.3390  | 6.0399                             |
| B     | 47.3825 | 3.9760  | 13.4901                            |
| Caa-C | 76.7930 | 10.5455 | 15.9469                            |

出所) ムーディーズ資料

## ( 8 ) 市場監督機関<sup>17</sup>

我が国と異なり、米国においては、毎年の起債計画や個別の起債に関する中央政府の関与は行われていない。一方で、地方債の発行プロセスを公平・公正なものとし、市場からの信頼を高める仕組みが法的に整備されている。

発行プロセスを公平に保つことを市場監督機関としては、一般の株式と同様に、証券取引委員会（SEC）の監視・監督下にあるほか、地方債規則制定委員会（Municipal Securities Rulemaking Board：MSRB）、全米証券取引業者協会（National Association of Securities Dealers：NASD）の3機関が重要な位置づけを有する。

SECは準司法機関であり、連邦証券法に基づく監督機能を有している。投資家保護のために関連法規を適用し、財務関連情報の公開をはじめ、証券市場の公正な運営を確保する。

### ・地方債規則制定委員会

地方債の市場監督機関のMSRBは1975年に設置されたもので、地方債の引受や売買を行う証券会社及び銀行を規制する規則を制定し、基準を設定することを目的とする。MSRBは自主規制機関だが、SECの監督下にある。

1975年当時は地方債のための規制が存在しなかったため、ディーラーによる詐欺、横領等スキャンダルが多発していた。こうした事項に対応するために、1975年に米国議会は証券取引法（Securities Exchange Act of 1934）を改正し、約13存在する市場監督機関（SRO：Self Regulatory Organizations）にMSRBを追加した。現在、MSRBのボードメンバーは計15人である。そのうち、銀行出身者が5名、証券会社出身者が5名、その他が5名である。

他の市場監督機関とは異なり、MSRBは連邦政府の権限をもつ自主規制機関である。つまり、MSRBが制定する規制は連邦法と同等の効力をもつ。

MSRBは地方債に関して銀行、証券会社向けの規制のみを設ける。MSRBが策定する規制は、SECの認定を受けて初めて効力を持つ。NASDは証券業界の規制を施行する。つまり、MSRBの設ける規制はSECを経由してNASDにより施行されている。本来、SECは銀行管理機関との関係がないが、MSRBの規制を承認する立場にあるため、また銀行が地方債を扱うという観点から、FED（Federal Reserve Board）、FDIC（Federal Deposit Insurance Company）、およびOCC（Office of the Comptroller of the Currency）と関係を持ち、こうした機関を通じて規制が施行されている。

SEC、MSRB、NASD、規制対象の銀行・証券会社の間には緊張関係がある。SECは監督機関として規制の制定に積極的である。一方で、規制対象の銀行や証券会社は規制に対しては消極的である。MSRBは証券業界の実情に合わせて規制を設けたいため、規制

<sup>17</sup>本節の記述は、MSRBへのインタビューを基にしている。

は単純なルールとしたいくない。一方で、施行側の NASD は規則施行の判断が容易にできるように、単純なルールを求める傾向にある。

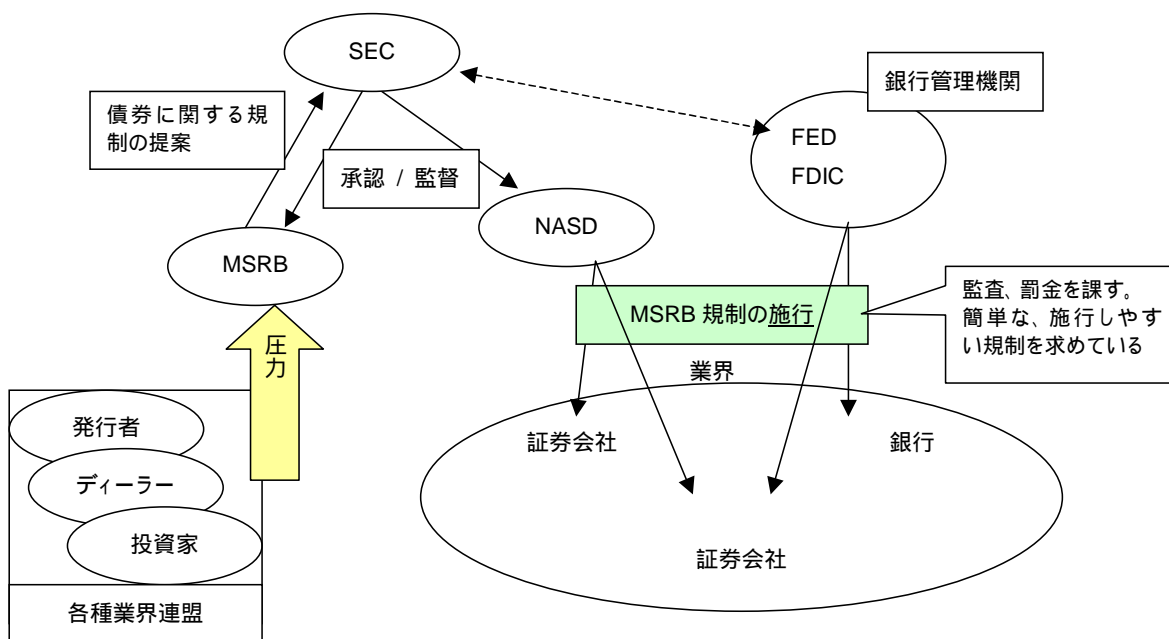
図表 III - 20 SEC、MSRB、NASD、銀行・証券会社の関係図

|  |   |  |
|--|---|--|
| SEC<br>規制制定を積極支持                           | ↔ | 銀行、証券会社<br>規制制定に対して消極姿勢  |
| NASD<br>単純なルールを求める<br>• コスト削減<br>• 専門知識が不要 | ↔ | MSRB<br>単純なルールを避けたい<br>• 債券市場は多種多様<br>• 業界の利益団体等からの政治的圧力を受けやすい |

(ロ) 規制違反の場合の措置

証券会社が規則違反を犯した場合は、(イ)違反者への違反の事実を通達、(ロ)違反を受けた主体との仲裁の実施 (Arbitration)、(ハ)NASD または銀行の監督機関に報告しペナルティーの実施がある。ペナルティーには、違反の認定に留まるものから、罰金、そして一時的ないし恒久的な業務停止を求めるものまで存在する。

図表 III - 21 市場監督機関と証券業界



## 4 財政破綻に関するルール・措置

### (1) 債務不履行(デフォルト)の状況

米国では1820年代から地方債の発行が始まったが、当時から財政危機に陥り、債務不履行を生じた自治体が発生している。地方政府が破産申し立てを行ったケースは、1960年から1984年の間に31件である。近年でも、1994年のオレンジ郡の破産が発生している。

件数ベースで見ると、地方債のデフォルト率は近年増加傾向にある。1980年から1994年では延べ1,333件、長期債発行件数に占める債務不履行の割合(デフォルト率)は1.02%である。とはいえ、民間の事業債に比べると、債務不履行の割合は低い。地方債の格付「A」は社債の「Aaa」と等しいと言われている。

図表 III - 22 米国地方債の債務不履行の状況(デフォルト率/件数ベース)

| 期間      | デフォルト件数 | 長期債発行件数 | デフォルト率 |
|---------|---------|---------|--------|
| 1940-49 | 79      | 40,907  | 0.19%  |
| 1950-59 | 112     | 74,592  | 0.15%  |
| 1960-69 | 294     | 79,941  | 0.37%  |
| 1970-79 | 202     | 77,620  | 0.26%  |
| 1980-94 | 1,333   | 130,092 | 1.02%  |
| 合計      | 2,020   | 403,152 | 0.50%  |

出所) TBMA 資料

デフォルトが発生するセクターは、住宅建設、医療施設建設、工業開発である。これらのセクターの信用度は企業負債の格付により近いものとなっている。地方債が支払不能に至る原因には様々なものがある。担保が不十分で、経済活動の突然の変化に対応できないケース、歳入の激減、課税率が高すぎるためにかえって滞納が増えたことによる発生、経営の失敗等がある。

### (2) 連邦破産法第9章

地方政府が債務不履行に陥った場合、連邦破産法第9章の適用を申請することができる。この連邦破産法第9章の歴史は古い。1934年に1930年代の大不況に対応し、連邦破産法に第9章として自治体債務調整が規定された。以後、1976年のニューヨーク市財政危機に際して、大都市にも適用可能となる等漸次改正が行われている。

#### ( i ) 連邦破産法の特徴

連邦破産法は連邦政府の専管である一方で、米国では市町村は州の産物 ( creature ) であり、連邦による市町村への介入を是としない伝統がある。そのため、連邦破産法による処理と、州法による債務整理とが共存したり、連邦破産法の申請を認めない州も存在する。

連邦破産法第 9 章は、資産の売却等の整理を規定するものではなく、再建 ( 債務免除と支払繰延 ) という手段を提示するものである。すなわち、連邦破産法は、再建型の債務整理を特徴としている。

連邦破産法第 9 章のもとにおいては、債権者手続きが開始されても、管財人は任命されず、債務者である地方政府が財産を占有し、首長等はそのまま事務を担当し役務提供を継続する。すなわち、事務の継続が可能である。第 9 章の最終ゴールは、倒産者たる地方政府が、業務を続けた上で、その債務につき償還期間の延長や、元利減免等について債権者と合意に達することといえる。

第 9 章の申請を行う場合は、地方政府であること、州法により申請が許可されていること、支払い不能の状況であること、債務を整理する計画を実現する意欲があること、債権額の過半数をもつ債権者との間で、第 9 章を根拠とする計画を作成・実行することに同意していることが法律によって要請されている。

#### ( ii ) 米国の各州における債務整理法制への対応

地方政府が連邦破産法に基づき債務整理を申請するには、その自治体が属する州法でそれが許可されていることが必要であるが、連邦破産法への対応に関する類型を確認すると、債務整理を認める州から禁止する州まで幅広く存在することがわかる。

無条件許容型においては、幅広い自治体に連邦破産法への申請を認めている。例として、ミズーリ州法では「州法により組織された自治体またはそれに属する自治組織が、連邦破産法令により与えられた行為を行うための州の同意及び必要な権限はこれを付与する」とされている。

条件付許容型においては、最低限、州による破産申請前の事前承認が必要とされている州と、さらに自治体財政についてのより厳格な精査を要求する州もある。例としてケンタッキー州法では、原則として自由申請できるが、事前に計画について地方債担当官と地方会計担当官の承認を得ておくことが必要とされている。

州法代替型においては、州法で、州裁判所・州機関の監督の下で、連邦破産法と同様の債務調整手続を規定している。ニューヨーク州法では、1975 年に「ニューヨーク市緊急財政法」を制定し、債務の履行期日延長を認めている。

破産禁止型においては、州法で、連邦破産法申請の禁止、自治体破産が生じない財政上の監督・制限を規定している。カンザス州法では、行政運営を現金のみで行い、起債

を厳格に制限している。

図表 III - 23 連邦破産法第 9 章への対応に関する類型

| 類型               | 連邦破産法への対応                          | 州数 | 該当州  |
|------------------|------------------------------------|----|--|
| 第 1 類型<br>無条件許容型 | ・無条件で連邦破産法申請可能                     | 14 | アラバマ、アリゾナ、アーカンソー、カリフォルニア、コロラド、フロリダ、アイダホ、ミズーリ、モンタナ、ネブラスカ、オクラホマ、サウスカロライナ、テキサス、ワシントン  |
| 第 2 類型<br>条件付許容型 | ・条件付で連邦破産法申請可能                     | 6  | コネチカット、アイオワ、ケンタッキー、ルイジアナ、ノースカロライナ、オハイオ   |
| 第 3 類型<br>州法代替型  | ・州法で連邦破産法に相当する制度を規定<br>・連邦破産法申請も可能 | 6  | イリノイ、ミシガン、ネブラスカ、ニュージャージー、ニューヨーク、ペンシルバニア  |
| 第 4 類型<br>破産禁止型  | ・自治体の債務整理を防止する厳重な規制<br>・連邦破産法申請を禁止 | 3  | ジョージア、カンザス、マサチューセッツ  |
| 第 5 類型<br>無規定型   | ・連邦破産法申請についての特別規定なし                | 21 | アラスカ、デラウェア、ハワイ、インディアナ、メイン、メリーランド、ミネソタ、ミシシッピ、ニューハンプシャー、ニューメキシコ、ノースダコタ、オレゴン、ロードアイランド、サウスダコタ、テネシー、ユタ、バーモント、バージニア、ウェストバージニア、ウィスコンシン、ワイオミング |

( iii ) 近年の連邦破産法第 9 章の適用状況

近年、第 9 章手続きの申請を行ったのは、ブリッジポート市(コネチカット州)、オレンジ郡(カリフォルニア州)等ごく少数である。なお、ブリッジポート市は、申請が却下されている。第 9 章の適用事例のほとんどは、学校区、公営企業区、その他の徴税能力をもった特別区等で、普通地方自治体の例は少ない。

## 5 PPP の進展による地方債制度への影響

米国では、パブリック・プライベート・パートナーシップ（PPP）プロジェクトが増加傾向にある。地方債の発行対象事業はインフラ整備や施設の建設といった資本支出であるため、PPP が活発に行われている。そのため、公共的な主体が公共的な目的のために実施することによって得られる免税基準が、こうした PPP を活用するプロジェクトについても認められないか、難しい判断が求められるケースが増加している。

民間事業（例えば経済開発や遊園地運営等）でも地方政府の税基盤を高めるため、公共性があるといえる。民間による実施でも、公共住宅の建設、飛行場の建設、廃棄物処理事業の実施、民営の鉄道整備等、公共性があり、これまで免税が許可されている事業がある。

PPP の活性化に伴い、前例のないケースについても、プロジェクトの公共性と営利性を勘案し、公的部分のみを免税債扱いするケースが登場している。

### 例 1：スタジアムの建設

公立大学と地元の民間団体がスタジアムを必要としていた。両者とも独自のスタジアムを建設する資金力はなかったが、共同利用する目的で一つのスタジアムを建設することになった。IRS はそれぞれの団体がスタジアムを利用する時間の割合に基づき公立大学の比率分は免税債扱いし、民間利用の比率分を課税対象債とした。

### 例 2：ビル建設

一部は公用、他は民間事業による利用のビル建設において、ビルの物理的占有率に基づいて公用の比率分だけ免税債の発行が許可された。駐車場のプロジェクトでも同様の分析が適用される場合がある。

### 例 3：研究施設の建設

施設の占有面積に関係なく、スポンサーからの収入比に基づいた計算が適用されることもある。研究施設が生み出す収入全体のうち政府の資金による研究からの収入の比率分を免税債扱いしたケースがある。

## 6 我が国への示唆

これまで確認した米国の地方債制度は、我が国の状況とは大きく異なる。最も異なる点は、米国が市場の力をもって債券発行に規律を担保していることに対して、我が国では中央政府による管理により個々の地方債の発行額が定められていることであろう。

米国は、今後の我が国の地方債制度を検討する上で、一つの有力な方向性と考えられる、市場メカニズムを活用した地方債制度を採用する国である。米国の事例からは、次に示すとおり、我が国の地方債制度への示唆が多く得られる。

### (1) 連邦や州の直接の保証がないことによる規律の存在

米国の地方政府は、債務について連邦や州の直接の保証がないため、地方債間に金利差が発生している。この金利差の存在こそが、起債にあたっての事業や返済財源の綿密な検討、よい格付や金融保証保険会社から保証を得るための努力、発行主体の全体の財政や債務の中長期にわたる厳密な管理等の規律付けを生んでいる。

### (2) 市場規律を担保した上での共同発行（相互担保等）

発行コストの低減等、我が国で議論されているメリットと同様の恩恵を得るために米国でも共同発行がなされている。ただし、米国では、あくまで発行主体が返済責任を負うかたちで共同発行に参加しているため、市場からの規律が強く働いている。

### (3) 返済可能性の厳密な調査

米国では、地方債の発行準備段階から、様々な専門家（発行主体の財務担当者、引受業者、弁護士、その他の財務コンサルタントや技術コンサルタント、金融保証保険会社、格付機関）が関わり、発行する債券の返済可能性について綿密に検討がなされ、必要に応じて様々な構造が付与される。

我が国では、基本的には、中央・地方の財政担当者と銀行関係者のみの閉じたサークルにおいて地方債の発行が行われている。また、返済可能性については、政府の「暗黙の保証」により無前提で認められている。

### (4) 中期的な資本計画による債券発行マネジメントの存在

米国では、地方債は基本的に赤字補填ではなく資本形成のために発行されている。また、発行主体の自治体は、中期的な資本計画にもとづき、発行額を設定している。

我が国の地方債は、いわゆる「建設地方債の原則」はありながらも、実態としては経常経費に充当することを前提とした地方債も発行されている。また、中期的に地方債の発行額を自治体自らがコントロールする枠組みを持っていない。



#### (5) 厳しい情報公開規定

米国において、情報公開は投資判断、格付、保証等の重要な意思決定の源泉となるため、それが不完全な場合、地方政府にとっても有利な地方債発行が不可能といえる。また、法律においても、情報開示が十分でない場合、証券会社等に厳しい罰則が用意されている。

我が国においては、IR に関する意識は高まりつつあるものの、発行される地方債ごとの目論見書のような個別の情報開示、また継続的な情報開示はなされていない。

#### (6) 地方債への保証による投資家呼び込みや流通市場の活性化

地方債への保証は信用力の低い債権を代わりに保証するのではなく、あくまで債券の信用力を強化するものである。返済に疑問がある債券は、むしろ金融保証保険会社により、担保を追加したり、返済が滞った際の条件を再設定させる等、信用力向上の働きかけがなされる。そのため、信用度合いの低い、リスクの高い債権を市場に無理に残すことなく、保証は債券発行コストの縮減や債券の流通性の向上に寄与している。

我が国では、財務状況の悪い自治体も地方債を発行することができ、かつその元利金の一部が地方交付税交付金制度のもと、中央政府により支払われる等、単体では返済能力に欠ける自治体も債券を発行している。

#### (7) 格付による市場へのシグナルの提示

格付の存在により、投資家の投資判断が向上する。発行主体にとっても格下げはより高い調達コストをもたらし、また発行主体そのものの信用を下げることで他の債券にも影響を与えることから、地方債発行にも規律を与える。

我が国では、政府の「暗黙の保証」により、地方債の債務不履行はありえないこととされている。

#### (8) 米国破産法による透明性の高い発行主体の再建と債務の整理

破産法第 9 章により、政府機関からの不透明な救済が行われることなく、明示的なプロセスで発行主体の再建がなされる。債務整理についても、透明性の高いプロセスにより担保されている。

我が国においては、地方自治体が返済能力を超えた債務を負った場合、財政再建促進特別措置法による準用再建による処理があるものの、準用再建は、財政再建計画の策定を条件として、起債や一時借入金に対する特別交付税措置等があるにすぎず、債務の再構成についての法的な枠組みは存在していない。

#### (9) 実務担当者によるルール作り

米国では、実務担当者からなる業界の自主規制機関によりガイドラインが作成されることによって、実態にあった規制がなされる。また、政府による規制もパブリックコメントの対象となったり、ロビイングが活発に行われる等、民間の意見が反映されやすい。

我が国では、地方財政に関するルール作成は、財務省と総務省の専管となっており、地方政府が通常の行政プロセスで関わることはできない。

#### ( 1 0 ) 人材育成の取り組み

弁護士、会計士、行政経営大学院修了者等、専門性の高い人材が自治体の財務担当者として採用されている。また、全国的な地方財務担当者の資格の認証や、地方財務担当者を対象とする研修、研究大会等が充実している。

我が国の地方自治体は、新卒を主に試験により採用しており、財務の専門家を中途採用するケースはまれである。また、財務担当者も通常の人事ローテーションの対象であるため、長きにわたって専門性を高めることができない。

#### ( 1 1 ) 地方債に関する投資家教育

充実した情報公開や、証券会社等の協会による投資家教育等、地方債への投資について、投資家の投資判断を向上するための取り組みが活発になされている。

我が国では、個人投資家が地方債を保有することは個人向けミニ公募債を除いてまれである。また、幅広い投資を呼び込むだけの規模の地方債が流通していない。

## IV フランスの地方債制度

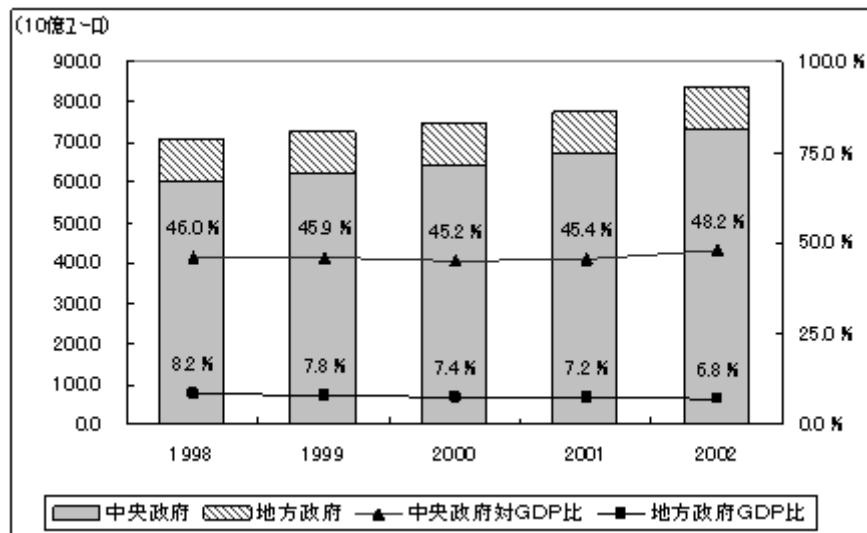
### 1 地方債発行の現状

#### (1) フランスにおける公的債務の状況

フランスの政府債務残高は、2002年現在中央政府債務残高が7328億ユーロ、地方政府債務残高1041億ユーロとなっている。中央政府債務残高は対GDP比では2001年までは45%台で推移していたが、2002年に48.2%まで上昇している。一方、地方政府債務残高は年々わずかながら減少しており、対GDP比も8.2%から6.8%まで低下している。

フランスにおける地方政府の歳出規模は、中央政府の45%程度であるが、債務残高の規模はおよそ16%程度にとどまっており、地方政府では歳出規模に比べて債務が抑えられているといえる。地方の債務残高の規模が小さいのは、地方政府の予算規模がそもそも小さいことに加えて、予算均衡原則や借入れが投資目的に限定される等財政運営上のルールがあることも大きいと考えられる。

図表 IV - 1 フランスの中央地方政府の債務残高、GDP比の推移



出所) DGCL, "Les Collectivites locales en chiffres" より野村総合研究所作成

#### (2) 地方債務の状況

##### (i) 地方債務の動向

フランスの地方債務は、地方債収入額から元本償還額を差し引いた新規債務額でみる

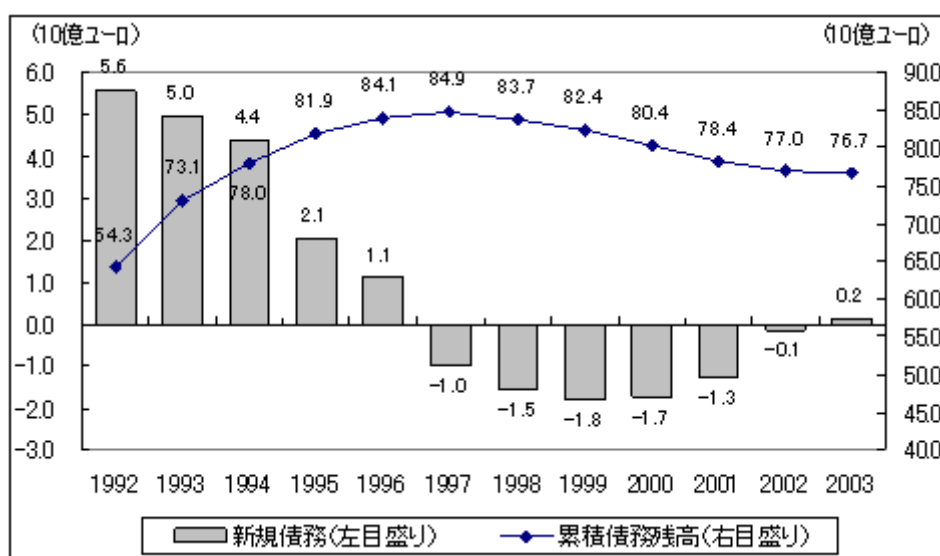
と、1992年以降一貫して減少傾向にあり、1997年からはマイナスで推移している（償還額が借入を上回る状態となっている）。

新規債務額が減少傾向で推移していることから、債務残高も年々減少しつつある。1997年は地方政府全体で849億ユーロだったものが、2002年には770億ユーロとなりこの期間中に79億ユーロの債務が削減されている。

後述するように、1980年代以降、地方債制度の改革、起債の自由化がすすんだが、地方団体の地方債依存度が大幅に高まるような事態とはならなかった。1997年現在の地方団体（州、県、市町村の合計）による地方債の発行額は、731億フランであり、歳入に占める割合は10%程度にとどまっている。なお、この水準は州、県、市町村ともほぼ同水準となっている。1997年には地方債元本償還額が新規発行額を上回り、純借入額はマイナス計上となっている。

これは、80年代以降景気が安定してきたこと、伝統的に地方団体の借入が許容されない傾向にあること、90年代にはいり一部の地方団体の財政破綻が生じたこと等が要因と考えられる。地方団体は、地方債発行よりも地方税率の引き上げによる資金調達を志向する傾向を強めている。

図表 IV - 2 地方団体の純借入額と債務残高の推移



注) 2003年は見込み

出所) DGCL, "Les Collectivites locales en chiffres" より野村総合研究所作成

## (ii) 地方団体の地方債発行の特徴

フランスの地方団体は35,000団体にのぼり、その規模も多様である。債務の状況も異なるが、人口規模で借入の状況を見ると一定の特徴があげられる。

フランスで地方債務の状況についての団体間比較を行う場合の指標として一般的に用いられるのが、住民一人あたりの債務残高である。フランスの場合、小規模のコミュニ

ン（市町村）ではこの数値が低く、5万人～10万人程度の中規模の団体で債務が大きい状況がある。さらに大規模な団体（人口10万人以上）では逆に債務残高が低くなる。

小規模団体において債務の規模が小さいのは、提供するサービスの質量がそもそも小さいことから資金調達需要も小さいこと、またさまざまな補助金制度があること等が挙げられる。一方、中堅団体は人口規模に関わらず一定の行政サービスを提供する必要があり、90年代好況期に比較的規模の大きな設備投資を行っていることから現在では最も債務残高の大きな都市グループとなっている。

図表 IV - 3 地方団体規模別の住民一人当たりの債務残高

|                      | (ユーロ)      |            |            |            |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|
|                      | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       |
| <b>レジオン</b>          | <b>143</b> | <b>136</b> | <b>132</b> | <b>130</b> |
| <b>デパルتمان</b>       | <b>256</b> | <b>328</b> | <b>314</b> | <b>316</b> |
| <b>コミューン:全体</b>      | <b>885</b> | <b>885</b> | <b>881</b> | <b>875</b> |
| 500人未満               | 372        | 379        | 375        | 369        |
| 500人以上2,000人未満       | 520        | 525        | 527        | 513        |
| 2,000人以上3,500人未満     | 686        | 689        | 686        | 688        |
| 3,500人以上5,000人未満     | 763        | 769        | 764        | 726        |
| 5,000人以上10,000人以上    | 863        | 854        | 873        | 869        |
| 10,000人以上20,000人未満   | 892        | 888        | 888        | 884        |
| 20,000人以上50,000人未満   | 1,037      | 1,046      | 1,046      | 1,047      |
| 50,000人以上100,000人未満  | 1,271      | 1,221      | 1,234      | 1,206      |
| 100,000人以上300,000人未満 | 1,053      | 1,035      | 1,020      | 997        |
| 300,000人以上           | 985        | 935        | 851        | 821        |

出所) DGCL, (2004) " Les Collectivites locales en chiffres"

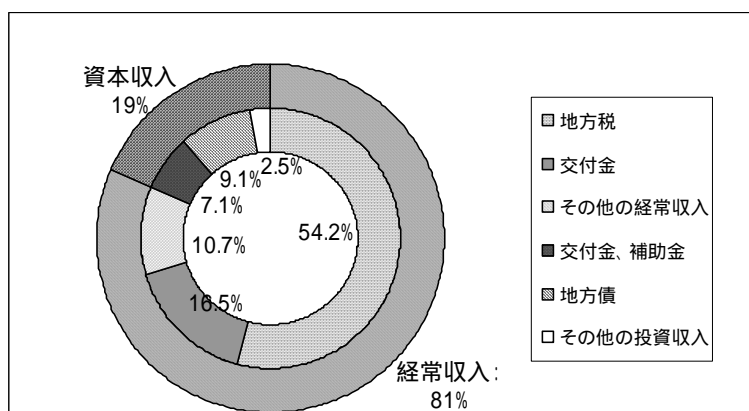
### (3) 地方財政と地方債

フランス地方団体の予算制度は、経常会計と資本会計によって構成される複式予算制度となっている。地方債は資本会計においてのみ計上できることとなっており、また元本償還は資本支出において、利払いは経常支出において計上されることが義務付けられている。

#### (i) 歳入における地方債の位置付け

フランス地方団体の経常収入、資本収入の比率は、概ね8対2程度となっている。経常収入のおよそ7割は地方税によってまかなわれている。地方債は資本収入のなかで計上されるが、その割合は収入全体のおよそ9%、資本収入全体のおよそ半分となっている。

図表 IV - 4 地方団体の収入構造

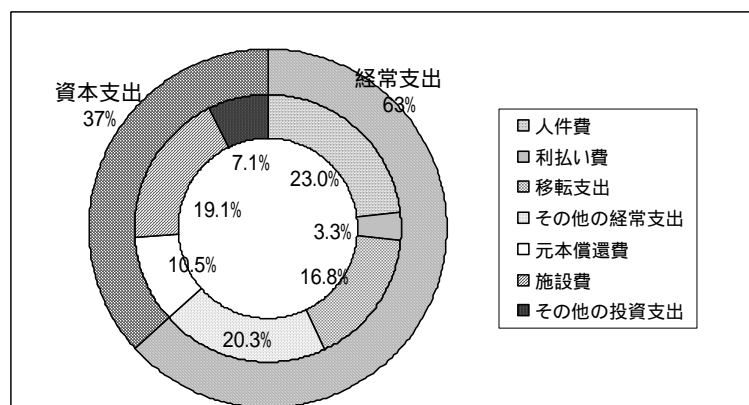


出所) DGCL, (2004) "Les Collectivites locales en chiffres"

(2) 歳出における地方債に係る費用の位置付け

一方経常支出と資本支出の比率はおよそ 6 対 4 程度である。地方債の返済に伴う利払い費は経常支出において計上されることが義務付けられているが、その割合は支出全体の 3.3%となっている。また元本償還費は資本支出において計上することが義務付けられている。収入全体における比率は 10.5%となっている。

図表 IV - 5 地方団体の支出構造



出所) DGCL, (2004) "Les Collectivites locales en chiffres"

## 2 フランスにおける地方債制度の概要

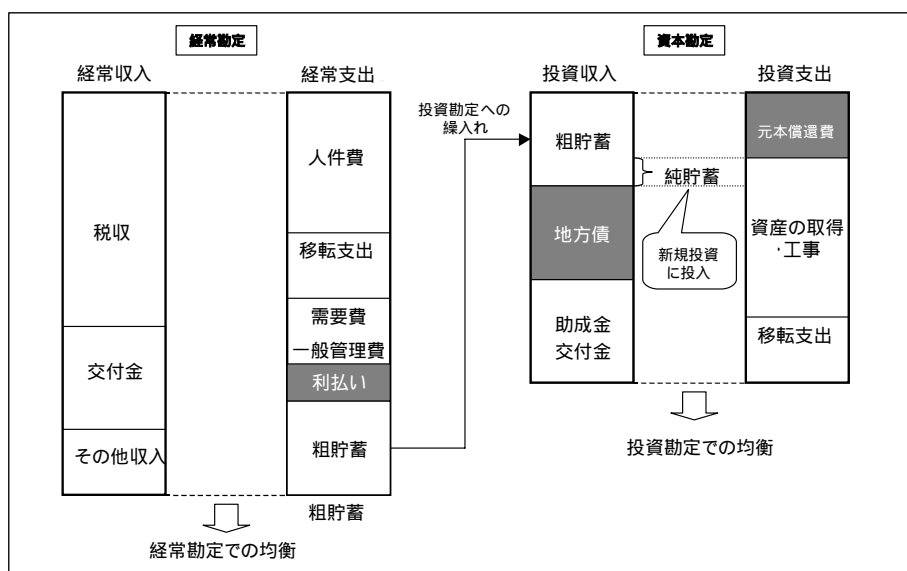
### (1) 地方債の発行

#### (i) 地方債の発行目的と勘定分野

前節でみたように、フランスでは地方団体の予算は経常会計と資本会計とに区分された複式予算制度が採用されており、地方債の発行は投資的経費に限定されている。資本会計での起債のみが可能であり、経常会計の支出の財源とすることは禁止されている。

また、既に発行された地方債の元本償還は資本会計における支出となるが、これは経常収入から資本会計への繰り出しによってカバーされることになる。地方債の利払いは経常会計からの支出となり、新規債で調達して資金による償還は禁止されている。

図表 IV - 6 フランスにおける公債費と勘定分野の関係



出所) 自治体国際化協会 (2002) 「フランスの地方自治」

#### (ii) 起債可能団体

現行制度では、すべての地方団体 (州 (Region) 県 (Departement) 市 (Commune)) は上述したような投資部門の範囲内において地方債の発行が可能である。また広域都市共同体についても地方債の発行を自由に行っている。債券形式による地方債の発行についても、基本的に全ての地方団体が可能となっている。

しかしながら、フランスの地方団体は地域間格差が大きく、市町村レベルでは人口 1,000 人に満たないような小規模な地方団体は実質的には債券発行による起債は現実的ではなく、債券発行による起債は大規模かつ経済的に豊かな特定の州、県、および 10 大

都市等に限定されている

現状では3万6千ある地方団体のうち、借入れをする団体は5,000程度にとどまっている。

### (iii) 地方債の種類

地方団体による地方債の借入れの形式には、証書借入、債券発行、外貨借入、等の方法がとられている。

#### (イ) 証書借入れ

最も一般的に用いられている方法。地方債の自由化後も、依然として地方債の大部分(95%以上)でこの方式がとられている。

#### (ロ) 債券発行

債券の公募発行は原則として全ての地方団体に対して認められている。しかし小規模の公共団体が単独で債券の公募をすることは困難な場合が多く、この方式での発行は数%にとどまっている。

小規模団体の発行の際には、共同発行や専門の金融機関による代理発行等の対策が講じられてきた。

#### (ハ) 地方団体間の金銭貸借

地方団体間の貸借は、各地方団体の手許金は原則として全額義務的に国庫に預託される現行制度のもとでは、一般的には不可能となっている。ただし例外として、市町村は一定の条件のもとに、病院への国庫預託金の前貸しや低家賃住宅公社への貸付を行うことができるようになっている。

### (iv) 資金区分

フランスの地方団体の資金調達先は、現在では大部分が民間資金によって占められる。

#### (イ) 民間資金

資金調達の大部分を占める民間資金について、その調達先は極めて多様である。民間銀行が主体であるが、前身が政策金融機関であるDCL(Dexia Credit Local: デキシア地方銀行)やCD(Caisse d'Epargne: 貯蓄金庫)、農業事業者の組合によるクレディアグリコルが3大融資機関といわれている。また市場公募による資金調達も行われているがその割合は数%程度と低い。ただし、レジオンでは市場公募債の発行が1998年には15%を超える等、広域都市共同体では市場公募債へのシフトも生じている。

#### (ロ) 政府系資金

現在政府系資金に区分される貸付は行われていない。CDC(Caisse de Depots et



Consignation：預金供託金公庫）からの既存の債務は残っているが、新規借入れは現在行われていない。

図表 IV - 7 地方団体の資金調達先

|                  | コミューン  |        | デパルトマン |        | レジオン   |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                  | 92     | 96     | 92     | 98     | 92     | 98     |
| CLF(現DCL)        | 32.6%  | 38.5%  | 36.7%  | 42.1%  | 29.7%  | 32.2%  |
| CDC              | 28.4%  | 19.5%  | 16.7%  | 5.6%   | 26.4%  | 12.0%  |
| Caisse d'Epargne | 7.1%   | 10.7%  | 4.0%   | 8.4%   | 3.7%   | 9.5%   |
| Credit Agricole  | 9.8%   | 10.7%  | 7.7%   | 9.1%   | 4.0%   | 7.1%   |
| Credit Foncier   | 2.7%   | 4.6%   | 4.6%   | 3.1%   | 0.5%   | 2.6%   |
| 保険会社             | 1.0%   | 0.4%   | 3.1%   | 0.9%   | 0.3%   | 0.0%   |
| 銀行など             | 5.4%   | 8.4%   | 16.4%  | 21.2%  | 21.1%  | 16.4%  |
| 市場公募債            | 0.4%   | 2.1%   | 1.8%   | 4.2%   | 3.5%   | 15.3%  |
| その他              | 12.6%  | 5.0%   | 9.0%   | 5.5%   | 10.8%  | 4.9%   |
| 合計               | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

注) 92年のコミューンはパリを除く

出所) DGCL,(1997) "Les Collectivites locales en chiffres"

#### (v) 地方債の発行手続き

##### (イ) 地方団体の内部手続き

1982年の地方分権化法施行以降、地方団体は起債に際して国の許可を得る必要はなくなっている。市長、県知事又は州知事が、地方議会の議決に基づき起債の契約を行うことができる。議会議決の項目は、起債の目的、総額、利率、償還の期間、その他の条件等となっている。

議会議決は必要であるが、実際には市長等は、予算に計上された投資的経費に充てるための起債については、予め議会より権限の委任を受け、その手続きを迅速に行なうようにしている。

なお、起債に関する地方議会の議決は原則として公表され、関係地方長官（州地方長官、県地方長官）に届け出が行われることにより当該議決が執行力を持つことになる。このように、国による統制は事後的にしか行われない<sup>18</sup>。

##### (ロ) 市場公募債発行の手続き

フランスでは市場公募債の発行をおこなう団体は少数であるが、DCL（フランスにお

<sup>18</sup> 1982年の地方分権改革法制定以前は、当時の県知事が国からの代表として県の執行部の統括責任者としての権限をもっており、さらに県内の市町村に対しての後見監督権を掌握しており、これにより事前統制のかたちで国による地方行財政のコントロールが行われていた。分権改革法以降は、こうした事前統制が廃止され多くは事後統制のかたちとなっている。なお、地方長官は国により任命され、地方自治体の予算等についての監視機能としてはたらいっている。

ける地方団体向け融資最大手金融機関)等の地方債関連マニュアルでは、市場公募債発行の手続き等が詳細に解説されている。市場公募債発行の手続きの概略は以下のとおりである。

a 幹事会社の選定

市場公募を行う際には、まず主幹事となる金融機関(chef de file)を選定する。選定金融機関は債券の構成や発行事務を行う。

b 格付けの取得

公開で公募を行う際には、まず格付け会社から格付けを得ることが必要である。現在、ムーディーズやS&P等の格付け会社がフランスの地方団体の格付けを行っている。保険会社(compagnie d'assurance)等から保証を受けて格付けを上げることもできる。

c 情報の公開

発行の方式等を広く告知し、概要書を作成して情報を応募者に与える。概要書には、目的や発行価格、借入期間等債券に関する情報と予算や財政の見通し等地方団体自身の情報が書かれている。

d COBの認可

公開の債券発行にはCOB(Commission des Operations de Bourse)の許可が必要。その際、概要書が審査の対象となる。なお、非公開の場合、金融監督機関の許可は必要ないものの、簡単な概要書は必要となる。

COBは2003年にほかの金融監督機関と合併してAMF(Autorite des Marches Financiers)へと改組された。

e 金融機関の機能

地方団体と契約を結んだ金融機関は、地方団体と応募者の仲介人として機能し、また、借入れに関する資金管理を請け負う。

f 手数料等

公募の際の費用としては、主幹事である金融機関(chef de file)への報酬や発行手数料、金融監督当局への納付金、格付けや保証にかかる費用、広告費、そしてこれらの費用にかかる付加価値税等がある。

(vi) 地方債発行の規制と自由度

上述したように、フランスでは、地方団体は原則として自由に地方債を発行することが可能であり、金融機関との交渉により自由に起債ができ、借入れ利率、償還期限等も自由に設定することができる。地方債の発行は包括型であり特定の事業にリンクしてはならず、事業分野ごとの充当率規制も行われていない。

しかしながら、借入れに関わる予算上のルールや事後監督のルール等が定められてお

り、これらが地方債の発行に規律をもたらしている。これらのルールを整理すると以下のようなになる。

- (イ)地方債は投資部門の支出にのみ発行できる(経常部門の支出において借入れはできない)
- (ロ)利払い費は必ず経常支出に計上しなければならない(元利償還費用に地方債を充当することはできない)
- (ハ)国が任命する地方長官と、州会計検査院による事後的監督がある。(イ)(ロ)が守られていない場合、地方長官は州会計検査院<sup>19</sup>へ提訴し、それを受けて州会計検査院は提案・催告等を行う。さらに、地方長官による職権計上も行われる
- (ニ)他の地方団体からの借入れは原則として禁止されている

#### (vii) 地方債の破産ルール

以上のルール等から、地方団体への貸し出しリスクは非常に低く、デフォルトのリスクはDCLで2000分の1程度といわれている。地方団体において債務不履行が起こることは非常にまれとなっている。

財政困難に陥った地方団体については、赤字是正措置等の制度があるものの破産制度は法的に定められていない。

1990年にはアングレーム市(フランス南部人口9万人の都市)がデフォルトを起こしているが、ここは多くの金融機関からの借入を行い(63機関から1,400億フランの資金を借入)、虚偽の決算書を申告していた。経済財政省は地方分権化以降、地方団体の債務を国が肩代わりする義務のないことを示しており、本件についても金融機関によっては債務繰り延べのみならず利子や元金についての損失も受け入れなければならなかった。CLF(Credit Local de France: フランス地方銀行、現在のDCL)は借款の金利分を放棄せざるを得なかったが、元金は繰り延べにより返済されている。

---

<sup>19</sup> 州会計検査院は1982年の地方分権法により創設された国の機関。国の会計検査院の監督下であり、検査院長は国の会計検査院の職員から任命される。州会計検査院の権限は、各地方自治体の4年に1度の会計検査、毎年の出納検査、地方長官の自治体への予算監督に対する意見表明等となっている。

### 3 フランスにおける地方債制度の改革<sup>20</sup>

フランスの地方債制度は、1980年代の地方分権改革の方向に沿って、総合化と政策的低金利特例の廃止という二つの基本的方向での改革が行われている。

#### (1) 改革以前の統制状況

1982年の地方分権改革以前のフランス地方債制度に関しては、中央政府（具体的には大蔵省国庫局、現在の経済財政産業省）による厳格な規制統制が課せられており、中央政府及び一部の政府系金融機関を通じた起債以外は事実上不可能であった。地方団体の資金調達についても政府系資金への依存が極めて高い状況が続いた。

##### (i) 中央政府による地方債管理（補助金と地方債との連動）

制度改革以前の地方債制度では、もっぱら政府系金融機関を通じて、中央政府による地方債管理が行われていた。

政府系金融機関以外での起債を行う場合には、中央政府の許可が必要であり、起債上限も定められていた。また、政府系金融機関による貸し付けは、中央政府の補助金が交付される公共事業にしか認められなかったため、地方債はほぼ完全に中央政府の統制下に置かれていたといえる。

具体的には、地方団体が中央政府から優先施策の指定を受け、各省庁が建設・投資費の特定補助金の交付を決定すると、当該投資事業に対して自動的に政府系金融機関グループから低利で融資を受けられるというしくみが確立されていた。

これにより中央政府は、地方債を直接統制しなくとも補助金を調整するだけで地方公共投資を十分にコントロールができ、各種の政策手段として活用してきた<sup>21</sup>。一方、この制度の下では全ての融資はあらかじめその用途が決定されており、各地方団体には独自の判断を下す余地はほとんどなかったといえる。

##### (ii) 政府系金融機関による低利貸付

地方債の引受の大半を担っていた政府系金融機関とは、CDC（預金供託公庫）、CAECL（フランス地方団体設備投資助成公庫）、貯蓄金庫の3者からなるグループである。

その中心となっていたのがCDCである。CDCは1816年に設立された政府系金融機関であり、郵便貯金、貯蓄金庫が全国に張り巡らせた支店網を通じて集めた非課税貯蓄資金

<sup>20</sup> 以下の記述は、DGCL、DCL 地方自治体財政担当者インタビュー、青木（1990）及び（1996）を参考にした。

<sup>21</sup> この地方債と補助金の連結は、1956年にアルジェリア戦争に伴うインフレ対策の一環として行われた。低利貸付を中央政府の援助を受ける事業のみに限定することによって、地方公共事業の規模を抑制しようとした。これは一時的な措置に終わらず、それ以降恒久的な措置として事実上の規則となった（青木（1990））。

や各種の公的基金（社会保障金庫、家族手当金庫、退職年金金庫、共済組織等の基金）を原資として、公的金融業務を担ってきた<sup>22</sup>。

CDC はこうした低コストの資金を活用して、市場利子率をかなりの程度下回る低利子率で地方債の引受を行っていた。CDC の地方債利子率は、1970 年代には市場利子率よりも 2～3% 程度低く、この格差が最も大きかった 1981 年には 6% 以上も下回っていた。

また、補助金と地方債の連動についても、CDC にとっては起債申請の審査等のコストを軽減する役割を果たしていたといえる。結果的に CDC は貸付の社会的経済的責任を負う事はなかった。

## （2）中央政府による地方債統制の問題点

以上のように、中央政府は政府系金融機関を通して地方債および地方公共事業をほぼ完全に統制していたが、地方団体の自主性の阻害をはじめとして多くの問題も生じてきた。また、金融市場環境の変化もあり、政府系金融機関の貸付制度の見直しをはじめとする地方債制度改革が進められることになる。

旧来の地方債制度、特に補助金と地方債との連動の問題点として挙げられる第一は、地方の自主性の侵害であった。同制度は直接的な起債許可制とはいえないが、同程度の中央統制として地方には捉えられた。

第二には、起債額の上限が政府が定めた補助対象支出と中央政府からの補助金との差額と定められていたため、実際の事業費がまかなえないケースが多く、その場合に追加的かつ高利率の起債が必要になり、貸付そのものが事業一件ごとに行われるため煩雑な作業が生じていた。

第三には、起債手続きに柔軟性がないために、借り入れたものの使用しない遊休財源が生じることがあり効率的な財政運営を妨げていた。また有利子で調達したにもかかわらず、国庫へ無利子で預託することが義務付けられるという矛盾が問題になっていた。

第四には、補助金と地方債との連動による公共事業のコントロールについて当初期待されていた効果、すなわち公共事業の景気拡大効果や質の高い公共財の供給という効果が現れなかったことも問題視された。これは、手続きが煩雑で時間がかかることから景気浮揚策としてのタイミングを失するケースが多くみられたこと、また、中央政府が定める公共事業が地域の実状に合っていなかったことによる。

---

<sup>22</sup> CDC は、郵便局と地域貯蓄銀行によって引き受けられた非課税貯蓄性普通預金（Livret A）の運用を 19 世紀以降フランス政府から委託されて行っている。

### ( 3 ) 地方債制度の改革

以上のような問題点、背景を踏まえて、地方債制度の改革が行なわれることになる。フランスにおける地方債制度の改革は、地方分権の流れと同時に政府系金融機関の改革が同時に行われたことが大幅な自由化につながったことが特徴である。

#### ( i ) 地方債の総合化

以上のような問題点を踏まえ、1979年にCDCグループの地方団体向け貸付が「総合化」されることになる。貸付は公共事業一件ごとではなく、年に一度、当該年度に行われる全ての事業について包括的に行われることとなり、地方団体は、年間の融資総額についてCDC等金融機関と直接に交渉を行うこととなった。この交渉では、地方団体は次年度の投資計画に伴う年間融資希望額をCDCに提示し、これに基づいてCDC側は補助金との調整を図りつつ、融資額及び各融資機関の分担を定め従来どおり低利で融資を行うこととされた。

これにより、地方団体は一度の包括的な交渉で当該年度の融資の総額を把握することができ、議会で採択された事業に対して自由に配分することが可能となった。また、遊休財源を抱え込むことも少なくなったことで、より合理的な財政運営を実現できるようになった。

#### ( ii ) 低利融資の廃止

さらに1986年には、CDCによる低利融資が廃止され、一般向け融資の金利と同率にそろえられることになる。

これは、フランスの金融システム改革の動きも反映されたものである。資本市場の整備育成と、金融の規制緩和、閉鎖性の打破は大きな課題となっており、キャピタルゲイン減税等の施策によりCDCの預貯金が減少、低利貸付が廃止されることになった。前述したように、CDCの地方団体向け低利貸付と市場金利の格差は最大6%にもなっていたが、1980年代以降この格差は急激に縮まっている。

これにより、特定の金融機関が独占的に地方団体に対し融資を行う体制から、各地方団体が新たに参入を行ってきた民間金融機関や従前からの政府系金融機関に対して、より有利な融資条件を求めて交渉を行い、自らの選択として起債を行うという自由競争体制へと移行した。

図表 IV - 8 フランス地方債制度の経緯

|         |  |
|---------|--|
| 19世紀末   | 官選の県地方長官による市町村の起債許可制度  |
| 1970年   | 市町村の起債許可制度は、次の3項目以外は撤廃<br>(イ)前年度赤字団体の起債<br>(ロ)政府系金融機関以外からの起債<br>(ハ)法定を上回る高金利での起債   |
| 1979年   | 包括的融資制度の導入(5,000人以上の市町村を対象)<br><br>[参考]従前は、政府より建設整備費の特定補助金の交付を受けた場合に、その投資事業に対して預金供託金庫(CDC)、地方団体設備投資援助公庫(CAEC L)、貯金金庫(CE)等の政府系金融機関から低利で融資を受けることができる制度であった。(当時、政府系金融機関からの借入れは80%以上を占めていた。)包括的融資制度の導入により、起債は補助金が交付されている公共事業に限るという起債制限が撤廃された。<br>融資額、発行条件等の事項については、地方団体と金融機関との直接交渉により決定されることとなった。  |
| 1982年   | 地方団体に対する地方長官の事前審査権の廃止に伴い、原則として起債許可制は撤廃。ただし、次の2項目の場合は許可が必要<br>(イ)5億フラン以上の公募債の発行<br>(ロ)外債の発行<br><br>[参考1]政府系金融機関の低利融資制度は存続されたため、政府系金融機関の地方債市場占有率は高いままで、金融機関の審査による間接的な統制は依然残った。<br>[参考2]同年、建設整備に対する補助金の総合化の原則が示され、翌1983年に公共総合交付金(DGE)が創設<br>[参考3]許可制度の廃止に伴い、公債費が義務的経費とされた。また、予算均衡につき、従前は歳入歳出全体での均衡のみが要求されたが、経常勘定および資本勘定の各々において均衡が要求されることとなった。 |
| 1986年以降 | 預金供託金庫等の地方団体への低利貸付制度の廃止<br><br>[参考]民間金融機関が参入し、地方団体が金利等の条件のより有利な融資を選択することが可能となった。   |
| 1999年   | 外債の発行に係る許可制度の撤廃  |

出所) 財務省財務総合研究所(2002)「主要国の地方税財政制度」

#### ( 4 ) 引受先の変化と地方債の金融商品化

##### ( i ) 引受先の多様化

1986 年に政府系金融機関の低利融資が廃止され、これら金融機関の独占が崩れると民間銀行や保険会社が地方債市場に参入することになる。

当初の数年間、金融機関間で地方団体への貸付競争が生じるほどの過熱がみられた。新規参入の金融機関は、地方団体に対して競って有利な起債条件を示して融資を確保しようとしたが、その背景としては以下のような諸点があげられる（青木（1996））。

- ・ 政府系金融機関の低利融資が廃止され、金融制度全体についても規制が取り払われて平等な条件での競争ができるようになった
- ・ 金融自由化、規制緩和により業務の範囲や商品開発の自由度が増した
- ・ 企業の資金調達が直接金融にシフトしつつあったことや、景気停滞による資金需要の低迷で新たな融資先の確保が求められていた
- ・ 地方団体がデフォルトリスクのない安全な融資先であるという認識がもたれていた

地方団体側でも、低利貸付の廃止に伴い有利な発行条件を追求する必要に迫られていたため、様々な機関での起債が行われるようになる。特に金利変動のリスクをヘッジするような発行条件が追求され、また金融機関サイドではこうした金融商品の開発が行われている。

##### ( ii ) 地方債の金融商品化

制度改革以前の地方債の発行条件は、固定利率、年賦定額という 1 つの方法に定められており、その他の発行条件の地方債は存在しなかったといえる。しかしながら、制度改革以降多様な金融機関が地方債市場に参入することにより、地方債の発行条件が 1980 年代後半から多様化することになる。



図表 IV - 9 地方債の金融商品としての多様化の内容

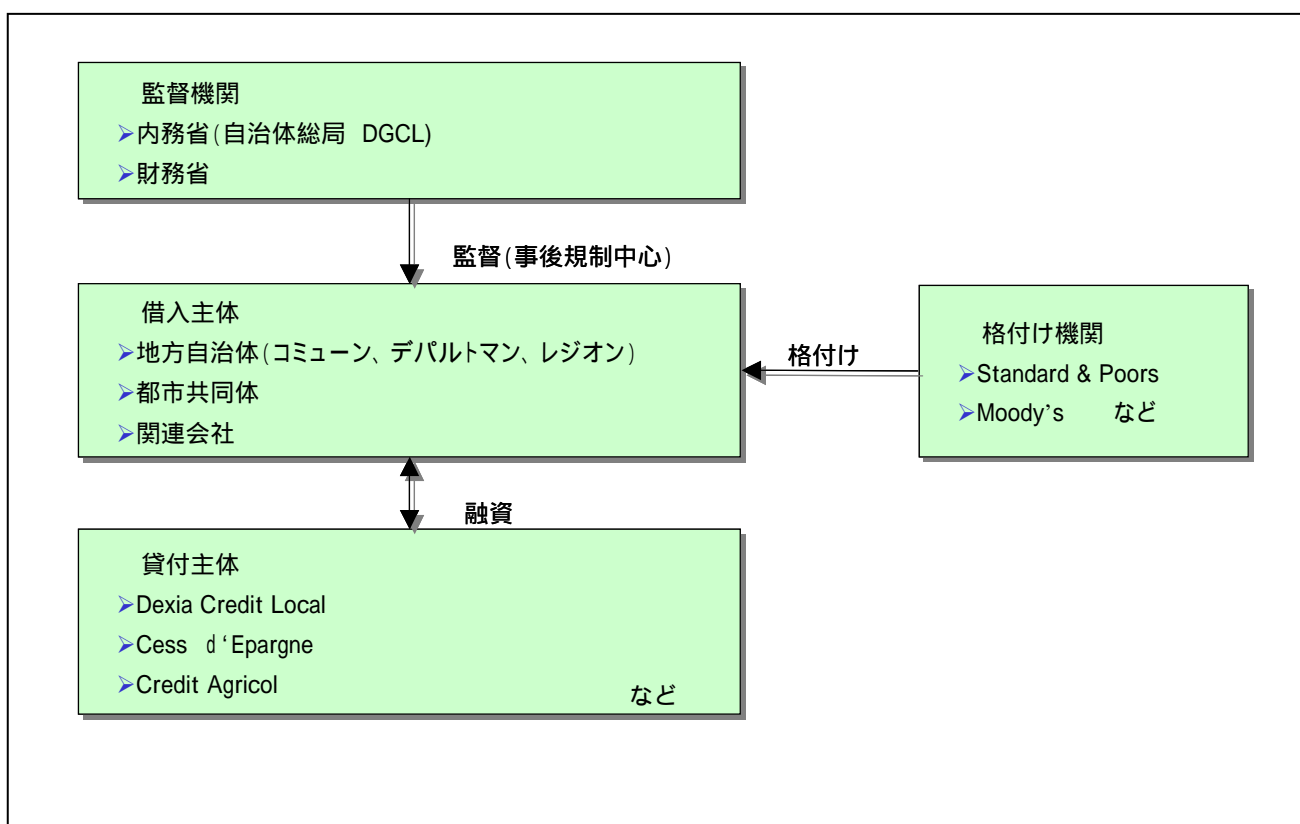
|                 |   |
|-----------------|---|
| <p>利率</p>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 地方債商品においては、起債自由化以前の固定金利に加えて変動利率の商品を選択することができる。インデックス連動債で使われるインデックスは、金融市場のものと債券市場のものに分類される。</li> <li>・ 金融市場インデックスは、金融市場金利（T4M）、通貨利回り（TAM）、変動型通貨利回り（TAG）、ロンドン銀行間レート（LIBOR）、EONIA、EURIBOR 等がある。債券市場インデックスは、債券市場利回り（TMO）、国債利回り（TME）、流通国債利回り（OAT）等がある。</li> <li>・ 99 年以降、ユーロ導入にあわせて金融市場のインデックスの一部に変更がなされた。従前あった TMP、PIBOR はユーロオーバーナイト金利（EONIA）やヨーロッパ銀行間レート（EURIBOR）等に変更された。</li> <li>・ 地方団体は、契約の際にこうした多様なインデックスから選択することになる。また、契約に規定があれば、利率は契約後に変更することができる。</li> </ul> |
| <p>利率に対する保証</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 利率に関する保証制度は、85 年 7 月 11 日の法律で認可され、さらに 92 年 9 月 15 日の経済予算省と内務省の通達によりその様式が認知されている。</li> <li>・ 保証制度の様式としては、利率交換（SWAP）、上限利率設定（CAP）、下限利率設定（FLOOR）、上下限利率設定（CORRAR）、利率の先物予約（FRA）等がある。</li> <li>・ 92 年の通達ではこれらの保証制度に関して、投機的契約や 2 つ以上の金融機関からのコンサルティング等を禁止し、また、利率の決定日と保証契約の締結日との一致を求めている。</li> </ul>   |
| <p>償還形態</p>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 償還期間については、繰り上げ償還可能型、償還期間変更可能型等があり、これらが選好されるケースが多い。</li> <li>・ また元本返済についても、一括（据え置き）返済型、定率返済型等が存在。完全な据え置き返済型については、特定の地方債（例えば土地先行取得のように収入がすぐにもたらされない事業に充てる地方債）に対して認められている。</li> <li>・ 支払い形態についても、年賦制、四半期払い制、月賦制等の選択が可能。</li> </ul>  |

出所) D Hoorens, M-P Peretti (2001) " Les collectivites locales et l' emprunt 2e edition" より作成、一部青木(1996)により補足

#### 4 フランスにおける地方債制度のプレーヤー

フランスの地方債は主に地方団体が金融機関に対して借入れを行うかたちの金融機関借入れでその大部分がまかなわれている。その主たるプレーヤーは借り手となる地方団体、貸し手である銀行等金融機関となるが、関係主体として、監督権限が近年縮減傾向にある国（内務省等）、民間格付け機関等も地方債制度において一定の役割を果たしている。

図表 IV - 10 地方債制度のプレーヤー関係イメージ図



( 1 ) 国の役割 ( DGCL : 内務省自治体総局 )<sup>23</sup>

( i ) 地方債の自由化と国の監督権限の縮減

1982 年に起債が自由化されるまで、国は地方債の発行に対して融資の内容等も含めその妥当性を事前に厳密にチェックし許可を行っていた。しかし 82 年以降は合法性についての事後承認を行う等その監督権限は大幅に縮減されている。

1982 年以前は、国がすでに交付金を出している投資に対してのみしか融資は許可されなかった。82 年以降は、地方団体と金融機関は自由に契約関係を結び、国は投資額の規模もその内容についてもチェックをすることはない。外国債についても従前は財政経済産業省および内務省による認可を得る必要があったが、2000 年にかけてこの認可制度についても廃止されている。

なお国による事前許可制は廃止されたが、以下のようなルールにより地方団体の財政の健全性の確保がはかられている。

- (イ) 州会計検査院による地方団体予算のチェック
- (ロ) 地方議会による借入れ承認の義務
- (ハ) 自己財源による融資償還の義務
- (ニ) 地方団体間の融資の禁止
- (ホ) 予算透明性 ( 融資のトレーサビリティ ) の強化

特に起債自由化以降、アングレーム市の破産等が生じたことにより財政健全性の確保が求められるようになり、その後州会計検査院が設置され事後監視システムが強化されている。

( ii ) 内務省・経済財政産業省による内部管理

1990 年代後半より、内務省および経済財政産業省は地方団体の財政状況を把握するための財政指標を設け、財政の健全性を判断するための資料として活用している。2000 年まで、内務省、経済財政産業省はそれぞれの指標を設定していたが、2001 年からは指標を統一している。なお、このいわゆる “ 合同スコアリングシステム ” は県地方長官および県出納長 ( 経済財政産業省出先機関 ) の使用に供する政府内部のシステムで第三者には非公開となっている。

使われている指標は以下の 4 つである。

- (イ) 債務負担率 ( 歳入に対する債務残高の割合 )
- (ロ) 自己金融係数 ( 歳入に対する経常支出 + 公債費の比率 )
- (ハ) 支出硬直度 ( 歳入に対する人件費、分担費、利払い費の割合 )
- (ニ) 課税力 ( 全国平均税率に対する税率引き上げ余地 )

<sup>23</sup> 本節の記述は、DGCL インタビューを基にしている。

以上の指標は以下の係数が乗じられることにより各地方団体の総合ポイントが算出される。

$$\text{各地方団体総合ポイント} = (\text{イ}) \times 4 + (\text{ロ}) \times 4 + (\text{ハ}) \times 2 + (\text{ニ}) \times 1$$

この合計ポイントが 20 点未満の場合、あるいは 2 年連続で 30 点未満の場合には、県地方長官あるいは県出納長が当該地方団体と連携を図り、財政健全化のための対応を行うこととなっている。このスコアリングシステムは、国による地方団体のコントロールというよりもフォローサービス機能、コンサルティング機能という位置付けと考えられている。

なお、現在対象は、州、県、市町村となっているが、近年、広域都市共同体の役割が高まっているなかで、これらについても対象とするべく検討をすすめている状況である。

#### (iii) 特別助成金制度について

地方分権改革以降、起債が自由化されて以降は、原則として国は地方財政に介入はしないものと捉えられている。ただし、特別助成金制度により、国が地方団体の財政危機に一部対処する場合もある。

なお、この特別助成金制度は 2003 年度実績で件数は 12 件、金額は総額で 260 万ユーロとなっている。一地方団体あたり 20 万ユーロ程度と、規模・件数ともに小さく、地方団体の財政危機を救済するというよりも、国もその債務のごく一部を負担する役割としての一時的な措置にすぎない。本質的には、金融機関の債権放棄や地方団体の支出削減を同時に行うことが強く求められている。

特別助成金は、県地方長官が第一審査を行い、内務省が第二審査をした上で財政経済産業省に対して追加予算枠を申請するという手続きとなる。

この制度は財政困難に陥った地方団体への助成となるが、以下のような努力が行われない団体に対しては助成の対象外となる。

(イ) 税収増大

(ロ) 投資の柔軟化

(ハ) 構造的支出の削減

## (2) 発行主体（地方団体）の地方債管理の実態

### (i) ケーススタディ - パリ市

#### (イ) パリ市の組織機構

フランス北部セーヌ河中流に位置する首都、特別市であるパリ市は、人口約 213.5 万人、105 k m<sup>2</sup>の面積を擁する。市の職員は 4 万 5,000 人、このうち財務部門担当スタッフは 220 人となっている。

220 名のうち、100 名が会計担当であり国庫と連携して支払い事務等を行っている。120 名は予算編成、資金計画等を担当し、債務管理等を行う財務管理室のスタッフがこのうち 10 名となっている。

なお財務部門のスタッフの多くは財政金融を専攻したか、この分野での職務経験があることが要求されている。特に財務管理室のスタッフには豊富な金融知識が要求されている。

#### (ロ) 財政状況

パリ市の財政は、税収が安定しており構造的に良好といえ、経常部門では毎年黒字が計上されている。投資については経常部門黒字の累積分が充当されており、近年、新規借入れの規模は小さくなっている。2003 年度の新規借入れはおよそ 1 億 1,500 万ユーロ、投資収入の 30%を占める。また、新規純債務（新規借入額 - 返済額）の規模は、2003 年現在、マイナス 6800 万ユーロ（返済超）となっている。

市場公募債の発行は、パリ市においても過去 10 年間行われていない。これは銀行からの借入れの条件の方が良いことや、借入れの規模がそれほど大きくはなかったことが要因となっている。ただし、今後設備投資需要が高まることから、今後は市場公募債の発行が行われる予定である。

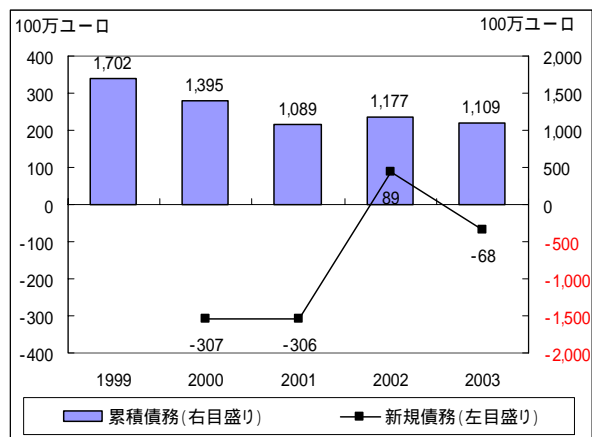
パリ市の債務発行額は総じて小さく、債務残高も 2003 年現在 11 億ユーロにとどまっている。これは、同規模の他都市の平均的な債務残高（27 億ユーロ程度）と比べると、相対的に債務の規模は小さい。

図表 IV - 11 パリ市の財政収支の状況

(100万ユーロ)

|             | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>支出総額</b> | <b>4,824</b> | <b>4,846</b> | <b>4,900</b> | <b>5,197</b> |
| 経常支出        | 3,887        | 3,910        | 4,129        | 4,384        |
| 運営費         | 3,729        | 3,729        | 3,962        | 4,238        |
| その他の支出      | 158          | 181          | 166          | 146          |
| 投資支出        | 937          | 936          | 771          | 813          |
| 事業、土地の取得など  | 630          | 569          | 736          | 787          |
| 償還費         | 307          | 306          | 141          | 183          |
| <b>収入総額</b> | <b>4,759</b> | <b>4,757</b> | <b>5,048</b> | <b>5,413</b> |
| 経常収入        | 4,513        | 4,565        | 4,609        | 5,105        |
| 税金          | 2,784        | 2,732        | 2,678        | 2,694        |
| 交付金         | 911          | 994          | 1,131        | 1,284        |
| 投資収入        | 246          | 192          | 439          | 308          |
| 交付金、補助金     | 176          | 157          | 161          | 149          |
| 地方債         | 0            | 0            | 230          | 115          |

図表 IV - 12 パリ市の債務の状況



出所) City of Paris (2003) "Rapport financier"

#### (八) 格付け

パリ市は過去 10 年間程度市場公募債の発行は行っていないが、公募債発行時に格付けを取得して以来、一貫して民間格付け会社の格付けを取得している(スタンダード・アンド・プアーズ)。2004 年度のスタンダード・アンド・プアーズからの格付けは AAA となっている。

この格付けは、銀行等金融機関からの借入れを行う場合の借入れコストにも影響する。シングル A からトリプル A の違いで、金利についても +20bp から +2bp までの格差がつくと想定される(ただし、現在の低金利下ではこの効果はそれほど大きくはない)。また、格付けを取得する動機のひとつとして、格付けが政治ツールとして扱われることがあげられる(政治家が市民に対するアピールの道具として選挙時に使われる)。

格付け取得にあたっては、3 ヶ月に及ぶセッションが行われる。一般的な財務状況の確認に加えて、特に重視されるのはトップのインタビュー(2004 年は財務担当助役) オフバランスシート上のリスクの把握等となっている。

(ii) ケーススタディ - ストラスブール市

(イ) ストラスブール市の組織機構

フランス北東部、パリの東 458km に位置する。アルザス州バーラン県の県都。人口約 25.6 万人でフランス第 6 位。アルザス地方は相対的に経済活動が活発であり、仏全体の国内総生産のおよそ 3% 程度を占める。住民一人当たりの収入はイル・ド・フランス地方に次いで第 2 位と豊かな地域（1994 年時点）。

ストラスブール市はストラスブール都市共同体（周辺市町村と広域共同体を形成）と一部を除き事務機能を一元化している。財務担当職員も両組織の業務を行っており、スタッフは 50 名となっている。このうち半分の 25 名程度が会計事務、25 名が予算財務に関わる業務を担当している。予算財務に関する業務を担当する者の内訳は、予算編成 5 名、債務管理 3 名、投資計画 3 名、税務関係 4 名等となっている。なお、フランスでも職員移動は一般的なものとなっているが、財務担当者は専門的知識が要求されることから比較的移動が少なく、職員が固定的配置となっている。

(ロ) 財政状況

ストラスブール市の財政状況は、経常部門が 3 億ユーロ程度、投資部門が 1 億 3 千万ユーロ程度となっている。都市共同体はこの倍程度の予算規模となっている。

ストラスブール市の債務残高は、2003 年時点で 1 億 1800 万ユーロとなっている（2004 年にさらに 6,000 万ユーロの新規借入れを行っているため、2004 年時点で 1 億 7800 万ユーロ）。

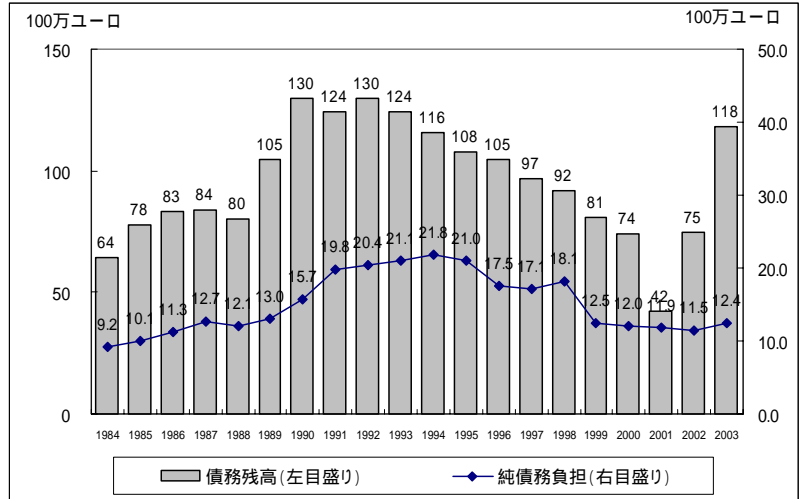
一方、都市共同体は 1996 年より新規の借入れは行っておらず、債務残高は 2003 年現在 2000 万ユーロとなっており、市の財政状況と比べると比較的良好となっている。

図表 IV - 13 ストラスブール市の財政

(100万ユーロ・2003)

|             |                |
|-------------|----------------|
| <b>支出総額</b> | <b>464.808</b> |
| 経常支出        | 307.848        |
| 一般管理費       | 56.732         |
| 人件費         | 159.178        |
| 利払い費など      | 3.118          |
| 投資支出        | 156.960        |
| 償還費など       | 27.365         |
| <b>収入総額</b> | <b>465.982</b> |
| 経常収入        | 333.896        |
| 直接税         | 106.130        |
| その他の税       | 76.950         |
| 交付金         | 68.952         |
| 投資収入        | 132.086        |
| 補助金         | 4.758          |
| 地方債など       | 69.051         |

図表 IV - 14 ストラスブール市の債務の推移



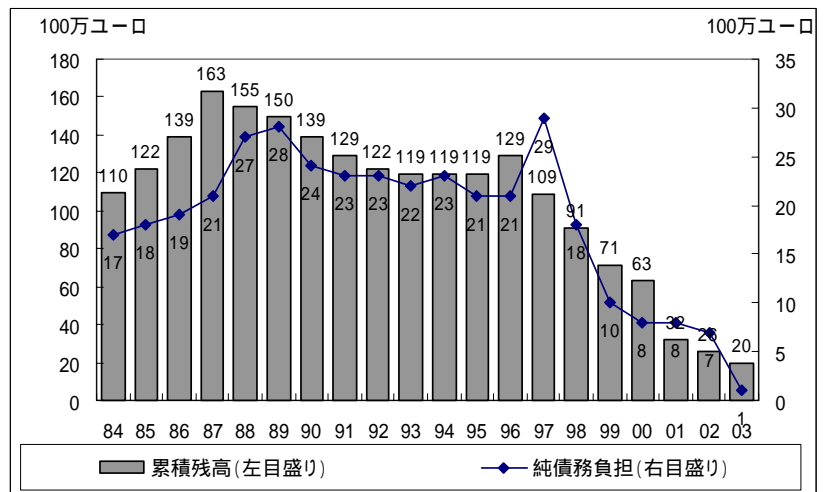
出所) City of Strasbourg (2003) "Presentation du compte administratif"

図表 IV - 15 ストラスブール都市共同体の財政

(100万ユーロ・2003)

|                |                |
|----------------|----------------|
| <b>支出総額</b>    | <b>793.508</b> |
| 経常支出           | 590.590        |
| 一般管理費          | 63.647         |
| 人件費            | 244.630        |
| 利払い費など         | 1.367          |
| 投資支出           | 202.918        |
| 国土整備など         | 44.883         |
| 償還費など          | 6.131          |
| その他固定資産の管理など   | 37.278         |
| <b>収入総額</b>    | <b>785.874</b> |
| 経常収入           | 638.872        |
| コミュニンなどからの繰り入れ | 155.547        |
| 直接税            | 170.956        |
| その他の税          | 39.165         |
| 交付金            | 116.207        |
| 投資収入           | 147.002        |
| 交付金、補助金        | 39.710         |
| 地方債            | 0.004          |
| その他の金融資産       | 5.276          |

図表 IV - 16 ストラスブール都市共同体の債務の推移



出所) Communauté Urbaine de Strasbourg (2003) "Presentation du compte administratif"

(八)借入れ行動

ストラスブール市の資金調達には銀行からの借入れで行われているが、その借入先は極めて多様である。



最も大きな借入先は DCL (デキシアクレディロカール) で 8 千万ユーロ、次いで CD (ケスデパーニュ)、CA (クレディアグリコル) となっている。82 年の起債自由化以降、資金調達先は極めて多様化しており、2003 年現在 17 の金融機関から借入れを行っている。市側も有利な借入れ条件を確保するために、こうした多くの金融機関の比較検討を行い、最適な借入先を決定している。

なお、数ある借入先金融機関の中でも借入れ総額の 3 分の 1 は CLF を前身とする DCL からの借入れが占めており、ストラスブール市の例からも、地方団体貸付において DCL が主要な位置付けを占めていることがわかる。

図表 IV - 17 ストラスブール市の金融機関別借入れ状況(2003 年)

|                                     | 借入れ額                  | 元本                    | 年賦払い金                | 償還額                  | 利払い                 |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|
| Banque de Financement et Tresorerie | 7,000,000.00          | 7,000,000.00          | 489,845.42           | 333,000.00           | 156,845.42          |
| Caisse Allocation Familiales        | 30,489.80             | 15,244.90             | 1,524.49             | 1,524.49             | 0.00                |
| U.C.E.L. Credit Cooperatif          | 3,048,980.34          | 1,139,532.89          | 387,864.16           | 287,581.41           | 100,282.75          |
| C.D.C                               | 13,660,857.64         | 6,386,497.16          | 1,389,056.66         | 1,006,350.79         | 382,705.87          |
| Caisse d'Epagne d'Alsace            | 44,538,560.42         | 19,790,482.02         | 5,305,324.40         | 4,485,060.11         | 820,264.29          |
| DEXIA Credit Local                  | 79,801,848.29         | 41,810,266.51         | 6,101,839.29         | 4,859,515.47         | 1,227,778.22        |
| NATEXIS BANQUE                      | 3,811,225.43          | 922,087.89            | 460,750.28           | 436,224.34           | 24,525.94           |
| CANCAV                              | 82,322.47             | 41,161.23             | 6,860.21             | 6,860.21             | 0.00                |
| C.F.C.M                             | 11,573,470.51         | 7,785,952.58          | 1,234,606.24         | 953,275.96           | 281,330.28          |
| IRIAL                               | 91,469.41             | 42,216.64             | 7,036.11             | 7,036.11             | 0.00                |
| CRAV                                | 634,109.55            | 348,760.53            | 31,705.50            | 31,705.50            | 0.00                |
| SOCIETE GENERALE                    | 10,048,980.34         | 7,695,709.11          | 992,250.04           | 797,956.72           | 194,293.32          |
| PARIBAS                             | 3,048,980.34          | 358,917.07            | 372,467.60           | 358,917.07           | 13,550.53           |
| CDC IXIS                            | 9,000,000.00          | 8,532,026.52          | 783,845.65           | 484,142.43           | 299,703.22          |
| CRAM                                | 198,159.34            | 89,171.72             | 9,907.96             | 9,907.96             | 0.00                |
| CREDIT AGRICOLE-INDOSUEZ            | 16,000,000.00         | 15,333,333.35         | 1,727,362.75         | 1,066,666.64         | 660,696.11          |
| MULTILOGIS(Association)             | 132,325.75            | 59,282.25             | 8,091.61             | 6,906.96             | 1,185.65            |
| <b>合計</b>                           | <b>202,701,779.63</b> | <b>117,350,642.37</b> | <b>19,310,339.37</b> | <b>15,132,632.17</b> | <b>4,163,161.60</b> |

出所) City of Strasbourg (2003) "Presentation du compte administratif"

## (二)格付けについて

ストラスブール市、共同体とも民間格付け会社 Fitch による格付けを取得している。都市共同体は 10 年前から AAA を維持、ストラスブール市は長らく AAA を維持していたが、2 年前に AA+ に格下げになっている。

市、共同体とも現在市場公募債の発行は行っていないが、格付けの恩恵は大きいと考えられている。都市共同体の事業として、CTS (新交通システム) は有名であるが、当初借入れコストが 1% だったものが、2 期 3 期工事では 0.1~0.2% まで下がったが、これはトリプル A 格付けの恩恵であったと考えられている。

また、パリ市同様、格付けには財政面のメリットよりも政治的なメリットが大きいとも考えられている。

(3) 金融機関の動向

(i) ケーススタディ - DCL (Dexia グループ)<sup>24</sup>

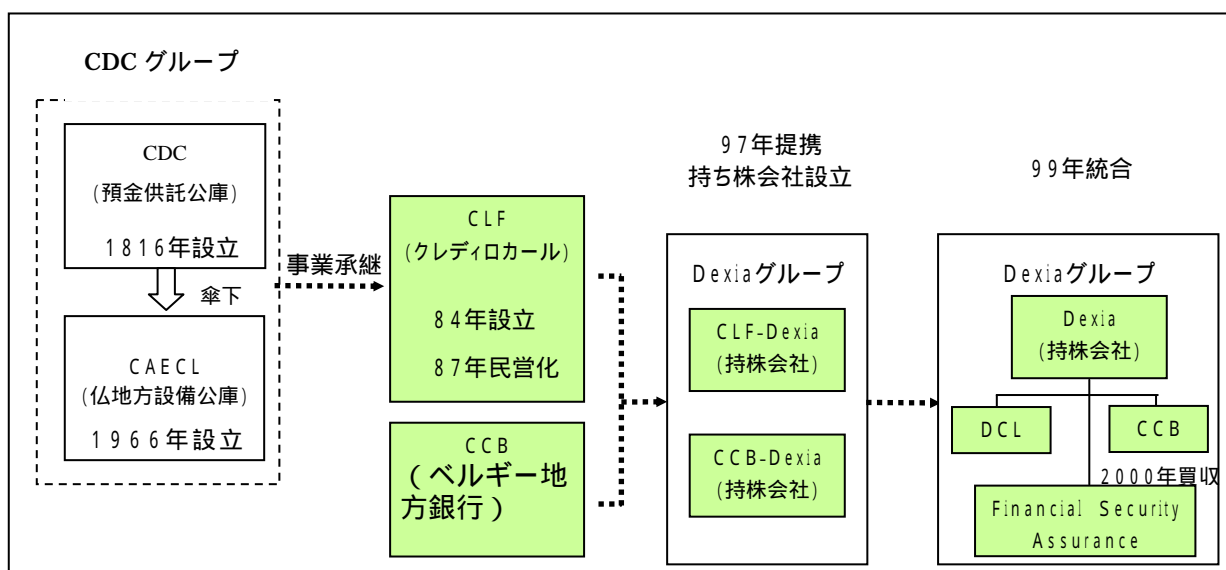
(イ) CLF 設立から Dexia グループ誕生までの経緯

DCL の前身である CLF (クレディロカールフランス) は、地方団体の開発計画に対する国内最大の資金供給機関であった CAECL (フランス地方設備公庫) を継承するかたちで設立された地方団体融資機関である。設立は 1984 年、フランスの政策金融機関である CDC (預金供託金庫) の下部機関として銀行法 (新銀行法) に基づく政府系の特殊金融機関として設立された。その後、1987 年に民営化された。

1997 年には、CLF はベルギーの地方団体向け金融機関 CCB (Credit Communal de Belgique) と提携し、CLF-Dexia、CCB-Dexia の 2 つの持株会社を設立して Dexia グループを設立した。さらに、1999 年に同グループは単一持ち株会社 Dexia の下に統合された。

Dexia グループは、米国における Financial Security Assurance の買収を 2000 年に行う等、海外展開を強化、結果として Dexia グループは、現在、提携金融機関を世界各地に 25,000 強有する、地方団体向け金融分野における世界最大の国際金融グループとなっている。

図表 IV - 18 地方団体向け金融機関 (CDC, CLF) の変遷



<sup>24</sup> 以下の記述は、DCL へのインタビューに基づいている。なお資料として大山 (2002)、地方債協会 (1999) 等を参照した。

(ロ)DCL の融資業務の概要

( a ) 地方団体への貸付規模

1998 年現在、DCL はフランス全地方団体の借入れ残高の約 4 割、年間約 1 万件の融資案件を有している。

融資規模は、10 万フランから 10 億フランまで大小多様。貸し出し方式としては 15 年満期で毎月均等に返済される商品が「スタンダード」と呼ばれ多く活用されているが、団体のニーズに合わせた多様な商品提供も行っている。

金利設定については、固定金利、変動金利を地方団体側の判断で選択できるが、75% は変動金利貸出が選択されている。

( b ) 資金調達

DCL は一般からの預金の受入ができないため、内外の資本市場において債券発行(DCL 債券)により資金調達を行っている。1997 年の発行額は 600 億フランに達しており、このうち外貨建て債券発行が 9 割を占めており、国際市場における資金調達が重視されている。

( d ) DCL 内部の融資基準

フランス地方団体で格付けを取得しているのは、3 万 6,000 団体のうち 15 団体のみとなっている。DCL から地方団体への融資については以下の 4 点の審査基準が設けられている。

- (イ)住民一人あたりの借入額
- (ロ)自己資金力(財政力)
- (ハ)政治的安定性
- (ニ)住民の地方税率に対する意識

( e ) DCL の審査体制

地方団体への年間約 1 万件にのぼる貸付案件については、約 700 名の審査担当者の体制で審査が行われている。

(ii) ケーススタディ - クレディアグリコル Credit Agricol<sup>25</sup>

(イ) 組織の概要

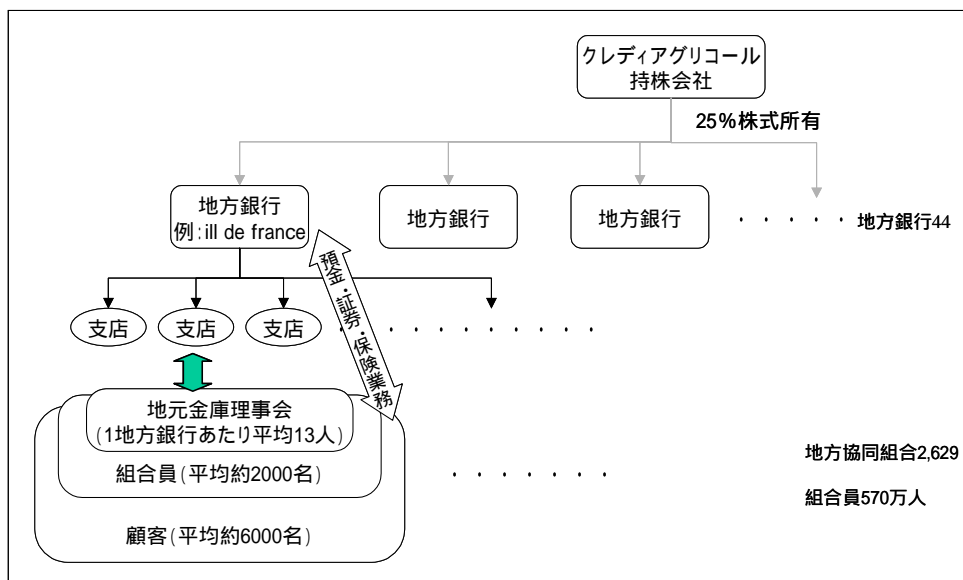
クレディアグリコルグループは農業系の信用協同組合を基盤とする金融機関群。

2003年に大都市銀行のひとつであるクレディリヨネスエズと合併。郡部を中心に小口金融を展開するアグリコルと大都市を中心に富裕層をターゲットにしてきたリヨネの合併により、個人顧客数2,000万人、法人顧客140万社、店舗数9,100超という、BNBパリバに次ぐユーロ圏最大級のメガバンクグループとなっている。

クレディアグリコルは、全国45行(2002年末)の地域銀行、関連金融機関、保険子会社からなるスーパーリージョナルバンクグループである。グループの基盤を支えるのは、全国570万人の会員、35,000人のディレクター(理事)によって構成される2,629の協同組合組織である。

グループ全体の従業員はフランス全土で63,000人にのぼる。また、66ヶ国で業務を展開しており、子会社による事業および他の主要欧州銀行との戦略的な提携により事業展開を行っている。また日本も含めたアジア各国にも拠点を有している。海外拠点も含めた従業員数は9万人をこえる。

図表 IV - 19 クレディアグリコルグループの構成モデル



<sup>25</sup> 以下の記述はクレディアグリコル・イルドフランス地方銀行へのインタビューを基に構成した。

#### (ロ)事業の概要

クレディアグリコルグループ全体の資産は、5,630 億ユーロ、連結ベースの資本金及び準備金は 325 億ユーロ、自己資本比率は 11.8%となっている。

9,100 超の支店網を通じて、クレディアグリコルグループは個人預金の 24%を獲得している。主に中小地方団体における農業従事者や個人等小口金融を中心に扱ってきたアグリコル(7,800 の支店をもつ)、大都市部の富裕層をターゲットとしてきたリヨネ(1,200 余りの支店を持つ)の合併により、多様な階層の顧客に幅広いサービスを提供している。

#### (ハ)地方団体への事業

クレディアグリコルは、地方団体向け貸付においても大きな位置付けを持っており、Dexia、Caisse d' Epargne、に次いで 3 番目の位置付けである。従来クレディアグリコルは農業経営者等農業関係者を対象とする業務を行ってきたが、90 年代後半から地方団体向け融資にも力を入れている(時期については地方銀行によって差がある)。地方団体向け融資が拡大している要因として、起債の自由化により融資の再交渉借り換え等の需要が高まり、新規参入の余地が拡大していること、また地方の小規模地方団体に対する営業には、きめ細かい営業ネットワークが必要となるが、クレディアグリコルがこうしたネットワークを確立していたこと等があげられる。

現在、地方団体に対する融資のシェアは、都市部であるイル・ド・フランスでは 7%程度にとどまっているが、地方部ではその比率が 4~6 割まで占めている地方銀行もあり、地方部において圧倒的な位置付けを占めているといえる。

図表 IV - 20 クレディアグリコル各地方銀行の事業概要

| 地方銀行名                      | 支店数 | 総決算<br>10億ユーロ | ROE  | 融資<br>(カバー率) |
|----------------------------|-----|---------------|------|--------------|
| Ile-de-France              | 315 | 20,011        | 12.4 | 7.0          |
| Centre Est                 | 237 | 12,541        | 5.6  | -            |
| Nord                       | 136 | 11,769        | 7.5  | 40.0         |
| Centre France              | 251 | 11,285        | 9.3  | 43.3         |
| Nord Est                   | 154 | 10,841        | 6.5  | 45.0         |
| Aquitaine                  | 202 | 10,251        | 9.1  | 30.0         |
| Anjou et Maine             | 176 | 9,482         | 5.7  | -            |
| Savoie                     | 206 | 9,306         | 10.0 | 45.0         |
| Atlantique Vendee          | 195 | 8,471         | 7.1  | 30.0         |
| Centre Loire               | 161 | 8,213         | 6.6  | 44.7         |
| Provence Cote d'Azur       | 235 | 8,005         | 7.5  | -            |
| Alpes Provence             | 263 | 7,849         | 8.2  | 22.5         |
| Sud Rhone Alpes            | 212 | 7,298         | 6.8  | 30.0         |
| Champagne Bourgogne        | 180 | 6,895         | 8.9  | -            |
| Pyrenees Gascogne          | 130 | 6,836         | 9.2  | 40.0         |
| Midi                       | 230 | 6,828         | 8.2  | 37.7         |
| Charente Deux-Sevres       | 137 | 6,421         | 8.2  | 43.8         |
| Normandie Seine            | 138 | 6,198         | 6.6  | -            |
| Finistere                  | 160 | 6,017         | 7.5  | 37.0         |
| Normand                    | 152 | 5,842         | 7.0  | 52.0         |
| Ille-et-Vilaine            | 91  | 5,548         | 7.2  | 30.0         |
| Touraine et Pouitou        | 127 | 5,541         | 7.5  | 41.5         |
| Franche Comte              | 123 | 5,457         | 8.8  | -            |
| Lorraine                   | 144 | 5,451         | 13.9 | -            |
| Alsace Vosges              | 181 | 5,292         | 10.4 | -            |
| Loire Houte Loire          | 191 | 4,858         | 10.0 | 31.3         |
| Brie                       | 87  | 4,878         | 6.4  | 30.0         |
| Morbihan                   | 129 | 4,856         | 8.5  | 40.0         |
| Toulouse & Midi Toulousain | 102 | 4,764         | 6.7  | 30.4         |
| Cotes d'Armor              | 91  | 6,448         | 8.4  | -            |
| Quercy Rougord             | 169 | 4,576         | 9.2  | 59.4         |
| Val de France              | 110 | 4,494         | 6.3  | 40.0         |
| Charente Perigord          | 114 | 4,381         | 10.0 | -            |
| Oise                       | 79  | 3,937         | 6.6  | 42.0         |
| Centre Ouest               | 89  | 3,893         | 7.2  | -            |
| Sud Alliance               | 103 | 3,786         | 8.0  | 52.0         |
| Somme                      | 68  | 3,611         | 6.5  | 45.6         |
| Gard                       | 56  | 3,592         | 8.7  | -            |
| Sud Medit                  | 120 | 3,061         | 9.3  | -            |
| Calvados                   | 52  | 2,757         | 9.2  | 30.0         |
| Guadeloupe                 | 33  | 964           | 3.7  | -            |

注) クレディアグリコル・コルス、レユニオン、マルチニークは除く  
出所) Credit Agricol 資料

#### (4) 民間格付け機関の動向(スタンダード・アンド・プアーズのケース<sup>26</sup>)

##### (i) フランスにおける地方団体の格付け

スタンダードアンドプアーズは各国の地方団体の格付けにあたり共通の分析手法を用いている。マクロおよび地域の経済分析、各国の地方財政に関する規制についての分析、各地方団体の財政分析等が基本となる。特に規制の分析において、各国中央政府 - 地方団体間の制度的関係および実質的な関係についての分析が重視されている。

##### (ii) 格付けの方法

フランスでは市場公募債は地方団体の借入の数%に過ぎず、資金調達手段として一般的ではないため、格付け取得のインセンティブは低い。実際に2003年度に市場公募債発行を行った団体は、イル・ド・フランス州政府のみとなっている。一般に市場公募債はフランスでは未発達と見られているが、その要因をスタンダード・アンド・プアーズは以下のように見ている。

(イ) 銀行融資の条件が非常によく、商品の柔軟性にも富んでいる

(ロ) 地方団体の予算規模、債務発行額の規模が小さい

(ハ) (格付けにあたって求められる) 情報公開を避けようとする担当者の意識が強い

しかし、格付けは必ずしも市場公募債発行のために行われるのみでなく、政治的な手段としての意義も大きい。また、銀行借入れの場合にも格付けが有利に働くケースもあり、格付けを一旦取得した団体は格付け申請を途中で中止することはほとんどない。現在、スタンダード・アンド・プアーズは、フランスの約20の政府系セクターにおいて格付けを行っている。

---

<sup>26</sup> 以下はスタンダード・アンド・プアーズ(パリ事務所)へのインタビューを基に構成した。

図表 IV - 21 フランス地方団体（および関連会社）の格付け状況（2004年3月）

| 団体名                 | 格付け             | コメント   |
|---------------------|-----------------|--|
| シャンパーニュ＝アルデンヌ(レジオン) | AA/stable/A-1   | 安定した収入の下で積極的に事業を展開し、大規模な投資プログラムによる資金需要も増大。一方で、投資プログラム実施の2004年以降の延期により借入を抑制するような慎重な財政運営を行うと考えられることや、自己財務能力の高さから健全性は回復されるとみている。  |
| イル＝ド＝フランス(レジオン)     | AAA/stable/A-1+ | トリプルA格付けは、構造的に頑強な財政状態（高い歳入レベル、支出における柔軟性、強固かつ多様な経済的基盤）に基づいている。しかしながら、債務負担は着実に減少しているものの、いまだに高い水準にある。ただし、今後債務は縮小傾向で推移するものとS & Pは予想している。   |
| ロレーヌ(レジオン)          | AA+/Stable/--   | 2002年の財務実績は非常に健全であり、格付けはそれを反映している。ただし、2003年から2006年間の資金需要の高まりが予想されるため、それらも格付けに反映されているが、収入の増加と支出のコントロールによって、ここでの格付けに適合する水準にまで債務を抑制することはできると考えられる。  |
| ノール＝パ＝ド＝カレー(レジオン)   | AA-/Stable/A-1  | 1996年以来改善されてきた財政状況と、まだかなり高いものの減少しつつある債務の状況を反映した格付けとなっている。またレジオンの収入の限界と全国平均以下である経済的・社会的指標も格付けに反映されている。しかし予算上・財政上の厳格な規律のおかげで、将来的には国から委譲された権限を引き受けて、強い財務実績を維持することができるとS & Pでは予想している。              |
| レユニオン(レジオン)         | BBB+/Stable/--  | A-からBBB+への格下げは、今後4年間に大規模な資本支出を計上するというレユニオンの決定を反映したものである。急速な債務の累積と、財政状態の弱体化につながるだろう。しかしS&Pでは、レユニオンが強い業績と自己財務におけるかなりの能力を維持すると予想している。このことにより、レユニオンはBBB+という格付けに適合する水準に債務負担を抑制することができるだろう。          |
| フランス領ポリネシア(海外領土)    | 1/Stable/--     | 2003年のフランス領ポリネシアの自己財務能力がわずかながら落ち込んだにもかかわらず、S&Pは、経済を下支えするための当局の政策によって早ければ2004年にも収入を回復できると予想する。さらに、こうした安定的な見通しはフランス領ポリネシアの財政的な柔軟性の高さ（債務負担の適度な水準、国から受ける安定した巨額の資金援助）を反映している。                       |
| オー＝ラン(デパルトルマン)      | AA+/Stable/--   | オー＝ランの格付けは、その確実な予算の運営と負債の適切な水準に基づいている。また、それは、巨大な投資計画を反映した資金需要の増大も反映している。安定的な見通しを維持するかどうかは、強い自己財務能力を保持し、厳格な予算的・財政的規律に従うかどうかにかかってくると思われる。格付けに見合うような債務負担の水準を維持する必要があるならば、課税設定権を行使すべきであるとS&Pはみている。 |
| オー＝ド＝セーヌ(デパルトルマン)   | AA+/Positive/-- | S&Pはオー＝ド＝セーヌに関する見通しを”Stable”から”Positive”に変えた。この決定は1998年以来資金余剰を増大させてきた健全な財政状況（高い歳入水準と大規模な債務削減）を反映したものである。格上げするかどうかは、2004年に国から新たに委譲された新しい権限のコストをいかに吸収できるか、その財政力の強さにより決まるであろう。                    |
| ロワール(デパルトルマン)       | AA+/Stable/--   | 格付けは、ロワールの一貫して健全な財政状況と中規模ながらダイナミックな経済に基づいている。さらにロワールの債務が適切なレベルであることも考慮に入れている。しかしながら、その債務は投資計画と共に徐々に増加する懸念がある。収入が増加している中で、支出の増加も適切に管理できれば、現在の自己財務能力を維持できるとみている。                                 |
| マルヌ(デパルトルマン)        | AA+/Stable/--   | 格付けは収入の柔軟性の高さ、多様化かつ良好な地域経済状況を反映している。しかし2003年における財政状況の悪化と副次的債務の増加も考慮している。S & Pでは、マルヌが財政運営と投資支出を厳しく管理して財政状   |



| 団体名                               | 格付け            | コメント   |
|-----------------------------------|----------------|--|
|                                   |                | 況を回復して将来負債を安定させるであろうと見込んでいる。しかし更なる巨額の債務の累積に陥れば、格付けはプレッシャーを受けざるを得ない。  |
| ミュージズ(デパルトマン)                     | + /Stable/--   | 高い債務負担と社会的支出への継続的なプレッシャーにもかかわらず、財政状況は良好であり、格付けはこうした状況を反映している。支出における厳格な管理と慎重な投資政策によって、ミュージズは借入れを制限して現在の格付けを保つことができるはずだ。   |
| セーヌ＝エ＝マルヌ(デパルトマン)                 | AA/Stable/--   | 成長している経済についての良好な見通しとともに、その健全な財務実績に、格付けは基づいている。一方で債務負担の高さにも注目している。財政運営に規律を導入して慎重な資本支出プランを確立することにより、高い自己財務能力を維持して債務をさらに縮小すると予想している。  |
| アヴィニオン(都市)                        | BBB/Stable/--  | グラン・アヴィニオン都市圏共同体(COGA:アヴィニオンと周囲の地方団体によって構成される都市行政体)へ補助金があるにもかかわらず、アヴィニオンは2004年には現行の高い債務負担を減少させると予想するものの格付けはBBBにとどまる。地域の経済成長への期待、市の財政状況の回復も見通される。   |
| ブローニュ＝ビヤンクール(都市)                  | AA/Stable/A-1+ | 債務はかなり大きい、健全で安定した財政状況と経済成長に対する健全な見通しがあり、これらが格付けに反映されている。しかしこの数年間では債務減少しないと予想され、格付けの見通しを"Positive"から"Stable"に変更した。  |
| パリ(都市)                            | AAA/Stable/--  | パリは今後資本支出を増加させていくと見られるが、非常に強い財務実績と債務負担の適切な水準は維持されると予想する。今後は投資を最優先して、債務計画を策定することになるが、資産の売却等も考慮に入れた財務管理を行っていくことになるであろう。  |
| トゥール(都市)                          | A/Stable/--    | 財政状況の健全性と債務の削減を考慮して2003年に"A"から"A"に格付けを上げた。これは収入の順調な増加と厳格なコスト管理に起因している。さらに支出を管理してもっと債務を削減しようとする強い政治的意欲により、堅実な財政状況が継続するという、予測をしている。  |
| ダンケルク(都市共同体)                      | + /Stable/--   | 格付けは、地域経済の多様化の進展とその良好な見通しとともに、ダンケルク都市共同体の健全な財務実績を考慮している。一方で、今後財政上の柔軟性が劣化して債務が増加することが予想され、そのことも格付けに組み入れている。   |
| リール(都市共同体)                        | A/Stable/--    | "A-"からの"A"への格上げは、安定した財政実績と債務削減方針の段階的な実現を反映している。財政上の柔軟性が限定的であるため、さらなる債務削減は、経常支出の厳格な管理と資本支出における慎重な計画化によって方向付けられる。  |
| シトラル Sytral(公共交通会社)               | A+ /Stable/--  | リヨンの交通機関会社であるシトラル社に対する格付けは、シトラル社が大リヨンとローヌ・デパルトマンから受ける強力な支援を反映している。また、シトラルは営業利益を増加させ資本支出を厳しく管理することで債務を削減しており、格付けはそのことも考慮に入れている。今後は、全国の公共交通機関を対象にした投資援助を縮小させることをフランス政府が最近決定したために、シトラル社が設備投資をより適度なレベルに戻すことができるかどうかをS&Pは注意深く見ていく。                |
| SMTC: トゥールーズ都市圏公共交通混合事務組合(公共交通会社) | AA-/Stable/--  | SMTCにおける格付けは、良好な財務実績と、大トゥールーズ、オート＝ガロンヌ・デパルトマンからの強力な資金援助(SMTCの債務の96%を保証している)を反映している。一方で、2007年まで継続する巨額の投資プログラムの下でSMTCの資金需要が増大することが予想され、格付けはそのことをも考慮に入れている。ただしSMTCは、2007年に負債を11億ユーロ以下に抑えるであろうと予想する。S&Pは、SMTCの財政状況と財務能力に投資計画を適合させるかどうかを注意深く見ていく。 |

出所) Standard&Poors 資料

## 5 我が国への示唆

フランスの地方債制度は、1982年までは中央政府の管理が極めて強く、また政府資金による借入れがほとんどであった。これが地方分権改革とそれに伴う起債の自由化、また金融市場の自由化等を背景として、大きく変化している。

ヨーロッパでも中央集権の色合いが非常に強いフランスにおいて、地方債制度の改革が進み、銀行からの借入れもより多様になっている状況は我が国の地方債制度を検討する上でも参考になると考えられる。

### (1) 地方団体の財政運営における自立性

フランスでは従来から強い中央集権のもとに地方団体は統合されていたが、83年以降の地方分権改革、さらには2003年の憲法改正・分権改革法の制定により大幅な自立性が確保されるようになっている。地方債発行の原則自由、税率決定権の確保により、地方団体は財政運営に多くの責任を負っており、債務管理についても慎重に行う行動がみられる。

### (2) 予算上のルールの確立

地方債発行において、その上限等についての制限はなく地方団体の自主性に任されているといえるが、借入れが投資目的に限定されることや、利払い費は義務的経費として経常支出に計上されるべきこと等が予算上のルールとして定められている。

これらが財政規律を維持するための一定のルールとして機能していると考えられる。

### (3) 複式会計による財政状況の把握

フランスでは経常会計、資本会計による複式会計、貸借対照表による財政状況の把握が一般的である。地方団体の会計原則(M14)等も定められ、債務の状況等を的確に把握することが容易となっている。

### (4) 競争環境の整備と民間金融機関との自由な取引

地方債制度の改革は、地方分権改革とともに、政府系金融機関の民営化等の動きによっても強く推進された。政府資金による調達は今ほとんどなく、資金の大部分は民間銀行からの借入れで占められている。

また、日本における指定金融機関のような制度がないため、地方団体と金融機関は自由に取引を行っており、より有利な条件で借入れを行うことが可能となっている。

### (5) 多様な金融商品の存在

民間金融機関の参入とともに、地方団体向け融資に関する金融商品の多様化も進んで

おり、地方団体が、自らが望む商品を、できるだけ低いコストで調達しようとする環境が整っている。

#### (6) 金融機関による審査状況

フランスでも地方団体向け融資は比較的风险の少ない商品として捉えられているが、金融機関は地方団体に対して厳密な審査を行っている。住民一人あたり債務、自己資金力、政治的安定性、税率の状況等各指標から融資のリスクについて審査を行っている。

#### (7) 格付けによる財政健全化のインセンティブ

フランスでは市場公募債は一般的でなく、格付け取得の動機は総じて低いといえるが、そうした状況でも州や大都市を中心に 20 あまりの団体が格付けを取得している。格付けがもたらす政治的インパクトは大きなものがあると認識されており、それが財政健全化にもつながっていると考えられる。

#### (8) 債務管理に資する指標によるモニタリングシステム

起債の自由化以降中央統制は弱まったが、一方で地方団体債務の不履行などが生じた。こうした経験から、財政経済産業省および内務省による地方財政のモニタリングシステムが 1990 年代後半より導入されている。ここで使われる指標は、債務負担比率（歳入に対する債務残高の割合）、自己金融係数（歳入に対する経常支出と公債費の割合）など、債務管理の状況を適切に測定する指標となっている。

以上のような状況から、フランスでは地方分権改革に伴う地方債改革により、各地方団体は財政を慎重に管理し、できるだけ債務を抑制しようとする傾向が強まったと考えられる。起債の自由化とともに民間金融機関の参入が行われたことにより、市場メカニズムが適正に機能したということも寄与したと考えられる。DCL 等地方団体融資について専門性の高い大手金融機関の存在も大きかったといえるであろう。

しかしながら、民間金融機関の寡占ともいえる状況が定着していることや、政府の地方団体に対する保証について未だあいまいな部分が残っているところは、制度の若干の脆弱性として指摘されるところである。

## V スウェーデンの地方債制度

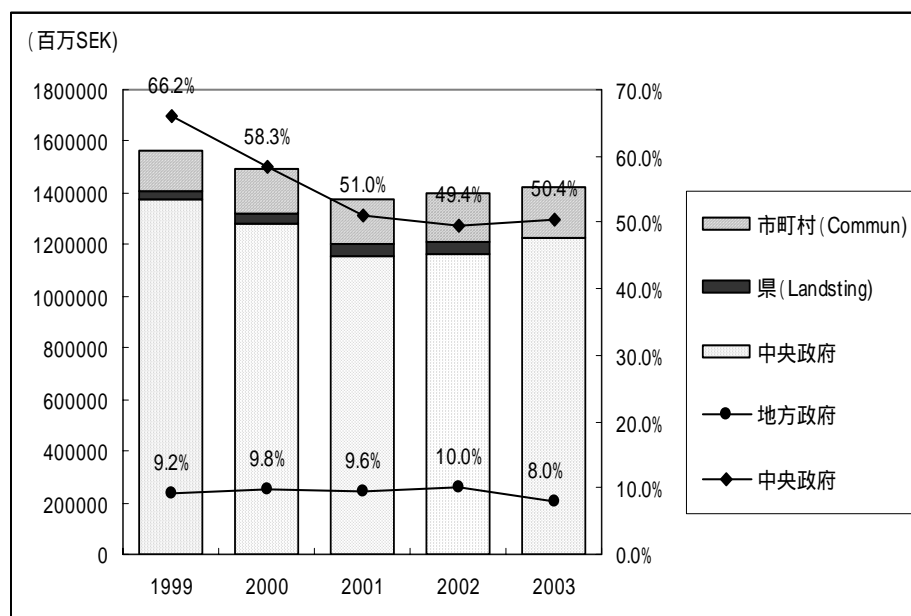
### 1 地方債発行の現状

#### (1) スウェーデンにおける公的債務の状況

スウェーデンの政府債務残高は、2002年現在、中央政府債務残高がおよそ1兆1600億クローナ、地方政府債務残高およそ2300億クローナとなっている。スウェーデンの中央政府債務残高は1990年代半ばまでは大幅な増加で推移していたが、以降急速に減少している。対GDP比では2003年には50.4%となっている。また地方政府債務残高の対GDP比は10%前後で推移している。

スウェーデンの地方政府の歳出規模は、中央政府のおよそ2倍であるが、債務残高の規模はおよそ2割程度にとどまっておき、歳出規模に比べると地方政府債務は非常に抑制されているといえる。地方政府の債務残高の規模が小さいのは、予算制度上の制約があることも大きいと考えられる。

図表V-1 スウェーデンの中央地方政府の債務残高、GDP比の推移



注) 2003年は、データの制約から県(Landsing)を含まない  
出所) SCB "Statistics Sweden"

## ( 2 ) 地方財政と債務の状況

### ( i ) 地方財政の動向

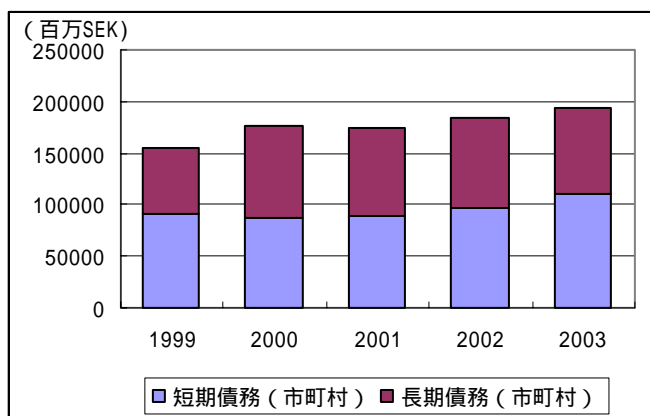
スウェーデンでは2000年より地方自治体に対して予算均衡原則が求められており、最も重視される財政指標は税収や補助金等の歳入、人件費、オペレーティングコスト等の歳出およびこれらの過不足状況(=財政収支)である。財政収支については、2000年から予算均衡原則が求められていることにより、赤字を出すことは原則として認められていない。しかしながら、2003年以降景気の悪化等によりおよそ20%の自治体は赤字を計上しており、地方自治体総体でも財政収支は赤字計上となっている。現在、多くの自治体は強力なコスト削減等の対策を進めている。

### ( ii ) 地方債務の動向

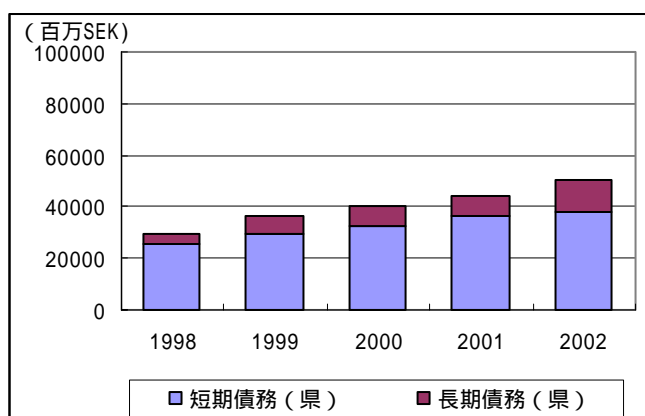
スウェーデンの地方債務の規模は相対的に小さいといえるが、その規模は景気の後退や行政サービス需要の拡大により、1999年以降増加傾向で推移している。

短期債務(1年以内の借入れ)、長期債務(1年以上の借入れ)の構成をみると、市町村(コミュニティ)、県(ランスタング)のいずれもが短期債務の割合が比較的高い。特に医療等の業務を担当する県の場合、長期債務の規模は非常に小さくなっている。

図表 V - 2 市町村(コミュニティ)の債務残高の推移



図表 V - 3 県(ランスタング)の債務残高の推移



出所) SCB “ Statistics Sweden ”

## 2 スウェーデンにおける地方債制度の概要

### (1) 地方債の発行

#### (i) スウェーデンの地方債制度の変遷

スウェーデンの地方債制度は、同国の地方分権の動向と密接な関係を持っている。スウェーデンでは1974年の地方自治法制定以来、地方自治体の自立が確保されており地方財政においても自主自立が担保されている。

70～80年代には地方債の発行に関して国の許可が必要な場合もあり、また1992年までは借入れについては一定の限度額が設けられていた。これが1992年の地方自治法改正により財政面でも地方自治体に対してかなりの自由度が与えられた。これにより現在、地方自治体は地方債発行を原則自由に行える状況にある。

#### (ii) 地方債の発行目的と勘定分野

スウェーデンでは、地方自治体は原則として自由に地方債を発行することが可能であるが、起債の原則として、使途が投資目的であること、不動産を担保とした借入れは行えないこと等が地方自治法で定められている。

しかしながらこれらの原則について厳密な罰則規定や国等による監督制度は設けられていない。実際には、経常支出における通常の運営経費を補填するような一時借入れも行われており、こうした借入れがあっても罰則規定等は設けられていない。

また、市場公募債の発行も原則として自由である。外貨建地方債についても上記と同様の条件が求められているが、外貨建ての借入れは自由化されている。これらについても地方自治体の責任範囲で管理する必要があり、為替変動に対して保険をかける等の対応が一般に行われている。

#### (iii) 予算均衡原則

地方債の発行は原則自由に行えるが、予算上のルールとしては2000年に予算均衡原則が定められ、地方自治法に盛り込まれている。

これは、90年代に一部の自治体の財政危機等が表面化したこと、マーストリヒト条約によりスウェーデン財政の大部分を占める地方自治体の財政均衡が求められたこと、70～80年代と比較して税率を引き上げる余地がかなり小さくなってきたこと等を背景としている。

2000年に設定された予算均衡原則は、財政赤字が計上された場合は以降2ヵ年以内に黒字化する義務が課せられるというものである。なお、2005年からは3ヵ年以内に黒字化することに条件が緩和されている。この予算均衡原則についても罰則は設けられていない。

(iv) 地方債の起債方法

スウェーデンでは地方債の大部分は銀行からの借入れで行われる。市場公募債発行の割合は発行残高の5%程度にとどまっております、極めて限定的である。これは市場公募に適したロットがまとまりにくいこと、銀行間の競争により資金調達コストがかなり下がっており、銀行からの借入れが有利であること等がその要因である。

銀行からの借入れは、地方自治体が独自で借入れを行う方法と、複数自治体により協同で設置されているコミュニンベスト（スウェーデン地方金融公社）を通じて資金調達をする方法とに大別される。

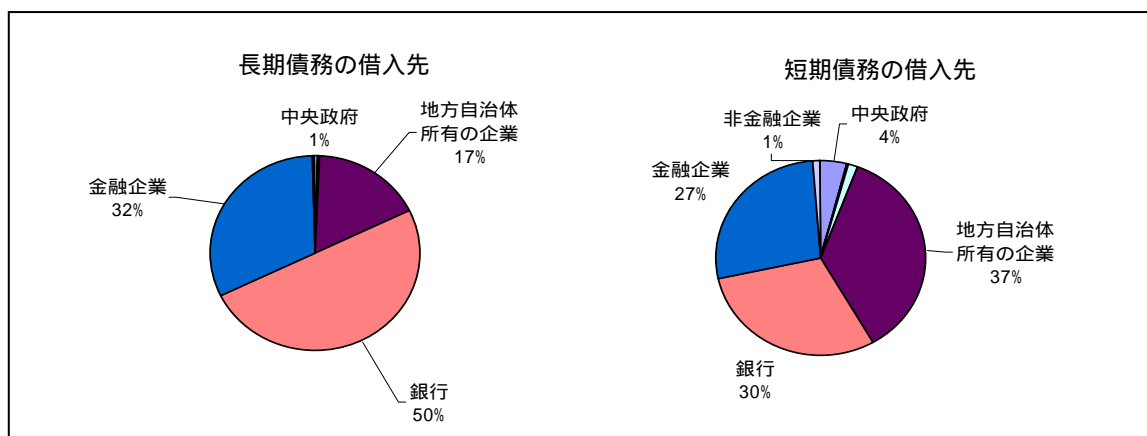
独自で借入れを行うのは、ストックホルム市、ヨーテボリ市等の大都市が主体である。過半の中堅・中小自治体（およそ140自治体）はコミュニンベストに出資する協同組合の組合員となっており、同社から借入れを行っているケースが大半といえる。

(v) 資金区分

スウェーデンの地方団体の資金調達の大部分は銀行、金融企業（地方金融公社等）である。長期債務で8割以上、短期債務で6割弱がこれら金融機関からの借入れで占められる。

また、スウェーデンでは自治体グループ（外郭団体、公的企業を含めた資本関係にあるグループ）内での団体相互の資金融通が一般化しており、長期借入れで17%、短期借入れで37%がこれらからの資金調達となっている。公的機関からの借入れは中央政府からの特別融資が数パーセントある程度であり、政府資金による調達はほとんど行われていない。

図表 V - 4 地方自治体の長期 / 短期別借入先割合



出所) SCB “ Statistics Sweden ”

(vi) 財政困難に陥った自治体への対応(地方自治体の破産、国からの支援について)

スウェーデンでは行政サービスの主体である地方自治体の破産は法的に認められていない。財政困難に陥った団体に対しての救済措置は明示的ではないが、国による保証は存在するという認識が一般的である。国(財務省)の立場は、国は地方自治体に対して保証を行うという明示的なルールはないが、コミューンが法的な破産を認められていない以上は、ケースに応じて何らかの支援を国および関係機関が行うことがあり得るという認識にある。

1992年にスウェーデンの一都市であるハーニンゲン市が、住宅公社への債務保証(13億クローナ)により財政困難に陥ったが、その際には国からの支援が行われた。支援の経緯は以下のとおりであった。

(イ)ハーニンゲン市から国に対して支援要請が出される

(ロ)ハーニンゲン市の財務分析調査等が実施され、その結果をうけて”危機予算(地方自治体への財政支援を行うための予算)”が国で組まれる

(ハ)危機予算についての国会での承認

(ニ)政府における支援額の決定(住宅会社へ6億クローナ、ハーニンゲン市へ8.5億クローナ)

基本的に地方自治体からの要請がなければ国が支援に動くことはないが、多くの場合融資金融機関等のアドバイスにより国からの支援体制が設けられる。

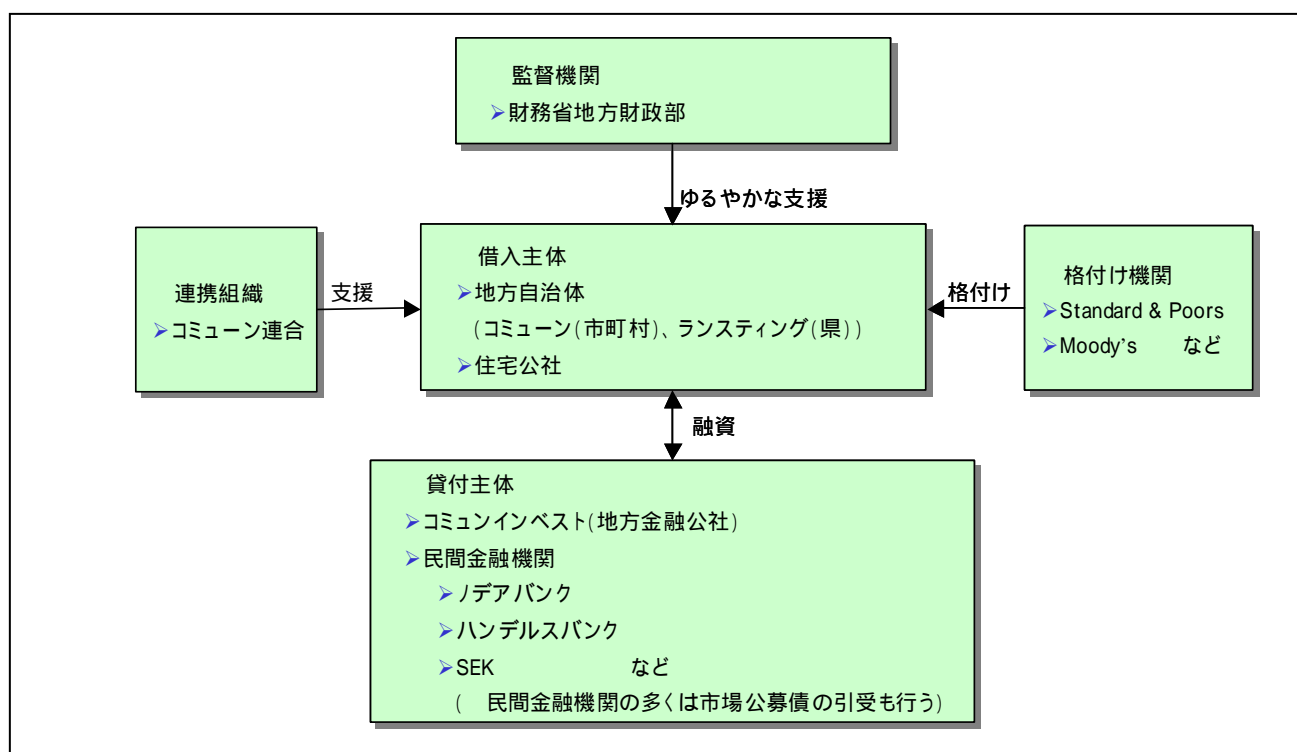


### 3 スウェーデンにおける地方債制度のプレーヤー

スウェーデンの地方債は主に地方自治体が金融機関に対して借入れを行うかたちの金融機関借入れでその大部分がまかなわれている。その主たるプレーヤーは借り手となる地方自治体、貸し手である銀行等金融機関となるが、関係主体として、監督権限が近年縮減傾向にある国（内務省等）、民間格付け機関等も地方債制度において一定の役割を果たしている。

また、スウェーデンにおいて特徴的なのは、地方自治体の共同借入れ機関である地方金融公社（コムンインベスト）の存在である。

図表 V - 5 地方債制度のプレーヤー関係イメージ図



## ( 1 ) 国の役割 ( 財務省 ( 地方財政部 ) )

### ( i ) 財務省地方財政部の機能

スウェーデン財務省では、政府予算、経済政策、租税政策、金融行政、国際協力、住宅政策、地方自治体に関する事項等が扱われている。地方自治体を担当するのは地方財政部であり、そのスタッフは 9 名にとどまる。地方自治体に関する事項として、財務省地方財政部は地方自治法を所管し、財政面では財政調整システムの管理、一般補助金の地方自治体への割当等を主要業務として行っている。また、地方自治体の財政データをモニタリング分析し、国会への提出を行うことも主要な業務である。

### ( ii ) 地方財政マネジメントに関わる国の役割

以上のように、国の地方財政に関する監督は極めて限定的である。すでにみてきたように、予算均衡原則等のルールはあるものの、罰則規定や国の監督制度等は存在しない。国 ( 財務省 ) の立場も “ 経常支出における借入れも原則として自治体の自主的な管理に任せている。そうした場合には銀行等融資側のチェック ( 市場のチェック ) がはいるであろう ”<sup>27</sup> という認識を持っている。

2000 年以降、地方経済の低迷により予算均衡を達成できない自治体も多くなっている。2000 年には 36 のコミューン、4 つのランスタングが予算均衡を達成できなかったが、これについても国は均衡するように要請はするが、その方法等については自治体に任せられている。

財政困難に陥った自治体への支援も、あくまでも支援要請があった場合となっている。国は主体的に再建を促す監督者というよりも、地方自治体、金融機関等の関係者を招集し解決策を検討するナビゲーターという位置付けが強い。

また 90 年代後半以降、ハーニンゲン市の事件をきっかけに国から地方自治体への財政支援のケースが多く見られるようになったが、基本的に地方自治体の財政の自主性は高い水準で確保されており、国からの財政支援があるからといって債務を拡大するような行動をとることはないと考えられている。

特にハーニンゲン市をはじめとする多くの地方自治体の財政危機の主たる要因は、関連する住宅公社等の債務の拡大であった。これ以降、地方自治体は関連会社を含めた総合的な財政マネジメントに力を入れており、貸し手側の金融機関も住宅公社等の財務内容を慎重に審査するようになっている。

---

<sup>27</sup> 以下の記述は財務省地方財政部インタビューより構成した。

(2) 発行主体（地方自治体）の地方債管理の実態

(i) ケーススタディ - スtockホルム市

(イ) スtockホルム市の組織機構

スウェーデンの首都であるスtockホルム市は、人口約75.5万人のスウェーデン最大の都市である。工業、観光業等に支えられ経済状況、財政状況は良好といえる。市の職員は4万7,000人である。

(ロ) 財政状況

スtockホルム市の財政は比較的良好であり、予算均衡も守られている（2003年には経常支出の増加により財政黒字が500万クローナにとどまった）。負債総額は300億クローナ前後で、2001年以降は新規の借入れは行っていないこともあり、負債は減少傾向にある。

スウェーデンでは地方財政を捉えるときに、地方自治体だけでなく、それ以上に住宅公社等の関連会社の財務状況を重視する傾向にある。関連会社との連結財務諸表の作成等は義務付けられていないが、現状では大半の自治体が住宅公社等の財務状況を公開し、これら関連会社を含めた資金調達戦略等をとるようになっている。

スtockホルムにおいても関連会社は市単体に匹敵するほどの資産規模を有しており、負債については市を上回る規模となっている。

図表V-6 スtockホルム市の主要財政指標

|              | 1999     | 2000     | 2001      | 2002      | 2003      |
|--------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 財政収支(百万SEK)  | 205.0    | 225.7    | 247.3     | 2,004.4   | 5.1       |
| 経常支出(百万SEK)  | 27,573.0 | 28,338.0 | 29,624.0  | 30,885.0  | 32,531.0  |
| 経常収入(百万SEK)  | 28,237.0 | 30,164.0 | 30,903.0  | 31,111.0  | 31,646.0  |
| 資産総額(百万SEK)  | 69,083.0 | 69,043.0 | 79,692.0  | 77,348.0  | 76,642.0  |
| 一人当たり資産(SEK) | 92,928.0 | 92,020.0 | 105,566.0 | 102,029.0 | 100,620.0 |
| 負債総額(百万SEK)  | 24,654.0 | 24,387.0 | 34,216.0  | 30,189.0  | 29,478.0  |
| 一人当たり負債(SEK) | 33,150.0 | 32,503.0 | 45,325.0  | 39,822.0  | 38,700.0  |
| 自己資本(百万SEK)  | 44,429.0 | 44,655.0 | 45,476.0  | 48,159.0  | 47,164.0  |
| 一人当たり資本(SEK) | 59,765.0 | 59,517.0 | 60,241.0  | 62,207.0  | 61,919.0  |

スtockホルム市の貸借対照表

|         | スtockホルム市 |        |
|---------|-----------|--------|
|         | 2002      | 2003   |
| 総有形固定資産 | 37,069    | 38,092 |
| 総固定資産   | 58,531    | 60,992 |
| 資産合計    | 77,348    | 76,642 |
| 自己資本    | 47,159    | 47,164 |
| 資本剰余金   | 6,532     | 6,798  |
| 固定負債    | 6,481     | 19,831 |
| 流動負債    | 17,175    | 11,850 |
| 資本・負債合計 | 77,348    | 76,642 |

スtockホルム市関係会社全体の貸借対照表

|         | 関係会社   |        |
|---------|--------|--------|
|         | 2002   | 2003   |
| 総有形資産   | 42,716 | 43,830 |
| 総固定資産   | 47,206 | 53,218 |
| 資産合計    | 60,551 | 60,118 |
| 自己資本    | 26,195 | 25,605 |
| 資本剰余金   | 2,148  | 2,322  |
| 固定負債    | 21,279 | 20,954 |
| 流動負債    | 9,802  | 10,200 |
| 資本・負債合計 | 60,551 | 60,118 |

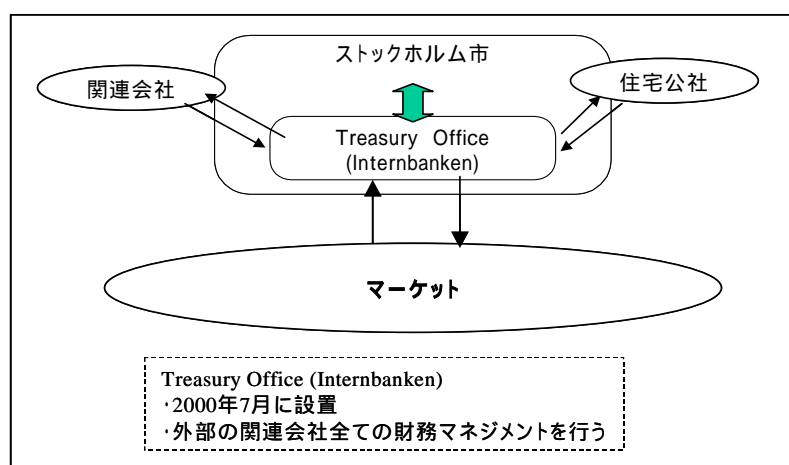
出所) City of Stockholm (2003) "Annual Report", Stockholms Stadshus AB(2003) "Annual Report"

## (八)財務マネジメント

ストックホルム市においても、関連会社を含めた財務マネジメントが行われている。組織として、2000年には経済財政部の下部組織として「Treasury Office (Internbanken)」が設置され市単体だけでなく、関連会社も含めた総合的な財務戦略が行われている。こうした組織が設置された背景は、それまでは関連会社がそれぞれ独自に金融機関との取引関係をもっていたが、それを集約することで資金調達をかなりの程度合理化できると考えられたためである。金融知識や技術を共有化できることもでき、他の団体の売却した資産を別の会社や市自体の投資に充当することも計画的に行うことができるという考え方に基づいている。

実際に、ストックホルム市では過去にエネルギー会社や、保有する土地等資産を売却することにより新たな投資のための資金を調達しており、市自体に関しては過去5年間銀行からの借入れや市場公募債の発行は一切行っていない<sup>28</sup>。

図表 V - 7 Treasury Office(Internbanken)と関係主体の関係イメージ図



出所) Treasury Office, City of Stockholm 資料

<sup>28</sup> ただし今後は新たな大規模投資を予定しているため、現在市場公募債の発行も含めた地方債の発行を計画中である(ストックホルム市経済財政部インタビューより)。

## (ii) ケーススタディ - オレブロ市

### (イ) オレブロ市の組織機構

ストックホルムから西に 200km に位置するオレブロ市は、人口 12.6 万人（全国第 7 位の都市）、コムンインベスト（スウェーデン地方金融公社）が立地する都市であり、債務の大半を同社から借入れている。

財政課には、(イ) 予算・評価・年次報告、(ロ) 財務マネジメント（資金調達）、(ハ) 経済分析、(ニ) 会計・入札等事務の 4 つのセクションがおかれ、全体のスタッフは 35 名いる。地方債発行等を行うセクションは(ロ)であり、ここは市の借入を扱うだけでなく関連会社の資金調達にも関与を行っている。

### (ロ) 財政状況

1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて、比較的財政状況は安定していたが、近年の景気低迷に伴う税収の悪化により、2002 年には若干の赤字が計上された。

1997 年に所有するエネルギー会社を売却し 19 億クローナの収益を計上、2001 年までは財政は安定した。2002 年には 1 億 4900 万クローナの赤字を計上し<sup>29</sup>、予算均衡原則に基づき 2 年以内に黒字転換が求められることとなった。翌 2003 年には 6,700 万クローナの黒字を達成している。

### (ハ) 債務の状況

2004 年現在、同市の債務残高は約 5 億 5,000 万クローナとなっている。このうち 4 億 9,000 万クローナがコムンインベストからの借入れ、6,000 万クローナがハンデルスバンクからの借入れとなっている。

同市の借入れは、調達コストの低いコムンインベスト<sup>30</sup>からのものが主体であり他行からの借入れは例外的である。ハンデルスバンクからの借入れは、コムンインベストが市の希望する融資期間を提供できなかったためであった。

なお、オレブロ市も他の都市と同様、住宅公社等の関連会社の債務の規模が非常に大きくなっている。関連会社全体の債務残高は 55 億クローナに達しており、その規模は市の 10 倍を超える。このうち、市が 100% 株式を保有する住宅公社が 43 億 4700 万クローナの債務を負っている。

市は住宅公社の債務に対して 75% の債務保証を行っている（残りの 25% は公社所有の土地等が担保）。関連会社の借入先は、35% がコムンインベスト、残りが住宅金融

<sup>29</sup> この赤字幅は減価償却額の範囲内であったため借入れ等を行われていない。なお、オレブロ市においても経常予算における借入れは原則として行うことは無く、仮に行われたとしても“銀行の融資条件の悪化、コムンインベストからの融資制限”等の市場の調整が行われるという認識を担当者は持っている。

<sup>30</sup> コムンインベストからの融資の利率は、他行と比較して 10～15bp 程度低い（担当者インタビューより）。

銀行（政府系貸付機関）、ハンデルスバンク、ノデアバンク等となっている。

## (二)財政マネジメント

借入れに関する行動は、緻密な財務・資金計画に基づくのはもちろんであるが、一方で政権を担当する政党の方針も大きく影響する。現状では、2002年に赤字を計上したこともあり借入れはできるだけ抑制する方向、また変動リスクを避けるために固定金利の商品を選好する傾向が強くなっている。

ハーニンゲン市の例等もあったことから、コミューンは倒産ができないため、財政困難に陥ったときには最終的には国が何らかの支援を行ってくれるという認識がある。しかしながら、その場合にもさまざまな厳しい要求が課される。特にコスト削減の要求や税率引き上げの要求は市民に対しても大きなインパクトを与える。市のサービス提供や財政マネジメントに対する住民の意識は非常に高いため、赤字の計上や債務拡大等の財政困難な状況はできる限り避けることが基本となっている。

(3) 金融機関の動向

(i) ケーススタディ - コミュンインベスト(地方金融公社) Kommun Invest

(イ)沿革

スウェーデン地方金融公社( Kommun Invest )は、1986年8月、オレブロ県が県及び県内の市町村の財政問題を解決するために創設した自治体共同出資の金融公社である「Kommuninvest i Orebro lan AB」が母体となっている。

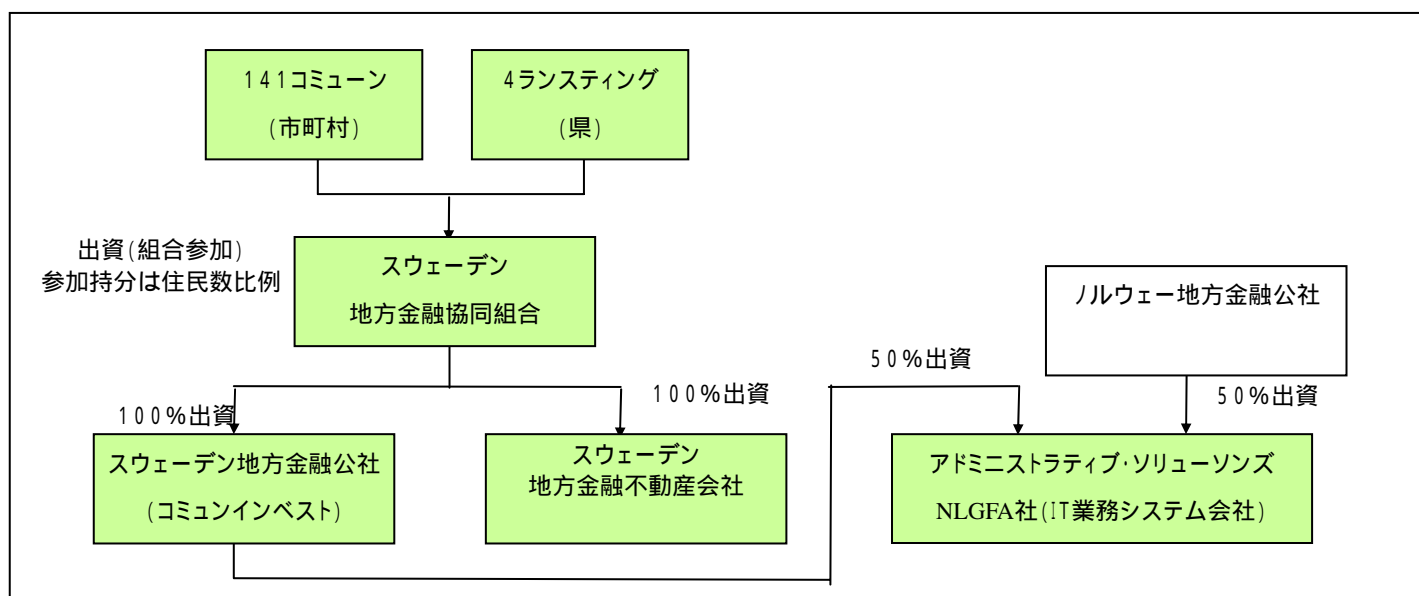
1993年2月にオレブロ県以外のスウェーデンの地方自治体(県、市町村)の参加が可能となるよう財務省により定款変更が承認され、同年3月に名称を現在の Kommun Invest (スウェーデン地方金融公社)に変更した。

(ロ)設立目的と業務内容

Kommun Invest の設立の目的は、各地方自治体およびそれらに属する公共機関のためにより効率的に資金を調達することにある。融資先は、定款によって各地方自治体およびこれらに属する公共機関に限定されている。また、上記の目的のために行う Kommun Invest の業務は、資金調達、融資、有価証券取引、金融コンサルティング等となる。

金融コンサルティングに関しては、融資業務の補助業務として財務的等サービスを行うとともに、地方自治体職員向けの財務管理に関する講習会、セミナー等も主催している。

図表 V - 8 スウェーデン地方金融公社の資本関係



#### (ハ)組織形態

スウェーデン地方金融公社は株式会社である。株主は、同公社のサービスを受ける地方自治体の共同出資により 1993 年に設立されたスウェーデン地方金融協同組合（コミュニケーションインベストコーポラティブソサエティ）の単独となっている。

協同組合には、スウェーデンにおける 290 の地方自治体のうち、141 のコミュニティ（市町村）および 4 つのランスティング（県）が参画しており、その加盟数は増えつづけている（2002 年）。

#### (ニ)組合員相互の連帯保証

協同組合の組合員は、コミュニケーションインベストによるすべての債務をカバーするため連帯して無制限の保証状を締結している。

この連帯保証の引受にあたっては、各自治体は債務に関連する保証割合をそれぞれ付与され、あらゆる請求が適正に配分される方法を規定する取り決めについての契約締結も行っている（一般的な包括契約関係ではない）。

#### (ホ)資金調達と融資

##### a 資金調達方法と資金調達先

コミュニケーションインベストの資金調達は、長期にわたりその借入れを多様な資本市場および投資家層に分散させることに力が注がれている。借入れ全体の 51% が欧州の資本市場でまかなわれ、また 26% 強が日本の市場でまかなわれている（2003 年）。

スウェーデンおよび北欧の資本市場での資金調達は 23% を占める。ここでは資金調達の多くが仕組み債の発行によりまかなわれている。日本では、例えば U F J インターナショナルのアレンジによる小口投資家向けの債券発行が数件行われている。

日本は過去 1990 年には資金調達額の約 6 割を占める等コミュニケーションインベストの最大の資金調達先となっていたこともあった。現在も主要な資金調達先となっている。

2003 年には、個別の借入れとしては過去最大の 500 万ユーロ、満期 5 年の債券発行を公募形態で行っている。発行はノムラインターナショナルによるアレンジで、北欧、スイス、ドイツ、英国、フランス、東欧、アジア、中東の投資家による投資が行われている。

##### b 地方自治体への融資

コミュニケーションインベストの貸付残高は 2003 年におよそ 5 億ユーロにのぼる。貸付残高は一貫して増加している。貸付先は、地方自治体とその関係会社に限られているが、市町村県が 57%、市町村住宅公社が 38% となっている。



貸し出し条件として、公社は STIBOR(ストックホルム銀行間貸し出し手金利) + 0% 以下で長期貸付を行うことができる条件に基づいて債券発行を行っている。地方自治体への融資条件は、他の民間金融機関と比較して5年もので10~40bp程度安くなっているが(2000年)、これは支店をもたないこと、従業員が少なく事務経費が安くおさえられていること等が要因としてあげられる。またスウェーデンの地方自治体が財政調整制度等により高い信用力を得ていることも、有利な資金調達が可能となる大きな要因となっている。

なお、借り手である地方自治体の側からは、変動金利での貸付および固定金利の場合であれば比較的短期の貸付を選好する傾向が近年明確にあらわれている。近年融資需要が増大しており、公社の資金調達が追いつかないという事態も生じている。融資(供給量)や新規会員の加盟は協同組合の理事会の決定に委ねられることになっている。

#### (へ)格付け

Kommun Invest は、資金調達を促進することを目的として、ムーディーズインベスターズサービスに対して信用格付けの付与を要請している。外貨建て及びクローナ建て長期債務の格付けは、2002年4月以降最高格付けであるAaaとなっている。

これはスウェーデン王国と同等の最高格付けであるが、その主な理由として、地方自治体の憲法上の課税権限、安定した財政状況、財政調整制度の存在、等があげられている。

図表 V - 9 スウェーデン国内の主要機関格付け(Moody's)

|     |   |
|-----|---|
| Aaa | スウェーデン王国<br>Kommun Invest (地方金融公社)<br>Venantius 社 |
| Aa1 | ストックホルム市<br>SEK                                   |
| Aa2 | ヨーテボリ市<br>HandelsBanken                           |
| Aa3 | Spintab 社、Swedbank                                |
| A1  | SBAB 社  |

出所) Kommun Invest 資料

(ii) ケーススタディ - ノデア銀行 Nordea Bank<sup>31</sup>

(イ) 組織概要

ノデアグループ (Nordea<sup>32</sup>) は、デンマーク、スウェーデン、ノルウェー、フィンランドの銀行や保険会社が合併してできた金融グループで、ポーランド、バルト三国、ロシアの各国でも事業を展開している。

ノデアバンクはスカンジナビア地域では最大の銀行であり、行員数は 35,000 人、そのうち少なくとも 4,000 人以上は地方自治体との業務を直接間接的に行っている。

(ロ) 事業概要

ノデアバンクは、スウェーデンのすべての地方自治体 (290 のコミューン) と何らかの取引関係を持っている。また 85 のコミューンは支払い決済等でノデアバンクのシステムを利用している (こうした取引先を full customer と呼んでいる)。

民間銀行にとっても地方自治体向けの業務は重要であり、位置付けは高い。融資額そのものは大きくないが、自治体職員が銀行の間接的な顧客となること、また自治体と取引関係のある企業が銀行を指定する等の副次的なメリットが大きいと考えられている。

このため、スウェーデンにおいても、地方自治体の決済業務を担当することは大きなインセンティブとなっている。しかし、日本における指定金融機関のような制度はなく、基本的には銀行間の競争により取引先が決定される。

全国に 300 の支店事務所があり、すべての支店にコミューン担当者が配置されている。また本社にも地方自治体向けの決済業務、融資業務、資本市場関係等に関するスペシャリストが多数おり、支店担当者に対するアドバイスやコンサルティング業務を行っている。

(ハ) 融資業務 (審査について)

地方自治体への貸付にあたって、審査される主要な項目には以下のものがあげられる。

(i) 人口の変化

(ii) 税率 (現状の税率が低い場合は、税率引き上げ余地があるということで評価される)

(iii) 資産 (建物、住宅会社、水力発電所、下水処理場、エネルギー施設、港湾等。

これらは事業用資産として評価されるほか、スウェーデンでは自治体が自由に資産を処分できることから担保としても捉えられている)

<sup>31</sup> 本節は NordeaBank 本社地方自治体担当者 (資本市場担当) インタビュー、資料等から作成した。

<sup>32</sup> Nordea というグループ名は、Nordic ideas (北欧的な考え方) からの造語。

(iv)負債の規模

(v)他団体への保証（関連会社等にどのような保証を出しているか）

(vi)住宅会社等関連会社の財務内容

以上のような指標について、毎年すべての地方自治体（コミューン、ランスタイング）について把握を行い数学的モデルによって貸し出しリスクを算定する。

ノデアバンクの担当者によれば、地方自治体向けの業務は民間企業向けの業務以上に細かい技術、情報が求められる分野と考えられている。

## (二)資本市場に係る業務

ノデアバンクは、市場公募債発行等資本市場における地方自治体の金融行動に関わる業務も幅広く取り扱っている。

市場からの調達に関する商品は、債券（EMTN、MTN33等のプログラム）、コマーシャルペーパー（CP）が一般的である。大規模な都市は EMTN 等による債券発行、比較的中規模の都市は CP 発行を行う傾向にある。

図表 V - 10 ノデアバンクの地方自治体向けサービス(資本市場関係)

| 商品                                     | アドバイザーサービス  | 調査分析                         |
|--|---|------------------------------|
| ・債券<br>-EMTN, MTN<br>・CP<br>・シンジケートローン | ・債務上限についてのアドバイス<br>・債務構成についてのアドバイス<br>・格付け取得に関するアドバイス | ・マクロ経済分析<br>・市場分析（債券市場、株式市場） |

出所) Nordea Bank 資料

<sup>33</sup> MTN プログラム・・・債券発行により資金調達を予定している発行体が、ディーラー数社と MTN 発行に関する基本契約を締結しておき、起債関係人との関係を包括的に定めておくことにより、発行限度枠で個別の債券を随時発行できるようにした契約プログラム。契約書や目論見書を事前に作成しておくことで、追補書類以外は発行毎に作成する必要がなく、プログラム設定以降個別の発行コストが最小限になり、機動的な発行が可能となる。

EMTN・・・ユーロ・メディアム・ターム・ノート。MTN プログラムのうちロンドン、ルクセンブルグの証券取引所に上場されている債券で、満期までの期間は3年から5年間。スウェーデンにおける市場公募債（長期債）の発行手段として活用されている。

#### (4) 民間格付け機関の動向(スタンダード・アンド・プアーズのケース<sup>34</sup>)

##### (i) スウェーデンにおける地方自治体格付けの位置付け

スウェーデンでは、これまでに10~15の団体が市場公募債発行を行うにとどまっているが、発行団体は基本的に格付けを取得しており、一旦格付けを取得した団体は継続的に格付けを行っている。

スタンダード・アンド・プアーズは現在14の政府系団体に対する格付けを行っている(スウェーデンではスタンダード・アンド・プアーズの格付けの比率が多く、ムーディーズによる格付けは1、2団体程度にとどまっている)。

なお、スウェーデンでは地方自治体の破産は法的に認められていず、債務不履行の場合には国からの支援があると考えることが一般的である。そのような状況でも格付けは重要と考えられるが、それは投資家や金融機関にとって、支払いができるかどうかということだけでなく、期限内に遅延無く返済ができるかどうかということも重要であると考えられているからである。

##### (ii) 地方自治体格付けの状況

スウェーデンでは、70年代にストックホルム市が格付けを取得してから、地方自治体向け格付けが行われている。ストックホルム市、ヨーテボリ市等の大都市は長期間格付けを行っている。

その他の団体については、90年代半ばから資本市場での資金調達を行うようになり、それ以降格付けを取得している。スンビバリ市、テービィ市等はいずれも人口3万人、6万人の中小規模の都市であるが、これらの都市でも財政運営のクオリティを証明するものとして格付けを取得するケースがある。特に資産を有する住宅公社等を保有する自治体は格付けを行うことで、銀行等からの信用を得ようとする。

---

<sup>34</sup> 以下はスタンダード&プアーズ(ストックホルム事務所)へのインタビューを基に構成した。

図表 V - 11 スウェーデン地方自治体(および関連会社)の格付け状況(2004年3月)

| 発行人           | 格付け               | コメント  |
|---------------|-------------------|---|
| エーテボリ(市)      | AA/Stable/A-1+    | エーテボリ市では、負債比率が極めて低く、経済も十分に多角化して発展しているなど、健全な財政は多少悪化しながらもまずまずの状態を保っている。しかしながら、エーテボリの財政における柔軟性は限定されており、また、産業部門も不安定化している。S&Pでは、そうした中でもエーテボリが今後厳格な予算統制を実施して財政運営と債務を適切な水準に保つことができると考えている。   |
| ハルムスタート(自治体)  | AA/Stable/--      | ハルムスタートの財政状況は、運営余剰が多く累積債務がないなど、堅実で強固なものであり、地域経済も十分に多様化して安定している。しかし、資産に関する指標はわずかに全国平均より低い。S&Pでは、ハルムスタートが将来にわたって強固な財政状況を慎重に運営して維持し、景気の低迷とコストの上昇に対応できると考えている。  |
| ヘルシングボリ(市)    | AA/Stable/--      | ヘルシングボリでは、近年の運営余剰の減少にもかかわらず財政状況は健全であり、また、国内外の基準で見ても債務負担の水準は低いものとなっている。しかしながら、失業率は全国平均よりも一貫して高く、資産に関する指標もわずかながら全国平均より低い。S&Pは、ヘルシングボリは債務負担を低く抑えて流動性を十分に保ちながら、支出に対する監視と統制に注意を払いつづけることで財務バランスを強化できると考えている。  |
| イエンチェピング(自治体) | AA-/Stable/--     | イエンチェピングでは、経済が十分に多角化して財政運営も健全であり、さらに国内外の同等の自治体と比較しても債務負担が低くなっている。しかしながら、格付けでは、公共部門の債務を見る際に、予算規模に比べて公営住宅会社(VatterhemAB)が大きくなっていることも考慮に入れている。S&Pは、これから数年間は更なる投資が必要となり、また、公営企業の負債が増大するにもかかわらず、イエンチェピングが慎重な財政運営を続けて、現在の健全な状態を維持しつづけると予想している。  |
| ノルチェピング(市)    | A+/Stable/A-1     | ノルチェピングでは、財政状況が強固になり、国内外で見ても債務負担は低くなっており、さらに、地域経済は多角化と成長を続けている。一方で、当該地域の労働市場では継続的に再構成(リストラ)が行われている。S&Pでは、ノルチェピングの財政状況が向こう4、5年は申し分ない状態が続くと予想している。景気後退と今後予想される経済の低成長により状況はますます悪くなるが、適切な措置をとり債務負担を低水準に維持することによって対処するだろう。また、地域経済でリストラが進むことで、従来の製造業への依存体質からより多角化した状態へと発展するだろう。                                       |
| ストックホルム(市)    | AA+/Stable/A-1+   | ストックホルム市の経済状況は活気があり、十分に多角化していてバランスも取れている。加えて、失業率は低く、富裕度も高い。また、国内外で比較しても債務負担は低い状態であり、財務状況も強化され、安定した財政運営が将来にわたって見込まれている。ストックホルム市は健全財政の状態を維持し続けて、長期的に弾力的な財政運営を確実に行うだろうと、S&Pでは予想している。   |
| ストックホルム州      | AA+/Negative/A-1+ | 過去5年間で州の財政状況が大幅に悪化したことを受けて、2003年春に、S&Pは、“Stable”から“Negative”へと見通しを下げた。この結果、財政の均衡状態が損なわれ、債務が増加した。2002年の終わりに営業収益が18%と高い設備投資を行った後、公共輸送インフラへの大規模な投資とともに、均等化システムへの支払いの増加と人件費の上昇による医療支出の増大により財政赤字に陥った。しかしながら、ストックホルム州の地域経済は十分に多角化して活発であり、富裕度が高く失業率は低く、債務負担も低くなっている。今後2年間、税収増大と支出削減のための施策が不十分で財政が均衡化しなければ、格付けは下がるであろう。 |
| スンビバリ(市)      | A+/Stable/--      | スンビバリの経済は、第三次産業を基盤として活性化しており、また、ストックホルム圏と緊密な関係にある。そして、債務負担がとてもし少ない。しかしながら、市の財政状況は悪化し、市の完全所有である住宅会社(FAB)の多額の負債に対して保障を与えているために債務もかなりある。しかしながら、S&Pは見通しを“Stable”とした。なぜなら、直接の債務負担は低い水準を保ち、財政状況も安定しつづけると予想しているからだ。だが、この予想を実現するためには、スンビバリは支出増大に対する監視と統制を行う必要がある。S&Pでは、FABによる新規事業とその負債比率への影響に注目している。                    |

| 発行人                  | 格付け             | コメント  |
|----------------------|-----------------|---|
| スンドスバル<br>(自治体)      | AA-/Stable/--   | スンドスバルは、財政が健全で債務負担は低くなっており、また、経済の状況も安定的でバランスが取れている。しかし、税収の柔軟性は限定的であり、高齢化によるコスト上昇圧力も存在する。だが、スンドスバルはしっかりと支出を統制し、それによって課税標準の減少による税収の減少を補うことができるだろう。  |
| テービィ(自治体)            | AA+/Stable/--   | テービィは、ストックホルム市に近いという好条件を持ち、労働市場は十分に多角化して第三次産業が中心となっており、そしてインフラの整備も進んでいる。テービィの一人当たりの所得水準はスウェーデンの中でももっとも高く、人々は裕福で十分に自活できる。テービィの債務は非常に少なく、流動性も十分にある。しかしながら、近年テービィの財政状況は悪化しており、地方税の増税が行われている。財政における構造的なブレシチャーや日常的な支出圧力、そして税収増加の鈍化などが起こりうるが、テービィは均衡の取れた、持続可能な財政を将来的に構築するだろう。しかしながら、均衡財政を達成するためには、収入と開発費を綿密に監視し、必要であれば軌道修正を行う必要がある。                       |
| ウブサラ(市)              | AA/Stable/A-1+  | ウブサラ市の経済は第三次産業中心で高度な教育レベルに支えられている。また、自立した住宅会社の債務が少なく、流動性の状態も良好である。しかしながら、財政状況はあまり良くなく、収支の柔軟性は失われつつある。だが、地域経済は教育レベルが高くサービス産業を中心に発展しており、市の債務も少ないことから、格付けでは"Stable"という見通しになっている。この状態を維持するためには、収入の増加に見合うように支出に対する統制を再構築することで財政均衡を回復させる必要がある。S&Pでは、コストと収入の改善と財務比率への影響を注視している。  |
| ベステロ(市)              | AA-/Stable/A-1+ | ベステロス市では、地域経済が活性化していて、財政状況も健全であり、そして債務も少ない。しかしながら、ベステロ市は、地域経済での雇用主体、そしてビジネスの供給者となっている ABB アジア・ブラウン・ボバリに相当の融資を行っている。格付けでは、この他に、市の予算規模に比例した公営住宅会社の規模も考慮に入れている。"Stable"という見通しは、ベステロの活発な地域経済と低い債務レベルを反映している。そして、市の財政が慎重に運営されれば、財政も健全性を維持するだろう。しかしながら、費用を抑制することによって税収増加の鈍化を補わなければならないであろう。また、S&Pでは、ABB グループに関する経営改善措置と、それによる地域の労働市場に対する影響に、引き続き注意を払っていく。 |
| Vastra Gotaland (地方) | AA/Stable/A-1+  | Vastra Gotaland の地域経済は、十分に多角化して成長を続けている。また、財政状況は健全で債務がとて少ない。一方で、収支改善における柔軟性が欠けていて、コスト増加と収入増加は不均衡であり、また、製造業部門に対して融資も行っている。しかし、S&Pでは、Vastra Gotaland は支出増大の抑制に成功して財政均衡と低レベルの債務を維持すると予想している。   |

## 4 我が国への示唆

スウェーデンでは伝統的に地方分権が確立されており、地方債の発行も原則として自由に行われている。また、銀行等民間金融機関の競合により、銀行借入れが主体の資金調達においても市場メカニズムが機能していると考えられている。

### (1) 地方自治体の財政運営における自立性

スウェーデンでは70年代より地方分権が確立されており、地方自治体における自主性が十分確保されている。地方債発行の原則自由、税率決定権の確保により、財政運営においても十分な自立性を持っており、債務の管理も各自治体が責任をもって行っている。

### (2) ゆるやかなルールと市場メカニズムによる補完

地方債発行に関しては、投資目的に限られることや、予算均衡の原則が要求されること等が定められている。しかし、これらについて国からの関与や罰則規定はないためゆるやかなルールとなっている。一方で自治体、中央政府、金融機関の担当者は、こうした原則は市場によって監視されていると考えており、市場メカニズムが機能していると考えられる。

### (3) 住宅公社等関連公営企業の財政状況のコントロール

スウェーデンでは、自治体単体よりも住宅公社等の関連会社の資産規模、債務規模が非常に大きくなっている。多くの自治体はこうした関連会社の財政状況を自治体財政と一体的に管理しており、資金調達、債務管理を行っている。

### (4) 共同借入れ機関の存在

スウェーデンにおいて特徴的なのは、コムンインベスト（スウェーデン地方金融公社）という地方自治体が共同で出資する共同借入れ機関が設置されていることである。高い格付けを基に債券市場において有利に調達された資金を、特に中小規模の自治体を対象に融資するコムンインベストの存在は、高度な金融知識・技術を持たない自治体にとっては非常に大きなものとなっている。

### (5) 民間金融機関との自由な取引

スウェーデンにおいても資金調達は民間資金を中心に行われている。スウェーデンでは指定金融機関制度がなく、決済や支払い業務についても競争入札により決定されるケースがほとんどである。このため固定的な取引関係がなく、自治体が条件のいい資金調達を選択する環境が整備されているといえる。

#### (6) 格付けによる財政健全化のインセンティブ

スウェーデンでは市場公募債は一般的でないが、中小規模の自治体も含めて格付け取得が行われている。住宅公社など外郭団体の財政規模が拡大するスウェーデン自治体は、適切な第三者による格付けを受けることにより銀行からの借入をスムーズにさせる手段として使っていたり、また政策担当者が財政の健全性をアピールするための政策的手段として格付けを行うケースも多く見られる。

スウェーデンでは地方自治体の財政運営、債務管理の自主性が強く確保されている。民間金融機関との自由な取引関係も確保されており、市場メカニズムが財政規律として機能していると考えられている。予算均衡原則等のルールが法的にはゆるやかであっても、市場メカニズムで補完されているという認識が一般的である。

一方で、ルールがゆるやかであるという状況や、政府の暗黙の保証が存在するという認識は、一部の自治体にとっては財政規律をゆるめる方向に働かないと言い切れない部分もある。スウェーデンのように比較的規模が小さく、これまでもフリーコミュニケーション<sup>35</sup>のような実験を行ってきた国において有効に機能してきた制度であることに留意する必要があるであろう。

---

<sup>35</sup> スウェーデンにおいて1984年、1988年の2回にわたって行われた地方行財政に関する実験制度。法律で認められていない事務、組織作り、事務手順の変更等について地方自治体が特別に行うことができるようにした制度。この実験を経て、四方寺地方が1992年に改正され、大幅な権限委譲が実現されることになった。



## VI カナダの地方債制度

### 1 連邦政府と州政府・地方政府との関係

#### (1) カナダにおける政府債務残高

カナダの公債残高は、2002 年末時点において全体でおよそ 7,386 億カナダ\$となっている。うち国債残高が 3,316 億カナダ\$、州債残高が 3,759 億カナダ\$、地方債残高が 312 億カナダ\$となっている。公債残高全体の中では、州債の位置付けが比較的高い状況で 5 割強を占めている。これは、前述のように州に強い財政上の権限があることが原因になっていると考えられる。

図表 VI - 1 カナダの公債残高(各年末時点) (単位:百万カナダ\$)

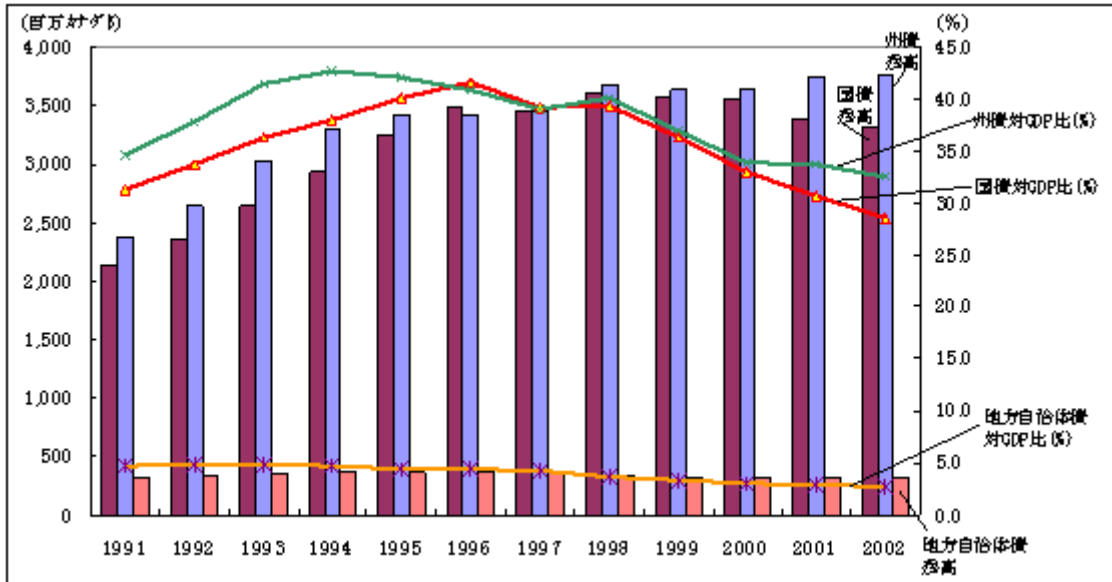
|        |        | 1991    | 1992    | 1993    | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998    | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国債     | カナダドル  | 210,605 | 233,614 | 262,297 | 284,741 | 314,659 | 333,632 | 332,010 | 333,090 | 330,421 | 330,421 | 315,090 | 308,745 |
|        | 他通貨    | 3,539   | 2,884   | 2,152   | 7,889   | 10,912  | 14,426  | 14,473  | 27,679  | 26,733  | 25,412  | 24,717  | 22,867  |
|        | 外貨建て比率 | 1.7%    | 1.2%    | 0.8%    | 2.7%    | 3.4%    | 4.1%    | 4.2%    | 7.7%    | 7.5%    | 7.1%    | 7.3%    | 6.9%    |
|        | 計      | 214,144 | 236,498 | 264,449 | 292,630 | 325,571 | 348,058 | 346,483 | 360,769 | 357,154 | 355,833 | 339,807 | 331,612 |
| 州債     | カナダドル  | 155,714 | 167,357 | 178,451 | 180,198 | 187,179 | 186,478 | 191,037 | 199,655 | 213,453 | 225,486 | 235,018 | 238,452 |
|        | 他通貨    | 81,776  | 98,067  | 123,698 | 149,581 | 154,246 | 155,605 | 154,261 | 167,799 | 149,957 | 139,373 | 139,709 | 137,415 |
|        | 外貨建て比率 | 34.4%   | 36.9%   | 40.9%   | 45.4%   | 45.2%   | 45.5%   | 44.7%   | 45.7%   | 41.3%   | 38.2%   | 37.3%   | 36.6%   |
|        | 計      | 237,490 | 265,424 | 302,149 | 329,779 | 341,425 | 342,083 | 345,298 | 367,454 | 363,410 | 364,859 | 374,727 | 375,867 |
| 地方自治体債 | カナダドル  | 27,540  | 28,494  | 29,725  | 30,155  | 31,057  | 32,321  | 32,956  | 29,363  | 28,488  | 28,781  | 29,205  | 29,047  |
|        | 他通貨    | 4,774   | 5,111   | 5,408   | 5,675   | 5,255   | 4,577   | 4,042   | 3,897   | 3,682   | 3,295   | 2,779   | 2,114   |
|        | 外貨建て比率 | 14.8%   | 15.2%   | 15.4%   | 15.8%   | 14.5%   | 12.4%   | 10.9%   | 11.7%   | 11.4%   | 10.3%   | 8.7%    | 6.8%    |
|        | 計      | 32,314  | 33,605  | 35,133  | 35,830  | 36,312  | 36,898  | 36,998  | 33,260  | 32,170  | 32,076  | 31,984  | 31,161  |
| 公債全体   | カナダドル  | 393,859 | 429,465 | 470,473 | 495,094 | 532,895 | 552,431 | 556,003 | 562,108 | 572,362 | 584,688 | 579,313 | 576,244 |
|        | 他通貨    | 90,089  | 106,062 | 131,258 | 163,145 | 170,413 | 174,608 | 172,776 | 199,375 | 180,372 | 168,080 | 167,205 | 162,396 |
|        | 外貨建て比率 | 18.6%   | 19.8%   | 21.8%   | 24.8%   | 24.2%   | 24.0%   | 23.7%   | 26.2%   | 24.0%   | 22.3%   | 22.4%   | 22.0%   |
|        | 計      | 483,948 | 535,527 | 601,731 | 658,239 | 703,308 | 727,039 | 728,779 | 761,483 | 752,734 | 752,768 | 746,518 | 738,640 |

出所) Bank of Canada, "Banking and Financial Statistics"

州債残高は 1990 年代前半に急速に増加し、1991 年の 2,375 億カナダ\$から 1995 年には 3,414 億カナダ\$と 1.4 倍になり、この間の伸び率は年率 9.5%であった。これに対し、1995 年以降は州債残高の伸び率は年率 1.4%に大幅に鈍化した。1995 年以降もカナダの名目 GDP は順調に増加してきているため、1994 年に 42.8%であった対 GDP 比はそれ以降順調に減少し 2002 年には 32.5%となっている。この原因としては、後述のように多くの州が 1990 年代の半ば以降に州の財政規律を規定する法律を導入したことが考えられる。

地方債は、1997 年に 370 億カナダ\$まで増加したが、それ以降は減少傾向に転じており、2002 年では対 GDP 比も 2.7%となっている。

図表 VI - 2 カナダの公債残高の推移（各年末時点）



出所) Bank of Canada, “Banking and Financial Statistics”

各州の公債残高については、オンタリオ州、ケベック州等の大きな州では、1,100 億カナダ\$を超えており、カナダ国債の3分の1を超える規模となっている。

図表 VI - 3 2002 年 12 月末の公債残高<sup>36</sup>（単位：百万カナダ\$）

|                 | 発行者<br>合計 | カナダ<br>ドル | 外貨建て<br>合計 | 米<br>ドル | ユーロ<br>ドル | ユーロ    | スイス<br>フラン | 英<br>ポンド | 日本<br>円 | その他   |
|-----------------|-----------|-----------|------------|---------|-----------|--------|------------|----------|---------|-------|
| カナダ国債           | 331,411   | 308,745   | 22,844     | 15,504  | 3,544     | 3,383  |            |          |         | 413   |
| 州債全体            | 375,847   | 238,432   | 137,411    | 74,841  | 27,944    | 14,737 | 2,280      | 2,499    | 14,129  | 984   |
| ニューファンドランド      | 7,988     | 5,833     | 2,133      | 1,814   | 150       |        | 171        |          |         |       |
| プリンス・エドワード諸島    | 901       | 901       |            |         |           |        |            |          |         |       |
| ノヴァ・スコシア        | 14,484    | 9,539     | 5,143      | 4,101   | 100       | 44     |            | 212      | 44      |       |
| ニュー・ブランズウィック    | 12,990    | 9,331     | 3,439      | 2,783   | 439       |        |            |          |         | 437   |
| ケベック            | 114,703   | 58,478    | 58,024     | 31,948  | 5,422     | 10,018 | 481        | 1,270    | 7,979   | 704   |
| オンタリオ           | 134,023   | 95,298    | 40,723     | 21,798  | 10,754    | 3,079  | 742        | 508      | 3,540   | 280   |
| マニトバ            | 19,347    | 11,583    | 7,784      | 5,749   | 1,344     |        |            |          |         | 471   |
| サスカチュワン         | 11,810    | 8,250     | 3,541      | 3,291   | 50        | 54     |            |          |         | 144   |
| アルバータ           | 11,733    | 9,180     | 2,552      |         | 2,393     |        |            |          |         | 159   |
| ブリティッシュ・コロンビア   | 43,500    | 29,470    | 13,830     | 3,354   | 7,249     | 1,519  | 483        | 508      | 493     |       |
| ユーコン及びノースウェスト領土 | 147       | 147       |            |         |           |        |            |          |         |       |
| 地方自治体債          | 31,141    | 29,047    | 2,113      | 377     | 1,395     | 282    |            | 24       | 37      |       |
| 公債全体            | 738,439   | 574,244   | 142,392    | 90,722  | 32,903    | 18,402 | 2,280      | 2,523    | 14,144  | 1,399 |

出所) Bank of Canada, “Banking and Financial Statistics”

<sup>36</sup> 四捨五入の関係で、各通貨建ての和と合計は合わない。

## ( 2 ) 連邦政府との憲法上の権限

カナダの国家体制は連邦制をとっており、10の州と3つの準州から構成されているが、州、準州、地方政府が有する主な権限は以下のとおりである。

### ( i ) 州

州政府の権限については、1867年憲法に連邦政府の権限とともに規定されており、同法第92条により、「各州においては、立法府は、以下に列記する種類の項目に該当する事項に関して、法律を制定する権限を独占的に有する」とされており、その中に「当該州の信用に基づく金銭の借入れ」が含まれている。これにより、カナダにおいては、州が完全な起債権を持つことになっている。

### ( ii ) 準州

準州の場合は、州のような独立性は無く、現在でも起債については、連邦政府による総額規制が行われている。

### ( iii ) 地方政府

1867年憲法第92条では、「州内の地方団体の制度」及び「一般的に州における全ての地方的又は私的性質の事項」は、州の立法府の専属的権限として規定されている。したがって、地方政府の起債等の規制を行う権限は、州政府が有している。

## ( 3 ) 連邦政府との債務保証・優遇措置等の関係

州の起債権は上述のように憲法において保証されている。これと同時に、連邦政府による州債に対する「債務保証」的な保護はない。

大恐慌時には、アルバータ州政府が債務の支払停止に追い込まれ、利率の一方的半減を行って銀行側と激しく対立するという事態が発生したが、連邦政府及びカナダ銀行は、双方に慎重な行動を求めたものの、代位弁済等の措置はとらなかった。連邦政府と州債・地方債とは無関係という考え方は徹底している。ただし、カナダにおいては、米国の連邦倒産法のような再建の法的な枠組みは存在しない。

米国のような連邦税における免税措置も存在していない。ただし、州税における免税措置は存在する。

#### (4) 州債・地方債の発行手続き

州債の発行・流通に関連して、目論見書の作成等による投資家への IR を州に対する証券規制としては求めてはいない。しかしながら、投資家との関係構築のために債券発行時にロードショーを実施している事例がある。Ontario Strategic Infrastructure Financing Authority (以下、OSIFA)は、オンタリオ州内地方団体に対しインフラストラクチャーの構築に際しての貸付を行う機関であるが、2005年2月14日から17日に Infrastructure Renewal Bond の第一次発行のロードショーを行っている<sup>37</sup>。

以下では、州が発行する州債と地方政府が発行する地方債に分けて検討する。

## 2 州債の制度と動向

### (1) 起債制限

州が発行する州債については、前述のように憲法の規定からも制限がないし、また起債を直接的に制限する連邦政府の法令はない。しかしながら、1990年半ば以降において、連州独自に財政収支の面での規律を自ら規定する法律が次表のように導入されている。前述のように1990年半ば以降、州債残高対GDP比は低下してきているが、このような法律の導入が一因となっていると考えられる。

---

<sup>37</sup> 発行主体が投資家に対して行うプレゼンテーション。ロードショーのプレゼンテーション資料が以下のアドレスのホームページに掲載されている。[http://www.osifa.on.ca/pdf/irb\\_presentation.pdf](http://www.osifa.on.ca/pdf/irb_presentation.pdf)

図表 VI - 4 カナダの各州における財政収支を規律付けする法律

| 州 <sup>(注1)</sup>           | 財政ルール  | 概要   |
|-----------------------------|--|--|
| ノバ・スコシア                     | Financial Measures Act (2000)                                      | 4年間の財政計画をもって2002-03年度以降は単年度予算の均衡化。ただし、1年間の繰越条項や特異な事態が生じた場合の条項を含む。その場合、新しいプログラムでは既存の予算からファイナンスを受けることと外貨のエクスポージャーの減少を求めている。                                      |
| ニュー・ブランズウィック                | Balanced Budget Act (1993; 1995年改正)                                | 1996-97年度から始まる4年間において均衡予算達成を義務化。ただし、特異な事態が生じた場合の条項を含む。   |
| ケベック                        | Act Respecting Elimination of the Deficit and a Balanced Budget    | 1999-2000年度以降の単年度予算の均衡化。ただし、1年間の繰越条項や特異な事態が生じた場合の条項を含む。  |
| オンタリオ                       | Balanced Budget Act and Taxpayer Protection Act (1999)             | 1999-2000年度以降の単年度予算の均衡化。ただし、翌年度に相殺されるならば、歳入の1%の債務は認められている。また、増税に対する住民投票の義務付け、特異な事態が生じた場合の条項、法定の財政要求を満たすことができなかった場合の罰則を含む。                                      |
| マニトバ                        | Balanced Budget, Debt Repayment and Taxpayer Protection Act (1995) | 1995-96年度以降の単年度予算の均衡化。1996-97年度以降は各5年間の支払をもって債務返済ファンドを形成する。  |
| サスカチュワン                     | Balanced Budget Act(1995)  | 4年間を通じての予算の均衡化。すべての特殊な債務の返済を行わない債務管理計画を策定する。特異な事態が生じた場合の条項を含む。   |
| アルバータ                       | Deficit Elimination Act (1993)                                     | 1996-97年度までに財政の均衡化。  |
|                             | Balanced Budget and Debt Retirement Act(BBDRA) (1995)              | 1996-97年度以降の単年度予算の均衡化。2010年3月10日までに純債務(別計画において取り扱われているファンド化されていない年金負債を除く)の解消。  |
|                             | Taxpayer Protection Act (1995)                                     | 小売税の導入に対する住民投票を義務化   |
|                             | Fiscal Responsibility Act (1999)                                   | 単年度予算の均衡化。歳入の少なくとも3.5%の経済的クッションとするが、そのうち75%は債務返済向けであり、そのうち25%はある一年のイニシアチブになる偶発時のリザーブとしてである。累積債務に対する債務返済計画は25年を法定化。ファンド化されていない年金負債を除き純債務が解消した場合、この法律はBBDRAに代替する |
| ユーコン(準州)                    | Taxpayer Protection Act (1996)                                     | 債務の累積化の禁止。増税には住民投票の義務化と累積債務を発生あるいは増加させる場合の罰則が含まれる。   |
| ノースウェスト(準州) <sup>(注3)</sup> | Deficit Elimination Act (1995; 1996年改正)                            | 財政赤字解消の目標を1998-99年度の財政均衡化に設定。財政赤字の累積を禁止。ただし、赤字の1年間の繰越認められているが、法定の財政要求を満たすことができなかった場合の罰則を含む。  |

注1) プリティッシュ・コロンビア州は、1991年にTaxpayer Protection Actが導入されたが、1992年に誕生した政権が廃止しているため、掲載していない

注2) Fiscal Responsibility Actは1999-2000年度の経済的クッションの25%を超える支出イニシアチブを認めるように変更された

注3) 予期せぬ連邦の資金供給の減少や支出の増加が発生すると、ノースウェスト準州は自ら1995年に定めた法定要求事項を満たすことができなくなる。そのため、予算の均衡化と1998-99年度の純債務の削減の目標を達成する一方で、この事項は収入・支出の予期せぬ変更により柔軟に対応できるように変更された

出所) OECD (2000) "Economic Surveys CANADA" (カナダ財務省資料を掲載)

なお、発行主体が州政府であるため、公債募集案内書や目論見書のようなものを作成したり、公表したりする必要はない。

## (2) 発行状況

州債は、1980年代にはCPP<sup>38</sup>、州の勘定による引き受けも含め、国内で発行されることが多かったが、1990年代ではその比率が大幅に減少し、その代わりに国外市場における発行が大幅に伸びている。

図表 VI - 5 州債発行市場の変化（下記の期間の構成比）

|               | 1980～1989<br>(年平均) | 1990～1995<br>(年平均) |
|---------------|--------------------|--------------------|
| 国内市場          | 42.1%              | 37.3%              |
| 非市場(CPP、州の勘定) | 32.3%              |                    |
| 米国市場          | 7.4%               | 20.4%              |
| ユーロ - カナダ市場   | 6.1%               | 13.0%              |
| ユーロ - 米国市場    | 5.7%               | 8.0%               |
| 他の市場          | 6.4%               | 21.3%              |

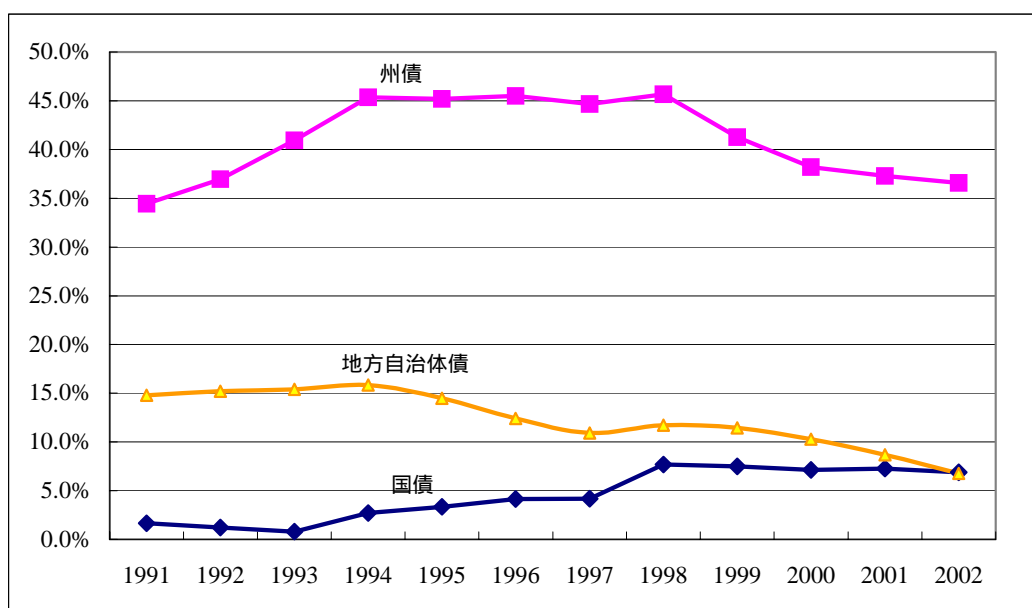
出所) 出所) Bank of Canada(1996), " Financing activities of provincial governments and their enterprises ", *Bank of Canada Review Spring 1996*

カナダ中央銀行によると、前述のように発行市場が変化した原因として、「(イ)1990～91年の景気後退による州における必要財政資金の増加」と「(ロ)CPP、州の勘定等の非市場セクターの購買力低下」、「(ハ)カナダ国内の購買力の低下」が挙げられている(Bank of Canada (1996))。これらの原因から、州の借入計画では州債の販売(市場)をシフトさせることとなり、カナダ\$建ての国内市場、非市場(CPP、州の勘定)は1990～1995年の平均で37.3%にまで減少した。

しかしながら、外貨建て州債残高の比率は1998年末の45.7%をピークに急速に低下し、2002年末には36.6%にまで減少している。発行ベースでもかなりその比率は低下していると考えられ、発行市場の中心は国外市場から国内市場に回帰している。

<sup>38</sup> Canadian Pension Plan、カナダ年金計画。

図表 VI - 6 公債残高に占める外貨建て比率



出所) Bank of Canada, “Banking and Financial Statistics”

### (3) 債務保証

州債については、前述のように連邦政府は債務保証を行っていない。他方、カナダの場合は、米国のような金融保証保険会社等による債務保証はあまり活用されていないようである。

### (4) 州の事例

#### (i) オンタリオ州

##### (イ) 債務状況

オンタリオ州では、2003-04年度の州政府の債務(暫定値)は1,483億カナダ\$である。これらの債務の満期は、次表のようにになっている。オンタリオ州の場合、2008-09年度までのこの先5年間に満期をむかえる債務が多く、債務全体の約5割を占めている。通貨建て別に見ると、オンタリオ州ではカナダドル建ての占める割合が多く、約8割を占めており、他の州よりも外貨建ての比率は低い。

図表 VI - 7 オンタリオ州の債務満期の状況 (単位: 10 億カナダ\$)

|         | カナダ<br>ドル | 米<br>ドル | 日本<br>円 | ユーロ   | 他通貨   | 2003-04<br>(暫定) | 2002-03<br>(合計) |
|---------|-----------|---------|---------|-------|-------|-----------------|-----------------|
| 2003-04 |           |         |         |       |       |                 | 17,662          |
| 2004-05 | 15,884    | 2,539   | 614     | 310   | 536   | 19,883          | 14,449          |
| 2005-06 | 12,014    | 6,747   | 676     | 46    |       | 19,483          | 18,508          |
| 2006-07 | 9,257     | 2,437   | 460     |       |       | 12,154          | 7,909           |
| 2007-08 | 6,040     | 3,007   | 320     |       | 299   | 9,666           | 9,768           |
| 2008-09 | 14,399    | 3,790   |         | 795   | 207   | 19,191          |                 |
| 1-5年    | 57,594    | 18,520  | 2,070   | 1,151 | 1,042 | 80,377          | 68,296          |
| 6-10年   | 23,644    | 3,291   | 938     | 2,749 | 483   | 31,105          | 36,732          |
| 11-15年  | 1,655     |         | 63      |       |       | 1,718           | 2,022           |
| 16-20年  | 10,181    |         |         |       |       | 10,181          | 7,376           |
| 21-25年  | 14,368    |         |         |       |       | 14,368          | 12,057          |
| 26-50年  | 10,565    |         |         |       |       | 10,565          | 11,989          |
| 合計      | 118,007   | 21,811  | 3,071   | 3,900 | 1,525 | 148,314         | 138,472         |
| 州向けの債務  | 94,952    | 17,621  | 3,071   | 3,900 | 1,218 | 120,762         | 112,340         |
| OEFC債務  | 23,055    | 4,190   |         |       | 307   | 27,552          | 26,132          |
| 合計      | 118,007   | 21,811  | 3,071   | 3,900 | 1,525 | 148,314         | 138,472         |

出所) Government of Ontario (2004) "Ontario Budget"

#### (口)中期借入計画

カナダの各州は借入計画に基づき、必要長期借入額を決定し、債務を管理している。オンタリオ州<sup>39</sup>の場合は、2004-05年から2007-08年までの中期借入計画は次表のとおりで、借入の主な目的は満期の債務の借り換えである。オンタリオ州の必要長期借入額は、2003~04年では254億カナダ\$であったが、2007~08年には188億カナダ\$にまで減少させる計画になっている。

債務の借換が多いという傾向は多くの州で見られ、起債も新規債よりも借換債の比重が増加してきている。その結果を反映して、現在は全体として格付けが安定してきている。

<sup>39</sup> オンタリオ州と Ontario Electric Financial Corporation との連結ベース。



図表 VI - 8 オンタリオ州の借入計画 (単位: 10 億カナダ\$)

|                    | 2004-05 | 2005-06 | 2006-07 | 2007-08 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 赤字/(黒字)            | 2.2     | 2.1     | 1.5     | 0.0     |
| 赤字に含まれる非現金部分に対する調整 | 2.4     | 1.2     | 1.1     | 1.1     |
| 主要な有形固定資産の取得       | 1.6     | 1.7     | 1.9     | 1.7     |
| 債務の満期              | 16.1    | 18.9    | 13.9    | 15.3    |
| 当期残高               | 0.0     | 0.0     | 2.1     | 9.5     |
| 将来の借換の増加           | 16.1    | 18.9    | 11.8    | 5.8     |
| 債務の早期償還            | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| カナダ年金計画による借入       | 1.1     | 1.2     | 0.4     | 0.4     |
| 短期借入の増加(減少)        | 0.2     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ファンドの他の活用(ソース)     | 1.4     | 0.2     | 0.0     | 0.1     |
| 公的長期必要借入額          | 23.8    | 23.9    | 19.0    | 18.8    |

出所) Government of Ontario (2004) "Ontario Budget"

#### (八) Ontario Financing Authority (OFA) の役割

オンタリオ州では、州財務省の一機関として、Capital Investment Act (1993) に基づき Ontario Financing Authority (OFA) が設立されている。設立当初は、Crown Agency (主に公営企業) に対する資金調達を行い、州本体の財務負担を抑えることを目的としていたが、現在ではその主な業務内容は、以下のとおりとなっている。

- a 借入、投資、財政リスクの管理の実施
- b 州の債務管理
- c 財政政策やプロジェクトへのアドバイス
- d Ontario Electricity Financial Corporation(OEFC)、Ontario Strategic Infrastructure Financing Authority (OSIFA) に対する金融サービス、アドバイスの提供

ただし、OFA は、後述のブリティッシュ・コロンビア州の自治体金融公庫のように、地方政府への貸付は行っていない。州内の地方政府への債務管理を行う機関は OSIFA である。以上より、オンタリオ州における債務管理の分担は、次図のようになっている<sup>40</sup>。

<sup>40</sup> トロント等の大規模な地方自治体は十分な与信があるため、OSIFA が対象とする州内地方自治体となっていない。

図表 VI - 9 オンタリオ州内の債務管理の役割分担



(ニ) オンタリオ州における借入に関する規制

オンタリオ州の借入に対する規制は、以下のとおりである。

a Financial Administration Act

スワップ等の OFA が活用できる投資手法等が指定されている。

b Loan Act

政府が種々のプログラムにおける債務返済と投資を行うことができるように、OFA が 71 億カナダ\$までの借入することを認めた法律。

c Order in Counsel

州内閣と州議会の両者が特定の借入を許可する法律。年に数回程度両者の協議が必要となる。

なお、オンタリオ州の債券発行については、州議会の承認が必要になるが、住民投票は必要とされていない。

(ホ) 資金調達先

資金調達の大部分は、民間から調達されている。カナダ国内だけでなく、国外でも発行しており、円、ユーロ等の外国為替による債券の発行も行っている。また、OFA の債券は、ルクセンブルグ、ロンドン、香港、シンガポール、フランクフルト、パリ、チューリッヒ、アムステルダム証券取引所でも発行・流通している。

(ヘ) 債務保証

OFA を通じて発行される債券については、OFA がオンタリオ州政府の一機関であるため、OFA が返済不能な場合はオンタリオ州が返済する。

#### (ト)OFA のガバナンス

OFA のガバナンスは、Capital Investment Act (1993) により規定されている。OFA の責任のフレームワークは、(イ)Capital Investment Act (1993)、(ロ)OFA と財務大臣との間の協定のメモランダム、(ハ)Crown agencies に関連し閣議が発した指示から規定される。

財務大臣は、OFA の活動について内閣に対し責任を負っている。OFA の Chief Executive Officer (CEO) は、取締役会に報告することになっており、さらに取締役会は財務大臣に報告する。2002 年度の Annual Report によると、取締役会は 7 名の取締役より構成されている。この中で、取締役会会長は財務副大臣が兼務している。財務大臣は、財務副大臣と OFA の上級経営層を通して報告される情報を活用して OFA を監督する。財務大臣は OFA の年次事業計画を評価し承認する。

OFA は、次の経営委員会と部署を有している。

##### a 経営委員会

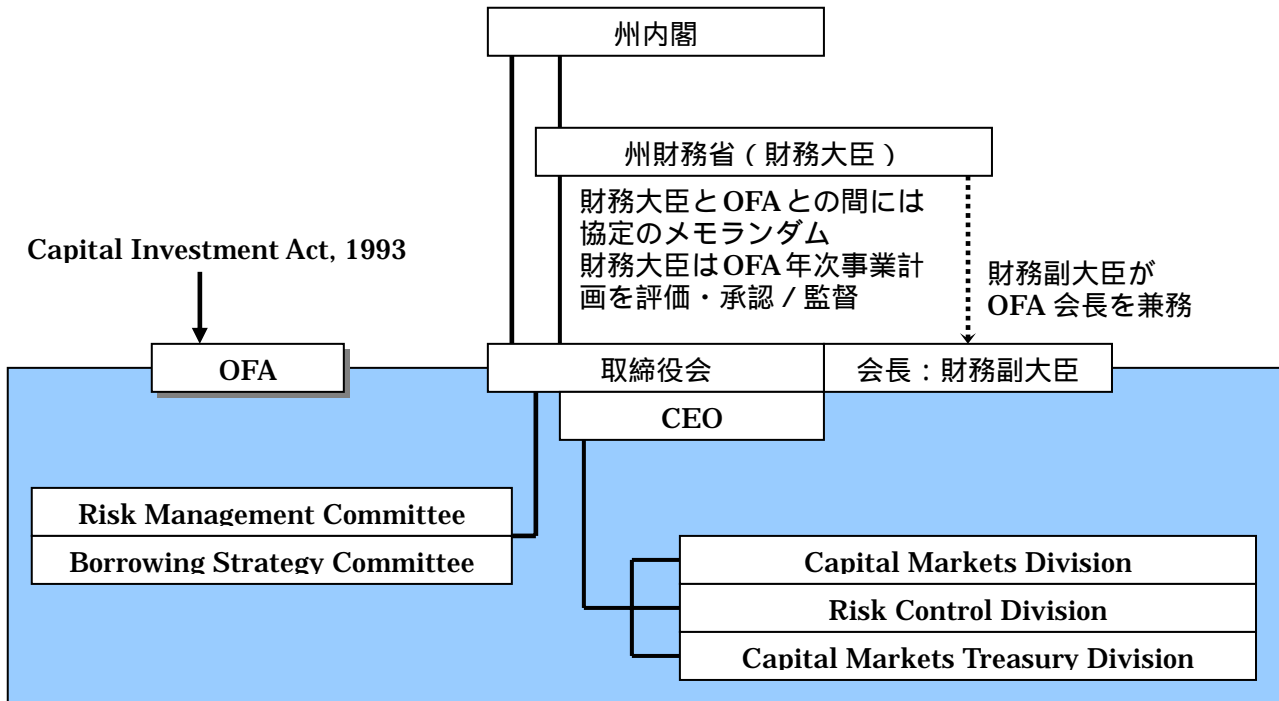
- Risk Management Committee
- Borrowing Strategy Committee

##### b 部署

- Capital Markets Division
- Risk Control Division
- Capital Markets Treasury Division

以上より、OFA のガバナンス構造、組織は次図のようになっている。

図表 VI - 10 OFA のガバナンス構造、組織



(チ)債務管理手法

OFAは、内規においてスワップやオプションのような金融手法を用いて、為替、利子率、信用のリスクに対する州及びOEFCのエクスポージャー (exposure) を管理している。例えば、外国為替によるエクスポージャーは5%以上を持つことはできない。

(リ)職員

OFAの職員は、公務員扱いになるが、オンタリオ州政府の他分野の公務員よりも給与水準が高い。OFAの業務には金融に関する高度な専門知識が必要になり、このような知識を有する人材は、多くが給与水準が高い民間金融機関に所属しているため、人材確保には遜色がない給与水準にする必要があるためである。オンタリオ州政府の財務省内の一組織としていることは、州政府全般とは異なる給与体系にすることも一因と考えられる。

(ヌ)OFAの財務内容 (2004年3月末時点)

OFAの資産は2002年3月末時点<sup>41</sup>で、8,503万カナダ\$である。負債は、8,499万カナダ\$、剰余金は4万カナダ\$となっている。2003-2004年度の収入は2,102.3万カナダ\$、支

<sup>41</sup> 以前のAnnual Reportでは、財務データはOFAとProvince of Ontario Saving Office (POSO)の合算の数字でだったが、2004年版ではPOSOが会計から分離されOFA単独の数字のみが掲載されている。

出は 2,101.9 万カナダ\$である。営業利益は 0.4 万カナダ\$となる。

(ル)格付け

オンタリオ州の格付けは、下表のとおりになっている。

図表 VI - 11 オンタリオ州の格付け

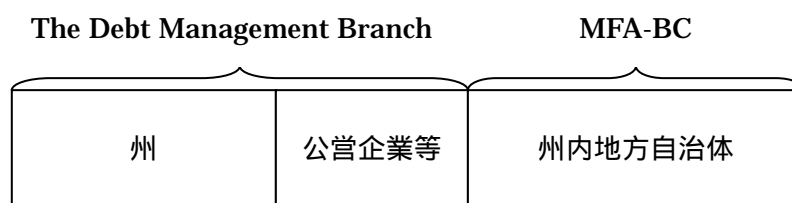
|                        | 長期  | 短期                |
|------------------------|-----|-------------------|
| Standard & Poors       | AA  | A-1+              |
| Moody's                | Aa2 | P-1 <sup>42</sup> |
| Dominion <sup>43</sup> | AA  | R-1(middle)       |

出所) OFA(2004) “ Annual Report ”

(ii) ブリティッシュ・コロンビア州

ブリティッシュ・コロンビア州内で債務管理の役割分担は、主に州財務省の The Debt Management Branch と Municipal Finance Authority of British Columbia (MFA-BC) (後述) の間で下図のように役割分担されている。

図表 VI - 12 ブリティッシュ・コロンビア州内の債務管理の役割分担



(イ)州債の管理組織

州債の管理は、ブリティッシュ・コロンビア州財務省の一部署である The Debt Management Branch が行っている。この Branch は、以下の 4 つのグループから構成されている。

<sup>42</sup> ムーディーズの短期債務格付けは、(当初満期が 13 ヶ月を超えない) 短期金融債務を履行する発行体の返済能力に対する評価で、P-1、P-2、P-3、NP の 4 段階があり、P-1 が最も安全度が高い。

<sup>43</sup> 正式名称は、Dominion Bond Rating Service でトロントにある格付け会社。コマーシャル・ペーパー及び短期金融債は、R-1、R-2、R-3 についてそれぞれ high、middle、low の 3 段階があり、これにもっとも危険度が高い D が加わり全部で 10 段階で評価している。R-1(middle)は、2 番目に安全度が高い。

- a 借入・リスクの管理（負債の集中管理を通じての個々の公営企業の負債管理）
- b コーポレート・ファイナンス及びプロジェクト・ファイナンス（フィナンシャル・アドバイザー、アレンジャーのサービスの提供）
- c 法的業務、企業関連業務（契約、登記、借入関連書類の作成）
- d 調査報告及び分析（州の借入計画に対するコンサルテーション、会計・財務的支援）

(口) The Debt Management Branch の役割

政府及び Crown corporation、Agency に対し、集中的な負債の管理とプロジェクト・ファイナンスのサービスを提供する。さらに、上記機関の要求を満たすための借入ファンドについての元本・金利の管理を行っている。さらに、金利と外国通貨のリスク・エクスポージャーを管理するためにデリバティブ取引に参入している。

### 3 地方債の制度と動向

ここでは、州内の地方団体（州政府を除く）が発行する公債を地方債として、その概要をまとめる。

(1) 起債制限

地方政府を規制する権限は州政府にあり、起債について許可を必要としている州が別表のように多い。起債を制限している場合は、量的制限、個別的な起債許可、差別的な取扱い、住民投票等のパターンが存在する。量的制限を行っている場合には、以下の3パターンがある。

(i) 公債費を指標とする場合

公債費を歳入総額、自主財源、もしくは歳出総額に対する一定割合に抑える形をとる。ノバ・スコシア州、ニュー・ブランズウィック州、オンタリオ州、マニトバ州で採用されている。

(ii) 債務残高を指標する場合

プリンス・エドワード・アイランド州、ブリティッシュ・コロンビア州では、債務残高の固定資産評価総額に対する割合が採用されている。

( iii ) 年間起債額を制限する場合

ニュー・ブランズウィック州では、年間起債額が固定資産評価総額の 2 % 以内であることが、起債要件の一つとされている。

しかしながら、ニューファンドランド州、サスカチュワン州のように、地方政府に対する起債制限を設けておらず、個別に許可審査を行う州も存在する。

( 2 ) 州による債務保証

オンタリオ州、ケベック州、マニトバ州、サスカチュワン州のように、州による債務保証はないとしている州は多いが、ニュー・ブランズウィック州のように債務保証を行っている州も存在する。

また、後述のプリティッシュ・コロンビア州のように、州内の地方政府がファンドを設立して債務保証を行うケースもある。

図表 VI - 13 カナダの地方自治体債発行に関する州の役割

| 州                | 量的制限   | 個別許可            | 許可の主体   | 自治体間の差別的取扱い                    | 住民投票                                | 自治体金融公庫 (MFC)   | 州による債務保証                               |
|------------------|--|-----------------|---|--------------------------------|-------------------------------------|---|--|
| ニューファンドランド       | 州が定めた数値による起債制限はない。(いくつかの都市は、公債費の対歳入比を条例で制限している)                                    | 必要              | 大規模事業は内閣、小規模事業は州自治省   | セント・ジョンズ市のみが市場公募債を発行できる。       | なし                                  | Newfoundland Municipal Financing Corporation[NMFC] (州が設立・運営)              | なし。ただし負債軽減の補助金がある。また、NMFC の債務は州が保証。    |
| プリンス・エドワード・アイランド | 債務残高の固定資産表総額に対する割合が、(イ)シャーロットタウン市とサマーサイド市では 5% 以内 (ロ)その他では 10% 以内であること。            | 左欄の制限を超えるときのみ必要 | 州   | 量的制限については前記の通り。住民投票については右欄の通り。 | シャーロットタウン市、サマーサイド市は不要、他の自治体は必要。     | なし  | なし                                     |
| ノヴァ・スコシア         | 公債費が自主財源の 30% 以内であること。   | 必要              | 州自治省 (その許可を承けて、NSMFC が融資する)                                 | 量的制限についてはないが、住民投票については右欄の通り。   | 村 (village) のみ必要。                   | Nova Scotia Municipal Finance Corporation [NSMFC] (州が設立。すべての地方自治体債を引き受ける) | 公式にはなし。ただし、道義的責任はある。また、NSMFC の債務は州が保証。 |
| ニュー・ブランズウィック     | ( 1 ) 年間借入れが固定資産評価総額の 2% 以内。<br>( 2 ) 債務残高が固定資産評価総額の 6% 以内<br>( 3 ) 公債費が歳出の 20% 以内 | 必要              | 州自治省の管轄下にある Municipal Capital Borrowing Board [MCBB] が許可・指導 | セント・ジョンズ市だけは、許可なしで起債できる。       | 不要だが、投票で 60% 以上が賛成すれば ( 1 ) を超す起債可能 | New Brunswick Municipal Finance Corporation[NBMFC] (MCBB が許可した事業の完成時に融資)  | 債務保証あり。また、NBMFC の債務は州が保証。              |
| ケベック             | 量的な起債制限は   | 必要              | 州自治省  | 償還期限は、モ                        | 一定数以上                               | なし  | なし                                     |

| 州             | 量的制限  | 個別許可                      | 許可の主体                                  | 自治体間の差別的取扱い                                  | 住民投票                        | 自治体金融公庫（MFC）   | 州による債務保証                               |
|---------------|---|---------------------------|--|--|-----------------------------|--|--|
|               | 明記されていない。<br>償還期限は 20 年以内であること。   |                           |  | ントリオール市 50 年以内、ケベック市 30 年以内。                 | 上の要求があれば実施（左の 2 市はなし）。      |  |  |
| オンタリオ         | 公債費が自主財源の 25%以内であること。<br>[州自治省が各自治体の起債限度を決定する]                                | 左欄の制限を超えるときのみ必要           | Ontario Municipal Board [OMB]          | 起債するのは大都市及び地域政府のみ（下位自治体は直接起債できない）            | 基本的にはなし                     | Ontario Strategic Infrastructure Financing Authority [OSIFA]         | なし                                     |
| マニトバ          | (1) 債務残高が固定資産評価総額の 7%以内<br>(2) 公債費が経常収入の 20%以内<br>[絶対的な基準ではなく、許可の際の一般的目安]     | 必要                        | Municipal Board [州の政府間関係省が、資料提供等で協力する] | ウィニペグ市は、州大蔵省に許可を申請する（同市には起債の基準がない）           | 自治体の政策による                   | なし<br>(最大の借入先は州。他には、公募、信用組合、自治体の基金)                                  | なし                                     |
| サスカチュワン       | 州が定めた数値による起債制限はない。  | 基本的には必要                   | Saskatchewan Municipal Board [SMB]     | 人口 3 万人以上の市では、SMB の定めた金額以内であれば、個別許可が不要       | 基本的にはなし                     | Municipal Finance Corporation of Saskatchewan [SMB 許可額の 50 ~ 100%融資] | なし                                     |
| アルバータ         | (1) 公債費が歳入（建設事業補助金を除く）の 25%以内<br>(2) 債務残高が歳入（同上）の 1.5 倍以内<br>[(1)・(2) 両方を満たす] | 左欄制限を超える場合のみ必要            | 州自治省                                   | エドモントン市とカルガリー市は、量的制限の(1)が 35%以内、(2)が 2.0 倍以内 | 人口の 10% 以上の署名を有権者から集めた場合に実施 | Alberta Municipal Financing Corporation [AMFC] (州と自治体が出資)            | 破産状態になれば州が支払い、財政を管理する。また AMFC 債務は州が保証。 |
| ブリティッシュ・コロンビア | 債務残高が固定資産評価総額の 20%以内であること。  | 個別許可が必要だが、左欄の範囲であれば認められる。 | 州自治省                                   | なし   | 有権者の 5%の署名を集めた場合に実施         | Municipal Finance Authority of British Columbia [MFABC] (自治体が出資)     | なし(参加自治体が相互に債務保証する[基金を設置])             |
| ノースウェスト(準州)   | 債務残高の固定資産評価総額に対する割合が、<br>(イ)市・町 20%以内<br>(ロ)村 10%以内<br>であること。                 | 必要                        | 州自治省                                   | 量的制限に関するし・町と村との違い<br>[(イ)・(ロ)に示した通り]         | 原則として実施                     | なし(借入先は、連邦・州・準州もしくは銀行)   | なし                                     |
| ユーコン(準州)      | 債務残高が固定資産評価総額の 3%以内であること。   | 左欄の制限を超える場合のみ必要。          | 州自治省                                   | なし   | 州自治省が許可判断に際して、実施を求める場合あり。   | なし(すべて準州政府から借り入れている)   | なし                                     |

出所) 池上(2000)に一部加筆。池上(2000)は Amborski(1999)により一部補っている。



### (3) 自治体金融公庫

自治体金融公庫は、独自に債券発行もしくは借入金により長期資金を調達し、その資金で地方自治体債を引き受ける。公庫の債務に対して州政府が債務保証を行うケースが多い。債券発行体を大規模化することによる経費節減と信用度の上昇によって資金調達コストが引下げられるので、地方政府は独自に民間市場で地方債を発行するよりも低い金利で資金を借り入れることができる。特に、単独では信用度の低い小規模団体が大きな利益を受けている。

現在、カナダでは7つの州（オンタリオ、ニューファンドランド、ノバ・スコシア、ニュー・ブランズウィック、サスカチュワン、アルバータ、ブリティッシュ・コロンビア）で自治体金融公庫（Municipal Finance Corporation）が設立されている<sup>44</sup>。

### (4) 州の事例

#### (i) オンタリオ州

##### (イ) 地方債における規制

オンタリオ州法では、地方政府は資本目的の地方債の発行だけが許可されており、借入の方法は固定利率に限定されている。なお、オンタリオ州では、州税等の免税を施した免税債は、発行されていない。

##### (ロ) 自治体金融公庫

オンタリオ州内の地方政府の共同発行を手がける機関として、Ontario Strategic Infrastructure Financing Authority（以下、OSIFA）が2004年度に設立された。OSIFAは、橋、上下水道、福祉、病院等の事業についての資金調達を行う。

OSIFAの目的は、共同発行を行うことにより、地方債の格付けを州債に近づけることである。この結果、地方債の格付けが上昇すれば、地方政府にとっては金利が抑えられるメリットがあるとともに、投資家にとっても投資を行いやすくなる。なお、トロントのような大規模な地方自治体は、OSIFAのような機関を通さずに、自由に債券を発行することができる。

OSIFAは、オンタリオ州より出資を受けてはいないが、州が長期債10億カナダ\$を購入し、これを積立金としている。

#### (ii) ブリティッシュ・コロンビア州

<sup>44</sup> 池上（2000）、および本調査でのオンタリオ州へのヒアリングによる。

ブリティッシュ・コロンビア州の自治体金融公庫 Municipal Finance Authority of British Columbia (以下、MFA-BC) について概説する<sup>45</sup>。

#### (イ)MFA-BC の設立の背景と役割

ブリティッシュ・コロンビア州の多くの地方自治体は、1960年代には単独では有利な条件での債券を発行できない、長期の銀行借入ができないことから、公共投資を行うことが困難になっていた。そのため、規模の経済性を発揮できるように州内で単一の組織を設立し、まとめて借入を行う必要に迫られていた。このような背景から、州内の地方政府や公益企業に対する貸付を行うために、MFA-BCは1970年の州法(Municipal Finance Authority Act)により設立された機関である(株式会社形態ではない)。

MFA-BCは、以下の地区・機関のために、集中的に借入を行う機関である。

- ・ 州内の地方政府
- ・ Regional Districts
- ・ Greater Vancouver Sewerage & Drainage District
- ・ Greater Vancouver Water District (Utilities)
- ・ Emergency Communications for Southwest British Columbia (E-Comm)
- ・ Greater Vancouver Transportation Authority (GVTA)
- ・ Regional Hospital Districts (RHD)

MFA-BCの機関の構成員(Member)は、州内のほぼすべての地方政府の職員であるが、唯一の例外がバンクーバー市である。

なお、ブリティッシュ・コロンビア州政府が運営に直接関与しているわけではなく、州知事や州議会に対し業務内容を報告したり、運営方針に関して承認を受ける必要はない。

#### (ロ)MFA-BCが運用するファンド

MFA-BCは、前述の対象に対し資本整備に関する貸付を行うために運用しているファンドは、以下のa~dの4種類である。

##### a Operating Fund

毎年の経常予算を満たすために設立されたファンドである。このファンドは、Pooled Investment FundとShort-term Debt Fundにおけるマネジメント料を受け取るとともに、

---

<sup>45</sup> MFA-BCの概説は、Municipal Finance Authority of British Columbia(2003)、及びホームページの記述によりとりまとめている。

前述の政府系機関の経常費用を支払っている。2003年12月末時点のこのファンドの資産は、352万カナダ\$。

b Debt Fund

Debt Fund は、MFA-BC がその範囲内で貸付を行うことができるとともに、前述の政府系機関の貸付契約における支払の受け皿となる。2003年12月末時点のこのファンドの資産は、44.8億カナダ\$。

c Debt Reserve Fund

Municipal Finance Authority Act において、MFA-BC が設立を義務付けたファンドである。地方政府が借入を行う場合には、常にこのファンドに拠出することになっている。この拠出額は、ローンの返済が終了するまで戻ってこない。この拠出額は、当初は借入元本の5%であったが、数年後には多すぎるのが分かり、現在では1%に下げている。2003年12月末時点のこのファンドの資産は、2.6億カナダ\$。

d Short-term Debt Fund

MFA-BC は、Short-term Debt Fund を通じて、前述の政府系機関に対し、Interim Financing Program と Leasing Program の2つのリヴォルヴィング・クレジットを提供する。2003年12月末時点のこのファンドの資産は、2.1億カナダ\$。

これに加え、MFA-BC は後述の Pooled Investment Program において、以下の3つのファンドを運用している。

- ・ Money Market Fund (一年未満の投資)
- ・ Intermediate Fund (一年以上三年未満の投資)
- ・ Bond Fund (3年以上の投資)

(八)MFA-BC の資金供給の方法

MFA-BC が州内の地方自治体や公益企業に対する資金供給の方法としては、以下の4つが用いられている。

a Pooled Investment Program

MFA が前述の政府系機関に対し短期の投資機会を与えることができるように、以下の3つのファンドから設立された。政府系機関は、以下から選択することができる。

- ・ Money Market Fund (一年未満の投資)
- ・ Intermediate Fund (一年以上三年未満の投資)
- ・ Bond Fund (3年以上の投資)

b Pooled Leasing Program

オフィス機器から車両まで一般にリースされるすべての資産をプライムレート以下でリースする。

c Interim Financing Program

以下の目的のために政府系機関に貸付を行う。

- ・ 資本整備のプロジェクトの一時的な貸付
- ・ 5年以下の短期的な資本借入
- ・ 収入を見込んでの借入
- ・ 当期の経常支出を満たすための一時的な貸付

d Long-term Financing Program

前述の政府系機関に対し低金利の長期の貸付を行う。なお、返済期間については、柔軟に設定されている。

(二)債務保証

Municipal Finance Authority Act において、MFA-BC は、前述の Debt Reserve Fund を通じて保証することになっている。MFA-BC の債務は、州内の地方政府が共同で負っており、州や連邦政府は負っていない。州内の地方政府等の政府系機関がデフォルトとなり、デット・リザーブ・ファンドより引き出されることとなった場合には、州全体での課税 (Province-wide tax levy) を行うことにより穴埋めを行うこととなっている。ちなみに、これまでは Debt Reserve Fund から引き出されたことはない。

(ホ)運営

MFA-BC の職員は 9 名しかいない。給与体系は、ブリティッシュ・コロンビア州の他の公務員と同様な体系である。職員の能力向上は、すべて OJT に依存している。

外部のコンサルタントを頻繁に活用して運営している。地方政府からの資金の調達は収税時期に集中して行われ、それ以外の時期は主に資金運用に集中している。資金運用は、外部の運用会社に委託している。

(ヘ)財務内容

MFA-BC では、Capital Financing と Pooled Investment は別勘定になっているが、2003 年の財務内容<sup>46</sup>は以下のとおりである。

---

<sup>46</sup> 貸借対照表については、2003 年 12 月末。

a Capital Financing

資産：48.6 億カナダ\$、負債：44.6 億カナダ\$、剰余金 4.0 億カナダ\$

収入：3.3 億カナダ\$、支出：2.6 億カナダ\$、営業利益 0.7 億カナダ\$

b Pooled Investment

資産：11.1 億カナダ\$、負債：201 万カナダ\$、純資産等：11.0 億カナダ\$

投資所得：3,313 万カナダ\$、投資のゲイン：131 万カナダ\$、分配された純利益：3,444 万カナダ\$

(ト)格付け・金利

MFA-BC は、初期段階は AA の格付けであったが、現在は S&P、ムーディーズより AAA の最高格付けを得ている。この原因としては、前述の Debt Reserve Fund から引き出された経験がないことが挙げられる。

MFA-BC の格付けは、ブリティッシュ・コロンビア州の格付け AA を上回っている。これにより、MFA-BC のブリティッシュ・コロンビア州発行債券の金利からのスプレッドは、確実に減少してきており、金利はほぼ同水準になってきている。

## 4 我が国への示唆

カナダは、連邦制で州の権限が非常に強く、国に起債制限はなく州が自由に州債を発行できる。その反面、各州は財政面での規律付けを行う法律の導入等のように、債務管理を徹底的に行っており、自律性の高い制度運営となっている。また、海外を含めた市場公募による資金調達が行われている。

市町村が発行する地方債において、信用力が十分ではない地方政府が存在し単独では市場公募が難しい場合には、自治体金融公庫を設立しその機関を通じ資金調達を行っている。

このような点がカナダの州債、地方債の制度及び現状の特徴であるが、次の点で我が国に対する示唆がある。

### (1) 州の自律的債務管理

カナダでは州には起債の権限があり、自由に債券を発行することができる。州の独自性が尊重されている一方で、国は州の債務に対する保証を行ってはいず、デフォルトの際も支援は行われない。こうしたリスクに対しては、市場メカニズムによる監視機能が

はたらくという考え方が主流であった。

しかし、90年代にかけて地方債務が増大する局面に対応して、州が自ら財政面での規律付けを行う必要に迫られ、多くの州で財政の規律付けに関する法律が導入されることになった。多くの州では、円滑に債務を返済できるように中期借入計画を作成し、自ら規律のある債務管理を徹底するようになってきている。上記が原因となって、伸び続けていた州債残高は、1990年代後半以降横這いになっている。我が国においても、三位一体の改革により地方政府に財政上の権限が委譲される場合には、州の自律的債務管理が求められるだろう。

## (2) 債務管理の専門機関の設立

カナダでは、オンタリオ州の OFA、OSIFA、ブリティッシュ・コロンビア州の MFA-BC のように、債務管理の専門機関が設立されていることが多い。これらの機関は、地方政府の一般の職員ではなく、金融に精通した専門職により運営されている。

返済の確実性を確保しつつ効率的に資金調達するには、金融における高い専門性が職員としても組織としても必要になると考えられ、我が国の地方自治体においても債務管理の専門家や、資金調達のための専門機関の設置の際の参考となる。

## (3) 自治体金融公庫の設立

小規模な地方政府を中心に、信用力が不足しているため、単独では金融機関や市場から資金調達できない市町村が存在する。このため、オンタリオ州の OSIFA、ブリティッシュ・コロンビア州の MFA-BC のように、州内の地方政府の債務管理を一括して実施する機関が設立されている州が多い。これにより、市場公募も可能になり、地方政府にとって金利面等で有利な資金調達が可能になっている。

我が国においても信用力の弱い地方政府の資金調達を一元的に実施する共同発行機関の設立が考えられる。

## VII 各国の地方債制度の動向と我が国への示唆

### 1 各国の地方債制度の動向

各国の地方債制度は、財政政策の考え方、中央 - 地方間の財政関係、政府間の事務配分状況などの各国の財政制度の枠組みにより異なるものの、中央政府の関与や市場メカニズム機能などの視点から分類すると、中央統制型、市場規律型、ルール型、協調型の4つの類型にわけることができる。本調査では IMF の先行研究等において、地方債の運用で市場メカニズムを機能させていると評価されている各国（米国、フランス、スウェーデン、カナダ）について詳細な調査を行い、我が国の地方債制度への示唆を得ることとした。

#### (1) 各国における市場メカニズムによる地方債管理の動向

今後民間資金の拡大を図る上では、我が国の地方債制度においても現状の中央統制型による制度から、市場メカニズムを機能させる要素を付加していくことが必要である。市場公募債が資金調達の大半を占める米国やカナダにおいては、流通市場を介した市場メカニズムによる財政規律を働かせようとする努力がはらわれている。また、銀行からの貸し出しが主流のフランスやスウェーデンにあっても、地方自治体の起債は自由に行われ、銀行や貸し手が市場ルールにのっとり自治体の財政マネジメントを審査するという姿勢が定着している。

#### (2) 市場メカニズムを補完するルール整備の動向

もちろん市場メカニズムのみで財政規律が機能するとは限らない面もある。カナダはもっぱら市場メカニズムのみで規律付けを行っていると考えられてきたが、同国では州政府の債務残高が90年代に増大した。これは自治体の財政運営が必ずしも迅速に市場のシグナルに対応しないことなどが原因と考えられており、市場メカニズムのみの規律付けにも限界があることが示唆されている。同国では90年代後半より財政均衡ルールを自主的に定めることにより自らの財政を規律するとともに、格付けを上昇させる州が増えつつある。

米国やフランス、スウェーデンにおいても、財政均衡ルールなどの予算編成上のルール（フランス、スウェーデン）、地方自治体の破産ルール（米国）などが確立されており、市場メカニズムを補完する形でのルールが設定されている。

図表 VII - 1 先進各国の地方債管理の変遷

|               |   |
|---------------|---|
| <p>日本</p>     | <p style="text-align: center;">1970年代 <span style="float: right;">現在</span></p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>■中央統制型の推移</p> <p>■一部統制の緩和</p> <p style="text-align: center;">■地方債計画・起債許可制度等による中央統制</p> <p style="text-align: right;">■2006～許可制から協議制へ<br/>⇒中央統制緩和の動き</p> </div> <p>・起債許可制度及び地方債計画により地方債発行は厳密な中央統制を受けてきた。90年代以降地方債残高は200兆円を超える規模で推移している。</p> <p>・平成18年度からは、地方分権の観点から起債許可制度から協議制に移行し、一部統制の緩和が図られる。</p>   |
| <p>米国</p>     | <p style="text-align: center;">1920年代 <span style="float: right;">1970年代 <span style="float: right;">現在</span></span></p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>■市場規律型の推移</p> <p>■市場規律を補完するルール整備</p> <p style="text-align: center;">■1920年代～自治体格付の開始<br/>■1930年代～連邦破産法に自治体債務調整が規定</p> <p style="text-align: right;">■市場公債債の拡大(投資家層の広がり)<br/>■1970年代～MSRBルール・GFOA情報開示ガイドライン設定<br/>(市場ルール+財政ルールの強化)</p> </div> <p>・自治体格付けは1920年代に、自治体破産法制度は1930年代にすでに確立されていた。</p> <p>・1970年代に入り市場公債債が拡大し、MSRBやGFOAなどの組織により市場メカニズムを補完するようなルール整備が相次いで行われた。</p>  |
| <p>フランス</p>   | <p style="text-align: center;">1920年代 <span style="float: right;">1980年代 <span style="float: right;">1990年代後半 <span style="float: right;">現在</span></span></span></p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>■中央統制から起債自由化へ</p> <p>■財政ルール</p> <p>■市場規律を補完するルールの強化</p> <p style="text-align: center;">■厳格な中央統制</p> <p style="text-align: right;">■起債の全面自由化<br/>■予算均衡ルール<br/>■投資目的に限定した起債<br/>■州会計検査院の設置</p> <p style="text-align: right;">■中央によるモニタリング</p> </div> <p>・従来厳格な中央統制下におかれていた地方債発行は、1983年の地方分権化に伴い全面的に自由化された。予算均衡ルールなどが課されている。アングレーム市の破綻を契機に、さらに州会計検査院の設置や中央によるモニタリングシステムなどの整備が進められた。</p> <p>・フランスの地方債務は総じて小さい規模で推移している。</p> |
| <p>スウェーデン</p> | <p style="text-align: center;">1970年代 <span style="float: right;">2000年 <span style="float: right;">現在</span></span></p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>■地方分権と自由な起債権限</p> <p>■ゆるやかな財政ルール</p> <p>■市場規律を補完するルールの強化</p> <p style="text-align: center;">■地方自治体の財政自主権・自由な起債権限<br/>■銀行等による厳格な貸出審査・格付けの普及</p> <p style="text-align: center;">■ゆるやかな財政ルール<br/>(投資目的の限定発行など、ただし罰則はなし)</p> <p style="text-align: right;">■財政均衡ルールの確立</p> </div> <p>・スウェーデンは従来より地方分権が確立し、自治体は自由に起債を行ってきた。地方債発行は投資目的に限定するなどの緩やかなルールはあるが罰則はなく、2000年には地方自治法において財政均衡ルールも定められたが、運用は緩やかなものとなっており市場が監視するという考え方が主流となっている。</p>                                   |
| <p>カナダ</p>    | <p style="text-align: center;">1970年代 <span style="float: right;">1990年代半ば <span style="float: right;">現在</span></span></p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>■地方分権と自由な起債権限</p> <p>■自主的な財政ルール</p> <p style="text-align: center;">■州政府の財政自律性・自由な起債権限<br/>(市場メカニズムに依拠)</p> <p style="text-align: right;">■自主的に財政均衡ルールを定める州の増加</p> </div> <p>・カナダでは従来より州は自由に起債を行ってきた。財政規律は市場メカニズムに委ねられており起債に関するルールを定める州も少なかった。</p> <p>・しかし、1990年代にかけて債務が増大したため、各州は90年代半ば以降、自主的に財政均衡ルールなどを定めるようになっていった。現在地方政府の収支は安定し、債務も減少傾向にある。</p>  |



## 2 諸外国の事例からの示唆

### (1) 地方分権のもとでの地方財政規律の源泉は市場メカニズムによる金利差の存在

債務について国の保証がない、あるいは限定的であるため、地方自治体間で地方債の金利差が発生している。この金利差の存在こそが、自治体や市場関係者の起債にあたっての事業や返済財源の綿密な検討、積極的な情報公開や自主的な財政均衡ルールの設定等による高い格付けや金融保証保険会社から保証を得るための努力、発行主体の全体の財政や債務の中長期にわたる厳密な管理等、地方自治体の財政運営の規律付けの源泉となっている。

例えば、米国では地方債に連邦政府や州政府の保証はない。インフラ・大規模公共施設整備の資金調達のために発行されるレベニュー債は、返済原資は調達資金が充当されるプロジェクト等に限定されるため、利率はプロジェクトの収益性に依存する。これによりプロジェクトの事業性を高めようとする努力が払われることになる。

### (2) 市場のさまざまなアクターによる返済可能性の厳密な調査が財政規律を生む

市場公募債については、発行に至る過程で発行に関わる市場のさまざまなプレーヤー（証券会社、格付け機関等）が債務の返済可能性について詳細な検討を行い、この過程でプロジェクトの収益性が厳密に検討される。このため、高い格付け、金融保証保険会社から保証を得て低い利率で発行するためには、目論見書のみならず各種財務情報等の情報公開が必須となる。

例えば、米国では、格付け機関のみならず、地方債に信用力を強化するために保証を付与する金融保証保険会社や、発行に関わる弁護士、コンサルタントも重要な役割を果たしており、多くのステークホルダーがそれぞれの立場から多面的に地方債制度を支えている。また、スウェーデンやフランスでは、地方自治体に融資を行っている銀行は、民間企業への融資以上に慎重に地方自治体の財政状況を審査し、金利等条件設定を行っている。

### (3) 市場メカニズムを支えるさまざまなルールの存在

フランス、スウェーデンでは、地方財政運営について、予算の均衡原則、債務の資本支出財源への限定等が法で定められており、この原則に基づいて財政運営が行われているため、自治体では基本的には慎重な債務管理が行われている。フランスでは、財政危機に陥った自治体への特別助成金制度があるものの、非常に少ない金額にとどまっております。地方の財政破綻に対する支援は限定的という国の姿勢が示されている。このため、自治体は新たな債務に対し慎重であり、金融機関の審査も厳密である。

米国、カナダにおいては、州法により自治体の地方債発行上限額規制が行われていることが多い。

また市場関係者（証券会社等）に関しても、米国においては、米証券取引委員会（SEC）の監督下にある地方債規則制定委員会（MSRB）が地方債発行・取引に関する規制を設けており、違反者にはペナルティが課される。この規制は取引を扱う証券会社等に適用されるが、これが間接的に自治体の公正で適切な行動を促す機能も果たしている。

#### （４）中期的な資本計画に基づく自律的な財政運営

発行主体である自治体側が、中期的な資本計画等による債券発行管理、積極的なＩＲ等に努めているケースも多くみられる。米国、カナダでは、更に自主的に財政均衡ルールを定めて信用力を高めるということも行われている。

また、専門性の高い財務担当者の配置も重要である。米国では、政府財務担当者協会による研修、全国的な財務担当者資格付与、目論見書作成ガイドラインの策定等も自治体の財務管理の質を高めるのに寄与している。カナダでは、州政府に債務管理の専門機関を設置し、金融に精通した専門家により運営している。

#### （５）破産法による債務処理のルール化

米国においては、地方政府が債務不履行に陥った場合、連邦破産法第 9 章の適用により業務を継続しつつ、債務免除と支払繰延による再建型の債務整理を行うことができる。財政破綻した場合に、あらかじめ定められた透明なプロセスで債務整理が行われ、債権者に相応の責任を負わせるルールが存在することから、貸し手をはじめとする関係者のモラル・ハザードを防いでいるといえる。なお、地方政府への連邦破産法の適用は州によって異なっており、州法による債務整理が行われる州や連邦破産法申請が禁止されている州もある。

#### （６）小規模自治体への対応

資金調達額が小さく、高度な金融知識・技術をもたない小規模自治体が資金を調達する機関として、州地方債銀行による共同発行（米国）、地方自治体が共同で出資する地方金融公社による共同借入れ（スウェーデン）が行われている。また、カナダでは、州政府により設立された自治体金融公庫が州内の地方自治体及び公益企業に対する貸付を行っており、効率的に有利な資金調達を行っている。

なお、フランスでは、地方分権化とほぼ同時期に、政府系金融機関による地方政府向け低利融資の廃止、自治体向け政府系金融機関の民営化が行われたため、民営化された金融機関をはじめとする民間金融機関が新たな多様な金融商品を提供しており、小規模自治体にも貸付けを行っている。

## 参考文献

- Amborski, David P (1999) "Review of the Regulatory Environment of Municipal Capital Borrowing", in Intergovernmental Committee on Urban and Regional Research, Toronto
- Bank of Canada, "Banking and Financial Statistics"
- Bank of Canada (1996), "Financing activities of provincial governments and their enterprises", in Bank of Canada Review Spring
- City of Stockholm (2003) "Annual Report"
- Council of Europe (2002) "Recovery of Local and Regional Authorities in Financial Difficulties"
- Dafflon, Bernard (2002) "Local Public Finance in Europe Balancing Budget and Controlling Debt"
- DGCL, (2004) "Les Collectivites locale en chiffres"
- Government of Ontario (2004) "Ontario Budget"
- Hoorens D, Peretti M-P (2001) "Les collectivites locales et l'emprunt 2e edition"
- Joumard, Isabelle (2002) "Fiscal Relation across Governmental Levels Experience in OECD Countries"
- Municipal Finance Authority of British Columbia (2003) Annual Report
- OECD (2000) Economic Survey CANADA
- Rattso, Jorn (2002) "Fiscal Controls in Europe: a summary"
- Ter-Minassian, Teresa (1997) "Control of Subnational Government Borrowing", in Ter-Minassian, Teresa(ed), Fiscal Federalism in Theory and Practice, IMF, Washington
- 池上岳彦 (2000)「カナダの州債と地方債 - 分権的システムの実態と日本への示唆 - 」『地方財務 2000 年 8 月号』ぎょうせい
- 稲生信男 (2003)「米国の地方債と格付」『自治体改革と地方債制度』学陽書房
- 青木宗明 (1990)「フランスにおける地方債の自由化」『広域行政と府県 (地方自治叢書)』敬文堂
- 青木宗明 (1996)「フランスの地方債 - 自由化と金融商品化 - 」『自治総研 1996 年 3 月号』(財)地方自治総合研究所
- 財務省財務総合研究所 (2002)「フランスの地方税財政制度」『主要国の地方税財政制度』
- 自治体国際化協会 (2002)『フランスの地方自治』