

**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										( )	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無許可される。
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。

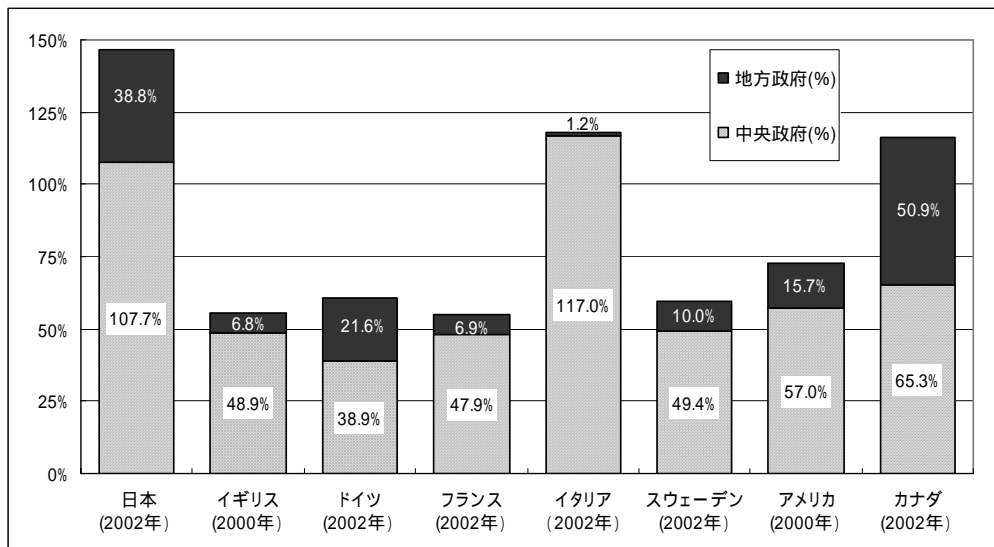
### 1 主要国の地方財政の状況

#### (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



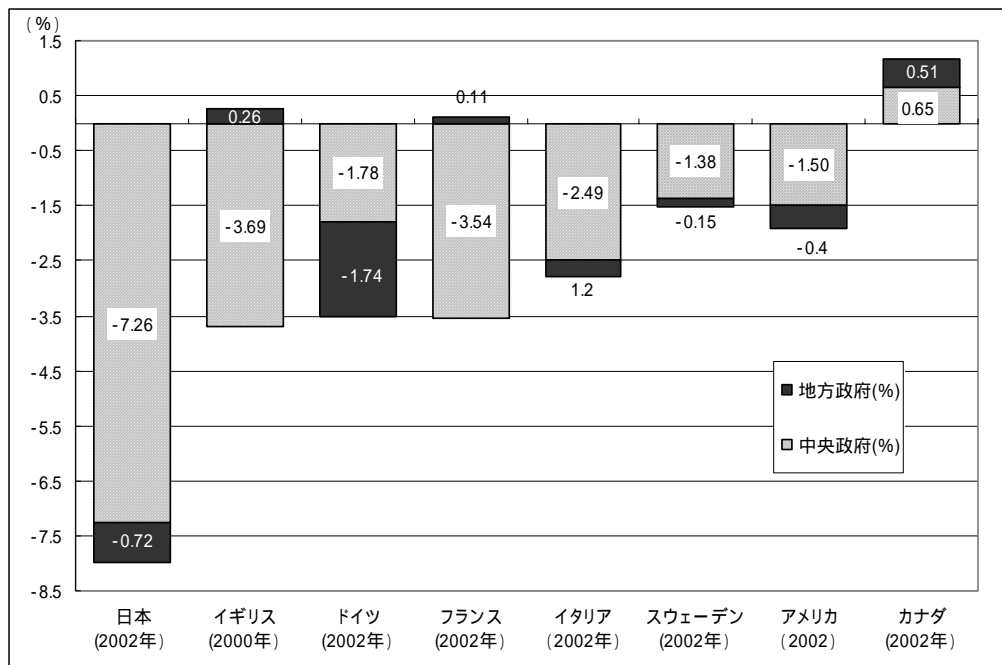
出所) 財務省「わが国の財政事情について」(日本)、Sachverständigenrat ホームページ(ドイツ)、DGCL “Les Collectivites locales en chiffres”(フランス)、US Census Bureau “Statistical Abstract of the United States”(アメリカ)、SCB “Statistics Sweden”(スウェーデン)、他は IMF “Government Finance Statistics”より野村総合研究所作成

( 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 ・(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。 ・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。 ・(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。 ・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。

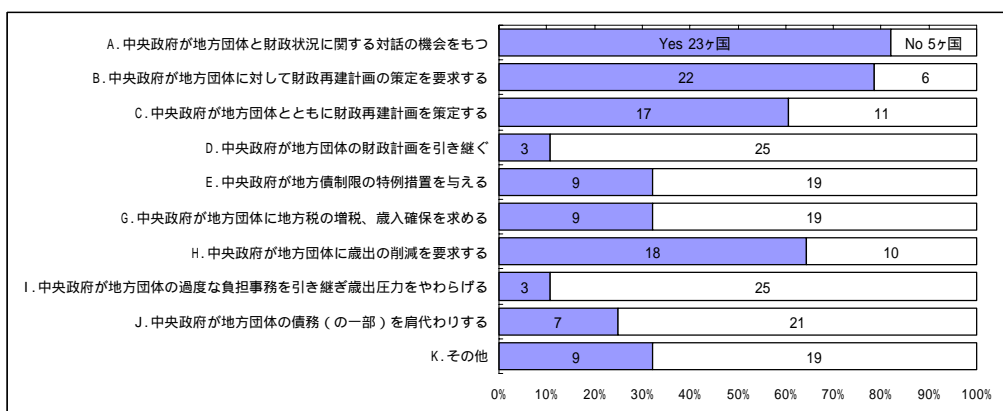
(1) 地方政府に対する救済策の状況

(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

地方債の管理をもっぱ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).

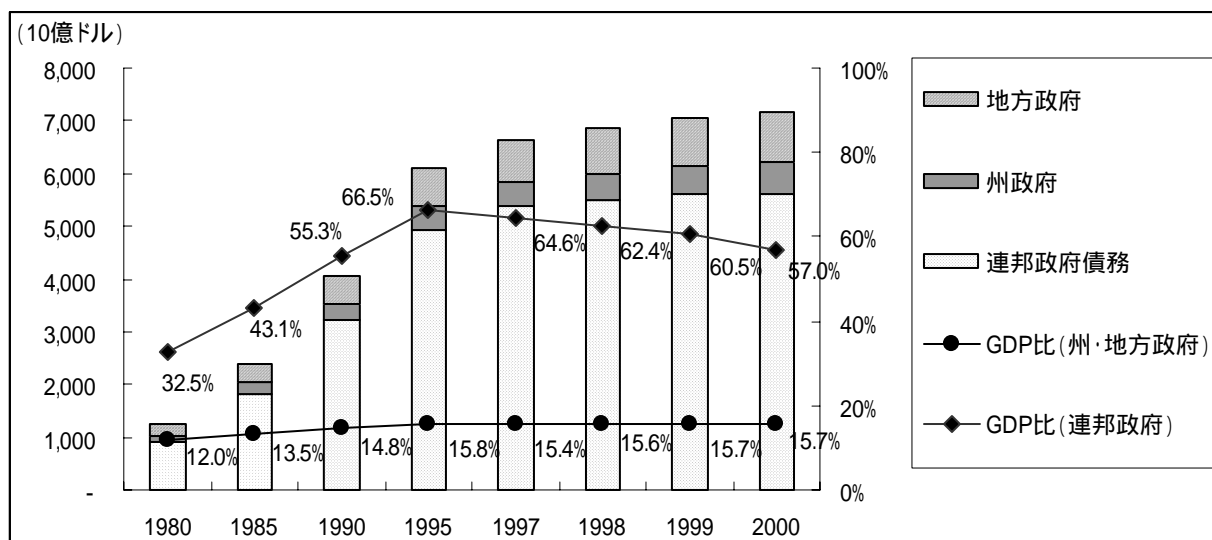
### III 米国の地方債制度

#### 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。

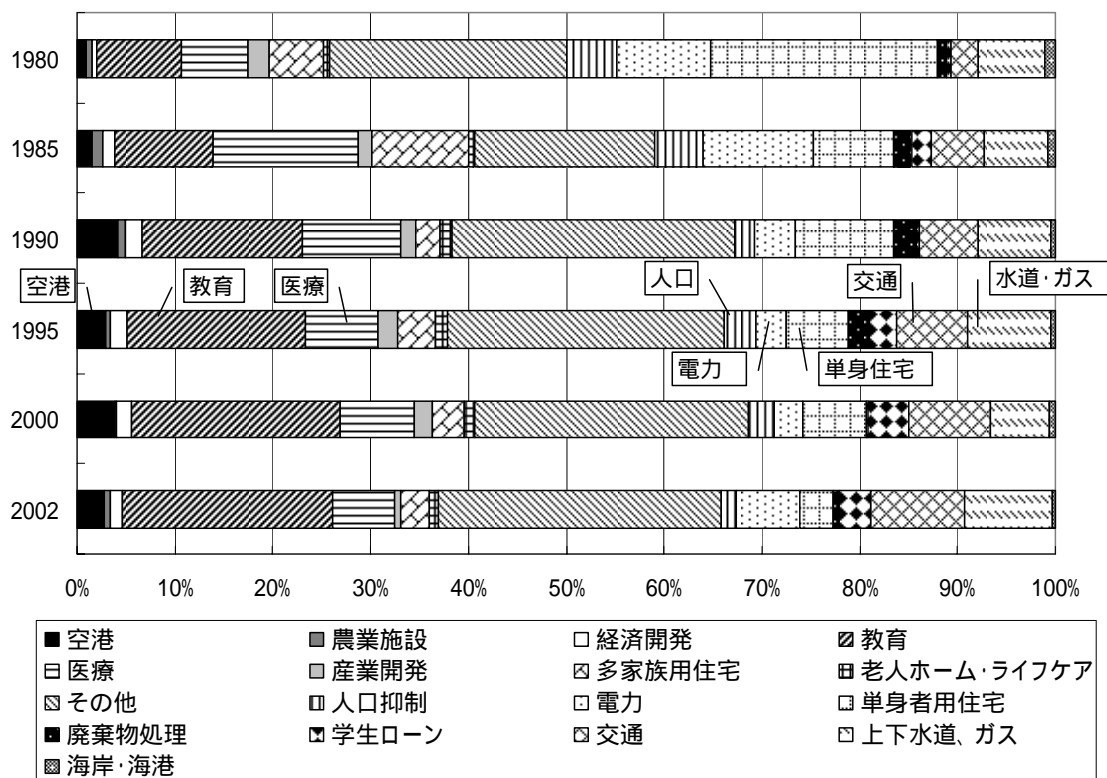
図表 III - 1 米国の連邦・州・地方政府の債務残高、GDP 比の推移



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

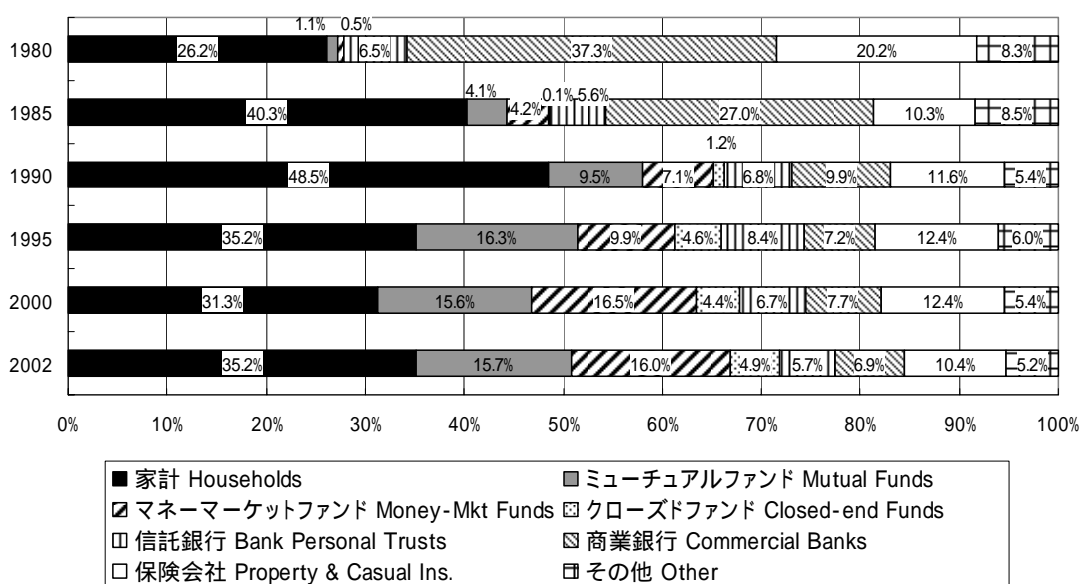
地方債は店頭取引市場により取引される。最近の四半期ごとの1日平均取引量の推移をみると、1999年前半は80億ドル程度であったが、その後堅調に増加し、2002年第4四半期には119億ドルとなった。

2000年末時点での米国債券市場の構成は、モーゲージ担保証券が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%、資産担保証券が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見ると、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。

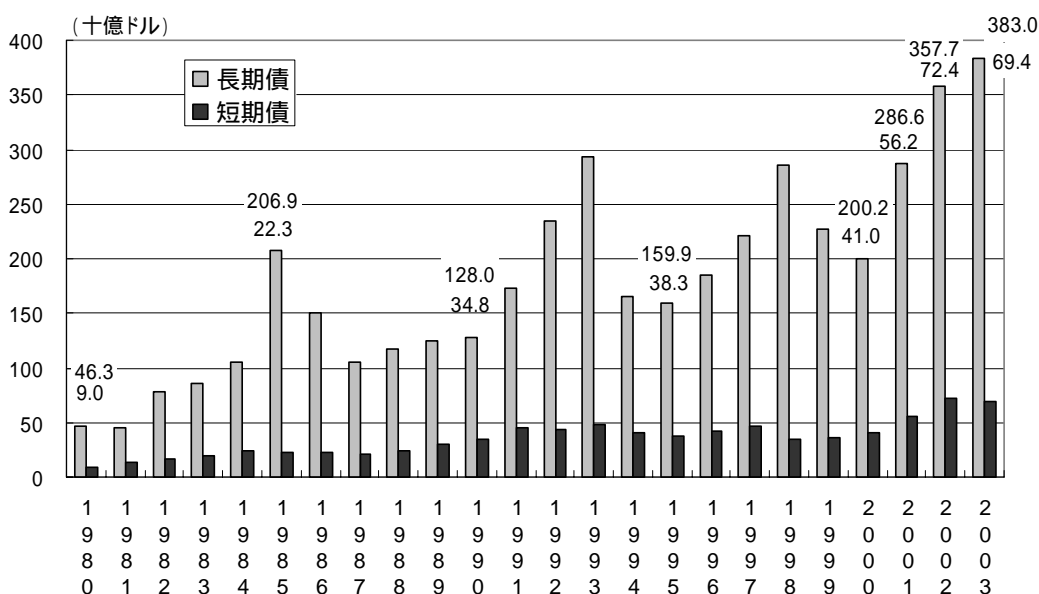
2003 年の短期債の発行額は 694 億ドルであり、同年の長期債の発行額と比べてかなり小さい額にとどまっている。

(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。

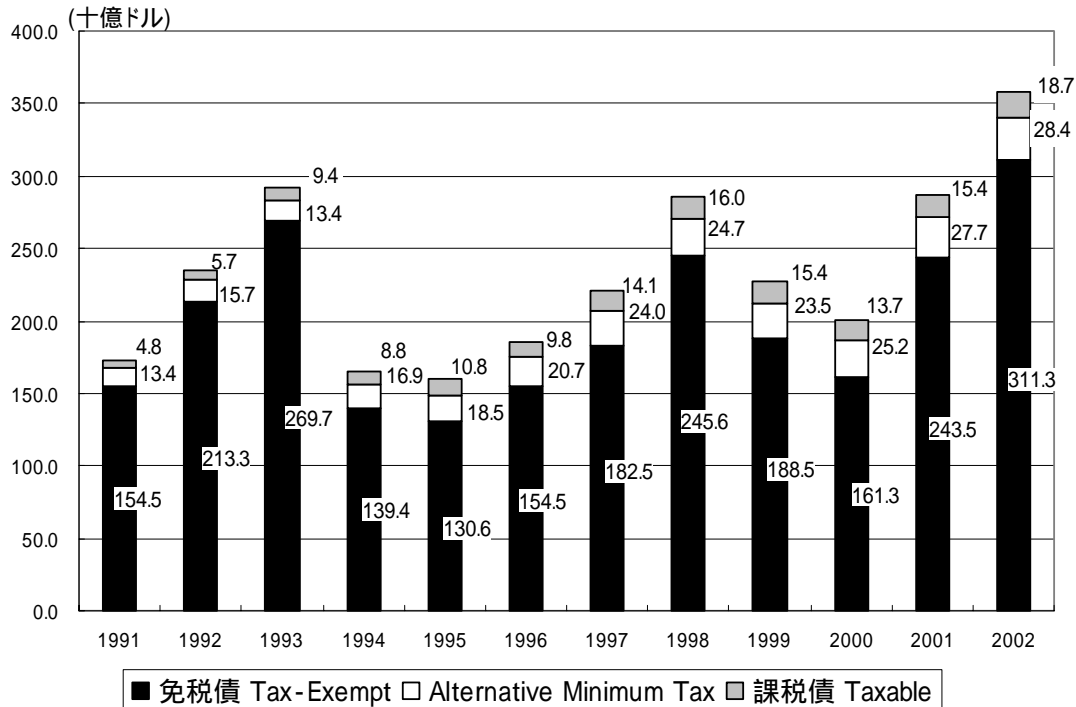
地方政府が特定のプロジェクトで免税債が発行できるか否かについては、直接財務省や IRS に質問を持ちかけるよりも、多くの場合、法律事務所に依頼し、債券発行目的や返済方法を分析し免税要件を満たすかどうかについて調査を行っている。実際に、債券発行時に作成される目論見書にも、弁護士により免税債の適格性についてのコメントが記入されることが必要とされている。

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。

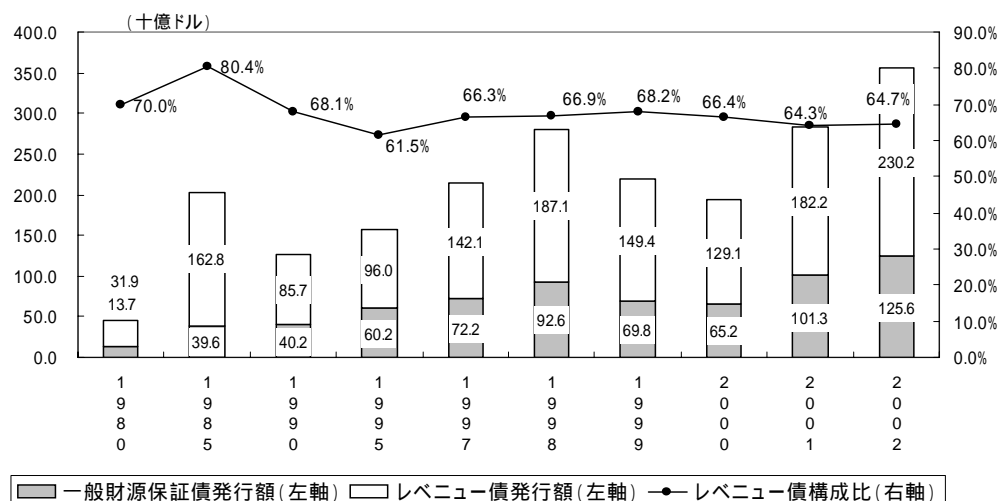
( ii ) レベニュー債 ( Revenue Bonds )

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。

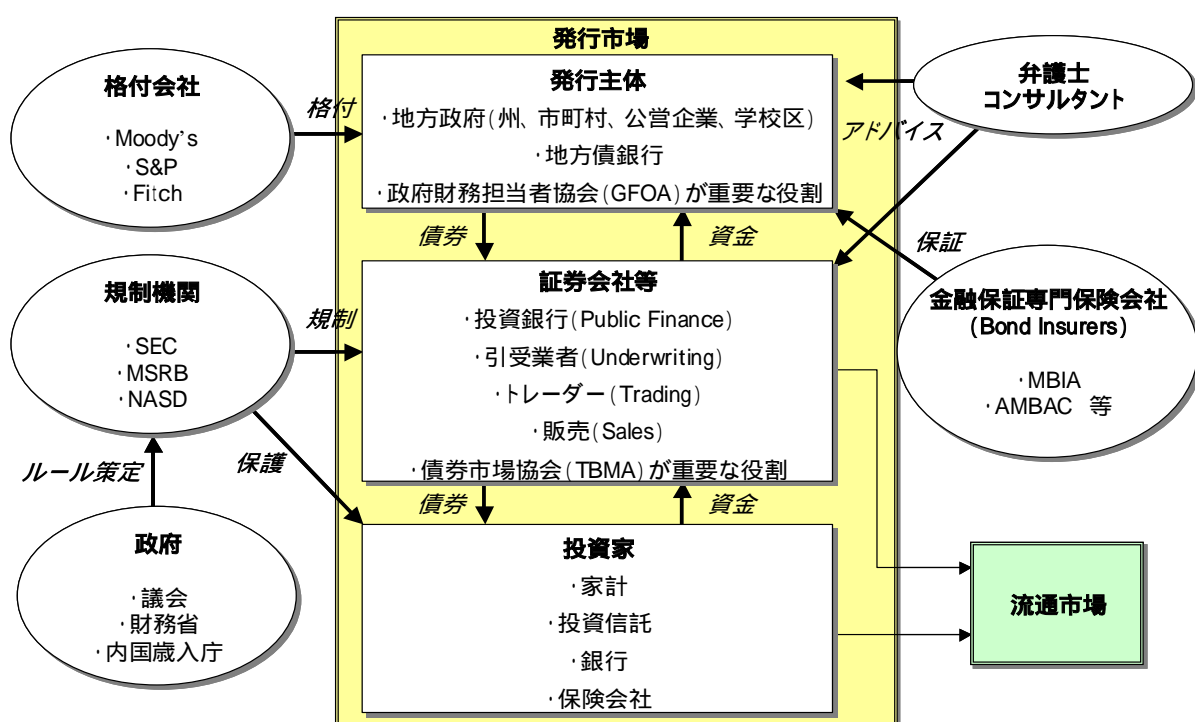
地方債の発行に当たっては、証券会社が引受や売出等を務める。発行の際、発行主体側や証券会社側に、地方債発行の際の免税条件等の法的チェックや、有利な金利設定のための地方債の構造の設計等に弁護士やコンサルタントが関わる。

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。

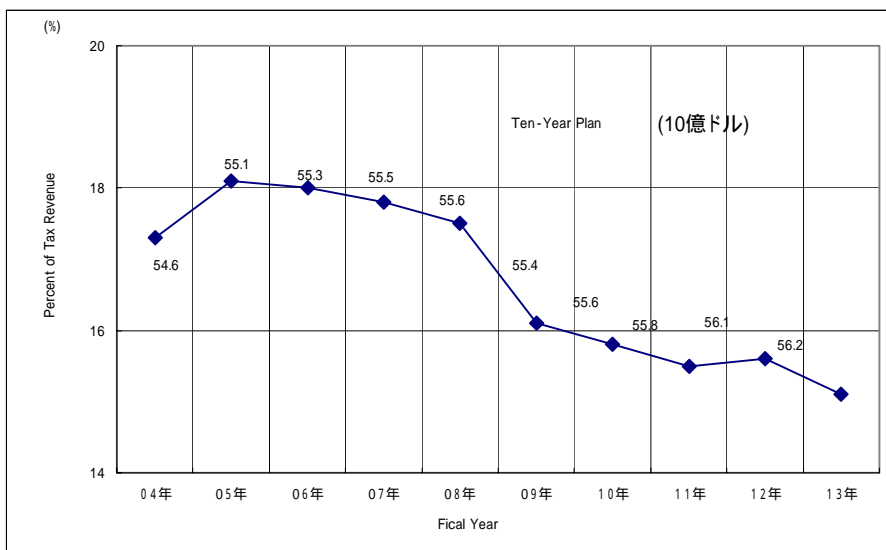
資本計画の策定においては、債務を制限しようとする考え方と、資本投資を積極的に行う考え方は常にせめぎ合っており、両者のバランスをいかにとるかが重要となっ

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。

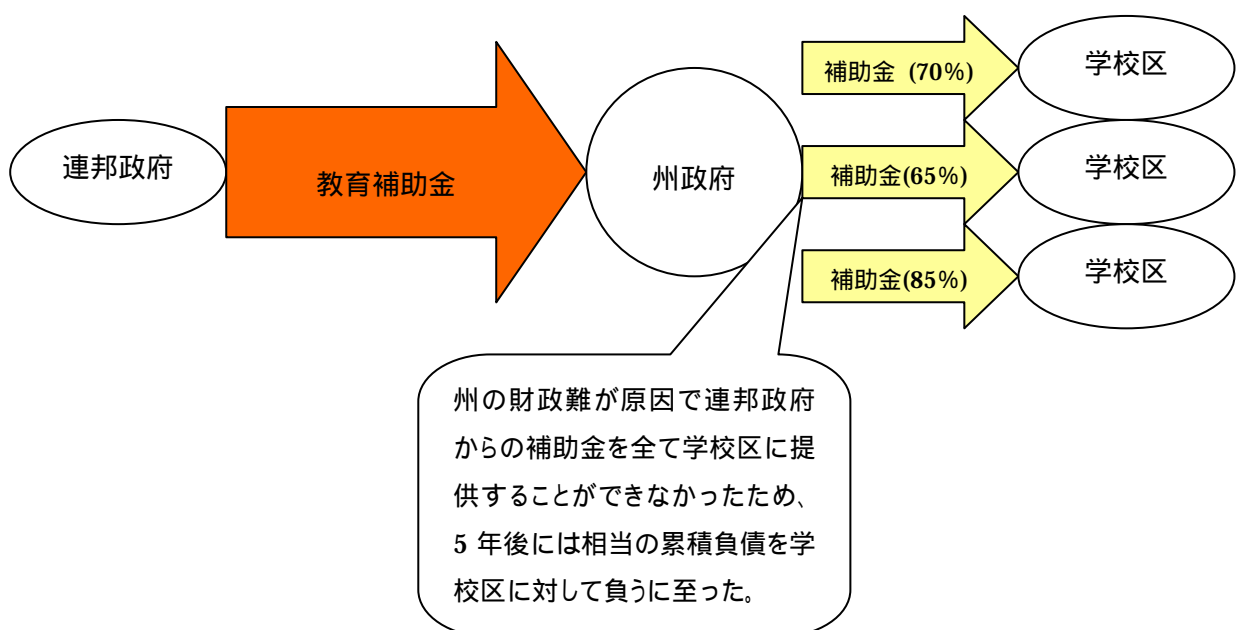
事例 2 :

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

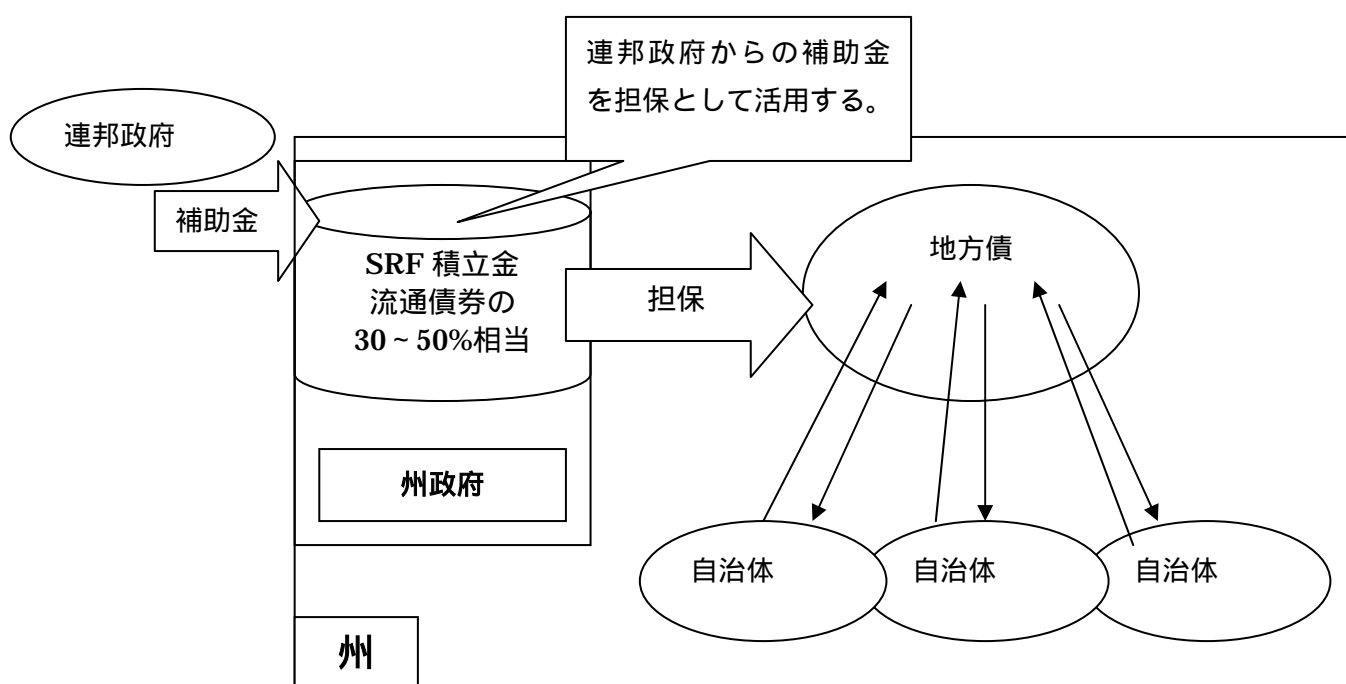
( iii ) 州の共同発行基金 ( State Revolving Fund ( SRF ))

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ィングを主に行っている。

<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 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 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)」「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 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たしている財務諸表、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。

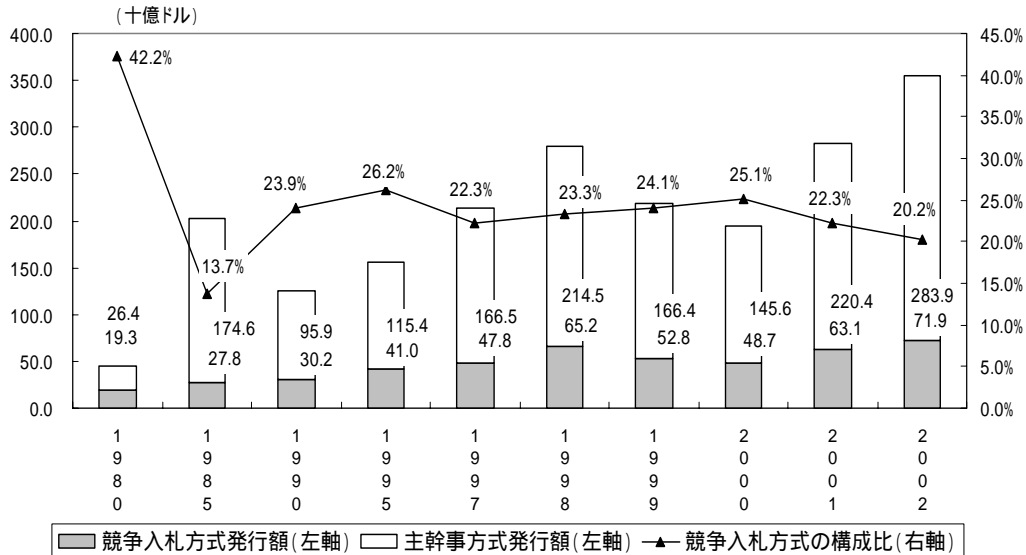
地方債を発行する場合の条件決定方式としては、競争入札方式と主幹事方式とがある。1989年から1999年までのトータルの起債件数でみた場合では(私募債を除く)、競争入札方式が多いが、金額ベースでみると主幹事方式の割合が高い。すなわち、起債額が大きいレベニュー債においては、主幹事方式によるケースが多いといえる。

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。

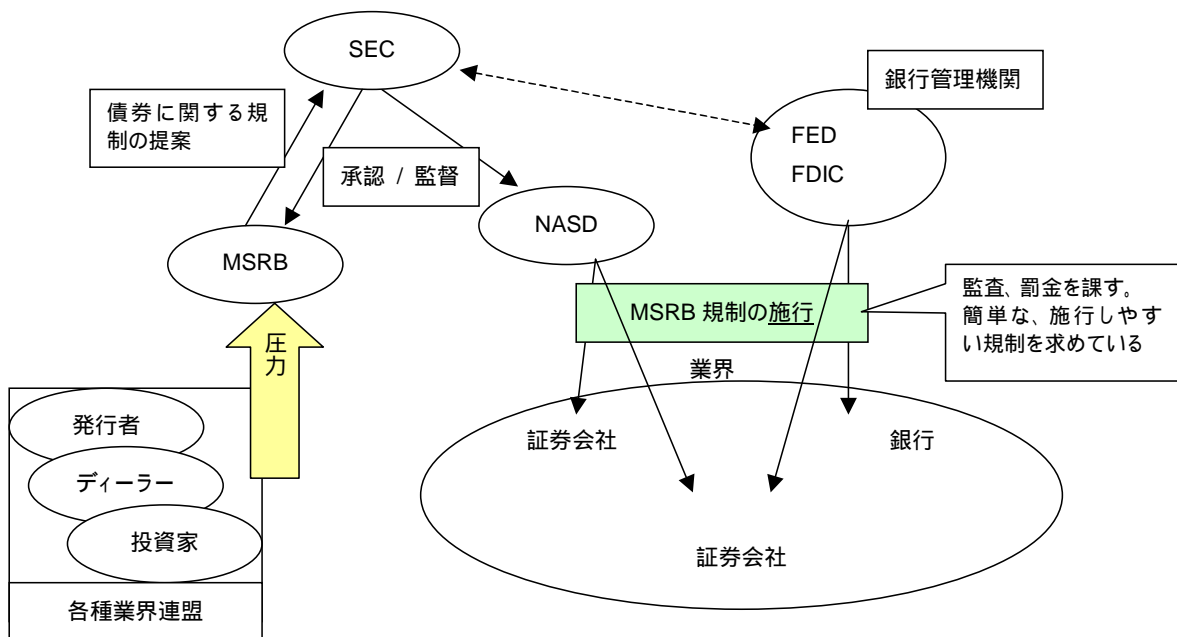
図表 III - 20 SEC、MSRB、NASD、銀行・証券会社の関係図

SEC 規制制定を積極支持	↔	銀行、証券会社 規制制定に対して消極姿勢
NASD 単純なルールを求める • コスト削減 • 専門知識が不要	↔	MSRB 単純なルールを避けたい • 債券市場は多種多様 • 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 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 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 州法代替型	・州法で連邦破産法に相当する制度を規定 ・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 破産禁止型	・自治体の債務整理を防止する厳重な規制 ・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 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す、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。