

スウェーデン地方債市場から得られるわが国への示唆 —効率的な運営に努めるスウェーデン地方金融公社—

三宅 裕樹、林 宏美

■ 要 約 ■

1. 地方分権的な財政システムを有する国の一つであるスウェーデンでは、地方自治体に対して比較的幅広い起債自主権が保障されており、地方自治体は、自らの権限と責任のもとに、原則的に自由な起債を行うことが可能である。
2. スウェーデン地方債市場の内訳を見ると、証券形式での発行が 2007 年 9 月末に 18.7%を占めるまでに拡大してきたものの、依然として地方債の主流をなすのは、77.8%を占める国内金融機関からの借入れを中心とした証書形式での発行である。
3. このうち、スウェーデン大手 4 銀行などを抑えて、25.5%のシェアを占めるのがスウェーデン地方金融公社（コムンインベスト）である。融資を希望する地方自治体が実質的に保有するコムンインベストは、自らの信用力に基づく債券発行により調達した資金を用いて、加盟地方自治体や地方公営企業に対する融資を行っており、地方自治体の「資金調達窓口機関」としての役割を担っている。
4. コムンインベストの拡大を可能としてきた要因の一つには、地方自治体と投資家の双方から効率的な運営を求められる制度的環境の存在が指摘できる。コムンインベストへの加入が地方自治体の自発的な判断に基づく中で、制度上の優遇措置がない公社が民間金融機関とほぼ同等の条件で融資競争を有利に展開していくためにも、地方自治体からの評価を維持することが必要になる。また、コムンインベストの発行債券が円滑に消化されるためにも、融資先でもある加盟地方自治体の財務状況の健全性に注意を払うとともに、信用リスクの低さなどについて、積極的に情報を開示している。
5. わが国でも、2008 年 10 月にコムンインベストと共通点が少なくない地方公営企業等金融機構が創設される予定である。上記のように効率的な運営と規模の拡充を図るコムンインベストの体制は、同機構の機能を検討する上でも、一定の示唆があると考えられる。

I はじめに

わが国では、2007年に地方分権改革推進法が施行されるなど、1990年代以降の地方分権改革が新たな段階へと進みつつある。地方債の分野もその例外ではなく、公的資金から民間資金へという流れの中で、地方債発行制度の事前協議制度への移行や、個別発行市場公募債の発行条件交渉の個別化など、近年では起債における地方自治体の自主権を拡大する方向で、地方債制度・市場の改革が徐々に実施に移されている。今後、いっそう進展することが予想される地方債市場の改革においては、各地方自治体が、自律的な判断に基づいて、効率的に市場から資金を調達することができるよう、その環境整備を進めていくことが必要になると考えられる。

本レポートでは、地方分権的な財政システムを有する先進国の一つであるスウェーデンの地方債市場に焦点を当てている。スウェーデンにおいては、各地方自治体が、自らの権限と責任のもとに、原則的に自由に起債を行うことが可能であり、金融機関からの借り入れや債券発行を通じた市場からの資金調達を行っている。同国では、会員である地方自治体が有利な条件で資金調達できることを目指しているスウェーデン地方金融公社（Kommuninvest I Sverige AB、コムンインベスト）が、近年その役割を拡大している。

わが国においても、2008年10月に公営企業金融公庫が廃止され、新たに地方公営企業等金融機構が創設される。同機構の今後のあるべき姿を検討する上でも、スウェーデンの地方債市場での実情を捉えることは意義があると考えられる。

II スウェーデンの地方債制度・市場

1. 地方債の発行制度

スウェーデンの政治・財政制度は、基礎的自治体（わが国の市町村に相当）であるコムニオン（Kommuner）、広域自治体（都道府県に相当）であるランスティング（Landsting）、および中央政府の三層構造となっている。地方自治体の権限は、地方自治法を根拠として基本的に定められている。

地方自治体の起債自主権は比較的幅広く認められており、地方債の発行に際して中央政府からの事前の許可や同意を得る必要はない。2000年には、地方財政の予算原則として新たに均衡予算原則が地方自治法に盛り込まれ、収支が赤字となる予算を策定しないこと、万が一決算段階で財政収支が赤字となった場合には、三年以内にこれを解消することが求められるようになったものの¹、これを遵守しなかった場合の罰則規定は定められていない。

¹ スウェーデン財務省（The Ministry of Finance）・コムンインベスト・スウェーデン地方自治体協会（Swedish Association of Local Authorities and Regions）、「スウェーデンの地方自治体の信用度（“The Creditworthiness of Swedish local governments”）」参照。

また、具体的な起債方法についても、金融機関などから借り入れる方式（証書形式）と、有価証券の発行により資本市場を通じて投資家から資金を調達する方式（証券形式）のいずれを選択することも可能であり、その判断は各地方自治体に委ねられている。

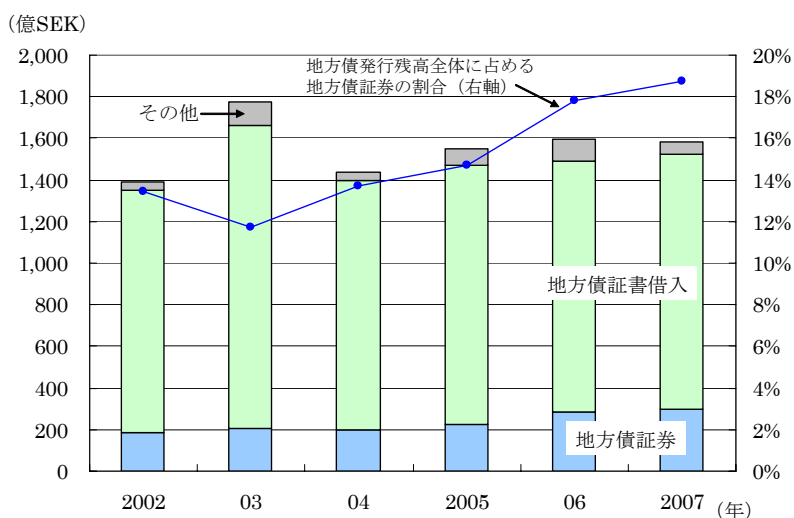
2. スウェーデンの地方債市場

2007年9月末現在、スウェーデンの地方債発行残高は1,581.5億SEK（2.8兆円）²にのぼる³（図表1）。2006年におけるスウェーデンの全地方自治体の財政規模が、6,796.4億SEK（11.7兆円）の歳入、6,683.3億SEK（11.5兆円）の歳出であったことと比すると⁴、現在の地方債の発行残高は歳出入の約4分の1に相当する。

最近の推移をみると、2000年から2002年にかけての景気低迷の影響を受けて、地方債発行残高は2003年に一時的に約400億SEK（0.5兆円）増えて1,775.9億SEK（2.6兆円）となったが、翌2004年には2002年とほぼ同じ水準に戻り、以降2006年にかけてゆるやかな増加傾向を示している。

発行形式別の内訳をみると、証券形式での発行残高が2007年9月末時点で296.4億SEK（0.5兆円）にのぼっている。コミューン、ランスティングのいずれも、証券形式での起債を行っているが、証券形式の16.0%を占める海外発行分は、全てコミューンが発行した有価証券である（図表2）。証券形式が地方債発行残高に占める割合は、2003年の11.7%から2007年9月には18.7%となるなど、近年上昇傾向にある。

図表1 スウェーデンの地方債発行残高の推移



(注) 2007年は9月末時点の値。

(出所) スウェーデン統計局 (Statistics Sweden) 資料より、野村資本市場研究所作成

² スウェーデンの通貨単位はスウェーデン・クローネ (SEK)。2007年9月末時点の為替レートは1SEK=17.745円。以下の換算は、その時点ないし年末時点での為替レートに従って行う。

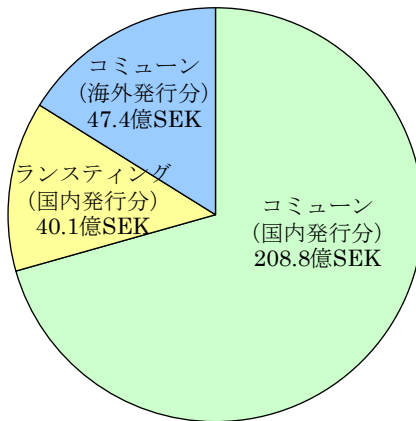
³ ここでの「地方債」には、償還年限が1年未満の短期債も含んでいる。以下の記述も、これに倣う。

⁴ スウェーデン地方自治体協会提供資料。

とはいえ、地方債発行残高の主流をなすのは、依然として全体の 77.8%を占める証書形式の借入（1,229.7 億 SEK（2.1 兆円））である。地方自治体は、自らが出資している地方公営企業や、海外の金融機関などからも借入れを行っているものの、借入先の中心は国内の金融機関である（図表 3）。その融資残高は 870.9 億 SEK（1.5 兆円）にのぼり、証書借入残高の 70.8%を占めている。

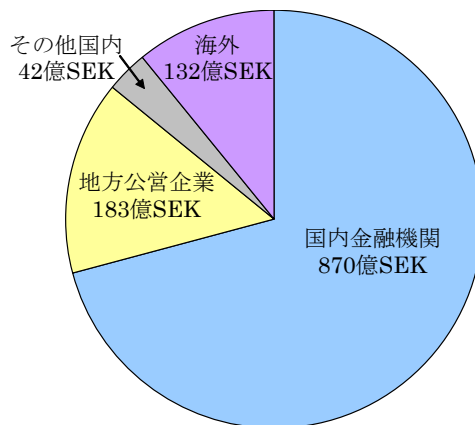
もっとも、国内金融機関の内訳をみると、中小の商業銀行や貯蓄銀行なども地方自治体向け融資をある程度行っており、ノルデア、ハンデルスバンケン、SEB、スウェドバンクというスウェーデンの大手 4 銀行のシェアは必ずしも大きくない。例えば、スウェーデン国内第 1 位の商業銀行であるノルデアの地方自治体向け融資残高は 42.0 億 SEK（726 億円）で、地方債証書借入の残高に占めるシェアは 4.8%にすぎない（2006 年末時点）。大手 4 銀行のうち最もシェアの高い SEB でも 9.1%にとどまる。

図表 2 地方債証券の内訳



(注) 2007 年 9 月末時点。
 (出所) スウェーデン統計局資料より、野村資本市場研究所作成

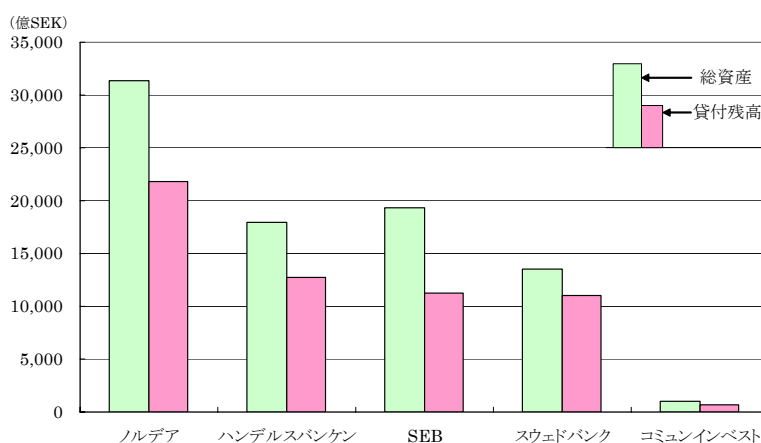
図表 3 地方債証書借入の借入先別内訳



(注) 2007 年 9 月末時点。
 (出所) スウェーデン統計局資料より、野村資本市場研究所作成

地方自治体向け融資市場で、国内大手4銀行よりも大きな市場シェアを確保しているのが、次章で採り上げるスウェーデン地方金融公社（コミュニンベスト）である。コミュニンベストは、総資産ベースで見るとノルデアの約3%の規模にとどまる金融機関であるが、地方自治体向けの融資残高は307.3億SEK（0.6兆円）となるなど、抜きん出ている（図表4、5）。コミュニンベストが地方債証券借入の残高に占める割合は2002年の20.8%から、2006年には25.5%に上昇するなど、近年もシェアを拡大する傾向が続いている。

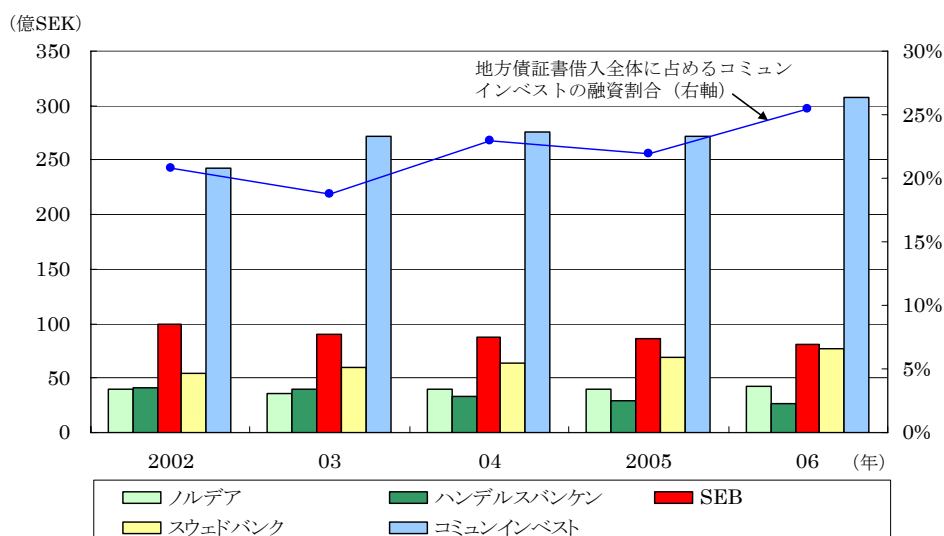
図表4 スウェーデン大手4銀行とコミュニンベストの規模（2006年末時点）



(注) 民間銀行はグループ全体の数値。ノルデアについては1ユーロ＝9.05SEK（2006年末時点レート）で換算。

(出所) 各社年次報告書より、野村資本市場研究所作成

図表5 大手4銀行とコミュニンベストの地方自治体向け融資残高の推移



(出所) スウェーデン統計局資料、コミュニンベスト年次報告書より、野村資本市場研究所作成

III スウェーデン地方金融公社（コムンインベスト）

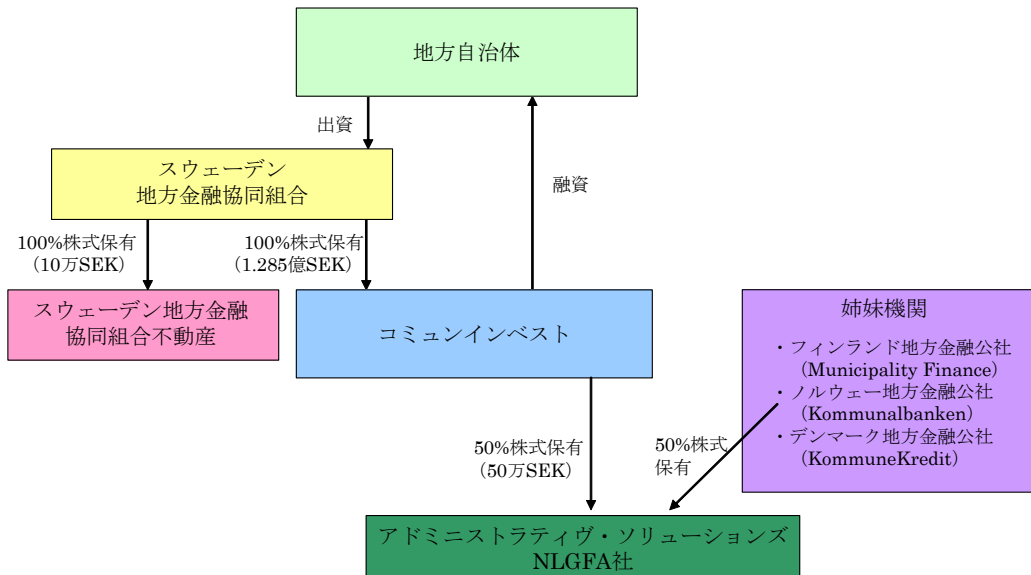
1. 地方自治体の「資金調達窓口機関」としての機能

コムンインベストは、地方自治体がより有利な条件で、効率的に資金調達を行うことができるようにするために創設された政府系金融機関である。コムンインベストは、自らを地方自治体の「資金調達窓口機関（Local Debt Office）」と位置づけて、自らの高い信用力に基づく債券発行を通じて調達した資金を用いて、地方自治体・地方公営企業向け融資を行うことに特化している。ここでは、最大限の利益の追求は目標として掲げられていない。

なお、コムンインベストの融資は、スウェーデンの全地方自治体を対象としているわけではない。地方自治体がコムンインベストから融資を受けたい場合には、コムンインベストの株式を100%保有し、同社の保有主体となっているスウェーデン地方金融協同組合（Kommuninvest Cooperative Society）への加盟・出資を行うことが求められる（図表6）。言い換えれば、同組合への加盟・出資が地方自治体の義務ではないことから、コムンインベストによる融資を必要としない地方自治体は加盟していない。

コムンインベストの融資対象となるのは、地方金融協同組合の組合員となっている地方自治体、および組合員である地方自治体が50%以上出資する地方公営企業に限定されている。

図表6 コムンインベストをめぐる組織間関係



(出所) コムンインベスト資料より、野村資本市場研究所作成

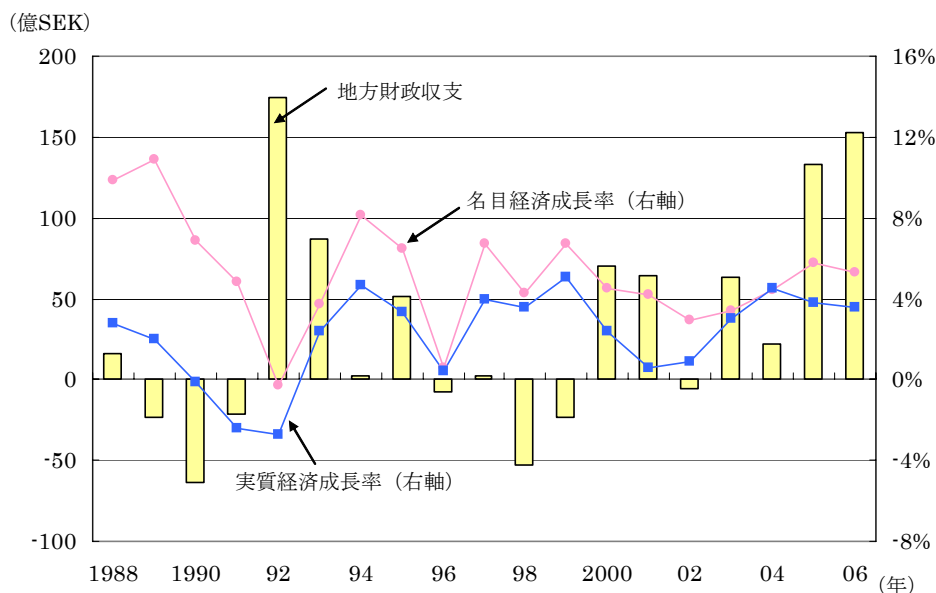
2. 組合員数が増え続けるコミュニンベスト

コミュニンベストは、エーレブルー・ランスティング内の地方自治体 10 団体が、共同して市場から資金を調達する組織として 1986 年に創設したコミュニンベスト・エーレブルー（Kommuninvest I Orebro lan AB）に、その源流をもつ。この組織は、現在のコミュニンベストとほぼ同様の経済的機能を担っていたが、組織名が示すように業務範囲をエーレブルー・ランスティング内に限定しており、エーレブルー・ランスティング外の地方自治体が加盟・出資することを認めていなかった。

しかし、1990 年代初頭、スウェーデンにおける景気後退の影響を受けて地方財政は深刻化し、1992 年にはコミュニンの地方所得税の平均税率を、前年の 17.32% から 19.38% へと引き上げざるをえない状況となった⁵（図表 7）。こうした中で、エーレブルー・ランスティング外の地方自治体から、コミュニンベスト・エーレブルーからの、低い金利負担での資金の借入を希望する声が高まった。これを受けてコミュニンベスト・エーレブルーは、1993 年に現在のコミュニンベストに改組され、エーレブルー・ランスティング以外の地方自治体が参加することも認められるようになった。

スウェーデン地方金融協同組合に加盟し、コミュニンベストからの融資を受けることができる地方自治体の団体数は、創設当初 22 団体にすぎなかったが、年々増加している。

図表 7 スウェーデンにおける経済成長率と地方財政収支の推移



（出所）スウェーデン統計局資料、およびスウェーデン地方自治体協会提供資料より、野村資本市場研究所作成

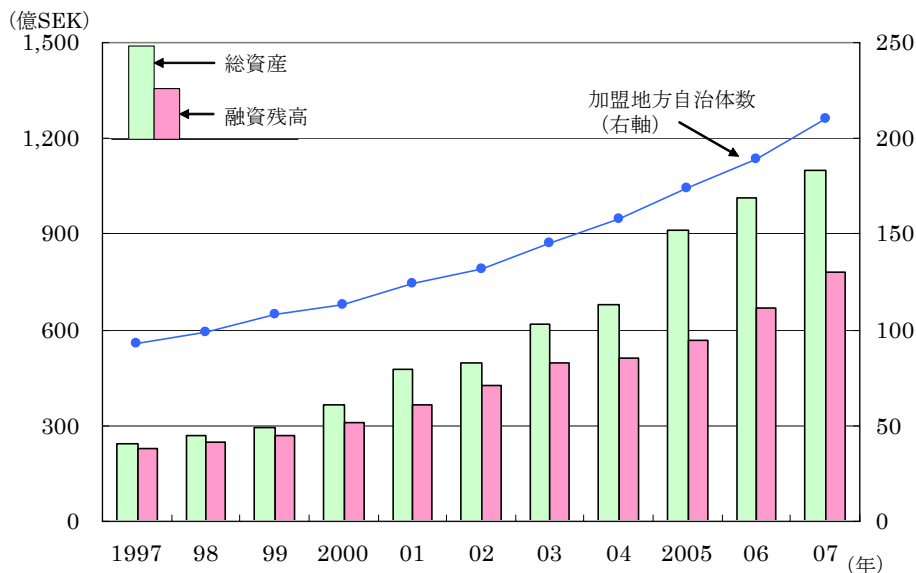
⁵ スウェーデン統計局資料参照。ただし、すでに 1991 年に財政黒字への転換を果たしたランスティングの地方所得税の平均税率は、同年に 12.68% から 10.51% に引き下げられており、教会税（1.15%）と合わせた地方自治体全体での地方税率は、この時期ほとんど変わっていない。

1997年以降の推移をみても、毎年10団体前後の地方自治体が新たに加盟しており、2007年末時点では、スウェーデンの全地方自治体310団体（コミュニティ290団体、ランスタイプ20団体）のうち、210団体（203団体、7団体）がコミュニティインベストに加盟している（図表8）。また、組合員数の増加に応じてコミュニティインベストの総資産、地方自治体・地方公営企業に対する融資残高のいずれも増えており、2007年末時点には、それぞれ1,099億SEK（1.9兆円）、779億SEK（1.3兆円）となった。1997年からの10年間で見ると、それぞれ4.5倍、3.3倍となった。

コミュニティインベストは、経営規模を拡大すれば、より有利な条件での債券発行、運営経費の削減、専門知識の蓄積を行いやすい状況となり、これによって貸付金利の引き下げや、サービスの一層の拡充を図ることができる、と考えている。こうした取り組みによりコミュニティインベストの魅力が高まれば、さらに地方自治体の新規参加や、借入れ需要の増加につながることも可能となる。コミュニティインベストは、こうした好循環を実現するべく、経営規模の拡大路線を今後も維持するとしており、2010年までに加盟地方自治体数を約230に伸ばすことを目標に掲げている⁶。

スウェーデン地方金融協同組合への加盟は、中小規模の地方自治体を中心となっている。コミュニティについてみると、2006年末時点の加盟地方自治体の平均人口は、地方自治体全体の31,199人よりも少なく、22,011人となっている（図表9）。新規に加盟する地方自治体は人口規模の小さいところが多いことから、加盟地方自治体の平均人口は創設時に比べて低下する傾向にある。また、地方自治体の財政力を測る指標として地方所得税の課税ベースに注目すると、加盟地方自治体の平均課税ベースも減少傾向をたどっており、2006

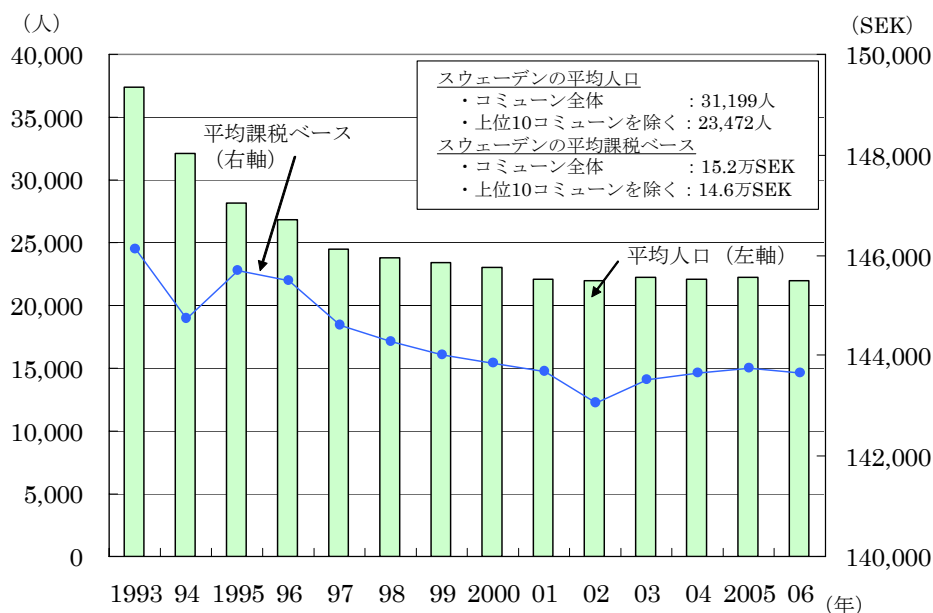
図表8 コミュニティインベストの規模の推移



（出所）コミュニティインベスト資料より、野村資本市場研究所作成

⁶ コミュニティインベスト年次報告書参照。

図表9 スウェーデン地方金融協同組合に加盟する平均的なコミュニティ



(注) 人口については 2005 年末時点、課税ベースについては 2007 年の数値を用いて作成している。

(出所) コミュニティインベスト年次報告書、およびスウェーデン統計局資料より、野村資本市場研究所作成

年末時点で 14.3 万 SEK (247 万円) であった。地方自治体全体の平均課税ベース (15.2 万 SEK (262 万円)) と比較すると、財政力が比較的弱い地方自治体が多く加盟していることの表れともいえる。

実際、ストックホルム市など人口規模の上位 10 コミュニティのうち、2006 年末時点でスウェーデン地方金融協同組合に加盟しているのはエーレブルーのみである。課税ベース上位 10 コミュニティでも、加盟地方自治体は 1 コミュニティにとどまっている⁷。

3. コミュニティインベストの地方自治体向けサービス

1) 融資業務

地方自治体がコミュニティインベストから融資を受けようとする場合は、先述のとおりスウェーデン地方金融協同組合に加盟・出資⁸することが必要条件とされている。

スウェーデン地方金融協同組合への新規加盟・出資を希望する地方自治体に対しては、①財政運営におけるリスク、②毎年の財政収支、③成長の可能性、④保有する資

⁷ 2007 年 9 月にストックホルム市の担当者に行ったヒアリング調査では、ストックホルム市は、スウェーデン地方金融協同組合への加盟によって特段の利益を得ることができるとは考えにくいとして、現時点では加盟・出資を検討していないとのことであった。

⁸ 各地方自治体の出資額は、人口を基準に算定される。取締役会は、住民一人当たりの標準的な出資額 (44SEK 以下) を決定し、一般的なコミュニティの場合は、これに人口を乗じた値が出資額とされる。ただし、人口が 9 万人を超える場合、人口に乘じられる住民一人当たりの出資額が標準から減じられることがある。また、ランディングが加盟する際の出資額を算出する場合の住民一人当たり出資額は、標準の 5 分の 1 とされる。

金の流動性、⑤財政力という5つの観点から、まず Kommuninvest による財務状況の審査が行われる。審査は、初期段階では非公式に進められ、財務状態の健全性がある程度認められた段階で、加盟審査を実施している旨が公表される。これは、仮に審査の早い段階で加盟が認められないとされた場合に、市場関係者がその事実を認知すれば、当該地方自治体が発行する地方債の信用リスクへの懸念が生じ、起債コストが上昇する可能性が高まる点に配慮した措置である。公式の審査を経て、信用力が一定の水準以上にあると判断されれば、審査はスウェーデン地方金融協同組合に移され、そこで加盟の是非についての最終的な判断が行われる。

また、スウェーデン地方金融協同組合への加盟後も、Kommuninvest による財務状態についての調査は、決算の時期に合わせて通常1年に2回、継続的に行われる。この調査で財務状態に課題があると判断された場合、Kommuninvest はさらに詳細な審査を行った上で、該当する地方自治体や地方公営企業に対して事態の改善を提言する。Kommuninvest による提言には強制力がないものの、財政状態が健全化の方向に向かわない場合には、スウェーデン地方金融協同組合への加盟が取り消されることもありうる。ただし、これまでのところ実際にそうした措置が採られたことはない。

なお、同組合への加盟によって Kommuninvest からの資金借入れが義務付けられるわけではない。地方自治体は、加盟前と同じように、他の民間金融機関による融資を受けることや、自ら債券を発行して資金を調達することも自由に行える。従来の資金調達先に、Kommuninvest が加わることを意味する。また、Kommuninvest は、中央政府からの補助金をはじめとした制度的な優遇措置を受けているわけではなく、他の民間金融機関とほぼ同等条件での融資競争にさらされている。そのため、Kommuninvest も、他の金融機関とほぼ同等の立場で、地方自治体にとって魅力的な条件を示すことが求められている。

Kommuninvest が提示する融資条件をみると、償還までの期間は最大20年とされているが、実際には5年程度に設定されることが多く、一般的に10年を超えることはない。貸付金利については、固定金利と変動金利の両方が用意されており、融資を受ける地方自治体・地方公営企業による選択が可能である。また、基本的には地方自治体や地方公営企業の間で融資条件に差が付けられることはなく、融資先の財務状況などからやむをえず貸出金利に上乗せがされる場合でも、その差は5~6bpに抑えられている⁹。

こうした条件内容、および Kommuninvest が提示する貸出金利の水準は、他の金融機関と比較しても競争力のあるものとなっている模様である。Kommuninvest が入札に参加した融資案件のうち、Kommuninvest が落札して実際の融資に結びついたものは全体の約8割にのぼり、加盟地方自治体・地方公営企業の債務残高全体に占める Kommuninvest からの借入れの割合は約4割となっている¹⁰。

⁹ 2007年9月のヒアリング調査による。

¹⁰ Kommuninvest 年次報告書より。

2) 財務アドバイザー業務

Kommuninvest は、融資業務とともに、加盟地方自治体・地方公営企業に対する財務アドバイザー業務も行っている（図表 10）。

Kommuninvest は、経済・金融関連の情報を提供すべく、週刊のニュースレターを配信したり、各地方自治体の財務担当者などを集めたセミナーを開催したりするほか、加盟地方自治体への個別訪問も実施している。また、財務担当者などからの問い合わせに対応するために、スウェーデン国内の各地域に常駐の担当者を配置するなどして、資本市場の動向や具体的な資金調達の方法、財政運営の戦略などについての助言を行っている。

さらに 2002 年からはオンライン上で提供される財務アドバイザー・サービスである「財務支援サービス」（Financial Support Membership Service）の提供も開始した。同サービスでは、各地方自治体が自らの債務状態を適切に把握・評価し、今後の資金調達方針を検討するために役立つと考えられる 5 種類の分析ツールを利用することが可能となっている。

こうした Kommuninvest による財務アドバイザー・サービスは、全て無償で提供されている。 Kommuninvest としては、同サービスの提供を通じて、加盟地

図表 10 Kommuninvest の財務アドバイザー業務

業務項目	内容・具体例
地方自治体訪問・プレゼンテーションの実施	「急成長中の組織の課題の一つ」とされる、各加盟地方自治体との間の個別の良好なコミュニケーションの維持・継続を目的とする。 具 体 例 ・ 効率的な資金調達の方法についての定期講座（2日間） ・ 新規組員、および既存の組員において新たに任命された財務管理者を対象とした、Kommuninvest の紹介および研修など
各地域担当の財務アドバイザーの配置	スウェーデン国内を3つの地域に分けて、各地域に担当者を配置（2006年末時点で6名） 電話・オンライン・対面方式で実施 金融面のほか、市場動向や財政運営戦略に関しても、助言を行う
ニュースレター（週刊）の刊行	市場情報の提供
財務支援サービス（Financial Support Membership Service）	双方向型のオンラインでの地方自治体支援サービス 2002年より開始 内容 ・ 財務リサーチ（Finance Research tool） 流動性の確保・財務の柔軟性・財務能力・コミットメント・財政運営が置かれている環境事業の5つの観点からの評価 評価に基づき、地方自治体の財務力を3段階で判定 ・ 資金調達方針（Finance Policy） 地方自治体の資金調達方針の策定を支援するモデルの提供 地方自治体の財務運営についての一般資金調達方針と、詳細なガイドラインを用意 ・ 債務計算（Debt Calculation） 地方自治体が負う債務の現状の全体像を把握するための資料の提供 債務の残高、固定金利と変動金利の割合、平均金利期間および平均金利などの算出のほか、金利変動の影響を試算することも可能 ・ 市場情報（the Market Information tool） 国内外の金利や為替レートの過去のデータのほか、国際金融情報も提供 ・ ベンチマーク（the Benchmark service） 地方自治体の債務ポートフォリオのパフォーマンスの比較評価手段の提供

（出所） Kommuninvest 資料、および Anitha Holmberg and Lennart Frommegard, “Sweden’s Kommuninvest Financing Cooperative”, *Government Finance Review*, June 2005 より、野村資本市場研究所作成

方自治体が自らの抱える財務リスクを再認識することによって、同自治体とコミュニンベストとの議論を深める動きにつながることを目指している。また、加盟地方自治体との密接なコミュニケーションを通じて、地方自治体側のニーズを把握し、必要とされるサービスの一層の拡充を図る材料を得ることも、目的としている。

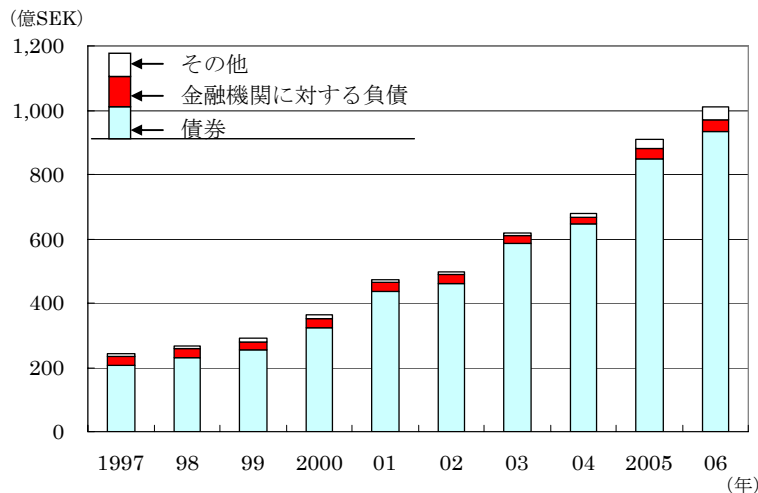
4. 資金調達

コミュニンベストは、地方自治体・地方公営企業に対する融資業務や財務アドバイザー業務の遂行に要する資金の調達を、基本的には債券発行により行っている。コミュニンベストは、発行額の上限を 150 億ユーロとする EMTN (ユーロ・ミディアム・ターム・ノート) プログラムを設定しており、ほとんどの起債は同プログラムを通じて行われている。加盟地方自治体数の増加に伴い、債券発行残高も年々増加しており、2006 年末時点で 933.9 億 SEK (1.6 兆円) と、最近十年間で約 4.5 倍となっている (図表 11)。

コミュニンベストの資金調達コストは、地方自治体が個別に起債する場合に比べて、低く抑えることができると考えられる。というのも、コミュニンベストの債券発行額は、個別の地方債のそれよりも一般的には大きく、市場における流動性が向上すると考えられることから、発行利回りをその分低く抑えることが可能となるからである。また、発行条件の交渉から投資家への債券の売却、起債管理に至る一連の過程が、一機関でまとめて行われることとなり、専門性の向上や、事務作業の重複の解消によるコストの削減を期待することもできる。

コミュニンベストは、資金調達において、よりいっそう自らにとって有利な条件を引き出すこと、リスクを分散させること、あるいは柔軟性を確保することを目的として、債券の発行において地域分散を図っている。2003 年以降の地域別資金調達先の内訳をみる

図表 11 コミュンベストの資金調達



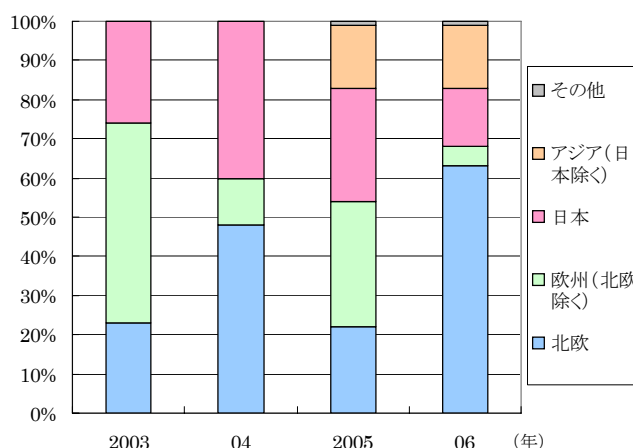
(出所) コミュンベスト資料より、野村資本市場研究所作成

と、スウェーデンを含む北欧市場は必ずしも常に資金調達先の中心となっているわけではなく、欧州（北欧除く）や日本、2005年からは日本以外のアジア市場においても起債が積極的に行われている（図表12）。

債券の発行に際しては、 Kommuninvest が地方自治体・地方公営企業に対する融資に業務内容を特化していること、それゆえ貸し倒れリスクが低く、発行債券の安全性が高いことを、投資家に対して積極的に訴えている。

Kommuninvest は、スウェーデンの地方債には「二重の保証」(The Two-Tier Guarantee) が存在する、との見解を採っている（図表13）。すなわち、スウェーデンの地方自治体には、課税自主権の保障や強力な財政調整制度の存在など、そもそも歳入を安定的に確保する条件が整備されていること、加えて、万が一財政状態が厳しくなった場合には中央政府による「暗黙の政府保証」が行われると考えられることから、地方債の信用リスクは極めて低いと考えられる、としている。実際、2006年末までの時点で、コミュ

図表12 コミュニンベットの発行債券の市場別内訳（発行額ベース）



(出所) コミュニンベスト資料より、野村資本市場研究所作成

図表13 スウェーデン地方債の「二重の保証」(The Two-Tier Guarantee)

地方政府	中央政府
国会による地方政府の活動に対しての財政支援により、保証の程度は国債と同等となっている	暗黙の中央政府による保証
Kommuninvest が負う全債務に対する、加盟地方政府による無制限の共同保証	「中央政府が公式に何らかの保証を行うことは稀ではあるが、とはいえ中央政府は、地方政府の財政運営に対する究極的な責任を負っている。」(金融庁副長官, State Secretary Ministry of Finance)
法律上、破産はもちろんのこと、元利払いの延期を表明することは認められていない	憲法上、中央政府と地方政府は同等の地位にある、とされている
リスク・ウェイトは0%	地方政府は、住民に対する課税権を憲法上保障されている

(出所) コミュニンベスト資料（翻訳は野村資本市場研究所による）

ンインベストは貸し倒れ損失を一度も計上していない。

こうしたスウェーデン地方債の安全性の高さについては、国内・海外投資家に対するIRの場を通じて、あるいはスウェーデン財務省（The Ministry of Finance）と、スウェーデン地方自治体協会（Swedish Association of Local Authorities and Regions）の協力のもとに作成した「スウェーデンの地方自治体の信用度（"The Creditworthiness of Swedish local governments"）」という冊子を通じて、説明を行っている。また、スウェーデン地方財政の直近の動向について、年に2回、報告書を作成している。

コミュニンベストは、こうした融資業務における信用リスクの低さに加えて、自らの財務状況の安全性や、資金流動性の確保の十分性を示すべく、年次報告書やウェブサイトなどを通じて情報を提供している。そこでは、海外投資家の存在を意識して、スウェーデン語のほか、英語や日本語などでも情報開示を行っている¹¹。さらに、ムーディーズとS&P（スタンダード・アンド・プアーズ）から格付けを取得している。2008年3月20日現在のコミュニンベストの発行体格付けは、スウェーデン政府と同じAAA/Aaa格であり、スウェーデン大手4銀行などと比較しても高い水準を維持している（図表14）。

図表14 コミュニンベストに対する発行体格付けの状況（2008年3月20日時点）

スタンダード・アンド・プアーズ			ムーディーズ		
格付け	スウェーデン	(参考：日本)	格付け	スウェーデン	(参考：日本)
AAA	スウェーデン		Aaa	スウェーデン政府	日本政府
	コミュニンベスト			コミュニンベスト	公営企業金融公庫
	ストックホルム市			ストックホルム市	
AA+	ヨーテボリ市			ヨーテボリ市	
AA		日本	Aa1	ノルデア銀行	新潟県
		公営企業金融公庫		ハンデルスバンケン銀行	静岡県
AA-	ノルデア銀行	横浜市		スウェドバンク	福岡県
	ハンデルスバンケン銀行	新潟市			名古屋市
A+		大阪市		浜松市	
	スウェドバンク	京都市		大阪市	
	SEB（エンスキルダバンク）		Aa2	SEB（エンスキルダバンク）	京都市

(注) ヨーテボリ市とノルデア銀行に対するムーディーズの格付けは無担保優先債務格付け
 (出所) S&P・ムーディーズ資料より、野村資本市場研究所作成

IV 結びにかえて

1. わが国における地方公営企業等金融機構の創設

わが国では、2008年10月に、現在の公営企業金融公庫に代わる新組織として地方公営企業等金融機構が創設される予定である。同機構は、地方自治体が共同して資本市場から資金を調達する政府系金融機関としての機能を継承しつつ、次の二点で現在の公営企業金

¹¹ コミュニンベストは、IR資料や年次報告書などの日本語版を作成するため、その翻訳を担当する職員を抱えているとのことである。2007年9月の当研究所ヒアリング調査による。

融公庫とは性格を大きく異にすることとなる。すなわち、地方分権を推進する観点から、出資者は中央政府から地方自治体になり、166 億円（予定）の出資金を全ての地方自治体が負担することとされている。また、政府系金融機関の機能縮小の観点から、地方公営企業等金融機構の融資対象は段階的に縮減される予定である。2004 年度末時点での公営企業金融公庫による地方自治体への融資残高は 25.7 兆円にのぼり、地方債発行残高全体の 12.8% を占めているが¹²、今後、その規模は次第に減少していくことが予想される。

2. スウェーデン地方債市場から得られるわが国への示唆

わが国の地方公営企業等金融機構とコミュニンベストは、ともに、地方自治体が有利な条件で市場から資金を調達することを可能にするための、地方自治体出資による政府系金融機関であることから、具体的な制度内容においても共通するところが少ない（図表 15）。両者とも、原則として自らの信用力に基づく起債によって調達した資金を用いて¹³、地方自治体あるいは地方公営企業に対する融資に特化しているほか、全融資対象に

図表 15 公営企業金融公庫（地方公営企業等金融機構）とコミュニンベストの制度内容の比較

		公営企業金融公庫	コミュニンベスト
組織概要	設立年	1957年<2008年>	1993年 (組織の源流であるコミュニンベスト・エーレプルーの創設は1986年)
	出資者	中央政府<地方自治体>	実質的に地方自治体
	加入方法	義務	一定の財政面での条件を満たす限り、自由
	事業内容	融資業務 <加えて、地方自治体の市場からの資金調達に関する支援などの業務>	融資のほか、アドバイザー業務も行っている
融資	融資対象	公営企業が中心 <融資対象は、段階的に縮減される予定>	地方自治体、公営企業 積極的な拡大方針
	融資条件	同一条件 超長期での融資が中心（平均25年）	原則的に同一条件、若干差が付いている 5年が中心（最近はさらに短縮化の傾向）
資金調達	資金調達方法	財政投融资制度を介した資金調達から、財投機関債の発行へ <市場での債券発行を基本とする方向へ> 政府保証債や財投特別会計からの融資も依然として多い	債券発行による資金調達が中心
	格付け（国債）	AA/Aaa (AA/Aaa)	AAA/Aaa (AAA/Aaa)
組織の規模	総資産	25.4兆円	1011億SEK (1.7兆円)
	純資産	166億円	3.0億SEK (51.8億円)
	貸付残高（地方債残高）	24.2兆円 (202兆円)	668億SEK (1.1兆円) (1,596億SEK (2.7兆円))
	従業員	84名	38名

(注) 1. 公営企業金融公庫については 2006 年度末時点、コミュニンベストについては 2006 年末時点の状況。ただし格付けは 2008 年 3 月 20 日時点、わが国の地方債の発行残高は 2004 年度末時点の値。

2. 公営企業金融公庫の欄の<>内の情報は、地方公営企業等金融機構についてのもの。

(出所) 各社開示資料などより、野村資本市場研究所作成

¹² 総務省「地方債の概要と最近の状況」より算出。

¹³ 公営企業金融公庫は、2001 年の財政投融资制度改革により、中央政府による保証が付された債券（政府保証債）の発行による資金調達を中心とする従来のあり方を改め、自らの信用力に基づく債券の発行の割合を増

対してほぼ同等の条件を提示している点も類似している。

一方で両者が置かれている制度的な環境には差異も認められる。中でも注目されるのは、コミュニンベストの経営においては、同社に対して効率的な運営を求める二つの大きな評価主体が存在する点であろう。

一つ目は、コミュニンベストの融資先であり、かつ実質的な出資主体である地方自治体からの評価である。地方自治体の加入が義務づけられる地方公営企業等金融機構と異なり、コミュニンベストでは、その加入は地方自治体の自発的な判断に基づいて行われている。そうした中で、中央政府からの補助金をはじめとした制度的な優遇措置が存在しない以上、コミュニンベストは、民間金融機関とほぼ同等の条件のもとで地方自治体・地方公営企業に対して融資条件を提示し、地方債の引受競争を繰り広げている。競争を有利に展開するためにも、コミュニンベストは、地方自治体・地方公営企業にとって魅力的な融資条件、および有用な付加サービスを提供することが常に求められている。

二つ目は、投資家からの評価にもさらされている点である。発行債券に対して投資家からの資金を引き付けるため、コミュニンベストは、地方自治体・地方公営企業に対する融資業務におけるタイムリー・ペイメント・リスクや貸し倒れリスクを最小限に抑える必要がある。そのため、地方自治体のスウェーデン地方金融協同組合への新規ないし継続的な加盟に際しては、融資先の地方自治体・地方公営企業の財務状況についての調査・分析を行い、課題が見つかった際にはその改善を提言している。財政状態が極めて深刻で、かつ改善の見込みが薄い地方自治体に対しては、スウェーデン地方金融協同組合からの除名もありうるとしている。これにより、実質的な地方債の共同発行と元利償還負担によるモラル・ハザードを回避しようとしている。さらに、こうした体制により実現に努めている自らの融資業務の信用リスクの低さについて、IRの実施や格付けの取得などを通じて、投資家に対して積極的に情報を開示している。

以上のような体制は、コミュニンベストが順調な拡大をたどることを可能としてきた主要因の一つと考えられる。2008年10月に誕生する地方公営企業等金融機構が、地方自治体の共同資金調達機関としての役割を今後果たすことが見込まれる中で、その機能を質的に充実させることは必要となろう。コミュニンベストの事例は、この点で一定の示唆を得られるものと考えられる。

やしていくこととなった。この方針は、地方公営企業等金融機構においても堅持される予定である。