

わが国地方債市場へのレベニュー債導入に向けた提言

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. わが国の地方自治体は、資本市場からの資金調達を効率的かつ安定的に行うため、よりいっそうの創意工夫の取り組みが求められている。こうした状況において、償還原資を特定の収入源に限定したレベニュー債（Revenue Bond）の導入は、大いに検討に値するものと考えられる。
2. 米国地方債市場では、レベニュー債がかねてより積極的に活用されている。そのメリットとしては、①財政運営の透明性の向上と効率化と、②償還財源の切り出しによる資金調達手段の多様化という二点を指摘することができる。こうした利点を活かして、中小の市町村や、公共性の高い事業を行う民間団体の資金調達を支援する目的で、レベニュー債が活用されていることも多い。
3. こうしたメリットをわが国の地方自治体が享受するべく、レベニュー債を導入する分野としては、例えば、①地方公営企業自身による債券発行、②税収入の一部を償還原資として切り出した地方債の組成、③公民連携（Public/Private Partnership, PPP）における活用などが考えられる。
4. ただし、導入に際しては、制度的な対応や、市場のインフラ整備が大きな課題となる。インフラについては、発行体に対して金融面から助言を行う専門家の存在や、レベニュー債の情報を投資家に提供する目論見書の作成とその正確性の担保、および格付けの取得などが重要な論点となるものと思われる。また、投資をより容易とする金融商品として、ポートフォリオに様々なレベニュー債を組み入れた地方債ファンドの登場も期待される。その他、レベニュー債の発行を専門的に取り扱う機関を創設することも、併せて検討されるべきと考えられる。

I レベニュー債とは

1. はじめに

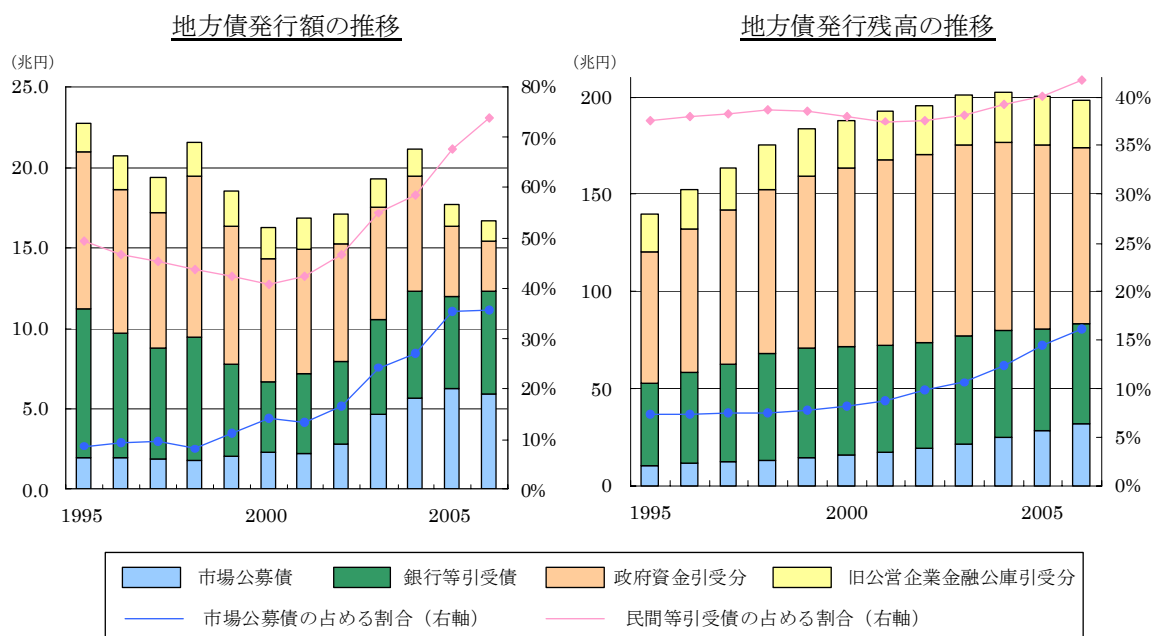
わが国の地方自治体においては、起債自主権を有効に活用し、いかにして資本市場から有利な条件で資金を調達するかという政策課題が、いっそうの重要性を帯びてきている。

制度面では、事前協議制度が 2006 年 4 月に導入され、地方自治体は原則的に自由に地方債を発行できるようになった。さらに、同年 9 月からは、民間投資家を対象として発行される地方債（民間等引受債）のうち共同発行債を除く全てで、発行条件が各地方自治体と金融機関の間での個別交渉を通じて決定されることとなった。こうした改革により、今日では、わが国の地方自治体にも欧米先進諸国とほぼ同等の起債自主権が認められている。

その一方で、地方債の引受資金の構造は、特にここ数年大きく変化してきている。地方債の発行残高が 2000 年代に入ってほぼ横ばいで推移する中で、財政投融资制度改革や郵政民営化などを受けて、民間等引受債の発行残高は増加し続けており、2005 年度には地方債全体に占める割合が 40%を超えた（図表 1）。中でも、債券市場において公募形式で発行される市場公募債の累増傾向は顕著で、2006 年度末時点の発行残高は 31 兆円、地方債全体に占める割合は 16%と、2000 年度より約 2 倍に増加した。2006 年度の発行額ベースでは、民間等引受債の割合は 73%、うち市場公募債は 35%となっている。今後もこうした民間等引受債の増加、すなわち地方債市場の拡大傾向はしばらく続くと考えられる。

起債自主権の拡充と、地方債市場の拡大という状況を踏まえ、すでに一部の地方自治体では、発行条件を多様化させて、資金を安定的かつ効率的に調達するための取り組みを進めているところもある。米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の影響が実体経済にまで及び、わが国の地方自治体の資金調達の環境にも次第に変化が生じてきていることもあり、地方自治体におけるこうした起債プロセスでの創意工夫の取り組みは、今後いっそう進展していくこととなるものと思われる。

図表 1 わが国地方債市場の規模の拡大



(注) 旧公営企業金融公庫は、現在、地方公共団体金融機構として業務を行っている。

(出所) 地方債協会『地方債統計年報』などより、野村資本市場研究所作成

2. 米国地方債市場におけるレベニュー債の普及

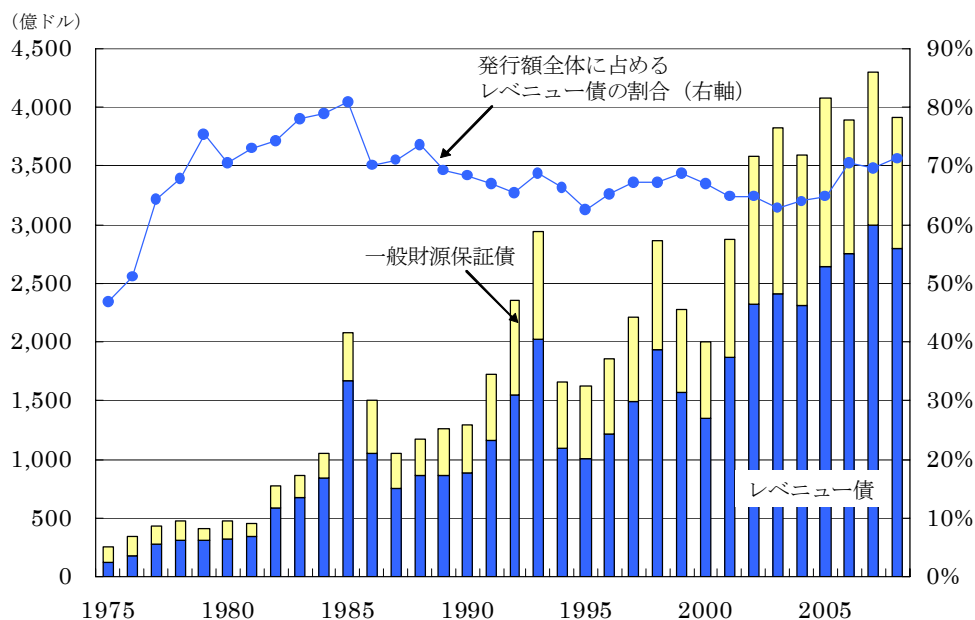
こうした状況下にあるわが国地方債市場で今後、注目を浴びる可能性があると考えられるものの一つにレベニュー債 (Revenue Bond) がある。レベニュー債とは、元利償還の原資を特定の収入源に限定して発行される地方債のことである。世界最大規模を有する米国の地方債市場においては、かねてよりレベニュー債が普及しており、多様な資金調達目的にもとづいて、州政府から中小の市町村等まで様々な主体がレベニュー債を発行している。

米国でも、わが国と同じく、州政府や市町村など (以下、「州政府等」) の税財源一般からの収入全体を元利償還の財源とする一般財源保証債 (General Obligation Bond) が発行されている。ただし、レベニュー債の発行額は 2008 年で 2,792 億ドルと、一般財源保証債の発行額 1,121 億ドルの 2 倍以上にのぼっている (図表 2)。この状況は 1970 年代後半より一貫して続いており、地方債発行額全体に占めるレベニュー債の割合はおおよそ 70% 前後の水準で推移している。

レベニュー債の発行目的も様々である。最近の状況をみると、①電力やガス、上下水道といった公益事業 (utilities)、②教育関連事業、③高速道路や空港、港湾整備といった輸送事業 (transportation)、④住宅事業の資金調達を目的としたレベニュー債が比較的多くなっているが、レベニュー債発行額の発行目的別内訳をみると、各目的の割合は 1~2 割前後と、特定の目的への偏りはそれほど大きくない (図表 3)。

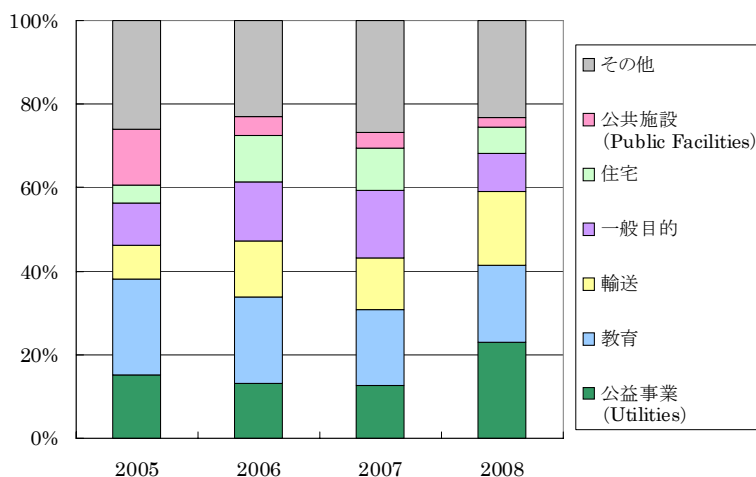
本稿では、米国地方債市場において、州政府等がレベニュー債を活用している背景を、具体的な発行事例を踏まえながら検討し、わが国への導入可能性を検討することとする。

図表 2 米国地方債の発行額の推移



(出所) The Bond Buyer/Thomson Reuters 2009 Yearbook より、野村資本市場研究所作成

図表3 レベニュー債の資金調達目的別の内訳



(出所) 米国証券業協会 (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 資料より、野村資本市場研究所作成

Ⅱ 米国におけるレベニュー債の活用の背景

1. レベニュー債の二つの特徴

米国の州政府等がレベニュー債を発行する背景には、①財政運営の透明性や効率性を高めるインセンティブの存在と、②歳入一般からの償還原資の切り出しによる資金調達方法の多様化という、レベニュー債が有する大きく二つの利点の存在がある。

まず、第一の点についてであるが、レベニュー債の元利償還の財源は、起債の調達資金が充てられる事業からの収入とされている場合が多い。例えば、上水道施設の整備を目的として発行されるレベニュー債であれば水道料金、病院施設の建設が目的の場合であれば診察料や入院収入などである。州政府等は、事業の収益性が元利の償還に十分見合うかを引受業者や財務アドバイザー (Financial Advisor) などと検討した上でレベニュー債を発行しているが、仮に事業収入だけでは債務の返済が行えなくなった場合、他の財源から不足分の補填が行われるようなことは原則としてない。

それゆえ、レベニュー債の発行に際しては特別会計が設けられ、起債による調達資金や、元利償還財源からの収入は、州政府等の一般会計などとは別立てで管理される。また、投資家を対象に、当該レベニュー債に関する目論見書や年次報告書が作成されることとなる。こうした過程を通じて、資金使途とされる事業の運営コストと収入との対応関係が比較的明瞭となり、事業の運営状況についての情報が整備・充実するものと考えられる。

さらに、事業の効率性が、議会や住民だけでなく、投資家からも評価され、レベニュー債の発行利回りが事業の収益性やキャッシュ・フローの安定性に応じて決まることとなるため、州政府等においては、資金調達コストを抑えるべく事業を効率的に行おうとするという、いわゆる「市場による規律」が働きやすくなるものと考えられる。

次に、第二の利点についてであるが、レベニュー債を発行する際には、歳入一般から償還原資が切り出されることとなる。これにより、過去の財政運営によって抱えている債務からは離れて、事業の優先度に応じて市場からの資金調達を柔軟に行うことが可能となる。

例えば、キャッシュ・フローが相対的に安定している財源を新たに発行するレベニュー債の償還原資として切り出せば、そのレベニュー債の信用力は比較的高いものとなり、場合によっては一般財源保証債よりも低い利回りで起債することができるかもしれない。確かに、その際には州政府等の一般会計に残された財源のキャッシュ・フローの安定性は低下する可能性がある。ただし、過大な債務を抱え、一般財源保証債を発行することが極めて難しい州政府等においても、その性格上、引き続き公共性の高い事業を実施することが求められ、市場から資金を調達してこなくてはならない、ということもありえよう。そのような状況にある場合には、こうした形でレベニュー債を発行し、必要性の高い公共事業にその資金を充てることには、意義があるものと考えられる。

また、州政府等が実施している事業の多くは、キャッシュ・フローの点で大きな問題を抱えていないにもかかわらず、ある特定の事業から毎年度、大幅な赤字を生み出しており、それによって財政一般が厳しい状況に置かれている、ということもありえよう。この場合には、その赤字事業の切り離しによって、残された州政府等の一般会計部分での負担感が軽減されることとなるかもしれない。そうすれば、一般財源保証債の信用力が高められ、財政運営をこれまで制約してきた課題を解消することを図れるかもしれない。

いずれの場合にしても、レベニュー債の発行によって歳入一般から財源を切り出すことができるようになれば、公共性の観点から優先度が相対的に高い事業に、低いコストで調達してきた資金を充てることができるようになり、それによって財政運営にも柔軟性が生まれることとなろう。こうした特徴、利点が、レベニュー債にはあると考えられる。

2. 中小の市町村や民間団体への資金面での支援を目的とした活用

こうした、調達資金の使途の透明性・効率性の向上と、償還原資の切り出しによる財政運営における柔軟性の獲得という利点を活かして、米国では、中小の市町村や民間団体が、特に公共性が高いと認められる事業を行う場合に、その資金調達を支援する目的でレベニュー債を活用している場合がある。

例えば、民間企業による域内での事業投資を促したり、大学や病院などの事業運営を支援したいと州政府等が考えた場合に、起債を通じて調達された資金が、政策目的に適う市町村や民間団体などにそのまま貸し付けられ、後年度に返済されてくる資金を地方債の元利払いにまわすというレベニュー債を組成することがある。特に、民間団体の資金支援を目的として発行されるレベニュー債は「私的活動債 (Private-Activity Bond)」と呼ばれる¹。

¹ 私的活動債は、1986年租税改革法 (Tax Reform Act of 1986) で導入された概念であり、「①調達資金の10%以上が民間団体のために用いられるか、②償還財源の10%以上が民間団体からの返済資金とされているかという、いずれかの条件を満たす地方債」として定義される。私的活動債は、住宅事業や学生ローンの提供などの目的で発行される場合を除いて、原則的に免税のメリットは認められない。

こうしたレベニュー債の一義的な発行体は州政府等であるが、彼らは導管体としての役割を果たすだけであり、実際の調達資金の利用者は市町村、ないし民間団体である。また、レベニュー債に対して州政府等は元本保証を行わないので、その信用リスクは市町村などが行う事業の収益の安定性や、民間団体の財務状態の健全性などによって、基本的に決定される。こうした点では、市町村や民間団体が直接的に借り入れを行う場合と変わりはない。

しかし、レベニュー債の発行を通じて資金が調達される場合には、州政府等がこれまで自らの財政運営において地方債を発行してきた際の経験や、その中で構築してきた金融機関との関係を活かすことができる。また、州政府等が市町村や民間団体に代わって起債過程での事務作業の多くを行うので、資金を必要とする市町村などの負担がその分、軽減される。さらに、調達資金が複数の主体によって用いられる場合には発行規模が大きくなるため、流動性リスクの低下などによって借り入れコストを抑えることも可能となる。言い換えれば、公共性の高いある特定の事業に必要な資金を、レベニュー債の発行を通じて資本市場からまとめて調達することによる共同発行のメリットがある。

加えて、米国の場合には、地方債が一般的に免税債であるという特徴を活かして、レベニュー債が免税債として発行されることにより、発行利回りがさらに低く抑えられ、場合によっては財務省証券よりも低金利の資金が民間団体に提供されることもありえる。レベニュー債の発行の背景には、この免税メリットを、公共性の高い事業を行う民間団体にも享受させ、彼らの事業運営に対して実質的な補助金を提供したいという目的もある。

中小の市町村や民間団体の資金面での支援を目的としてレベニュー債を発行するという取り組みは、米国では一定の普及をみせている。例えば、2006年の発行額ベースでみると、私的活動債は地方債全体の28.5%を占めている。私的活動債の起債目的別の内訳では、教育分野などに携わるNPO団体への資金提供が29.5%と最も大きく、次いで病院事業22.3%、住宅事業20.7%、空港事業4.9%などとなっている²。

3. 財政規律を維持しつつ柔軟に資金調達を行うための手段としてのレベニュー債

また、米国では、州政府等が財政規律を維持するべく、例えば、一般財源保証債の発行に際しては、事前に住民投票をして同意を得ることを要件とするなど、比較的厳しい財政運営上の制約を設けている。例えば、一般財源保証債を発行する場合、発行体には事前に住民投票を実施して同意を得ることが必要とされている³。

レベニュー債は、地方財政のこうした枠組みを維持しつつ、財政運営に柔軟性をもたせる手段として活用されているという側面もある。というのも、レベニュー債の場合、一般財源保証債と異なり発行体の一般会計の債務負担とはならないことから、起債過程で求め

² 内国歳入庁 (Internal Revenue Service, IRS) 資料より算出 (<http://www.irs.gov/taxstats/charitablestats/article/0,,id=97029,00.html>)。

³ 2008年に行われた住民投票で同意が得られた案件は発行額ベースで81.6%であった。*The Bond Buyer/Thomson Reuters 2009 Yearbook* 参照。

られる制度的な要件が比較的緩いのである。先述のような住民投票は、レベニュー債の発行に際しては必要とされない。また、債券発行額や発行残高といった財政指標に基づく起債制限が設けられている場合も、レベニュー債はその算定対象とされないこともある⁴。

III 米国におけるレベニュー債の発行事例

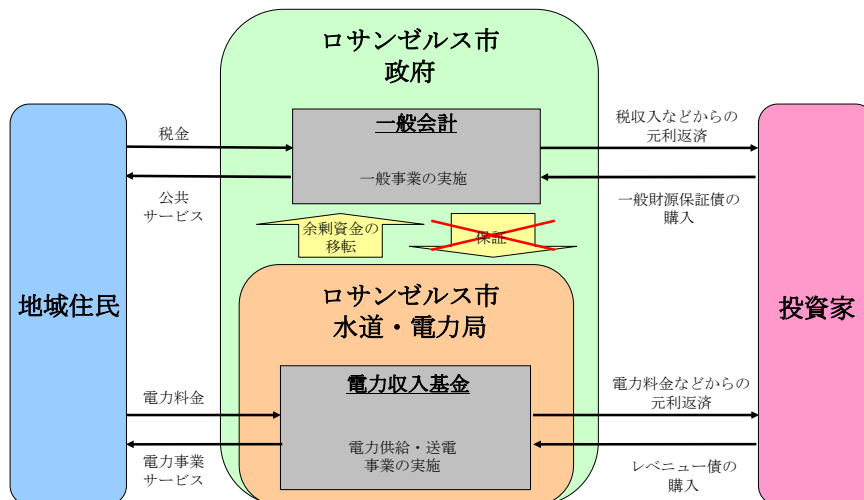
1. ロサンゼルス市水道・電力局

以下の節では、具体的な発行事例の検討を通じて、米国地方債市場においてレベニュー債が果たしている役割をみていくこととする。

まず、独立採算ベースで運営されている事業の資金調達を目的とするレベニュー債として、ロサンゼルス市水道・電力局（Department of Water and Power of the City of Los Angeles, LADWP）の起債事例を取り上げる（図表4）。

LADWP は、ロサンゼルス市の住民に対して安定的に水道・電力サービスを提供することを目的として創設された市の部局であり、公共施設（utility）としては全米最大規模である。LADWP は、サービスの質の向上を図って、市議会で承認された総合資源計画（Integrated Resource Plan）に基づき、発電・送電施設の新たな建設や最新設備の更新、および再生エネルギーでの発電事業のためのインフラ整備などを進めている。事業規模は、2008年7月からの5年間で総額53.0億ドルと見積もられている。2008年11月にLADWPが発行したレベニュー債は、その財源の一部を調達する目的で発行されたものである。

図表4 ロサンゼルス市水道・電力局（LADWP）によるレベニュー債の発行



（出所）目論見書より、野村資本市場研究所作成

⁴ 地方債の発行プロセスについて詳しくは、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債の起債プロセス —わが国地方債に必要とされるインフラと専門的機能—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年春号参照。

同レベニュー債の元利支払いは、ロサンゼルス市の一般歳入を管理している基金とは別に市が設けている電力収入基金（Power Revenue Fund）から行われる。電力収入基金には、電力料金など、LADWP が電力システムの保有・管理を通じて得る全ての収入が繰り入れられることとされており、同基金を償還原資として発行されるレベニュー債の元利償還のほか、電力システムの維持・管理に必要な経費などもそこから支払われる。仮に、電気料金収入が落ち込むなどして同基金の積立金が不足し、レベニュー債がデフォルトしたとしても、ロサンゼルス市は LADWP に代わって元利の支払いをする義務は負っていない。また、これとは逆に電力収入基金の積立金が十分な余剰を抱える場合には、前年度の基金への純繰入額を上限として、また積立余剰が債務残高の 3 分の 1 を下回らない限りで、市の一般財源を管理している基金の一部、移転することが認められている。

レベニュー債の発行条件をみると、償還年限は 3 年から最長 30 年までの間に複数設定される連続償還債（Serial Bond）として発行されており、合計での発行額は 5.5 億ドルである。発行利回りは 30 年債で 5.53% と、起債時の電力レベニュー債（AA 格）の流通利回りとはほぼ同水準になっている。なお、格付けはスタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's, S&P）とフィッチ（Fitch）が AA-格、ムーディーズ（Moody's）が Aa3 格を、各々発行時点で付与している。

2. ニューヨーク州環境施設公社

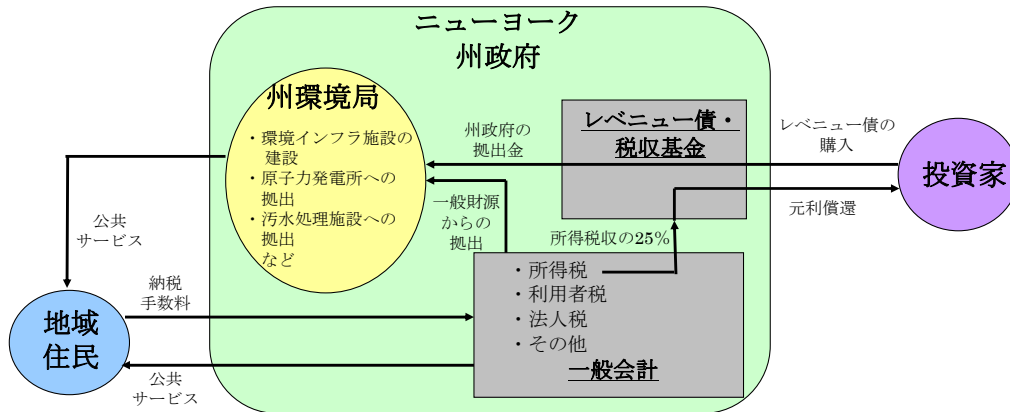
次に、キャッシュ・フローが安定した財源が償還原資として切り出され、優先度の高い事業の資金調達に充てられた事例として、ニューヨーク州政府が州環境施設公社（New York State Environmental Facilities Corporation, EFC）を通じて発行したレベニュー債をみる。

ニューヨーク州政府は個人所得税の 25% を償還原資とするレベニュー債を、一般財源保証債とは別に発行している。その発行は、環境インフラ施設や高速道路の建設、都市開発、住宅供給など、特定の公共事業の実施を目的とする場合にのみ認められている。

また、元利の支払いは、州一般会計とは別立てのレベニュー債・税収基金（Revenue Bond Tax Fund、以下「税収基金」）で管理されている。州政府の個人所得税収の 25% はそのまま税収基金に繰り入れられ、債務の返済に最優先して用いられることとなっており、元利償還義務を果たさない限り、税収基金の資産を他の目的で使うことは認められていない。また、逆に州政府には、州個人所得税収の 25% を越えて税収基金に拠出する義務はなく、たとえレベニュー債がデフォルトしたとしても、追加的な支払いをする必要はない。

この事例は、ニューヨーク州政府が環境局（Department of Environmental Conservation）で行っている環境インフラ施設の建設や、その運営に関連する事業の実施に要する費用の州負担分（シリーズ A 債）、および民営の汚水処理施設や原子力発電所に対して州政府が支払う拠出金（シリーズ B 債）の財源調達を目的として 2008 年に発行したレベニュー債である（図表 5）。直接の発行体である EFC は、環境インフラ事業に対して州政府が負担する拠出金や、起債を通じて調達した資金を管理する目的で 1970 年に州政府が創設

図表5 ニューヨーク州による環境事業目的レベニュー債の発行



(出所) 目論見書より、野村資本市場研究所作成

した公社である。今回の発行額は、2つのシリーズの合計で1.6億ドル、償還年限については、シリーズA債は6～20年、シリーズB債は1～5年の各年に設定されている。

発行利回りの水準をみると、10年債の発行利回りが3.67%、20年債が4.74%と、同時点での州一般財源保証債の流通利回り（10年債4.44%・20年債5.08%）をそれぞれ77bp（ベース・ポイント）、34bp下回る水準となっている点が注目される⁵。

これは、税収基金の財務状態の健全性が高く評価された結果であると考えられる。税収基金の収入の過去10年間の推移をみると、1997年度の45.7億ドルから2006年度には76.4億ドルにまで上昇した。その一方で、税収基金の支出、すなわち同基金からのレベニュー債の元利払いの今後の見通しでは、ピークを迎える2009年度でも9.4億ドルと、2006年度の収入の8分の1未満、2008年度の収入見込み額（96.3億ドル）の1割未満の水準にある。レベニュー債の発行は、税収基金のピーク時の支出見通し額が、基金の一年間の収入の半分以下となるように上限が設定されているが、この規定を踏まえても基金の財務状態には余裕があるといえよう。実際、今回発行されたレベニュー債の格付けはAAA格（S&P）、およびAA-格（フィッチ）と、実質的な資金調達主体である州政府の発行体格付け（AA格・AA-格）と同等、ないしそれを上回る水準となっている⁶。

3. マサチューセッツ州ヘルスケア・教育施設公社

第三に、民間団体の資金調達支援を目的として発行されているレベニュー債の事例をみる。

米国では、私立大学や私立病院などといった民間団体が、地方債を通じて資金を調達している事例がしばしば見受けられる。例えば、マサチューセッツ工科大学（Massachusetts

⁵ 2008年3月5日時点。ブルームバーグ参照。

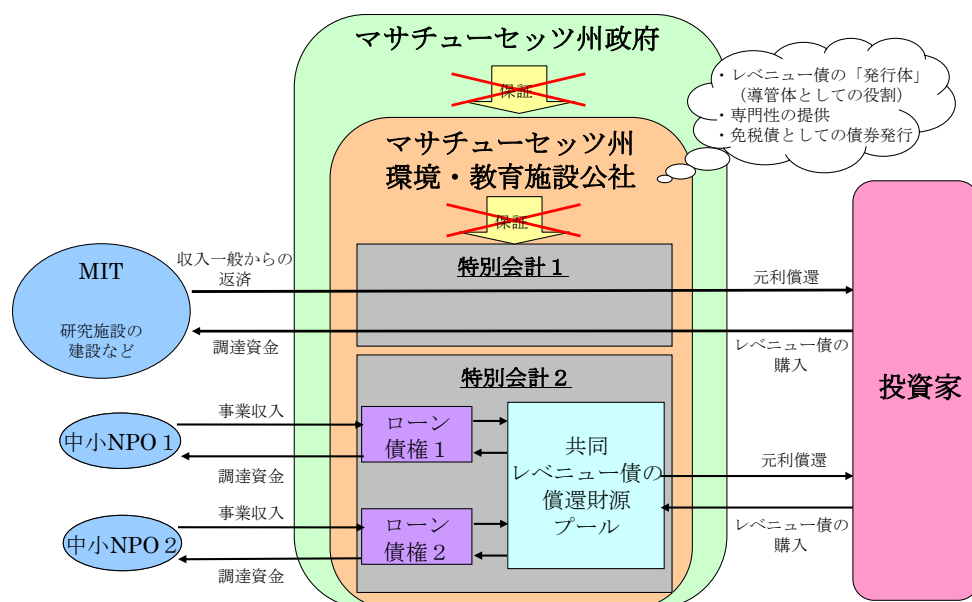
⁶ 州政府の格付けは2008年2月末時点。Securities Industry and Financial Markets Association, *Research Report*, 04/16/2008参照。なお、レベニュー債の発行条件は同年3月5日に実施された競争入札で決定されている。

Institute of Technology, MIT) は、実験所の拡張や図書館の統合といった大学の研究・教育施設の整備を目的として、2008年に3.2億ドルの免税資金を調達した。発行利回りは6年債で3.28%、30年債で4.83%と、例えばマサチューセッツ州政府の一般財源保証債の流通利回りと比べて同等以下の水準にあり（7年債3.77%、30年債4.84%、2008年7月1日時点）⁷、その意味でMITの資金調達コストは相当に抑えられているといえよう⁸。

実は、レベニュー債は、このように低利の長期資金を民間団体に提供する目的でも活用されている。上記のMITの資金調達は、マサチューセッツ州ヘルスケア・教育施設公社（Massachusetts Health and Educational Facilities Authority, HEFA）を介して行われたものである。HEFAは、病院や大学、研究施設などヘルスケア・教育関連の分野に携わる州内の民間非営利団体（Non-Profit Organization, NPO）が、例えば施設の建設・改修や、研究設備の購入といった投資的事業を行う際に必要となる資金をレベニュー債の発行を通じてまとめて調達することによって、NPOを資金面で支援し、住民の生活水準の向上を図ることを目的とした州政府の組織である。

レベニュー債をめぐる一連の資金の流れは、次の通りである（図表6）。まず、HEFAは、資金調達を希望するNPOから申請を受けると、その目的の適格性を審査する。適格とされると、当該NPOの一般財源を償還財源とするレベニュー債がHEFAによって発行される。同レベニュー債に対してHEFAや州政府は保証を行わない。NPOの規模が大きい場合は、複数の資金調達需要をまとめて共同レベニュー債を発行するという方法が採られる。起債により調達された資金は、引受金融機関への手数料などを差し引いた上で、

図表6 マサチューセッツ州環境・教育施設公社によるレベニュー債の発行



(出所) 目論見書、およびマサチューセッツ州環境・教育施設公社資料より、野村資本市場研究所作成

⁷ ブルームバーグ参照。

⁸ 同案件で発行されたレベニュー債は、S&Pとムーディーズより各々最高格付け（AAA/Aaa格）を得ている。

そのまま NPO に提供され、予定されていた NPO の投資的事業の実施に充てられることとなる。NPO は、資金を調達した時点、および債務を負っている期間中は半年毎に、HEFA に対して借り入れ規模に応じた手数料を支払う必要がある。HEFA の運営経費のほとんどはこの手数料収入によって賄われており、州政府などからの補助金は受けていない。

レベニュー債の発行過程において、HEFA は NPO と資本市場をつなぐ共同資金調達の媒介役としての役割を果たしている。HEFA が NPO に代わって金融機関と接触し、発行条件の交渉を行うことにより NPO にとっては、①自身で債券を発行した経験がそれまでほとんどなかったとしても、HEFA を利用することで、HEFA が 40 年以上の歴史の中で培ってきた資金調達の経験や専門知識、金融機関との関係を活用することが可能となる、あるいは②あくまで HEFA が発行体となるため、レベニュー債は免税債として発行されることとなり、その分発行利回りを抑えることができる、といったメリットが期待できる。さらに、中小 NPO 場合には、③共同レベニュー債の発行規模は、単独で起債を行う場合に比べて大きくなるので、その分債券の流動性が向上して発行利回りが抑制できたり、起債コストの固定費用の負担を軽減できるといったメリットの実現も、併せて図ることができる。

州政府の立場からすると、資金調達はあくまでレベニュー債の発行を通じて行われているため、元利償還は NPO 自身が負担しており、かつそのデフォルト・リスクは州政府や HEFA ではなく、レベニュー債の投資家が負っている。それゆえ、こうしたレベニュー債発行の枠組みは、州政府が財政負担を伴わずに、NPO の事業活動を金融面から支援することを可能にする仕組みといえる。また、NPO による制度の過度な活用というモラル・ハザードの可能性も、投資家によるリスクの評価を通じて抑えられていると考えられる。

HEFA の活用状況をみると、レベニュー債の発行額は額面ベースで 33.1 億ドル（2008 年）、発行残高は 144.8 億ドル（2008 年 6 月末時点）にのぼる。マサチューセッツ州全体での 2008 年の地方債発行額が 143.1 億ドル、うちレベニュー債が 104.2 億ドルであったことを踏まえれば、HEFA は同州内で大きな位置づけを占めていると評価できよう⁹。HEFA を利用している NPO には、高等教育機関では MIT のほかハーバード大学（Harvard University）などが含まれており、またボストン・メディカル・センター（Boston Medical Center）やダナ・ファーバー癌研究所（Dana Farber Cancer Institute）といった医療機関も資金調達を行っている。

なお、HEFA のように公共性の高い事業分野に携わる NPO などに対して、共同資金調達の利点を活かして低利資金を安定的に提供することを目的とする組織は、ニュージャージー州教育施設公社（New Jersey Educational Facilities Authority）、あるいは製造施設や上下水道処理施設などの資金調達を支援するカリフォルニア州地方金融公社（California Municipal Finance Authority）など、多くの州で、また様々な事業を支援する目的で創設されている。

⁹ HEFA 年次報告書、および注 3 資料参照。

IV レベニュー債市場を支えるインフラ

1. 財務アドバイザー

以上でみたような米国地方債市場におけるレベニュー債の普及は、発達した市場インフラによって支えられているものである。

まず、資金調達主体を支えるインフラとしては財務アドバイザーがある。米国では、地方債発行案件の過半に財務アドバイザーが関わっている¹⁰。財務アドバイザーは、一般財源保証債の起債にも関わっているが、レベニュー債の発行においては、特に個別性の強い各セクターの事情、あるいは発行体の置かれている状況を踏まえて、サービスを提供している¹¹。

米国地方債市場の財務アドバイザー最大手で、公的セクター向けサービスを専門的に取り扱っているパブリック・フィナンシャル・マネジメント（Public Financial Management）は、州政府等の財政運営に対する包括的なアドバイス業務を行っている¹²。具体的には、顧客の予算や事業計画の策定に関与し、必要に応じて事業効率の改善や収入の増加に向けた取り組みを支援している。また、顧客が抱える債務を分析して最適な債務構成を提案したり、その実現に向けた助言も行っている。その一環として起債過程では、①個別の需要に合わせて資金調達計画を立てたり、②金利や償還年限、元利払いの原資などレベニュー債の発行条件について具体的に提案をしたり、さらには③引受金融機関や格付機関などとの交渉を進める際に資金調達側の立場に立った見解を提示するなどのサービスを提供している。

同社は、マサチューセッツ州にあるミルフォード・メディカル・センター（Milford Regional Medical Center）が 2007 年に 6,840 万ドルのレベニュー債を発行した案件では、同レベニュー債の信用力を引き上げるための支援業務を行った。具体的には、レベニュー債の元利償還の担保について、メディカル・センターの一般収入、および調達資金の使途であった癌センター・キャンパスなど同センターの主要施設の賃貸収入を含めることを提案した。加えて、メディカル・センターの収入を安定的にするべく、同センターの提携機関と 20 年間の施設リース契約を締結することを薦め、実際に条件交渉にも関わった。

また、同社は、ニューヨーク州のナッソー郡（Nassau County）に対して、郡の財政収支を改善させるため下水道事業サービス公社（Sewer and Storm Water Authority）の創設を提案した。これによって同郡の中にあつた多くの機能の重複が解消されて事業の効率性が上がるとともに、下水道事業が税収ではなく料金収入によって賄われることとなったことで財源の安定性が高まり、郡が一般財源保証債を発行する場合よりも高い格付けを得ることができた。さらには、下水道事業が抱えていた債務の構成の最適化も容易となり、郡の財政負担は 2003 年から 2007 年までの 5 年間で 1.7 億ドル以上軽減されたとされる。

大手財務アドバイザーには、パブリック・フィナンシャル・マネジメントのように、電

¹⁰ 2008 年の実績では、財務アドバイザー上位 50 社が関わった起債案件の発行規模は 2,258 億ドルと、地方債発行額全体の 57.7%を占めた。注 3 資料より算出。

¹¹ 注 4 資料に詳しい。

¹² 以下、パブリック・フィナンシャル・マネジメント資料参照。

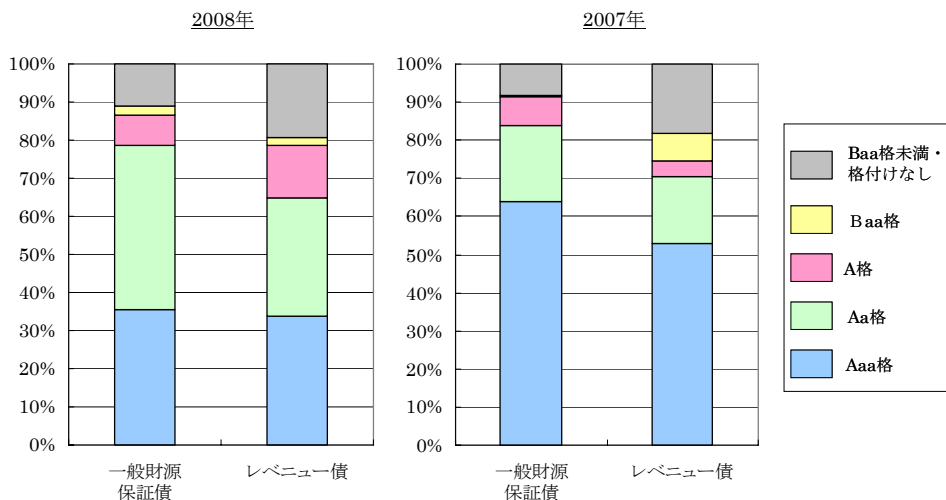
力や上下水道、輸送セクターなど様々なセクターでサービスを提供しているところもあれば、特定のセクターを専門としているところもある。例えば、カウフマン・ホール&アソシエイツ (Kaufman, Hall & Associates) は、ヘルスケア・セクターに特化して、財務面でのアドバイス提供などを行っている。近年、ヘルスケア・セクターでの起債額の増加に伴って同社の事業規模も拡大しており、サービスを提供する起債案件の資金調達規模は2004年の36.3億ドルから2008年には161.3億ドルへと4倍以上に増加した。また、アドバイザー・ランキングも、同期間中に8位から4位にまで上昇した¹³。

2. 信用リスク評価のインフラとしての格付け

また、レベニュー債市場を支えるもう一つの重要なインフラとして格付けの普及も注目される¹⁴。格付けは、投資家に代わって専門家の立場から債券の信用リスクが分析された結果を、他の債券と比較可能な形で示したものであり、投資家の負担を軽減するというメリットがあるとされる。レベニュー債の場合、州政府等の一般財源を担保として発行される一般財源保証債と比べて発行体、あるいは償還財源の個別性がより強いと考えられることから、投資家にとって格付けを利用することのメリットは相対的に大きいと思われる。

格付け水準の分布をみると、2008年発行分で最も大きな割合を占めるのはAaa格である(図表7)。2007年と比べると、金融危機を受けて、レベニュー債の過半が利用している金融保証(モノライン)保険の提供会社の多くが格下げを受けたことや、レベニュー債

図表7 レベニュー債の格付けの分布状況(発行額ベース)



(出所) SIFMA 資料より、野村資本市場研究所作成

¹³ 注3資料参照。

¹⁴ 債券市場の情報インフラとしては目論見書も重要である。米国では、地方債一般で作成が実質的に義務付けられている。詳しくは、大崎貞和「米国地方債市場における情報開示 —電子開示システム「ディスクロージャーUSA」の稼働—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2004年秋号参照。

そのものの信用力の低下などもあって、Aaa 格の割合は 53.0%から 33.9%へと 19.1%ポイント減少した¹⁵。ただし、その分 Aa 格や A 格の割合が約 10%ポイントずつ上昇したことから、引き続きレベニュー債の過半が Aa 格以上を、7割以上が A 格以上となっている。

大手格付機関によるレベニュー債のリスク評価方法をみると、主要セクター別に個別の事情・特性を踏まえた分析枠組みを設けており、それに沿って格付けを付している。例えば、フィッチの水道セクターの格付けガイドラインをみると、1972 年連邦水質汚染防止法（the Federal Clean Water Act）や 1974 年飲料水安全法（the Safe Drinking Water Act）によって規制が強化されているという制度環境や、水道事業の特性上、独占的な立場でサービスが提供されることによる収入の安定性といった事業の一般的な特性が考慮されている。その上で、①経営陣、②事業の運営状況、③財務状態、④資本水準と債務管理政策、⑤事業遂行能力、⑥法規制の遵守状況、⑦地域の特性、⑧水道利用者の伸び率と集中度、⑨レベニュー債のコバナンツといった観点から、個別の信用リスクが分析されている¹⁶。

3. 投資インフラとしての地方債ファンド

レベニュー債市場におけるインフラとしてはさらに、地方債ファンドの存在も重要である。

米国の地方債は、個人投資家が実質的に過半を保有しているが、そこで投資信託が果たしている役割は大きい。2009 年 3 月末時点の地方債保有者構造をみると、発行残高 2.7 兆ドルのうち、個人投資家の直接保有分が 9,933 億ドルと、36.5%を占めているが、これにほぼ匹敵する 9,682 億ドル、35.6%が、投資信託を通じて保有されているのである¹⁷。

投資家が投資信託を通じて資産運用を行う場合、①少額からの投資、②分散投資、③専門家による運用という利点を受けることが一般的に可能とされている。このことは地方債ファンドにも通じるが、特にレベニュー債投資の場合には、先述のとおり一般財源保証債と比べて個別性がより強いことから、こうした利点の効果は相対的に大きいと考えられる。

今日では、年限（長期債か短期債か）、発行体の地域性（特定の州に限定するか、全米の地方債を対象とするか）、リスクとリターンの関係（運用対象の中心が安全性の高い地方債か、高リスク・高リターンの地方債か）といった点で、様々な地方債ファンドが提供されている。それゆえ、投資家は、自らの選好にもとづいてファンドを選ぶことで、レベニュー債個々のリスクを調べる手間を省きつつ、合理的な投資を行うことが容易となっており¹⁸、このことが個人投資家の資金をレベニュー債市場に引き付ける一助となっている。

¹⁵ 金融保証保険について詳しくは、三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

¹⁶ Fitch Ratings, “Water and Sewer Revenue Bond Rating Guidelines”, *Revenue Criteria Report*, 08/06/2008 参照。

¹⁷ FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。なお、米国地方債市場の保有者構造について詳しくは、井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国地方債市場から得られる日本への示唆 — 発展の鍵を握る家計と投資信託 —」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年冬号参照。

¹⁸ 地方債ファンドについて詳しくは、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債ファンド市場の現状 — 民間資金を引き付ける市場インフラとしての可能性 —」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年夏号参照。

V わが国におけるレベニュー債の導入可能性

以上でみてきたように、米国では州政府等が自らの資金調達手段として、あるいは実質的に地域の民間団体の資金調達手段として、レベニュー債が積極的に活用されている。

わが国においても、今後、地方分権化のさらなる進展が予想される中、財政再建や地域活性化などにおいて地方自治体に期待される役割や、果たすべき責任はいつそう拡大すると考えられる。そして、その際にレベニュー債が有する潜在的な可能性は大きいと思われる。

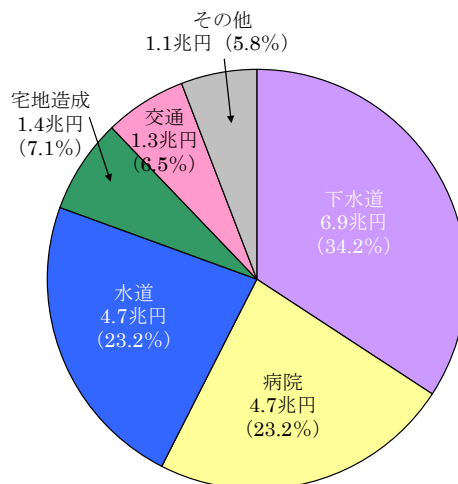
本章では、わが国におけるレベニュー債導入の可能性について、具体的に検討していく。

1. 財政運営の透明性向上と効率化を目的としたレベニュー債の可能性

まず、レベニュー債の導入分野としては、第一に、地方公営企業が行っている事業のように、サービスの需要者と費用負担者の関係が特定化しやすいものが挙げられる。

地方公営企業は、ある特定の公共サービスを地域住民に提供することに特化しており、その収入や経費は、事業別に設けられている特別会計で管理されている。地方公営企業がサービスを提供している分野は、地方公営企業法第 2 条や地方財政法施行令第 12 条などで規定されているが、2007 年度の決算規模（支出ベース）でみると、下水道事業が 6.9 兆円と最も大きく、以下、病院（4.7 兆円）、水道（4.7 兆円）、宅地造成（1.4 兆円）、交通（1.3 兆円）と続いている（図表 8）。

図表 8 公営企業の決算規模の事業別内訳



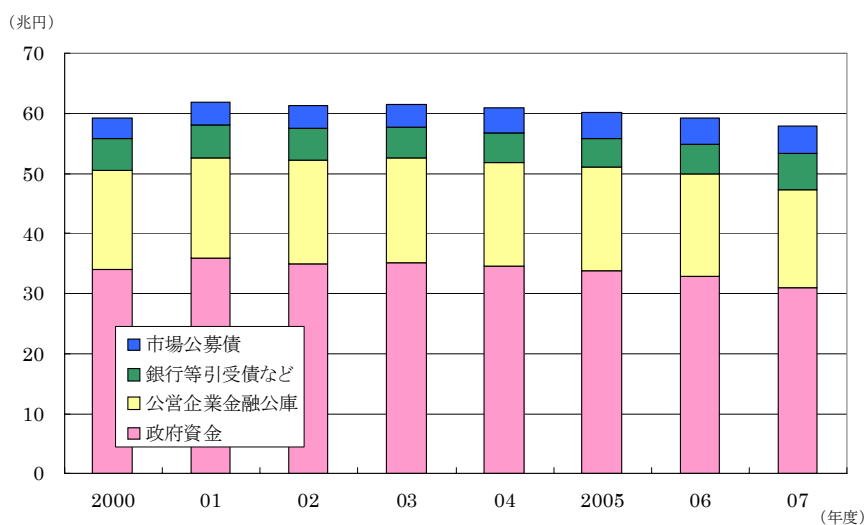
(注) 「決算規模」は、地方公営企業法が適用される企業（「法適用企業」）については、「総費用－減価償却費＋資本的支出」、同法が適用されない企業（「法非適用企業」）については、「総費用＋資本的支出＋積立金＋繰上充用金」としている。2007 年度決算ベース。

(出所) 総務省『地方公営企業年鑑』より、野村資本市場研究所作成

地方公営企業の運営の財源は、事業の特性上、やむをえず生じると考えられる赤字部分については中央政府や地方自治体から補助金が交付されるものの、それ以外については原則的に料金収入で相当部分を賄うこととされている¹⁹。しかし、地方公営企業が施設の建設や改修を目的として借り入れを行う際、その資金調達には地方公営企業によって直接的に行われるわけではなく、地方自治体が地方公営企業への融資を目的として地方債を発行し（企業債）、その調達資金が地方公営企業に回されている。企業債の元利払いは地方公営企業が得る事業収入から行われることとされているものの、それだけでは不足する場合は、地方自治体の一般財源などからも支払いが行われることになるものと考えられる。

さらに、企業債の資金調達先をみると、2007年度末時点においては57.9兆円の発行残高全体のうち、財政投融资制度を介した公的資金の引受分が47.2兆円と、全体の81.6%を占めている（図表9）。特に、地方公営企業に対する融資を専門に行っていた政府系金融機関の旧公営企業金融公庫（現在の地方公共団体金融機構）の引受分が28.3%にのぼる²⁰。公的資金から融資が行われる場合、その金利水準は、銀行や資本市場からの借り入れと比べて一般的に低いとされており、それゆえ公的資金の割合が大きいことは、長期的な資金調達に対する優遇措置、実質的な補助金交付措置と捉えることも可能である。他方、これに対して、銀行からの借り入れ（銀行等引受債）は10.5%、債券市場からの公募での資金調達である市場公募債は7.9%を占めるにすぎず、地方債全体での両者の割合（銀行

図表9 企業債の引受資金別発行残高の推移



（出所）総務省『地方公営企業年鑑』より、野村資本市場研究所作成

¹⁹ 地方公営企業法第17条の2では、「その性質上当該地方公営企業の経営に伴う収入をもつて充てることが適当でない経費」や「当該地方公営企業の性質上能率的な経営を行なつてもなおその経営に伴う収入のみをもつて充てることが客観的に困難であると認められる経費」を除いて、「地方公営企業の特別会計においては、その経費は（中略）当該地方公営企業の経営に伴う収入をもつて充てなければならない」と規定されている。

²⁰ 旧公営企業金融公庫は、現在は地方公共団体金融機構として業務を行っている。そこでは、地方公営企業への融資を専門的に行っているわけではなく、地方自治体自身が行う一般会計事業も融資対象とされている。

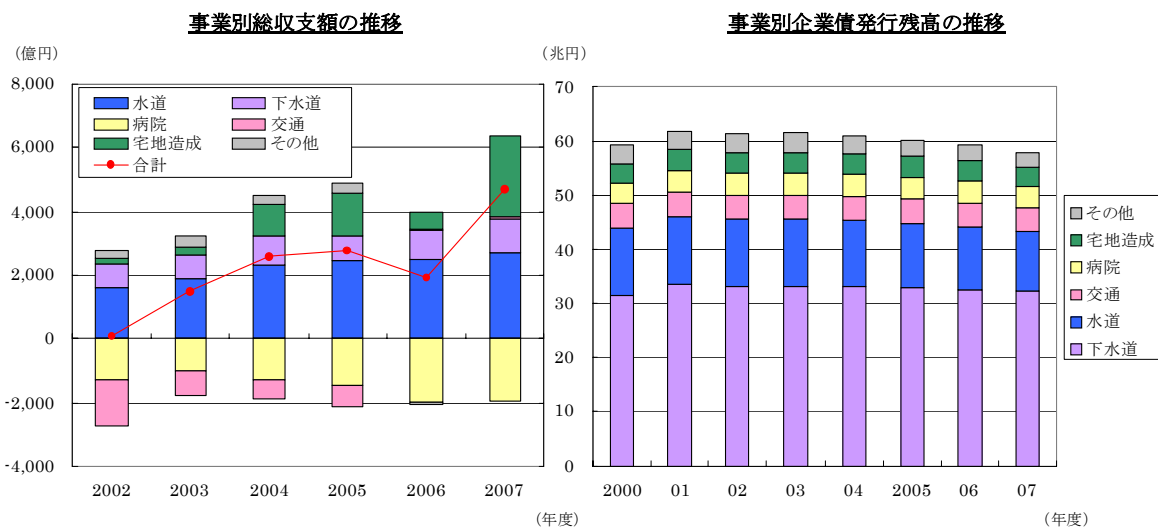
等引受債 25.7%、市場公募債 16.0%) を下回る水準にとどまっている²¹。

繰り返しとなるが、地方公営企業の運営は、その性格上、サービスの利用者からの料金収入をもって支出の多くを賄い、地方自治体などからの補助金を加えたベースでの最終的な収支は均衡ないし黒字を維持していることが原則とされる。このことを踏まえれば、個別事業の特性や運営環境を踏まえる必要はあるものの、地方自治体の財政負担を軽減する観点から、また地方公営企業の事業の透明性・効率性を高める観点から、現状を改め、地方公営企業の事業運営に要する資金を調達する手段としてレベニュー債を導入することには大きな意義があると考えられる。

主要事業別の収支額の推移をみると、少なくとも 2002 年度以降は、地方公営企業全体として黒字が維持されていることがわかる(図表 10)。特に、水道事業は毎年度 2,000 億円前後の経常収支を維持しており、宅地造成事業も黒字ベースで堅調に推移している。また両事業は、経常的な経費に充当される「収益的収入」に占める料金収入の割合がともに 90.4%、また投資事業などに充てられる「資本的収入」に占める収益的収支の余剰分(補填財源など)の割合が各々 54.4%・59.2%と大きく、地方自治体などからの補助金への依存度が低い(図表 11)。こうした分野は、レベニュー債の導入が比較的容易に実現しやすい分野と思われる。

一方、例えば病院事業は、水道事業とは対照的に 2,000 億円程度の赤字を毎年度、生んでいる。2007 年度の決算を収益的収支と資本的収支に分けてみても、収益的収入に対する料金収入の割合は 82.1%と十分ではなく、また資本的支出が大きいこともあって、両収支で赤字となっている。また、下水道事業は、毎年度の収支は 700 億～1,000 億円の黒字を維持しているものの、収益的収入に占める料金収入が 52.9%、資本的収入に占める収益的収支の余剰分の割合が 29.8%と相対的に低く、他の事業に比して補助金への依存度が高

図表 10 地方公営企業の各事業の総収支額と企業債発行残高の推移



(出所) 総務省『地方公営企業年鑑』より、野村資本市場研究所作成

²¹ 2006 年度末時点。地方債協会『地方債統計年報』参照。

図表 11 地方公営企業の主要事業の 2007 年度決算の内容

(単位：億円)

		全事業	水道	交通	病院	下水道	その他	
収益的 収支	経常 収益	料金収入	85,275 (81.3%)	28,562 (90.4%)	6,679 (83.0%)	32,813 (82.1%)	7,779 (52.9%)	9,442 (89.1%)
		他会計負担金	9,088	109	9	4,406	4,563	1
		営業補助金	4,544	636	827	959	1,972	150
		その他収入	5,938	2,270	522	1,775	367	1,004
	収益合計	104,845	31,577	8,037	39,954	14,680	10,596	
	経常 費用	職員給与費	28,583	4,400	2,804	19,360	1,247	771
		その他支出	42,459	12,521	1,958	18,654	3,464	5,862
		支払利子	10,838	3,652	1,334	1,160	4,105	587
		減価償却	19,584	8,333	1,887	2,786	5,436	1,142
	費用合計	101,464	28,906	7,983	41,960	14,252	8,362	
当年度 利益	経常損益	3,382	2,671	54	-2,006	428	2,234	
	純損益	3,947	2,639	110	-1,947	441	2,704	
累積 欠損金		49,381	1,287	22,595	20,015	2,050	3,434	
資本的 収支	資本的 支出 財源	補填財源など	26,466 (41.6%)	12,378 (54.4%)	1,702 (27.6%)	1,823 (26.0%)	6,027 (29.8%)	4,535 (61.2%)
		他会計出資金など	4,132	1,032	537	1,638	673	252
		建設補助金	4,960	923	641	127	3,108	161
		企業債	24,412	7,152	2,684	3,355	10,012	1,208
		その他収入	3,577	1,253	612	73	390	1,250
	収入合計	63,547	22,737	6,175	7,017	20,210	7,406	
	資本的 支出	建設改良費	24,299	9,703	2,056	2,833	7,407	2,300
		企業債償還費	36,830	12,244	4,074	3,963	13,012	3,537
		その他経費	3,478	833	527	431	90	1,598
		支出合計	64,608	22,780	6,657	7,228	20,509	7,435
財源不足額		-1,062	-43	-482	-210	-298	-29	

(注) 「料金収入」と「補填財源など」の下段は、経常収益ないし資本的支出財源に占める比率を示す。
また、法適用企業のみを対象としている。

(出所) 総務省『地方公営企業年鑑』より、野村資本市場研究所作成

い。こうした事業分野については、料金収入や補助金の水準を含め、事業運営のあり方を検討した上で、レベニュー債の発行を模索していくこととなる。

2. 地方自治体自身の資金調達手段としてレベニュー債の可能性

レベニュー債の導入が検討されうる第二の分野は、地方自治体自身の資金調達である。

わが国においては、1990年代の長期不況の間に、減税と歳出拡大を併せた財政出動政策が大規模に行われ、その際に地方債の発行額が伸びたことから、その残高も急速に累増し、2006年度末時点で198兆円と、地方歳入全体(91兆円)の2倍以上の規模となっている。地方自治体によっては、同比率はさらに大きいところもあり、過去の財政運営の結果として抱えている債務の大きさに苦しんでいるところも少なくない。

さらに、地方分権化がさらに具体的な形で進展すれば、地方自治体間の財政力格差がそれにつれて拡大することも予想される。というのも、地方自治体の財政運営における権限と責任が強化される結果、歳入面では、中央政府などからの補助金の割合が減少して、地方税収への依存度が高まることとなり、一方で歳出面では、地方自治体が提供する公共サービスの範囲が広がり、その費用負担も大きくなると考えられるからである。そうすると、財政一般の状況が厳しさを増す地方自治体の数が増えてくる可能性がある。

こうした状況を踏まえると、地方自治体においては、一般会計から一部の財源を切り離

し、これを償還財源としてレベニュー債を発行することで、地方自治体の財政一般がたとえ厳しい状況にあるとしても、財政運営に必要な資金を調達することも可能となるのではないだろうか。場合によっては、発行体である地方自治体にとってより有利な発行条件を実現することを図ることもできよう。

具体的には、例えば普通税の一部目的税化という方法が考えられる。すなわち、ある税目（普通税）からの収入の一部を、レベニュー債の調達資金や元利償還資金を管理する特別会計の収入として自動的に充てるようにするのである。候補となる税目としては、固定資産税や地方消費税など、比較的景気変動に左右されにくく、キャッシュ・フローが安定しているものが、レベニュー債の信用力を高めるという観点からは望ましいと思われる。わが国で現在発行されている地方債の元利償還財源は、地方自治体の基本的な財政運営の収支を管理している一般会計の収入から基本的に行われている。それゆえ、地方債の元利償還財源の信用力は、一般会計の収入の大きさや安定性ととも、一般会計で負担される公共サービスの費用の大きさにも左右されることとなる。しかし、特にキャッシュ・フローが安定している税収入をレベニュー債の償還財源として切り出すことができれば、当該地方自治体が一般財源を用いて行っている事業の規模や採算性とはほぼ無関係に、レベニュー債の信用力は評価されることとなる。その結果、地方自治体の一般的な信用力よりも、レベニュー債の方が高いと評価される状況が実現しうることも考えられよう。

3. 公共性の高いサービスの量的・質的な拡充を目的としたレベニュー債の可能性

レベニュー債の導入候補の第三の分野は公民連携（Public/Private Partnership, PPP）である。

わが国でも近年、地方自治体など公的セクターと民間団体とが連携することで、公共性の高いサービスをより効率的に住民に提供する可能性を模索する動きが進んでいる。これには、公的セクターの関与の度合いに応じて「公共サービス型」・「公共資産活用型」・「規制・誘導型」の三類型があるとされる²²。「公共サービス型」とは、地方自治体が提供するサービスの基本的な内容についてあらかじめ定め、そのサービスの提供のみを民間団体に委ねるパターンである。PFI（Private Finance Initiative）や民営化、指定管理者制度などがこれに該当する。第二の「公共資産活用型」は、地方自治体が所有する公有地や公有施設の活用を民間に委ねるパターンである。第三の「規制・誘導型」は、規制の変更・緩和、補助金などの優遇措置の実施を通じて、民間団体を政策目的に適う方向に誘導するパターンである。企業誘致や街おこしなどがその典型である。

PPP では、民間団体が有する専門知識や経験を活かしたり、費用ないしリスクをリターンと引き換えに民間にも配分して市場規律を適度に働かせることによって、サービス提供の効率性を引き上げたり、公的セクターの財政負担を軽減したり、あるいは住民向けサー

²² 根本祐二『地域再生に金融を活かす 公民連携の鍵をにぎる金融の役割』学芸出版社、2006年参照。

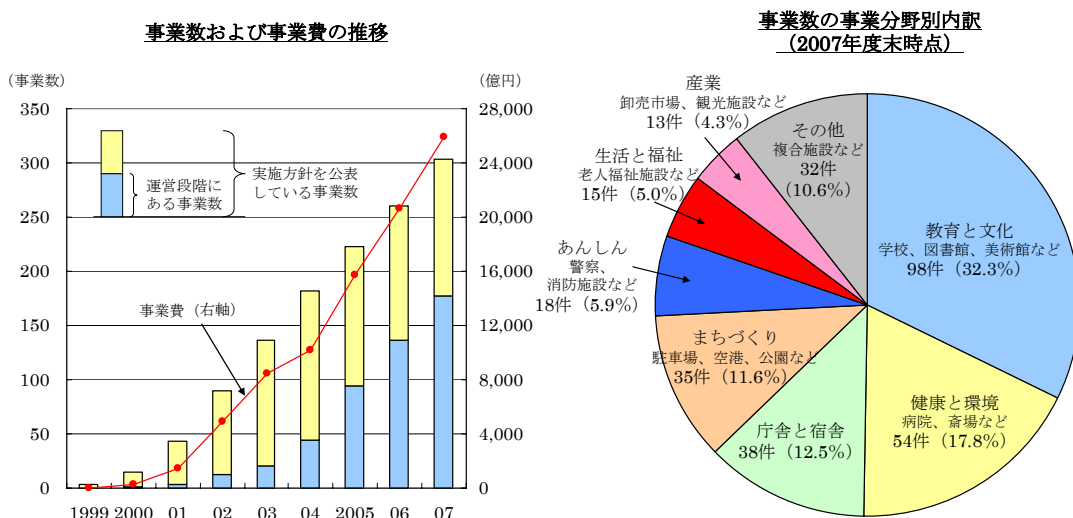
ビスを量的にも質的にも拡充することなどが可能となるとされる。こうした分野にレベニュー債を導入すれば、民間団体の PPP への参加をさらに促しうるものと考えられる。

その一例として PFI を取り上げると、そもそも PFI とは、一度、民間の費用負担のもとで必要な公共施設を建設・整備した上で、そこから提供されるサービスを地方自治体などが購入することで、民間がサービスの供給を通じて費用を回収し、さらには高いリターンを獲得することを図れるという仕組みである²³。これにより、事業の採算性が市場から評価され、公共サービスの供給がより効率的に行われるものと期待されている。

この仕組みにおいて、民間が負担する事業への投資資金の調達手段として、事業運営を通じて得られる収益を償還原資とするレベニュー債を活用するという仕組みを考えることは、検討に値するものと思われる。債券発行により、機関投資家や個人投資家から広く資金を募ることが可能となれば、PFI に参加しようとする民間団体の資金調達手段にも多様性が生まれ、リスク許容度の幅も広がることとなり、その結果、PFI を活用することができる事業も増えることとなろう。その一方で、地方自治体にとっては、あくまでも民間がリスクを負担するという基本的な枠組みが維持され、追加的な費用負担が発生することはない、という利点がある。地方自治体は、PFI に参加して事業を行う民間団体と債券市場とをつなぐ役割に徹することで、PFI の可能性をいっそう大きくすることが可能となるのである。そうすれば、現在 2.5 兆円規模にまで成長している PFI 市場の規模がさらに拡大する可能性もあるといえよう（図表 12）。

また、地方自治体の保有資産を活用した資金調達的手段としてレベニュー債を活用することも考えられる。すなわち、地方自治体が所有する土地や施設を、民間企業、あるいは教育機関や医療施設といった非営利組織などに貸し出し、そこから得られる収入を償還財

図表 12 わが国の PFI 市場



(出所) 内閣府『PFI アニュアルレポート 2007』より、野村資本市場研究所作成

²³ PFI について詳しくは、岩谷賢伸「わが国 PFI 事業の展開と資本市場活用の可能性」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2001 年秋号参照。

源とするレベニュー債を発行するという方法である。同債券のキャッシュ・フローの安定性が市場から評価されれば、地方自治体自身が発行する地方債とほぼ同等の、場合によってはそれ以上に地方自治体にとって有利な条件を引き出すことができるかもしれない。

わが国の地方自治体が抱える資産は、仮に政令指定都市に限ると、有形固定資産は41.5兆円、うち土地が19.3兆円にのぼる²⁴。これらの全てを、収益を生む資産として活用し、レベニュー債の償還原資に供することは難しいであろうが、2006年8月に打ち出された「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針」において「資産・債務管理」の必要性が打ち出されていることを踏まえても、こうした地方自治体の資産を活用した資金調達に向けた本格的な取り組みの必要性は高まっており、そこにおいてレベニュー債を活用する余地は十分にあるのではないだろうか。

さらには、「規制・誘導型」のPPPにおいても、レベニュー債の活用を検討することができる。例えば、地方自治体がある産業を振興する目的で企業誘致をしたり、地域活性化を目的に民間団体を実施主体とするようなプロジェクトを企画した場合に、彼らの資金調達を支援するべくレベニュー債を発行するのである。民間団体から地方自治体に支払われる元利払いを償還原資とするレベニュー債を組成できれば、地方自治体としてはなんら財政負担上のリスクを負わずに済む。民間の立場からすれば、起債プロセスにおいて地方自治体の有する経験や金融機関などとの関係を活かすことが可能となり、資金調達コストを軽減できる可能性がある。さらに、プロジェクト単位で民間の債権をまとめたレベニュー債を発行すれば、投資家は分散投資の効果が期待できるし、債券の流動性の向上にもつながりうるといった形で、共同資金調達のメリットを享受することが可能となる。加えて、レベニュー債にプロジェクト名を冠すれば、事業の知名度の向上も期待できよう。

4. わが国へのレベニュー債導入において想定される課題

ただし、わが国へのレベニュー債の導入に際しては、同時に克服すべきいくつかの課題が存在することも踏まえておく必要がある。

課題の第一は制度的対応である。これまで、わが国ではレベニュー債が発行されたことがなく、地方財政法や地方公営企業法の規定も、その可能性を織り込んだ内容ではない。それゆえ、そもそも地方自治体が償還原資を特定の財源に限定した地方債を発行できるのか、あるいは地方公営企業が独自に債券を発行することは可能か、といった点を確認する必要がある。場合によっては規定を修正・追加することも検討されるべきであろう。地方財政法には、地方債の償還原資に関する規定は盛り込まれていない。また、地方公営企業法には、地方自治体からの出資や貸付け、負担金などのほか、地方公営企業自身の経営に伴う収入のみが地方公営企業の収入源として記されており、自ら債券を発行して財源とすることができるかについては明記されていない（第17条の2）。

また、地方債制度は、他の財政制度と深く連関していることから、レベニュー債の発行

²⁴ 原則として2007年度末時点の値を用いて算出。

に際してはこの部分でも調整が必要となろう。例えば、元利払い負担の一部を地方交付税制度を通じて保障するという「交付税措置」が受けられるとされる事業について、その資金をレベニュー債の発行を通じて調達する場合も、引き続き同様の措置が認められるのか、という問題がある。地方税との関係では、ある普通税の収入を、レベニュー債の償還原資に割り当てるべく特定財源化することを、地方自治体が柔軟に行えるよう、必要な制度的手当てを講じることも必要となつてこよう。

課題の第二は、市場のインフラ整備の問題である。米国の事例を紹介した際に指摘したとおり、レベニュー債市場においては、発行体を支える財務アドバイザーや、投資家に代わってレベニュー債の信用リスクを分析する格付機関、およびポートフォリオに多様なレベニュー債を組み入れた地方債ファンドが重要な役割を果たしている。加えて、わが国の場合は、レベニュー債の発行条件をわかりやすく示した目論見書や、継続的に情報を開示する年次報告書の作成、およびその内容の正確性を担保するための監査といった、情報開示のよりいっそうの推進も、併せて重要な課題となろう。この点については、市場を育成するという長期的な視点から、例えば目論見書への必要な記載事項の検討や、年次報告書の雛形の作成、外部の専門家による監査体制のいっそうの拡充、あるいは信用リスク分析の大枠の設定といった、レベニュー債市場の業界標準を構築していくことが必要となるものと考えられる。と同時に、投資家の資金をレベニュー債市場に引き付けるべく、地方債ファンドのような金融商品が提供されることも、同市場の発展を促す大きな要素となろう。

検討されるべき事項としては、さらにレベニュー債の発行を専門的に扱う機関の創設がある。同様の機関を新設する、あるいは既存の機関に追加的にそうした機能を期待することで、専門知識や経験の蓄積はより効率的に進められると考えられるし、公共性が高いと考えられる特定事業の資金を調達することを目的として、それを実施する中小の市町村、ないし民間団体の資金調達をまとめて行うという共同レベニュー債の発行も可能となろう。

VI 終わりに

本稿では、米国地方債市場において積極的に活用されているレベニュー債について検討し、わが国への導入可能性を探ってきた。米国で普及している背景にある、①財政運営の透明性の向上と効率化、②償還財源の切り出しによる資金調達手段の多様化、というレベニュー債がもつメリットは、今後、財政運営における権限と責任がいっそう拡大すると予想されるわが国の地方自治体においても十分、注目に値しよう。

これまでにもレベニュー債をめぐるのは、わが国への導入を主張する見解が存在した。しかし、その多くはレベニュー債のメリットのうち、①のみに注目した議論であったように思われる。すなわち、レベニュー債の発行により、資金使途とされる事業の採算性が市場で評価されて「市場による規律」が機能することによって、事業の効率的な運営が実現するというものである。確かに、本稿で指摘したとおり、レベニュー債の発行にはそう

した部分もあるものの、米国の事例を踏まえれば必ずしもそうした側面だけではなく、地方自治体の資金調達を幅広く財政運営に柔軟性をもたせ、地方自治体が果たしうる役割を拡充することを可能にする手段であるという点にも注目すべきであろう。公共性の高い事業を行う市町村や民間団体への資金面での支援は、その典型である。こうした事実は、わが国にとって極めて示唆深いものといえよう。

本稿で示した提案に限らず、レベニュー債がわが国において果たしうる役割の潜在的可能性は大きいと考えられる。今後、導入の実現に向けた本格的な議論が期待される。