

米国レベニュー債の発展と活用への課題<sup>1</sup>

江夏 あかね

## ■ 要 約 ■

1. 米国の地方公共団体のインフラ整備を担ってきたレベニュー債が地方債市場にどのような要因で浸透し、発展したかを分析した。米国では、一般財源保証債に対する起債制限、財産税の課税制限の法制化及び納税者の反乱といった歴史がレベニュー債の浸透の契機になった。
2. レベニュー債が1世紀超に渡って発展を遂げることが可能になったのは、地方債投資の利便性を向上させる仕組みが構築されてきたことが主因と言える。特に、(1) 地方債格付け、(2) 金融保証保険会社(モノライン保険会社)によって提供されてきた地方債保証、(3) 情報開示の拡充、(4) レベニュー債に関する管理プロセスの強化、といった仕組みが果たした役割は大きい。
3. 連邦制国家の米国では、中央政府による地方公共団体に対する関与が日本に比して少なく、地方公共団体は財源調達効率性を財政運営の基本としてきた。そのような中、地方債の連邦所得税の免税措置は、低利の資金調達を可能としたのみならず、投資家層の拡大に寄与した。一方、連邦政府は、(1) 復興金融公庫(RFC)によるレベニュー債引受、(2) ビルド・アメリカ債(BAB)プログラムを通じた借入金利に対する一定の補助の提供、などを通じて、地方公共団体のレベニュー債活用を喚起した。さらに、レベニュー債に関する税制、法制、金融規制の適正化が適宜行われたことも、市場の健全な発展が促される背景になったとみられる。
4. 日本では現在、レベニュー債のような資金調達は浸透していない。仮に、日本にレベニュー債のような仕組みを本格的に導入する場合、投資の利便性を向上させる仕組みの構築、時代や地方公共団体、投資家のニーズに応じた中央政府による制度支援や関連制度の適正化が必要と言える。

<sup>1</sup> 本稿は、野村證券株式会社の許諾を得て、『財界観測』第77巻第2号(2014年春号)より転載している。なお、紙幅の都合により、転載に際して一部を改編している。

## I はじめに

レベニュー債とは米国地方債の1つで、元利償還の原資を特定の収入源に限定して発行されるものである。レベニュー債は米国で1世紀超の歴史を有し、地方公共団体のインフラ整備等に活用されてきた。レベニュー債の発行額は米地方債全体の約7割に当たる2,638億ドル(2012年)に達し、米国地方債市場では中核的な地位を築いている。

近年においては、米国以外でもレベニュー債のような特定の収入が償還原資となる資金調達手法が注目を集めている。英国では償還原資が税収の将来の増加分に限定されるTax Increment Finance (TIF)が2012年地方財政法を通じて導入されている。日本には地方公共団体によるレベニュー債の仕組みは存在しないが、地方財政健全化の流れの中、茨城県環境保全事業団が2011年6月にレベニュー信託によって資金を調達した。

本稿では、米国の地方公共団体のインフラ整備を担ってきたレベニュー債が地方債市場にどのような要因で浸透し、発展したか、を分析する。具体的には、レベニュー債の商品性や特徴を明らかにした上で、2007年頃からの金融危機を経て、現在までの発展の歴史に焦点を当てる。その上で、レベニュー債の発展を支えた要素を明らかにした上で、レベニュー債活用に向けた課題を考察する。

## II 米国レベニュー債の商品性と特徴

### 1. 仕組みと類型

米国の地方債は、償還原資によって主に(1)一般財源保証債(General Obligation, GO)、(2)レベニュー債、に大別される。一般財源保証債は、起債する地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行され、発行体が元利償還の全責任を負う。一般財源保証債により調達された資金は、地方公共団体等が直接運用する事業(学校、裁判所、消防署等)に充当される。一方、レベニュー債は発行体の信用力ではなく、事業から生じる利用料等の収入等を償還財源として発行される。空港、上下水道、病院等の整備や公営企業の運転資金に充てられる。

レベニュー債は、償還原資となる収益により5つに大別される。第1は上下水道や電力といった公共サービスの受益者から徴収する料金が償還原資となる最も典型的なタイプである。場合によっては利用料等による制約に加えて一般財源保証(general obligation pledge)が付されることがある。この場合は2つ以上の償還原資によって償還されるので、ダブル・バレル債(double barrel bond)と呼ばれる。第2は高速道路、橋梁、空港を始めとした社会資本の通行料・使用料及び付帯事業等の公共施設等運営権(コンセッション)から創出される収益が償還原資となるレベニュー債である。調達された資金で社会資本を整備し、通行料等で償還される。

第3に特別税の税収が償還原資となるレベニュー債である。タバコや酒といった準贅沢

品を対象とした超過課税が該当する。第4にリースバック契約が組み込まれたレベニュー債である。調達した資金で公共施設を建設し、州・地方政府、公社に当該公共施設をリースするものであり、地方公共団体等から支払われるリース料が償還原資となる。第5に産業開発を目的としたレベニュー債である。州・地方政府が債券を発行し、(1) 調達した資金で施設を建設して借り手となる民間セクターにリースし、そのリース料が償還原資となるもの、(2) 調達した資金を民間セクターに転貸し、民間セクターからの返済資金がレベニュー債の償還原資となるもの、の2つがある。

例えば、現在レベニュー債の充当事業の中心となっている教育の場合、典型的なスキームとしては、(1) 学区が域内の学校や教育関連施設の建設・改築等の費用に充当すべく、起債を行い、教育委員会等が定めた特別税を償還原資とするもの、(2) 大学の教育施設や寮等の関連施設の建設・改築等の費用に充当すべく、起債を行い、授業料や寮費等を償還原資とするもの、が挙げられる。

## 2. 発行の枠組み

### 1) レベニュー債を支える法制度

レベニュー債発行については通常、各州の憲法・法律に規定されている<sup>2</sup>。例えば、(1) 当該発行体の起債権能及び充当可能な事業、(2) 社会資本の取得、建設、改良及び拡充のために調達資金を充当し、当該事業から創出された収益をレベニュー債の担保とすること、が規定されている。一方、発行体は、当該事業の料金設定を事業の運営・維持とともに、レベニュー債の元利償還に十分な水準を確保することが義務化されている。

### 2) レベニュー債の償還確実性確保の仕組み

レベニュー債は、一般財源保証債と異なり特定収入を償還財源として発行されることから、元利償還の安全性を維持するため実現可能性調査やコベナンツ（契約条項）等の措置が講じられる。実現可能性調査は、レベニュー債を利用する事業等がその運営維持費用や元利償還費用などをカバーするために十分な収入を創出することを専門家（コンサルティング技術者や専門業者等）が中立的かつ専門的なプロセスで検証するものである。レベニュー債の発行体統治組織（州内の地方政府の起債・財政運営を所管する委員会等）による起債の承認はこの調査が前提になることも多い。

コベナンツは、債権者に不利益が生じた場合に契約解除や条件の変更ができるよう、あらかじめ設定するものである。運営維持費用や債務償還に見合った料金設定を発行体に求める、というのが典型的である。債券保有者の代表である受託者は、発行体がコベナンツを遵守しているかを監視するとともに、発行体に契約条項を遵守させるための法的措置を講じる権限を有している。

<sup>2</sup> Alan Walter Steiss [2005] p.239.

### 3) 発行及び販売プロセス

米国地方債の発行プロセスは各州において異なるが、例えばノースカロライナ州やルイジアナ州の場合、州内の地方政府の起債を含めた財政運営について所管する委員会を有している。地方政府が地方債を発行する際は起債許可を委員会に申請し、委員会は合法性、起債の必要性・緊急性、借入金額の妥当性、実現可能性（償還確実性）といった観点から起債を許可するか否かを判断する。なお、米国では規制強化や金融技術の発展により、地方債の発行計画から販売まで地方公共団体等が地方債法律顧問やファイナンシャル・アドバイザーといった外部機関を活用することが多い。

一方、地方債の販売方法には公募形式と私募形式があるが、公募の場合は発行体でなく、証券会社や投資銀行といった金融機関が販売する。公募には競争入札方式（competitive sale）と協議方式（negotiated sale）があり、どちらを利用するかは州法等に規定されている場合も多い。ただし、レベニュー債は主として協議方式が採用されている。協議方式の下では通常、複数の引受・販売業者の中から発行体が選定する。レベニュー債の発行で協議方式が採られるのは、償還原資が充当事業から創出される収益に限定されることによる。一般財源保証債に比べてリスクが高いと認識され、潜在的な投資家に充当事業の実現可能性や発行体の信用力を周知することが困難なため、引受・販売業者を介在させるという背景がある<sup>3</sup>。

## 3. 投資家層

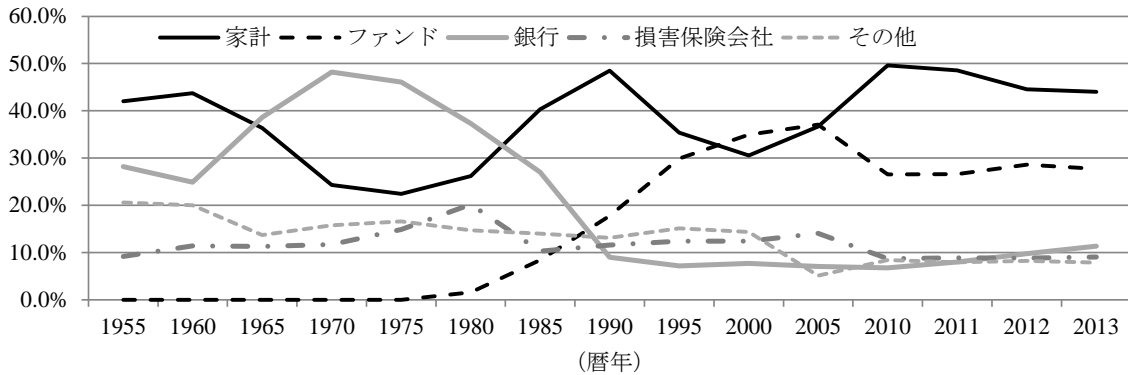
米国地方債市場の投資家構成は、一般財源保証債とレベニュー債で大きな違いはない。米国地方債市場は、約7割が金融機関によって保有されている日本の地方債市場とは対照的に、4割強を家計、3割程度をファンドが保有している（図表1参照）。これは、米国の地方債が原則として免税債とされることが主因である。米国で地方債の利子については、原則として、連邦所得税を課税されない。その上、地方債を含む債券の利子所得が他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される<sup>4</sup>。そのため、個人投資家、特に高額所得者層にとって免税債が重要な投資対象になっている。また、米国地方債市場では、後述のとおり、地方債格付け、金融保証保険会社（モノライン保険会社）による地方債保証、開示の仕組みといった、個人にとって地方債への投資の利便性を向上させるようなインフラ・仕組みが市場の発展とともに形成されてきた。

一方、米国では、1961年に初めて地方債ファンドが登場し、1980年代からの確定拠出年金の浸透を背景に、家計の資金が地方債ファンドを通じて地方債市場に流入し、現在のプレゼンスを築いている。他方、銀行はかつて、主要な地方債の投資家であったが、1970

<sup>3</sup> Sylvan G. Feldstein and Frank J. Fabozzi [2008] *The Handbook of Municipal Bonds*, John Wiley & Sons, Inc., p.63.

<sup>4</sup> 免税債と課税債で同水準の利回りを享受しようとした場合、限界税率が高い所得者層のほうが高い利回りの課税債を保有する必要があるため、高額所得者層にとって免税措置による地方債購入のメリットがより発揮されることを意味する。

図表 1 米国地方債の保有者構成の推移



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings* 各年より、野村資本市場研究所作成

年代後半の金利の急騰や 1980 年代の税制改正により、かつては認められていた支払利息（預金に対する利払い）の損金算入が徐々に縮小し、廃止されたことを通じて、投資意欲が減退し、現在の 1 割弱程度のシェアに落ち着いていった<sup>5</sup>。すなわち、1980 年代の連邦税制改革を通じて、地方債市場の投資家構造が金融機関等の機関投資家中心から個人投資家やファンド中心に変化していった。

#### 4. 発行傾向

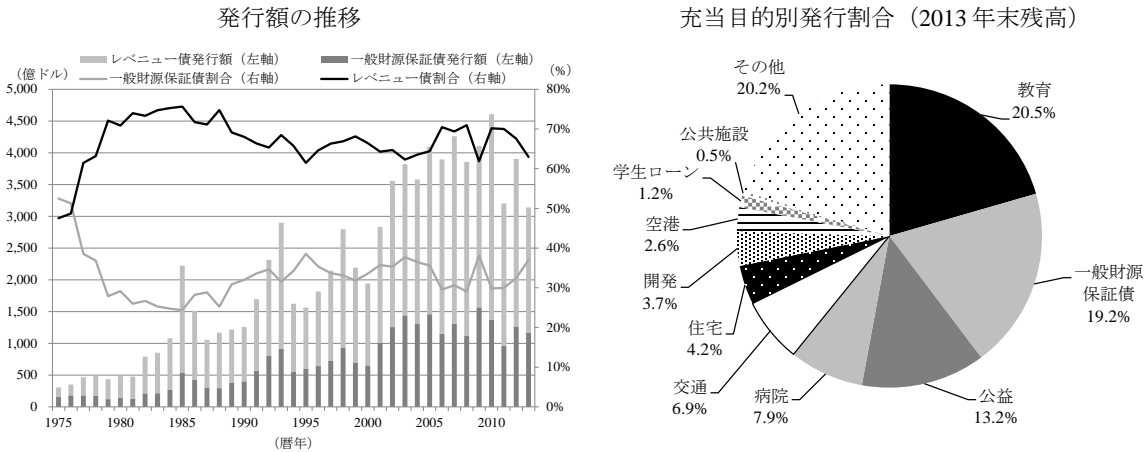
近年の米国地方債の発行額の傾向を見ると、6 割強がレベニュー債、残りの 4 割弱が一般財源保証債となっている（図表 2 左参照）。レベニュー債が中核的位置付けを占めている背景には、一般財源保証債に発行額上限、住民投票の義務付け、といった規制が州法により設けられている場合が多いことによる。レベニュー債も発行体の統治組織等の承認を必要とするものの、住民投票は必要ないケースがほとんどで、起債が迅速に進められる。加えて、レベニュー債は、金利水準こそ一般財源保証債よりも高い傾向にあるが、償還原資となる使用料に関して施設利用者の理解を得やすい<sup>6</sup>。

レベニュー債の充当事業を見ると教育、公益、病院等が中心となっている（図表 2 右参照）。一方、レベニュー債を含めた地方債の発行体としては、市町村等の地方公共団体で

<sup>5</sup> 家計や金融機関以外の法人が免税債を購入または保有するために借り入れを行った場合、その支払利息を所得控除・損金算入することは認められていなかったが、商業銀行はこの規定が免除されていた。商業銀行にとっての借り入れは預金であるが、免税債購入のために預金受け入れを行っているとは必ずしも考えられないという解釈からであった。しかし、1982 年課税の公正と財政責任のための法（Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982）、1984 年財政赤字削減法（Deficit Reduction Act of 1984）及び 1986 年税制改革法（Tax Reform Act of 1986）を通じて、このような税制面のメリットは縮小・廃止された。（井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹 [2007] 32-34 頁）

<sup>6</sup> 山崎正 [1989] 121 頁。

図表 2 米国地方債の発行額の推移と充当目的別発行割合



(出所) United States Census Bureau, *Statistical Abstract* 各年、Board of Governors of the Federal Reserve System, *New Security Issues, State and Local Governments* 各年、Securities Industry and Financial Markets Association [2014] *US Municipal Credit Report, Fourth Quarter and Full Year 2013*, p.14、より野村資本市場研究所作成

はなく、公社・特別区が 7 割弱を占めている<sup>7</sup>。これは公社等の外郭団体の方が、起債制限が厳格でないことが一因である<sup>8</sup>。

## 5. 信用力とその特徴

### 1) レベニュー債の信用力、デフォルト率及び金利の状況

レベニュー債の信用分析では、基本的に当該事業の収益力に焦点が当たり、対象事業によって信用力の特性が異なる。レベニュー債の格付けに影響する要素としては、

(1) 法律上の規定、(2) 債務の状況、(3) 利回り構成、(4) 経営管理能力、(5) 運営状況、(6) サービス供給地域が挙げられる。そして、(1) 事業の本質、(2) 債務の満期までサービスを継続して提供する能力、(3) 使用料や料率の弾力性、といった項目が重要とされる<sup>9</sup>。

レベニュー債格付水準及び分布は、対象事業ごとに異なる(図表 3 左参照)。各事業の平均格付け(2012 年)は、デフォルト率が比較的高いヘルスケアが最も低い<sup>10</sup>(図表 3 右参照)。また、流通市場における利回り推移を見ると、レベニュー債は事業を問わず一般財源保証債よりも高くなっている。中でも格付けが比較的低く、デフォルト率の高いヘルスケアの利回りが高い傾向にある(図表 4 参照)。

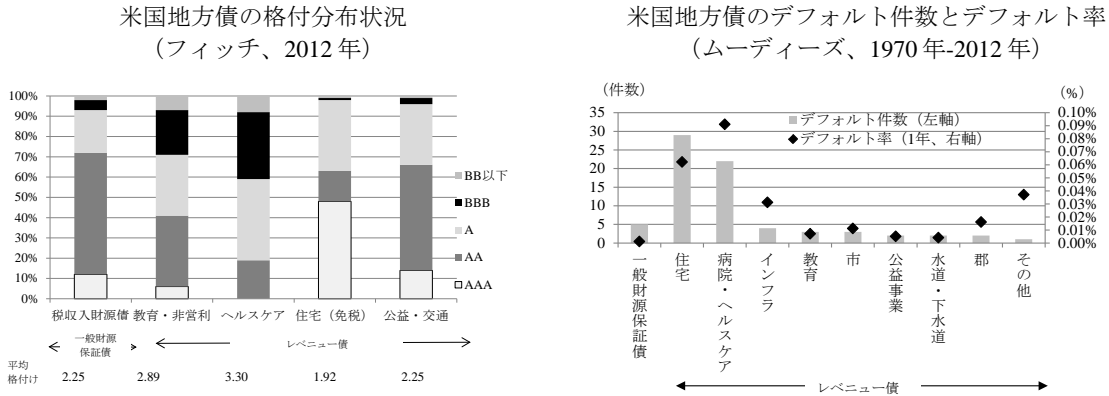
<sup>7</sup> 2010 年時点の発行体別内訳は、公社・特別区(67.4%)、市町村、郡、タウンシップ(19.8%)、州(12.8%)であった。(United States Census Bureau [2013] *The 2012 Statistical Abstract*, Table 440, p.267)

<sup>8</sup> 秋山義則・前田高志・渋谷博史 [2007] 24 頁。

<sup>9</sup> ムーディーズ [1994] 『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、668 頁

<sup>10</sup> ヘルスケアの格付分布が他の事業に比して低い傾向にあるのは、1997 年に成立した均衡予算関連法によるメディケア歳出削減、地域におけるヘルスケア供給者間の競争激化を通じた資金調達環境の悪化が背景となっている。(Moody's [2007] p.8)

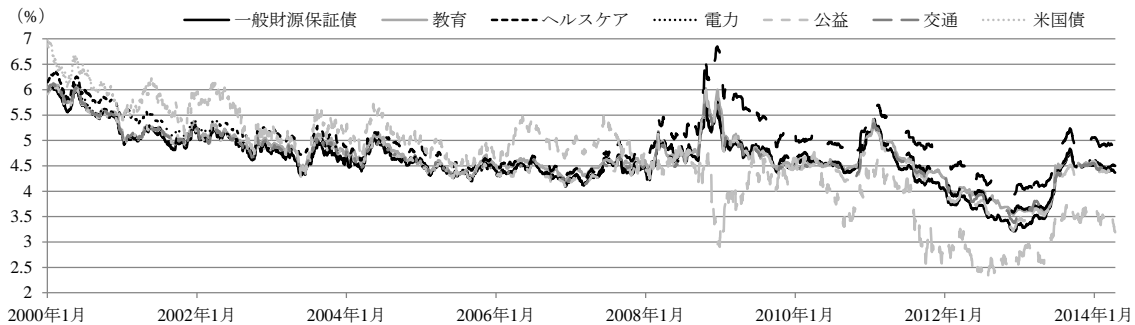
図表3 米国地方債の充当目的別格付分布及びデフォルトの状況



- (注) 1. ムーディーズは米国地方債の充当目的別格付分布を公表しておらず、フィッチは充当目的別デフォルト率を公表していない。  
 2. 米国地方債の格付分布における平均格付けは、AAA=1、AA=2、A=3、BBB=4、BB以下=5として単純平均により算出。

(出所) Fitch [2013] *Fitch Ratings U.S. Public Finance 2012 Transition and Default Study*, p.16; Moody's [2013] p.19 より、野村資本市場研究所作成

図表4 レベニュー債等の金利推移 (20年債、仲値)



- (注) 20年の利回り (ミッド・プライス) のブルームバーグ・フェアマーケット・カーブ・インデックス (FMCI) に基づく。米国債を除き、AA格。一般財源保証債は「045M20Y」(AA+)と「104M20Y」(AA-)の平均、教育は「449M20Y」、病院は「474M20Y」、電力は「457M20Y」、公益は「520M20Y」、交通は「466M20Y」(AA+)と「467M20Y」(AA-)の平均、米国債は「C08220Y」。

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

## 2) デフォルト時の回収率

日本の地方財政制度には地方公共団体の破綻法制やデフォルトの仕組みはないと解釈されている<sup>11</sup>。一方、米国には連邦破産法第9章が存在し、地方債の債務不履行(デフォルト)の事例もある。レベニュー債のデフォルトは、楽観的な業績見通しや競争の熾烈化が主因となっている。

仮に、地方公共団体が連邦破産法第9章の手続きに入った場合、レベニュー債は連邦破産法第928条(a)を通じて、投資家に一般債権者に対する先取特権(lien)が与

<sup>11</sup> 総務省「地方債の安全性」。

えられる。対象となるプロジェクトで担保される歳入を原資に、破産手続きの係属中でも元利金の返済を受ける。一方、一般財源保証債は一般債権として扱われ、破産手続き中は元利金を返済する必要がなく、策定された債務調整計画に従って返済することになる。

米国地方債がデフォルトした場合、一般財源保証債は回収率が高い（デフォルト時の損失率が小さい）傾向にある一方、レベニュー債の回収率は充当事業によりばらつきがある（図表5参照）。

レベニュー債の回収率にばらつきがあるのは、充当事業の事業及び財務リスクが異なることが背景である。ただし、レベニュー債の充当事業が住民生活に不可欠なサービスを提供している場合、地方公共団体がレベニュー債の運営主体に支援をすることがあり、回収率が向上する事例がある。逆に病院等、企業的な要素がある事業に充当されるレベニュー債は、事業が清算や買収の対象になると、回収率が低下する場合もある。

さらに、一般債権者に対する優先権が債務者にとって必要な営業経費等に劣後するといった連邦破産法第928条(b)の規定に基づき、レベニュー債の償還原資が毀損され、回収率が充当事業の収益から想定される水準に比べて低下する可能性もある。

図表5 ムーディーズ：米国地方公共団体セクターのデフォルト時の平均損失率

セクター	債務の分類	デフォルト時の損失率
州・地方公共団体及び公営企業の一般財源保証、上下水道事業		5～10%に分布
	州政府の一般財源保証	5%
	地方公共団体（経済的手段、領土、連邦を含む）の一般財源保証、上下水道事業、州政府回転基金	10%
州・地方公共団体及び公営企業のその他の債務		10～30%に分布
	州のリース債務 <sup>(注1)</sup> 及び特別税	10%
	地方政府（経済的手段、領土、連邦を含む）のリース債務 <sup>(注1)</sup> 及び特別税、大量輸送システム、高等教育（公立）、空港・港湾一般レベニュー、有料道路及び橋（設立済）、住宅（関連・積極管理）、電力・ガス（送電のみ）	15%
	電力・ガス（発電、共同電力機構）、固形廃棄物・資源回収、駐車場事業、宝くじ収入、特別評価・将来の税収増を償還財源とする資金調達（設立済）、政府関連事業 <sup>(注2)</sup>	30%
非営利団体		45～55%に分布
	高等教育（私立）、複数州立病院制度を含めた非営利医療施設、その他の非営利団体	45%
	長期療養・高齢者福祉施設	55%
リミテッドリソース・プロジェクト・ファイナンス		45～55%に分布
	軍用住宅	45%
	有料道路及び橋（開始時）、特別評価・将来の税収増を償還財源とする資金調達（開始時）、チャーター・スクール、住宅（コンドミニアム・非積極管理）、空港・港湾特別施設、ホテル及びコンベンション・センター、球場及びその他の施設	55%

- (注) 1. 基幹目的事業の標準的な資金調達手法に基づくリースを含める。その他のリースは、セクター毎に資金調達の必要性などに鑑みて、適切なセクターに分類している。  
2. コンベンション・センターや球場に対する資金調達で、政府資金が提供されるなど政府の関与・監督が強いものを含めている。

(出所) Moody's [2007] p.11.



### Ⅲ 米国レベニュー債の発展の歴史

米国地方債市場は 19 世紀前半にその歴史が始まり、レベニュー債は 19 世紀末に発行が開始された。本節ではレベニュー債の発展に影響を与えた金融市場及び地方財政・地方債制度を、4つの時期に分けて分析する。

#### 1. 1820 年代～19 世紀末－地方債市場誕生とレベニュー債発行開始－

米国において、都市の借り入れは 17 世紀まで遡るが、地方債が詳細に記録されるようになったのは 1843 年からとされている<sup>12</sup>。米国における地方債発行の歴史は、1820 年代に遡るとの説もある<sup>13</sup>。1843 年から 20 年間、急速な都市開発によって都市の整備と無償公共教育制度の普及のため、地方債市場は大きく成長した。

そのような中、1837 年に始まった恐慌やその後の汚職問題、投機の影響を受け、9 州がデフォルトを起こした。19 世紀前半には、起債は州・地方政府の裁量に委ねられていたものの、デフォルトを経験した各州が地方公共団体の信用力を背景に発行する地方債である一般財源保証債の発行に、法律上の規則を設けるようになった。19 世紀末までには一般財源保証債を中心とした起債制限の仕組みが整備された。同時期には州議会が地方公共団体の課税に干渉を強めるようになり、財産税の課税制限が 1870～1880 年代頃から州憲法・州法に組み入れられるようになった。

一般財源保証債の起債関連規制を含めた地方財政運営の厳格化が進む中、州・地方政府は地方税や一般財源保証債以外の財源を模索するようになる。そしてワシントン州が 1897 年、州傘下のスポークン市が水道施設建設のために調達する 35 万ドルに関して水道施設からの収益を担保に起債することを条款に定め、同年に最初のレベニュー債が発行された。メイン州も 1899 年に、レベニュー債を起債する権能を有する水道特別区を設置するなど、各地でレベニュー債に対する注目が集まっていった。

#### 2. 20 世紀初頭～1960 年代－レベニュー債発行の本格化－

##### 1) 20 世紀初頭から戦前までのレベニュー債

米国の地方債市場は 1820 年代にその歴史の幕開けを迎えてから、1873 年及び 1929 年の恐慌、第 2 次世界大戦中に一時的に停滞するものの、発行額は増加基調を辿っていった。特に 1913 年に連邦所得税が導入された際に地方債の免税措置が定められたため、課税対象となった社債や国債に比べて利回りが大きく低下し低利な資金調達が可能になったことは、州・地方政府にとって地方債を財源調達手段として大いに活用する契機となった。地方債発行額の増加を背景に 20 世紀に入って地方債格付けも付

<sup>12</sup> 地方債協会 [1992] 53 頁。

<sup>13</sup> 自治体国際化協会 [1990] 「アメリカの地方債」CLAIR REPORT NUMBER 014、2 頁。

与されるようになり、地方債市場の発展を下支えした<sup>14</sup>。

レベニュー債を通じた資金調達が大きな注目を集めたのは、ニューヨーク・ニュージャーシー港湾公社が1921年に法律に基づき設立されるなど、公社が法的地位を有するようになったことが契機となっている<sup>15</sup>。そして、1929年の世界大恐慌に伴う経済悪化の克服を目的として、1930年代に講じられたニューディール政策の下、道路など多くの社会インフラが整備されていった。特に連邦政府は、すぐにキャッシュフローを創出する事業について、地方が公共事業として交付金及び借入れで担うことを推進した。

借入れは主として連邦政府が設立した復興金融公庫（RFC）を通じて行われたが、RFCは一般財源保証債の引受が認められず、起債収入を充当した事業（事業体）から生じる収益が償還原資となるもののみが認められた<sup>16</sup>。このような環境下、厳しい財政状況にある州・地方政府を中心にレベニュー債が有効な財源調達手段として認識されるようになった。加えて、世界大恐慌で財産税の資産評価額が低下し、その資産評価額とリンクする一般財源保証債の起債限度額が引き下げられた。このため、1930年代には州・地方政府は、一般財源保証債の起債制限を回避して起債するために公社等を設立し、それらがレベニュー債を発行するようになった。

## 2) 戦後のレベニュー債の発行活発化

第2次世界大戦後には、それまで抑制されてきた公共サービス及び施設の改善に対する住民のニーズが高まり、レベニュー債の活用が大きく進んだ。1950年代半ばには、ほとんどの州でレベニュー債の起債を可能にする法律が整備された<sup>17</sup>。1946年に新発地方債の約17%（約2億ドル）だったレベニュー債は、有料道路建設のピーク時の1954年には46%（約32億ドル）に達した。1960年代前半は全体の30%程度（約22～36億ドル）で推移した<sup>18</sup>。

レベニュー債の発行活発化は、対象事業の拡大も一因だった。戦前には電力や水道といった公益事業に限られていたが、戦後は空港、公園、レクリエーション施設、球場、公共スポーツ施設をはじめ幅広い分野がレベニュー債の対象として適法化された。

一方、戦後になってレベニュー債発行に際して債券決議（bond resolution）及び信託契約書（trust indenture）が義務化された。コベナンツとして盛り込まれた元利償還留保（debt service reserve）の要件も1960年代半ばにかけて厳格化された。レベニュー債発行をめぐる管理プロセスの厳格化は、償還確実性の向上に貢献するといっ

<sup>14</sup> ムーディーズは1909年から、フィッチは1913年から、S&Pは1940年から、米国地方債に格付けを付与し始めている。

<sup>15</sup> 山崎正 [1989] 121頁。

<sup>16</sup> John Joseph Gunther [1990] *Federal-City Relations in the United States: The Role of the Mayors in Federal Aid to Cities*, Associated University Presses, Inc., p.55.

<sup>17</sup> Alan Walter Steiss [2005] p.238.

<sup>18</sup> US Congress, Joint Economic Committee [1966] p.157.

た利点を背景に、機関投資家や信託資金を中心に投資家層の拡大に寄与することとなった。

### 3) 産業開発債の誕生とレベニュー債へのシフト

戦後のレベニュー債の発行増加に大きく寄与した地方債としては、産業開発債が挙げられる。産業開発債は、産業開発を目的として民間にリースする施設の建設や、民間企業等への資金の融資を行うために起債されるもので、リースした施設の賃貸料や融資の元利償還金が償還原資となる。免税扱いとなるには一定の条件を満たす必要があるが、免税で低コストの資金調達が可能になると引き換えに、雇用創出や環境汚染の改善、税収基盤の強化といった公的な目的に寄与する。

産業開発債は、1936年にミシシッピ州で発行が始まり、第2次世界大戦後の経済成長下で企業誘致を求める州間の競争圧力が強まる中で、多くの州憲法・州法が修正・制定された。その結果、戦前には認められていなかった公的な資金の民間への供給が可能となり、1954年の内国歳入法で産業開発レベニュー債の利子免税が規定された。さらに、内国歳入庁（IRS）が1963年に出した歳入規則63-20を通じて地方政府は州から起債授權を受けなくても産業開発債を発行することが可能となった。

産業開発債は一般財源保証債、レベニュー債のどちらにすることも可能である。当初は過剰な労働力を有する農村地域で、中小製造企業の資金調達を目的とした活用が中心であった。一般財源保証債の形で発行されることが多かったが、1960年代後半にかけて大都市近郊の大企業の資金調達を目的として活用されることも増加した。大企業はしばしば高い信用力を有しており、その信用力に依拠したレベニュー債での発行が選択されるケースが増加した。その後、ジョンソン政権の下で制定された1968年歳入歳出統制法において、産業開発レベニュー債に公共性の基準による利子免税適格の範囲の厳格化が盛り込まれた。しかし、新たな仕組みは公共性基準による寛大な起債コントロールであったため、1970年代からの産業開発レベニュー債の増発につながることとなった<sup>19</sup>。

## 3. 1970年代～金融危機前—地方債制度見直しとレベニュー債—

地方債市場は産業開発債に加え、1970年代後半頃からの連邦財政悪化に伴う交付金・補助金の縮小といった動きの中、州・地方政府における地方債の重要性が相対的に増して拡大が続いていった。

一方、1976年の連邦破産法第9章の改正を通じて、申請前にあらゆる種類の債権者と交渉することが現実的でない場合、地方公共団体は交渉を完了していなくても連邦破産法第9章の適用を申請できることとされた。さらに、1970年代以降に特別行政事務を所管する事業特別区の増加や後述の産業開発債の発行増を受け、地方公共団体の破産が増加し

<sup>19</sup> 秋山義則 [2007b] 36頁。

ていった。

そのような中、1975年にニューヨーク市がデフォルトしたことを契機に、(1)連邦政府による間接的関与体制の構築(地方債規則制定審議会〔MSRB〕の設立)、(2)地方債市場の透明化に向けた開示の拡充(1989年に制定された1934年証券取引所法規則15c2-12を通じた地方債の情報開示義務の制定)、といった地方債の信認回復を目的とした措置が講じられた。一方、1986年に地方債に係る連邦所得税が見直されたことでレベニュー債の発行増加ペースは鈍化し、地方債市場の投資家が金融機関等の機関投資家中心から個人投資家中心に変化していった。

### 1) 1970年代のレベニュー債の発行増加を牽引した3つの要素

レベニュー債の発行額は、1970年代以降引き続き拡大したが、3つの要素に下支えされていた。1点目は、米国では1970年代に多くの納税者が、財産税率の上昇に抵抗を示したことである。1978年にカリフォルニア州において財産税の課税限度額などを定めた「プロポジション13」が採択されたことを背景にいわゆる「納税者の反乱」が全米に広がった。そのため、特定の歳入が返済原資となって納税者に負担を強いる、住民投票による承認を基本的に必要としないレベニュー債が地方公共団体の資金調達の中核になっていった。

2点目は、民間助成を目的とした産業開発債の発行増加である。産業開発債は1970年代に入り、大都市財政危機の深刻化と企業の誘致・維持をめぐる州間競争圧力の増大に直面して活用が進むこととなった。加えて、1979～1981年にかけて講じられた金融引き締め政策による金利の上昇を通じ、最終的な借り手である民間企業による産業開発レベニュー債への需要が高まり、発行額の増加につながった。

3点目は、1970年代に入ってモノライン保険会社のような高い格付けを活用した地方債保証ビジネスが出現したことである。地方債保証とは、地方債の信用力を補完する手段の1つであり、高い格付けを有するモノライン保険会社が地方債の元本及び利息の支払いを保証する。それにより地方債の格付けが向上し、発行金利が低下する仕組みである。

米国地方債市場においてモノライン保険会社は、1971年にAmbacの前身であるAmerican Municipal Bond Assurance Corporationが設立されたのが始めて、1980年代にかけてMBIA、FGIC及びFSAが設立され大手4社体制となった。地方債保証をめぐっては、1983年のワシントン州地域電力供給システム(WPPSS)のレベニュー債がデフォルトした際に保証付の債券保有者はスケジュール通りに債務が履行されたこともあり、2000年代後半の金融危機によりモノライン保険業界の経営環境が悪化するまで、広く普及した。

### 2) レベニュー債を中心とした各種制度の見直し

1970年代以降、レベニュー債に関して税制、法制、金融規制の見直しが行われた。

1986年のレーガン税制改革では産業開発債の免税範囲が厳格化され、それまでの発行額拡大圧力を抑制した。連邦破産法第9章の改正及びグラム・リーチ・ブライリー法は、レベニュー債の投資家及び引受業者による需要を確保するのに寄与した。

#### A. 1986年のレーガン税制改革

地方債への投資促進として大きな役割を担っていた連邦所得税の免税措置をめぐり、1970年代に入る頃からレベニュー債を中心に見直しの動きが始まる。これは、(1) 1970年代頃からの連邦政府の構造的な財政赤字の深刻化、(2) 産業開発債を用いた民間企業等の起債が増加する中、レベニュー債の公共性への疑義、が背景である。1986年にはレーガン税制改革で地方債利子の本格的な課税強化がなされ、レベニュー債について、(1) 私的活動債という概念を設け、その起債に対する大幅な制限、(2) 政府活動債の収入の運用に係る制限（一定の条件を満たさない政府活動債は私的活動債とみなす）、(3) 鞘取債<sup>20</sup>に対する規制の強化を柱とした見直しが行われた。1970年代頃から発行が増加したレベニュー債は、1985年に新発債全体の約8割に達したが、免税要件の厳格化を受け、今日まで新発債全体の概ね6~7割程度で推移することとなった（図表2左参照）。

#### B. 連邦破産法第9章の改正とレベニュー債の取り扱い

1934年に立法化された連邦破産法第9章は、数回に渡って改正が行われた。1988年には、レベニュー債の取り扱いについて大きな改正が行われた。1976年の改正では連邦破産法第9章の適用申請と同時に法的行為を一時的に停止する自動停止機能（automatic stay）が適用されることとなったが、1988年の「特定財源債及びその他の目的のための破産法改正法」を通じ、特定財源（special revenue）の先取特権が保護されることとなった。この法改正は、オハイオ州クリーブランド市が1978年にデフォルトした際、特別財源に係る債権が他の一般債権と同様に取り扱われる可能性が懸念されたことが背景となっている。この改正は、発行体が連邦破産法第9章に適用申請した場合にレベニュー債の償還確実性向上に貢献することから、レベニュー債への投資需要確保に寄与したようだ。

#### C. レベニュー債の引受業者をめぐる規制の見直し

レベニュー債の発行が活発化する中で、引受業者をめぐる金融規制を疑問視する声も挙がるようになった。1933年銀行法（グラス・スティーガル法）では、銀行業務と証券業務を分離し、同法第16条で銀行による証券の引受業務を基本的に禁止した。ただし、例外として連邦債及び一般財源保証債については引受が認められた。地方債の中で一般財源保証債のみが認められた背景としては、(1) 同法制定時点では一般

<sup>20</sup> 免税債で調達した財源を原資に、調達金利よりも高い利回りの債券に投資をすると利鞘が得られることから、元の免税債を鞘取債と呼ぶ。

財源保証債が地方債の中心となっていたこと、(2) 一般財源保証債の信用リスクはレベニュー債に比べて低いと考えられていたこと、が挙げられる<sup>21</sup>。

しかし、商業銀行にとって地方債ビジネスを拡充することは、(1) 地方公共団体等の預金の取り込み、(2) 引き受けた地方債を富裕な個人投資家に販売することを通じた顧客層拡大、につながる。そのため、地方債に占めるレベニュー債の割合が増加するにつれ、商業銀行にレベニュー債の引受を認めさせようとする声が強くなっていった。そして、1955年には商業銀行によるレベニュー債引受けを容認する法案が提出され、1960年代頃から米連邦議会でもしばしば議論の対象となっていく。

米連邦準備理事会 (FRB) は 1987 年、レベニュー債、コマーシャル・ペーパー (CP)、モーゲージ担保証券の引受を業務に含む銀行子会社に対し、当該業務に係る収入が子会社の総収入の 5%以内であれば認めることとした。5%の収入制限は、1989年に 10%、1997年に 25%にまで拡大され、非適格証券業務として扱える金融商品の範囲も拡大していった。

その後、通貨監督庁 (OCC) は 1997年 12月、Zions First National Bank に直接子会社を通じてレベニュー債の引受とディーリングを行う許可を与えた。OCC の決定以前にレベニュー債の引受が可能だったのは、1933年銀行法第 20条の下で設立された銀行持株会社のみであったが、OCC は当該判断を通じて米国内の様々な地域で病院や道路の建設が容易になるといった意義を強調した<sup>22</sup>。

このような流れの中、銀行・証券・保険の相互参入を可能にすることを通じて米国金融サービス産業の国際競争力を強化することを目的としたグラム・リーチ・ブライリー法が 1999年に成立した。当該法律により、地域における中小の国法銀行もレベニュー債の引受が認可された。その結果、商業銀行は、(1) MSRB に登録した債券部門を通じた伝統的な方法、(2) 銀行持ち株会社法の下で設立された関係証券会社、(3) 銀行の業務子会社、(4) 銀行の金融子会社、といった 4つの手段でレベニュー債を含む地方債引き受けが可能となった。

ただし、商業銀行にレベニュー債の引受が認可されても、1970年代から減退していった銀行による地方債への投資意欲を喚起するには至らず、銀行が地方債市場に占める割合に関して、大きな変化は観察されなかった (図表 1 参照)。

#### 4. 金融危機以降

世界の金融市場は、2007年頃からの金融危機やその後の欧州周辺国を中心としたソブリン危機に見舞われたが、米国の地方債市場は金融危機の影響を最も受けた金融市場の 1つであった。米国地方債市場では、連邦破産法第 9章の適用を申請する団体が散見された

<sup>21</sup> 秋山義則 [2004] 109頁。

<sup>22</sup> 坂本正 [2000] 「グラム＝リーチ＝ブライリー法と金融統合＝グラス＝ステイガル法の改正と証券業務」『証券経済研究』第 24号、日本証券経済研究所、79頁。

ほか、資金調達環境も厳しさを増していった。一般財源保証債、レベニュー債とも発行が縮小する中、資金調達の円滑化を図るべく、ビルド・アメリカ債（BAB）という新たな地方債が創設された。

BAB は、オバマ政権発足直後の 2009 年 2 月に景気対策法として成立した米国再生・再投資法に基づき、米国の州・地方政府が 2009 年 4 月～2010 年末まで発行していた地方債である。BAB は厳しい経済状況を背景に、州・地方政府の資金調達環境が悪化する中、連邦政府が支払金利の一部を補助することで州・地方政府の資金調達コストを軽減し、経済活性化及び資本整備プロジェクトへの投資を促すことが目的であった。

BAB は 2009 年 4 月に発行が開始され、課税債だったことで新たな投資家需要を喚起した。州・地方政府も借入コストの軽減を背景に、BAB を積極的に活用していった。BAB の発行額は、2009 年には 641 億ドル（米国地方債市場全体の 15.7%）、2010 年には 1,173 億ドル（同 27.2%）まで浸透した。

BAB は当初、一般財源保証債の割合が高かったが、レベニュー債の割合が増加した。レベニュー債は、インフラ整備の原資として活用されることも多く、BAB を通じて投資需要の喚起及び地域経済回復に貢献した可能性がある。しかしながら、BAB はプログラムの延長・拡充の提案があったが、2010 年 12 月 31 日に失効した。

一方、米国地方債市場は、2009 年後半頃からの緩やかな経済回復、米国債券市場全体の金利低下、BAB の導入等を背景に、落ち着きを取り戻していった。一般財源保証債・レベニュー債ともに、2010 年終盤にかけて多くの発行体が BAB のメリットを享受すべく前倒しで発行し、2011 年は反動で発行規模が縮小したが、2012 年には再び拡大している（図表 2 左参照）。

地方債市場の安定化に寄与したこととしては、新たな地方債専門のモノライン保険会社である Build America Mutual (BAM) の設立が挙げられる。BAM は、ニューヨーク州法に基づき保証を受ける州・地方政府等を会員とする相互会社で 2012 年 7 月に設立された。BAM の保証を享受する地方公共団体は、被保険者兼所有者（会員）として会員資本拠出と保証を付与する地方債のリスクに応じたリスク・プレミアムを支払う仕組みとなっている。BAM は長期・固定金利のリスクの低い地方債として、一般財源保証債と必要性・公共性の高い事業のレベニュー債等を保証対象とし、モノライン保険会社よりも低コストでの保証提供が可能なビジネスモデルを構築した。地方公共団体等が会員である BAM は、公的要素の強い枠組みであることも寄与し、地方債市場に着実に根付いてきた。2013 年は、新発債の 3.61%が保証付で発行され、そのうち、BAM のシェアは 36.8%に達した<sup>23</sup>。レベニュー債は、モノラインによる保証が一般的だった経緯があるため、BAM の今後の展開が注目される。

<sup>23</sup> 残りのシェアはアシュアード・ギャランティ及び関係会社が占めている。（Bond Buyer [2014] *The Bond Buyer's 2013 in Statistics (Annual Review)*, p.5A.）

## IV 米国レベニュー債発展を支えた要素

前節で見たように、米国のレベニュー債は、米国の発展とともに、地方公共団体のインフラ整備の原資として活用されてきた。特に、大恐慌後のニューディール政策、第2次世界大戦後、昨今の金融危機以降は、金融・経済事情が必ずしも安定していない中、レベニュー債を通じた投資喚起が行われたことは言うまでもない。

### 1. レベニュー債の浸透と地方債投資の利便性向上

レベニュー債が浸透したのは、米国で19世紀の恐慌時に一般財源保証債がデフォルトしたのを受け、一般財源保証債の発行に法律上の規則が設けられるようになったことが挙げられる。そして、19世紀後半の財産税の課税制限の法制化や、1970年代の納税者の反乱といった米国の住民による増税に対する強い抵抗感も、レベニュー債が活用される要因となった。

しかし、米国地方債投資の利便性を向上させる仕組みが構築されてきたことも、市場の発展に大きく寄与していると言えよう。例えば、20世紀前半に始まった地方債格付けは、仕組みが多様に存在する米国地方債の信用リスクを、投資家が網羅的に把握するために寄与した<sup>24</sup>。

1970年代からモノライン保険会社によって提供されてきた地方債保証は、レベニュー債でも広く活用されてきた。レベニュー債は、充当事業や償還原資が多様なことを背景に銘柄間の信用力の格差が一般財源保証債より大きい傾向にある。地方債保証は、レベニュー債に対して信用補完を提供することを通じて、安全志向がより強い個人を含めて投資対象とするのに大きく寄与したと考えられる。

一方、(1) 1989年に制定された1934年証券取引所法規則15c2-12(規則15c2-12)を通じた地方債取引業者を通じた間接的開示制度、(2) 1984年に設立された米国公会計基準審議会(GASB)が中心となって進められた標準化された情報開示制度、(3) 電子開示システム(2004年9月~2009年6月まで稼働した「ディスクロージャーUSA」や2009年7月から稼働している電子地方債市場情報アクセスシステム[EMMA])は、投資家が地方債発行体の財政状況や地方債の商品性を理解するのに寄与していると考えられる。

レベニュー債特有の動きとしては、各州によって発行制度は異なるものの、戦後にレベニュー債に関する管理プロセスの厳格化(債券決議及び信託契約書の義務化、コベナンツに盛り込まれた元利償還留保要件の厳格化)が行われたことが特筆される。このような動きは、償還確実性の向上といった観点から、投資家層の拡大に寄与することとなった。

<sup>24</sup> 米国地方債市場に格付けが浸透したのは、1930年代の大恐慌により多くの地方債のデフォルトしたことが契機である。その際、投資家は、格付水準が高い債券のデフォルトが少なかったことを通じて格付けに対する信頼性を高め、格付けを積極的に地方債の信用力を測る目安として活用し始めた。



## 2. 連邦制国家の下で発展したレベニュー債

連邦制国家の下での地方財政の仕組み及び運営がレベニュー債の発展を下支えした可能性も指摘できる。米国と日本では、国による地方公共団体への関与の度合いが大きく異なる。米国では、連邦政府が州・地方政府を通じて経済政策を遂行することは限定的である。一定の政策分野で連邦政府が補助金を出し、州がサービスを提供する仕組みはあるものの、連邦政府と州・地方政府間の財政調整制度に当たる一般歳入分与制度は、1980年代に廃止された。米国の州・地方政府は、地方債を通じた資金調達も含めて財源調達の効率性達成を財政運営の基本としてきたと言える。

そのような中、1913年の連邦所得税の導入時に地方債の免税措置が定められて以降、数次にわたる措置の範囲の見直しはあったものの、課税対象の社債や国債に比して低利の調達が可能になるといったメリットを通じて、州・地方政府が免税債を活用する背景となった。加えて、免税措置は投資家層の拡大に寄与したことは言うまでもない。地方債の投資家層は、時代によって変化しているものの、満期保有目的がほとんどとみられる家計が免税債のメリットに投資妙味を見出し、結果として中核的な投資家となったことは、市場の安定かつ順調な発展を下支えしたと言える。

さらに、連邦政府は地方の経済成長を促す手段としてこれまで、(1) 1930年代のニューディール政策の下でのRFCによるレベニュー債引受、(2) 2009年4月～2010年末にかけて講じられたBABプログラムを通じた借入金利に対する一定の補助の提供、といった形をとってきた。1980年代頃からは、連邦政府によりレベニュー債に関する税制、法制、金融規制の見直しも行われた。税制面では厳しい連邦財政を背景とした免税基準の厳格化もあったが、連邦破産法第9章の改正を通じた特定財源の先取特権の保護やグラム・リーチ・ブライリー法によるレベニュー債の引受業者の規制緩和は、レベニュー債の償還確実性の向上や引受業者の範囲の拡充を通じた投資家層の拡大が期待され、レベニュー債市場の健全な発展に寄与した可能性がある。

すなわち、米国のレベニュー債発展は、一般財源保証債に対する起債制限、財産税の課税制限の法制化及び納税者の反乱といった歴史が契機だった。しかし、(1) 地方債投資の利便性を向上させる仕組みが構築されてきたこと、(2) 中央政府による地方公共団体に対する関与が日本に比して少ない米国においても、免税債の仕組みや連邦政府による時限的な制度支援や関連制度の適正化が適宜行われたこと、が発展を大きく下支えしたのではないかと考えられる。

## V 日本の地方債市場への示唆

### 1. 日本の地方債制度とレベニュー債の仕組み導入を見据えた動き

日本には米国のレベニュー債のような仕組みは存在しない。日本の地方債は、一部の外貨建て債を除き、中央政府が明示的に保証しているわけではなく、地方公共団体の課税権が実質的な担保となっている。日本の地方債は、米国の一般財源保証債の概念に通じる。

公営企業債は元利償還金が当該公営企業の収入から支払われ、独立採算が原則とされているため、当該公営企業の収益力を担保にしていると考えることが可能である。しかし、地方公営企業は地方公共団体自らが行う行政活動である上、繰出金の制度なども存在している。そのため、公営企業債であっても、地方公共団体の債務であることには変わりがなく、最終的には当該地方公営企業を運営する地方公共団体の課税権が実質的な担保となっている。

一方、住民参加型市場公募地方債は、充当事業について具体的に提示した上で起債される傾向にあるが、その償還原資は充当事業の収益に限定されず、他の地方債と同様に地方公共団体の課税権が実質的な担保となっている。現行の日本の地方財政制度では、レベニュー債のように地方債の償還原資を特定の資産または収益に限定する仕組みはない。

レベニュー債についてはこれまで、財政規律や資金調達の多様化といったメリットが指摘されてきた<sup>25</sup>。そして、日本でも 21 世紀に入って地方分権、市場公募化の推進及び地方公共団体の財政健全化の流れの中、レベニュー債のような資金調達の導入を見据えた動きが複数見られる（図表 6 参照）。

図表 6 地方公共団体のレベニュー債のような資金調達の導入を見据えた動き

プロセス	詳細
2001年9月	北海道浜頓別町において行われた国内初の市民出資による風力発電事業「はまかぜちゃん」に伴う資金調達（2001年9月に風車運転開始）
2004年1月～	東京都住宅供給公社による損失補償の付与されていない債券発行（レベニュー債と同様に事業が創出する収益が償還財源となるプロジェクト・ファイナンス方式を採用した先進事例）
2010年1月	青森県有料道路経営改革推進会議による「青森県有料道路経営改革推進会議 有料道路経営改革に関する提言」において、青森県道路公社が管理する「みちのく有料道路」に関する事業スキームとして、有料道路事業からの収入を弁済原資とした長期のファイナンスも選択肢として提示
2011年6月	廃棄物処理施設「エコフロンティアかさま」を運営する茨城県環境保全事業団によるレベニュー信託による資金調達
2012年度税制改正	非居住者債券所得非課税制度が拡充され、海外投資家が受ける東日本大震災の被災団体の外郭団体のうち、一定の要件を満たした利益連動債（日本版レベニュー債）の利子を非課税とする税制改正を実施
2012年5月	金融庁金融審議会我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループが取りまとめた「我が国金融業の中長期的な在り方について（現状と展望）」で、PFI等を通じた民間活力の活用や民間の投融资主体からの資金調達手段の多様化（レベニュー債の活用等）も選択肢として提示
2012年7月	国家戦略室成長ファイナンス推進会議が公表したとりまとめで、インフラ投資向け基盤整備に関して全国地方公共団体の公社等によるレベニュー債の活用促進策の検討を 2012年度に行うことを提示

（出所）各種資料に基づき、野村資本市場研究所作成

<sup>25</sup> 吉野直行・Frank Robaschik [2004] 「レベニュー・ボンド（事業別歳入債）による財政規律の構築」『ファイナンシャル・レビュー』第 74 号、財務省財務総合政策研究所、1-2 頁、三宅裕樹 [2009] 「わが国地方債市場へのレベニュー債導入に向けた提言」『野村資本市場クォーターリー』第 13 巻第 1 号、野村資本市場研究所、26 頁。

## 2. 日本への示唆

### 1) 日本にレベニュー債のような資金調達が浸透していない背景

日本においては、2013 年度末時点でレベニュー債のような資金調達は浸透していない。これは、地方債市場が近年、金融機関の預貸率の低迷等を背景とした良好な需給環境の中で極めて安定し低金利で推移する状況下、地方債で調達した方が、資金調達コストが抑えられることから、あえてプロジェクト・ファイナンス的手法であるレベニュー債のような資金調達をする必要性が乏しいことによるとみられる。さらに、日本は国と地方公共団体が一体的であり、政府が地方公共団体に投資を促す手段として複数の選択肢を有する。具体的には、(1) 補助事業における補助金、(2) 補助事業における地方負担分に関する地方債の交付税措置等を通じた地方交付税の一定部分の充当や起債充当率の調整といった措置、(3) 地方債資金に関する公的資金の充当、(4) 地方交付税の事業費補正等を通じた一定の政策分野への投資の促進、といった方法が挙げられる。そのため、米国のように中央政府がレベニュー債で投資を喚起しなくても、地域の経済成長のための政策を遂行することは可能になっている。

### 2) 将来の日本の地方財政とレベニュー債のような仕組みの課題

今後の日本の地方財政や経済状況を勘案した場合、地方税が大幅に増加する可能性は期待できない。その上、少子高齢化に伴う社会保障負担の増大や社会インフラ・公共施設等の更新需要の本格化といった将来負担も抱えている。

特に、日本の地方公共団体が抱える社会インフラ・公共施設等は、その多くが1960年代の高度経済成長期に加えて、1970年代のオイルショック、1980年代後半～1990年代前半にかけてのバブル経済と崩壊時の経済対策を通じて形成されてきた。そのため、近年では地方公共団体の社会インフラ・公共施設等の老朽化に伴う更新需要が高まっている。

さらに、現在の硬直化した地方財政の状況に鑑みると、既に絞り込まれてきた公共投資関連予算を拡大し、増大する社会インフラ等の更新需要に伴う費用を捻出するのに困難を極める可能性があると予想される。加えて、日本の場合、国家財政の悪化が加速する中で、地方交付税・補助金等の依存財源に頼ることは期待できないとみられる。

地方公共団体にとって、民間セクターの投資を喚起し、社会インフラ等の更新需要を含めた将来負担に対応していくことは、喫緊の課題であることは言うまでもない。その意味で、地方債等の資金調達は重要で、米国でインフラ整備に活用されてきたレベニュー債のような仕組みを含めた資金調達手法の多様化・効率化を模索することは、地方公共団体の財政運営の効率化に資する。

仮に、日本にレベニュー債のような仕組みを導入する場合、地方財政制度をはじめとした法的対応、市場整備、金融規制といった観点から少なくとも5つの課題が存在

する。1 点目として、バーゼル規制における地方債の取り扱いと地方債協議制度等への対応が挙げられる。バーゼル II 及びバーゼル III の自己資本比率規制において、日本の地方債（円建て、標準的手法）のリスク・ウェイトはゼロとされているが、「特定の事業からの収入のみをもって返済されることとなっているものを除く」<sup>26</sup>との例外規定があり、レベニュー債はその例外規定に該当する。1998 年 5 月に閣議決定された地方分権推進計画に示されたように、「地方債のリスク・ウェイトがゼロとされてきた現行の位置付けを維持」するために「許可制度」が設けられた経緯を踏まえると、現在の地方債協議制度等で、地方公共団体によるレベニュー債は想定されていない可能性がある。

2 点目として、バーゼル規制によるレベニュー債のような資金調達におけるリスク・ウェイトの取扱いが上げられる。米国の場合、地方債のリスク・ウェイトは一般財源保証債が 20%、レベニュー債は 50%となっている。一方、日本の場合、茨城県環境保全事業団が選択したレベニュー信託では、証券化商品として取り扱われたとみられる。証券化の格付けは、法人等向けに比べて大幅に高いリスク・ウェイトとなっている上、昨今の金融危機で証券化商品が大きな要因となったとの懸念から、証券化商品に対する資本賦課の強化を検討する動きも見られる<sup>27</sup>。日本でレベニュー債のような仕組みが本格導入される場合、金融市場で広く流通している証券化商品と同等のリスク・ウェイトを課すべきか否かといった議論が不可欠であろう。投資家に対する資本賦課の適正化を図るためにも、レベニュー債のような資金調達に対して、別途リスク・ウェイトを設定することも視野に入る。

3 点目として、倒産法制等に関する対応が挙げられる。米国のレベニュー債には連邦破産法第 928 条 (a) で規定されている一般債権者に対する先取特権といった仕組みがあるが、日本の地方債にはデフォルトの仕組みがない。地方公共団体の債務の優先劣後関係も存在しない。仮にレベニュー債のような資金調達を行う場合、倒産法制等の見直し・変更が必要になる。

4 点目として、外部機関の整備が挙げられる。レベニュー債のような資金調達の仕組みは、課税権が実質的な担保となって償還する地方債とは異なるため、仕組みを組成・管理する専門知識も必要となる。米国の場合、地方債法律顧問やファイナンシャル・アドバイザー等の外部機関の活用が進んでいる。日本の場合、地方公共団体等による金融リテラシーや法制面の対応能力の向上に加え、外部機関の整備も必要となる。地方公共団体金融機構が地方支援業務として地方公共団体の資金調達の効率化に向けた支援を行っており、レベニュー債のような資金調達を行う場合にも活用可能とみられる。

5 点目として、開示の仕組みの拡充が挙げられる。仮にレベニュー債のような仕組

<sup>26</sup> 銀行法第 14 条の 2 の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準（平成 18 年金融庁告示第 19 号）第 58 条。

<sup>27</sup> バーゼル III の下での証券化エクスポージャーについて、標準的方式で外部格付がある場合、格付準拠方式が用いられ、基本的には 20%（AAA～AA-）～1,250%（無格付等）のリスク・ウェイトが用いられる。

みを活用する場合、日本には馴染みがないこともあり、住民・投資家にきめ細かく開示・説明することが求められる。米国の地方債は、前述のとおり、1989年に制定された1934年証券取引所法規則15c2-12を通じて開示の仕組みが構築された。一方、日本の地方債はそもそも開示免除とされている<sup>28</sup>。加えて、第三セクター等は多くの場合、地方公共団体による財政的支援があり、外部からの借入れも金融機関と相対で交渉し実施する傾向にある。そのため、仮にレベニュー債のような資金調達を活用する場合も、資金調達主体による開示体制を継続的に確保する仕組みが必要になると考えられる。

仮に、レベニュー債のような仕組みを導入する場合にも、時代や地方公共団体、投資家のニーズに応じた関連制度の不断の見直しが必要になる。

## VI おわりに

本稿では、米国で地方公共団体のインフラ整備に活用されてきたレベニュー債が地方債市場にどのような要因で浸透し発展したかを分析した。

米国においてレベニュー債が発展したのは、一般財源保証債に対する起債制限、財産税の課税制限の法制化及び納税者の反乱といった歴史が契機になった。しかし、レベニュー債が1世紀超に渡って発展を遂げることが可能になったのは、レベニュー債をはじめとした地方債投資の利便性を向上させる仕組みが市場の発展とともに構築されてきたことが主因と言える。さらに、中央政府による地方公共団体に対する関与が日本に比して少ない傾向にある米国においても、免税債の仕組みや連邦政府による時限的な制度支援や関連制度の適正化が適宜行われたことも、レベニュー債市場の健全な発展に寄与した可能性がある。

一方、日本には米国のような地方公共団体によるレベニュー債の仕組みは存在しないが、21世紀に入った頃からレベニュー債のような資金調達の導入を見据えた複数の動きが見られ、2011年6月の茨城県環境保全事業団によるレベニュー信託の実現につながった。日本の地方公共団体は、本格化するインフラ更新需要への対応といった喫緊の課題を抱える中、地方債等の資金調達が重要な位置付けを担うことは明らかであり、レベニュー債のような資金調達を含めた資金調達手法の多様化・効率化は意義がある。仮に、日本にレベニュー債のような仕組みを本格的に導入する場合、米国の歴史が示すように、投資の利便性を向上させる仕組みを構築することは不可欠である。さらに、時代や地方公共団体、投資家のニーズに応じて、中央政府による制度支援や関連制度の適正化を適宜実施することが健全な発展につながると考えられる。

<sup>28</sup> 金融商品取引法第2条第1項第2号、同法第3条第1項。

<参考文献>

- ❖ Alan Rabinowitz [1969] *Municipal Bond Finance and Administration: A Practical Guide to the Analysis of Tax-exempt Securities*, Wiley-Interscience.
- ❖ Alan Walter Steiss [2005] *Strategic Facilities Planning: Capital Budgeting And Debt Administration*, Lexington Books.
- ❖ Bond Market Association [2001] *The Fundamentals of Municipal Bonds (Fifth Edition)*, Wiley Finance.
- ❖ John L. O'Donnell [1962] Some Postwar Trends in Municipal Bond Financing, *The Journal of Finance* Vol.17, No.2, American Finance Association, pp.259-268.
- ❖ Moody's [2007] *The U.S. Municipal Bond Rating Scale: Mapping to the Global Rating Scale And Assigning Global Scale Ratings to Municipal Obligations*.
- ❖ Moody's [2013] *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2012*.
- ❖ US Congress, Joint Economic Committee [1966] *State and Local Public Facility Needs and Financing Vol.2*, Public Facility Financing, 89<sup>th</sup> Congress 2<sup>nd</sup> Session.
- ❖ 秋山義則 [2004] 「ジョンソン政権と州・地方債」『滋賀大学経済学部研究年報』第 11 号、滋賀大学、79-120 頁
- ❖ 秋山義則 [2007a] 「金融講座海外の地方債について（第 19 回）アメリカの州・地方債（第 1 回）」『地方債月報』第 332 号、地方債協会、66-76 頁
- ❖ 秋山義則 [2007b] 「金融講座海外の地方債について（第 20 回）アメリカの州・地方債（第 2 回）」『地方債月報』第 333 号、地方債協会、30-41 頁
- ❖ 秋山義則・前田高志・渋谷博史 [2007] 『アメリカの州・地方債』日本経済評論社
- ❖ 井瀨正彦・沼田優子・三宅裕樹 [2007] 「米国の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－」『資本市場クォーターリー』第 10 巻第 3 号（2007 年冬号）、野村資本市場研究所
- ❖ 江夏あかね [2012] 「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方分権の 10 年と沖縄、震災復興－日本地方財政学会研究叢書－』勁草書房
- ❖ 坂本正 [1997] 『金融革新の源流』文眞堂
- ❖ 地方債協会 [1992] 『米国地方債の基礎 全米公共債協会（P.S.A）編』
- ❖ 山崎正 [1989] 『米国の地方財政』勁草書房