

人口減少時代に対応する地方債としての レベニュー債と永久債の可能性

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 日本の地方公共団体は現在、地方債市場が堅調に推移する中で、極めて良好な資金調達が可能となっている。しかし、人口減少時代においては、金融市場の構造が大幅に変化し、これまでのような容易な資金調達ができなくなる可能性があり、通常の枠組みに捕らわれない資金調達手法を幅広く検討することが望まれる。
2. 人口減少時代に資金調達環境が悪化しても耐久性があるファイナンス手法を考えた場合、ガバナンスの仕組みが機能する資金や、より長期性のある資金がカギになると考えられ、レベニュー債と永久債が有効な資金調達手段になり得る可能性がある。
3. 2つの手法は、現在の日本では制度面の課題や支える金融市場がないといった問題があり本格的には導入されていない。しかしながら、人口減少時代を迎えてからではなく、現在から資金調達戦略の一環として次世代のファイナンス手法に関する検討を進めることが、中長期的な将来にわたって財政の持続可能性を維持する上での一助になると期待される。

I 伝統的な地方債の枠組みを越えたファイナンス手段の必要性

地方公共団体は、住民に対して行政サービスを提供するために、様々な財源を活用している。税金や行政サービスに係る料金収入等で行政サービスの必要経費が賄えれば最も財政的に負担が少ないが、地方交付税や補助金といった国からの財政移転、地方債といった資金調達も通じて、必要な財源を捻出してきた。しかし、人口減少時代に、経済が低成長する中で税金や国からの財政移転が大幅に伸びることは期待できず、地方公共団体にとっては資金調達における工夫が財源を確保する上での最重要課題になることは明らかである。

21世紀に入ってからの地方債市場の状況を振り返ると、2000年代後半の金融危機発生時や2011年3月に発生した東日本大震災といった時期には、一時的に市場の安定性が失われる局面があった。しかし、基本的には、銀行の預貸率低迷の中での債券市場の好調な

需給環境や金融緩和等を背景とした国債金利の低下基調を背景に、地方公共団体の起債環境としては良好な状況が続いている。

とはいえ、このような極めて恵まれた資金調達環境がいつまでも続くとは限らない。特に、人口減少時代における金融市場の構図としてありうるシナリオとしては、少子高齢化の進展を背景とした国内貯蓄率の減少、経常収支の赤字化を通じた国内全体における資金不足は懸念材料として挙げられる。仮に、このようなシナリオが現実化した場合、地方公共団体が金融市場から従来のように容易に資金調達を実施できなくなることも想定され、限られた資金をより有利に確保し、有効活用するといった点が財政運営上の重要課題になるだろう。

人口減少時代に資金調達環境が悪化しても耐久性があるファイナンス手法を考えた場合、ガバナンスの仕組みが機能する資金や、より長期性のある資金がカギになると考えられ、通常の地方債という枠組みを越えた選択肢を検討することも必要となる。本稿では、人口減少時代の次世代ファイナンスとして、レベニュー債及び永久債について分析を行う。2つの手法は、現在の日本では本格的には導入されていないものの、人口減少時代に有効な資金調達手段となり得る可能性がある。

II レベニュー債

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。米国では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、米国地方債全体の約6割に当たる1,977億ドル（2013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。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が、諸外国を見ると、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。

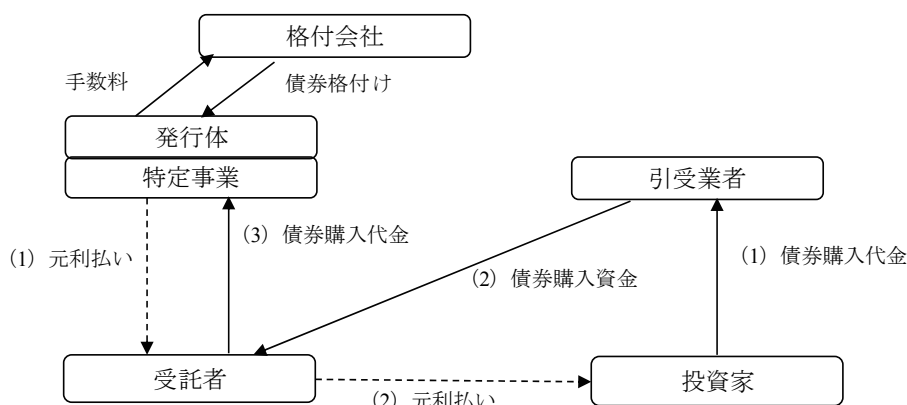
1. レベニュー債の仕組み

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 Bond、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い、調達資金は、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（図表1参照）。

1) レベニュー債の類型

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

図表1 レベニュー債の資金フロー



(出所) 国土交通省国土交通政策研究所・長野幸司・日下部隆昭・江岡幸司・渡瀬友博・森山弘一
 「事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究」『国土交通政策研究』第56号、2005年10月、44頁、より野村資本市場研究所作成
 (<http://www.mlit.go.jp/pri/houkoku/gaiyou/pdf/kkk56.pdf>)

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、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と、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) 学校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) 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¹。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において事業の運営・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。

3) 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。

4) 発行及び販売プロセス

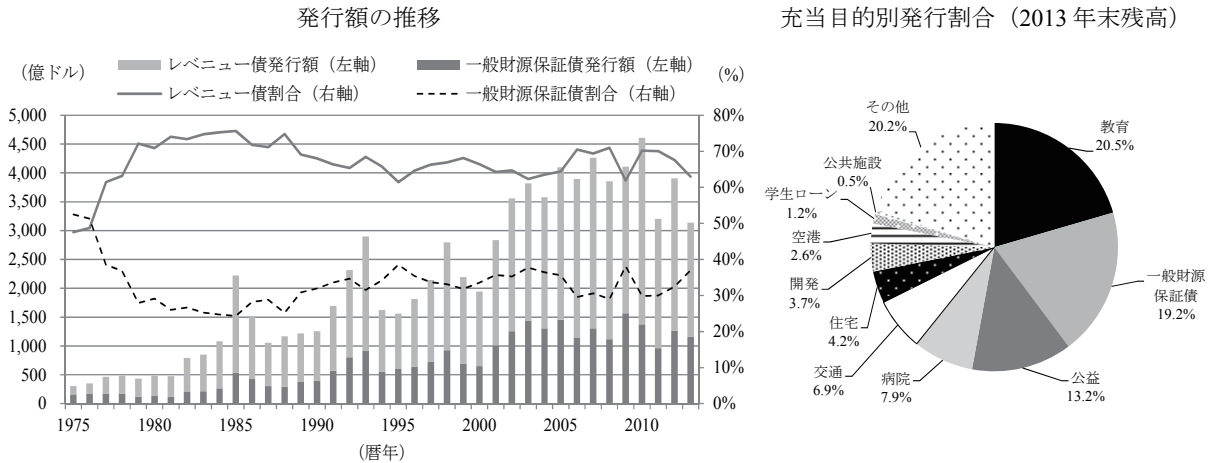
米国地方債の発行プロセスは各州において異なるが、例えばノースカロライナ州やルイジアナ州の場合、州内の地方政府の起債を含めた財政運営について所管する委員会を有している。地方政府が地方債を発行する際は起債許可を委員会に申請し、委員会は合法性、起債の必要性・緊急性、借入金額の妥当性、実現可能性（償還確実性）といった観点から起債を許可するか否かを判断する。なお、米国では規制強化や金融技術の発展により、地方債の発行計画から販売まで地方公共団体等が地方債法律顧問やファイナンシャル・アドバイザーといった外部機関を活用することが多い。

2. 発行状況

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

¹ Alan Walter Steiss, *Strategic Facilities Planning: Capital Budgeting And Debt Administration*, Lexington Books, 2005, p.239.

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, *US Municipal Credit Report, Fourth Quarter and Full Year 2013*, February 19 2014, p.14、より野村資本市場研究所作成

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²。

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はなく、公社・特別区が 7 割弱を占めている³。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⁴。

3. レベニュー債を日本の地方公共団体に本格導入する意義と課題

1) レベニュー債を日本に導入する意義

米国において、レベニュー債は社会インフラの整備に大いに活用されてきた経緯がある。特に、1930 年代に実施されたニューディール政策の時代に整備された社会インフラ等が 1980 年代頃から老朽化し、その更新費用を賄う上でも、レベニュー債は利用されてきた。日本の場合、米国に 30 年ほど遅れて、1960 年代の高度経済成長期に多くの社会インフラ等が整備されてきたため、本格的な更新需要が近い将来に発生

² 山崎正『米国の地方財政』勁草書房、1989 年、121 頁。

³ 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, *The 2012 Statistical Abstract, 2013*, Table 440, p.267)

⁴ 秋山義則・前田高志・渋谷博史『アメリカの州・地方債』日本経済評論社、2007 年、24 頁。

する見込みである。日本の地方公共団体をめぐって税収や国からの財政移転の伸びが期待できない中で、インフラ更新需要に充当する資金をより有利に確保するといった目的に鑑みると、商品性の多様化の一環として、レベニュー債が1つの有効な選択肢になる可能性がある。

レベニュー債の特長としては、ガバナンスが効きやすい商品性であることが挙げられる。具体的には、(1) その償還原資が基本的には当該事業から生み出される収益となることから、受益と負担の結び付きが強くなること、(2) 米国レベニュー債の場合、一般財源保証債のような制度化された起債統制は受けないが、起債の可否を投資家に問う必要があるといった意味で、公共性のみならず市場による統制のバランスが求められること、といった性質を有している。レベニュー債では、元利償還の確実性は事業の成否に大きく依存する上、実現可能性調査やコベナントの仕組みも通じて、投資家が投資可能か否かを厳しい目で判断することとなり、仮に充当事業の採算性が乏しい場合は、起債が行われず、事業中止といったこともある。そのため、レベニュー債発行時には、楽観的な見通しに基づく甘い事業計画を策定するようなことが阻止される上、レベニュー債発行後も、コベナント等を通じて、安定した経営状況を保つインセンティブが確保されるため、ガバナンスが効きやすい商品性になっていると言える。その意味で、レベニュー債は、人口減少時代においても限られた財源を有効活用することを促すことが期待される仕組みであることから、資金調達手法の1つとして有力な選択肢になると考えられる。

さらに、レベニュー債の償還原資が基本的には当該事業から生み出される収益に限定されていることから、仮に、日本において将来的にある地方公共団体の財政状況が悪化しても、キャッシュフローが安定的に創出される事業を対象としたレベニュー債であれば、比較的有利な条件での発行が可能になることが期待される。例えば、米国では、カリフォルニア州バレーホ市やストックトン市といった財政破綻の中で連邦破産法第9章を適用した地方公共団体が、キャッシュフローが比較的安定している水道事業を対象としたレベニュー債の発行で資本市場に早期に復帰している⁵。

2) レベニュー債の日本への導入をめぐるこれまでの経緯

日本には米国のレベニュー債のような仕組みは制度としては存在しない。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

⁵ バレーホ市は、2008年5月に連邦破産法第9章を適用申請し、2011年11月に連邦破産法第9章の適用を解除された。適用解除から2年後の2013年11月に水道レベニュー債(借換債)を発行した(1,800万ドル、発行時の格付け[S&P=A+])。一方、ストックトン市は、2012年6月に連邦破産法第9章を適用申請し、破産法適用中の2013年11月にストックトン公共金融公社が水道レベニュー債を発行した(5,414万ドル、発行時の格付け[ムーディーズ/S&P=Ba1/A-])。

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。

一方で、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、財政規律や資金調達の多様化といったメリットが認識され、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ている（図表 3 参照）。特に、財団法人茨城県環境保全事業団（茨城県全額出資の財団法人）による茨城県エコフロンティアレベニュー信託（100 億円、2011 年 6 月に資金調達）の事例は、注目を集めた。

ただし、現時点では、日本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選択する必要性が乏しいことによるとみられる。

図表 3 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が発行する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

3) レベニュー債の日本への導入をめぐる課題

レベニュー債には、前述のとおり、ガバナンスが効きやすいといったメリットがある。しかし、仮に、日本にこの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、地方債協議・届出制度等の中でのバーゼル規制における地方債の取り扱いが挙げられる。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」⁶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挙げられる。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⁷。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、日本の地方債には債務不履行（デフォルト）の仕組みがない。したがって、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

⁶ 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。

⁷ 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。

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、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⁸。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。

すなわち、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、投資家に十分に受け入れられる金融商品となるためには、法的対応、市場整備、金融規制といった制度面からの検討及び対応を十分に行うことが不可欠であると言える。

III 永久債

永久債とは、通常の債券とは異なり、償還期限が定められていない債券である。英国国債が永久債で発行された18世紀以降、世界各国で官民双方による発行が行われてきたが、特に、20世紀終盤の銀行規制の中で多くの銀行が永久債を発行し始め、21世紀に入って金融危機時を除き、発行が相次いだことから、市場規模は2014年10月末現在、1兆ドル程度に達している⁹。

1. 永久債の仕組み

永久債とは、償還期限が定められていない債券であり、発行体が途中償還を行わない限り元本の償還がなく、利払いが永久に行われるものである。発行体にとっては株式と同様に、元本を一定期間後に償還する義務がないため、負債の一部ではあるものの、自己資本に近い性格の資金となる。一方で、永久債保有者には、株主に認められているような議決権等の権利はない。

2. 発行状況

永久債は、英国で1750～1751年に政府の財政問題に対処すべく、それまで発行された複数の英国国債を2種類の債券に統合し、低利で借り換えることを目的として「コンソル

⁸ 金融商品取引法第2条第1項第2号、同法第3条第1項。

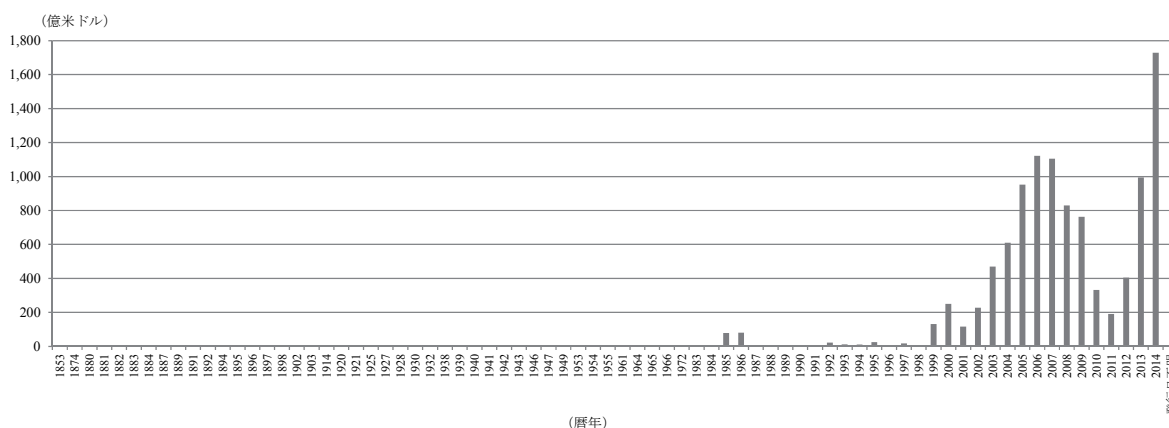
⁹ 本稿の永久債に関する統計は、ブルームバーグのデータに基づく。2014年10月末現在で存在している永久債の発行額の合計。為替レートは、簡便的に2014年10月末時点の水準で換算。

債」(Consolidated Annuities、Consols)が発行されたことを通じて知られるようになった¹⁰。永久債は、バーゼル合意による自己資本比率規制が1988年に策定されたことを契機に銀行が一定程度の自己資本を確保する必要に迫られたことから、劣後債務(劣後債・劣後ローン)による負債性資本の調達に乗り出し、一部は永久劣後債の形で発行されるようになったため、20世紀終盤頃から金融市場でのプレゼンスが高まるようになった¹¹(図表4参照)。

現存している永久債の発行額の推移を見ると、21世紀に入る頃から発行額が増加し始め、2000年代前半に世界的に債券市場の金利が低下する中で、償還期限の定めのないことから通常の債券(シニア債等)に比して劣後することを背景に金利水準が高い傾向にある永久債への需要が高まったこともあり、発行額が伸びていった。なお、発行されている永久債はほとんどが発行体による期限前償還(コール)が可能となっており、一部の例外を除けばほとんどが期限前償還されていることも、投資家にとっては、償還日不定といった不確定要素が実質的に排除され、投資しやすい金融商品の1つとして映っている可能性がある(図表5右下参照)。

永久債は、2000年代後半の金融危機の中で、発行額が一時的に抑制基調にあったが、世界各地における金融緩和政策の中で2010年代前半に再び金利水準が低下傾向にある中、金融機関のみならず事業会社も、資本増強や買収資金調達等を目的とした永久債の発行に取り組んでいる状況となっている。

図表4 永久債の発行額推移(グローバル)



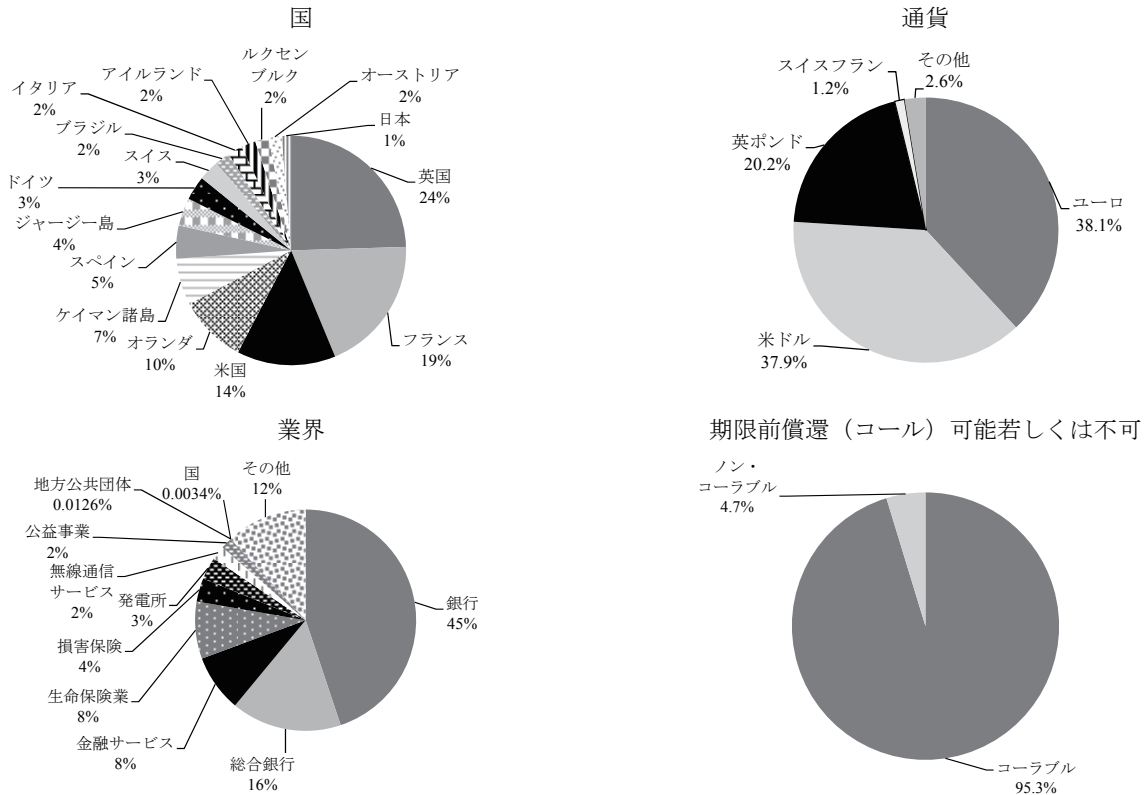
(注) ブルームバーグのデータに基づく。2014年10月末現在で存在している永久債。2014年の発行額は10月末までの数値。為替レートは、簡便的に2014年10月末時点の水準で換算。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 富田俊基「国債の信用リスクと財政の持続可能性」『証券アナリストジャーナル』第48巻第3号、日本証券アナリスト協会、2010年3月、7頁。

¹¹ バーゼルⅠ及びⅡにおいては、自己資本比率の計算上、株主資本等の基本的項目(Tier 1)以外に、劣後債、一般貸倒引当金等の補完的項目(Tier 2)及び市場リスクに対応した準補完的項目(Tier 3)を追加することが可能であった。補完的項目のうち、資本性の高いUpper Tier 2に永久劣後債務が含まれる。なお、バーゼルⅢにおいては、劣後債は国際基準では引き続きTier 2への資本算入が可能である。一方で、国内基準については、劣後債を自己資本に算入することができなくなった。

図表 5 永久債の発行額別内訳（グローバル）



(注) ブルームバーグのデータに基づく発行額別内訳。2014年10月末現在で存在している永久債。為替レートは、簡便的に2014年10月末時点の水準で換算。
 (出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

世界の金融市場で現存する永久債の内訳を見ると、国別では英国、フランス、米国といった欧米先進国が中心となっており、通貨はユーロ、米ドル、英ポンドと続く形になっている（図表 5 左上及び右上参照）。一方、業界別に見ると、金融機関が全体の 8 割以上を占めているが、国（全体の 0.0034%）や地方公共団体（同 0.0126%）といった公的セクターによる発行も現存している（図表 5 左下参照）。地方公共団体による発行は全て英国において英ポンド建てで行われており、リバプール・メトロ・ディストリクト、マンチェスター市、バーミンガム市といった団体が起債を行っている。なお、地方公共団体による永久債は、記録が残っていない等により発行日が不明な銘柄が大部分だが、発行日が判明している銘柄は、英国が第二次世界大戦後の高度経済成長を遂げていた 1964～1965 年に発行されている。

3. 永久債を日本の地方公共団体に本格導入する意義と課題

1) 日本の地方財政制度にも存在する永久債の仕組み

前述のレベニュー債と異なり、日本の地方財政制度には、永久債の仕組みが存在する。

日本の地方財政制度の下では、地方債の償還年限について、地方財政法に基づき、当該地方債を充当して建設した公共施設等の耐用年数を超えないようにすると規定されている¹²。ただし、公営企業債に関しては、地方公営企業法において、地方公営企業の建設に要する資金に充当する場合、償還期限の定めのない地方債、つまり永久債を発行することが可能とされている¹³。

一方、地方公営企業の永久債に関しては、毎事業年度の利益の状況に応じて特別利息を付することが可能となっている¹⁴。特別利息は、通常の定められた利息に追加して、毎事業年度の利益剰余金の状況に応じて支払われるものであり、株式の配当金のような性格を有するものである。特別利息の率については、普通の利息に特別の利息を加算することから、年間、元金の1割程度をもって最高限度とすることが適当とされている¹⁵。

なお、地方公営企業は、住民の福祉の増進を基本目的として経営され、その企業経営は住民の創意に基づくことが望ましいとの観点から、永久債は地域住民により消化されることが期待されている旨が通達に記されている¹⁶。これは、永久債が出資に代わる住民の出損の方法として利用されることを期待して明示されたものである¹⁷。ただし、制度上では、永久債の購入者を地域住民に限定するなど、購入者に制限がかかるものではないと解釈される¹⁸。

地方公営企業の永久債をめぐってはこれまで、千葉県工業用水道事業で発行が行われ、当該事業における受水会社が引き受けている例があるのみである¹⁹。当該永久債は、通常の借入に比して資本コストの減少を通じて給水料金が低く抑えられること等が期待され、起債に至った可能性がある。なお、永久債の特別利息については、近年は支払われたことがないとのことである。

¹² 地方財政法第5条の2においては、「地方財政法第5条第5号の規定により起こす同号の建設事業費に係る地方債の償還年限は、当該地方債を財源として建設した公共施設又は公用施設の耐用年数を超えないようにしなければならない」とされている。

¹³ 地方公営企業法第23条においては、「地方公共団体は、企業債のうち、地方公営企業の建設に要する資金に充てるものについては、償還期限を定めないことができる（後略）」とされている。

¹⁴ 地方公営企業法第23条においては、償還期限を定めない企業債について、「（前略）当該地方公営企業の毎事業年度における利益の状況に応じ、特別利息をつけることができる」とされている。

¹⁵ 地方公営企業法および同法施行に関する命令の実施についての依命通達の5の(3)では、償還期限がない企業債について、「（前略）当該地方公営企業の毎事業年度における利益剰余金の状況に応じて特別利息をつけることができるのであって（地方公営企業法第23条後段）、償還期限を定めない企業債が株式に類似した性格を有するものであるから特別利息は配当金に類似したものということができるのであり、これが最高限度については、規定を設けていないが、普通の利息の外に特別の利息を加算する点に鑑み、年元金の1割程度のものが適当であると考えられる」とされている。

¹⁶ 地方公営企業法および同法施行に関する命令の実施についての依命通達の5の(3)では、「企業債のうち地方公営企業の建設資金に充てるものについては、償還期限を定めないことができることとしたが（地方公営企業法第23条前段）、これは、(1)償還期限が不定であること、(2)償還期限がない所謂永久公債的なものであることを意味するものであること。即ち、地方公営企業の経営は、地方公共事務のうち住民の福祉を増進するための具体的方法の一であり、その設置は、地方住民の総意に俟つべきものと考えられるので、地域住民から直接、地方公営企業の建設資金を調達する方法を設けたものであること（後略）」とされている。

¹⁷ 関根則之『改訂 地方公営企業法 逐条解説（改訂9版）』地方財務協会、1998年、252頁。

¹⁸ ただし、住民参加型市場公募地方債のように、発行団体により、購入対象者を発行団体内に居住・通勤・勤務している個人や発行団体内に拠点がある法人・団体等と決定することも可能とみられる。

¹⁹ 関根則之『改訂 地方公営企業法 逐条解説（改訂9版）』地方財務協会、1998年、253頁。

2) 永久債を日本に本格導入する意義

地方公営企業の永久債はこれまで、上記の千葉県の事例のみである。地方公共団体による永久債が浸透していないのは、地方債市場において超長期ゾーンも含めて幅広い年限で底堅い投資家需要に下支えされ、良好な資金調達環境が続いていることから、地方公共団体があえて永久債の発行を検討する必要性がなかったことが背景として考えられる。さらに、日本の債券市場を見渡しても、金融規制に伴う自己資本増強の必要性により、銀行や生命保険会社等が発行してきた経緯があるが、外貨建てのものが主流である上、期限前償還条項が付されているものも多く、地方公営企業の永久債と商品性の単純比較をすることが困難であることも一因とみられる。

しかし、地方公共団体にとって、永久債の発行は、償還期限のない安定的な資金を得られるという大きなメリットを享受することになる。国や地方公共団体は、株式も発行可能な民間企業と異なり、資金調達は基本的には償還期限が定められている負債性の資金で調達する選択肢しかない。とはいえ、永久債は負債性資金であるものの、株式のように償還期限が定められておらず、償還に伴う資金繰りを気にする必要がないため、地方公共団体にとっては、より長期的な事業にも充当しやすくなると考えられる。

マクロ的な観点からは、人口減少時代を迎えるに当たって、永久債の発行制度を、公営企業のみならず一般会計に拡大することもメリットがあると考えられる。人口減少時代には、効率化や技術革新がない限り、行政サービスの質を低下させなければ、住民1人当たりの行政コストが上昇すると考えられる。もちろん、行政サービスの料金引き上げや増税を行えば、コスト増加分を吸収可能とも言える。しかし、住民の効用を高める観点からは、永久債の発行を通じて資本コストを軽減できるようであれば、住民負担を増やすことなく、行政サービスの水準を維持することも可能となると期待される。

永久債は、一般的に償還期限がある債券に比して投資家の要求金利水準がある程度高くなることも想定される。しかし、例えば、財源が足りないなどの理由で見送られている社会インフラ等の整備・改築でも、永久債の仕組みを活用することを通じて実施に漕ぎ着けることが可能になるのであれば、当該社会インフラにより便益を受ける住民、企業等が永久債を引き受ける場合、投資判断において享受する便益が優先され、要求金利水準はそれほど高いものにならない可能性もある。これは、仮に高い金利水準を要求した場合、当該社会インフラの利用料金が引き上げられ、便益が損なわれる可能性があるからである。さらに、近年の日本の債券市場におけるフラット化した金利形状を見る限り、10年債等の償還期限が定められている地方債と大幅に乖離した水準の発行金利を求められる可能性はそれほど高くならないとも考えることができる。

一方、償還期限が定められている通常の地方債をめぐっては、公的資金の場合、償還期間は原則として30年以内とされているが、例えば、水道事業における水道用構築物の法定耐用年数は長いもので80年に達しており、構築物の減価償却が終了する

前に借換需要が発生してしまうこととなる。また、民間等資金についても、市場公募地方債の場合、近年は超長期債の発行割合も徐々に増えてきているが、全国型市場公募地方債の場合は10年債、住民参加型市場公募地方債の場合は3年債若しくは5年債が主流になっていて、公的資金と同様に減価償却終了前に借換需要が発生することも多い。しかし、永久債には、このように構造物の耐用期間内に借換リスクが発生しない。さらに、期限前償還条項付の永久債を発行し、構造物の減価償却が終了し、公営企業に十分な内部留保が確保された段階で繰上償還を行うといった方法を通じて、充当資産の耐用年数と調達資金の期間を合致させることも可能となるとみられる²⁰。

他方、投資家のメリットとしては、永久債は通常の地方債に比してある程度投資妙味が出現する可能性があることに加え、地方債協議・届出制度の下で運営されている地方債でありデフォルトの仕組みがなく、バーゼル III の自己資本比率規制のリスク・ウェイト（円建て、標準的手法）がゼロの極めて安全性が高い金融商品であることが挙げられる²¹。

公営企業の永久債は、投資のほとんどが長期保有目的とみられる住民にとって、資産形成の一助となる金融商品として魅力的に映る可能性がある。とりわけ、少子高齢化の進展で今後ますますの人口増加が見込まれる退職世代にとっては、年金と同様に、定期的に収入が受け取れる魅力的な商品として注目が集まる可能性がある。他方、機関投資家においても、超長期の投資ニーズがある生命保険会社や年金基金が ALM の一環として、永久債を魅力的な投資対象として捉える可能性が期待される。

3) 永久債の日本への本格導入をめぐる課題

永久債には、前述のとおり、地方公共団体・投資家・住民等にとってメリットを有する金融商品と言える。しかし、仮に、日本の地方公共団体が本格的にこの仕組みを活用する場合、少なくとも3つの課題に対処する必要がある。

1 点目は、ガバナンスの維持である。永久債は、株式と同様に償還期限が定められていないが、議決権等の権利はなく、株主総会で株主の利益に沿わない経営者を解任するといった株式会社で見られるような株主によるガバナンスの仕組みはない。確かに、永久債が金融市場で十分に流通する中で発行体である地方公共団体の財政状況が悪化した場合には、流通利回りの上昇や投資家による永久債の売却といった形を通じてガバナンスが効くとも考えられる上、永久債保有者が住民の場合、選挙を通じて首長を変更させるといったことはあり得る。しかし、地方公共団体が永久債によって償還期限が定められていない安定性の高い資金を手に入れたとしても、

²⁰ ただし、市場公募地方債については、1998年10月債より、繰上償還条項が削除されている。（地方債協会『地方債月報』第231号、地方債協会、1998年10月、29頁）

²¹ 金融庁「金融庁告示第19条 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」2006年3月27日、金融庁「『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等に基づき、金融庁長官が別に定める格付機関及び適格格付機関の格付に対応するものとして別に定める区分』の告示案」2007年3月23日。

財政規律の手綱を確保するような仕組みが必要と言える。例えば、永久債の発行後、資本コスト低減等を含めてどのようなメリットが発生し、そのメリットがどのように活用されたのか（他の地方債の償還原資、行政サービスの質の向上、新たな事業への投資、基金の積立等）や繰上償還が可能か、などを定期的に検証することが求められるところである。

2点目は、流動性の向上である。金融機関等が発行している永久債の多くは、国内外に幅広い投資家層を抱えていることから一定以上の流動性を確保することが可能と考えられる。しかし、日本の地方債はそもそも流動性が低い状況にあり²²、永久債を購入しても投資家が売却することが困難なことも想定される上、償還日も定められていないため、一旦投資を行っても投資資金を回収できなくなる可能性が否めない。

流動性を向上する仕組みとしては、ドイツの個人向け国債の一種であるドイツ政府・デイボンド（Tagesanleihe）といった金融商品の仕組みが参考になる可能性がある²³。当該国債は、ユーロ圏のオーバーナイト金利（EONIA）に連動し、預け入れ、引き出しが自由な商品設計になっており、償還日は特に設けられていない。デイボンドは、国債と預金両方の特徴を兼ね備え、いつでも預け入れ・引き出し可能という意味から流動性リスクが排除された商品設計となっており、ドイツで広く浸透した。その結果、ドイツでは、2008年の個人向け国債発行額は前年比約2倍に増加したという経緯がある。ドイツ政府・デイボンドのような仕組みは、短期金利に連動する金融商品で必ずしも長期投資を前提としているとは言い切れず、永久債の流動性向上に向けた唯一の解決策ではないと思われる。しかしながら、地方公営企業の永久債が安定消化されるためには、何かしらの流動性リスクの軽減策は必須と考えられる。

3点目は、レベニュー債の課題でも取り上げた開示の仕組みの拡充である。日本の地方債はそもそも開示免除であるが、償還期限が定められていない特殊な地方債であることに鑑みると、投資家層を拡大するためには、発行体である地方公共団体による継続的な開示が必要になると予想される。

すなわち、日本の地方公共団体による永久債が金融市場・住民等に広く受け入れられるためには、ガバナンスの維持、流動性の向上及び開示の仕組みの拡充といった課題を解決すべく、十分な検討が望まれるところである。

²² 2013年度の回転率（店頭市場売買高／発行残高、年）は、利付国債（8.8回）、市場公募地方債（0.2回）、銀行等引受地方債（0.2回）、政府保証債（0.4回）、財投機関債（0.3回）、普通社債（0.5回）となっている。（売買高は、証券会社、ディーリング業務実施金融機関売買分を含む。地方債については、住民参加型市場公募地方債を除く。銀行等引受地方債は、都道府県、政令指定都市の証券形式のもののみを含めている。国債については、市中消化分。日本証券業協会「公社債種類別店頭売買高」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、地方債協会『地方債』各号より野村資本市場研究所算出）

²³ Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, *Tagesanleihe des Bundes*.

IV 結びに代えて

日本の地方公共団体は現在、地方債市場が堅調に推移する中で、極めて良好な資金調達が可能となっている。しかし、日本が初めて本格的に経験する人口減少時代においては、金融市場の構造が大幅に変化し、これまでのような容易な資金調達ができなくなる可能性がある中で、通常の枠組みに捕らわれない資金調達手法を幅広く検討することが望まれる。人口減少時代に資金調達環境が悪化しても耐久性がある次世代のファイナンス手法としては、レベニュー債と永久債が有効な資金調達手段になり得る可能性がある。

レベニュー債は、コベナント等の仕組みを通じてガバナンスが効きやすい金融商品であり、人口減少時代においてカギとなる限られた財源を有効活用することを促すといった特長を有している。一方、永久債は、株式発行といった概念を有さない地方公共団体でも償還期限のない安定的な資金を得ることが可能となる上、充当する社会インフラ等の受益者による投資等を通じて資本コストが減少すれば、人口減少時代において住民1人当たりの行政コスト上昇をある程度抑制することも期待できる金融商品である。

2つの手法は、現在の日本では制度面の課題や支える金融市場がないといった問題があり本格的には導入されていない。しかしながら、人口減少時代を迎えてからではなく、現在から資金調達戦略の一環として次世代のファイナンス手法に関する検討を進めることが、中長期的な将来にわたって財政の持続可能性を維持する上での一助になると期待される。