

欧米地方債市場から得られるわが国への示唆

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 欧米先進 4 ヶ国（フランス・スウェーデン・ドイツ・米国）の地方債市場の様相は多様である。米国では債券形式での発行を原則としている一方で、欧州、特にフランスでは銀行などからの融資が主流となっている。ただし、ドイツでは債券形式での発行が拡大しつつあり、また、スウェーデンでは、地方自治体の共同出資機関であるコミューンインベストの役割が大きい。
2. しかし、こうした多様性の中にも、欧米 4 ヶ国ではいくつかの共通点がある。地方債制度については、①起債自主権が確立されている点、②赤字地方債の発行を原則禁止とするなど、地方財政規律を確保する仕組みが用意されている点、および、③地方歳入の多くが、地方税収を中心とする地方政府の自主財源によって確保されている点が挙げられる。
3. また、地方債市場については、①目論見書の作成や格付けの取得など、地方債市場の情報インフラが整備されている点や、②複数の地方政府による共同資金調達手段が用意されている、あるいは地方債の分散投資を投資家に容易とする金融商品が普及している点がある。
4. わが国においては、地方分権改革の進展、地方債発行残高の累増、予想される地方債市場の拡大、といった背景を受けて、地方債制度・市場の今後のあり方について議論が高まっており、改革も進展しつつある。欧米 4 ヶ国に通じる地方債制度や市場での取り組みから得られる示唆は大いにあるものと考えられる。

I 欧米地方債市場の多様性

本稿は、欧米先進国の地方債市場、およびそれを取り巻く制度との比較・考察を通じて、わが国の今後の地方債制度・市場のあり方への示唆を得ることを目的としている。対象国は、欧州諸国の中でも比較的中央集権が進展している単一制国家としてフランスとスウェーデン、および連邦制国家であるドイツと米国の 4 ヶ国とする¹。地方債市場の様相は、これら 4 ヶ国の間で多様となっているが、そこには、①起債自主権の拡充、②地方財

¹ イングランドは、これら 4 ヶ国と比較して、中央集権的性格の強い財政構造を有している。地方債に関していえば、2006 年度末時点で発行残高全体の 79.0%は、英国財務省証券の発行により調達された資金を原資とした資金によって引き受けられている。それゆえ、イングランドの地方債市場は、本稿の考察の対象としていない。

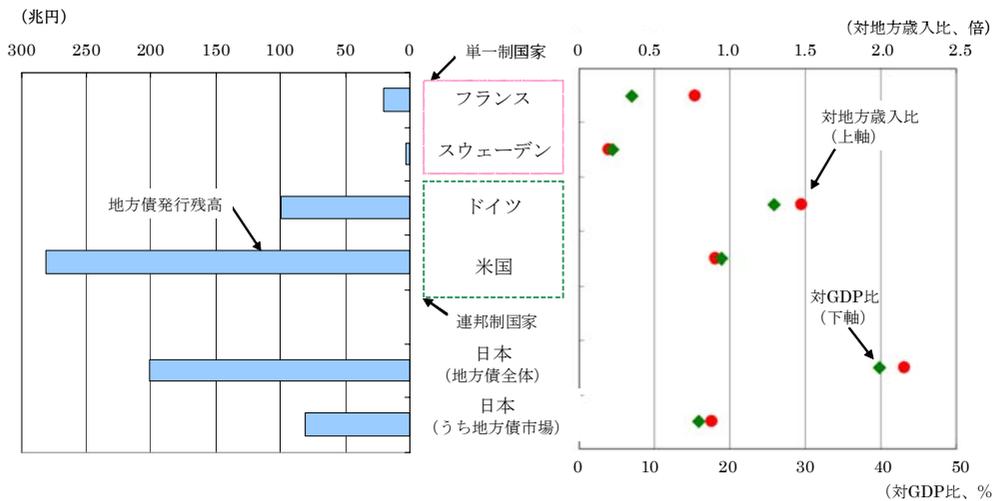
政規律の回復、③地方債市場の拡大と効率化、という、わが国の地方債制度・市場が抱える課題を検討するに際して参照するべき、いくつかの共通点が存在する²。

1. 欧米地方債市場の大きさ

まず、欧米地方債市場の大きさを確認する（図表 1 左）³。一般的に、ドイツや米国など連邦制国家においては、連邦政府に対する州政府の財政的な自律性が強く、それゆえ地方財政の規模はフランスやスウェーデンなどの単一制国家に比して、相対的に大きいとされるが、地方債市場の大きさについても同様の傾向がみられる。

欧米 4ヶ国のうち、最大の地方債市場規模を有するのは米国であり、地方債発行残高は 26,690 億ドル（280.4 兆円）にのぼる⁴。米国では、近年、教育事業や医療・福祉事業を中心に、州・地方政府の財政支出が増加しており、それに合わせて地方債発行残高も毎年約 1,000 億ドルのペースで累増している。米国地方債市場の規模は、2000 年末時点の 14,807 億ドルから 1.80 倍に拡大している⁵。

図表 1 欧米地方債市場の規模（地方債発行残高、対 GDP・地方歳入比）



- (注) 1. 地方債発行残高の時点は、フランス・スウェーデン 2007 年末時点、ドイツ 2008 年 6 月末時点、米国 2008 年 9 月末時点、日本 2005 年度末時点。円換算は同時点での為替レートに基づく。
 2. 地方債発行残高の対 GDP・地方歳入比の時点は、フランス 2006 年末時点、スウェーデン・ドイツ 2007 年末時点、米国 2007 年末 (GDP)・2004 年末時点 (歳入)、日本 2005 年度末時点。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

² 本稿では、単一制国家における地方自治体、連邦制国家における州・地方政府の総称として、「地方政府」という用語を用いることとする。連邦制国家において、州政府の「創造物」として、下位に位置づけられている政府については、煩雑にならない限り「(狭義) 地方政府」という表現を用いる。

³ 本稿では、民間投資家の投資対象となる地方債の発行・流通市場を「地方債市場」と呼ぶこととする。わが国では、地方債の過半は公的資金（政府資金・地方公営企業等金融機構資金）が引受・保有しているが、この部分は「地方債市場」には含まれない。ただし、本稿が対象とする欧米 4ヶ国では、発行される地方債は全て民間投資家の投資対象となりえることから、地方債の発行・流通市場は全て「地方債市場」に含まれる。

⁴ 円換算は、同時点での、あるいは同年（度）末時点での為替レートで行う。

⁵ FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。

米国に比して、欧州の地方債市場は、絶対額ベースでは大きくない。欧州 3ヶ国中最大規模を誇るドイツにおいても、地方債発行残高は 5,962 億ユーロ (99.1 兆円) と、米国の約 3 分の 1 の規模にとどまる。フランスやスウェーデンは、各々 1,273 億ユーロ (19.9 兆円)、1,342 億 SEK (2.3 兆円) と、さらに小さい。

こうした差は、各国 GDP の大きさによるところが大きい。地方債市場の規模を各国 GDP 規模や地方歳入に対する比率で比較すると、ドイツ (24.7%・1.47 倍) が米国 (18.9%・0.90 倍) を上回って最大となる (図表 1 右)。フランスやスウェーデンについては、これら 2ヶ国に対して依然として市場規模は小さいものの、差は相当程度に縮まる。特にフランスは、地方債発行残高の対地方歳入比率が 0.76 倍と、米国の 0.90 倍に近い水準にあり、地方自治体の債務負担が相対的に重い状況にあるといえる。

ちなみに、わが国の地方債発行残高は 2005 年度末時点で 200.6 兆円と、欧州 3ヶ国よりも大きく、また米国の 3 分の 2 程度の規模となっている。対 GDP・地方歳入比率では、それぞれ 39.8%・2.15 倍と、欧米 4ヶ国全てを大きく上回る。ただし、地方債市場 (銀行等引受債と市場公募債の市場) に限ってみると、発行残高は 80.4 兆円とドイツ並み、対 GDP 比率は 15.9%、対地方歳入比率は 0.92 倍と、米国並みの水準にある。

2. 欧米地方債市場の多様性

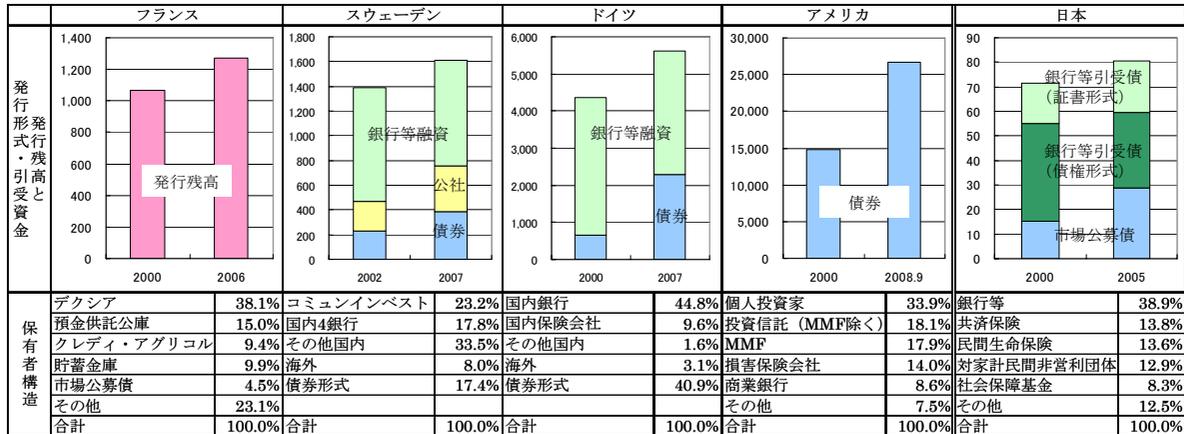
1) 債券発行を原則とする米国地方債市場⁶

地方債の発行形式、引受資金の内訳、および保有者構造をみると、欧米 4ヶ国の地方債市場の様相は多様である (図表 2)。

米国の地方債市場においては、州・地方政府は、原則として債券形式で地方債を発行し、資本市場から資金を調達している。地方債の過半は、実質的に個人投資家によって保有されている。2008 年 9 月末時点の保有状況をみると、個人投資家の直接保有分が、地方債発行残高全体の 33.9% を占めている。また、投資信託による保有分も 36.0% にのぼり、うち 17.9% は MMF である。その一方で、商業銀行・貯蓄銀行は、1970 年代前半においては地方債の過半を保有していたものの、経営上、ALM (資産・負債管理) を重視する傾向が強まったことや、地方債保有に対して認められていた税制優遇のメリットが 1980 年代に相次いで廃止されたことなどを受けて、その後、一気に保有シェアを落としており、1990 年代以降、現在に至るまで 1 割に満たない水準で推移している。

⁶ 以下、米国地方債制度・市場に関する記述は、主に以下のレポートを参照。井潟正彦・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、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―」同 2007 年春号、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債ファンド市場の現状 ―民間資金をひきつける市場インフラとしての可能性―」同 2007 年夏号。

図表 2 欧米 4 ヶ国の地方債市場の様相



(注) 1. 「発行残高と発行形式・引受資金」のうち、「銀行等融資」はその他を含む。単位は億ユーロ（フランス・ドイツ）、億 SEK（スウェーデン）、億ドル（アメリカ）、兆円（日本）。
 2. 「保有者構造」は、スウェーデンとドイツは 2007 年末時点、アメリカは 2008 年 9 月末時点、日本は 2007 年度末時点。フランスは、直近公表のデータ（1996 年・2000 年）をもとに推計。
 (出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

2) 銀行からの融資に依存するフランス地方債市場⁷

これに対して欧州では、地方政府の資金調達手段の主流は銀行などからの融資である。中でもフランスにおいてはこの傾向が顕著であり、民間金融機関による融資が市場全体の約 9 割を占めている。市場公募債の発行は、最も上位の地方自治体であるレジオン（州）においては全体の 17.7%（2000 年末時点）を占めるものの、コミューン（市町村）では 2.1%（1996 年末時点）、デパルトマン（県）でも 3.6%（2000 年末時点）に過ぎない⁸。

フランス地方自治体への融資主体についてみると、BNP パリバヤソシエテ・ジェネラルといった大手民間金融機関のシェアは相対的に小さく、旧政府系金融機関のシェアが大きい。フランス地方債の保有者構造をみると、第一の保有主体はデクシア・クレディ・ローカル（旧クレディ・ロカール・ド・フランス）で、推計ベースで全体の 38.1%のシェアを有している⁹。デクシアは、今日もなお政府系金融機関である預金供託公庫（CDC）が 1966 年に組織した地方公共設備投資援助公庫（CAECL）を出自としている。現在は民営化され、地方政府向けファイナンス関連事業にほぼ特化して、世界的に展開している¹⁰。これに、クレディ・アグリコルや貯蓄金庫による

⁷ 以下、フランス地方債制度・市場に関する記述は、主に林宏美「フランスの地方自治体ファイナンスの実情—1980年代以降進展した地方分権改革—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

⁸ DGCL, “Les Collectivités locales en chiffres” 2002-2003年。

⁹ 推計は、注 8 参照資料、および同 2008 年版をベースに行った。

¹⁰ デクシアについては、林宏美「自治体向けファイナンス業務をグローバルに展開するデクシア」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。なお、2007年後半以降の世界的な金融市場の混乱の影響を受けて、2008年9・10月に、ベルギー・フランス・ルクセンブルク政府は、デクシアに対して公的資金の注入などの救済策を講じることを決定した。さらに、デクシアは、同年11月に、傘下の金融保証保険会社 FSA のアシュアード・ギャランティーへの売却方針を表明するなど、経営体制の大きな変更を迫られている。

保有分も合わせると、旧政府系金融機関によるフランス地方債の保有シェアは57.4%と、過半に達する。

3) 債券形式での発行が拡大するドイツ地方債市場¹¹

フランスと同様、ドイツにおいても、地方債の多くは証書形式で発行されている。ドイツ地方債の発行残高全体に占める証書形式の割合は2007年末時点で59.1%と、過半を占めている。融資主体としては、州立銀行・貯蓄銀行を中心に国内銀行の役割が大きく、地方債発行残高全体の44.8%、証書形式に限れば全体の75.7%を保有している。そのほか、州政府への融資では国内保険会社や海外投資家も一定のシェアを有している¹²。

ただし、ドイツ地方債市場については、こうした証書形式で発行された地方債の引受・保有資金のうちの相当部分は、実質的には債券市場から調達されたものである、という点が注目される。というのも、州・地方政府に対して融資を行っている金融機関は、その債権を担保としてカバード・ボンド（ドイツの場合はファンドブリーフ債）と呼ばれる債券を発行して資金調達を行っているのである。カバード・ボンドの担保債権には、信用力の高さなどに関する一定の条件を満たすことが一般的に求められるが、ドイツの場合には、同国の地方債を担保とすることが認められている。2001年に州立銀行・貯蓄銀行に対する公的保証が撤廃されることとなり、発行するファンドブリーフ債が最高格付けを得られるとは限らなくなったことから、それ以降、ファンドブリーフ債の発行残高は減少傾向にあるものの、依然としてその規模は大きく、金融機関による活用が進んでいる。地方債など公的セクター向け融資債権を担保とする公的ファンドブリーフ債の発行残高は、2008年8月末時点で4,137.7億ユーロと、ドイツ国内銀行の地方債（証書形式）保有額2,510.2億ユーロ（2007年末時点）を大きく上回る¹³。

また、近年では、特に州政府による債券発行が拡大している。ドイツ地方債発行残高に占める債券形式の割合は、2000年末時点の15.1%から、2007年末には40.9%に急増しており、州政府に限れば47.8%にのぼる。この背景には、国債や社債の発行額・取引量の増加などによるドイツ国内の債券市場の発達や、上述した2001年のファンドブリーフ債をめぐる制度改革により、国内金融機関が債券市場から資金を調達して州・地方政府への融資資金を確保することが以前ほど容易ではなくなったことなどがあると考えられる。

¹¹ 以下、ドイツ地方債制度・市場に関する記述は、主に三宅裕樹「ドイツの地方債市場から得られるわが国への示唆」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

¹² Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Statistisches Bundesamt Deutschland, *Statistical Yearbook 2008* より算出。

¹³ カバード・ボンドについては、林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年春号、同「新たな資金調達方法として米国で注目されるカバード・ボンド —米国財務省が公表したベスト・プラクティス—」同2008年秋号参照。また、統計データは注12参照資料に基づく。

4) 地方自治体の共同出資の金融機関が活躍するスウェーデン地方債市場¹⁴

スウェーデンの地方債市場においても、ドイツと同様、証書形式での地方債発行を中心としながら、近年は債券形式での発行が拡大しつつある、という傾向がみられる。地方債発行残高全体に占める債券形式の割合は 2007 年末時点で 17.4%と、2003 年末時点の 11.7%から増加している¹⁵。ただし、ドイツと比較すれば増加の程度は小さい。

スウェーデンの地方債市場に関して最も注目されるべき特徴は、政府系金融機関である Kommuninvest I Sverige AB、スウェーデン地方金融公社) が大きな役割を果たしている、という点であろう。Kommuninvest は、同機関からの融資を希望する地方自治体の自発的な意志に基づく出資により創設されている非営利の金融機関である。Kommuninvest の詳細については後述するが、同機関がスウェーデン地方債市場において果たす役割は、1993 年の創設以来、一貫して拡大しており、2007 年末時点での地方債保有額は 374.1 億 SEK (スウェーデン・クローネ) と、スウェーデン地方債発行残高全体の 23.2%、証書形式に限れば 30.4%を占めている。これは、スウェーデンの大手 4 銀行 (ノルディア・ハンデルスバンク・SEB・スウェドバンク) の地方債保有額の合計 286.5 億 SEK を上回る規模である¹⁶。

II 多様性の中に貫かれる欧米地方債制度・市場の共通点

1. 地方債発行制度と、地方財政規律を担保する地方財政の仕組み

1) 起債自主権の確立

このように、欧米 4ヶ国の地方債市場を比較すると、地方債の発行形式や引受資金、市場において活躍するプレーヤーは各国各様である。とはいえ、そうした多様性の中にも、4ヶ国の市場を貫くいくつかの共通点が存在する。

まず、地方債の発行制度についてみると、4ヶ国全てで地方政府 (連邦制国家の場合は州政府) の起債自主権が幅広く認められており、原則的に自由に地方債を発行することが可能となっている (図表 3)。

フランスの場合、かつては地方債の発行は許可制のもとに行われており、地方債の発行目的や、発行条件の設定などに関して、中央政府から厳しい制約を受けていた。しかし、仏社会党ミッテラン政権下で推し進められた地方分権改革の一環として、1982 年に地方自治体の起債自主権が大幅に拡充されることとなり、地方自治体は地方債の発行に際して中央政府からの許可は不要となった。発行形式の選択や発行条件

¹⁴ 以下、スウェーデン地方債制度・市場に関する記述は、三宅裕樹・林宏美「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―」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。

¹⁵ Statistics Sweden 資料より算出。

¹⁶ 注 15 参照資料、および各社財務報告書などより算出。

図表3 欧米4ヶ国の地方債発行制度

	フランス	スウェーデン	ドイツ	米国	日本
地方債の発行制度	原則として自由な発行が可能 中央政府による事後的な監督の実施	原則として自由な発行が可能	原則として自由な発行が可能 ただし、必要に応じて連邦政府が起債限度額を設定することが可能とされている（連邦参議院の同意が必要）	原則として自由な発行が可能 ただし、免税債として発行する場合には、内国歳入法に定められた規定に従う必要がある	原則として自由な発行が可能 ただし、実質公債費比率が18%を超える場合などは、中央政府からの起債許可を得ることが必要
			地方政府による起債については、州政府が起債制度を設定 起債許可制度の存在	地方政府による起債については、州政府が起債制度を設定 起債許可制度の存在	
使途制限	予算均衡原則の採用 赤字地方債の発行は不可	予算均衡原則の採用 使途制限は特でない	州政府は、原則として投資的経費に限定 ただし、いくつかの州では、例外的に赤字地方債の発行が可能	多くの州で予算均衡原則の採用 赤字地方債の発行を不可とするところが多い	投資的経費などに限定する規定の存在（地方財政法第5条） 特例法に基づく赤字地方債の発行
			地方政府は、投資的経費に限定		

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

の設定についても、地方自治体が自由に金融機関と交渉して決定することが可能となった。

フランスと同じく単一制国家であるスウェーデンにおいても、地方自治体は、自らの判断に基づいて起債することが認められており、中央政府からの関与は受けていない。

また、ドイツや米国においては、連邦制国家ゆえに主権は州政府にあり、起債自主権は州政府に認められている。米国では、地方債の多くは、保有により得られる利子所得に対して連邦所得税が課されないという免税債として発行されているが、そのような免税のメリットを受けるためには連邦政府の規定（内国歳入法）を満たす必要がある。その点で連邦政府の関与を一定受けている。とはいえ、それを除いて、州政府は原則として自由に地方債を発行することが可能である。ドイツの場合も、連邦レベルで景気対策が実施される場合などを除いて、州政府は起債に関して連邦政府の関与を受けることは原則としてない。

一方、州政府の「創造物」である（狭義）地方政府については、地方債の発行は、上位政府である州政府の規定の下で行われており、起債自主権は制約されている。米国では、州憲法・州法において、起債による資金調達を認める事業や、発行額、発行形式などに関する条件が定められている。州政府によっては、例えばノースカロライナ州のように、実際の起債に際して州政府からの許可を得ることを要件としているところもある。また、ドイツでは、地方政府が予算段階で策定する地方債の発行計画の内容を受けて、州政府が毎年度、地方債の発行総額に対して許可を与える、という形が一般的である。

2) 赤字地方債の発行禁止

このように地方政府に幅広い起債権限が認められている一方で、過度に地方債が発行され、地方政府の財政状態が悪化することがないように、起債原則が設けられている点も、欧米4ヶ国全てで共通している。その具体的内容は様々であるが、経常的な経費を賄うための地方債、いわゆる赤字地方債の発行は、一般的に禁止されている。起債による資金調達、例えば道路や施設といった社会インフラの整備や維持など、一会計年度を越えて長期間、便益を受けられるような公共サービスを提供するために要する経費（投資的経費、あるいは資本的経費）の財源調達を目的とする場合に、基本的に限られている。

フランスでは、地方自治体の会計は経常会計と資本会計に分けられており、各会計で毎年度収支を均衡させることが求められている。起債により調達された資金は資本会計に算入され、経常会計の歳入としては認められない。また、地方債の元利償還については、元本返済部分は資本会計の、利払い部分は経常会計の、それぞれ歳出項目とされ、それらを含めて毎年度の収支均衡が必要とされている。なお、借換債の発行は認められていない。

ドイツでは、起債原則は各州政府が設定しているが、投資的経費を起債額の上限とする、という形で、赤字地方債の発行を原則として禁じている州が多い。ただし、フランスとは異なり、あくまで例外的な措置としてはあるが、州政府については景気対策などを目的として赤字地方債を発行することを可能とする規定が設けられている場合もある。もっとも、（狭義）地方政府に対しては、赤字地方債の発行は例外的にも認められていない。

米国は、ドイツ以上に州政府間で起債制度の内容が多様であるが、一般的には州・地方政府の会計は経常会計と資本会計に分かれており、地方債の発行は資本会計における資金調達に限定されている。経常会計においては、収支均衡が原則とされている。

ただし、スウェーデンについては、これら3ヶ国とは異なり、地方公会計は経常会計と資本会計に分けて管理されているわけではなく、また、赤字地方債の発行に関する規定も中央政府レベルでは設けられていない。地方財政規律に関する規定としては、2000年より地方自治法に予算均衡原則が盛り込まれ、赤字予算の策定の禁止、および決算段階で財政赤字が発生した場合には3年以内にこれを解消することが求められているだけである。それゆえ、スウェーデンの地方自治体は、財政規律の確保の観点から地方債の発行を管理するべく、それぞれ独自に起債原則を設定している。

3) 地方政府の歳入における権限と責任の大きさ

地方政府が自律的な判断に基づいて財政運営を行うべく起債自主権を行使することを可能とする上では、課税自主権を初めとする歳入の自治がそもそも確保されていることが前提となるものと考えられる。と同時に、地方財政規律が担保されるよう、地方歳出は原則として地方政府の自主財源で賄われる、換言すれば中央政府などへの財

政的な依存が過度とならないような地方財政制度が必要と思われる。

こうした観点から欧米4ヶ国の地方政府の歳入の内訳をみると、地方税源を中心とする地方自主財源からの収入が歳入全体の過半を占めており、中央政府などからの財源移転による収入への依存度は相対的に小さい、という一般的な状況が見て取れる(図表4)。

その典型はスウェーデンである。同国では、所得税のみで構成される地方税からの収入が地方歳入全体の69.7%を占めており(2006年度)、欧米4ヶ国中最も高い水準にある。中央政府からの財源移転は、かつては用途が限定されている特定補助金が多くを占めていたが、1990年以降、三度に渡る改革を経て、現在では、地方自治体が用途を自由に判断できる財政調整制度(一般補助金)からの収入(9.4%)が特定補助金(7.6%)を上回っている。ただし、両者を合計しても歳入全体に占める割合は16.9%と、地方税収に比べてかなり小さい。また、スウェーデンの現行の財政調整制度(歳入平衡交付金制度・歳出平衡交付金制度)の内容をみると、各地方自治体への交付額(ないし拠出額)を客観的な指標に基づき算出することで、交付を受ける地方自治体においてモラルハザードが生じることを回避することを図る仕組みとなっている。少なくとも地方債との関係でいえば、交付額の算定に際して地方債の元利償還

図表4 欧米4ヶ国の地方財政制度

		フランス	スウェーデン	ドイツ	米国	日本
歳入の内訳						
地方税	税目	固定資産税、住民税など	所得税のみ	売上税、所得税、財産税など	売上税、財産税、所得税など	所得・消費・資産全てに課税
	課税自主権	あり	あり	州政府には基本的にはない	州政府にはあり	あり
		(中央政府による上限設定あり)		(連邦政府による決定に際して連邦参議院の同意が必要)	地方政府の権限は、州憲法・州法により規定	(標準税率・制限税率などの存在)
		なし	実質的になし	州政府には基本的にはない	州政府にはあり	あり
税目の新設権			(連邦政府による決定に際しては連邦参議院の同意が必要)	地方政府の権限は、州憲法・州法により規定	(同意を要する協議制度)	
			地方政府は州政府の規定の枠内で新設することが可能			
一般補助金・特定補助金	様々な補助金の存在	多くは一般補助金	多くは一般補助金	特定補助金の役割の大きさ	依存度の高さ	
	多くは一般補助金(垂直的)	実質的に水平的な財政調整制度の存在	州政府間での水平的な財政調整制度の存在	州政府レベルでの一般補助金はなし(1986年に一般歳入分与制度廃止)	三位一体の改革の進展	

(注) 歳入の内訳は、フランスと米国は2004年度、その他は2006年度決算ベース。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

費用は考慮されておらず、財政調整制度を通じた交付によって地方債の発行が促されるような仕組みとはなっていない¹⁷。

ドイツの場合は、各州・地方政府の固有の税源からの収入が地方歳入全体に占める割合は17.2%と小さいものの、共通税と呼ばれる、所得税・法人税・売上税の3税目を連邦政府・州政府・地方政府の間で共有している税からの収入が41.3%と大きく、合計すると地方歳入全体の58.4%を占めている（2006年度）。共通税は、売上税の一部については州・地方政府の財政力を勘案して配分されるものの、大部分はあらかじめ設定された配分率などに基づいて各政府に分配されるものであり、その意味で州・地方政府の自主財源といえる。州・地方政府の主要な歳入源としては、このほか、連邦政府から州政府に対して交付される連邦補充交付金（一般補助金）、州政府間での水平的な財政調整制度、および州政府から地方政府への一般・特定補助金があるが、これらの財源移転を通じた州・地方政府の収入が歳入全体に占める割合は22.5%と、共通税からの収入を含めた広義地方税収と比較して大きくはない。また、スウェーデンと同様、財源移転の過半は一般補助金であり、かつ地方債の元利償還費用は交付額の算定材料とはならない。

米国の州・地方政府の歳入構造の大きな特徴としては、①一般財源として、公共サービスの直接的な対価として徴収される使用料・手数料収入が、比較的大きな位置づけを与えられていることと、②政府間の財源移転は基本的に用途が限定されている特定補助金であること、という2点が挙げられる。2004年度の状況をみると、州・地方政府の歳入全体に占める地方税収の割合は41.4%と、欧州3ヶ国に比して小さいものの、使用料・手数料収入が16.5%を占めており、これを含めた地方自主財源は全体の57.9%に達している。また、財源移転については、1986年に一般歳入分与制度が廃止されて以降、州政府に対する財政調整制度は創設されていない。州政府から地方政府への補助金についても、州によっては財政調整制度を設けているところもあるが、基本的には特定補助金である。それゆえ、地方歳入全体でみると特定補助金の割合が17.4%と大きく、一般補助金が財源移転の多くを占める欧州3ヶ国とはこの点で異なっている。

フランスでは、一般補助金を中心に、中央政府から地方自治体に対する補助金が複数用意されており、財源移転を通じた収入が歳入全体に占める割合は32.9%と、欧米4ヶ国中最も高い水準にある（2004年度）。とはいえ、既建築固定資産税・未建築地固定資産税・住居税・職業税という、資産課税的性格をもつ4税（地方直接4税）を中心とした地方税収の割合は50.5%と、補助金からの収入を上回って、地方歳入の過半を占めている。

¹⁷ 室田哲男「スウェーデンの財政調整制度」神野直彦・池上岳彦編『地方交付税何が問題か 財政調整制度の歴史と国際比較』東洋経済新報社、2003年、林健久「水平的財政調整の動揺：スウェーデン」持田信樹編『地方分権と財政調整制度 改革の国際的潮流』東京大学出版会、2006年など参照。

4) 米国のみが存在する地方政府の破産制度

地方政府における財政規律という観点からは、しばしば地方政府の破産制度、債務調整制度が論点として取り上げられるが、欧米4ヶ国中、破産制度を有しているのは米国のみである（図表5）。また、地方債のデフォルト事例についても、欧州3ヶ国では、そうした事例はほとんど報告されておらず、米国でも必ずしも数多くあるわけではない。

スウェーデンでは、中央政府は、財政状態が深刻化した地方自治体に対する支援を目的とした準備金を積み立てており、必要と判断した場合にはそこから資金提供を行うことが可能となっている。また、地方自治体には税率設定の権限が保障されていることや、先述の通り予算均衡原則を採ることが地方自治法上求められていることから、地方債の信用リスクは一般的に低いと考えられている。そして実際、コミューンインベストにおいては、1993年の創設より2007年まで、地方自治体・地方公営企業向け融資債権で貸し倒れが起きた事例は発生していない。こうした点を踏まえて、コミューンインベストは、スウェーデン地方債には中央政府による暗黙の政府保証が存在する、との見解を採っている。

また、ドイツは、連邦制国家として、基本法（連邦レベルの憲法）の中で連邦政府と州政府の財政的な独立の原則を掲げているものの、州政府が財政的な困難に陥った際には、連邦政府や他の州政府に対して支援を求める権限が認められている。1994年には、財政状態が極度に悪化したブレーメン州とザールラント州が、この権限に基づいて支援を要請したのに応じて両州に対する財政支援制度（財政再建特別補充交付金制度）が創設され、それ以降、2004年までの11年間にわたって、連邦政府による同制度を通じた補助金の交付が行われた。こうした財政支援の実績などを根拠として、例えば大手格付機関フィッチ（Fitch Ratings）は、16の州政府全てに対してAAA格の長期格付けを付与している。

フランスについては、1990年にアングレーム市が財政危機に陥り、自ら地方債の元利償還を行うことが困難となった際、中央政府が同市への財政支援を拒否した、と

図表5 欧州4ヶ国における財政支援制度・債務調整制度

	フランス	スウェーデン	ドイツ	米国	日本
上位政府に危うい財政の支援	特別助成金制度（ただし、その規模はあまり大きくない）	明文化された支援措置はないが、暗黙の政府保証があるとの見解がある	連邦政府が必要と認めた場合、連邦法ないし連邦予算法を根拠として財政支援を実施	明文化された支援措置はない	明文化された支援措置はない
	1990年代、アングレーム市が財政難に陥った際には、中央政府は財政支援の義務を有さない旨を明示	中央政府は、財政状態が厳しい地方自治体に対する財政支援のための準備金の積み立てを実施	1994年より2004年まで、ブレーメン州・ザールラント州に対する財政再建特別補助交付金の交付	特別法の制定などにより、上位政府（連邦政府・州政府）が財政支援を行う場合がある	地方財政健全化法の成立・2009年度からの全面施行
			格付機関フィッチは、州政府の格付けを全て同格（AAA格）としている	モラル・オブリゲーション債の存在	
破産制度	なし	なし	なし	連邦破産法第9章（州政府は対象外）	なし

（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

いう実例がある¹⁸。財政運営が困難な地方自治体に対する財政支援制度（特別助成金制度）も存在するものの、その規模は小さい。とはいえ、現状では、地方債の信用リスクは一般的に低いと捉えられているようであり、地方債間の利回り格差も非常に小さいとされている。

一方、米国の地方債市場においては、一定の信用リスクの存在が認識されているものと思われる。フィッチの調査によれば、1980年から2002年10月までの累積デフォルト率は地方債一般で0.84%とされている¹⁹。地方債の利回りの最近の動向をみても、2007年後半以降のサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の深刻化に伴って、民間企業が発行する社債と同様、対財務省証券スプレッドは拡大基調にあることから、少なくともこの時期、地方債の信用リスクに対して市場の懸念が高まったものと考えられる。また、地方政府の破産制度については、1994年のカリフォルニア州オレンジ郡の財政破綻の事例が有名であるが、最近でも2008年に入って、一部の州・地方政府では、発行する変動利付債の金利負担が急上昇したり、公金運用で多額の損失が発生したことなどを受けて財政状態が悪化しており、例えばアラバマ州ジェファソン郡など、連邦破産法第九章の適用申請を検討しているところもある²⁰。

ただし、米国においても、地方債が実際にデフォルトする事例は必ずしも多くはない。例えば、ムーディーズ（Moody's）が格付けを行っている約2.7万の発行体が発行する地方債のうち、1970～2000年の間に生じたデフォルト事例はわずかに18件にとどまっている²¹。また、前掲の地方債の平均累積デフォルト率も、例えば民間企業のデフォルト率と比較すれば低い水準にある。というのも、各州政府は、財務指標の策定・報告の義務付けや監査などを通じて（狭義）地方政府の財政状態を把握し、深刻化が懸念される場合には比較的早い段階で財政運営に関する助言を行う、場合によっては財政的な支援も行う、といった対応を採っているからである。また、（狭義）地方政府の債務調整についても、連邦破産法第九章の適用に際しては、当該（狭義）地方政府の自発的な意志に基づく申請と、州政府による許可が前提とされており、財政危機に陥ったからといって必ずしも速やかに適用を受けることとはならない仕組みとなっている。これまでに連邦破産法第九章が実際に適用された事例は、同法が制定された1937年以降、累積で約500件といわれている²²。ちなみに、米国の地方政府の数は、2002年時点で87,525団体である²³。

¹⁸ Alain SCHEBATH「フランスの地方債 ―地方債の自由化後に何が起こったか―」日本地方財政学会編『財政危機と地方債制度』勁草書房、2002年参照。

¹⁹ Fitch Ratings, "Municipal Default Risk Revised" (2003年)。

²⁰ 2007年後半以降の金融市場の混乱が米国地方債市場に与えた影響については、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、および同「オークション・レート証券市場をめぐる混乱と金融機関による買い戻しの動きについて」同2008年秋号参照。

²¹ 丹羽由夏「地方債デフォルトは債務調整制度の有無にかかわらず発生」『週刊金融財政事情』2007年3月5日号参照。

²² 自治体国際化協会「米国における地方公共団体の財政再建制度 ～財政規律維持に関する制度と運用～」CLAIR REPORT 321、2008年参照。

²³ U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*.

2. 地方債市場のインフラ整備

1) 目論見書の作成

欧米4ヶ国の地方債市場における共通点としては、情報インフラが整備されている点が挙げられる。

早くから州・地方政府による債券市場での資金調達が行われてきた米国では、起債に際して目論見書が作成される場合が一般的である。米国地方債の場合、証券市場一般を規制している1933年証券法（Securities Act of 1933）の適用を受けないものとされており、その限りでは目論見書を策定する必要はない。しかし、1970年代に、投資家の許容リスクに必ずしも適合しない地方債を強引に販売するという「ボイラー・ルーム」取引が一部で行われたことが問題視されたことや、1975年にニューヨーク市の財政状態が深刻化するなど、地方債の信用リスクに対する懸念が高まったことなどを受けて、地方債に関する情報開示の拡充に向けた取り組みが進展することとなった。その結果、現在では、1934年証券取引法規則15c2-12（Securities Exchange Act of 1934, Rule 15c2-12）において、州・地方政府による目論見書の策定が実質的に求められている。同規則は、発行体の財政状態についての定期的な報告や、地方債の信用リスクに関わる重要な事実が生じた場合、その速やかな報告など、継続的な情報開示についても、合わせて求めている。

ただし、目論見書などを通じて開示されるべき情報の具体的な内容についての明文化された規定は、特に連邦レベルでは設けられておらず、代わって州・地方政府による自発的な取り組みが進んでいる。例えば、財政担当者協会（Government Finance Officers Association, GFOA）が策定している「州・地方政府が発行する債券に関する情報開示のガイドライン（Disclosure Guidelines for State and Local Government Securities）」（1976年）ないし『適切な情報開示（Making Good Disclosure）』（2001年）という地方債の情報開示に関する解説書などが、事実上の規範として州・地方政府の間で広く普及・参照されている。

欧州においても、債券形式で地方債が発行される場合には目論見書が作成されている。近年、特に州政府による債券形式での起債が増えつつあるドイツでは、MTNプログラム（Medium Term Notes Program）を通じた資金調達も行われている。MTNプログラムでは、プログラム設定時点で起債可能額や発行条件などが規定されるとともに、発行体に関する情報の開示も行われ、以降、同プログラムを通じて地方債が発行される場合には、手続きを簡素化することが可能となる。ドイツ州政府においては、MTNプログラムを活用することで、投資家への情報開示と、発行コストの引き下げの両立を図っているところもある。

2) 格付けの取得

また、債券市場から資金調達を行う地方政府を中心に、格付機関より格付けを取得

する動きも、欧米地方債市場では広くみられる。格付けは、外部の専門家が信用リスクについて分析・評価した結果であり、この点で、目論見書のように発行体自身によって作成・開示される情報とは性格を異にする。また、格付機関による評価は、アルファベットなどを用いて序列化することで、地方債間、あるいは他の債券との比較が容易に可能な形で示されることから、投資家にとって一定の利便性があるものと考えられる。それゆえ、地方債に格付けが付与されている場合、地方債投資家にとっては、あくまで民間会社の一見解に過ぎない、という前提を置いた上ではあるが、利用することができる情報が拡充され、投資判断が容易となる、あるいは効率的となる可能性がある。

地方債市場における格付けの普及状況について、米国の事例を中心にみると、50の州政府のうち、三大格付機関のうち1社以上から発行体格付けを取得しているのは44州、そのうち3社全てから付与されているのは35州にのぼる（2008年2月27日時点）。格付け水準の内訳をみると、例えばメリーランド州やミズーリ州のように3社全てからAAA/Aaa格を得ている州政府もあれば、カリフォルニア州（A+/A1/A+格）やデラウェア州（S&PがA+格）など、シングルA格との評価を受けているところもあり、州政府の間で、信用力に対する格付機関の評価には一定の格差が存在している²⁴。

欧州3ヶ国においては、銀行などからの融資による資金調達主流であるため、米国に比して格付けを取得している地方政府は少ないものの、やはり債券形式で地方債発行を行っている地方政府を中心に、格付けを取得しているところがある。例えば、ドイツでは、債券形式での地方債の発行はほぼ全て州政府によって行われているが、16の州政府のうち、8政府が、大手格付機関S&P（Standard & Poor's）より格付けを取得している（2008年12月1日時点）。また、フランスでは36,909の地方自治体のうち17団体が、スウェーデンでは310の地方自治体のうち13団体が、それぞれS&Pより格付けを取得している（2007年）。格付け水準については、ドイツ州政府の格付けはAA-格～AAA格、スウェーデン地方自治体はAA-格～AA+格と、やや狭い範囲に収まっている一方で、フランスの場合には、イル・ド・フランスのようにAAA格を取得しているところもあれば、BBB+格も2団体あるなど、分布はやや幅広くなっている²⁵。

3. 地方政府による共同資金調達の取り組み

複数の地方政府が共同して債券市場から資金調達を行う仕組みも、欧米の地方債市場においては広く普及している。

これについては、特にスウェーデンのコミュニンインベストの事例が注目される。コミュニンインベストは、自らを地方自治体の「資金調達窓口機関（Local Debt Office）」と称す

²⁴ SIFMA(Securities Industry and Financial Markets Association), *Research Report*, 04/16/2008 参照。

²⁵ S&P, *Western European Local And Regional Government Credit Survey*, May 2007、および同社ウェブサイト参照。

るように、スウェーデン国内のみならず、欧州やわが国など海外を含む債券市場と、同国地方自治体との媒介役としての機能を果たしている政府系金融機関である。 Kommuninvest は、自らの信用力に基づいて債券発行を行うことで調達した資金を原資として、同機関に対して自発的な意志に基づいて実質的に出資を行っている地方自治体（組合員）、および組合員が 50%以上出資している地方公営企業を対象を限って、融資を行っている。その際、貸出金利は、全ての融資先に対してほぼ同水準に設定されている。また、経済・金融関連の情報提供や、財政運営や資金調達、債務管理などに関する助言といった財務アドバイザー・サービスも、組合員に対して無償で提供している。同機関の存在、機能により、組合員である地方自治体は、①市場で発行する債券の発行規模の拡大により、市場における流動性が向上し、利回りの引き下げを図ることや、②引受金融機関の採用や目論見書の策定、起債管理といった起債に伴う一連の手続きを、複数の地方自治体でまとめて行うことにより、発行コストを軽減すること、あるいは③資金調達に関する専門性の向上が期待できること、といった利点を享受することが可能となっている。

なお、Kommuninvest に関しては、顧客である地方自治体と、資金提供主体である債券投資家からの評価を常に受けながら組織の運営が行われている点が重要と考えられる。 Kommuninvest への出資は、スウェーデン地方自治体全てがその義務を負っているわけではなく、あくまで同機関からの融資を希望する地方自治体の自発的意思に基づいて行われているものである。また、組合員となった後も、地方自治体は、他の民間金融機関からの借入れや、個別の債券発行を通じて資金を調達することは、引き続き自由とされている。それゆえ、Kommuninvest は、融資先を確保・拡大するべく、地方自治体にとって魅力的な融資条件を提示したり、高付加価値のサービスを提供することが求められている。その一方で、Kommuninvest は、スウェーデン政府（中央政府）などから債務保証を受けたり、補助金を受けたりしているわけではなく、あくまで独立採算ベースでの運営が求められており、発行債券に対しても政府保証は付されていない。それゆえ、自らにとってより有利な条件を投資家から引き出すべく、貸し倒れリスクを初め、融資業務等に関するリスクを可能な限り低く抑える必要がある。このように、地方自治体と債券投資家の双方から常に評価されるという業務環境に置かれることによって、Kommuninvest の効率的な運営の実現が可能となっているものと考えられる。実際、これまでのところ、同機関は地方自治体より一定の評価を受けているようであり、加盟地方自治体数は、1993年の創設以来、順調に増加している。2007 年末時点での組合員数は、スウェーデンの全地方自治体 310 団体のうち 210 にのぼる²⁶。また、これに連動して融資残高も堅調に伸びており、先述のとおり、現在ではスウェーデン地方債の第一の保有主体となっている。

また、米国では、地方債銀行（Municipal Bond Bank）と呼ばれる機関が、同国地方債市場において一定の役割を果たしている²⁷。地方債銀行は、州政府が認める事業を（狭義）地方政府が実施する際に、その資金調達を支援する目的で、州政府によって創設されてい

²⁶ Kommuninvest 年次報告書。

²⁷ ウィリアム・ストリーター、阿部彰彦、明石陽子「パブリック・ファイナンスとの対話 インフラストラクチャバンクの時代」 Fitch Ratings, *International Public Finance*, 07/10/2006 など参照。

る機関である。地方債銀行は、債券発行による調達資金を原資として、（狭義）地方政府に対して、債券形式の地方債の買い取り、あるいは融資を通じて、資金提供を行っている。なお、地方債銀行が発行する債券は、米国地方債一般と同様、通常は免税措置を受けることが可能である。（狭義）地方政府は、地方債銀行を通じた資金調達によって、実質的に他の（狭義）地方政府と共同で債券を発行し、資金調達コストの引き下げの実現を図ることが可能となっている。

例えば、ニューヨーク州地方債銀行公社（New York State's Municipal Bond Bank Agency, MBBA）についてみると、MBBA は、州内の（狭義）地方政府が、財産税の超過課税に対する払い戻し資金や、地域住民に対して教育サービスを提供する学区（School District）の運営に要する経費の財源確保などを目的として資金を調達する際、その資金の一部を提供している。MBBA が発行する債券は、創設当初は、ニューヨーク州政府の財源一般を元利償還財源として設定した一般財源保証債であったが、現在では、基本的には MBBA 自身の信用力に基づいて発行されるレベニュー債となっている²⁸。

米国には、この他、（狭義）地方政府が受け取る補助金を原資として債券発行を行い、調達した資金を（狭義）地方政府に提供するという、州政府資金循環ファンド（State Revolving Funds, SRF）と呼ばれる仕組みも存在する。

例えば、メイン州地方債銀行（Maine Municipal Bond Bank）は、学校施設や上下水道の整備・補修を行う際に（狭義）地方政府が州政府より受け取る補助金の一部を原資として、必要な場合には債券発行により調達した資金と合わせて、低金利、あるいは金利負担なしのりボルピング・ローンの提供を行っている。場合によっては、債務者である（狭義）地方政府は、最大元本の 75% の返済の免除を受けることも可能となっている²⁹。

このほか、ドイツにおいては、中小規模の州政府が地方債を債券市場で共同発行する取り組みが普及している。ジャンボ債と呼ばれる同地方債は、ドイツ州政府が債券形式で発行する地方債のうち、発行額ベースで約 1 割を占めている。

III 欧米地方債市場から得られるわが国への示唆

1. 変革期にあるわが国地方債市場³⁰

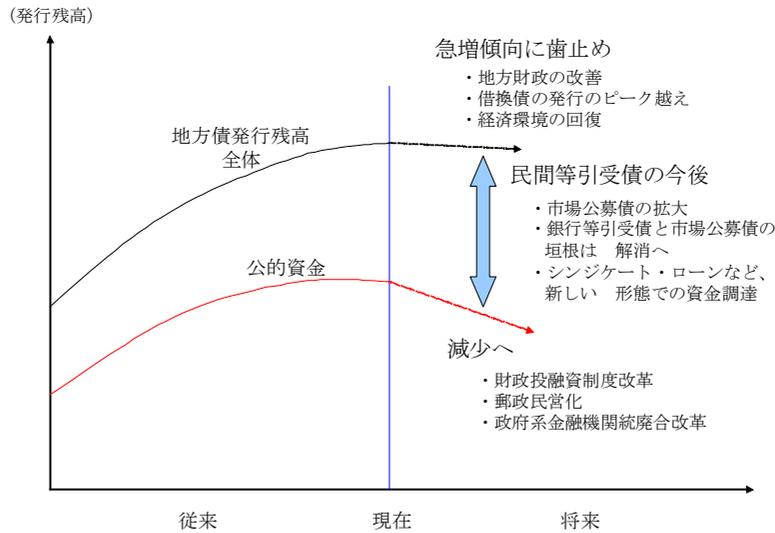
翻ってわが国では、今後、地方債市場の拡大が予想される（図表 6）。わが国地方債は、1990 年代に、景気低迷による歳入の伸び悩みや、積極的な財政政策の結果、発行残高が急激に増加した。2005 年度末現在、地方債発行残高は 200.6 兆円、対 GDP・地方歳入比率は 39.8%・2.15 倍と、欧米 4 ヶ国に比しても相当に大きな規模にまで累増している（前

²⁸ MBBA ウェブサイト、および同社年次報告書参照。

²⁹ メイン州地方債銀行年次報告書など参照。

³⁰ わが国の地方債制度・市場については、野村資本市場研究所編著『変革期の地方債市場 ―地方債の現状と展望―』金融財政事情研究会、2007 年参照。

図表 6 わが国地方債市場の今後の展開シナリオ



(出所) 野村資本市場研究所編著『変革期の地方債市場 地方債の現状と展望』金融財政事情研究会、2007年

掲図表 1)。近年では、財政再建政策の成果や景気回復の効果もあって、単年度の財政収支は黒字が続いており、地方債発行残高も、1986年度以降で初めて、2005年度に減少に転じるなど、地方自治体の財政状態の悪化にも一定の歯止めがかかりつつある。とはいえ、少子高齢化や地方分権の進展により、地方自治体が供給する公共サービスに対する需要は、将来的に高まりこそすれ、低下することは中々考えにくい。とすれば、今後、地方債発行残高が高止まりで推移する状況が、少なくとも当面は続くものと予想される。

こうした状況の中にあって、2001年度の財政投融资制度改革以降、地方債引受資金の公的資金から民間資金へ、という流れが急速に進んでいる。郵政民営化などの影響もあって、民間投資家の投資対象とされる民間等引受債が地方債発行額全体に占める割合は、2006年度には73.7%と、2001年度の42.4%から1.7倍に増加した。こうした地方債市場の拡大を支えているのは、民間等引受債のうち引受先を限定せずに公募形式で発行される市場公募債である。市場公募債のシェアは、同じ時期に13.3%から35.5%に伸びている³¹。財政投融资制度の規模のいっそうの縮小が予想されることや、これまで地方債の約1割を引き受けてきた公営企業金融公庫が廃止され、事業を継承した地方公営企業等金融機構は事業規模を縮減する予定であること、あるいはまた、総務省が市場公募債の発行団体（公募団体）を増加させる方針であることなどを踏まえれば、わが国地方債市場は、今後も引き続き市場公募債を中心に拡大していくものと考えられる。

³¹ 『地方債統計年報』、総務省「地方債の概要と最近の状況」より算出。

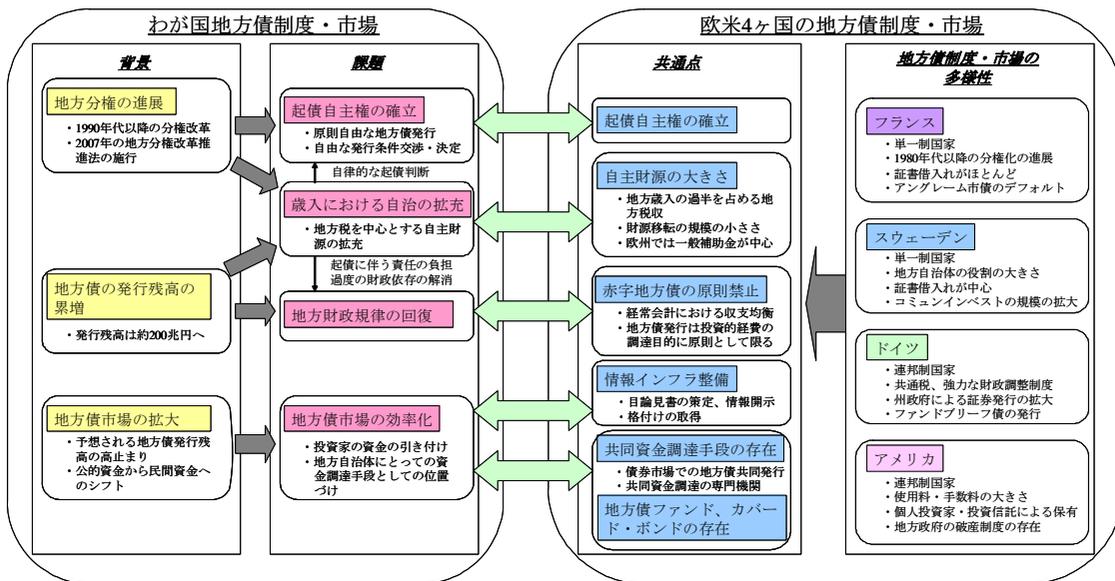
2. 2006年度の地方債発行制度改革と、求められる財政規律の回復

前章までの欧米4ヶ国の地方債市場の比較・考察の内容を踏まえれば、わが国の地方債制度・市場の現状はどのように評価されるであろうか（図表7）。

まず、欧米4ヶ国の地方債市場の共通点の第一点目である地方政府の起債自主権の確立については、わが国では2006年度に実施された二つの制度改革を経て、地方自治体は、欧米諸国と同水準の起債自主権を有している、といえる。2006年4月には、起債制度が従来の許可制度から事前協議制度に移行し、地方自治体は、財政状態が健全と認められる場合、自由に地方債を発行することが可能となった。さらに同年9月からは、地方自治体が個別に発行する市場公募債の発行条件が、各地方自治体と金融機関との個別交渉によって決定されることとなった。これにより、地方自治体は、起債額についても、また発行条件についても、原則として各々の自律的な判断に基づいて決定することとなったのである。

その一方で、無原則な起債自主権の行使を防ぐべく、確立するべきと考えられる地方債の起債原則については、わが国の状況は欧米諸国と異なる。スウェーデンを除く3ヶ国では、経常会計における財政収支の均衡、投資的経費の資金調達への起債目的の限定が、原則として掲げられていた。この点、わが国でも、地方財政法第五条において、地方債の発行は、建設事業や発行済み地方債の借り換えに要する資金などを調達する場合に限るとする旨が規定されている。しかし、実際には、減収補てん債（1994年度より発行開始）や、財源が不足している地方自治体に対して地方交付税制度を通じて本来、交付されるべき資金の一部を賄う目的で発行される臨時財政対策債（同2001年度）など、特例法に基づく

図表7 わが国地方債制度・市場が抱える課題と、欧州4ヶ国より得られる示唆



(出所) 野村資本市場研究所作成

赤字地方債の発行が今日に至るまで行われてきた³²。この二種類の地方債だけでも、2005年度末時点での発行残高は22.8兆円と、全体の1割超に達している³³。また、今後も、赤字地方債の発行は当面継続して行われるものと予想される。例えば、臨時財政対策債は、当初は3年間だけの時限的な措置とされていたにもかかわらず、その後、二度の延長が行われ、現状では2009年度まで発行される予定となっている。加えて、2006年度からは、新たに退職手当債の発行も認められることとなった。

1990年代以降の長期不況など、わが国の地方財政がこれまで置かれてきた状況を踏まえれば、財政政策の一環として赤字地方債の発行を特例措置として認めたこと自体はやむをえなかったと評価することも可能であろう。しかし、地方債の発行残高が未曾有の規模に達している現状、あるいは今後、地方自治体の財政需要がいつそう増加することも予想されることに鑑みた場合、できる限り早い段階で、赤字地方債は発行しないという原則に立ち戻るための方向性が模索されるべきものと考えられる。

3. 地方自主財源の拡充に向けた取り組み

地方自治体が、自らの権限と責任に基づいて起債自主権を行使することを可能とする上では、地方政府の歳入において地方自主財源が一定以上の割合を占めていることが前提となると考えられることについては、欧米地方債市場の比較の中でも言及したとおりである。

これについてわが国地方財政の状況を見ると、地方歳入全体に占める地方税収の割合は2006年度で39.9%と、米国の41.4%（2004年度）とほぼ同程度、欧州3ヶ国と比較すると数十%ポイント低い水準にある（前掲図表4）。米国州・地方政府が積極的に課している使用料・手数料についても、わが国では地方歳入の2.6%を占めるに過ぎず、現状ではわが国地方財政に占める自主財源の割合は相対的に小さい。その裏返しとして、わが国地方財政の、中央政府などからの財源移転への依存度は相対的に大きい。地方交付税などからの収入は22.4%、国庫支出金は11.4%を占めており、合計33.8%にのぼる。

ただし、わが国地方自治体に対して、少なくとも制度上保障されている課税自主権は、欧州3ヶ国の地方政府と比較して、相対的に幅広い内容である点には注意を要する。というのも、欧州3ヶ国の地方政府には、地方税の税率を自由に設定する権限は認められているものの、新たな税目を設定する権限は基本的には認められていないのである。これに対して、わが国の場合は、2000年度より施行された地方分権一括法に基づき、地方自治体は、中央政府との協議を経て同意を得られれば、新税を課すことが可能となっている。とはいえ、一定以上の税収が見込まれるような新たな税財源を見つけることが困難であることや、国税と地方税の課税対象（課税標準）が重複している税目が多く、地方自治体だけの判断で課税標準を変更することができないことなどから、実際には、これまでのところ、

³² なお、両地方債には「交付税措置」が採られる。すなわち、これら地方債の元利償還費用は、地方自治体が全額負担するが、地方交付税制度の交付額を算定する際に、当該地方自治体の必要な歳出（基準財政需要額）として、減収補てん債は元利償還費用の75%ないし80%、臨時財政対策債は全額が算入される。

³³ 『地方債統計年報』より算出。

わが国地方自治体による課税自主権の活用は限定的である。

それゆえ今後は、地方分権の観点からも、また財政規律を確保する観点からも、現在議論が進められている地方交付税制度・国庫補助金制度改革の動向を踏まえながら、地方自治体が、すでに比較的幅広く認められている課税自主権を自らの判断に基づいて行使することを、現実的にも可能にする環境を整備していく必要があるものと考えられる。

4. 地方債市場の情報インフラ整備

わが国地方債市場の拡大が予想される中であって、地方自治体においては、個人投資家や外国人投資家といった新たな投資家層の開拓に努めるなど、民間投資家の資金を引き付けるための取り組みをこれまで以上に充実させることが求められているものと考えられる。投資家に対して提供する情報の拡充は、その上での重要な課題の一つといえよう。

地方自治体による情報開示の取り組みとしては、特に 2000 年以降、本格化しつつある地方公会計制度改革や、2007 年に成立した地方財政健全化法が挙げられる。

このうち、地方公会計制度については、特別会計や公営企業会計、さらには地方自治体が出資、あるいは債務保証や損失補償を行っている第三セクターなどの情報が財務諸表に含まれるよう、連結範囲を広げるとともに、現金主義原則を改め、発生主義会計の要素を導入する方向で、改革が進められている。すでに、総務省の新地方公会計制度研究会での議論・検討を経て、二種類の会計基準（基準モデル・総務省方式改訂モデル）が策定されており、地方自治体には、2009 年ないし 2011 年までに、少なくともいずれかの基準に基づいて財務諸表を策定することが求められている。

また、地方財政健全化法に基づき、各地方自治体は、実質赤字比率・連結実質赤字比率・実質公債費比率・将来負担比率という、ストック指標を含む 4 つの財政指標を算定・公表することが 2007 年度決算より義務付けられている。こうした統一的な財政指標の算定・公表は、地方債市場のインフラ整備の観点からも、一定評価することができよう³⁴。

とはいえ、欧州 4 ヶ国との比較でいえば、わが国地方債市場の情報インフラに関して、依然としていくつか課題が残されているものと考えられる。

例えば、目論見書の策定については、確かに金融商品取引法第三条において、債券形式で発行される地方債には目論見書の策定は求められない、と規定されている。しかし、地方債の債券市場が早くから発達していた米国では、先述のとおり、そもそもは目論見書の策定は義務付けられていなかったにも関わらず、歴史的経緯を経て、情報開示を求める投資家からの声に応える形で、事実上義務付けられるに至ったという経験や、欧州地方債市場でも債券形式で地方債が発行される場合には目論見書が策定されているという現状を踏まえれば、わが国地方財政・地方債制度について必ずしも明るくない新たな債券投資家を引き付ける上でも、他の一般債券と同様、目論見書、あるいはそれに相当する開示書類を

³⁴ 地方財政健全化法については、三宅裕樹「地方財政健全化法施行令の制定」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年冬号参照。

策定することも、検討に値するものと考えられるのではないだろうか。

格付けについては、2006年に公募団体としては初めて横浜市がS&Pより取得して以降、現在までに23の地方自治体が依頼格付けを得ている（2009年1月時点）。先述のとおり、投資家が利用可能な情報を量的・質的に拡充する上で、格付けは、地方自治体において、投資資金を引き付ける一手段として捉えられるべきものと思われる。

5. 地方自治体による共同資金調達と、地方債ファンドやカバード・ボンドの可能性

このほか、欧米地方債市場においては、複数の地方政府が共同して債券市場から資金調達をする制度、仕組みが普及していた。これには、①ドイツのジャンボ債のような、債券形式の地方債の共同発行と、②スウェーデンのコミュニンベストや、米国の地方債銀行・SRFのような、地方政府による共同資金調達の専門機関の創設という、大きく二つの類型が存在する。この点、わが国では、共同発行市場公募債と地方公営企業等金融機構という、①と②のそれぞれに相当する制度が存在しており、一定の役割を果たしている。

このうち、共同発行市場公募債は、2003年度より発行が開始され、現在では、個別の起債主体としては第1位の東京都の市場公募債発行額（7,899億円）を大きく上回る、13,240億円の発行規模を有するほどに、活用が進んでいる（2006年度）。市場公募債発行額全体に占める割合も23.8%にのぼっており、この点からは、ドイツのジャンボ債以上に地方債市場において普及しているともいえる³⁵。ただし、共同発行市場公募債の発行に参加しているのは公募団体に限られており、比較的財政規模の大きい地方自治体の資金調達手段という性格のものとなっている。

一方、地方公営企業等金融機構は、公営企業金融公庫の機能を継承するべく、2008年8月に新たに創設された融資機関である。同機関は、融資対象事業に関しては一定の制約を設けているものの、全ての地方自治体を融資対象としており、共同発行市場公募債には参加していない中小の地方自治体に対しても、共同での資金調達の三つのメリット（発行利回りの引き下げ・事務手続きの効率化・専門性の向上）を享受することを可能としている、といえる。同機関の地方債保有シェアは、2005年度末時点で12.7%にのぼる³⁶。

ただし、地方公営企業等金融機構の今後については、根拠法において事業規模の縮減の方向性が明記されている（第三十条）。中小の地方自治体は、共同資金調達のメリットの享受を相対的に強く必要としていると一般的に考えられることから、地方債市場が拡大し、民間投資家の資金をひきつけるための取り組みがこれまで以上に求められる、と予想される中で、中小の地方自治体に対しても共同資金調達の途を用意する必要性が、改めて論点となる可能性がある。実際、2008年11月には「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会」が創設され、翌12月にとりまとめられた報告書では、融資可能な対象事業の範囲

³⁵ 『地方債統計年報』より算出。

³⁶ 注36参照資料。なお、同値は、旧公営企業金融公庫の保有シェアの値をそのまま用いている。

の拡大などが提案された。今後、こうした報告の内容を踏まえて、どのような改革が進むこととなるのか、その行方が注目されている。

また、これと関連して、米国地方債市場において個人投資家による保有を媒介する金融商品として普及している投資信託（地方債ファンド）や、ドイツ地方債市場において、銀行の州・地方政府向け融資の財源を調達する手段として活用されているカバード・ボンドについても、わが国地方債市場の今後を考える上で示唆のあるものと考えられる。というのも、地方債ファンドやカバード・ボンドは、複数の地方債をポートフォリオないし元利償還財源にまとめて組み入れている点で、投資家の観点からすれば、上記の共同発行の地方債や、地方政府の共同資金調達機関が発行する債券と似た性格を有する金融商品として位置づけられ、これらを通じて地方債に分散投資することが容易となる。加えて、地方債ファンドやカバード・ボンドは、資産運用会社や銀行などによって組み入れる地方債が選別されることから、投資家は、専門家による運用という恩恵を受けることも可能となる。加えて、地方債ファンドの場合には、少額から投資することができるため、個人投資家などの投資も促されるものと思われる。こうした利点を踏まえれば、地方債ファンドやカバード・ボンドといった金融商品の普及は、拡大するわが国地方債市場に民間投資家からの投資資金をいっそうひきつける上で、検討に値するものと考えられる。

6. 結びに代えて

本稿では、欧米4ヶ国の地方債制度・市場の比較を通じて、その多様性と共通点を確認した上で、わが国の現状の評価を試みてきた。

地方債制度に関しては、2006年度に実施された改革を経て、わが国の地方自治体は、欧米4ヶ国と同様、幅広い起債自主権を有することとなった一方、地方債の発行残高が現時点ですでに他国を大きく上回っているにもかかわらず、赤字地方債の発行を原則として禁止するという起債原則の例外が引き続き認められており、地方財政規律の確立が依然として課題となっている。また、地方自治体の自律的な地方債発行の前提としてあると思われる、自主財源を中心とした地方歳入構造についても、税源移譲改革がある程度実施されたとはいえ、地方税収が地方歳入全体に占める割合は、なお相対的に小さい。

また、地方債市場については、欧米4ヶ国の地方債市場と比較した場合、目論見書の策定などを通じて、投資家に対してよりいっそうの情報提供に努めることが、地方自治体には求められるものと考えられる。複数の地方自治体による共同の資金調達についても、地方債市場の拡大が予想される中で、特に中小の地方自治体に対して、債券市場からの効率的な資金調達の途を確保する、という観点から検討が進められることが求められよう。地方債ファンドやカバード・ボンドについても、わが国地方債市場における可能性について、今後、議論が進むことが期待される。

こうした欧米4ヶ国からの示唆を基に、地方自治体にとっても、また投資家にとっても、効率的・魅力的な地方債市場の構築に向けた取り組みが進められることを期待したい。