

ドイツの新たな共同発行地方債と今後の展開

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. ドイツの地方債市場では、東西統一後から大型ロット化、証券形式の増加といった流れがあったが、主要な投資家の1つである州立銀行の経営環境の変化もあり、2013年から新たな3つの共同発行地方債が誕生している。
2. バイエルン州の2つの市やノルトライン・ヴェストファーレン州の6つの市による共同債は各々、大型ロット化を通じた流動性の向上や投資家層の拡大等が期待されて発行されたが、連邦・州共同債はこれらの共同債のメリットに加え、ドイツ国内の政治的環境が発行に結びついた。
3. 今後もドイツをはじめとした諸外国で地方公共団体による共同発行債は増加する可能性があるほか、共同資金調達機関の設立に踏み切るケースも出現するとみられる。一方、共同発行地方債で、日本のように連帯債務方式が採用されるか否かは、連帯債務を可能とする法的対応や参加団体の議会での承認、財政規律の維持といった点の実現可能性を左右すると考えられる。
4. いずれにせよ、ドイツをはじめとした多くの先進国の地方公共団体が日本と同様に、経済成熟化、少子高齢化が進行する中で、より財政運営の手腕が求められる中で、共同債の発行を含めてどのように効率的な資金調達を行っていくかが、今後も注目されるところである。

I ドイツ、新たな共同発行地方債の発行開始

ドイツ連邦共和国（ドイツ）では2013年以降、複数の新しい共同発行地方債の発行が始まっている。ドイツの地方公共団体による共同債としては、1996年8月に発行が始まった州共同債（Länder-Jumbo、レンダー・ジャンボ）が存在する。しかし、新たな共同発行地方債として、連邦・州共同債（Bund-Länder-Anleihe、2013年6月）に加え、バイエルン州の2つの市（Stadt）による共同債（Gemeinschaftsanleihe der Städte Nürnberg und Würzburg、2013年5月）や、ノルトライン・ヴェストファーレン州（Land Nordrhein-Westfalen、NRW）の6つの市による共同債（Gemeinsame Kommunalanleihe NRW、2014年

2月)、が誕生している¹。

本稿では、ドイツで新たな共同発行地方債が誕生した背景及びその商品性を分析した上で、共同債等の今後の焦点を考察する。

II ドイツで新たな共同発行地方債が誕生した背景

ドイツで、新たな共同発行地方債が生まれた背景としては、(1) レンダー・ジャンボの誕生と地方債の大型ロット化、(2) ドイツの銀行業界のモデルの変化と証券形式の増加、が挙げられる。

1. ドイツ地方債市場におけるレンダー・ジャンボの誕生と大型ロット化

1) 東西統一後に拡大したドイツ地方債市場

連邦制国家であるドイツにおいては、州は連邦政府から財政的に独立した存在とされており、州は州憲法及び州法の規定の下、原則として自由に起債を行うことが可能である²。一方、市町村の起債に関しては、各州の市町村法 (*Gemeindeordnung*) が規定している。なお、大部分の州については、2009年7月の改正で導入されたドイツ基本法第115条に沿って、原則として赤字公債が認められていない(借入による収入なしに財政均衡を達成させる)³。また、市町村の起債に関しても、連邦や州と同様に、赤字公債不発行の原則が多くの場合において盛り込まれているほか、州の監督官庁による起債許可が必要な旨等が定められている⁴。

ドイツの地方債市場は、1990年10月の東西両ドイツ統一以降、一貫して拡大が続いている。特に、1990年代前半の旧東ドイツ各州の経済再建やインフラ整備需要の増大、2002～2003年頃の景気悪化時に講じられた景気対策等を背景に、地方債市場の拡大が続いた。足元では、2009年7月のドイツ基本法改正で赤字公債不発行の原則が導入されたこともあり、残高増加はやや緩やかなペースになっているが、2013年末時点で6,863億ユーロに達している(図表1左参照)。

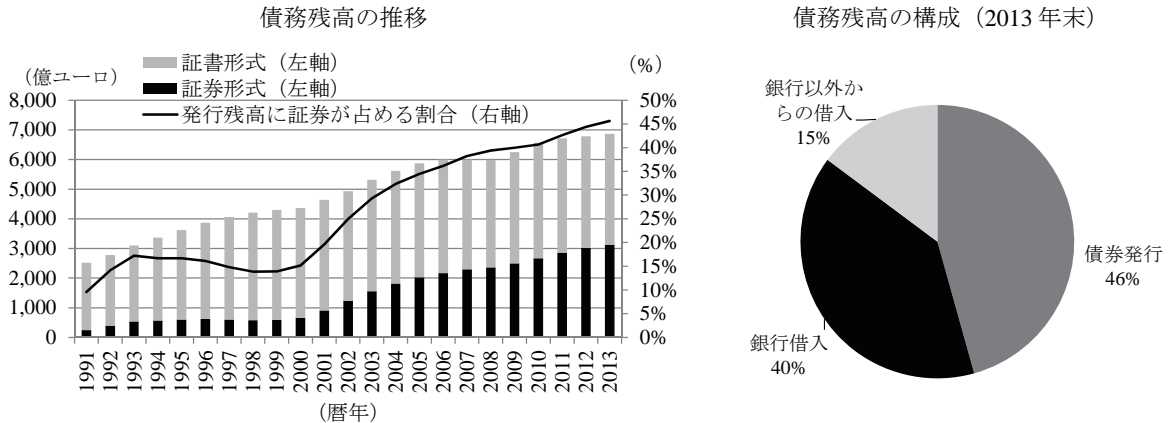
¹ Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH, *Produktinformationsblatt: Bund-Länder-Anleihe*, 26 June 2013; Stadt Nürnberg, *Erfolgreiche Anleihe der Städte Nürnberg und Würzburg*, 8 May 2013; Landesbank Hessen-Thüringen, *NRW Städteanleihe erfolgreich am Kapitalmarkt platziert*, 6 February 2014.

² ドイツ基本法第109条第1項では、「連邦及び州は、その財政運営において独立であり、かつ相互に依存しない」と規定されている一方、旧法の第109条第2項では、「連邦及び州は、その財政運営において経済全体の均衡の必要性を考慮しなければならない」と規定されていること等を踏まえると、原則として州は自由に地方債を発行することが可能であるが、場合によっては連邦政府が州の起債を制約する可能性もある。(嶋田崇治「ドイツ地方債改革—福祉国家における健全財政主義のあり方を考える—」『地方財務』第694号、ぎょうせい、2012年4月、166頁)

³ 嶋田崇治「ドイツ地方債改革—福祉国家における健全財政主義のあり方を考える—」『地方財務』第694号、ぎょうせい、2012年4月、166頁。

⁴ 嶋田崇治「ドイツ地方債改革—福祉国家における健全財政主義のあり方を考える—」『地方財務』第694号、ぎょうせい、2012年4月、166-167頁。

図表1 ドイツの地方公共団体の債務残高推移と構成



(注) 1998年以前については、1ユーロ=1.95583マルク（通貨統合時のレート）で換算。

(出所) Deutsche Bundesbank, Monthly Report、より野村資本市場研究所作成

2) 大型ロット化とレンダー・ジャンボの誕生

21世紀に入る頃から、ドイツの地方公共団体の資金調達で大型ロット化の動きが顕在化していく。特に、レンダー・ジャンボの発行開始は大きく注目された。ジャンボ債とは発行規模が10億ユーロ以上の大型債を指す。1995年5月に発行が始まったジャンボ・ファンドブリーフは、発行ロットの大型化に加え複数の金融機関による積極的なマーケットメイクを背景として、連邦債(Bund)に匹敵する流動性及び市場の透明性を享受し、「Baby Bund」との愛称を得るほどになった。これをヒントに、州政府も発行ロットの大型化を模索し、複数の州による共同発行債券であるレンダー・ジャンボが1996年8月に誕生した。

ドイツでレンダー・ジャンボが生まれた背景として、州が国家であり、州が連携共同して連邦国家を構成しているという意識があり、各州が共同事務を行うことについての意識が高いことが挙げられる⁵。さらに、この時期は、1999年1月の単一通貨ユーロの導入を控えており、債券の大型化やベンチマーク化を通じたプレゼンスの向上が発行体に求められていた。

レンダー・ジャンボは、通常の州債と同じ制度の下で発行されるものであるが、日本の共同発行市場公募地方債のような連帯債務方式ではなく、各州持ち分に応じて償還義務を負う方式となっている。レンダー・ジャンボは、1996年8月の発行開始から2014年6月30日現在で、45回の発行が行われており、全てユーロ建て⁶であるが、各回号で異なる条件(参加団体、発行額、年限)となっている。ただし、近年の発行傾向を見ると、参加団体は4~7州、発行額は10~18億ユーロ、年限は3~10年となっている(図表2参照)。

⁵ 小宮大一郎「ドイツのレンダー・ジャンボ債(州間共同発行債)について」『地方財政』第41巻第12号、地方財務協会、2002年12月、86頁。

⁶ 通貨統合前は、ドイツ・マルク建て。

図表2 レンダー・ジャンボの概要（例：第45回債）

項目	詳細	
発行体	ドイツの6州政府（下記参照）	
発行額	10億ユーロ (参加団体内訳、各団体が各団体の持ち分に応じて償還義務を負う)	
	ブレーメン州 (Land Bremen)	17.5%
	ハンブルグ州 (Land Hamburg)	17.5%
	メクレンブルク・フォアポンメルン州 (Land Mecklenburg-Vorpommern)	12.5%
	ラインラント・プファルツ州 (Land Rheinland-Pfalz)	17.5%
	ザールラント州 (Land Saarland)	17.5%
	シュレスヴィヒ・ホルシュタイン州 (Land Schleswig-Holstein)	17.5%
償還期間・償還方法	10年満期一括償還	
募集発表日	2014年5月8日	
償還日	2024年5月14日	
表面利率及び利払い	1.75%（年1回）	
ローンチ・スプレッド	ミッド・スワップ+9bp	
上場	フランクフルト証券取引所 (Börse Frankfurt)、ハンブルグ証券取引所 (Börse Hamburg)	
ISIN	DE000A11QQ25	
格付け	AAA（フィッチ）	

（注） 格付けは、2014年6月30日現在。

（出所） Fitch, *New Issue: Laender 45*, 14 May 2014、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

なお、2003年1月に発行された14回債より、フィッチにより格付けが付与されている。フィッチは2014年6月30日現在、参加団体を含めたすべての州の格付けをドイツ連邦政府と同じAAAとしており、レンダー・ジャンボのすべての回号もAAAとしている。フィッチは、レンダー・ジャンボの格付けをAAAとしている根拠について、連邦政府による州に対する強固な支援の仕組みやタイムリー・ペイメント性を確保する流動性の枠組みを挙げている⁷。

そして、地方公共団体の個別発行でも、発行ロットの大型化を目指す動きが見られるようになった。1992～1998年には4億ドルまでの起債が約7割を占めていたのが、1999～2007年には6割強が4億ドル以上の起債にシフトしていった⁸。これは、後述の証券形式の増加や、1999年に外貨建て債の発行が解禁されたことも一因と考えられる⁹。

2. ドイツ銀行業界の再編と証券形式の増加

21世紀に入る頃から、ドイツの地方公共団体の資金調達においては、大型ロット化に併せて、証書借入から証券形式へのシフトが観察されている。ドイツでは、伝統的に債務証書 (Schuldschein) による銀行借入が中心となっており、債券発行は限定的な役割しか

⁷ Fitch, *New Issue: Laender 45*, 14 May 2014.

⁸ Alexander Schulz and Guntram B. Wolff, "The German Sub-National Government Bond Market: Structure, Determinants of Yield Spreads and Berlin's Forgone Bail-Out", *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik Vol.229 No.1*, Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbH, February 2009, pp.61-83.

⁹ Alexander Schulz and Guntram B. Wolff, "The German Sub-National Government Bond Market: Evolution, Yields and Liquidity", *Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 06/2008*, Deutsche Bundesbank, 2008, p.5.

担っていなかった。これは、(1) ドイツの金融市場は、基本的に間接金融主体であること、(2) 単独の地方債は従来ロットが小さく流動性が低かったこと、が背景とみられる。加えて、公共ファンドブリーフ (Öffentliche Pfandbriefe) の存在も挙げられる。公共ファンドブリーフは、公営銀行である州立銀行 (Landesbank) や貯蓄銀行 (Sparkasse) が地方公共団体向け債権を担保として発行するものである。州立銀行等は、従来付与されていた州・地方政府による公的保証 (保証義務 [Gewährträgerhaftung]・維持義務 [Anstaltslast]) に基づく高い格付けを背景に、ファンドブリーフを通じて低利に調達することが可能であり、地方公共団体にとって主要な資金の出し手となってきた¹⁰。

しかし、21世紀に入ってから、ドイツの銀行業界、とりわけ州立銀行に大きな変革期が訪れ、地方公共団体の資金調達において証券形式の重要性が増すこととなった。

州立銀行は、公営銀行であるが、預金取扱業務や顧客貸付業務のみならず幅広い分野の金融関連業務を併営するユニバーサルバンクの1種である。州立銀行をめぐっては、1931年に法的独立性が確立された際に、2つの公的保証 (保証義務・維持義務) が導入された。ところが、欧州連合 (EU) は2001年5月、公的保証がドイツ国内で不公正な競争を招いているとして、ドイツ連邦政府に保証の廃止及び改正を勧告した。その結果、2005年7月19日に保証義務は基本的に廃止され、維持義務も一般的商業関係 (義務を負っていた州政府にとって州立銀行が民間銀行と株主との関係と同様に有限責任になること) に置き換えられた。

公的保証の大幅縮小を受けて、州立銀行の再編 (合併、株式会社化、一部民営化等) が始まる¹¹。そして、公共ファンドブリーフは必ずしも最高格付けを得られるわけではなく、資金調達コストが上昇した。さらに、利鞘の縮小を埋めるべく、ハイリスク業務に傾斜し、サブプライム・ローン関連商品を大量に保有した結果、2007年頃からの金融危機により苦境に陥った銀行も出現した¹²。そのような中、公共ファンドブリーフの金利も、一時的ではあったもののかなり不安定な動きをする局面となった (図表3左参照)。

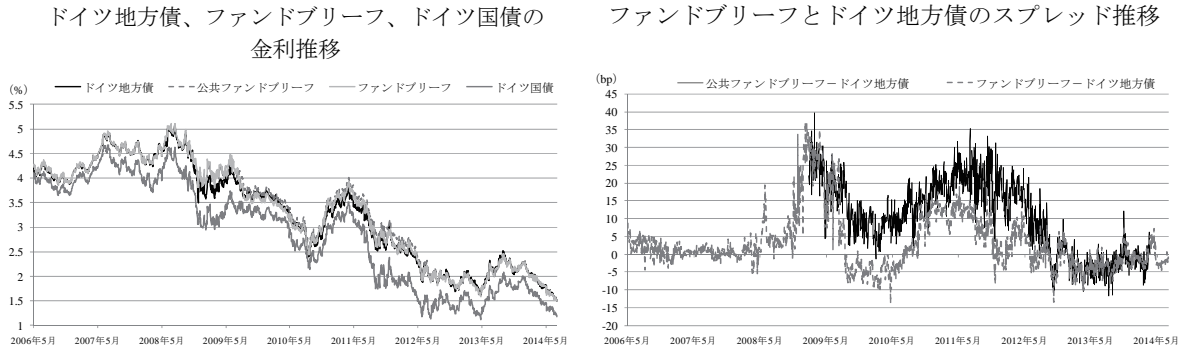
もちろん、ドイツの地方債市場も金融危機の影響を少なからず受けた。しかし、一部の欧州のカバード・ボンド発行体が経営破綻に陥り、カバード・ボンド市場全体の金利が上昇したこともあり、公共ファンドブリーフの金利が地方債を大幅に上回る局面が2012年末頃まで定着するようになった (図表3右参照)。これは、州立銀行にとっては、地方公

¹⁰ 保証義務 (Gewährträgerhaftung) の下では、保証者 (州政府等) が全債務を担保する保証者として、連帯してまたは単独で当該期間内に発行者 (州立銀行等) が生じさせた全ての債務を無制限に負う責任がある。保証者は、保証責任のほか、発行者が常にその債務を確実に履行できるように責任を負担していた。維持責任 (Anstaltslast) は、当該保証者に対して、発行者にその責任を果たし得る状態を維持させるとともに、財政的に困難な状況が生じた場合に、資金の割当その他の適切な方法を通じて、支払期日に発行者に債務を履行できるようにさせることを保証者に求める法的義務であった。

¹¹ 州立銀行は、ドイツ統一前は各州に1行あり、西ベルリンの1行を加えて全部で12行あったが、統一後旧東ドイツ地域にザクセン州立銀行1行が設立されただけに留まり (計13行)、その後経営上の問題を抱えた州立銀行が吸収合併され、2008年から10行に減少した。さらに、2012年7月には経営困難に陥っていたウエストLBがポーツィゴン社 (Portigon A.G.) によって買収され、業務の分割と清算が行われた。(藤澤利治「国際金融危機とドイツの銀行制度改革—金融危機再発防止の試み—」『証券経済研究』第82号、日本証券経済研究所、2013年6月、126頁)

¹² 藤澤利治「国際金融危機とドイツの銀行制度改革—金融危機再発防止の試み—」『証券経済研究』第82号、日本証券経済研究所、2013年6月、132頁。

図表3 ドイツ地方債及びファンドブリーフ等の金利・スプレッド推移



(注) 10年の利回り（ミッド・プライス）のインデックス・データ。ドイツ地方債は、「C92610Y」、公共ファンドブリーフは「VDPCP10Y」（2009年1月以前のデータなし）、ファンドブリーフは「CVBDOF10」、ドイツ国債は、「C91010Y」。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

共同体向けの貸出・投資のメリットがかつてに比べて薄れてきたことを意味する。

さらに、州立銀行は、昨今の金融危機に伴い、出資者である州政府や金融市場安定化基金（SOFFin）¹³から資本注入や保証といった支援を受けたこともあり、欧州委員会（EC）の監督の下、事業再編計画を提出する義務を負った¹⁴。そして、バーゼル III 等の金融規制の導入を踏まえた、収益力の向上、自己資本の充実、ガバナンスやリスク管理の改善といった経営基盤強化を求められるようになった。これらの動きは、州立銀行にとって、エクスポージャーの集中リスクの解消を含めて、リスク管理を厳格化し、より戦略的な投融資を行う必要性に迫られることを意味し、必ずしもかつてのように地方公共団体向けエクスポージャーを許容するわけではない可能性を示唆している。

このような環境下、地方公共団体は、資金調達効率性を達成すべく、地方債の商品性の改善や流動性の向上、新たな投資家層の開拓、といった課題をより強く意識するようになった。その結果、証券形式へのシフトが進み、地方公共団体の資金調達全体の4割強が証券形式という構図になったのである（図表1右参照）。ただし、証券形式で調達する団体のほとんどが州政府で、市町村の占める割合は1998～2000年の1.2%をピークに1%に満たない状況が続いている。

このように、銀行業界の環境が大きく変化し、ドイツの地方公共団体にとって従来のような低利で安定した資金調達が難しい状況となる中、資金調達の効率性の向上がさらに重要な課題となり、3つの共同発行地方債の誕生につながったのである。

¹³ 金融市場安定化基金（Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung、SOFFin）は、銀行の流動性不足を解消し、自己資本増強のための基本的な枠組みを作ることによって、金融市場の安定化に資することを目的として、2008年10月に設立された。

¹⁴ International Monetary Fund, “Germany: Technical Note on Banking Sector Structure,” *IMF Country Report No. 11/370*, December 2011, p.6.

Ⅲ ドイツの3つの共同発行地方債の概要

1. ドイツ連邦・州共同債

ドイツでは、昨今の欧州周辺国を中心としたソブリン財政危機を契機として、連邦・州共同債が誕生した。ユーロ圏では、ソブリン財政危機を教訓に財政規律を強化すべく、「経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約」（財政協定）が策定され、ドイツを含む12カ国が2012年12月までに批准手続きを進め、2013年1月1日に発効した。ドイツでも、連邦政府及び州政府が2012年6月、財政協定を受けた対応策の1つとして、より合理的な債務管理を目的に、連邦・州共同債の発行を2013年に開始することで、合意に至った¹⁵。連邦・州共同債の発行を通じて、各州による財政協定の赤字基準達成を支援するのが目的である¹⁶。

連邦・州共同債の誕生を後押ししたのは、(1) 長らく検討されていた欧州共同債構想とドイツ国内の政治的状況、(2) ドイツの地方公共団体の資金調達需要の大きさと一部の銘柄の金利上昇、といった背景も挙げられる。

1点目として、欧州では、1999年の通貨統合直後からユーロ加盟国の政府債発行に関する共同化の可能性が指摘されてきたが、欧州周辺国を中心とした債務危機の本格化を受けて、その可能性に大きな注目が集まっていた¹⁷。しかしながら、ドイツのアンゲラ・メルケル (Angela Merkel) 首相は、ユーロ共同債等に関して、(1) ユーロ共同債・共同証券といった債務共有化のいずれの手段もドイツ憲法に反し、経済的見地からも非生産的であること、(2) 監視と返済責任は表裏一体であるべきで、適切な監視の仕組みがあつて初めて、連帯債務の議論を開始できること、といった反対意見を主張していた¹⁸。それでも、ドイツ連邦・州共同債の導入を受け入れざるを得なかったのは、財政協定のドイツ議会での承認の阻止をちらつかせる野党からの圧力が背景である¹⁹。

¹⁵ Die Bundesregierung, *Eckpunkte einer innerstaatlichen Umsetzung der neuen Vorgaben des Fiskalvertrages und des Stabilitäts- und Wachstumspakts*, 24 June 2012.

¹⁶ ブルームバーグ「独首相が州政府と共同債券計画で合意—財政協定批准で前進」2012年6月25日。

¹⁷ 例えば、欧州連合 (EU) の金融・資本市場の問題について検討する専門集団であるジオバンニニ・グループ (Giovannini Group) は2000年11月にユーロ域内の政府債発行に関するレポートを公表し、ユーロ建て政府債の流動性を高める改善策として、各国政府債発行を調整するという緩やかな共同化から単一政府債発行に至るまで4つの選択肢を挙げている。その後、欧州プライマリー・ディーラー協会が2008年9月に公表した欧州共同政府債発行についてのディスカッション・ペーパーでは、ユーロ圏諸国の政府債発行を共同化・大規模化し、流動性を向上させ、発行・流通コストを引き下げることが主眼に検討が行われている。さらに、欧州委員会がユーロ圏安定債発行に関する議論を喚起するために作成し、2011年11月に公表したグリーン・ペーパーでは、ユーロ圏が共同で発行する債券 (安定債) について、3つの選択肢 (完全連帯保証、部分的連帯保証、強化された個別保証) を示している。(Giovannini Group, *Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area*, 8 November 2000; European Primary Dealers Association, *A Common European Government Bond: Discussion Paper*, September 2008; European Commission, *European Commission Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*, 23 November 2011)

¹⁸ ブルームバーグ「独首相：ユーロ共同債に扉閉ざす—スペイン首相の訴え退ける」2012年月6月27日、ロイター「UPDATE1:メルケル独首相、ユーロ圏共同債めぐる議論先行は本末転倒と批判」2012年6月27日。

¹⁹ ブルームバーグ「独首相が州政府と共同債券計画で合意—財政協定批准で前進」2012年6月24日。

2点目として、ドイツでは2013年当時、16州合計で年間で900億ユーロ以上の資金調達の必要性に迫られていた²⁰。しかしながら、前述のとおり、州立銀行の経営環境が大きく変化している中で、2011年頃からのドイツ国債の金利低下傾向が定着していき、投資家が一定の運用パフォーマンスを享受することが困難になっていった（図表3左参照）。そのような中、州立銀行等の投資家は銘柄選別を進め、財政規模が小さい団体や財政基盤が脆弱な団体の調達金利がドイツ国債やその他の州に比して上昇していた²¹。

このような状況下、ドイツ財務省は、州政府がこの仕組みに参加するメリットとして、（1）大型ロット化を通じた有利な資金調達条件になる可能性、（2）新たな流動性のある市場セグメントの設立、（3）資本市場におけるプレゼンスの向上、を挙げた²²。そして、連邦政府と10の州政府が共同する形で、2013年6月26日の起債に至ったのである（図表4参照）。

図表4 ドイツ連邦・州共同債（Bund-Länder-Anleihe）第1回債の概要

項目	詳細
発行体	ドイツ連邦共和国及び10の州政府（下記参照）
発行額	30億ユーロ （参加団体内訳、各団体が各団体の持ち分に応じて償還義務を負う） ドイツ連邦共和国（Bundesrepublik Deutschland） 13.50% ベルリン州（Land Berlin） 13.50% ブランデンブルグ州（Land Brandenburg） 6.75% ブレーメン州（Land Bremen） 13.50% ハンブルグ州（Land Hamburg） 5.25% メクレンブルク・フォアポンメルン州（Land Mecklenburg-Vorpommern） 3.25% ノルトライン・ヴェストファーレン州（Land Nordrhein-Westfalen） 20.00% ラインラント・プファルツ州（Land Rheinland-Pfalz） 6.75% ザールラント州（Land Saarland） 6.75% ザクセン・アンハルト州（Land Sachsen-Anhalt） 2.75% シュレスヴィヒ・ホルシュタイン州（Land Schleswig-Holstein） 8.00%
償還期間・償還方法	約7年満期一括償還
募集発表日	2013年6月26日
償還日	2020年7月15日
表面利率及び利払い	1.5%（年1回）
ローンチ・スプレッド	ミッド・スワップ+1bp、ドイツ国債+51.3bp
上場	フランクフルト証券取引所（Börse Frankfurt）、ミュンヘン証券取引所（Börse München）
ISIN	DE000A1X2301
格付け	AAA（フィッチ）

（注） 格付けは、2014年6月30日現在。

（出所） Bundesrepublik Deutschland - Finanzagentur GmbH, *Produktinformationsblatt: Bund-Länder-Anleihe*, 26 June 2013; Fitch, *New Issue: Bund-Laender-Anleihe 1*, 2 July 2013; Bloomberg, *Bund Laender Anleihe Sells EUR3Bln 1.5% Bond Due 2020*, 26 June 2013、より野村資本市場研究所作成（http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Bundeswertpapiere.de/PIB/Produktinformationsblatt_Bund-Laender-Anleihe_26.06.2013.pdf）

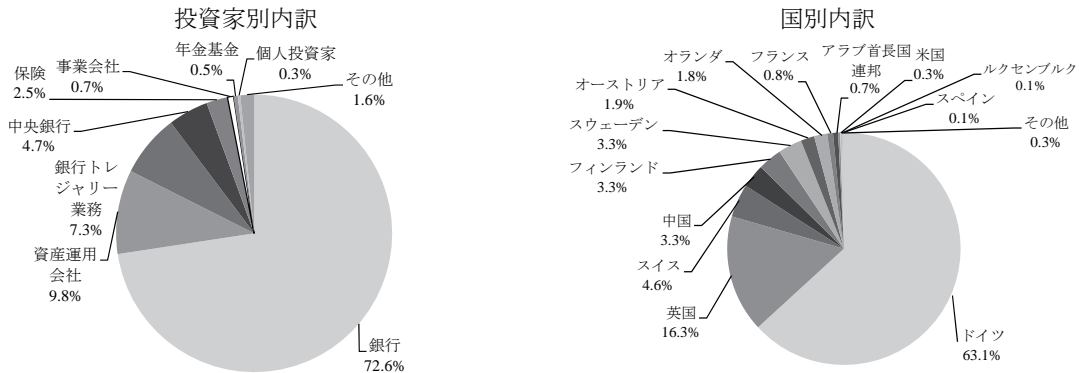
²⁰ Manager Magazin, *Bund/Länder-Anleihe: Deutschland-Bond bringt zwei Milliarden*, 26 June 2013.

²¹ Frankfurter Allgemeine Zeitung, *Gemeinsame Anleihe: Bund plant mit Ländern erstmals Deutschland-Bonds*, 20 November 2012.

²² Bundesministerium der Finanzen, *Intelligentes Schuldenmanagement – gemeinsame Anleiheemission von Bund und Ländern in 2013*, 25 June 2012.

第1回債は、レンダー・ジャンボと同様のアプローチで、フィッチからAAAの格付けを付与された²³。銀行を中心とした投資家層を中心に消化されたほか、グローバル債形式での発行であったこともあり、約6割はドイツ国内だったが、残りは諸外国で販売された(図表5参照)。

図表5 ドイツ連邦・州共同債 (Bund-Länder-Anleihe) 第1回債の消化状況



(出所) Dr. Carsten Lehr, Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, *Jenseits des Kommunalkredits*, 19 September 2013, p.6. (<http://www.derneuekaemmerer.de/veranstaltungen/pdf/dkt2013/Jemseits-des-kommunalkredits.pdf>)

2. バイエルン州の2つの市による共同債

バイエルン州の2つの市 (Stadt Nürnberg 及び Stadt Würzburg) は2013年5月8日、総額1億ユーロの共同債を発行した²⁴ (図表6参照)。

図表6 バイエルン州の2つの市による共同債の概要

項目	詳細
発行体	ドイツバイエルン州の2つの市 (下記参照)
発行額	1億ユーロ (参加団体内訳、各団体が各団体の持ち分に応じて償還義務を負う) ニュルンベルク市 (Stadt Nürnberg) 80.0% ヴュルツブルク市 (Stadt Würzburg) 20.0%
償還期間・償還方法	約10年満期一括償還
募集発表日	2013年5月8日
償還日	2023年5月16日
表面利率及び利払い	1.875% (年1回)
ローンチ・スプレッド	ミッド・スワップ+38bp
上場	ミュンヘン証券取引所 (Börse München)
ISIN	DE000A1TNFP6
格付け	なし

(出所) Stadt Nürnberg, *Erfolgreiche Anleihe der Städte Nürnberg und Würzburg*, 8 May 2013、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 (http://www.nuernberg.de/presse/mitteilungen/presse_35214.html)

²³ Fitch, *Fitch Assigns Bund-Laender- Anleihe 1 Final 'AAA' Rating*, 2 July 2013.

²⁴ Stadt Nürnberg, *Erfolgreiche Anleihe der Städte Nürnberg und Würzburg*, 8 May 2013.

これは、ドイツにおける2つの市による共同債の初めてのケースである。同じバイエルン州に属するものの、人口等の規模も、属している行政管区（Regierungsbezirk）も異なる²⁵。しかし、借換目的であったこの資金調達には、銀行借入の依存度の引き下げや投資家層の拡大といった目的で、共同発行形式で行われた。起債をめぐって格付けの取得はなかったものの、4.5倍の応募があり、ドイツ国内を中心に幅広い投資家層が消化した²⁶。

3. NRW州の6つの市による共同債

NRW州の6つの市（Stadt Dortmund、Stadt Essen、Stadt Herne、Stadt Remscheid、Stadt Solingen及びStadt Wuppertal）は2014年2月6日、総額4億ユーロの共同債を発行した²⁷（図表7参照）。

バイエルン州に続く複数の市による共同債であったが、同様に格付けの取得は行われていない。NRW州の6つの市による共同債は、低金利で需要が低迷したこともあり、当初予定していた5億ユーロより1億ユーロ少ない4億ユーロでの起債となった²⁸。また、当初は、投資家層の拡大が期待されていたが、93%はドイツ国内で消化され、大部分は貯蓄銀行、商業銀行、保険会社が購入するという結果になった²⁹。

図表7 NRW州の6つの市による共同債の概要

項目	詳細
発行体	ドイツ NRW 州の 6 つの市（下記参照）
発行額	4 億ユーロ （参加団体内訳、各団体が各団体の持ち分に応じて償還義務を負う） ドルトムント市（Stadt Dortmund） 20.0% エッセン市（Stadt Essen） 28.0% ヘルネ市（Stadt Herne） 8.0% レムシャイト市（Stadt Remscheid） 18.0% ゾーリングゲン市（Stadt Solingen） 6.0% ヴッパータール市（Stadt Wuppertal） 20.0%
償還期間・償還方法	約4年満期一括償還
募集発表日	2014年2月6日
償還日	2018年2月13日
表面利率及び利払い	1.125%（年1回）
ローンチ・スプレッド	ミッド・スワップ+35bp
上場	デュッセルドルフ証券取引所（Börse Düsseldorf）
ISIN	DE000A11QCH9
格付け	なし

（出所）Landesbank Hessen-Thüringen, *NRW Städteanleihe erfolgreich am Kapitalmarkt platziert*, 6 February 2014, ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成
（<https://www.helaba.de/de/DieHelaba/Presse/PresseInformationen/2014/20140206-NRW-Staedteanleihe.html>）

²⁵ 2011年時点で、ニュルンベルク市の人口は約51万人で、ヴェルツブルク市の人口は約12万人であった。

²⁶ この起債は、92%がドイツ国内、8%がドイツ以外の欧州内で消化された。投資家内訳は、保険会社（37%）、地方銀行（37%）、商業銀行（10%）、資産運用会社（8.0%）、個人投資家（7.0%）、その他（1%）。
（Stadt Nürnberg, *Auf der Suche nach Finanzierungsalternativen: Die Gemeinschaftsanleihe der Städte Nürnberg und Würzburg*, 19 September 2013, pp.15-16）

²⁷ Landesbank Hessen-Thüringen, *NRW Städteanleihe erfolgreich am Kapitalmarkt platziert*, 6 February 2014.

²⁸ Westdeutscher Rundfunk, *Essen/Herne: Kommunalanleihe Bringt 400 Millionen Euro*, 7 February 2014.

²⁹ Reuters, *Sechs NRW-Städte Sammeln mit Gemeinsamer Anleihe 400 Mio Euro Ein*, 6 February 2014.

IV ドイツの共同発行地方債の今後の焦点と日本等への示唆

ドイツ共同発行地方債関連で今後の焦点としては、(1) 共同発行地方債の発行が増加する可能性、(2) 共同発行地方債で連帯債務方式が採用される可能性、が挙げられる。

1. 共同発行地方債の発行が増加する可能性

複数の地方公共団体等が共同発行を行う一般的なメリットとしては、(1) 発行コストの低減（流動性の向上や発行体あたりの事務コストの低減）、(2) 地方債市場全体のベンチマーク債（指標銘柄）としての機能の発揮、(3) 債券発行のノウハウの取得（特に債券発行の実績がない団体の場合）や共同発行団体との情報交換、(4) 資金調達手段の多様化、といったものが挙げられる。一方、デメリットとしては、(1) 個別の発行体として市場でのプレゼンスを高めるものには必ずしもならないこと、(2) 必ずしも機動的かつ柔軟な起債ができないこと、といったものが挙げられる。さらに、共同発行でも、日本の共同発行地方債のように連帯債務方式を採用した場合、「ストロング・リンク」³⁰といった信用力上の概念が適用され、個別のヘッドライン・リスクを軽減することが可能となるメリットがある一方、参加団体の一部に信用力上でネガティブな出来事が起きた場合に共同債の調達にも影響が及ぶ可能性もある。

ドイツを含めた先進国の地方財政の行方に鑑みると、経済の成熟化の中で自主財源である地方税が大幅に増加する可能性はあまり高くない中で、少子高齢化に伴う社会保障関係費の増加や社会インフラ等の更新需要も抱えており、資金調達の効率性は財政運営のカギの1つになると予想される。近年は、ドイツのレンダー・ジャンボや日本の共同発行市場公募地方債のように、10年以上のトラックレコードを築き、地方公共団体の安定調達や地方債市場のベンチマークの形成に寄与する例が認知されており、諸外国でより多くの団体が共同発行の可能性を模索する可能性がある。

一方、共同発行の代替として、地方共同資金調達機関による調達スキームを新設・拡充する事例も増えると考えられる。ドイツ与党のキリスト教民主同盟（CDU）が2014年4月5日に開催した会議では、合理的な債務管理の一環として、市町村の資金調達を支援する州若しくは市町村レベルでの金融公社の設立を財務大臣主導で検討することなどが掲げられた³¹。今後、ドイツの地方公共団体が共同発行、共同資金調達機関の設立等の選択肢の活用を通じて、どの程度資金調達の効率性を達成できるかが注目される。

³⁰ ストロング・リンクとは、特定のある団体が償還をする資力がなくなっても、連帯債務者はそれぞれが全額について償還責任を負っていることから、最も信用力が強固な団体に遡及することが可能という概念。（江夏あかね『地方債の格付けとクレジット』商事法務、2009年、172頁）

³¹ CDU-Bundesgeschäftsstelle, *Bericht über den Vollzug der Beschlüsse des 25. Parteitags gemäß § 26 der Geschäftsordnung der CDU: 26. Parteitag der CDU Deutschlands*, 17 March 2014, pp.11-12.

2. 共同発行地方債で連帯債務方式が採用される可能性

日本の共同発行市場公募地方債は、地方財政法第5条の7に基づく連帯債務方式が採用されているが、ドイツのレンダー・ジャンボや新たな共同発行地方債、フランスの地方公共団体等による共同債ともに、連帯債務方式にはなっていない。

ドイツでは、2013年6月の連邦・州共同債の発行に際して、ヴォルフガング・ショイブレ（Wolfgang Schäuble）財務大臣は、各債務者が全額について償還責任を負う連帯債務方式を採用しなかった背景として、各州政府による財政の効率化に向けた意識が低下する可能性を挙げていた³²。さらに、前述のメルケル首相の発言と同様に、NRW州もドイツの地方公共団体による連帯債務方式の採用は法的に認められていないとの見解を示している³³。なお、2013年11月27日に公表されたドイツの保守系与党キリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）と最大野党・社会民主党（SPD）の連立合意文書には、SPDが盛り込むことを望んだ連邦政府の保証付の連邦・州共同債の本格導入に関する検討はCDUの反対により盛り込まれなかった³⁴。

連帯債務方式が実現するか否かは、連帯債務を可能とすべく法的対応がとられるかという問題に加え、参加団体の議会での承認（政治的環境の安定）、財政規律の確保（モラルハザードの発生回避）、といった点が挙げられる。

例えば、日本の場合、共同発行市場公募地方債を発行する際には、参加団体が連帯債務に係る部分として、共同発行の総額（自団体の調達額を除く）の元金償還額及びこれに対する利息に相当する額について、債務負担行為³⁵を設定する必要がある。債務負担行為は、予算の内容の一部として、議会の議決によって設定されるが、歳出予算には含まれない。しかし、債務負担行為にかかる経費を支出する場合は、歳出予算に計上する必要がある。そのため、連帯債務は偶発債務の一種であるものの、議会等に対して、商品の仕組み等を十分に果たしておくことが重要である。

一方、財政規律の確保に関しては、日本の共同発行市場公募地方債の場合、そもそも日本の地方債には債務不履行（デフォルト）の仕組みがないと解釈されている³⁶ため、他団体が償還責任を負うシナリオは想定されないと考えられる。しかし、共同発行市場公募地方債の発行に当たって共同発行団体間で締結された「地方債の共同発行に関する協定書」

³² Frankfurter Allgemeine Zeitung, *Enttäuschendes Debüt Teure Bund-Länder-Anleihe*, 26 June 2013.

³³ Landtag Nordrhein-Westfalen, *Antwort: der Landesregierung auf die Kleine Anfrage 2046 vom 13. Februar 2014 des Abgeordneten André Kuper CDU, Drucksache 16/5112- Ist die Ist die Ruhr-Anleihe jetzt NRW-Muster für Kommunalfinanzierung?*, 17 March 2014.

³⁴ Christlich-Demokratische Union Deutschlands, Christlich-Demokratische Union Deutschlands und Sozialdemokratische Partei Deutschlands, *Deutschlands Zukunft Gestalten: Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD*, 27 November 2013; Reuters, *German Coalition Party Sees Way paved for Deutschlandbond*, 28 November 2013; Reuters, *CDU wehrt sich gegen SPD-Forderung nach Deutschland-Bonds*, 5 December 2013.

³⁵ 債務負担行為は、歳出予算の金額、継続費の総額または繰越明許費の金額の範囲内におけるもの以外に、地方公共団体が債務を負担する行為を行うために定めておくもので、債務負担行為をすることができる事項、期間及び限度額を定める（地方自治法第214条）。

³⁶ 総務省「地方債の安全性」。

(協定書)の第15条で「共同発行団体は、共同発行債の償還及び利息の支払に関し、自己の調達に係る額を期日までに支払い、もって他の共同発行団体に自己の調達に係る額を負担させることはしないものとする」と定められている。協定書は法的拘束力があるものではないが、共同発行市場公募地方債が連帯債務であることを踏まえた上で³⁷、第15条を通じて発行団体間における強い償還意思を相互に表したものであると解釈される³⁸。日本の共同発行市場公募地方債で採られたような協定書が必ずしも全てのケースで有効とは限らないが、法的対応や議会での承認といった要素に加えて、参加団体の財政規律への意識を強固にする仕組みを設定できるか否かが連帯債務方式の共同発行地方債の実現可能性を左右すると考えられる。

V むすびに代えて

ドイツの地方債市場では、東西統一後から大型ロット化、証券形式の増加といった流れがあったが、主要な投資家の1つである州立銀行の経営環境の変化もあり、2013年から新たな3つの共同発行地方債が誕生している。

バイエルン州の2つの市やNRW州の6つの市による共同債は各々、大型ロット化を通じた流動性の向上や投資家層の拡大等が期待されて発行されたが、連邦・州共同債はこれらの共同債のメリットに加え、ドイツ国内の政治的環境が発行に結びついたことが明らかになった。

今後もドイツをはじめとした諸外国で地方公共団体による共同発行債は増加する可能性もあるほか、共同資金調達機関の設立に踏み切るケースも出現するとみられる。一方、共同発行地方債で、日本のように連帯債務方式が採用されるか否かは、連帯債務を可能とする法的対応や参加団体の議会での承認、財政規律の維持といった点の実現可能性を左右すると考えられる。いずれにせよ、ドイツをはじめとした多くの先進国の地方公共団体が日本と同様に、経済成熟化、少子高齢化が進行する中で、より財政運営の手腕が求められる中で、共同債の発行を含めてどのように効率的な資金調達を行っていくかが、今後も注目される場所である。

³⁷ 協定書第12条では「共同発行団体は、地方財政法第5条の7に基づき連帯して共同発行債の償還及び利息の支払をなす義務を負う」とされている。

³⁸ 江夏あかね『地方債投資ハンドブック』財経詳報社、2007年、132-133頁。