

# ア メ リ カ の 地 方 債

(財) 自治体国際化協会 CLAIR REPORT NUMBER 014 (JUN. 28, 1990)

- 1 はじめに
- 2 地方債の発行体
- 3 地方債の発行状況
- 4 資金の使途
- 5 地方債の種類
- 6 起債制限
- 7 地方債に対する連邦の関与
- 8 州の地方債発行に関する関与
- 9 格付け、地方債保険、L／C
- 10 終りに

## アメリカの地方債

### 1 はじめに

地方債 (Municipal Bond) が、公共債(Government Bond) のうち州(State) 及び地方公共団体(Local Government)によって発行された債券であることは、アメリカにおいても変わりはない。（注1） また、地方債が、公共用地の買収、道路、橋梁、上・下水道等、インフラの整備、あるいは、学校、病院等、各種公共施設の建設等、投資プロジェクト(capital Project) の財源として重要なウエートを占めるることは、アメリカの州及び地方公共団体においても同様である。

しかし、連邦制国家であり、州が建国の単位であるアメリカでは、日本とはかなり様相を異にする。 例えば、州や地方公共団体の発行する地方債の利子には原則として連邦所得税はかかるない。 また、地方債の発行手続き等も日本と大分異なる。 連邦政府には日本の自治省のように地方行財政を統括する官庁がなく、したがって連邦政府による地方債の許可制度もなければ、公募地方債の発行条件の決定に国が関与することもない。 また、借入資金についても、日本のように政府運用部資金や公庫資金等、民間に比べて低利の公的資金が融通されることはない。 このため、アメリカの州及び地方公共団体は基本的に独自の信用力に基づいて民間市場で資金調達を行うことになる。 こうした事情を反映して、アメリカでは、州憲法などにおいて、地方公共団体の地方債発行限度が法定され、また、債券の信用を評価するための格付け(Rating)や債務不履行の場合に発行体に代わって元利金の支払いを保証する地方債保険(Bond Insurance)等、日本では見られない制度も行われている。

以下、アメリカの地方債について、その発行の状況や特有の制度等を紹介する。

### 2 地方債の発行体(Issuer)

商務省センサス局によれば、1987年、アメリカには、83,236の州(State) 及び地方公共団体(Local Government)が存在するが、そのうち、日本の普通地方公共団体に相当する州、カウンティ、市町村の数は、38,933団体であり、全体の半分以下である。 残りの半数以上は、学校区(School District)、特別区(Special District)など、特定の行政目的を達成するために設立された特別公共団体である。

学校区は、教育行政を所管する特別公共団体である。

特別区は、州議会あるいは法律によって、特定の地域において、単一または限られた機能を執行することを目的として設立された公共団体（公社を含む）であり、日本的一部事務組合や公社に似た存在である。その機能は、多岐にわたるが、最も一般的に見られるのは、消防、上下水道、公園及びレクリエーション施設管理、ごみ処理、道路管理、等である。公社(Public Authority)の設立は、州法や市の条例等によるばかりでなく、州間の協定(Compact)によって行われることもある。その最大のものがニューヨーク・ニュージャージー ポート オーソリティである。（注2）

表1 アメリカにおける州及び地方公共団体の数

政府の別	団 体 数 (構成比、%)
州政府(State Government)	50
地方政府(Local Government)	83,186 (100.0)
カウンティ(County)	3,042 ( 3.7)
市(Municipality)	19,200 ( 23.1)
町(Township and Town)	16,691 ( 20.1)
学校区(School District)	14,721 ( 17.7)
特別区(Special District)	29,532 ( 35.5)

(資料) 商務省センサス局 “Census of Governments:1987”

(注) 構成比は、小数点第2位以下を四捨五入しているため、内訳の合計が100%にならない場合がある。これは以下の数表においても同様である。

### 3 地方債の発行状況

#### (1) 発行残高(Gross Outstanding Debt)

アメリカにおける州及び地方公共団体の起債は、1820年代に遡る。以来1世紀半有余の間、1873年の恐慌とそれに続く短期間、大恐慌の最後の数年間、それに第二次世界大戦の終りの数年間の停滞を除いて、地方債残高は増え続けてきた。最近では1970年代前半に一時鈍化したが、70年代後半から80年代にかけて再び増加のテンポを早めている。70年代後半から、地方債残高が増えた理由としては、 Revenue Bond の増加（注3）に加え、連邦政府の補助金が縮小されたことにもよる（注4）という見方がある。

表2は、1970年度以降の地方債残高の推移をしたものである。1986年度末現在の合計額は6,589億ドルであり、1970年度末に比べ約4.6倍に増加しており、この間の事情が窺える。86年度末の内訳は、州が2,477億ドル（37.6%）、

地方公共団体が4,112億ドル(62.4%)であり、70年度末と比べ、州の割合が増加している。

なお、1986年度末現在、一人当たり金額は2,733ドルであり、そのうち、州が1,028ドル、地方公共団体が1,705ドルと、地方公共団体の方が高くなっている。

表2 州及び地方公共団体の地方債発行残高の推移（各年度末）

年度	合計	州	構成比(%)		指標(合計額) (1970=100)
			地方公共団体	州	
1970	1,436	420	1,016	29	71 100
1980	3,356	1,220	2,136	36	64 234
1985	5,686	2,119	3,567	37	63 396
1986	6,589	2,477	4,112	38	62 459

(資料)商務省センサス局 “Statistical Abstract of the United States” 273 頁から作成

## (2) 長期債(Bond)と短期債(Note)

1986年度における負債(Debt)の内訳をみると、長期債が97.2%、短期債(注5)が2.8%である。短期債の比率は、1970年度(8.4%)から5.6%ポイント低下している。

短期債の発行額は、1975年にニューヨーク市が債務不履行を起して以降、減少に転じた(注6)が、1979年以降、金利の上昇と事業証券(Project Note)(注7)の増加等により、再び増勢に転じた。しかし、1984年に連邦議会が事業証券を廃止し、また、中長期金利が低下したことなどから、発行額が減少している。(注8)

表3 州及び地方公共団体の負債の構成

年度	合計	金額(億ドル)		構成比(%)	
		長期債	短期債	長期債	短期債
1970	1,436	1,314	122	91.5	8.5
1980	3,356	3,225	131	96.1	3.9
1985	5,686	5,490	196	96.6	3.4
1986	6,589	6,406	183	97.2	2.8

(資料)商務省センサス局 “Statistical Abstract of the United States” 273 頁から作成

### (3) 一般財源保証債(General Obligation Bond)とレベニュー債(revenue Bond)

地方債の区分方法にはいろいろあるが、アメリカの場合、その償還財源によって、一般財源保証債(General Obligation Bond)とレベニュー債(revenue Bond)に分けることがよく行われる。その区分の意義等については後述するが、前者は、発行体の税を含む全収入が償還財源となるのに対し、後者は、当該事業からあがる手数料、使用料収入等、特定財源のみが償還財源となるものである。

下表にみるように、一般財源保証債に比べてレベニュー債の増加が著しく、1970年当時は、一般財源保証債とレベニュー債の比率が2:1であったものが、1980年には逆転し、1987年にはレベニュー債が7割に達している。その背景には、起債対象の拡大に加え、一般財源保証債の場合発行限度額が法定され、発行に当たって住民投票にかけて承認を得なければならないといった制約があることによる。(注9)

表4 長期債発行額の推移（償還財源別）

(単位：億ドル、%)

	1970年 金額(構成比)	1980年 金額(構成比)	1985年 金額(構成比)	1987年 金額(構成比)
発行額計(償還債合計)	182(100.0)	485(100.0)	2,222(100.0)	1,057(100.0)
一般財源保証債	119( 65.3)	141( 29.1)	541( 24.3)	308( 29.1)
レベニュー債	61( 33.5)	343( 70.7)	1,681( 75.7)	749( 70.9)

(資料) 商務省センサス局 “Statistical Abstract of the United States” 273 頁から作成

### (4) 発行体別借入状況

長期債について、発行体別の借入状況をみると、1986年の場合、州が9%、カウンティ及び市町村が30%であり、特別区が57%と半分以上を占める。1968年以降の構成比の推移をみると、州の比率が低下しており、代わって特別区の増加が著しい。これは、州や地方公共団体市による起債、とくに一般財源保証債の発行には、上述のように発行限度額や住民投票の制約があることが多いが、特別区の起債にはそうした制限がなく、そのため、特別区の数が増えているといった事情を反映したものであり、また、前述のレベニュー債の発行増加と軌を一にするものである。

表5 発行体別長期債発行状況（構成比、%）

	1968年	1974年	1980年	1986年
州	18.9%	15.9	10.4	9.2
カウンティ	10.8	8.7	10.1	8.1
市町村	21.4	27.0	19.2	21.5
学校区	14.0	9.2	5.1	4.8
特別区	34.9	39.2	55.2	56.7

（資料）P S A “Fundamentals of Municipal Bonds” 57頁

（注）特別区には、公社等を含む。

#### （5）公債費

発行量の増大に加え、80年代初めの高金利の影響もあって、州及び地方公共団体の公債費支出は増大している。それに伴い自己財源に占める公債費の割合も増加しており、1985年には20%に達している。（注10）

表6 州及び地方公共団体の歳入に占める公債費の割合

（単位：百万ドル）

年	利払い額	長期債元本	公債費	自己財源	公債費の自己 財源に占める 比率（%）
1980	17,604	17,404	35,008	321,650	10.9
1985	38,817	43,521	82,338	533,499	15.4
1986	44,370	74,360	118,730	572,209	20.7

（資料）商務省センサス局 “Statistical Abstract of the United States 1989” 272頁  
から作成

#### 4 資金の使途

1986年度における州及び地方公共団体の投資的支出は、総額983億ドルであり、うち州の支出が372億ドル（38%）、地方公共団体の支出が611億ドル（62%）である。

事業分野別にみると、運輸関係が33%と最も多く、次いで教育関係18%、環境・住宅関係17%、公営企業関係16%となっている。

これを州、地方公共団体別にみると興味深い。州では運輸関係の比率が5.8%と圧倒的に高く、第2位の教育関係1.8%と合わせて3/4以上に達する。とくに、高速道路(5.6%)及び高等教育(1.5%)の両事業だけで全体の7割以上に及ぶ。これに対して地方公共団体では、第1位の環境・住宅関係2.4%から、第2位公営企業関係2.2%、第3位教育関係2.0%、第4位の運輸関係1.7%まで余り差がなく、投資的プロジェクトに関しては、州に比べて地方公共団体の方が幅広い分野にわたって仕事をしていることが窺われる。

表7 州及び地方公共団体の投資的支出の状況(1986年度、使途別)

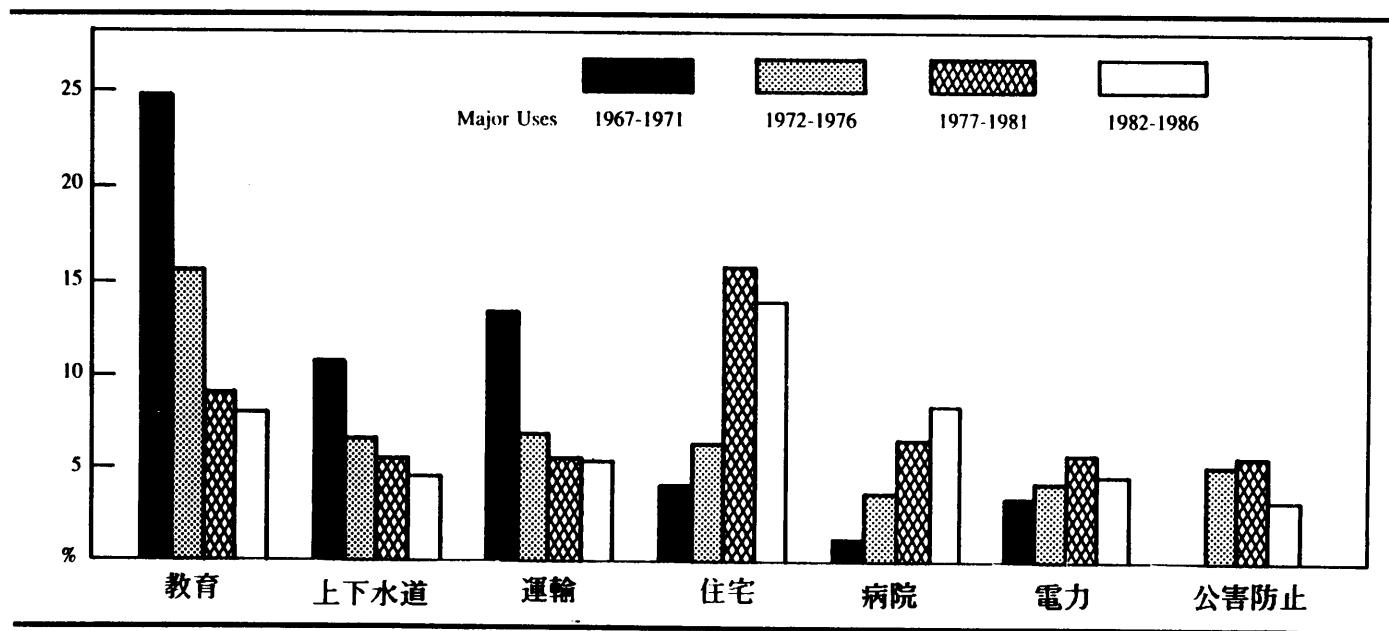
	金額(百万ドル)			構成比(%)		
	合計	州	地方公共団体	合計	州	地方公共団体
合計	98,276	37,209	61,068	100	100	100
(構成比(%))	(100)	(38)	(62)			
教育関係	18,192	5,990	12,202	18	16	20
教育	17,801	5,969	11,832	18	16	19
高等教育	6,169	5,464	705	6	15	1
初中教育	11,325	198	11,127	11		18
その他	308	308	0		1	
図書館	391	21	370			
社会福祉関係	3,471	1,554	1,918	4	4	3
社会福祉	301	198	104			
病院	2,528	908	1,620	3	2	3
保健	528	334	194		1	
その他	114	114	0			
運輸関係	32,029	21,481	10,548	33	58	17
高速道路	28,260	21,011	7,249	3	56	12
航空輸送(空港)	2,609	229	2,380	3		4
駐車場	293	0	293			
水運・ターミナル	867	241	626	1		1
公共の安全関係	4,597	1,853	2,741	5	5	4
警察	1,258	310	948	1	1	2
消防	736	0	736			1
矯正	2,457	1,444	1,013	2	4	2
保護観察・規制	143	99	44			
環境・住宅関係	16,726	2,002	14,725	17	5	24
資源	2,006	1,261	745	2	3	1

総額	2,835	482	2,353	3	1	4
住宅・地域開発	3,520	67	3,454	4		6
下水道	7,306	192	7,114	7		12
衛生	1,059	0	1,059	1		2
政府行政関係	3,179	1,002	2,176	3	3	4
財務行政	625	316	309		1	
司法	264	93	170			
公共施設	1,899	492	1,408	2	1	2
他の政府行政	391	101	289			
一般管理経費関係	4,679	1,204	3,476	5	3	6
商業活動	33	6	27			
その他分類不能	4,646	1,198	3,449	5	3	6
公営企業関係	15,392	2,112	13,280	16	6	22
水道	6,020	38	5,982	6		10
電気	4,989	336	4,653	5	1	8
交通事業	4,127	1,738	2,389	4	5	4
ガス	257	0	257			
酒類販売	13	11	3			

(資料) 商務省センサス局 “Government Finances in 1986 - 87” 27頁 表10

長期債の使途は、社会状況の変化とそれに伴う州及び地方公共団体の役割の変化を反映して変遷している。 次頁の図1は、60年代以降の長期債の使途の変化を見たものだが、60年代の後半には教育の比重が高く、ついで運輸、上下水道となっていたが、70年代に入ってこれらの比重が低下し、代わって住宅、病院関係が増加している。

図1 長期債のおもな使途（1967年－1986年）



(資料) P S A "Fundamentals of Municipal Bonds" 56 頁

(注) 1 使途は新規発行分のみについて分類し、それぞれの発行額合計が全発行額（借換えも含む）に占める比率を表示してある。

2 公害防止については、1967～71年の資料なし。

## 5 地方債の種類

地方債は、いろいろな分類が可能であるが、償還財源の面から一般財源保証債(General Obligation Bond) 及びレベニュー債 (Revenue Bond) の二つに分けられることが多いことはすでに述べた。 それによって、発行手続き等の面で大きな違いがあるからである。

### (1) 一般財源保証債

一般財源保証債は、発行体の全信用力が担保となった債券(Full Faith and Credit) であり、発行する州及び地方公共団体のすべての収入によって元利支払いが保証されるものである。 その発行には、議会の承認はもとより、住民投票 (Referendum) で過半数の賛成が必要とされることが多い。 また、州の憲法や法律、地方公共団体の憲章等によって発行額の限度が法定されることが普通である。 さらに、その発行方式も公募競争入札 (Competitive Sale)によることとされるなど、発行に当たって様々な規制がある。

### (2) レベニュー債

レベニュー債は、事業収益など特定の財源によって元利支払いが保証される債券であり、仮に対象事業が失敗し債務不履行を生じても、別段の定めがない限り、一般財源等、他の財源からの支払いはなされない。 レベニュー債は、発行限度にカウントされず、また投票による有権者の同意を求める必要がない。 また、発行方式も公募競争入札ではなく、協定方式(Negotiated Sale) が多いといわれる。

このため、レベニュー債は、電気、ガス等の公益事業、道路、橋梁、空港等の建設事業、上下水道施設、医療保健施設、住宅等の供給事業等、幅広い使途のため発行されており、その発行量は増加している。

レベニュー債には、また、その使途が公共用ばかりでなく民間用も含まれており、しかもそれが急増したため、連邦議会による免税地方債発行の制限を行わせる原因ともなった。

レベニュー債を、その使途、償還財源の性格等に応じて分類すると次のとおりである。

①債券発行の対象事業から得られる収入、使用料等を償還財源とするもの

電気、ガス等公益事業債

上下水道、交通事業、有料道路、等公営（準公営）企業債

②起債収入(Proceeds)を融資財源として貸付け、返済金を償還財源とするもの

住宅抵当金融(Mortgage Loan)、学生ローン関連債券等

③起債収入で施設を建設し、それをリースして、賃貸料を償還財源とするもの

公共向け；校舎、公園、レクリエーション施設、病院等

民間向け；公害防止施設(Pollution Control)

#### ④民間の事業収入を償還財源とするもの

民間事業への実質的な転貸債である産業開発債(Industrial Revenue Bond)など。

## 6 起債制限

### (1) 起債制限の由来

連邦制国家であるアメリカには、日本と異なり、国（連邦政府）レベルにおける州及び地方公共団体の起債に対する許可制度はない。アメリカでは、1820年代から地方債の発行が始まったが、当初、その発行の可否は専ら州と地方公共団体の裁量に委ねられていた。今日、多くの州憲法や法律に起債限度額の設定や住民投票の義務付けといった制限が盛り込まれているが、このような規制がなされるようになったのは、19世紀に州及び地方政府による事業活動(Entrepreneurial Activities)が失敗して財政危機に陥り、債務不履行を生じたためであるといわれる。今日、多くの州において、借入限度額が固定資産税に対する比率として定められているのも、19世紀当時、州及び地方政府の税収の大半が固定資産税であったことに由来するという。（注11）

### (2) 起債制限の必要性

政府間関係助言委員会(Advisory Commission for Intergovernmental Relations、以下ACIRという。)の1985年3月の調査報告（注12）によると、地方公共団体が破産申立てを行ったケースは1960年から71年の間に10件であったが、1972年から84年の間には21件に増加しているという。その背景には、破産法の改正により、債権者の同意を得ずに申立てができるようになったこと、また、特定の行政事務を所管する特別区の増加と産業開発債の増発があるとの指摘がある。もっとも、普通地方公共団体であるカウンティや市町村の破産申立ては少なく、また、破産申立て(Bankruptcy)は債務不履行(Default)と必ずしも一致しないとの指摘もある（注13）が、1975年のニューヨーク市、さらにクリーブランド市の債務不履行などは今だに記憶に新しいところであり、投資家の目から見ても何らかの適正な歯止めが必要に思えるところである。

### (3) 州の起債制限

ACIRの調査（注14）によると、多くの州で何らかの起債制限が行われている。39州が、州憲法で借入限度額を設定している。限度額を設けていない11州についても、議会における借入の議決に際して特別多数が必要とされているところが多いという。また、借入に当たって住民投票による同意を義務付ける州が11州あり、限度額を超える場合に住民投票を義務付ける州が15州ある。

しかし、これらの制限の対象は、州の発行する一般財源保証債に限定されており、レベル債や、州政府以外の州の機関(Agency)、公社(Authority) の発行になる債券は対象外とされている。

ちなみに、ニューヨーク州の場合、限度額の設定に加え、住民投票も義務付けられている。ただし、借り換えと、税収あるいは収入見込み見合いの短期借入れについてはその例外とされている。

#### (4) 地方公共団体の起債制限

ほとんどの州において、起債限度額や住民投票の実施が法定されている。ただし、その対象が一般財源保証債に限られることは州の場合と同じである。また、後述のように、ごく少数ではあるが州の許可を必要とするところもある。

##### (a) 起債限度額の法定

上記ACIRの調査によれば、限度額の制限を定めていないのは、アラスカ、コロラド、フロリダ、ネブラスカの4州だけである。限度額は、固定資産評価額の一定割合とされ、5～10%の範囲であることが多い。(注15)

ちなみに、ニューヨーク州の場合、限度額は州憲法で定められ、その固定資産評価額に対する比率は、次のとおりである。

- ・ カウンティ 7% (但し、ナッソーカウンティは10%)
- ・ 市町村
  - ① ニューヨーク市 10% (但し、学校用の起債も含む)
  - ② 人口125千人以上の市 9% (但し、学校用の起債も含む)
  - ③ その他の市町村 7% (但し、学校用の起債は含まない)
- ・ 学校区
  - ① 人口125千人未満の市の場合、5%
  - ② 市でない区域の校区
    - a. 評価額が10万ドルを超える場合、10%
    - b. 評価額が10万ドル未満の場合、限度なし

##### (b) 住民投票の義務付け

ほとんどの州において憲法または法律によって一般財源保証債の発行に当たって住民投票による同意の取得が義務付けられている。ACIRの調査によれば、住民投票が法定されていない州はコネティカット、ハワイ、インディアナ、マサチューセッツ、テネシーの5州である。票決は大半の州が過半数であるが、特別多數を必要とする州が10州(2/3が6州、3/5が4州)ある。(注16)

ちなみに、ニューヨーク州の場合、住民投票は法定されているが、その義務付けは一部の校区に限られている。しかし、実際には、多くの地方公共団体において住民投票による同意が求められている。

### (c) その他の規制

州によっては、発行利率(Interest Rate)、使途、期間などを制限するところもあるという。(注17)(注18)

なお、発行利率の制限については、高金利の局面では地方公共団体の起債を不可能にするので、住民投票による同意の義務付けがある場合などには、州による過度の規制であるとの見方がある。(注19)

### (5) 起債制限の効果と限界

連邦による地方債の許可制度がなく、また、州による許可制度も僅か2～3州で実施されているに過ぎない状況では、起債制限の方法として、住民投票の義務付けが最も効果がある。住民投票で起債が承認される比率は、社会の状況や住民意識を反映して時代により異なる。ACIRの調査(注20)によれば、1950年から75年の間で承認率は最低24%(1975年)から最高88%(1951年)まで幅がある。いわゆる納税者の反乱といわれた70年代後半から80年代初めの時期は60%代の成功率であったといい、現在でも提案されて実際に成功する率は約80%であり、そのためにどうすれば成功するかといったワークショップが持たれる程である。(注21)

こうした制限は、しかし、実際にはいろいろな方法で回避できる。まず、限度額の設定や住民投票の義務付けがなされるのは、一般財源保証債であり、レベニュー債は対象とならない。また、制限の対象は団体ごとになされるので、例えば、同一地方公共団体の中に、水道等、特定行政を執行する別の団体を設立すれば、その分だけ実質的に限度額を超えて借入が可能である。さらに、建物をリースで借りて賃借期間の満了時に取得するといった方法もある。賃借料の支出は、借金にカウントされないからである。実際にこのようなことは広く行われており、レベニュー債の発行額や特別区数の増加はこうした傾向を反映したものである。

このような抜け道は、しかし、連邦政府によって、一部塞がれることになった。すなわち、1986年の連邦租税改正法は、それまで免税とされてきた私的活動助成を目的とする地方債の発行に制限を加えたからである。

## 7 地方債に対する連邦の関与

### (1) 地方債市場と連邦の関与

1960年代半ばまで地方債市場は連邦政府の監督や規制を受けることはほとんどなかった。 すなわち、一般投資家保護のため債券発行等を規制した、1933年証券法（証券取引委員会を設置し債券の登録を義務付け）、及び1934年証券取引法（債券発行及び取引従事者の登録、報告等を規制）の両法、並びにその後の連邦証券関連法においても、地方債とその発行体である州及び地方公共団体は規制の対象外であることが明記されてきた。 その背景には、後述の連邦による州、地方公共団体の規制の可否をめぐる憲法上の疑惑に加え、事業債に比べて地方債が安全であったことがあげられる。 しかし、地方債をめぐる情勢の変化から、1960年代後半以降連邦政府は地方債市場に対する関与を強めてきている。

地方債は、1960年代まで、ほとんどが一般財源保証債であり、その用途も、道路、庁舎の建設等、基盤整備を中心とするものであり、いわゆる本来の公共目的が主であった。 しかし、70年代以降、レベニュー債の発行、とくに民間の助成等を目的とした産業開発債（私的活動債）が拡大したことによって様子が変わってきた。 すなわち、これらの産業開発債は、州や地方公共団体の発行による地方債ではあるが、実際には地方債に係る連邦所得税が非課税であることを利用した、デベロッパー等民間企業への低利資金の調達を目的とした転貸債であり、したがって、償還財源も貸付け企業等の返済金が充てられるものであった。

これは、次の二点で連邦にとって見逃すことのできないものであった。 一つは、債券の安全性と投資家保護の問題であり、一つは連邦政府の逸失利益である。

地方債として発行される産業開発債は、その償還財源が事実上民間企業の返済金であり、発行体である州や地方公共団体の特別の保証がなければ、債券の安全性は一般の事業債と変わらない。 一般の事業債であれば、証券法等による各種規制の対象となるものが、地方債として発行されることによって、規制対象外となることである。

また、非課税債券の増加は連邦所得税の減収を意味する。 私企業が発行する債券であれば、その利子は連邦課税の対象となるものが、地方債として発行されるためにそれができない。 いわば、連邦が州や地方公共団体に税制上の恩典を与えるのと同様な結果をもたらしたことになる。 免税地方債の利率は、同等の格付けの事業債に比べて平均で20%～30%程度低くなるといわれており、そのための連邦政府の逸失利益は1979年には70億ドルであったものが1988年には220億ドルに達しているという。（注22）

## (2) 地方債市場の規制

一般投資家保護等のため、1975年証券法が改正され、発行体以外の地方債市場関係者（ディーラー、ブローカー）を規制の対象とするとともに、そのための包括的な基準を作成する機関としてMSRB（地方債基準作成委員会、Municipal Security Rule Making Board）が設立された。また、1990年1月からは地方債の発行体である州及び地方公共団体に、ディスクロージャー（Disclosure）の義務が課されることとなった。

### (a) MSRBの役割

MSRBは、地方債業界の自主規制のための独立機関であり、発行体である州及び地方公共団体以外の地方債市場参加者の規制権限を有する。理事会は15人の委員から成り、次のような内容について規制をしている。

- ・従事者の資格要件
- ・公正な取引慣行
- ・記録の保管
- ・決済手続き
- ・投資家とディーラーの仲裁手続き

### (b) ディスクロージャー（情報公開）

70年代半ばのニューヨーク市債務不履行以来、投資家の間で地方債にも情報公開を求める声が高まり、これを受けて地方債市場関係者の間で標準的な情報公開のガイドラインを作成する試みが成されてきた。現在、最も広く受容されているのは政府財務担当官協会（Government Finance Officers Association）作成のガイドラインである。これは発行体にとってオフィシャルステートメントとなるものであるが、記載すべき事項は広範、多岐にわたる。ちなみに、次頁テネシー州の起債例によりながら、カバー頁部分の記載事項を説明すると次のとおりである。（注23）

- ①発行額：113,075,000ドル
- ②発行体の名称：テネシー州
- ③債券の種類：一般財源保証債
- ④利払い：半期。初回1987年9月1日、以降毎年3月1日及び9月1日
- ⑤券面額：1,000ドル
- ⑥登録及び交換の規定：登録債
- ⑦トラスティー及び支払い代理人：Cede & CO.
- ⑧償還方法（減債基金設置の場合にはそれも含む）：満期前に繰上げ償還される場合がある。
- ⑨債券ごとの満期日、発行額、利率及び利回り：次頁の表を参照
- ⑩利子に対する課税の有無：非課税

## 図2 カバー頁の例（テネシー州一般財源保証債）

### NEW ISSUE

- (10) In the opinion of Wood Dawson Smith & Hellman, New York, New York, the interest on the Bonds is exempt from taxation by the United States of America under existing laws and regulations, except as described under "TAX EXEMPTION" herein, and, under the existing laws of the State of Tennessee, the bonds and the interest thereon shall at all times be free from taxation by the State or any county, municipality or taxing district of the State, except for inheritance, transfer and estate taxes, and except to the extent such interest may be included within the measure of corporate privilege taxes imposed pursuant to state law.

### OFFICIAL STATEMENT

(1) \$113,075,000

(2) **STATE OF TENNESSEE**  
(3) **General Purpose Bonds**

Dated: February 15, 1987

Due: March 1, as shown below

### MATURITIES, AMOUNTS, INTEREST RATES AND YIELDS OR PRICES

(9)		Interest Rate	Yield or Price	Due	Amount	Interest Rate	Yield or Price
1988	\$5,752,000	5.40%	3.50%	1998	\$5,621,000	5.50%	5.35%
1989	5,752,000	5.40	3.80	1999	5,621,000	5.60	5.45
1990	5,752,000	5.40	4.10	2000	5,621,000	5.60	5.55
1991	5,752,000	5.50	4.30	2001	5,621,000	5.50	5.65
1992	5,752,000	5.50	4.50	2002	5,621,000	5.60	5.75
1993	5,621,000	5.50	4.70	2003	5,621,000	5.60	5.85
1994	5,621,000	5.50	4.85	2004	5,621,000	5.60	5.95
1995	5,621,000	5.50	5.00	2005	5,621,000	5.60	6.00
1996	5,621,000	5.50	5.15	2006	5,621,000	5.60	6.05
1997	5,621,000	5.50	5.25	2007	5,621,000	5.60	6.05

Plus Accrued Interest from February 15, 1987

The Bonds are direct general obligations of the State of Tennessee for the payment of which as to both principal and interest the full faith and credit of the State of Tennessee is pledged. The Bonds are being issued to finance the costs of capital improvements of the State.

- (6) The Bonds will be issued in fully registered form without coupons in the name of Cede & Co. as nominee of The Depository Trust Company, New York, New York, to which principal and interest payments on any of the Bonds will be made. Individual purchases will be made in book-entry form only in the principal amount of \$1,000 or any integral multiple thereof. Beneficial owners of the Bonds will not receive physical delivery of bond certificates. Interest on the Bonds is payable September 1, 1987, and semi-annually each March 1 and September 1 thereafter as more fully described herein. The Bonds are subject to redemption prior to their stated maturities as more fully described herein.

The Bonds are offered when, as and if issued and are subject to the approving opinions of Wood Dawson Smith & Hellman, New York, New York, and the Attorney General and Reporter of the State of Tennessee, Nashville, Tennessee. It is expected that delivery of the Bonds will be made within thirty days from the date of sale.

Dated: February 24, 1987

なお、情報公開は、正確でしかも十分かつ包括的なものでなければならないとされており、その義務付けにより、地方債の発行コストの増大が予想されている。とくに、起債額の少ない、小規模な地方公共団体に対する影響が懸念されている（例えば、マサチューセッツ州ケンブリッジでは、70年代半ばまで公募入札のための目論見書は4頁であったが、最近では88頁になっているという。）。（注24）

### （3）地方債に対する連邦課税

#### （a）地方債と連邦課税

アメリカの地方債は、従来、利子に係る連邦所得税が非課税とされており、しばしば免税債(Tax-exempt Bond)といわれてきた。非課税扱いは、新発債ばかりでなく、既発債にも認められ、しかも金額の制限がない。地方債に係る連邦所得税の非課税は、従来、アメリカが連邦制度をとっていることに由来すると理解してきた。すなわち、連邦政府の課税や借入に対して州が介入できないのと同様に、州の課税や借入に対しても連邦政府が介入できないという、政府間非課税(Intergovernmental Tax Immunity)の法理が憲法上の原則であると考えられたからである。実際、地方債の利子に対する連邦所得の非課税は、1895年の連邦最高裁判例(Pollock v. Farmer's Loan and Trust Company)で確認されている。このため、連邦政府に所得税の課税を認めた1913年の連邦憲法修正16条に基づく内国歳入法(Internal Revenue Code)においても、地方債に係る利子は非課税であることが明定してきた。

しかし、近年、州や地方公共団体が私的活動(Private Activities)の助成を目的とした産業開発債等のレベニュー債を増発し、あるいは、免税地方債の金利が低いことを利用して、債券発行収入の運用により利鞘稼ぎを行うといった、いわば免税特権の濫用が広く見られるようになったことなどから、1968年、連邦議会が産業開発債(Industrial Revenue Bond)の免税適格を制限する法律を制定、1969年、鞘取り債の免税措置廃止を契機に、免税地方債の発行に一定の制限が加えられるようになった。とくに、1986年租税改革法(Tax Reform Act)の施行により、従来と大きく様相が変わりつつある。

#### （b）1986年の租税改革法による制限

1986年租税改革法に基づく改正内国歳入法第103条は、1954年内国歳入法第103条に定める、地方債に係る利子非課税を継続しながら、非課税となる私的活動の助成を目的とする地方債の認定基準を厳しくし、また、鞘取り債を課税対象とするなど、免税となる地方債に大幅な制限を加えた。一方、銀行と損害保険会社の免税債保有メリットを廃止するなど、免税地方債の投資家へ大きな影響を与える改正も行われている。

まず、発行体に直接関係する主な改正点は、

①政府活動債(Governmental Purpose Obligation)であっても、次の条件に当てはまるものは、私的活動債(Private-activity Bond)と見なされること。

a. 債券発行収入の10%超が、政府機関以外のために使われる場合（従来は25%）  
Private Testといわれる。

b. 元利金の10%超が政府機関以外の事業用資産等によって支払われ、または担保  
とされる場合（従来は25%）。Security Testといわれる。

c. 債券発行収入の5%または5百万ドル超が、政府機関以外のための資金調達、あ  
るいは融資に使われる場合。Private Loan Testといわれる。

②私的活動債に対する規制の強化

a. 公害防止、スポーツ、コンベンション施設、工業団地、等のための起債に係る非  
課税扱いを廃止

b. 集合住宅、電気、ガス、地域冷暖房、上下水道、有害廃棄物、大量交通機関、学  
生ローン等の非課税扱いは継続するが、発行額を制限。

なお、小額の起債（1千万ドル未満）は非課税扱いとするが、産業開発債で製造  
業以外を対象とするものは86年末、製造業を対象とするものは89年末で非課税  
扱いを廃止。また、抵当収入債は88年末までで非課税扱い取止め。

c. 債券発行収入の95%（発行コストは含まれない）は本来の起債目的に使用し、  
発行コストは発行額の2%以内とすること。

③発行額の制限

a. 86年8月15日から87年末までは、上記私的活動債の総額が、住民一人当たり  
75ドルもしくは総額250百万ドルのいずれか大きい方の額。

b. 88年1月以降は、一人当たり50ドルもしくは総額150百万ドルのいずれか  
大きい方の額。

c. 限度額の配分は、州議会が最終的に決定するまでは（知事が行政命令で一時的に  
決定することができる。）、州と地方公共団体の折半となる。

④鞘取り債の規制強化

a. 現行の産業開発債に関する規制（発行代わり金の借入利率以上の金利で運用して  
得た差額は連邦政府に支払いを義務付け）に加え、新たに政府活動債、集合住宅債、  
非営利法人債（病院、大学）、在郷軍人債も対象として追加。

b. 故意に利鞘稼ぎをした場合、罰則を遡及適用。

c. 6か月以内に債券発行収入を全額使用しない場合、借入金利と運用金利の差を徵  
収。違反は罰則の遡及適用。

d. 小規模な地方公共団体の一般財源保証債で、5百万ドル未満のものは、規制の適  
用なし。

⑤満期前借換えの制限

- a. 私的活動債に係る満期前借り換えは全面禁止
- b. 86年初以降発行は1回、85年末までの発行は2回まで認める。但し、借換えした場合は、債券の繰上げ償還ができるようになった時点で直ちに償還する。

⑥発行コストの制限

発行額の2%以内とし、発行代わり金の5%の中で支払う。

⑦報告の義務付け

10万ドルを超える発行は、すべての取引について財務省に報告する。  
次に投資家に影響を与える改正点として、

⑧個人所得税

私の活動債で、86年8月7日以降発行の利子は、最低税率21%の目的で税の優遇項目扱いとする。但し、それ以前の発行は非課税。

⑨法人所得税

- a. 金融機関の86年8月7日以降保有または購入の免税債の利子コストの80%控除は廃止。但し、発行額年1千万ドル以下の地方公共団体または非営利法人の債券は例外。
- b. 損害保険会社の免税債利子に係る損失引当て控除を86年8月7日以降15%カット。これは、34%の所得税率が適用される損害保険会社にとって、免税債利子所得に5.1%の実効税率がかかるることを意味する。

1986年税制改革法の影響のうち、免税私的活動債の発行について、政府財政調査センター(Government Finance Research Center)では次のような予測をしている。(注25)

地方債、とくに免税私的活動債の新規発行は、年間300~400億ドル発行額が減少する。88年以降、各州に対する影響は、

減少の絶対額の大きい順では、

- ①カリフォルニア州 3,183百万ドル
- ②テキサス州 1,642百万ドル
- ③フロリダ州 1,569百万ドル

減少率の大きい順では

- ①アラスカ州 82.9%
- ②ミネソタ州 81.1%
- ③バージニア州 80.2%

## 8 州の地方債発行に関する関与

多くの州では、地方公共団体に対する起債限度額の設定や住民投票の実施を法定するだけで実際の起債は地方公共団体の独自の裁量に委ねているが、中には発行の許可や手助けをする州もある。

### (1) 起債の許可

地方公共団体の起債について、日本におけると同様、許可と同時に発行の手助けをする州もある。（注26）ノースカロライナ州がその例である。

ノースカロライナ州では、1931年の地方政府法(Local Government Law)に基づき、地方政府委員会(Local Government Commission)が設立され、地方公共団体の借入に積極的な役割を果たしている。この委員会が作られた背景には、第一次大戦後、多くの地方公共団体が多額の起債をしたが、30年代に債務不履行に陥ったためであるという（実際に62のカウンティ、152の町、200の区(District)が債務不履行に陥ったという。）

委員会は、財務長官を委員長とし、9人の委員から成る。委員会は、地方公共団体の財政運営について所管し、起債を希望する地方公共団体は、委員会の許可を求めなければならない。実際には、事前に委員会のスタッフと地方公共団体との間で話し合いが行なわれ、委員会が了承したものについて許可申請が出されるという。委員会は、起債の必要性と緊急性、借入金額の妥当性、発行体の返済能力を調査し、必要な場合には内容の変更を指示、あるいは返済能力が不十分と判断する場合には起債を認めないこともあるという。

この場合、地方公共団体は、通常、自主的に申請を取り下げるという。

委員会の許可が出ると、一般財源保証債の場合は住民投票に掛けられる。同意が得られたら、委員会は、地方公共団体に代わって債券の売り捌きを引受け、発行計画の策定から、販売広告、目論見書の作成、公募入札まで一連の手続きをすべて行うという。

この制度のために、ノースカロライナの債券は、高い格付けを与えられており（後述のStandard & Poor社の格付けがAAAの債券中、同州のものが20%を占めるという。）、他の地方債に比べて低い金利で発行できているという。（注27）

### (2) ボンドバンク (State Bond Bank)

州のボンドバンクは1970年に、バーモント州でつくられたのが初めてである、その後、アーカンソー、イリノイ、インディアナ、メイン、ネバダ、ニューハンプシャー、ノースカロライナ、テネシー及びウェストバージニアの9州に広がった。州によってやり方は異なるが、基本的な仕組みは、次のとおりである。

①州が、地方公共団体か起債申込みを受け付け、申込みが一定のロットに達したら、

ボンドバンクを通じて起債する。

②ボンドバンクは債券発行収入で、地方公共団体の債券を購入する。

③ボンドバンクの償還財源は、債券を購入した地方公共団体の償還金である。

なお、ボンドバンクの債券は州によって何らかの保証がなされることが一般的であり、地方公共団体が債務不履行に陥った場合には、州が直接支払うか、あるいは、債務不履行に陥った地方公共団体に支出される州の補助金を償還財源に当てるなどして、債務を履行する仕組みとなっている。

ボンドバンクには、次の長所があり、地方公共団体の借入コストを低減する。

①地方公共団体の借入がボンドバンクを通じて一括して行われるので、投資家にとってリスクが減少する。とくに、投資家に馴染みのない小さな地方公共団体の場合、その効果が大きい。

②地方公共団体が個別に起債した場合に比べて、規模の利益が得られるので、引受け、発行コストが少なくてすむ。

ボンドバンクは、信用力の同程度の、小さな地方公共団体を多く抱えている州にとって利点があるが、大きな市を抱えたり、非常に貧しい地域を抱えた州には向かないとの指摘がある。大きな地方公共団体は、独自で起債できるし、非常に貧しい地域を抱えたところでは、その地域の地方公共団体が入ることによって、ボンドバンク全体の信用力が損なわれてしまうからである。（注28）

## 9 格付け、地方債保険、L／C

アメリカの地方債市場に特有な制度として、格付けと第三者による債務保証がある。日本では到底考えられない制度であるが、地方公共団体が独自の信用に基づいて資金調達を行わざるを得ないアメリカでは、広く行われている制度である。

### （1）格付け(Rating)

格付けは、債券の信用力、すなわち元利金支払いの安全度を測る方法としてアメリカで広く行われている。信用力が高ければ格付けも高く、それだけ借入金利が安くなる。

日本と異なり、連邦政府も、また大多数の州も、地方債発行の許可や発行条件の決定に関与しないアメリカでは、発行条件は基本的に発行体の信用力により決定されることになる。しかも、事業債に比べて、発行体の数が多い地方債の場合、一般の投資家にとって、その信用度を判断するのは容易ではなく、このため、格付けが重要な役割を果たすことになる。とくに主要な起債の場合、格付けは欠かすことができないとされている。但し、小規模な場合には、格付けなしに起債される場合も多いという。

格付けは、発行後も定期的に見直しが行われ、発行体の財政力に変化があれば、格付けが変わることもある。（例えば、Standard & Poor's 社は、今春、ニューヨーク州の格付けを AA から A に落としている。）

格付けのため求められる情報は、発行する債券によって異なるが、人口、負債、経済基盤、行財政の構造、等が基本的なものである。

格付け機関としては、Standard & Poor's Corporation と Moody's Investors Service Inc. の 2 社が有名である。両社の格付け指標は若干異なるが、S & P 社の長期格付けを次のとおりである。

#### Standard & Poor's 社の長期格付け

AAA 最高の格付け指標であり、元利金支払い能力は極めて強力(Extremely Strong)である。

AA 元利金支払い能力は非常に強力(Very Strong)であり、AAAとの差はほんの僅かである。

A 元利金支払い能力は強力(Strong)である。しかし、上級格付けに比べ、環境の悪化や経済状況の変化に左右される余地が幾分大きい。

BBB 元利金支払い能力は十分(Adequate)である。通常、十分な保全(Protectionn)の要素も備わっているが、上級格付けに比べ、環境の悪化や経済状況の変化によって元利金の返済能力が弱まる余地が大きい。

#### B B、B、CCC、CC

BB、B、CCC、CCは、元利金の支払いに関しては、どちらかというと投機的要素が強い債券である。BBは投機的要素が最も低く、CCは投機的要素が最も高い。こうした債券の中には、良質の面や一部保全措置が講じられたものもあるが、状況の悪化によってさらされるリスクや不安定の方が大きい。

C 利子の支払いがなされていない債券(Income Bond)に与えられる。

D 債務不履行に陥った債券である。

(注) AA から B までは、その格付け評価の中での相対的な強弱を示すために、+（プラス）または-（マイナス）がつけられることがある。

#### (2) 第3者による債務保証

格付けが低い発行体は、借入金利が高くなり、また債券の売り捌きに苦労することとなりかねない。債券の信用を高めて投資家の不安を解消し、借入金利を下げるため利用される手段に、第三者による債務保証がある。その利用は、当然のことながら、発行体にとって一定の出費を伴うが、それが借入金利を低下させ発行コストの低減に結び付くなら、メリットがあることになる。第三者による債務保証としてアメリカの債券市場で広く利用されている手段に、地方債保険(Bond Insurance)と L/C (Letter of Credit)がある。

### ( a ) 地方債保険(Bond Insurance)

地方債保険は、①発行体の借入利率を低くする、②投資家により高度の保証を提供する、③流通市場(Secondary Market)での流動性を与え、債券価格を支持する、という3つの役割を果たすといわれ、これまで、1971年から1986年の間に、約1,500億ドルの新規発行地方債に保険が掛けられたという。最近の実績では、1985年に約500億ドルで新規発行債券の25%を占め、1986年は240億ドル、20%を占めるという。なお、地方債保険の掛けられた地方債現在高は3,300億ドルであり、そのうち一般財源保証債が35%、残りの65%はレベニュー債である。地方債保険によって、発行者が節約できた金利負担は、45億ドルと見込まれるという。(注29)

地方債保険を取り扱っている会社は数社あり、これらの会社による保険の掛けられた債券は、S&P社、ムーディ社の両社とも、トリプルA(AAA, Aaa)の格付けをしている。

### ( b ) L/C (Letter of Credit)

信用力の低い発行体の債券を売り捌きやすくするため、銀行等金融機関がL/Cを差し入れて、地方債の元利金の支払いを保証する方法がある。L/Cの差し入れは、当初、債券の信用を高めることであったが、その後、買戻し特約付き債券等の革新的な資金調達が行われるとともに、投資家から買戻しを求められた場合の資金を提供するなど、流動性を高めるためにも利用されるようになった。

L/C付きの債券は、通常、AAまたはAAAの格付けとされるので、その提供により、信用力の低い発行体も債券市場へのアクセスが容易になり、また借入金利の低下が可能になるという効果がある。

このためには、銀行の中でも格付けの高いところがよいわけであり、米国の銀行が中南米向け融資や米国内不動産投資で多額の不良債務を抱えて軒並み格付けを下げたため、代わって日本の銀行が活発に地方債向けのL/Cを提供しており、最近では上位を独占しているという。(注30)

## 10 終りに

アメリカの地方債は、いま、転換期を迎えている。 免税債といわれ、長年、連邦所得税が非課税とされてきた地方債であるが、1986年の税制改革法によって、私的活動債の発行が大幅に制限され、また、政府活動債についても、債券発行収入金の運用について厳しい規制が加えられた。 このような規制の背景には、私的活動の助成を目的とする免税地方債の急激な増発や債券発行収入金の利潤稼ぎを目的とした運用など、州及び地方公共団体側に免税債の濫用が見られたことも事実である。 しかし、州にとってなにも増してショックであり、今後に影響すると思われることは、それまで地方債免税の根拠とされ、憲法上の原則と考えられてきた政府間非課税の法理が否定されたことであろう。

従来の最高裁判例（1895年 *Pollock v. Farmers Loan and Trust Company*）を覆した1988年の*South Carolina v. Baker* 判決において、地方債免税の根拠が憲法ではなく法律に由来するとの判決が下されたが、そうなると、現在、地方債に認められた免税特権は、連邦議会によっていつ取り上げられるかわからないからである。 こうした懸念は、ロステンコウスキーサー院歳入委員会委員長等、議会指導者の否定発言によってひとまず沈静化したものの、一方で連邦政府は、相変わらず、地方債の免税措置によって、多額の連邦収入が失われているといった数字を公表しており、今後の連邦赤字の推移次第では、どうなるか予断を許さない面がある。

また、1986年税制改革法は、従来認められていた金融機関の免税債に係る利子所得の80%控除を全廃し、また損害保険業界の免税地方債保有を割高にするなどの改正をしており、これらも免税地方債の投資家に大きな影響を与えると見なされている。

このような免税地方債をめぐる大きな動きの中で、全米州議会連盟や米国市長会等、地方関係団体は従来の制度復活のために盛んなロビー活動を展開しているが、一方では、新たな胎動が始まっている。 州及び地方公共団体の中には、課税債券の発行に踏み切るところも出てきており、今後、発行額の増減はあるが、課税地方債は一つの資金調達の形態として定着していくことになると思われる。

課税地方債の中でもとりわけ興味を引くのは、外貨債発行の動向である。 これまでヤンキー市場という世界最大の資本市場の中で免税特権を与えられ、外国資本市場に目を向ける必要がなかったが、免税債でなければ、国内市場で出してもユーロドル債市場で出しても変わりがなくなる。 日本市場でも、すでにケンタッキー州がサムライボンドを発行した実績がある。 今後、為替の動向にもよるが、州や有力な地方公共団体による外貨地方債の発行が増加するものと思われる。

アメリカの地方債が、銀行や証券会社ばかりでなく、一般の日本人投資家にとって馴染みの深い銘柄となるのも案外遠くないかも知れない。

(注1) 地方公共団体 (Local Government) というと、日本では県と市町村の両方が含まれるが、アメリカではカウンティ、市町村だけを意味し、通常、州は含まれない。州を含む場合には「State and Local Government」と必ず「State」という言葉が使われることに注意を要する。また、地方公共団体には、カウンティ、市町村という普通公共団体以外に学校区(school District)や特別区(Special District)などの特別地方公共団体が含まれる。ただし、地方債(Municipal Bond)という場合には、地方公共団体のほか州の債券も含まれることが普通であり、本稿もこれに従っている。

(注2) Gelfand "State & Local Government Debt Financing 1" 1章19頁以下。また Public Securities Association (以下「PSA」という) "Fundamentals of Municipal Bonds" 31頁、57頁。なお、商務省センサス局では、特別区をさらに資源関連(6,360団体)、消防関連(5,070団体)、住宅・地域開発(3,464団体)関連等に分類している。

(注3) PSA "Fundamentals of Municipal Bonds" 1~3頁。

(注4) Ronald Snell "Introduction", Conference of State Legislatures "States and Bond Market" 所収

(注5) 短期債は、借入期間1年以下の証券であり、予定される歳入と歳出の時期のギャップを埋めるため発行される。税収や補助金等の収入を当て込んだTANs (Tax Anticipation Notes) 及びRANs (Revenue Anticipation Notes)、起債収入(Proceeds)を当て込んだBANs (Bond Anticipation Notes) 等が、その代表的なものである。

(注6) ニューヨーク市の債務不履行の背景には短期債の急増があったといわれる。1975年度末のニューヨーク州及びニューヨーク市を含む州内地方公共団体の短期負債総額は90億ドルに達し、全州、地方公共団体短期負債総額198億ドルの45%を占めたという。

(注7) 事業証券 (Project Note) は、住宅、都市再開発事業の資金調達のため発行される短期免税証券で、その償還は事業収入と連邦政府によって保証される。

(注8) PSA "Fundamentals of Municipal Bonds" 21~22頁

(注9) PSA "Fundamentals of Municipal Bonds" 3頁

(注10) 自己財源の計算は、Lennox L. Moak "Municipal Bonds:Planning, Sale, and Administration" Municipal Finance Officers Association発行、の方式に従い、次とおりとした。なお、公営事業収入を加えているのは、商務省統計の利払いには公営事業分が含まれているためである。

自己財源=州及び地方公共団体の一般財源（税+使用料等）+公営事業収入-酒類販売収入-保険信託収入

(注11) Gelfand "State & Local Government Debt Financing 2" 9章2頁以下。

(注12) A C I R "Bankruptcies, Defaults and Other Local Government Financial Emergencies"

(注13) P S A "Fundamentals of Municipal Bonds"119～121頁。両者が一致しない例として、ワシントンのP P S S (Public Power Supply System)が債務不履行に陥ったが破産申立てはしなかったケースと、サンノゼ学校区が労働協約の重荷を回避するため破産申立てを行ったが債務の支払いは履行したケースが挙げられている。

(注14) A C I R "Significant Features of Fiscal Federalism 1976-77 Edition" 83～96頁

(注15) Jeffey M. Elliot "The State and Local Government Political Dictionary" 266頁

(注16) A C I R "Significant Features of Fiscal Federalism 1976-77 Edition" 83～96頁

(注17) Jeffey M. Elliot "The State and Local Government Political Dictionary" 266頁

(注18) Daphne A. Kenyon "State Regulation of Local Borrowing and State Assistance via Bond Banks" National Conference of State Legislatures "State and the Bond Markets" 所収によれば、利率の上限は、6%（アーカンソー、ミシシッピ、ニュージャージー、バージニアの4州）から10%（ワイオミング州）まで幅があるという。しかし、この数字の妥当性について、或るニューヨーク邦銀関係者に照会したところ、3%程度は低すぎるのではないかとの意見であった。

(注19) Gelfand "State and Local Debt Financing"9章 10頁

(注20) A C I R "Significant Features of Fiscal Federalism 1976-77 Edition" 83～96頁

(注21) PenelopeLemon "How to Win(or Lose) A Bond Referendum", "The Governing" 1990年2月号所収

(注22) Robert L. Bland, Li-Khan Chen "Taxable Municipality Bond : State and Local Governments Confront the Tax-exempt Limitation Movement", "Public Administration Review" 1990年1、2月号所収

(注23) P S A "Fundamentals of Municipal Bonds" 65～67頁

(注24) John G. Faria "state Disclosure Requirements for Municipal Securities". National Conference of State Legislatures "State and the Bond Markets" 所収

(注25) John E. Peterson "Tax-exempt and Tax Reform:Assessing the Consequences of the Tax Reform Act of 1986 for the Municipal Securities Market" 2-5～2-6頁

(注26) Gelfand "State & Local Government Debt Financing2" 9章 12頁では、ノースカロライナ州のほかにルイジアナ州とネバダ州があげられている。ルイジアナ州では、すべての起債に先立ち州起債委員会(state Bond Commission) 及び住民投票の承認

が必要とされるという。また、ネバダ州ではカウンティが関与しており、同州の市町村は、起債に当ってカウンティ一般財源保証債委員会 (General Obligation Bond Commission)の承認を必要とするという。

(注27) J. D. Foust "State Marketing of Local Bonds:the North Carolina Experience", Conference of State Legislatures "States and the Bond Markets" 所収

(注28) Daphne A. Kenyon "State Regulation of Local Borrowing and State Assistance via Bond Banks" National Conference of State Legislatures 発行 "State and the Bond Markets" 所収

(注29) PSA "Fundamentals of Municipal Bonds" 67~68頁

(注30) 在ニューヨーク邦銀関係者による。なお、Securities Data CO./Global Guaranty によれば1989年の実績ではトップから4位まで邦銀が占めている。

「CLAIR REPORT」既刊分のご案内

N O	タ イ ド ル	発 刊 日
第 14 号	アメリカの地方債	1990/ 6/28
第 13 号	英国の 1990 年統一地方選挙	1990/ 5/28
第 12 号	英国の地方財政読本（6）－付録－	1990/ 5/28
第 11 号	英国の地方財政読本（5）－地方団体の会計処理－	1990/ 5/28
第 10 号	英国の地方財政読本（4）－地方団体の予算－	1990/ 5/28
第 9 号	英国の地方財政読本（3）－地方団体に対する交付金制度－	1990/ 4/27
第 8 号	英国の地方財政読本（2）－地方税；現行税と新税－	1990/ 4/27
第 7 号	英国の地方財政読本（1）－地方団体の収入と支出－	1990/ 4/27
第 6 号	A C I R (政府間関係助言委員会) の概要	1990/ 3/26
第 5 号	英国地方財政統計 1986/87	1990/ 3/ 1
第 4 号	米国連邦政府 1991 会計年度予算について	1990/ 2/27
第 3 号	コロンビア特別区に見る自治制度－首都ワシントンの制度的性格と今後の展開－	1990/ 2/ 1
第 2 号	ロンドン・ドックランドの開発と行政	1990/ 1/ 4
第 1 号	英国の新地方税システム－コミュニティ・チャージ－	1989/12/27