

# CLAIR REPORT No. 356

## 米国における地方債の市場性について

Clair Report No. 356 (March 23, 2011)  
(財)自治体国際化協会 ニューヨーク事務所



財団法人自治体国際化協会

CLAIR

## 「CLAIR REPORT」の発刊について

当協会では、調査事業の一環として、海外各地域の地方行財政事情、開発事例等、様々な領域にわたる海外の情報を分野別にまとめた調査誌「CLAIR REPORT」シリーズを刊行しております。

このシリーズは、地方自治行政の参考に資するため、関係の方々に地方行財政に係わる様々な海外の情報を紹介することを目的としております。

内容につきましては、今後とも一層の改善を重ねてまいりたいと存じますので、ご指摘・ご教示を賜れば幸いに存じます。

本誌からの無断転載はご遠慮ください。

問い合わせ先

〒102-0083 東京都千代田区麹町 1-7 相互半蔵門ビル

(財)自治体国際化協会 総務部 企画調査課

TEL: 03-5213-1722

FAX: 03-5213-1741

E-Mail: [webmaster@clair.or.jp](mailto:webmaster@clair.or.jp)

## 目次

### はじめに

#### 概要

第1章 米国における地方債の概要	1
第1節 米国における地方債の現状	1
1 上位政府等からの関与	1
2 数字で見る米国の地方債	2
第2節 ニューヨーク州における地方債制度の概要	7
1 ニューヨーク州政府の地方自治体に対する関与	8
2 地方自治体に対する地方債管理政策	8
第3節 ルイジアナ州における地方債制度の概要	13
1 ルイジアナ州起債委員会	14
第2章 米国における地方債の制度的特色	25
第1節 ファイナンシャルアドバイザーや法律顧問などの外部機関の活用	25
1 外部機関活用の背景	25
2 ファイナンシャルアドバイザー	26
3 地方債法律顧問の業務	31
4 その他の外部機関	33
第2節 格付による地方債分類システム	34
1 格付会社	35
第3節 地方債が免税である意味	41
第3章 米国の地方債制度から得られる日本への示唆	45
1 米国における地方債の市場性とは	45
2 日本への示唆	46

#### 参考文献



## はじめに

日本の地方債が、市場から資金調達するのは全体の3割弱程度、一方、米国の地方債はほぼ全額が市場から調達されている。何が違うのか。本稿の問題意識はここに始まっている。日本においても、平成18年版地方財政白書で「財政投融资改革や郵政民営化、地方分権の推進等を踏まえ、公的資金の縮減・重点化に対応し、市場での調達を拡大する必要性が高まってきている。」と指摘されているように、今後、市場からの調達が拡大していく可能性が高い。

米国は、我が国にとって最も身近な国の1つであり、米国の地方債制度を研究した文献も少なくはない。しかしながら、こうした文献の多くは、米国の地方債の商品性そのものにその説明の焦点をあてがちである。いうなれば、米国の地方債を、数ある金融商品の一つとして位置づけ、これと他の金融商品との違いやその商品特性をさぐるという手法である。

本稿の目的は、米国の地方債の持つ市場性とは何かという問題意識を共有しつつも、こうした手法とは異なり、金融商品としての米国の地方債がどのようなメカニズムで産み出され市場に供給されているのかという観点から、米国の地方債制度の理解を得ようとするものである。具体的には、地方債をそれぞれの地方政府が発行する上で、専門家（ファイナンシャルアドバイザーや弁護士など）や外部機関（格付会社など）がどのような役割を果たしているか、そしてこのことが、当該地方債の市場性を高めることにどのようにつながっているかを分かりやすく記述したつもりである。

また、こうしたアプローチは、我が国の地方自治体関係者が、まずは発行主体として米国の地方債制度及び同市場を理解したいという実践的なニーズへの対応として、極めて有効な視点・切り口ではないかと確信している。

我が国における地方自治体の資金調達、ひいては今後の地方債制度の在り方の検討を行うにあたって、本稿が多少なりとも参考になれば幸いである。

執筆にあたっては、当事務所の上席調査員の支援のもと、米国の地方自治体関係者及び格付会社等地方債関連の民間会社の方々など多くの方々から多大なるご助力をいただいている。この場を借りて、あらためてお礼を申し上げたい。

財団法人自治体国際化協会 ニューヨーク事務所長

## 概要

第1章では、連邦政府や州政府が地方自治体の起債について、どのような関与や管理を行っているのかを述べる。また、地方債発行残高の推移など統計資料を用いて、日本との比較も試みながら、米国の地方債の概観に触れる。また、具体的な事例研究として、比較的標準的な地方債制度を持つニューヨーク州と地方債許可制という米国では珍しい制度を持つルイジアナ州を特に紹介する。

第2章が本レポートの中心である。米国において地方債の市場性を担保している「舞台装置」とも呼べるもので、まだ日本では馴染みのない仕組みであると思われるファイナンシャルアドバイザー等の外部機関の活用、「格付」による地方債分類システム、「免税」による投資家拡大策について紹介する。

第3章では、これまで紹介してきた制度的特色を踏まえ、なぜ米国の地方債が高い市場性を持つことができたのかについて筆者なりの考えを述べる。その上で、日本における地方債の市場化について示唆を試みる。

### 地方債の定義について

本レポートにおいて単に「地方債 (Local Bond)」と述べる場合には、地方自治体 (Municipality) や特別区 (Special District) 等が発行する債券を指し、州政府が発行する債券 (州債) は含まないこととする。これは連邦制である米国においては、州政府の権限が強く、州債についてもそれを規制するような権限を連邦政府が有していないため、州債は日本の地方債というよりはむしろ国債に近い性格を有しているためである<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> ただし、州憲法や州法において州債の発行制限を定めている州が多い。(財団法人自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT No.287, 2006年, P24~27)

## 第1章 米国における地方債の概要

### 第1節 米国における地方債の現状

#### 1 上位政府等からの関与

##### (1) 連邦政府

「米国」の英語名は「United States of America (アメリカ合衆国)」である。この名前から見て取れるように、米国は州 (States) が連合 (United) して建国した連邦国家で、連邦政府は州政府から委任された範囲内ではしか権限を持ち得ない。州政府から連邦政府への委任状とも呼べる合衆国憲法の中には地方自治体についての記述はない。つまり、州内に存在する地方自治体に対する権限は、州政府に留保されている形となっている。

そうした背景もあり、連邦政府は地方債に関して直接的に地方自治体を規制するような法律や規則を有していないが、間接的に地方自治体に対して影響力を及ぼしていると言えるものがある。地方債の利子所得に係る連邦所得税の免税措置規定 (2章3節で詳述) を財務省や内国歳入庁 (Internal Revenue Service, IRS) が定めていることや米国証券取引委員会 (Securities Exchange Commission, SEC) が地方債の引受業者<sup>2</sup>に対して、発行団体 (地方自治体) の情報公開を行わせることを義務付けていることなどである。しかしながら、連邦政府は地方債に対して規制強化する意図があったという訳ではないであろう。連邦税である連邦所得税の免税要件を状況に応じて改正を行うのは当然であるし、地方債の発行体 (地方自治体) に対する間接的な情報公開義務付けは、地方債への規制というよりは健全な債券市場を維持していくために必要な施策だったと考えるべきであろう。よって、連邦政府は地方債については、基本的に関与しないというスタンスを保っていると言える。

##### (2) 州政府

前述したように、米国は連邦制であることから州政府の権限が強い。特に地方自治分野については連邦政府に権限委任していないことから、各州政府が州内の自治体に対して独自の地方債管理政策を行っている。財団法人自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT No.287によれば、州政府の地方自治体に対する代表的な地方債管理政策として次の2つが挙げられている<sup>3</sup>。

##### 起債上限枠の設定

州憲法や州法に基づき、地方自治体に対して一定の起債上限枠を設ける施策。44州において実施されている。当該市町村の固定資産税評価額のある割合を起債上限額として設定する場合が多い。

<sup>2</sup> 発行団体から地方債を一括して引受け、それを投資家に販売する業者。(2章1節詳述)

<sup>3</sup> 財団法人自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT No.287, 2006年, P27

### 住民投票の義務付け

起債の手続的制限として、事前に起債承認の住民投票を行い有権者の承認を得ることを義務付ける施策。42州において実施されている。

州政府による州内自治体に対する起債管理政策については、次節以降でニューヨーク州とルイジアナ州について詳述するので併せて参考にしていただきたい。

### (3) 地方自治体

州政府による州憲法、州法上の関与に加えて、地方自治体が自主的に憲章や条例で起債制限を規定している場合がある。例えばニューヨーク州ライ市<sup>4</sup>では、憲章において住民投票が必要となる場合を規定している。その内容は、過去3年間の平均年間予算総額の10%を超過する起債はすべて住民投票が必要となり、5%~10%までの場合、住民投票は任意だが、当該起債とそれ以前に発行された起債残高の合計が過去3年間の平均年間予算総額の10%を超える場合には住民投票が必要などと規定されている。

## 2 数字で見る米国の地方債

### (1) 地方債発行残高

ほぼ一貫して地方債発行残高は上昇している(表1参照)。2006年6月末で2兆3,057億ドル(約230兆円<sup>5</sup>)となっている。この水準は10年前と比較するとほぼ10倍になっている。我が国の地方債発行残高は、2006年3月末で200兆6,543億円<sup>6</sup>であり米国とほぼ匹敵する水準である。

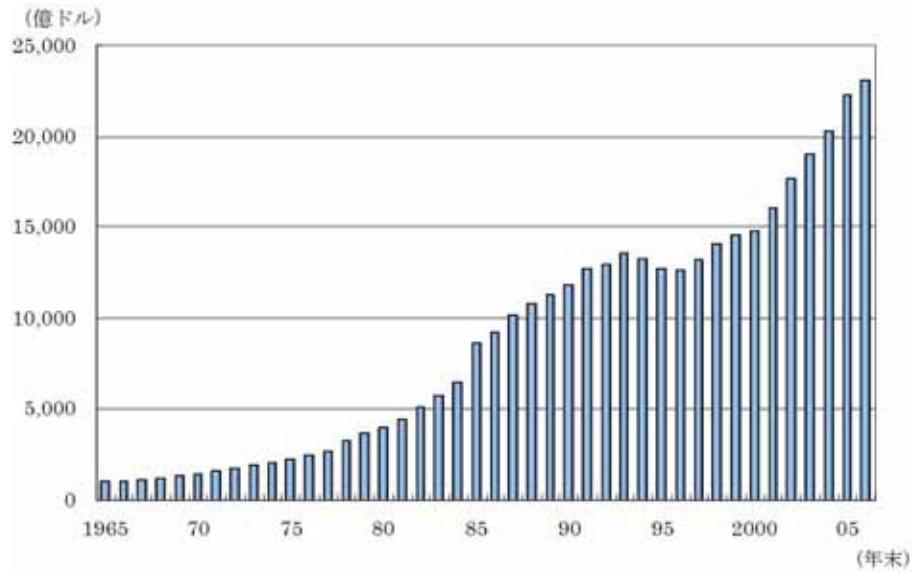
<sup>4</sup> ニューヨーク市の北部にある高級住宅地。人口14,955人(2000年国勢調査)。

<sup>5</sup> 1ドル=100円として換算している。以後同様。

<sup>6</sup> 財団法人地方債協会「平成19年版地方債統計年報」2007年、P391



表1 米国の地方債発行残高推移<sup>7</sup>



(注) 1. 2006年は6月末の数値。

2. 州・地方政府が発行する長期債と短期債、ならびに産業開発債やNPOによる発行分を含む。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

## (2) 地方債年間発行額

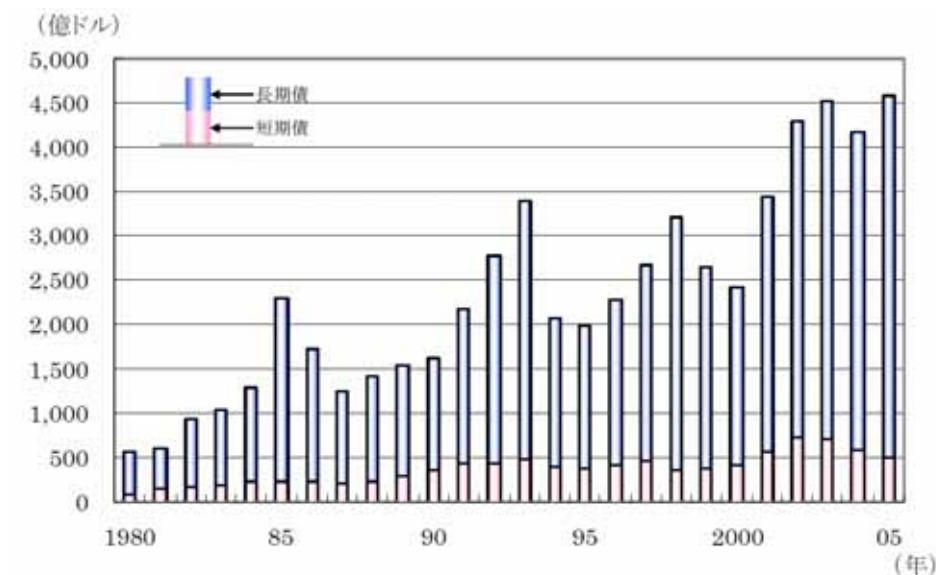
2005年の年間発行額は長期債<sup>8</sup>で4,080億ドル(約40兆円)である(表2参照)。こちらトレンドとしては上昇傾向にある。我が国の2006年度の地方債発行額は12兆3,058億円<sup>9</sup>となっており(表3参照)、3分の1以下の水準である。我が国の地方債年間発行額のピークは、1995年度で22兆7,356億円であった。その後は徐々に逡減し現在に至っているため、米国の地方債の上昇傾向とは異なる推移を示している。

<sup>7</sup> 出典：井瀧正彦、沼田優子、三宅裕樹著「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーター』2007年冬号P30

<sup>8</sup> 償還年限が1年以上のもの

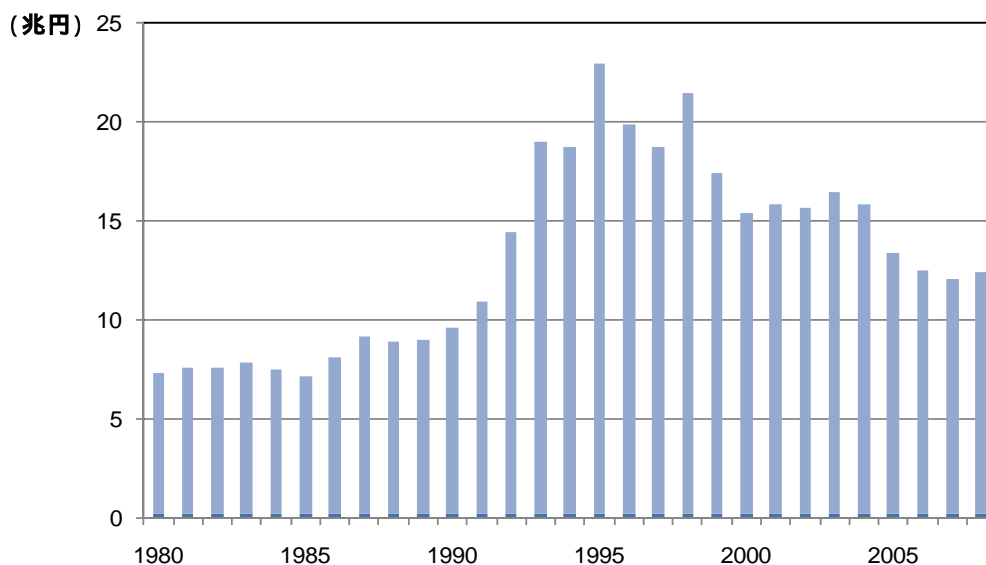
<sup>9</sup> 財団法人地方債協会「平成19年版地方債統計年報」2007年、P11

表2 米国における地方債年間発行額<sup>10</sup>



(出所) The Securities Industry and Financial Markets Association (<http://www.sifma.org/>) 資料より  
野村資本市場研究所作成

表3 日本における地方債年間発行額<sup>11</sup>



### (3) 地方債保有主体

表4は2006年6月末時点における米国の地方債保有主体状況を示している。最大の保有主体は家計で37.1%を保有している。その次が投資信託(MMFと

<sup>10</sup> 出典：井瀧正彦、沼田優子、三宅裕樹著「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーター』2007年冬号P31

<sup>11</sup> 出典：財団法人地方債協会「平成21年版地方債統計年報」2009年、P194より自治体国際化協会ニューヨーク事務所作成

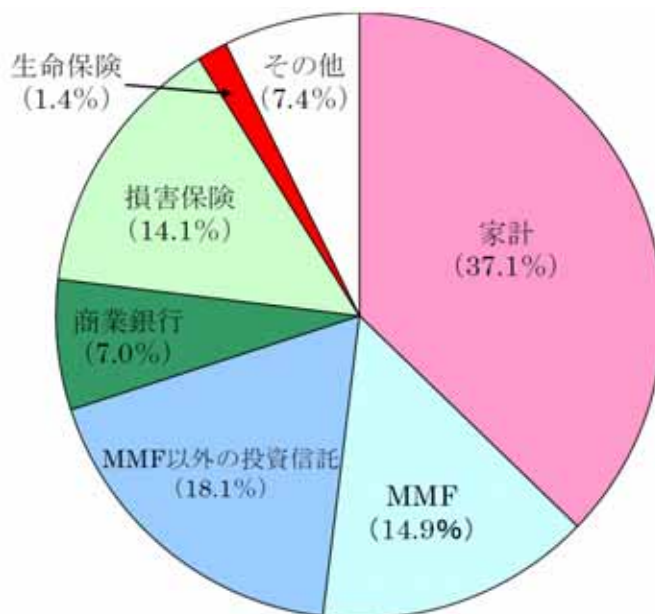
MMF以外の合算)の33%である。小口資金でも分散投資を可能にする投資信託は原則、家計向けの商品であることを考えると、米国では家計が直接、または投資信託を通じて地方債の過半を実質的に保有していると言える<sup>12</sup>。これは米国の地方債の市場性の高さを物語るものであるが、家計が最大保有者になっている要因の1つとして、連邦所得税の免税措置を挙げることができる。米国の連邦所得税は総合課税方式であるため、特に高所得者層にとって免税地方債を保有するメリットが大きく、免税である地方債に対する投資意欲が高いといえる。免税については2章3節で詳述している<sup>13</sup>。

---

<sup>12</sup> 井潟正彦、沼田優子、三宅裕樹著「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号P30

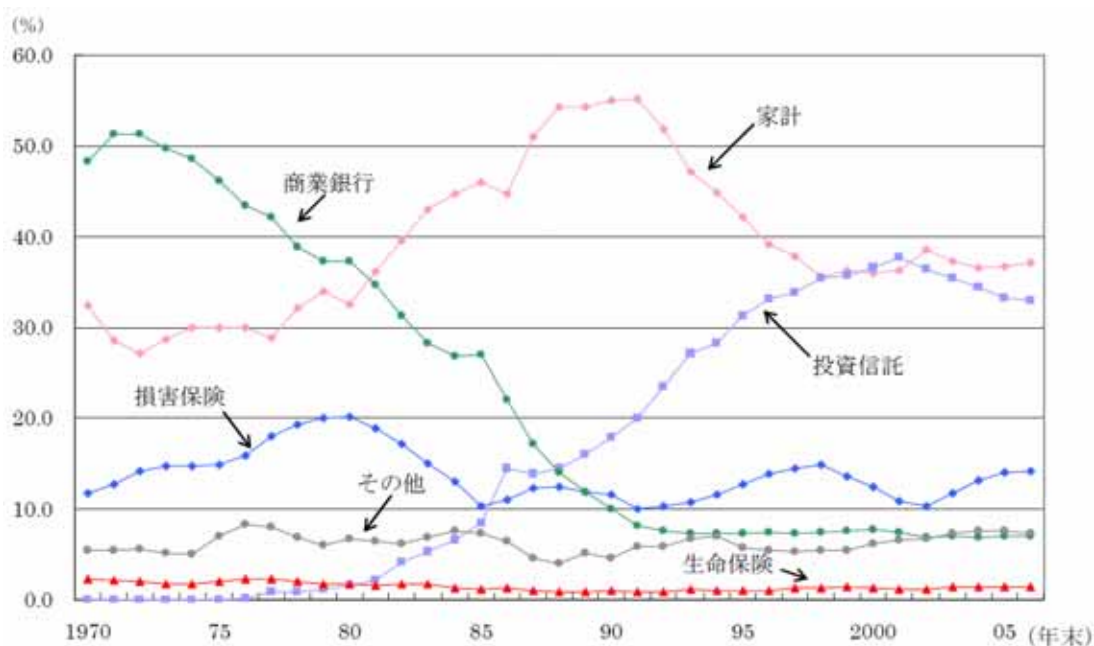
<sup>13</sup> 我が国の地方債保有主体は表6を参照。家計の保有がわずか2%となっており米国の地方債との違いは歴然である。また、保険・年金基金や一般政府などの政府部門で40%を保有しており、政府資金が地方債を支えていることが分かる。

表4 米国地方債の保有主体<sup>14</sup>



(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

表5 米国地方債の保有主体の推移<sup>15</sup>



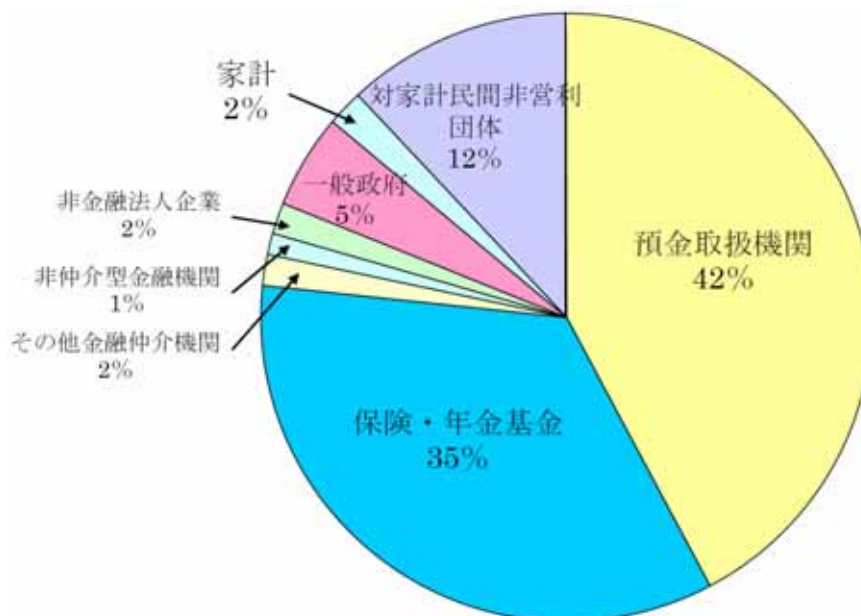
(注) 2006年は6月末の数値。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 出典：井瀧正彦、沼田優子、三宅裕樹著「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーター』2007年冬号P31

<sup>15</sup> 同上P32

表6 わが国地方債の保有主体<sup>16</sup>



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より野村資本市場研究所作成

## 第2節 ニューヨーク州における地方債制度の概要

ニューヨーク州と言えば世界的な大都市であるニューヨーク市<sup>17</sup>を思い浮かべる向きも多いだろうが、農業や酪農などの第1次産業を主要産業とするような小規模な地方自治体も数多く存在し、実は非常に多面性を持った州である。このようにバラエティーに富んだ地方自治体を抱える同州がどのように地方自治体を監督しているのか。本節では、地方債制度を中心にニューヨーク州と地方自治体の関係がどのようなになっているかを見ていきたい。

<sup>16</sup> 出典：井瀧正彦、沼田優子、三宅裕樹著「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2007年冬号P47

<sup>17</sup> 人口8,008,278人。ニューヨーク州全体の人口は18,976,457人である。(2000年国勢調査)

図1 ニューヨーク州の地図



## 1 ニューヨーク州政府の地方自治体に対する関与

ニューヨーク州憲法において、地方自治体には条例の制定、税・手数料の賦課徴収などが認められている。そのため州政府から過度の干渉を受けることなく、比較的広範な地方自治が認められているが、州憲法に反する条例は定めてはならないなど、当然ながら一定の制限はある。地方債については、州憲法において団体別階層別の地方債残高上限が規定されている。以下はニューヨーク州政府が地方債残高制限を通じて地方自治体の地方債管理に対してどのような関与を行っているのかを紹介していきたい。

## 2 地方自治体に対する地方債管理政策

### (1) 地方債残高上限額

ニューヨーク州が実施している地方債管理政策の中で最も象徴的であるのが、地方債残高上限の設定であろう。地方自治体は、この上限を超えて地方債の発行を行うことができない。地方債残高上限額は、各自治体の固定資産税評価額総額の過去5年平均に州憲法で定められている自治体ごとの割合(表7参照)を掛けて算出する。なお、地方債残高には1年未満に償還する一時借入金以外のすべての債務がカウントされるが、上下水道や特定の収益事業に係る起債については料

金収入等があり自治体財政に対する影響度が低いと考えられるため、地方債残高から除外される。

**表7 ニューヨーク州憲法が定める地方債上限額<sup>18</sup>**

(算式)

$$\text{固定資産税評価額総額の過去5年平均} \times \text{地方債上限割合} = \text{地方債残高上限額}$$

自治体の種類	地方債上限割合
カウntyー (ナッソーを除く)	7%
ナッソー カウntyー	10%
人口12万5千人以上の市(City) (学校区を合算する)	9%
ニューヨーク市 (学校区を合算する)	10%
人口12万5千人未満の市 (学校区は合算しない)	7%
町(Town)	7%
村(Village)	7%
学校区 (人口12万5千人未満の市が区域内にある場合)	5%
学校区 (人口12万5千人未満の市が区域内にない場合)	10%

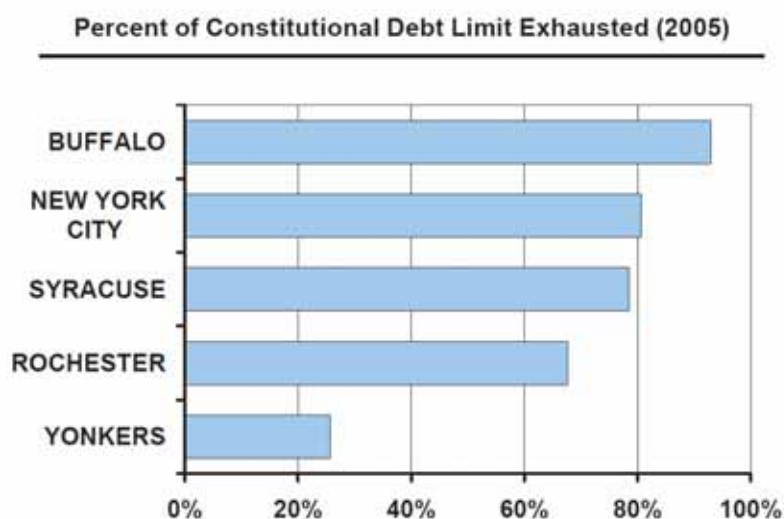
当然のことながら、地方自治体は地方債残高上限額を超える地方債発行を行うことはできない。そのため、地方債残高が上限額に接近してくると、地方自治体は地方債を活用した公共投資を実施していくのが困難となる。カウntyー、町、村などでは、地方債残高上限額まで比較的余裕のある水準で安定推移しているが、人口12万5,000人以上であるニューヨーク市、バッファロー市、ロチェスター市、ヨンカース市、シラキース市の5大都市<sup>19</sup>では、地方債残高を上限内に収めるのに苦労している<sup>20</sup>。(表8参照)

<sup>18</sup> Office of the New York State Comptroller 「Layers of Debt: Trends and Implications for New York's Local Governments」 2007年, P13の表を基に自治体国際協会が作成。

<sup>19</sup> ニューヨーク州で人口12万5,000人以上の市は、この5大都市のみである。各々の人口は次のとおり。ニューヨーク市 8,008,278人(再掲)、バッファロー市 292,648人、ロチェスター市 219,773人、ヨンカース市 196,086人、シラキース市 147,306人。(2000年国勢調査)

<sup>20</sup> 5大都市のうちヨンカース市は表8のとおり起債上限まで余裕があり、例外と言われている。

表8 ニューヨーク州5大都市の憲法上限到達率（2005年）<sup>21</sup>



これは、学区の取扱いが人口12万5,000人以上の5大都市とそれ以外の地域で異なることが大きな要因の1つである。5大都市において教育機能は市行政の一部と位置づけられており、学校制度の方針を立てる教育委員会が設けられてはいるが、同委員会には課税権や債務負担の権限が認められておらず、学校の予算は自治体の通常予算により充当されている。そのため5大都市では、学区の地方債も市の地方債残高に算入することとなっている。反対に5大都市以外の地域の学区は、課税権や借入権限を有する独立した行政機関とされているので、自治体の地方債残高に学区分を含めることなく、学区のみで地方債残高上限額が設定されている<sup>22</sup>。学区は、校舎の新改築や学校設備の購入、更新等を継続的に実施していく必要があることから、5大都市の地方債残高上限枠を圧迫する要因となっている。

州憲法において、厳しい地方債残高上限額制限をされている大規模な市は、この上限額を回避するために「裏口借入（Backdoor Borrowing）」とも呼ばれている仕組みを利用している。これは、地方債残高上限制限を受けている地方自治体の代わりに、公共企業体<sup>23</sup>を活用して公共投資等を行うものである。代表的な手法としては「買受け特約付き賃貸借契約」を利用するのが挙げられる。公共企業体が借入を行い建設した施設等に関して、地方自治体と公共企業体が買受け特約付き賃貸借契約を締結する。地方自治体はこの契約に基づき賃借料を支払うが、当該賃借料は

<sup>21</sup> 出典：Office of the New York State Comptroller 「Layers of Debt: Trends and Implications for New York's Local Governments」2007年、P13 <http://osc.state.ny.us/localgov/pubs/research/lgdebt.pdf>

<sup>22</sup> 5大都市以外の地域の学区は、学区住民の60%以上、州会計監査官、ニューヨーク州立大学理事会（州教育機関の統轄組織）の承認が得られれば、憲法上の上限額を超えて地方債を発行することが認められている。

<sup>23</sup> 具体的には、1972年に州政府が地方自治体の公共投資援助の目的で創設した州地方債資金公社（State Municipal Bond Bank Agency, MBBA）やニューヨーク市への支援として州政府が1997年に創設した暫定金融公社（Transitional Finance Authority, TFA）などが挙げられる。また、地方自治体自身が創設した公社等を裏口借入の手段として使う場合もある。産業開発公社（Industrial Development Agency, IDA）や社会福祉法人などを活用する場合が多い。



予算上リース料と位置づけられ、地方債ではないことから地方自治体の地方債残高には加算されない。リース期間終了後、当該施設等は地方自治体を買受けることとなり、当該施設は地方自治体が所有することとなる。結果として、自治体は地方債残高を増加させずに、公共投資等を実施することができる。このような手法は脱法的であると言えなくはないが、現時点ではこのような裏口借入行為を禁止する規定はなく（その意思もなく）、黙認状態で続けられている。

このような手法によるところもあり、現在ニューヨーク州における地方自治体で、憲法で定められた起債上限額を超過するような団体は存在しない。しかしながら、ニューヨーク市は州憲法上認められている起債残高を実質上大幅に超過していると指摘する報告書も出ている<sup>24</sup>。裏口借入の手法は、ニューヨーク市に限らず他の地方自治体でも、更に言えばニューヨーク州政府においても行われている。ニューヨーク州政府は一般財源保証債を発行する際に、住民投票を実施し、住民の承認を得ることが憲法上義務付けられているが、この手続を回避するために公社等を通じた借入れが日常的に行われている<sup>25</sup>。

裏口借入行為は、必要な公共投資を必要な時に憲法上の制限を気にすることなく、柔軟に対応できるメリットがある一方、過大な債務を抱える地方自治体が出てくるリスクも包含している。今後は、公共投資の柔軟性と財務の健全性のバランスをどのように図っていくかがニューヨーク州政府にとっての課題といえるであろう。

## （２）ニューヨーク州会計監査局による監視と支援

ニューヨーク州政府内において地方自治体に対する一般的監督権を持っているのが、公選職の会計監査官( State Comptroller )が率いる会計監査局( Office of the State Comptroller )である。会計監査官は州の最高財務責任者( Chief Fiscal Officer )とされており、州政府及び地方自治体に対する監査の実施、州政府予算の確認、州政府が行うすべての契約行為の確認と承認、州年金基金の管理が主要な業務と位置づけられている。

会計監査局は、地方自治体の起債に対する監視として前述した憲法上の起債残高上限額の確認、会計監査官の承認が必要とされる借換債などの発行に対する審査、自治体から提出を受け年次財務報告書の精査などを通じて、地方自治体の起債、財務状況に対して監視を行っている。

また、このような監視業務のみならず、自治体職員を対象とする財務研修の実施、先進事例や統計資料などについての報告書の提供、法律上の疑義や財務運営

<sup>24</sup> 自治体国際化協会「ニューヨーク州の公共企業体」2008年、P19によれば、2004年度末のニューヨーク市の憲法上の限度額は431億ドル（約4兆3千億円）であったが、実質的に市が資金調達した債務残高は522億ドル（約5兆2千億円）とされている。この522億ドルの内訳は、市が直接資金調達したものの339億ドル（約3兆3千億円）、暫定金融公社が調達したものの133億ドル（約1兆3千億円）、以下は売上税資産受領公社が25億ドル（約2千億円）、たばこ和解資産証券化公社が12億ドル（約1千億円）等となっている。

<sup>25</sup> 同上P14によれば、ニューヨーク州の債務残高448億ドル（約4兆4千億円）のうち、住民投票を経て発行された債務は37億ドル（約3千億円）に過ぎず、残り411億ドル（約4兆1千億円）は本来ならば有権者の承認を要する債務だったのではないかと指摘している。

上の照会に対する助言などを行っている。このような活動を通じて、地方自治体職員の能力向上や地方自治体の効率改善や行政改革への支援も重要な業務と考えられている。

また、同局内にはニューヨーク市政府の予算や財政状況を監督する専門のセクションが置かれている。これは1970年代にニューヨーク市が財政危機<sup>26</sup>を引き起こしたことが発端となっている。この危機は、ニューヨーク市債に連邦政府の債務保証を付けることによって収束したが、連邦政府は州政府にも一定の責任を求め、ニューヨーク市政府の財政状況に関する監視を継続することをその支援の条件とした<sup>27</sup>。この監視については、当初は債務保証する期間中（15年間）とされていたが、その後延長され、現在まで続いているものである。

### （3）その他の法定事項

ニューヨーク州政府がどの程度地方自治体の起債に関与、制限を行っているかの目安として、上記で述べた以外に州憲法、州法に規定されている事項について簡単に紹介する。

40年又は州が規定する耐用年数を超えるような償還期間を設定することはできない。

地方債が発行可能である事業や目的を法定している。

すべての起債には議会の決議が必要である。

地方債については、州や地方自治体の所得税を免税とする。

借換債、変動金利債、割引債を発行する際には、会計監査官の承認を得る必要がある。

引受業者選定に競争入札を実施しない場合や特定の投資家に直接地方債を販売する私募方式を採用する場合には、会計監査官の許可を得る必要がある。

地方債発行に係る住民投票実施の要件は、次の表9のとおり自治体の種類ごとに法定。しかしながら、この一覧表はあくまで原則である。住民投票の要否については多くの例外規定がおかれており、一律に定義するのは困難である。例えば、一覧表において住民投票を要しないとされている市であっても、自治体憲章や条例で実施規定があれば実施しなければならないし、住民投票を義務付けられている自治体であっても和解金や罰金の支払いなど義務的経費については免除されていたりするからである。一般的傾向としては、より住民に近い自治体（村、学区区など）ほど、住民投票を行うことが多いと言える。

<sup>26</sup> ニューヨーク市の財政危機については、財団法人自治体国際化協会「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 No.321（P39～P45）が詳しい。

<sup>27</sup> 1975年に創設された財政管理委員会（Financial Control Board）が、直接の監視業務を行い、州会計監査局は財政管理委員会をサポートすることとされている。

表9 ニューヨーク州の起債承認に係る住民投票の要否

自治体の種類	住民投票の義務
市(Cities)やカウnty(Counties)	なし
町(Towns)、村(Villages)	なし
学校区、消防区	あり

### 第3節 ルイジアナ州における地方債制度の概要

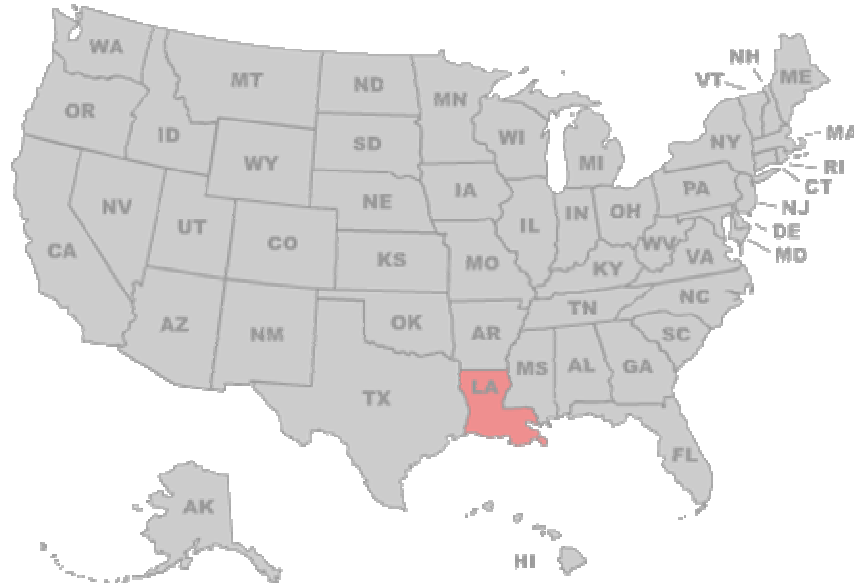
ルイジアナ州では、州政府機関であるルイジアナ州起債委員会(State Bond Commission)から許可を受けなければ、自治体は地方債を発行することができない<sup>28</sup>という起債許可制を取っている<sup>29</sup>。米国においては、ニューヨーク州のように自治体に対して地方債発行限度額を定めることにより、起債管理するケースが多く、ルイジアナ州のように許可制をとっているのは、同州のほか、ノースカロライナ州など少数派であるといえる<sup>30</sup>。本節では、この特徴的な地方債管理を行っているルイジアナ州の地方債制度の概要について紹介する。

<sup>28</sup> ルイジアナ州債も同委員会の許可を受けなければ発行することができない。

<sup>29</sup> なぜ同州で起債許可制が取られているかについて起債委員会事務局に尋ねたところ、同州は17世紀から18世紀にかけてフランス領であったため、フランスの中央集権型統治の影響が未だに残っているとのことであった。

<sup>30</sup> 財団法人自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT No.287 P27

図2 ルイジアナ州の位置（赤色部分）



## 1 ルイジアナ州起債委員会

### (1) 法的根拠

ルイジアナ州起債委員会は、1968年に地方自治体財政に対する管理強化とルイジアナ州債の発行に係る事務を司ることを目的として創設された組織である<sup>31</sup>。その後、1974年に同州憲法第7編第8節に「ルイジアナ州起債委員会の書面による事前の許可がない限り、州、その他の州機関及び州内のすべての地方自治体は、地方債を発行することやその他債務を負うことができない。」と規定されたため、同委員会は州憲法に根拠を持つ組織となった。

州法においては、起債委員会の組織や権限などについての一般規定が定められており、具体的には、同委員会の委員長が財務長官であること、委員の構成<sup>32</sup>、州やその他すべての地方自治体に対する起債許可権限などが規定されている。その州法に基づいて制定されている規則では、起債許可申請書（表9参照）の内容、申請書の提出期限などの事務手続に関する細目が定められている。

<sup>31</sup> これ以前には、ルイジアナ州起債税制委員会（State Bond and Tax Board）が地方自治体に対する起債許可業務を担っていた。起債税制委員会は、起債委員会の創設に伴い廃止された。

<sup>32</sup> 知事、副知事、上院議長、下院議長、財務長官、州務長官、司法長官、上院予算委員長、上院歳入委員長、下院歳入委員長、下院歳出委員長、上院議長が指名する議員（1名）、下院議長が指名する議員（1名）、行政管理長官の14名である。それぞれに代理者が法定されている。例えば、委員長である財務長官の代理は筆頭補佐官であり、上（下）院議長の代理は上（下）院議員が務めることとされている。

## ( 2 ) 起債許可申請手続

地方債の発行を希望する地方自治体は、定められた様式（表9参照）で起債許可申請書を作成し、毎月1回開催される委員会<sup>33</sup>の20日前（営業日換算。土日祝日を含まない。以下同じ。）までに起債委員会に提出しなければならない<sup>34</sup>。その後、起債委員会事務局によって起債許可申請書に不備がないか、必要な情報がすべて揃っているかの確認作業が行われ、地方自治体は10日前までに不備のない申請書の提出を完了させなければならない<sup>35</sup>。

正式な起債許可申請書を受領すると、起債委員会事務局は本格的な評価・分析作業に入る<sup>36</sup>。評価の基準は後に詳述するが、合法性と償還可能性に代表される実現可能性との2点を中心に行われる。その結果を資料としてまとめ、委員会開催日の5日前にその分析資料を基に事務局内部で予備会議を開催し、最終確認作業が行われる。この過程を無事に通過した申請のみが、ようやく起債委員会の議案として認められる。起債委員会では個々の申請を事務局が説明し、委員と質疑応答する形で審議が進められる。審議後、起債委員会は各議案に対し、次の3通りの結論を決定する。起債許可、起債不許可、継続審議である。

## ( 3 ) 起債許可の判断基準

起債委員会は、次の2点を起債許可する際の判断基準としている。

### 合法性

州憲法、州法など州政府に係るもの<sup>37</sup>のみではなく、連邦所得税に係る規定や発行体の憲章など関係するすべての法規を含めて、その起債手続や起債条件が適法に行われているかを確認する<sup>38</sup>。

### 実現可能性（Feasibility）

おもに償還確実性の審査を指すが、起債の発行条件の確認も行われる。償還確実性の判断は、自治体の財政状況を基に判断されるが、将来の債務償還確実性を客観的に判断するような統一的な指数を委員会が定めているわけではない。発行条件の確認については、表10の起債許可申請書を見て分かるとおり、利率、償還期間、外部専門機関名やその手数料に至るまで発行に係るすべての情報を報告することになるため、それらすべてが審査対象となる。例えば、変動金利の場合の金利変動リスクが高すぎるのではないか、外部専門機関に支払う手数料が不当に高いのではないか、起債目的どおりの事業効果が達成できないのではないか、といったさまざまな観点からの指摘が考えられる。

<sup>33</sup> 毎月第三木曜日に開催されることになっている。また、委員長（財務長官）は必要があればいつでも特別の委員会を開催することができる。

<sup>34</sup> 財務諸表や目論見書、その他必要と思われるすべての資料を起債許可申請書と併せて提出する。

<sup>35</sup> これらの提出はすべて電子的に行われている。

<sup>36</sup> 事務局は、管理職員2名、アナリスト5名、事務職員3名、インターン1名で構成されている。事務局によると、起債許可申請は毎月およそ75～100件提出されるので、特に委員会開催間際は激務とのことである。

<sup>37</sup> ルイジアナ州は起債許可制度を取っているが、同時に他州で行われているような資産税の課税評価額による起債上限額の設定、議会や住民投票の義務付けなどの起債管理規定を州憲法や州法に持っている。

<sup>38</sup> 発行体は起債許可申請書を起債委員会に提出するまでに法律顧問（Bond Counsel、第2章で詳述）による合法性の確認を受けているので、それを再点検する意味合いがあると思われる。

の合法性については、裁量が入る余地がほぼ無いので、基準としては明確であるが、 の実現可能性については、客観的な指数等がないことから裁量が入る余地が大きいと言える。

#### (4) まとめ

起債委員会事務局によれば、議案の約 95%は起債許可とされているとのことであった。しかしながら、この高い許可率は起債委員会に議案として正式に提出されたものに対する許可率であり、すべての申請件数に対する許可率ではない。既述したように、起債委員会の議案となるまでには事務局による審査を通過する必要があるため、不許可とされる可能性がある起債申請については、事務局審査の段階で地方自治体と事前調整が行われている。この調整によって、一部に修正が加えられたり、またはどうしても調整が不可能ということであれば申請取り下げということもあり得る。こうした事前調整の結果が、この高い許可率に表れていると言えそうである。また、判断基準で述べたが、実現可能性についてはその判断に裁量が入る余地が大きいため、ルイジアナ州政府の起債許可権限はかなり強力であるといえる。

また、同事務局は起債許可制を取り入れている利点として、厳密な審査を受けなければならないため地方自治体の財政改善意欲が高まること、起債許可プロセスを通じて情報が開示されるのでマーケットからの信用獲得に役立っていることなどを挙げていた。

反対に同制度の問題点として、起債委員会が月に 1 回しか開催されないため、機動的な資金運営を行いたい地方自治体の活動を阻害している、同委員会の委員が 1 名（行政管理長官。知事からの任命職。）を除いて公選職であることから、起債許可が政治的な思惑によって判断されることがあるといった声があった<sup>39</sup>。

---

<sup>39</sup> 問題点についてはルイジアナ州の法律顧問からの聞き取りによる。

表 10 ルイジアナ州の起債許可申請書（本表）

**Louisiana State Bond Commission**  
**Application Form**

Is the application fee inclosed with this application (Yes/No) \_\_\_\_\_ Amount \_\_\_\_\_

Is request for \_\_\_\_\_ preliminary \_\_\_\_\_ final approval

General information

1. Name of Issuer: \_\_\_\_\_

2. Counsel to Issuer  
 Contact \_\_\_\_\_ Phone \_\_\_\_\_ Fax \_\_\_\_\_

3. Bond Counsel  
 Contact \_\_\_\_\_ Phone \_\_\_\_\_ Fax \_\_\_\_\_  
 E-mail address \_\_\_\_\_

4. Financing Beneficiary  
 Address \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

A. Type of Entity  
 Proprietorship \_\_\_\_\_ Partnership \_\_\_\_\_ LLP \_\_\_\_\_  
 Publicly held Corp \_\_\_\_\_ Closely held Corp \_\_\_\_\_ LLC \_\_\_\_\_  
 Non-profit Corp \_\_\_\_\_ Governmental Unit \_\_\_\_\_ Other \_\_\_\_\_

B. State of Organization \_\_\_\_\_

C. Principals of Beneficiary  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

Contact \_\_\_\_\_ Phone \_\_\_\_\_ Fax \_\_\_\_\_

5. Mark one of the following categories

A. Type of sale	B. Tax status	C. Security Type
Negotiated _____	Taxable _____	Revenue _____
Competitive _____	Tax Exempt _____	General Obligation _____
Private Placement _____	Subject to AMT _____	

D. Financing Type  
 Refunding \_\_\_\_\_  
 New money \_\_\_\_\_

E. Interest Rate  
 Fixed \_\_\_\_\_  
 Variable \_\_\_\_\_

6. Purpose(s) of bonds being issued

A. \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

B. \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

C. \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_

D. \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_





17. Employment impact information:			
a. Temporary construction position:	#	_____	\$ _____
b. New permanent job /annual payroll:	#	_____	\$ _____
c. Present jobs retained or transferred /annual payroll:	#	_____	\$ _____
d. Total jobs/annual payroll (Total of 16b+16c)	#	<u>0</u>	\$ <u>0</u>

18. If this application involves funding of a construction project, please complete the following information for all contractors, engineers, architects and other professionals involved in or retained for the project: SEE ATTACHMENT "B" HERETO

19. Please complete the financial information requested on Attachment "C." SEE ATTACHMENT "C" HERETO

20. Please complete the following information:

Source of Funds

Bond proceeds	_____
Other sources	_____
_____	_____
_____	_____
Total source of funds	<u>0</u>

Use of Funds

Bond issuance costs	_____
Other costs associated with bond issue	_____
Other uses	_____
_____	_____
_____	_____
Total use of funds	<u>0</u>

21. Please identify all continuing expenses that are not to be paid from bond proceeds:

Description of Expense	Payable to	Terms	Amount
_____	_____	_____	_____
_____	_____	_____	_____
_____	_____	_____	_____
_____	_____	_____	_____
_____	_____	_____	_____
_____	_____	_____	_____

**添付資料A（借換債の場合に必要）**

**Louisiana State Bond Commission**  
**Information Regarding Bond Issues to be Refunded**  
**Attachment "A"**

(Line 15 of Application)

1. Name	_____
A. Date of issue	_____
B. Amount of issue	_____
C. Current balance of issue	_____
D. Interest rate	_____
E. Maturity date	_____
F. Underwriters	_____
G. Underwriters discount	_____
H. Bond Counsel	_____
I. Bond Counsel fee	_____
2. Name	_____
A. Date of issue	_____
B. Amount of issue	_____
C. Current balance of issue	_____
D. Interest rate	_____
E. Maturity date	_____
F. Underwriters	_____
G. Underwriters discount	_____
H. Bond Counsel	_____
I. Bond Counsel fee	_____
3. Name	_____
A. Date of issue	_____
B. Amount of issue	_____
C. Current balance of issue	_____
D. Interest rate	_____
E. Maturity date	_____
F. Underwriters	_____
G. Underwriters discount	_____
H. Bond Counsel	_____
I. Bond Counsel fee	_____
4. Name	_____
A. Date of issue	_____
B. Amount of issue	_____
C. Current balance of issue	_____
D. Interest rate	_____
E. Maturity date	_____
F. Underwriters	_____
G. Underwriters discount	_____
H. Bond Counsel	_____
I. Bond Counsel fee	_____

5. Name \_\_\_\_\_

A.	Date of issue	_____
B.	Amount of issue	_____
C.	Current balance of issue	_____
D.	Interest rate	_____
E.	Maturity date	_____
F.	Underwriters	_____
G.	Underwriters discount	_____
H.	Bond Counsel	_____
I.	Bond Counsel fee	_____

6. Name \_\_\_\_\_

A.	Date of issue	_____
B.	Amount of issue	_____
C.	Current balance of issue	_____
D.	Interest rate	_____
E.	Maturity date	_____
F.	Underwriters	_____
G.	Underwriters discount	_____
H.	Bond Counsel	_____
I.	Bond Counsel fee	_____

7. Name \_\_\_\_\_

A.	Date of issue	_____
B.	Amount of issue	_____
C.	Current balance of issue	_____
D.	Interest rate	_____
E.	Maturity date	_____
F.	Underwriters	_____
G.	Underwriters discount	_____
H.	Bond Counsel	_____
I.	Bond Counsel fee	<u>50,000</u>

**添付資料 B (建設事業債の場合に必要)**

<b>Louisiana State Bond Commission</b>			
<b>Applications Involving the Funding of Construction Projects</b>			
<b>Attachment "B"</b>			
(Line 18 of Application)			
<u>Contractor(s)</u>			
1.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
2.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
<u>Engineer(s)</u>			
1.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
2.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
<u>Architect(s)</u>			
1.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
2.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
<u>Other</u>			
1.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
2.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		
3.	Name _____	Contact _____	
	Address _____	Phone _____	
	_____	Fax _____	
	_____		

**添付資料C (すべての起債に必要)**

Louisiana State Bond Commission Financial Information-Debt Issuance Costs Attachment "C" (Line 19 of application)		To be Completed by the SBC						
		SBC Application # _____			SBC Approval Date _____			
		TO BE COMPLETED WITH THE APPLICATION			TO BE COMPLETED WITH THE POST CLOSING REPORTING FORM			
		1	2	3 (1 + 2)	4	5	6 (3 - 4 - 5)	7 (6 / 3)
Firm / Vendor Name	Estimated Costs		Actual Costs		(Over)	(Over)		
	Fees	Expenses	Total Costs	Fees	Expenses	Under Variance	Under % Var	
<b>A. Legal fees</b>								
1 Issuer counsel			0			0	0.0%	
2 Bond counsel			0			0	0.0%	
3 Underwriter counsel			0			0	0.0%	
4 Underwriter co-counsel			0			0	0.0%	
5 Preparation of Blue Sky Memo			0			0	0.0%	
6 Preparation of Official Statements			0			0	0.0%	
7 Tax counsel			0			0	0.0%	
8 Trustee counsel			0			0	0.0%	
9 Escrow trustee counsel			0			0	0.0%	
10 Other (Description)			0			0	0.0%	
			0			0	0.0%	
			0			0	0.0%	
<b>Total Legal Fees</b>	0	0	0	0	0	0	0.0%	
<b>B. Underwriting costs</b>								
1 Sales commission			0			0	0.0%	
2 Management fees			0			0	0.0%	
3 MSRP / CUSIP / PSA			0			0	0.0%	
4 Day loan			0			0	0.0%	
5 Placement fee			0			0	0.0%	
6 Other (Description)			0			0	0.0%	
			0			0	0.0%	
			0			0	0.0%	
<b>Total Underwriting Costs</b>	0	0	0	0	0	0	0.0%	
<b>C. Credit enhancement</b>								
1 Bond insurance			0			0	0.0%	
2 Letter of credit			0			0	0.0%	
3 Surety			0			0	0.0%	
4 Other (Description)			0			0	0.0%	
			0			0	0.0%	
<b>Total Credit Enhancement</b>	0	0	0	0	0	0	0.0%	
<b>D. Other cost of issuance</b>								
1 Publishing / advertising			0			0	0.0%	
2 Rating agencies			0			0	0.0%	
3 Insurance			0			0	0.0%	
4 Bond commission fees			0			0	0.0%	
5 Issuer financing fees			0			0	0.0%	
6 Financial advisor fees			0			0	0.0%	
7 Trustee fees			0			0	0.0%	
8 Escrow trustee fees			0			0	0.0%	
9 Feasibility consultants			0			0	0.0%	
10 Other consultants			0			0	0.0%	
11 Accounting fees			0			0	0.0%	
12 Account verification fees			0			0	0.0%	
13 Escrow verification fees			0			0	0.0%	
14 Cash flow verification fees			0			0	0.0%	
15 Other (Description)			0			0	0.0%	
			0			0	0.0%	
<b>Total other cost of issuance</b>	0	0	0	0	0	0	0.0%	
<b>Total Debt Issuance Costs</b>	0	0	0	0	0	0	0.0%	



## 第2章 米国における地方債の制度的特色

米国において地方債は高い市場性を持ち合わせており、個人投資家からも高い人気を得ていることはすでに前章で述べた。この点では、公的資金が存在し、個人投資家からの投資もごくわずかで、地方債に高い市場性があるとは言えない我が国とは大きく様相が異なっている。しかしながら日本においても、2006年度の協議制度移行後、公的資金の縮減・重点化が図られていることから、地方債の市場化をより一層進めていくことが強く求められている。そこで本章では、米国において地方債の市場性を担保している「舞台装置」とも呼べるもので、まだ日本では馴染みのない仕組みであると思われるファイナンシャルアドバイザー等の外部機関の活用、「格付」による地方債分類システム、「免税」による投資家拡大策について紹介する。

### 第1節 ファイナンシャルアドバイザーや法律顧問などの外部機関の活用

市場化が進んだ米国の地方債市場では、高度な専門知識を持ち合わせない地方自治体職員のみで地方債発行の計画から販売まで行うのは事実上不可能である。そこで必要とされるのは専門知識を持った外部機関である。本節では、わが国においてまだ馴染みのないポジションであるファイナンシャルアドバイザーと法律顧問の業務内容について紹介し、地方債の発行においてどのような機能を持っているのか述べていきたい。

#### 1 外部機関活用の背景

地方債の発行には様々な外部機関が関与している。例えば、地方債債券を最初に引き受ける引受業者や投資を行う銀行等の機関投資家などいろいろな専門技術を持った業者や専門家が地方債市場に参入している。そのなかでも、日本と比較して米国特有又は特に発達していると考えられるのが、「ファイナンシャルアドバイザー( Financial Advisor )」、「地方債法律顧問( Bond Counsel )」、「格付け会社」、「地方債保証会社」である。そのなかで、本節ではファイナンシャルアドバイザーと地方債法律顧問について紹介する。格付け会社と地方債保証会社については2節で紹介する。

古くから地方債市場が発展しており、近年では地方債に係る規制の強化や金融技術の発展による投資商品の高度化が進んでいる米国では、地方債を発行する際には相当高度な専門知識が要求されている。このような状況にあっては、もはや行政内部の職員のみによる対応は難しく、自治体財政や債券市場について専門的な知識を持つファイナンシャルアドバイザーや米国証券取引委員会(SEC)、内国歳入庁(IRS)の規則、さらには州法や自治体憲章、条例など地方債に関する多岐にわたる法制及び判例に精通した法律顧問が必要とされるのである。

外部機関活用の背景について、実務者の立場からニューヨーク州ライ市の財務

局に聞き取りを行った<sup>40</sup>ところ、以下の意見を述べていた。ファイナンシャルアドバイザーや地方債法律顧問のサービスは法律上義務付けられているわけではなく、サービスに係る費用も地方自治体が負担しなければならない。しかしながら、それよりも大きなメリットが2つある。1つは有利な条件での地方債発行を実現すること、もう1つは地方債市場の動向調査や合法性の確認など困難性が高い業務を外部に委託することによって、高度な専門知識を持った職員を行政内部で抱えておく必要がなくなることである。この2つのメリットは結果として自治体の経費削減につながっている。このような考えからライ市では起債を行う際には、これらの専門家を必ず活用しているとのことである。

## 2 ファイナンシャルアドバイザー

### (1) 業務内容

名前のとおり、財務面、金融面での専門的知識を活かして発行団体である地方自治体に対して必要な助言・分析業務を行っている。基本的に地方自治体は起債の必要性が生じた際に助言・分析を求めるが、ファイナンシャルアドバイザーは依頼元の地方自治体にとって最適な資金調達は何か、という観点で助言・分析を行うため、最終的に必ずしも償還期間が1年を超える地方債の発行に繋がるというわけではない。財政状況や市場環境によっては増税や事業中止・延期などの選択肢を提示することもあり得る<sup>41</sup>。

地方債による資金調達が決定すれば、ファイナンシャルアドバイザーは自らの専門知識を活かした助言を行い、償還財源や満期償還期間など地方債の発行条件を発行団体である地方自治体と具体的に確定していくこととなる。また、引受業者<sup>42</sup>の選定作業や格付け機関からの格付け取得、地方債保証会社からの保証契約の締結の支援も行う。地方債の起債から販売に至るまで、発行団体をほぼ全面的に支えている<sup>43</sup>存在と言える。

ニューヨーク州ナッソーカウンティ<sup>44</sup>のファイナンシャルアドバイザーより入手した会社案内書の業務内容は下記のとおり書かれており、おおむね前述の内容と一致している。

### ファイナンシャルアドバイザー業者の会社案内書（抜粋）

サービス概要：

#### 1. 債券組成

<sup>40</sup> 聞き取りは、2008年3月に実施した。

<sup>41</sup> 沼田優子、三宅裕樹著「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 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年春号P53,54

<sup>42</sup> 地方自治体が発行する地方債を買い取り、上乘せした価格で投資家に転売する業者。銀行、証券会社などが当該業務を行っている。

<sup>43</sup> 沼田優子、三宅裕樹著「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 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年春号P53,54

<sup>44</sup> ニューヨーク市の東部に位置する人口1,334,544人（2000年国勢調査）のカウンティ。



- ・担当職員、関係の外部専門家と法律的制約を踏まえて、あらゆる債券構造の可能性について議論
  - ・各債券構造の元利償還額推計や年間予算影響額などを含む定量的分析の提供
  - ・各債券構造のメリット・デメリットに関する助言、費用便益分析の提供
2. 事前販売活動
- ・策定された資金調達計画に基づき、利害関係者（職員、法律顧問、引受業者、その他関係者）と販売活動の調整
  - ・合法性があり、投資家に広く受け入れられる目論見書作成の助言
  - ・格付け会社、地方債保証会社に対する説明への支援
  - ・要望に応じて、支払代理人、地方債保険や Letter of Credit（信用状）に係る入札
3. 販売及び販売後
- ・市場環境を見極めて発行タイミングを助言
  - ・競争入札方式の場合は、入札の実施、支援
  - ・主幹事方式の場合は、独立的な見地からの価格評価、分析
  - ・利払い額の計算や元利償還スケジュールについての検証情報を提供
  - ・その他販売後の処理事務

以上のように常に地方自治体と協働するファイナンシャルアドバイザーと、引受業者との役割の違いについて、ニューヨーク州会計監査局地方自治体担当課職員は次のように述べていた<sup>45</sup>。「ファイナンシャルアドバイザーは契約に基づき、地方債発行に関して地方自治体のために働くことになる。しかしながら、引受業者は主幹事方式<sup>46</sup>、競争入札方式に関係なく、最終的には地方債の転売先である投資家のために働いているということを忘れてはならない」。

つまり、引受業者は投資家に地方債を売り捌く（転売する）のが第一の目的であるため、もともと地方自治体の利益とは相反することとなる。引受業者にとっては、投資家に地方債を買ってもらうために、できる限り投資利回りを向上させたいと考える。しかし、投資利回りの向上とは、地方債の発行金利の上昇などを意味するので地方自治体にとっては資金調達コストの上昇という形で直接的に不利益を受けることとなってしまふ。前出のニューヨーク州会計監査局職員の指摘は、こうした前提を踏まえたとうえで、地方自治体は引受業者に対応しなくてはならないということを示している。

この指摘からも分かるとおり、ファイナンシャルアドバイザーは全面的に地方自治体をサポートしており、地方自治体が他の外部機関（引受業者や格付け会社等）と取引する際に大変心強い存在になっているといえるのである。

<sup>45</sup> 聞き取りは、2008年6月に実施した。

<sup>46</sup> プロポーザル（提案）を審査・評価して引受業者を選定する方法。主幹事方式の場合は、引受業者も発行体と共に地方債の具体的な発行条件を決定していく。そのため、この段階ではファイナンシャルアドバイザーと役割が重なる部分があるとされている。それに対して、競争入札方式の場合は発行体とファイナンシャルアドバイザーが、入札によって決定される発行価格以外の発行条件について、事前に決定している場合がほとんどであるので、引受業者がアドバイザー的立場に立つことはない。

## (2) 発行体へのメリット

発行体がファイナンシャルアドバイザーを採用するメリットをまとめると以下のようなになる。

- ・ファイナンシャルアドバイザーの高度な金融専門知識を活用することによって、市場環境に適応した債券の組成が可能となり、より有利な条件で起債することが可能となる。
- ・ファイナンシャルアドバイザーが発行団体の代わりに格付会社や地方債保証会社へ説明を行うことによって（又は支援することによって）、高い格付と保証の獲得が実現し、発行団体の金利負担を減少させることが可能となる。

特に地方債の発行経験が少ない地方自治体にとって、ファイナンシャルアドバイザーが有している経験や専門知識の価値は高いとされている<sup>47</sup>。

## (3) 米国独立系ファイナンシャルアドバイザー協会 (NAIPFA)

ファイナンシャルアドバイザーのメリットについては今まで述べてきたとおりであるが、ファイナンシャルアドバイザー業の発展にとって障害となり得る課題が無いわけではない。主な課題としては下記の2点が挙げられるであろう。

### ファイナンシャルアドバイザーの質の維持・向上

質の悪いファイナンシャルアドバイザーがいた場合にその悪評が広まり、業界全体に対する信頼感が低下する懸念がある。

### ファイナンシャルアドバイザーが引受業務を行う場合の利益相反

先ほど少し触れたがファイナンシャルアドバイザーと引受業者は業務が重なる部分もあるが、顧客が発行団体と投資家という正反対方向で存在しているため、この2つの業務を兼ねてしまうと利益相反の問題が生じてしまう。特に同一案件でファイナンシャルアドバイザーと引受業者を兼ねる場合には、明らかな利益相反行為と見なされるため、地方債基準作成委員会<sup>48</sup> (Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB) が規制を設けている。そこでは、ファイナンシャルアドバイザーが引受業務も兼ねようとする場合、主幹事方式の場合には、ファイナンシャルアドバイザーとして当該案件について発行団体に関与することを止めた上で地方債を引き受けること、そして、それを事前に文書の形で発行団体に知らせなければならない。競争入札方式の場合には、入札に参加する旨を事前に書面で発行団体へ通知しなければならないと規定されている<sup>49</sup>。

この2点の課題を解消する1つの動きとして、米国独立系ファイナンシャルアドバイザー協会 (National Association of Independent Public Finance Advisors,

<sup>47</sup> 沼田優子、三宅裕樹著「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 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年春号P54

<sup>48</sup> 米国証券取引委員会 (SEC) の監督下にある市場関係者による自主規制機関。

<sup>49</sup> 沼田優子、三宅裕樹著「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 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年春号P54

NAIPFA)という全国組織を紹介したい。NAIPFAは、引受業務を行っていないファイナンシャルアドバイザー専業者<sup>50</sup>のみを会員とし、利益相反問題を解消し、また、会員業者とその職員に対して行動規範(下記参照)を遵守させ、年次総会などを利用して会員に対する教育機会を確保することなどによって、ファイナンシャルアドバイザーの質を維持・向上を図っている団体である。また同じく、ファイナンシャルアドバイザーの質の維持・向上という観点で、Certified Independent Public Finance Advisor(以後CIPFAとする。)という独自の認定制度を持っており、認定試験やその他要件に合格した者のみがNAIPFAのお墨付きファイナンシャルアドバイザーとして認定され、CIPFAとしてホームページ<sup>51</sup>に掲載されている。CIPFAは、一度認定試験に合格したとしても、その後継続的に研修会等に参加し、知識の維持に努めなければ、CIPFAとしての地位を失うという厳しいものである。

NAIPFAのホームページによれば、会員業者は26州58社<sup>52</sup>、CIPFAは107名となっている。米国の独立系ファイナンシャルアドバイザー業者の正確な数は把握していないが、印象としてはまだ全米規模で認知されているとまでは言えないようである。しかしながら、NAIPFAは1989年に設立された比較的新しい団体であり、米国では行政分野における職能団体の活動が活発である<sup>53</sup>ので、NAIPFAも行動規範の周知徹底や充実した研修等を着実に実施することにより、独立系ファイナンシャルアドバイザー職の専門性の確立に務めれば、今後大きく発展していく可能性も秘めていると言えるのではないだろうか<sup>54</sup>。

NAIPFAの役員を務めているファイナンシャルアドバイザーに聞き取りを行った<sup>55</sup>ところ、NAIPFAは設立以来順調に会員数を増やしているとのことだった。ファイナンシャルアドバイザーのライバルとも言える引受業者の規模は巨大であり、政治力も非常に強いのでNAIPFAもそれに対抗するために少しでも規模を拡大していきたいと考えているとのことであった。

## NAIPFAの行動規範<sup>56</sup>

### A 能力 - アドバイザーは

- ・顧客に対して必要十分な説明を行わなければならない。
- ・持っている知識と技術をすべて投入し、徹底的に事前準備を行わなければならない

<sup>50</sup> 引受業務から独立している(Independent)という意味で、独立系と呼ばれている。

<sup>51</sup> <http://www.naipfa.com/cipfa.htm>

<sup>52</sup> <http://www.naipfa.com/firm-list.htm>

<sup>53</sup> 財団法人自治体国際化協会「米国の地方自治体における組織体制と人事制度」CLAIR REPORT No.293, 2006年, P106

<sup>54</sup> 職能団体として大きく発展した例としては、9,000人を超えるシティ・マネージャー、CAO(Chief Administrative Officer(首席行政官))等が加入するICMAが挙げられる。詳しくは、財団法人自治体国際化協会「米国におけるシティ・マネージャーの役割」CLAIR REPORT No.326, 2008年, P16~P26参照。

<sup>55</sup> 聞き取りは、2009年3月に実施した。

<sup>56</sup> 原文は<http://www.naipfa.com/standards.htm>で参照できる。

い。

- ・自分の能力を超えて顧客の代理をしてはならない。ただし、必要十分な能力を持つアドバイザーと協働している場合は除く。
- ・継続的な専門教育を通じて、最高水準の職能の維持に努め、CIPFAの地位向上を追求しなければならない。

B 行動領域 - アドバイザーは

- ・法律、規則又は本規範で認められる妥当で利用可能な方法を用いて、顧客の要望の達成を追求しなければならない。
- ・違法行為や規則違反を行う意図のある顧客に対して、その意図を知らながら協力することをしてはならない。

C 勤勉 - アドバイザーは

- ・誠実かつ迅速に行動しなければならない。
- ・顧客の利益のために献身的に行動しなければならない。
- ・契約等が解除された場合を除き、受託した業務については顧客のために最後まで完遂しなければならない。

D コミュニケーション - アドバイザーは

- ・重要事実に虚偽又は隠蔽がある目論見書の発行を、その事実を知らながら署名、認証してはならない。
- ・顧客が十分な情報に基づき判断が下せるように、必要な説明を行わなければならない。
- ・顧客と継続的にコミュニケーションを取らなければならない。
- ・顧客から出される対応可能な情報提供依頼にはすべて応じなければならない。

E 守秘義務 - アドバイザーは

- ・顧客の情報について、誠実に取り扱う義務があること表明しなければならない。
- ・顧客の承諾がある場合を除き、業務を通じて知り得た情報を開示してはならない。

F 利益相反行為 - アドバイザーは

- ・顧客からの依頼が別の顧客にとって不都合となるような場合には、その依頼を受託してはならない。
- ・アドバイザー業務に悪影響を及ぼすような個人的な利益を求め、又は受け入れてはならない。

G 競争行為 - アドバイザーは

- ・ある資金調達案件関し、当該事業者（地方自治体）が他のファイナンシャルアド

バイザーとすでに契約を結んでいる場合、当該事業者を勧誘するような行為をしてはならない。ただし、当該事業者が助言を依頼してきた場合にはこの限りではない。

出典：NAIPFA のホームページより

#### (4) 委託料及び利用率

ファイナンシャルアドバイザーや地方債法律顧問等の外部機関に対する委託料と利用率については、イリノイ州政府財務職員協会<sup>57</sup> (Illinois Government Finance Officer Association、以後はIGFOAとする。)が、2007年にイリノイ州内の地方自治体を対象に実施した調査があるので、これを参考に紹介していきたい。

イリノイ州内におけるファイナンシャルアドバイザーに対する委託料は地方債発行価額の0.273%が平均となっている。仮に100億円の地方債を発行したとすると2,730万円となる計算である。また、ファイナンシャルアドバイザーの利用率は、競争入札方式による引受の場合で92%、主幹事方式による場合で45%となっている。主幹事方式の場合に利用率が低下しているのは、引受業者がファイナンシャルアドバイザーの役割を一定程度担っているためと考えられる。

### 3 地方債法律顧問の業務

#### (1) 業務内容

地方債法律顧問とは、地方債を専門とする弁護士で、地方自治体が地方債を発行する際には、ほぼ必ず利用するものである。主要な業務としては、地方債の内容や手続が合法であるか、その地方債が連邦所得税上免税なのか課税なのかなどを関係法令・規則及び判例を確認し、法的意見書を作成することである。原則としてすべての地方債には法的意見書が添付されているといわれている<sup>58</sup>。法的意見書とは、地方債法律顧問が投資家の法的利益を代表して、主要な法律問題に関してその見解を示すものであり、具体的には、その地方債が発行体の合法的で有効かつ拘束力のある債務で構成されていること、その地方債に係る利息が関係法令に基づいて所得税が免税とされていることなどについて法的見解を示している。

この他業務としては、地方債発行に係る法的手続きに関する助言、目論見書などの各種必要書類、条例案や決議案の作成・支援、その他起債に係る法的質問への対応などが挙げられる。

ルイジアナ州のある法律顧問は、法律顧問の業務をアメリカンフットボールのクォーターバック(QB)に例えていた<sup>59</sup>。決められた期間で合法的な手続を踏み、

<sup>57</sup> イリノイ州内の地方自治体が会員となっており、地方自治体の財政運営効率化を目的に研修や調査などを実施している。

<sup>58</sup> The Bond Market Association 「The Fundamentals of Municipal Bonds (Fifth Edition)」2001年、P10

<sup>59</sup> 2009年1月に聞き取りを実施した。

地方債発行まで到達するためには、必要な書類を作成し、地方自治体に対して助言を行い、適切に進行管理を行っていく必要がある。これはさながらアメリカンフットボールで攻撃を組み立てるクォーターバックのようなものと語っていた。

また、実際の法律顧問業務では、地方債に関する関係法令が多岐にわたっており、1人の弁護士では対応しきれないため、法律事務所内でチームを組んでお互いにチェックをかけながら業務に取り組んでいるとのことである。

## (2) 発行体へのメリット

地方債に関係する法令は非常に多く、多岐にわたっている。例を挙げれば、発行団体である地方自治体自身の憲章や条例では、起債上限額が決まっていたり、住民投票の要否などが定められていたりする場合がある。州レベルでは、州憲法もしくは州法において、起債上限額、起債充当可能事業、償還期限、起債許可協議の要否や州所得税の免税基準などが定められている場合がある。連邦レベルでは、連邦所得税法や内国歳入法などで連邦所得税の免税基準が定められていたり、米国証券取引委員会（SEC）や地方債基準作成委員会（MSRB）が定める情報開示などに関する規則を定めていたりなどである。また、英米法は判例主義のため、過去の判例も法律や規則以上に重要な存在である。

このように複雑な法体系になっているため、地方自治体のみで合法性の判断を下すのは困難である。それゆえ発行団体から一定程度独立した立場<sup>60</sup>の地方債法律顧問による法的意見書がなければ合法性への懸念が生じ、投資商品として地方債は流通できなくなるであろう。

以上のことから地方自治体が地方債法律顧問を利用するメリットは2つあるといえる。1つは起債手続において、法令上の瑕疵を回避できること。もう1つは、合法性を担保する法的意見書によって、投資商品としての要件を満たすことができることである。

前出のルイジアナ州の法律顧問に対して、地方自治体が行政組織内部に抱える弁護士（法律家）では、地方債法律顧問の業務を行うことができないのか尋ねたところ、自治体の法律家が専門としている行政手続的な法律（ゾーニング規制など）では、地方債の合法性を判断することはできないと述べていた。なぜなら、既述したように、地方債に関係する法令は非常に多岐にわたっており、関係する判例も確認しなければならないので、地方債を専門とする法律顧問でなければ困難であること。また、自治体と雇用関係のある法律家の意見では、独立性の観点において市場から信任を得ることができないのではないかと述べていた。

## (3) 委託料及び利用率

前出の IGFOA によるイリノイ州での 2007 年調査によれば、イリノイ州内にお

<sup>60</sup> 地方債投資家の法的利益を代表して、法的意見書を作成することとされていることから、発行体から一定の独立性は認められる。しかしながら、発行体である地方自治体から委託料を受領しているため、その独立性について疑問視する意見もある。

ける地方債法律顧問に対する委託料は地方債発行価額の 0.357%が平均となっている。仮に 100 億円の地方債を発行したとすると 3,570 万円となる計算である。また、利用率についてはデータがないが、既述したとおり、地方債法律顧問による法的意見書は地方債の投資商品としての要件と考えられていることから限りなく 100%に近いと考えられる。

#### 4 その他の外部機関

地方自治体が地方債を発行する際に利用する外部機関は、既述したファイナンシャルアドバイザーや地方債法律顧問以外にも多く存在する。(表 11 参照) 格付会社、地方債保証会社(後に詳述。表 11 では「金融保証専門保険会社」と表記。) 引受業者、支払代理人<sup>61</sup>等事務代行業者や目論見書の印刷などを行う印刷業者などが挙げられる。

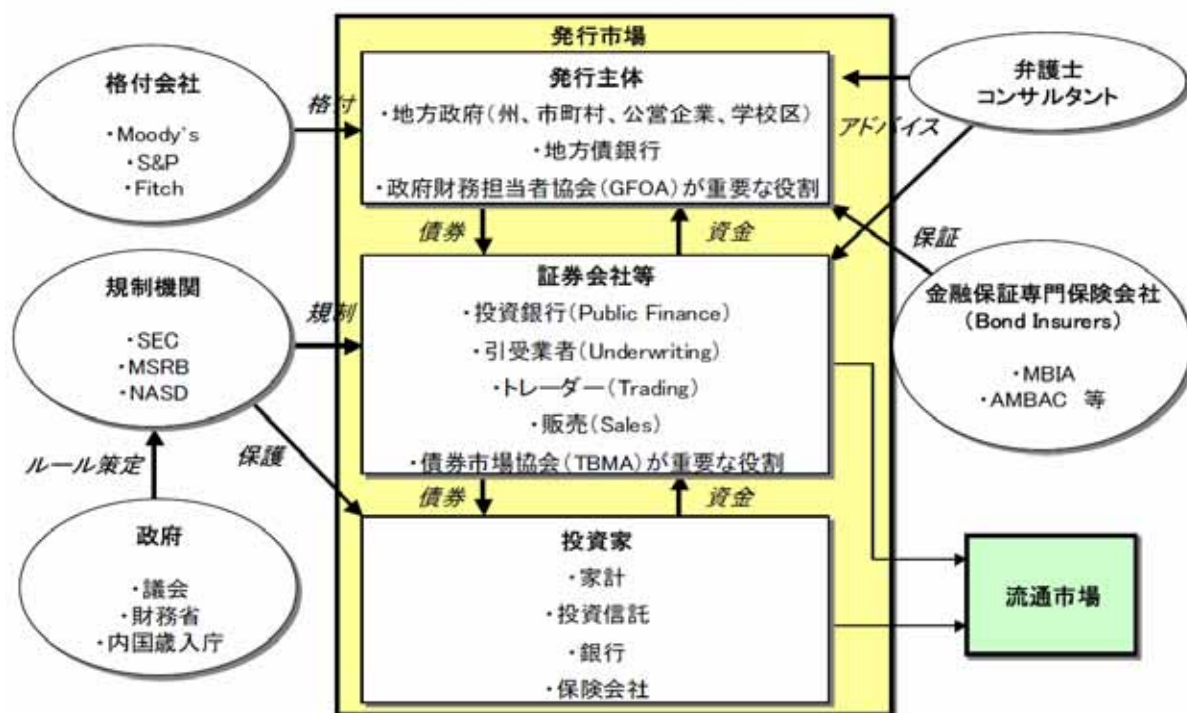
IGFOA の 2007 年調査によれば、イリノイ州内における専門的サービスを提供するすべての外部機関に係る委託料総額は地方債発行価額の 1.613%が平均となっている。仮に 100 億円の地方債を発行したとすると 1 億 6,130 万円となる計算である。

この外部機関の中にはファイナンシャルアドバイザー、地方債法律顧問や引受業者など今までに触れた地方債発行までに利用するすべての業者が含まれている。言い換えれば、地方債を発行する際には、その発行価額の 1.613%相当が外部機関活用のための委託費用として使われているということになる。

---

<sup>61</sup> 発行団体の代わりに元金や利息の支払いを地方債保有者に対して行う業者。

表 11 発行団体と外部機関との関係概念図<sup>62</sup>



## 第 2 節 格付による地方債分類システム

米国の地方自治体（学区などの特別区を含み、州を除く。）の数は、89,476 団体<sup>63</sup>であり、そのうち約 37,000 団体が地方債を発行している<sup>64</sup>といわれる。仮にこの 37,000 団体が毎年 1 回、償還期間 20 年の地方債を発行しているとすれば、市場には常時 74 万銘柄の地方債が存在することになる。ここまで大量の地方債が市場に存在するとなると、各投資家が 1 つ 1 つの地方債に関して詳細に分析・評価することは事実上不可能である。このような特性を持つ地方債市場にとって格付はもはや不可欠な存在である。なぜなら、格付は債務償還確実性という 1 つの物差しで地方債をわずか数種類に分類してしまうという非常に便利なシステムだからである。この分類システムが、米国の地方債の高い市場性に大きな貢献を果たしているのは間違いないところである。本節では、格付会社の成り立ちや格付の基準を紹介し、その格付を補強する役割のある地方債保証会社についても言及する。

<sup>62</sup> 出典：土居丈朗、林伴子、鈴木伸幸「地方債と地方財政規律 諸外国の教訓」内閣府経済社会総合研究所、2005 年、P31

<sup>63</sup> 2007 年米国統計局調査より。http://www.census.gov/govs/cog/GovOrgTab03ss.html

<sup>64</sup> 大崎貞和著「米国地方債市場における情報開示 - 電子開示システム「ディスクロージャー U S A」の稼働 -」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2004 年秋号 P2



## 1 格付会社

### ( 1 ) 格付会社と格付

地方債の発行団体である地方自治体が、ファイナンシャルアドバイザーや地方債法律顧問の力を借りて、地方債の発行条件を決定した後に、利用するのが格付会社である。

現在米国では3社の有力格付会社が存在する。地方債の格付においてはMoody's Investors Service社(以後はムーディーズ社とする。)の歴史が一番古く、1909年から地方債の格付業務を開始している。残り2社はStandard & Poor's社(以後はS&P社とする。)とFitch Ratings社(以後はフィッチ社とする。)で、それぞれ1940年、1913年から地方債の格付業務を開始している<sup>65</sup>。

元来、地方債に対しては連邦政府の管理権限の外にあり、各州ごとに独自の地方債システムが出来上がってきた。そのため、一言で地方債といってもその商品性は州によって大きく異なることとなっていた。さらに発行団体となり得る地方自治体の数は数万団体にも及んでいる。そのため地方債市場では、非常に多数の発行団体があり、かつ、それぞれの発行団体が様々な種類の債券を発行しているため、投資家が各債券について適切に評価を行うのが難しい状況にある。そこで格付けというシステムが取り入れられた。これは異なる商品性を持つ地方債を、債務不履行の可能性、損失発生の可能性などの観点から評価を行い、その評価をアルファベットにして表し、投資家に提供するというものである。これにより地方債の投資家は各地方債について詳細な分析をすることなく、格付会社の格付をもとに投資行動を起こすことが可能となった。

この点については、The Bond Market Association 著「The Fundamentals of Municipal Bonds (Fifth Edition)」でも下記のとおり指摘している。

「多くの発行団体があり、様々な種類の債券が溢れている地方債市場は、他の市場に比べると格付が果たす役割の重要性は高い。特に発行価額の大きい地方債の販売においては、格付取得は事実上義務的なものとなっている。」

### ( 2 ) 格付決定までの過程

格付会社が実際どのような過程で格付を決定していくかについて、S&P社の地方債アナリストへの聞き取り結果を基にまとめてみる<sup>66</sup>。

#### S&P社の地方債部門概要

- ・アメリカ全土で約135名おり、うち60名が一般財源保証債<sup>67</sup>を担当し、残り75名がレベニュー債<sup>68</sup>、その他を担当している。さらに地域ごと(北東部、

<sup>65</sup> The Bond Market Association 「The Fundamentals of Municipal Bonds (Fifth Edition)」2001年, P12

<sup>66</sup> 2008年3月に聞き取りを実施した。

<sup>67</sup> 地方自治体の全信用力によって、元利償還を保証するもの。日本の地方債とほぼ同様と考えられる。元利償還の安全性が極めて高い。

<sup>68</sup> 起債収入を充当した施設や事業から生じる収益のみで元利償還費用を賄うもの。一般的に、一般財源保証債よりもリスクが高い。日本にこの種の地方債は存在しない。

西部、南部など)、分野ごと(交通、社会福祉、教育、住宅など)に担当が決められている。

#### 格付決定までの流れ

- ・ 地方自治体から格付依頼を受けてから、格付決定までの標準処理期間はおおよそ2週間程度。頻繁に起債している団体であれば、情報が蓄積されているため、これより早く処理することが可能である。
- ・ まず第1段階は、目論見書や地方自治体が定期的に公表している財務報告書などの資料を収集し、情報を分析する。一般財源保証債の場合、最も重視されるデータは以下の4点である。 地域経済 財政状況 起債残高 自治体経営。(詳細は後述。)
- ・ その後、疑問点などを発行団体の財政当局やファイナンシャルアドバイザーに確認する。
- ・ 情報の分析作業が終了すれば、「レーティング委員会」で審議される。この委員会の委員は5名で、アメリカを5地域に分け、各地域の上級アナリストが委員になっている<sup>69</sup>。これに案件ごとの担当アナリスト(正・副)2名が加わり、計7名で審議される。最初に担当アナリストがプレゼンテーションを行い、各種情報を提供し、どの格付にするべきか意見を述べる。その後質疑応答を経て、委員5名が各自適正だと考える格付を書いて投票を行う。担当アナリスト2名の票も合わせて、一番多数である格付がその地方債の格付となる。
- ・ なお、地方債保証会社の保証がある場合には、その地方債保証会社が持つ自身の格付と等しくなる。

#### 格付の見直しについて

- ・ 一度決定した格付も発行団体や経済情勢に大きな変化があった場合には、速やかに再検討を行う。また大きな変化がない場合でも、発行団体の財務報告書などを定期的に確認し、常にサーベイランス(surveillance、監視)を行っている。
  - ・ 民間会社からは初期格付時とその後のサーベイランスに係る費用はその都度支払いを受けているが、地方自治体の場合は発行時に初期格付費用及びサーベイランス費用を一括で支払いを受けている。
  - ・ 格付費用は、発行総額に対して一定の比率で決定される。(後述)
- 格付を行うアナリストには、特別な資格が必要か
- ・ C P A (Certified Public Accountant, 米国公認会計士)など特別な資格は必要ない。さまざまなバックグラウンドを持ったアナリストがいる。地方債部門では、約75%が公務員経験者とのこと。当アナリストもニューヨーク市の予算部局に勤めていたとのこと。

<sup>69</sup> 地域間で格付にばらつきが出ないようにするのが目的とのこと。

ムーディーズ社のアナリストにも聞き取りを行い<sup>70</sup>、S&P社とほぼ一致した内容であったが、レーティング委員の運営方法に相違点が見られたので付記する。ムーディーズ社の場合、委員会の参加者や人数は案件によって変化する。S&P社と同様に上級アナリストと担当のアナリストは参加するが、それに加えてその地域の実情に詳しいアナリストも参加する。例えば、民間の企業活動が活発なミシガン州デトロイト市（自動車産業）やフロリダ州オーランド市（観光・レジャー産業）の場合は、その地域の民間企業担当アナリストも委員会に参加するとのこと。これはその地域の地方債の安全性は、その民間企業の業績により大きな影響を受けるという考え方からである。先ほどの例でいえば、デトロイト市の主要産業である自動車産業が不調になり、従業員の大量解雇などを行えば、デトロイト市に住む住民の所得が下がり、土地や建物の資産価値が減少するのは不可避である。これにより、デトロイト市の固定資産税や所得税の税収が落ち込み、市の財政状況が厳しくなるので地方債の元利償還に対するリスクが高まるという考えである。こういった相関関係があるために、その地域の実情に詳しいアナリストも参加しているとのこと。

### （３）格付の表記

ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社の３社は下記表 12 のとおり地方債の格付を表現している。

S&P社のアナリストによれば、地方債における格付の平均は「A」で６割程度の地方債がこの格付を得ているという。「AAA」は５％、「AA」は２０％、「BBB」は１０％程度である。残りの５％程度が「BB」以下の投資不適格と格付されている。ちなみに、同社が格付けをしている社債の平均格付は、「BBB」とのことである。

表 12 格付一覧表<sup>71</sup>

格付けの内容		S&P	ムーディーズ	フィッチ
投資適格	最高(Prime)	AAA	Aaa	AAA
	高(Excellent)	AA	Aa	AA
	中の上(Upper medium)	A	A	A
	中の下(Lower medium)	BBB	Baa	BBB
投資不適格	投機的(Speculative)	BB	Ba	BBB
	非常に投機的(Very speculative)	B, CCC, CC	B, Caa	B, CCC, CC, C
	不履行(Default)	D	Ca, C	DDD, DD, D

（注）さらに各分類の中で、S&P社やフィッチ社は「+」や「-」を、ムーディーズ社は数字（1,2,3）を使って格付をする。

<sup>70</sup> 2008年3月に聞き取りを実施した。

<sup>71</sup> 出典：財団法人自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT No.287, 2006年, P17を一部改変

#### (4) 格付の評価基準

格付の評価基準は、地方自治体の全信用力で発行される一般財源保証債と元利償還が起債収入を充当した施設や事業から生じる収益のみに限定されているレベニュー債では当然異なってくる。一般財源保証債の場合は、発行団体である地方自治体そのものに対する分析が最も重要となる。それに対してレベニュー債の場合は、起債収入を充当する施設や事業が償還費用を賄う収益を生み出せるのかという事業の収益性に対する分析が、最も重要となる。

ここでは、日本の地方債とほぼ同一の性質を持つ一般財源保証債の具体的評価基準について紹介したい。秋山義則ほか著「アメリカの州・地方債」によれば、一般財源保証債の具体的な評価基準を下記の4項目に分類している<sup>72</sup>。

##### 経済要素

マクロ経済及び地域経済の現状と将来予測は、地方自治体の根幹税である固定資産税、所得税、売上税の税収に影響を与えるので格付に考慮される。

地域経済に関する情報として格付会社がまず重視するのは、発行団体である地方自治体の地域に所在する、代表的な企業、事業所（経営規模や雇用規模、納税額が大きな企業等）の信用度、市場における評価である。

このことに関連して、地域経済の活力を測定する尺度の1つとして、地域経済構造の多様性が重視されている。すなわち、特定の企業や業種、とりわけ景気の影響を受けやすいそれに対する地域経済の依存度が強いことは、マイナス評価の材料と考えられる。地域内に有力な企業が複数存在し、特定の業種に集中しない産業構造を有する地域は、そうでない地域と比較して、地域経済や税収構造が安定しているため、評価が高い。

経済指標には1人当たり域内GDPや所得水準、小売売上高、失業率を含む雇用データ、地域の資産ストックなども用いられるが、具体的にいずれの指標が重視されるかは地域の経済特性から判断される。

##### 債務要素：地方債発行状況

新たに地方債の発行を行う場合、当該発行団体の地方債残高が格付評価に用いられるが、米国の場合、同一の地域に複数の自治体が存在するため、同じ税源を償還財源とする、いわゆる重複債務が生じうる。例えば、カウntyと市などの地方自治体では固定資産税を中心に税源が重複するため、カウntyの地方債残高が市などの地方自治体の地方債の格付に影響したり、その逆のケースが生じたりすることになる。すなわち、格付は個々の発行団体のみではなく、その発行団体が位置する地域全体の地方債残高状況を判断してなされる。

また、地方債の満期構成や債権利回りの内訳等も格付に影響する。例えば、一般に自治体は地方債の発行によって整備された施設の耐用年数の範囲内で償還することを計画するが、短期債の割合が大きい場合、返済への意欲が高いと

<sup>72</sup>秋山義則、前田高志、渋谷博史著「アメリカの州・地方債」日本経済評論社、2007年、P52～55

判断され、評価が高まる。他方、長期債の割合が高い満期構成であればその逆の評価がなされる。このほか、償還利回りや地方債発行限度額の水準、将来の地方債発行計画、地方税に係る政治的要素などを含めて、発行団体の地方債管理政策が評価の重要なキーとなっている。

#### 財政要素

財政運営が適切に行われ、景気が落ち込んだ場合にも財政収支の悪化を食い止められるような予算構造を有する自治体であれば、評価が高まる。財政収支や現金残高が具体的にどの水準にあるべきかという明確な基準はないし、また、決算時の財政収支のような一種の「結果」のみが評価の判断材料となるわけではない。他方、基金積み立てが増大し、かつその規模が安定していれば、それは格付引き上げの要素となる。すなわち、発行団体の財政活動のある一時点における評価だけではなく、その状態に至るまでの「過程」に焦点がおかれて格付がなされる。

例えば、財政収支における黒字が大きいということが必ずしも格付を引き上げるとは限らない。財政黒字が大きいということは、地方自治体が施策プログラムを実施する能力に欠けているというネガティブな判断をなされることがあるし、また、納税者が課税を制限する法的手段を実行した結果によるものかもしれない。逆に、基金取崩しがなされても、それが特定の公共施設整備のための計画的、単発的なものであれば、将来の負担増が回避されるという意味で、格付け上はポジティブな評価材料となる。

重要なのは自治体が通常の財政コントロールをいかに厳格に行い、積極的に財政の不安定性を排除しているか、または弾力的な財政運営の努力を行っているかである。例えば、伝統的に経費のかさむ病院の廃止などによって歳出をコントロールし、また、財産税を特定の用途に結びつけるような住民動議（の成立）や議会が増税、公共料金の引き上げを承認することで財政の脆弱さを是正することができれば、格付の上昇が可能となる。

#### 行政管理要素

行政管理要素は地方自治体の格付の指標として最も数量化しにくく、評価が困難な要素である。しかし、経済活性化の機会をとらえ、予算を採択し、目標実現のために必要な改善策を講ずることが行政責任である以上、地方自治体の行政管理能力評価が重要な意味を有する。評価の基準として用いられるのは、行政組織、組織内の行政責任の配分、専門的な資格制度の有無、機能遂行能力などである。

さらに行政管理能力の高低は以下に示す、他の4つの要素から判断されている。

- a) 行政管理戦略が徴税や予算編成、投資などの財政運営の適正化に資し、州や地方公共団体自体のニーズに対応したものとなっているか。
- b) 州・地方債の起債が州法や住民投票等で定められた起債制限枠に従って

適正に行われているか。

- c) 適正な地域経済開発施策が計画・実施され、住民や企業のニーズに対応したサービス供給がなされているか。
- d) 行政区域が重複するような地方自治体間で相互の調整・協力体制が構築されているか。

これらの行政管理要素については、地方自治体が要件を満たしていても、実際には地域経済のようなコントロールの困難な要素が存在するために、(地方自治体の規模に関係なく) 評価の引き上げと必ずしも連動しないことが多い。

#### ( 5 ) 格付取得手数料及び利用率

前出のIGFOAによるイリノイ州での 2007 年調査によれば、イリノイ州内における格付会社に対する格付取得手数料は地方債発行価額の 0.1%が平均となっている<sup>73</sup>。また、利用率については、発行価額ベースで 95%の地方債が 1 社以上の格付を取得していた<sup>74</sup>。このことから少なくとも 1 社以上から格付を取得することは、地方債を市場で販売するにあたっての必須条件であると考えられる。

#### ( 6 ) 信用補完

財政状況が悪いなどの理由で、低い格付しか得られなかった地方債は投資家から信用リスクが高いと判断されるため、それに見合った高い金利を提供しなければ買い手がなくなってしまふ。しかし高い金利で地方債を売るということは、発行体の地方自治体にとっては、金利負担の増大を意味し、財政状況を悪化させる要因となる。このため、低い格付しか取得できない発行体にとっては「信用を補完する」つまり、格付を上げる方法を探すことになる。根本的な解決策としては、発行体が健全な財政運営を行い、健全な財政状況を実現することであるが、即効的な解決策としては、地方債保証会社(( 7 ) に述べる) の保証を得る、もしくは銀行等からの信用状<sup>75</sup> ( Letter of Credit ) を得る、という方法が考えられる。

#### ( 7 ) 地方債保証会社

地方債保証会社とは、地方自治体が発行する地方債への保証保険を提供している会社をいう。保証している地方債が債務不履行に陥った場合、その地方債の償還を地方自治体に代わって行うことを保証するものであり、地方債の信用を補完する機能を持っている。地方債保証会社の保証を付した地方債は、地方債保証会社が持つ信用力と同等の評価がされる。例えば、地方債保証会社の格付が最上位の AAA である場合、その保証会社の保証を受けている地方債も最上位の格付を受けることができる。地方自治体が地方債保証会社の保証を受けるためには保証料

<sup>73</sup> 同じくIGFOAの調査によると、発行価額ベースで 51%の地方債は 1 社のみ、42%は 2 社から、2 %は 3 社から格付を取得していることから、1 社あたりの格付取得手数料は 0.1%より低い水準にあると考えられる。

<sup>74</sup> 内訳は上記脚注のとおり。

<sup>75</sup> 地方自治体が銀行等に手数料を支払い、地方債の償還ができなくなった場合に銀行等が代位弁済する旨を保証した証書。

を支払う必要があるが、それと引き換えに高い格付を得ることができるため、地方債の金利負担を抑制することが可能となっている。

米国では、2007年夏にいわゆる「サブプライムローン問題」が発生し、その影響を受けた一部の地方債保証会社の格付が引き下げられるという事態が発生した。これは、地方債保証会社が地方債の保証業務のみならず、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の保証業務も行っており、サブプライムローン商品のデフォルトが急増したことにより地方債保証会社の自己資本に懸念が生じたためである。この混乱で地方債保証会社の信用力が下がったことにより、一部の地方自治体では地方債の発行金利を上げざるをえず、資金調達が困難になるケースがみられた。

### 第3節 地方債が免税である意味

米国の地方債<sup>76</sup>の利子所得に係る連邦所得税は、多くの場合免税とされている。州や地方自治体の所得税も同様に免税となっている場合が多い。第1章で紹介したとおり、米国の地方債は、個人投資家が半数以上を保有している。債券の激戦区といわれる米国市場のなかで、なぜ地方債がここまで個人投資家の人気を得ているのか。本節では、そのキーワードとなる「免税」について、なぜ地方債は免税扱いなのか歴史的背景を交えながら紹介し、個人投資家における免税の具体的な効果とはどのようなものなのか、米国の総合課税方式を説明しながら紹介していきたい。

#### (1) 連邦所得税免税制度の変遷<sup>77</sup>

内国歳入法 (Internal Revenue Code) 103条a項において、米国の地方債の利子所得は原則として<sup>78</sup>免税であると規定されている。一方で、合衆国憲法上、連邦政府が地方債の利子所得に対して連邦所得税を課税する権限があるかについては長らく議論がなされてきた。以下、その歴史について簡単にみていきたい。

もともと合衆国憲法では、第1編9節4項「人頭税その他の直接税は、第1編2節3項に規定した人口調査または算定に比例するのでなければ、賦課してはならない」により連邦政府が所得税を課税することを禁止していた。また、1819年のマカロック対メリーランド州裁判や1895年のポロック対農民貸付信託裁判において、連邦と州の間における課税上の相互不関与の原則 (intergovernmental tax immunity, 政府間非課税原則) が連邦最高裁判所の判示において確立された。この2点により地方債は連邦所得税上の免税措置であったが、1913年に転機が訪れる。合衆国憲法修正第16条「連邦議会は、いかなる原因に基づく所得に対しても、

<sup>76</sup> 本節における「地方債」にはすべて州債を含む。

<sup>77</sup> 日本経済評論社「アメリカの州・地方債」秋山義則、前田高志、渋谷博史編P38,39

<sup>78</sup> 同条b項において、免税除外規定が置かれている。州や地方公共団体が民間企業や個人に転貸する目的で起債する私的活動債 (Private activity bond) の一部や鞘取り債 (Arbitrage bond) などについては免税とならない。

各州に比例的にではなく、また人口調査もしくは算定に関係なく、所得税を賦課徴収する権限を有する」の成立である。この修正第 16 条により、連邦政府に所得税の賦課徴収権が認められた。その際、地方債については連邦所得税の免税規定が設けられたが、修正第 16 条で「いかなる原因に基づく所得」に対しても所得税を賦課する権限が連邦政府に認められたため、地方債利子に連邦の課税権が及ぶかについて論争が続くようになった。

1988 年、連邦政府の課税権が地方債に及ぶかの議論に終止符が打たれる判決が出る。同年のサウスカロライナ州対バーカー裁判において、連邦最高裁判所は連邦の地方債課税の合憲性を認める判断を示したのである。この判示により、連邦所得税の地方債免税措置は合衆国憲法によるものでなく、法律（内国歳入法）に基づくものとされたため、連邦政府の意向により改廃が可能なものと位置づけられるようになったのである。

しかしながら、いわゆる私的活動債など公共性が劣るとされている地方債は除き一般の公共目的の地方債については一貫して免税措置が講じられてきている。よって、地方自治体が一般行政目的のために発行する地方債は、常に免税債という形で市場に供給されていると言えるのである。

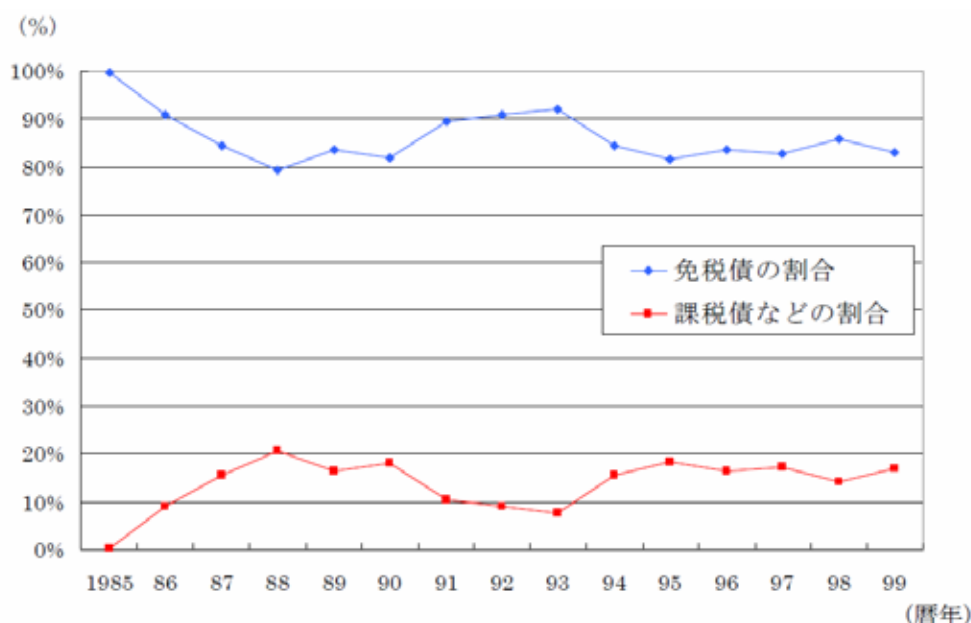
1999 年における免税債の割合は、82.9%<sup>79</sup>である。この割合からも大多数の地方債は免税であるということが分かる。次の表 12 は 1985 年から 1999 年までの免税地方債と課税地方債の割合をグラフ化したものである。1986 年のレーガン政権による課税強化の影響で免税債の割合が大きく落ち込んでいるが、その後は 80% 台で横ばい状況である。

---

<sup>79</sup> The Bond Market Association 「The Fundamentals of Municipal Bonds (Fifth Edition)」 P32



表 13 米国長期地方債の年間発行額に占める免税債・課税地方債の割合



(注) 「課税債など」とは、課税地方債と代替ミニマム課税債の合計である。代替ミニマム課税債とは、通常の連邦所得税は課税されないが代替ミニマム税が課される債券である。

(出所) The Bond Market Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds* (2001) より野村資本市場研究所作成

出典：井瀧正彦、沼田優子、三宅裕樹著「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号 P33

## (2) 免税債の魅力

免税債は個人投資家にとって、なぜ魅力的なのか。これは日本人にとっては、にわかに理解しがたい。なぜなら、わが国では利子所得に対する所得税は源泉分離課税方式を採用しているからである。源泉分離課税方式とは、他の所得とは全く分離して所得（利子）を支払う者が支払の際に一定の税率で所得税を源泉徴収し、それだけで納税が完結するというもの<sup>80</sup>であり、利子所得に対しては一律 20%（国税 15%、地方税 5%）の税率で支払者より源泉徴収される。この課税方式において利子所得税を免税とした場合、地方自治体（発行体）にとっては資金調達コスト低減には繋がるが、投資商品としての魅力向上には繋がらない。なぜなら、発行体は所得税課税ありの場合、地方債利子に所得課税分も金利に上乗せして発行しなければならないが、免税の場合、所得課税分の金利上乗せがなくなるので、地方債の発行金利を下げる事ができる。投資家にとっては、課税でも免税でも実際の受け取り利子額に変動が生じないため、投資行動に影響は起きない。

では、米国において地方債が免税であるから個人投資家から人気があるといわれる理由は何か。それはわが国とは違う所得課税方式である総合課税方式を採っているからである。総合課税方式とは、給与、不動産、金融などの各所得を合算

<sup>80</sup> 国税庁ホームページより <http://www.nta.go.jp/taxanswer/shotoku/2230.htm>

し、その所得額に応じて累進的な税率を賦課して課税するものである（表 14）。

表 14 免税債と課税債の利回り比較表（2008 年）<sup>81</sup>

	課税所得					
個別申告	\$0- \$8,025	\$8,026- \$32,550	\$32,551- \$78,850	\$78,851- \$164,550	\$164,551- \$357,700	\$357,701 以上
合算申告	\$0- \$16,050	\$16,051- \$65,100	\$65,101- \$131,450	\$131,451- \$200,300	\$200,301- \$357,700	\$357,701 以上
所得税率	10%	15%	25%	28%	33%	35%
免税債利回り (%)	課税債利回り (%)					
1.0	1.11	1.18	1.33	1.39	1.49	1.54
1.5	1.67	1.76	2.00	2.08	2.24	2.31
2.0	2.22	2.35	2.67	2.78	2.99	3.08
2.5	2.78	2.94	3.33	3.47	3.73	3.85
3.0	3.33	3.53	4.00	4.17	4.48	4.62
3.5	3.89	4.12	4.67	4.86	5.22	5.38
4.0	4.44	4.71	5.33	5.56	5.97	6.15
4.5	5.00	5.29	6.00	6.25	6.72	6.92
5.0	5.56	5.88	6.67	6.94	7.46	7.69
5.5	6.11	6.47	7.33	7.64	8.21	8.46
6.0	6.67	7.06	8.00	8.33	8.96	9.23
6.5	7.22	7.65	8.67	9.03	9.70	10.00
7.0	7.78	8.24	9.33	9.72	10.45	10.77
7.5	8.33	8.82	10.00	10.42	11.19	11.54

この表は、左側が免税債の利回りで、右側が各所得階層ごとにそれに相当する利回りを課税債で得るために必要な利回りを出している。例えば夫婦合算申告で 20 万ドルの所得がある場合、所得税率は 28% である。この夫婦が利回り 4% の免税債を保有していたとすると、その利回りを課税債で実現しようとするには 5.56% の利回りが必要になるということである。

表からは、高額所得者ほど免税債を保有するメリットが大きいことが分かる。これはどの所得階層でも一定の税率で源泉徴収するわが国と違い、米国では累進税率の総合課税方式を採用していることから発生している。米国の地方債の免税措置は、連邦所得税の総合課税方式により、個人投資家特に高額所得者層にとって、地方債の魅力、商品性を高めるのに大きな役割を果たしているのである。

<sup>81</sup> 出典：FMS Bonds, Inc.社ホームページより。 [http://www.fmsbonds.com/pdfs/tax\\_table\\_2008.pdf](http://www.fmsbonds.com/pdfs/tax_table_2008.pdf)

### 第3章 米国の地方債制度から得られる日本への示唆

#### 1 米国における地方債の市場性とは

米国の地方債は、実に見事に市場から資金を調達している。なぜここまで米国の地方債は市場性を持ち得たのか、前章までに述べてきたことを踏まえて筆者なりの考えを述べたい。

米国の地方債を調べた結果、地方債が市場性を持つためには次の2点が重要なのではないかと考える。1つが「専門知識を持った人材」、もう1つが「投資商品性の向上」である。

前者の「専門知識を持った人材」とは2章1節で触れた専門家たちが該当する。専門家たちは、日々マーケットでトレーディングを行い、激しい競争を繰り広げている投資家たちと、その世界とは遠く離れた行政の世界が作り出した「地方債」とを結びつける役目を果たしている。例えば、ファイナンシャルアドバイザーがいなければ、今のような地方債市場の発展はあり得なかったであろう。ファイナンシャルアドバイザーを使わない地方自治体は、金利や償還期間などの債券構造について、直接、引受業者と相談せざるを得ないであろう。だが、2章1節でも触れたように、引受業者が地方自治体のアドバイザー的役割を担うのは利益相反の問題がある。これが許されると地方債市場に歪みが生じてしまい、今のような地方債市場の発展はなかったであろう。では、法律顧問はどうであろう。米国においては地方債に関する法令や判例が数多くあり、それが連邦レベルから地方自治体レベルまで拡散しているので、法律顧問による合法証明がなければ地方債が流動性を持つのは困難である。よって、ファイナンシャルアドバイザーや法律顧問は、米国の地方債の市場化において必要不可欠なものであると考えられるのである。

後者の「投資商品性の向上」とは、2章2節、3節で触れた格付による地方債分類システムと連邦所得税の免税措置が該当する。まず、投資商品性の観点で言えば、地方債は大きな弱点を抱えていると言わなければならない。なぜなら、発行体が約3万7千団体<sup>82</sup>にも及び、銘柄数に関してはその数十倍にも達するため、投資家が投資を決定するのに行う分析・比較作業が大変困難になってしまうからである。この決定的な弱点を補っているのが地方債の格付システムだと考えられる。このシステムを用いれば、地方債はわずか数種類に分類されてしまう。こうなってしまうと、投資家は各々のリスク許容度に応じて投資する地方債を選別していけばよい。発行体間、銘柄間の比較困難性という致命的な欠点を抱える地方債にとっては極めて「便利」なシステムであるといえるであろう。逆に格付システムがなければ、個々の発行体の財政力を一人一人が判断していかなければならず、地方債が市場性を持つのは極めて困難であると言えるであろう。

また、連邦所得税の免税措置が与える地方債の商品性向上は極めて大きい。免

<sup>82</sup> 大崎貞和著「米国地方債市場における情報開示 - 電子開示システム「ディスクロージャーUSA」の稼働 - 」野村資本市場研究所『資本市場クォーター』2004年秋号P2

税に伴う直接的な利回りの向上はもちろん大変大きな魅力であるが、それが米国における利子所得の総合課税方式と相まって更に商品性の向上に拍車を掛けている。また、地方債市場に奥行きを持たせている機能として忘れてはならないのが、総合課税方式によって高額所得者ほど免税効果が高いので、富裕層の地方債投資意欲は高い。このことは、今後地方債市場が拡大し発行額が膨張しても安定的に消化できる見込みが高いと言える。このような奥行きを地方債市場が持っているということは、今後の米国地方債市場を見る上で重要な視座ではないかと考える。

上で述べた「専門知識を持った人材」と「投資商品性の向上」に支えられ米国の地方債の市場化は順調に進んできたというのが筆者の考察である。この考察を基に、地方債資金の市場化が求められている日本への示唆を以下に示したいと思う。

## 2 日本への示唆

### (1) 「専門知識を持つ人材」からの観点

わが国において純粋に「ファイナンシャルアドバイザー」の役割を担っている専門家はいないであろう。わが国では指定金融機関制度の下に、地方自治体と地域金融機関が密接な関係を有してきた。その結果、ファイナンシャルアドバイザーと引受業者の役割を指定金融機関が担っている場合も多い。しかしながら、既述したとおり引受業者が自治体のアドバイザー的な役割を果たすことは利益相反の観点から望ましくない。この点については、財団法人地方債協会が設置している地方債に関する調査研究委員会の報告書<sup>83</sup>で「専門知識を有する職員を育成・配置することが重要」必要に応じ、金融に関する外部の専門家の助言を受けるなど、専門性を補完することを検討することも重要である」と指摘されているとおり、専門知識を有する職員を育成・採用することもしくは、外部の専門家を使うことでこの問題の適正化を図っていこうという動きはわが国でも感じられつつある。しかしながら、この報告書にあるような専門職員を組織内部で育成・採用していくということは、規模の大きな自治体であれば可能であろうが、地方債の発行額が少なく職員も少ないような小規模な自治体の場合は現実的ではない。また、大規模自治体ではあっても金融専門職員を行政組織の中でどのように評価し、どのように管理していくかも課題となる。こういった諸問題を考えると、米国で発達しているファイナンシャルアドバイザー業は日本においても導入の可能性があるのではないかと考える。現在、日本においてはこのようなポジションはほぼ存在しない、少なくとも専門職としては成立していない中で、即時に導入するのは難しいと思われるので、当面は引受業務を取り扱っている銀行や証券会社に対してアドバイスを求めていくしかないであろう。この際には、当該引受業務に関与しておらず、独立的な立場から助言できる企業を選択すべきなのは今まで述べてき

<sup>83</sup> 財団法人地方債協会「地方債に関する総合的な管理と商品性の向上」(「地方債に関する調査研究委員会」報告書 2004年3月) [http://www.chihousai.or.jp/04/pdf/04\\_01\\_04.pdf](http://www.chihousai.or.jp/04/pdf/04_01_04.pdf)

たとおりである。将来的には、ファイナンシャルアドバイザー産業が立ち上がり、地方自治体と引受業者が対等な交渉を行えるような仕組みを作ることが、地方債市場の健全な成長を担保することになる。更には、まだ先進地の米国でも完全には実現していないが、引受業者とは、人的物的関係を持たない独立系のファイナンシャルアドバイザーによってこの業務が担われることが、1つの理想型であろう。

また、法律顧問の業務については、日本においては全面的に国が担ってきたと言える。だが、2006年度に地方債は協議制に移行し<sup>84</sup>、地方自治体は国の許可がなくても地方債の発行が可能となったが、今のところそのような事例は聞こえてこない。このことから現在市場に流通している地方債にはすべて国の許可、同意がついていることになる。地方債市場関係者からみれば、この許可、同意は合法性の担保そのものであり、合法性への懸念がよぎることはないであろう。協議制が現状のまま今後も運用されていくと想定すると、当面は日本では法律顧問の必要性は小さいと考えられる。地方債の市場性にとって合法性の担保は極めて重要であるが、担保する主体が政府であっても、法律顧問という民間であっても、各々の主体が信用性をもって市場から受け止められる以上は特にこだわる必要はなからう。ただし、将来的な可能性としては、金融取引法において、現在の地方債は国債同様に目論見書の作成などを免除されているが、今後地方債の市場化が進み、他の投資商品と同等の情報提供の充実が求められ、金融取引法上の遵守規定が増えてくるとその確認のため、法律顧問が求められる可能性はある。

## (2)「投資商品性の向上」からの観点

わが国の地方債も、米国の地方債同様、多くの発行体が少額ずつ発行するという特徴を持っており、比較困難性を抱えている。この特徴から格付による分類システムが極めて有効に機能する環境にあるのは間違いない。しかしながら、地方債に格付制度を本格導入することについては消極的な意見も少なくない。主な反対意見を挙げると次の通りである。

- ・日本の地方債は今まで債務不履行を起こしたことがない。
- ・地方債の元利償還金は地方財政計画を通じて自治体に対して財源保証されている。
- ・発行体の財政状況が悪化した際にも、早期是正措置が整っているので地方債の償還に支障が生じることはない。

以上の点から、わが国の地方債には信用リスクはない。仮にあったとしても、団体間に信用リスクの差は生じない、という意見である。また、地方財政制度に精通していない格付会社が適正に地方債を格付けできるのかという指摘もある。

確かに日本の地方債は過去の実績からも安全性が高く、財源保証機能や早期是正措置を含む強固な地方財政システムを持っているので、信用リスクはほとんど

<sup>84</sup> 2005年度までは許可制であり、国の許可がなければ地方債の発行は不可能であった。

ないと言えるかもしれない。その意味で上記の意見は的を射ていると言える。しかしながら、比較困難性を持つ地方債が市場から資金を調達するためには、やはり何らかの分類システムが必要であろう。分類システムとは、数多くの銘柄が溢れている地方債市場において、債務償還確実性という1つの基準でラベリングしていくものである。投資家サイドから見れば、格付を参考にすれば個々の発行体の財政状況や地方財政制度について、それほど詳しい分析を加えなくても投資判断を下せるので、利便性の向上には著しいものがあるであろう。また、この格付システムは大変「便利」なものではあるが、「最良」のシステムでないことは明らかである。2007年に米国で顕在化したサブプライムローンを端緒とした金融危機は、投資家が格付を盲目的に信用していたことも1つの要因であると指摘されている上、一民間企業である格付け会社は、金融機関などと癒着があったのではないかなどその中立性についても疑問視されている。そのため、先進国の間では格付会社に対して何らかの規制が必要ではないかとの声が強まっており、何らかの規制が適用されるであろう。このため、格付や格付会社を廃止しようという動きはない。つまり各国とも格付システムの問題点は認識しながらも、極めて「便利」なシステムであるので、改善を加えながらより良い格付システムを求める動きとなっているのである。

米国の地方債の連邦所得税免税措置については、第2章第3節で述べたとおり連邦法にその根拠を置いている。しかし、もともとは連邦制下における連邦と州の間における課税上の相互不関与の原則が免税措置のベースにあることは、歴史的に見ても明らかである。そして現在も米国では、連邦債は課税、地方債は原則非課税で継続されている。これは連邦制をとっている米国ゆえの措置といえる。わが国は単一国家であり、現在、国債も地方債も同じ課税債とされていることから、これを自治体の裁量で地方債のみ非課税にするというのはかなり難しいことである。このため、わが国においては、所得税制面により市場化を進めるのは難しい状況である。とはいえ、他にも投資商品性の向上に資するものはあるであろう。本レポートでは米国の状況について触れていないが、地方自治体の公会計制度改革（複式簿記化）やIRの充実などは投資家が地方債という商品を理解し易くなるという意味で大変効果的だと思われる。継続的な努力が求められるところであろう。

### (3) まとめ

連邦制である米国と、単一国家である日本では、政治制度、行政制度が大きく異なるため、米国の先進的な部分を何でも取り入れられるものではない。しかしながら、地方債資金のより一層の市場化を目指すわが国としては、高い市場性を持つ米国地方債が、どのような制度設計の下で現在の姿になったのかを理解することは、意義のあることと考える。本レポートが今後のわが国の地方債市場の発展にとって参考になれば幸いである。

〔参考文献〕

<日本語の図書>

井瀧正彦、沼田優子、三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 - 発展の鍵を握る家計と投資信託 - 」『野村資本市場研究所 資本市場クォータリー2007年冬号』2007

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 - 」『野村資本市場研究所 資本市場クォータリー2007年春号』2007

大崎貞和「米国地方債市場における情報開示 - 電子開示システム「ディスクロージャーUSA」の稼働 - 」『野村資本市場研究所 資本市場クォータリー2004年秋号』2004

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

土居丈朗、林伴子、鈴木伸幸「地方債と地方財政規律 諸外国の教訓」『内閣府経済社会総合研究所』2005

「地方債に関する総合的な管理と商品性の向上」『(財)地方債協会「地方債に関する調査研究委員会」報告書 2004年3月』2004

「ニューヨーク州の公共企業体」『(財)自治体国際化協会』2008

「米国地方債の概要とその活用事例」『(財)自治体国際化協会 CLAIR REPORT 第287号』2006

「米国の地方自治体における組織体制と人事制度」『(財)自治体国際化協会 CLAIR REPORT 第293号』2006

「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～」『(財)自治体国際化協会 CLAIR REPORT 第321号』2008

「米国におけるシティ・マネージャーの役割」『(財)自治体国際化協会 CLAIR REPORT 第326号』2008

<英語の図書>

Office of the New York State Comptroller 「Layers of Debt: Trends and Implications for New York's Local Governments」2007

The Bond Market Association 「The Fundamentals of Municipal Bonds (Fifth Edition)」2001

〔執筆者〕

財団法人自治体国際化協会ニューヨーク事務所 所長補佐 井上秀典