CLAIR REPORT No.287

Council of Local Authorities
for International Relations

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、御叱責賜れば幸いに存じます。

本誌からの無断転載はご遠慮下さい。

お問い合せ先
〒100-0013 東京都千代田区霞が関3-3-2　新霞が関ビル19階
財団法人自治体国際化協会交流情報部国際情報課
TEL:03-3591-5482　FAX:03-3591-5346
E-Mail:webmaster@clair.or.jp

R100
古紙配合率100%再生紙を使用しています

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 NUMBER 287（Aug 31, 2006）

財団法人自治体国際化協会
（ニューヨーク事務所）

目　次

はじめに

概　　要・・ i

第１章　米国地方債の概要・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 1
第１節　地方債の発行体・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 1
第２節　地方債の分類及び特徴・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 2
１　一般財源保証債・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 2
２　レベニュー債・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 2
第３節　地方債発行に関わる主な機関・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 10
１　法律顧問・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・10
２　ファイナンシャル・アドバイザー・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・11
３　引き受け企業・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・12
第４節　地方債の発行条件・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 13
１　満期構成・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・13
２　利率・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・14
第５節　地方債の信用・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 15
１　債務不履行の状況・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・15
２　格付け・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・15
３　信用補完・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・19
第６節　起債制限・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 24
１　州の一般財源保証債に関する制限・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・24
２　市町村の一般財源保証債に関する制限・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・27
第７節　情報開示・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 30
１　情報開示規制・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・30
２　投資家広報プログラム・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・31
３　発行体による情報開示努力・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・32

第２章　ニューヨーク州の地方債・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 35
第１節　ニューヨーク州の地方債概要・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 35
１　州関係債務の分類・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・35
２　一般財源保証債の概要・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・37
第２節　クリーンウォーター・クリーンエア債（一般財源保証債）の発行事例・・・・ 44
１　事業概要・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・44
２　住民投票の状況・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・46

第３章　Tax Increment Financing における地方債活用・・・・・・・・・・・・・・・・・　48
～イリノイ州市町村の事例を交えて～
第１節　Tax Increment Financing (TIF)・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　48
１　Tax Increment Financing （TIF）の概要・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・48
２　イリノイ州市町村における TIF・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　49
第２節　TIF における地方債活用・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　52
１　TIF における地方債の概要・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・52
２　TIF における地方債の安全性・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・53
３　イリノイ州市町村における TIF と地方債・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　54

参考文献・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・　58

はじめに

地方分権改革や財政投融資制度改革等の推進により、日本の地方債をめぐる状況は大きく変化してきている。地方分権の推進に伴い平成 18 年度以降は地方債許可制度から地方債協議制度へ移行し、地方公共団体の自己決定及び自己責任による資金調達がより一層促されようとしている。また、財政投融資制度改革の進展の中で公的資金が減少傾向にある中、一層の民間資金の自己調達が要請されている。特に資金調達能力の高い都道府県及び政令指定都市においては市場からの資金調達が推進され、全国型市場公募債発行団体や市場公募債の個別条件決定団体が増加するとともに、共同発行市場公募債や市場公募債超長期債の発行などの取組も進んできている。住民参加型ミニ市場公募債についても発行団体数、発行額ともに年々拡大し、市場からの資金調達の流れは着実に進んできているといえる。

米国における地方債については、CLAIR レポート第 14 号「アメリカの地方債」（1990 年 6 月 28 日）において報告が行われたところであるが、日本においても自己決定・自己責任による資金調達や市場からの資金調達が進んできている状況を踏まえ、地方債資金の多くを市場から調達している米国の州・地方団体の地方債制度についてその内容を追加するとともに、州・地方団体における地方債の活用事例についても新たに紹介していくこととした次第である。本レポートが日本の地方自治関係者の皆様にご活用いただき、お役にたてば幸いである。

本レポートの作成に当たっては、ワシントン・コア社、Illinois Municipal League の Kenneth Alderson 氏、Illinois Tax Increment Association の Norm Sims 氏ほか、多くの方々に多大なご助力をいただいた。ここに改めて厚く御礼申し上げたい。

（財）自治体国際化協会　ニューヨーク事務所長

概　要

第１章　米国地方債の概要

本章では、米国の地方債の概要について説明する。

○米国の地方債は、州や地方団体のほか地方債の発行権限を与えられた公社によっても発行されており、こうした公社や特別区（特別の役務を提供するために設立された地方団体）により発行される新規長期地方債の発行額の割合は増加傾向にある一方、州、カウンティ及び市町村のその割合は減少傾向にある。

○米国の地方債は、その返済原資により一般財源保証債とレベニュー債に分類されることがある。

一般財源保証債は、発行体の全信用力によってその元利償還が保証されるもので、比較的元利償還の信用度が高い債券といえる。ただし、その発行には住民投票による有権者の承認が求められることも多く、この要件が発行体にとって一般財源保証債を発行する際の１つの高いハードルとなっている。

一方、レベニュー債は、発行体の全信用力によって元利償還を保証するものではなく、起債収入を利用した事業（事業体）から生じる利用料等の収入によりその元利償還が行われる。そのため、起債により得た資金を投下した事業等が元利償還を行うに十分な収入を生み出すかに焦点が当てられ、通常は純収入（総収入から運営維持費を控除したもの）が元利償還を行うのに十分であることを明らかにしていく必要がある。また、元利償還の安全性を確保するため、発行体と投資家の間の具体的な契約が求められ、契約の中では、(元利償還がなされるための)適正な利用料等の設定、元利償還に見合う収入が得られなかったときのための元利償還のための資金留保、追加的な起債を行うために満たすべき要件などが定められ、地方債保有者を代表する機関である受託者は、発行体の契約遵守状況を監視するとともに、契約の遵守を発行体に求める権限が与えられている。

○米国における地方債発行承認・発行手続において、地方債法律顧問、ファイナンシャル・アドバイザー、格付け会社など様々な専門家（機関）が関与しており、発行体は必要なサービスを選択し活用している。

○格付けは地方債の信用力を測る上で広く行われており、発行体の資金調達に影響を及ぼすものとなっている。各発行体は地方債の信用を補完するため、地方債保険会社による保険、銀行による信用状（letter of credit)、地方団体に対する州の信用支援プログラムなどを利用することもある。

○地方債の引き受け企業は、投資家に対し地方債に関する情報開示・提供の責務を負っており、発行体や地方債の情報は地方債発行の際に作成される公式説明書を通じ明らかにされている。また、発行体自身による情報開示も進められてきており、関係団体による投資家広報プログラム、情報開示等に対する提言などもなされている。

第２章　ニューヨーク州の地方債

本章では、一般財源保証債の発行事例として、ニューヨーク州の事例を紹介す

る。

○ニューヨーク州に関係する債務は、州支援債務、偶発契約義務債務、道義的義務債務及び州保証債務の４つに分類されている。州支援債務は、州によって元利償還がなされるすべての債務を含むもので、州自らがその全信用力をバックに州債を発行し元利償還を行う場合（一般財源保証債）と、起債権限を与えられている公社が地方債を発行し州が公社との取り決めに基づきその元利償還を行う場合がある。債務残高でみると後者が圧倒的にその多くを占めている状況であり、一般財源保証債に求められる住民投票を経ずに州の財源によって元利償還を行う手法もとられている。

○2000 年には、州支援債務（一般財源保証債を含む）に対する制限を設ける債務改革法（州法）が成立した。この法律によって、州支援債務の新規発行に対し一定の制限を課すこととなった。具体的には、「2000 年４月１日以降に発行される州支援債務」の「債務残高（発行済額－元金償還済額)」及び「元利償還額」に上限を設定するもので、年毎にその上限が決められている（なお、2000 年４月１日前に発行済みの州支援債務や州支援債務以外の債務の債務残高や元利償還額は、上限計算に参入されない)。債務残高の上限は州個人所得の一定割合として決められており、2000-2001 年当時 0.75%から始まって、2010-2011 年段階では４%が上限となる。元利償還額の上限については総州政府歳入の一定割合とされており、2000-2001 年当時 0.75%から始まって 2013-2014 年段階では５%が上限となる。毎年の上限の計算においていずれかの上限を超える場合には、新規の州支援債務の発行を行うことができなくなる。

○一般財源保証債の発行・償還事務は、州会計管理長官室（州会計管理長官は、州知事、州司法長官、州議会議員と同様に公選職員である）によって行われる。地方債の安定的発行や支払利息等の費用の抑制のため、競争入札による一般財源保証債の販売、格付け強化･維持のための格付け会社との頻繁なコンタクト、投資家向けの財務情報の開示（ウェブサイトでも、投資家向けのコーナーをつくり情報を提供）などに取り組んでいる。

○クリーンウォーター・クリーンエア債は、州内の環境事業充実のために発行されている一般財源保証債であり、州議会によるクリーンウォーター・クリーンエア地方債法の可決、知事の法案署名を経て、1996 年 11 月の一般選挙において住民投票による有権者の承認（過半数（56%）の支持）を得た。

1990 年当時、環境保護を目的とした別の地方債法が推進されたものの、最終的に住民投票で否決された経緯がある。その際には州が住民投票での承認を得るため積極的な広報活動を実施したところ法廷闘争となり、州裁判所により「地方債法を住民投票で可決させるため、州政府が公金を使ってあからさまな推進活動を行うことは違憲」との判断も下された。そのため、1996 年のクリーンウォーター・クリーンエア債の住民投票に当たっては、地方債法の「推進」でなく、「教育」を行う姿勢を明確にし、活動が進められ、法案作成前の段階での推進派による世論調査の実施や同法によって誰もが何らかの恩恵を受けるようにするなどの有権者の承認の取り付けのための取組がなされた。

第３章　Tax Increment Financingにおける地方債活用
～イリノイ州市町村の事例を交えて～

第３章では、Tax Increment Financing（TIF）という米国地方団体における地域開発への資金供給システムの紹介とTIFにおける地方債の活用について、イリノイ州市町村の事例を交えながら紹介する。

○TIFは米国地方団体における地域開発財源確保のため手法で、指定された地理的区域（通常は荒廃地域）における公共投資等に資金を供給する１つの手段として進められてきている。新たな公共投資等や、それに伴う民間投資などによる財産税課税評価額の増加に伴う財産税増加額をTIF地区の公共投資等の原資とするものである(売上税など､財産税以外の増加額が利用されることもある)。TIFにおける資金調達は、財産税増加額が確保された段階で公共投資等を進めていく場合もあれば、公共投資等による将来の財産税増加額等を償還財源とした地方債を発行し、TIF地区における公共投資等を進める手法もある。

○TIFは公共投資等によって民間からの投資を引き起こすことが非常に重要であり、TIFの計画段階から民間部門の参加に配慮をしている。具体的には、民間部門がTIF地区に投資することを確実にするためにデベロッパーなどがTIF地区において開発を行うという約束がなされた後にTIF地区を設定するなどの配慮などもなされている。

○イリノイ州市町村におけるTIF導入決定のプロセスにおいては、市町村議会のほか、住民（公聴会が必須)、関係課税団体などの関係者の目が入る仕組みとなっている。また、TIF地区創設後も、関係課税団体によるTIF進捗状況のチェックなども行われる。

○地方債を発行する過程では、潜在的な投資家、格付け会社等によって地方債に関する精査が行われることとなる。地方債の元利償還能力に対する評価が低ければ、発行コストは上がり、最悪の場合には、投資家が地方債を購入しないということもありうる。発行体は、TIF事業への資金供給手法などについて、ファイナンシャル・アドバイザーといった専門家などの助言を受けながら決めていくこともある。

○イリノイ州市町村の場合、TIFのために発行される地方債を、州法上、一般財源保証債、レベニュー債又はダブル・バレル債（第一義的には事業収入等によって元利償還が保証されるものの、究極的には発行体の全信用力によってその元利償還が保証されているもの）として発行することが可能である。一般財源保証債の発行手続は、各市町村のホームルールの採用可否によってその手続が異なる｡ホームルール採用の市町村では住民投票の要件が課されていない一方、ホームルールを採用しない市町村では、ある例外を除き、住民投票が求められている。一方、レベニュー債やダブル・バレル債として発行する場合においても、住民による住民投票の請願によって、住民投票にかけられることもありうる。

第１章　米国地方債の概要

第１節　地方債の発行体

日本の場合、地方債[1]は「地方公共団体」が負担する債務であるが、米国においてmunicipal bond（地方債）という場合、その発行は、州、地方団体（カウンティ、市町村、特別区）のほか、電気、水道、病院、住宅、交通などの目的で設立され起債の権限を与えられた公社（authority）等を通じ行われている。

下表は地方債発行体別の新規長期債の発行状況であるが、州、カウンティ及び市町村といった一般目的政府の発行額の占める割合が減少傾向にある一方、公社や特別区（特別の役務を提供するために設立された地方団体）によって発行される地方債が増加傾向にあることがわかる。

○新規長期債の発行状況

発行体	1980		1990		2000		2002	
	金額（億ドル）	割合（%）	金額	割合（%）	金額	割合（%）	金額	割合（%）
州 (state)	5.1	11.2	15.0	11.9	20.8	10.7	34.0	9.6
カウンティ (county/parish)	4.6	10.1	10.0	7.9	12.7	6.5	23.5	6.6
市町村 (city, town, or village)	8.5	18.6	22.7	18.0	29.3	15.1	46.9	13.2
特別区(district)	3.9	8.6	15.2	12.1	27.8	14.3	54.4	15.3
州公社 (state authority)	14.1	30.9	40.6	32.2	64.2	33.0	125.0	35.1
地方公社 (local authority)	9.2	20.2	20.7	16.4	33.1	17.0	59.8	16.8
その他	0.2	0.4	1.7	1.5	6.4	3.4	12.2	3.4
計	45.6	100.0	125.9	100.0	194.3	100.0	355.8	100.0

出典：連邦政府商務省センサス局“Statistic Abstract of the United States 2004-2005”

（注１）長期債とは、13 か月未満の満期のものを除く。

（注２）私募によって販売されたものは含まれていない。

[1]日本における地方債は、債務の履行が１会計年度を越えて行われるものであることから、本レポートにおいては米国地方債の長期債（long-term bond）を中心に記述することとしたい。

第２節　地方債の分類及び特徴

米国の地方債は、その返済原資に応じて、一般財源保証債（general obligation bond）とレベニュー債（revenue bond）に分けられることがある。

１　一般財源保証債

（１）概要

一般財源保証債とは、州や地方団体が、道路、学校の建設などの州・地方団体が所有かつ運営する事業の資金を調達する等の目的で発行する地方債で、発行体自身の全信用力（full faith and credit）によって、元利の支払いを保証するものである。一般財源保証債によって資金調達された事業は、その発行体内の全住民にとって共通の恩恵となるものであるため、発行体内の全住民が納める税によって元利支払いを賄うという考えである（これに対して、次に述べるレベニュー債は、高速道路や水道・電気の供給施設の建設などを目的に発行され､｢利用者が支払う利用料によって元利支払いをする｣という考えである)。一般財源保証債の発行には発行体の議会等の承認が必要であり、多くの場合、住民投票による有権者の承認も必要とされる。

（２）一般財源保証債の特徴

一般財源保証債の特徴としては、次のようなものが挙げられる。

優れた点（advantages）	劣る点（disadvantages）
①最も強い元利償還の保証によるため、通常、最も低利となる。 ②借入準備が比較的容易 ③競争入札方式による地方債の販売がなされることが多いため、通常は、利率を抑えることができる。 ④住民投票により、有権者によって事業が支持されていることを確認することとなる。	①住民投票が必要なため、資本事業への資金供給が遅れることもありうる。 ②起債額に関し法的制限が課されている。 ③税で元利償還が行われる場合、事業の費用対効果（便益）が悪いこともありうる。 ④元利返済年数と施設耐用年数の整合性が図られないこともありうる。

出典：政府財務職員協会（Government Finance Officers Association）“Local Government Finance”（John Petersen & Dennis Strachota, 1997）P275 より作成。

２　レベニュー債

（１）概要

発行体の全信用力ではなく、特定の利用料や歳入を償還財源として発行する債券がレベニュー債である。レベニュー債は、州・地方団体、特定事業目的のため地方債を発行する

権限を与えられた公社などによって発行されており、有料の高速道路、空港、水道・下水処理施設、医療施設、住宅事業など様々な事業において利用されている。

レベニュー債の発行も発行体の統治組織等の承認を必要とするが、通常、住民投票による承認が不要となっている点が発行体にとっては魅力の一つとなっている。なお、地方債の元利償還に当たり、時に利用料等による誓約に加え、一般財源保証（general obligation pledge）が付されることもあり、こうした２つの（又は２つ以上）の返済原資によって保証される債券はダブル・バレル債[2]（double-barreled bond）と呼ばれることもある。

（２）レベニュー債の特徴

レベニュー債の特徴としては、次のようなものが上げられる。

優れた点（advantages）	劣る点（disadvantages）
①住民投票（有権者の承認）が必要でないため、迅速な行動が可能 ②起債額の制約を受けないことが多い。 ③地方債元利償還費用はサービス受益者が負担 ④地方債元利償還費用は事業の耐用年数内に支払われなければならない。	①一般財源保証債に比べ、通常、より高い利率となる。 ②有権者の承認が通常必要ない。 ③借入準備が比較的手間 ④協議方式により地方債の販売がなされることも多く、利息コストが増加

出典：政府財務職員協会（Government Finance Officers Association）“Local Government Finance”（John Petersen & Dennis Strachota, 1997）P275 より作成

（３）レベニュー債による主な事業内容

レベニュー債の主な事業内容は、①公益事業、②医療・高等教育・その他の非営利事業、③住宅事業、④交通事業、⑤産業開発、⑥歳入源を明確に約束したレベニュー債（securitized revenue bond）の６つに分けることができる[3]。

事業	内容
公益事業（utilities）	電力、ガス、水道、下水道、ゴミ処理などの公益事業の資金調達のために発行する。主に地方団体又は地方公社がレベニュー債を発行する。
医療・高等教育・その他の非営利事業	医療施設、短大・大学（公立・私立）、小学校・中学校・美術館、その他の非営利事業などのために発行する。州議会は、医療、教育、文化事業などのために公社を設立し起債権限を与え

[2]一般財源保証を付すダブル・バレル債は、州法で定められた地方債発行の規制条項（住民投票要件等）の回避や支払利息の抑制などのために活用されることがある。

[3]The Bond Market Association ”The Fundamentals of Municipal Bonds (fifth edition)”（Judy Wesalo Temel, 2001）P59

	るだけではなく、非営利団体に代わりに地方団体が起債することを認める場合もある。
住宅事業	低・中所得者用の多世帯住宅施設、初回住宅購入者向けの一家族用住宅、高齢者や退役軍人向けの住宅事業のために発行される。州又は地方の住宅資金供給公社（housing finance agency）が債券を発行しており、賃貸料、連邦政府から受ける様々な助成金などが償還財源。
交通事業	高速道路や空港、港湾、橋梁、トンネル、大型交通機関などの事業を目的として発行する。州又は地方の公社が発行体となるほか、政府自身が発行することもある。通行料、営業権利（空港敷地内でレンタカー会社が払う営業権など）などが償還財源。
産業開発	産業開発やその他の免税施設（exempt facilities）[4]における活動のために発行され、施設を利用する私的事業活動が償還財源となる。通常、地方団体が発行体となり、産業開発債によって建設した施設を民間企業にリースし賃貸料を償還財源としたり、債券の起債収入を民間企業に融資しその返済を償還財源とする。民間企業は免税扱いにより低コストの資金調達が可能になるのと引き換えに、雇用創出や環境汚染の改善、税収基盤の強化といった、発行体の公的目標に貢献する形となる。免税扱いを受けるには、一定の条件を満たすことが必要。
歳入源を明確に約束したレベニュー債（securitized revenue bond）	税の先取特権（tax liens）、その他の税源、補助金、タバコ訴訟和解金などの資産によって保証されているレベニュー債。例えば、将来のタバコ訴訟和解金収入（資産）を償還財源とした地方債など。

（４）レベニュー債の安全性

レベニュー債は、発行体が誓約した特定の収入によってのみその元利償還が保証されるため、元利償還を確実にするための措置が取られる。以下、レベニュー債の元利償還の安全性に関連する事項について触れてみたい。

ア　実現可能性に関する調査とカバリッジ（coverage）

レベニュー債は、地方債資金を充当した事業（又は事業体）が、元利償還を行うに十分な収入を生み出すかどうかに焦点が当てられる。そのため、レベニュー債の発行体統治組織等による承認は、１つ又は複数の実現可能性を立証する調査を基になされることも多く、後述する格付け会社も、レベニュー債の格付けを行うにあたっては実現可能性

[4]免税施設とは、内国歳入庁（Internal Revenue Service）規則の下、免税扱いを適用される債券による資金調達で建設される私的施設または私的事業に利用される施設。

に関する調査を求めることとなる。実現可能性調査は、専門的で独立した検証でなければならず、レベニュー債を利用する事業等が、その運営維持費用や元利償還費用などをカバーするために十分な収入が生み出すことを検証することとなる。発行体は実現可能性調査のため、資金が利用される事業と同種の事業の評価に経験のあるコンサルティング技術者（consulting engineer）や専門会社と契約を結ぶこともある。調査内容は、事業や事業体の運営等のあらゆる側面をカバーするものとなるが、事業やサービスに対する需要、将来の年間収入支出のほか、債務残高があるいずれの年においても、純収入[5]（net revenue）が既存・新規発行レベニュー債にかかる年間元利償還額のある割合（例えば125%）と同じ又はそれを超えることに焦点が当てられる。年間元利償還額に対する純収入等の割合はカバリッジと呼ばれ、ある割合以上のカバリッジを求めることにより、事業の実現可能性に関する楽観的な見通しや収入の減少、費用の増加といった不測の事態を埋めあわせるのに純収入が十分であることを保証するのに役立つ。カバリッジはその事業内容によって異なる場合もあり、市場競争・リスクに直面する事業等（例えば、医療機関、公園事業など）の地方債は、安定した独占的な事業等（例えば、水道事業など）よりも高いカバリッジが求められることもある。

イ　地方債の契約条項

レベニュー債は、返済原資が特定の使用料等に限定されており、一般財源保証債のように全信用力で保証されるわけではないため、投資家の利益を保護するための発行体と投資家の間の具体的な契約が求められる。この契約の中では、事業（事業体）運営等においてある基準を満たすよう又はある行為を行うことを慎むよう発行体に求めるものとなっており、次に述べる各種契約条項（covenant）も含まれる。債券保有者を代表する機関である受託者（trustee）は、発行体が契約条項を遵守しているか監視するとともに、契約条項に基づき、発行体に契約条項の遵守を強いるように法的措置をとる権限を与えられている。主な契約条項としては、次のようなものがある。

（ア）料金に関する契約条項

料金に関する契約条項はたいへん重要なものであり、運営維持費用、債務返済等に見合う十分な収入が維持されるための契約である。この契約条項は、契約において具体的に定めるカバリッジ以上となるよう、発行体に対し十分なレベルでの料金設定を求めるものである。もし、純収入（運営維持費用を差し引いた後の収入）がその契約要件に満たない場合、通常その契約条項の中では、発行体が事業又は事業体を調査するためのコンサルタントを雇い、そのコンサルタントが料金及び（又は）運営方法の変更に関する勧告を行うことを求める内容となっている。発行体がその勧告を採用しない場合には、受託者は訴訟を提起することもありうる。

[5]純収入（net revenue）＝総収入（gross revenue）－運営維持費用（operating and maintenance expenses）地方債の元利償還を行うための収入を生み出すためには、事業体又は事業がまず運営されなければならないとの考え方のもと、地方債の元利償還の前に、運営維持費用に収入が当てられるのが一般的。

（イ）元利償還留保（debt service reserve）に関する契約条項

ほとんどのレベニュー債の発行に当たってはこの契約条項が盛り込まれており、発行体に対して１年又は６か月の間の元利償還額に見合う資金の留保を求めるものとなっている。収入が不足した際の元利償還を行うため利用されるこの留保資金は、発行体に対し収入不足をもたらした原因を解決する時間を提供することになる。仮に状況が急を要する事態であれば、その留保資金は１年又は６か月の間投資家を守るとともに、受託者が問題解決を発行体に強制する、又は発行体が投資家の要求を満足させる措置をとる時間を与えることとなる。

契約条項上求められる元利償還留保額は、既存・新規のレベニュー債にかかる元利償還額の観点から設定され、最大年間元利償還額、平均年間元利償還額、平均年間元利償還額の一定割合等によって決められる。元利償還留保資金は、投資家を代表する受託者によって管理される。収入が不足し元利償還留保資金が元利償還に利用された場合には、元利償還留保額が再び契約条項において求められている水準となるよう、純収入が十分確保できた際に資金の積み立てが行われることとなる。

（ウ）追加的な起債に関する契約条項

この契約条項は、発行体が具体的に決められたカバリッジを満たさない限り、発行体の将来における起債を禁じるものである。この契約条項は、過去の状況の検証と将来の収入の吟味の両方を含むものとなっている。過去の状況の検証とは、例えば、新たな起債が行われる前年（又は過去数年のそれぞれの年）において、元利償還額の125％に等しい（又は超える）純収入を上げていることを求めるものであり、将来の収入の吟味とは、例えば、コンサルタントによる調査によって、既存の債務や将来において提案される追加的起債にかかる最大年間元利償還額（maximum annual debt service）が純収入によってまかなうことができることが示される必要がある。契約条項によっては、より制約の少ない形で、劣後長期債や短期債の発行を認める場合もある。

（エ）建設・運営に関する契約条項

建設に関する契約条項は、起債によって調達された資金や建設に利用可能な他の財源が､意図された目的の達成のために利用されることを確実にするためのものである。具体的には、建設費用の分割払いが行われる前に、業務が申し分なく完了したことについてエンジニアの証明を得ることや、建設費用支払いの受託者による承認などの内容がある。また、運営に関する契約条項には、事業（事業体）の適切な継続や適格な職員採用などがある。

（オ）資金の流れに関する契約条項

レベニュー債の契約条項では、通常、建設基金、収入基金、運営・維持基金、元利償還基金、元利償還留保基金といった基金（fund）をつくることとなっている。

a　建設基金（construction fund）

起債により調達された資金が投下された資産からの収入は、元利償還の源泉となるため、起債収入が何に使われるかを管理することは重要である。そのため、

起債で調達された資金は建設基金において管理されることとなる。建設基金は、起債収入や他の建設等財源を受け入れ、建設等の進捗とともに、建設等にかかる費用を建設基金より支払う。建設中は、建設基金より地方債発行費用や元利償還費用が支払われるが、建設事業の完了の際、建設基金は閉鎖され、残った資金は一般に元利償還基金又は元利償還留保基金に移される。

b　収入基金（revenue fund）等

収入基金はすべての運営収入を受け入れるとともに、契約条項に定める資金の流れに従って支払いがなされる。収入基金の資金は、次の順番で他の基金に分配されるのが一般的である。

運営・維持基金（operation and maintenance fund）

地方債の元利償還を行うための収入を生み出すためには、事業（又は事業体）がまず運営されなければならないという考えの下、収入基金から運営・維持基金に最優先に配分される。

元利償還基金（debt service fund）

次に、元利償還を行うために資金が配分される。

元利償還留保基金（debt service reserve fund）

次に、収入基金から元利償還留保基金に分配される。元利償還留保基金は、元利償還基金自体で支払いが十分でない場合にのみ利用される。地方債の発行後、最初の 60 か月以内に通常は積み立てられる[6]。詳細については、「（イ）元利償還留保（debt service reserve）に関する契約条項」のとおり。

その他基金

その後、修繕・取替基金（repair and replacement fund）、予備基金（contingencies fund）、剰余金基金（surplus fund）などに、資金が分配されることとなる。

※契約条項の具体例

契約条項の概要について、ここではニューヨーク市水道資金供給公社（New York City Municipal Water Finance Authority。以下「水道資金供給公社」という。）の水道・下水道システムレベニュー債（2005 年度シリーズ D）の内容をもとに紹介する。

1　水道資金供給公社の概要

水道資金供給公社は、ニューヨーク州法に基づき創設された公益法人（public benefit corporation）であり、ニューヨーク市水道・下水道システムの必要な資本事業に対する資金供給を行う役割を担っている。水道資金供給公社が設立される以前は、市の一般財源保証債によって水道・下水道システムの資本事業の資金が調達されていたが、New York City

[6]Government Finance Officers Association “Local Government Finance”　(John Petersen & Dennis Strachota, 1997) P277

Municipal Water Finance Act（州法）の成立とともに、1984 年に市所有の水道・下水道システムに対する資金供給の役割を水道資金供給公社が担うこととなり、起債権限を与えられた（なお、課税権限はない)。

ニューヨーク市の水道・下水道システムの管理運営に密接に関与する組織としては、水道資金供給公社のほか、ニューヨーク市環境保全局（Department of Environmental Protection）やニューヨーク市水道委員会（New York City Water Board）がある。市環境保全局は、水道・下水道システムの運営・維持を役割としている。また、市水道委員会は、水道・下水道料金を課し徴収する権限を持つ公益法人（public benefit corporation）であり、水道・下水道システムからの収入を水道資金供給公社の債務償還や、市環境保全局の水道・下水道システム運営維持費用のために配分する責務を負っている。

2　契約条項等の概要

（1）発行額、満期構成

水道・下水道システムレベニュー債（2005 年度シリーズ D）発行額　$ 559,205,000

満期日（6 月 15 日）	元金償還額	利率（interest rate)	利回り（yield)	備考
2037 年	$ 256,975,000	5 %	4.56%	
2038 年	$ 169,820,000	5 %	4.58%	
2039 年	$ 48,500,000	5 %	4.50%	地方債保険付
2039 年	$ 83,910,000	5 %	4.59%	

（注）利払いは半年に 1 回（6 月 15 日、12 月 15 日）

（2）契約条項概要

内容	説明
資金の用途	この地方債によって調達される資金は、次の 5 つの目的のために利用されると見込まれている。 ①資本事業の一部への資金供給 ②水道資金供給公社発行のコマーシャル・ペーパー残高の一部元利返済 ③水道資金供給公社の水道・下水道システムレベニュー債残高の一部借り換え ④地方債発行コストの支払 ⑤資金留保
承認状況	この債券は、1985 年 11 月 14 日採択「水道・下水道レベニュー債決議（resolution)」及び 2005 年 4 月 11 日採択「第 72 回補足決議」に従い、水道資金供給公社によって発行される。
収入誓約	この債券は水道資金供給公社の特別債務であり、運営・維持費用

(revenue pledge)	やその他の費用の支払前の水道・下水道システムの総収益によってのみ支払われ、保証される。
元利償還留保基金 (debt service reserve fund)	この債券の引渡しにより、元利償還留保基金は総計元利償還額の最大年間元利償還額に少なくとも等しい額で積み立てられる。
使用料に関する契約 (rate covenant)	市水道委員会は、各年度に十分な使用料等を設定・徴収すると水道資金供給公社と契約しているため、各年度に徴収される収入は、水道資金供給公社のすべての債務残高と、今後見込まれる地方債額の総計元利償還金の 115%と、運営費用等の 100%の額に最低でも等しいものとなる。
追加的起債(additional bonds test)	追加的起債は、次の各要件を満たす場合にのみ、発行が許される。 ○追加的地方債が発行される会計年度とそれに続く５会計年度の各会計年度において見積もられる収入が、「各会計年度のすべての地方債（追加的に発行されるものも含む）に対し見込まれる最大元利償還額の 115%」と、「各会計年度に見込まれる運営費用及び必要な積立額（元利償還留保基金への資金補充など）の 100%」の合算額に少なくとも等しくなること。 ○追加的地方債が発行される会計年度に先立つ過去２会計年度の各会計年度における収入が、「各会計年度の地方債元利償還額の 115%」と、「各会計年度の運営費用及び必要な積立額の 100%」の合算額に少なくとも等しかったこと。
法的意見概要 (summary of certain legal opinions)	ニューヨーク市が破綻した場合に、裁判所は水道・下水道システムの収入を市の財産とはせず、市の資産及び債務と、水道資金供給公社又は市水道委員会の資産及び債務との統合を命ずることもないであろう。（中略）地方債法律顧問は、現行法のもと市水道委員会又は水道資金供給公社が、アメリカ合衆国破産法にいう債務者としての資格を持たないと意見を述べている。
使用料等(rates)	使用料等（rates, fees and charges）は市水道委員会によって課され、収入の１%に当たる州北部の利用者の限られた人々に課される使用料等を除き、規制認可に従うことはない。

出典：水道資金供給公社　水道・下水道システムレベニュー債（2005 年度シリーズ D）の公式説明書より作成。

（注）ここでは、便宜的に公式説明書の内容で契約条項の概要を紹介している。

第３節　地方債発行に関わる主な機関

米国の地方債の発行体は、起債事務を補助する専門サービスを活用している。発行体は起債過程において必要とされる専門サービスを特定することとなるが、どのようなサービスを利用するかは発行体によって異なる。実際問題として、小規模で頻繁に起債を行わないような発行体は、起債事務等の補助を専門家チームに依頼している。起債プロセスにおいて一般的な外部の専門家（機関）として、地方債法律顧問（bond counsel)、ファイナンシャル・アドバイサー（financial advisor)、引き受け企業（underwriter）などがあげられる。なお、これ以外にも、受託者、格付け会社、地方債保険会社など様々な専門機関が関係している。

１　法律顧問（legal counsel）

米国の地方債承認･発行の過程においては法律家が関与しており、地方債法律顧問（bond counsel)、引き受け企業法律顧問（underwriter's counsel)、発行体の法律顧問などによってサービスが提供されている。

（１）地方債法律顧問

地方債法律顧問の役割としては、起債の妥当性（起債のための必要な手続を踏んでいるかなど）や地方債債券の税のステイタス（連邦・州所得税の免税債券かなど）の確認などがその中心となっている。地方債法律顧問による起債妥当性の証明がなければ投資家は債券自体を購入しないだろうし、免税債券としての証明がなければ課税される債券として取り扱われることになる。

地方債法律顧問は多くの役割を果たしており、しばしば起債の承認や発行過程の早い段階で選任される。一般財源保証債発行の場合、地方債法律顧問は、地方債発行にかかる必要書類の作成又はそうした必要書類準備の監督や、地方債発行の承認手続などの管理監督を行う。一部の一般財源保証債やほかのタイプの地方債の場合、必要書類や有効な起債を行うために踏むべきステップの指示なども行う。また、地方債法律顧問は、発行体によって保証された事実を基に当該地方債に係る法的意見を提出する。

（地方債法律顧問の主な業務）

○発行体が起債する法的な権限を持つかどうかの確認

○起債に関連する法律要件への合致の確認や地方債発行のために必要とされる手続を踏んでいることの確認

○免税債券かどうかの確認

○地方債発行に関する条例（ordinance)、決議（resolution）又はレベニュー債の場合の発行体と投資家の契約の起草など。

○地方債に関する法的な質問に対する回答

地方債法律顧問としての専門サービスは、発行体から独立した地方債のそうした業務を手がける法律事務所等によって提供されている。発行体自身が法律顧問を抱えており、その者が地方債法律顧問と同様に、発行体の起債権限や起債手続要件を知っていることもあるが、発行体の法律家は発行体の利益を代表する立場にあり、市場の観点からすれば、発行体の法律家は、債務の法的妥当性に関する客観的で独立した意見を出すことはできないと考えられている。ただし、発行体の法律家は、通常、起債手続きにおいて限定的ではあるが重要な役割を果たしている。債務に対する訴訟が提起されていないことの証明やレベニュー債の場合には契約条項が発行体によって既に締結されている他の契約に抵触していないことの証明などを行うこともある。

（2）引き受け企業法律顧問

引き受け企業法律顧問の第一義的な役割は、引き受け企業に対し、協議方式による地方債の引き受けの場合の、発行体にかかる公開情報の収集と、公開情報の適正さ・正確さについての見解を述べる書面を提供することである。引き受け企業法律顧問は、地方債の引き受けにかかる協議事項において引き受け企業を代表し、発行体の徹底的な適正評価分析を行う。適正評価（due diligence）には発行体等に財政状況、財政計画、財務報告書や他に投資を行うかどうかを決めるために知っておくべき重要な事項について質問することを含み、最終的に、取引に必要な資料が開示されており投資の決定を行うためのすべての資料が含まれているという証明書を引き受け企業に対して提供する。

引き受け企業法律顧問は、協議方式による地方債の販売の際に、公式説明書の準備・監督に主要な役割を果たすこともある。

2　ファイナンシャル・アドバイザー

ファイナンシャル・アドバイザーの主要な役割は、地方債の発行に関する事項について発行体を支援することである。最も重要な役割としては、発行体が手ごろな利率で資金調達をするための支援があり、そのほか、債券構造（debt structure）の設定支援や債券関係者（引き受け企業、格付け会社、その他専門機関）と渡り合うための専門知識の提供などがある。あまり起債を行わないような地方団体では、債券構造の決定や引き受け企業との協議等のために必要とされる知識や経験を持つ職員がいない場合も多く、しばしばファイナンシャル・アドバイザーが活用されることになる。

（ファイナンシャル・アドバイザーの主な業務）

○起債による資金調達を採用するかどうかの助言（起債を採用するか。起債する場合、短期債・長期債のどちらにするかなど）
○発行体が負担することが可能な債務額の分析
○起債手続に必要とされる専門家の選定プロセスの改善及びそのプロセスの補助
○地方債の販売方法（協議方式、競争入札方式等）についての助言
○協議方式における販売価格設定に対する助言や販売プロセスの監視
○競争入札方式における入札の正確性の確認

○格付けのための各種準備、格付け会社への説明など

3　引き受け企業

地方債は、公に販売される場合と私募によって引き受けられる場合がある。

公売（public sales）の場合、発行体は、引き受け企業又は引き受け企業グループに地方債を販売し、引き受け企業は投資家[7]に対し再販売することとなる。引き受け企業とは、発行体からの債券の購入や投資家への地方債販売のお知らせ、販売などの役割を果たす投資銀行、証券会社などのことをいう。地方債の引き受け企業への販売は、引き受け企業による競争入札（competitive sale）又は発行体と引き受け企業との協議（negotiated sale）を通じて行われる。州の一般財源保証債の場合、多くは競争入札方式で販売をすることを必要としている。協議方式での販売も可能としている州もあるが、通常は限られた条件の下でなされている。また、州のレベニュー債の場合、ほとんどの州においては、競争入札方式、協議方式のいずれかにより地方債を販売することが可能となっている。カウンティ・市町村の発行する地方債に関し、州は、一般財源保証債の販売に競争入札方式を求め、レベニュー債については、協議方式による販売も可能とするという類似した方法をとっているようである。なお、下表からわかるように、新規発行地方債発行額で見てみると、協議方式による発行額は競争入札方式の発行額を大きく上回っている状況である。

また、公売によることなく、1ないしごく少数の投資家（金融機関等）が直接地方債を引き受ける私募(private placement)の方式が採用されることもある。こうした投資家は、引き受け企業と違い、再販売のために地方債を購入するものではない。私募方式は、事業規模や発行体の資金調達戦略によるものの、しばしば数万ドルから数百万ドルといった控えめな資本事業のために採用されており、地方債における私募方式の採用は限定的となっている。

○新規発行長期債の販売方法

（単位：千ドル）

販売方法	1999	2000	2001	2002	2003
協議	166,722,700	145,606,500	222,123,700	284,060,300	303,637,100
競争入札	52,811,100	48,678,000	63,107,900	71,877,600	75,983,700
私募	8,081,900	6,404,200	3,015,300	2,831,000	4,389,500

出典：The bond buyer 2004 yearbook

（注）満期が13か月以上の長期債発行額を基にしている。

[7]米国の場合、地方債保有する投資家は、一般市民、ミューチュアル・ファンド、保険会社などが多い。

第４節　地方債の発行条件

１　満期構成（maturity structure）

地方債の満期日の設定については基本的な２つのアプローチがある。１つは連続償還債券（serial bond）で、連続する年において異なる満期日[8]が設定されるものである。地方団体の一般財源保証債の発行においては、この債券を活用することも多く、既存の債務の元利償還額と、新たに発行する債券の元利償還額を調整し、各年の債務償還を平準化するため、新規発行債券の各満期日における元金償還額が異なることも多いという。もう１つは一括償還債券（term bond）で、１つの定められた満期日を持つものであるが、現在では一括償還債券のみでの発行はまれである。一括償還債券の場合、発行体は満期日における償還のための資金を蓄積するため、減債基金（sinking fund）への積立てを通常求められることとなる。地方債債券は、連続償還債券と一括償還債券の両方の債券を組みあわせ構築されることもあり、地方団体におけるレベニュー債においては最も活用されている形態である（具体例については、下の「満期構成（連続償還債券と一括償還債券を組み合わせた場合の例)」を参照)。

また、市場は債務の償還を終える期間に対して通常制限を課している[9]。例えば、起債によって調達された資金が利用される資産の耐用年数が 20 年を超えるものであったとしても、投資家は一般財源保証債の償還が 20 年を超えることを通常好まない。一方、レベニュー債の償還期間は、通常、地方債資金が充てられる資産の耐用年数とその元利償還の原資として誓約した収入の流れに基づいており、長い償還期間が設定されることもある。

○満期構成（連続償還債券と一括償還債券を組み合わせた場合の例）

地方債発行額　　746,200,000 ドル

うち連続償還債券　115,885,000 ドル

うち一括償還債券　630,315,000 ドル

＜連続償還債券の内訳＞

満期	元金償還	金利	価格
1998	8,380,000	7.30	100%
1999	18,140,000	7.40	100%
2000	27,725,000	7.50	100%
2001	29,745,000	7.60	100%
2002	31,895,000	7.70	100%
計	115,885,000	－	－

（注）一般に満期が長ければ、売り出し金利も高くなる。

[8]地方団体の長期債の場合、元金償還は年１回、利払いは半年に１回が一般的。

[9]International City/County Management Association “Capital Budgeting and Finance: A Guide for Local Governments” (John Vogt, 2004) P248

＜一括償還債券の内訳＞

満期	元金償還	金利	価格
2004	65,895,000	7.75	99.75%
2015	439,420,000	7.75	99.25%
2017	75,000,000	5.00	69.00%
2018	50,000,000	4.00	57.50%
計	630,315,000	－	－

２　利率

地方債の金利は、下表からもわかるとおり、固定の利率による場合が多い。変動金利[10]での発行は、格付けがよく、債務管理などに必要な時間を当てることができるスタッフを抱える大規模な発行体などで行われている。

○新規発行長期債のクーポン

（単位：千ドル）

	1999	2000	2001	2002	2003
固定利付（fixed-rate）	186,671,500	146,862,700	229,290,200	275,414,200	290,261,500
その他	40,944,300	53,825,900	58,956,800	83,294,700	93,848,000

出典：The bond buyer 2004 Yearbook

（注１）満期が 13 か月以上の長期債発行額を基にしている。

（注２）「その他」とは、変動利付、ゼロクーポン、オークション利付等の合算で記載。

[10]名目上、満期が 13 か月以上とはなっているものの、債券保有者は定期的に（週１回、月１回など）債券の購入を発行体に要求できる権利を与えられており、市場では短期債（short term debt）の扱い。

第５節　地方債の信用

１　債務不履行の状況

米国の地方債の全体的な信用度はかなりよい状態にある[11]ものの、住宅、医療、電力関係の事業等で地方債の債務不履行（デフォルト）は起きている。

○地方債の債務不履行の状況

	デフォルト件数	長期債発行件数	デフォルト率（%）
1940 年～1949 年	79	40,907	0.19
1950 年～1959 年	112	74,592	0.15
1960 年～1969 年	294	79,941	0.37
1970 年～1979 年	202	77,620	0.26
1980 年～1994 年	1,333	130,092	1.02
計	2,020	403,152	0.50

出典：債券市場協会（The Bond Market Association）

２　格付け（rating）

（１）格付けの意義

格付けは、債券の信用力、すなわち元利償還の安全度を測る方法として米国の地方債において広く行われており、地方債発行に当たり格付け会社から格付けを得ることはほぼ必要条件とみなされている。格付けが発行体にとって重要な意味を持つ理由としては、次のようなことが上げられる[12]。１つ目は、投資家の増加とその増加による投資家間の競争（支払利息を抑える効果が期待できる）によって、格付けは地方債市場の拡大をもたらしている。地方債の主要な保有者であるミューチュアル・ファンド（mutual fund）は、格付けがなされていない地方債の購入に制限が課されている。また、同じく主要な地方債の保有者である個人投資家は、格付けのなされている地方債に関心を持つ。そのため、市場の専門家は、起債する際に最低１つ、なるべくならば２つの地方債格付けを受けるようアドバイスする。２つ目は、地方債の投資家はしばしば債券の売買を行っており、格付けは債券の市場性を増し、利回りを抑え、市場で売買される債券価格を上昇又は下支えする役割を果たしうる。３つ目は、格付けに過程において行われる独立・包括的な地方債に関する調査は、発行体の優れた事業計画や財務管理実務を確認することになり、発行体職員に対し

[11]International City/County Management Association ”Management Policies in Local Government Finance”(Fourth Edition, Richard Aronson & Eli Schwartz, 1996) P335
[12]International City/County Management Association “Capital Budgeting and Finance: A Guide for Local Governments” (John Vogt, 2004) P219

そのような事業・財務管理の実践を続けるなどのインセンティブを与えることとなる。また、よい格付けは投資家と同時に納税者やコミュニティにも、発行体職員が税金や他の収入のよき管理者であり、現在や将来のニーズにあった計画を実行しているというシグナルを送ることになる。格付けの引き上げも納税者、コミュニティ及び投資家に見通しが好転していることを示すことになる。逆に、格付けの引き下げの場合、何らかの問題克服を促すことになる。最後は、将来の地方債の元利償還を保証する地方債保険は、格付けされた地方債に利用可能であることである。

格付け会社は、格付けを定期的に見直し、発行体の財政状況や業務情報を分析する。さらに、格付けの引き上げや改善策を求める発行体に対して、格付けに関する情報を提供することもある。格付け会社と発行体の関係者間では、常にコミュニケーションがあるのが一般的である。

一方で、多くの地方債がその発行に当たり格付けを得るものの、格付けを受けずに発行される場合もある。ケースとしては、市場が投資に理想的な状況にある場合、投資レベルの格付けを受けるのに十分な状態にない、又は格付け費用を払うほど発行額が大きくない[13]と発行体が判断する場合などが挙げられる。

（２）格付けの影響（ハリケーン・カトリーナの被害を受けたニューオリンズ市の例）

格付けは、発行体の資金調達に大きな影響を与えている。よい格付けは、発行体の資金調達を容易にするとともに支払利息の軽減も期待できる。一方で、格付けが低い場合、その逆の状況が生じるのもまた然りである。ハリケーン・カトリーナ（2005 年）によって大きな被害を受けたルイジアナ州ニューオリンズ市は、ハリケーン以降、大幅に格付けを下げた団体である。主要な財源の１つである財産税は大きく失われ、売上税の徴収額も前年の半分にも満たない状況である。市は多くの市職員を既に一時解雇（layoff）しているが、警察・消防といった基本的行政サービスを維持するための資金の確保にも苦労している状況となっている。市はハリケーンによる被災の前においても、その格付けは「BBB+」と全米の大きな都市に比べて決してよい格付けではなかったが、ハリケーン以降、その格付けは「Ｂ」にまで大幅に格下げされジャンクボンドの水準となった。市は、その潜在的な資金調達源としては、連邦政府からの融資のほか、銀行からの融資が選択肢として挙げているものの、その低い格付けは銀行からの資金調達をより一層困難な状態にしており、必要な財源の確保は不透明である[14]。

（３）格付け会社と格付けの内容

地方債の格付けを行う格付け会社には、スタンダード＆プアーズ社（Standard & Poor's: S&P）、ムーディーズ・インベスターズ・サービス社（Moody's Investors Service）、フィ

[13]格付けのない地方債の平均は 10 万ドル。
[14]2006 年２月 26 日のニューヨーク・タイムズ紙による。

ッチ社（Fitch）などがあり、現在、この３社のほぼ独占となっている。格付けは基本的にA、B、C、D のアルファベットを使って行われている。格付けの内容や各州の格付けの状況は、次のとおりである。

○格付けの内容

格付けの内容		S&P	ムーディーズ	フィッチ
投資レベル	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
非投資レベル	投機的（Speculative）	BB	Ba	BB
	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 やフィッチは「＋」や「－」を、ムーディーズは数字（1、2、3）を使って格付けする。

○州政府格付け（2003 年第４四半期時点）

州名	S&P	ムーディーズ	フィッチ	州名	S&P	ムーディーズ	フィッチ
アラバマ	AA	Aa3	AA	モンタナ	AA-	Aa3	(NA)
アラスカ	(1)	Aa2	AA	ネブラスカ	(1)	(NA)	(NA)
アリゾナ	AA-	(NA)	(NA)	ネバダ	AA	Aa2	AA+
アーカンソー	AA	Aa2	(NA)	ニューハンプシャー	AA	Aa2	AA
カリフォルニア	BBB	Baa1	BBB	ニュージャージー	AA	2Aa2	AA
コロラド	AA-	(NA)	(NA)	ニューメキシコ	AA+	Aa1	(NA)
コネチカット	AA	Aa3	AA	ニューヨーク	AA	A2	AA-
デラウェア	AAA	Aaa	AAA	ノースカロライナ	AAA	Aa1	AAA
フロリダ	AA+	Aa2	AA	ノースダコタ	AA-	Aa3	(NA)
ジョージア	AAA	Aaa	AAA	オハイオ	AA+	Aa1	AA+
ハワイ	AA-	Aa3	AA-	オクラホマ	AA	Aa3	AA
アイダホ	AA-	Aa3	(NA)	オレゴン	AA-	Aa3	A+
イリノイ	AA	Aa3	AA+	ペンシルバニア	AA	Aa2	AA
インディアナ	AA+	Aa1	(NA)	ロードアイランド	AA-	Aa3	AA
アイオワ	AA+	Aa1	3AA	サウスカロライナ	AAA	Aaa	AAA
カンザス	AA+	Aa1	(NA)	サウスダコタ	(1)	(NA)	(NA)
ケンタッキー	AA-	2Aa2	(NA)	テネシー	AA	Aa2	AA
ルイジアナ	A+	A1	A+	テキサス	AA	Aa1	AA+
メイン	AA+	Aa2	AA+	ユタ	AAA	Aaa	AAA
メリーランド	AAA	Aaa	AAA	バーモント	AA+	Aa1	AA+
マサチューセッツ	AA-	Aa2	AA-	バージニア	AAA	2Aaa	AAA
ミシガン	AA+	Aa1	AA+	ワシントン	AA	Aa1	AA
ミネソタ	AAA	Aa1	AAA	ウェストバージニア	AA-	Aa3	AA-
ミシシッピー	AA	Aa3	AA	ウィスコンシン	AA-	Aa3	AA
ミズーリ	AAA	Aaa	AAA	ワイオミング	AA	(NA)	(NA)

出典：連邦政府商務省センサス局（U.S. Census Bureau）“Statistic Abstract of the United States 2005”

（注） (1) 見直しがなされていない（not reviewed）

2 引き下げ方向で見直し（rating watch negative）

3 黙示（implied）

（４）格付け強化の財政指針

格付けの引き上げにつながる財政管理のポイントとして、格付け会社のフィッチは次の12点を挙げている[15]。

① 不測の歳入不足に備え、十分な準備金を用意する。
② 複数年にわたる事業歳出入予測を立てる。
③ 月間（又は四半期ごと）の財政情報開示およびモニタリングを実施する。
④ 自然災害や住民投票による減税、財政予測の間違いの発覚など、不測の事態に備えた代替計画を用意する。
⑤ 資産売却や訴訟和解金、連邦・州政府の税政策変更に伴う税収増大など、一時的な歳入増大を見込んだ計画は慎重に行う。
⑥ 厳重な債務返済管理計画を立てる。
⑦ 優れた情報開示を行う。
⑧ pay-as-you-go[16]の財政方針を推進する。
⑨ 満期までの期間をむやみに長くせず、早期償還に努力する。
⑩ （地方債発行で建設した）新規施設の事業コストなども含めた長期的（５年程度）な資本事業計画を立てる。
⑪ 財政情報開示の慣行において、政府財務職員協会（Government Finance Officers Association: GFOA）や、（学校区の場合）国際学校事業職員協会（Association of School Business Officials International: ASBO）の表彰を受けるなど、何らかの評価された場合、格付けを検討する上でプラス材料となる。
⑫ 予算管理の慣行において、GFOA や ASBO の表彰を受けるなど、何らかの評価された場合、格付けを検討する上でプラス材料となる。

３　信用補完（credit enhancement）

信用補完とは、債券による資金調達において評価の低い団体の信用を強化するため、より評価の高い団体の信用力を活用するもので、格付けを引き上げる手段として利用されている。

以下、地方債保険（bond insurance）、信用状（letter of credit: L/C）及び地方団体に対する州の信用支援プログラムについて見ていくこととしたい。

[15]Fitch Ratings Criteria Report “The 12 habits of highly successful finance officers” (Fitch, November 21, 2002)
<http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report.cfm?rpt_id=160496>
[16]ある資本事業を行う際、借金（債券発行）ではなく、現行歳入予算から資金を割り当てること。地方公共団体の債務負担は減り、財政上の柔軟性が増す。

（1）地方債保険

地方債保険とは、地方債に対して掛けられる保険で、発行体が元利支払いを予定通りに行えない状況になった場合でも、地方債保険会社が債券保有者への支払いを保証するシステムである。地方債保険には、①発行体の金利コストを抑える、②投資家に高度な安全性を提供する、③第二次市場における流動性や価格維持力を強化する、といった機能がある。

保険付き地方債の発行額は年々増加しており、1980 年には新規発行長期債のうち保険付きであったのは、わずか 2.5%であったが、1999 年には 46%に増加している[17]。また、保険付き地方債の格付けは高く、保険付き地方債の多くがムーディーズの格付けで Aaa と最高格付けを得ている。なお、保険が掛けられている地方債の割合は、変動利付の地方債よりも固定利付のものの方が高くなっている。これは、変動利付地方債には、次に述べる銀行による信用状（letter of credit）が付いている場合が多いためと考えられる[18]。

○地方債発行残高における保険の有無（長期債）

＜発行数別＞

	全体		保険付き		保険なし	
	発行数	%	発行数	%	発行数	%
全体	734,658	100.0%	417,151	56.8%	317,507	43.2%
格付けが Aaa	489,177	100.0%	416,462	85.1%	72,715	14.9%
その他	245,481	100.0%	689	0.3%	244,792	99.7%
固定金利	726,196	100.0%	415,238	57.2%	310,958	42.8%
格付けが Aaa	485,965	100.0%	414,552	85.3%	71,413	14.7%
その他	240,231	100.0%	686	0.3%	239,545	99.7%
変動金利	8,462	100.0%	1,913	22.6%	6,549	77.4%
格付けが Aaa	3,212	100.0%	1,910	59.5%	1,302	40.5%
その他	5,250	100.0%	3	0.1%	5,247	99.9%

[17]The Bond Market Association “The Fundamentals of Municipal Bonds” (Fifth Edition, John Wile & Sons, 2001) P13

[18]Office of Economic Analysis “Report on transactions in municipal securities” (Security Exchange Commission, July 1, 2004) P 22

＜元本額別＞

（元本額単位：億ドル）

	全体		保険付き		保険なし	
	元本額	%	元本額	%	元本額	%
全体	15,191	100.0%	8,115	53.4%	7,076	46.6%
格付けがAaa	10,106	100.0%	8,102	80.2%	2,004	19.8%
その他	5,086	100.0%	14	0.3%	5,072	99.7%
固定金利	13,464	100.0%	7,565	56.2%	5,899	43.8%
格付けがAaa	9,222	100.0%	7,551	81.9%	1,671	18.1%
その他	4,241	100.0%	13	0.3%	4,228	99.7%
変動金利	1,728	100.0%	551	31.9%	1,177	68.1%
格付けがAaa	883	100.0%	550	62.3%	333	37.7%
その他	845	100.0%	0	0.1%	844	99.9%

出典：Office of Economic Analysis “Report on transactions in municipal securities” (Security Exchange Commission, July 1, 2004) Appendix A: Table A-13 より作成。

（注）2000 年 11 月における地方債発行残高のうち保険の有無の割合を示したものである。

（２）信用状（letter of credit：L/C）

銀行による L/C は、地方債保険と同様の機能（支払い不履行が発生した際、元利支払いを保証する）を持ち、格付けを強化する手法であるが、L/C は短期の債券（１～10 年）に利用されるのが一般的である。L/C 付きの地方債の信用度には、L/C を発行する銀行自身の格付けが影響する。

次頁表に見られるように、L/C の利用は 1980 年代に急増したが、1990 年代では年によって利用状況が大きく変化している。1980 年には新規発行長期債市場における L/C の利用率はわずか 0.2%であったが、1985 年には 18.6%に達するなど、1980 年代に L/C の利用が急増した理由としては、長期金利が上昇し、様々な短期債商品の需要が伸びたことが挙げられる。一方、1990 年代に L/C の利用の割合が全般的に低下している理由としては、①銀行自体の信用力が低下し、コスト低下の効果が下がった、②L/C 自体のコストの問題、③格付けを強化する策の選択肢が増えたことなどが挙げられる[19]。

[19]The Bond Market Association “The Fundamentals of Municipal Bonds” (Fifth Edition, John Wile & Sons, 2001) P15

○長期債全体に占めるL/C付き長期債の割合

年	長期債発行額合計（単位：億ドル）	L/C付き長期債額（単位：億ドル）	L/C付き長期債の割合（%）
1980	463	1	0.2%
1981	456	48	10.6%
1982	779	63	8.1%
1983	855	63	7.4%
1984	1,056	174	16.5%
1985	2,069	384	18.6%
1986	1,507	130	8.6%
1987	1,051	143	13.6%
1988	1,174	158	13.4%
1989	1,250	118	9.4%
1990	1,280	139	10.8%
1991	1,728	102	5.9%
1992	2,347	82	3.5%
1993	2,925	11	3.8%
1994	1,651	123	7.4%
1995	1,600	114	7.1%
1996	1,850	121	6.5%
1997	2,206	147	6.7%
1998	2,862	119	4.1%
1999	2,268	121	5.4%

出典：債券市場協会（The Bond Market Association） “The Fundamentals of Municipal Bonds.” P16

（3）地方団体に対する州の信用支援プログラム

ア　州による保証

地方団体がある事業の資金調達を目的に発行する地方債を、州政府の信用力で直接的又は間接的に支えて地方債の格付けを強化する場合がある。州が直接保証を行う場合、州の信用力が高く評価されていれば、地方団体の信用力の向上や利払いの節約につながることとなるが、このような直接的な州の支援は比較的まれ[20]である。その理由として、いくつかの州では州憲法上地方団体に対する信用支援が制約されていたり、あるいは、州自身の信用力を弱めたくない場合や、州自身の格付けが脅かされたくない場合などが

[20]Government Finance Officers Association “Local Government Finance” (John Petersen & Dennis Strachota, 1997) P316

ある。州の直接保証は、州の起債限度にカウントされたり、たとえ地方団体の債務が現在地方団体によって返済可能な状態にあるとしても、州によって保証された債務は依然として州の偶発債務（contingent liability）を意味するからである。

州が地方団体を間接的に支援する際には、州の保証を得るための地方団体の条件を適用し、州の信用度に影響を与えないようにするのが一般的である。例えば、州の支援は優先的に充てることができる次のような財源があることを条件とすることが考えられる。

- 州の保証が付された地方団体債務の資金を当てた地方団体事業の収入の先取特権（元利償還を確実にするための地方団体の課税を要件とすることもあるかもしれない）
- 元利償還を行うために十分な税の確保を確実にするための地方団体課税権の先取特権
- 地方団体への州補助金の先取特権（必要に応じて、州補助金が差し押さえられ債務の返済に充てられる）

イ　道義的保証（moral obligation）

州によって、よりゆるやかな形で地方団体の信用支援が行われることもあり、その一般的な技術として地方団体債務に対し州が道義的保証を付すことがある。この場合、州は法律上返済義務を負うものではないが、万一、元利償還留保基金において資金不足が拡大するようなことがあれば、必要に応じ州議会はその資金不足に対処するため資金手当をすることとなる。州が道義的保証の誓約を尊重しない場合には、州自身の信用に対しマイナスな結果をもたらすと市場関係者は認識している。道義的保証は州の直接保証よりも弱い保証形態であり、支払利息の抑制効果も直接保証ほどではない。

ウ　州借入機関（state sponsored borrowing entity）による借入

地方団体の信用補完で最もポピュラーなものとして、特定目的のために資金を貸しつける公社や、一般目的の貸付のためのボンドバンクのような機関[21]が創設されることもあり、借入機関の起債収入によって、地方団体への資金供給（地方団体の地方債購入など）が行われる。通常、借入機関は課税権限を持たず、地方団体による起債を容易にする目的で存在している。借入機関はいくつかの地方団体による起債申込を受け付け、それらを１つにまとめ借入機関が起債する。借入機関の債券の市場性を高め借入費用を抑えるため、州による何らかの信用支援がしばしばこうした借入機関に対し提供されており、そのため借入機関は州に近い信用度を持つ。

多くの公社は、特定目的の事業（住宅、病院、水道・下水道事業等）に資金供給を行うように組織されている。一方、ボンドバンクは幅広い地方団体の役割に対して資金供給するよう設計されており、一般的に、ボンドバンクは特に小規模の地方団体を手助けすることを目的とし、十分な信用を持つ大きな地方団体では直接地方団体自身で借り入れたほうがより経済的なこともある。ここでは、参考までにニューハンプシャー州のボ

[21]市場からは借入機関、地方団体からは貸付機関と見ることができる。

ンドバンクの例を紹介する。

○ ニューハンプシャー州のボンドバンクの例

ニューハンプシャー州の地方団体ボンドバンク（New Hampshire Municipal Bond Bank）は、1977 年に州の独立政治部門（independent political subdivision）として設立され、ボンドバンクとして債券を発行し、起債収入を州内の地方団体に融資している。５名の委員（州財務長官（treasurer）及び知事と評議会（council）によって任命される４名）が運営しており、融資を希望する地方団体に財務面や法律面からアドバイスを行う専門スタッフを３名擁している。ボンドバンクが発行する債券の元利償還は、各地方団体からの融資返済を財源としており、地方団体の返済が遅滞した場合、ボンドバンクは利子を課す。低コストで資本調達ができることから、多くの有資格地方団体がボンドバンクを利用しており、市町村、カウンティ、学校区（school district）などの団体がボンドバンクを通じた融資を受けているという。また、ボンドバンクを通じて融資を受けた地方団体が計画通りの支払いができず、エスクロウ資金（escrow fund）[22]が十分でない場合については、ボンドバンクは州議会に不足分を補うための資金を要請することができる[23]ことになっているが、設立以来、債務不履行になった団体はないという。

こうした州政府のバックが信用強化にもつながっており、ニューハンプシャー州地方団体ボンドバンクが 2004 年 6 月に発行した B シリーズの地方債（約 1 億 190 万ドル）に対して格付け会社のフィッチは、最高の格付けである「AAA」を与えている[24]。

第６節　起債制限

１　州の一般財源保証債に関する制限

1800 年代前半、全米の多くの州や地方団体は、鉄道、道路、運河などを建設するために、巨額の地方債を発行した。しかし 1837 年に始まった恐慌（depression）やその後の汚職問題、投機の影響などを受け、９州（メリーランド州、イリノイ州、インディアナ州、ミシガン州、ミシシッピー州、ルイジアナ州、アーカンソー州、フロリダ州、ペンシルバニア州）が債務不履行に陥った。こうした債務不履行を経験した各州は、「全信用力（full faith

[22]定額返済の一部として積み立てられる積立金。

[23]“The state of New Hampshire. Annual report of the Treasury for the fiscal year ended June 30, 2002”
<http://www.nh.gov/treasury/Divisions/DocsForms/ANNUAL%20REPORT%20For%20Fiscal%20Year%20End%20063002-b1.pdf>　P5 “debt management”

[24]“Fitch rates New Hampshire Municipal Bond Bank series 2004 bonds ‘AAA’ （BusinessWire, June 17, 2004）
http://www.forbes.com/businesswire/feeds/businesswire/2004/06/17/businesswire20040617005422r1.html

and credit)」で発行する地方債、つまり一般財源保証債の発行に法律上の制限を加えるようになった[25]。州憲法によって定められている一般保証財源債の制限としては、①歳入に対する上限設定（一般歳入又は財産税評価額に対する一定の割合を上限とするケース)、②長期債発行の禁止、③住民投票による承認、④議会の圧倒的多数（カリフォルニア州の場合、上下両院州議会の３分の２の承認が必要）などがある。各州における一般財源保証債の発行に関する規制は、以下の通りである（1990 年当時)。

なお、歳入に対する上限を設定している州や州議会の圧倒的多数を条件としている州に比べ、住民投票を義務付けている州や長期債の発行を禁止している州においては、一般財源保証債の発行規模が大幅に少ないという調査結果も出ている[26]。

○一般財源保証長期債に対する州憲法上[27]の制限（1990 年現在）

	歳入に対する上限設定	長期債発行の禁止	住民投票による承認	議会の圧倒的多数による成立	制限なし
アラバマ		○			
アラスカ			○		
アリゾナ		○			
アーカンソー			○		
カリフォルニア			○	○	
コロラド		○			
コネチカット					○
デラウェア				○	
フロリダ			○		
ジョージア	○				
ハワイ	○				
アイダホ			○		
イリノイ			○	○	
インディアナ		○			
アイオワ			○		
カンザス			○		
ケンタッキー			○		
ルイジアナ				○	

[25]D. Roderick Kiewiet “Constitutional limitations on indebtedness: The case of California” <http://www.igs.berkeley.edu/library/htConstReform2003-KIEWIETtext.pdf > P377
[26]同上　P381
[27]州法上の定めがある場合もある。なお、State Treasury Activities & Functions 2000-2001（全米州財務長官協会（National Association of State Treasurers）発行）によれば、州憲法及び（又は）州法による一般財源保証債残高に対する制限を 35 州において設けている。

メイン			○	○	
メリーランド					○
マサチューセッツ				○	
ミシガン			○	○	
ミネソタ				○	
ミシシッピー	○				
ミズーリ			○		
モンタナ				○	
ネブラスカ		○			
ネバダ	○				
ニューハンプシャー					○
ニュージャージー			○		
ニューメキシコ	○		○		
ニューヨーク			○		
ノースカロライナ	○		○		
ノースダコタ		○			
オハイオ		○			
オクラホマ			○		
オレゴン	○				
ペンシルバニア	○		○		
ロードアイランド			○		
サウスカロライナ	○				
サウスダコタ	○			○	
テネシー					○
テキサス		○			
ユタ	○				
バーモント					○
バージニア	○			○	
ワシントン	○			○	
ウェストバージニア		○			
ウィスコンシン	○				
ワイオミング	○		○		
合計	15	9	20	12	5

出典：D. Roderick Kiewiet “Constitutional limitations on indebtedness: The Case of California” P379, 380

（注）偶発的な小規模の赤字を埋め合わせるといった目的等の場合、住民投票による承認を必要としている州においても、住民投票なしに一般財源保証長期債の発行を可能としている州がある。長期債の発行を禁じている州においても、同様の目的等の場合、一般財源保証長期債の発行を可能としている州もある。

２　市町村の一般財源保証債に関する制限

1960 年代以降、連邦政府が地方債を規制しようとする動きが見られているものの、米国地方団体の財務専門家が指摘するように、「地方団体は州政府の創造物（local governments are creatures of state）」であり、地方団体の歳出や歳入、地方債などに関する具体的な規制を定めるのは、州政府である。地方団体の財政に対する規制は、州によって様々である。テキサス州のように、地方団体の財政に対して、連邦政府から支給される助成金を分配する以外、ほとんど何も具体的な支援をしない州もあれば[28]、ノースカロライナ州[29]などのように、州内の地方団体の財政に深く関与する州もある。市町村の一般財源保証債に関する制限としては、起債限度、住民投票要件などがある。

（１）起債限度

市町村の一般財源保証債の場合、州憲法又は州法に基づき当該市町村の財産課税評価額のある割合として起債限度を定めている場合が多い。44 州における市町村において州憲法や州法による一般財源保証債の起債限度が課されているとの報告もあるが、一般に市町村はその起債限度にはるかに達しない状況を維持しているともいわれる[30]。

（２）住民投票

起債限度のかわりに、またはそれに加え、起債の手続的な制限として事前の住民投票（有権者の承認）を必要とする州もある。市町村の一般財源保証債の発行について有権者の承認を 42 州において求めている。多くの地方団体の職員は、この住民投票要件を起債を抑制する主なものと感じており[31]、有権者の承認なく起債する次のような方法を活用することもある。

・住民投票が必要となる州法の最低基準を下回る額（又は満期）の一般財源保証債を発行

---

[28]Emily Newman “So where do they stand? Bush, Kerry differ on some muni issues” (Then Bond Buyer, June 29, 2004)

[29]ノースカロライナ州では、地方団体の起債に当たり州機関による承認が必要。州機関によりいったん起債が承認されれば、州機関は地方団体に代わって地方債の販売に責任を負うこととしているのが特徴である。他の州に比べて AAA の格付けを持つ地方団体が多い州であり、一般的にノースカロライナ州地方団体の地方債は全米平均よりも債券市場における受けがかなりよいとされる。

[30]Government Finance Officers Association “Local Government Finance” (John Petersen & Dennis Strachota, 1997) P272

[31]Government Finance Officers Association “Local Government Finance” (John Petersen & Dennis Strachota, 1997) P273

する。
・レベニュー債のような、規制のより少ない債券を発行する。
・資本的支出のコストをデベロッパーに負担させるとともに、税のインセンティブ、税控除によりそのコストをデベロッパーに還付する。

※住民投票の状況

前述のとおり、一般財源保証債の発行に当たり、住民投票を義務付けている州や長期債の発行を禁止している州においては、一般財源保証債の発行規模が比較的小さい傾向にあり、地方団体職員も住民投票要件は起債を抑制する主なものと感じていることからも住民投票は起債に当たっての大きなハードルとなっていることが窺える。

住民投票の状況（2003 年）や、各州で行われた住民投票の概要・結果（2002 年 11 月実施）は次のとおりとなっている。なお、一般財源保証債以外の地方債の発行に当たっても住民投票が実施されることもあることに留意する必要がある。

○地方債住民投票の状況（2003 年 1 月～12 月）

＜発行体別＞

	提案		承認		
	件数	金額(千ドル)	件数	金額(千ドル)	金額割合(%)
総計	796	34,215,417	472	22,972,060	67.1
州	12	8,749,400	10	6,249,400	71.4
カウンティ	32	2,711,919	26	2,544,419	93.8
市、町	163	4,948,794	121	4,201,521	84.9
特別区	586	17,550,204	312	9,721,621	55.4
その他	3	255,100	3	255,100	100.0

＜事業内容別＞

	提案		承認		
	件数	金額(千ドル)	件数	金額(千ドル)	金額割合(%)
総計	796	34,215,417	472	22,972,060	67.1
開発（Development）	2	375,000	1	350,000	93.3
教育（Education）	556	18,421,489	297	10,658,461	57.9
うち学校（Schools）	549	16,877,389	291	9,129,361	54.1
うち大学（Colleges）	5	1,522,100	5	1,522,100	100.0
電力（Electric Power）	0	0	0	0	-
環境（Environment）	0	0	0	0	-
医療（Health Care）	8	473,510	6	418,240	88.3
住宅（Housing）	0	0	0	0	-
公共施設（Public Facilities）	120	1,422,649	80	850,833	59.8
交通（Transportation）	38	7,234,935	33	7,046,757	97.4
うち空港（Airports）	2	2,022,300	2	2,022,300	100.0
うち高速道路等（Highway&Streets）	31	3,998,487	26	3,810,309	95.3
ユーティリティ（Utilities）	37	2,494,268	28	405,188	16.2
うち上・下水道（Water&Sewer）	28	2,178,687	22	148,607	6.8
一般目的（General Purpose）	35	3,793,567	27	3,242,582	85.5

出典：The bond buyer 2004 yearbook

○各州の地方債に関する住民投票概要・結果（2002 年 11 月の中間選挙時に実施されたもの）

州	発行額	目的	住民投票による可否（支持率）
アラスカ	$500,000,000	退役軍人用住宅モーゲージ	○（70%）
	$226,719,500	輸送	○（67.6%）
	$236,805,441	教育および博物館用施設の設計・建設・維持管理	○（59%）
カリフォルニア	$2,100,000,000	住宅・緊急時シェルター用信託基金	○（57.5%）
	$13,050,000,000	教育施設（幼稚園～大学）	○（58.9%）
	$3,440,000,000	水質管理、安全な飲料水の供給、沿岸湿地帯の買収および保護	○（55.3%）
メイン	$25,000,000	刑務所の新規建設および改修	×（36.6%）
	$24,100,000	環境事業	○（57.2%）

ミシガン	$1,000,000,000	下水処理事業、雨水、水質汚染対策	○（60.2%）
ネバダ	$200,000,000	資源の保護および維持	○（59.3%）
ニューメキシコ	$10,817,678	高齢者用施設の改修	○（55%）
	$93,429,707	教育用資本投資	○（58%）
	$1,080,000	公共図書館用の買収など	○（60%）
	$6,592,000	州施設および機器	×（39%）
	$13,103,000	水質事業	○（55%）
オレゴン	（詳細は未定）	教育施設の耐震機能の強化	○（55.5%）
	（詳細は未定）	緊急時施設の耐震機能の強化	○（55.7%）
ペンシルバニア	$100,000,000	ボランティアによる消防・救急サービス	○（72%）
ロードアイランド	$55,000,000	州警察署施設および州地方団体消防アカデミー	○（59.8%）
	$14,000,000	レクリエーション施設や博物館、跡地の保護、維持	○（53.6%）
	$63,500,000	輸送	○（71.9%）
	$11,000,000	Quonset Point/Davisville インダストリアル・パーク（道路、ユーティリティ・インフラ、建造物破壊、整地、埠頭の修復）	×（45.5%）
バージニア	$900,488,645	教育施設	○（72.7%）
	$119,040,000	公園およびレクリエーション・センター	○（64.5%）

出典：全米州議会議員連盟（National Conference of State Legislatures）ウェブサイト（http://www.ncsl.org/programs/legman/elect/tax_revenue.htm#bonmea）より作成。

第７節　情報開示

１　情報開示規制

米国の証券取引法上、州・地方団体の情報開示に関する直接的な規制は行われていない[32]。しかしながら、1989 年に証券取引委員会（Security Exchange Commission）は、規則「地方団体証券の情報開示について（Municipal Securities Disclosure）」を採択し、投資家への地方債情報の開示や提供に関する引き受け企業の責任が定められることとなった。

[32]連邦政府による州や地方団体の地方債規制をめぐるアメリカ合衆国憲法上の懸念のほか、地方債市場には企業による資本市場と同様の規制は不要であるといった見解があった。

これによって間接的ながら、地方債発行の公売に際し、公式説明書（official statement）を作成し、引き受け企業に対し各種情報の開示を行うこととなった。公式説明書とは、発行される債券や、発行体に関する情報を投資家に提供するため債券の販売の際に利用される開示書類であり、発行体、元利償還を保証する財源、満期日構成、契約条項、発行体の財政状況等の情報を含むものとなっている。また、公式説明書には、地方債の販売前に作成し、事前に投資家に販売される地方債の内容をお知らせするための初期公式説明書（preliminary official statement）と、最終的な条件（最終的な利率、債券価格など）を更新した地方債販売後に配布される公式説明書がある。公式説明書は、販売される地方債の額が 100 万ドル以下の場合や通常、私募による引き受けの場合には、必ずしも必要ではない。

また、1994 年に同規則は改定され、引き受け企業は、初期売り出し（primary offering）に関連する情報の継続的な開示に関する誓約を発行体から取り付けることを義務付けられた。

２　投資家広報プログラム（investor relations program）

州・地方団体の財務職員のための組織である政府財務職員協会（Government Finance Officers Association）では、投資家向け広報プログラムの向上を検討することを発行体に対し勧めている。そうしたプログラムにおいて最も重要なのは、十分で包括的な年次財政運営情報や他の重要な情報を、各種法律を遵守しながら、タイムリーに提供する態度表明であるとし､特に投資家向け広報プログラムは次の４つの事項に取り組むべきとしている。

○発行体を代表し、対外窓口となる責任者を明らかにする。情報公開に係るすべての外部とのやりとりが、この責任者によって承認されていることを確実とするための手続きを構築する。

○組織の大きさやその構造を考慮したうえで、公開される情報内容や公開情報の周期を決めるための情報公開委員会等の創設を検討する。情報公開委員会等のメンバーには、債務管理責任者、最高財務責任者、議会の代表、ファイナンシャル・アドバイザー、地方債法律顧問などが考えられる。

○情報公開委員会等は、投資家向け広報プログラムの方針や手続を定めるべきである。方針や手続はシンプルで明瞭なものであるべきで、例えば、次のような内容に留意する必要がある。

・肯定的・否定的な両方の情報で、投資家が利用可能な情報の特定及び選定を行う。情報源となる文書としては、予算、財政計画、包括的な年次財務諸表、議会等に提示している資料、採択された条例、決議などがある。

・投資家の質問に対応すること。単独の投資家が質問を提示してきた際に、すべての投資家に連絡する方法が考慮されるべきである。

・格付け機関やアナリストとの良好な関係を維持すること。良好な関係の維持には、公開情報を配布や格付け等に影響するような変化の継続的な情報提供を含む。

・多くの投資家がそうした情報にアクセスできることを確実にすること。
○投資家向け広報プログラムのために作成される記録は、文書保存や情報公開に関する内部の方針や法律に従うものとなるかもしれないことに留意すべきである。

3　発行体による情報開示努力

州政府自身が、自ら情報開示の基準を確立しようとする動きも見られる。

例えば、州政府の監査官（auditor）、会計管理長官（comptroller）、財務長官（treasurer）などで構成される全米州監査・会計管理・財務長官協会（National Association of State Auditors, Comptrollers, and Treasurers: NASACT）は、2003 年 12 月、州や地方団体が、少なくとも四半期ごとに自発的に暫定的な財政関連情報を開示するための「サンプルフォーム」を提案、発表[33]しており、四半期ごとに以下のような 4 つの財政情報を開示するよう各州に呼びかけている。

○予算と実際の運営状況に関する情報。一般財源及び主要な政府財源、事業財源の歳入、歳出における主な項目を記載。会計年度の初めから現在時点（year-to-date）を記載し、大きな変動についてはその理由を説明する。
○一般財源及び主要な政府財源、事業財源における現金の受け取りおよび支払い。Year-to-date を記載し、前年度との比較を示す。
○長期債、短期債の収支や変化を year-to-date で示す。
○主要なできごと（大手雇用主や納税者の損失、自然災害、財政状況に大きな影響を及ぼした税法の改正など）に関する情報を示す。

なお、これらは、州や地方団体が「少なくとも」四半期ごとに開示する「最低限の」財政関連情報であり、NASACT は、「さらなる範囲の開示情報や、より頻繁（毎月など）な情報開示を行っている州や地方団体は、それを継続すべきである」としている。

また、多くの州では地方債に関連する情報を提供するためにウェブサイトを活用しており、公式説明書、監査後の財務諸表、地方債販売情報など各種情報を提供している（次表参照）。

[33]“A proposal: Results of the deliberations at the meeting about voluntary interim disclosures by state and local governments, September 25, 2003”
<http://www.nasact.org/techupdates/downloads/VID/11_03-VID_Proposal.pdf>

○州におけるオンライン上で利用可能な地方債関連情報

	年次財務報告書(comprehensive annual financial reports)	公式説明書(official statements)	初期公式説明書(preliminary official statements)	継続的な情報公開報告書(continuing disclosure reports)	債務負担能力報告書(debt capacity reports)	債券の償還等の告知(notice of bond redemption/defeasance)	格付け(rating)
アラバマ							
アラスカ	○						
アリゾナ							
アーカンソー							
カリフォルニア	○		○	○	○	○	○
コロラド							
コネチカット		○					○
デラウェア	○						
フロリダ	○	○	○	○	○		○
ジョージア	○						
ハワイ							
アイダホ		○	○				
イリノイ							
インディアナ	○	○	○				○
アイオワ	○			○			
カンザス	○						
ケンタッキー	○	○			○		
ルイジアナ							
メイン	○						○
メリーランド							
マサチューセッツ	○	○	○				
ミシガン	○						
ミネソタ							
ミシシッピー		○	○				
ミズーリ							
モンタナ							
ネブラスカ							
ネバダ							○

ニューハンプシャー							
ニュージャージー	○						
ニューメキシコ	○	○			○		○
ニューヨーク							
ノースカロライナ	○						
ノースダコタ	○	○					
オハイオ	○						
オクラホマ	○						
オレゴン	○	○	○		○	○	
ペンシルバニア	○		○				
ロードアイランド	○						
サウスカロライナ							
サウスダコタ							
テネシー	○	○	○	○	○	○	○
テキサス	○			○			
ユタ	○	○	○	○			
バーモント							○
バージニア					○		
ワシントン	○	○	○				○
ウェストバージニア					○		○
ウィスコンシン	○	○	○	○		○	
ワイオミング							

出典：全米州財務長官協会（National Association of State Treasurers）“State Treasury Activities & Functions”

第２章　ニューヨーク州の地方債

本章では、ニューヨーク州の地方債制度の概要について説明するとともに、一般財源保証債の発行事例として、クリーンウォーター・クリーンエア債を紹介する。

第１節　ニューヨーク州の地方債概要

１　州関係債務の分類

ニューヨーク州に関係する債務（state related debt）は、次のとおり４つの法律上のカテゴリー（州支援債務、偶発契約義務債務、道徳的義務債務及び州保証債務）に分類されている。

（１）州支援債務（state supported debt）

州支援債務とは、州によって元利返済がなされるすべての債務を含むもので、その返済は州が直接債券保有者に行う方法（一般財源保証債の場合）と、公社が負担した債務の返済が可能となるよう、州と公社との間の取り決めに基づいて州が公社等に対し支払を行う方法が取られている。後者の方法からもわかるように、起債権限を持つ公社が起債し州が取り決めに基づきその元利償還を行うことにより、有権者による承認を経ずに州が実質的に債務の返済を行う方法もとられており（「back-door borrowing」と呼ばれることもある）、州支援債務残高の多くを占めるに至っている。

また、公社は次の２つの方法により起債を行う。

ア　州の買受け特約つき賃貸借の取り決め（lease-purchase arrangement）により公社が起債

州の施設を購入、建設又は修復するために公社が債券を発行するものである。施設の所有権は債務の担保として公社に移され、州は公社の地方債が完済されるまで公社に対しリース料の支払いを行う（完済されれば州に所有権を戻す）。

イ　州の契約上の義務に基づく取り決め（contractual obligation arrangement）により公社が起債

州の目的のため公社によって発行される地方債の元利償還を州が行う（施設建設等の場合には、施設の所有権は州から公社には移されない）。

○州支援債務残高の状況

（単位：百万ドル）

内容	残高
一般財源保証債	3,652
州と公社との財政的取り決めによるもの	37,046
計	40,698

＜出典＞ニューヨーク州年次財務報告（State of New York “Annual Information Statement (2005.5.4)”）

（注）2005 年 3 月 31 日現在

（２）偶発契約義務債務（contingent contractual-obligation debt）

歴史的には財政的に厳しい状況にある病院のために利用されてきており、病院が十分な収入を確保できない場合にのみ州が債務の元利返済を行うとしているものである。具体的には 1987 年から 1995 年の間に医療施設資金供給公社（Medical Care Facilities Finance Agency）等が、財政的に厳しい状態にあった 7 つの非営利病院に資金供給をしたものである。債務の返済財源は病院との融資契約に基づく病院からの支払い等となっており、収入不足の際には州の予算計上に従って元利償還を行うこととなる。

また、たばこ和解資金供給公社（Tobacco Settlement Financing Corporation）の発行する地方債も、州の偶発契約義務債務とされている。州はたばこ会社との合意に基づき和解金を受け取ることとなっているが、州は、たばこ和解資金供給公社を設立し、同公社に起債権限を認め、同公社の債務が完済されるまでの州の将来のたばこ和解金収入の権利を同公社に売ることによって、当面の州の予算均衡を図るための資金を得た。同公社は、将来のたばこ和解金収入という資産に裏付けられた地方債を発行しており、十分な収入等が得られない場合には州が元利返済を行うというものである。

（３）道徳的義務債務（moral obligation debt）

ある公社（住宅資金供給公社等）に対して発行することが認められてきた債務で、公社の元利償還留保基金に資金不足が生じた際に、もし必要であれば、州が州議会の予算計上に基づき、その不足を埋め合わせることを誓約するものである。道徳的義務債務の債務残高は 2005 年 3 月 31 日現在において依然として存在するものの、州において新規に道徳的義務債務を負担する動きはない。

（４）州保証債務（state guaranteed debt）

州保証債務は、州憲法による具体的な権限付与に基づき、州が公社債務の元利償還を無条件に保証することができるもので、州は公社が債務の元利償還をできないときに限りその返済を行う。３つの公社（雇用促進公社（Job Development Authority）、州高速道路公社（New York State Thruway Authority）及びニューヨーク州・ニュージャージー州ポート・オーソリティ（Port Authority of New York and New Jersey）の３つ）に対して認め

られていたが、２つの公社は州保証債務を既に完済しており、現在、州の保証が認められているのは、雇用促進公社の指定された事業のための債務のみである。

２　一般財源保証債の概要

（１） 一般財源保証債の状況

ニューヨーク州の一般財源保証債は、下表のとおり、交通、環境、住宅及び教育の目的で現在発行が承認されている。また、公社が負担した債務の返済が可能となるよう、州と公社との間の取り決めに基づいて、州が公社に対し支払を行う州支援債務額（約 370 億ドル）に比べると、州自身による一般財源保証債の発行は約 37 億ドル（承認額でも約 145 億ドル）と圧倒的に少ない状況である。一般財源保証債の格付けは、Moody's による 2005 年 12 月 12 日段階での格付けは「A1」と全米 50 の州政府の中では低い格付けとなっている。

○一般財源保証債の発行等の状況

（単位：百万ドル）

目　　的	承認額	承認されたが、発行されていない額	債務残高
交通	7,500.0	68.2	1,270.6
環境	5,650.0	755.4	2,211.4
うち Clean Water/Clean Air (1996)	1,750.0	543.6	955.0
安全な飲料水（safe drinking water）	355.0	0.0	221.6
きれいな水（clean water）	790.0	304.4	446.6
固形廃棄物（solid waste）	175.0	18.5	134.7
環境再生（environmental restoration）	200.0	169.0	24.7
大気環境（air quality）	230.0	51.7	127.4
住宅	1,135.0	10.0	169.4
教育	250.0	0.0	0.6
計	14,535.0	833.6	3,652.0

（注）後にクリーンウォーター・クリーンエア債（Clean Water/Clean Air）の事例をとりあげるため、上記の表において特出した。

（２）州支援債務（一般財源保証債を含む）にかかる制限

ア　債務改革法（Debt Reform Act of 2000）の概要

州の借入実務の改革を目的とした通称「債務改革法（Debt Reform Act of 2000）」により州財政法（state finance law）にいくつかの条項を追加され、2000 年４月１日以降に発行される州支援債務に新たな制限が課されることとなった。

（債務改革法の主な内容）

○2004 年４月１日以降発行される州支援債務の「残高」に対し段階的な制限（上限）を課す。具体的には、州個人所得（personal income）の割合によって上限が設けられている。2000-2001 年は州個人所得の 0.75%の上限から始まり、段階的にその割合は増加していき、2010-2011 年においては州個人所得の４％が上限となる。

○2004 年４月１日以降発行される州支援債務に対する「元利償還額」に、段階的な上限を設ける。総州政府歳入額（total governmental funds receipts）に対する割合で上限が設けられており、総州政府歳入額の 0.75%の上限（2000-2001 年）から始まり、段階的にその割合は増加。2013-2014 年においては総州政府歳入額の５％が上限となる。

○上記のいずれの上限に対してもそれぞれの割合が下回る場合、新たな州支援債務の発行を行うことができるが、もしいずれかの条件を満たさない場合には、次の年次上限の計算がなされ、州支援債務の残高及び元利償還額が上限の範囲内にあることがわかるまで、州は州支援債務を発行することができなくなる。

※　州支援債務の上限の計算例

（単位：百万ドル）

債務残高に対する上限		元利償還額に対する上限	
債務残高（注１）	12,725	元利償還額（注２）	1,083
州個人所得	737,039	総州政府歳入額	101,381
割合（%）	1.73%	割合（%）	1.07%
州法による上限（2004-2005 年）	2.32%	州法による上限（2004-2005 年）	2.32%

出典：ニューヨーク州年次財務報告　更新版（State of New York “Annual Information Statement Update（2005.11.2）”）

（注１）2000 年４月１日から 2005 年３月 31 日までに発行した州支援債務（約 13,900 百万ドル）から同期間における同債務の元金返済額（約 1,200 百万ドル）を差し引いた額。

（注２）2000 年４月１日以降に発行した州支援債務に対する 2004-2005 年の元利償還額。

○2000 年４月１日以降に発行される州支援債務の利用は、資本事業・目的のみに限定

○2000 年４月１日以降に発行される州支援債務は 30 年を越える満期を設定することができない。

一般財源保証債は、州憲法上、40 年以内（住宅は除く）に返済することが必要であるが、州法により新たに発行される州支援債務の最大償還期間を設けることにより、一般財源保証債の満期にも州法上の制限（州憲法の制限よりも厳しい内容）が加えられた。

債務改革法によって州支援債務に対する制限が加えられたものの、新たな改革の必要性に関する声もある。債務に対するニューヨーク州の方針に関し、改革の必要性を訴えるレポートが、2005 年２月に州会計管理長官（comptroller）[34]より示されている。同レポートでは、2000 年の債務改革法による州債務の改革は名ばかりの改革（a reform in name only）として、州によって直接的にも間接的にも元利償還がなされるすべての債務（州財源債務[35]（state funded debt）と同レポートでは呼んでいる）が、大幅に増加していることを指摘している。その背景として、州支援債務に該当せず、その結果、残高や元利償還額等に関する上限が課されない州財源債務（先に取り上げた偶発契約義務債務のたばこ和解資金供給公社分（同レポートでは州財源債務としてカウントしている[36]）や、過年度分学校区補助金を州が支払うために市町村ボンドバンク（Municipal Bond Bank Agency）が起こした債務など）が発行されてきており、また、こうした債務はその内容からもわかるように資本事業・目的以外にも利用されている。

同レポートでは、州財源債務を新たにすべてのものを含むものとなるように定義し、新規発行分だけでなく、既存債務も含めたすべての州財源債務残高を対象として新たな上限を設けること、毎年の地方債発行額に上限を設けることなどを提言している。

イ　州支援債務に対する各種制限

ニューヨーク州の州支援債務に関連する各種制限（債務改革法による制限も含む）の概要をまとめると次のとおりである（一般財源保証債にのみ関連するものも含めている）。

制限	内容	備考
一般財源保証債に係る有権者の承認	一般財源保証債の発行は、緊急事態などの限られた例外を除き、州の有権者によって承認されなければならない。なお、１回の投票につき、ただ１つの債務負担に関する法律の是非を有権者に提示することが可能であり、その提案は単一の目的[37]でなければならない。	州憲法上の制限
債務残高等に対する制限	2000 年４月１日以降発行される州支援債務について、その残高及び元利償還額について上限を設けている。内容は、上述のとおり。	州法上の制限

[34]会計管理長官は、知事によって任命される職ではなく公選職である。
[35]州支援債務（state supported debt）よりも広い概念といえる。なお、第１節で取り上げた偶発契約義務債務（病院に係る分）、道徳的義務債務及び州保証債務は、同レポートにおいて、州財源債務とは位置づけていない。
[36]当該地方債を偶発契約義務債務として構築することにより、債務改革法の州支援債務に含まれないようにした（債務改革法の制限の対象外となった。）と指摘。
[37]例えば、環境目的、交通目的など１つの目的でなければならない。

償還期間に関する制限	2000 年４月１日以降発行される州支援債務の最大償還期間は 30 年。	州法による制限。州憲法は、「一般財源保証債」について発行後 40 年以内（住宅は除く）と定めているが、州法により最大償還期間を短縮。
償還方法に関する制限	○「一般財源保証債」の元金又はその一部は、均等な年賦、実質的に元利均等又は元利逓減返済を持って分割返済される。また、別の方法としては、減債基金（sinking fund）に対する積立があり、毎年元金支払が必要とした場合と同額の元金が積み立てられる。 　なお、債務の一部が毎年元金返済をすべきもので、その他の部分が減債基金への積立を求められるものである場合には、毎年支払われる元金額及び（又は）それぞれの年に行われる減債基金への年間元金積立額の合算額が、その債務の全部が年賦返済となっているとした場合に支払うべき額と同じくなるように構築される。 ○最初の年賦支払い又は最初の減債基金の年次積立は、債券の発行後１年以内に行われる。	州憲法による制限
借換に係る制限	借換にあたっては時価ベースにおいて元利償還額の軽減を達成する必要がある。	州憲法による制限
その他の制限	○ある公社がその債券を私募又は協議方式[38]により販売をする場合、州会計管理長官はその条件を承認しなければならない。※なお、州の支出によって元利償還が裏付けられる公社等の債務に対する州憲法上の定めはない。	州法による制限

[38]州によって元利償還がなされる公社の債務は、協議方式によって販売されることが多いという。州予算室は、複数存在する公社の活動を調整することにより、州が元利償還をなす公社の債務を管理している（前述、州会計管理長官レポート P33）。

（３）一般財源保証債の発行プロセス

州憲法上、長期の一般財源保証の借入は、緊急事態に対する限られた例外はあるものの、州議会や有権者の承認なしに行うことは許されていない。一般財源保証債は、州議会による地方債法案の承認後、起債の賛否を問う住民投票にかけられる。有権者の過半数によって承認され州議会が起債収入による歳出予算を認めることによって発行が認められる。その後、州会計管理長官室によって地方債の発行や償還に関する業務がなされる。年に数回に渡り、複数（環境関連や交通関連地方債など）の一般財源保証債の総額をまとめて発行している。ニューヨーク州の一般財源保証債は、その販売にあたり原則として競争入札にかけられる。地方債業界新聞（通常、The Bond Buyer 紙）紙上で、一般財源保証債発行を告知し、その後競争入札を実施し、最も低い金利コスト（true interest cost: TIC、債券発行体にかかる金利コスト）を提示した引き受け企業や複数の引き受け企業で構成されるシンジケート団（syndicate）を選択している。

州が変動利付債や借換債を販売する場合には、一般的に引き受け企業との協議方式によって条件が決められる。競争入札のプロセスを経て選ばれた引き受け会社と州会計管理長官室との間で、債券の価格（クーポン、利回りなど）等の交渉がなされる。

（４）支払利息等の抑制や安定的な発行の取組

州会計管理長官室の担当者は、地方債の支払利息等の費用抑制や安定的な発行を行うためにニューヨーク州が実施している取組について以下のように述べている。

○年に数回、複数の一般財源保証債をまとめ、総額を一度に起債することで、起債の都度必要な手続きや作業を省略することができ、全体的なコスト抑制につながっている。

○ニューヨーク州の一般財源保証債は、競争入札によって行われている。低い金利を提示した引き受け企業と契約することでコストを下げることができる。

○債券の価値を引き上げるには良い格付けを得ることが重要である。州予算室の担当官は、州の債券の格付けを強化、維持するため、格付け会社と頻繁に連絡を取り合っている。

○財務状況の開示に努力している。多くの州民にとっては過剰なほどの開示でも、投資家はこうした財務情報の読み方に精通している。また、財務状況開示を行うことで格付けも向上する。

州会計管理長官室の担当者によれば、同州の地方債は投資家にとって理想的な債券であり、投資家や投資銀行、証券会社などが、州による債券発行や引き受け企業の選択に関する情報を頻繁にチェックしているとのことである。また、引き受け企業が投資家に向けたマーケティングなどを行っているため、州政府が投資家に向けて行う広報活動としては、ウェブサイトなどを通じた財務情報の開示に留まっているようであり、州政府が特定の地方債に関して投資家へ向けた説明を行うことはないという。州予算室のウェブサイトでは、投資家向けのコーナー（Investor’s Guide）を設け、年次財務報告（Annual Information Statement）、資本投資計画（Capital Plan）、起債スケジュール（Bond Sale Schedule）など、様々な情報を開示している。

※州一般財源保証債の発行例

ここでは、ニューヨーク州の一般財源保証債の発行例として、第２節で取り扱うクリーンウォーター・クリーンエア債の発行を含む、シリーズ 2005A 免税一般財源保証債を紹介する。

発行額	$169,680,000 うち連続償還債券　$148,480,000 うち一括償還債券　$21,200,000
用途	Clean Water / Clean Air 分：　$71,995,635 その他：$97,684,365
満期日（due）	連続償還債券：2006～2026 年の各年３月 15 日（毎年１回） 一括償還債券：2028 年（$4,015,000）、2030 年（$4,385,000）、2035 年（$12,800,000）の各年３月 15 日 ※詳細の内容は、下記（注）のとおり。
利子開始日 （dated date）	2005 年９月 15 日 以降、各年の３月 15 日、９月 15 日に利払い（半年１回）
引き受け企業	Citi Global Markets Inc. 債券発行体にかかる金利コスト（TIC）：4.324310% （競争入札により、引き受け企業を決定）
その他	本債券の格付け： ムーディーズ　“A1” S&P　“AA” フィッチ　“AA-” （地方債保険の利用なし） 法的意見（legal opinion）：州司法長官 ファイナンシャル・アドバイザー：Public Resources Advisory Group

出典：公式説明書及び州会計管理長官室発表資料により作成。

（注）満期日等の詳細情報は次のとおり。

＜連続償還債券＞

満期（各年３月15 日）	元金償還額	利率（%） interest rate	利回り（%） yield
2006	$5,845,000	3.000	2.510
2007	$6,015,000	3.000	2.760
2008	$6,200,000	3.500	2.800
2009	$6,415,000	3.000	3.060
2010	$6,605,000	3.500	3.270
2011	$6,840,000	4.000	3.500

2012	$7,115,000	4.000	3.570
2013	$7,395,000	4.000	3.800
2014	$7,695,000	4.000	3.900
2015	$8,005,000	4.000	4.050
2016	$6,445,000	4.000	4.130
2017	$6,700,000	5.000	4.050
2018	$7,035,000	5.000	4.100
2019	$7,390,000	4.500	4.220
2020	$7,730,000	4.500	4.280
2021	$7,890,000	4.500	4.340
2022	$8,245,000	4.500	4.400
2023	$8,615,000	4.500	4.460
2024	$9,005,000	4.500	4.520
2025	$9,415,000	4.500	4.550
2026	$1,880,000	4.500	4.570
計	$148,480,000	―	―

＜一括償還債券＞

義務的償還日 （各年３月 15 日）	2028 年満期 利　率：4.500% 利回り：4.610%	2030 年満期 利　率：4.500% 利回り：4.670%	2035 年満期 利　率：4.500% 利回り：4.720%
2027	$1,965,000	―	―
2028	$2,050,000	―	―
2029	―	$2,145,000	―
2030	―	$2,240,000	―
2031	―	―	$2,340,000
2032	―	―	$2,445,000
2033	―	―	$2,555,000
2034	―	―	$2,670,000
2035	―	―	$2,790,000
計	$4,015,000	$4,385,000	$12,800,000

（注１）この一括償還債券（１つの定められた満期日）は、義務的償還（mandatory redemption）の条件が付されており、定められた満期日前に、定期的に減債基金に積み立てられる資金を利用し一括償還債券の一部を発行体は償還することとなっている。

（注２）2028 年、2030 年及び 2035 年の３月 15 日は、定められた満期日。

第２節　クリーンウォーター・クリーンエア債（一般財源保証債）の発行事例

１　事業概要

クリーンウォーター・クリーンエア債（Clean Water/Clean Air）は、ニューヨーク州政府が 1996 年より発行している一般財源保証債で、発行承認額は 17 億 5,000 万ドルとなっている。起債収入の使途は州内の環境事業の充実で、地方団体に対する助成金支給などが実施されている。

（1）プログラムの概要

プログラム名	金額 （17 億 5,000 万ドル）	内容
きれいな水プログラム	7 億 9,000 万ドル	地方団体による汚染管理事業や非特定汚染源管理事業、生態系の再生等。
安全な飲料水プログラム	3 億 5,500 万ドル	回転融資基金（revolving loan fund）資金として 2 億 6,500 万ドル、飲料用水施設の改修に対する州の援助として 9,000 万ドル。
固形廃棄物イニシアチブ	1 億 7,500 万ドル	Fresh Kills 埋立地の閉鎖に 7,500 万ドル。小規模な地方団体や Adirondack ごみ埋立地における埋立地の閉鎖事業に 5,000 万ドル。リサイクル・センターの資本投資に 5,000 万ドル。
地方団体環境再生、産業荒廃地の再生プログラム	2 億ドル	地方団体が保有し、環境汚染などで使用されなくなった荒廃地（brownfields）の再開発を目的に行う、汚染源の調査や清掃費用の最大 75%を上限に資金援助する。
大気環境プログラム	2 億 3,000 万ドル	クリーン燃料を使用するバスや自動車を含む、クリーン技術開発や、学校によるクリーン燃料を利用した暖房設備導入の支援、低公害関連事業の雇用の維持。

出典：ニューヨーク州のウェブサイト等により作成。

（２）債務返済予測

ニューヨーク市独立予算室（New York City Independent Budget Office（IBO））[39]は、クリーンウォーター・クリーンエア地方債法の住民投票の前に、市民への情報提供の一環として、「クリーンウォーター・クリーンエア地方債法（1996 年）：ニューヨーク市への財政的影響（The Clean Water/Clean Air Bond Act of 1996: Fiscal Impact on New York City）」と題されたパンフレットを発表している。これによれば、同地方債発行に関する州の負担は、地方債額（17 億 5,000 万ドル）とその利子（12 億 1,000 万ドル）をあわせ、合計 29 億 6,000 万ドルになるとされている。また、IBO がニューヨーク州予算室の資料や独自予測に基づいて作成した資料によれば、地方債発行やその元利償還は以下の通りとなっている。

○クリーンウォーター・クリーンエア地方債における長期的計画および予測

会計年度[40]	プログラムへの予算	地方債発行額	債務返済額
1996-97	275	50	0
1997-98	150	110	5
1998-99	150	110	15
1999-00	150	115	26
2000-01	150	115	36
2001-02	200	115	47
2002-03	175	115	58
2003-04	175	115	69
2004-05	175	115	80
2005-06	150	115	91
2006-07	-	115	101
2007-08	-	115	111
2008-09	-	115	119
2009-10	-	110	127
2010-11	-	110	135
2011-12	-	110	143
2012-13～2041-42	-	-	1,797

出典：IBO 資料を元に作成　　（単位：百万ドル）

（注）IBO の報告書の注釈によれば、「プログラムへの予算及び発行計画（州議会の承認が必要）は州予算室から入手、債務返済額は IBO の試算」となっている。

[39]選挙で選ばれた役職者や一般市民に対して、不偏不党の立場でニューヨーク市の予算・財政問題に関する分析を提供することを目的として設立。市予算室や市会計管理長官（comptroller）室とは別の独立した機関。

[40]州の会計年度は４月１日（～３月 31 日）に始まる。

２　住民投票の状況

（１）結果

州議会が、クリーンウォーター・クリーンエア地方債法を可決した後、1996 年８月１日にはパタキ州知事が法案に署名したが、一般財源保証債の発行には有権者による承認が必要なため、クリーンウォーター・クリーンエア地方債法の実施可否は、1996 年 11 月に行われる住民投票で審判されることになった。

1996 年 11 月５日、大統領選挙と同時に住民投票が実施され、同地方債法は、過半数（56％（支持 200 万人、反対 160 万人））の支持を集め承認された。リベラル派、環境派が多い都市部の有権者は３対１の割合で、郊外地の有権者は２対１の割合で地方債発行を支持したのに対し、伝統的に保守派で共和党のパタキ知事の強力な支持層であった州北部・中央部・西部の有権者は、公債事業実施による州歳出の大幅増加を懸念し、３対２の割合で反対するという、皮肉な結果となった。

（２）住民投票までの経過

1990 年、環境保護を目的とした地方債法を推進したものの、最終的に住民投票で否決されたクオモ知事（当時）の教訓を大いに活かし、推進派は、クリーンウォーター・クリーンエア地方債法の住民投票での可決を目指し、周到なキャンペーンを展開した。クリーンウォーター・クリーンエア地方債法と同様の地方債法を推進したクオモ知事は、州議会の可決、知事の署名を経て、地方債法制化を実現し、住民投票での承認を目指して積極的な広報運動を展開したものの、その過程での法廷闘争において、州裁判所が「地方債法を住民投票で可決させるため、州政府が公金を使ってあからさまな推進運動を行うことは違憲である」との判決を下したり、また 1990 年 11 月の住民投票でも地方債発行が否決されたという経緯があった。

こうしたことから、1996 年のパタキ知事及び推進派は、クオモ知事の轍を踏まないような推進キャンペーンを練ることになった。まず、1990 年の裁判で、「住民投票での可決を目指し、州政府が公金を使って運動することは違憲である」との判決が下されたことから、州政府は州民に対して、地方債法を「推進（promote）」するのではなく、「教育（educate）」する姿勢を明確にした。また、1990 年の地方債法のほぼ半分が州政府による土地買収に充てられ、「浪費」「非現実的」「利権的」と批判されていたことから、1996 年の地方債法では、土地買収から産業荒廃地の再開発、学校における旧式の暖房施設をクリーン燃料による暖房施設への変更など、多岐にわたり、誰もが何らかの恩恵を受けるように構成することが心がけられた。このように幅広い内容が盛り込まれた地方債法は、環境保護団体はもちろん、様々な団体から支持を取り付けた。例えば、それまでパタキ知事を批判し続け、敵対的関係にあった労働組合は、地方債法によって約６万人の新規雇用が見込まれることから、同法への支持を表明したり、学校における旧式暖房施設の改善は教師に好感され、埋立地閉鎖や荒廃地の再開発のための資金援助は、地元の地方団体や住民に歓迎されたりという効果が生まれている。

なお、州会計管理長官室の担当者は、「住民投票の可否に向け、州政府が直接推進活動を行うことは州法で禁止されており、州政府ができることは『教育』のみである。この教育活動は、州の行政府が中心になって行うが、実際には、『推進活動』と『教育』の違いを明確に区別することは非常に難しい」と述べている。

住民に向けて地方債法を直接アピールすることに慎重であった州政府関係者は、地方債法を推進する団体として、「CW/CA 地方債委員会（Clean Water/Clean Air Bond Act Committee)」を発足させた。同委員会は、パタキ知事の法律顧問（当時）で、同知事とも親しいマイケル・フィネガン（Michael Finnegan）氏が、CW/CA 地方委員会の委員長として同委員会の活動に全面的に関わるなど、事実上、州政府の影響を強く受けた団体であった。また、CW/CA 地方債委員会のほか、新ニューヨーク地方債委員会（Renew New York Bond Act Committee、推進派)、新ニューヨーク政治活動委員会（Rene New York Political Action Committee、推進派)、さらには、「CW/CA 地方債法に反対するニューヨーク州環境保護者連合（A Bunch of New Yorkers Who Like the Environment But Know This Bond Act is a Big Waste of Money、反対派)」といった団体が草の根レベルでも次々と設立され、地方債法の住民投票へ向け、膨大なテレビ広告を含め、激しい運動が繰り広げられた。

地方債法の推進派は、世論調査を行い、住民の意見を取り入れる努力をした。まず、地方債知事案が作成される前の 1996 年春に最初の世論調査を行い、環境保護に対する住民の反応をうかがった。この世論調査で住民の好反応が示されたことから、1990 年に失敗した地方債法の教訓を活かしつつ、健康、雇用、教育など住民の生活に深く関わる様々な分野で利益をもたらす地方債知事案が作成されている。さらに州政府側では、環境保護に関わる有識者と意見交換し、彼らの意見を反映することで支持を取り付けることにも成功している。これらの努力の結果、住民投票の前月に実施した世論調査では、２対１の割合で住民が地方債法を支持していることが分かった。こうした世論調査の実施や地方債法のキャンペーンに協力した環境団体「公地保護団体（Trust for Public Land)」によれば、「世論調査を行うことで、地方債推進者側は、住民の懸念を直接感じることができ、また、住民が最も懸念しているのは、安全な水道水供給であることがわかり、それを地方債法案に盛り込むことができた」という。さらに、こうした世論調査を通じて、推進派の協力体制が強化されていったという。

第３章　Tax Increment Financing における地方債活用
～イリノイ州市町村の事例を交えて～

第１節　Tax Increment Financing（TIF）

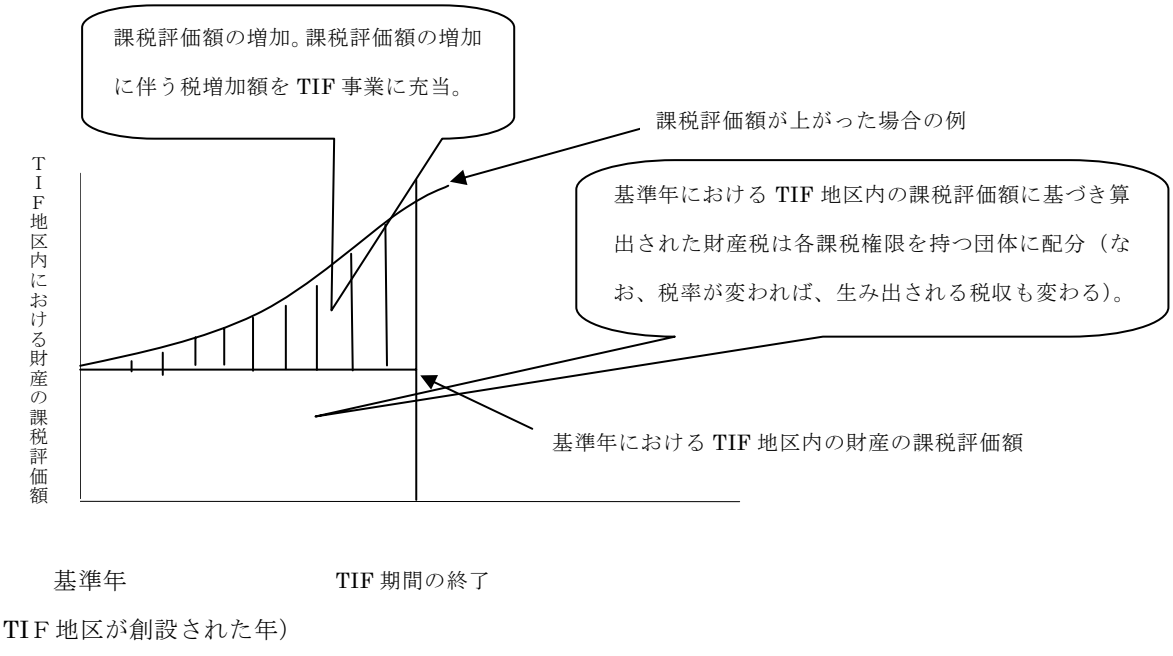
１　Tax Increment Financing（TIF）の概要

米国地方団体における地域開発財源確保のための１つの手法として、Tax Increment Financing （以下「TIF」という。）がある。TIF は、指定された地理的区域（通常は荒廃した地域）における経済発展のために必要な公共投資やインフラ改良に資金を供給する１つの手段である。TIF 地区として指定された地理的区域における財産税[41]（property tax）課税評価額をある期間固定し、この固定された課税評価額をベースに課される財産税は、課税権限を持つ団体[42]に配分される。一方で、新たな開発等を通じ生み出される課税評価増加額（固定された課税評価額を上回った分）に伴う税増加額（tax increment）は、TIF 地区におけるインフラ整備等の支出に利用される。

TIF は 1952 年にカリフォルニア州で最初に導入され、以後、市町村等による TIF の活用を認める立法措置が 1997 年までに 48 州（ノースカロライナ州、デラウェア州を除く）[43]においてとられている。

本章では TIF における地方債の活用を中心に見ていくこととしたい。

○TIF における課税評価額と税収構造



[41]財産税のほか、売上税（sales tax）等の税増加額を利用する TIF もあるが、本稿では財産税を利用した TIF を中心に記述する。なお、イリノイ州では、財産税を利用した TIF が主流となっている。
[42]カウンティ、市町村、学校区、特別区などを指す。
[43]Craig Johnson, Joyce Man ”Tax Increment Financing and Economic Development” (State University of New York Press (2001)) P31

○TIF における財産税の配分方法（イメージ）

	税率（%）	課税評価額 $500,000（基準年）	課税評価額 $500,000（基準年＋１年）	課税評価額 $550,000（基準年＋２年）	課税評価額 $600,000（基準年＋３年）
財産税収額	3.00	$ 15,000	$ 15,000	$ 16,500	$ 18,000
うち税増加額（TIF 地区事業へ利用）		$ 0	$ 0	$ 1,500	$ 3,000
うち TIF 地区課税団体への配分額		$ 15,000	$ 15,000	$ 15,000	$ 15,000
TIF 地区を設置し始動させた課税団体への配分	1.00	$ 5,000	$ 5,000	$ 5,000	$ 5,000
その他課税団体Ａへの配分	1.00	$ 5,000	$ 5,000	$ 5,000	$ 5,000
その他課税団体Ｂへの配分	1.00	$ 5,000	$ 5,000	$ 5,000	$ 5,000

（注１）財産税率が各年とも一定とした場合の例。

（注２）「TIF 地区を設置し始動させた課税団体」とは、多くの州において市町村が該当する（カウンティにも権限を与えている州もある）。

（注３）「その他課税団体」とは、「TIF 地区を設置し始動させた課税団体」以外の TIF 地区に課税権限を持つ団体。

２　イリノイ州市町村における TIF

（１）TIF の活用状況

イリノイ州においては 363 の市町村[44]において 900 の TIF 地区が設置されている（2004 年５月６日時点）。TIF を行っている市町村もシカゴといった大都市から人口１万人未満の市町村まで幅広く活用されている。

TIF を利用するための要件は州法によって定められている。TIF は荒廃地域の改善や荒廃に先立つ状況の改善のために活用されるため、TIF 地区が州法に定める荒廃地域などの要件に合致する必要がある。また、TIF 地区においてインセンティブなくしては民間からの投資が行われないということが明らかにされる必要もある。イリノイ州商業経済機会局（Illinois Department of Commerce and Economic Opportunity）の資料によれば、TIF 地区の種類を次のとおり分類している。

[44]2002 年のイリノイ州の市町村（municipal）総数は 1,291（statistical abstract of the United States 2004-2005）で、全米一位。

TIF 地区の種類	数	割合（%）
中心ビジネス地区の開発（central business district）	143	15.9
ショッピングモール、商業地の開発（shopping mall/commercial strip）	83	9.2
産業振興（industrial/conservation/blight/other）	130	14.4
混在開発（中心ビジネス地区以外）（mixed development）	487	54.1
住宅（housing）	56	6.2
不確定（undetermined）	1	0.1
計	900	100.0

出典：Illinois Tax Increment Association のニュースレター（2004 年夏号）より作成。
（注）割合（%）は四捨五入により算出しており、その合計は計に一致しない。

（2）TIF のプロセス（イリノイ州の市町村の例）

イリノイ州の市の TIF のプロセスの概要は次のようなものとなっている。

TIF の必要性、TIF 事業の実現可能性の判断

事業及び財政面での実現可能性があるかどうかの判断。TIF によるインフラ整備等を通じ民間投資を促すことは税増加額を確保していく上で重要であり、民間セクターが興味を持ち当該 TIF 地区での事業参画を希望するかの判断を適切に行っていく必要性は大きい。

荒廃地域かどうかの判断、TIF 地区の地理的範囲を判断[45]

イリノイ州の場合、TIF 地区として指定されるためには、州法上の荒廃地域（blighted area）等の要件に該当する必要がある。TIF 地区の地理的範囲の特定は、オーバーラップする他の課税団体の税収や生み出される税増加額に影響を与えるものであり重要な事項である。

再開発計画等の作成

再開発計画の内容としては、次のようなものが含まれる。

・TIF 地区の地理的範囲
・TIF 地区の開発に投入される予算
・TIF 地区においてインセンティブなくしては、民間からの投資が行われないということの説明

[45]再開発地区としての地区の指定に関する調査を行う条例（又は決議）が市によって採択される場合、その条例等の写しは、直ちに影響を受ける課税団体に対し送付される。その条例等の中では、再開発地区として指定されうる地理的範囲（調査対象地域）や再開発事業の目的等を含む必要がある。

・TIF 地区に課税権限を有する学校区[46]等の団体への財政的影響の評価
・市総合計画との整合性

共同検討委員会、公聴会等の開催、開発計画等の変更

・市の代表者、TIF 地区において課税権限を有する団体（学校区等）の代表者等からなる共同検討委員会（Joint Review Board）において条例（ordinance）、開発計画等の検討がなされなければならない。共同検討委員会は、委員会メンバーの過半数の投票により採択された意見を報告することとなるが、報告は助言的なもので拘束力はない[47]。
・公聴会（public hearing）の開催（州法上必須とされている）。
こうした意見を基に開発計画等の変更も可能。

TIF に関する市条例の採択

市議会における審議を経て、市による条例（ordinance）の採択が行われる。ここでは連邦政府・州政府での承認は必要とされていない。

事業実施

再開発を通じた財産税増加額を償還財源とした起債等による TIF 事業の実施。

TIF 地区における財産税課税評価額の増加に伴う税収増加

（3）TIF 地区設置後の状況の監視

TIF 地区を設置した市町村は、州会計管理長官（comptroller）や年 1 回開催される共同検討委員会の会合の前にTIF関係課税団体等に対してTIFにかかる年次報告書の提出が求められている。共同検討委員会は年 1 回必須であり、TIF 地区の効果、状況等に関する検討などを行う。

（4）税増加額を使用できる費用

TIF における税増加額収入を利用できる費用は州法によって決められており、対象とできる経費としては次のようなものがある。
・TIF 計画等にかかる調査、研究、その他専門サービスにかかる費用等
・買収、取り壊し、敷地造成・改良等の財産集積にかかる費用
・既存の公共・私有建物[48]の修復、改築、修繕、改造
・公共事業建設にかかる費用（新たな市町村施設の建設には、制限がある）
・職業訓練にかかる費用
・建築、エンジニアリング、法律等に関する専門的サービスの提供にかかる費用

[46]イリノイ州の場合、財産税の多くが学校区へ配分されており財産税制度の取扱は学校区に与える影響が大きい。
[47]共同検討委員会が TIF の拒否の報告を行った場合、市は共同検討委員会の報告を尊重する、あるいは報告された勧告の内容に沿って問題点の改善を図ることとなる。なお、それでも両者の違いが埋まらず、再提出された計画が共同検討委員会によって受け入れられなかった際には、市は 60%の Corporate Authorities（市長及び市議会議員を指す）の承認により TIF を進めることも可能である。
[48]原則として、新規私有建物の建設費は対象とならない。

・債券の引き受けにかかる費用といった金融コスト

（５）TIF の設置期間

イリノイ州法上、TIF 地区は 23 年まで存続可能となっている。また、州議会の承認により、12 年までの延長も可能である。なお、州議会の承認に当たっては関係する学校区の支持などが求められる。債務が完済され市町村において TIF 地区の終了に関する合意が得られれば、TIF 地区を早めて終了することも可能である。

第２節　TIF における地方債活用

税増加額の TIF 事業への利用方法は、大きく分けて２つある。１つ目は TIF 基金に税増加額が積み立てられた段階で TIF 事業を行っていく方法（pay-as-you-go 手法）、２つ目は将来の税増加額等を償還財源として地方債を発行し TIF 事業を行う方法である。実際には、２つの方法の組み合わせにより事業を遂行する場合もある。ここでは、地方債の発行という前提で記述を進めることとしたい。

１　TIF における地方債の概要

TIF のために発行される地方債（以下「TIF 債」という）は、TIF 地区が創設された後の財産税課税評価額の増加に起因する税増加額等で元利償還がなされるのが基本的な考え方である。第１章では、一般財源保証債とレベニュー債の分類について述べたところであるが、こうした TIF 債は、特別財源保証債[49]（special obligation bond）として分類されることもある[50]。なお、TIF 債は、現実の償還財源は TIF 地区からの財産税増加額等を意図しながらも、発行体の全信用力で保証し一般財源保証債として発行する場合、財産税増加額等とともに究極的な手段として一般財源保証を付す場合（ダブル・バレル債）もあるが、ここで TIF 債という場合、財産税増加額等によって元利返済が保証される地方債を前提に話を進めたい。

TIF 債は、地方団体によって直接発行されることもあれば、地方再開発（開発）公社などが発行する場合もある。TIF 債は、一般財源保証債に求められるような起債限度や住民投票要件が適用されないことも多い。TIF 債の償還財源として財産税増加額の利用以外にも TIF 地区における売上税（sales tax）増加額を利用する場合、TIF 地区内からの複数の収入を組み合わせ、償還を保証する場合もある。売上税は景気等による影響を受けやすく、

[49]収入を生み出さない一般目的施設、インフラ整備等（又は収入を生み出す事業等の場合であっても、レベニュー債を償還するほど十分な収入が上がらないような事業等）に起債収入があてられるという一般財源保証債の特徴と特定の収入によってのみ元利償還を行うというレベニュー債の特徴を合わせ持つものとも見ることができる。

[50]International City/County Management Association “Capital Budgeting and Finance: A Guide for Local Governments” (John Vogt, 2004) P202

財源的に不安定との見方がされることもあり、リスクの高い小売業の立ち上げ事業に資金供給したものの思うように売上税が伸びなかった結果、売上税を償還財源とした元利償還はしばしば問題が起きてきているとの報告もある。また、地方債の販売は、協議方式による場合が多いとされている。地方債の発行額が小さく債券発行自体が頻繁ではないような発行体の場合は､協議方式のほうが借入コストを低く抑えることができるとの分析もある。その理由としては、そのような債券は競争入札方式の場合、入札者が十分に確保できないということをあげている。

２　TIF における地方債の安全性

TIF 債市場は、地方債市場の中で不明瞭でリスクの高い部門[51]と見られている。TIF 債は、元利償還を確実にするための契約条項（資金の流れ、元利償還留保基金の設置等）を含み、厳しいカバリッジを求められることもある。TIF 債の元利償還の安全性を高める要素としては次のようなものが上げられる。

（１）TIF のプロセスにおける事業内容の検証

資金調達コストを抑えつつ地方債による資金調達を行うためには、安全性の高い魅力ある債券であるかについての投資家の理解を得ることは重要な要素である。一般的なプロセスは、TIF が魅力的であることを提案するような方法で設計される。というのも、そうしたプロセスは、市場が開発事業等を検証することを、少なくともある程度保証することとなるからである。投資家による精査は投資家にとってリスクを負うことが可能な事業のみ進められることを保証することとなると考えられている。例えば、TIF 債が公売を通じ投資家に販売される際には、潜在的な投資家によって精査され、TIF 事業が危険と判断されれば、最悪の場合、地方債は購入されないこととなる。さらに、一般的な TIF のプロセスは、TIF 事業の実際的、財政的実現可能性を確実なものとするため、地方団体の職員が専門会社と一緒に緊密に働くということを前提としている。逆に、地方団体の一方的な意思決定によって TIF 事業を実施する場合には、地方団体の職員は事業の実現可能性を検証するために、金融関係機関や格付け会社に対し事業計画を明らかにし、事前に安全策を講ずることも可能である。

（２）TIF のリスク軽減策

TIF 事業財源を将来の税増加額を返済財源とした起債により調達する場合、地方債を償還するための十分な税増加額の確保は必要不可欠であり、TIF 地区の創設や TIF 債の発行

[51]TIF 債の債務不履行の一例としては、コロラド州のリトルトン市において設立されたリバーフロント公社のものがある。同公社は小売店の開発を中心とする再開発地区の商業発展を進める目的で設立された。完成した施設の利用率は見込みをはるかに下回り、十分な売上税や財産税の増加を生み出さなかった。結局、TIF 債を発行した公社は債務不履行に陥った。

時期において税増加額を確保するための配慮が見られる。

TIF 地区は、民間部門（デベロッパー等）による TIF 地区での開発に関する具体的な約束がなされた後に創設されることが多い。民間セクターによる開発の約束の前に TIF のための地方債が発行される場合、その元利償還は見込まれる将来の財産税課税ベースの増加によって担保されることとなる。もちろんそれだけで十分な元利償還の安全性を投資家に対し提供する場合もあるが、その見込みが説得力のない場合、更なる元利償還の安全性を高める措置（地方債保険、TIF 地区内から上がる他の収入による元利償還の誓約、TIF 地区内における課税等）を提供しなければならなくなる。

また、民間部門による開発が行われる前に地方債を発行せずに、発行体がデベロッパーに対し公的インフラ整備を求める手法が取られることもある。民間セクターによる開発が行われ将来の財産税収入が確実となるとともに、地方債を発行しデベロッパーに公的インフラ整備にかかる費用を払い戻す手法もとられる。

また、TIF 地区の大きさも、TIF 地区の信用の質に影響を与えうる要素であり、債務返済を支える課税ベースが大きく多様であり、一般的に TIF 地区が大きくなればなるほど、TIF 債の信用の質はより向上する。

（３）元利償還能力の強化・保証

TIF 債の償還財源として財産税増加額を活用するのが主流であるが、州によっては、TIF 地区における売上税増加額等の財源も合わせた混合構造をとる場合もある。また、地方債の償還の安全性を高めより低い利息を期待し、一般財源保証を付すダブル・バレル債とする場合もある。また、地方債保険会社は概してリスクの高い TIF 債市場を敬遠すると見られている一方、TIF 債に地方債保険がかけられるケースもあるという報告もある。

３　イリノイ州市町村における TIF と地方債

イリノイ市町村は、TIF のために発行される地方債を、イリノイ州法上、一般財源保証債、レベニュー債、ダブル・バレル債[52]という形で発行することが認められている。その概要は次のとおりとなっている。

（１）一般財源保証債

イリノイ州市町村の一般財源保証債の発行にかかる手続は、ホームルールを採用する市町村と採用しない市町村で異なる。ホームルールは、地方政府が州政府など外部から加えられる統制を最小限にとどめ、自らの問題を自らで解決していくことができる権限である。イリノイ州の場合、少なくとも 25,000 人の人口を持つ市町村は自動的にホームルールを持ち、住民投票による承認によりホームルールを放棄することも可能である。また、人口 25,000 人に満たない市町村も住民投票による過半数の承認によりホームルールのステイ

[52]イリノイ州では、alternate bond と呼ばれる。

タスを獲得することも可能である。

ア　ホームルールを採用する市町村

ホームルールを採用する市町村の場合、起債限度や住民投票といった要件が設けられておらず一般財源保証債の発行が認められている。唯一の制限ともいえるのは市場であり、市町村の債務がとても高いレベルにある場合など地方債が売れないという事態が起こりうる。ホームルール採用市町村の一般財源保証債の発行は、次のようなステップを踏むこととなる。

○起債の手続きを定める条例の採択（１回限りの手続きであり、以降すべての一般財源保証債の発行を可能とする）
○地方債の販売
○地方債の販売、満期、利率等の条件を設定する条例の採択[53]

イ　ホームルールを採用しない市町村

ホームルールを採用しない市町村の場合、州法上の起債限度（財産税課税評価額の8.625%）に従うこととなる。加えて、通常は、事前の住民投票（投票者の過半数の承認）が必要となる[54]。起債手続きの流れは次のとおりである。

○地方債の発行の可否に係る住民投票条例の採択
○住民投票実施（緊急の事態がない限り、偶数年に２回（３月と 11 月）、奇数年に２回（２月と４月）と投票のスケジュールが限定されている。）
○地方債発行に関する過半数の承認が得られた場合、市町村は 30 日地方債の販売を見合わせなければならない（選挙に対する異議の期間）。
○地方債の販売
○地方債の販売、満期、利率等の条件を設定する条例の採択

（２）レベニュー債

レベニュー債の発行の手続は、一般財源保証債に比べれば簡単なものとなっている。市町村技術者（engineer）による詳細な計画や事業費用の見積もりを準備する。その後、市町村又は外部コンサルタントは、提案された事業に関する経済的な実現可能性に関する報告書（economic feasibility report）を準備する。条例採択の後、当該事業資金調達のため地方債を発行する。なお、住民投票を求める請願（petition）が市町村に提起されることによって、レベニュー債の発行が住民投票にかけられることもある（「backdoor referendum」と呼ばれる）。

（３）ダブル・バレル債

ダブル・バレル債は、究極的には発行体の全信用力により裏づけられているものの、そ

[53]地方債の販売と条例の採択はしばしばほぼ同時に行われている。
[54]借換債等の例外もある。また、市町村内の財産税課税評価額の 0.5%と同額まで住民投票を行うことなく一般財源保証債を発行することができる。

の元利償還は事業収入及び（又は）他の財源によって支払いがなされるもので、州法は市町村による課税権の行使がなされることを意図していない。ダブル・バレル債を活用するためには、市町村は、年間ベースで既存及び新たに発行するダブル・バレル債の元利償還に必要な額の 125%に等しい額に見合う十分な収入が上がるということを示す必要がある。元利償還のための収入が十分かどうかの決定は、ダブル・バレル債の発行に先立つ最新の年次監査によって支持されることが求められる。監査によってそのような収入が十分であることを適切に示されない場合、又は収入が適切でないことが示された場合、収入が十分であるとの決定は、独立した会計士による報告書、又はその分野において専門知識に対する高い評価を受けているアナリストによって準備される報告書によって支持されることとなる。

ダブル・バレル債は一般財源保証による課税がなされる必要がなければ、発行体の起債限度にカウントされない。ダブル・バレル債の発行に当たっては住民の請願による住民投票（back door referendum）が行われることもありうるが、一般財源保証債と違い住民投票（full referendum）が必須ではない。しばしば利息を軽減し債券の市場流動性を高めるために利用されることもある。

※イリノイ州の市における TIF 債の発行例

イリノイ州モンロー･セントクレア郡コロンビア市の TIF 債（Tax Increment Financing District Revenue Bonds）の発行内容を参考までに紹介する。

＜概要＞

発行体	コロンビア市（イリノイ州）
発行額	＄1,305,000（連続償還債券）
事業内容	信号機の設置、水道・下水道管の再配管
償還財源	TIF 地区内に位置する特定の不動産にかかる税の増加額によってのみ元利償還が行われる限定債務
満期日等	満期日 2005 年～2015 年の 12 月１日（年１回） 利払：年２回（12 月１日、６月１日）
販売方法	私募（モンロー郡内あるいは周辺の金融機関を対象）
債券情報	本債券に対する、格付け取得なし 利息に対し連邦所得税免税（ただし、州所得税は課税）
その他	地方債法律顧問、ファイナンシャル・アドバイザーを活用

＜元利償還＞

満期 （12 月 1 日）	元金償還	利息	計（元利償還）	見込まれる TIF 収入	カバリッジ 割合
2005	$ 100,000	$ 35,913	$ 135,913	$ 195,235	1.44
2006	$ 35,000	$ 41,205	$ 76,205	$ 121,790	1.60
2007	$ 50,000	$ 39,805	$ 89,805	$ 133,607	1.49
2008	$ 50,000	$ 38,105	$ 88,105	$ 135,685	1.54
2009	$ 70,000	$ 36,730	$ 106,730	$ 158,833	1.49
2010	$ 115,000	$ 34,700	$ 149,700	$ 212,318	1.42
2011	$ 130,000	$ 31,135	$ 161,135	$ 223,122	1.38
2012	$ 150,000	$ 26,975	$ 176,975	$ 228,835	1.29
2013	$ 175,000	$ 21,950	$ 196,950	$ 260,973	1.33
2014	$ 200,000	$ 15,825	$ 215,825	$ 289,904	1.34
2015	$ 230,000	$ 8,625	$ 238,625	$ 295,295	1.24
計	$ 1,305,000	$ 330,968	$ 1,635,968	$ 2,255,597	

出典：コロンビア市　TIF 地区レベニュー債公式説明書[55]より作成。

（注）見込まれる TIF 収入は、市のコミュニティ・経済発展室による見込み。

[55]公式説明書は、私募の場合、通常は必ずしも必要とされるものではなく、市も公売の際に使われるような公式説明書としては、この書類をみなしていない。

【参考文献】

John Vogt「Capital Budgeting and Finance: A Guide for Local Government」(International City/County Management Association (2004))
Stewart Diamond「2001-2003 Illinois Municipal Handbook」(Illinois Municipal League (2001))
John Petersen, Dennis Strachota「Local Government Finance Concepts and Practices」(Government Finance Officers Association (1997))
Richard Aronson, Eli Schwartz「Management Policies in Local Government Financing」(International City/County Management Association (fourth edition 1996))
Thomas Bayer, Michael Jurusik, Allen Wall「Manual on Financing Municipal Improvements」(Illinois Municipal League (2005))
「State Laws Governing Local Government Structure and Administration」(U.S. Advisory Commission on Intergovernmental Relations (1993))
David Gelfand「State & Local Government Debt Financing」(West Group (1999))
Chris Allen, Dan DeSimone, Kathy Tyson「State Treasury Activities & Functions」(National Association of State Treasurers (2001))
Craig Johnson, Joyce Man「Tax Increment Financing and Economic Development」(State University of New York Press (2001))
Judy Wesalo Temel「The Fundamentals of Municipal Bonds」(The Bond Market Association (fifth edition 2001))
ワシントン・コア社委託調査「アメリカ州政府・地方団体の地方債」(2004)
稲生信男「自治体改革と地方債制度」(学陽書房(2003))
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))

【執筆者】
ニューヨーク事務所　所長補佐　南雲正裕

CLAIR REPORT 既刊分のご案内

NO	タ イ ト ル	発刊日
第287号	米国地方債の概要とその活用事例	2006/8/31
第286号	オーストラリアの電子政府	2006/8/11
第285号	GLAの現状と展望	2006/8/11
第284号	パリッシュの動向	2006/8/11
第283号	英国の情報開示と保護－情報自由法とデータ保護法を中心として－	2006/6/15
第282号	英国政府報告書②	2006/6/15
第281号	英国政府報告書①	2006/6/15
第280号	オーストラリアにおけるボランティア	2006/3/17
第279号	韓国の雇用政策－若年層及び高齢者に対する施策を中心として－	2005/12/27
第278号	英国の地方政府会計制度詳解－経常会計と資本会計の改革の実態－	2005/12/27
第277号	韓国の地方分権政策－地方分権5カ年総合実行計画策定－	2005/10/27
第276号	フランスの広域行政－第4の地方団体－	2005/10/27
第275号	カンボジアの地方自治	2005/10/27
第274号	ポルトガルの地方自治	2005/10/14
第273号	米国の地方自治体（市）における経済振興施策の現状について－企業支援施策を中心に－	2005/10/14
第272号	英国の地方選挙風景（地方版マニフェストの実績）	2005/10/14
第271号	アメリカの産業廃棄物処理について	2005/9/7
第270号	地方都市への中国人観光客の誘致可能性について	2005/9/7
第269号	2005年 英国議会下院･統一地方選挙	2005/9/7
第268号	中国都市交通の現状と課題	2005/7/15
第267号	中国から日本の地方都市への航空直行便開設	2005/7/15
第266号	フランスの新たな地方分権その２	2005/7/15
第265号	米国の市民参加－交通計画における合意形成手法－	2005/7/12
第264号	米国における災害対策－地方政府内外での行政機関の連携－	2005/7/12
第263号	米国の州政府及び地方団体の公金管理	2005/7/12
第262号	シンガポールの教育2005	2005/6/10
第261号	米国の州政府･地方団体における行政評価と結果志向行政	2005/6/10
第260号	韓国の国会と第17代総選挙結果分析について	2005/6/10
第259号	米国の街づくりにおける非営利団体の役割	2005/4/19
第258号	オーストラリアにおける航空機を活用したへき地サービス	2004/10/29
第257号	フランスの都市計画－その制度と現状－	2004/6/30
第256号	米国のEガバメント	2004/6/7
第255号	オーストラリアの政府間財政関係概要	2004/5/28
第254号	韓国の教育自治	2004/5/28
第253号	英国の地域再生政策	2004/5/28
第252号	シンガポールの情報化政策と電子行政	2004/3/10
第251号	フランスの新たな地方分権　その１	2003/11/28
第250号	タイにおける地方分権化の動向	2003/11/26
第249号	中国の年金制度改革	2003/10/23
第248号	中国の企業誘致政策	2003/8/29
第247号	米国のコミュニティー協議会（ネイバーフッド協議会／近隣協議会）	2003/6/26
第246号	米国における地方公務員制度	2003/6/26
第245号	米国の州および地方団体の選挙	2003/6/16

CLAIR REPORT各号に関する最新情報は、当協会のホームページ（http://www.clair.or.jp）をご覧ください。