

秋山義則, 前田高志, 渋谷博史 / 編著

『アメリカの州・地方債』

(日本経済評論社 2007)

江夏 あかね

発行残高約2.7兆ドル(2008年12月末)と、日本の地方債市場の規模(約81兆円, 2009年3月末)の約3倍を誇る米国の地方債市場。同市場においては、2007年夏ごろから本格化したサブプライム・ローン問題および世界的な金融危機などを背景に、(1)アラバマ州の中央部に位置するジェファーソン郡のデフォルト(2008年4月)、(2)カリフォルニア州サンフランシスコの北東に位置するバレホ市による連邦破産法第9章適用申請の決議(2008年5月)、(4)金融保証保険会社(モノライン保険会社)の格下げ、(5)入札金利証券(ARS)市場における混乱、(6)カリフォルニア州のアーノルド・シュワルツェネッガー州知事による財政非常事態の宣言(2009年7月)など、様々なヘッドラインが散見されている状況である。

日本の地方債市場においても最近に関しては、(1)北海道の夕張市による財政再建団体の指定申請を行う方針の正式表明(2006年6月)、(2)地方分権21世紀ビジョン懇談会による「再生型破綻法制」の導入の検討(2006年上半年)、などのニュースが注目を集め、地方債市場のクレジット・スプレッドが一時的に拡大する局面が観察された。しかしながら、昨今の金融危機下においては、地方債市場を含めて複数の金融

市場のボラティリティの高まりを受けて、一部の地方公共団体が2008年秋に地方債の発行延期を行ったことが一時的に注目されたものの、米国地方債市場のように様々な影響が顕在化するようなヘッドラインは見られなかった。

本書においては、前述のとおり2つの市場が対照的な状況である背景を考察させるカギが随所に散りばめられている。本書は、2部構成になっているが、第1部においては、「アメリカの州・地方債の基本的枠組み」と題して、(1)州・地方債の概要、(2)一般財源保証債とレベニュー債の基本構造と特長、(3)州・地方債と連邦所得税、(4)格付けと信用保証、(5)地方債市場の機能強化(価格透明性の確保、情報化、決済制度の改善等)、(6)実例としてシカゴ市学区の債券発行の枠組み、が示されている。

課税権が実質的な担保となっているとみなされる地方債が唯一存在している日本の地方債制度とは異なり、日本の地方債の概念に類似していると考えられる一般財源保証債のほかに、地方債の発行体の信用力ではなく、特定の歳入などを償還財源として発行される債券であるレベニュー債が存在する米国地方債の制度および商品の概要が多面的に解説されている。

ちなみに、日本の地方債制度においては、一

一般会計債と公営企業債などがある。一般会計債は、元利償還金が地方税、地方交付税などの一般財源を中心とする一般会計の歳入から支払われることから、地方公共団体の課税権を主として担保していると考えられる。一方、公営企業債は、その元利償還金が地方公営企業の収入(料金収入、売却代金など)から支払われ、独立採算が原則とされているため、当該公営企業の収益力を担保しているとも考えられる。しかし、地方公営企業は、地方公共団体自体が行う行政活動である上、繰出金の制度なども存在している。そのため、公営企業債であっても、地方公共団体の債務であることには変わりがなく、最終的には当該地方公営企業を運営する地方公共団体の課税権が実質的な担保と言える。

また、第1部では、日本の地方債制度とは異なり、(1)米国の地方債は、一定の条件下において、連邦所得税において利子に関して免税の適用を受けていること、(2)地方債協議制度のようなものは存在せず、州の自己統制と地方公共団体に対する州の統制という形で存在すること、(3)発行体の数が多いことなどを背景に、地方債格付けが日本よりも浸透しているほか、モノライン保険会社による地方債保証や銀行による信用状(Letter of Credit)が市場に根付いていること、などが紹介されている。

第2部においては、「産業開発債の起債コントロール」と題して、筆者の秋山滋賀大学経済学部教授が米国的な特徴を典型的に体现する産業開発債(industrial development bond)について深い洞察を展開している。産業開発債とは、基本的にはレベニュー債の一種であり、(1)「その起債収入の全部又は大半が直接あるいは間接的に個人により遂行される商取引や事業に充当されるもの(州・地方債)」、(2)「元利償還

の財源の全部又は大半が資金を充当した事業等に係る資産から調達される(べき)もの」と定義付けられている。当該債券は、1930年代頃より米国南部諸州で産業誘致や雇用創出を目的に利用されるようになったが、典型的には州政府と地方公共団体が特定の産業のために施設を整備し、それを貸与したり、あるいは民間企業が施設を取得するための資金を貸与するために、起債されている、と説明されている。

第3章は「1986年税制改革法による枠組みの再設定」と題して、1986年税制改革法を背景に確立された起債コントロールの枠組みとその意味が記されている。また、第4章「1968年法の公共性基準と1970年代の逸脱」において、1968年歳入歳出統制法の利子免税規定に関する見解に加えて、1970年代の産業開発債の増発および起債コントロール論議の展開が説明されている。

さらに、第5章「1986年法以後の産業開発債への起債コントロール」においては、ブッシュ政権期の動向やクリントン政権期の緩和措置に加えて、マサチューセッツ開発公社などの州公的金融機関による私的活動債のプログラムの特徴やカリフォルニア州などの私的活動債の起債枠配分の状況が丁寧に示されている。

第2部において特に注目される内容を簡単に紹介したい。第2部では、(1)20世紀初めの連邦所得税制の導入以来、設定されている州・地方債の利子免税規定、(2)起債の公共性による取扱いの分類、(3)政策的な観点等も踏まえて、起債コントロールが行われる傾向にあったこと、などが軸となって分析が示されている。

米国では、1970年代に州・地方債において、公共性が薄いものが増加したことを背景に、1980年代のレーガン政権による「保守革命」の

下、州・地方債の利子免税に関わる規制を厳しくするなどの措置が講じられた。この起債コントロールにおいては、州・地方債が公共性の水準に基づいて、(1)公共性が高いものは、従来どおりもしくはそれに近い取扱いの維持、(2)公共性が低いものは、地方債の利子に連邦所得税の課税対象とすること、(3)その中間のもの（私的活動債）については、各州別に与えられる起債限度額の設定、と分類された。一方、1986年税制改革法においては、公共性の基準の厳格化を通じて、起債コントロールの枠組みが設定されている。当該枠組みにおいては、(1)民間企業の公害防止施設や工業団地などの企業優遇の性格が強いものは、利子課税の対象とすること、(2)空港・港湾、大量輸送施設、下水および廃棄物処理施設、地方電力・ガス供給施設・水供給施設の公共性の明確なものを利子免税に分類、(3)産業開発債（小額産業開発債、住宅ローン等）に対して起債限度額という総枠の規制を行った上で、利子免税に分類、(4)福祉や医療関係の民間非営利団体に対して緩和された規制を講じること、などが特徴として挙げられている。

また、1990年代以降に関しては、枠組みの緩和が図られている。具体的には、公共性について明確な提示という条件は維持される一方で、緩和された部分は地域開発および雇用創出といった企業優遇のものよりは、民間非営利団体（病院以外）や非営利病院向けのものにシフトする傾向が見られている。また、本書においては、このような流れは、州・地方債のみならず、米国で1980年代から始まった財政や福祉国家の構造的な変化が起こったことの一環である、と指摘されている。なお、本書は、シリーズ「アメリカの財政と福祉国家」の第6巻に位置づけられているが、シリーズにおいては、米

国の福祉国家最大の特徴である民間重視の一環として、(1)民間非営利団体等が活用されたこと、(2)国民皆保険でないことの裏側で、医療におけるセーフティネットの一環として民間非営利団体や民間非営利病院の重要性が増したこと、などが指摘されている。

このように、本書においては、(1)アメリカの州・地方債の基本的枠組み、(2)産業開発債の起債コントロール、といった2部構成でまとめられている。本書の最大の貢献としては、日本においては金融・地方財政等に携わる者にとっても比較的馴染みが少ないとみられる2つのトピックに関して、重層的にかつ事例なども交えながら明解に示していることである。

金融の観点からは、米国のレベニュー債において、プロジェクトの種類によって投資家の選好が異なる傾向が見られるが、金利水準、利子課税の取り扱い、デフォルト率やデフォルト時損失率などに差が存在するのみならず、本書で述べられた歴史的背景が影響を与えている可能性などにも興味をそそられる読者もいるだろう。

また、地方財政の観点からは、日本の地方債保有者は大部分が金融機関である一方、米国においては、利子免税規定などにも支えされ、個人投資家のプレゼンスも大きい。日本においても、地方分権等の流れの中で、市場からの資金調達ニーズが高まる中で、非居住者等に対する振替地方債利子の非課税制度が2008年1月に創設されているが、国内においては連邦所得税の非課税措置のようなものは存在しない(注)。このような状況下、米国がこれまで、州・地方債の利子免税規定をめぐり、起債の公共性による取扱い、起債コントロールなどの観点からさまざまな検討を行っていた経緯は、今後の日本

における地方債の投資家層拡大に向けた検討などにおいても意義があるものになる、と考えられる。

本書に関しては、金融・地方財政等に携わっている多くの方にご一読いただき、今後の金融市場の健全な発展、地方公共団体による円滑な地方債発行、地方公共団体の健全かつ安定的な

財政運営につながることを期待している。

(注) 国内市場で発行された円建て債券に関して、国内の法人については、基本的には支払利息に対して15%の所得税の源泉徴収及び地方税5%が課税される。ただし、公共法人等(所得税法第11条)、指定金融機関等(租税特別措置法第8条)に関しては、源泉課税の対象外となる。

(日興シティグループ証券
投資戦略部 経済・金利戦略グループ)
シニア クレジット アナリスト