

# アメリカの州・地方債市場における 税額控除債の可能性

野村容康

## 要 旨

近年、アメリカの州や地方自治体では、社会資本整備等を目的とした新たな財源調達的手段として「税額控除債 (tax-credit bond)」による起債が可能となっている。この場合、税額控除債の保有者には、利子の受取りの代わりに、一定の金額を連邦所得税額から控除することが認められる。税額控除債は、現行の非課税債と同様に自治体の資金調達に対する連邦財政補助としての役割を担うが、伝統的な利子非課税制度に伴う、補助金としての非効率性と不公平性の問題をともに解消する理論的可能性を有している。

現実の税額控除債については、1997年にその原型となる QZAB (Qualified Zone Academy Bonds) が創設されて以来、これまでいくつかの種類が特定の政策プログラムに基づき、多くの州や地方自治体によって採用されてきた。しかし、こうした初期のタイプは、制度改定に伴う不確実性や共通ルールの欠如などの問題により、市場関係者に十分に受け入れられず、必ずしも連邦政府の意図した成果を達成しなかったといえる。

そうした状況に対して、2009年に導入された、直接支払い（発行者への直接補助金）タイプの税額控除債である BAB (Build America Bonds) は、プログラム実施期間における長期地方債発行総額の4分の1を賄うなど、アメリカの地方債市場において一定の地位を占めるに至った。従来の税額控除債と異なり、BAB が活況を呈した背景には、発行体にとってその実質的な補助金の価値が高かったことに加え、外国投資家や年金基金などの非課税投資家にも市場が拡大したことが考えられる。実際に、BAB は発行体に対し、非課税債に比べて大きな金利負担の節減をもたらすことになった。

理論的に BAB の仕組みは、地方債市場の不安定性を軽減する効果をもつ課税債選択制 (Taxable Bond Option) として位置づけることが可能である。今後

は、BABが供給側にとって非課税債を補完する重要な選択肢として定着するように、両者の起債条件を揃えるなど制度の共通化を進める必要がある。同時に、市場の信頼性向上とその拡大を図るために、他の個別プログラムに基づいた既存の税額控除債についても、直接支払いタイプに統合するなどにより、できるだけ簡素で統一した枠組みを確立することが求められる。

## 目 次

- I. はじめに
- II. 州・地方債利子非課税とその基本的問題点
  - 1. 非課税制度の概要
  - 2. 連邦財政補助としての非効率性
  - 3. 公平性の問題
- III. 税額控除債の原型とQZAB
  - 1. 税額控除債の仕組み
- 2. 税額控除債プログラムの種類
- 3. QZABの事例
- IV. BABの構造と実態
  - 1. BABプログラムの概要
  - 2. BABの実際
  - 3. TBOとしての位置づけ
- V. むすび

## I. はじめに

近年、アメリカの州や地方自治体においては、社会資本整備等を目的とした財源調達の手段として、伝統的な「非課税債 (tax-exempt bond)」に加えて、新たなタイプの債券である「税額控除債 (tax-credit bond)」による起債が可能となっている。その基本原理は、当該債券の保有者に対して、その利子の受取りに代えて (あるいはそれに追加して)、一定の金額を連邦所得税額から控除することを認めるというものである。

税額控除債の場合、州・地方政府などの債券発行者は、利子の全部 (あるいは一部) について支払い義務を免除される一方で、その借入れコストの負担は、税額控除による税収入の減少という形で連邦政府が負う。この点で、税額控除債も、従来の非課税債と同様に、地方自治体

の借入れに際しての連邦による財政支援を目的とするものであるが、これを実現する仕組みは、既存の州・地方債の非課税制度とは大きく異なっている。

アメリカの税額控除債は、1997年にその原型となるQZAB (Qualified Zone Academy Bonds) が創設されて以来、現在までにいくつかの種類が特定の政策プログラムに基づき、州政府や、市、カウンティ、学校区、特別区などの地方自治体によって発行されてきた。初期の税額控除債においては、これまで必ずしも連邦政府の意図した成果が達成されているとはいえないものの、2009年に導入された新たな仕組みのBAB (Build America Bonds) は、短期間のうちにアメリカの地方債市場において一定の地位を占めるに至っている。今後ともBABの動向が注目されるところであるが、このような地方債市場における新たな展開は、そもそも地方自治体の資金的経費に対して連邦政府が行う財

政補助の手段としてどのような仕組みが望ましいのか、という基本的な問題を改めて提起しているように思われる。

そこで本稿では、アメリカにおける税額控除債について、その現状と動向を明らかにするとともに、州・地方政府等による財源調達手段としての可能性を検討していきたい。その構成は次のとおりである。Ⅱで、税額控除債の根拠を明確にするために、現行の州・地方債非課税制度の概要とその背景を把握したうえで、同制度の基本的な問題点について考察する。Ⅲで、税額控除債の原型となる仕組みと、その代表的事例である QZAB の実態を見ることにより、伝統的な税額控除債の問題点を探る。さらにⅣでは、税額控除債の新しい展開である BAB の動向とその理論的基礎となる課税債選択制度 (TBO) について分析が加えられる。最後にⅤで、本稿のむすびとして、今後の地方債市場における税額控除債の意義と、その連邦補助を通じた地方自治体の財源調達手段としての可能性について議論する。

## Ⅱ. 州・地方債利子非課税とその基本的問題点

### 1. 非課税制度の概要

アメリカでは、合衆国憲法修正第16条の批准によって1913年に連邦所得税が創設されて以来、一般に州・地方政府が発行する債券から支払われる利子に対しては、課税が免除されてきた。しかし、現在、州・地方債のすべてが非課税債というわけではない。

地方債は、起債収入の用途、あるいは償還資金の源泉に応じて、「政府債 (Governmental

Bond)」と「私的活動債 (Private Activity Bond)」に分類される<sup>1)</sup>。このうち私的活動債は原則として課税債としての適用を受けるのに対して、政府債と特定の私的活動債のみが非課税債としての資格を与えられる。

政府債は、地方自治体が自らの行政目的のために使用するか、または自らが所有または運営する施設を整備するために起債される。一方、私的活動債は、主として個人や民間企業への融資事業の財源を調達する目的で発行される債券であり、税法上、次の二つの基準に基づいて認定される。

第一が、private business test と総称されるもので、起債収入の10%以上が民間企業や個人のために使用され、かつ元利償還費の10%以上が民間企業や個人からの返済金で占められるか、事業用資産等によって担保される場合である。第二が、起債収入の5%または500万ドル超が民間企業や個人への融資に充当される場合であり、private loan financing test と呼ばれる。そして、これらいずれかの基準に該当すれば、私的活動債に分類される。

非課税債として認定される「特定私的活動債 (qualified private activity bond)」は、税法に限定列举され、免税施設債、住宅ローン、学生ローン、少額の産業開発債、非営利団体向けローンなどが含まれる。これら非課税債の適用に際しては、いくつかの制約がかかる。政府債と特定私的活動債に共通のものとしては、①鞘取り債の禁止、②記名式債券であること、③連邦保証の禁止、④国内歳入庁への報告義務、がある。特定私的活動債に対しては、これに加えて起債額、償還期間、満期前借換え、発行コスト等に関する制限が課せられる。

ところで、このような現行制度の基本的枠組

みを形作ったのが、1986年税制改革法 (Tax Reform Act of 1986) である。その背景には、当時、地方債に関する免税適格要件が緩かったことから、1960年代半ば以降、州・地方政府による起債、とりわけレベニュー債の発行額が急増したことがある。1965年から85年にかけて、すべての長期非課税債の発行額の年平均増加率が15%であったのに対して、レベニュー債のそれは18%を記録した<sup>2)</sup>。これには、レベニュー債については、一般財源保証債と異なり、起債額の制限や住民投票の義務付けといった州法制度上の制限がほとんどなかったことも関連している。

こうした動きを受けて、連邦政府内においては、本来その「公共性」のために存在する、連邦から地方への財政補助としての非課税制度が、その特典を利用した、個人や企業に対する低利融資という形で、私的目的のために濫用されているのではないかと疑念が高まっていった。さらに、こうした利子免税ファイナンスの増大が、連邦の歳入ロスと政府債の借入コストを増大させているという批判が展開され、連邦による起債コントロールの強化が求められた<sup>3)</sup>。こうした経緯から、1986年法は、政府債とは異なり、民間への融資を目的とした私的活動債を原則として課税債と位置付けることなどにより、州・地方政府による非課税債の利用に厳格な制限を加えたのである<sup>4)</sup>。

## 2. 連邦財政補助としての非効率性

以上のとおり、現在、州・地方政府等が発行する債券の利子については、税法上の適格要件を満たす限り、連邦所得税が非課税である。したがって、所得が課税されないことの特典が市場で調整され、非課税債の利回りは、同等なり

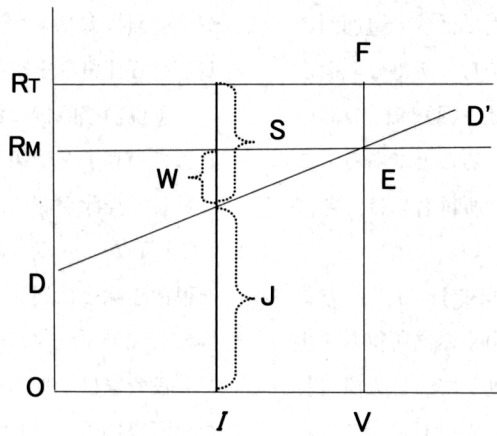
スクの課税債券のそれよりも低くなるのが通常である。これにより、州・地方政府は、利子免税の規定がなかった場合に比べてより低利での資金調達が可能となる。これは、地方政府がこの利回りの低下分に相当する補助金を連邦政府から受けていることに他ならない。

ところが、これまでこうした形での連邦から地方への財源移転は、連邦のコストとのバランスにおいて必ずしも効率的ではないと主張されてきた。すなわち、地方債の利回り低下によってもたらされる地方政府全体の利益 (借入れコストの軽減) が、地方債の利子に課税しないことによる連邦税収のロスに見合っていないということである。

図表1は、一定のリスクのある地方債 (非課税債) の市場を示している。そこでは、地方債に対する右上がりの需要曲線 (DD') と非弾力的な供給 (V) とのバランスで、地方債の利回り ( $R_M$ ) が決まる。地方債の需要が右上がりであるのは、地方債への投資額が増えるに従って投資家はその増大するリスクを補償するための高い利回りを要求するからである。この点は、現行の累進課税の下で、地方債の利子非課税は高い限界税率が適用される高所得者にとってより価値が高いため、地方債の発行額が増大するにつれて、より低い限界税率の投資家を市場に引き付けるために金利が高くならなければならないことも整合的である。

一方、こうした地方債とは別に、税の取扱いとそれを反映した利回り以外のあらゆる点で同等 (完全に代替的) な社債 (課税債) が取引されており、その利回りが  $R_T$  であったとしよう (地方債の供給が社債市場に及ぼす効果は無視している)。そのとき、これら二種類の債券の利回りには、以下の関係が成立する。

図表1 地方債市場と投資家の超過収益



$$R_M = R_T(1 - t_i) \quad (1式)$$

ここで  $t_i$  は地方債を保有することによる「暗黙の税率」であり、市場均衡においては、地方債を購入する限界的な投資家が直面する税率 ( $t_m$ ) と一致する。そこで、 $t_i$  を  $t_m$  に置き換えて、(1式) を変形すると、

$$t_m R_T = R_T - R_M \quad (2式)$$

となる。ここで (2式) の左辺が連邦政府にとっての地方債1ドルごとの税収ロスであるのに対して、右辺は、地方政府にとっての地方債1ドルごとの利子コストの節約を表している。したがって、(2式) が意味しているのは、地方政府の借入れコストの節約と連邦政府の税収ロスが等しくなるのは、限界的投資家についてだけであるということである（換言すれば、すべての投資家の限界税率が同じであれば、地方の利益と連邦のコストは等しくなる）。

しかし、現行の累進的な連邦所得税の下で、 $t_i$  よりも高い限界税率に直面する投資家については、連邦の税収ロスは利子コストの節約を上

回る。例えば、図において、投資家  $I$  は、課税債券に投資していれば税引きで  $J (= R_T(1 - t_m))$  の収益を得たはずであるが、地方債への投資によって  $R_M$  の収益を実現することで、 $W$  に相当する超過収益を手にすることができる。したがって、 $R_MDE$  の領域は、すべての投資家に生じる超過収益の合計となる。一方、 $S$  が投資家  $I$  にとっての地方債投資による租税節約であるので、所得税の減収額（補助金のコスト）は、 $R_T DEF$  の領域となる。ところが、地方政府にとっての利払い費の節約は  $R_T R_M EF$  にとどまるので、差額の  $R_MDE$  が連邦から地方への補助金としてはネットのロスということになる<sup>5)</sup>。

### 3. 公平性の問題

非課税制度に伴う補助金としての非効率性は、課税の公平性の問題をも含意している。先の分析から明らかなおとおり、上述のような、補助金としての連邦税収のネット・ロスが、限界税率の高い高所得者に、地方債投資の超過収益として発生しているからである。

自らが直面する限界税率  $t_m$  が  $t_i$  よりも高い納税者は誰でも地方債の購入によって追加的利益を得ることができる。しかし、所得配面からより重要なのは、そうした利益が  $t_m$  の高い高所得者ほど大きくなっていることである。これに対して、 $t_m < t_i$  である低所得者には、非課税債投資への誘因は生じにくい。

こうした点から Bailey [1974] は、地方債の非課税制度が、これを利用する高所得者の実効税率を低下させることを通じて、個人所得税全体の累進度をいくぶん緩やかにしていると結論付けている。もっとも、こうした見方は、1970年代以前の高い最高税率と多くのブラケットによる税率区分（例えば1970年で14~70%の25段階）を前提にしたものであり、当時と比べて所得税そのものの税率構造がフラット化された現在（2010年で10~35%の6段階）では、そうした評価には留保が必要である。

しかし、野村 [2009] は、最新の税務データにより、フラット化が定着した2000年代に入っても、非課税債券からの利子所得は、低率の課税が適用される適格配当やキャピタル・ゲインと並んで所得不平等の主要な源泉であり、その保有者には、所得の上昇とともに逆進的な租税節約上の利益が発生していることを示している。非課税措置が依然として比較的少数の高所得者に利用されることで、所得税の累進性を弱める、一定のタックス・シェルターとして機能してきたといえよう<sup>6)</sup>。

### Ⅲ. 税額控除債の原型と QZAB

#### 1. 税額控除債の仕組み

以上のような、非課税債における、連邦から

地方への財政補助としての問題点を解消するのが「税額控除債」である<sup>7)</sup>。はじめに、その原型となる仕組みを説明しよう。

まず税額控除債の保有者は、発行者から現金としての利子を受領する代わりに、連邦所得税に対して控除が認められる「税額控除」を受け取る。しかし、受け取った税額控除額は、通常の税額控除とは異なり、債券保有者が自らの所得として申告しなければならない。したがって、投資家は、他の所得にこの控除額を加算した総所得について暫定的な納税額を算出した後に、そこからこの税額控除分を差し引くことになる。認められる税額控除は、還付不可であるため、当年度の連邦所得税額（代替ミニマム税を含む）が限度となるが、控除不足部分は後年度に繰り越すことができる。

こうしたメカニズムを通じて、連邦政府が、投資家に対して金利相当分の税額控除を認めることで実質的な利払いを代行するため、発行体である州・地方政府は、満期での元本償還という義務だけを負えばよいことになる。

そのため、このような税額控除債の原型においては、州・地方政府が借入コストの軽減という形で受ける利益は、非課税債に比べて明らかに大きい（先の図表1で確認すると、非課税債による利益が  $R_T R_M EF$  であったのに対して、税額控除債のそれは  $R_T OV F$  になると想定される）。しかし、それよりも重要な点は、税額控除債においては、債券保有者に与えられる税額控除を通じた連邦歳入のロスがそのまま地方政府の金利負担の節約となっていることである。連邦のコストと地方の利益が1対1で対応することになり、補助金としての非効率性は解消される。裏を返せば、投資家にとっても、税額控除が通常の所得と同様に扱われることで、

非課税債の場合のような限界税率の違いに基づく超過収益は生じないということである。

では、税額控除債の保有から得られる「税額控除額」はどのようにして決められるのか。厳密な控除額の算定方法は、次項で見る個々の債券の種類によって異なるが、基本的には債券の額面に「税額控除率」を乗じることで算出される。この比率は、当該債券の発行者が追加的な利子費用を被ることなく額面で売り出すことができる水準とされている<sup>8)</sup>。

## 2. 税額控除債プログラムの種類

州・地方政府の非課税債が、私的活動債と認定されない限り、原則としてその発行収入の用途が自由であるのに対して、これまでの税額控除債は、用途が厳しく制限された、特定の政策プログラムの枠内においてのみ起債が認められるという傾向にあった。また、こうした税額控除債プログラムのほとんどが時限立法であったことから、多くの場合、起債には期限が設けられている。そのため、プログラムを延長するには、新たな法律制定が必要であることから、たとえ同じ種類の税額控除債でも、発行時点の違いによってその仕組みや性格が異なっている可能性がある。

図表2は、2010年までに実施された主要な税額控除債プログラムを示している。最初の税額控除債は、1997年納税者救済法(Taxpayer Relief Act of 1997)の一部として導入されたQZABで、主に公立学校の補修を目的とした教育政策プログラム(QZABプログラム)の下で活用された。その後、2005年には、Energy Policy Actに基づくCREBおよび、Gulf Opportunity Zone Actに基づくGTCB(Gulf Tax Credit Bond)がそれぞれ創設され

たが、後者は、2006年末が発行期限であった。

2009年に成立したアメリカ再生・再投資法(American Recovery and Reinvestment Act of 2009; ARRA 2009)では、従来のQZAB、CREB、QECBがそれぞれ拡張・更新されるとともに、学校建設を目的とするQSCBが創設された。加えて、同法は、後に詳しく見るように、BABプログラムを承認するなどにより、従来とは異なる新たな形の税額控除債を導入した。

## 3. QZABの事例

では、これまでの税額控除債は現実にとどのよに機能したか。ここでは、限られた資料に基づき、税額控除債の原型であるQZABの状況を見たとえ、伝統的な税額控除債の問題点について検討する。

### (1) QZABプログラムの概要

前述のとおり、QZABプログラムは、アメリカで最初の税額控除債を認めた政策プログラムの一つであり、公的資源に乏しい地域における、公的な初等・中等教育への投資を促進するために設立された。当初よりこのプログラムは、2年間の時限的な計画として策定され、プログラム延長のためには連邦議会による再承認(reauthorization)が必要とされた。QZABには、1998年と1999年の各年にそれぞれ合衆国全体で4億ドルの起債制限が設定された。年々の起債限度額は、当該州・地域に居住する貧困者の合衆国人口に対する比率に応じて、各州・地域に配分される。同プログラムは、2年ごとの度重なる再承認と制度の改定を経ながら延長されてきており、ARRA 2009では2009年と2010年の各年にそれぞれ14億ドルまでの起債が認め

図表2 税額控除債プログラムの概要

債券プログラム <sup>(1)</sup>	起債限度額	税額控除率 <sup>(2)</sup>	起債期限
・エネルギー政策			
CREB I	12億ドル	100%	2009年末
New CREB I	8億ドル	70%	2009年末
New CREB II	16億ドル	70%	2009年末
QECB I	8億ドル	70%	期限なし
QECB II	24億ドル	70%	期限なし
・一般政府, 経済発展, 森林保全			
QFCB	5億ドル	100%	2010年末
BAB	制限なし	35% <sup>(3)</sup>	2010年末
MWDB	4.5億ドル	100%	2009年末
RZEDB	10億ドル	45% <sup>(4)</sup>	2010年末
・教育再生, 学校建設			
QZAB I	44億ドル	100%	2008年末
QZAB II	28億ドル	100%	2010年末
QSCB	220億ドル	100%	2010年末

(注1) 各債券プログラムの名称は以下のとおりである。

CREB: Crean Renewable Energy Bonds

QECB: Qualified Energy Conservation Bonds

QFCB: Qualified Forestry Conservation Bonds

BAB: Build America Bonds

MWDB: Midwestern Disaster Bonds

RZEDB: Recovery Zone Economic Development Bonds

QZAB: Qualified Zone Academy Bonds

QSCB: Qualified School Construction Bonds

(注2) BAB および RZEDB を除き、すべて「税額控除率によって算定される税額控除額に対する割合」を示している。

(注3) 実際の市場利子率に対して認められる、税額控除あるいは発行者への直接支払いの割合である。

(注4) 実際の市場利子率に対して認められる、発行者への直接支払いの割合である。

[出所] Maguire [2010] より作成。

られた。各州・地域に割り当てられた起債限度額の未消化分については、2年間(1999年までは3年間)の繰越しが可能である。

QZABの税額控除率は、前述の方法に基づき、財務省により設定され、公債局のウェブサイト公表される<sup>9)</sup>。償還期間の上限は、元本の償還額の現在価値がその額面価格の50%に等しくなるように設定された。現在価値計算のための割引率は、同じ月に発行された10年以上の満期をもつ非課税債の年平均利子率が用いられ

る<sup>10)</sup>。例えば、当該非課税債の金利が4.16%であったならば、償還期間は最長で17年となる。

同プログラムの下で、QZABを購入できるのは、銀行、保険会社、貸金業を営む法人などの適格金融機関(qualified financial institution)に限定された。これら金融機関は、QZAB税額控除を法人所得税(および法人代替ミニマム税)との相殺に使用する。相殺しきれなかった税額控除分は、還付されず、1年に限って繰越しが認められた。

図表3 法人総資産階級別のQZAB税額控除の利用状況(2005年)

(単位:金額は1,000ドル)

	QZAB税額控除 の申告者合計	5億ドル未満	5~10億ドル	10~100億ドル	100億~ 1,000億ドル	1,000億ドル超
法人数	123	51	15	31	18	8
QZABの本数	786	67	43	73	87	516
—1社あたりの保有本数	6.4	1.3	2.9	2.4	4.8	64.5
QZABの元本価額	2,055,970	31,648	36,430	107,586	197,389	1,682,917
—1社あたりの元本価額	16,715	621	2,429	3,471	10,966	210,365
使用された税額控除額	134,571	2,056	2,270	7,391	13,546	109,257
付与された税額控除額	135,031	2,194	2,270	7,523	13,587	109,457
未使用税額控除額	460	138	0	132	41	200
—1社あたりの未使用額	3.7	2.7	0.0	4.3	2.3	25.0

[出所] Matheson [2009], p.107を加筆・修正。

図表4 税額控除債の州別発行状況(2007年)

(単位:金額は100万ドル)

	税額控除債合計		QZAB		CREB	
	本数	金額	本数	金額	本数	金額
州合計	81	144	64	119	17	24
アーカンソー	7	5	7	5	0	0
カンザス	7	6	7	6	0	0
ルイジアナ	3	12	3	12	0	0
マサチューセッツ	12	3	0	0	12	0
ミズーリ	3	2	3	2	0	0
オクラホマ	5	1	5	1	0	0
オレゴン	8	8	8	8	0	0
ウィスコンシン	3	1	3	1	0	0
その他州合計	33	105	28	85	5	0

(注) 四捨五入のため合計が一致しない場合がある。

[出所] Shammass [2009], p.174より作成。

## (2) QZABの保有と税額控除の利用

図表3は、2005年の法人申告書データに基づいたQZAB税額控除の利用状況を、QZABを保有する金融機関の総資産階級別に示している。この年に利用されたQZAB税額控除の合計額はおよそ1億3,500万ドルで、前年に比べて3,100万ドル増加した<sup>11)</sup>。一方、これら税額控除の基礎となるQZABの保有元本の合計は、

およそ20億5,600万ドルであったが、これは2005年までに発行が承認されたQZABの累積総額(32億ドル)の65%に相当する。

また、税務データのサンプルとなった123の企業は、2005年に少なくとも786本のQZABについて申告していたので、1社当たり平均で6.4本、総額で平均1,670万ドルの元本を保有していたことになる。しかし、QZAB税額控除

図表5 非課税債と税額控除債の比較 (2007年)

(単位:金額は100万ドル)

債券の種類	本数	発行総額
非課税債	29,633	516,757
税額控除債	81	144
合計 (1)	29,714	516,901

(注1) すべての政府債と私的活動債の申告データが含まれている。

〔出所〕 Shammass [2009], p.174より作成。

の資格を得たにも関わらず、この年度に使用されなかった控除額が46万ドル残った。

投資家の総資産階級別に見ると、QZABの保有が少数の大規模な金融機関に集中しているのがわかる。総資産5億ドル未満の金融機関のほとんどが、1本のQZABについて申告しているのに対して、総資産1,000億ドルを超える8つの金融機関は平均で65本のQZABを保有している。金額で見ても、前者が平均で3,200万ドルの元本から200万ドルの税額控除を使用しているのに対して、後者は、平均で16.8億ドルの元本から1.1億ドルの控除を行った。

税額控除の未使用額については、債券投資額の規模を反映して、総資産が1,000億ドルを超える金融機関が最大(平均で2.5万ドル)となっているが、総資産5億ドルに満たない法人でも1社あたり2,700ドルと、階級別に見ても必ずしも少なくない。

### (3) QZABの発行状況

図表4は、IRSのデータにより、2007年におけるQZABを含む長期の税額控除債の発行状況を示したものである<sup>12)</sup>。ここから、同年に、すべての州で81本の総額1億4,400万ドルの税額控除債が発行されたが、そのうち8割超がQZAB(1億1,900万ドルの起債額)によるものであったのがわかる。

州別の起債額では、ルイジアナ州、オレゴン州、カンザス州、アーカンソー州、ミズーリ州が多く、これら5州でQZAB起債総額の28%(税額控除債全体では23%)を占めている。

しかしながら、図表5に示されるとおり、同じIRSのデータから、2007年の非課税債の発行総額が5,170億ドルにまで達していることを鑑みれば、税額控除債の市場規模は、それとは問題にならないほど微小である。

### (4) QZABプログラムの問題点

概観したように、税額控除債の原型となるQZABは、従来の非課税債と比べて、借入コストの節約による発行者の実質的利益が明らかに大きいとみられるにも関わらず、その発行額は著しく少ない。その規模は、2008年までに累計15億8,700万ドル<sup>13)</sup>となったが、この数字はその時点までに承認された起債額合計(40億ドル)の半分にも満たない。QZABプログラムの成果は、これまで十分に達成されなかったといえよう<sup>14)</sup>。

なぜQZABの市場規模はほとんど拡大しなかったのか。もちろん、QZABのような2000年代半ばまでに創設された税額控除債には、そもそも発行体の起債額への上限設定が基本的な制約条件として働いた。しかし、それ以外にも、発行体や投資家による市場参加を阻害して

いるとみられる要因として、いくつかの点が指摘できる。

### ① 制度改定に伴う不確実性

第一に、頻繁な制度改定のために市場参加者が対応しなければならない不確実性の問題がある。これは、先述のとおり、QZAB プログラム（ほとんどの他の債券プログラムも同様）が時限立法として制定されたからである。なかでも2006年の法改正は、QZABの起債に対して、非課税債に適用されるのと同様な「鞘取り規制」を加えたが、そのことがQZABの財政補助としての性格を一変させ、市場を収縮させたといわれている<sup>15)</sup>。プログラムに対する連邦議会の「再承認」は、連邦歳入上の理由から不可避であるとはいうものの、結果としてQZABを規定するルールを不安定で信頼性に欠けるものにしたことは否定できない<sup>16)</sup>。

### ② 共通ルールの欠如

第二に、①と密接に関連するが、制度が複雑で、QZABをはじめとした種類の異なる税額控除債の間で統一した枠組みが確立されていないことである。税額控除債と一口にいても、起債限度額や発行収入の用途はもちろん、基本的な起債条件（発行体の資格、適格保有者（qualified holders）、償還期限、償還方法など）についても、その根拠となる個別の政策プログラムによって異なる場合が多い<sup>17)</sup>。これらの点は、新たな市場に特有の様々な不確実性の問題とともに、既に一般化された非課税債と異なり、依然として「税額控除債」という共通した概念の商品化を妨げている大きな要因であるとみられる。

### ③ 限られた投資家層

第三に、市場に参入できる投資家層が限定的なことである。QZABのケースでは、その購入資格が適格金融法人にしか与えられなかったこともあるが、留意すべきは、法律上の購入資格に関わらず、QZABの潜在的な投資家が十分な税額を支払える（課税所得を計上する）納税者に限られる傾向にある点である。これは、税額控除債保有による利益が連邦税額に対する、還付不可の税額控除を通じてのみ実現されるからである。先に見たとおり、QZABの保有が少数の大規模な金融機関に集中している状況は、この点のある程度裏付けている。当然ながら、納税義務のない年金基金や外国投資家などには、QZABに投資する動機がほとんどみあたらない<sup>18)</sup>。逆に、現実にも、投資家に税額控除の未使用が発生している状況は、安定して所得を稼得できない投資家には、常に控除不足というリスクが伴うことを示唆している。

### ④ 適正な控除率設定の困難さ

最後に、財務省による税額控除率の設定に関する技術的な問題がある。既述のとおり、税額控除額を算定する際に利用される税額控除率は、発行者に追加的な利子費用を負担させることなく額面で売り出すことができる水準とされている。しかし、現実には、借り手に無利子のローンを保証する控除率を見出すのは容易ではない。

一つは、上で指摘したQZABに固有のリスク（起債制限、連邦税額の多寡によるQZAB税額控除の適用可能性、制度改定に伴う不確実性など）をどのように適切に控除率に反映させるかという問題がある<sup>19)</sup>。もう一つは、現行のように、ほとんどの税額控除債に共通の控除率

を適用する仕組みは、制度の簡素化に貢献する面があるとはいえ、発行体の信用力が十分に考慮されないため、信用の低い発行体に割引発行を強制する可能性がある<sup>20)</sup>。

結局、財務省が決める税額控除率に関係なく、投資家の最終的なリターンを決定するのは市場である。そのため、これらのリスクが反映された十分に高い控除率が適用されずに、割引発行を強いられた自治体は、発行収入の減少という追加的なコストに直面することになる。

## IV. BAB の構造と実態

### 1. BAB プログラムの概要

以上のように QZAB を典型とする伝統的な税額控除債は、これまで州・地方政府などによって十分に活用されず、市場関係者による評価も決して高いものではなかった<sup>21)</sup>。そうしたなかで、前述のとおり、オバマ政権が打ち出した ARRA 2009 に基づき、借入れコストの上昇に苦しむ州・地方政府などへの財政支援策の一つとして新たな BAB プログラムが導入された。同プログラムは、2009年4月のバージニア大学による起債を皮切りに、2010年12月末を期限として実施に移された。

BAB は、他の税額控除債と異なり、その「汎用性」の高さに大きな特徴がある。すなわち、発行額や償還期間などの制約が課せられない。非課税債の適格要件を満たす限りにおいて起債収入の用途についてはほとんど自由である。QZAB のような購入者に関する制限もない。ただし、私的活動債としての利用が禁止されているほか、後述するように、調達資金を新規投資にしか使用できない場合があるなど、

非課税債に比べると BAB に対する制約の方が強い。

BAB プログラムの下で、州・地方政府等の発行体は BAB の起債に際して、以下の BAB のうちいずれかのタイプを選択できることになった。

- ・タイプ I : BAB の保有を通じて支払われる  
利子 (税額控除を除く) の 35% の  
税額控除を債券保有者に認めるもの  
(Tax-Credit 型の BAB ;  
TC-BAB)
- ・タイプ II : BAB の保有を通じて支払われる  
利子の 35% 分を補助金として連邦  
政府より直接受け取るもの  
(Direct-Payment 型の BAB ;  
DP-BAB)

このうち、タイプ I の発行収入が、資本支出と運転資本を含む、非課税債と政府債向けのどんな公共目的 (借換え目的も可) にも使用できるのに対して、タイプ II では、非課税債と政府債向けの公共目的で利用可能なプロジェクト収入 (available project proceeds) の全額を新規の資本的経費にのみ充てなければならない<sup>22)</sup>。

以下、これら二つのタイプの BAB を伝統的な税額控除債との比較により検討しよう。

#### (1) 税額控除型 BAB

もともと QZAB をはじめとする伝統的な税額控除債の多くは、その保有者への税額控除の付与を通じて、連邦政府が発行者の利子費用を 100% 負担することを意図するものであった。とはいえ、この場合の実質的な補助金は、非課税債による利回りの低下分を大幅に上回ること

を考慮すれば、連邦政府が必ずしも地方政府の借入コストの全額を負担する必要はないともいえる。現実には、New CREBやQECBのように利子費用の一定割合のみ（例えば、70%）税額控除を認めるというタイプも存在している。

しかしながら、いずれにせよ、これら伝統的な税額控除債は、実際の税額控除の金額を左右する「税額控除率」が、財務省によって決定されるという意味では、「財務省ベース」の税額控除債といえることができる。

これに対して、TC-BABでは、投資家に与えられる税額控除は、発行体から支払われる利子に対する一定割合として定められる。当該債券の保有者は、現実を受け取った利子と税額控除の合計を所得として申告しなければならない。

実際、BABの控除率は35%に設定されたが、税額控除額があくまで市場利子率によって決定されるため、このタイプの債券は、「市場ベース」の税額控除債といえることができる。この点で、先の「財務省ベース」のケースでは、「税額控除率」が額面に対する割合であったのに対して、「市場ベース」の税額控除債では、控除率がクーポンそのものに対する割合となることに注意しなければならない<sup>23)</sup>。

BABの保有者には、利子の支払期日ごとに、当該利子の35%の税額控除が付与される。受け取った税額控除は、利子とともに課税所得とみなされるが、後に算出された連邦所得税（代替ミニマム税を含む）から控除することができる。控除として使用しなかった部分は後年度への繰越しも可能である。さらに、このタイプのBABでは、元本部分と税額控除部分を切り離したストリップス債としての運用もできるとされている。

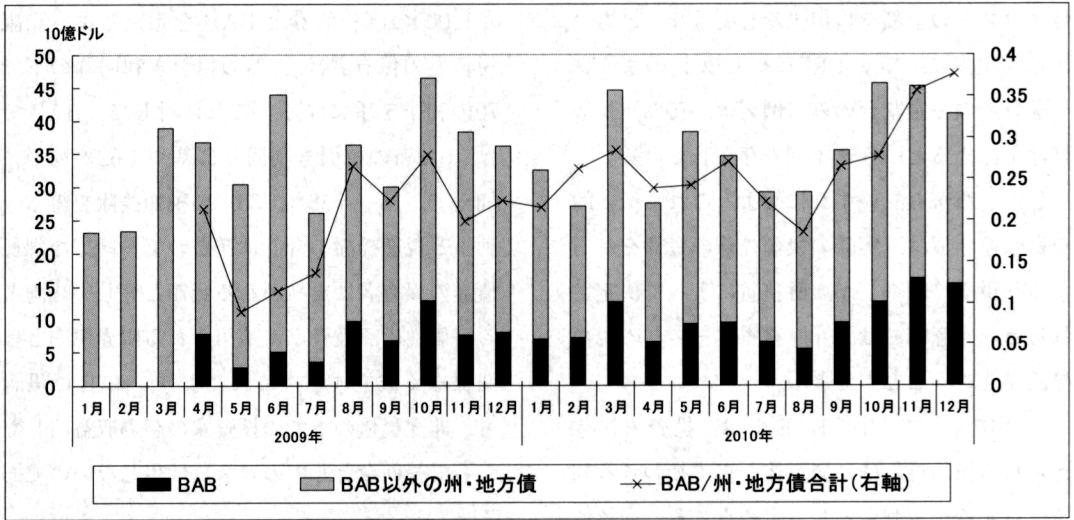
例えば、投資家に同じ収益をもたらす、額面が1,000の課税債券とBABを想定しよう。課税債券の保有者は、7%の税引き利回りの下で70の利子を手にする。これに対して、BABでは、5.2%の税引き利回りに基づく52の利子に加えて、 $18 (= 52 \times 0.35)$ の税額控除を得る。利子と税額控除の合計は70なので、同等な課税債券の保有者に支払われる金額と等しい。両者の等価性は、投資家に適用される限界税率とは関係なく成立する。これにより、BABの場合も、非課税債の下での投資家の超過収益（したがって補助金としてのロス）は生じないのである。

## (2) 直接支払い型BAB

一方、TC-BABも、市場利子率によって発行体の利子費用の軽減幅が決まることから、DP-BABと同様に「市場ベース」の税額控除債の一種という見方も可能である。しかし、DP-BABでは、投資家に支払われる利子の35%に相当する税額控除が「補助金」として直接発行体に交付されるという点が異なる。DP-BABを保有する者は、受け取った利子の全額が他の課税債券と同様に課税対象となる。35%は、連邦の個人所得税および法人所得税の最高税率に等しく、非課税債投資による暗黙の税率（先の(1式)に示される  $t_i = (R_T - R_M) / R_T$ ）よりも高いので、これによる発行体の資金調達コストの節約は、非課税債のケースを上回ると想定される。

さらに、DP-BABでは35%の補助率が、税引き前のグロスの利回りに対する割合であることから、TC-BABと比べても実質的な利子費用は明らかに割安となる。先と同じ例では、このとき発行者は、BAB保有者に支払われる70

図表6 BAB 発行額の推移



(注) BAB を含む課税債、非課税債ともに長期債のみの数値である。

[出所] SIFMA, ウェブサイトより作成。

図表7 BAB の州別発行額

(単位: 10億ドル)

	2009年	2010年	合計
州合計	64.1	117.3	181.4
カリフォルニア	15.6	22.8	38.5
ニューヨーク	5.8	14.6	20.3
テキサス	7	9.7	16.7
イリノイ	3.7	7.8	11.5
オハイオ	1.8	6.3	8.2
ニュージャージー	2.3	5.1	7.4
ワシントン	1.8	4.3	6.1
フロリダ	2.2	3.4	5.6
その他州合計	23.9	43.4	67.3

(注) 四捨五入のため合計が一致しない場合がある。

[出所] 図表6と同じ。

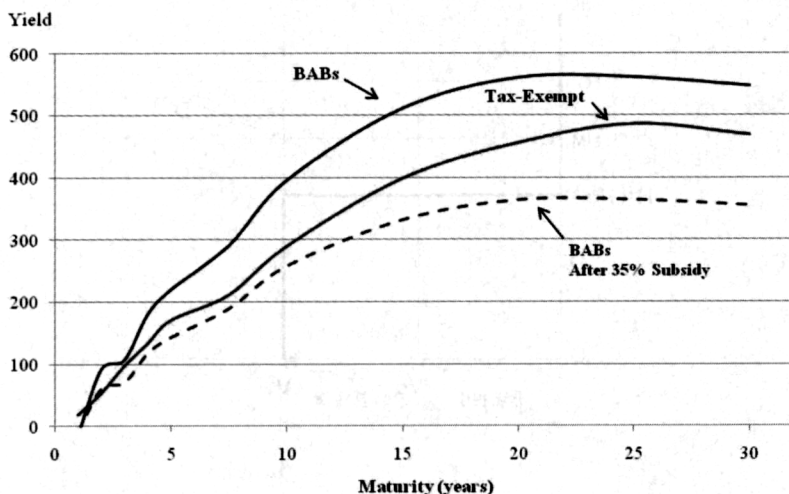
の利子について、 $25 (=70 \times 0.35)$  の補助金を受け取る。その結果、発行者にとってのネットの利子費用は、TC-BAB での52に対して、DP-BAB では $45 (=70 - 25)$  となる<sup>24)</sup>。

## 2. BAB の実際

### (1) BAB の発行状況

BAB には法制度上2つのタイプが存在するものの、実際に州・地方政府等によって発行されたと報告されているものは、すべて直接支払

図表8 BABと非課税債のイールドカーブ



〔出所〕 U.S. Treasury [2010a], p.7

い型の DP-BAB である。これは、既述のとおり、DP-BAB は、発行体にとっての利子費用の軽減率が TC-BAB よりも高く、補助金としての実質価値が大きかったからであるとみられる。

図表6は、発行が開始された2009年4月から2010年12月までのBABの月別発行額の推移を示している。州・地方債全体の発行額に占めるBABの割合は、期間全体の平均では24%で推移している。発行額では、2009年後半から2010年前半にかけて比較的安定しているが、2010年後半以降に増加を示し、地方債全体に対するシェアも、期限の到来を迎える直前の12月には38%にまで上昇した。

一方、図表7は主要な州における発行状況を示している。大都市を抱える州において発行額が大きくなる傾向が窺えるが、とりわけカリフォルニア州はこの間、アメリカにおけるBAB総額の2割超を発行したことになる。この州は、2009年4月から12月までの起債総額の65%をBABが占め、負債調達に際して最も積

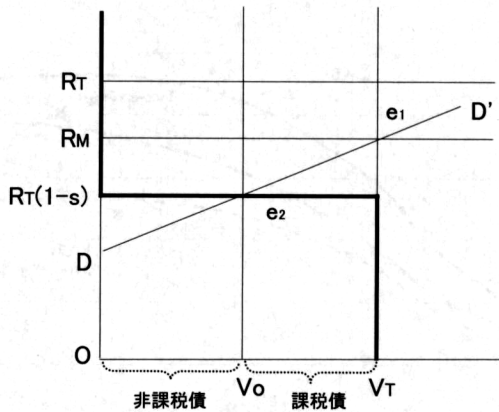
極的にBABを利用した州の一つであるといえる<sup>25)</sup>。

## (2) BABのコスト削減効果

DP-BABは、利払いの35%が補助金として州政府等に交付される仕組みであるが、前述のとおり、この場合の発行体にかかる金利コストの節約は、非課税債を用いた場合よりも大きいと予想される。では、実際に、地方政府は、BABの利用を通じてどの程度、利子費用を削減できたのであろうか。

図表8は、U.S.Treasury [2010a] が、同一の発行体が同じ日にBABと非課税債の両者を発行したケースをサンプルとして(比較の条件を揃えるため)、それぞれのイールドカーブを推計した結果である<sup>26)</sup>。図上の点線が、35%の補助金を受けた後のネットの金利コストを示している。これによると、平均してほぼすべての残存年数について、BABは非課税債よりも多くのコスト削減をもたらしており、償還期限が長くなるほどその削減幅は拡大する傾向にあ

図表9 TBOの地方債市場に及ぼす効果



る。こうした金利コストの差は、例えば、10年満期では31bpであったのに対して、30年満期では112bpまでに広がっている。

これらの分析に基づき、U. S. Treasury [2010a] は、2009年4月から2010年3月までの1年間に発行された91億ドルのBABを通じて、州・地方政府は、非課税債を発行した場合に比べて現在価値で12.3億ドルの借入れコストを節約できたと推定しており、この規模は、BABプログラムによる連邦政府の歳出コストを凌ぐとしている<sup>27)</sup>。

35%という高い補助率に加えて、BABの実質的な金利水準を低下させたとみられるもう一つの要因が、潜在的な投資家層の拡大である。新たなBAB市場では、連邦所得税の納税義務のない外国投資家や年金基金などにも、市場参入の機会が提供されたと想定されるからである。

これまで、伝統的な非課税債では、その金利水準がリスクの同等な課税債券よりも低いことから、非課税投資家にとっては魅力の薄い商品であった。この点は、QZABタイプの税額控除債でも同様である。しかし、DP-BABであ

れば、投資家が受け取る利回りは、リスクが同等な社債などと同程度になるため、外国投資家なども地方債を投資対象に加えることが可能となる<sup>28)</sup>。

このような投資家層の拡大は、非課税債と比較して、BABの流動性を確実に高め、発行体にとっての実質的な金利負担の低下を促したと考えられる。さらに、BABの増大による非課税債供給の減少は、非課税債市場における需給ギャップの改善を通じて、非課税債の金利水準をも引き下げた可能性がある。

### 3. TBOとしての位置づけ

ところで、直接支払いタイプのBABは、その発行のための適格条件が従来の非課税債と重なる部分があることから、課税債選択制 (Taxable Bond Option ; TBO) の考え方に近い<sup>29)</sup>。TBOとは、債券の発行に際して、非課税債か、それとも一定の直接支払い (連邦政府からの補助金) を受けられる課税債かの選択を、発行体に認めるという仕組みである。

最後に、再びII-2で用いた図を使ってTBOの理論的特質を明らかにしよう。図表9は、非

課税債市場を説明した先の図表1を改訂したものである。TBOが導入される前の状態では、非課税債券に対する需要(DD)と供給( $V_T$ )により均衡点が $e_1$ となるので、非課税債の利回りは $R_M$ となる。仮にリスクが同等な課税債券の利回りが $R_T$ の水準にあったとすれば、既にIIで見たとおり、地方政府は、 $R_T$ と $R_M$ の金利差に相当する補助金を受けることになる。

ここで、課税債券の金利に対して $s$ の割合で連邦から地方政府に補助金が交付されるTBOが導入されたとしよう。このとき地方政府にとって、課税債券と非課税債券のどちらを発行するかは選択は自由である(それぞれの債券発行を規制する制度面の違いはない)。したがって、発行者がTBOを選択する条件は、その実質金利である $R_T(1-s)$ が、非課税債の金利である $R_M = R_T(1-t_i)$ を下回っている場合(すなわち $s > t_i$ )である。逆の場合は、課税債よりも非課税債の実質金利が低くなるので、非課税債だけを発行した方が有利となる。図では、 $s$ が、非課税債市場での限界的投資家が直面する税率よりも高い水準に設定されているため、課税債券を発行する誘因が生まれる。

このようにして発行体は、限界的に課税債と非課税債の実質金利が等しくなるように両者の構成を調整するので、新たな均衡点では $s = t_i$ が成立していなければならない。留意すべきは、TBOが導入された後の非課税債の供給関数が、 $R_T(1-s)$ で水平となる折れ曲がった直線(グラフの太線)となっていることである。 $R_M$ が $R_T(1-s)$ より低ければ、地方政府は非課税債だけを発行するが、逆に $R_M$ が $R_T(1-s)$ より高ければ、非課税債は発行されないからである。結局、 $R_M = R_T(1-t_i)$ を成立させる均衡点 $e_2$ において、非課税債券

の発行量( $OV_0$ )と課税債券の発行量( $V_T$ )が同時に決定される。

このようなTBOの理論的な特長は、それが地方債市場のボラティリティを緩和するように機能することである。図のような非課税債の供給曲線の形状から、需要と供給にある程度の変化(需要曲線と供給曲線のシフト)が生じてても、非課税債と課税債の構成が調整されるだけで、それにより均衡利子率は影響されないからである。例えば、地方政府の借入総額が増加して $V_T$ が右に移動しても、追加的起債額のすべてが課税債によって賄われる。TBOの選択が借入の限界的な手段として緩衝材のように機能することで、金利水準を市場環境の変化から一定程度隔離することが可能となるのである<sup>30)</sup>。

## V. むすび

本稿では、アメリカの州・地方債市場における税額控除債の可能性について検討を行ったが、これまで見てきた限り、実際に導入された様々な種類の「税額控除債」の中では、DP-BABのような直接支払いタイプのものが最も有望であるように思われる。最大の理由は、非居住者や年金基金などの非課税投資家にも市場が拡大することのメリットである。QZABを典型とする伝統的な「財務省ベース」の税額控除債にしても、あるいはTC-BABタイプにしても、そうした市場への参加者は、従来の非課税債と同様に、連邦所得税の納税者に限定されざるをえない。これに対して、実際に多くの州や自治体に活用されたBABは、投資家への税額控除部分をそれら発行体への直接的な補助金に振り替えることで、地方債市場への

参加を、課税所得による制約から解放することになった。

もっとも、伝統的な税額控除債の市場にも非課税投資家を引き付ける方法としては、税額控除をすべての投資家に還付可能とすることが考えられる。しかし、個々の投資家への払い戻しにかかる税務行政面でのコストや投資家の事務負担まで勘案すれば、発行体への直接的な補助金交付による仕組みの方がはるかに合理的であると考えられる。

さらに、すべての税額控除債に共通する特長として、DP-BABにおいても、従来の利子非課税制度に不可欠な、連邦による財政補助としての非効率と垂直的不公平の問題を解消することが可能である。非課税債とは異なり、個々の投資家にとっての租税節約が自らの限界税率とは独立となるからである。

しかし、DP-BABが潜在的にそのように優れた特質を有するとしても、これに完全に代える形で伝統的な地方債非課税制度を廃止することは必ずしも妥当でない。非課税債とDP-BABを併存させる仕組みは、理論的にTBOとして位置づけられる。TBOが当面の地方債市場において優位であると考えられる理由は次のとおりである。第一に、課税債と非課税債の選択が地方債市場の安定化に貢献することである。課税債の選択が借入れの限界的な手段として機能することで、金利水準が市場環境の急激な変化に左右されにくくなる。同時に、最近の地方財政状況の悪化とともに、今後とも地方債供給のさらなる拡大が予想されるなかで<sup>31)</sup>、課税債の選択による非課税債発行量の低下は、市場の需給ギャップを改善して、一般的な金利水準を引き下げる効果を期待できる。

第二に、DP-BABがあくまでも連邦政府か

らの補助金を通じて行われる仕組みであるため、地方政府の財政運営が連邦予算の直接的な統制下に置かれる可能性がある。財政連邦主義の観点から、起債に関するコントロールは州の自己統制と地方自治体に対する州の統制という形でのみ存在すべきであるとすれば、連邦政府の予算という制約に拘束されない非課税債という選択は依然として重要である。第三に、新たな金融商品に関する不確実性の問題がある。実際、非課税債よりもDP-BABの方が補助金としての価値が高かったにも関わらず、BABプログラムの導入後も州政府等は引き続き大部分の起債を非課税債で行っている。これには、BABの金融商品としての新規性と将来の需要動向の不確実性への懸念が反映されたものとみられる。

今後は、DP-BABが発行体にとっての非課税債を補完する重要な選択肢として定着するように、両者の起債条件を揃えるなど制度の共通化を進める必要がある。同時に、市場の信頼性向上とその拡大を図るために、他の個別プログラムに基づいた既存の税額控除債についても、直接支払いタイプに統合するなどにより、可能な限り簡素で統一した枠組みを確立することが求められる。

なお、DP-BABの発行は、2010年末で期限切れとなったが、2011年および2012年の政府予算案には2年連続でBABプログラムの恒久化が盛り込まれたように、今後ともBABを新たな形で復活させようとする動きは続くものとみられる。そうしたなか、これら政府提案において注目されるのは、歳入上の理由から補助率を28%に引き下げているほか、ARRA 2009では認められなかった病院や大学等の民間非営利団体向けの起債（特定私的活動債で非課税債に該

当)にもBABの適格要件を拡大していることである<sup>32)</sup>。

この点は、確かにBABと非課税債との制度の共通化に寄与するとはいえ、税額控除債も、非課税債と同様に、連邦政府の財政補助に基づいた借入れである以上、起債収入の用途については常にその「公共性」が吟味されなければならない。もし公的資金が投入されるインフラ施設の所有者が民間団体である場合は、そうしたサービス価値の相当な部分を料金収入によって回収できるため、それら投資による公共の便益は、政府が提供する社会資本に比べて小さいとみなせる。近年、連邦税制上の優遇資格を受ける私的活動の範囲が拡大される傾向にあるが<sup>33)</sup>、そのような私的活動への補助金は、資源配分上の非効率を増幅させる<sup>34)</sup>。その意味で、CBO [2009] が提案するような、プロジェクトの公共性の度合いに応じて、税額控除債の補助率を設定する仕組みは一考に値すると考えられる。この点は今後の課題である。

#### 注

- 1) 制度の詳細については、JCT [2008]、坂田 [2007]、前田 [2007] を参考。「政府債」と「私的活動債」の分類は、「一般財源保証債（自治体の一般財源で償還されるもの）」と「レベニュー債（償還財源を特定の事業収入に求めるもの）」の概念区分に近い。しかし、すべての政府債が一般財源保証債であるとは限らないし、レベニュー債でも政府債ということもありうる（坂田 [2007]、61頁）。
- 2) Zimmerman [1997]、p.307.
- 3) 秋山 [2007a]、115頁を参照。
- 4) ただし、1993年に住宅ローン債と少額産業開発債が非課税債として恒久化されるとともに、1997年には、病院を除く民間非営利団体（私的活動債としての非課税債の対象）に適用されていた起債上限額が撤廃されるなど、その後は、1986年法の枠組みを緩和する方向で改定が行われた（秋山 [2007c]、192-203頁を参照）。
- 5) この点で、片桐 [2005] は、非課税債を通じた連邦租税支出の約75%が州・地方政府の利益となる一方で、残りの25%が富裕な投資家の「たなばた利益」になるとの1996年のマッキンタイヤ報告による研究結果を紹介して

いる（片桐 [2005]、p.142を参照）。

- 6) Burman, Toder and Geissler [2008] は、州・地方債の非課税制度の廃止によって、トップ20%の所得層で0.24%、トップ1%の所得層では0.5%だけ、それぞれ課税後所得が低下すると推計している（Burman, Toder and Geissler [2008]、p.11を参照）。
- 7) Stiglitz [2000] も非課税債の非効率を解消する観点から、州・地方債としての税額控除債のアイデアを提示している（Stiglitz [2000]、訳書、818頁を参照）。
- 8) 具体的に、税額控除率は、財務省が任意に選択した、新たに売り出される税額控除債と同様の満期と一定の格付けをもつ債券の流通利回りに基づいて設定され、当該債券の売出し日に財務省公債局を通じて公表される。これが、債券保有者に認められる年間の控除率となる（Maguire [2010]、p.4を参照）。
- 9) 1999年までQZABの税額控除率は、財務省によって公表される長期のAFR (Applicable Federal Rate) の110%を基準としていた（Matheson [2009]、p.106）。
- 10) 税額控除債の償還期限は、 $r$  を割引率として  $\log(2)/\log(1+r)$  によって計算される。
- 11) Matheson [2007]、p.158を参照。
- 12) QZAB や他の税額控除債については、これまで、投資家に情報報告義務が課せられていなかったことやその発行額がきわめて限られていたことから、IRSは税額控除債だけのデータを公表してこなかった（図表が依拠している Matheson [2009] は内部データを利用した分析）。しかし、近年、税額控除債の発行者は、非課税債の発行者に課せられるのと同様な情報ファイルをIRSに提出することを義務付けられるようになった。2007年は、そうした多くの情報データが申告された最初の年である（Shammas [2009]、p.174を参照）。
- 13) 数字は Thomson Reuters による（Schroeder [2009a]）。
- 14) CREBについても、2005年の創設以来、ARRA 2009による改定分も含め2009年末までに総額36億ドルもの起債が承認されたが、2009年3月時点までに、8回の取引で僅か5,100万ドルが売り出されたに過ぎないという（Schroeder [2009a]）。
- 15) Schroeder [2009a] を参照。当初のQZABは、その元本部分の運用により鞘取り収益を得ることができたので、「無利子ローンプラス元本」が発行体に補助金としてもたらされた。しかし、鞘取り規制の導入後は、元本を利用した運用が困難になったことから、地方への補助が「無利子ローンのみ」になった（NABL [2007]、pp.2-3）。
- 16) QZABのような新たな市場に関する知識を習得するには、誰でも一定の時間を含む初期費用の投下が必要となる。そのため、市場への継続的なアクセスを通じてそうした「サンクコスト」を回収できる見通しが立たない限り、市場参加への意欲は高まらないと考えられる。
- 17) 例えば、QZABと並んで初期の税額控除債の典型であるCREBには、①債券保有者に関する制限がない、②州・地方政府に加え、特定の貸付法人や電力会社も発行可能であった、③償還期限が2年、④当初より償還方法や起債収入の使用に対して強い規制が加えられた、と

- いった特徴があった (Maguire [2010], p.9.)
- 18) そうした観点から、これまで、納税義務を負わない者でも税額控除債投資による利益が受けられるように、税額控除部分を元本部分から分離させる仕組み (strips) の導入が求められてきたが、コンプライアンス上の懸念から Food, Conservation, and Energy Act of 2008 (Farm Bill) の施行まで承認されなかった (Schroeder [2009b] を参照)。
- 19) The Bond Market Association [2004], pp.6-7.
- 20) NABL [2007], p.4.
- 21) フロリダ州の Division of Bond Finance の director, Ben Watkins 氏は、連邦政府による一連の税額控除債プログラムの実験は失敗であったとコメントしている (Schroeder [2009a] を参照)。
- 22) 利用可能なプロジェクト収入とは、(i) 発行収入から、その2%以下の発行手数料等を差し引いた残額と、(ii) その残額の投資収益、の合計である (IRS notice 2009-26 <http://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-09-26.pdf> を参照)。
- 23) CBO [2009] は、このタイプの税額控除債を、利子率が発行体の信用力や償還期限などによって決まる点を考慮して、Issuer-Determined Bond と名付けている。
- 24) ARRA 2009で創設された、同様な直接支払い型の税額控除債である RZEDB では、利子に対する補助率が45%であるため、この例でのネットの利子費用は、39 ( $\approx 70(1-0.45)$ ) とさらに低くなる。
- 25) California State Treasury Office [2010] を参照。
- 26) サンプルは、2009年の4月から9月までに発行された92のケースであったが、その中には多くの連続償還債が含まれているので、正確には1,815の異なるBABと非課税債が推定の対象となった。また、平均償還期間についてはBABの14年に対して、非課税債は9年であった (U.S. Treasury [2010a], p.6)。
- 27) Ang, Bhansali and Xing [2010] も、2009年のデータを用いた計量分析により、BAB発行者が、非課税債の場合よりも平均で54bpもの金利低下を享受したとしている。U.S. Treasury [2010a] がイールドカーブの推計にあたって線形の固定効果モデルを使用したのに対して、Ang, Bhansali and Xing [2010] は、債券期待収益の非線形関数モデルに依拠している。
- 28) もっともCT-BABでも、ストリップが認められたことで非課税投資家にも市場が拡大する (ゼロクーポン債となった元本部分に投資する) 可能性はある。
- 29) TBOをめぐる議論については、Morris [1976], Harrington [1978], 秋山 [2007b] を参照。
- 30) さらに、TBOは、伝統的な非課税債の下での、連邦から地方への財政補助としての非効率性と逆進性の問題をも軽減する。こうした効率と公平面でのプラスの効果の大きさは、発行体への補助率  $s$  の値に依存する。 $s$  が大きいほど、発行される課税債券の割合が高くなり、その部分についての効率と公平面での問題が緩和される。理論上、BABのように補助率が所得税の最高税率に等しく (図表では、 $R_T(1-s)$  が  $D$  の水準に) 設定されれば、すべての地方債が課税債として発行されることになり、効率と公平上の問題は消滅することになる。
- 31) CBO [2010], 三宅 [2009] を参照。
- 32) U.S. Treasury [2010b], pp.138-139を参照。
- 33) 現在、26のカテゴリーの私的活動 (private activities) が借入れに際して税制優遇の資格をもつ。その中には、企業誘致地域、New Library Zone, the Gulf Opportunity Zone, 適格森林保持地域といった地理的な領域が含まれている (CBO [2009], p.38)。
- 34) 民間部門の借り手を優遇する税制上の措置は、収益性の点から当該投資を実行可能とする資本コストを引き下げることになるため、収益性の高いプロジェクトから、優遇措置がなければ実行されなかったはずの (収益性の低い) プロジェクトへ資源を移転させる。こうした資源の再配分は明らかに非効率であり、長期的な経済成長に対してマイナスの効果を及ぼすと考えられる。

## 参 考 文 献

- Ang, A., V. Bhansali and Y. Xing [2010] "Build America Bonds", *NBER Working Paper Series* 16008, pp.1-15.
- Baily, M. [1974] "Progressivity and Investment Yields under the U.S. Income Taxation", *The Journal of Political Economy*, vol.2, no.6, pp. 1157-1175.
- Boadway, R. and A. Shah [2009] *Fiscal Federalism-Principles and Practice of Multiorder Governance*, Cambridge University Press.
- Burman, L., E. Toder and C. Geissler [2008] "How Big Are Total Individual Income Tax Expenditures, and Who Benefits from Them", *Discussion Paper No.31*, Urban Institute.
- California State Treasury Office [2010] *Building A Stronger California*, (<http://www.treasurer.ca.gov/publications/basca09.pdf>).
- Congressional Budget Office [2004] *Tax-Credit Bonds and the Federal Cost of Financing Public Expenditures* (<http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=5624&type=0>).
- Congressional Budget Office [2009] *Subsidizing Infrastructure Investment with Tax-Preferred Bonds* (<http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=10667>).

- Congressional Budget Office [2010] *Fiscal Stress Faced by Local Governments*,  
([http://www.cbo.gov/ftpdocs/120xx/doc12005/12-09-Municipalities\\_Brief.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/120xx/doc12005/12-09-Municipalities_Brief.pdf)).
- Davie, B. [1998] "Tax Credit Bonds for Education: New Financial Instruments and New Proposals", *Proceedings: Ninety-First Annual Conference on Taxation*, National Tax Association, pp. 393-400.
- Fortune, P. [1991] "The Municipal Bond Market, Part I : Politics, Taxes and Yields", *New England Economic Review* (September/October), pp.13-36.
- Fortune, P. [1992] "The Municipal Bond Market, Part II : Problems and Policies", *New England Economic Review* (May/ June), pp.47-64.
- Harrington, W. [1978] "The Taxable Bond Option: An Elusive Tax Reform Goal," *The American University Law Review*, vol.27, pp. 734-762.
- Joint Committee on Taxation [2008] *Present Law And Issues Related To Infrastructure Finance* (<http://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=1255>).
- Maguire, S. [2010] "Tax Credit Bonds : Overview and Analysis", *CRS Report for Congress* ([http://assets.opencrs.com/rpts/R40523\\_20100729.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/R40523_20100729.pdf)).
- Matheson, T. [2007] "Qualified Zone Academy Bond Issuance and Investment: Evidence from 2004 Form 8860 Data", *Statistics of Income Bulletin / Spring 2007*, pp. 160-167.
- Matheson, T. [2009] "Qualified Zone Academy Bond Tax Credit Usage in 2005", *IRS Statistics of Income Bulletin / Spring 2009*, pp.106-109.
- Morris, F. [1976], "The Taxable Bond Option," *National Tax Journal*, vol. 29, no. 3, pp. 356-359.
- National Association of Bond Lawyers [2007] *Tax Credit-Bonds*,  
([http://www.cdfa.net/cdfa/cdfaweb.nsf/fbaad5956b2928b086256efa005c5f78/75e68fb4848dd3c7862572f9004d6a52/\\$FILE/NABLJune2007.pdf](http://www.cdfa.net/cdfa/cdfaweb.nsf/fbaad5956b2928b086256efa005c5f78/75e68fb4848dd3c7862572f9004d6a52/$FILE/NABLJune2007.pdf)).
- Pechman, J. [1986] *The Rich, the Poor, and the Taxes They Pay*, Wheatshaeaf (石弘光・馬場義久訳『税制改革の理論と現実』東洋経済新報社, 1988年).
- Shammas, E. [2009] "Tax-Exempt Bonds, 2007", *IRS Statistics of Income Bulletin / Fall 2009*, pp.173-200 (<http://www.irs.gov/pub/irs-soi/09fallbultebonds.pdf>).
- Schroeder, P. [2009a] "Not-So-Warm-Embrace", *The Bond Buyer*, March 30,  
([http://www.bondbuyer.com/issues/118\\_60/-300920-1.html](http://www.bondbuyer.com/issues/118_60/-300920-1.html)).
- Schroeder, P. [2009b] "Tax-Credit Stripping Looms", *The Bond Buyer*, October 8,  
([http://www.bondbuyer.com/issues/118\\_194/tax-credit-strip-1001880-1.html](http://www.bondbuyer.com/issues/118_194/tax-credit-strip-1001880-1.html)).
- Stiglitz, J. [2000] *Economics of the Public Sector third edition*, W. W. Norton (藪下史郎訳『ステイグリッツ公共経済学 第2版』東洋経済新報社, 2004年)。
- The Bond Market Association [2001] *The Fundamentals of Municipal Bonds*, John Wiley and Sons.
- The Bond Market Association [2004] *CBO Tax-Credit Bonds v. Tax-Exempt Municipal Market — Proposal to Replace the Municipal Market is Fundamentally Flawed*,  
([http://www.sifma.net/assets/files/CBO\\_Tax\\_Credit\\_Bonds\\_0904.pdf](http://www.sifma.net/assets/files/CBO_Tax_Credit_Bonds_0904.pdf)).
- The Securities Industry and Financial Market Association [2011], *Municipal Bond Credit Report, Forth Quarter and Full Year*  
(<http://www.sifma.org/research/item.aspx?>

id=23188).

U.S. Treasury [2010a] *Treasury Analysis of Build America Bonds and Issuer Net Borrowing Costs*

(<http://www.treasury.gov/resource-center/economic-policy/Documents/4%202%2010%20BABs%20Savings%20Report%20FINAL.pdf>).

U.S. Treasury [2010b] *General Explanations of the Administration's Fiscal Year 2011 Revenue Proposals* ([www.taxpolicycenter.org/.../General-Explanations-of-the-Administration-s-Fiscal-Year-2011-Revenue-Proposals.pdf](http://www.taxpolicycenter.org/.../General-Explanations-of-the-Administration-s-Fiscal-Year-2011-Revenue-Proposals.pdf)).

Zimmerman, D. [1997] "The Private Use of Tax-exempt Bonds", D. Netzer and M. Drennan ed., *Readings in State and Local Public Finance*, Wiley-Blackwell, pp.301-328.

秋山義則 [1998] 「アメリカ州・地方債制度の形成過程」『彦根論叢』, 第310号, 63-100頁。

秋山義則 [2007a] 「1986年税制改革法による枠組みの再設定」秋山義則・前田高志・渋谷博史編『アメリカの州・地方債』日本経済評論社, 111-145頁。

秋山義則 [2007b] 「1986年法の公共性基準と1970年代の逸脱」秋山義則・前田高志・渋谷博史編『アメリカの州・地方債』日本経済評論社,

146-191頁。

秋山義則 [2007c] 「1986年法以後の産業開発債への起債コントロール」秋山義則・前田高志・渋谷博史編『アメリカの州・地方債』, 日本経済評論社, 192-226頁。

片桐正俊 [2005] 『アメリカ財政の構造転換』東洋経済新報社。

坂田和光 [2007] 「米国の地方債制度—免税債を中心に—」『レファレンス』, 平成19年9月号, 55-76頁。

日本証券経済研究所 [2009] 『図説アメリカの証券市場』日本証券経済研究所。

野村容康 [2009] 「アメリカの州・地方債利子非課税の実態」『証券経済研究』, 第65号, 59-79頁。

塙武郎 [2007] 「シカゴ学区の債券発行の枠組み」秋山義則・前田高志・渋谷博史編『アメリカの州・地方債』, 日本経済評論社, 72-103頁。

前田高志 [2007] 「アメリカの州・地方債: その仕組みと特徴」秋山義則・前田高志・渋谷博史編『アメリカの州・地方債』日本経済評論社, 15-71頁。

三宅裕樹 [2009] 「金融危機が米国地方債市場に及ぼす影響」『資本市場クォーターリー 2009 Autumn』, 野村資本市場研究所, (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009aut10web.pdf>).

(獨協大学経済学部准教授  
・当研究所客員研究員)