

国土交通政策研究 第 56 号

事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究

2005年10月

国土交通省国土交通政策研究所

前主任研究官 長野 幸司

主任研究官 日下部 隆昭

前研究官 江岡 幸司

前研究官 渡瀬 友博

研究官 森山 弘一

はじめに

国及び地方公共団体の財政状況が厳しい中で、国民のニーズに対応した社会資本を効率的に整備するためには、民間資金を活用した新たな整備手法を導入する必要性が一層高まるものと考えられる。我が国における民間資金を活用した社会資本整備手法としては、PFIなどの手法が既に存在するが、多様な選択肢を準備することが、効率的な社会資本整備に資するものと考えられる。

事業目的別歳入債券（レベニューボンド）は、米国などにおいて、空港、港湾、道路、上・下水道等のインフラを整備・管理・運営する際に、当該事業で必要となる資金を民間から調達する手段として発行されている債券である。債券の元利償還は事業収益により行われ、事業の成否により元本が欠損する場合もある。そのため、事業の実施について、債券投資を検討している投資家等によって収益性の観点から評価される点が特徴といえる。

本研究においては、米国の社会資本整備において活用されているレベニューボンドについて、活用の仕組み・事例等について詳細な調査を行った。

ヒアリング調査の実施にあたっては、国内外の公的主体の方々や、金融関係者、コンサルタントの方々には多大なご協力を頂いた。また、本研究のとりまとめにあたっては、慶応義塾大学吉野直行教授、関西学院大学村尾信尚教授から、大変有益かつ貴重なご意見を頂いた。ここに心より感謝を申し上げたい。

2005年10月

国土交通省	国土交通政策研究所	前主任研究官	長野	幸司
		主任研究官	日下部	隆昭
		前研究官	江岡	幸司
		前研究官	渡瀬	友博
		研究官	森山	弘一

本研究の要旨

本研究では、投資家および発行体にとっての「規律付け」と「魅力付け」という観点を中心に、ミニ市場公募債やPFI等の我が国における金融市場からの資金調達による社会資本整備手法の特徴を整理した上で、文献調査及び事例調査を踏まえて、米国のレベニューボンド制度の特徴を整理している。さらに、我が国における金融市場からの資金調達による社会資本整備手法とレベニューボンドの特徴について比較分析を行った上で、今後の我が国における社会資本整備手法としてのレベニューボンドの導入に向けての課題整理を行っている。

国および地方公共団体の財政状況が厳しい中で、国民のニーズに対応した社会資本を効率的に整備するため、資金調達について多様な選択肢を準備しておくことの重要性が増している。考えられる多様な選択肢のうち、金融市場からの資金調達は、投資家によって事業の収益性や安定性等の観点から事業及び事業スキームが評価されるといった規律が働くという点において、社会資本の効率的な整備にも寄与すると期待されている。

レベニューボンドは、米国等において、空港、港湾、道路、上・下水道等のインフラ整備をする際に、当該事業で必要となる資金を民間から調達する手段として発行される債券である。レベニューボンドでは、調達資金の元利償還財源は事業収益等に特定され、元利償還は事業の成否に大きく依存しており、この部分は我が国のミニ市場公募債との重要な相違点である。また、債権がデフォルトした場合のリスクは、一義的には債券投資家が負うこととなっている。そのため、投資家によって事業が評価され、金融市場を通じた規律が働く仕組みとなっている。

このように、レベニューボンドは、市場メカニズムによる規律付けが十分に働きうる社会資本整備の資金調達方法と言える上、利子所得の免税措置や保証会社や各種の手続き規定による信用補完などにより、投資家や発行体にとっての魅力付けもなされ、その結果、米国の公債市場に一定の地位を得ている。

一方で、我が国における金融市場からの資金調達による社会資本整備手法のうち、ミニ市場公募債等については、元利償還が保証されていることから、事業の収益性とは無関係に資金が調達され事業が実施される、すなわち、金融市場メカニズムを活かした規律が働きにくいという問題点がある。また、PFIについても、最終的に行政が破綻時の事業継続リスクを負うといった事例が発生しており、事業経営破綻後の処理の不明確さなど市場の規律が十分に働いていない恐れがあるものも見受けられる。

以上より、レベニューボンドは、今後、我が国において、資金調達の多様化、社会資本整備の効率化を図っていく上で参考となりうる資金調達手法と考えられる。しかしながら、レベニューボンド制度とそれを取り巻く米国の状況は、現在の我が国の状況と大きく異なっている。レベニューボンドは、免税制度、情報開示制度、破産法制などの関連諸制度・各種社会システム及びモノライン保険会社、格付会社及び機関投資家などの関係主体といった、「規律付け」と「魅力付け」を成立させるための要素があってはじめて適切に機能する側面が強いものである。

今後、我が国へレベニューボンドの導入可能性を検討していく際には、これらの「魅力付け」「規律付け」を支える関連諸制度、各種社会システム等についてさらなる検討を行うことが重要となる。

キーワード：レベニューボンド、社会資本整備、公共の資金調達、規律付け、魅力付け

Summary

This paper specifies the public finance for social infrastructure in Japan and the Revenue Bonds scheme in the United States, and suggests how the Revenue Bond scheme can be introduced into Japan, based on the comparative analysis and case studies in these two countries. We also make investigation and analysis of Japanese municipal bonds and PFI cases. Revenue Bonds are the important securities in the municipal bond markets. The principal and interest repayments of Revenue Bonds depend on only its own revenue stream. This is the most important difference compared with Japanese municipal bonds, which are guaranteed by national government credit and less effectively disciplined by financial market mechanism.

We put emphasis on *disciplined efficiency* and *marketable attractiveness* for investors and issuers in public finance, especially when the fiscal situations of national and local governments are severe as those in Japan. The Revenue Bonds scheme is effective on the ground that investors evaluate and monitor projects in terms of profitability, stability and attractiveness. On the other hand issuers take care of efficient management for social infrastructure. The incentive mechanism embedded in Revenue Bonds works with various sub-systems --- tax, information disclosure, bankruptcy law, etc. Additionally mono-line insurers, rating companies and institutional investors also play important roles.

Recently Japanese public finance for social infrastructure has been progressed and diversified by PFI, PPP and some target bonds. Revenue Bonds will be new and effective tools for efficient management of social infrastructure in Japan, when related institutions and sub-systems are provided.

Key words: Revenue Bond, social infrastructure, public finance, disciplined efficiency, marketable attractiveness

目 次

第1章 研究の目的等	1
1.1 研究の背景	1
1.2 研究の目的	2
1.3 研究の視点	3
1.4 研究フロー	5
第2章 我が国の地方自治体における社会資本整備に係る金融市場を通じた資金調達の特徴整理	7
2.1 地方自治体における地方債、ミニ市場公募債等の制度概要と発行実績	7
2.2 地方自治体における PFI を活用した社会資本整備の制度と現状の問題点	28
第3章 米国の地方政府におけるレベニューボンド制度の概要把握	39
3.1 レベニューボンドの特徴および発行状況	40
3.2 アメリカ地方債の市場動向	52
第4章 米国の地方政府におけるレベニューボンドを活用した社会資本整備事例の実態把握	59
4.1 米国のレベニューボンド活用事例 その1 (B A T A : San Francisco Bay Area Toll Authority の事例)	60
4.2 米国のレベニューボンド活用事例 その2 (P A : The Port Authority of New York & New Jersey の事例)	69
4.3 レベニューボンドを支える主体と関連する制度・社会システム	81
第5章 レベニューボンド制度と我が国の民間からの資金調達手法との比較分析	97
第6章 レベニューボンドの我が国への導入可能性を念頭においた課題整理	103

第 1 章

研究の目的等

第1章 研究の目的等

1.1 研究の背景

国および地方公共団体の財政状況が厳しい中で、国民のニーズに対応した社会資本を効率的に整備するため、資金調達について多様な選択肢を準備しておくことの重要性が増している。考えられる多様な選択肢のうち、金融市場からの資金調達は、投資家によって事業の収益性や安定性等の観点から事業及び事業スキームが評価され、選別されるといった規律が働くという点において、社会資本の効率的な整備にも寄与すると期待されている。

しかし、我が国においては、国および地方公共団体にとって従来からある有力な資金調達手段である国債、地方債などの公債は、調達資金の用途が限定されておらず、元利償還も保証されていることから、事業の収益性とは無関係に資金が調達され事業が実施される、すなわち、市場の規律が働いてこなかったという問題点が指摘されている。近年、地方公共団体が一定の事業に対して発行する住民参加型ミニ市場公募地方債（以下「ミニ市場公募債」という。）では、用途は特定されているものの、債券の元利償還が保証されているため、同様の指摘がなされている。また、公営企業債においても、市場の規律が働いてこなかったという同様の問題点がある。用途を限定し元利も保証されていない民間資金を活用した社会資本整備手法として、わが国でも、既にPFIが導入されているが、最終的に行政が破綻時の事業継続リスクを負うといった事例が発生しており、事業経営破綻後の処理の不明確さなどから市場の規律が十分に働いていない恐れがある¹。

近年、吉野直行慶大教授らにより紹介されている「事業目的別歳入債券（以下、レベニューボンドあるいはRBという）」は、米国やカナダなどにおいて、空港、港湾、道路、上・下水道等のインフラ整備をする際に、当該事業で必要となる資金を民間から調達する手段として発行されている債券である。レベニューボンドでは、調達資金の元利償還財源は事業収益等に特定されているため、元利償還は事業の成否に大きく依存する。そのため、投資家によって事業が収益性や安定性等の観点から評価され、選別されるといった規律が働いているといわれている²。また、債権がデフォルトした場合のリスクは、一義的には債券投資家が負う。

このように、レベニューボンドは、市場の規律が十分に働きうる社会資本整備の資金調達方法と言える上、利子所得の免税措置や保証会社や各種の手続き規定による信用補完などにより、投資家や発行体にとっての魅力付けもなされ、その結果、米国の公債市場に一定の地位を得ている。

以上より、レベニューボンドは、今後、我が国において、資金調達の多様化、社会資本整備の効率化を図っていく上で参考となりうる公債制度と考えられるが、その実態の把握

¹ (株)タラソ福岡の事例。本報告書でも、詳細な調査を行った。第2章参照。

² 吉野直行・Frank Robaschik「レベニューボンド(事業別歳入債)による財政規律の構築」フィナンシャル・レビュー、2004.11(財務省財務総合政策研究所) pp.39-51

は十分になされていないのが現状である。

1.2 研究の目的

本研究では、我が国におけるミニ市場公募債やPFIの持つ問題点を明確化した上で、「規律付け」と「魅力付け」という観点を中心に、米国のレベニューボンドの概要を整理するとともに、事例調査を実施することでその詳細を把握し、我が国における民間資金を活用した社会資本整備制度とのメリット・デメリットを体系的に比較することで、今後の我が国における社会資本の整備手法としてのレベニューボンドの導入に向けての課題整理を行うことを目的とする。

1.3 研究の視点

本研究では、以下(1)～(4)の視点に基づき調査・分析を行った。

(1) 我が国の地方自治体における地方債、ミニ市場公募債、PFIを活用した社会資本整備事業について「市場の規律が働かない」という問題が生じている要因を、事例分析を通じて明らかにする。

- ・ 地方債は、用途が特定されておらず、償還財源が一般会計であり、元利保証もなされているといった特徴がある。また、ミニ市場公募債は、用途が特定されている点で地方債と異なるが、償還財源が一般会計であり、元利償還が保証されている点で地方債と同様の特徴を有す。他方、PFIは、本来破綻時のリスク分担などの処理方法が明確化されているファイナンスのはずであるが、最終的に行政が破綻時の事業継続リスクを負うといった事例が発生している。こうしたこともあり、我が国の金融市場からの資金調達によるインフラ整備事業に対して市場の規律が働いていないことが問題として指摘されている。
- ・ 本研究においては、我が国における地方債やミニ市場公募債の発行や元利償還の実態把握、公営企業債との比較、PFIの破綻事例の分析を通じて、なぜ市場の規律が働かなくらいのか、その要因を明らかにする。

(2) 米国のレベニューボンド制度において、我が国で課題とされている社会資本整備に係る資金調達に対する「規律付け」をいかに実現しているのか、また、それを支える関連する他の制度等の社会システムがどのようなものかを、文献調査および海外ヒアリング調査を通じて明らかにする。

- ・ 上記(1)で示したように、我が国の社会資本整備に係る資金調達に市場の規律が働いていないのは、調達資金の用途が特定されていないこと、元利償還が国や自治体により保証されていること、破綻時の処理スキームが不十分な場合があること等が要因として考えられる。
- ・ 市場の規律が働くことによって、より効率的な社会資本整備がなされていくことは、投資家のみならず地域住民にとっても大きなメリットと考えられる。
- ・ 本研究においては、調達資金の用途の特定、元利償還の保証制度、破綻処理スキームといった「規律付け」の観点を中心に、米国におけるレベニューボンドに係る制度の概要を明らかにする。

(3) レベニューボンドが債券市場で受け入れられるために、投資家や発行体(地方政府)
にとって債券投資および債券発行上、どのような「魅力付け」がなされているのか
を、文献調査および海外ヒアリング調査を通じて明らかにする。

- ・ レベニューボンドがいかに市場の規律が働き得る制度であるとしても、投資家や発行
体に受け入れられて市場取引が行われなければ、円滑な資金調達が図られない。
- ・ 米国のレベニューボンドでは、利子所得に対する免税措置や保証会社や各種の手続き
規定による信用補完などにより、投資家や発行体にとって各種多様な魅力が付されて
おり、その結果、米国の債券市場において一定量の取引がなされている。
- ・ 本研究では、上記の「魅力付け」の実態を文献調査、事例分析等により明らかにする。

(4) 米国のレベニューボンドに係る「規律付け」と「魅力付け」のための仕組みやそれ
を支える社会システムについて、我が国への導入可能性を念頭に置きながら、その
特徴を再整理する。

- ・ 米国のレベニューボンドの我が国への導入可能性を念頭に置きながら、(2) (3) に
おいて把握したレベニューボンドと、これを支える社会システムの特徴を再整理する。
- ・ 再整理にあたっては、我が国の地方自治体と米国の地方政府の公債制度や財政制度、
予算制度等の違いにも留意する。

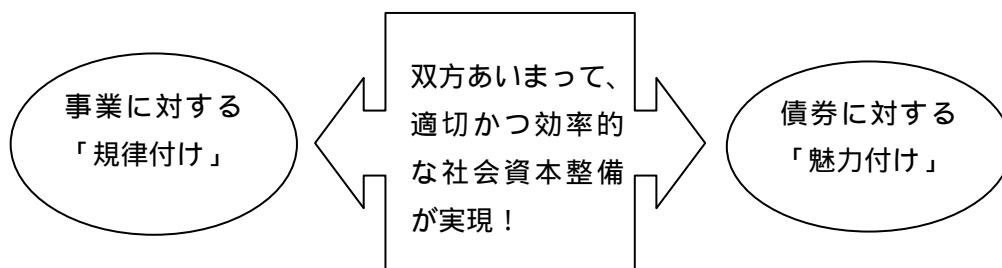
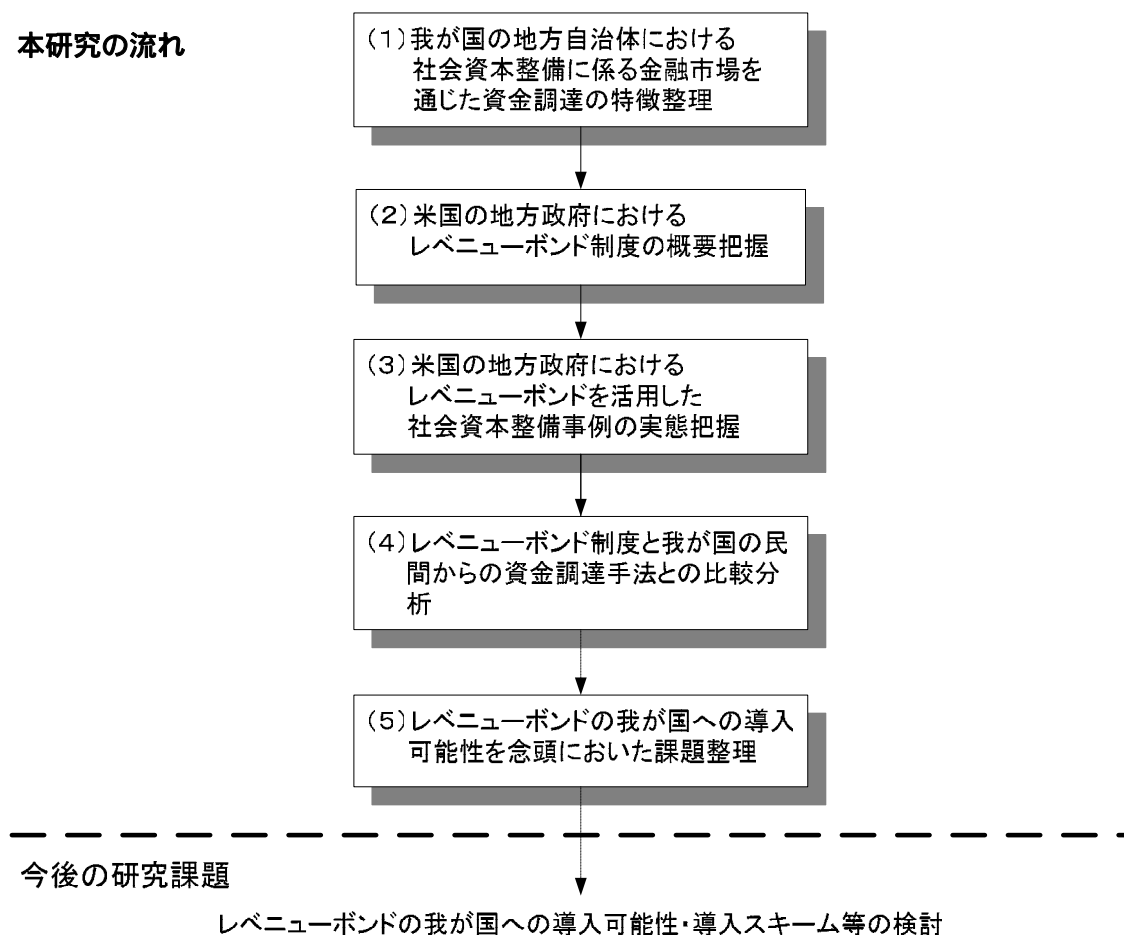


図 1.1 本研究の視点のイメージ

1.4 研究フロー

本研究は以下のフローに従って実施する。

本研究の流れ



第 2 章

我が国の地方自治体における社会資本整備に係る

金融市場を通じた資金調達の特徴整理

第2章 我が国の地方自治体における社会資本整備に係る金融市場を通じた資金調達の特徴整理

我が国の地方自治体における地方債、ミニ市場公募債、PFIを活用した社会資本整備の事例分析を通じて、我が国の地方自治体における社会資本整備に係る金融市場を通じた資金調達の課題を整理する。

2.1 地方自治体における地方債、ミニ市場公募債等の制度概要と発行実績

(1) 地方債の制度概要と発行実績

1) 地方債の分類と発行実績

地方債の分類

地方債を資金別、会計別に分類すると、次のとおりとなる。ここでは、平成16年度地方債計画における計画額とともに示す。

資金別の分類で見ると、大きく政府資金¹、公営企業金融公庫資金²、民間等資金に分類できる。このうち、民間投資家の購入対象となる地方債は、民間等資金に含まれる市場公募債と銀行等引受債の2つであり、平成16年度計画額の58.7%を占めている。

一方、会計別の分類で見ると、普通会計分及び公営企業会計等分³に大別される。

表 2.1 地方債の分類と平成16年度地方債計画における計画額
< 資金別の分類 >

資金区分	平成16年度計画額	構成比%
政府資金	56,000	32.0
公営企業金融公庫資金	16,140	9.2
民間等資金	102,703	58.7
市場公募地方債	31,600	18.1
銀行等引受債	71,103	40.7
合 計	174,843	100.0

< 会計別の分類 >

区 分	平成16年度計画額	構成比%
普通会計分 (= 普通会計債)	141,448	80.9
公営企業会計等分 (= 公営企業債)	33,395	19.1
合 計	174,843	100.0

¹ 「政府資金」とは、財政投融资計画の「財政融資」欄に「地方公共団体」に対する貸付けとして計上される資金を指し、財政融資資金、郵貯資金、簡保資金が含まれる。

² 公営企業金融公庫が債券発行により調達した資金

³ 公営企業債については(3)において概説する。

以降 i)) に、市場公募地方債と銀行等引受債について概説する。

) 市場公募地方債 (共同発行市場公募地方債、住民参加型ミニ市場公募地方債を含む)
市場公募地方債は、広く投資家に購入を募る方法により発行される地方債である。

平成 16 年度現在、全国型市場公募地方債を発行している地方公共団体は、次の 33 団体
となっている。

北海道	宮城県	福島県	茨城県	群馬県	埼玉県	千葉県	東京都	神奈川県	新潟県
長野県	岐阜県	静岡県	愛知県	京都府	大阪府	兵庫県	広島県	福岡県	熊本県
札幌市	仙台市	さいたま市	千葉市	川崎市	横浜市	名古屋市	京都市		
大阪市	神戸市	広島市	北九州市	福岡市					

平成 15 年 4 月からは、一定の発行ロットを確保し、これを安定的かつ有利に行うことを
目指して、市場公募地方債の共同発行が行われている (上記の地方公共団体のうち、下線
を付している 27 の地方公共団体が発行)。平成 15 年度には、年間 8,470 億円が発行された。

また、平成 14 年 3 月以降、「住民参加型ミニ市場公募地方債」が発行されている。これ
は、地方債の個人消化及び公募化を通じて資金調達手法の多様化を図ること、さらに、住
民の行政への参加意識の高揚を図ることを目的としたものである。平成 15 年度には、年間
2,682 億円が発行された。

) 銀行等引受地方債

銀行等引受地方債とは、地方公共団体の指定金融機関から借入れ、又は引受の方法によ
り発行される地方債である。銀行等引受地方債のうち、証券発行の方法によるものは一般
の投資家も購入できる場合がある。

発行実績

平成 11～14 年度までの資金別の地方債許可額は以下のとおりである。

平成 14 年度においては、総額で 15 兆 4,467 億円であり、うち市場公募債は 2 兆 1,965 億円、銀行等引受が 4 兆 1,288 億円となっており、民間資金の占める割合は増加傾向にある。

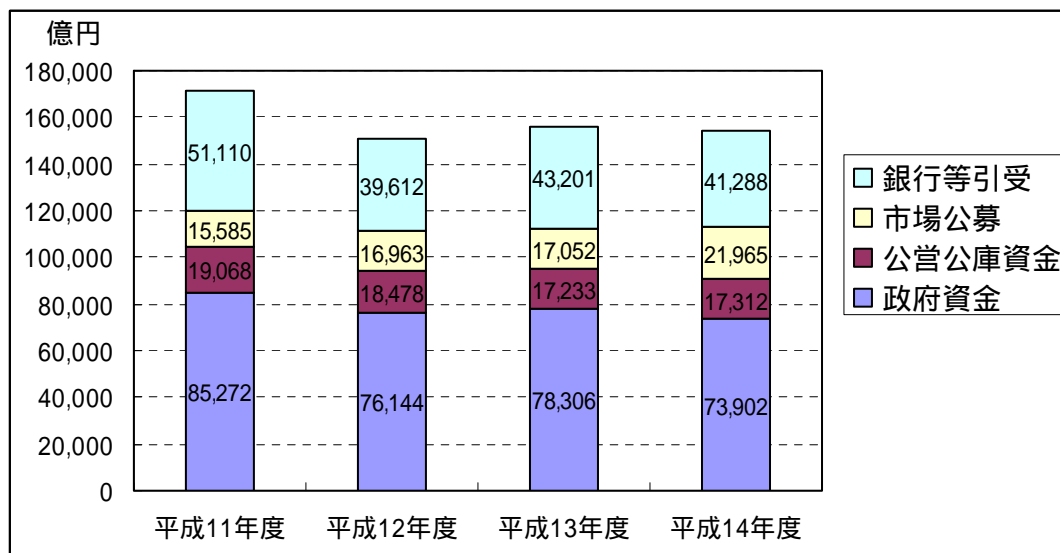


図 2.1 地方債発行額（資金別・許可ベース）の推移

資料：「地方債統計年報」（地方債協会）より作成

2) 地方債の安全性に係る制度の概要

地方債の元利金は、以下の ~ の仕組みのもと確実に償還（元利保証）され、BIS⁴自己資本比率規制⁵におけるリスクウェイトは0%とされている。

地方債の元利償還に対する国の財源保障

地方債の新規発行額及び元利償還金（公債費）の総額は、国が策定する地方財政計画⁶の歳入及び歳出にそれぞれ計上され、この公債費を含めた地方財政計画の歳出と歳入を均衡させることにより、マクロベースでの財源保障が行われている。

具体的には、国は、毎年度、地方財政計画の策定過程を通じて、地方の歳入、歳出がバランスするように地方財源の確保措置を講じるが、最終的には国から地方に交付する地方交付税⁷の総額を確保することによりバランスがとられている。

そして、地方交付税の算定において標準的な財政需要額（基準財政需要額）に地方債の元利償還金の一部を算入することにより、個々の地方公共団体の地方債に対して元利償還金の財源が措置されている。

なお、国は、このように策定された地方財政計画の歳入に計上された地方債の新規発行額をもとに地方債計画（地方債の年間発行計画）を策定している。

起債許可制度

地方公共団体が地方債を発行する場合には、都道府県及び政令指定都市の場合は総務大臣、政令指定都市以外の市区町村の場合は都道府県知事の許可を受けなければならない（地方財政法第33条の7）。許可は、同条及び総務省が作成の「地方債許可方針」（地方債の許可基準）等に基づいて行われている。その中で、地方公共団体が償還財源を確実に確保できるよう、以下のような起債制限制度等が設けられている。

- ・ 地方債の元利金の払込みに延滞のある地方公共団体及び過去において著しく事実に相違した申請により許可を受けた地方公共団体
 地方債が許可されない
- ・ 起債制限比率⁸が一定率以上の地方公共団体

⁴ スイスのバーゼルに本部を置く国際決済銀行（Bank of International Settlement = BIS）のこと。

⁵ 金融機関が国際金融市場へ参加する際の要件として、BIS 銀行規制監督委員会が定めた自己資本比率規制（バーゼル合意）のこと。自己資本比率規制は、自己資本をリスク・アセットで割った比率を8%以上とすることを求める規制であるが、リスク・アセットの算定の際、先進国の国債など間違いなく償還されるものはリスクウェイト0%で計算されている。

⁶ 地方交付税法第7条の規定に基づき、毎年度内閣が作成し、国会に提出するとともに一般に公表する計画であり、翌年度の地方公共団体（普通会計）における歳入歳出総額を見込むもの。

⁷ 地方交付税は、本来地方の税収入とすべきであるが、地方公共団体間の財源の不均衡を調整し、すべての地方公共団体が一定の水準を維持しうよう財源を保障する見地から、国税として国が代わって徴収し、一定の合理的な基準によって再配分する税。

⁸ 起債制限比率とは、公債費による財政負担の度合いを判断する指標として地方公共団体の起債制限に用いられているものであり、「地方債許可方針」に定められている。具体的には、公債費に充当された一般財源の額が標準財政規模（標準税率により算出された地方税に普通交付税等を加えた一般財源の規模）

比率の高さに応じて「地方債許可方針」に定められた特定の事業を除き、地方債が許可されない（起債制限制度⁹）

- ・ 地方税の徴収率が 90%未満の地方公共団体、公営競技収入金が多額な地方公共団体、給与その他の財政支出の状況が著しく適正を欠く等の地方公共団体
その状況に応じ一般事業債の許可が制限される
- ・ 赤字団体のうち地方財政再建促進特別法第 23 条第 1 項の適用がないもの
その実情に応じ将来の財政運営への影響を考慮して、制限的に地方債が許可される

なお、平成 18 年度以降は、起債許可制度から起債協議制度に移行するが、同意が許可と同様の効果を持つとともに、起債制限制度や後述の財政再建制度等の地方債の償還を確実にするための仕組みについては維持される。ただし、同意を受けない起債であっても、議会承認を得れば不同意債として発行できるが、不同意債となった場合、政府資金での引き受けや地方交付税による後年度の元利償還費の補填などは行われず、地方公共団体自らの責任で調達、償還することとなる¹⁰。

地方公共団体が一定水準以上の実質赤字となった場合の措置～財政再建制度

地方公共団体は、前年度決算の赤字比率（実質収支 / 標準財政規模）が一定規模（都道府県は 5%、市町村は 20%）に達した場合には、財政再建計画を作成して財政の再建（赤字の解消）を行わなければ、地方債の発行が原則としてできないこととされている（地方財政再建促進特別措置法第 23 条第 1 項。なお、このような財政再建を行う地方公共団体を「財政再建団体」という。）。

財政再建団体は、財政再建計画の作成について国への協議と同意を得ることが必要となり、この計画に基づいて予算を調整しなければならない。国は、この協議に当たって地方債の元利払いが確実に行われるよう担保する。

以上の ~ の仕組みにより、地方債の元利償還については、最終的に国が保証している。定期預金よりも高金利、自治体が発行し、元利保証されている安心感などから、ペイオフ（預金などの払戻保証額を元本 1,000 万円とその利息までとする措置）部分解禁の下では、比較的高利回りで安全な投資先として人気があり、即日完売しているような事例も多数ある。

「魅力付け」と「規律付け」の観点から整理すると、現状の我が国における地方債は、発

に占める割合を表す。

⁹ 起債制限比率が 20%以上の地方公共団体は、単独事業に係る地方債の発行が、原則として許可されない。起債制限比率が 30%以上の地方公共団体は、災害復旧事業を除き、原則として地方債の発行が許可されない。

¹⁰ 起債協議制度に移行し不同意債が発行されたとしても、地方自治体が不同意債から優先的に償還することを妨げる制度はなく、保証的措置のない不同意債が財政規律を強めることにはならないという意見もある。稲生信男『自治体改革と地方債制度 - マーケットとの協働』、p.104 参照。

行体にとっては、国による制度的保証により低利で安定的な調達ができるという魅力付けがなされており、投資家にとっては、銀行預金比有利な金利で元利保証の安心感という魅力付けがなされているといえよう。しかし、その一方で、魅力付けを裏側から支える事業そのものに対する規律付けという点では、地方債計画上の制限や発行総額規制等があるのみで、資金調達面から個別事業に働く規律付けの要素は少なかったといえる。

なお、地方債の元利償還の安全性については、片山前総務大臣も国会で以下のとおり答弁している。(財団法人地方債協会作成パンフレットより抜粋)

(154 回衆議院総務委員会 2002/03/05 民主党中村議員の質疑に対する答弁)

「...地方債がデフォルトすることはありません。そのための許可制度です。...それから、地方団体そのものが赤字をたくさん出すことはありますよ、...その場合には財政再建、地方財政再建制度というのが御承知のとおりありますし、だから、そういうことで、地方債そのものがデフォルトすることはありません。」

(154 回参議院行政監視委員会 2002/06/03 民主党大塚議員の質疑に対する答弁)

「...地方債というのは今は許可なんですよ。18 年度から協議に変わりますけれども、何で許可や協議をするかといったら、地方債の元利償還について国が責任を持つということなんです。」

「...地方財政制度全体の中で、それは、元利償還については国が責任を持つという仕組みになっているんです。」

3) 地方債 IR の考え方

現在の地方債 IR の考え方は以下に示すように、「いずれの地方公共団体が発行する地方債についても、信用リスクのない、いわば安全域の中にあり、高い評価に値するもの」であることを投資家に正確に伝えることに主眼を置いており、リスクに応じたりターンの違いを強調して言及するものではない。

(以下、『地方債市場の発展に向けた環境整備について』平成 14 年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書より抜粋)

(1) 目的

投資家に地方債の安全性と有利な金融商品であることを理解してもらうことにより、個人投資家や未参入投資家を含めて地方債の需要を掘り起こし、ひいては地方債の発行コストの低減を図ることを目的とする。

特に、地方債は地方財政制度(地方財源保障システム)によって支えられており、全体として国債と同等の高い信用力を有していること、また、そうした中で実勢上、市場においては流動性や選好の差による地方公共団体間の価格格差も見られるが、各団体は健全な財政運営と適切な地方債発行・管理に努めており、**いずれの地方公共団体が発行する地方債についても、信用リスクのない、いわば安全域の中にあり、高い評価に値するものである**ことを正確に理解してもらうことが重要である。

また、地方債に関する情報については、後述するように様々な工夫をしながら的確な情報提供に努めるとともに、常に投資家が必要な情報を参照できるようにしておくことによって市場にサプライズを起こさず、地方債に対する安定した信頼と評価の確立を図るべ

きである。

(2) 対象

投資家（機関投資家及び個人投資家）に正確な理解をしてもらうことが重要であり、そのために投資家やアナリスト等をIR活動の対象とするべきである。なお、その際、外国人（機関）投資家に対する説明に意を用いることも検討に値する。

なお、投資家等に対して説明を充実することは、住民一般に対する説明の充実にもつながるものと考えられる。

(3) 提供情報・説明事項

総務省、各地方公共団体及び地方債協会が協力し、次に掲げるような地方債に関する情報を幅広く提供する必要がある。

（次頁参照）

以下省略

(4) 方法

- イ．投資家説明会・懇談会
- ロ．投資家に対する個別説明
- ハ．ホームページ
- ニ．パンフレット・説明冊子

(5) 推進に当たって特に留意すべき点

- イ．民間資金調達の重要性を踏まえた積極的な対応
- ロ．地方債の特色を踏まえた適切な説明
- ハ．首長による説明
- ニ．不測の事態の回避を目的とする定期的・継続的な取り組み

表 2.2 提供情報・説明事項¹¹

説明事項	内容
イ. 地方債の役割・位置付け	-
ロ. 地方債の信用力・安全性	(1) 地方債残高・残高推移 (2) 地方債の信用力に関する基本的な考え方 (3) 地方債制度（許可及び起債制限制度）及びそれを支える地方財政制度、地方交付税制度、地方財政再建制度等の概要 (4) 地方分権改革、財政投融资改革等の地方債を取り巻く環境の変化にかかわらず信用力に対する影響は生じないこと
ハ. 地方債発行額	(1) 地方債計画の内容 (2) 地方債許可予定額・許可額推移 (3) 地方債発行予定額・発行額推移 (2)及び(3)については一次的には民間資金ベースであるが、投資家の将来の地方債に係る調査ニーズを勘案すると、全資金ベースの発行額を提供することが適当と考えられる。
ニ. 市場公募債関係情報	(1) 発行団体及び発行予定 ・発行条件決定予定日 ・発行予定額（年間、月別） (2) 発行条件 (3) 引受先別消化状況 (4) 発行ロットの推移 (5) シ団引受の仕組み (6) 減債基金、借換え等の公債償還に関する仕組み なお、住民参加型ミニ市場公募債についても全国型市場公募債と同様の取り組みが必要と考えられる。
ホ. 税制	利子に係る所得税・住民税（マル優、特別マル優制度を含む。）
ヘ. 購入・管理方法	(1) 地方債を購入できる金融機関等一覧 (2) 主な地方債の募集・販売開始予定日
ト. 地方公共団体の財政状況	(1) 全国状況（マクロベース） 予算・決算の状況、起債残高の状況、債務負担行為（債務保証、損失補償）の状況、財政構造、公債費の状況、各種財政指標、基金の状況、市場公募債等の発行計画・実績、地方三公社及び第3セクターの経営状況、行財政改革の取り組み状況、行政評価の取り組み状況等 (2) 各地方公共団体の状況（ミクロベース） 予算・決算の状況、起債残高の状況、債務負担行為（債務保証、損失補償）の状況、財政構造、公債費の状況、各種財政指標の推移及び将来見込み、基金の状況、プライマリーバランスの推移、地方三公社及び第3セクターの経営状況と自団体に与える影響、引受シンジケート団、市場公募債・銀行等引受債の発行計画・実績、行財政改革の取り組み状況、行政評価の活用状況、財政の健全化の確保方策、情報公開、バランスシート、行政コスト計算書、その他各地方公共団体の重要施策のPR等
チ. その他関係諸情報	

¹¹ 『地方債市場の発展に向けた環境整備について』 / 平成14年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書より抜粋

(2) 住民参加型ミニ市場公募債の制度概要と発行実績

ミニ市場公募債は、平成 14 年度から地方債計画において創設された制度であり、その趣旨は、地方債の個人消化及び公募化を通じた資金調達手法の多様化、及び住民の行政への参加意識の高揚を図るものである。

ミニ市場公募債は、全地方公共団体が発行可能であり、地域住民の事業への参加意識が高まるとの観点から対象事業や購入対象者を限定している事例が多い（対象事業、購入対象者の限定は義務ではない）。表面利率、発行価格、償還年限、発行ロット、その他具体的な発行スキームは、各団体が引受機関との交渉の上、任意に設定することとされている。

発行実績は、平成 14 年度には 34 団体（7 公募都県、10 非公募県、5 政令指定都市、12 一般市町村・特別区）で 41 銘柄、総額約 1,635 億円が発行され、平成 15 年度には、80 団体（10 公募都府県、21 非公募県、9 政令指定都市、40 一般市町村・特別区）で 86 銘柄、総額約 2,682 億円が発行された。また、平成 16 年度には、94 銘柄、総額約 3,276 億円が発行された¹²。

¹² 実績詳細は(財)地方債協会ホームページを参照
(<http://www.chihousai.or.jp/minimarket/01/index.html>)

以下、発行条件等の概要を地方債協会資料¹³から整理したものを示す。

発行条件（金利の設定）

金利の設定については、発行団体が任意に設定できるとされている。

実際は、同年限（残存年限）の国債や地方債（全国型市場公募債）の金利水準と同程度の水準（平成16年10月発行の5年国債の利率は0.6%）となっており、半数以上が0.6～0.8%の設定となっている。

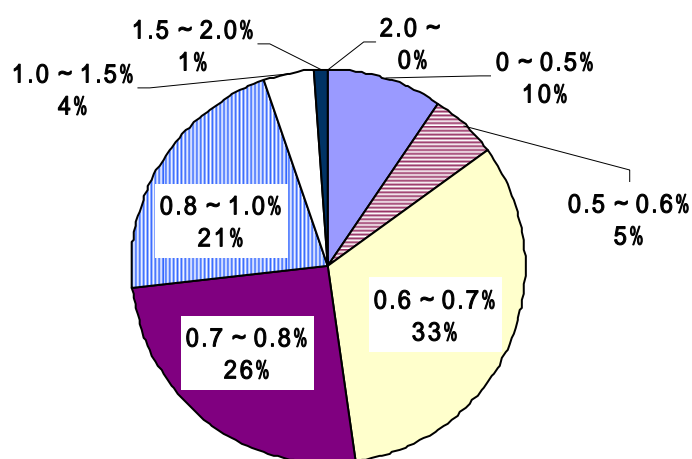


図 2.2 応募者利回り（平成16年度発行実績：件数ベース）

これは、同年限の国債や地方債（全国型市場公募債）の金利水準に対して不当に高いものとするとは、将来の住民負担をいたずらに大きくすることとなり不適當であること、一方、逆に相対的に低い金利を設定することは、投資対象としての魅力が小さくなることから、商品性に相応しい条件設定とすることが必要と考えられていることによる。

なお、固定金利か変動金利の選択についても、各団体が任意に設定できるとされているが、これまでの発行事例ではすべて固定金利で設定されている（平成16年度末時点）。

¹³ 平成16年9月14日（火）総務省・財団法人地方債協会共催「住民参加型ミニ市場公募地方債」に関する説明会における講演資料「住民参加型ミニ市場公募地方債発行にあたっての留意点等」（<http://www.chihousai.or.jp/minimarket/03/h16.9/img/01soumu.pdf>）

発行条件（償還期間）

償還期間についても、発行団体が任意に設定できるとされている。

現下の金利状況においては、償還期間の短い債券が選好されている傾向がある。これまでの発行事例では5年が最も多く、他に3年、4年、7年又は10年の償還期間が設定されている（平成16年度末時点）。

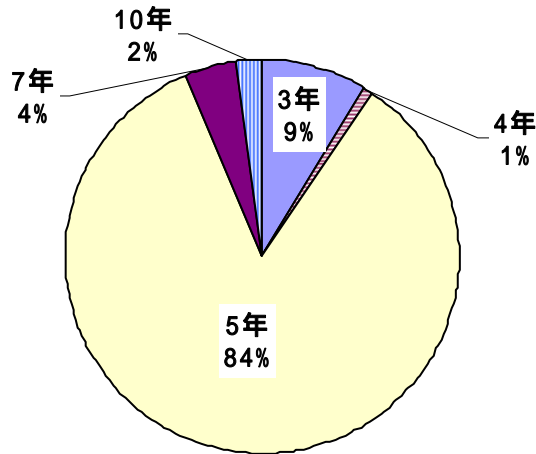


図 2.3 償還期間（平成16年度発行実績：件数ベース）

発行目的・対象事業の提示

発行目的や対象事業については、住民の行政への参加意識の高揚というミニ市場公募債の趣旨を踏まえ、基本的に住民にとってわかりやすく、積極的な行政参加を求めるのに相応しい起債対象事業を選定することが望ましいとされている。

発行事例を見ると、小学校、中学校等の教育関連、道路、自転車駐車場等の交通関連など発行目的や対象事業が限定されている事例がほとんどである。用途として複数の事業を組み合わせている場合も多く、また、収益事業ではない事業に対しても広く適用されている。

表 2.3 対象事業の例（平成16年度実績）

<ul style="list-style-type: none">・工場余熱利用施設建設・道路・橋梁の整備・地域交流センター整備・障害児学級教室整備・まちづくり総合支援事業・風力発電事業	<ul style="list-style-type: none">・一般公共事業・自然公園整備・市営住宅建設事業・少子高齢化対策事業・空港整備事業・新幹線整備事業
---	---

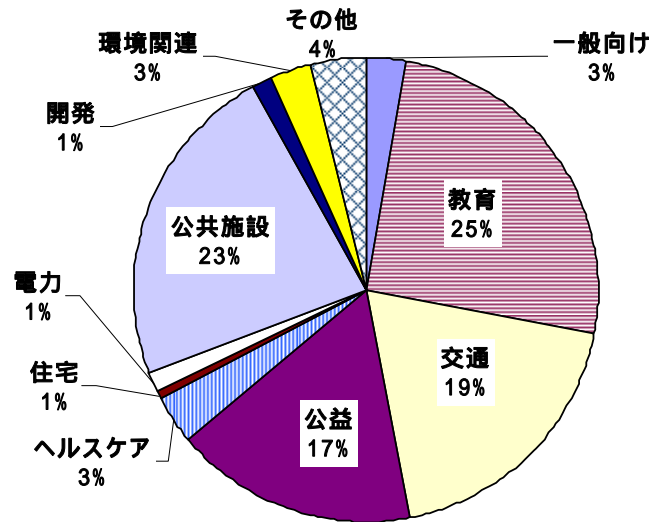


図 2.4 発行目的（平成16年度発行実績：件数ベース）

注：図中の区分は、対象事業名から本研究にて分類した。用途が複数設定されている場合は両方の区分でカウントしている。

購入対象者の範囲

購入対象者の範囲についても、発行団体が任意に設定できるとされている。

ミニ市場公募債は、住民の行政への参加意識の高揚を目的の一つとしていることから、これまでの発行事例においては、発行団体の所管区域内の住民や団体に購入対象者を限定している例が多い。

発行額

発行額については、市町村による比較的小ロットでの発行も見られる一方、都道府県や政令市による100億円以上のロットでの発行も見られる。

また、一定の発行ロットを確保する方策として、地方財政法第5条の7の規定に基づき、周辺市町村で共同発行を行い、発行ロットを大きくしている例もある。例えば、平成16年5月に発行された「兵庫のじきく債」は、兵庫県、尼崎市、洲本市、伊丹市、加古川市、龍野市、宝塚市、川西市、三田市の1県8市により、100億円を共同発行している。

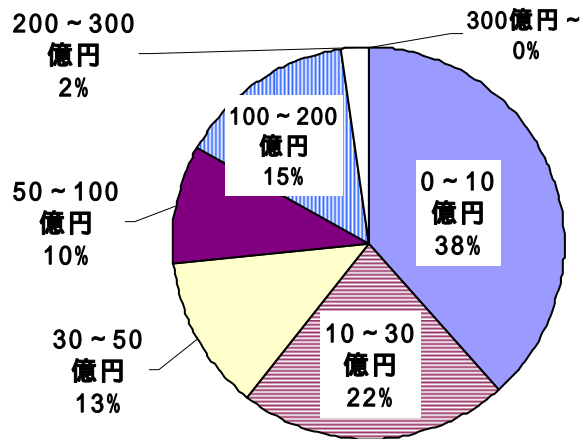


図 2.5 発行額 (平成16年度発行実績：件数ベース)

券面金額 (最低購入金額)

券面金額は、投資家の需要、引受機関のコスト等を勘案しつつ、発行団体が任意に決定することができる。

一般的に1万円の事例が多い。他にも、10万円、100万円等の例もある。

購入限度額

購入限度額については、発行団体が任意に設定できるとされている。

購入対象者に広く購入の機会を提供するという観点から、購入限度額が低額に設定されている事例(1人当たり購入限度額100万円など)や、引受機関のコストや大きな額を購入したいと考える個人投資家の存在等が考慮され、購入限度額を高額に設定されている事例(1人当たり購入限度額3,000万円など)がある。

引受機関の選定

引受機関については、ミニ市場公募債が主として住民(個人)を対象とする債券であることから、住民向けの販売能力やPR能力に優れた、地元の地銀等がシンジケート団を組んでいる場合が多い。

投資家保護

引受機関である金融機関や証券会社は、投資家保護の観点から、当該債券の商品性、特に満期前売却における元本割れの可能性の有無等について購入希望者に十分な説明を行う義務がある(金融商品の販売等に関する法律第3条及び第4条)。

販売方法

一般的な債券の販売方法としては、窓口販売、抽選方式、売り出し方式の3パターンがある。ミニ市場公募債の発行事例では、売り出し方式がとられている事例はなく、すべて窓口販売か抽選方式で行われている。このうち、抽選方式は、当選者決定のために膨大な事務作業が発生するというデメリットの一方で、地域住民に対する公平性の確保の必要性から採用されていることが多い。

各方式のメリット・デメリットをまとめると、以下のとおりである。

- ・ 窓口販売については、募集に応じた購入者が確実に購入することやコストが比較的安く済むメリットがある一方で、購入希望者は引受機関の窓口に出向く必要があること等のデメリットが挙げられる。
- ・ 抽選方式については、購入希望者が引受機関の窓口に出向く必要がないこと、購入需要の状況が把握できること、申込葉書等を活用して行政やミニ市場公募債に対する意見を聴取できること等のメリットがある一方で、当選者を決定する際に膨大な事務作業が必要になること等のデメリットが挙げられる。
- ・ 売り出し方式については、売り出し期間中に均一の条件で売り出すことから、購入希望者の需要に応じた発行を行うことができる等のメリットがある一方で、発行総額が見込み難いこと等のデメリットが挙げられる。

税制

債券の利子所得については、15%の所得税及び5%の都道府県民税が課される。

プレマーケティング

プレマーケティングや事後アンケート等により、購入者のニーズや意向を分析し、適切な発行計画の策定の参考としている事例もある。

例えば、「ぎふ県民債」の購入者に対するアンケート結果は以下の通りである。購入動機として最も関心が高かったのは、「他の金融商品と比較して利率がよいから」、次に多いのは「県が発行するので安心」であり、資金の用途を動機とした購入は少ない結果となっている。

通常の地方債と同様に、ミニ市場公募債でも、投資家は、相対的な利率と安全性から来る安心による魅力付けを重視していることが伺える。一方で、資金の用途はあまり注目されておらず、事業への規律付けへの関心は少ないといえる。

表 2.4 「ぎふ県民債」の購入者アンケート結果

設問	結果
購入動機	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業に着目して「使い途」がよいから、他の金融商品と比較して「利率」がよいから、県が発行するので「安心」だから、の3つの選択肢を設定。 ・ 県としては、「使い途」への関心が高いとよかったが、最も関心が高かったのは、「利率」、次に多いは、「安心」。
利率はどの程度がよいか	<ul style="list-style-type: none"> ・ 最も高い利率である「国債程度」が50.0%。 ・ その次に「定期預金と同程度でもよい」が26.9% ・ 「ゼロでもよい」が10%程度。
100万円の購入限度額について	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「100万円がよい」が54%程度。その次が「300万円」で19%、続いて「500万円」で7%、「限度額はなくてよい」は6.6%。
抽選方式	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「抽選でよい」が93.7%。「店頭販売がよい」が4.9%。
何を見て知ったか	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一番多いのが「新聞広告」で38%程度。（新聞広告は、地元の岐阜新聞とブロック紙の中日新聞に1回ずつの計2回掲載） ・ その次に多かったのが「新聞記事」で25%。 ・ 「金融機関、銀行員から聞いた」が25%。 ・ 「県の広報誌で知った」が21%程度。

情報提供

発行条件や債券の元利償還の安全性に係る情報提供が主であり、対象事業の内容については、名称や写真・イメージ図の提示にとどまる。

まちづくりに参加しませんか

きくち まなびや債 発行



昭和53年当時



生徒から見た学校



建設中(平成15年10月撮影)



今回、購入していただいた債券(お金)は、地元産材を活用した菊池北中学校建設資金に役立てます。

募集期間 平成**15**年**11**月**17**日(月)~**11**月**24**日(月)当日消印有効
※往復はがきによる申込

発行日 平成15年12月15日(月)
購入対象者 20歳以上の個人で菊池市に住民票があるかた(平成15年11月1日現在)
購入限度額 **10万円券と100万円券の2種類で、最高100万円まで購入できます。**
募集方法 往復はがきで申込みをしていただき、応募者多数の場合は抽選を行います。
償還期間 5年(満期日 平成20年12月15日)
利率 **0.8%**
取扱金融機関 肥後銀行菊池支店

なお、詳細につきましては、
きくち広報11月1日号に掲載しております。

*** お問い合わせ ***

きくちまなびや債について
市役所財政課 TEL25-1111 内267・268
ご購入手続き・マル優制度等について
肥後銀行菊池支店 TEL25-1141



北中完成予想図

図 2.6 情報提供の事例(きくちまなびや債)1



菊池北中学校築成予備団

まちづくりに参加しませんか？

～ミニ市場公募債購入者募集～



お問い合わせ
〇ご購入手続き・マル優・保護費の
手配等について
郵政銀行菊池支店 TEL 26-1411
〇「きくちまなびや債」について
財政局 内線 267・288



市では、平成15年12月15日に住民参加型ミニ市場公募債(愛称『きくちまなびや債』)を発行します。これは、市民の皆さんに、地元産材を活用した菊池北中学校建設資金として債券を購入していただくことで、行政への参加をお願いするものです。
また、愛称「きくちまなびや債」の由来は、菊池市の将来を担う青少年の健やかな成長を背伸び希望として、また心豊かな生徒を育てる場としての学校建設費の一部として活用することからこの名称にしました。

「きくちまなびや債」は

平成15年12月15日
発行日
1億4千万円
発行総額
利率

募集期間の5年間の利回りを参考に決定する予定
※ 11月12日の利率決定後、菊池市ホームページ及び
びきくちまなびや債11月15日号、取扱金融機関にて公表。

参考：平成15年7月31日熊本県銀行
「くまもと新築減価の恩恵」利率0.5%

年2回(6月15日、12月15日)
5年満期一括償還
平成20年12月15日
満期日
額面は10万円券と100万円券の2種類で、
1人あたり10万円券から最高100万円まで(10万円単位)
購入対象者
20歳以上の個人で菊池市に住民票がある方(平成15年11月1日現在)
取扱金融機関
郵便銀行菊池支店

応募方法

応募期間 11月17日(月)～11月24日(月) ※当日消印有効
官製往復ハガキに必要事項を記入のうえ、市役所までお申込みください。(1枚のハガキにつき1人申込み)
※応募者多数の場合は、抽選となります。(抽選日11月26日)
※応募された方全員は、11月27日以降往復ハガキ(返信)にて抽選結果を通知します。
《官製往復ハガキの記入例》

【注記欄 あて先】

〒--
〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

【注記欄 あて先】

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

【注記欄 返信用】

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

〒--

公募債について

募集日前であれば、公募債の募集が中止された場合は、取扱金融機関で換金できます。
※ 募集日まで換金されない場合は、元金全額を受け取ることもできます。しかし、中途換金される場合「きくちまなびや債」は、全額換金であるため、その間の期間途中で取崩金に換金できないというデメリットがあります。その期間に上乗せの期間に上乗せの期間(元本)を引いた金額が戻ります。換金される場合は、事前に取扱金融機関にお問い合わせください。

保護預りなら万一の時も安心です

※ 「きくちまなびや債」の償還手数料は無料です。
保護預りとは、ご購入いただいた「きくちまなびや債券(本券)」の償還を取扱金融機関に委任することです。万一の賠償、火災など損失の心配がありません。
保護預りにせず、ご自分で本券を保有されますと、万一の賠償に備え、また即日に取り扱金融機関の窓口にて本券を二枚取り替えたとき、利子・償還金を受け取る必要があります。また、本券を毀損・紛失・焼失された場合は、公示期間及び賠償請求の償還手続きを承知しなければ、出発行となります。満期は日数(6ヶ月～1年程度)と期間(10万円～20万円程度)等が異なります。

中途換金について

募集日前であれば、公募債の募集が中止された場合は、取扱金融機関で換金できます。
※ 募集日まで換金されない場合は、元金全額を受け取ることもできます。しかし、中途換金される場合「きくちまなびや債」は、全額換金であるため、その間の期間途中で取崩金に換金できないというデメリットがあります。その期間に上乗せの期間に上乗せの期間(元本)を引いた金額が戻ります。換金される場合は、事前に取扱金融機関にお問い合わせください。

選定された方のご購入の手続き

選定された方(本) 〇当選通知ハガキにご購入名義は、当選者に限られます。
有の必要書類をご準備し、取扱銀行等へご購入ください。
抽選結果が確定後、取扱銀行等へ必要書類を提出してください。
抽選結果が確定後、取扱銀行等へ必要書類を提出してください。
抽選結果が確定後、取扱銀行等へ必要書類を提出してください。
抽選結果が確定後、取扱銀行等へ必要書類を提出してください。

図 2.7 情報提供の事例(きくちまなびや債) 2

(3) 公営企業債の制度概要と発行実績

1) 制度概要

公営企業債とは、地方公営企業¹⁴の経営に必要な設備投資等の資本的支出を賄うために発行される債券である。

普通会計債が、元利償還金が一般財源等に求められるのに対し、公営企業債は、公営企業の資金を調達するために発行され、元利償還金が主として当該企業の収入から支払われる。米国における地方債と比較すると、普通会計債は一般財源債（GOB）と対応しており、公営企業債は、事業収入が償還財源となっている点でレベニューボンド（RB）と同様の特徴を持つ。

ただし、公営企業債についても、普通会計債と同様、起債についての議会審議および都道府県と指定都市の起債は総務大臣の許可、その他の市町村は都道府県知事の許可が必要となっており、起債制限制度や後述の財政再建制度等の地方債の償還を確実にするための仕組みも働いている。そのため、既に述べたように、魅力付けを裏側から支える事業そのものの規律付けという点では、一般的な財政再建団体制度などの適用があるのみで個別事業に働く資金調達面からの規律付けの要素は少ない。

2) 発行実績

資本的支出に充当された企業債の平成 15 年度の発行額は、3 兆 2,202 億円で前年度に比べ 2,905 億円、8.3%減少している。

企業債発行額の大きい主な事業は、下水道事業が 1 兆 6,816 億円（全体の 52.2%）で最も大きく、次いで水道事業 17.2%、宅地造成事業 9.6%、病院事業 8.8%、交通事業 6.7% 等となっており、これら 5 事業で全体の 9 割強を占めている。

また、平成 15 年度末における企業債の現在高は 61 兆 4,861 億円で、前年度末に比べ 2,071 億円、0.3%増加している。

企業債現在高が大きい主な事業は、下水道事業が 33 兆 1,417 億円（全体の 53.9%）で最も大きく、次いで水道事業 20.2%、交通事業 7.3%、病院事業 6.5%、宅地造成事業 6.5% となっており、これらの 5 事業で全体の 9 割強を占めている。

¹⁴ 地方公営企業は地方公共団体と異なり企業という独立した経営体として運営されている。経営に要する費用は、負担区分に基づき一般会計等が負担するものを除き料金収入により賄われており、個別採算主義、独立採算原則に基づき永続的な経営が行なわれることが想定されている。

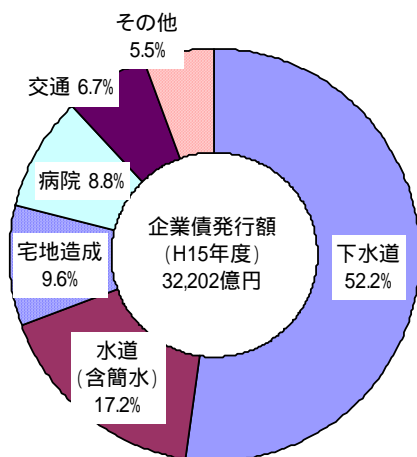


図 2.8 事業別公営企業債発行額

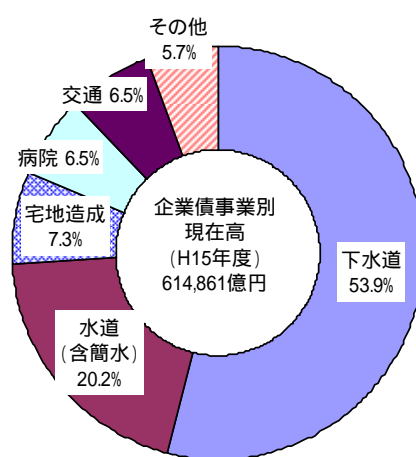


図 2.9 事業別公営企業債現在高

資料) いずれも「地方公営企業年鑑」(地方公営企業経営研究会編)より作成

3) 資金内訳

企業債現在高を借入先別にみると、政府資金が 35 兆 1,149 億円(全体の 57.1%)で最も多く、次いで公営企業金融公庫資金 17 兆 3,358 億円(同 28.2%)、市中銀行資金 4 兆 1,253 億円(同 6.7%)等となっている。

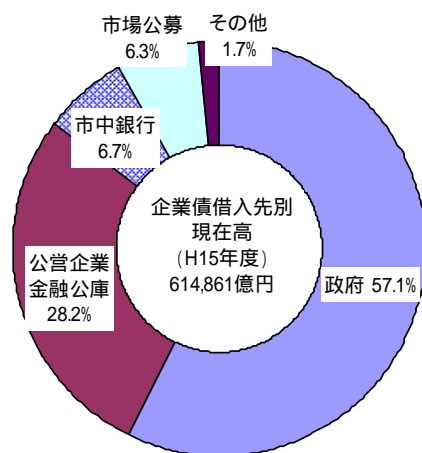


図 2.10 企業債借入先別現在高(平成 15 年度)

資料)「地方公営企業年鑑」(地方公営企業経営研究会編)より作成

(4) ミニ市場公募債等の特性整理

ここでは、ミニ市場公募債及び公営企業債を対象として、「魅力付け」「規律付け」という観点から各債券の特性を整理する。

1) ミニ市場公募債の特性整理

ミニ市場公募債については、「資金調達が多様化」、「住民の行政への参加意識の高揚」を目的として発行されており、これらの目的達成という観点からは、一定の成果を挙げていると評価できる。「事業の目的」よりもむしろ「安全性」「利回り」が重視された、との購入者アンケートの結果もあるように、その背景には、元利保証による高い安全性、銀行定期預金よりも高い利回りといった購入者に対する「魅力付け」がある。そして、発行主体にとっても、元利償還に対する国の財源保障制度等により、安定的かつ低利に資金を調達できるという魅力がある。

一方、通常の地方債と同様、ミニ市場公募債の元利償還は一般会計により行われており、事業自体の収益性とは切り離され、かつ、元利保証がなされている¹⁵。また、ディスクロージャーにおいても、事業の名称、写真・イメージ図の提示にとどまるのが一般である。したがって、投資家が債券発行を通じて事業実施・運営の効率化に対してモニタリングするインセンティブが少ないと言える。また、発行主体にとっても、地方財政計画や地方債計画による発行額の制限は存在するが、個別事業の実施・運営の効率化を図る機能が小さいと考えられる。すなわち、規律が機能しにくいスキームであると言える。

2) 公営企業債の特性整理

公営企業債についても、ミニ市場公募債同様、最終的な国の元利保証により、発行体及び投資家に魅力付けがなされている反面、規律が機能しにくいスキームであると言える。

以下の表は、ミニ市場公募債及び公営企業債について、「魅力付け」「規律付け」という観点から各債券の特性を整理したものである。

¹⁵ この点に関しては、求められる商品性を重視し償還年限を短くしているが、対象施設の耐用年数が長い場合、住民が長期間利用することができるため、満期時に借換ミニ公募債を発行し、世代間負担の公平を図るという説明も行われている（平成16年9月「住民参加型ミニ市場公募債に関する説明会」における総務省説明より）。

表 2.5 「規律付け」と「魅力付け」の観点からみた地方債の
メリット・デメリットの整理表

地方債の種類		規律付け	魅力付け
住民参加型ミニ市場公募債	発行体(地方公共団体)	<ul style="list-style-type: none"> ・議会における合意形成を通じた説明責任の存在。 ・発行総額規制、計画 	<ul style="list-style-type: none"> ・国の元利保証により低利で安定的な資金調達が可能。
	投資家(住民)	<ul style="list-style-type: none"> ・行政への参加意識が醸成され、その全般的な行政モニタリングの結果として、自治体財政全体への規律付けが働く可能性あり。 ・但し、償還財源は一般会計全体であり、充当される事業の収支が償還可能性と切り離されているため、事業の実施・運営に対する規律付けは働きにくい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・元利保証がなされており安全性が高く、また、通常市場公募地方債と比べて高い利回り。
	利用者	<ul style="list-style-type: none"> ・利用者からの事業に対するモニタリング機能が働きにくい。 	-
公営企業債	発行体(地方公共団体)	<ul style="list-style-type: none"> ・議会における合意形成を通じた説明責任の存在。 ・横浜市営地下鉄の事例¹⁶のように、公営企業が過剰債務を抱える状況となった場合は、その債務の取扱いについての議論がなされることから、事業運営の段階での規律付けは一定程度働く余地はあると考えられる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・国の元利保証により低利で安定的な資金調達が可能。
	投資家(機関投資家)	<ul style="list-style-type: none"> ・償還財源が公営企業が行う事業から得られる歳入(レベニュー)であり、ミニ市場公募債と比べると事業の実施・運営に対する規律付けが働く可能性はある。 ・しかしながら、実際の発行にあたっては、金利等の条件面を含めて普通機関債と区別なく取り扱われている¹⁷ことから、現実には事業の実施・運営に対する規律付けは働いていないと考えられる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・通常市場公募地方債と同様の利回りが設定されており、魅力付けの観点からは、ミニ市場公募債と比べると劣る面がある。
	利用者	<ul style="list-style-type: none"> ・基本的に利用料の形で徴収があり、ミニ市場公募債と比較すると、利用者からのモニタリングが働きやすい。 	-

¹⁶ 横浜市営地下鉄の事業再生に向け、過剰債務処理のために自治体負担が必要との答申「横浜市市営交通事業あり方検討委員会」の市営地下鉄事業のあり方に関する答申
(http://www.city.yokohama.jp/me/keiei/seisaku/koutsu_arikata/s_toshin.pdf)

¹⁷ 公営企業債の発行主体の財務担当者へのヒアリングによる。

2.2 地方自治体における PFI を活用した社会資本整備の制度と現状の問題点

(1) 地方自治体における PFI を活用した社会資本整備の制度概要

PFI (Private Finance Initiative) とは「公共施設等の建設、維持管理、運営等を民間の資金、経営能力及び技術的能力を活用して行う新しい手法」とされ、「民間の資金、経営能力、技術的能力を活用することにより、国や地方公共団体等が直接実施するよりも効率的かつ効果的に公共サービスを提供できる事業について、PFI 手法で実施し、PFI の導入により、国や地方公共団体の事業コストの削減、より質の高い公共サービスの提供を目指す」ものとされる。

PFI は、1992 年にイギリスにおいて提唱された手法であるが、我が国においては 1999 年に「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律」(以下 PFI 法) が施行されて以来、具体的な事業への取組みが年々増加している状況にある。また内閣府に設置された PFI 推進委員会より 2000 年 3 月に、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等に関する事業の実施に関する基本方針」が公表され、以後 2001 年に「PFI 事業実施プロセスに関するガイドライン」¹⁾、「PFI 事業におけるリスク分担等におけるガイドライン」²⁾、「VFM (Value For Money) に関するガイドライン」³⁾、2003 年には「契約に関するガイドライン - PFI 事業契約における留意事項について - 」⁴⁾、「モニタリングに関するガイドライン」⁵⁾ が取りまとめられ推進が図られている。

(2) PFI 事業の破綻事例 (破綻事例の要因分析)

福岡市「タラソ福岡」(福岡市臨海工場余熱利用施設整備事業、平成 12 年に特定事業選定) は、平成 11 年 9 月の PFI 法施行後に活発化した我が国における PFI 事業のさきがけの一つでもあったが、平成 16 年に PFI 事業者が経営破綻し事業が中断される事態に陥った。本報告書の関心である「規律付け」と「魅力付け」の観点からみても、なぜ PFI に関与する各主体に期待された機能がうまく働かなかったのか、興味深い実例を提供している。

本節では、全国初の PFI 破綻事例である「タラソ福岡」を対象に、その経緯および要因を、主に事業の「規律付け」の観点から整理した。なお、ここで整理した内容は、福岡市 PFI 事業推進委員会 (委員長: 武蔵工業大学宮本和明教授) が 2005 年 5 月 12 日に公表した「タラソ福岡の経営破綻を越えて～PFI 事業の適正な推進のために～」(タラソ福岡の経営破綻に関する調査検討報告書) 等の文書資料に加えて、実際の契約内容や運営状況について各主体の当事者に行ったヒアリング調査に基づいている。

1) タラソ福岡（福岡市臨海工場余熱利用施設整備事業）の概要

事業の目的

タラソ福岡は、ごみ焼却施設である「クリーンパーク・臨海」建設に際して、ごみ焼却により生じる熱エネルギーを利用したタラソテラピー施設として福岡市が計画したものである。同施設は、ごみ処理から生じる余熱の効率的に利用し、健康志向の高まり、本格的な高齢化社会の到来、地域コミュニティの交流促進などの社会的要請に応え、地域社会に貢献することを目的として整備された。

事業の背景

本事業は、ごみ焼却施設建設に際して、施設建設に反対する周辺地域住民の理解を得るために必要な事業として位置づけられていたという背景がある。

事業内容

温海水利用の水中運動プールを中心した「健康増進ゾーン」と地域交流の促進を目的とした「コミュニティゾーン」から構成される複合施設の設計・建設・運営・維持管理を行う。

事業形態

PFIの事業形態には、その収益の源泉をどこに求めるかによって、サービス購入型、独立採算型、ジョイントベンチャー型に区分される。

サービス購入型は、公共主体が支払う対価を収入とし、独立採算型は一般利用者の料金を収入とする。ジョイントベンチャー型は、その複合型である。

タラソ福岡の収入は、福岡市が支払うサービス提供料（総額 11.9 億円、約 2,000 万円×年 4 回×15 年）と、施設利用者の支払う利用料金を中心となっており、ジョイントベンチャー型の事業形態である。

事業方式

PFIの事業方式としては、対象施設の所有形態によって、BOT、BT0、B00 に分類される。

BOT (Build-Operate-Transfer) は、民間事業者が施設を建設し、維持管理及び運営し、事業終了後に公共に施設所有権を移転する方式である。

BT0 (Build-Transfer Operate) は、民間事業者が施設を建設し、施設完成直後公共に所有権を移転し、民間事業者が維持管理及び運営を行う方式である。

B00 (Build-Operate-Own) は、民間事業者が施設を建設し、維持管理及び運営をするが、公共への所有権移転は行わない方式である。

タラソ福岡は、SPC である(株)タラソ福岡が施設を建設し、15 年間維持管理・運営を行い、事業終了後に福岡市に無償譲渡する契約となっており、BOT 型の事業方式である。

なお、施設の建設費は、約 13 億円であった。

事業スキーム図

タラソ福岡の事業スキーム図は次の通り。

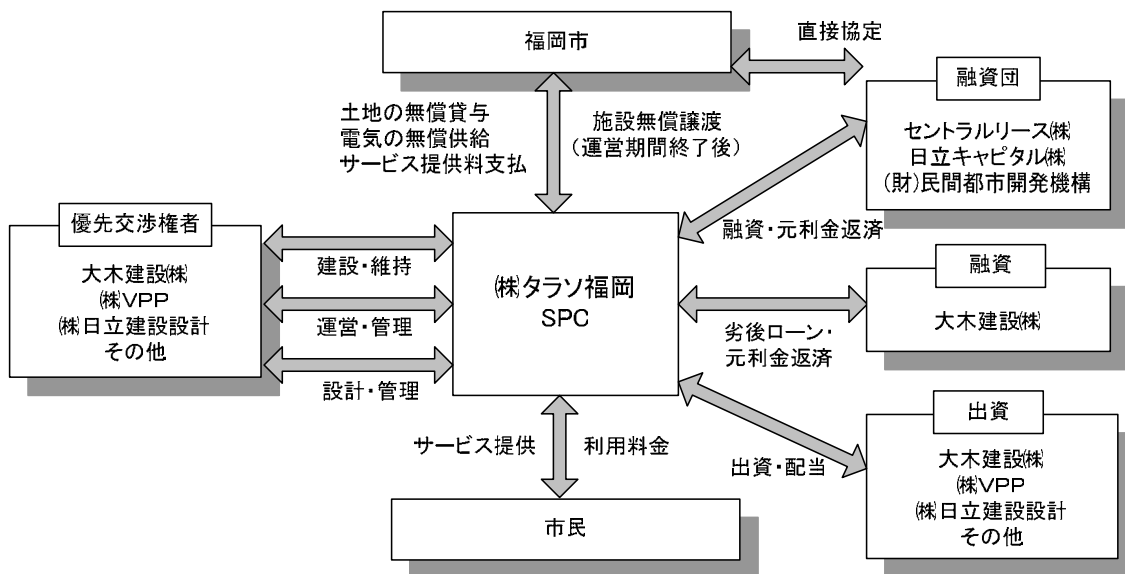


図 2.11 事業スキーム図

福岡市との主な契約

福岡市が土地の無償貸付及び電気の無償供与を行い、サービス提供料（総額 11.9 億円、四半期ごとに約 2,000 万円）を支払う。

運営期間終了後は、福岡市に施設を無償譲渡する。

また、事業者の責に帰すべき事由により事業契約が終了する場合は、以下の計算式に基づき、福岡市が施設を買い取ることとされていた（施設の建設費相当額から 20% のペナルティ相当額を差し引き、施設の供用後の経過年数に応じて価値を減じた金額）。

$$\text{計算式} : (\text{施設の建設費相当額約 13 億円}) \times 0.8 \times (60 - n) / 60$$

資金調達の概要

資金調達総額は、資本金 1.75 億円、融資 13.64 億円の 15.39 億円である。融資期間は 12 年、四半期ごとの元利均等返済である。内訳は以下のとおり。

表 2.6 (株)タラソ福岡の資金調達の内訳

項目	内訳	調達先	内訳詳細	金利
優先債	11.2億円	セントラルリース(株)	8.6億円	3.89%
		日立キャピタル(株) (財)民間都市開発推進機構	2.6億円	1.25%
劣後債	2.44億円	大木建設(株)	2.44億	-
出資金	1.75億円	大木建設(株)	36%	-
		設備・機器関連事業者2社	33.14%	-
		(株)V P Pエンタープライズ	11.43%	-
		その他	19.43%	-

優先債の債権保全措置

セントラルリース(株)及び日立キャピタル(株)(以下、「シニア融資団」という。)の8.6億円の融資については、主に以下の債権保全措置が採られていた。

- ・ SPC が福岡市に対して持つ金銭債権に対する譲渡担保
- ・ 施設に関する第一順位抵当権の設定
- ・ 保険金に対する第一順位の質権設定
- ・ SPC のプロジェクト設備器具備品に対する譲渡担保の設定
- ・ SPC のプロジェクト関連口座への質権設定
- ・ SPC の締結する主な契約に関する債権譲渡
- ・ SPC の株式に対する質権設定

さらに、(財)民間都市開発推進機構(以下、「機構」という。)の2.6億円の融資は、大木建設(株)保有の国債が担保とされていた。

2) タラソ福岡の破綻の経緯

平成 14 年 4 月に開業したタラソ福岡は、利用者数が想定を下回るなどの結果、平成 15 年 3 月決算で約 3,000 万円の赤字を計上した。

平成 15 年 7 月に、経営改善のためタラソ福岡の施設のリニューアルが行われたが、総売上額は伸び悩み、平成 16 年 3 月決算では約 1 億 2,000 万円の赤字を計上した。

平成 13 年 3 月決算で開業準備のため約 9,000 万円の赤字を計上しており、平成 16 年 3 月決算時点で債務超過に陥った。

出資者である大木建設は、劣後融資及びリニューアル工事代金の返済猶予、出向役員の報酬の放棄を行い、タラソ福岡の経営を資金繰りの面から支援していたが、平成 16 年 4 月に大木建設が民事再生手続きを開始し、これらの支援ができなくなったためタラソ福岡事業の継続が困難となった。

平成 16 年 9 月 21 日に、(株)タラソ福岡は法的倒産手続きを申し立て、平成 16 年 12 月 1 日より施設は閉館された。

3) 再生後のタラソ福岡の概要

再生の経緯

タラソ福岡の再生は、最終的には、旧 SPC の(株)タラソ福岡が、九州リースサービスなどで構成する新 SPC の福岡臨海 PFI(株)に営業譲渡することで決着した。営業譲渡先が見つからない場合は、市が買い取りを行わなければならないリスクがあったが、営業譲渡先が見つかったことにより、明示的な財政支出の増加は無かった(福岡市の担当職員の労力等広い意味でのコストは増加した)。

営業譲渡額は約 8.4 億円、営業譲渡は平成 17 年 3 月 10 日に行われ、同年 4 月 1 日から運営が再開された。

新 SPC の資金調達の概要

資金調達総額は、資本金 1,000 万円、融資 9.15 億円の 9.25 億円である。融資期間は 12 年、四半期ごとの元利均等返済である。内訳は以下のとおり。

表 2.7 福岡臨海 PFI(株)の資金調達の内訳

項目	内訳	調達先	内訳詳細	金利
優先債	7.75億円	(株)山口銀行	-	2.5%
劣後債	1.4億円	(株)九州リースサービス	-	-
出資金	1,000万円	(株)九州リースサービス	99.5%	-
		(株)ゼクタ	0.5%	-

福岡市との主な契約

福岡市と新 SPC との契約内容は、基本的に旧 SPC との契約と同じである。

福岡市が土地の無償貸付及び電気の無償供与を行い、サービス提供料（四半期ごとに約 2,000 万円、12 年間）を支払う。

運営期間終了後は、福岡市に施設を無償譲渡する。

事業者の責に帰すべき事由により事業契約が終了する場合は、以下の計算式に基づき、福岡市が施設を買い取ることとされていた（施設の建設費相当額から 20% のペナルティ相当額を差し引き、施設の供用後の経過年数に応じて価値を減じた金額）。

$$\text{計算式} : (\text{施設の建設費相当額約 13 億円}) \times 0.8 \times (60 - n) / 60$$

施設の運営

施設はコナミスポーツ（東京）が受託して運営している。

具体的には、コナミスポーツ(株)が新 SPC からリースしている。リース期間は 12 年間で、リース料は初年度が年間 5,000 万円、2 年目以降が年間 8,000 万円である。

4) 破綻の要因整理

(株)タラソ福岡の経営破綻について、その主な要因を、調査検討報告書、ヒアリング調査等を踏まえて整理すると、以下のとおりと考えられる。

事業者の選定段階

- ・ ごみ焼却施設の開業時期が既に平成 13 年 4 月に予定され、タラソ福岡についてもごみ焼却施設の開業後速やかに開業することが求められており、議会スケジュール等を勘案すると、事業者選定等のスケジュールがタイトにならざるをえなかった。
- ・ 福岡市は、平成 12 年 5 月 30 日に特定事業者の選定と公募要項を配布し、同年 6 月 13 日までの 2 週間、応募者の受付を行った。応募受付期間が 2 週間であったため、公募要項を受け取った 55 社のうち 2 グループしか応募がなく、その後の事業者選定の幅を狭めることとなった。
- ・ 事業選定委員会の審査は、一次審査として施設の設計・建設計画及び運営・維持管理計画を加点方式で審査し、一定の基準を上回ったものの中から、二次審査において事業運営の安定性を検討した上で最も低いサービス提供料総額を提案した応募者を選定する「二段階審査」により行われた。結果的に、より高額なサービス提供料を提案した応募者を選定する理屈付けが困難になった。

契約の締結～施設の運営段階

) 収益圧迫要因

- ・ (株)タラソ福岡の収入は、福岡市が支払うサービス提供料と、施設利用者の支払う利用料金の 2 本立てであったが、需要予測を大きく見誤り、福岡市の提案価格(17 億円)の 70%という安価で受注し、サービス提供料による収入が相対的に少なかった。
- ・ 初期投資(建設費)が 13 億円と高く、運営段階における金利コストが大きくなった。
- ・ 貸出利率は、シニア融資団が 3.89%、民都機構が 1.25%と相対的に高い利率となり、収益を圧迫する要因となった。当時の経済金融の状況下においては、地銀は PFI への参入に慎重であり、大木建設グループは当初地銀へ融資を働きかけていたが、断られたようである。

) 融資者に規律が働きにくかった諸要因

- ・ シニア融資団は、融資金額を福岡市より支払われるサービス提供料の範囲におさめ、利用者の増減による需要リスク(マーケットリスク)を回避し、返済の確実性が高かった。
- ・ シニア融資団は、福岡市の施設買い取り義務条項による施設の買い取り価格の金額で回収可能な範囲でしか融資を行わず、結果的にリスクフリーとなり、プロジェクトファイナンスにおいて融資者が果たすべき役割(事業の経済性や民間事業者の事業遂行能力・信用力の審査、経営悪化時の事業への介入等)が機能する前提が欠如していた。

- ・ 機構の融資については、大木建設保有の国債が担保とされており、シニア融資団同様リスクフリーとなっていた。
- ・ 債券の保全面については、契約書上、ステップインライトに関する条文があったが、リスクフリーの融資者には、敢えてステップインライトを行使するインセンティブがなかった。行使されたステップインライトは、リニューアルへの同意をしたぐらいであった。

）福岡市に規律が働きにくかった諸要因

- ・ 福岡市は、(株)タラソ福岡が行った資金調達の内容を認識していなかった。
- ・ 福岡市は、融資者が結果的にリスクフリーとなっていたにもかかわらず、融資者として事業の経済性、事業遂行能力・信用力の審査を行うという期待、あるいは経営悪化時には事業に介入するであろうという期待を抱き、タラソ福岡の経営悪化について迅速な対応を行わなかった。
- ・ P F I 事業は民間が持つノウハウを最大限に生かす手法であるため、事業改善に関しては、福岡市が口を出すべきものという認識がなかった。市の意向により事業内容を変更して破綻してしまった場合の責任の所在等が難しかったためと思われる。

）運営者・出資者の規律が働きにくかった諸要因

- ・ 出資者にとっては、P F I 事業の実績づくり及び施設建設等による経済的利益という、タラソ福岡の運営とは別の経済的動機があった。
- ・ 施設の収益改善のために、不採算部門の廃止と施設改造及び運営会社の変更を行い得る行使権限は、実質的に最大出資者である大木建設(株)にしかなかった。

5) 4ヶ月間の施設閉鎖の要因整理

(株)タラソ福岡の経営破綻後、4ヶ月間施設が閉鎖されたその主な要因を、調査検討報告書、ヒアリング調査等を踏まえて整理すると、以下のとおりと考えられる。

- ・ 融資者はリスクフリーであったため、タラソ福岡事業の再建を図るために新スポンサーを探すなどの事業介入を行うインセンティブが欠如していた。
- ・ 福岡市の選択肢は、市が買い取り後、指定管理者制度に則って運営委託、民間事業者間による営業譲渡、の2つの選択肢しかなかった。
- ・ 福岡市の買い取りについては、公募・議会承認等で6ヶ月以上の期間が必要であり、そもそも、大規模リニューアルでフィットネスジム化した時点で公共性に疑問符が付き、市が買い取る必要性について論点になることが想定されたことが政治的に迅速な対応が行いにくかった要因となった。
- ・ 民間事業者間による営業譲渡については、福岡市の施設買い取り義務条項があったため、旧SPC(株)タラソ福岡)から新SPC(福岡臨海PFI(株))へ営業譲渡する際に、市の買い取

り想定金額よりも安い値段では旧 SPC が売ろうとしなくなってしまった。

6) 考察

ここでは、(株)タラソ福岡の資金調達スキームについて、各主体に対する「魅力付け」「規律付け」の観点から、その特性を整理した上で、特に融資者に対する規律付けの観点から考察を行う。

表 2.8 (株)タラソ福岡の資金調達スキームの特性整理

	規律付け	魅力付け
福岡市	<ul style="list-style-type: none"> ・ 議会における合意形成を通じた説明責任の存在。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ P F I (B O T) 方式活用による財政支出の削減。
融資者	<ul style="list-style-type: none"> ・ 担保確保等によりリスクフリーの状態、事業モニタリングに対するインセンティブが低い。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ リスクフリーで、比較的高利の融資である。 ・ P F I 事業の実績づくりという、タラソ福岡の運営とは別の経済的魅力あり。
出資者	<ul style="list-style-type: none"> ・ 出資金の範囲内で有限責任を追う立場にあり、事業モニタリングに対するインセンティブあり。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主価値の拡大。 ・ P F I 事業の実績づくり及び施設建設等による経済的利益という、タラソ福岡の運営とは別の経済的魅力あり。
利用者	<ul style="list-style-type: none"> ・ 施設利用料金を支払うため、事業モニタリングに対するインセンティブあり。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 適切な利用料負担で必要な公共サービスを受けることができる。

(株)タラソ福岡の経営破綻及びその後4ヶ月間の施設の閉鎖については、数多くの要因が指摘できるが、ここでは、プロジェクトファイナンスにおける融資者の役割に視点を置いて考察を加える。

プロジェクトファイナンスにおける融資者は、融資者自らの経済的利益の追求のため、融資先の事業の経済性、事業遂行能力、信用力の審査機能を果たすとともに、事業継続中のモニタリングや経営悪化時の事業介入において主導的な役割を果たすことが期待される。

融資者にこれらの役割が期待できるのは、融資先の事業がうまくいかない場合に、融資が満額返済されないリスクが存在する場合である。

すなわち、融資先事業の経営状況と融資者自らの経済的利益に一定の連動がなければ、プロジェクトファイナンスにおける融資者に適切な行動は期待できないと考えられる。

株タラソ福岡の経営破綻及びその後4ヶ月間の施設の閉鎖については、融資者の担保権等を勘案すると結果的にリスクフリーの状態であり、プロジェクトファイナンスにおいて融資者が果たすべき役割が機能する前提が欠如していたことが、その大きな要因の一つであると考えられる。

また、これらの点について、他のプレイヤー（福岡市、SPC、出資者）の理解・認識が不十分であったことも要因である。

PFIのプロジェクトファイナンスにおけるファンドの構成等は、実務的には融資者と事業者の間の合意で決まることであるが、リスクフリーのプレイヤーの排除という観点から、発注者側がファイナンスのストラクチャーを事前にチェックできるような工夫が必要となると考えられる。

第 3 章

米国の地方政府におけるレベニューボンド制度の概要把握

第3章 米国の地方政府におけるレベニューボンド制度の概要把握

本章では、文献調査等を通じて、米国のレベニューボンド（RB）制度の概要把握を行い、特に、わが国の社会資本整備に係る金融市場からの資金調達の課題とされている「規律付け」をいかに実現しているのか、また、投資家や発行体にとっての「魅力付け」をいかに実現しているのか、また、それらを支える関連する他の制度等の社会システムがどのようなものかを明らかにする。

まず、本研究報告書の中心テーマである米国のレベニューボンドについて概説し、レベニューボンドを含む米国地方債に関わる制度・市場環境がどのような位置付けにあるかを把握する。

3.1 レベニューボンドの特徴および発行状況

(1) アメリカ地方債の種類とレベニューボンドの位置付け

アメリカの地方債には、州政府が発行する州債 (state bonds) と、市町村などの自治体が発行する自治体債 (municipal bonds) があるが、地方政府の行政機能を補完する目的で設置されている特別区や公共機関も債券を発行しており、約 37,000 もの州、郡、市、学区、特別区などが地方債を発行していると言われている。

地方債の特徴は、免税債券ということである。この免税措置のために、地方債は個人、損害保険会社、商業銀行の投資対象となってきたと同時に、発行体にとっても低利発行が可能であるというメリットがある。

アメリカの地方債は、償還財源の観点から大きく分類すると、一般財源債 (general obligation bonds、以下 G O B) と事業目的別歳入債 (revenue bonds、別の訳語として特定財源債、以下、レベニューボンドあるいは R B) の 2 種類がある。

一般財源債 (G O B) は、償還財源として税収が充当され、発行体はその元利払いの責任を負っている点において、我が国における地方債と同じである。典型的な一般財源債は、地域住民全体のためになるプロジェクト、例えば、学校、裁判所、庁舎などのために発行され、その元利償還財源として税収が充当される。

一方、レベニューボンド (R B) は債券発行による調達資金で何らかのプロジェクトないし事業を起こし、それらの運営収入等によって元利払いを行うものである¹。R B は、ワシントン州スポケーンの水道施設建設のため 1897 年に発行されたのが最初であるが、第二次大戦以前は人気がなく、ニューヨーク・ニュージャージー港湾公社 (Port Authority of NY & NJ) やニューヨークのトライボロー橋公団 (Triborough Bridge Authority) 等の公団が法的地位を有することを裁判所が支持して以降、増税なく公共施設建設などの財源を調達する方法として広まっていった。2002 年度においては、米国における州・地方政府の新規発行長期債券総額 3,558 億ドルのうち、G O B が 1,246 億ドル、R B が 2,302 億ドルと、R B が約 60% を占めている。

典型的な R B は、特定の利用者を益すものであるプロジェクトのために発行され、利用料などそれらの運営収入によって元利償還財源が賄われるものである²。

これらの事業としては、空港、港湾、有料道路、大学、病院、スポーツセンター、会議場、下水設備、産業開発、資源開発、学生ローンなど、種々多様である。また、G O B と R B を併せて発行している例もある。

¹ 利用料金が無料の高速道路整備など運営収入の見込めない事業の場合、ガソリン税などの税金がレベニューとして特定されている事例もある。

² さらに、R B は、性質的に次の 4 分類がされることがある。法人発行 R B (Enterprise Revenue Bond)、リース・レンタル債券 (Lease-Rental Bond)、経路特定 R B (Conduit Revenue Bond)、特定税財源債券 (Special Tax Bond) である。

(2) 地方債の発行に関する規制

地方債の発行に関する規制については、原則として連邦政府による規制は行われていないが、州政府による規制は州法等により行われている。GOBとRBに関する発行規制の概要は、以下の通りである。

1) GOB の発行に関する規制

GOB については、地方議会の承認、住民投票などの手続きや、発行限度額、発行利率の上限、用途などを法定している州が多い。また管下の地方政府に対しても同様の規制を州法で規定し、また許可制度を採用している州もある。なお、発行限度額は、多くの州及び地方政府において、固定資産税収入の元となる課税対象の固定資産の評価額に対する比率として定められていることが多い³。

例えば、カリフォルニア州における GOB の発行については、議会承認及び住民投票による 2/3 以上の賛成の手続きが求められ、発行限度額についても、固定資産税収入の元となる課税対象の固定資産の評価額の 3%以内との規制が課されている。ニューヨーク州においても、議会承認及び住民投票による 2/3 以上の賛成の手続きが求められ、発行限度額についても、固定資産税収入の元となる課税対象の固定資産の評価額の 3%以内との規制が課されている。

2) RB の発行に関する規制

RBの発行に関する規制は、GOBに比べると少ない。無制限である州も多いが、議会承認、住民投票などの手続きや、発行限度額などを法定している州もある。例えば、カリフォルニア州におけるRBの発行については、議会承認及び住民投票による1/2以上の賛成の手続きが求められている。ニューヨーク州においても、議会承認及び住民投票による1/2以上の賛成の手続きが求められているが、一部の発行体については、当該年度の複数発行について、包括的に承認する手続きが定められているケースが存在する⁴。

以上のように、GOBと比較してRBについては、限度額や議会承認手続きなど各種の発行規制が幾分緩やかなものとなっている⁵。その理由としては、RBが一定の償還財源 (revenue stream) に基づいて発行されており、償還財源と償還スケジュールに対する確

³ 米国では、州政府の財源が売上税や所得税に比重をシフトさせてきた影響で、固定資産税は、市町村やカウンティなどの地方政府の主たる財源となっており、地方政府の予算に占める固定資産税の比率は、約30%となっている。一定の地方に存する固定資産は、地方政府の行政サービスによってその価値が増進されるため、多くの資産価値を保有するものが多くの税を支払うという考え方に基づくものである。こうしたことから、GOBの発行にあたっては、発行する地方政府の課税ベース(質、伸び率等)の評価が、信用リスク算定に大きな影響を与える。

⁴ 州憲法や市町村憲章の規定によっては、裁判所の認可のみで住民投票にかけなくてもよい参加権証書 (Certificates of Participation) というややテクニカルな債券による資金調達手段もある (サンフランシスコ市ヒアリングによる)。

⁵ 1970年の連邦補助金の削減や、地方における納税者運動の高まりに伴い、発行額規制の枠外扱いとされるRBの比重が多くなってきている。

実性が各種主体の関与（発行体、金融保証、格付機関など）による綿密な調査分析を通じて、一定程度認められているためと考えられる。

逆にみれば、RBの発行に際しては、強力な規制がなくとも計画の妥当性や償還の確実性に関する規律付けが働くメカニズムが内包されており、法制度による数値・手続き上の制限が緩和されているといえる。

（３） 免税制度の概要

前述したとおり、米国の地方債のほとんどは、受け取る利子所得が連邦所得税法上非課税所得となり課税対象とならない上に、さらに州や地方政府などの地方政府の所得税法上も同様の措置で所得税が免税されている場合も多いため、前述したように「免税債券（= Tax Exempt Bond）」とも呼ばれている⁶。米国地方債の大きな特徴は、この免税という点にあり、免税制度の存在が、投資家および発行体の行動に大きな影響を及ぼしているのである。

連邦所得税の免税対象の事業は、米国の内国歳入法（IRC = Internal Revenue Code）501-Cにおいて、「大学などの教育機関、図書館などの文化施設、スポーツ施設などのレクリエーション施設、慈善事業施設、病院などの医療機関、低所得者層向け集合住宅、その他」と規定されている。

このような免税措置による、投資家及び発行体のメリットは以下のとおりである。

１） 投資家のメリット

免税債の場合、他の金融商品より低利発行されたとしても、

$$(\text{課税前の一般の債券利回り}) \times (1 - \text{限界税率}) < (\text{免税債利回り})$$

であれば、投資家にとって魅力的な投資商品となる。

米国の連邦所得税は15%、28%、31%、36%、39.6%の5段階の累進税率になっているが、債券の利子所得は他の所得と合算して総合課税されている⁷。したがって、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される。

この免税措置のために、地方債は個人投資家を中心として、損害保険会社や商業銀行にとって重要な投資対象となっている。

２） 発行体のメリット

免税措置の存在によって、債券の直接利回りが税引き後利回りとなることや各種の納税手続きが省略できることなどのため個人投資家にとって分かりやすく、また、前述のよう

⁶ 但し、公共の利益を提供しないと連邦政府が判断した地方政府の活動に要する資金調達のために発行された地方債（Private-purpose and non-governmental bonds）の受取利息は所得税の課税対象となる。こうした具体例としては、投資対象の住宅やスポーツ施設の建設のために発行された地方債、地方政府が年金制度の受託者である場合でその資金補填のために発行された地方債などがある。

⁷ 日本の所得税制では、債券の利子所得は20%（国税15%、地方税5%）の分離課税となっている。

に各種の投資家にとっての魅力付けの増大によって、発行体にとり低利かつ安定的な発行が可能であるというメリットがある⁸。このほかにも、免税措置は、連邦が利子所得税を課税できなくなるという点で補助金を出したのと同じ効果になるが、市町村などの地方政府が発行した場合、補助金と比較して連邦政府等の関与が小さいというメリットも指摘されている⁹。

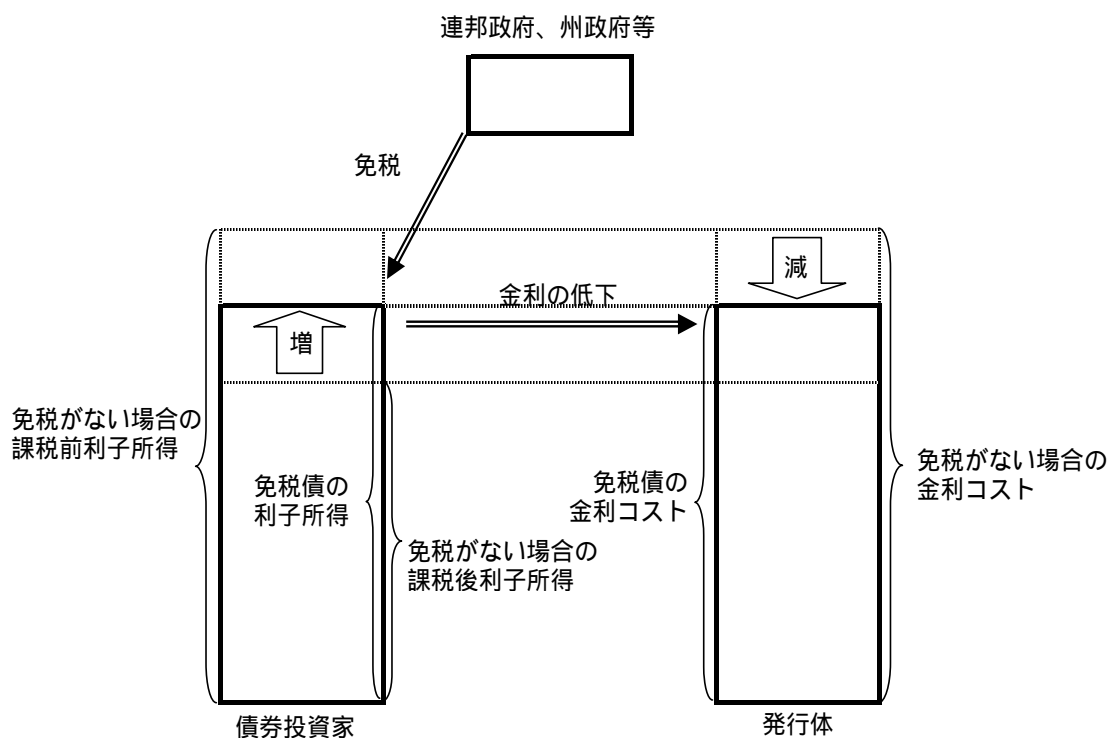


図 3.1 免税債のメリット

⁸ 一般的に、免税地方債の利率は、同等の格付けの事業債に比べて 20～30%程度低くなると言われている（米国 S&P ヒアリング調査におけるインタビュー）。

⁹ 稲生信男『自治体改革と地方債制度 - マーケットとの協働』第 5 章。

(4) レベニューボンドの活用スキーム

米国におけるレベニューボンド(RB)の発行には、発行体(事業主体)、引受業者、債券投資家の他に、金融保証(モノライン)保証会社、格付会社等が関与しており、彼らの間の適切な役割分担と相互作用により、資本市場へ事業リスクが移転される仕組みとなっている。このRBの活用スキームで重要なことは、資金フローのほか、適切な情報流通とモニタリングの仕組みが構築されていることである。

まず、一般的なRBの活用スキームを資金フローの側面から図示すると、以下のとおりである。

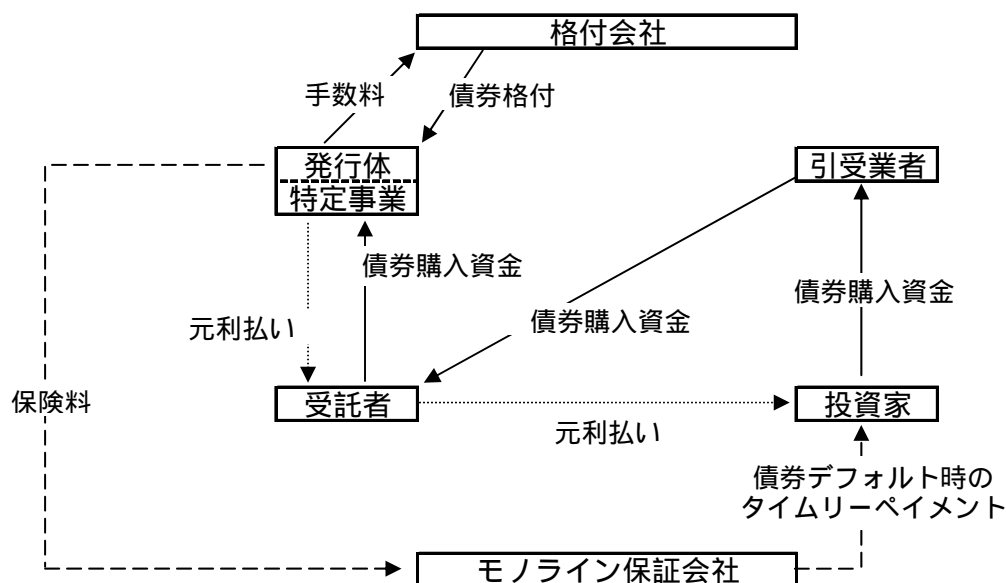


図 3.2 レベニューボンド(RB)の資金フロー

以下では、上図の資金フローにおいて登場する主体(プレイヤーと言われることが多い)ごとに、事業リスク移転・情報流通・モニタリング等の観点から、その役割を記述していくこととする。

1) 発行体(事業主体)

発行体は、資金を必要としている事業の主体であることがほとんどであり、免税制度を活用したRBを発行する。その際、すべての資金調達をRBによって行う必要はなく、必要に応じて、連邦政府の各種補助金を活用することもできる。政府補助金のほか、住民投票などGOB発行の制約も大きいことから、発行体はRBを選択することが多いが、その本質は、事業リスクを投資家に移転できることが大きい。もちろん、事業主体として、適切な事業運営を図ることは当然であり、事業運営にかかる費用のうち、どの程度をRBやその他の調達手段により調達するか、どのタイミングで発行するか、などについて気を配り、常に有利な調達を目指している。

米国における R B は、州政府等の公的主体の他に、非営利組織が活用することができる¹⁰。州政府や市町村等の地方自治体、特定の事業を行う公社公団等が活用する場合は、自らが R B を発行し、特定事業の運営収入等により、元利返済が行われる。一方、非営利組織が活用する場合は、州政府等が R B を発行し、発行諸費用を差し引いた残りを、当該非営利組織に低金利で長期貸付（償還期間は 20～30 年）する¹¹。R B の利回り等の発行条件は、実質的な発行主体である非営利組織の信用力と市場環境に応じて決まり、特定事業のキャッシュフローにより、元利返済が行われる。

また、RB の発行体は、通常格付を取るために、かなりの程度アカウンタビリティと情報公開を求められることとなる。許認可のスケジュールや、各種契約の内容なども債券発行時の目論見書に掲載され、住民とのコンセンサスを得るために、各種の説明会が頻繁に行われる場合もある。

2) 投資家

R B のようなスキームの債券では、投資家は事業が失敗したり、事業から得られる歳入が当初計画を下回ったりした場合、債務不履行となるリスクを負って債券投資を行っている。逆から見ると、債務不履行となるような信用リスクの比較的高そうなプロジェクトの R B には、投資家が投資しないということである。一般に、RB の投資家は、建設完工リスク、プロジェクトに対する発行体のコミットメント、耐用年数、事業主体の経営能力、保証の種類・程度、地方自治体から入る収入などをモニターして、投資を決定する。投資家は、発行時と事業運営途中であることを問わず、財務リスクの保全に対して、一定のモニタリングを行っており、RB がその期待を満足させない場合、中途売却・中途換金するということになる。

もちろん、RB のプロジェクトには、D S C R (Debt Service Coverage Ratio)¹²比率維持条項などのように、一定の財務比率を維持することを債券発行上誓約させる条項や、事業経営への介入権（ステップインライト＝Step-in Right）について取り決めた条項などがあり、事業の継続性が担保されるような仕組みになっているため、信用リスクは限定的であるともいえる。しかし、RB においては、後述の格付に際して詳述するが、事業の不可欠性（エッセンシャルティ＝essentiality）¹³が重要な要素として捉えられており、どの程度地

¹⁰ 非営利組織による RB の活用については、財団法人自治体国際化協会 CLAIR REPORT No.259「米国の街づくりにおける非営利団体の役割」（2005 年 4 月）が詳しい。

¹¹ このスキームを利用できる対象は、免税メリット享受可能主体について規定した米国の内国歳入法 501-C において、「大学などの教育機関、図書館などの文化施設、スポーツ施設などのレクリエーション施設、慈善事業施設、病院などの医療機関、低所得者層向け集合住宅、その他」とされている。

¹² 各年度の元利金返済前キャッシュフローが、当該年度の元利金支払所要額の何倍かを示す比率。元利金支払の余裕度を見る指標で、財務制限条項として債券発行や融資契約において、DSCR を一定比率以上維持する旨の記述があるケースが多い。

¹³ 事業の不可欠性（エッセンシャルティ＝essentiality）は、本研究の米国における、発行体、格付会社、金融保証会社、投資家など各者ヒアリングで何度も強調された用語（概念）であり、RB の信用リスクを評価する上でも、事業の不可欠性（エッセンシャルティ）が高いことが重要な要素となっている。

域住民にとって不可欠な社会資本であるかということが、その社会資本に対する需要の見込みや投資家の反応・評判などを踏まえて評価されている。発行に際しても、一定地域の住民に対して住民投票（レファレンダム）が必要な場合もあり、地域住民とRBの個人投資家は重複する場合が多いことから考えても、投資家は、債券購入時とその後の売買を通じて、RBスキームにおけるガバナンスに一定の役割を果たすことが予定されているといえる。

3) 引受業者（投資銀行・証券会社等）

RB発行に際して、債券を引き受け投資家に対して売り出す業者が必要であるが、他の多くの金融商品と同様、証券会社ないし投資銀行がその役割を担っている。この点は、日本の地方債と同様であるが、組織的なシンジケート団が組成されるのはよほど発行額の大きな債券に限られる。引受業者は、販売手数料や引受手数料など各種の手数料収入が目的であるが、収入増を図るために、様々な金融手法を用いた債券発行提案や、金融工学を用いたリスク軽減策の提案を行うインセンティブがある。RBにおいては、歳入（Revenue stream）から安定したキャッシュフローを作り出し、投資家に安定的な利息を払うために、しばしば優先・劣後構造などの信用補完策がとられるが、それもこうした引受業者からの提案のひとつであり、引受業者は、円滑なRB発行を債券の組成面・販売面から促進する役割を担っている。

地方債の発行は、競争入札によるものと協議引受によるものがあり、どちらを利用するかは州法などの規定によるところが大きい。

競争入札とは、各証券会社が当該債券の引受をめぐって競争するが、地方債の場合、発行体は一般に「ブルーリスト（Blue List）」のような地方債関係の出版物に入札勧誘の広告を出すことによって、あるいは過去に当該発行体に関心を持っていた引受業者に直接話を持ちかけることによって、引受業者の入札を勧誘する。そして、発行体はこれらの引受業者に対して、資金使途や希望する資金総額、償還期間及び金利などといった追加的な情報を提供する。これらの情報を得て、引受業者は入札を準備し、発行体にそれを提供する。落札は、発行体にとって最も資金調達コストが低くなる入札に落札される。落札した引受業者は、当該債券を購入し、採算を考慮して投資家に売りさばく。

他方、協議引受は、発行体の選任した業者と発行体との間の協議で発行条件が決定される。したがって、発行体にとっては発行計画を立てやすい方法であるが、競争入札と異なり、常に発行体の資金調達コストを最小にするとは限らない。

一般的にレベニューボンドは、そのプロジェクトないし事業の収益の確定が困難なため協議引受が適していると言われ、現在、ほとんどのレベニューボンドは協議引受によって発行されているようである。

また、地方債の最低券面額は5,000ドル（\$）から500万ドル（\$）と幅広く、満期も1ヶ月から40年までと多岐に分かれている。この免税措置のために最大の投資家は個人であり、満期まで保有される場合が多く、国債市場に比べて当初流通市場は小さかった。現

在では、投資信託の発展等による取引主体の多様化もあって、流通市場の規模は拡大している。

4) 格付会社

RBのようなスキームの債券では、投資家は信用リスクとして債務不履行リスクを取らざるを得ない。そのリスク評価に際して、参考基準となるのが格付であり、民間の格付会社が独自調査に基づいて投資家宛に提供している。RBでも、ほとんど例外なく長期信用格付が付与されている。

RB発行の対象となる各種の社会資本整備プロジェクトでは、格付会社は、プロジェクトの経済的側面、所在国の各種法制・規制、案件関係者の経験と役割、歳入計画の的確性、プロジェクトの負債依存度や調達の仕組みなど幅広い要因を考慮している。

また、RBの販売時には、目論見書の他に、「リーガルオピニオン」と呼ばれる、債権債務の安全性についての法律コメントが添付される（監督官庁はSEC¹⁴）。さらに、RBに対して、保証専門保険会社（モノライン金融保証会社がほとんど）などが信用補完を行う場合もあり、この場合、保証された債券の格付は数段引き上げられる（通常、大手モノライン金融保証会社の格付を反映して、最上級のAAA格が多い）。なお、保証専門保険会社は、自社の格付が常にAAA格とみなされるように、全取引に対して信用格付を取得し自社資本を調整する管理運営を行っている。

このような制度の整備と格付会社を通じた信用リスクのモニタリングがあるため、損害保険会社、商業銀行に加え、個人投資家も安心してレベニューボンドの保有者となることが出来、リスクの相対的評価が可能となっているといえる。

RBは格付を取得することによって、信用リスクに関する一定のものさしや基準を投資家に提供することで、発行体にとってはときに調達コストの引き下げにつながり、投資家にとっては安心感を得ることにつながるのである。

表 3.1 Standard & Poor's 社の有料道路および橋梁に係るRBの格付基準

<ul style="list-style-type: none">・ 交通需要 (Traffic Demand)・ 競争状況の存否 (Competition)・ 経営状況 (Management)・ 法規制・各種契約条項 (Legal Provisions)・ 財務予測 (Financial Projections)・ 負債構造 (Debt Structure)・ 感度分析 (Sensitivity Analyses)
--

出典：Standard & Poor's Public Finance Criteria Toll Road and Bridge Revenue Bonds 2005

¹⁴ U.S. Securities and Exchange Commission(米国証券監視委員会)。日本における証券等取引監視委員会に相当。

例えば、道路や橋の建設工事と維持管理においては莫大なコストがかかるため、米国では、通常証券発行など多額の負債が必要となる。こうした多額の資金調達負担には、競争の存在やエネルギー価格上昇の可能性とその影響評価、料金変化への感応度、人口要素や経済状況の変化など多くの要因が影響するため、通行料金収入のみを主たる償還財源とするRBの信用格付は、多面的な分析を行ったうえで判定されなければならない。

S & P (スタンダード・アンド・プアーズ) 社では、上述したような項目について慎重な分析を行い、格付を行っている。たとえば、一定程度確立した料金収入のある各種施設、とくに安定した需要があり競争の少ない有料道路と橋梁施設を保有する各種の有料道路公社ないし道路局 (The Authority) は、通常A格とされており、特に安定していると評価されたRBは、AA格を得ている。こうした条件を満たす事業は、通常、事業の不可欠性 (essentiality) の高い事業であると言われる。

また、具体的な定量的指標としては、RBのDSCR (デット・サービス・カバレッジ・比率) が高く、償還年限が短い (通常では12年以下というケースが多い) ことが、高い格付を取得する上できわめて重要になっている。とくに、高速道路整備のためのRBでは、連邦および州で課税される燃料税が最大の財源でプロジェクトが長年に亘っていることや全体の運営保全費用を調達する必要があることなどから、RB発行による資金調達でも、負債比率を低く抑えることが重視されている。

5) 金融保証会社の役割

前述したように、RBを含む米国の地方債には、期日どおりの元利金支払い (タイムリーペイメント) を保証するため、民間の金融会社による保証がつけられている場合が多い。地方債発行額に占めるモノライン保証付き債券の比率は、2003年では50%超を占め、保証残高は1兆7000億ドルに上っている。

保証会社には、金融・保険のノウハウが活用できることから、モノライン保証会社になることがほとんどであり、多くの場合高い格付をもって信用を補完している。米国のモノライン保険業界は、Ambac社、MBIA社、FGIC社、FSA社の大手4社が9割弱のシェアを占めており、中心的な役割を果たしている。

モノライン保険契約の内容

通常、モノライン保険の契約内容は、保証債券のタイムリーペイメントを「無条件かつ取消不能」な条件で債券所有者に対して保証するものである。つまり、モノライン保証会社は、保証債券がデフォルトした場合、そのデフォルトの事由を問わず、元利金を約定スケジュール通りに全額支払うことを保証するという保険契約であり、銀行による信用状などと同様の効果をもつ。この契約は、モノライン保証会社自らが保険契約を取り消すことができず、保証債券の償還完了まで有効となる。

保証料は、通常、当該プロジェクトのキャッシュフロー分析を基本として、類似プロジ

エクトの格付やモノライン保証をつけた場合の想定格付による調達コストの低減額などを勘案した上で、発行体と保証会社との相対交渉で決められている。

発行体のメリット

ある債券に対して、モノライン保証会社による金融保証という信用補完措置が取られることによって、その発行体は、その債券の格付が自らの格付よりも高いモノライン保証会社の格付を受けることになる。したがって、債券の調達コスト（表面金利）を低くすることができることに加えて、債券の市場性を高めることができる。

投資家のメリット

投資家は、AAA 格付のモノライン保証会社による金融保証¹⁵により、発行体のクレジットにかかるリスクが小さくなり投資の安全性が高まることに加えて、債券の流動性・債券価格の安定性が向上するといったメリットを享受できる。

投資の安全性については、金融保証付き債券の投資家は、債券の発行体がデフォルトし、さらにその上でモノライン保証会社も支払ができないといった状況下で初めて、損失が発生することになり、2段階のクレジットプロテクションを受ける。

また、投資家はモノライン保証会社の保証付き債券に投資することで、債券発行体のクレジットやプロジェクトのキャッシュフロー等についての審査、保証期間中のモニタリング、必要に応じたクレジット改善のためのアクションといったプロセスを、実質的にアウトソースできる。つまり、モノライン保証会社の専門性を活用することで、投資家自らが審査・モニタリング等に充てるコストを削減することができる。

さらに、投資の安全性と価格の安定性により、保証付き債券の投資家層は広がることから、投資債券の流動性も向上する。

¹⁵ 大手モノライン保証会社の場合、AAA 格付であるが、最近では、業種や地域など特化した中小の保証会社も出てきており、これらはA格からBBB格の場合がある。モノライン保険業界は、寡占に近いが、常に新規参入者がいることによって、競争による一定の規律付けが働いているといえよう。

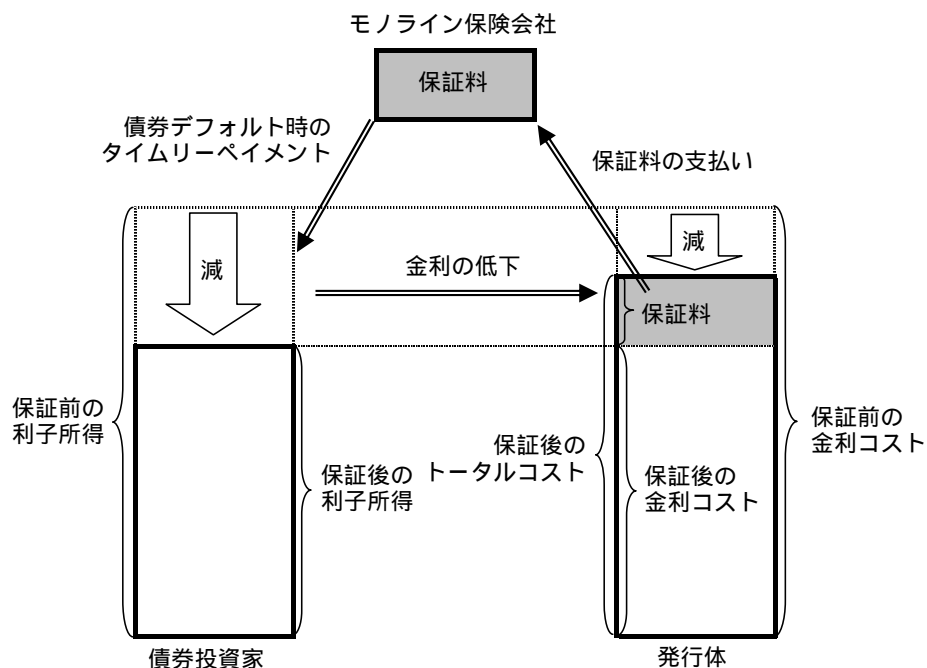


図 3.3 金融保証を活用した場合の発行体、債券投資家、モノライン保証会社の関係

債券投資家は、購入債券に格付の高いモノライン保証が付されることにより債券の表面金利が低下するために、利子所得の減少という信用補完のためのコストを払うが、債券がデフォルトしてしまった時にモノライン保証会社から当初予定した時期と金額の利払い（タイムリーペイメント）を受けられるというメリットが得られる。

発行体は、図のように、発行債券にモノライン保証が付されることにより、通常、発行する債券の金利が低下し、直接的な表面金利コストが減少するというメリットを受けるが、モノライン保証会社に保険料を支払うというコストを負担する。

モノライン保証会社は、債券デフォルト時には債券投資家に対しタイムリーペイメントを行うリスクを負う代償として、発行体から保証料という形式で継続的な収入を得るメリットをとる。

このように、各主体にリスク・リターンが適切な形で配分され、各主体の目的に応じて、引き受けたリスクの管理を行うインセンティブが生じる仕組みとなっていることが重要である。米国では、モノライン保証会社は、保証引受時の厳格なクレジット審査、数多くの分野や地域で保証を行うことを通じて得られる分散した良質な保証資産ポートフォリオ、保証事業のリスク管理能力、十分な保険金支払能力などで専門ノウハウとモニタリングを發揮してきたといえる¹⁶。

¹⁶ ニューヨーク市（1975年）、ワシントン州地域電力供給システム（1983年）、カリフォルニア州オレンジ郡（1994年）などのデフォルト時には、実際に保証が履行され、モノライン保険の存在によって実際に投資家が恩恵を受けた。

債券引受金融機関にとってのメリット

債券引受金融機関にとってのモノライン保険活用の主なメリットは、大型案件や複雑な案件のリスクを単純なモノライン保証会社のリスクに転換できるとともに、発行時の売れ残りリスクを削減できることである。つまり、投資家の投資選好とリスク許容度を適切に満たすために、モノライン保証会社と引受会社の連携が進んできたということである。

3.2 アメリカ地方債の市場動向

(1) アメリカの地方債市場の概要

これまで、日本の地方債とはかなり異なる特徴をもつレベニューボンド（RB）を中心にみてきたが、ここで、アメリカの地方債市場全般の現状について概観しておきたい。

地方債を起債可能な地方政府の数は約8万7000に上るが、地方債を実際に発行している地方公共団体の数は約37,000 と言われ、2002年末現在における起債額は、長期債が3,584億ドル、短期債が723億ドルの合計4,307億ドルにも達しており、米国債券市場約20兆6,000億ドルの約9%を占める一大市場となっている¹⁷。1980年以降、1985年、1993年、1998年にそれぞれピークをつけてその後減少するというパターンを繰り返しており、現在は再び過去最高水準の起債額となっている。これらのピークは、各種の制度改革やマクロ経済情勢を受けたもので、たとえば、1985年と1993年には金融機関の地方債利子所得にかかる課税強化の動きがあり、市場環境の悪化が懸念されたために、駆け込みがみられたためといわれている¹⁸。2001年以降の増加は、好景気が踊り場にきたことから、急速に地方政府の財政が悪化したため、起債額が急増したためである。このように、米国地方債は、免税という特徴が強いために、各種の制度改革の影響を大きく受ける存在であるといえる。

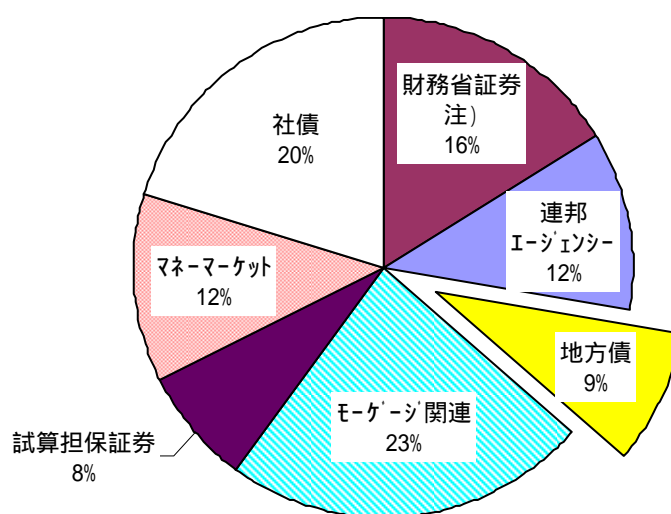


図 3.4 米国における債券発行残高構成比 (2003年3月末現在)

注) 連邦債務のうち市場性のあるもののみ

資料) The Bond Market Association の推計データに基づき作成(但し、原典は、Federal Reserve System、連邦財務省、GNMA、FNMA、FHLM など)、稲生信男「米国地方債における情報開示(ディスクロージャー)制度」より。

¹⁷ 発行年限によって、長期債・短期債(これらに付け加えて中期債)という分類があり、州・地方政府の債務の中で、大きな割合を占めるのは長期債である。

¹⁸ 稲生信男「米国地方債における情報開示(ディスクロージャー)制度」、『都市問題』2003年12月(東京市政調査会) pp.67-87

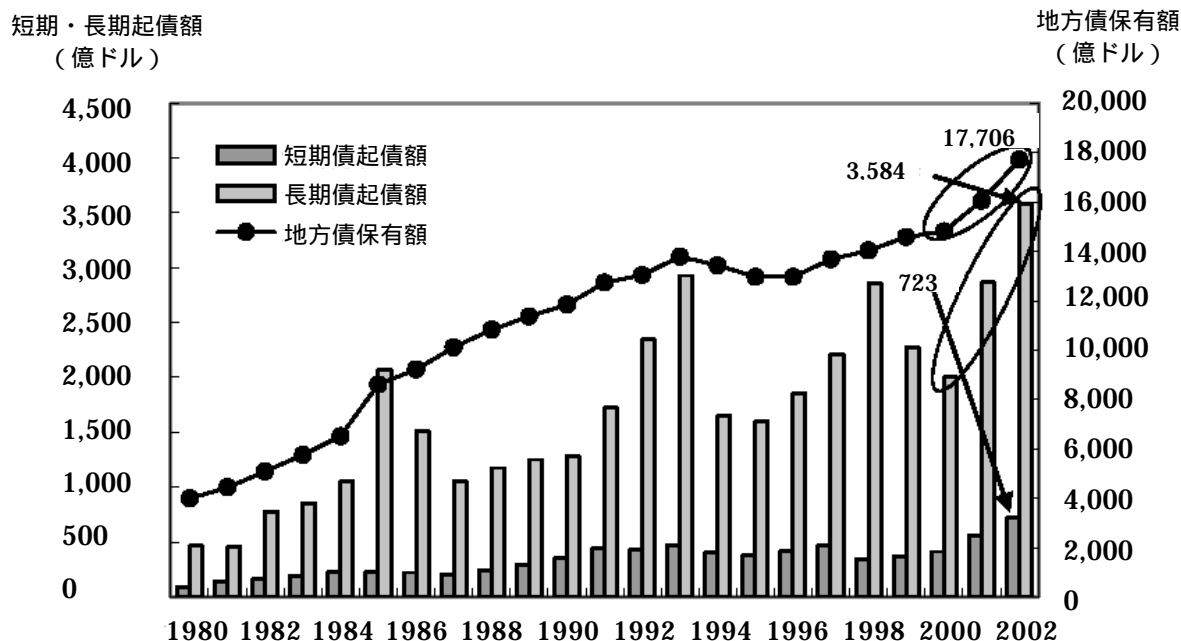


図 3.5 米国地方債の長短別起債額内訳および保有額推移

注) 短期債とは13ヶ月未満の年限の地方債をいう。

資料) Federal Reserve System および Thomson Financial Securities Data のデータをもとに作成。
 稲生信男「米国地方債における情報開示(ディスクロージャー)制度」より。

地方債の発行は競争入札によるものと協議引受によるものがあるが、発行実績に関してみると、競争入札方式が528億ドルであるのに対し、協議引受方式では1,664億ドルと協議引受方式が75.9%を占める。発行者別の割合では、州や地方政府の事業機関(Authority)が上位を占め、続いて特別区(District)15.6%、ムニシパリティが15.1%となっており、州政府の割合は8%と少なくなっている。用途別に見ると、その他(個別明記なし)を除くと、教育が21.7%を占め、その後ヘルスケア関連、輸送関連、上下水道・ガスなどが続いている。

また、州・地方政府別の発行残高をみると、州・地方政府合計の発行残高は1兆1,697億ドルであり、内訳では、州政府4,524億ドル、地方政府7,173億ドルと地方政府が61.2%を占める。経年で見ると着実に残高を増やしてきており、1980年対比で3.48倍、1990年対比1.35倍となっている。

用途別の長期負債残高を見ると、学校関連(1,307億ドル)、公益事業(1,703億ドル)、その他(8,688億ドル)であり、全残高合計に占める割合はそれぞれ11.2%、14.6%、74.3%となっている。ただし、「その他」の負債残高を州・地方政府別に見ると州と地方政府がほぼ1:1であるのに対し、教育関連・公益事業に関する州・地方政府別の負債残高は圧倒的に地方政府の方が多いたことが分かる。

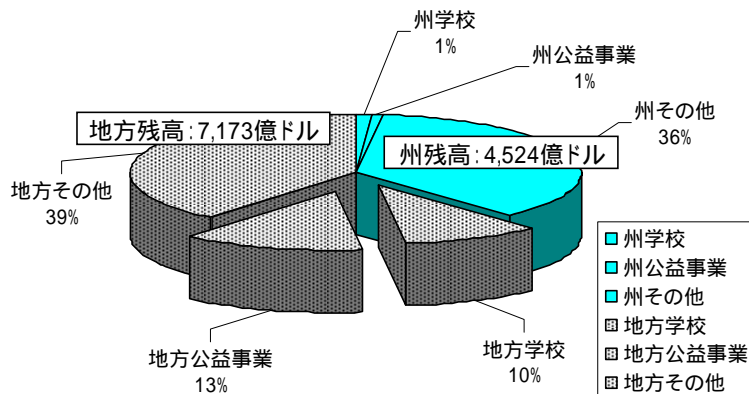


図 3.6 米国における州・地方政府の地方債の資金使途

表 3.2 米国における州・地方政府の新規発行長期債券

項目	単位: 10億ドル												
	1980	1985	1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
新規発行長期債券総額	45.6	202.4	125.9	289.9	162.2	156.2	181.4	214.3	279.7	219.2	194.3	283.5	355.8
種類別													
一般財源債 (GO Bond)	13.7	39.6	40.2	91.4	55.6	60.2	64.2	72.2	92.6	69.8	65.2	101.3	125.6
収入引当債 (Revenue Bond)	31.9	162.8	85.7	198.5	106.7	96.0	117.3	142.1	187.1	149.4	129.1	182.2	230.2
入札方式													
競争入札	19.3	27.8	30.2	55.6	49.5	41.0	47.0	47.8	65.2	52.8	48.7	63.1	71.9
協議入札	26.4	174.6	95.9	234.3	112.8	115.4	134.4	166.5	214.5	166.4	145.6	220.4	283.9
発行者													
市町村(コミュニティ)	8.5	36.5	22.7	51.3	26.6	27.9	30.3	34.8	44.3	33.0	29.3	45.6	46.9
大学	0.2	2.9	1.5	4.7	2.4	2.5	4.5	3.3	4.6	4.1	3.8	5.6	7.1
カウンティ	4.6	15.8	10.0	24.4	17.2	13.3	16.8	15.5	21.2	17.1	12.7	19.0	23.5
直接発行者 (Direct Issuer)	-	0.4	0.2	0.8	0.6	0.4	1.0	0.8	2.1	2.0	2.6	3.1	4.9
特別区	3.9	15.6	15.2	38.2	21.7	22.4	27.5	33.7	43.6	34.1	27.8	47.9	54.4
地方政府の事業機関 (Authority)	9.2	51.1	20.7	56.5	26.3	27.9	33.7	41.5	53.9	43.2	33.1	53.1	59.8
州政府の事業機関 (Authority)	14.1	68.1	40.6	85.7	47.6	47.2	53.2	66.0	85.2	68.1	64.2	78.9	125.0
州	5.1	12.1	15.0	28.2	19.8	14.6	14.3	18.7	24.7	17.6	20.8	30.2	34.0
用途													
空港	0.4	3.0	5.2	5.7	4.3	4.7	5.2	6.4	10.2	5.5	7.4	12.3	10.0
多目的公共企業	0.3	2.4	1.0	1.9	1.2	0.7	1.2	1.5	1.8	1.0	0.3	1.3	2.2
経済開発	0.2	2.5	2.1	6.0	4.2	2.5	1.8	2.9	3.5	3.6	2.9	3.9	4.4
教育	4.0	20.4	20.5	43.4	26.9	28.5	35.0	42.7	56.5	47.6	39.9	64.5	76.4
保健(ヘルスケア)	3.1	30.0	12.6	29.2	13.8	11.5	16.6	22.1	33.4	22.0	14.4	20.1	22.4
工業開発	1.0	2.9	1.9	2.4	2.1	3.2	2.8	3.5	3.6	3.5	3.4	2.9	2.3
複数世帯住居	2.5	20.2	3.1	6.2	4.9	6.1	6.7	5.4	6.4	6.1	6.2	7.3	10.1
ナーシングホーム/老人ホーム	0.3	1.2	1.6	2.5	2.4	1.9	3.0	3.6	4.8	4.9	1.8	3.0	3.7
その他(個別明記なし)	11.1	37.3	36.2	82.7	48.8	44.2	55.2	57.0	71.5	58.4	52.8	81.2	102.4
公害対策	2.3	10.0	2.5	8.1	7.0	5.0	5.5	5.6	9.7	8.9	4.8	4.5	5.5
電気事業	4.4	23.2	5.2	27.8	6.3	4.8	5.7	6.5	15.6	4.9	5.7	11.5	23.1
単身者住居	10.6	16.4	12.5	8.2	10.5	10.0	10.4	13.6	12.9	12.6	12.0	14.0	12.4
固形廃棄物	0.4	3.8	3.0	5.1	3.8	3.3	2.2	3.6	2.4	1.2	0.5	2.1	1.9
学生ローン	0.2	4.0	0.4	4.8	3.3	4.4	4.2	3.9	4.9	5.3	7.6	8.2	11.7
輸送	1.3	11.0	7.6	21.0	9.4	11.3	10.3	16.6	20.5	16.0	15.9	18.6	33.8
上下水道、ガス	3.1	13.4	9.3	33.2	12.5	13.2	14.3	18.2	20.9	16.4	11.3	27.1	32.2
港湾施設	0.5	1.5	0.5	1.6	0.8	0.8	1.3	1.2	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0

出典: Statistical Abstract' 2000 および Statistical Abstract'2004-2005 No.436

(2) 引受発行と格付の状況

地方債の発行は競争入札によるものと協議引受によるものがあり、どちらを利用するかは州法などによるところが大きい。一般的に、R Bはそのプロジェクトの収益の確定が困難なため協議引受が適していると言われており、現在ほとんどのR Bは協議引受によって発行されている。

アメリカの公社債市場では、民間企業と同様、財務内容によって発行する地方債の格付がなされているのは前述の通りであるが、財務内容が悪ければ金利を高くすることが要求される。格付は地方債の信用力の判断方法であり、基本的に起債の際に必要なとされ信用力があれば高格付を得て、借入れ金利を低くすることができる。一般的には、無制限の徴税権を背景とする一般財源債の信用力が高いとされているが、S & P (Standard & Poor ' s) 社やFITCH社による主な地方政府のG O BおよびR Bの格付を見ると、その財務内容や信用状況に応じてバラツキが見られる。

表 3.3 Standard & Poor's 社による主な地方公共団体の一般財源債 (G O B) の格付

	地方公共団体名	格付	地方公共団体名	格付
州および特別区	ミネソタ州	AAA	フロリダ州	AA+
	ミシガン州	AA+	ニュージャージー州	AA+
	テキサス州	AA	カリフォルニア州	AA-
	ニューヨーク州	A+	コロンビア特別区	BBB
群	ワシントン州キング郡	AA+	フロリダ州マイアミ・デード郡	A+
	アリゾナ州マリコパ郡	A+	カリフォルニア州ロサンゼルス郡	A
市	コロラド州デンバー市	AA+	ジョージア州アトランタ市	AA
	テキサス州ヒューストン市	AA-	イリノイ州シカゴ市	A+
	マサチューセッツ州ボストン市	A+	ミシガン州デトロイト市	A-
	ニューヨーク州ニューヨーク市	A-	ペンシルバニア州フィラデルフィア市	BBB

(注) 2003 年 3 月現在

(出典) Standard & Poor's, "LOCAL & REGIONAL GOVERNMENT (March 2000)" 2000

表 3.4 FITCH 社による主なレベニューボンド (R B) の格付 (有料道路関連)

資産種類	プロジェクト名	格付	州名
橋梁 (Bridge)	Bay Area toll Authority	AA+	カリフォルニア州
	Triborough Bridge & tunnel Authority	AA	ニューヨーク州
	Chesapeake bay Bridge tunnel district	A/BBB	バージニア州
	Lake of the Ozarks Community Bridge Corp	BBB-	ミズーリ州
有料道路 (toll road) 都市高速 (Turnpike, Urban Expressway)	Florida Department of Transportation	A+	フロリダ州
	Ohio Turnpike Commission	AA	オハイオ州
	New Jersey Turnpike Authority	A	ニュージャージー州
	Illinois State Toll Highway Authority	AA-	イリノイ州
	State Road and Tollway Authority	AAA	ジョージア州
	Texas Turnpike Authority	AA/BBB+	テキサス州

(注) 2005 年 3 月現在

(出典) FITCH 社レポート " The Global Toll Road Credit Landscape " 2005

(3) 流通市場と投資家動向

地方債の取引は店頭取引であり、相場や出来高が個人投資家には入手しにくいことから、主に証券ブローカー、地方債ディーラーなどを介して取引が行われている。流通市場をみると、起債増加による影響もあるが、取引量は増加している。1999年第一四半期には一日あたり77億ドルであったが、2003年第一四半期には118億ドルに伸びている。

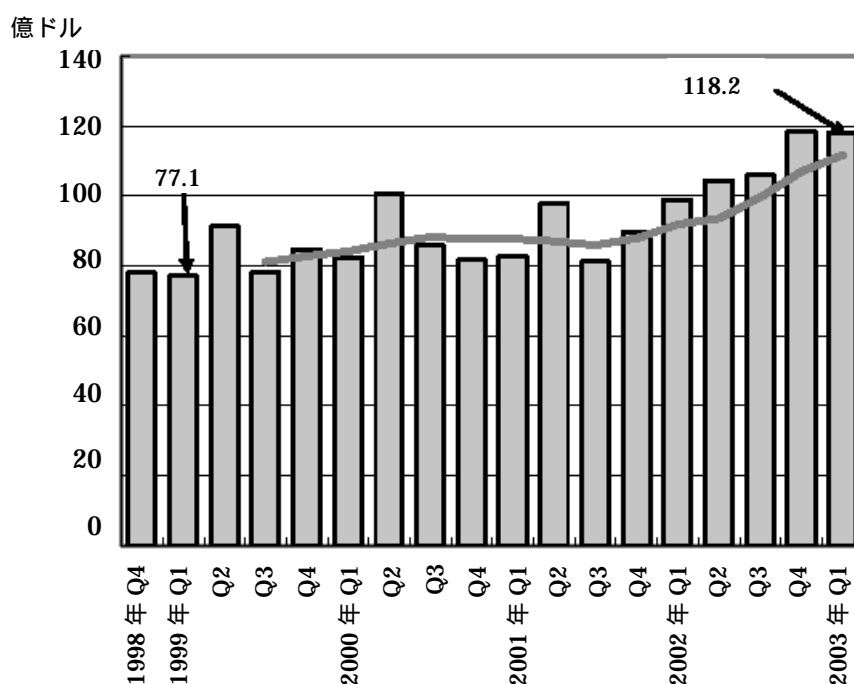


図 3.7 米国地方債の一日平均取引量 (四半期毎推移)

注) 太い線は移動平均線。業者間取引および顧客と業者間の取引の双方を含む。

資料) MSRB のデータをもとに作成。稲生信男「米国地方債における情報開示 (ディスクロージャー) 制度」より。

地方債の多くは受取利息が非課税所得となるため、そのメリットを享受しうる個人投資家、ミューチュアル・ファンドが主要な投資家であり、両者の合計保有比率は約70%となっている。また、これらの投資家は、地方債の受取利息が非課税所得となることから、購入後満期まで保有し続けることが多く、その結果、地方債の流動性は、財務省証券などに比べると全般的に低くなっている。なお、受取利息が非課税所得となることで、発行する政府にとってもその分、低利回りで発行が可能となることから、地方債の利回りは、同年限の財務省証券の利回りを下回っていることが多い。

表 3.5 地方債の投資家別保有状況 (2002 年末)

項目	割合 (%)
ミューチュアル・ファンド	36.1
個人投資家	34.6
保険会社	10.3
商業銀行	6.8
個人信託等	5.7
その他	6.6
合計	100

(出典) Federal Reserve board, “Flow of Funds Accounts of the United States (Flow and Outstandings Fourth Quarter 2003)”, 2004 および The Bond Market Association データ

地方債の投資家（保有者）の割合を1980年以降時系列にみてもと、保険会社（1980年20% 2002年10%）、商業銀行（37% 7%）と大きく比率を下げてきているのに対して、ミューチュアル・ファンドやMMFなどのファンド・投資信託部門（2% 36%）と急増しているのが分かる。また、個人投資家の比率は、26% 35%と80年代後半にみられた40%には及ばないものの高い水準となっている。ファンドの保有分がすべて個人投資家とは限らないが、個人が節税メリットを生かしつつ、ファンドの高度な運用手法ノウハウ¹⁹をも活用して地方債投資を増やしているものと考えられる。

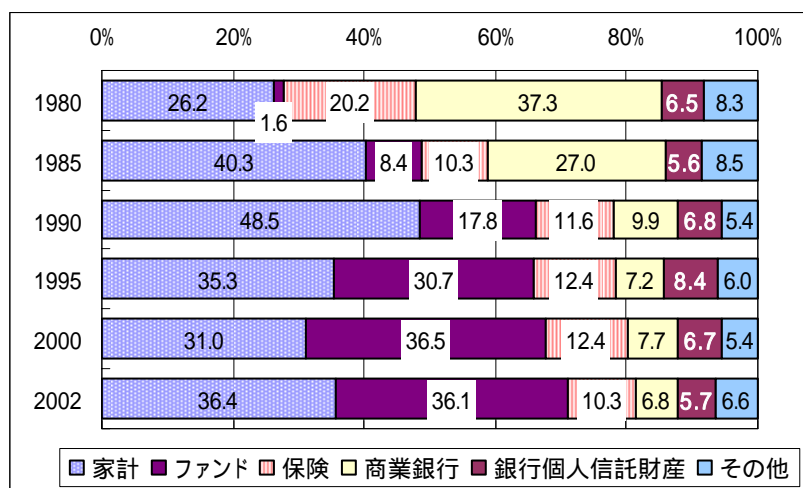


図 3.8 米国地方債の保有者割合の推移

注) ファンドはミューチュアル・ファンド、MMF、ケ-ズド・エンド・ファンドを含む

資料) The Bond Market Association のデータをもとに作成されたもの。稲生信男「米国地方債における情報開示（ディスクロージャー）制度」より。

¹⁹ こうした各種ファンドの運用手法については、本報告書の第4章 4.3 で詳しく取り上げている。

第 4 章

米国の地方政府におけるレベニューボンドを活用した 社会資本整備事例の実態把握

第4章 米国の地方政府におけるレベニューボンドを活用した社会資本整備事例の実態把握

本章では、特定の州におけるレベニューボンドを活用した社会資本整備の事例を対象に、文献調査ならびに米国現地ヒアリング調査を行い、具体のスキームや発行実績等の実態、関連する他制度等の社会システムの現状を把握し、「規律付け」および「魅力付け」の観点からレベニューボンドの特徴を明らかにする。

まず、米国における具体的なレベニューボンドの発行事例を2つ取り上げて、プロジェクトや証券の概要および各種論点について解説する。次に、米国の地方債制度を支えている社会システムとして、各種の規制ならびに破産法について解説する。

4.1 米国のレベニューボンド活用事例 その1 (BATA: San Francisco Bay Area Toll Authority の事例)

(1) BATAの発行するRB(レベニューボンド)の概要

1) 湾岸地域有料交通管理局(BATA=Bay Area Toll Authority)について¹

サンフランシスコベイエリアは、以下の地図を見てもわかるとおり、その特殊な地形から、

- ・ アンテオケ橋
(Antioch Bridge)
- ・ マルチネス橋
(Benicia-Martinez Bridge)
- ・ カーキネス橋
(Carquinez Bridge)
- ・ ダンバートン橋
(Dumbarton Bridge)
- ・ リッチモンド橋
(Richmond-San Rafael Bridge)
- ・ サンマテオ橋
(San Mateo-Hayward Bridge)
- ・ オークランド・ベイブリッジ
(San Francisco - Oakland Bay Bridges)

の州が所有する7橋梁が、地域の交通ネットワークに極めて重要なインフラとなっている。

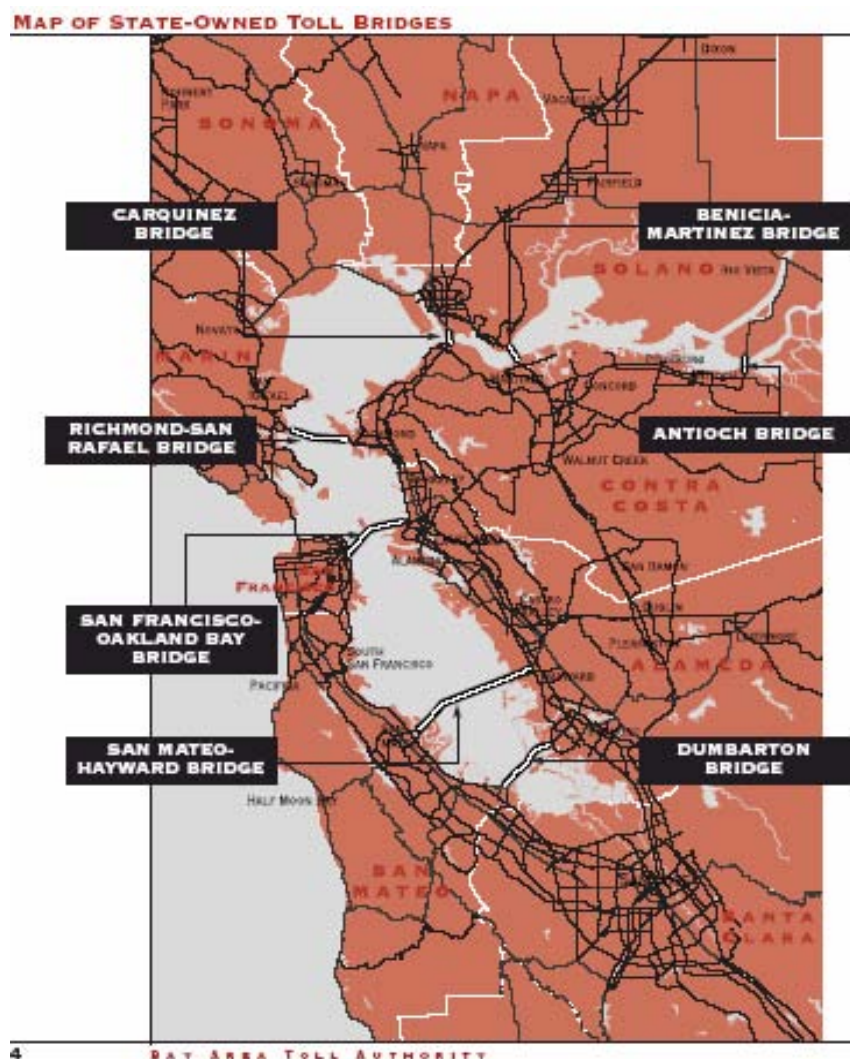


図 4.1 BATAによる事業概要

¹ 詳細については、Bay Area Toll Authority (<http://bata.mtc.ca.gov/>) のウェブサイト参照。有名なゴールデンゲートブリッジは、Golden Gate Bridge, Highway and Transportation district により管理されている。

BATA は、カリフォルニア州法に基づいて設立された組織で、上記 7 橋梁に関して、通行料金を徴収し、徴収した通行料金により橋梁の維持管理、改良・拡張等を行うとともに、有料橋事業全体の財務改善計画を立案・実行する権限を有する組織である。

2) BATA の経営管理組織

BATA の経営管理組織としては、都市交通委員会 (Metropolitan Transportation Commission = MTC) の 19 人のコミッショナーが、BATA の政策方針について指示を与えることとなっており、そのための会合が毎月行われる。19 人のうち 14 人のメンバーは、地元で選出された職員から直接任命され、2 人のメンバーは地方の政府機関を代表することとなっている (the Association of Bay Area Governments and the Bay Conservation と Development Commission の 2 機関)。さらに、3 人のメンバーが、連邦と州交通輸送局、連邦住宅局を代表して参加することとなっている。通常の管理スタッフは、MTC の橋梁・高速の運営管理部門から出されている。

3) 7 橋梁の通行料金

7 橋梁の通行料金は、2005 年 3 月時点において、一般車両で 3 ドル徴収されている。

通行料金の設定プロセスにおいて特徴的なことは、後の「7 橋梁の改良計画」においても再度詳述するが、個別の 7 橋梁改良計画とそれに対応した資金計画について、議会及び住民投票による承認が行われることにより、通行料金の徴収及び徴収金額にコンセンサスが得られている点にある。

通行料金 3 ドルの内訳を示すと、

地域計画 1 (RM1 : Regional Measure 1) 及び維持管理費の資金として 1 ドル

地域計画 2 (RM2 : Regional Measure 2) の資金として 1 ドル

耐震改修計画 (SRP : Seismic Retrofit Program) の資金として 1 ドル

が徴収されており、詳細は後述するが、それぞれの計画に対応して会計が分離されているような形式となっている。なお、個別橋梁ごとの独立採算性ではなく、7 橋梁全体でいわゆるプール制が取られている。

また、通行料金の徴収方法については、片側のみから徴収 (例えば、オークランド・ベイブリッジ = San Francisco - Oakland Bay Bridges の場合、オークランドからサンフランシスコ側に流入する車両のみから徴収) している点が特徴的である。

一見、片側有料・片側無料不公平であるように思われるが、BATA の担当者によれば、「7 橋梁を通行する車両のほとんどが往復利用するので片側から徴収すればよい」との説明を受けた。「片側だけ無料通行して、有料部分は利用せず迂回する利用者はいないのか」との質問に対しては、「時間がかかるのでそのような人はいないだろう」との回答であった。

この通行料金の徴収方法は、徴収コストが半分で済むというメリットがあるが、何より

も、格付会社が BATA の発行する債券を格付けする際に最も重視する公共施設としての「事業の不可欠性 (essentiality)」の存在を示していると考えられる。

4) 7 橋梁の改良計画

前述のとおり、現在、7 橋梁に関して、

- ・ 地域計画 1 (RM1 : Regional Measure 1)
- ・ 地域計画 2 (RM2 : Regional Measure 2)
- ・ 耐震改修計画 (SRP : Seismic Retrofit Program)

に基づいて、3 つの改良計画が実施されており、それに対応した資金計画が組まれている。RM1、RM2、SRP を概要は以下の ~ のとおりである。

RM1

RM1 は、1988 年 11 月にベイエリアの住民投票で承認された、総額約 21 億ドルの改良・拡張計画である。BATA は、RM1 に基づき、7 橋梁の通行車両から通行料金 (一般車両で 1 ドル) を徴収し、この通行料金収入を 7 橋梁の維持管理及び改良プロジェクトの資金に充てている。

RM2

RM2 は、2004 年 3 月にベイエリアの住民投票で承認された、総額 31 億ドルの改良・拡張計画である。BATA は、RM2 に基づき、同年 7 月より通行料金を 1 ドル値上げし、この通行料金収入を原資として、7 橋梁の維持管理及び改良プロジェクトを行っている。

SRP

SRP は、1989 年 10 月のカリフォルニア地震を契機に、米国の橋梁の耐震基準が改正されたため、この技術基準に 7 橋梁を適合させるための改良工事を行う総額 50 億 8,500 万ドルのプロジェクトである。このプロジェクトは、連邦法の要請によるものであり、28 億 300 万ドルの連邦補助金及び州補助金が投入されている。これらの補助金と 7 橋梁を通行する車両から徴収する特別料金 (一般車両で 1 ドル) とを組み合わせ、州予算法 (AB1171 : Assembly Bill 1171) に基づき特別会計が組まれている。

RM1、RM2 及び SRP に基づき、BATA は一般車両から合計 3 ドルの通行料金を徴収している。RM1、RM2 の事業実施主体は BATA、SRP の事業実施主体は州運輸局 (Caltrans) であり、RM1、RM2 と SRP の会計は分離されている。RM1、SRP において、RB の発行による資金調達が行われているが、本稿では、特に RM1 について記述する。

5) RM1の概要

RM1は、1988年11月にベイエリアの住民投票で承認された、総額約21億ドルの改良・拡張計画である。RM1の事業計画、資金計画等の概要は以下のとおりである。

事業計画

新マルチネス橋 = New Benicia-Martinez Bridge の建設 (10億5,780万ドル、2006年完工予定)

カーキネス橋 = Carquinez Bridge の取り替え (5億2,820万ドル、2004年完工)

リッチモンド橋 = Richmond-San Rafael Bridge の修繕 (1億1,920万ドル、2007年完工予定)

サンマテオ橋 = San Mateo-Hayward Bridge の拡張 (2億1,750万ドル、2003年完工)

その他 (1億6,960万ドル)

資金計画

RM1に基づく総額約21億ドルのプロジェクトは、当初、7橋梁を通行する車両から徴収する通行料金 (一般車両で1ドル) による収入の余剰資金により行われていた。

しかし、2001年に、通行料金を償還財源²としたRB (起債総額10億ドル) を発行し、料金収入の余剰資金と合わせて、その時点での16億ドルの残事業を実施することが、住民投票により承認された。

6) RM1におけるRBの活用

RBの発行

2001年に、通行料金を償還財源としたRB (起債総額10億ドル) を発行し、料金収入の余剰資金と合わせて、その時点での16億ドルの残事業を実施することが、事務局による検討、数度の説明会等を経て、最終的には住民投票により承認された。

RBの起債は、2001年から3度に分けて行われ、2001年5月に4億ドル、2003年2月に3億ドル、2004年10月に3億ドルを発行し、合計10億ドルの起債が終了している。

RBであるので当然であるが、連邦、カリフォルニア州、サンフランシスコ市などによる、元利保証は付されていない。

発行条件

10億ドルのRBは、9億ドルが変動金利 (主に、35年満期でLIBOR³+0.65%の変動金利)

² BATAのRBは7橋梁の通行料金収入を償還財源としたものであるが、後述するように、Port Authority of New York and New Jersey (PA of NYNJ: ニューヨーク州・ニュージャージー州の空港、港湾、鉄道等の交通インフラ整備を実施) は、PA of NYNJの全収入が償還財源となる結合型RB (Consolidated RB) を発行しているなど、RBの償還財源の設定にも様々な種類がある。

³ London Inter Bank Offered Rateの略。ロンドンのユーロ・マーケットにおける銀行間金利のことで、

1億ドルが固定金利（5～17年満期で3.38～5.12%の固定金利）で発行された。当初の発行利率の多くが変動金利となっているのは、償還期間が非常に長期であったため、金利を固定せず、後の金利コストの軽減・平準化のための取組みを行う余地を残したものと考えられる。2004年10月の起債では、シンジケート団は、シティコープ・JPモルガンなどから構成されている。

表 4.1 レベニューボンドの発行条件（10億ドル分）

発行年月日	発行額	満期	券面額	金利
2001年5月24日	\$150,000,000	2036年	\$100,000	変動 LIBOR+0.65%
	\$75,000,000	2029年	\$100,000	変動 LIBOR+0.65%
	\$75,000,000	2025年	\$100,000	変動 LIBOR+0.65%
	\$100,000,000	2006～2018年	\$5,000	固定 4.83%(3.38～5.12%)
2003年2月1日	\$200,000,000	2038年	\$100,000	変動 LIBOR+0.65%
	\$100,000,000	2038年	\$100,000	変動 LIBOR+0.65%
2004年10月1日	\$300,000,000	2042年	\$100,000	変動 LIBOR+0.65%

免税措置

連邦所得税及びカリフォルニア州所得税が免税となっている。カリフォルニア州の住民にとっては、とくにメリットが大きくなっている。

モノライン保証

Ambac社（AAA格）により、モノライン保証が付けられている。モノライン保証の付与によって、RBの信用格付は、モノライン保証付与前では、AA（S&P社）Aa3（Moody's社）AA-（Fitch社）とされていたものが、AAA（S&P社、Moody's社、Fitch社）となった。

債券保有者等のガバナンス

RBの約款（DSCR条項など）に基づき、BATAは、全収入が固定費に満たない場合及び全収入+剰余金が固定費の1.25倍に満たない場合は、通行料金の値上げを図らなければならないこととされている。こうした契約内容により、個人投資家とミューチュアル・ファンドなどの債券保有者は、債券の元利償還を確保されている。BATAに対し一定の権限が留保されているため、事業運営に対して一定のガバナンスが働いているといえる。

また、モノライン保証会社も、保証契約中において、情報提供・ステップインライトなどが取り決められており、この点からもガバナンスが働くスキームとなっている。

金利コストの軽減・平準化のための取組

当初、RBは、9億ドルが変動金利（主に、35年満期でLIBOR+0.65%の変動金利）、1億ドルが固定金利（5～17年満期で3.38～5.12%の固定金利）で発行された。発行後、主にAmbac

一般的には英国銀行協会(BBA: British Bankers Association)が公表する、特定された銀行(円の場合は計16行)のロンドン時間11:00AMにおけるレート of の平均値が使われる。金利スワップにおける変動金利の

社との金利スワップ取引⁴により、10億ドルの債務全体の平均で35年満期、3.97%固定金利とし、長期的な金利コストの軽減・平準化を行っている。

表 4.2 金利コストの低減・平準化のための取組（10億ドル分）

発行年月日	発行額	満期	金利	取組（金利スワップ）
2001年5月24日	\$150,000,000	2036年	変動 LIBOR+0.65%	4.09～4.125%の固定金利
	\$75,000,000	2029年	変動 LIBOR+0.65%	
	\$75,000,000	2025年	変動 LIBOR+0.65%	
	\$100,000,000	2006～2018年	固定 4.83%(3.38～5.12%)	-
2003年2月1日	\$200,000,000	2038年	変動 LIBOR+0.65%	4.139%の固定金利
	\$100,000,000	2038年	変動 LIBOR+0.65%	unhedged
2004年10月1日	\$300,000,000	2042年	変動 LIBOR+0.65%	3.42%の固定金利

RM1の収支状況

7橋梁の年間交通量及び料金収入は、過去10年間で0.7～0.8%/年の微増傾向にある。2003年の年間交通量は約1億2,500万台、料金収入は1億4,700万ドルとなっている。

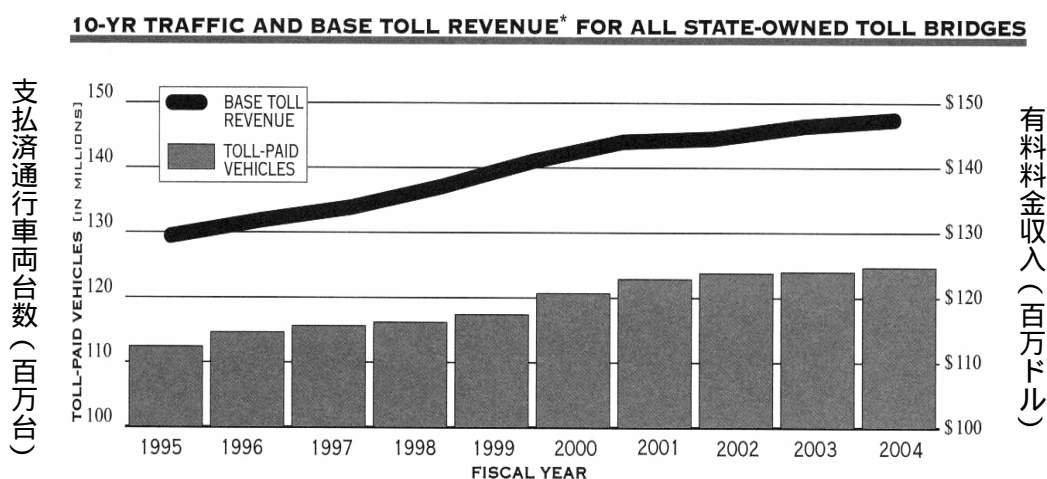


図 4.2 BATA管理橋梁の通行台数と料金収入の推移

2003年の収入は、約1億4,700万ドルの料金収入に加えて利子所得等が約1,200万ドルで、合計1億5,900万ドルとなっている。

なお、通行料金収入の内訳は、次表の通りである。

指標としては、LIBORが最も一般的である。

⁴ 金利スワップとは、固定金利と変動金利など、同一通貨で異なる金利の支払や受取を交換する取引。資金調達の中でも、長期資金の調達は、短期資金の調達に比べて信用力による調達コストの差が大きく開く。そこで資金調達を行おうとする2つの当事者がそれぞれ有利な調達を行い、メリットを分け合おうとする場合にも活用される。今回の事例の場合、信用力の高いAmbac社が調達した固定金利と、相対的に信用力の低いBATA社が調達した変動金利の金利スワップを行い、BATAは自前で調達するよりも低い長期固定金利で資金調達を行っている。

表 4.3 B A T A 管理橋梁の通行料金収入の内訳

橋 梁 名	内訳比率
アンテオケ橋 (Antioch Bridge)	2.5%
マルチネス橋 (Benicia-Martinez Bridge)	15.2%
カーキネス橋 (Carquinez Bridge)	19.0%
ダンバートン橋 (Dumbarton Bridge)	7.5%
リッチモンド橋 (Richmond-San Rafael Bridge)	10.2%
サンマテオ橋 (San Mateo-Hayward Bridge)	12.3%
オークランド・ベイブリッジ (San Francisco - Oakland Bay Bridges)	33.3%

ベイブリッジ = San Francisco - Oakland Bay Bridges からの収入が全体の 3 分の 1 を占めている。支出の内訳は、維持・管理運営費等が 7,300 万ドル、利払いが 2,700 万ドル、事業投資が 5,900 万ドルである。

(2) BATAレベニューボンドの特徴と論点(RM1を中心に)

1) RM1のプロジェクトの特徴の考察

RM1のプロジェクトの特徴は、

- ・ 事業の実施及び資金計画について、ベイエリアの住民投票が行われている
- ・ 料金収入及び料金収入を償還財源としたR B発行により資金調達を行っている点である。

このスキームのメリットとしては、以下の ~ が考察できる。

事業の受益者、事業費の負担者及び事業実施の合意者を一致させることができる

7橋梁の所有権は州にあるが、RM1は7橋梁利用者の利便性向上のためのプロジェクトであり、SRPのように連邦法上要請されている事業ではない。したがって、RM1の事業の受益者はベイエリアの住民であると言える。

また、事業の資金は、料金収入及び料金収入を償還財源としたR B発行により調達されており、事業費の負担者はベイエリア住民に特定されている(厳密には、7橋梁の通行者)。

さらに、プロジェクトの実施及び資金計画について、事業の受益者かつ事業費の負担者であるベイエリアの住民による住民投票により合意形成が行われている。

これらのスキームにより、事業の受益者、事業費の負担者及び事業実施の合意者の一致が図られていると考えられる。

事業のモニタリングが効く

事業の実施及び資金計画を住民投票にかけることにより、利用者サイドから事業に対するモニタリング機能が働く。また、R Bを通じた資金調達の活用で安定的かつ効率的な事業運営が求められることにより、投資家サイドからも、事業の遂行に対するモニタリングの機能が働く。たとえば、DSCR比率の厳守などがこれにあたる。

このように、利用者サイド及び投資家サイドの両面からモニタリングが働くことにより、事業の効率化に対する圧力が高まるものと考えられる。

税金を使わずに事業が実施できる

総額21億ドルの事業であるが、料金収入と料金収入償還財源としたR Bにより資金調達が行われており、税金をほとんど使わずに事業を実施できる。

事業が早期完工できる

料金収入の余剰資金のみをプロジェクトの財源に充てた場合、年間約8,000万ドルの資金しか調達できず、16億ドルの残事業を完成させるのに20年必要となるが、R Bの発行に

より 10 億ドルを調達することにより、早期に事業を完成させることが可能となる。

2) BATA のレベニューボンドの特徴の考察

BATA のレベニューボンドについて、「規律付け」と「魅力付け」という観点から、事業に関して各主体にどのような規律が働きどのような魅力があるかを考察すると、以下の表のように整理できる。

表 4.4 BATA のレベニューボンドの特徴の整理

	規律付け	魅力付け
発行体 (事業主体)	・住民投票による合意形成を通じた説明責任の存在(事業の効率化及び資金調達コストの引下げへの圧力の存在)	・住民の合意形成による事業目的の正当性の信認。
投資家	・債券購入者としてのモニタリング	・免税による投資メリット。
州政府	・事業の公益性のチェックを行い、免税を認定。	・税金をほとんど使わずに事業を実施できる
利用者	・事業の受益者、事業費の負担者及び事業の合意者が一致されているため、事業モニタリングに対するインセンティブあり。	・適切な利用料負担で必要な公共サービスを受けることができる。
モノライン	・債券デフォルト時の元利代行支払いリスクを負うため、事業モニタリングへのインセンティブあり。	・保証料

BATA の RB については、発行体、投資家、州政府、利用者、モノライン保証会社が主要プレイヤーとなっている。各プレイヤーに対して魅力が付与されている一方で、各プレイヤーから事業に関して規律が働く仕組みとなっていると言える。特に、投資家側(モノライン保証会社を含む)が一定のリスクを負い、事業をモニタリングするインセンティブが付与されている点が特徴的と言える。

4.2 米国のレベニューボンド活用事例 その2 (P A :The Port Authority of New York & New Jersey の事例)

(1) 港湾管理局の結合型 R B (consolidated revenue bond)

1) ニューヨーク・ニュージャージー港湾管理局 (PA) について

ニューヨーク・ニュージャージー港湾管理局(以下 PA と略す = The Port Authority of New York & New Jersey) は、ニューヨークとニュージャージーの 2 州の領域の貿易と輸送能力にとって重要な橋梁、トンネル、バスターミナル、空港、連絡交通および海港を維持管理ならびに経営しており、ロンドン港湾管理局をモデルとして 1921 年米国で最初に設けられた公共インフラの管理局 (The Authority) である。

ニューヨーク・ニュージャージー地区 (Metropolitan Region) は、マンハッタン、ブルックリン、クイーンズ、リッチモンド(スタッテン島)、およびブロンクスの 5 つのニューヨーク自治区と、ナッソー、ロックランド、サフォーク、およびウェスチェスターの 4 つの郊外のニューヨークカウnty、そして、ベルゲン、エセックスハドソン、ミドルセックスモリス、パセイック、サマセットとユニオン の 8 つの北ニュージャージーカウntyからなり、港湾管理局 (PA) が管理経営する事業は、以下の図のように多岐に及ぶ。



図 4.3 ニューヨーク・ニュージャージー港湾管理局 (PA) の事業概要

2) 歳入構造

他のRB発行主体と同様に、重要な公共施設の長期にわたる運営管理主体として、高い「事業の不可欠性 (essentiality)」を有し、連邦租税法に基づいた免税債の発行を認められている。反面、当然のことながら、港湾管理局単体では課税する権限はなく、各施設の利用料収入と積立金を主とした自立的な歳入構造となっている。

PAは、以下に挙げる5つの主要な事業を営んでおり、歳入確保 (レベニュー・プロテクション = revenue flow protection) にはとくに留意するとともに、レベニュー剰余からの積立金についても正確に見積もったうえで (reserve fund sizing) 適切な額の積立金をリザーブしている。

- ・航空 (aviation)
- ・港湾・商業 (port commerce)
- ・トンネル・橋梁 (tunnels and bridges)
- ・連絡交通 (PATH)
- ・ワールド・トレード・センター・ビル事業 (World Trade Center)

表 4.5 ニューヨーク・ニュージャージー港湾管理局 (PA) の各事業からの歳入 (グロス)

(単位:千ドル)	2002	2003	2004
各種賃料 (港湾・商業等) (Rentals)	832,527	858,414	877,306
通行料 (トンネル・橋梁・連絡交通等) (tolls and fares)	774,337	758,326	788,333
航空手数料 (Aviation fees)	672,175	705,302	714,766
駐車場収入他 (Parking and other)	197,912	234,261	269,413
設備収入 (Utilities)	97,184	112,555	121,436
特別プロジェクトからの賃料	96,448	95,193	93,570
合計	2,670,583	2,764,051	2,864,824

3) 各種証券発行による安定的資金調達

PA では、これら 5 つの事業からの収入を基本として、以下のような 6 種類の長期短期各種の証券発行による資金調達を行っている。これらの債券は、連邦所得税及びニューヨーク州所得税が免税となっている。

- A. 結合型債券 (CONSOLIDATED BONDS AND NOTES)
- B. 短中期無担保手形 (コマーシャル・ペーパー = COMMERCIAL PAPER NOTES)⁵
- C. 中期変動金利債券 (VARIABLE RATE MASTER NOTES)⁶
- D. 柔構造型長期証券 (VSO = VERSATILE STRUCTURE OBLIGATIONS)⁷
- E. 施設設備整備債券 (PORT AUTHORITY EQUIPMENT NOTES)⁸
- F. バイアウト型証券 (FUND BUY-OUT OBLIGATION)⁹

このほかに、特定プロジェクト向け債 (Special Project Bonds)¹⁰もある。

それぞれの既発行債の残高およびその他の資産担保証券の債務残高は、以下の通りである。

表 4.6 PA の既発債残高および他の資産担保証券債務残高

(単位：千ドル)	当 期 Current	当 期 外 Noncurrent	合 計
結合型債券 (CONSOLIDATED BONDS AND NOTES)	225,495	7,914,538	8,140,033
短中期無担保手形 (コマーシャル・ペーパー = COMMERCIAL PAPER NOTES)	280,315	-	280,315
中期変動金利債券 (VARIABLE RATE MASTER NOTES)	130,990	-	130,990
柔構造型長期証券 (VSO) (VERSATILE STRUCTURE OBLIGATIONS)	544,000	-	544,000
施設設備整備債券 (PORT AUTHORITY EQUIPMENT NOTES)	65,105	-	65,105
バイアウト型証券 (FUND BUY-OUT OBLIGATION)	35,213	386,837	422,050
合計	1,281,118	8,301,375	9,582,493

2004 年末現在

⁵ 短中期で発行される無担保手形。PA の場合、270 日以内で発行される。

⁶ 金利の途中変更が可能となるように、オプションを組み込んだ構造の劣後順位の中期債券。PA では、最大 4 億ドルまで発行可能。

⁷ より幅広い各種投資家のニーズに応じられるように、期間金利構造を柔軟に変更できるように設計された (=multi-model structure) 長期債券。投資家が期間の途中で買い戻しを請求できる権利を与えたり、金利を毎日変更できたりといった構造が、オプションを組み込んで取り入れられている。

⁸ 電気設備や機械什器など、PA の設備整備に限られた債券。PA では、最大 2.5 億ドルまで発行可能。

⁹ 基金買取をベースとして発行される権利証書。

¹⁰ デルタ航空に賃貸した空港ターミナルビルの建設のためのプロジェクト、JFK 空港の新しい旅客ターミナルの開発・建設のためのプロジェクト、JFK のコジェネレーション施設建設・セントラルヒーティングおよび冷却設備の更新・新設のためのプロジェクトなどが対象となっている。

4) 結合型 R B (consolidated revenue bond)

PA の資金調達を中心となるのが、結合型 R B (コンソリデイティッド・レベニューボンド = consolidated revenue bond)¹¹である。PA の結合型 R B は、2004 年 12 月末残高で、61 シリーズ、81 億 4000 万ドルに上っており、PA にとって最大の資金調達手段となっている。以下で、その特徴について述べる。

結合性

結合型 R B では、PA が管理運営するすべての事業からのネット収入によって償還される R B であり、典型的な R B が単一事業からのネット収入で償還されるのと比較すると一般地方債 (GO = General Obligation) 的な性質を持っている¹²。この性質は、ハイブリッド・レベニューボンドと称されており、PA の事業全体の信用力を背景としている。つまり、PA が管理運営している複数の事業レベニューのうち不振な事業があっても、他の事業からのレベニューで補う構造になっているのである。

発行規制

PA が結合型 R B を発行するに際しては、州より包括的な財政資金計画の承認を受ける必要があり、その中に資金用途となる各種事業について詳細な説明が含まれている。

結合型 R B は、R B が持つ特定の事業からの収益で債券の償還を行うという R B の一般的な性格から若干逸脱するものとも考えられるが、PA では規律付けを働かせるために、厳格な事業財政資金計画作成とその承認を義務付けるとともに、以下で詳述する一般積立金 (General Reserve Fund) の強制的積立を制度化している。

優先弁済と毎年発行

結合型 R B は、他の証券より、常に優先弁済される設定になっており¹³、PA の資金調達上の位置づけを明確化すると同時に、投資家への魅力付けともなっている。こうした特徴が投資家に受け入れられた結果、結合型 R B は高い信用力を得て、毎年発行されている。

免税措置

連邦所得税及びニューヨーク州およびニュージャージー州所得税が免税となっている。

¹¹ 結合型 R B (コンソリデイティッド・レベニューボンド = consolidated revenue bond) については、統合型と訳される場合もあるが、本稿では、いくつかの事業からの歳入を合わせて償還財源としている点を捉えて、結合型 R B という訳語を採用した。

¹² もちろん、それぞれの事業には性質・管理形態などに共通点があり、一般的な米国の地方政府財政上の一般会計とは大きく異なる。

¹³ 各債権者に対する弁済順位上、Senior Lien といわれ、後順位 (Subordinated) と区別されている。

一般積立金

事業収入（経費控除後）に加えて金融収入も、結合型 RB の元金利息償還の原資となる。ネット収入からは、まず負債額の 10% が、一般積立金（General Reserve Fund）としてリザーブされる。残りが、償還原資に充当される仕組みである。一般積立金（General Reserve Fund）は 1931 年以來の制度であるが、この 10% 強制的に積み立てなければならないことが、PA が健全な財政を長年継続でき、かつ PA の発行する RB を投資家にとって魅力あるものにするための大きな要素となっている。PA 自身もこの一般積立金の存在を重要視している。また、結合型 RB のための専用の積立金も、Consolidated General Reserve Fund として 1952 年設定以來活用され、PA の発行する債券の信用力の源となっている。

こうした積立金は、PA のキャッシュフロー管理のための短期的な資金調達（短期債の発行など）を可能とし、流動性の確保にもつながっている。積立金の設定は、他の一般的な RB でも行われているが、各 RB の金利設定などの影響を受けて金額が決まる構造になっていることが多い。PA のように、すべての発行債券のためのトータルの積立がなされ、その積立額は個別の発行債券の利率などの影響を受けないというものは少ないようである。

表 4.7 各種積立金の状況

(単位：千ドル)	一般積立金	結合型 RB 専用積立金	合計
1月1日時点残高 (Balance, January 1)	948,902	624,144	1,573,046
当期の移管金 (Transfers from operating fund)	119,888	318,950	438,838
各種払い出し (Applications)	-	414,688	414,688
12月31日時点残高 (Balance, December 31)	1,068,790	528,406	1,597,196

2004 年末現在

事業財政資金計画と経営管理委員会

経営管理委員会のメンバー選は、それぞれの州の上院の同意を必要としており、それぞれの州の知事は委員 12 人のうちの 6 人を任命する。委員は 6 年の任期である。各委員は、定期的あるいは非定期的に、州知事のレビューを受けることがある¹⁴。Audit Committee(4 人のメンバーから成る)は品質監査と会計監査を行っている。

事業財政資金計画は、Governmental Accounting Standards Board(GASB)声明 No.20 に基づいて、年度予算の策定過程の中で長期見通しに基づき策定されるが、港湾管理局設置法の要件を満たしているか検討された後、最終的には経営管理委員会(The Board of

Commissioners) にかける。ここでは、各種の費用等の承認がしばしばなされないこともあるようである。この策定過程では、歳入確保（レベニュー・プロテクション = revenue flow protection）と積立金の見積もり（reserve fund sizing）が最重要視されている。

信用格付

PA の信用格付は、モノライン保証は受けておらず、債券の種類に応じて各格付機関より以下のような格付を得ている。2004 年中、ムーディーズ社 (Moody ' s) とフィッチ社 (Fitch) から格付見通しが安定的との評価を得た。

表 4.8 PA の債券の種別信用格付

債券の種類	S&P	Fitch	Moody ' s
結合型長期RB (Consolidated Bonds)	AA-	AA-	A1
結合型中期RB (Consolidated Notes)	SP-1+	F-1+	MIG1
短期無担保手形 (Commercial Paper)	A-1+	F-1+	P-1
短期柔軟構造証券 (VSO Short Term)	A-1+	F-1+	VMIG1
長期柔軟構造証券 (VSO Long Term)	A+	A+	A2

資金使途・発行条件

2004 年、PA は、新しい結合型 RB (中期および長期) で約 22 億ドルの発行を行った。うち、13 億ドルは施設建設計画および運営資金で、8 億 5500 万ドルは既存債務の償還のためのものであった。各種の設備投資が、RB の資金使途として太宗を占めるが、2004 年は約 13 億ドル、2003 年 19 億ドル、2002 年 15 億ドルとなっている。

RB であるので当然であるが、連邦、ニューヨーク州、ニュージャージー州などによる、元利保証は付されていない。2004 年 12 月 8 日に発行された 3 億 5 千万ドルの結合型 RB (138 回債) について、その発行条件をみると、3 つのシリーズに分けて LIBOR ベースの変動金利 (スプレッドは各種で大きく異なる、当初金利 4% ~ 5%) となっている。

¹⁴ 実際に、こうしたレビューを受けて、解任された委員もいる。

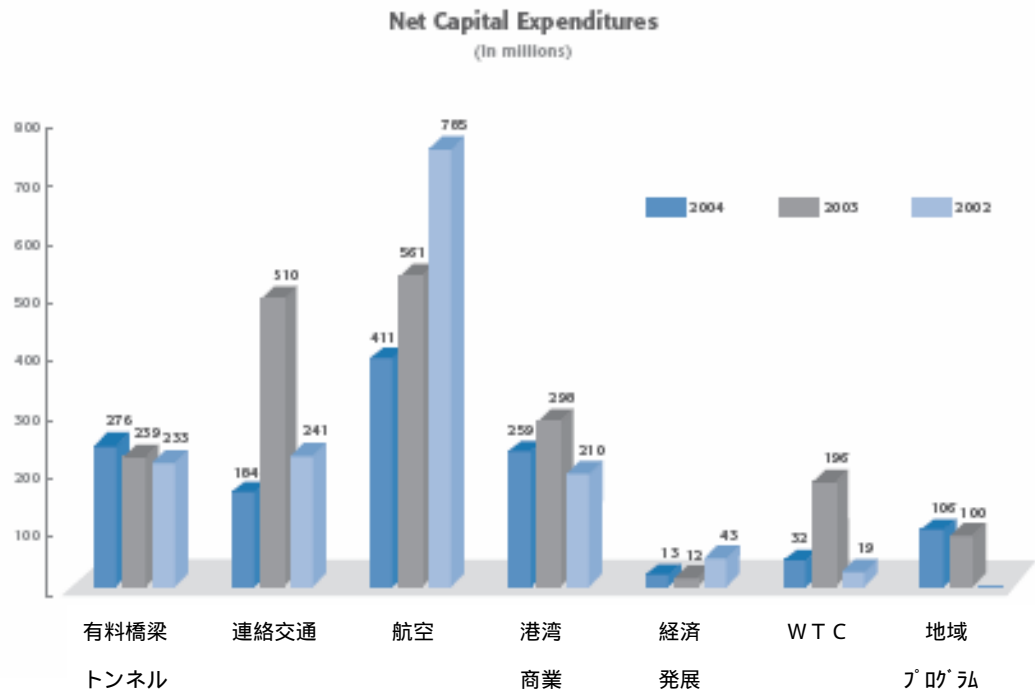


図 4.4 PA の分野別投資支出の推移

債券保有者のガバナンス

RB の約款 (DSCR 条項など) により、BATA の RB 事例などと同様に、個人投資家とミューチュアル・ファンドなどの債券保有者は、債券の元利償還を確保するため、PA に対し、一定の権限が留保されているため、一定のガバナンスが働いているといえる。

5) 金利コストの軽減・平準化のための取組み

BATA 同様、PA でも変動金利と固定金利の間の各種金利スワップ取引を行い、長期的な金利コストの軽減・平準化を図っている。

表 4.9 PA が締結している金利スワップ契約の概要

(想定元本金額・交換金利・相手方格付等)

対象債券	想定元本額	スワップ発効日	スワップ終了日	期間	支払金利	受取金利	取引相手方格付
V S O 2	\$95,760,000	1994年3月3日	2005年7月1日	11年	固定 6.975%	変動 JJK	A+/Aa3/AA-
V S O 3	\$89,000,000	1995年7月15日	2005年7月15日	10年	固定 5.950%	変動 JJK	A+/Aa3/AA-
V S O 4	\$100,000,000	1996年5月1日	2006年5月1日	10年	固定 5.570%	変動 JJK	A+/Aa3/AA-
V S O 5	\$97,800,000	1996年8月1日	2006年8月1日	10年	固定 5.473%	固定 BMA	A+/Aa3/AA-
合計	\$372,560,000						

また、金利スワップ契約を締結する一方で、PA はスワップ契約に伴う以下のような各種リスクについても分析を行い、債券購入者に開示している。これらのリスクは、あくまで発行体とスワップ取引の相手方との間に発生するリスクであり、直接的に投資家がさらされるリスクではない。

- ・ **信用リスク (Credit Risk)** 金利スワップ契約の相手方の信用リスク。万一の場合、交換金利を払ってもらえないリスク。
- ・ **ベースス・リスク (Basis Risk)** 交換される金利種類 (長期・短期など) によって変化の幅・度合いが異なる場合があることから生じるリスク
- ・ **早期終結リスク (Termination Risk)** 何らかの事情によって金利スワップ契約が早期に終結してしまうことによって生じるリスク。
- ・ **契約更新リスク (Rollover Risk)** 契約や交換金利が更新できるかどうかのリスク。

6) 保険契約

PA にとって、レベニュー確保は重要課題であるが、各種の保険契約を多面的に活用している。とくに保険による保護の範囲については詳細に検討され、投資家向けに情報開示されている。この点は、9月11日の同時テロ以降、特に留意されているようである¹⁵。

表 4.10 各種保険プログラムの概要

a. Property damage and loss of revenue insurance program:

	General Coverage (excluding terrorism)	Terrorism Coverage
Limits:	<ul style="list-style-type: none"> * \$600 million, per occurrence, excess of deductible and self-insurance 	<ul style="list-style-type: none"> * \$25 million full terrorism coverage, per occurrence, excess of deductible and self-insurance * \$525 million TRIA* coverage, per occurrence, and \$75 million full terrorism coverage, per occurrence, in various layers, excess of \$25 million full terrorism coverage
Deductible:	<ul style="list-style-type: none"> * \$5 million per occurrence 	<ul style="list-style-type: none"> * \$5 million per occurrence
Self-insurance:	<ul style="list-style-type: none"> * \$25 million in the aggregate, excess of deductible * Upon sustaining \$25 million in aggregate losses above the deductible, purchased coverage applies 	<ul style="list-style-type: none"> * \$25 million in the aggregate, excess of deductible * Upon sustaining \$25 million in aggregate losses above the deductible, purchased coverage applies

b. Public liability insurance program:

1. Aviation facilities

	General Coverage (excluding terrorism)	Terrorism Coverage
Limits:	<ul style="list-style-type: none"> * \$1 billion, per occurrence and in the aggregate, excess of deductible 	<ul style="list-style-type: none"> * \$1 billion aviation war risk coverage, per occurrence and in the aggregate, excess of deductible
Deductible:	<ul style="list-style-type: none"> * \$3 million per occurrence 	<ul style="list-style-type: none"> * \$3 million per occurrence

2. Non-aviation facilities

	General Coverage (excluding terrorism)	Terrorism Coverage
Limits:	<ul style="list-style-type: none"> * \$750 million per occurrence and in the aggregate, excess of deductible 	<ul style="list-style-type: none"> * \$50 million full terrorism coverage, per occurrence and in the aggregate, excess of deductible * \$200 million TRIA* coverage, per occurrence and in the aggregate, excess of \$50 million full terrorism coverage
Deductible:	<ul style="list-style-type: none"> * \$5 million per occurrence 	<ul style="list-style-type: none"> * \$5 million per occurrence
Self-insurance:	<ul style="list-style-type: none"> * 20% of \$25 million excess of deductible 	<ul style="list-style-type: none"> * 20% of \$25 million excess of deductible

* The Terrorism Risk Insurance Act of 2002

このように、保険は、まず、財産に対する損害補償と公的負債への補償の2つを対象としたプログラムとなっており、それぞれ一般的な補償範囲とテロ時の補償範囲が定められており、契約上は非常に細かい規定がつけられている。米国では、保険の対象となるかならぬかでキャッシュフローに大きな影響が及ぶため、この面からも規律付けが効くようになってきている。

¹⁵ 9月11日の同時テロ以降、安全確保コストや金利支払いが急上昇した。PAでは、経営合理化を推し進め、ベース経費のうち2,600万ドルの節減を図る一方、保険契約の改訂にも注力した。

7) 投資家向け広報 (I R) の重視

PA のみならずニューヨーク市では、投資家向け広報 (Investors Relation = I R) が重視されているため、各組織に I R の専任担当者が任命されている。投資家向けの情報開示はもちろんであるが、機関投資家や格付機関向けの各種ミーティング、議会や住民投票に備えた説明会・公聴会などに積極的に対応している。

(2) 港湾管理局の結合型 RB の特徴と論点

1) PA のプロジェクトの特徴の考察

PA の結合型 RB の特徴は、先のサンフランシスコの BATA 事例と比較すると、もちろん共通した点はあるが、その特徴が明確になる。

このスキームには、メリットとデメリットがあり、以下の ~ が考察できる。

税金を使わずに事業が実施できる

各種手数料収入と料金収入を償還財源とした RB により資金調達が行われており、税金を使わずに事業を実施できる点は、BATA とまったく同じである。

事業が相互補完的に運営できる

橋梁・トンネルにおける有料道路、港湾・倉庫、航空など事業の不可欠性(essentiality)の高い事業を営んでおり、これらの事業を相互補完的に継続して安定的に運営できるメリットがある。PA が結合型 RB を継続的に発行できるのも、この事業の不可欠性(essentiality)の高さゆえである。さらにいえば、この点は、投資家ならびに格付機関に評価されており、毎年発行の円滑な消化ならびに高い格付けにつながっていると考えられる。

事業の受益者、事業費の負担者及び事業実施の合意者を一致させにくい

一方で、多角的な事業を営んでいるにもかかわらず、統合型 RB しか発行していないことは、事業の受益者、事業費の負担者及び事業実施の合意者を一致させにくいデメリットがある。もちろん、PA が RB を発行するに際しては、州より包括的な承認を得ている。この点も、PA の各事業の不可欠性(essentiality)がそれぞれ高いことが、広く住民に認知されていることが背景として重要であろう。

事業のモニタリング

直接の事業の実施の可否及び資金計画を住民投票にかけることがなく、利用者サイドから事業に対するモニタリング機能が働きにくい。一方、RB の活用により投資家サイドからは、事業の遂行に対するモニタリングの機能が働き、事業の効率化に対する圧力は高いものと考えられる。

2) PAの結合型RBの特徴の考察

PAの統合型RBについて、「規律付け」と「魅力付け」という観点から、事業に関して各主体にどのような規律が働きどのような魅力があるかを考察すると、以下の表のように整理できる。

表 4.1.1 PAの統合型RBの特徴

	規律付け	魅力付け
発行体 (事業主体)	<ul style="list-style-type: none"> ・州による包括承認で発行可能であり、規律付け要素は弱い。 ・レベニュー確保のための経営具体策(たとえば、倉庫貸借先の継続確保、代替先確保、レイオフなど) 	<ul style="list-style-type: none"> ・各事業が相互補完的に運営できるため、安定的に運営できる。 ・継続発行による投資家への安心感、ベンチマーク化。
投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・債券購入者としてPAの事業全体のモニタリング 	<ul style="list-style-type: none"> ・免税による投資メリット。 ・統合型からの高い安全性。 ・安定的継続的発行による投資メリット。
州政府	<ul style="list-style-type: none"> ・事業の公益性のチェックを行い、免税を認定。 	<ul style="list-style-type: none"> ・税金を使わずに事業を実施できる。
利用者	<ul style="list-style-type: none"> ・事業の受益者と事業費の負担者の厳密な一致はなく、利用者サイドから個別事業に対するモニタリング機能が働きにくい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・適切な利用料負担で必要な公共サービスを受けることができる。

BATAのRBが単一事業からの収入で償還されるのと異なり、PAの発行する統合型RBは、PAが管理運営するすべての事業からのネット収入によって償還される。

このようなRBの性格の違いから、PAの統合型RBの規律付け、魅力付けの各要素は、BATAとは若干異なるが、投資家が一定のリスクを負い、事業全体をモニタリングするインセンティブが付与されている点は、共通する大きな特徴と言える。

4.3 レベニューボンドを支える主体と関連する制度・社会システム

これまで、米国におけるレベニューボンド（RB）の具体的事例として、サンフランシスコにおけるBATAの発行するRBと、ニューヨークにおけるPAの発行する結合型RBについて詳細にみてきたが、RBを発行できる事業制度および発行スキームを整えたからといって、本稿で分析の軸として捉えている「規律付け」と「魅力付け」が直ちに成立するわけではない。公共的な資金調達、とりわけRBに関連する諸制度、各種社会システムと、それらを支える主体の存在があってはじめて機能する側面も強いのである。

以下では、情報開示制度、破産法制および機関投資家について、それぞれの役割と機能について、説明する。

（1）情報開示制度

有価証券について、投資家への情報開示が重要であることは当然であり、我が国においても、一定の情報開示は進んできている。情報開示が重要であるのは、地方債に限らないが、発行体が投資家の信認を獲得し、機動的で安定的な資金調達を進めるためであるとともに、積極的な情報開示を義務付けることで、投資家のモニタリングの下で発行体自らが持続的な経営改善を行うという意味合いもある¹⁶。本稿における「規律付け」と「魅力付け」という関心から、情報開示制度の機能を整理すると以下のようにまとめられる。

表 4.12 地方債における情報開示制度の機能整理

主 体	機 能	
発行体	<ul style="list-style-type: none"> ・投資家の信認を獲得し、機動的で安定的な資金調達を進める ・発行体自らが持続的な経営改善を行う 	魅力付け 規律付け
投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・開示情報を活用して、適切なモニタリング ・開示情報から、債券の超過利回りなど魅力を分析検討 	規律付け 魅力付け

米国では、1970年代以降、連邦議会が地方債市場への監視を強めるようになり、1975年になって、改正1934年証券取引法が制定され、地方債の取引業者に対してSECへの登録義務を課すと同時に、地方債規則制定審議会（Municipal Securities Rulemaking Board=MSRB）が設立された。と同時に、各地の地方政府で財政危機が表面化していったことから、州政府および地方政府自らも情報開示に取組み姿勢を見せ始めたのである。

こうした経緯から、1976年にディスクロージャー・ガイドライン（Disclosure Guidelines

¹⁶ 稲生信男「米国地方債における情報開示（ディスクロージャー）制度」（東京市政調査会『都市問題』、第94巻第12号、pp.67-87）に詳しい。ただ、稲生論文では、情報開示制度を「発行体が投資家の信認を獲得し、機動的で安定的な資金調達を進める」という魅力付けの側面を重要視している。

for State and Local Government Securities) が策定された。さらに、1984年に設立された政府公会計基準審議会 (Government Accounting Standard Board=GASB) が会計面からの財務情報の開示について検討している。

情報開示の具体的内容は、

- ・ 地方債に関連する基本的な事項
 - ～起債目的、資金調達計画、返済財源、担保などの状況、他
- ・ 発行体に関連する事項
 - ～地域の状況、事業体の組織、運営状況、他
- ・ 信用リスクに関連する事項
 - ～財務諸表、将来の債務見通し、リスク補完スキーム (保証の有無と内容、保証会社の詳細など)、訴訟などの法的リスクの状況、他

に分類されて、詳細な個別事項が含まれている。

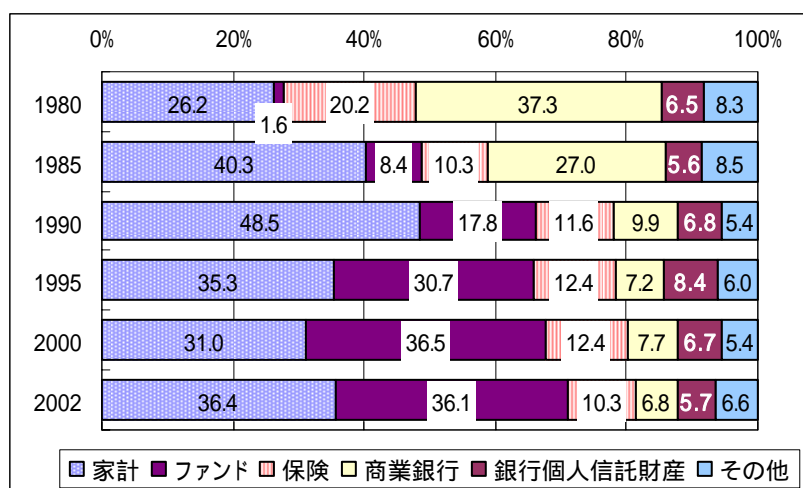


図 4.5 米国地方債の保有者割合の推移

注) ファンドは「ミューチュアル・ファンド」、MMF、「ロード・エンド・ファンド」を含む

資料) The Bond Market Association のデータをもとに作成されたもの。稲生信男「米国地方債における情報開示 (ディスクロージャー) 制度」より。

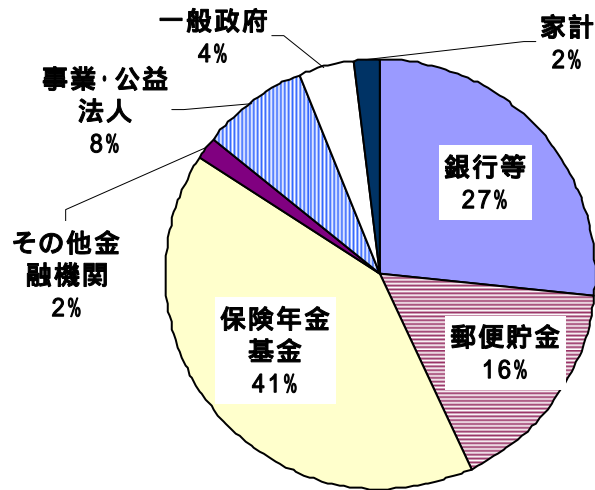


図 4.6 日本の地方債保有者の構成比

資料) 日銀資金循環勘定「金融資産・負債残高表」(2002年12月末)より作成

上図は、日米の地方債に対する投資家の内訳であるが、米国では家計つまり個人投資家が直接保有している比率が高い。日本では、年金基金や銀行、郵便貯金を経由している。こうした違いが、情報開示制度と制度運用に関わる関連主体の差につながっていると考えられる。前述したとおり、米国では、個人投資家を保護するために、各種の情報開示制度が発達してきた側面がある。日本でも、ミニ市場公募債や共同発行型公募債などに現れている個人投資家の購入意欲もみても、今後さらに個人投資家の直接購入が広がっていくと考えられる。現状行われている魅力付けのためのIRのみならず、規律付けを働かせる情報開示制度の拡充を考える必要がある。

(2) 破産法制(連邦破産法第9章、チャプター・ナイン)

米国においては、地方政府に対する破産法制がきちんと規定されており、「規律付け」に影響を与えている。整備された破産法制の存在によって、投資家は、破産の要件や債務調整などの処理策等について予測可能性が高まり、投資責任の限定性が明確になるのである。一方、発行体は、整備された破産法制の存在によって、破産後の責任分担を事後に変更することはできず、発行体自らが持続的な経営改善を行うという規律付けが働く。本稿における「規律付け」と「魅力付け」という関心から、破産法制の機能を整理すると以下のよう

表 4.13 地方債における破産法制の機能整理

主 体	機 能	
発行体	・破産後の責任分担を事後に変更することはできない。	規律付け
投資家	・破産の要件や債務調整などの処理策等について予測可能性が高まる。 ・投資責任の限定性が明確になる。	魅力付け 規律付け

地方政府の財政危機には、州政府の関与によるもののほかに、連邦政府の関与によるものがある。これについては連邦破産法第 9 章¹⁷（以下、破産法第 9 章あるいはチャプター・ナイン）に規定されている。ここでは、そのうち破産法第 9 章と州政府との関係のみを取り上げることとする。

破産法第 9 章においても、合衆国憲法修正第 10 条による州内の地方政府の統治に関する州政府の権限は厳しく遵守されている¹⁸。そのため、破産法第 9 章には、個人や企業の破産を規定するほかの章と異なり、負債者（つまりは地方政府）の解散や資産の精算に関して州の権限と解されているため、これらの規定は存在しない¹⁹。

また、地方政府が破産法第 9 章の適用申請を行う際には、州政府の「明示的承認（specifically authorized）」が必要とされている。その裏返しに、州は地方政府に第 9 章の適用申請を承認しない権限も当然に有していると解され、実際、ジョージア州では州法で第 9 章の適用申請を禁じている²⁰。

このように、連邦政府の介入を求める場合であっても、州政府の承認が前提とされるなど州政府の地方政府に及ぼす影響力は非常に大きなものである。

その後、連邦破産法は、1994 年に改正された（Bankruptcy Reform Act）。変更点として大きなものは、従前まで、地方政府が連邦破産法第 9 章の適用申請をする際の州政府の承認は「generally authorized」とされていたのを、1994 年の連邦破産法改正法により

¹⁷ 1929 年のニューヨーク証券取引所の株価の大暴落をその発端とする大恐慌は、住民サービスを維持することが困難なほどに地方団体の財政状況を強襲し、また、未曾有の大恐慌下では従来からの増税という手段も効果が発しなかった。さらに、連邦憲法において、連邦議会のみが破産に関する法律を制定する権限を有していること（連邦憲法 1 条 8 節 4 項を筆者抜粋要約）、いかなる州も契約上の債務を軽減する法律を制定する権限を持ち得ないこと（連邦憲法 1 条 10 節を筆者抜粋要約）と規定され、州ももはや効果的な手段を持たなかった。このような状況の下、1934 年に従来からあった連邦破産法に第 9 章を追加する形で地方団体の破産に関する規定が盛り込まれた。（クレアレポート第 59 号参照）

¹⁸ 1936 年、連邦裁判所は州政府の関与しない破産法第 9 章の適用は違憲と判示している。

¹⁹ この点からすると、破産法第 9 章にいう「破産」という用語は厳密な意味での破産に該当しない。つまり、これまで述べてきた「財政危機」と同程度の意味と解するのが妥当である。

²⁰ 破産法第 9 章は、地方団体の自主的な適用申請を規定するが、これは連邦政府や債権者などからの適用申請を排除する趣旨であり、州政府の州内地方団体の統治権限という観点からすれば、判例こそ存在しないが、州が強制的に地方団体に第 9 章の適用申請をさせることまでも排除するものではない、とする説もある。（Municipal Bankruptcy: State Authorization Under the Federal Bankruptcy Code (Public Law Research Institute)）

「specifically authorized」に修正され、地方政府は州法等による州政府からの「明示的な承認」が必要とされたことである。

この改正の契機となったのは、コネチカット州ブリッジポート市の連邦破産法第 9 章の適用申請（1991 年）であった。当時ブリッジポート市は州政府の同意なく第 9 章の適用申請を行った。当時のコネチカット州には第 9 章の適用申請を行う法的資格について直接規定した法律を持っていなかったが、裁判所は「適用を申請する権利あり」と判示した（ただし、ほかの要件を満たさなかったため適用申請は却下された）。また、この後も裁判所により「generally authorized」に関する判断が分かれていた。

地方政府からすれば、自治権の確保のため、財政危機が完全に自己回避不可能な段階に至るまでは、極力州政府の介入を回避しようとする。それは、ひとたび州政府の介入を許せば、地方政府としての面子を失うことにもつながるからでもある。

一方、州政府からすれば、地方政府の財政危機に対処するにしても、その時の州政府自体の財政状況も勘案せねばならず、また、批判の矛先が州政府に向かうのは避けたいという思惑も絡み、対策が後手になり問題を一層悪化させる例も見られる。

また、21 にも上る州が財政危機の定義付けを行わないのは、州政府が地方政府の財政危機を定義付けるということは、すなわち、その危機に対処する責任を州政府は負うことにもなる、という懸念があることが大きな理由と考えられている。

（3）機関投資家（ファンド）

これまで見てきたように、米国の地方債の主たる投資家は、個人投資家ならびにミューチュアル・ファンドなどである。日本に比べると、米国では発行・流通の両方の市場が成熟しており、多様な銘柄が多様な手段で取引されている点が重要で、今後の日本における公共資金調達を考える上でも示唆的である。特に、米国現地でヒアリング調査を行い、以下で詳細に取り上げる機関投資家およびファンドは、洗練された投資手法を用いつつ地方債に焦点を絞った投資を行っており、一部個人投資家の資金運用も代行している存在で、米国の地方債流通市場の拡大向上、魅力付けに一役買っているといえよう。

また、機関投資家は広域で各種の地方債を比較分析しながら投資を行うため、発行体に対して、一定の規律付けを与える存在でもある。州や地方政府をまたいで投資する機関投資家に購入してもらうために、発行体どうして競争し、その結果事業の効率性が高まる可能性が高いためである。

レベニューボンドを主とする米国地方債の投資家としては、個人投資家が中心であり、発行体が存するエリアに居住する場合が多い。しかし、地方債市場が拡大成熟していることを反映し、一方では個人投資家に代わって効率的な投資を行うという観点でも、機関投資家の存在感が増しつつある。

ここでは、米国でも有数のファンドで、かつ先進的な投資分析手法で積極的な米国地方

債投資を行っているアライアンス・キャピタル社の見方を紹介しながら、米国地方債に対する機関投資家の見方を整理する²¹。

1) 機関投資家の着目点

米国地方債市場について、アライアンス・キャピタル社では、1兆9000億ドルの発行額がありながら、発行体は4万もある、年に2兆ドルの取引がありながら、ブローカー・ディーラーの取引スタンスおよび考え方に大きな隔たりがあり、主要な中央取引所が存在しないことなどの特徴を重要視している。巨大な潜在性をもつ一方、現状では依然として複雑で非効率な市場であり、その分投資妙味があると捉えているのである。

機関投資家が着目する地方債の特徴としては、

- ・ 平価、プレミアム、および割引債
- ・ コール条項の有無
- ・ 減債基金の有無
- ・ 事前借換債券かどうか
- ・ 信用リスク上価値があるかどうか（プレミアム）
- ・ 金利曲線上の位置づけ（イールドカーブ）
- ・ 課税・免税の相違（Municipals 対 taxables）
- ・ 取引コスト

などがある。

また、個人投資家と比べた場合、投資マネジャー・分析アナリストの数・質、管理するファンドの規模・内容などで、大きな利点があると考えられている。たとえば、アライアンス・キャピタル社の地方債ファンドでは、67人のポートフォリオマネージャ、47人のアナリスト、7人のエコノミストで、平均16年間の経験があり、管理しているファンドの債券資産規模1770億ドルとなっている。さらに、投資の社内ルールやリスク管理についても厳格なものが規定されている。

²¹ 本節の記述は、米国現地ヒアリング調査におけるファンドマネジャーへのインタビューに基づいている。

2) 積極運用型と単純継続保有型

こうした体制により、通常の地方債を新規購入し、そのまま償還まで保有し続けた場合に比べると、専門性を発揮したファンドでは利回りが向上している。アライアンス・キャピタル社の免税地方債投資ファンド(Bernstein fund)の利回りを比較したのが次表である。

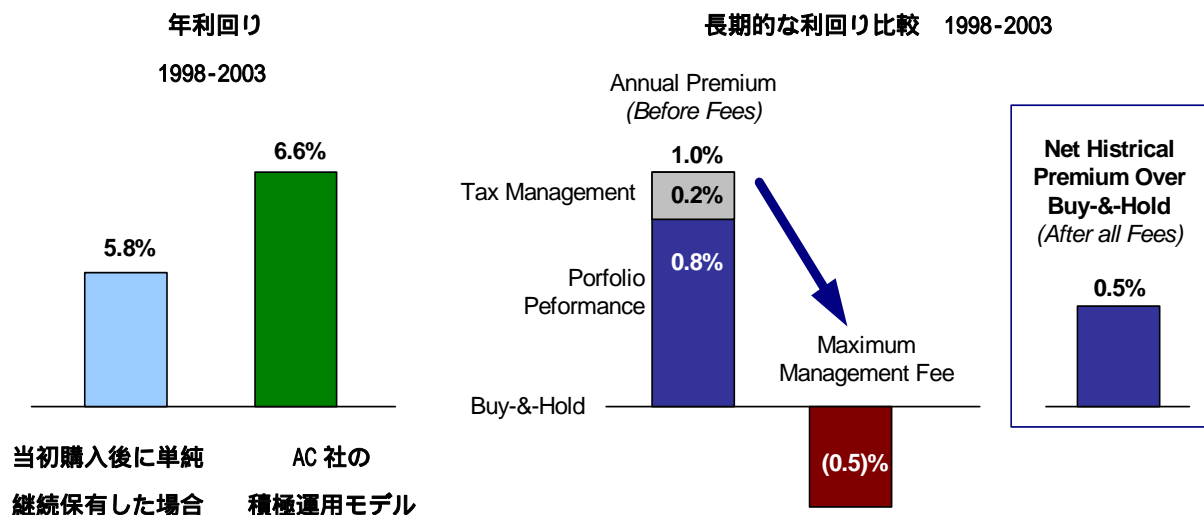
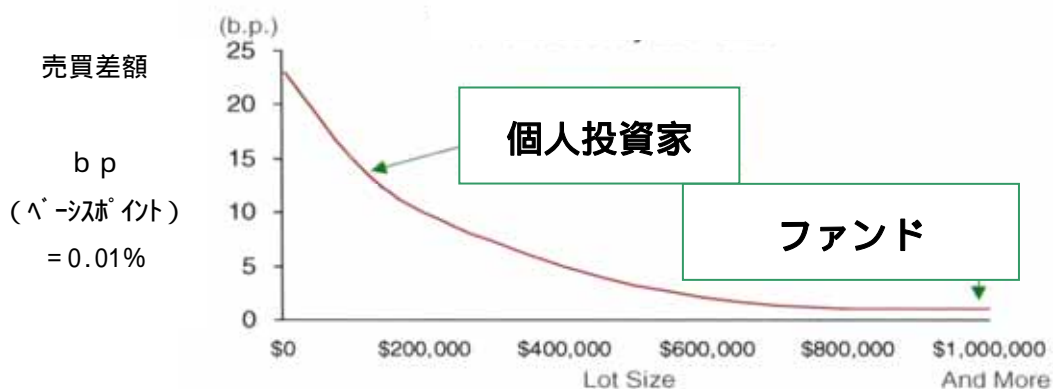


図 4.7 積極運用型ファンド (Active Management) と単純継続保有型 (Buy-&Hold)

年利回りをみると、積極運用モデルの方が6.6%と0.8%ほど高い利回りを実現している。さらに、機関投資家に運用を委託する場合、運用管理手数料 (Management Fee) を支払わなければならないので、その手数料も加味した長期的な利回りを比較すると、銘柄選択などによるパフォーマンス向上分 (Portfolio Performance) が0.8%、税務マネジメント (Tax Management) による向上分が0.2%の合計1.0%の超過利回りが得られており、運用管理手数料 (最大時) の0.5%を差し引いても0.5%程度、単純に保有し続けた場合と比べて高い利回りを実現している。

3) 一般投資家へのメリット

機関投資家が地方債を取引するメリットは、一回あたり取引金額のサイズが大きいため取引コストが安くすむという点である。このことは、機関投資家に資金を預け投資を委ねる一般投資家にとっても有効なメリットと思われる。



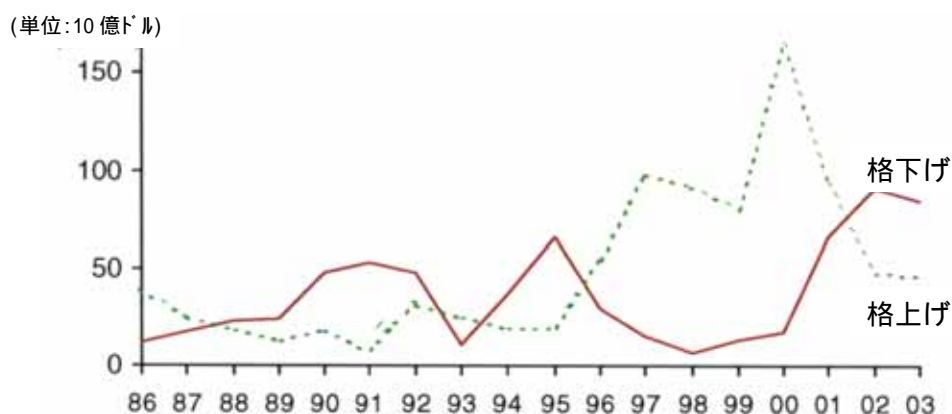
ファンドの取引ボリューム (2003年)	
購入時の取引金額	\$52 億ドル
売却時の取引金額	\$20 億ドル
平均取引金額	\$41 億ドル

図 4.8 取引サイズによるファンドと個人投資家の売買差額(スプレッド)

上表のとおり、通常地方債を市場で取引する場合、1回あたりの取引金額が大きくなるほど取引者が支払うべき差額手数料が小さくなる。たとえば、ファンドによる通常取引金額は100万ドル前後を最低単位としており、支払うコストは0.01~0.03%程度であるのに対して、個人投資家の場合、5万~20万ドルあたりが通常で0.10~0.20%程度の売買手数料が必要となっている。

4) 綿密な信用調査

専門の投資アナリストが、綿密な信用調査 (Credit Research) を行うことにより、格付け変動の激しい地方債 (とくに RB) への投資から継続的に利益を上げることが狙える点もある。たとえば、1994 年から 2003 年にかけて、地方債市場では、格上げ 47%、格下げ 27% といった変化があり、そうした変動にともなって市場価格も変動した。ファンドでは、こうした信用格付けの変化を機敏に捉えて、割安な地方債を購入すべく各種の調査を行っている。



格付変動による価格変動		
(百万ドル単位、中間銘柄)		
AAA	↔	AA = \$4,900
AA	↔	A = \$13,000
A	↔	BBB = \$27,800

図 4.9 ファンド保有の地方債の格付変動

上図の通り、地方債の格上げ・格下げはかなりの数発生しており、債券価格にも大きな影響を及ぼす。とくに、A 格と BBB 格の間で動く場合、価格は大きく変動する。

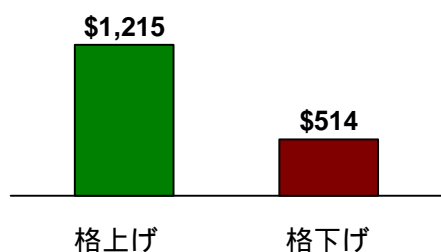


図 4.10 ファンド保有地方債の格付変動実績 (1999-2002)

ファンドが投資し保有している地方債の場合、格上げ件数が格下げ件数の 2.5 倍となっている。

5) 金利曲線に着目する運用手法

また、機関投資家では、通常国債などで活用される金利曲線の歪みに着目した投資手法（イールドカーブ・プレイ）を地方債に適用することからも、超過収益を狙っている。計算されたりリスク量は同様でも、金利曲線が時間の経過に伴ってシフトすることを予想し、少しの金利曲線の歪みから、より高い確率で高い利回りを得ることが可能であるとされる。

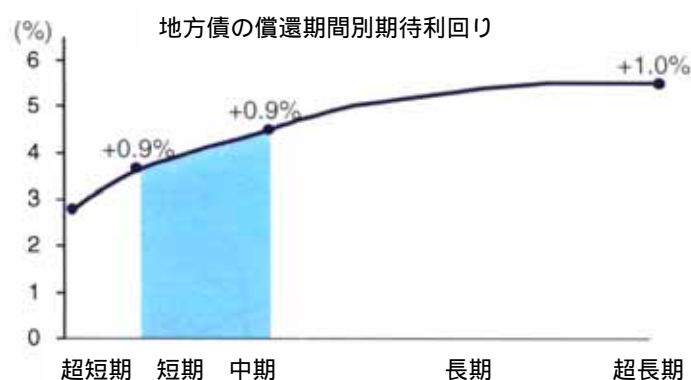


図 4.1.1 地方債の償還期間別期待利回り

		2000 Return**	2003 Return**
期間集中型		7.5%	4.2%
均等ラダー型		7.8	4.1
バーベル型		8.4	3.4

図 4.1.2 各種投資手法による利回り格差

上図のように、地方債の期待利回りも償還期間によって異なるため、銘柄選択上、一定の償還期間の銘柄に集中して投資する場合（期間集中型）、各期間で均等に投資する場合（均等ラダー型）、期間のごく短いものとかかなり長いものとを組み合わせる場合（バーベル型）のそれぞれで、時期にもよるが、投資利回りが異なってくる。2000年と2003年を比べた場合では、2000年はバーベル型がよかったが、2003年では期間集中型が高い利回りを実現した。

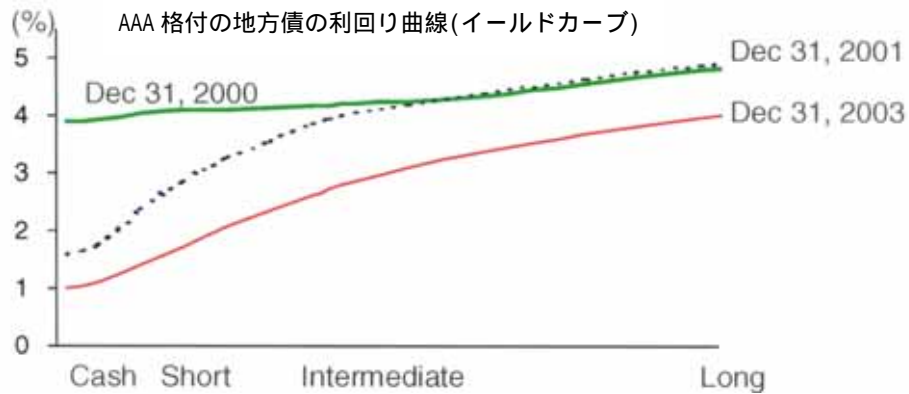
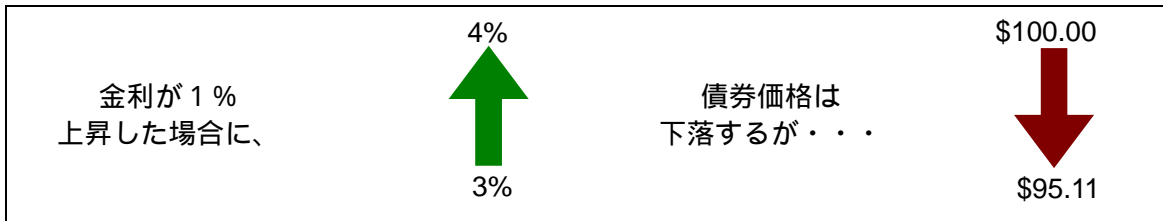


図 4.13 AAA 格付の地方債の償還期間別利回り曲線の推移

上図は、AAA 格付の地方債の償還期間別利回り曲線の推移を示したものであるが、2000 年 12 月には、ごく短期の AAA 格付の地方債は利回りが高かったが、2003 年 12 月には大きく利回りが低下していることがわかる。前述の各種投資手法でいうと、こうした利回り曲線の移動を反映して、最適な投資手法が変化するということである。ファンドでは、こうした予測をもとに、手法を選択しているのである。

6) 免税メリットの積極的活用と管理手法

免税メリットは、個人投資家のみならず、機関投資家にとっても非常に重要であり、緻密な租税額の算出および管理を通じて免税メリット享受の極大化を図っている。たとえば、次表でみるように、6年・格付AAA・利率3%のレベニューボンドを100ドル購入した場合、金利が1%上昇すると、債券価格は下落するが、その場合、投資家には2つの選択肢がある。ひとつは、そのまま保有することであり、もうひとつは一旦売却し再び地方債を購入することである。地方債の特徴である免税メリットによって、後者の場合、課税後の予想利回りは売却損失を活用することにより上昇するのである。下表でいえば、金利が1%上昇すると、債券価格は4.89ドル下落するが、その際売却すると4.89ドルの売却損が発生する。しかし、節税メリットが35%分1.71ドル発生するため、いったん売却損を出し再び同じ債券を購入すると、6年後の課税後利回りは3.43%となる。一方、売却せずそのまま持ち続けた場合、6年後の利回りは3.10%となる。



選択肢として、以下の2つの投資があり得る

	償還期限まで継続保有 Hold to Maturity	一旦売却し再購入 Sell & Reinvest
売却損益 Gain/(Loss):	\$0	\$(4.89)
節税メリット Tax Savings@35%:	\$0	\$1.71
課税後利回り(6年超保有) After-Tax Compound Return(over 6 years):	3.10%	3.43%

図 4.14 免税メリットの活用による利回り格差の考え方

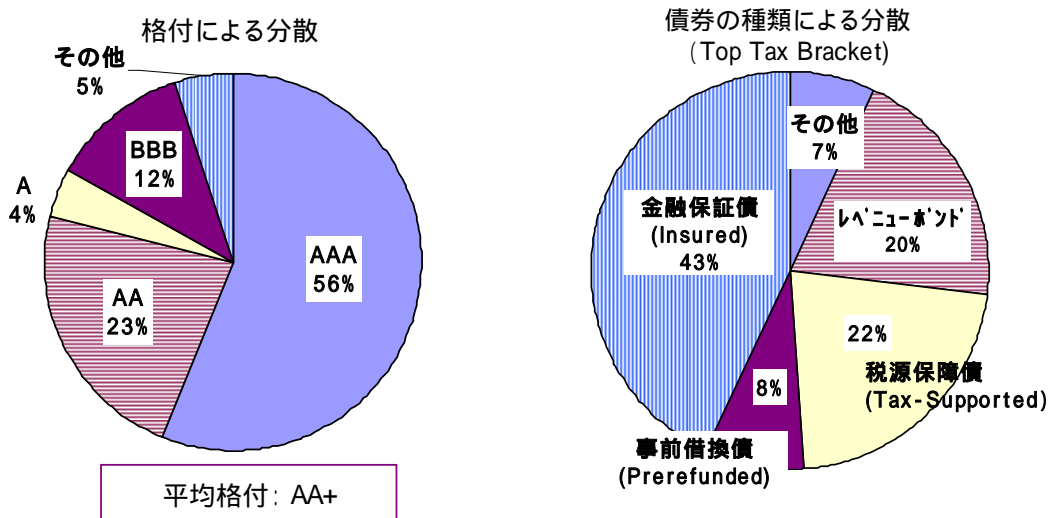


図 4.15 ファンドにおける地方債の各種リスク分散

先進的な機関投資家では、投資ポートフォリオにおける信用リスクの分散にも注意を払っている。たとえば、上図にみられるように、格付や債券種別による分散を積極的に図っている。

7) 国債等との比較に基づく資産入替

国債など信用力の高い他の債券との投資利回りの比較も随時行っているようである。その場合、課税後の利回りを比較している。

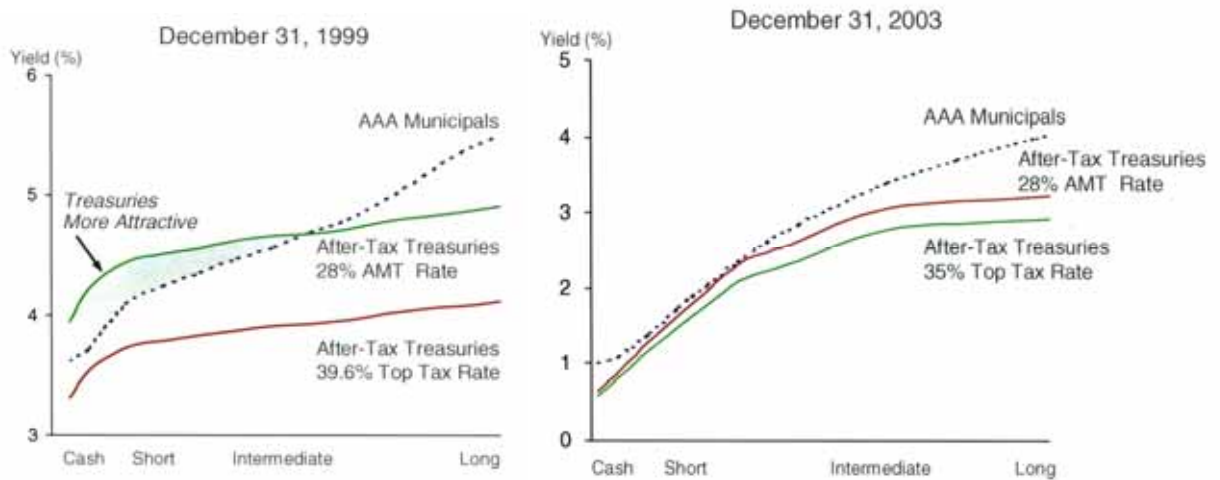


図 4.16 課税後の金利曲線（イールドカーブ）の時系列変化

時系列変化の比較分析を踏まえて、国債や機関債などを随時入れ替えも行っている。たとえば、下図のように、1999年から2003年にかけて、地方債の比重が大きくなっている。

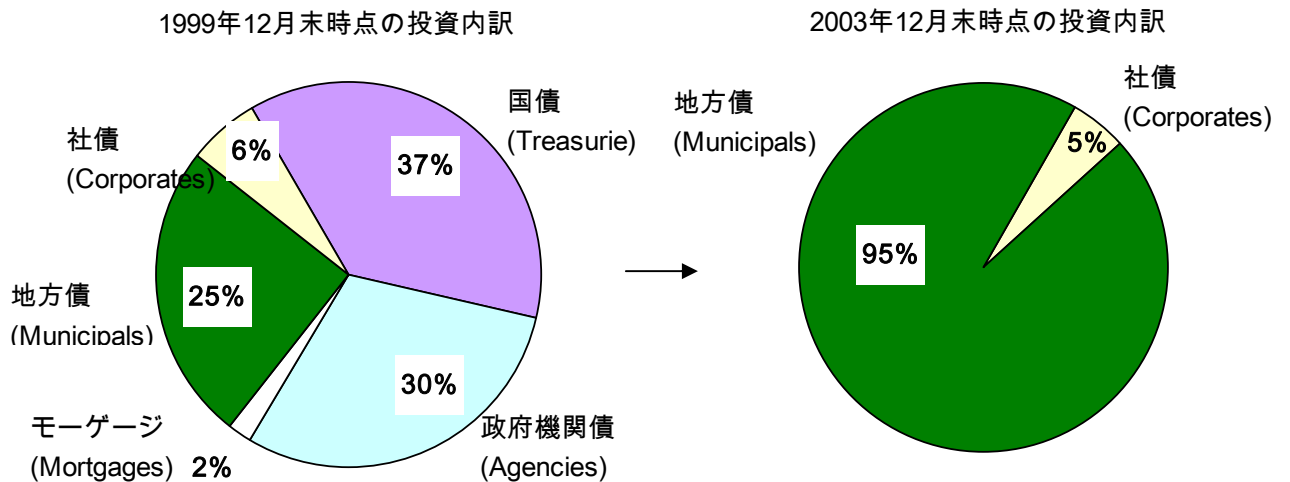


図 4.17 金利曲線（イールドカーブ）の時系列変化に基づく債券銘柄の入れ替え

機関投資家の運用成績（パフォーマンス）

こうした各種の投資分析・投資手法を活用することによって、実際のところどの程度利回りが向上しているのか、調査を行った。通常の地方債を新規購入し、そのまま償還まで保有し続けた場合と、アライアンス・キャピタル社の免税地方債投資ファンド（Bernstein fund）の時系列利回りを比較したのが次図以下である。

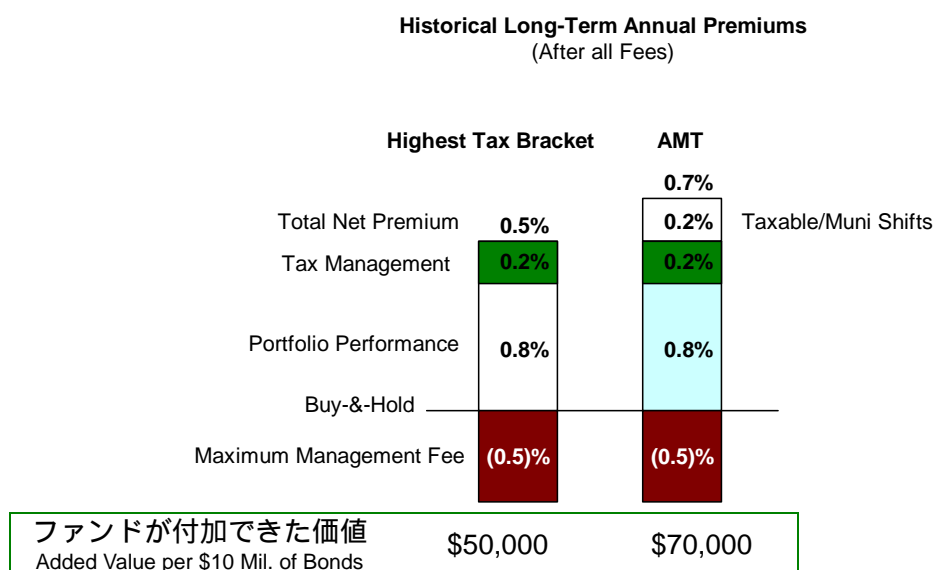


図 4.18 単純継続保有型(Buy-&-Hold)を基準とした積極運用型ファンド (Bernstein Active Management)の利回り向上と運用管理報酬

上図は、2種類 of ファンドにおいて、税務マネジメントや銘柄選択等を通じてファンドが付加できたパフォーマンス向上分と運用管理手数料を示したものであるが、それぞれ差し引きで、5万ドル、7万ドルの超過利回りが得られている。

次に消費者物価指数との比較をみる。次表にみるように、概ね3%程度以上の超過利回りを得ており、物価変動による運用の目減りがないような運用が図られていることがわかる。

表 4.14 運用パフォーマンスの時系列データ (Long-Term Performance History)

短期複合型地方債投資の利回り推移

(Short Municipal Composite : Accounts Over \$5 Million)

消費者物価と比較した利回り Annual Rates of Return			Annualized Rates of Return (Periods ended December 31, 2003)		
	ハ・ンスタイン・短期 地方債ファンド Bernstein Short Municipal Bond	消費者 物価指数 Consumer Price Index		ハ・ンスタイン・短期 地方債ファンド Bernstein Short Municipal Bond	消費者 物価指数 Consumer Price Index
2003	2.4%	1.9%	1 Year	2.4%	1.9%
2002	4.0	2.4	2 Years	3.2	2.1
2001	5.0	1.6	3 Years	3.8	1.9
2000	5.5	3.4	4 Years	4.2	2.3
1999	3.2	2.7	5 Years	4.0	2.4
1998	4.7	1.6	6 Years	4.1	2.2
1997	4.6	1.7	7 Years	4.2	2.2
1996	4.4	3.3	8 Years	4.2	2.3
1995	6.9	2.5	9 Years	4.5	2.3
1994	2.4	2.7	10 Years	4.3	2.4
1993	5.7	2.7	11 Years	4.4	2.4

中期複合型地方債投資の利回り推移

(Intermediate Municipal Bond Composite : Accounts over \$3 Million)

消費者物価と比較した利回り Annual Rates of Return			Annualized Rates of Return (Periods ended December 31, 2003)		
	ハ・ンスタイン・中期 地方債ファンド Bernstein Intermediate Municipal Bond	消費者 物価指数 Consumer Price Index		ハ・ンスタイン・中期 地方債ファンド Bernstein Intermediate Municipal Bond	消費者 物価指数 Consumer Price Index
2003	4.2%	1.9%	1 Year	4.2%	1.9%
2002	7.5	2.4	2 Years	5.9	2.1
2001	5.6	1.6	3 Years	5.8	1.9
2000	8.7	3.4	4 Years	6.5	2.3
1999	0.7	2.7	5 Years	5.3	2.4
1998	5.6	1.6	6 Years	5.4	2.2
1997	7.0	1.7	7 Years	5.6	2.2
1996	4.3	3.3	8 Years	5.4	2.3
1995	13.5	2.5	9 Years	6.3	2.3
1994	(2.0)	2.7	10 Years	5.4	2.4
1993	9.7	2.7	11 Years	5.8	2.4
1992	7.7	2.9	12 Years	6.0	2.4
1991	10.4	3.1	13 Years	6.3	2.5
1990	7.7	6.1	14 Years	6.4	2.7
1989	9.1	4.6	15 Years	6.6	2.9
1988	6.5	4.4	16 Years	6.6	3.0
1987	4.4	4.4	17 Years	6.4	3.1
1986	11.1	1.1	18 Years	6.7	2.9
1985	10.8	3.8	19 Years	6.9	3.0
1984	10.3	3.9	20 Years	7.1	3.0
1983	7.6	3.8	21 Years	7.1	3.1

また、次表でみるように、単純にペンシルベニア州債やオハイオ州債などの単一種類を償還期限まで保有するケースと、リスク量の観点から比較しても利回りが高いことが読み取れる。



図 4.19 ファンド運用と各州地方債の単純継続保有のパフォーマンス比較

上図で、ペンシルベニア・マサチューセッツ・フロリダ・オハイオなどの各州の債券を単純保有した場合と比較すると、バーンスタイン地方債ファンドが、リスク分散された上で、高い利回りを実現していることが読み取れる。

8) まとめ

米国では、地方債、とりわけレベニューボンドの市場規模が大きく、多様性もあることから、本節で取り上げたような先進的投資手法を用いる機関投資家や個別ファンドも出てきている。レベニューボンドの投資家としては、個人投資家が中心であることは変わらないが、地方債市場の拡大・成熟を反映し、個人投資家に代わり、従来国債や社債投資に活用された各種の投資分析手法を使いながら、免税メリットの追求管理をも含めて投資家に投資サービスを提供する主体としての機関投資家が、その存在感を増しつつあると思われる。また、機関投資家のパフォーマンスを比較検討するための制度、情報開示システムやPCソフトなども充実している。

日本の場合と比較すると、市場の規模・成熟性など多くの点で条件が異なるが、一般投資家へ分析業務・代行業務などの投資サービスを提供する存在として機関投資家を捉えると、新しい投資対象を普及させ、債券市場の発展を支える存在として日本においても活用される余地があると思われる。

第 5 章

レベニューボンド制度と我が国の民間からの 資金調達手法との比較分析

第5章 レベニューボンド制度と我が国の民間からの資金調達手法との比較分析

米国のレベニューボンド制度と我が国における民間からの資金調達による社会資本整備手法とを比較しながら考察を加える。

(1) リターンとリスクの対応の重要性

これまで、「規律付け」「魅力付け」の観点から、米国のレベニューボンド制度と我が国における民間からの資金調達による社会資本整備手法について、特徴整理を行ってきたが、換言すれば、「リターンとリスクの対応」が重要であると言える。

公的事業にせよ、民間事業にせよ、プロジェクトを行うには、プレイヤー全員に何らかのリターンとそれに応じたリスク¹の分担が行われるストラクチャーであることが重要である。

特に、リターンを得ているにもかかわらず、リスクを取らないプレイヤーが参加している場合、その者に事業を成功させようとするインセンティブが働かない。

「プロジェクトが成功すれば、プレイヤー全員が貢献度に応じたリターンを得て、プロジェクトが失敗すれば、プレイヤー全員が応分のリスクを負う」、この関係が成立して初めてプレイヤー全員がプロジェクトを成功させようというインセンティブを持つと考えられる。

この「リターンとリスクの対応」が成立して始めて、プロジェクトに参加する各プレイヤーに「規律」が働き「魅力」が付与されると考えられる。

なお、プロジェクトのストラクチャーに問題がない場合であっても、経営の失敗や破綻の可能性をゼロにすることはできない。これは、どのような主体がプレイヤーになろうとも同じである。

しかし、プロジェクトのストラクチャーそのものに経営の失敗や破綻を引き起こす原因が存在する場合、その点については改善する必要があるであろう。

本研究で調査を行った、米国のレベニューボンド活用事例(BATAの事例)と国内のPFI事例(タラソ福岡の事例)について比較をすると、プロジェクトに参加する各プレイヤーに「リターンとリスクの対応」が図られているか否かが各プレイヤーのプロジェクトに対する取組姿勢に影響を与えていることがわかる。

¹ リスクの他に、コストを支払う場合がある。また、コストを支払うことによりリスクをヘッジする場合もある。

1) 米国レベニューボンド活用事例 (BATA の事例の場合)

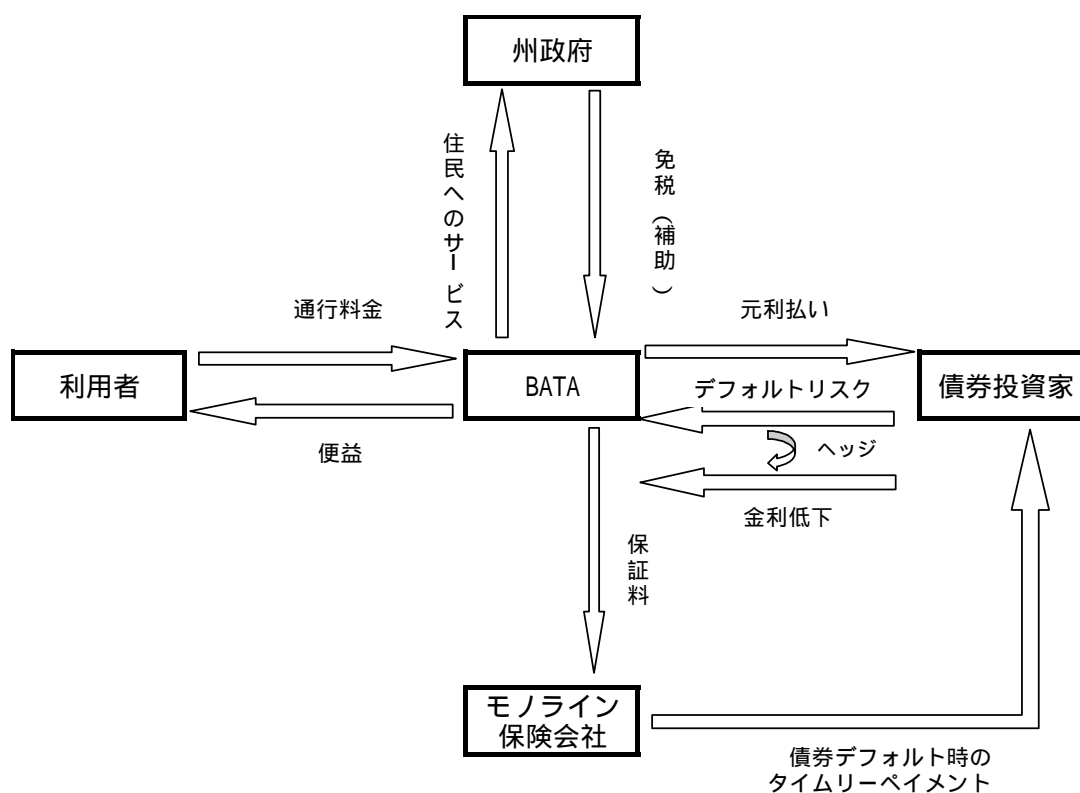


図 5.1 米国レベニューボンド活用事例 (BATA の事例)

州政府は、BATA の事業により、住民の交通利便性の向上というメリットを得て、その対価として免税という形で BATA に補助を支払っている。したがって、州政府は、BATA の発行する債券の免税を認定する過程で、事業の公益性をチェックする。利用者は、BATA の事業により、交通利便性の向上という便益を得て、その対価として通行料金を支払っている。したがって、利用者は、BATA の事業が効率的に運営されるよう、モニタリングするインセンティブを持つ。

債券投資家は、BATA に投資することにより、利子所得というリターンを得て、その対価として、債券のデフォルトリスクを負っている。なお、債券のデフォルトリスクは、金利低下というコストを支払うことによりヘッジされている (モノライン保証会社の活用)。したがって、モノライン保証会社を活用した場合、債券投資家は、一義的には、モノライン保証会社のクレジットリスクについて関心を払うことになる。

(PA の事例の場合、PA の発行する RB にモノライン保証は付されておらず、債券投資家は、BATA の事業の収益性について、モニタリングするインセンティブを持つ。) モノライン保証会社は、BATA より保証料を得ているが、その対価として債券デフォルト時に債券投資家に対するタイムリーペイメントを行うリスクを負っている。した

がって、モノライン保証会社は、BATA の事業の収益性について、モニタリングするインセンティブを持つ。

(まとめ)

BATA の事例の主要のプレイヤーは、州政府、利用者、投資家、モノライン保証会社であるといえる。ここで登場するプレイヤーには、BATA の事業によるリターンとそれに応じたリスクが適切に分担されており、各プレイヤーにプロジェクトを成功させようとするインセンティブが生じやすいストラクチャーであると考えられる。

2) PFI 事例 (タラソ福岡)

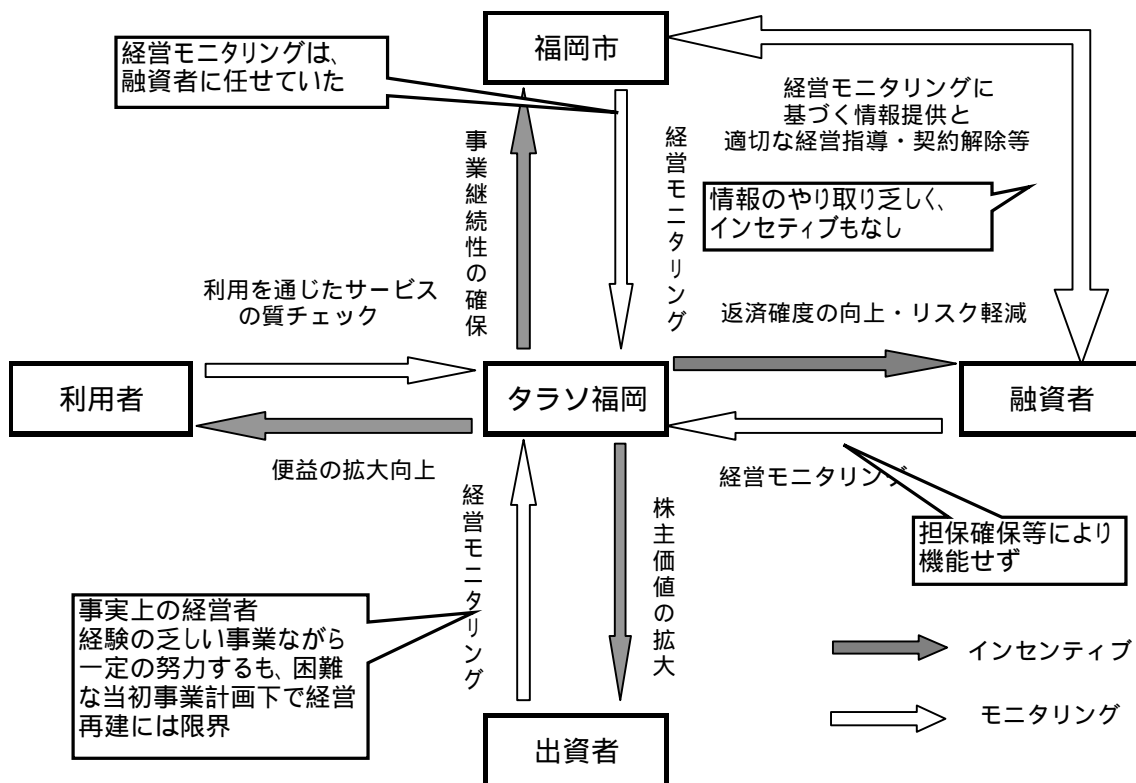


図 5.2 PFI 事例 (タラソ福岡)

福岡市は、タラソ福岡の事業により、住民の健康増進等というメリットを得て、その対価としてタラソ福岡にサービス提供料を支払っている。したがって、福岡市は、タラソ福岡の事業が効率的に運営されるよう、モニタリングするインセンティブを持つ。

利用者は、タラソ福岡の事業により、健康増進等という便益を得て、その対価として利用料金を支払っている。したがって、利用者は、タラソ福岡の事業が効率的に運営されるよう、モニタリングするインセンティブを持つ。

融資者は、タラソ福岡に融資することにより、利子所得というリターンを得ている。なお、タラソ福岡が福岡市に対して持つ金銭債権に対する譲渡担保特約等により、結果的にリスクフリーの状態であった。したがって、融資者は、タラソ福岡の事業の収益性についてモニタリングするインセンティブが少なかった。出資者はタラソ福岡に出資することにより、株主価値の拡大等のリターンを得て、その対価として、出資額の範囲内で有限責任を負っている。したがって、出資者は、タラソ福岡の事業の収益性についてモニタリングするインセンティブを持つ。

(まとめ)

タラソ福岡の事例の主要のプレイヤーは、福岡市、利用者、融資者、出資者であるといえる。ここで登場するプレイヤーの中で、融資者についてはタラソ福岡の事業によるリターンに応じたリスクが分担されておらず、プロジェクトを成功させようとするインセンティブが生じにくいストラクチャーであったと考えられる。

なお、ストラクチャーの問題とは別に、各プレイヤーが、分担したリスクを適切にマネジメントできていなかったという問題もあった。

(2) 債券の元利保証制度

米国のレベニューボンドの元利償還については、州政府等の一般財源による公的保証が行われない代わりに、民間の金融保証会社による保証サービスが活用されている場合が多い。この点が、国の財源等により元利償還の安全性が保証されている我が国のミニ市場公募債等と大きく異なる。

以下、本研究にて調査を行った米国のレベニューボンドと我が国のミニ市場公募債における元利保証の仕組みについて比較を行い、両債券の特徴を整理する。

表 5.1 債券の元利保証に関する特徴整理

債券の種類	レベニューボンド	ミニ市場公募債等
元利保証制度	モノライン保証 (活用は発行主体の任意)	国の財源による保証等
債券のクレジット	モノライン保証会社のクレジットと同程度	国債と同程度
保証のためのコストの負担者	投資家	国民
債券のデフォルトリスクの負担者	モノライン保証会社、または、投資家(モノライン保証を活用していない場合) モノライン保証会社がデフォルトした場合、最終的に投資家が負う。	地方公共団体(最終的には国)

このように、いずれの債券も、投資家が債券のデフォルトリスクをヘッジしている。

両債券の大きな相違点は、保証のためのコストの負担者が、レベニューボンド(モノライン保証を活用した場合)は投資家であるのに対し、ミニ市場公募債等は国民であるということである。

(3) その他

我が国の地方債には、国が策定する地方債計画などにより発行額の限度があるが、米国のレベニューボンドでは、債券の償還の確実性が高いと投資家から判断されれば資金を調達することができ、一般的に発行額の限度は無い。この点もまた、レベニューボンドの特徴である。

第 6 章

レベニューボンドの我が国への導入可能性を 念頭においた課題整理

第6章 レベニューボンドの我が国への導入可能性を念頭においた課題整理

本章では、これまでの整理・考察結果を踏まえ、レベニューボンド（R B）の我が国への導入可能性を念頭に置きつつ、前章までのポイントの整理と、今後の研究における課題を整理する。

前章までにおいては、サンフランシスコにおけるB A T Aの発行するR B、ニューヨークにおけるP Aの発行する結合型R Bの具体的事例等を踏まえ、米国におけるR B制度の特徴を整理してきた。

米国において広く普及しているR B制度のポイントは、R Bを発行できる事業制度および発行スキーム上、適切なリスク・リターン配分とモニタリングの仕組みが整っており、本稿で分析の軸として捉えている「規律付け」と「魅力付け」が成立していることである。

この「規律付け」と「魅力付け」が成立するための主たる要素は、免税制度や発行に際しての合意形成制度、発行体の組織運営制度などがうまく作用していることである。

さらに、情報開示制度、破産法制などR Bのスキームに関連する諸制度・各種社会システムと、モノライン保証会社、格付会社及び機関投資家などR Bのスキームを支える主体の存在があってはじめて適切に機能する側面も強いものである。

これらの点を比較すれば、R Bスキームとそれを取り巻く米国の状況は、現在の我が国の状況と大きく異なっている。もちろん、直ちに我が国に適用できない部分もある。しかし、我が国の社会資本整備においては、今後多様な資金調達を通じて、事業およびプロジェクトの「規律付け」と「魅力付け」を図っていかねばならないことは言うまでもなく、R Bスキームの実験的導入を検討することによって、我が国の現状の問題点と今後の方向性が浮き彫りになるものと考えられる。

R Bの我が国への導入可能性の検討は、今後の研究課題であるが、現段階においては、以下のことが課題として想定される。

（1）規律付けに関する課題

R Bの大きな特徴は、公的主体による元利保証がなされず、投資家等が事業の実施・運営についてモニタリングを行うインセンティブが高いことにある。このような特徴を支える主体として、モノライン保証会社などの存在が不可欠であり、さらに、情報開示制度、破産法制などのR Bスキームに関連する諸制度・各種社会システムの整備が必要と考えられる。

以上の点を踏まえると、以下の～が課題として想定される。

事業の実施・運営のモニタリング

米国のＲＢでは、モノライン保証会社、格付会社等の関与により事業運営に対するモニタリングの機能を果たしており、このような機能が事業およびプロジェクトの規律付け確保に大きく貢献している。そういった機能を担う保証会社や格付会社、機関投資家等の受け皿の存在は、ＲＢの導入可能性を高める重要な要素であり、我が国への導入にあたっては関連諸制度の整備や米国の金融ノウハウの導入等が必要と考えられる。

ＲＢ導入のために必要な法制度の整備

米国ＲＢの大きな特徴としては、第３章に記述したとおり、ＲＢの償還財源は対象となる事業に基づいたキャッシュフローに依存する、つまり、自治体の一般財源とは別に、予め特定された財源よりＲＢの償還が実施されることが挙げられる。このため、ＲＢ事業が破綻した時など、償還が困難となった場合における発行体の対処、それらを規定した約款・各種契約条項および法的根拠等を詳しく調査し、我が国へＲＢを導入する場合に必要な法制度整備等のあり方等を検討することが肝要と考えられる。

情報開示制度、破産法制などの諸制度の充実

米国のＲＢでは、情報開示制度やその前提となる会計基準制度、包括的な自治体破産法制などの整備により、投資家への情報開示や投資家の責任が明確にされている。これらの制度の充実も、ＲＢの導入可能性を高める一要素になるものと考えられる。

(２) 魅力付けに関する課題

ＲＢがいかに市場の規律が働き得る制度であるとしても、投資家や発行体に受け入れられて市場取引が行われなければ、円滑な資金調達を図ることはできない。

米国のＲＢでは、利子所得に対する免税措置や保証会社や各種の手続き規定による信用補完などにより、投資家や発行体にとって各種多様な魅力が付与されており、その結果、米国の債券市場において一定量の取引がなされている。

このようなＲＢの魅力付けに関しては、以下の～が課題として想定される。

発行体のニーズの把握

発行体に発行ニーズが存在しなければ、ＲＢの活用余地はない。現在の我が国における国、地方公共団体等の金融市場からの資金調達手法には、国債、地方債といった低利で安定的な資金調達手法が存在する。したがって、地方公共団体においてＲＢを活用するニーズがどの程度存在するか、的確に把握する必要がある。

多様な投資家ニーズに対応した商品設計

我が国の債券市場においては、国債や地方債といった低リスクで安全性の高い商品が存在しているため、R Bの導入にあたってはそれらの各商品の特徴を踏まえつつ、多様な投資家ニーズに対応した商品設計が肝要と考えられる。特に、近年注目を集めている社会的責任投資（S R I: Socially Responsible Investment）や、まちづくりに対する住民参加機運の高まり（ファンド、バンクの設立等）等から、使途（事業内容、対象エリア等）が明白なR Bにおいて利回りや信用度等とは別の要素からの魅力付けが可能になりうるものと予想される。

利子所得に対する免税措置等の魅力付け

米国のR Bでは、利子所得に対する免税措置があり、この免税措置が発行体及び投資家双方の魅力となっている。

我が国においては、キャピタルゲインに対する課税として15%の所得税及び5%の都道府県民税が課されており、我が国へのR B導入にあたっては米国のような免税措置等の優遇措置が不可欠と考えられる。

信用補完制度の充実

米国のR Bでは、モノライン保証会社による信用補完制度が充実しており、この存在は発行体及び投資家双方にとっての魅力を高めている。そのような機能を担う受け皿の存在はR Bの導入可能性を高める重要な要素と考えられる。

適用が望ましい事業特性の明確化

我が国へR Bを導入するにあたっては、商品の魅力をどれだけ高められるかという観点から、適用が望ましい事業を検討する必要がある。特に商品づくりを大きく左右する事業特性（規模、資金構成、償還期間、地域性、公共性等）については詳細な検討が必要となる。このため、米国での実施状況をもとに、我が国の制度や社会システム等の現状に合致し、さらに、より魅力的な商品づくりを可能とする事業について明らかにすることが重要である。

（3）その他の課題

R Bの我が国への導入可能性の検討にあたっては、上記の規律付け及び魅力付けに関する検討と同時に、具体的な事業の想定のもとフィージビリティスタディを行いながら、実際に我が国でR Bを発行する場合に想定される、プロセスの全体像や必要な手続き等を明らかにすることが必要と考えられる。