

### 第3章 米国における民間主体からの資金調達手法

2019年12月31日 星期一

### 第3章 米国における民間主体からの資金調達手法

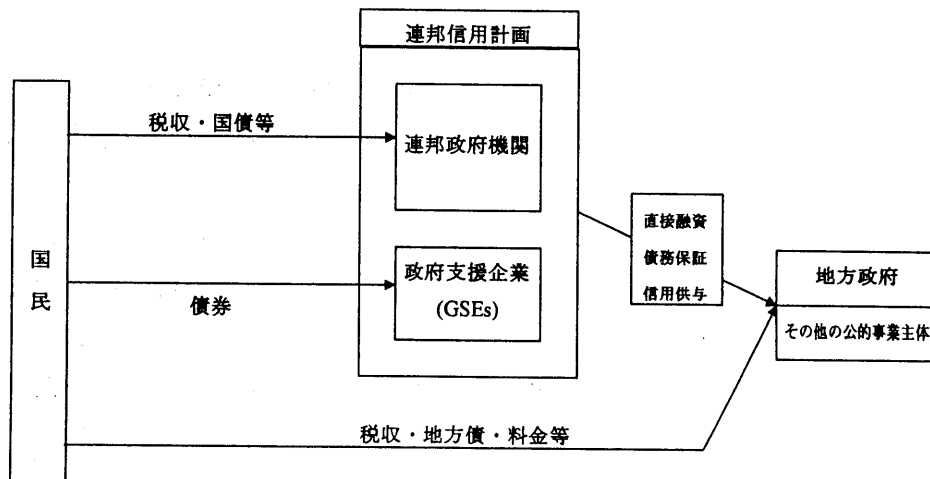
#### 1. 米国における社会資本整備のための債券による資金調達

財政制約が厳しくなる中で社会資本の着実な整備を行うためには、民間のノウハウや資金を活用する方法があるが、一方、公的部門が自ら社会資本整備を行うに当たって、市場から資金調達を行う場合がある。我が国において国、地方、特殊法人等が行っている債券発行は、政府の信用に基づいて資金調達し、一般的な政府財源によって償還を行う手法であるが、同様に政府関係機関が債券等により資金調達する場合であっても、償還財源を特定の税金、料金収入に限定することで、公的部門に対するプロジェクト・ファイナンスともいえるような形態を取り、リスク分担の明確化等の効果を生み出すこともできる。

このような償還財源を限定した債券発行は、1980年代以降、米国の連邦、州・地方自治体<sup>1</sup>及び政府関係機関において発達してきている。その背景には公的事業における米国の州・地方自治体の役割・規模の大きさ、州・地方自治体に対する連邦助成金の減少、第1章で見たような一定のリスクを求める個人金融資産の蓄積等、我が国には見られない様々な前提条件の存在も大きく影響していると考えられるが、以下では、米国における民間からの資金調達事例を紹介する。

#### (1) 米国の公的部門における資金調達と連邦信用計画

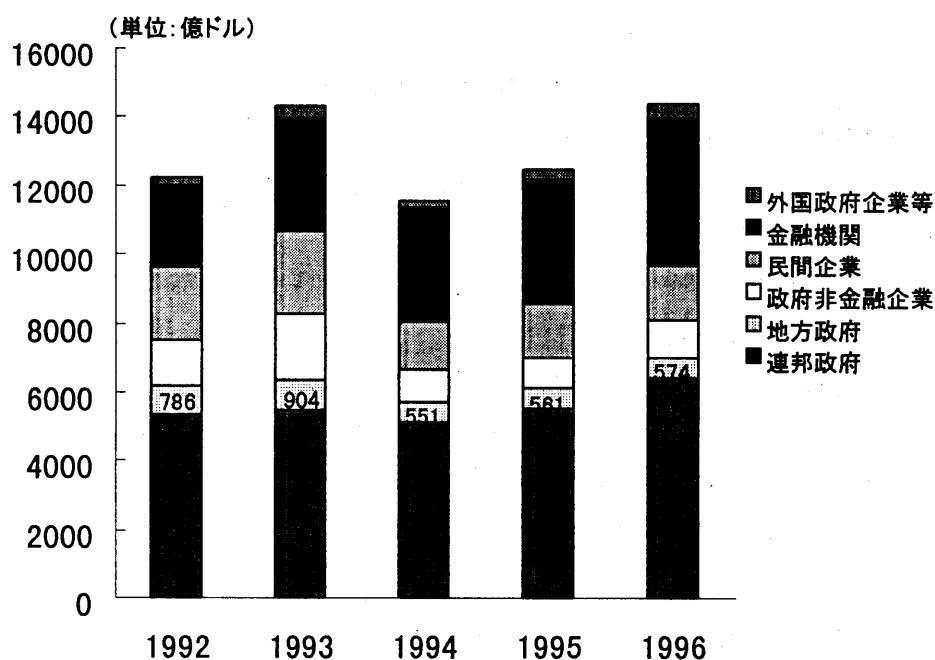
図 3-1 米国連邦信用計画と政府の資金調達



<sup>1</sup> 本章では、Local Authorities(County, City,その他の Municipality)を「地方自治体」と呼ぶ。州(State)は、Local Authorities (地方自治体)ではない。ただし、「地方税」、「地方債」等、他の語句と併せ「地方」と呼ぶ場合は、州・地方自治体の両方を含むものとする。

米国は、連邦信用計画と呼ばれる公的金融制度がある（図 3-1参照）。本制度に基づき、連邦が税及び国債発行で調達した資金を教育分野等の公的事業に対し信用供与する<sup>2</sup>。一方、州・地方自治体も多様な債券を発行している。また、住宅等の分野では、政府支援企業(GSEs)と呼ばれる機関がローン債権の証券化等を行っている。

図 3-2 米国における中長期債券の発行状況



出典：日本銀行(1998)より作成。

図 3-2に見るように、金融機関が発行している債券は、住宅関係の政府支援企業を中心とした政府関係機関の債券も多く含むので、米国の債券市場における公的部門の比率は大きいといえる。

米国の公的部門による資金調達において、我が国と比較して特徴的なものとして、第 1 に、地方債の発行手法が挙げられる。米国では、社会資本整備に係る地方債券発行では、一般財源からの償還を前提とせず、特定の税収及び料金等を償還財源とする割合が大きい。第 2 に、住宅ローン又はローン債券のプールを背景にした債券発行が挙げられる。米国では政府関係機関が住宅ローンの証券化及び住宅ローンに関しての債務保証を中心に活動を行っている。そこで、本章第 1 節から第 3 節は、州・地方自治体を中心とした民間資金の活用手法について述べる。住宅に関する政府支援企業等の活動は、本章第 4 節において紹介する。

<sup>2</sup> 連邦信用計画の全体像については、野田(1996)、中北(1998)、高橋(1998)等参照。

## (2) 州・地方自治体の一般的な資金調達動向

### ① 地方債の種類と機能<sup>3</sup>

米国の地方債には、大きく分けて州・地方自治体が保証を付す一般財源債(General Obligation (GO) Bonds)と、州・地方自治体保証のないレベニュー債(Revenue Bonds)の2種類がある。

#### ・ 一般財源債 (General Obligation (GO) Bonds)

GO Bonds は、債券を発行する州政府・地方自治体の「十分な信頼と信用(Full Faith and Credit)」を担保とする債券である。GO Bonds を発行した州・地方自治体は、利用可能なすべての財源・税源から資金を調達して、元利の償還に当てる。さらに、既存の財源では償還資金が不足する場合には、発行主体は増税及び課徴金の引上げを行うこともできる。GO Bonds がデフォルト（支払義務の不履行）に陥る場合、債券を発行した州政府・地方自治体は破産状態に陥っているため、債券の保有者は法的処理を要請できる。GO Bonds の収入は、すべてのプロジェクトに用いることができるが、地方税収一般に影響を与えることから、その発行に当たっては、しばしば有権者の承認を必要とするのみならず、発行量等について法律等に基づき一定の制約を置いている州・地方自治体も多い。

#### ・ レベニュー債 (Revenue Bonds)

Revenue Bonds は、プロジェクトの資金調達に際して、当該プロジェクトの運営により生み出された収入等、特定の資金のみを償還財源とする債券である。何らかの理由でこれら償還財源が不足する場合にデフォルトに陥るおそれがある。したがって、GO Bonds よりもリスクが大きく、利子率は GO Bonds に比べて若干高めになっている。Revenue Bonds は、有権者の承認等の必要がある GO Bonds に比べて発行要件等の法的制約が少ないこと、また、発行の時期が機動的であり、プロジェクトの必要性に応じて組むことができることから、1980年代に入って発行額を大幅に伸ばした。公的機関の責任によって発行されるものだけではなく、地理的境界を定義した特別の地区設定を伴うものもある。

## ② 地方債市場の動向

### ・ 地方債残高の推移

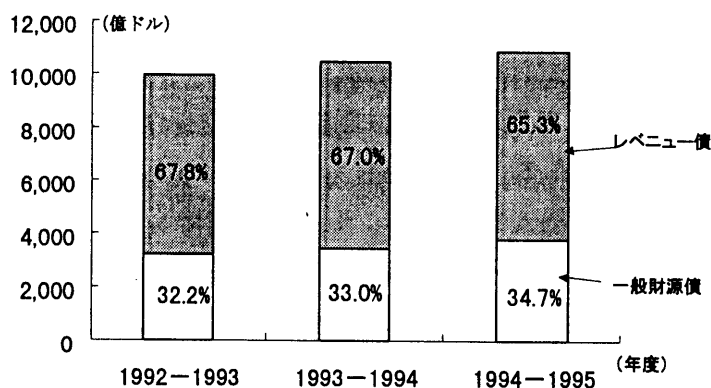
米国の州政府・地方自治体が発行する債券の90%以上は、1年以上の満期を有する長期債券である。州政府・地方自治体は、年間約1300億ドルの長期債券を発行しており、その残高は1兆ドルを超えている。1970年代までは、我が国と同様に州政府・地

---

<sup>3</sup> この部分の記述は、主に Fisher (1996)、EPA (1998) による。

方自治体の信用に基づいて発行する一般財源債がほとんどであったが、1980年代に政府保証のない債券(Revenue Bonds)の発行が急増し、現在は全長期債券残高の約 2/3 が政府保証のない債券となっている。

図 3-3 米国州政府・地方自治体が発行した長期債券残高の推移



出典：U.S. Bureau of Census “Government Finance”等より作成。

#### ・ 地方債の発行と流通

これらの地方債は、ファイナンシャル・アドバイザー、カウンセラー等、多くの仲介者を経て売却されている<sup>4</sup>。債券の発行に際しては、債券のリスク、発行主体の運営状況、プロジェクトの収支等の情報を市場に提供するため、複数の格付機関によって格付を取得することが通常である。また、地方債は第三者に転売が可能であり、債券流通市場が整備されている。地方債における資金フローをプールするミューチュアル・ファンドも存在しており、その株式を購入することで地方債を間接的に所有することになる。現在では債券の60%以上が家計、特に比較的高所得の家計によって保有されている。この背景には、後述するように連邦所得税等の非課税措置によって、限界税率の高い高所得層にとって魅力的な金融商品になっていることがある。

### ③ 地方債の利子所得の非課税措置

#### ・ 非課税措置の適用

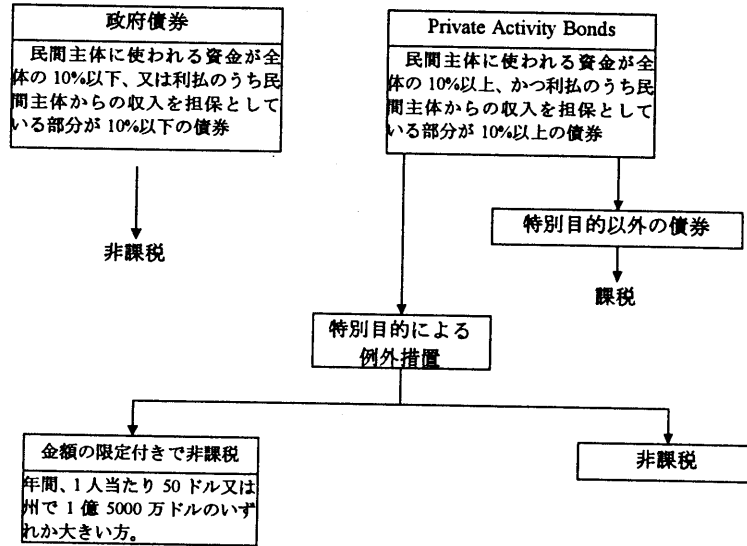
地方債の多くは、その利子所得に連邦個人所得税及び法人税が課されない。発行主体の区域内での地方税も非課税である。このため、信用力のある地方債は財務省証券に比べて有利であり、低い利回りで発行されている。こうした非課税措置は、連邦から州・地方自治体への実質的な助成措置になっている。しかし、非課税措置の拡大が連邦財政の悪化につながることで問題視され、1986年税制改革法によって、州政府・

<sup>4</sup> 地方政府は、金利低下時には、不必要な利払が発生しないように地方債を買い取り、リファイナンスすることもできる。

地方自治体が発行する債券のうち、民間投資の資金調達等のために用いられる民間活動債券(Private Activity Bonds)の一部には、非課税措置が適用されないこととなった。

・ Private Activity Bonds と非課税措置の適用範囲

図 3-4 地方債における非課税制度



出典：Fisher (1996) p.251 Table 10-7 を和訳して加工。

Private Activity Bonds は、上述のような非課税措置との関係で定義される Revenue Bonds の1類型であり<sup>5</sup>、州政府・地方自治体が借り入れた資金の一部を、住宅・社会資本整備等の特定の目的を持った民間投資に用いることを認めるものである。Private Activity Bonds と非課税制度の関係は、図 3-4のとおりである。また、図 3-4における「特別目的」は、表 3-1のように整理できる。

表 3-1 Private Activity Bonds の税制上の扱いと「特別目的」

税制	特別目的		その他
	規模の限定なし非課税	規模の限定付き非課税	課税
事業分野	NPO (非営利組織) 資金、政府所有の空港、埠頭(Docks and Wharfs)、固形廃棄物処理施設、退役軍人モーゲージ	モーゲージ・ローン、教育ローン、産業開発債券の小規模発行、集合賃貸住宅、民間所有の産業廃棄物処理施設、水道及び関連施設、危険廃棄物処理、政府所有の公共交通施設、荒廃地域の再開発	スポーツ・コンベンション施設、駐車場、民間航空、水道、公共交通、公害調節、工業団地、その他すべての特別目的以外の民間活動

出典：Fisher (1996) より作成。

<sup>5</sup> Private Activity Bonds 以外の政府関係機関が発行する Revenue Bonds は、Public (/Government) Purpose Bonds と呼ばれることがある。

### (3) 受益者負担による社会資本整備の資金調達と債券発行

米国の州政府・地方自治体は、売上税等の特定の税金や施設の利用料金を担保に債券を発行して、社会資本整備の資金調達を行うことがある。通常税金による社会資本整備の場合には、社会資本の費用は住民全体で負担することになるが、その一方、費用を社会資本の便益を受ける人に限定して負担させるという受益者負担の考え方に基づき、社会資本整備を行うものもある。社会資本から得られる便益は長期にわたって続くのに対し、社会資本整備に係る費用は、建設時に集中するので、特定の税金・料金をもとに社会資本整備を行う場合、その費用を債券によって市場から調達し、社会資本から得られる便益を根拠に徴収した税金・料金をもって償還するという事業手法がとられることが多い。以下、公的主体が発行する債券の償還財源に受益者負担に基づく税金・料金を充てる事例を紹介する。

#### ① 特定税金を担保にした債券

##### ・ 売上税金債券 (Sales Tax Bonds)

特定税金を担保とした債券の代表は、売上税金債券 (Sales Tax Bonds) である。特に、増税が困難な州・地方自治体において、公共交通機関の施設整備及び道路の改良等について用いられる。売上税金債券は、交通インフラ等が整備されることによって地域の経済状況が改善されて売上税金が増える関係に着目し、受益者負担を求めるものと考えることができる。売上税金債券は、その地区の経済全体によって支えられており、幅広い税源を持っているという点で投資家にとって有利である。したがって、多様な税源を持っているほど高い格付を得られる。一方、例えば産業が観光に依存する場合等は、周期的な変動を見込まなければならない。

また、売上税は通常税率が固定されているため、一定の範囲で税金の予測が可能であり、将来において売上税債券を追加発行した場合に、元利償還に十分な税金が確保できるという予測が容易であることが、債券の信用の高さにつながる。

##### ・ ワシントン首都特別地区（以下「特別地区」）における競技場建設の例<sup>6</sup>

首都特別地区競技場 Limited Partnership (DCALP) は、ワシントン D.C. において、スポーツ競技施設（推定費用 1 億 7500 万ドル）を建設し、特別地区政府が土地取得等の特定の先行開発費用の資金調達を担当することで合意した。競技施設の建設に当たっては、地区内にある商業の粗収入を基に算定された売上税金債券の償還に充てる競技施設税 (Arena Tax) を徴収する。この税金は、年間 900 万ドルに達するように、市長が税率を上げることができる。地区の再開発を担当する (Redevelopment Land Agency

<sup>6</sup> この部分の記述は、GAO (1998), GAO/AIMD-98-223 による。



(RLA))は、この税収を担保に借入を行うことができる。

図 3-5 RLA の現金ベースの資金繰り

収 入	支 出
RLA Revenue Bonds の純売却額  5740 万ドル	資本準備 500 万ドル 債券償還準備 600 万ドル
競技施設税 920 万ドル	事業費 6150 万ドル
補助金等 940 万ドル	剰余金 350 万ドル

1995年8月に、銀行団から5300万ドルの借入を行い、1996年1月に競技施設税を担保とする Revenue Bonds の発行に6000万ドルを支出した<sup>7</sup>。1998年4月現在、地区内の競技施設税収が960万ドルであるのに対し、元利償還額は590万ドルであり、資金繰りに余裕がある（図3-5参照）。Revenue Bonds の満期は2010年であるが、現在の計算では、2002年に繰上げて償還できると予測している。繰上償還は、利子費用の軽減になり、期間の長短を調節することで、不確実な税収の影響を軽減し、Revenue Bonds の安定的な償還を可能にしていると考えられる。

<sup>7</sup> 6000万ドルのうち80万ドルは債券発行費用に、180万ドルは割引に使われた。

## ②徴収料金を担保にした債券発行（空港整備の例）

病院等の医療施設、高等教育、美術館、競技場等については、徴収された料金等を担保に債券を発行することが可能である。また、有料道路、空港等、利用者を特定して料金を徴収できる社会資本の整備のためには、その収入を担保にして債券を発行することがしばしばある。以下ではそれらの中でも近年、特に民間資金の活用が進んでいる空港整備に係る債券発行を紹介する。

### ・空港整備のための資金調達とリスク・マネジメント<sup>8</sup>

米国の空港<sup>9</sup>は、原則として州政府等の公的主体が所有するが、事業としては航空会社等の民間主体と協働し、独特の資金調達形態を有している。1980年代から債券による資金調達が発達し、現在では、その施設整備等に様々な資金調達源を有している。

#### a. 空港の収入源

米国の空港の収入源は、空港着陸料金、ターミナルのリース料金、駐車料金、広告料金、燃料売却料金等である（表 3-2参照）。

表 3-2 空港整備の資金源(1996)

	億ドル	%	資金源
免税債	41.04	58	州、地方自治体及び空港運営主体によって発行される免税債
空港改良プログラム助成金(AIP)	13.72	20	空港・空路信託基金(Airport Airway Trust Fund)から、議会によって利用を承認された資金であり、国内・国際旅客、国内航空貨物及び非商業航空機燃料からの税収入
旅客施設料金(PFC)	11.14	16	商業空港における乗客料金
州・地方自治体支出	2.85	4	州航空機燃料税・空路資産税、航空機登録料金、州債、州一般基金等からの資金
空港収入	1.53	2	①「空からの」収入 航空機、乗客、貨物の運営及び着陸から得られる収入 ②「陸からの」収入 空港施設のリース及び駐車場のコンセッション等
合計	70.28	100	

出典：GAO (1998) GAO/RCED 98-71 p.6 Table1 を基に作成。

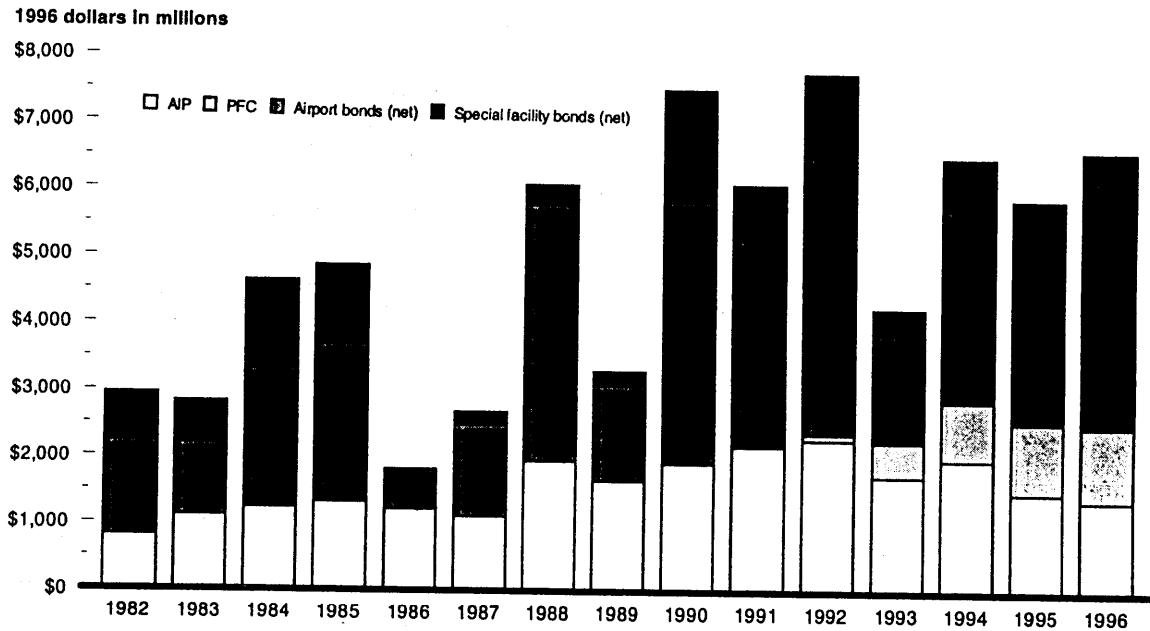
<sup>8</sup> この部分の記述は、主に GAO (1998) GAO/RCED-98-71 等による。

<sup>9</sup> 米国の空港は、10機以上の航空機を扱うものは概ね National Airport System に位置付けられる。National Airport System の中で、2500人以上の定期的な旅客を扱うものは、商業空港(Commercial Service Airport)と呼ばれ、その他の比較的小規模なものは、一般空港(General Aviation Airport)と呼ばれる。

空港の運営費用は、債券等でレバレッジするのではなく、これらの運営収入によって賄っている。運営収入が運営費用を上回れば、施設建設等の資本支出のために発行された債券の償還のために支出又は積立を行うことができる。大規模な空港は、純収入（運営収入－運営費用）の債券償還に対するカバー率が125%<sup>10</sup>を上回っていることが多い。一方、小規模な空港では、運営収入が運営費用を下回っていることが多い。

## b. 空港債券の発行量

図 3-6 空港資金調達額の変動



出典：GAO (1998) GAO/RCED 98-71 p.7, Figure2 を抜粋。

空港の資金調達合計額は、図 3-6に見るように年によって大きく変動している。特定税収を基礎とする AIP は、それほど大きく変動しないが、免税債収入が資金調達額全体の変動を調整するように働いている。1982 年までは、空港は Revenue Bonds による資金調達を行っていなかった<sup>11</sup>が、特に 80 年代後半以降、その発行額を増大させた。1982 年から 96 年までで、合計 536 億ドルの債券を発行<sup>12</sup>したが、そのうち 173 億ドルは借換債である。特に、金利の低下した 1992 年から 1993 年にかけては、高金利時に発行した債券を売却して借換債を大量に発行した。

<sup>10</sup> 純収入／元利償還が 125%というのは、ほとんどの債券発行において要請される収入の最低カバレッジ率(Debt-Service Coverage Ratio)である。

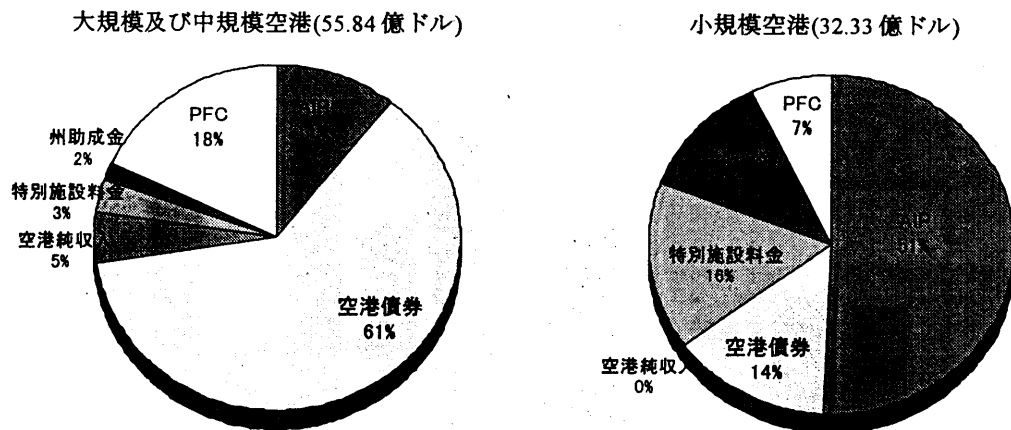
<sup>11</sup> それまでは債券発行として、Revenue Bonds よりも高い信用を得ることのできる GO Bonds が一般的であった。

<sup>12</sup> これまでの発行債券のうち、90%以上が一般空港債券(General Airport Revenue Bonds (GASB))である。

### c. 空港の規模と債券発行

表 3-2のような資金調達のコラボレーションは、空港の規模によって大きく異なる。図 3-7に見るように、規模の大きい空港は、資金調達額の約 6 割を Revenue Bonds に依存している。小規模な空港の Revenue Bonds による資金調達は全体の 15%以下である。小規模な空港では、その代わりに AIP と Special Facility Bonds (SFB)を多く用いている<sup>13</sup>。

図 3-7 空港の規模別資金調達源(1996年)<sup>14</sup>



出典：GAO (1998) RCED 98-71 p.7 Figure2 を和訳して加工。

ただし、図 3-8に見るように、発行されている債券については、その格付と空港の規模に相関関係はないと考えられる<sup>15</sup>。前述のように、一般的に小規模な空港の方が採算状況が厳しいという傾向はあるものの、小規模な空港は債券発行の規模が小さく、特定の使用者に依存した投資行動をとることが少ないこと等の理由により、それほどリスクが大きいとは認識されていない。

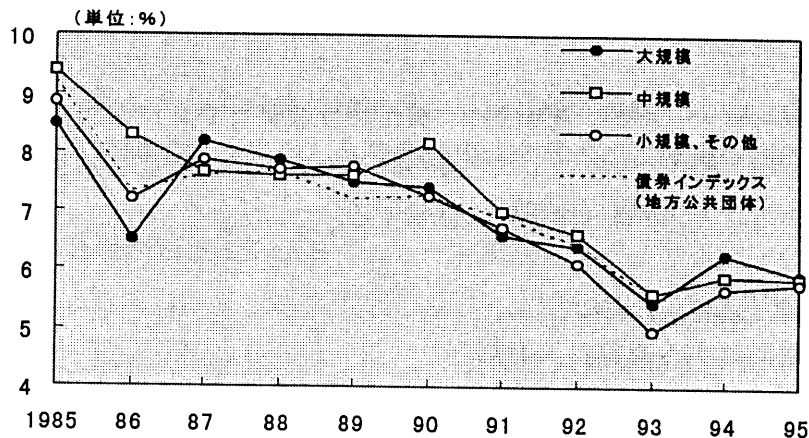
一方、むしろ中規模空港が発行する債券に高い利回りが要求される場合がある。これは、特に他空港からの交通を受け入れる空港（いわゆるハブ空港）に、投資家及び格付機関が高いリスクを見込んでいるためであるとされている。ハブ空港の利用者は、空港の相対的な有利さの関係によって、利用する空港を変更することが多いと考えられているためである。

<sup>13</sup> 空港一般の収入ではなく、ターミナル、格納庫、修理施設等のレンタルから得られる収入を担保とする債券。発行額は、年によって変動が大きい。

<sup>14</sup> 大規模空港とは、米国総航空旅客数の 1%以上の旅客数を持つ 29 の空港をいう。中・小規模空港とは、同 0.25~1%の旅客数を扱う 42 の空港をいう（データは 1996 年時点）。

<sup>15</sup> 小規模な空港は、安定的な GO Bonds である空港債券に頼る割合が大きいことも、信用力の増大につながっていると考えられる。

図 3-8 空港債券の規模別利子率（年平均）



出典：FAA (1996) Table 2.3 及び 2.4 より作成。

#### d. 需要リスクのマネジメント<sup>16</sup>

図 3-8にみるように、空港が発行する債券は、州・地方自治体が発行する債券と同等か、それ以下の金利で発行できる場合があることがわかる。こうした信用の高さを維持するため、米国の空港は、様々なリスク・マネジメントを実施し、現在も一層の検討が進んでいる。ほとんどの商業空港では、空港と航空会社の運営・資金上の法的な協定である「使用契約(Use Agreements)」にリスクと責任の関係が規定されている。この契約の形態はこれまでの経験を踏まえて発展してきたが、主として以下の2種類の手法及びそれらを複合した手法が援用されている。

##### i) 残余(Residual)アプローチ

需要リスク等すべてのリスクを航空会社が負う。ただし、駐車料金等の航空会社が携わらないものに対するリスクは、空港側が管理する。

##### ii) 補償(Compensation)アプローチ

空港運営主体は、施設及びサービスに係る費用のすべてをカバーするのに必要な施設のレンタル料金及び空港着陸料金を設定し、航空会社等に支払わせる。その上で、空港運営主体は、需要リスクを含めたその他すべてのリスクを負う。

##### iii) ハイブリッド・アプローチ

<sup>16</sup> この部分の記述は、主に FAA (1996)による。

空港の運営を費用に応じて分割し、それぞれの費用の性質に応じて、上記 i)又は ii)のアプローチを適用する。

残余型の契約に基づく空港の運営では、航空会社が負うリスクが相当程度あり、これが空港債券の高い信用をもたらしたと見られる。また、債券発行に当たっては、格付機関は、以下の2つの指標（比率）に注目する。

i) 「運営費比率(Operating Ratio)」

：運営費用に対する運営収入の割合。

ii) 「債務比率(Debt Ratio)」

：資本支出についての既発及び新規借入に対する空港の支払能力を測る指標。

一般に、空港は他の施設に比べて高い債務比率を有しているが、運営費用が少ないため、より多くの債券の償還が可能になっていると考えられる。

e. 金利・市場環境リスクのマネジメント

FAA は、空港債券をの発行条件と金利の関係を分析した（図 3-9）。小規模空港が発行する債券は、市場利子率の変動を大きく受ける。一方、中規模空港の債券に信用状を付す、又は一般財源からの償還も行う等の保証の効果が大いいと予測されている。これは、中規模空港に関して、需要リスクを含めた一般的なリスクの大きさが認識されているためと考えられる。

図 3-9 空港の規模別、債務に係る推定費用(1985-95)

発行条件	8.0%の利子率を想定した際の利子率の変化		
	大規模空港	中規模空港	小規模空港
一般市場利子率の 10%上昇	+0.82	+0.82	+1.05
満期期間の 10%上昇	+0.11	+0.05	+0.09
債券発行額の 10%上昇	-0.02	0	0
格付の 1 段階上昇	-0.20	-0.08	-0.16
免税の適用	-1.87	-1.39	-1.67
債券保険の適用	-0.23	-0.47	-0.67
信用状の付与	-1.83	-2.01	-1.38
Revenue Bonds—GO Bonds	+0.31	+0.81	+0.52

出典：FAA (1996), Table3.2 を和訳して抜粋。

・ Denver 国際空港の例<sup>17</sup>

Denver 国際空港(Denver International Airport (DIA))は、United Airlines (UA)に対し、乗客1人当たりの費用がある一定のレベルを超えない限り、空港の使用権（リース権）を与えることができる。DIA の貸付は、定率（乗客1人当たりの料金を徴収する）価格のメンテナンス契約であり、DIA の運営費用と負債の償還費用を賄うだけの料金設定が認められている。したがって、DIA が負債を償還できるかどうかは、旅客数と乗客1人当たりの費用の大小にかかっており、基本的に空港がリスクを負った契約形態といえる。この契約において DIA が抱えるリスクとその性質は、表 3-3 のようになる。

表 3-3 DIA が抱えるリスクの種類と性質

リスクの種類	性質
航空会社経営のリスク	<p>1978 年の規制緩和以来、航空会社産業の資金状態は、不安定な状態にある等、ほとんどの航空会社は、経営に何らかの問題を抱えている。例えば、MarkAir は、1995 年 10 月に経営難によって事業から撤退した。</p> <p>さらに、DIA は乗客の 70% を UA に依存しているため、UA の経営状況が DIA に与える影響は大きい。</p>
旅客数のリスク	<p>DIA における航空券価格は、UA の独占的な経営によって他空港のものよりも高くなっているという指摘があり、Delta, Northwest, TWA の各社は不満を持っている。Continental Airlines は既にハブ空港としての DIA の利用を他空港に移したが、DIA の高い着陸料金を避け、安い着陸料金を求める航空会社が周辺空港にシフトしているという指摘もある。</p>
航空機産業の動向によるリスク	<p>個別の航空会社のみならず、Denver 周辺の経済成長の動向、航空ルートネットワークにおける DIA の位置付け、国内・国外の経済・政治の状態、航空機燃料の価格、航空運賃の相場、航空交通コントロールシステムの容量等が、DIA の経営状況に影響を与える。</p>
建設欠陥リスク	<p>空港施設に関して何らかの瑕疵があれば、修理費用がかかるが、この費用は、「隠れた瑕疵条項」"Latent Defect Clause"に基づき、仮に隠れた瑕疵が見つかった場合にも市の追加的支出はなく、DIA が負担することになる。</p>

<sup>17</sup> この部分の記述は、主に GAO (1996) GAO/AIMD-96-27 による。

その他	ディスクロージャーの不備や、連邦法に抵触があった場合に、証券取引委員会(SEC)の勧告等の可能性がある。また、連邦議会が助成金を承認しないおそれもある。
-----	--

このようなリスクに対処するため、DIAは図3-4のような4種類の準備基金を設け、短期的な流動性を確保している。

表 3-4 DIA の現金準備

用途	積立額	備考
債券	3億1280万ドル	この資金は、債券の償還にのみ充てられる。引き出された資金は、各月の1/60の割合で返済されなければならない。
資本	4755万ドル	この資金の利用は、特に制限がないが、通常は建設事業に用いることを予定している。
Coverage Fund	4700万ドル	資金面の危機に備えているファンドであり、空港の純収入がこのCoverage Fundを含めて、債券償還額の125%以上であることが、契約上要求されている。
運営・修繕	1246万ドル	運営費用支出が不足したときに支出される。2ヶ月間の運営・修繕費用を積み立てておかななければならない。
合計	4億1981万ドル	



### ③特別賦課債券(Special Assessment Bonds)

#### ・特別賦課地区(SAD = Special Assessment District)

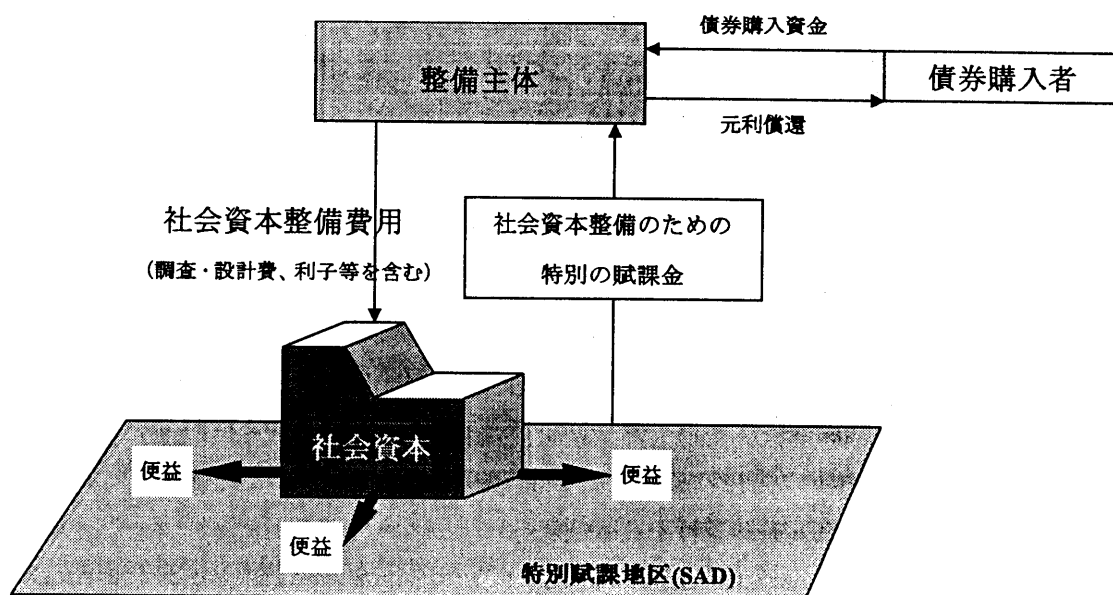
SADは、社会資本整備によって便益を受ける都市の一部地区において、地区内の土地所有者に特別の料金や負担金を課し、社会資本整備費用の一部を賄う制度である。また、地区の資産構成に応じて、SADに基づく収入を担保に債券(Special Assessment Bonds)を発行する場合もある<sup>18</sup>。この制度の利点は、社会資本により便益を受ける人からのみ建設資金を徴収することによる受益者負担原則の徹底である。対象となるプロジェクトは、学校、街路、上下水道等幅広い。

#### ・特別賦課債券(Special Assessment Bonds)<sup>19</sup>

地方自治体がSADに基づく収入を担保として発行する債券である。公共施設の維持修繕等に充てる目的でも発行できるが、新規建設事業に用いるのが通常である。ほとんどのSABは、15年以下の満期である。

SABは限定された収入、施設利用料等が担保なので、償還リスクは高い。また、便益を受ける人のみが支払うため、賦課金の率は高くなる。したがって、経済的に不利な地方自治体が発行するのは困難である。

図 3-10 特別賦課金及び特別賦課債券の仕組み



<sup>18</sup> 詳細は、トラスト 60 社会資本整備研究会(1992)等参照。

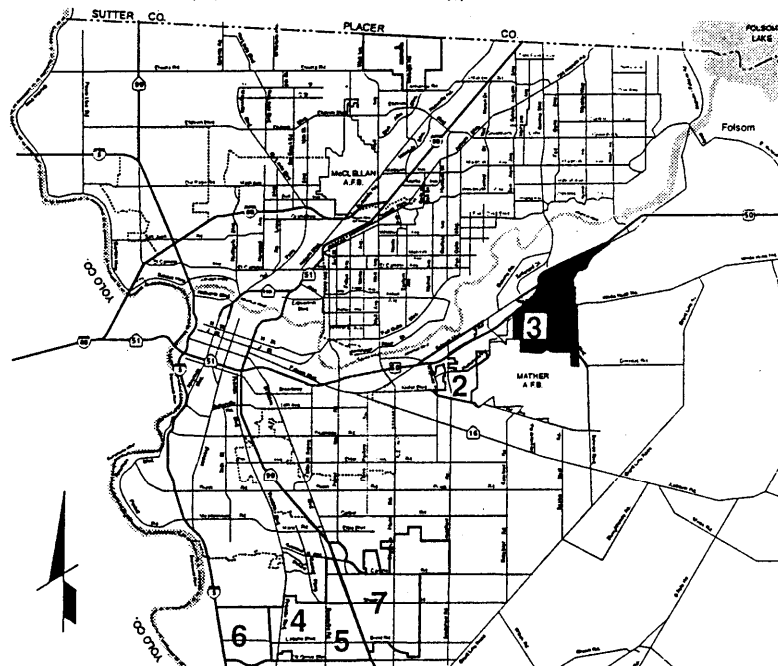
<sup>19</sup> この部分の記述は、EPA (1998)、Standard & Poor's (1998c)等による。

・ Sacramento 郡の Special Financing Districts (SFD) の例<sup>20</sup>

カリフォルニア州の Sacramento 郡は、1996 年 5 月までに社会資本の改善による便益を受ける資産の所有者に、費用を負担させるため、7つの SFD を設立した。当該地区は、都市郊外において市街地が拡張する地域に主に位置している。

個々の資産評価は、指定されたゾーニングの分類と土地面積による。収入の多くは、計画された改善のための開発が起こるまで積立てられる。この SFD では、7つの地区のうち、図 3-11 の「3」に位置する Sunrise/U.S.50 賦課地区(Sunrise AD)が、債券発行による資金調達を行った。

図 3-11 Sacramento 郡の SFD



出典：Sacramento Transportation Authority (1996) 図 1-4 を抜粋、加工。

Sunrise AD は、道路の拡幅、交差点改良及び Zingandel/U.S.50 インターチェンジの拡張を行うために、1986 年に設立された。これらの改善は、U.S.50 及び Folsom Boulevard の南、Sunrise 及び Zingandel インターチェンジの 2,850 エーカー(約 1153 ha)に及ぶ地域の工業・商業・住宅地区の開発に資する。Sunrise AD は、2009 年まで継続する予定の SFD を担保にした債券(SAB)を発行している。

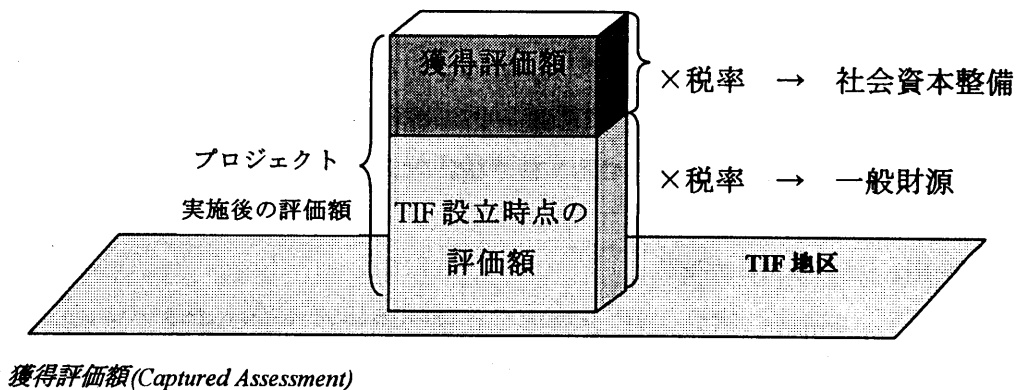
<sup>20</sup> この部分の記述は、Sacramento Transportation Authority (1996)による。

#### ④ Tax Increment Finance Bonds

##### ・ 税収増引当ファイナンス (Tax Increment Finance (TIF) )

TIF は、地方自治体が開発プロジェクト（都市再開発等）により恩恵を被る地区を指定し、当該地区における不動産税の上昇分を基に、社会資本整備を行う制度である<sup>21</sup>。TIF は、社会資本整備による便益の上昇は地価等の資産価値の上昇に反映されるといふ資本化仮説(Capitalization Thesis)に基づき、社会資本整備による便益を受ける人に、その額に応じて社会資本に関する費用の負担を行わせるものである。TIF 地区では、資金構成に応じて、税収の増大分を担保に債券(TIF Bonds)を発行する。

図 3-12 TIF による評価額の設定と財源



$$= \text{現在の評価額(Current Real Assessed Value)} - \text{TIF 設立時点の評価額(Base Assessment)}$$

##### < 課税の方法 >

TIF 地区においては、実質不動産価値の上昇に課税される。対象となる社会資本は、通常地区内のものであるが、当該地区に寄与するものであれば、地区外社会資本でも TIF の対象となる場合がある。TIF に係る課税標準は、下式のようにして求められる獲得評価額（評価が確立されて以降の実質価値の上昇）である。

このとき、TIF 内の不動産は他の地域の不動産と同じ税率が課され、SAD のような追加的な賦課金の徴収を行わない。このため、TIF は、一般に地区内の不動産所有者にとって SAD よりも受入れられやすい。1970 年代以降、連邦補助金が減少するに伴い、California 州、Minnesota 州を皮切りに、TIF が広まった。TIF は、都市再開発等において一定の成果をあげており、ほとんどの州で利用が可能である。

<sup>21</sup> 詳細は、トラスト 60 社会資本整備研究会(1992)等参照。

## ・ TIF 債券 (TIF Bonds)

TIF 債券は、TIF 地区における不動産価値の増大分を担保にして、州及び地方自治体によって発行される免税債券である。最も多く用いられていたのは、都市再開発及び競技施設建設であったが、近年、上下水道等の整備にも用いられるようになった<sup>22</sup>。TIF 債券の利点は、社会資本により便益を受ける人からのみ徴収した税収を担保とするという公平性であるが、徴税対象の少数者の反対は強く、条例を通す際に困難に直面することも少なくない。また、不動産価値の増額分を推計するための行政コストが比較的大きく、評価に主観が入るおそれもある。

さらに、TIF 債券には、一般財源を担保にする GO Bonds と、不動産価値の増額分のみを償還財源とする Revenue Bonds とがある。Revenue Bonds の場合、不動産税ベースの債券よりも TIF 債券の方がリスクが大きいとされる場合もある。TIF 債券は、不動産税評価額の増大分のみを担保とするため、収入を州・地方自治体がコントロールできない。特に、過去のデータが不足する事業の立上がり当初は、収入が利払・償還に満たない場合もある。したがって、TIF 収入のみを償還財源とする債券は、州・地方自治体が発行する他の債券より高い利子率で発行される<sup>23</sup>。

## ・ Chicago 市における TIF の例<sup>24</sup>

米国の中でも、Illinois 州は、TIF を利用した都市開発が非常に活発である。1977～1997 年の間に、250 以上ある Illinois 州の地方自治体の各々が最低 1 つの TIF District を形成し、州全体では 400 以上の TIF Districts がある。成功している TIF は、地方自治体の再開発の到達目標（雇用創出等）等に向けて公的主体と民間主体が協調的に働いているところが多い。

### < TIF の条件と各段階 >

1. 地方自治体が、経済的・物理的に衰退している地域（公共投資がなければ、地域内の民間投資と不動産の評価額（課税ベース）が合理的な率で成長しないと考えられる地域）を特定する。
2. 当該地域の調査及び計画を行い、州法に規定する公聴会を開催した後、地方自治体が TIF 地区を制定する。
3. TIF 地区が設立される日までに郡の担当官が当該地区にある不動産の均衡化された評価額合計 (Certified Initial Equalized Assessed Valuation (CIEAV)) を確定する。

<sup>22</sup> ただし、州によっては、TIF 債券の発行を禁止しているところがある。

<sup>23</sup> そこで、例えば Indiana 州の地方自治体は、債券発行に当たり、他の歳入による保証や他の信用供与 (letter of credit 等) を行っている。

<sup>24</sup> この部分の記述は、主に City of Chicago (1998) による。

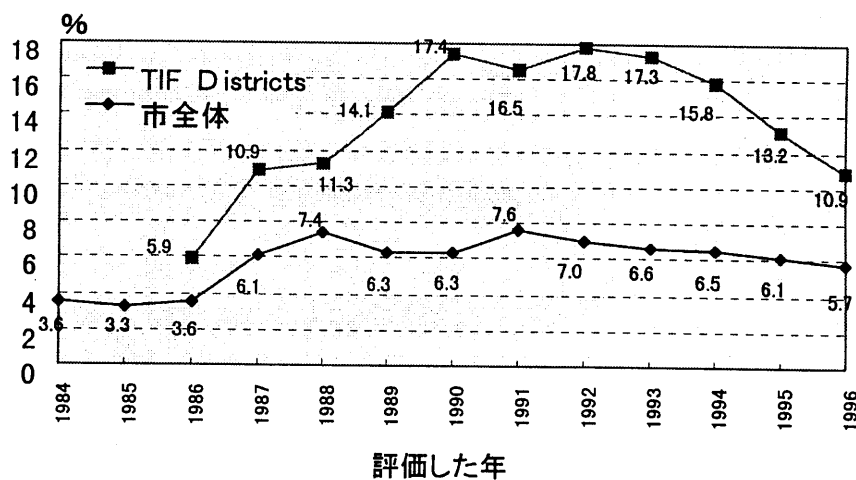
このCIEAVから得られるすべての不動産税は、TIF地区内の管轄権を有する課税主体に支払われる。その一方で、これ以降の不動産価値の増大(Incremental Equalized Assessed Valuation (IEAV))による税収増大は、この地区内における「再開発プロジェクトコスト」として別計上される。

4. 地方自治体は、TIF地区の民間投資を喚起するために再開発を行い、その他の補助を与える。地方自治体は、開発によって生み出された税の増収分を担保にした債券を発行することができる。
5. 23年後、すべての債務が返却されており、地区は解消し、不動産税に関するすべての税収は課税主体に支払われる。

Illinois州で発行される債券には、GO Bondsも多い。また、Minnesota州のように、Revenue Bondsを発行する場合でも、いくつかのDistrictの収入をプールする手法も見られる<sup>25</sup>。

Illinois州におけるTIFの最近の事例としては、Chicago市のものがある。Chicago市では、図3-13に見るように、TIF地区内の均衡化された評価額(EAV)の成長率は、常に市全体のEAV成長率を上回っており、TIFプログラムが市内の民間投資を刺激し、将来の税収の増大をもたらしたことがわかる。

図 3-13 均衡化された評価額(EAV)の増加率



出典：City of Chicago(1998) p.15 の図を和訳して抜粋。

<sup>25</sup> 詳細は、Program Evaluation Division, Office of the Legislative Auditor, State of Minnesota (1996)参照。

表 3-5 推定される不動産価値と税収の増大

(単位：千ドル)

評価年	徴収年	TIFのある 不動産の EAV	TIFのない 不動産の EAV	TIFによる EAVの増大	TIFによる 税収増大
2006	2007	939,746	207,715	732,031	68,808
2010	2011	1,113,111	235,758	877,372	82,473
2015	2016	1,862,429	392,831	1,469,598	138,142
2019	2020	3,232,830	627,935	2,604,895	244,860

出典：City of Chicago (1998) p.17の表を和訳して抜粋。

そこで、このような過去の不動産価値額の変化から将来の不動産増大額を導き出し、さらに、表 3-5のように、TIFのある地区の EAV と TIFのない地区の EAV を比較している。ここで、TIFによってもたらされる社会資本整備に用いることのできる税額は、TIFのある地区の EAV と TIFのない地区の EAV の差額に税率を乗じたものということになる。また、Chicago市はこれらの経験を踏まえ、TIFを用いて債券発行を行う再開発事業について、表 3-6のような仮定計算を行っている。

表 3-6 TIF を用いた再開発事業の仮定計算 (単位：万ドル)

TIF再開発事例	
<b>指定前の Assessment と Tax</b>	
確定した当初の均衡化された Assessed Value (CIEAV)	100
当初不動産税	10
<b>再開発プロジェクト</b>	
<b>公共投資</b>	
計画、立法、行政その他費用	50
用地取得、建物取壊し、場所の準備	650
社会資本改良	
臨時支出	50
公共投資総計(TIF 債券)	750
<b>民間投資</b>	
既存施設の移設	500
新規施設の建設	1,750
民間投資総計(Debt and Equity)	2,250
<b>公共・民間投資総計</b>	
公共投資割合	17%
民間投資割合	83%
公共/民間投資比率	1:3
<b>増大した EAV と不動産税</b>	
再開発後の EAV	1,100
CIEAV	-100
EAV の増大	1,000
税率	×0.10
不動産税収の増大	100
推定される TIF 債券の償還	-85
増大した不動産税の剰余分	15

出典：City of Chicago (1998) p.19の表を和訳して抜粋。