

## 米国の地方債制度 —免税債を中心に—

坂田和光

- ① 地方債とは、州、地方政府や、その代行機関が債券発行などのかたちで負う債務のことである。米国では、1980年代以降、連邦補助金の削減などで、財政的に逼迫した地方自治体が、盛んに地方債を発行するようになり、残高を累増させた。
- ② 米国地方債の最大の保有者は家計である。地方債が家計にとって魅力的な点として、利子所得に対する連邦所得税が免除される免税債であるということがある。
- ③ 地方債は、政府債と私的活動債に分類できる。政府債は、地方自治体が、自らの行政目的のために使用する施設、自治体自身が運営または所有する施設の整備のために起債する債券である。裁判所や政府庁舎、ハイウェイ、学校、消防署、図書館、電力プラントなどが該当する。私的活動債は、起債収入を民間（非政府機関）に融資し、融資先が、融資資金を老人ホームや工場の取得・建設などの事業に用いるものである。
- ④ 政府債は免税債であり、私的活動債は、原則として課税債である。私的活動債のうち免税措置が講じられるものを特定私的活動債という。
- ⑤ 特定私的活動債とは、起債収入を、空港や污水处理施設、廃棄物処理施設などの施設の整備や、特定の住宅の融資に用いる債券や、特定の用途の少額の債券などをいう。
- ⑥ 新規発行債の多くが政府債か特定私的活動債、すなわち免税債である。
- ⑦ 地方債制度のコストを考えたとき、金額に換算できないコストとして、資源配分の歪み、高所得者への恩恵の集中、免税債の濫用といった弊害をあげることができる。
- ⑧ 金額に換算できるコストとして、まず人的コストがある。米国の地方債制度は、地方債法律顧問、フィナンシャルアドバイザー、引受会社、保険会社、格付機関などの民間機関から、連邦レベルの財務省、内国歳入庁、証券取引委員会、自主規制機関である地方債規則制定委員会、全米証券業協会、そして州・地方政府の監督官庁など、広範な地方債プレーヤーに支えられており、制度の維持にかかる人的コストは莫大なものとなる。
- ⑨ 規制・監督官庁の人的コスト以外の直接的な費用として、免税措置による租税支出、民間の地方債プレーヤーに対する手数料などがある。これらを併せると、数字が拾える部分だけでも、発行額の優に1割を超える経費が投じられていることになる。
- ⑩ このようなコストを要する地方債であるが、米国において、地方のインフラ整備と、地方経済の自立的発展に貢献してきた。
- ⑪ 連邦・州政府・地方政府・民間は、それぞれ立場は違え、アメリカ合衆国の拠って立つところを守るために代償を支払い、地方債市場を支えている。
- ⑫ 我が国の地方分権のあるべき姿はどのようなものなのか。今一度、米国の地方債制度の現状を踏まえて、考えてみる必要があるのではないだろうか。

# 米国の地方債制度 —免税債を中心に—

坂田 和 光

## 目 次

はじめに

### I 地方債の現状

- 1 概要
- 2 規模・起債団体・保有者

### II 免税債

- 1 概要
- 2 内国歳入法（IRC）上の免税債の規定
- 3 特定私的活動債の範囲と概要
- 4 免税債に係る制約
- 5 免税債の規制の推移

### III 地方債のコスト

- 1 免税債の規模の拡大に伴う問題点
- 2 地方債プレーヤー
- 3 実際にかかるコスト

おわりに

はじめに

我が国では、公的金融改革に伴い、公的資金による地方債の引受けが先細りとなるなか、市場公募債の拡大など、地方債の市場化が徐々に進展してきている。

それと歩調を合わせて地方債改革も進んでおり、2006年度から、地方債の発行が許可制から協議制に移行し、自治体は、原則として、国の許可を得ることなく自由に地方債を発行できることになった。

また、2006年9月から、地方債の金利を自治体が横並びで決めていた統一交渉方式から、自治体と金融機関が個別に交渉する方式へと移行した。その結果、それまで地方債流通市場にみられた、自治体の財政状況を反映した利回りの格差が、発行時の金利の段階から生じるようになった。市場化の進展に伴い、地方債に対する市場監視機能が以前にも増して高まってきたといえる。

「市場化」の先進国である米国では、多数の銘柄の地方債が、店頭市場で取引されている<sup>(1)</sup>。しかしその背後では、連邦政府、州・地方政府、民間部門が、莫大な労力とコストをかけて地方債市場を支えている。

本稿では、米国における地方債の概況、特に、地方債に対する最大の支援策ともいえる利子所得に対する連邦政府の免税措置を紹介する。そして、地方債制度の維持のためにどのようなコストが投じられているかについて整理する。

地方分権の一層の推進を模索している我が国にあって、地方債は、財政的自立を果たすための強力な財政手段の一つであり、その市場化は避けては通れない。「地方債の市場化」とは一体何を意味するのか、その推進のために求められることは何なのか。本稿は、それらの考察のための素材を提供するものである。

## I 地方債の現状

### 1 概要

地方債とは、州、地方政府（カウンティ、市町村、学区、特別区）や、その代行機関が債券発行などのかたちで負う債務のことである<sup>(2)</sup>。米国の地方債の起債団体の数は多く、2000年時点で、50,500を数える<sup>(3)</sup>。

2006年末における地方債残高は2兆4041億ドルであり、巨額ではあるものの、我が国の地方債残高（2006年度末見込み約140兆円、2007年度末約139兆円）の2倍程度である。

図1は、米国における地方債と株式を比べたものである。債券のなかでも、地方債は、発行体の数が多く、それぞれの発行体が起債する債券の種類も多いため、総数は膨大で、株式の80倍に上っている。それにひきかえ、残高、1日平均の取引高はともに、株式が地方債を遥かに凌ぎ、それぞれ9倍、13倍となっている<sup>(4)</sup>。このことは、地方債の1口あたりの額面が小さく、長期保有が多いことを示している。特に取引面において、起債された直後に活発な動きを見せた後は、動きがないというのが地方債の特徴となっている<sup>(5)</sup>。しかし活発でないながらも、

(1) SEC, *Report on Transactions in Municipal Securities*, July 1, 2004, p.9.

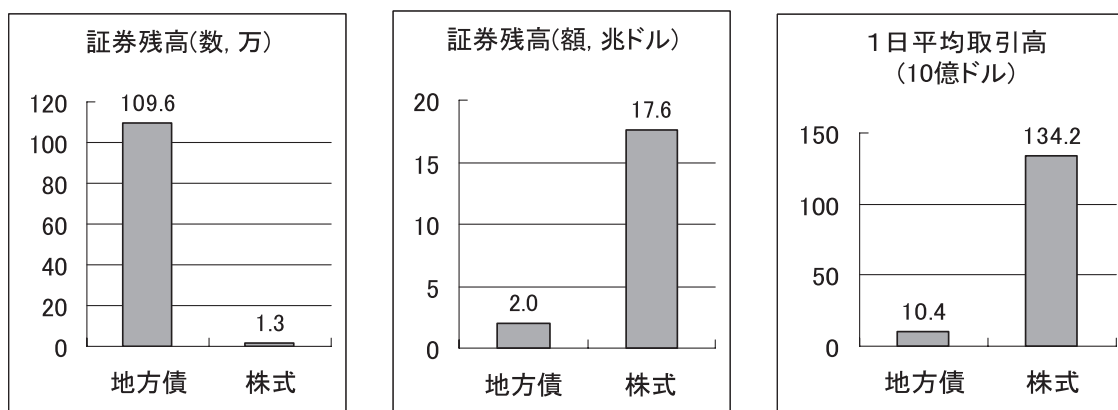
(<http://www.sec.gov/news/studies/munireport2004.pdf>) なお、略語に関しては、巻末略語表を参照のこと。

(2) 合衆国法典（U.S.C.）上の地方債の規定には、15 U.S.C. § 78c(a)(29)のmunicipal securities（州、行政的下部組織（political subdivision）、それらの代行機関（agency or instrumentality）、地方公社（municipal corporate instrumentality）の債務、免税の産業開発債）と、26 U.S.C. § 103のState or local bond（州及びその行政的下部組織の債務）がある。なお本稿では、地方債起債団体を、場合に応じ、州・地方政府、政府・政府関係機関、地方自治体と称す。

(3) SEC, *op.cit.* (1), p.5.

(4) *ibid.*, pp.5-6.

図1 米国地方債の特徴



(出典) SEC, *op.cit.* (1), pp.5-6.

証券残高(数, 万)の地方債は2000年11月時点、同株式は2000年にSECに提出した10K(年次報告書)から。証券残高(額, 兆ドル)の株式はFederal Reserve Board (FRB), *Flow of Funds Accounts* から。1日平均取引高は地方債1999.11.1-2000.10.31、株式2000年。

地方債の大半は、社債と同様、格付けを付与されたうえで、市場で取引されており、マーケットメカニズムに組み込まれているといえる。

なお地方債は、米国の証券諸法上の登録義務が免除されている適用除外証券である<sup>(6)</sup>。

## 2 規模・起債団体・保有者

表1は、地方債のうち長期債（償還期限13か月以上の債券）の発行額を、一般財源保証債・レベニュー債別、主な起債団体別にまとめたものである。

### (1) 一般財源保証債とレベニュー債

一般財源保証債 (General Obligation Bond)、レベニュー債 (Revenue Bond) は、償還財源に着目した地方債の分類である。米国地方債の典型的な分類なので簡単に説明する。

一般財源保証債は、発行体の全信用力で返済

が担保される。徴税権のある団体が発行し<sup>(7)</sup>、州や自治体が直接運営する事業（学校、裁判所、消防署など）に充当される。償還のためには増税手段も辞さないことから、各州では、安易な起債を行わないよう、州憲法や州法において、発行額や残高に上限を設けるなどの措置を講じている。全米州財政担当者協会 (NASBO) の資料によると、州債については、40州が一般財源保証債になんらかの上限を設けている<sup>(8)</sup>。また、14州が、住民投票や、議会の特定多数決による承認を必要としている<sup>(9)</sup>。

レベニュー債は、償還財源を、特定事業からの収入に求めるものである。空港、上下水道、病院その他、収益をあげる施設の開発・整備に充当される<sup>(10)</sup>。元利償還にはその収益が充てられる。一般財源保証債に比べて、リスクは若干高いといえる。

図2は、地方債のうち長期債の一般財源保証

(5) Francis J. Ingrassia, *Re: Concept Release Concerning Self-Regulation; File Number S7-40-04; Release No. 34-50700 (November 18, 2004)*, March 8, 2005, pp.6-7.

〈<http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/s74004-12.pdf>〉

(6) 証券取引法 (Securities Act) 3条(a)(2), 合衆国法典上は, 15 U.S.C. § 77c(a)(2).

(7) IRS, *Module A Introduction to Tax-Exempt Bonds*, November 18, 2003, p.7.

〈<http://www.irs.gov/pub/irs-tege/tebph1a.pdf>〉

(8) NASBO, *Budget Processes in the States*, January 2002, p.36.

〈<http://www.nasbo.org/Publications/PDFs/budpro2002.pdf>〉

(9) *ibid.*, p.25. 州による起債制限については、ほかに秋山義則「アメリカの州・地方債 (第2回)」『地方債月報』333号, 2007.4, pp.30-33.

表1 米国の州・地方政府の長期債の新規発行額の推移（10億ドル）

会計年度	新規発行額	一般財源保証債	レベニュー債	主な起債団体の内訳						
				州	市町村	郡	大学	特別区	地方政府の代行機関	州の代行機関
1985	202.4	39.6	162.8	12.1	36.5	15.8	2.9	15.6	51.1	68.1
1986	148.1	45.0	103.1	14.4	29.9	12.0	3.2	15.5	30.6	42.4
1987	100.4	30.0	70.4	10.1	17.3	9.6	1.1	10.0	22.1	30.2
1988	114.1	30.5	83.6	9.4	20.6	10.7	1.9	13.0	21.7	36.8
1989	121.8	37.6	84.2	11.9	23.4	10.0	2.0	13.4	23.6	37.5
1990	125.9	40.2	85.7	15.0	22.7	10.0	1.5	15.2	20.7	40.6
1991	169.5	57.0	112.5	19.5	31.2	14.8	3.6	23.3	27.8	49.1
1992	231.7	80.3	151.3	25.2	44.5	20.1	3.7	31.8	41.0	64.6
1993	289.9	91.4	198.5	28.2	51.3	24.4	4.7	38.2	56.5	85.7
1994	162.2	55.6	106.7	19.8	26.6	17.2	2.4	21.7	26.3	47.6
1995	156.2	60.2	96.0	14.6	27.9	13.3	2.5	22.4	27.9	47.2
1996	181.5	64.2	117.3	14.3	30.2	16.8	4.5	27.8	33.5	53.0
1997	214.3	72.2	142.1	18.7	34.8	15.5	3.3	33.7	41.5	66.0
1998	279.7	92.6	187.1	24.7	44.3	21.2	4.6	43.6	53.9	85.2
1999	219.2	69.8	149.4	17.6	33.0	17.1	4.1	34.1	43.2	68.1
2000	194.3	65.2	129.1	20.8	29.3	12.7	3.8	27.8	33.1	64.2
2001	283.5	101.3	182.2	30.2	45.6	19.0	5.6	47.9	53.1	78.9
2002	355.8	125.6	230.2	34.0	46.9	23.5	7.1	54.4	59.8	125.0
				州	郡・市町村	特別区・学区・代行機関				
2003	384.3	144.1	238.2	49.8	79.0	253.5				
2004	357.9	130.5	227.4	47.4	76.3	234.2				
2005	409.6	145.8	263.8	31.6	79.4	298.6				
2006	389.5	115.1	274.4	28.3	67.8	293.4				

(出典) 1985-2002: Census Bureau, "Table 434 Long Term Municipal New Bond Issues for State and Local Governments: 1980 to 2002", *Statistical Abstract of the U. S. 2006*. 以下各年版;  
 2003-2006: FRB, "Table 1.45 New Security Issues, State and Local Governments", *Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*, March 2007; June 2007.

債・レベニュー債別発行額の推移（左軸）と、長期債に占めるレベニュー債の割合（右軸）を示したものである。地方債の発行額の伸びは、レベニュー債の伸びに与るところが大きいことがみてとれる。また後述するが、レベニュー債の増大に対して、1980年代以降、規制が講じられるようになった。以後、発行額こそ増加しているものの、地方債発行額全体に占めるレベニュー債の割合は、ここ2、3年を除いて60%台に抑えられてきている。

(2) 起債団体

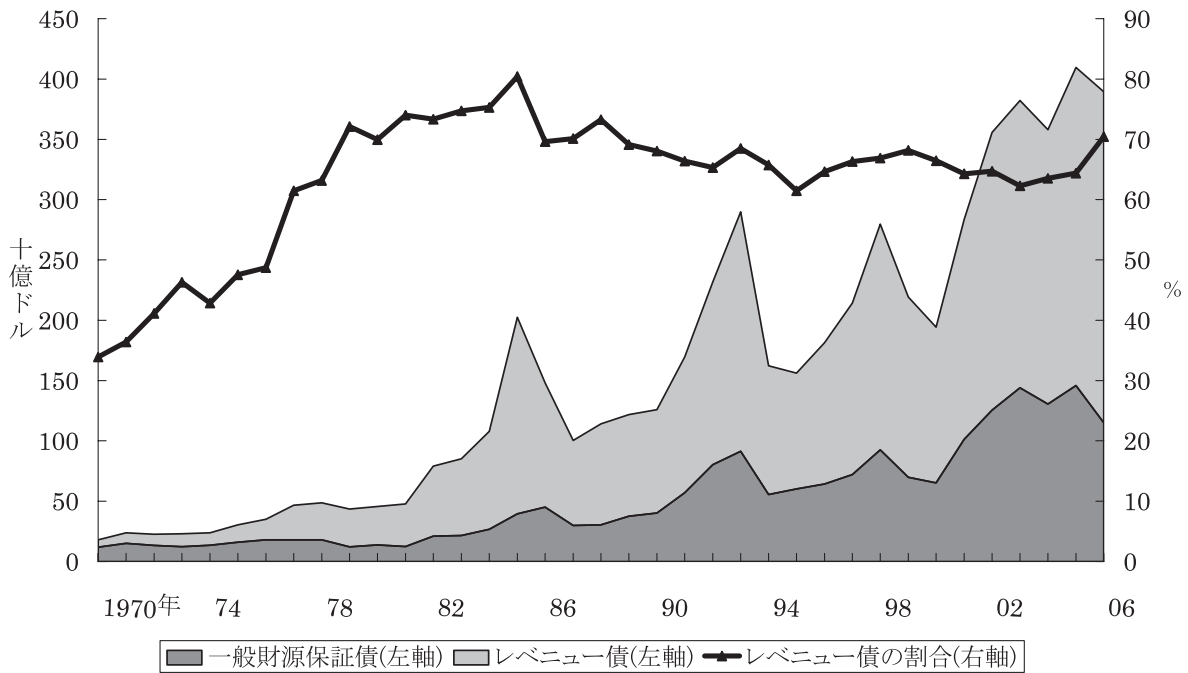
起債団体は、州、カウンティ、市町村といった行政的組織よりも、徴税権や土地収用権を持たない特別区・代行機関が多い（表1）。専ら債券発行のために設立された代行機関による起債は総じて増加してきている。州によっては、州憲法や州法で、行政的組織による地方債の起債目的を、連邦法（内国歳入法）よりも制限していることが背景にある<sup>(11)</sup>。

(10) Oregon State Treasury, Municipal Debt Advisory Commission, *Oregon Bond Manual, An Information Manual for Oregon Municipalities*, 4th Edition, January 1998, p.79.

〈<http://www.ost.state.or.us/divisions/dmd/bondmanual0299.pdf>〉

(11) The Staff of the Joint Committee on Taxation (JCT), *Present Law and Background Relating to State and Local Government Bonds*, March 14, 2006, p.3. 〈<http://www.house.gov/jct/x-14-06.pdf>〉

図2 米国地方債（長期債）の発行額の推移



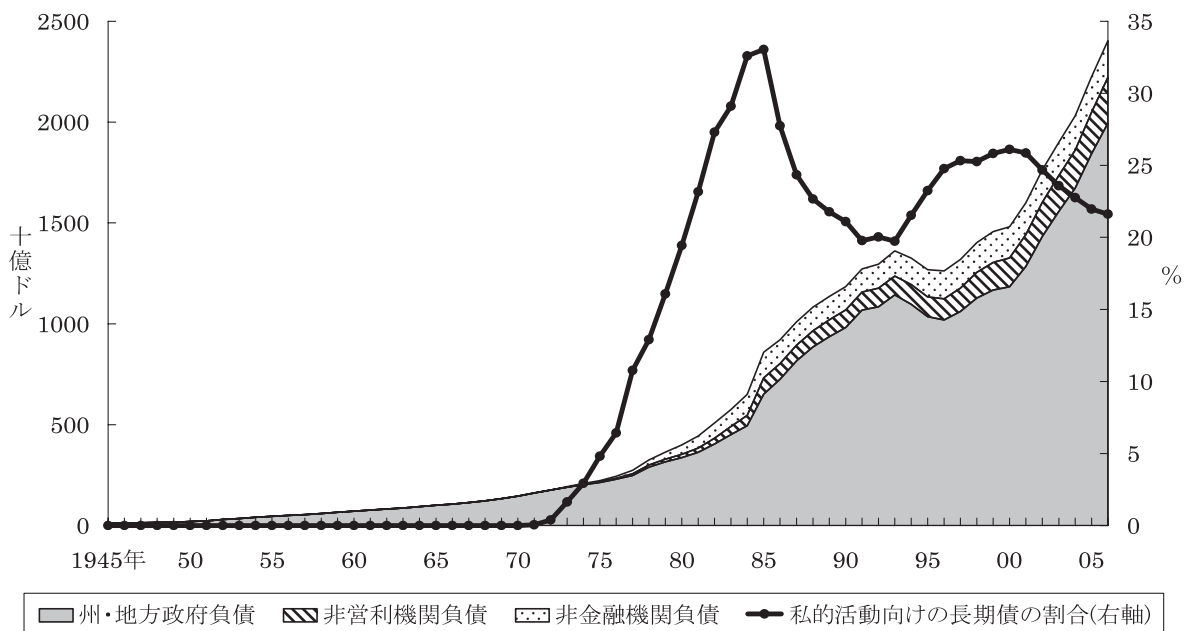
(出典) *Statistical Abstract of the U. S.*, 各年版.

(3) 地方債残高の推移と保有構造

図3、表2は、地方債残高の推移を示している(図3の折れ線グラフについては後述)。1980年代初頭から90年代半ばにかけて、連邦政府は、

小さな政府を標榜し、連邦補助金を削減する一方で、地方に無財源マンデイト<sup>(12)</sup>を課すようになった。そのため、財政的に逼迫した地方自治体は、財源調達手段として地方債をそれまで

図3 米国地方債残高（長期債短期債計）の推移と長期債に占める私的活動向け債券の推移



(出典) FRB, "L.211 Municipal Securities and Loans", *Flow of the Fund Account of the U. S.*, June 7, 2007; 1995-2006; 1985-1994; 1975-1984; 1965-1974 1955-1964, 1945-1954; GAO/GGD-93-104, May 1993, pp.13-14.

(12) 財源措置を伴わない連邦法上の執行義務。なお1995年には、その濫用を抑えるべく「無財源マンデイト改革法」が成立している。

表2 地方債残高（長期債短期債計）の推移とその負債・資産別内訳（10億ドル）

	2002	2003	2004	2005	2006	2006(%)
負債計	1762.9	1900.5	2031.0	2225.8	2404.1	100.0
州・地方政府	1437.9	1557.9	1673.0	1843.9	1995.6	83.0
長期	1342.2	1451.8	1572.8	1738.0	1892.9	78.7
非営利組織	164.2	178.3	188.6	205.1	226.9	9.5
非金融企業（産業レベニュー債）	160.8	164.2	169.4	176.7	181.6	7.6
資産計	1762.9	1900.5	2031.0	2225.8	2404.1	100.0
家計	678.7	707.7	743.0	817.0	864.7	35.8
非金融企業	32.1	35.4	31.8	30.7	34.4	1.4
非農業非法人	3.4	2.7	4.3	5.0	5.6	0.2
州・地方政府	4.1	4.4	4.6	4.8	5.1	0.2
外国	11.5	19.5	26.0	30.0	34.0	1.4
商業銀行	121.7	132.5	140.8	157.7	180.2	7.5
貯蓄機関	5.5	6.3	7.1	8.6	10.7	0.5
損害保険会社	183	224.2	267.8	313.2	331.5	14.0
生命保険会社	19.9	26.1	30.1	32.5	32.6	1.4
州・地方政府退職基金	0.9	1.0	1.7	1.7	1.3	0.1
マネー・マーケット・ファンド	278.5	292.1	313.8	336.8	370.3	15.4
ミューチュアル・ファンド	277.3	290.2	294.3	311.7	344.4	14.3
クローズド・エンド型投資信託	86.0	89.3	89.1	89.4	89.7	3.7
政府後援企業	39.4	44.4	44.6	43.9	48.8	2.0
証券会社	21.0	24.9	32.0	42.9	50.9	2.1

（出典） FRB, "L.211 Municipal Securities and Loans", *Flow of Funds Accounts of the U. S.*, June 7, 2007.

以上に発行するようになった<sup>(13)</sup>。

2006年末時点の地方債残高2兆4041億ドルのうち1兆9956億ドルは州、カウンティ、市町村、学校区、特別区の債務であり、残りの4085億ドルは、起債収入の融資先である非営利組織や非金融企業の債務となっている（表2）。なお、この実質的な債務者のことをコンジットバロワー（conduit borrower）という。

債券の保有構造を見ると、2006年末時点では、地方債残高2兆4041億ドルのうち8647億ドル、割合にして35.8%が家計部門となっている。投資信託に分類されている8043億ドルを併せると、地方債の実に7割近くを家計が支えていることになる（表2）<sup>(14)</sup>。

## II 免税債

### 1 概要

地方債が家計にとって魅力的な点として、利子所得に対する連邦所得税が免除される免税債（tax exempt bond）であるということがある。安全性という点では、財務省証券のほうが優れているにもかかわらず、家計は、免税債となる地方債を多く保有している<sup>(15)</sup>。

ただし、以下に述べるように、地方債すべてが免税債というわけではない。

地方債は、起債収入の用途が自治体向けかそれ以外か、あるいは地方債の償還金が自治体か

(13) 土居丈朗ほか『地方債と地方財政規律—諸外国の教訓—』（ESRI Discussion Paper Series No.155）2005, p.22.

(14) 保有構造については、井潟正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆」『資本市場クォーターリー』10巻3号, 2007冬, pp.29-49に詳しい。

(15) 2006年末の家計の地方債保有額は8647億ドル、財務省証券保有額5548億ドル。ちなみに財務省証券の残高（4.86兆ドル）は地方債残高の2倍に上る。FRB, "L.100 Households and Nonprofit Organizations", "L.209 Treasury Securities", *Flow of Funds Accounts of the U. S.*, June 7, 2007, pp.62, 87.

表3 地方債の分類の概念図 免税債と課税債

← 免税債 →		← 課税債 →	
政府債		非政府債（私的活動債）	
		特定私的活動債	私的活動債
一般財源保証債*		レベニュー債*	

（出典） IRS, *op.cit.* (7), pp.7-8等を参考に筆者作成。

\*政府債のうち、水道料金などの公の使用料を償還財源に充てるものは、一般財源保証債・レベニュー債の分類では、レベニュー債に該当する。

ら出ているのか民間からかによって、政府債（governmental bond）と、非政府債（nongovernmental bond）すなわち私的活動債（private activity bond）に分類できる。

詳細は次節で述べるが、政府債は、地方自治体が、①自らの行政目的のために使用する施設、②自治体自身が運営または所有する施設の整備のために起債する債券である。①には裁判所や政府庁舎が、②には、ハイウェイ、学校、消防署、図書館、電力プラントなどが該当する<sup>(16)</sup>。私的活動債は、起債収入を民間（非政府機関）に融資し、融資を受けたコンジットバローが、融資資金を老人ホームや工場の取得・建設などの事業に用いるものである<sup>(17)</sup>。

政府債は免税債であり、私的活動債は、原則として課税債（taxable bond）である<sup>(18)</sup>。私的活動債のうち免税措置が講じられるものを特定私的活動債（qualified private activity bond）という。なお、政府債と一般財源保証債は、重なる部分は大きいものの、異なる分類に基づくものである。表3に示したように、一般財源保証債のほうが範囲が狭い。政府債のなかには、公共料金などを償還財源とするレベニュー債も存在する。

図4は免税債の発行額の推移である。また図5は、表1の長期債発行額のデータと、内国歳

入庁（IRS）の長期免税債発行額のデータを並べたものである。表1の原データ（Securities Data Company）と、届出を基にした内国歳入庁のデータは採り方が異なるため、免税債の発行額が長期債よりも多いという年も現われてしまったが、少なくとも新規発行債のかなりの部分が免税債であるとは言えるだろう。

## 2 内国歳入法（IRC）上の免税債の規定

アメリカ合衆国において、国税（連邦税）全般を規定している税法は、合衆国法典の第26篇にまとめられており、その部分を我が国では、内国歳入法（IRC）と呼んでいる。そのうち、第103条、第141条から第150条が、免税債を規定している主要な条項である。第103条以外は、免税債への大幅な規制がなされた1986年税制改革法（Tax Reform Act）で新たに整備された条項である（表4）。

第103条(a)は、免税債の大枠を定めたもので、同条項に基づき、政府債や特定私的活動債の利子所得に対する連邦所得税が免除される。

第141条は、私的活動債となる基準を掲げている。第一の基準が、private business testと総称されるものである。地方債のうち、起債収入の10%以上を民間の事業に使用し（private business use test）、かつ、債券の元利償還金の

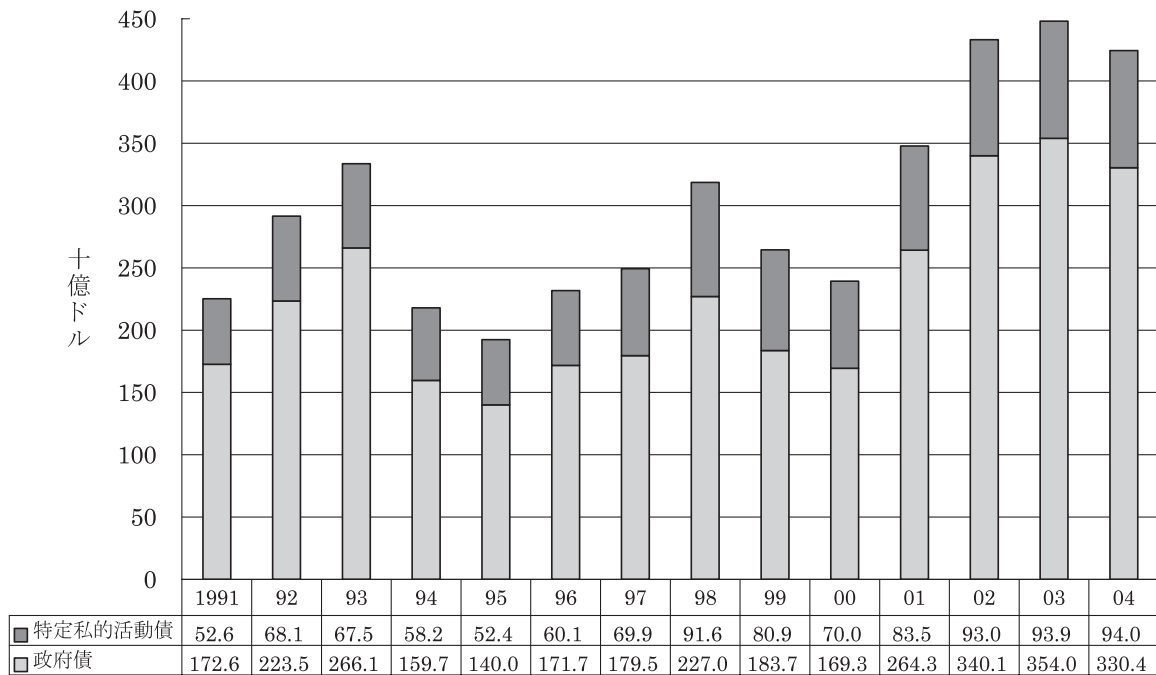
(16) IRS, *Module B Introduction to Federal Taxation of Municipal Bonds Overview*, November 18, 2003, p.3. <http://www.irs.gov/pub/irs-tege/tebph1b.pdf>

(17) IRS, *op.cit.* (7), p.14.

(18) IRS, *op.cit.* (16), p.4. なお地方債のうちの課税債とは、政府の関与を制限する事業（民間企業の支援など）に対する起債である。免税債ではないが、自治体に経済的メリットや公共的福祉を与えているという観点から地方債とみなされている。州税が免除になる可能性もある。

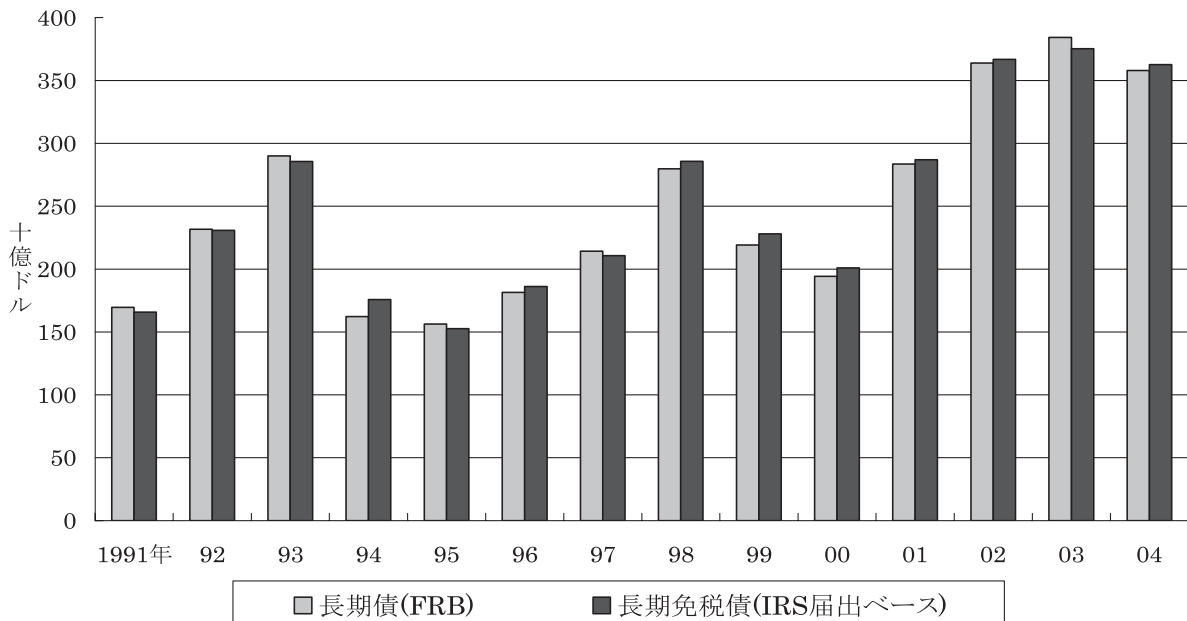


図4 免税債の発行額の推移（長期債短期債計）



(出典) IRS, "Table 1. Volume of Governmental Bonds by Type and Term of Issue", "Table 6. Volume of Tax-Exempt Private Activity Bonds by Type and Term of Issue", Tax-Exempt Bond Statistics.  
 <<http://www.irs.gov/taxstats/charitablestats/article/0,,id=97029,00.html>>

図5 長期債と長期免税債の発行額の推移



(出典) 長期債：表1に同じ；長期免税債：図4に同じ。

10%以上が、施設使用料等、自治体以外の民間の資金で支払われ、あるいは保証される (private security or payment test) というものである<sup>(19)</sup>。第二の基準が、private loan financing

testである。これは、民間向け融資に充当する額が、起債収入の5%、または500万ドルのうち低いほうを超えているというものである。地方債が、第一の基準か第二の基準に該当した場

(19) 橋や公営駐車場のよう、一般公衆が使用するものは、「民間の事業への使用」には該当しない。

表4 IRC（内国歳入法）中の主な免税債の規定

条	内 容	備 考
103	地方債の利息にかかる所得税の免除(特定私的活動債以外の私的活動債は課税)	総論
141	私的活動債：private business test, private loan financing testの基準にあった債券 特定私的活動債：私的活動債のうち、142条の免税施設債（Exempt facility bond）、143-145条等をみたく債券	私的活動債・特定私的活動債の概要
142	免税施設債券（起債の純収入の95%を空港等に使う場合の債券）	
143	住宅ローンレバニュー債、特定住宅ローン債、特定退役軍人住宅ローン債	
144	特定小額債、特定学生ローン債、特定再開発債	
145	特定501(c)(3)団体債	
146	起債額の上限	特定私的活動債対象の規制・要件
147	一部の私的活動債に適用される要件	
148	鞘取債の禁止	免税債全体を対象とする規制
149	記名式債券・その他の要件	
150	定義、特別ルール	

(出典) 筆者作成。

合、私的活動債となる。

### 3 特定私的活動債の範囲と概要

IRC第141条(e)は、私的活動債のうち、免税措置が講じられる特定私的活動債を列挙している。これらをまとめたのが表5である。以下、主なものについて説明する。

免税施設債は、起債の純収入<sup>(20)</sup>のうち95%以上が、空港施設、ドック・埠頭、通勤交通施設、汚水処理施設、水供給施設、特定賃貸住宅開発計画、地域電力ガス供給施設、廃棄物処理施設、地域冷暖房供給施設、特定有害廃棄物処理施設、高速都市間鉄道施設、水力発電環境改善施設、特定公教育施設、緑化ビルの整備に使われる債券をいう。このうち、空港、ドック・埠頭、通勤施設、水力発電環境改善施設は、政府所有という制約がある。特定公教育施設とは、PPP（官民パートナーシップ）契約に基づき、民間が運営管理する小中学校施設である。

特定少額債は、額面総額が100万ドル以下の債券で、起債純収入の95%以上を、土地や償却

資産の取得・建設に投じるものをいう。

特定501(c)(3)団体債は、免税団体（501(c)(3)団体）や政府が所有する資産のために起債する債券である<sup>(21)</sup>。

特定住宅ローン債は、起債の純収入の全てが、住宅価格、借り手の年収など一定の条件を満たした特定の住宅の融資に使われる債券である。

### 4 免税債に係る制約

免税債である政府債、特定私的活動債にはいくつかの制約がある。免税債に共通の制約として、鞘取債の禁止、記名式債券であること、連邦保証の禁止、内国歳入庁への報告義務がある。特定私的活動債だけに係る制約として、起債限度額、政府等の承認、起債コスト、用地取得、満期、期限前償還に関するものがある（表6）。以下、主なものについて説明する。

#### (1) 鞘取債の禁止

地方政府にとって、同程度の信用力の課税債

(20) 起債総額から、元利償還留保基金などを差し引いた額。

(21) 501(c)(3)団体とは、IRC501(c)(3)号に該当する免税団体のことで、公益性が認められ、寄付金控除の対象となる団体であり、狭義のNPOである。具体的には、宗教、慈善、科学、公共安全試験、文学、教育、アマチュアスポーツの育成、子供・動物の虐待防止保護等の活動を行う法人、基金、財団をいう。岩田陽子「アメリカのNPO税制」『レファレンス』644号, 2004.9, pp.30-31.

表5 特定私的活動債の種類\*

対象施設または債券	IRCの条項	導入年	volume cap**算入(○)の有無
免税施設債	141(e)(1)(A)		
空港、ドック・埠頭	142(a)(1)(2)	1968 (Revenue Adjustment Act, P. L. 90-364)	×
通勤交通施設、汚水処理施設、水供給施設、特定賃貸住宅開発計画、地域電力ガス供給施設	142(a)(3)(5), (7)-(8)		○
廃棄物処理施設	142(a)(6)		× (政府保有の場合)
地域冷暖房供給施設	142(a)(9)	1982 (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act, P. L. 97-248)	○
特定有害廃棄物処理施設	142(a)(10)	1986 (Tax Reform Act, P. L. 99-514)	○
高速都市間鉄道施設	142(a)(11)	1988 (Technical and Miscellaneous Revenue Act, P. L. 100-647)	× (政府保有の場合), ○ (それ以外のとき25%を算入)
水力発電環境改善施設	142(a)(12)	1992 (Energy Policy Act, P. L. 102-486)	×
特定公教育施設	142(a)(13)	2001 (Economic Growth and Tax Reconciliation Act, P. L. 107-16)	× (個別規制)
緑化ビル	142(a)(14)	2004 (American Jobs Creation Act, P. L. 108-357)	× (個別規制)
特定少額債	141(e)(1)(D); 144(a)	1968 (Revenue Adjustment Act)	○
特定501(c)(3)団体債	141(e)(1)(G); 145		×
特定学生ローン債	141(e)(1)(E); 144(b)	1976 (Higher Education Act of 1965)	○
特定住宅ローン債	141(e)(1)(B); 143(a)	1980 (Mortgage Subsidy Act, P. L. 96-499)	○
特定退役軍人住宅ローン債	141(e)(1)(C); 143(b)		× (個別規制)
特定再開発債	141(e)(1)(F); 144(c)	1986 (Tax Reform Act)	○
企業ゾーン債	1394	1993 (Omnibus Budget Reconciliation Act, P.L. 103-66)	○
ニューヨーク自由ゾーン債	1400L	2002 (Job Creation and Worker Assistance Act, P. L. 107-147)	× (個別規制)
湾岸ゾーン債	1400N	2005	× (個別規制)

(出典) JCT, *op.cit.* (1), pp.41-47.

\*ほかに、7871(c)(3)条が規定するインディアン居留地政府が起債する小額債券がある。 \*\* II 4(3)参照。

よりも金利が低い免税地方債は、利鞘稼ぎのツールとなり得る。例えば、金利6%の地方債で調達した資金100万ドルを金利8%の債券に投資すると、年20,000ドルの投資収益が得られることになる<sup>(22)</sup>。

IRC第148条では、免税債で調達した資金を、有意に高い (materially higher, 通常1/8%以上<sup>(23)</sup>) 利鞘が見込まれる投資に充てること

が、原則として禁止されている。その場合、もとの債券は鞘取債とみなされ、免税措置がなくなり、利鞘部分は連邦政府に返還することになる<sup>(24)</sup>。

ただし、暫定期間 (基本は3年) 内なら、一定条件の下、調達資金を、高利回りの投資にまわしても鞘取債とは見なされない<sup>(25)</sup>。一定条件とは、第一に、起債から3年以内に、起債純

(22) 州・地方政府は連邦所得税が課せられない。

(23) 26 C.F.R. § 1.148-2(d)(2)(i). 事業プログラムへの融資の場合は1.5%以上 (26 C.F.R. § 1.148-2(d)(2)(iii))、特定学生ローンの場合は2%以上 (26 C.F.R. § 1.148-2(d)(2)(iv))。

(24) 26 U.S.C. § 148(f).

(25) 26 U.S.C. § 148(c)(1), 26 C.F.R. § 1.148-2(e)(1), (2).

表6 免税債の制約

免税債全般に対する制約		
鞆取債の禁止(1)	通常1/8%以上の利鞆が得られる投資の禁止	IRC148; 26C.F.R. 1.148-2(d)(2)
記名式債券であること	債券の利子の受取先の追跡と脱税防止のため、1982年課税の公平と財政責任法(TEFRA)で導入された。	149(a)
連邦保証の禁止(2)	元利償還金に連邦政府の保証が付されないこと	149(b)
内国歳入庁への報告義務		149(e)
特定私的活動債単独の制約		
起債限度額の設定(3)	75ドルに州人口を乗じた額か、2億2500万ドルの大きいほうの額を州内の自治体に配分	146
政府・政府機関等の承認(4)	起債団体と起債目的の施設が所在する地方政府の承認を要する。	147(f)
起債にかかる経費の制限	起債コストは2%以下、住宅ローン債は3.5%以下 コストには地方債法律顧問、引受会社など各種手数料などが含まれる。	147(g)
用地取得にかかる制限	起債純収入の25%以上が用地取得に使われた場合、起債収入の一部でも農地の取得に使われた場合は原則として課税債。初めて土地を取得する場合は別。	147(c)
満期	起債目的の施設の耐用年数の120%以内。	147(b)
期限前償還	全面的に禁止。ただし政府債・501(c)(3)団体債は1回まで。	149(d)(2),(3)

(出典) 筆者作成。

収入の85%が起債目的の事業に投入されること(expenditure test)、第二に、起債から6月以内に、起債純収入の5%以上を、第三者へ支払う義務を負っていること(time test)、第三に、事業の完了と、起債収入の配分が、適正に行われること(due diligence test)である<sup>(26)</sup>。

ただし、これらの条件を充足できるか否かは、起債時点における合理的な予見の範囲でよく、その後の検証は求められていない。

なお、起債収入が10万ドル以下の場合、または高利運用を行った割合が起債収入の5%以下の場合、上記の制限は課されない<sup>(27)</sup>ほか、完成までに3年以上を要する大規模事業に関しては、暫定期間は5年になる。

## (2) 連邦保証の禁止

地方債の元利償還金が連邦政府によって保証されている場合は、免税措置を受けることができない。免税措置と政府保証は、二重の「補助

金」の供出と考えられるためである<sup>(28)</sup>。

連邦政府の保証とは、債券の償還に対する保証のほか、起債収入を充てた融資の償還に対する保証や、起債収入を、預金保険が付された口座に預け入れる場合も該当する。債券自体への償還の保証については、たとえ僅かな部分の保証でも、免税措置は受けられなくなる。後二者は、起債収入の5%以上が該当した場合に、免税措置が受けられなくなる。

## (3) 起債限度額の設定

特定私的活動債には、州ごと、州の起債団体ごとにそれぞれ起債限度額が設定されている。

まず75ドルに州人口を乗じた額か、2億2500万ドルの大きいほうの額が州上限額(state ceiling)として定められる<sup>(29)</sup>。

この州上限額を、州・地方政府に配分したものが、自治体ごとの上限額であるボリュームキャップである。州上限額の半額が州(または

<sup>(26)</sup> 26 C.F.R. § 1.148-2(e)(2)(A), (B), (C). time testは、建設請負契約や設備購入契約などが想定される。

<sup>(27)</sup> 26 U.S.C. § 148(e).

<sup>(28)</sup> IRS, *Module C IRC § 149 Rules Applicable to All Tax-Exempt Bonds*, November 18, 2003, p.9.  
(<http://www.irs.gov/pub/irs-tege/tebph1c.pdf>)

<sup>(29)</sup> 26 U.S.C. § 146(d)(1). 単位費用は年々引き上げられてきている。

州の代行機関)のボリュームキャップであり、残りの半額が人口比で配分され、個々の地方政府のボリュームキャップとなる。ただし特定私的活動債のなかには、一部、ボリュームキャップに算入しないものもある(表5右欄)。

各団体とも、ボリュームキャップを超えて起債した分は、課税債となる。

#### (4) 政府・政府機関等の承認を得ること

特定私的活動債の起債は、発行した団体と起債目的の施設が所在する(ことになる)地方政府に承認されなくてはならない<sup>(30)</sup>。承認のかたちとして、地方議会による承認や、住民投票による承認があるが、前者の場合は、十分な周知をはかったうえで、公聴会を事前に開催することが義務づけられている。

### 5 免税債の規制の推移

ここで、免税債の規制の推移を簡単に辿ってみる。

はじめに司法判断の推移をみると、既に1819年に、マカロック対メリーランド州事件で、政府間非課税原則(Doctrine of Intergovernmental Tax Immunity)が確立されており、地方債の利子所得への課税は憲法上認められないことが、連邦最高裁判所で判示されていた<sup>(31)</sup>。しかし1988年のサウスカロライナ州対ベーカー事件で

連邦最高裁判所は、地方債の利子所得の免税は、合衆国憲法修正第10条<sup>(32)</sup>と政府間非課税原則で護られた措置であり、課税は憲法違反であるという従来の主張を覆し、連邦議会が必要とあれば地方債の利子所得に課税をしてもよいとした。したがって、現在の免税措置は、法律に基づいた措置であり、憲法に護られた措置ではないというのが判例上の解釈である。

法律措置を追うと、1913年歳入法(Revenue Act)で、初めて地方債の利子所得に対する連邦所得税の免除が法律で定められた。同法制定以降、地方債は、学校、橋、道路、上下水道の整備といった極めて公益的な用途のために起債されていたが、1960年代から、民間用途のものが目だってきた<sup>(33)</sup>。免税債を利用した鞘取りも問題となり、議会は、1968年歳入改革法(Revenue Adjustment Act)で、初めて免税債の規制に踏み切った。

同法では、産業開発債(IDB, 私的活動債の原型であり、現在は、私的活動債の一類型)を、起債収入の25%以上が免税団体以外の民間団体の事業に用いられ、かつ元利償還金の25%以上が民間の事業活動から賄われるものと定義して、原則、課税債とした。そのうえで、起債目的が家族向け居住用資産、スポーツ施設、会議場、駐車場、空港施設などの整備であるケースや、小額債を、例外的に免税債とした。この例外規

表7 1970年代から1980年代にかけての私的活動債の発行額

年	1975年	1980年	1983年	1985年
発行額(億ドル)	89	325	624	1164
発行額中のシェア(%)	29	-	68	53

(出典) JCT, *op.cit.* (11), pp.13-15.

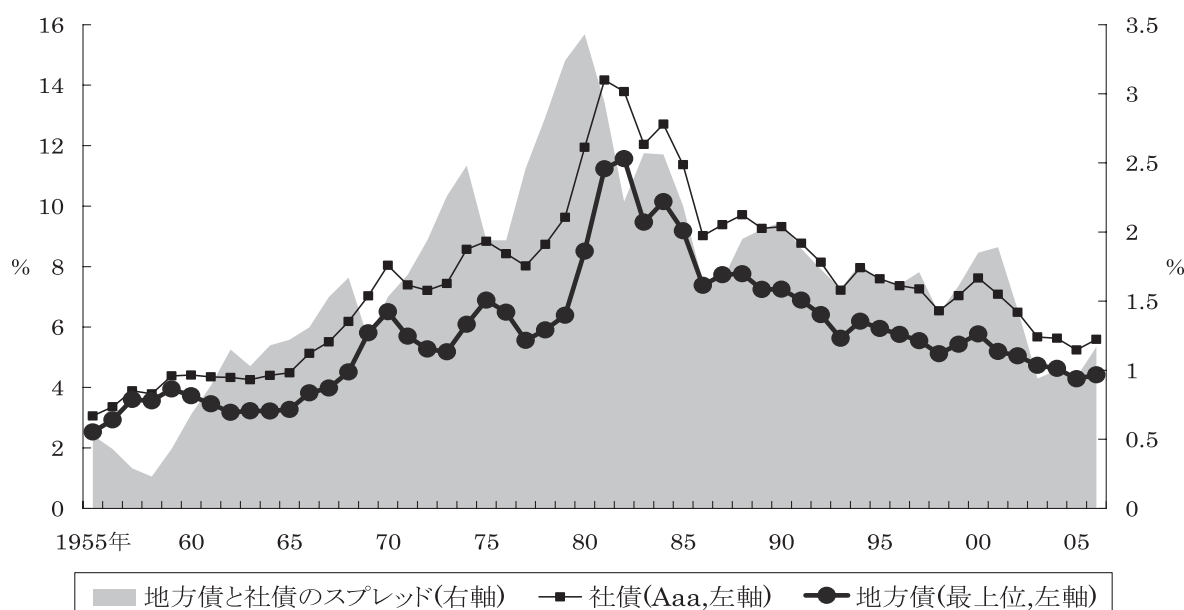
<sup>(30)</sup> 26 U.S.C. § 147(f). 起債団体による承認をIssuer Approval、所在地の団体による承認をHost Approvalという。この規定は、1982年課税の公平及び財政責任法(TEFRA)で導入されたもので、TEFRA requirementとも呼ばれている。

<sup>(31)</sup> ほかに1895年のポロック対農民金融信託会社の連邦最高裁判所の判示など。前田高志「第1章 アメリカの州・地方債: その仕組みと特長」渋谷博史監修『アメリカの州・地方債』日本経済新聞社, 2007, pp.38-39; IRS, *op.cit.* (7), p.3; JCT, *op.cit.* (11), p.12.

<sup>(32)</sup> 「この憲法によって合衆国に委任されず、かつ州に禁止されなかった権限は、各州それぞれに、または人民に留保される。」高井裕之訳「アメリカ合衆国憲法」阿部照哉・畑博行編『世界の憲法集』有信堂高文社, 2005, p.13.

<sup>(33)</sup> 以下、JCT, *op.cit.* (11), pp.12-15を参照した。

図6 米国の地方債と社債の平均金利の推移と両者のスプレッド



(出典) “TABLE B-73. Bond yields and interest rates, 1929-2006”, *Economic Report of the President, 2007*.

定のために、68年法以降も私的活動債の規模は増え続けた(表7)。

特に課税債の「例外」に該当する住宅ローン債の起債が急増した。そこで1980年住宅ローン支援法(Mortgage Subsidy Act)では、免税措置が講じられる住宅ローン債を、住宅価格や借り手に一定の制約がある特定の住宅への融資に充てる債券(特定住宅ローン債、特定退役軍人住宅ローン債)に限定し、免税債としては初めて上限を設定した。

免税債のだぶつきは、金利の上昇と地方の資金調達コストの上昇をもたらした(図6)。80年代は全般的に高金利ではあるものの、地方債と社債とのスプレッドは狭まっており、地方債の金利の上昇度合いはより高いと言える。

1981年の大規模所得減税の翌年に制定された1982年課税の公平及び財政責任法(TEFRA)では、小額債に対する規制が強化され<sup>(34)</sup>、また、産業開発債に満期の制約(起債目的の施設の耐用年数の120%以内)が課せられた。1984年赤字削減法(Deficit Reduction Act)では、産業

開発債等に起債限度額が設定されたほか、連邦政府の保証の付いた債券の免税措置が禁止された。しかし抜本的な改革がなされたのは1986年税制改革法である。

1986年税制改革法では、私的活動債全般について、前述のprivate business testとprivate loan financing test(pp.61-62)を導入し、前者については民間の事業への用途の割合、民間からの支払いの割合の基準を10%に設定した。1968年歳入改革法で産業開発債に適用されていた25%基準を厳しくしたのである。また、起債目的がスポーツ施設や会議場、駐車場整備の場合は、例外措置を外し課税債とした。また、それまで産業開発債や住宅ローン債など、債券の種類毎に上限を設定していたのを改め、特定私的活動債に横断的に上限を設定するようになった。ただし、既に述べたように、一部、上限に算入されない特定私的活動債がある(II 4(3), 表5)。

そのほか、起債コストの制限(2%以内)、連邦政府等の承認を要する債券の範囲の拡大、満期の期間の制約を受ける債券の範囲の拡大な

<sup>(34)</sup> 起債収入の25%以上をファストフード店や自動車販売会社に融資する場合、起債収入の一部でも競馬場やゴルフ場、スケートリンクなどの特定のレクリエーション施設のために用いる場合に、免税措置を取り消すこととされた。

ど、特定私的活動債への規制が強化されている。そのため、1985年に33%のピークに達していた地方債の残高に占める私的活動債の割合は、徐々に減じて行った（図3右軸参照）。

### III 地方債のコスト

これまで地方債と免税債の概要について述べてきた。次に、免税債を中心とする地方債制度がどれだけのコストで支えられているのかについて整理する。

#### 1 免税債の規模の拡大に伴う問題点

はじめに、金額に換算できないコストとして、免税債の規模拡大がもたらした問題点を以下に掲げる。

##### (1) 資源配分の歪み

資源配分に歪みを生じさせる。事業の選定にあたって、効率よりも免税措置の有無が重視される。例えば、免税債としての起債が容易な小額債が選好され、不必要ないしは効率性の点で大規模事業に劣る小規模事業が促進されることになる<sup>(35)</sup>。

##### (2) 高額所得者への恩恵の集中

免税債は公平の観点からも問題がある。前掲図6と表8は、最上位ランクの社債と地方債の平均金利を示したものである。両者のスプレッド分が、地方債起債団体に与えられる「補助金」といえる<sup>(36)</sup>。

表8右端の数字は、地方債の金利が社債の金利より低い割合である。現在の米国の所得税の限界税率は10%、15%、25%、28%、33%、35%の6段階であるが、右端の数字より高い限界税

率が適用される層は、社債の税引き後利子所得は、免税地方債の利子所得に比べて少なくなる。2006年については、25% (>21.3%) 以上の限界税率が適用される所得層は、地方債への投資のほうが有利ということになる。表9は、100万ドルを、2006年の平均金利に倣って、年利5.59%の課税債と年利4.42%の免税債に投資した場合の収益を限界税率ごとに算出したものである。限界税率が高い富裕層ほど、課税債の収益は圧縮され、免税債への投資のほうが相対的に有利になる。

##### (3) 法体系の複雑さと免税規定の濫用

IRCの免税債の規定は、実際には、例外規定が多く、また、それぞれの条項に詳細な財務省規則がぶら下がっているなど、非常に複雑な法体系となっている。また、このIRC体系以外にも、連邦証券法、連邦証券法規則、後述する地方債規則制定委員会の規則、各州憲法・州法など、地方債は幾層もの規制に服することになっている。

免税債をめぐる法規制が複雑になるほど、起債団体の負担も重くなり、法令違反を招きやすい。また、法体系が複雑で、免税適格の有無を巡って間違いが生じやすいということは、逆に意図的な法令違反や違反隠しを行いやすいということでもある。免税債の規模拡大に伴い、一起債団体が、鞘取りなどで数百万ドルから数千万ドルの不正利益を得たケースも実際に報告されている<sup>(37)</sup>。

#### 2 地方債プレーヤー

以下では、地方債制度を支えるための、金額に換算できるコストをみってみる。はじめに、人的・制度的インフラといえる地方債プレーヤー

<sup>(35)</sup> JCT, *op.cit.* (11), p.15.

<sup>(36)</sup> *ibid.*, p.5.

<sup>(37)</sup> GAO, *Report to the Chairman, Subcommittee on Human Resources and Intergovernmental Relations, Committee on Government Operations, House of Representatives, Tax Policy and Administration Improvements for More Effective Tax-Exempt Bond Oversight*, GAO/GGD-93-104, May 1993, p.24.

表8 米国の地方債と社債の平均金利の推移と両者のスプレッド (%)

年	財務省証券	Aaa格付けの社債（課税債）の平均金利 a	最上位ランクの地方債（免税債）の平均金利 b	社債と地方債の金利のスプレッド a-b	地方債の金利が社債の金利より低い割合 (a-b)/a
1976	7.61	8.43	6.49	1.94	15.0
1977	7.42	8.02	5.56	2.46	18.3
1978	8.41	8.73	5.90	2.83	17.3
1979	9.44	9.63	6.39	3.24	12.8
1980	11.46	11.94	8.51	3.43	7.5
1981	13.91	14.17	11.23	2.94	6.1
1982	13.00	13.79	11.57	2.22	9.8
1983	11.10	12.04	9.47	2.57	15.4
1984	12.44	12.71	10.15	2.56	20.5
1985	10.62	11.37	9.18	2.19	26.6
1986	7.68	9.02	7.38	1.64	24.2
1987	8.39	9.38	7.73	1.65	26.8
1988	8.85	9.71	7.76	1.95	27.2
1989	8.49	9.26	7.24	2.02	25.5
1990	8.55	9.32	7.25	2.07	27.8
1991	7.86	8.77	6.89	1.88	27.0
1992	7.01	8.14	6.41	1.73	17.4
1993	5.87	7.22	5.63	1.59	19.0
1994	7.09	7.96	6.19	1.77	22.9
1995	6.57	7.59	5.95	1.64	26.9
1996	6.44	7.37	5.75	1.62	30.4
1997	6.35	7.26	5.55	1.71	28.9
1998	5.26	6.53	5.12	1.41	22.0
1999	5.65	7.04	5.43	1.61	23.0
2000	6.03	7.62	5.77	1.85	30.7
2001	5.02	7.08	5.19	1.89	32.4
2002	4.61	6.49	5.05	1.44	33.6
2003	4.01	5.67	4.73	0.94	28.7
2004	4.27	5.63	4.63	1.00	20.7
2005	4.29	5.24	4.29	0.95	16.1
2006	4.80	5.59	4.42	1.17	21.3

(出典) 図6に同じ。

表9 100万ドルを免税債・課税債に投資した場合の利子所得 (ドル)

連邦所得税の限界税率	10%	15%	25%	28%	33%	35%
4.42%の免税債	44,200	44,200	44,200	44,200	44,200	44,200
5.59%の課税債 (税引後)	50,310	47,515	41,925	40,248	37,453	36,335

(出典) 筆者作成。

を紹介する。

## (1) 発行体サイド

## (i) 地方債法律顧問 (bond counsel)

免税債の起債者は、投資家に対して、課税リ

スクがないことを保証することが重要である。その保証を行うのが、弁護士である地方債法律顧問である。オレゴン州では、その選任は起債の第一のプロセスと位置づけられている<sup>(38)</sup>。地方債法律顧問に対しては、投資家のみならず

<sup>(38)</sup> *ibid.*, pp.24, 25; Oregon State, *op.cit.* (10), p.4.



内国歳入庁も法令順守の側面で信頼を置いている。それだけに高い職業倫理が求められている。地方債法律顧問に特有の資格は存在しないが、経験のある法律事務所がその任務に就くことが市場の要請となっている<sup>(39)</sup>。

地方債法律顧問の最も重要な役割は、bond transcriptと呼ばれる、投資家向けの目論見書(official statement)を含む債券関係文書に、債券の適格性、特に免税の適格性に係る法律上の見解を表明することである<sup>(40)</sup>。免税の要件を左右する大きなポイントは、鞘取債か否かであるため、法律上の見解の実質的なものを、arbitrage certificate(鞘取り認証)という<sup>(41)</sup>。債券が市場で受け入れられるためには必須のものであり、事実関係を十分に検証したうえで出さなくてはならない<sup>(42)</sup>。

なお、法案や条例案その他の法律文書を準備することも地方債法律顧問の役目である。

#### (ii) フィナンシャルアドバイザー

発行額、起債のタイミング、債券価格、引受会社・受託会社・格付機関とのやりとりなどを支援するのがフィナンシャルアドバイザーである。初めての起債や、引受会社と相対して条件を決める交渉方式による債券売出しの際には<sup>(43)</sup>、その役割は特に重要である<sup>(44)</sup>。組織の内部に

フィナンシャルアドバイザーを抱えている地方自治体もある。

#### (iii) その他

引受会社(underwriter)とは、発行体から、起債日に債券を購入し、一般投資家に再販する役割を担っており、証券会社や商業銀行がその任にあっている<sup>(45)</sup>。

受託会社(trustee)は、発行体との契約により、債券保有者を代表し、発行体やコンジットパロワーから元利償還金を受け取り、債券保有者に支払う役割が与えられており<sup>(46)</sup>、通常は銀行である<sup>(47)</sup>。

そのほか、住民投票に際しては、コンサルタントも採用されている(後述)。

#### (2) 信用に係る機関

##### (i) 信用補完にかかる機関-金融保証保険・L/C

信用力の低い発行体は、信用補完制度を利用して地方債の信用力を強化している。

信用補完制度には、金融保証保険会社による信用保証、銀行等の金融機関のL/C(Letter of Credit)による元利償還金の支払いの保証などがある。

金融保証保険は、保険会社が、元利償還金の適時支払を保証するものである。発行体は起債

<sup>(39)</sup> Oregon State, *op.cit.* (10), p.12.

<sup>(40)</sup> 土居ほか 前掲注(13), p.27.

<sup>(41)</sup> そのほかの呼称として、“no arbitrage certificate,” “certification as to arbitrage,” “tax certificate.” IRS, *op.cit.* (7), p.45.

<sup>(42)</sup> Oregon State, *op.cit.* (10), p.11. 前述のように、expenditure testやtime testをクリアすれば、原則3年以内は高利回り投資が認められている(pp.64-65)。この条件の充足について、「3年以内に起債収入の85%を使い、6月以内に5%を使う」という法文をなぞっただけの文章を以ってarbitrage certificateとして、係争に発展したケースなどもあるが、これは論外といえる。U. S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, *IRA Weiss v. SEC On Petition for Review of an Order of the SEC*, No.06-1001, Argued October 16, 2006, Decided November 28, 2006, p.7. (http://www.sec.gov/info/municipal/dcccweissopinion112806.pdf)

<sup>(43)</sup> 2002年のデータでは、長期債の起債の79.8%が交渉方式をとり、引受幹事会社との協議で発行条件が決まっている。残りの20.2%が競争入札で、主として一般財源保証債の販売に用いられる。U. S. Census Bureau, “Table 434. Long Term Municipal New Bond Issues for State and Local Governments: 1980 to 2002”, *Statistical Abstract of the U. S.*, 2006, p.288.

<sup>(44)</sup> Oregon State, *op.cit.* (10), p.13.

<sup>(45)</sup> *ibid.*, p.14.

<sup>(46)</sup> GAO, *op.cit.* (37), p.11.

<sup>(47)</sup> IRS, *op.cit.* (7), p.18.

時に保険料を支払う。地方債の40%に保険がかけられており、付保債の85%がムーディーズでAaaの格付けを取得している<sup>(48)</sup>。

L/Cは、地方債の発行体やコンジットバロワーなど債務者の取引先の銀行（LOC銀行）が発行する支払確約書である。発行体は、L/Cを発行して貰うためには、前払金と年間手数料を支払う必要がある。LOC銀行は、受託会社を通じて依頼された地方債の元利支払を、債務者の口座を介して行う。L/Cの有効期限は、3年から5年と短く、自動的に失効する。十分なキャッシュフローが見込めるまでに一定年限を要する事業の、初期の間の信用補完措置として用いられている<sup>(49)</sup>。

#### (ii) 格付機関

ムーディーズ、スタンダード&プアーズ、フィッチに代表される格付機関も重要な地方債プレーヤーである。大半の地方債は、これらの機関の格付を取得している。

地方債の格付は、発行体またはコンジットバロワーの信用力が反映されたもので、金融保証保険やL/Cが付されている場合は、信用補完を行っている機関の信用力が反映されている<sup>(50)</sup>。表10は、2005年第4四半期時点のムーディーズによる全州および全米上位80都市の格付けの分布を示したものである。最上位のAaaを取得している州は7州、州全体の14%（格付取得州の15.2%）である。また80都市中Aaaを取得している都市は11.3%（格付取得都市の12.5%）にあたる9都市である<sup>(51)</sup>。

実際の債券格付をみると、格付けを付与されていない債券が意外に多く、数にして31.6%、額面で15%もある。しかし格付けを付与されている長期債のうちAaaの債券の割合は67%であ

り、州や主要都市のAaaの割合を大幅に上回っている。このことは、新規発行債券の2割強を占める私的活動債におけるコンジットバロワーの信用力の高さが、Aaaのシェアを引き上げているということもあるが、むしろ、政府債を起債した自治体が、金融保証保険やL/Cなどの信用補完措置を講じていることが大きいといえる。

#### (3) 規制官庁と自主規制機関

以下では、連邦レベルの地方債の規制官庁と自主規制機関について述べる。

##### (i) 財務省・内国歳入庁

まず、免税債を扱う財務省（Department of Treasury）とその外局である内国歳入庁があげられる。財務省は、租税政策の一環として免税債を扱い、IRCの解釈のための規則（regulation）を定めている。内国歳入庁は、免税債も含む連邦税法の執行のほか、州・地方政府、コンジットバロワー、その他諸々の地方債プレーヤー向けに、免税債の広報を行っている。

##### (ii) 証券取引委員会

証券取引委員会（SEC）は、証券市場、証券市場に関わる組織（後述の地方債規則制定委員会や証券業協会など）および証券業者を規制・監督する。地方債との関係では、連邦規則15c2-12（Municipal Securities Disclosure<sup>(52)</sup>）に基づき、引受会社に情報開示を求めている。15c2-12は、具体的には、100万ドル以上の地方債を引き受ける会社は、債券の目論見書を発行体から入手し広く公開すること、重要事実や毎年の財務状況が継続的に開示されると確信できる合理的根拠がない場合、債券を引き受けてはならないこと等を内容としている。1970年代のニューヨー

(48) SEC, *op.cit.* (1), p.22.

(49) IRS, *op.cit.* (7), pp.23-25.

(50) *ibid.*, p.27.

(51) ソブリン（国債）格付けとその国の企業の格付けの関係と異なり、州内の地方政府の格付けは、州の格付けを上回る場合もある。Aaaの都市はいずれも州の格付けより上位である。

(52) 17 C.F.R. § 240.15c2-12.

表10 米国の州および全米人口上位80都市のMoody'sの格付けとその分布 (2005年第4四半期時点)

格付	数	分布 (%)	州
Aaa	7	14	デラウェア；ジョージア；メリーランド；ミズーリ；サウスカロライナ；ユタ；バージニア
Aa1	12	24	フロリダ；インディアナ；アイオワ；カンザス；ミネソタ；ネバダ；ニューメキシコ；ノースカロライナ；オハイオ；テキサス；バーモント；ワシントン
Aa2	12	24	アラバマ；アラスカ；アーカンサス；ハワイ；ケンタッキー；マサチューセッツ；ミシガン；ニューハンプシャー；ノースダコタ；ペンシルバニア；テネシー；アイダホ
Aa3	13	26	イリノイ；メイン；ミシシッピ；モンタナ；ニュージャージー；ニューヨーク；オクラホマ；オレゴン；ロードアイランド；ウェストバージニア；ウィスコンシン；アリゾナ；コネティカット
A2	2	4	カリフォルニア；ルイジアナ
(NA)	4	8	コロラド；ネブラスカ；サウスダコタ；ワイオミング
格付	数	分布 (%)	都市
Aaa	9	11.3	シアトル；シャルロット；ローリー；グリーンズボロ；プラノ；コロンバス；ポートランド（オレゴン）；オマハ；リンカン
Aa1	10	12.5	バージニアビーチ；ダラス；フォートワース；ミネアポリス；シンシナティ；ボストン；フェニックス；サンノゼ；デンバー
Aa2	16	20.0	サンアントニオ；ジャクソンビル；オースティン；ウィチタ；アーリントン；セントポール；ナッシュビルデビッドソン；ホノルル；ルイスビル；ミルウォーキー；オクラホマシティ；タルサ；ロサンジェルス；サクラメント；アナハイム；オーロラ
Aa3	15	18.8	カンザスシティ；アトランタ；ヒューストン；エルパソ；ラスベガス；アルバカーキ；タンパ；アンカレジ；バーミングハム；シカゴ；ツーソン；サンフランシスコ；ロングビーチ；ペーカーズフィールド；コロラドスプリングス
A1	9	11.3	ボルティモア；ノーフォーク；コーパス・クリスティ；メンフィス；ニューヨーク；メーサ；フレスコ；オークランド；ストックトン
A2	3	3.8	クリーブランド；ロチェスター；ワシントンDC
A3	3	3.8	セントルイス；マイアミ；トリード；サンディエゴ
Baa1	1	1.3	フィラデルフィア
Baa2	2	2.5	デトロイト；ニューアーク
Baa3	3	3.8	ピッツバーグ；バッファロー；ジャージーシティ
Ba1	1	1.3	ニューオーリンズ
(NA)	8	10.0	インディアナポリス；セントピーターズバーグ；ハイアリーア；レキシントンファイアット；サンタアナ；リバーサイド；パトナルージュ

(出典) "Table 433. Bond Ratings for State Governments by State"; "Table 434. Bond Ratings for City Governments by Largest Cities: 2005", *Statistical Abstract of the U. S. 2007* から筆者作成.

表11 米国の地方債のMoody'sの格付けの分布

	計	格付けなし	長期債計	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
数	1,074,659	339,129	734,658	489,177	137,305	79,699	27,072	1,174	175	10	46
%	100.0	31.6	100.0	66.6	18.7	10.8	3.7	0.2	0.0	0.0	0.0
額(億ドル)	18,097	2,707	15,192	10,105	3,486	1,011	489	71	23	1	3
%	100.0	15.0	100.0	66.5	22.9	6.7	3.2	0.5	0.2	0.0	0.0

(出典) SEC, "Table A-16 Distribution of Municipal Securities: By Moody's Rating and Interest Rate Type", *op.cit.* (1) から筆者作成.

ク市の財政危機など、地方債のデフォルトが現実味を帯びるようになり、SECへの登録が免除され本来開示義務のない地方債にも、情報開示

が求められるようになった。15c2-12はこれに応えたかたちの規則であり、引受会社の規制を通じて、投資家保護を図ったものといえる。

1989年に発行開示義務が盛り込まれ、1994年には継続開示義務も付加された<sup>(53)</sup>。

### (iii) 地方債規則制定委員会

自主規制機関としては、地方債規則制定委員会 (MSRB) がある。1975年証券法改正法で設立された非営利会社で、引受会社など地方債取引業者 (証券会社や銀行などのブローカー・ディーラー) を規制している<sup>(54)</sup>。MSRBの代表的な規則がG-36で、同規則に基づき、地方債売出しに際して、引受会社に、目論見書のコピーをMSRBに送付させている。これらのデータは、地方債情報図書館 (Municipal Securities Information Library) に集められ、安価なコストで閲覧に供されている<sup>(55)</sup>。またリアルタイム取引報告システム (Real-Time Transaction Reporting System) も構築し、投資家に対して債券価格を含む地方債市場の取引実態を明らかにしている<sup>(56)</sup>。

### (vi) その他

処分の権限がないMSRBに対して、証券業の自主規制機関である全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers) は、協会の自主ルールやMSRBのルールを犯した会員に対して懲戒処分を採ることができる<sup>(57)</sup>。

MSRB以外の情報開示機関として、公認地方債証券保管機関 (NRMSIR) や州情報保管機関 (SID) がある。NRMSIRは、1995年7月3日以降起債した債券についての、毎年の財務情報と重要事実を集積し、安価で公衆の利用に供して

いる<sup>(58)</sup>。またSIDは、テキサス州、ミシガン州、オハイオ州に設けられている、州内で発行された地方債についての情報保管機関である<sup>(59)</sup>。発行体がNRMSIRやSIDに重要事実や毎年の財務情報を提供することで、前述の規則15c2-12の継続開示がなされていると見なされる。

このほか、各州レベルで、地方債、免税債に係る州憲法、州法上の規制があり、監督官庁が設置されている。起債の実務を司るほか、州内の地方政府に対して、規制するとともに起債の支援を行っている。例えば、地方債法律顧問やフィナンシャルアドバイザーなど支援機関のリストや起債に係るマニュアルなどを整備して、自治体に供している<sup>(60)</sup>。

また、アラスカ、アイダホ、インディアナ、バーモントなどいくつかの州は、州の融資機関として、地方債銀行を設立し、債券発行で調達した資金を、地方政府に融資している<sup>(61)</sup>。

## 3 実際にかかるコスト

前段で紹介したように、米国の地方債制度は、多くの地方債プレーヤーに支えられており、国・地方・銀行の3者に限定される我が国と事情を大きく異にしている<sup>(62)</sup>。地方債制度の維持にかかる人的コストは多大なものである。

### (1) 租税支出

規制・監督官庁の人的コスト以外の直接的な

(53) 大崎貞和「米国地方債市場における情報開示」『資本市場クォーターリー』8巻2号, 2004秋, pp.3-4.

(54) Ingrassia, *op.cit.* (5), p.1.

(55) *ibid.*, p.7; SEC, Sources for Municipal Securities Information. <<http://www.sec.gov/answers/nrmsir.htm>>

(56) Ingrassia, *op.cit.* (5), p.7.

(57) GAO, *op.cit.* (37), p.19.

(58) 現在、Bloomberg Municipal Repository、DPC Data Inc.、Interactive Data Pricing and Reference Data, Inc.、Standard & Poor's Securities Evaluations, Inc. の4機関。

(59) SEC, *op.cit.* (5).

(60) Oregon State, *op.cit.* (10), pp.11-13. *Oregon Bond Manual*以外では、California Debt And Investment Advisory Commission, *California Debt Issuance Primer*, December 31, 2005など。

<<http://www.treasurer.ca.gov/cdiac/debtpubs/primer.pdf>>

(61) 地方債銀行については、秋山義則「アメリカの州・地方債 (第3回)」『地方債月報』334号, 2007.5, pp.24-34に詳しい。

(62) 土居ほか 前掲注(13), p.31.

費用として、第一に、免税措置による租税支出 (tax expenditure) がある。租税支出とは、連邦税法に定める税控除や免税、優遇税制に起因する歳入損失のことで、他の歳出と並ぶ予算措置の一つと見ることができる。

表12は、1974年議会予算法 (P.L.93-344) に基づき予算書に掲載された「租税支出」の見積もりのリストのうち、免税債による部分を抽出して足したものである。免税債による租税支出の推計は、1980年の107億ドルから、2007年度の367.7億ドルと、3倍以上に拡大している<sup>(63)</sup>。

367.7億ドルの内訳は政府債が296億ドル、特定私的活動債が72億ドルである。

また、発行体の所属する州に居住している場合、州税地方税も免除されるのが普通であり<sup>(64)</sup>、地方税にも租税支出が生ずることになる。

## (2) 手数料

次に、地方債法律顧問、フィナンシャルアドバイザー、引受会社、受託会社、格付機関など民間の地方債プレーヤーに対する手数料等の費用が発生する<sup>(65)</sup>。

表12 免税債による歳入減の推計

年	10億ドル	年	10億ドル	年	10億ドル	年	10億ドル
1980	10.72	1987	21.79	1994	19.55	2001	27.40
1981	13.37	1988	20.40	1995	20.36	2002	29.94
1982	15.22	1989	19.60	1996	24.95	2003	31.07
1983	16.43	1990	20.15	1997	21.36	2004	32.61
1984	18.32	1991	25.92	1998	24.60	2005	32.70
1985	19.56	1992	26.63	1999	27.51	2006	33.41
1986	20.82	1993	19.17	2000	26.80	2007	36.77

(出典) Office of Management and Budget, "Table 19-1. Estimates of Total Income Tax Expenditures" *Budget of the U. S., Analytical Perspectives*, Fiscal Year 2008以下各年度版から算出。

表13 地方債発行経費の目安 (20年満期の債券100万ドルを起債した場合)

初期費用	独自起債	メイン州立地方債銀行
フィナンシャルアドバイザー手数料	5,000ドル	
格付取得手数料	3,000ドル超	
目論見書印刷・郵送料	750-1,500ドル	
地方債保険料	3,800ドル	
地方債法律顧問の費用	2,500-5,000ドル	2,500-5,000ドル
引受手数料 (金利に含まれる)	1,000債券につき5-8ドル	1,000債券につき5-8ドル
総計	15,050-18,300ドル	2,500-5,000ドル
債券流通にかかる費用	独自起債	メイン州立地方債銀行
SEC開示費用	500ドル	
代行機関手数料	300-500ドル	
20年間計	16,000-20,000ドル	

(出典) Maine Municipal Bond Bank, General Bond Resolution Program, Issuance Costs & Fees. <http://www.mainebondbank.com/GBR.aspx#>

<sup>(63)</sup> Cynthia Belmonte, "Tax-Exempt Bonds, 2003-2004", *SOI Bulletin*, Fall 2006, p.246.

<http://www.irs.gov/pub/irs-soi/04govbnd.pdf>

<sup>(64)</sup> SEC, Bonds, Municipal <http://www.sec.gov/answers/bondmun.htm>

<sup>(65)</sup> 26 C.F.R. § 1.150-1 (b); IRS, *op.cit.* (7), p.51.

メイン州立地方債銀行 (Maine Municipal Bond Bank) が、自行の融資を利用することがどれだけ節約になるかというPRを行っているなかで、自治体が独自に起債する場合の経費を示している (表13)。それによると、20年満期の地方債100万ドルを独自に起債した場合、初期費用が15,050-18,300ドル、債券流通にかかる費用が20年間で16,000-20,000ドル、総計35,000ドル内外の費用がかかることになる。表13中に計上されている経費だけでも、起債総額に対して3.5%ほどのコストを要する計算になる。

### (3) 住民投票

表13には、通信費や旅費などが含まれていないほか、住民投票にかかるコストも含まれていない。

多くの州で、一般財源保証債を発行する際には住民投票が義務付けられている。

住民投票に関する事務作業には、起債の内容を確定し、法律・条例を起草し、新聞に掲載し公示するまでの一連の作業に加えて、住民投票に先立つフィービリティ調査や世論調査、票読みなどがある<sup>(66)</sup>。パンフレットを作成し、公聴会を開催するなど、広報も重要となる。オレゴン州では、投票間近には個別訪問による説明も推奨されている。

行政側の事務作業コストに加えて、実費も発生する。フィービリティ調査や世論調査の実施には外部委託コストや、コンサルタントへの手数料が発生する。新聞への広報費やパンフレット作成費、郵送費も生じる。

一方、住民投票で見逃せないのが、当局が支払わないコストの存在である。

発行体が、起債の説明を超える宣伝をすることができない場合には<sup>(67)</sup>、起債を支持する民間団体が自発的に組織を作り、草の根運動や、

資金を供出してメディアを通じたキャンペーンなどを展開するケースがある。カリフォルニア州で2000年3月に、21億ドルの起債を盛り込んだ、安全のための近隣公園・水質浄化・排ガス規制・沿岸整備債券法 (Safe Neighborhood Parks, Clean Water, Clean Air, and Coastal Protection Bond Act) が住民投票で承認された際には、700万ドルがキャンペーンに使われたという<sup>(68)</sup>。

### おわりに

米国において、地方債は、地方のインフラ整備と、地方経済の自立的発展に貢献してきた。しかし拡大の陰には、資源配分の歪み、高所得者への恩恵の集中、免税債の濫用という負の影響とともに、制度維持のために、官民から投じられた莫大なコストが存在する。数字が拾える部分だけでも、2006年の年間の長期債発行額3895億ドルに対して、連邦政府の租税支出334億ドル、発行経費・住民投票の経費は粗く換算して130-140億ドルと、発行額の優に1割を超える経費が投じられていることになる (表1, 表12, 表13)。このほかに、諸々の人件費や州の租税支出が加わる。

制度維持のための莫大なコストと市場主義のギャップを埋めるキーワードは、連邦制、各州の主権、地方政府の自立、民主主義の根幹である民意の反映、市場規律の徹底という、アメリカ合衆国の真髄というべきものである。

連邦政府は免税債という租税支出を供出する。州・地方政府は、自立のために、自ら財政規律を講じ、財政状況を健全に保ちつつ、インフラ整備のため、地方経済の発展のために、多くの地方債プレーヤーの支援の下で地方債を発行し、市場の監視に委ねる。引受機関などの地方債プレーヤーも、地方債取引の規制に服す

(66) 以下、Oregon State, *op.cit.* (10), pp.2-5.

(67) オレゴン州では、支持を得るために、公費や執務時間を割くことは禁止されている。 *ibid.*, p.3.

(68) Margaret C. H. Kelly and Matthew Zieper, "Strategies for Passing a Bond Referendum", *Government Finance Review*, June 2001, p.29.

る。州・地方政府は、将来債務である地方債の起債に関しては、住民投票という民意の反映のために労力を投入する。起債による資本支出の恩恵を受ける民間団体も、住民投票のキャンペーンを通じてコストを支払い、起債をバックアップする。そして家計は、地方債を市場を通じて購入し、主要な支え手となっている。

連邦・州政府・地方政府・民間それぞれ立場は違え、またときには一見、非効率にみえる手段を取って選び、アメリカ合衆国の拠って立つところを守るために、代償を支払い、地方債市場を支えている。

我が国にも、地方債を支える強力な財政措置がある。公的資金による地方債引受と、元利償還の交付税措置である。公的資金は縮小し、交付税措置も21世紀ビジョン懇談会報告書では、廃止が言及されている<sup>(69)</sup>。しかし長らく地方債制度は、国の政策の一つに位置づけられ、国の庇護の下、極めて安易な資金調達手段とされ

てきたことは事実である。補助金、地方交付税などととも、地方の自立を阻むツールとして機能してきたことは否めない。

戦後、憲法で高らかに謳われた地方自治であるが、地方財源の多くを国に依存しているなか、現実には真の地方自治は実現できない状況が続いていた。三位一体改革は、三割自治からの脱却を目指した財政的自立の試みであった。政府は、2007年4月に地方分権改革推進委員会<sup>(70)</sup>を発足させ、地方へのさらなる権限や税源の移譲にかかる検討を委ねている。我が国の地方分権のあるべき姿はどのようなものなのか。地方の自立とはどのようなことを指すものなのか。地方債の市場化は、地方分権の推進のなかでどのような役割を果たし、どれだけのコストをかけて支えるべきものなのか。今一度、米国の地方債制度の現状を踏まえて、再考する必要があるのではないだろうか。

(さかた かずこう 経済産業課)

#### 略語表

C.F.R.	Code of Federal Regulations	連邦規則集
FRB	Board of Governors of the Federal Reserve Systemまたは Federal Reserve Board	連邦準備制度
GAO	Government Accounting Office, Government Accountability Office (2004.7.7~)	米国会計検査院
IDB	Industrial Development Bond	産業開発債
IRC	Internal Revenue Code	内国歳入法
IRS	Internal Revenue Service	内国歳入庁
JCT	Joint Committee on Taxation	両院合同租税委員会
MSRB	Municipal Securities Rulemaking Board	地方債規則制定委員会
NASBO	National Association of State Budget Officers	全米州財政担当者協会
NRMSIR	Nationally Recognized Municipal Securities Information Repositories	公認地方債証券保管機関
SEC	Securities and Exchange Commission	証券取引委員会
SID	State Information Depositories	州情報保管機関
TEFRA	Tax Equity and Fiscal Responsibility Act	課税の公平及び財政責任法
U.S.C.	United States Code	合衆国法典

(69) 『地方分権21世紀ビジョン懇談会報告書』 p.6.

〈[http://www.soumu.go.jp/menu\\_03/shingi\\_kenkyu/kenkyu/pdf/060703\\_1.pdf](http://www.soumu.go.jp/menu_03/shingi_kenkyu/kenkyu/pdf/060703_1.pdf)〉

(70) 内閣府「地方分権改革の推進について」〈<http://www.cao.go.jp/bunken-kaikaku/index.html>〉