

地方債の信用力とリスクシェアリング^{*1}

中里 透^{*2}

要 約

本稿では国と地方あるいは自治体間のリスクシェアリングという観点から、地方債とその信用力を補完している国の関与（信用補完措置）のあり方について、これまでなされてきた議論を整理するとともに、自治体の財政運営に対する適切な規律付けを確保するうえで今後どのような対応が必要となるか検討を行う。地方債については近年さまざまな制度改革が行われてきたが、こうしたもとでも地方債の発行・償還に対する国の関与は実質的には大きな影響を受けることなく維持されており、国による信用補完（暗黙の政府保証）は引き続き強固なものと認識されている。もっとも、現行制度のもとでも制度的には地方債のデフォルトが発生する可能性が完全に排除されているわけではなく、このことを反映して各自治体の格付けや地方債のスプレッド（国債利回りに対する上乗せ金利）には自治体間で緩やかな格差が存在することが確認される。地方財政健全化法の制定によって自治体財政の健全性確保に対する新たな制度的措置が講じられることとなったが、議会や監査委員によるモニタリングが必ずしも十分に機能しているとはいえない現状を踏まえると、これらの措置を補完するものとして市場による規律付けを活用することが有益であり、この観点から地方債の発行・償還に係る国の関与のあり方を見直すことが必要になる。市場を通じた規律付けの強化と安定的な資金調達確保の間にはトレードオフの関係が存在する可能性があるが、この点については一部の地方債（臨時財政対策債等）について従来のスキームを引き続き維持するとともに、地方債の共同発行を活用することによって安定的な資金調達を確保していくことが適切である。

I. はじめに

今後の地方財政のあり方を考えるにあたっては、地方債を自治体の財政運営の中でどのように位置づけていくかが重要な論点のひとつといえる。財政投融资改革や郵政民営化をはじめとする一連の制度改革によって「地方債の市場化」が進展した現状を踏まえると、このことは地方

債の信用力とそれを支えている信用補完のスキームをどのように見直していくか（あるいは維持していくか）という議論ととらえることができる。

地方債の信用力をめぐってはこれまでもさまざまな議論がなされてきたが、自治体間で信

^{*1} 本稿の作成にあたっては2011年5月16日に財務省財務総合政策研究所で開催された論文検討会議の参加者各位から有益なコメントをいただいた。また、江夏あかね（パークレイズ・キャピタル証券）、小林航（千葉商科大学）、原田喜美枝（中央大学）、別所俊一郎（慶応義塾大学）の各氏からも有益なアドバイスをいただいた。ここに記して謝意を表したい。もちろん、あり得べき誤りはすべて筆者の責に帰するものである。

^{*2} 上智大学経済学部准教授・一橋大学国際・公共政策大学院特任准教授
E-mail:nakaza-t@sophia.ac.jp

用力に格差があるとする見方と格差はないとする見方の間には依然として大きな見解の相違がみられる。地方債の信用力に格差があるとする見方は、地方債のスプレッド（国債利回りに対する上乗せ金利）に自治体間で格差がみられることに注目し、地方債にも各自治体の財政状況に応じて一定の信用リスクが存在するとの見方をとる¹⁾。一方、自治体の信用力に格差はないとする見方は、元利償還金に対する交付税措置などを通じて地方債の償還確実性が確保されているため、地方債に信用リスクは存在しない（したがって自治体間で信用力に格差はない）との見方をとる²⁾。地方債の信用力をめぐるこのような見解の相違は、地方債の発行・償還に対する国の信用補完がどの程度強固なものであるかという点についての評価と、国による信用補完のスキームが近い将来見直される可能性があるかという点についての見通しに関して異なった見方が併存していることによるものと理解される。

こうしたもとで地方債の信用力について自治体間で格差は存在しないという見方をとらえるならば、これは単に地方債の信用リスクについての事実認識を表明したものというよりは、国が適切な支援措置を講じることによって自治体間で信用力に格差が生じることがないようにすべきだという政策判断を伴うものと理解するほうが適切であろう。たしかに、各自治体が低いコストで安定的に資金調達を行うことを可能

にするという点からは、国による信用補完を強固なものとするのが望ましい。しかしながら、国の信用補完によって各自治体の財政状況の違いが資金調達コストに反映されなくなると、自治体の財政運営に対する適切な規律付けが確保されなくなるおそれもある³⁾。

このように安定的な資金調達と市場を通じた規律付けの間にトレードオフが存在するもとで、自治体の資金調達に係るリスクを国と地方がどのように分担していくべきかは、今後の地方財政の運営のあり方を考えるうえで重要な課題である。そこで、本稿では政府間のリスクシェアリングというキーワードをもとに、地方債とその信用力を補完している国の関与の現状と今後のあり方について考察することとしたい。

本稿の次節以降の構成は以下の通りである。まず第2節では地方債の発行・償還に関する国の関与と地方債の信用力の関係について、最近の制度改革の動向を踏まえつつ整理する。次に第3節では国と地方の（垂直的な）リスクシェアリングという観点から、安定的な資金調達の確保と市場を通じた規律付けの間のトレードオフに留意しつつ、自治体の財政運営に対する適切な規律付けのあり方について検討を行う。続いて第4節では自治体間の（水平的な）リスクシェアリングという観点から、地方債の共同発行の現状と今後の課題について整理する。最後に第5節で本稿の結論を総括する。

1) 最も早い段階でこの点について指摘したものとして丹羽（2004）がある。

2) この点については2002年3月5日の参議院総務委員会における片山虎之助総務大臣（当時）の以下の答弁がしばしば引用される。「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。しかも、ちゃんとアフターケアの制度まであるのですよ、元利償還は地方財政計画をつくり地方交付税で見るという。トータルですよ、トータル。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、地方団体のデフォルトというものが。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」。なお、2010年12月に片山善博総務大臣（当時）は地方債のデフォルトが生じる可能性について「国が関与しているからといって、法的に保証をしているわけではない。なんとなく総務省の官僚が面倒を見てくれるのではないかと、暗黙の保証のようなものを期待している。しかし、本来そんなものはない。ただ、今では地方財政健全化法があって、財政状況が一定程度悪くなった自治体に対しては国からそれなりの関与があり、さらに悪化した場合には財政再生計画を作って、債務の返済が滞らないようにする仕組みがあるので、そういう意味では個別の債務保証はないが、枠組みとして国が自治体の破綻防止を制度化しているといえるのではないか」との見解を表明している（井上・前島（2011））。

3) これはIMF融資に関して creditor moral hazard の問題として議論されてきたことと同様の問題ととらえることができる。この点については、たとえば Haldane and Scheibe（2004）、Dell’Ariccia, Schnabel and Zettelmeyer（2006）を参照のこと。

Ⅱ. 地方債の発行・償還に関する国の関与と地方債の信用力

地方債の信用力は各発行体（自治体）の財政状況だけでなく地方債の発行・償還に関する国の関与を通じた信用補完のスキームにも依存する形で決定されているが、地方債の発行・償還に係る国の関与については2006年以降さまざまな制度改革が行われた。本節ではこの点について従来のスキームと現在のスキームを対比する形で整理する^{4), 5)}。

Ⅱ-1. 従来のスキーム

2006年4月に協議制に移行するまで、地方債の発行については総務大臣または都道府県知事の許可が必要とされ、地方債の発行は国の強い統制のもとにおかれてきた^{6), 7)}。許可制のもとで発行される地方債については、その元利償還金が地方財政計画に計上され、総額として償還財源の確保がなされるとともに、各自治体について元利償還金の一部または全部が地方交付

税によって措置され、地方債の発行にあたっては公的資金（政府資金及び公営公庫資金）の充当による安定的な消化が確保されてきた⁸⁾。

地方債の発行・償還に対してこのような統制と支援措置がとられてきたのは、国が補てんすべき地方財源不足に対する財政措置（地方財政対策）として地方交付税とともに地方債が活用されてきたためであり、自治体の側からみれば地方債は翌年度以降の交付税によって措置される歳入という側面を持っていたのである⁹⁾。このようなスキームのもとでもいくつかの自治体については事実上の財政破綻が生じたが、地方財政再建促進特別措置法（昭和30年法律第195号）の規定に基づく準用再建団体については債務調整は行われず、一時借入金についての政府資金の斡旋や一時借入金利子に対する交付税措置等を通じて自治体の信用リスクを顕在化させない措置がとられてきた^{10), 11)}。地方債に

4) 地方債は自治体の借入金のうち借入期間が1会計年度を超えるものの総称であり、証券形式のもの（債券）だけでなく証書形式のもの（金融機関からの借入）も地方債に含まれる。

5) 地方債の発行・償還に係る制度については平嶋・植田（2001）、江夏（2007）（2009）において詳細な解説がなされている。

6) 許可制のもとでは「普通地方公共団体は、地方債を起し並びに起債の方法、利率及び償還の方法を変更しようとするときは、当分の間、政令の定めるところにより、自治大臣又は都道府県知事の許可を受けなければならない」（地方自治法（旧法）第250条）とされ、地方債の起債にあたって都道府県・政令市については総務大臣の、政令市以外の市町村については都道府県知事の許可が必要であった。また、市町村が発行する地方債の許可に際しては、その限度額及び資金について都道府県知事があらかじめ総務大臣と協議し、同意を得なければならないとされていた。

7) 起債制限比率が一定の基準を超えた自治体は起債制限団体となり、地方債の発行が制限される措置がとられていた。

8) 地方債の元利償還金に対する交付税措置の詳細については土居（2002）、土居・別所（2004）を参照のこと。

9) たとえば、臨時財政対策債についてはその元利償還金の全額が翌年度以降の基準財政需要に算入されることとなっている。

10) 地方財政再建促進特別措置法に基づく財政再建団体の指定は、同法第2条第1項に規定される「昭和29年度の赤字団体」に対してなされるものであり（本再建）、昭和30（1955）年度以降に歳入欠陥を生じた団体については同法第22条第2項及び第3項の規定に基づいて同法第2条第1項の規定を準用する形で再建がなされることから準用再建団体という呼称が用いられていた。

11) たとえば、夕張市の2006年度決算における赤字額353億円については、市場金利を下回る0.5%の水準で北海道庁による低利融資が行われた。

について自治体間で信用力の格差は存在しないとの見方は、このような信用補完のスキームの存在を前提としたものであった¹²⁾。

Ⅱ－２．制度改革の動き

Ⅱ－２－１．許可制から協議制への移行

地方債の発行については、2005年度までは地方自治法（昭和22年法律第67号）第250条（旧法）の規定により国の許可が必要とされていたが、地方分権一括法（平成11年法律第87号）の施行に伴い06年度から協議制に移行し、一定の条件を満たせば自治体が自由に地方債を発行することが可能になった。協議制移行後の地方債は、総務大臣あるいは都道府県知事の同意を得て発行される同意債と同意を得ずに発行される不同意債に区分され、このうち同意債については従来と同様に公的資金による引き受けや交付税措置がなされることとなっている¹³⁾、¹⁴⁾。また、実質赤字が一定額以上あるいは実質公債費比率が18%以上の自治体については、地方債の発行に当たって引き続き総務大臣あるいは都道府県知事の許可が必要とされている（地方財政法第5条の4）。このように、協議制に移行した後もこれらの措置を通じて自治体財政の健全性の確保が図られている。

Ⅱ－２－２．地方財政健全化法の制定

自治体財政の健全性確保に向けた法制上の措置としては、従来、地方自治法に基づく起債制限と地方財政再建促進特別措置法に基づく準用財政再建団体の指定が行われてきたが、2008年4月に地方公共団体の財政の健全化に関する法律（平成19年法律第94号）が施行され、同法に基づいて健全化判断比率（実質赤字比率・連結実質赤字比率・実質公債費比率・将来負担比率）の公表と同比率に基づく財政健全化団体（早期健全化団体）及び財政再生団体の指定が行われることとなった¹⁵⁾。同法においては、健全化判断比率が一定の基準（早期健全化基準）を超えて悪化した場合には早期健全化に向けた措置として財政健全化計画の策定と外部監査の実施が要請され、健全化判断比率がさらに悪化して一定の基準（財政再生基準）を超えた団体については、財政再生計画の策定と外部監査の実施が義務付けられている¹⁶⁾、¹⁷⁾。

これらの法制上の措置は、自治体の財政悪化を未然に防ぐとともに、著しい悪化が生じた場合には国の関与を通じて財政の健全化が着実に実施されることを担保するものであり、自治体の信用力の確保に資するものと理解されている¹⁸⁾。

12) もっとも、従来のスキームのもとでも国による信用補完のスキームは万全なものではなく、広い意味ではデフォルトが生じたとして理解される事例もみられた。スタンダード・アンド・プアーズは、2007年2月に夕張市が金融機関に対して一時借入金の金利減免要請を行なったことについて、もし仮に夕張市に発行体格付けが付与されているとした場合には、このケースは「SD（選択的デフォルト）」に該当するとの見解を表明している（柿本（2007））。

13) 地方債の発行に係る協議については、都道府県あるいは政令市にあっては総務大臣に、市町村にあっては都道府県知事に協議を求めることとされている（地方財政法施行令（昭和23年政令第267号）第2条第1項）。

14) 総務大臣の同意を得て発行される地方債については従来通り交付税措置がなされることもあり、これまでのところ不同意債は発行されていない。不同意債が発行されていない理由について実証分析を行なった研究として小林・大野（2011）がある。

15) 以下では地方公共団体の財政の健全化に関する法律を「地方財政健全化法」という。

16) 公営企業については資金不足比率が一定の基準を超えた場合に経営健全化計画の策定が義務付けられ、同計画に基づいて経営の健全化が図られることとなっている。

17) 自治体の財政再建に関する従来のスキームの問題点として、地方財政再建促進特別措置法には早期是正措置に関する規定がなかったということがあげられることがあるが、従来のスキームのもとでも地方債の許可団体のうち実質赤字が一定の基準を超えた団体については財政健全化計画の策定が、実質公債費比率が一定の基準を超えた団体については公債費負担適正化計画の策定が要請されることとなっており、起債許可制度を通じた早期是正措置が存在していたことに留意が必要である。

18) 財政再生団体が財政再生計画について総務大臣の同意を得た場合には特例的に赤字地方債（再生振替特例債）を発行することができ、これを通じて収支不足の補てんが可能となっている（地方財政健全化法第12条）。

Ⅱ－２－３．市場公募債発行団体をめぐる動向

一部の都道府県と政令市では以前から市場公募地方債の発行が行われてきたが、市場公募債の発行についても 2006 年以降大きな制度変更が行われた¹⁹⁾。従来、市場公募債の発行については統一条件決定方式（各発行団体の委任を受けて総務省（旧自治省）が引受シンジケート団の代表（みずほコーポレート銀行（旧日本興業銀行））と交渉を行い、発行条件を一律に決定する方式）によって発行条件の決定が行われていたが、公正取引委員会の指摘を踏まえて 2006 年 9 月に個別条件決定方式（各発行団体がそれぞれシ団等と交渉を行なって個別に発行条件を決定する方式）に移行した²⁰⁾。また、2001 年の財政投融资改革をきっかけに公的資金による地方債引受の減少と市場公募債の発行の増加が進展し、2006 年度には市場公募債が地方債計画における地方債発行額の 4 分の 1 を超えるまでになった²¹⁾。

地方債市場におけるこのような自由化の進展と市場からの資金調達増加を受けて、市場公募債発行団体の中で格付けを取得する自治体が増加し、現在、25 団体が 30 の格付けを取得している^{22), 23)}。格付けを取得した自治体の数を格付機関別に見ると、格付投資情報センター

（R&I）が 9 団体、日本格付研究所（JCR）が 1、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が 8、ムーディーズ・ジャパンが 12 となっている（表 1 参照）。これらの格付けはいずれも A + 以上で、いずれの自治体についても高い信用力が確保されているが、興味深いのは格付機関ごとに付与している格付けの幅に違いがあることであり、R&I と S&P は自治体によって格付けに差があるのに対し、ムーディーズはいずれの自治体についても同じ格付け（Aa3）となっている²⁴⁾。以下で説明するように、このような格付機関ごとの評価の違いは自治体の財政運営に対する上位政府（国）の支援措置（システム・サポート）の強固さに対する判断の違いによるものと考えられる。

Ⅱ－３．国による信用補完と自治体格付け

2006 年以降、許可制から協議制への移行や新たな自治体再生法制（地方財政健全化法）の制定などの制度変更が相次いで行われたが、こうしたもとでも交付税措置等による国の信用補完のスキームは実質的には大きな影響を受けることなく引き続き維持されており、このことを反映して各自治体が発行する地方債にはいずれも高い格付けが付与されている。ただし、ここ

19) 市場公募債を発行する自治体は長らく 28 団体（16 都道府県 12 政令市）であったが、2003 年以降発行団体が増加し、2012 年度には 52 団体（32 都道府県 20 政令市）となっている。

20) 地方債の発行条件の決定は、2006 年 5 月にいったん合同条件決定方式（総務省への委任をとりやめ、発行団体の代表が引受シンジケート団の代表と交渉を行なって発行条件を決定する方式）に移行したが、同年 8 月に公正取引委員会から「本年度から新たな協議制度が施行されたことを契機に、上記 1 の市場公募地方債の本来の姿を実現すべく、早急に、市場公募地方債の発行条件の統一条件交渉方式の廃止に向けた具体的な検討が行われることが競争政策上望ましい」（公正取引委員会（2006））との見解が示されたのを受けて総務省から各市場公募債発行団体あてに事務連絡がなされ（総務省（2006b）（2006c））、9 月債から個別条件決定方式による条件決定に全面移行することとなった。

21) 地方債計画（当初）ベースでみると、2001 年度には公的資金が 59.2%（うち政府資金 47.3%、公営公庫資金 11.9%）、民間資金が 40.8%（うち市場公募債 10.2%、銀行等引受債 30.5%）であったのに対し、2012 年度には公的資金が 43.2%（うち財政融資資金 27.7%、地方金融機構資金 5.5%）、民間資金が 56.8%（うち市場公募債 31.6%、銀行等引受債 25.2%）となっている。

22) 2012 年 3 月 1 日現在の計数。このほか、市場公募債発行団体以外では宮崎市がスタンダード・アンド・プアーズから格付けを取得している。

23) 各自治体が依頼格付けを取得する以前から R&I と JCR は市場公募債発行団体を対象に非依頼格付けを付与していたが（R&I は 36 団体、JCR は 38 団体）、JCR の格付けは 2008 年 2 月に、R&I の格付けは同年 12 月に取り下げられた。

24) ムーディーズについても各自治体固有の信用リスクを表す BCA（ベースライン信用リスク評価）については自治体間で格差が存在する。

表1 市場公募地方債発行団体の格付・発行予定額

	格付け/アウトLOOK				2012年度発行予定額(単位:億円)							
	R&I	JCR	S&P	Moody's	10年債			2年債 3年債 5年債 7年債	15年債 20年債 30年債	フレックス分		発行額計
					個別発行	共同発行	合計			発行形式 未定	償還年限 未定	
(都道府県)												
北海道					1,200	800	2,000	1,200	0	0	100	3,300
宮城県					0	600	600	300	0	0	0	900
福島県					200	360	560	200	0	0	0	760
茨城県					0	300	300	100	0	0	0	400
栃木県	AA+/安定的				100	0	100	0	0	0	0	100
群馬県					200	0	200	100	100	0	0	400
埼玉県	AA+/安定的				1,400	800	2,200	800	200	0	0	3,200
千葉県					1,400	600	2,000	600	400	0	0	3,000
東京都					5,800	0	5,800	1,100	900	0	0	7,800
神奈川県			AA~/ネガティブ		1,400	500	1,900	800	600	0	0	3,300
新潟県				Aa3/安定的	400	600	1,000	0	0	0	0	1,000
福井県	AA/安定的				300	100	400	50	0	0	0	450
山梨県					200	0	200	0	0	0	0	200
長野県					0	600	600	200	0	0	0	800
岐阜県					100	200	300	0	0	0	0	300
静岡県	AA+/安定的			Aa3/安定的	800	600	1,400	600	300	0	400	2,700
愛知県	AA+/安定的	AAA	AA~/ネガティブ		2,400	600	3,000	600	200	0	800	4,600
三重県					100	100	200	0	0	0	0	200
滋賀県					100	0	100	0	0	0	0	100
京都府					500	700	1,200	500	200	0	200	2,100
大阪府					2,200	800	3,000	2,600	0	0	800	6,400
兵庫県					600	800	1,400	600	400	800	0	3,200
奈良県	AA/安定的				0	200	200	100	0	0	0	300
和歌山県					0	0	0	300	0	0	0	300
岡山県	AA/安定的				200	100	300	0	0	0	0	300
広島県	AA/安定的			Aa3/安定的	700	600	1,300	100	100	0	0	1,500
徳島県					100	250	350	0	0	0	0	350
福岡県				Aa3/安定的	750	0	750	500	500	0	500	2,250
長崎県					100	0	100	0	0	0	0	100
熊本県					100	300	400	100	0	0	0	500
大分県					100	200	300	0	0	0	0	300
鹿児島県					0	600	600	100	0	0	0	700
(政令市)												0
札幌市				Aa3/安定的	300	300	600	400	100	0	300	1,400
仙台市					0	360	360	150	0	0	0	510
さいたま市					100	0	100	0	0	0	0	100
千葉市			A+/安定的		200	300	500	0	0	0	0	500
横浜市			AA~/ネガティブ		800	0	800	200	200	400	0	1,600
川崎市					100	240	340	280	300	0	80	1,000
相模原市			AA~/ネガティブ		100	0	100	0	0	0	0	100
新潟市			AA~/ネガティブ		100	200	300	0	0	0	0	300
静岡市				Aa3/安定的	100	100	200	0	0	0	0	200
浜松市				Aa3/安定的	100	0	100	0	0	0	0	100
名古屋市				Aa3/安定的	700	0	700	200	200	0	200	1,300
京都市			A+/安定的		200	400	600	300	100	0	200	1,200
大阪市			AA~/ネガティブ	Aa3/安定的	400	800	1,200	400	300	500	0	2,400
堺市				Aa3/安定的	100	0	100	0	100	0	0	200
神戸市	AA/安定的				200	300	500	200	200	0	200	1,100
岡山市					100	0	100	0	0	0	0	100
広島市					200	300	500	100	0	0	0	600
北九州市					200	300	500	100	200	0	0	800
福岡市				Aa3/安定的	260	240	500	400	200	0	150	1,250
熊本市					100	0	100	0	0	0	0	100
発行額合計					25,810	15,150	40,960	14,280	5,800	1,700	3,930	66,670

(資料出所) 格付投資情報センター・日本格付研究所・スタンダード&プアーズ・ムーディーズ・総務省

で留意しておかなくてはならないのは、現在発行されている地方債に明示的な政府保証が付されているわけではなく、現在のスキームのもとでも制度上はデフォルトが発生する可能性が排除されていないということである^{25)・26)・27)}。

したがって、地方債の利払いや償還を円滑に進めていくための国の支援措置がどの程度強固なものであるかという点については格付機関によって見解に違いが生じる可能性があり、そのもとで決定される格付けの分布状況についても格付機関ごとのスタンスの違いを反映して一定の差が生じる場合があるということになる。この点についてムーディーズは「日本政府が、非常時に特別な支援を地方自治体に提供する可能性は、日本政府の積極的な政策スタンス、地方財政分野における強固な監視システム、仮に日本の地方自治体がデフォルトに陥った場合のレビュテーションリスクを反映して、引き続き非常に高い」（ムーディーズ・ジャパン（2009））としているのに対し、S&Pは「地方交付税による財源調整、財政再建団体制度、地方債の協議制など、日本政府による地方自治体へのシステム・サポートは重層的で強固である。しかし、中央政府の財政難により地方交付税が減少して

いること、財政再建団体制度にもとづく支援がタイムリー性に欠けることなどから、日本の地方財政制度が提供するシステム・サポートは世界的にみて最も強固とは言えない」（スタンダード・アンド・プアーズ（2006））との見解を示しており、両者が各自治体に付与している格付けの分布状況が異なるのは、システム・サポートの強固さに対する認識の違いが反映されているためと理解される。

Ⅱ－４．自治体の信用力とスプレッドの関係

このように、自治体の信用力については国による信用補完がどの程度強固であるのかという点についての見方に応じてさまざまな評価が存在し得るが、もし自治体間で信用力に格差が存在するとすれば、その格差は地方債のスプレッドに反映されることになる。地方債の信用力については自治体間で格差は存在しない（したがってスプレッドの格差も生じない）との見方が支配的だったこともあって、自治体の信用力とスプレッドの関係についてはまだ十分な研究が行われているとはいえない状況にあるが、これまでに行われた実証分析として足立（2006）、大山・坂本・塚本（2006）、石川（2007a）（2007b）、

25) この点の詳細については足立（2006）を参照のこと。

26) 地方財政法（昭和23年法律第109号）第5条の4では地方債の発行に際して総務大臣または都道府県知事の許可を受けなくてはならない団体として、「地方債の元利償還金の支払を遅延している地方公共団体」（同条第3号）と「過去において地方債の元利償還金の支払を遅延したことがある地方公共団体のうち、将来において地方債の元利償還金の支払を遅延するおそれのあるものとして政令で定めるところにより総務大臣が指定したもの」（同条第4号）が掲げられており、法制上もデフォルトが発生する可能性が排除されていないことが確認される。なお、「地方公共団体には破産法の適用がなく、現行法制上は破産することがない」との説明がなされることがあるが、これは単に自治体の債務調整については破産法（平成16年法律第75号）で規定されている破産手続が適用されないということであって、地方債についてデフォルトが生じるか否かということとは別の話である。「破産法の適用がない」ことをもって「破産することがない」とするならば、預金保険法（昭和46年法律第34号）の規定に基づいて破たん処理が行われる金融機関についても「現行法制上は破産することがない」ことになるが、たとえば日本振興銀行については預金保険法の規定に基づいて金融整理管財人の選任等が行われ、預金保険で保護される範囲を超える部分の預金については民事再生法（平成11年法律第225号）の規定に基づく再生手続きにしたがって一部カットされたうえで弁済がなされるという形で破たん処理が行われている。

27) 法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律（昭和21年法律第24号）第3条の規定により、国が地方自治体の債務の保証をすることは原則として禁じられているが、総務大臣が指定をすれば地方債に政府保証を付すことは可能であり、1962年から65年にかけて大阪府と大阪市が共同で政府保証付外債を発行した例がある。

中里（2008）がある²⁸⁾。

このうち足立（2006）は2005年6月の時点において市場で取引されていた322銘柄の市場公募地方債を対象に、2003年4月から2005年6月までの期間（月次）における各銘柄の流通スプレッドを被説明変数、当該銘柄の発行体（自治体）に付与されている格付け、クーポンレート、発行額、残存期間などを説明変数とする回帰分析を行い、格付けがスプレッドに有意な影響を及ぼしているとただちに結論づけることはできないとの判断を示している²⁹⁾。

2006年には地方債市場の自由化と「夕張ショック」という大きなイベントが生じたが、大山・坂本・塚本（2006）は4団体（北海道、東京都、大阪府及び横浜市）を対象に、イベント・スタディと主成分分析を利用して実証分析を行い、(1) 2006年春以降、市場公募地方債の流通市場では全銘柄の対国債スプレッドを押し上げる要因と財政状況に対する評価が相対的に低い銘柄のスプレッドを拡大させる要因が顕在化したこと、(2) これらの要因が顕在化した背景に

は地方債市場をとりまく近年の環境変化があることを示している。

このような地方債市場の変化を受けて、石川（2007a）（2007b）は2002年から2006年までの期間を対象に、各自治体の格付けと財政指標（実質収支比率、経常収支比率、起債制限比率及び財政力指数）によって市場公募地方債の流通市場におけるスプレッドがどの程度説明できるか実証分析を行い、各自治体の格付けと経常収支比率及び財政力指数が市場公募債のスプレッドに有意な影響を与えていることを示している。また、中里（2008）は2003年から2006年までの期間を対象に、市場公募債発行団体のうち24団体のデータを用いて実証分析を行い、

(1) 発行体格付けがAA格とAA-格の市場公募債の間には5bpsないし7bps程度の有意なスプレッドの格差が生じていること、(2) 経常収支比率と地方債現在高倍率が市場公募債のスプレッドと有意なプラスの相関を持ち、財政状況の悪化が地方債のスプレッドを拡大させる方向に働くことを確認している³⁰⁾。

Ⅲ．国と地方のリスクシェアリングと自治体の財政運営に対する規律付け

Ⅲ－１．自治体の財政運営を規律付けるための2つのチャンネル

自治体に付与されている格付けや地方債のスプレッドの状況からは、自治体間で信用力に緩やかな格差が生じていることが示唆されるが、国による信用補完が強固なものであることを反映してその差は小さなものとどまっている。このことは各自治体が低いコストで安定的に資金調達を行うことを可能にするという点ではメ

リットがあるが、地方分権が進展して自治体の財政運営の自由度が高まっていく中において、現行のスキームを引き続き維持していくことが適切といえるのかという点については十分な検討が必要である。

容易に理解されるように、交付税措置等を通じた信用補完が強固であるもとで地方債の発行を自由化すると、自治体が過度なリスクをとるようになり、債務が適切な水準を超えて拡大し

28) 直接的に自治体の格付けとスプレッドの関係を扱ったものではないが、田中（2004）は標準的な資産選択理論に基づいて縁故地方債に対する投資家の需要がどのような要因によって規定されるのかについて実証分析を行なっている。また、伊藤（2008）は東京都債と横浜市債を対象に、格付けとスプレッドの間にグレンジャー因果性の意味で因果関係があるか分析している。

29) 足立（2006）は10年物利付国債の代わりにTBの利回りを利用してスプレッドを算出している。

30) 1bps（ベース・ポイント）は0.01%。

てしまう可能性がある³¹⁾。したがって、地方分権が進展する中で自治体の財政運営に適切な規律付けを確保していくためには、国による信用補完のあり方を見直して自治体の財政状況の違いが資金調達コストに適切に反映されるスキーム（市場による規律付け）を採用するか、あるいは上位政府（国）の統制に代わる新たな制度的措置によって財政の健全性が確保されるスキームを確立するかのいずれかの対応が必要になる³²⁾。

Ⅱ－４でみたように、現行のスキームのもとでも各自自治体の財政状況や格付けを反映する形で適切にスプレッドが形成されていることを踏まえると、国による信用補完を見直して市場による規律付けを強化することは、自治体の行財政運営の自由度を高めるという地方分権の趣旨と整合的な方策といえる。もっとも、このような形で自治体の財政運営に市場による規律付けを導入することについては慎重であるべきとの意見もある。確かにクレジット市場は常に効率的に機能するわけではなく、一時的にはさまざまな不整合が生じ得るし、信用リスクを反映したプレミアムが上乘せされればその分だけ資金調達コストの上昇が生じることになる³³⁾。したがって、市場による規律付けに依存しなくても他の手段によって自治体の財政運営の効率性

が確保されるのであれば、国による信用補完のスキームを従来通り維持することも考え方のひとつとしてあり得よう。そこで、以下ではこの点を踏まえて制度的措置による規律付けが有効に機能するかという点について確認することとする。

Ⅲ－２．制度的措置による規律付け

自治体の財政運営の健全性を確保するための制度的措置としては、住民による直接請求（地方自治法第74条）・監査請求（地方自治法第75条）、予算の決定及び決算の認定に係る議会の議決（地方自治法第96条）、監査委員及び外部監査人による監査（地方自治法第199条・第252条の37）、自治体の長による健全化判断比率等の公表（地方財政健全化法第3条・第22条）・財政健全化計画等の策定（地方財政健全化法第4条・第8条・第23条）などがある。

これらの制度的措置が有効に機能するかという点について検討するために（やや極端な例ではあるが）夕張市のケースをみることにしよう³⁴⁾。よく知られているように、夕張市の財政破綻は観光事業に対する過大投資とリストラの遅れによるものであるが、これを可能にしたのはヤミ起債や一時借入金による資金調達と出納整理期間を利用した赤字隠しであった^{35) 36)}。2002年

31) Rodden (2002) は 1986 年から 96 年までの 33 カ国のデータをもとに実証分析を行い、地方政府の資金調達に対する国の統制が弱い場合には、国から地方への財政移転の規模が大きいくほど公的部門の財政収支が悪化することを示している。

32) 黒田 (2009) と小西 (2011) は地方債による資金調達と自治体の財政運営の関係について、本稿とはやや異なる視点から興味深い分析を行なっている。財政規律を維持するための制度的措置についてより広い範囲の分析を扱ったものとしては別所 (2010) がある。

33) Schuknecht, von Hagen and Wolswijk (2008) は 1991 年から 2005 年までの期間を対象に実証分析を行い、ドイツとカナダの州について地域間の財政調整の存在が財政力の弱い自治体の資金調達コストの低下に寄与していることを示している。

34) 夕張市については 2006 年 6 月 20 日に市議会において後藤健二市長（当時）から地方財政再建促進特別措置法に基づく準用再建団体の指定を申請する旨の意向が表明され、道庁による財政状況の調査と夕張市による財政再建計画の策定を経て 2007 年 3 月に準用財政再建団体の指定が行われた。その後、地方財政健全化法の施行に伴い 2010 年 3 月に新たな財政再生計画が策定され、引き続き財政健全化に向けた取り組みが進められている。

35) 炭鉱の閉山から財政破綻に至るまでの経緯については、北海道 (2006) (2007)、読売新聞北海道支社夕張支局 (2008)、鷲田 (2008)、北海道新聞取材班 (2009) を参照のこと。

36) 夕張市の財政危機が地方債市場に波及していく経過（夕張ショック）とギリシャの財政問題（赤字隠しの発覚）がユーロ圏におけるソブリンリスクの顕現化につながっていく経過には興味深い類似点がみられる。ソブリンリスクの問題とその対応策をめぐる議論については白井 (2010) を参照のこと。

に夕張市が民間企業から観光施設（ホテル及びスキー場）を取得した際には、地方債の発行が不許可になり、地域金融機関が融資に慎重な姿勢をとる中で、東京を拠点とする民間金融機関が夕張土地開発公社に融資を行い、それに夕張市が債務保証を付すという形で資金調達が行われた。また、出納整理期間を利用して会計年度をまたぐ赤字の付け替えが行われ、この結果、2006年度末には一時借入金の残高が275.9億円（標準財政規模の6倍超）に達した。このような不適切な会計処理については監査委員がこれを知り得る立場にあり、一時借入金の限度額は市議会の議決事項であったが、監査委員や議会によるチェックを通じて是正措置がとられることはなかった。夕張市が観光施設を取得する際に行なったヤミ起債については融資に応じた金融機関にも責任の一端があるが、夕張市が財政再建団体に移行した際にはこの融資について道庁が実質的に肩代わりをする形で全額返済がなされ、当該金融機関が貸し手責任を問われることはなかった³⁷⁾。

夕張市の財政破綻をひとつの契機として整備された地方財政健全化法においては、各年度の決算に基づいて健全化判断比率等が算出され、監査委員の審査を経て同比率の公表と議会への報告がなされるとともに、健全化判断比率等のいずれかが一定の基準を超えて悪化した場合には財政健全化計画等の策定が義務付けられることとなった。これらの措置は自治体の財政運営の透明性の向上につながり、住民や議会による

モニタリングのコストを低下させることを通じて、夕張市で起きたのと同様の問題が生じるリスクを低減させるうえで一定の役割を果たすものと期待される³⁸⁾。

ただし、これは監査委員や議会によるモニタリングが適切に行われれば、という前提条件のもとであり、総務省（2011）において指摘されているようにこの点について監査委員や議会が必ずしも十分な役割を果たすことができているとはいえない現状を踏まえると、いくつか懸念されることもある。たとえば、健全化判断比率のうち将来負担比率の算出については、地方公社・第三セクター等の資産・負債の把握と経営状況の区分が適切に行われ、それが監査委員によって適正に審査されることがその正確な算出にあたっての前提となるが、監査委員の独立性が十分に確保されていない場合には審査にバイアスが生じる可能性がある³⁹⁾。また、地方財政健全化法においては財政健全化団体あるいは財政再生団体となった場合には外部監査の実施が義務付けられているのに対し、それ以外の団体については算出された健全化判断比率等の妥当性の検証が監査委員に委ねられており、各自治体の財政状況に対する外部からのモニタリングが十分に行われない可能性もある。

これらの点を踏まえると、自治体の財政運営の健全性を確保するためには、住民や議会、監査委員などによる制度的措置を通じた規律付けと併せて市場による規律付けを活用していくことが重要ということになる⁴⁰⁾。地方分権が進

37) このエピソードは「暗黙の保証」が存在するもとでモラルハザード（creditor moral hazard）が生じることの典型例といえる。

38) 地方財政健全化法が制定されることになったもうひとつのきっかけは、竹中平蔵総務大臣（当時）のもとに設置された地方分権21世紀ビジョン懇談会において再生型破綻法制の整備についての提案がなされたことである（総務省（2006a））。この提案を受けて「新しい地方財政再生制度研究会」において法制化に向けた具体的な検討が進められ、2007年3月に法案が閣議決定された。

39) 地方自治法第196条第2項の規定により、都道府県・政令市の監査委員については1名ないし2名が、また、その他の市町村については1名が当該自治体の議会の議員から選任され（議選委員）、その他の監査委員は識見を有する者の中から選任されることとなっているが、議選委員については各党派の持ち回りで選任されている例が少なくない。また、識見委員についても当該自治体のOBが選任されていることについて問題があるとの指摘がみられる。

40) この点については、パーゼルⅡにおいて金融機関の健全性確保のための措置として第一の柱（最低所要自己資本比率）、第二の柱（金融機関の自己管理と監督上の検証）と併せて第三の柱（市場規律）が定められ、適切な情報開示のもとで市場参加者のモニタリングを通じた規律付けの確保が図られているのと同様の措置と理解することができる。金融機関の健全性確保と市場規律の活用については小林（2004）、前多（2009）を参照のこと。

展して自治体の財政運営の自由度が高まっていく中であって上位政府（国）による統制に代わる新たな規律付けを導入することは自然なことであり、適切な規律付けの確保と安定的な資金調達の確保の間のトレードオフに留意しつつ適切な制度設計を行なっていくが必要になる。

Ⅲ－３．市場による規律付け

このように制度的措置による規律付けが不完全であるもとでは、それを補完するための手段として市場による規律付けを活用することがひとつの方法と考えられる⁴¹⁾。もっとも、地方債について「暗黙の政府保証」が存在するとの認識が支配的である場合には市場による規律付けは有効に機能しないから、市場による規律付けを確保するためには地方債の発行・償還に関する国の関与のあり方を見直すが必要になる。この点について総務省（2006a）や大阪府（2010）では地方債発行の完全自由化と交付税措置の廃止・縮減という提案がなされているが、地方債といっても建設地方債と臨時財政対策債とでは資金調達手段としての性格が大きく異なることから、現実的な対応としては発行される地方債の種類・性質によって取り扱いを変えるが必要になる。

現在発行されている地方債としては地方財政法第5条の規定に基づくもの（建設地方債）として一般会計債・公営企業債が、同法第5条によらず特例債として発行されるものとして臨時財政対策債（同法第33条の5の2）や退職手

当債（同法第33条の5の5）等がある。このうち建設地方債の中には一般単独事業債があるが、これは地方単独事業の実施に係る資金調達を行うために発行されるものであり、発行に際しては各自治体に相当程度裁量の余地がある。一方、臨時財政対策債は地方財政全体の財源不足を補てんするにあたって地方交付税の増額を図るために従来行われていた交付税特会借入（地方交付税及び譲与税配付金特別会計の資金運用部からの借入）のうち地方負担分に係るものを各自治体が発行する地方債に置き換えたものであり、臨時財政対策債の各自治体への配分は人口等を基準にして機械的に算定されることから、配分を受ける自治体に裁量の余地はない^{42), 43)}。

こうしたもとで市場による規律付けの確保と安定的な資金調達のいずれをどの程度重視するかという観点から地方債を区分するとすれば、臨時財政対策債のように自治体にとって裁量の余地がない（あるいは小さい）地方債については安定的な資金調達の確保を重視して従来のスキームのもとで同意債・許可債の形で発行し、必要があれば公的資金による引き受けを行うことが適切と考えられる⁴⁴⁾。一方、地方単独事業の実施に係る地方債のように自治体の裁量の余地が大きいものについては、総務大臣あるいは都道府県知事との協議を不要とする代わりに元利償還金に対する交付税措置をとりやめ、公的資金による引き受けも行わないようにすることが考えられる⁴⁵⁾。後者の形で発行された地

41) 市場による規律付けを有効に機能させるためには、クレジット市場が流動性の高い効率的な市場であることが重要である。クレジット市場の機能強化に向けた課題については島（2006）、日本証券業協会（2010）を参照のこと。

42) 臨時財政対策債による財政措置の詳細については小西（2009）、石川（2010）を参照のこと。

43) 臨時財政対策債の各自治体への配分（発行可能額の算出）については、人口を基礎として発行可能額を算出する方式がとられてきたが、財政力の弱い自治体に配慮し、財政調整機能を強化する観点から2010年度に算出方法の見直しが行われ、従来の方式に加えて各自治体の財源不足額及び財政力を考慮して算出する新方式が導入されている。

44) 地方公営企業等金融機構が地方公共団体金融機構に改組された際に臨時財政対策債が新たに貸付対象事業に加えられ、2010年度については7,887億円の貸付が行われている。

45) この点について持田（2008）は地方債を自治体の裁量の余地が大きい単独事業債や公営企業債などの「任意的地方債」と自治体の裁量の余地がない財源対策債・臨時財政対策債・減税補填債などの「制度的地方債」に分けたうえで、「任意的地方債の新規発行分については、ミクロ面での交付税措置を縮小・廃止すべき」との判断を示している。

方債については、貸し手の責任を明確化し、適切な規律付けを確保するため、仮に発行体の財政状況が悪化して債務不履行が生じるおそれが生じた場合にも国や都道府県は償還や借換えについて特別な配慮をしないようにすることが必要になる⁴⁶⁾。

Ⅲ－４．地方債協議制度の見直し

地方債協議制度については片山善博総務大臣（当時）の意向を受けて現在見直しに向けた検討が進められ、2012年度から、一定の要件を満たした自治体が民間資金債（市場公募債・銀行等引受債）を発行する際には総務大臣あるいは都道府県知事との協議を経ず、事前届出のみで地方債の発行が可能となった。

この見直しは地方債の発行に係る事務手続き

の簡素化の取り組みとしては評価できるが、この新たなスキームのもとで発行される地方債についてもその発行予定額が地方債計画に計上され、元利償還金が地方財政計画に算入されることとなっており、地方債の発行・償還に係る従来のスキームそのものに大きな変更を加えるものとはなっていない。片山総務大臣の当初の提案では地方債の元利償還金に係る交付税措置の見直しを行うことや地方債の発行において住民自治の視点を重視することに力点が置かれていたことを踏まえれば、地方債協議制度の見直しは地方債の元利償還金に対する交付税措置の縮減を行い、不同意債の発行を増加させる形で行われることが適切であり、今後さらに踏み込んだ検討が必要である。

Ⅳ．自治体間のリスクシェアリングと地方債の共同発行

これまでみてきたのは国と地方の間の垂直的な政府間財政関係に係るリスクシェアリングの問題であったが、本節では自治体間の水平的なリスクシェアリングのスキームとして地方債の共同発行について考えてみることにしよう⁴⁷⁾。

Ⅳ－１．地方債の共同発行の現状

Ⅳ－１－１．共同発行市場公募地方債

自治体が共同で資金調達を行うスキームとしては、複数の自治体が共同で債券を発行するものと共同資金調達機関を通じた融資によるもの

がある。このうち共同発行市場公募地方債は各参加団体が連帯債務を負う形で発行される市場公募債であり、2012年度については36団体の参加により総額で1兆5,150億円の発行が予定されている（前掲表1参照）^{48), 49), 50), 51)}。現在発行されている共同発行市場公募地方債は10年物固定利付債であり、各自治体が個別に発行する市場公募債と同様に償還方法は満期一括償還となっている。共同発行債については、各参加団体が連帯債務を負う形で発行がなされることによって個々の自治体の信用力に対する信用

46) 現行制度のもとでも国や都道府県が資金のあっせんを行わなければ債権者との交渉を通じて債務調整が行われる可能性があるが、あらかじめ債務調整のルールを定めておく方がよいという考え方もある。債務調整の制度化に関する具体的な提案については喜多見（2004）、土居（2004）を参照のこと。

47) 本節の記述の一部は中里（2009）をもとにしている。

48) 共同発行市場公募地方債の発行に関する根拠条文は以下の通り。「証券を発行する方法によって地方債を起す場合においては、二以上の地方公共団体は、議会の議決を経て共同して証券を発行することができる。この場合においては、これらの地方公共団体は、連帯して当該地方債の償還及び利息の支払の責めに任ずるものとする」（地方財政法第5条の7）。

補完がなされるとともに、各自治体の減債基金の積立金の一部を募集受託銀行に預入する形で設定されたファンドを通じて元利払いのタイムリーペイメント性が確保されていることから高い信用力が維持されており、この点を反映して共同発行債の発行条件は参加団体の中で相対的に財政状況の良い自治体が発行する市場公募債の発行条件とほぼ同じ水準となっている。

Ⅳ－１－２．地方公共団体金融機構

自治体向けに長期・超長期の資金供給を行う役割は、従来、公営企業金融公庫によって担われてきたが、政策金融のあり方の見直しが行われる中で2008年10月に廃止され、これに代わる新たな共同資金調達機関として全地方公共団体の共同出資により地方公営企業等金融機構が創設された^{52)・53)}。地方公営企業等金融機構は「生活対策」(2008年10月閣議決定)において「地方自治体（一般会計）に長期・低利の資金を融通できる、地方共同の金融機構の創設について検討する」とされたことを受けて2009年6月

に地方公共団体金融機構に改組され、特別の法律（地方公共団体金融機構法（平成19年法律第64号））に基づく金融機関として自治体の一般会計事業と公営企業に対する融資を行なっている⁵⁴⁾。

これらの貸付を実施するための資金調達は、債券発行による市場からの調達と地方公務員共済組合連合会による縁故債の引受によって行われている⁵⁵⁾。地方金融機構は公営公庫の業務を引き継ぐ形で発足したことから、公営公庫の既往貸付に係る旧勘定（管理勘定）と地方金融機構の新規の貸付に係る新勘定（一般勘定）に新旧勘定分離が行われており、管理勘定については既発の公営公庫債の借換えについて政府保証を付すことが可能となっているのに対し、一般勘定については政府保証のない地方公共団体金融機構債（2009年5月までの発行分については地方公営企業等金融機構債）が一般担保付公募債の形で発行されている⁵⁶⁾。地方金融機構の最近時点における資金調達と貸付の状況を見ると、債券発行残高が18.2兆円、貸付残高

49) 共同発行市場公募地方債の発行に当たっては、各自治体が他の参加団体に連帯債務の負担を負わせない旨の協定が総務大臣立会いのもとで結ばれているが（総務省（2002））、この協定は連帯債務そのものの効力に影響を与えるものではないと理解されている。

50) 2012年度の参加団体は以下の通り。北海道、宮城県、福島県、茨城県、埼玉県、千葉県、神奈川県、新潟県、福井県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、三重県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、岡山県、広島県、徳島県、熊本県、大分県、鹿児島県、札幌市、仙台市、千葉市、川崎市、新潟市、静岡市、京都市、大阪市、神戸市、広島市、北九州市、福岡市。

51) 地方財政法第5条の7の規定に基づく地方債の共同発行については、1962年度から65年度にかけて大阪府と大阪府が政府保証付外債を共同発行したことがある。また、2003年度から兵庫県と県下の自治体（2011年度については姫路市、尼崎市、豊岡市、川西市、朝来市の5市）が兵庫のじぎく債（兵庫県市町共同公募債）を、北東北3県（青森県、岩手県、秋田県）が北東北みらい債を発行している。

52) 公営企業金融公庫については、簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律（平成18年法律第47号）において「平成二十年度において、廃止するものとし、地方公共団体のための資金調達を公営企業金融公庫により行う仕組みは、資本市場からの資金調達その他金融取引を活用して行う仕組みに移行させるものとする」とこととされた。これを受けて、政策金融改革推進本部と行政改革推進本部による「政策金融改革に係る制度設計」の決定（2006年6月）と地方六団体による「公営企業金融公庫廃止後の新たな仕組み（制度設計骨子案）」の策定（2006年11月）が行われ、2007年2月に地方公営企業等金融機構法案が国会に提出された。

53) 公営企業金融公庫の地方公営企業等金融機構への移行と地方公共団体金融機構への改組の経緯については小池（2006）、総務省（2008）を参照のこと。

54) 以下では公営企業金融公庫を「公営公庫」、地方公共団体金融機構を「地方金融機構」という。

55) 2012年度には地方公共団体金融機構債が1兆4,000億円程度（公募債1兆1,000億円・地方公務員共済組合連合会による引受3000億円）、政府保証債が1兆300億円発行されることとなっている。

56) 一般担保付社債は、保有者が発行者の全財産について他の債権者に優先して弁済を受けられる権利（先取特権）を有する債券であり、この先取特権の順位は民法の規定による一般の先取特権に次ぐものとされている（地方公共団体金融機構法第40条）。

が22.4兆円となっている⁵⁷⁾。

地方金融機構が貸付を行う際の基準金利は資金調達コストに連動しているが、実際の貸付にあたっては公営競技納付金（公営競技の収益金の一部）を原資とする基金（地方公共団体健全化基金）を活用して0.30%～0.35%の金利引き下げが行われており、これによって財政融資資金の自治体向け融資の貸付利率とほぼ同じ金利水準（特別利率・臨時特別利率）による貸付が可能となっている。地方金融機構の発行体格付けはAA+（R&I）、AA-（S&P）、Aa3（Moody's）といずれも高い格付けを維持しているが、政府保証のない債券の発行によって資金調達を行う地方金融機構においては公営公庫に比べると資金調達コストが上昇し、地方金融機構債のスプレッドは共同発行市場公募地方債をやや上回る水準で推移している⁵⁸⁾。

Ⅳ－２．地方債の共同発行のメリット

Ⅳ－２－１．ジョイント・サポート

複数の債務者が債務の全額について連帯して返済の責任を負うことで個々の債務者の信用力よりも高い信用力が確保される場合、このような信用補完のスキームはジョイント・サポートと呼ばれる。一般に、債券の発行体の信用力はその発行体固有の要因によって規定される部分と業種・地域・その他発行体間で共通の要因によって規定される部分があるが、連帯債務を負う複数の発行体が異なる業種あるいは異なる地域に属している等の理由によって発行体間のデフォルト相関が十分に低い場合には、複数の債務者がともにデフォルトする確率が、個々の債務者がデフォルトする確率よりも低くなるため、各債務者が連帯債務を負う形で発行された債券の格付けが個々の発行体の発行する債券の格付けを上回る場合がある。

共同発行市場公募地方債についても、景気の

連動性が低い複数の地域の自治体から参加団体が構成されており、各自治体の歳入に占める税収のウェイトが高い場合には、各参加団体が同時に財政危機に陥る可能性が十分に低くなり、共同発行債に各自治体の個別発行債を上回る格付けが付与される可能性がある。しかしながら、実際には各自治体の財政は地方交付税に相当程度依存しており、税収についても地方消費税が共通の課税ベースに対して全国一律の税率で課税される消費税をもとに各自治体に配分されるものであるなど、自治体間の歳入の連動性は相当高いと見込まれることから、共同発行債の参加団体が同時に財政危機に陥る確率はジョイント・サポートが適用可能であるほど十分に低いものではないとされている⁵⁹⁾。したがって、現在の地方財政制度を前提とした場合には、ジョイント・サポートを地方債の共同発行のメリットと考えることについては慎重であるべきと判断される。

Ⅳ－２－２．発行ロットの拡大

複数の自治体が共同で地方債を発行するもうひとつのメリットは、発行ロットの拡大による安定的な発行によって市場における十分な流動性が確保され、流動性プレミアムの縮小を通じて資金調達コストの低減が可能になるということである。一般に、クレジット市場は国債市場に比べると取引が活発でなく、必ずしも十分な流動性が確保されているとはいえない状況にある。こうした中で一定の流動性を確保するためには、発行ロットの拡大によって市場における同一銘柄の債券の流通量を増加させることが必要になる。市場公募地方債については、東京都や大阪府のように年間発行額が5,000億円を超える自治体がある一方で、年間発行額が500億円に満たない自治体も相当数あり（2012年度については22団体（前掲表1参照））、これら

57) これらはいずれも2012年3月末時点の計数である。

58) パーゼルⅡのもとでの地方債のリスクウェイトは0%であるのに対し、地方金融機構債のリスクウェイトは10%であり、このことも機構債のスプレッドに影響を与える可能性がある。

59) この点については格付投資情報センター（2003）を参照のこと。

の自治体については共同発行によって資金調達コストを低下させるというメリットを享受できる可能性がある。

共同発行債の発行にあたって制約となるのは、参加団体の同質性を確保する必要があるということである。市場公募地方債の流通市場においては現に各自治体の財政状況や格付けを反映する形で流通利回り（対国債スプレッド）が形成されており、このことを反映して各自治体が発行する地方債の発行条件にも緩やかな格差が生じている。こうしたもとでは財政状況が良好で共同発行債よりも低いコストで資金調達が可能な団体には共同発行債の参加団体から離脱する誘因がある⁶⁰⁾。したがって、現行の共同発行債のスキームを一般の市町村まで拡大することには困難が伴うことが予想され、これらの自治体については共同で資金調達を行うスキームを別途用意することが必要ということになる。

Ⅳ－２－３．資産変換機能による長期資金の供給

一般の市町村の資金調達については、市場公募債を共同発行債の形で発行するよりも自治体向けの共同資金調達機関を設立する方が、地方債の共同発行のスキームとして適切と考えられる。地方金融機構は債券を発行して市場から資金調達を行い、その資金をもとに各自治体に貸付を行なっているが、これにより市場公募債の発行による資金調達が困難な小規模自治体が間接的に市場から資金調達を行うチャンネルが確保されるとともに、各自治体が個別には調達しにくい長期・超長期の資金を調達することが可能になる。地方金融機構がこのような役割を果たすことができるのは、機構が全地方公共団体の

出資による共同資金調達機関として高い信用力を維持することにより、各自治体が個別に資金調達を行うよりも低いコストで資金調達を行うことが可能になることと、機構が自治体向けの融資を行う金融機関として資産と負債の期間変換機能を有していることによるものである。

Ⅳ－３．共同資金調達機関（地方公共団体金融機構）の現状と今後の課題

Ⅳ－３－１．信用力の確保

地方金融機構は政府保証なしで市場から資金調達を行なっているため、十分な融資枠を確保して長期・低利で自治体に貸付を行うことができるかどうかは、機構が高い信用力を維持し、市場から低いコストで資金調達を行うことができるかどうかにかかっている。地方金融機構は10年債を中心とする債券発行によって最長30年という長期・超長期の貸付を行なっていることから資産と負債の間に1年程度のデュレーション・ギャップがあり、市場金利の変動によって収支が大きく変化するというリスクをかかえている⁶¹⁾。このリスクに対する対応策として地方金融機構は3.5兆円の金利変動準備金を保有しており、これによって経営の安定性が確保されているということになる⁶²⁾。ただし、金利変動準備金の水準がどの程度であればよいかは地方金融機構のエクスポージャーの大きさにも依存することから、今後、金利変動準備金の水準について見直しが必要となる可能性もある。

地方金融機構が高い信用力を維持するうえで重要なもうひとつのポイントは、その運営について適切なガバナンスが確保されることである。地方金融機構は出資者と融資先がともに自

60) この点については、各自治体が個別に発行する市場公募債の発行条件が統一条件決定方式によって決定されていた時期に東京都など一部の自治体が統一条件決定方式による条件決定から離脱したことを想起すれば容易に理解されるだろう。実際、2003年4月に共同発行債の発行が開始された時点で東京都は不参加であり、2007年以降、福岡県、横浜市、名古屋市の共同発行債の発行をとりやめている。

61) 2010年3月末時点の一般勘定における資産・負債のデュレーションギャップは1.14年となっている。

62) 2010年3月末時点における金利変動準備金は3兆5510億円（うち一般勘定4400億円、管理勘定3兆1110億円）となっている。

治体であるという特殊な構造を持つ金融機関であることから、それに伴う弊害が生じないよう第三者によるモニタリングを実施する組織として経営審議委員会が設置されている。地方金融機構が高い信用力を維持していくためには、このような組織運営上の工夫によって適切なガバナンスが確保されていくことが必要になる⁶³⁾。

Ⅳ－３－２．地方公共団体健全化基金の動向

地方金融機構の貸付については地方公共団体健全化基金を活用して貸付利率を0.30～0.35%引き下げる措置がとられている。地方公共団体健全化基金は公営競技納付金（公営競技（競輪、競馬、オートレース、競艇）の収益金の一部）をもとに積み立てられる基金であり、この基金の運用益を活用することで貸付利率の引き下げ（特別利率・臨時特別利率による貸付）が行われている。2011年3月末時点における基金の積立額は9158億円であり、ここ数年の公営競技納付金の水準は毎年100億円程度となっている。地方金融機構が財政融資資金による自治体向け貸付とほぼ同水準の貸付利率で貸付を行うことが可能になっていることについては、この基金を通じた利差補てんによるところが大きいことから、機構が今後も低利の貸付を継続していくことができるかは地方公共団体健全化基金の運用環境と公営競技納付金の今後の動向に依存することになる⁶⁴⁾。

Ⅳ－３－３．地方金融機構債のクレジット市場における位置づけ

現在、公共債の流通市場においては、政府保証債、東京都債、共同発行地方債、財投機関債の順にスプレッドが大きくなるという序列が形成されている。地方金融機構が発行している債券についても政府保証債と一般担保付公募債の間には5ないし10bps程度の格差が生じており、一般担保付公募債のスプレッドは共同発行市場公募地方債をやや上回る水準で推移している。現時点においては地方公共団体健全化基金を通じた利差補てんによって地方金融機構の貸付利率が財政融資資金の貸付利率とほぼ同水準に保たれているが、資金調達コストのいかにによっては財政融資資金による貸付と同水準の貸付条件を維持することが困難になる可能性もある。

この点を踏まえると、地方金融機構の一般担保付公募債が高い信用力を維持し、クレジット市場において東京都債や共同発行地方債と遜色のない商品として取引されるようになることが、地方金融機構の運営の安定性を確保するうえで重要な前提条件ということになる⁶⁵⁾。このためには、金利変動準備金の充実等によって強固な財務基盤を維持することと併せて、地方債の協議（許可）制度のみに依存しない適切な審査体制を確立することや情報開示の充実・強化によって信用力のさらなる向上を図っていくことが必要になる。

63) 2008年10月に策定された「生活対策」においては、財政融資資金特別会計の剰余金のうち3000億円と地方金融機構の剰余金のうち3000億円を利用して各自治体に地域活性化・生活対策臨時交付金を交付することとされ、2008年度補正予算（第2号）において措置された。地方金融機構の管理勘定の金利変動準備金に係る剰余金については、地方公共団体金融機構法附則第14条の規定によって国に帰属することとされており、金利変動準備金が十分確保されていると判断される限りにおいては剰余金を国に帰属させて機構の業務以外の用途に充てることに法制上の問題はない。しかしながら、国が主導する形でこのような措置がとられたことは地方金融機構のガバナンスのあり方に懸念を抱かせかねない出来事であり、管理勘定の剰余金の他用途への転用については今後の機構の運営のあり方と整合性がとれたものとなるよう留意することが必要である。

64) 足許、地方公共団体健全化基金の残高は増加しているが、公営競技納付金は1991年度の613億円をピークにその後減少傾向にある。また、基金の運用益についても1997年度以降減少が続いている。

65) NOMURA-BPI（野村証券金融工学研究センター）、ダイワ・ボンド・インデックス（大和総研）及び日興債券パフォーマンスインデックス（日興フィナンシャル・インテリジェンス）においては、2009年4月に政府保証なしの公営企業債と地方金融機構が発行する一般担保付債券の区分が事業債から地方債に変更された。このことはクレジット市場における機構債の位置づけにとってプラスの要因になるものと見込まれる。

V. 結論

本稿では、国と地方あるいは自治体間のリスクシェアリングという観点から、地方債とその信用力を補完している国の関与（信用補完措置）のあり方について、これまでなされてきた議論を整理するとともに、自治体の財政運営に対する適切な規律付けを確保するうえで今後どのような対応が必要となるかについて検討を行なった。地方債については近年さまざまな制度改革が行われてきたが、こうしたもとでも地方債の発行・償還に対する国の関与は実質的には大きな影響を受けることなく維持されており、国による信用補完（暗黙の政府保証）は引き続き強固なものと認識されている。もっとも、現行制度のもとでも制度的には地方債のデフォルトが発生する可能性が完全に排除されているわけではなく、このことを反映して各自治体の格付けや地方債のスプレッドには自治体間で緩やかな

格差が存在することが確認された。

地方財政健全化法の制定によって自治体財政の健全性確保に対する新たな制度的措置が講じられることとなったが、議会や監査委員によるモニタリングが必ずしも十分に機能しているとはいえない現状を踏まえると、これらの措置を補完するものとして市場による規律付けを活用することが有益であり、この観点から地方債の発行・償還に係る国の関与のあり方を見直すことが必要になる。市場を通じた規律付けの強化と安定的な資金調達確保の間にはトレードオフの関係が存在する可能性があるが、この点については一部の地方債（臨時財政対策債等）について従来のスキームを引き続き維持するとともに、地方債の共同発行を活用することによって安定的な資金調達を確保していくことが適切と考えられる。

参 考 文 献

- Dell'Ariccia, Giovanni, Isabel Schnabel and Jeromin Zettelmeyer (2006) "How Do Official Bailouts Affect the Risk of Investing in Emerging Markets?" *Journal of Money, Credit, and Banking* 38, pp1689-1714.
- Haldane, Andrew and Jörg Scheible (2004) "IMF Lending and Creditor Moral Hazard", Bank of England Working Paper No.216.
- Rodden, Jonathan (2002) "The Dilemma of Fiscal Federalism: Grants and Fiscal Performance around the World", *American Journal of Political Science* 46(3), 670-87.
- Schuknecht, Ludger, Jürgen von Hagen and Guido Wolswijk (2008) "Government Risk Premiums in the Bond Market: EMU and Canada", Working Paper Series No.879, European Central Bank.
- 足立伸 (2006) 「地方債に対する国の暗黙の保証」 PRI ディスカッションペーパーシリーズ 06A-05, 財務省財務総合政策研究所.
- 石川達哉 (2007a) 「市場公募地方債の流通利回り信用リスク」『ニッセイ基礎研究所・経済調査レポート』2007-01, ニッセイ基礎研究所.
- 石川達哉 (2007b) 「地方公共団体の財政状況に対する評価と市場公募地方債の流通利回り」『ニッセイ基礎研究所報』第48号, ニッセイ基礎研究所.
- 石川達哉 (2010) 「急増する赤字地方債と地方交

- 付税制度」基礎研 Research Paper No.10-003, ニッセイ基礎研究所.
- 伊藤和彦(2008)「実質公債費比率と地方債格付けの決定要因: 新しい地方財政再生制度における健全化判断指標のあり方」『日本経済研究』第58号, 日本経済研究センター.
- 井上明彦・前島雅彦(2011)「47知事アンケート&総務相インタビュー: 地域主権改革, 遅れに不満 総務相「住民自治の視点を」」『日経グローバル』第163号, 2011年1月3日, 日経産業消費研究所.
- 江夏あかね(2007)『地方債投資ハンドブック』財経詳報社.
- 江夏あかね(2009)『地方債の格付けとクレジット』商事法務.
- 大阪府(2010)「「地域主権」確立のための改革提案:「地方政府基本法」の制定に向けて」(地域主権戦略会議・橋下徹大阪府知事提出資料).
- 大山慎介・杉本卓哉・塚本 満(2006)「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-J-23, 日本銀行.
- 柿本与子(2007)「夕張市の財政破綻に学ぶ」(2007年3月29日付レポート), スタンダード・アンド・プアーズ.
- 格付投資情報センター(2003)「地方共同発行債, 信用力は最上位自治体と同じに」『NEWS RELEASE』2003年2月26日付, 格付投資情報センター.
- 喜多見富太郎(2004)「地方財政の再設計: 地方ガバナンス改革からの視点」RIETI Discussion Paper Series 04-J-018, 経済産業研究所.
- 黒田武一郎(2009)「地方債と財政規律」『地方財務』2009年7月号, ぎょうせい.
- 小池拓自(2006)「公営企業金融公庫の廃止」ISSUE BRIEF NUMBER 556, 国立国会図書館.
- 公正取引委員会(2006)「市場公募地方債の統一条件交渉方式について」.
- 小西砂千夫(2009)『基本から学ぶ地方財政』学陽書房.
- 小西砂千夫(2011)『市場と向き合う地方債』有斐閣.
- 小林礼実(2004)「市場規律の確立の必要性和わが国の取り組み」『経済科学』第52巻 第3号, 名古屋大学経済学会.
- 小林航・大野太郎(2011)「地方債協議制度の経済分析」『フィナンシャルレビュー』第105号, 財務省財務総合政策研究所.
- 島義夫(2006)『日本のクレジット市場』シグマベイスキャピタル.
- 白井さゆり(2010)『欧州激震』日本経済新聞出版社.
- スタンダード・アンド・プアーズ(2006)「横浜市」(格付説明資料), 2006年10月24日.
- 総務省(2002)「市場公募地方債の共同発行について」2002年12月22日付報道資料.
- 総務省(2006a)「地方分権 21世紀ビジョン懇談会報告書」.
- 総務省(2006b)「個別条件交渉方式への移行について」.
- 総務省(2006c)「市場公募地方債(9月債)の発行に係る条件交渉・決定について」.
- 総務省(2008)「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会報告書」.
- 総務省(2011)「地方自治法抜本改正についての考え方(平成22年)」.
- 田中宏樹(2004)「地方債市場とリスク」『会計検査研究』第29号, 会計検査院.
- 丹羽由夏(2004)「地方債の信用力」『農林金融』第57巻第1号, 農林中金総合研究所.
- 土居丈朗(2002)「地方債の起債許可制度を通じた暗黙の利子補給」, 『三田学会雑誌』第95巻第1号, 慶應義塾大学.
- 土居丈朗(2004)「地方債と破綻処理スキーム」『フィナンシャルレビュー』第71号, 財務省財務総合政策研究所.
- 土居丈朗・別所俊一郎(2004)「日本の地方債をめぐる諸制度とその変遷」PRI ディスカッションペーパーシリーズ 04A-15, 財務省財務総合政策研究所.
- 中里 透(2008)「財政収支と債券市場: 市場公募

- 地方債を対象とした分析』『日本経済研究』第58号, 日本経済研究センター.
- 中里 透(2009)「地方債の共同発行に関する論点整理」『会計検査研究』第40号, 会計検査院.
- 日本証券業協会(2010)「社債市場の活性化に関する懇談会報告書 : 社債市場の活性化に向けて」.
- 平嶋彰英・植田浩(2001)『地方債(地方自治総合講座9)』ぎょうせい.
- 別所俊一郎(2010)「財政規律とコミットメント」『会計検査研究』第42号, 会計検査院.
- 北海道(2006)「夕張市の財政運営に関する調査」北海道企画振興局.
- 北海道(2007)「地方分権推進改革推進委員会説明資料: 夕張市における財政悪化の要因など」2007年6月15日.
- 北海道新聞取材班(2009)『追跡・「夕張」問題』講談社.
- 前多康男(2009)「わが国の金融市場における市場規律の活用の可能性について」『金融研究』第28巻第1号, 日本銀行金融研究所.
- ムーディーズ・ジャパン(2009)「ムーディーズ, 日本の13の地方自治体の格付けを, 日本国債と同水準の Aa2 に再配置」『NEWS』2009年7月28日付, ムーディーズ・ジャパン.
- 持田信樹(2008)「地方債制度改革の基本的争点」貝塚啓明編『分権化時代の地方財政』中央経済社.
- 読売新聞北海道支社夕張支局(2008)『限界自治夕張検証』梧桐書院.
- 鷲田小彌太(2008)『「夕張問題」』祥伝社.