

地方債資金と公債管理  
ーバブル経済崩壊後の検証ー

Local Bond Funds and Debt Management : Verification after the  
Collapse of the Bubble Economy

大阪産業大学大学院経済学研究科  
指導教員 戸谷裕之 (教授)  
氏名 大東辰起

## 目 次

<b>序章 地方債資金と公債管理</b>	<b>－バブル経済崩壊後の検証－</b>	3
第1節	はじめに	3
第2節	地方財政と地方債制度の変遷	5
第3節	地方債に関する先行研究	14
第4節	おわりに	24
<b>第一部：地方債資金</b>	<b>－バブル経済崩壊後の検証－</b>	29
<b>第1章：地方債における政府資金の役割変化の検証</b>		
	<b>－財政投融资改革の前後を中心として－</b>	29
第1節	はじめに	29
第2節	先行研究の整理と課題	31
第3節	政府資金配分変化の分析	33
第4節	政府資金の優位性分析	44
第5節	おわりに	53
<b>第2章：自治体財政と地方債格付けの動向</b>		
	<b>－勝手格付けから依頼格付け移行期の格付け動向－</b>	57
第1節	はじめに	57
第2節	先行研究における地方債格付け	59
第3節	地方債格付け	61
第4節	リスク分析	70
第5節	おわりに	79
<b>第3章：地方債の共同発行</b>		
	<b>－自治体向け公庫資金と市場公募地方債の統合化の検討－</b>	82
第1節	はじめに	82
第2節	地方債制度の変遷と共同債の潮流	83
第3節	地方公共団体金融機構	86
第4節	共同発行市場公募地方債	93
第5節	地方自治体と共同債	101
第6節	おわりに	102

<b>第二部：公債管理</b>	<b>－バブル経済崩壊後の検証－</b>	106
<b>第4章：地方財政運営と公債管理</b>		
	<b>－バブル経済崩壊以降の自治体財政の分析を中心として－</b>	106
第1節	はじめに	106
第2節	先行研究	107
第3節	公債管理の指標と地方交付税	109
第4節	財政運営と公債管理の実際	120
第5節	公債管理批判に対して	128
第6節	おわりに	130
補遺	海外事例の研究	131
<b>第5章：地方債における公債管理手法の検討</b>		
	<b>－借換手法の検討と地方債マネジメント－</b>	139
第1節	はじめに	139
第2節	地方自治体の財政状況	141
第3節	公債管理の考え方	145
第4節	地方債償還分析	152
第5節	課題への対応	162
第6節	おわりに	171
<b>終章</b>	<b>まとめ</b>	174
第1節	第一部・第二部の総括	174
第2節	今後の検討課題	176

**序章**  
**地方債資金と公債管理**  
**－バブル経済崩壊後の検証－**

**1 はじめに**

**1－1 地方自治体における地方債の現状**

地方自治体の財政運営は、1980年代に入って、いわゆるバブル経済の絶頂期を迎えるまでは比較的安定していたが、バブル経済崩壊の1992年度以降、地方債の増発が顕著になってきている。そのため地方債の借入金残高については、バブル経済崩壊後では70兆円未満であったものが、2015年度末現在ではおよそ200兆円という驚くべきレベルにまで膨張してしまっている。200兆円という金額は、他の国に類を見ない財政逼迫を示すレベルであり、まさに日本の財政状況は悪化の一途をたどる状況である<sup>1</sup>。

日本の地方債残高の対GDP(国内総生産)比では、先進国では最悪の水準になっている。具体的な数字で見ると、2015年の地方債務残高の国際比較における対GDP地方債残高は、イギリスでは(10.3%)、フランスでは(11.5%)、イタリアでは(11.4%)となっているのに対して、日本では(47.7%)にもなっている<sup>2</sup>。

また、総務省の「平成29年版地方財政白書(平成27年度決算)」によれば、地方債現在高は、1975年度末では歳入総額の0.44倍である。これは一般財源総額の0.88倍だったものが、地方税収等の落込みや減税にともなう減収の補てん、経済対策にともなう公共投資の追加等により地方債が急増したことに起因して、それぞれの割合は1992年度末以降急増した。さらに、2001年度からの財源不足対策の新たな手法として導入されることとなった臨時財政対策債の発行等があったことによって、依然として高い水準のまま推移していることから、2015年度末では歳入総額の1.43倍になり、一般財源総額の2.28倍にもなっており、かかる結果は極めて深刻な状況にあるといわざるを得ない。

第2節では、地方債の歴史を振り返ることで、中央集権的な地方債制度によって地方自治体が翻弄された実態と地方債が膨張したことの原因探求を図る。その背景には、国・地方を通じた景気対策の一環として、その財源の多くを地方債に頼らざるを得なかった事情があった。一方で、地方債の種類が多様化したことで、起債対象事業の拡大が行われ、地方自治体サイドのコスト負担の感覚が麻痺し、費用負担に対する財政錯覚が生じていたのではないかという疑念に対し、地方債発行の制度面からアプローチを試みている。裏を返

<sup>1</sup> 2015年度末の地方債現在高は約146兆円と多額になっており、歳入総額の約1.43倍、地方税、地方交付税などの一般財源総額の約2.28倍に達している(臨時財政対策債を含む)。この地方債の現在高に、地方財源不足に対処するための交付税及び譲与税配付金特別会計借入金のうち地方負担分、公営企業において償還する企業債のうち普通会計がその償還を負担するものを含めた借入金残高が、地方自治体全体の借金とされている。

<sup>2</sup> 財務省「日本の財政関係資料(2015)」によると、2015年の国の債務残高(対GDP比)は、イギリス(89.0%)、フランス(95.6%)、イタリア(132.1%)に対して、日本(238.1%)となっている。

せば、国が認める起債事業であれば、地方自治体も安易に起債発行が可能となっていたのではないかということである<sup>3</sup>。

## 1-2 地方自治体における地方債の現状

1990年代とそれ以降の、地方財政が急激に悪化してしまった時期に焦点を当てながら、地方債が急増することになった構造的な問題を明らかにすることが本章の課題である。かかる課題を設定する理由は、近時の地方財政危機の原因が短絡的に地方自治体における「財政規律の弛緩」にあるとする論調が存在していたためである。例えば、2006年7月に出された「地方分権 21世紀ビジョン懇談会報告書(以下、「ビジョン報告書」)<sup>4</sup>」では、地方分権の推進のために、現行の地方財政制度が直面している問題点をあげている。

それは、①行き過ぎた国の関与と地方の財政的依存、つまり地方の財政的自立の欠如、②欧米諸国に比べ、国際的に高い水準の地方の累積債務、③人口減少の中での持続性の劣化、④地方独自の魅力形成が不十分、⑤不十分な住民参加と住民による地方財政運営の監視(ガバナンス)、⑥情報開示が不十分であり、不透明な地方行財政の実態、といったことである。このような問題点を解決するための方策として、以下のような5つの原則が提示されている。

第1原則：自由と責任

第2原則：小さな政府

第3原則：個性の競争

第4原則：住民によるガバナンス

第5原則：情報開示の徹底

上記の原則に従い、地方債においては完全自由化の方向性が示され、市場公募地方債にかかる統一条件方式の廃止、資本市場の活用による新たな資金調達機構の設立、地方債の多様化や地方債への交付税措置廃止など、地方自治体の自主性において、資本市場にお

<sup>3</sup> 高寄(1988)pp.6-8参照。「景気対策として地方債を発行することは無理がある」にもかかわらず、「交付税の機能が地方債に転嫁されていったといつて過言ではない」と、昭和50年代における地方債の変質を論じている。財源対策債をはじめとした特別債の発行が行われるようになってきていた。いかに活用されてきたか、参考として大阪市の事例を取り上げておく(大阪市財政局(2006)『大阪市の財政』P.32)。

(単位:億円)

区分 / 年度	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
特別債	219	181	211	229	239	183	122	148	224	191	85	141	220	61	48	49	45	284	437	620	837	576	700	906	668	386
減収補てん債	213	36	19	-	-	-	-	137	-	-	11	41	-	-	-	-	-	100	120	201	156	-	150	326	138	-
減税補てん債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	239	221	253	-	141	45	70
臨時税収補てん債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	269	-	-	-
財源対策債等	6	145	192	229	239	183	122	11	224	191	74	100	220	61	48	49	45	184	317	180	460	323	281	439	485	316

(注)財源対策債等には、臨時財政特別債、調整債、公共事業等臨時特別債、補正予算債、臨時公共事業債、歳入欠陥債を含む。

<sup>4</sup> 三位一体の改革後の将来の地方分権の具体的な姿をビッグピクチャーとして描き、それを実現する抜本的な改革案を議論するため、総務大臣のもとに開催された懇談会。

る各自治体の信用力に応じた地方債の格付け・評価がなされる状況の実現に向けて市場環境の整備に取り組むべきである、という結論を導き出している。

ビジョン報告書が記す「90年代に景気対策のために多額の地方債が発行されたこと」は、国が地方債の元利償還金に対する交付税措置を拡充するなどの誘導を行い、「地方債の元利償還に対する交付税措置」は、国が景気対策に地方単独事業を巻き込むことで、国負担分の抑制を図ったものである。

第3節では、地方債に関する先行研究を確認する。1990年代以降、景気回復をねらって地方債充当事業の充当率の引き上げが行われてきた。かかる引き上げが当面の財源手当を求めることなく、公共事業を誘発するケースが増加し、このことが地方単独事業を拡大させることになり、国・地方自治体の責任主体の曖昧さをますます増加させることにつながったものと思われる。つまり、国が地方債の許可制度を乱用することによって、地方債の発行拡充と交付税算入率の高い事業への起債活用が促進され、結果として、地方債残高の累増を誘発させてしまったことを意味しているのである。

こうしたことから「財政規律<sup>5</sup>の弛緩」は、地方ではなくむしろ国側の作爲的な財政運営に問題があったとみるべきで、地方債制度の一面的な評価で終わってはならない。第一部では、地方債資金の現状を再確認することに加え、地方債資金の課題を提起し、課題解決の方向性を示すことを目的として、第1章から第3章において論考を深めていくものとする。続く第二部では、中央集権的な地方債制度に翻弄されている地方自治体財政の実態を明らかにし、先行研究を踏まえて今後の公債管理のあり方を探求していく端緒を示すことを目的として、第4章及び第5章において論考を深めていくものとする。

## 2 地方財政と地方債制度の変遷

本節では、中央集権的な地方債制度に翻弄されている地方自治体の歴史的な振り返りと現状の実態を明らかにしていく。とりわけ、戦前と戦後での地方債の活用度合に着目し、かかる活用が大きく変化し、近時の地方財政を悪化させている要因を探索していくことにしている。

### (1) 第1期：明治初期から昭和初期

地方債発行の歴史は古く、明治の初期にまでさかのぼる。当時は法の規制もなく、地方自治体が個々に実質的な借入を行っていた。明治12年になって、地方債の発行のために地方議会の議決を必要とする原則が確立されている(明治12年布告第22号)。しかしながら、かかる制度のみでは、現実への対応が困難な事態が頻発していたことから、市制、町村制、

---

<sup>5</sup> 神野(2008)は、「財政規律とは、財政を放漫に運営するのではなく、秩序正しく運営するための規律で、財政収支を均衡することだけを意味しない。(中略)国民のニーズに合致しない無駄な公共サービスを供給せず、国民に適切な租税負担を求めるという意味での効率性を実現することも財政規律に含まれる」としている。

府県制の制定を機に、地方債発行に関する規定も設けられることになったのである。

市制(明治 21 年法律第 1 号)によれば、その第 106 条において、地方債に関して次のように規定している。地方自治体が地方債を発行できるのは、

- ①旧債を償還する場合
- ②地方自治体の永久の利益となるべき支出をなす場合
- ③天災等のために必要がある場合

など、通常の歳入で賄えないことを条件に認めているものである<sup>6</sup>。

また、同法第 122 条には、起債の発行に際して内務大臣及び大蔵大臣の許可を要するなど、原則として抑制を基本としていた。同趣旨の規定は、町村制や府県制などにもおかれ、一連の地方制度の改正にともない、地方債制度は確立された。こうして確立された地方債制度は、その後数次にわたって改正されているが、当時の通知文書等では明治・大正時代を通じて極めて抑制的にその運用が図られていたことが明らかである。

例えば、当時大阪市長であった関一氏の遺稿論文(1966)によれば、大正元年度から大正 7 年度にかけての回想として「政府当局が地方債に関しほとんど常に抑制の方針をとる」「監督官庁は債額の点について常に厳重なる制限を加える傾向があつて、かえつて事業を阻害している」と記述しており、当時の起債発行は極めて難しいものであったことがうかがえる<sup>7</sup>。

こうした中で、都市需要の増大に対応するために、大正 13 年には、国において「地方債ノ許可方針ニ関スル件(内務省発地第 74 号)」で、「上水道及ヒ下水道ニ関スル事業」が重点事業として取り上げられることもあった。

---

<sup>6</sup> 明治 21 年までは地方自治体には起債権が付与されていなかった。いまだ地方債の発行は行われていなかったものの、すでに明治元年から、府県及び旧藩では政府や民間からの貸付金が、町村では借入金という形で実質的な資金確保が実行されていた。政府による財政措置は直接的な補助金以外にも貸付金のみならず勸業貸付金も活発に活用されるなど、政府の産業政策つまり殖産興業化の実現に極めて大なるものがあったようである(吉川秀造(1969)p. 63 参照)。しかし、明治元年から 22 年までに 7,700 万円ほどの貸付金のうち 3,400 万円ほどが回収不能となっていることからすれば、いかに産業育成が優先されていたのかがうかがえる。国が地方政府の地方債発行権を認めていなかった理由として、高寄(2002)は 3 点をあげている(pp. 402 - 403 参照)。まず、地方団体には法人格がなく、公債発行適格性が欠落していること。次に、公債発行に際して、市場での引受先の確保が困難だとみなされていたこと。さらには過大な起債発行による財政破たんの高危険性が高いこと、である。国の説明には、いずれもが具体的な根拠がなく憶測に基づく誤った認識だといわざるを得えず、高寄は次のように反論している。第 1 に、地方団体は法人格を有していなければ公債発行の適格性なしとの判断は誤っている。なぜなら法人格のあるなしと債務を負うことができることは別問題である。第 2 に、地方債の発行は市場公募地方債のみならず縁故債や政府資金による証書借入なども可能である。こうしたことから、引受先が確保できないと決めつけることはできない。最後に、過大な起債発行を誘発するとの心配は有難いが、それは国が心配するものではなく、債務者たる地方団体が独自に判断する類のものである。

<sup>7</sup> 関(1966)pp. 171 - 190 参照。

<sup>8</sup> 明治期に地方財政制度がはじまる前から、既に地方債活用の胎動はあった。地方債の発行拡大は、大正末期からになってからであるが、その時期には、政府資金が拡大をみせるのだが、中央政府だけでなく政党の動向などにも深く関連した問題となってくる。地方財政においても、日露戦争後期には東京市や大阪市などの大都市では多額の外債発行による資金調達を実行し、市街電車、水道、港湾、道路整備を進めていった。府県でも同様に、福岡県、宮崎県で公営事業が進展していた(伝田功(1975)pp. 32 - 37 参照)。

## (2) 第2期：戦時体制時下から戦後

昭和の時代に入ってから、緊急を要する事業以外での起債は、一切許可しない方針を示していた。ところが、1937年に勃発した日中戦争以降、戦線の拡大とともに戦時体制に向けた財政及び経済の取組へと変化するにつれて、各局面での緊急方針はやむことがなく、資金統制計画や物資動員計画への対応を迫られたことを受けて、起債事業についても毎年度の計画を定め、国策への協力体制の一つとして対応せざるを得なくなってきた。

終戦となり、廃墟と化した日本国土の復興とともに、地方自治体にも旺盛な資金需要が発生するようになってきた。こうした中で、1945年11月24日附の「戦争利得の除去及び財政の再建に関する覚書」によって、地方債の発行については連合国総司令部（GHQ）の承認事項とされ、地方債発行総額の制限についても強化されることになった。

しかしながら、1946年1月21日附の「政府の借入と支出の削減に関する覚書」によれば、列記された目的のための地方債発行については、認可の必要がないとされていた。1949年6月には、これらの覚書は廃止されている<sup>9</sup>。その一方で、地方自治体の自主性を一層強化するという趣旨で、制度化されて間もない地方自治法の改正が行われている。

この改正で追記されたものとしては、第226条第3項「3 普通地方公共団体は、地方債を起すについては所管行政庁の許可を要しない。ただし、第250条の規定の適用はあるものとする」とされたが、その第250条には「当分の間」という文言が残されていた。本改正法は、法律上では、起債自由の原則と暫定措置としての許可制度が明確化されたものとして位置づけられる。

この立法理由としては、次の2つのことが考えられる。1つ目は、地方自治法の本質に則り、地方自治体の自主性及び自律性を強化するためである。2つ目は、限定的ではあるが、現下の資金計画の遂行上、国及び地方を通じて、当分の間、資金の流通統制が必要と判断され、暫く許可を必要としたものである。

## (3) 第3期：戦後体制から現在

戦後初期の地方財政は、苦境に陥っていた。それは、戦争によって経済力が壊滅状態に陥り、歳入が著しく減少したことによるものである。それに加えて、新憲法に基づく新たな地方自治事務として、教育、警察、厚生等が追加されたことによる歳出の大幅な拡大が、かかる財政難に拍車をかけたのである。

財政逼迫状態を地方自治体の普通会計における歳出数字で確認すると、1947年度は903億円だったものが、1954年度では11,281億円になっている。これはわずか7年間に約12倍にまで財政支出が膨張していることを表わしている。同期間の国の伸び率が約4倍であったことからすれば、いかに戦後の地方歳出の膨張が激しかったかがうかがえる。また、

---

<sup>9</sup> 覚書廃止に先立って、「地方自治法施行令第174条の規定による地方債の許可に関する件」（昭和22年内務大蔵省令第5号、通称「内蔵令」）の規定により、都道府県（政令指定都市等を含む）は自治大臣の許可、市町村は都道府県知事の許可を受けなければならないとしている。

あれほどまでに緊縮的だった地方債でさえも 6.6 倍 (143 億円から 946 億円へ) の伸びを示している (戦後 1 度目の地方財政危機)。

高度経済成長がはじまると、累積財政赤字からの脱却及び財政再建への舵取りが本格的に行われた結果、上昇基調にあった起債依存度も、4～5%台で推移することになってきた。1970 年度以降は、ブレトン・ウッズ体制の崩壊及びその後に発生した第 1 次石油ショックによるインフレーションに直面し、経済や景気の動向にも対応しながら国の財政・金融政策とも歩調をあわせて、地方債も積極的な役割を担うようになったのだ。

1970 年代後半には第 1 次石油ショックの調整過程を終えたものの、1980 年代に入ると引き続き発生した第 2 次石油ショックに見舞われることで、景気回復の遅れ及び経済の長引く停滞が予見された。このことから、当時は公定歩合を 9% から数回にわたり 2.5% を引き下げることによって、財政・金融の両面からの景気対策が講じられた (戦後 2 度目の地方財政危機)。

こうした対策は、地方財政における財源不足への対応を意味している。その具体的な地方財政対策の一つとして、地方交付税措置や地方債の財源対策が実施されることになった。ここで注目すべきことは、地方債対策が質的な変容を起こしていることである<sup>10</sup>。今現在も続いている地方の財政危機のトリガーは、この時点で既に引かれていたものであると考えられる (図 1 を参照)。

さらに時を経て、バブル経済崩壊後の 1990 年代になると、戦後 3 度目となる地方財政危機が発生することになった。それは、次の 2 つの要因によって財政状況を悪化させたものである。

1 つ目は、公共投資や内需拡大に関するものである。これは、1989 年の日米構造協議を受け、1990 年に策定された公共投資基本計画である。この計画では、10 年間で 430 兆円もの投資総額を実現することが盛り込まれている。1994 年には、公共投資基本計画の総額は 630 兆円に上方修正されることになり、10 年間で巨額の公共投資が行われ、あわせて地方単独事業の拡充も一緒に図られた。

2 つ目は、バブル経済崩壊後の対策に関するものである。恒久減税の代替措置としての減税補てん債、地方交付税の先送りともいえる臨時財政対策債、財源不足への一時的な対応としての財源対策をはじめとした特別債の増発が実施されるなど、さらに財政状況を悪化させることになってしまったのである<sup>11</sup>。

前述したように、戦後における地方財政危機は 3 度あるものと考えられ、図 1 は起債依存度の推移を示したものであり、戦後 10 年を経過した 1955 年頃が 1 度目、1975 年頃が 2 度目、そしてその 3 度目が 1990 年度代以降に直面したものであることが読み取れる。

<sup>10</sup> 1955 年代の地方財政対策は、事業対策が主たる目的であったものが、1975 年代の地方財政対策においては、財源不足対策が主たる目的へと変化した。

<sup>11</sup> 特別の法律によって、特例として起債対象とすることができる地方債で、毎年の立法措置が必要なため、むやみな赤字地方債の発行の歯止めとなるものとされている。本章脚注 3 を参照。

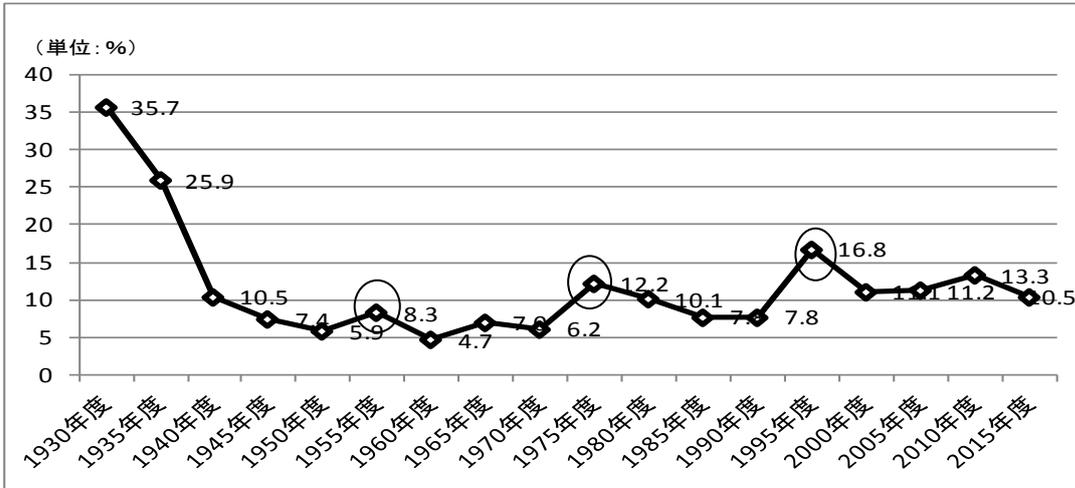


図1：起債依存度の推移

(出典) 総務省「地方財政白書」各年度板、地方債制度研究会編「平成14年度改訂版地方債」を引用し、一部修正して筆者が作成

戦後における地方財政危機は幾度かあったが、これまでの教訓を糧にすることができず、なぜバブル経済崩壊後に戦後3度目の財政危機という事態が誘発されることとなったのか。その原因を探求するため、地方単独事業と特別債に限定して、起債充当事業における財源インセンティブの面から、その有利性について、次の①、②で確認しておくこととする。

#### ①地方単独事業

1990年代初頭、バブル経済の崩壊とともに、地方単独事業が重視されるようになってきた。例えば、「ふるさとづくり事業」における体育館や文化施設等の整備に対しては、対象事業の75%を地域総合整備事業債(特別分)で充当することができるようになっている。かかる措置は、後年度に元利償還金の30~55%を事業費補正として基準財政需要額に算入されるとともに、事業費(ハコモノは除く)の15%を当該年度に事業費補正されたものである。つまり、事業費100に対して地方自治体の実質負担が62.5で済ませることが可能となっていることを意味し、地方自治体にとって有利な制度となっている(図2を参照)。

■ 地方単独事業・緑道整備事業のケース

- ・ 事業費 100、起債充当率 75%
- ・ 交付税措置：①当年度事業費補正 15%、②元利償還金 30%のケース

起債 75		税等 25	
元利償還金措置あり $75 \times 0.3 = 22.5$	元利償還金措置なし $75 - 22.5 = 52.5$	事業費補正 15	税等 10

図 2：地域総合整備事業債(特別分)にかかる財源措置(イメージ図)

②特別債(財源対策債のケース)

公共事業などは、国庫補助事業として地方自治体を実施することがほとんどで、実施に際しての補助金の裏負担は、地方自治体が地方債や税等で財源手当を行っている。

財源対策債として採択されると、起債充当率ばかりでなく元利償還金のかさ上げも期待できる。つまり、事業費 100 に対して地方自治体の実質負担が 10 で済ませることが可能となっていることを意味し、地方単独事業と同様に、地方自治体にとって有利な制度となっている(図 3 を参照)。

■ 財源対策債のケース

- ・ 事業費 100、補助金 50、起債充当率 100%(通常は 20~30%)
- ・ 交付税措置：元利償還金 80%のケース(通常は 20~30%)

起債 50		税等 50
元利償還金措置あり $50 \times 0.8 = 40$	措置なし 10	国庫補助金 50

図 3：財源対策債にかかる財源措置(イメージ図)

ここで主な地方債対策に関連して地方債充当可能事業の推移をみると、地方自治体は戦後 3 度の財政危機に見舞われたものの、戦後復興期や高度経済成長期には、施策・事業の必要に応じて地方債メニューの充実が図られてきたことが確認できる(表 1 を参照)。様相が異なってきたのは、1990 年代からはじまる戦後 3 度目の地方財政危機からであり、その主たる内容としては建設地方債への充当を基本としていたものから、毎年の特別法に基づく赤字地方債の発行が急激に進展したことによるものである。

表 1(「主な地方債対策」)で例示しているように、国庫補助金の恒久化に伴う措置としての「公共事業等臨時特例債」をはじめ、恒久減税に伴う措置としての「減税補てん債」などがある。そして、国主導の政策誘導機能の代償として、交付税措置率もそのほとんどは 75%~100%に設定されるなど、他の事業債に比した措置率は格段の高さを示す結果になっている。

国は、本来ならば当該年度にキャッシュで措置すべきものを、かかる代償として後年度

の元利償還へ振り替えたことは、結果として国サイドの当面の負担削減に成功した一例として位置付けることができる。

**表 1：主な地方債対策**

第 1 期財政危機：1955 年頃	第 2 期財政危機：1975 年頃	第 3 期財政危機：1990 年代
事業拡張期 (建設地方債)		平成デフレ期 (赤字地方債)
(1950 年代～60 年代) ・ 準公営企業債 ・ 直轄事業債 ・ 特別地方債(住宅・病院等) ・ 一般公共事業 ・ 一般廃棄物処理事業	(1970 年代～80 年代) ・ 財源対策債 ・ 臨時特例措置 (道路・河川・高校整備) ・ 地域財政特別対策債 ・ 調整債	(1990 年代～現在) ・ 公共事業等臨時特例債 ・ 減税補てん債 ・ 減収補てん債(特別分) ・ 臨時税収補てん債 ・ 臨時財政対策債

(注)1957 年度から、公債費対策として、地方債の元利償還金の一部が基準財政需要額に算入されることとなった。

(出典)地方債制度研究会編「平成 14 年版地方債」より、筆者において作成。

地方債における最大の特徴は、第 1 期から第 3 期まで、もっとさかのぼれば明治のはじめからつい最近まで、一貫して起債許可制度の統制のもとに置かれてきたということである。一方で、地方自治法第 250 条では「当分の間」、「自治大臣や大蔵大臣の」、または「都道府県知事の許可を必要とする」という文言が入ったが、その後 60 年近く当分の間が続くことになった。

中央集権的な地方債制度も地方分権改革の推進により、これまで長きにわたって続いた岩盤規制が打ち破られ、2006 年度に事前協議制度へと移行した。地方債における総務省との事前協議による同意は、地方債計画における公的資金や民間等資金の充当予定額の決定や地方財政計画への元利償還金の算入にかかる交付税措置額を決定するために必要とされている。不同意債にはそれがないこととなっているが、その場合には例外もあって、実質公債費比率 18%を超える地方自治体などには起債許可制度が適用されるということである。つまり起債許可を受けた範囲内で起債発行するのであれば、交付税措置がなされるということである。

#### (4) 破たん法制度と財政指標

地方自治体の財政再建制度については、地方財政再建促進特別措置法による赤字の地方自治体に対する財政再建制度と地方公営企業法による赤字企業に対する財政再建制度が設けられていた。

制度創設の背景には、1950 年に起きた朝鮮戦争の反動不況として、約 8 割の地方自治体が赤字に陥り、その赤字を「財政再建債」という特例の赤字地方債によって、自主再建が

困難になった地方自治体を救済する仕組みが必要だったことが考えられる。

この制度が創設された 1955 年度の赤字団体数は、その後急減している。その一方で、1995 年度の網掛け部分の地方債発行額及び対歳入比率が激増している。この結果は、これまでとは全く異質の状況が出現していることを意味している(表 2 を参照)。

2006 年に集中的に行われた議論やビジョン報告書などでは、分かりやすい財政情報の開示や早期是正機能がない等の課題が指摘され、財政指標を整備してその公表の仕組みを設けるとともに、地方分権を進める中で、財政の早期健全化及び再生のための新たな制度を整備することが提言されている。

こうした提言等を踏まえ、2008 年 4 月に「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」(以下、「財政健全化法」という)の制定に至っているのである。

財政健全化法では、監査委員の審査や議会への報告・住民への公表等を義務づけて情報開示を徹底するとともに、早期健全化基準を設け、基準以上となった地方自治体には財政健全化計画の策定を義務づけて自主的な改善努力を促している。また、フロー情報だけでなくストック情報にも着目し、公営企業や第三セクターの会計も対象とする新たな指標を導入するなど、地方自治体の財政の全体像を明らかにする制度となっていた。

規律ある地方財政運営を行っていくためには、財政指標の活用は非常に有用であると考えられる。財政健全化の 4 指標や資金不足比率などの指標が、ストック面のみならずフロー面にも着目しつつ、財政の健全化を推進していく役割を果たせるように活用できれば、地方自治体の財政運営における規律は維持できるものと推察されるからである<sup>12</sup>。

地方債協議制度において、早期是正措置としての起債許可制度としては、地方債の信用維持のため、「元利償還費」または「決算収支の赤字」が一定の水準以上となった地方自治体は、地方債の発行に許可を要することとする等の対抗措置を講じている。このため、実質公債費比率が 18%以上の地方自治体は、引き続き許可が必要とされ、実質公債費比率が 18%以上 25%未満の団体は公債費負担適正化計画の内容及び実施状況に応じ、25%以上 35%未満の団体は財政健全化計画の内容及び実施状況に応じ、それぞれ一般的な許可基準により許可される(同意等基準)。また、一定以上の実質赤字額を生じた地方自治体は、引き続き許可が必要とされ、例えば、標準財政規模 500 億円以上の地方自治体では標準財政規模の 2.5%、標準財政規模 200 億円以上の自治体では標準財政規模の 5%、標準財政規模 50 億円未満の自治体では標準財政規模の 10%となっている(地方財政法施行令第 8 条)。

---

<sup>12</sup> 4つの健全化判断比率とは、①実質赤字比率、②連結実質赤字比率、③実質公債費比率、④将来負担比率であり、これらを活用して自治体財政を評価している。①実質赤字比率＝一般会計の実質赤字額／標準財政規模であり、標準財政規模には普通交付税で措置される臨時財政対策債発行可能額が含まれている。②連結実質赤字比率＝連結実質赤字額／標準財政規模であり、普通会計に公営企業会計を連結し、会計間の赤字操作をさせないようにしている。③実質公債費比率は、地方債の元利償還金に関して、普通会計と公営企業会計のほか一部事務組合や広域連合を連結した3年平均値である。④将来負担比率は、上記3指標がフロー情報であるのに対して、ストックとしての指標であり、地方公社や第三セクター等まで対象範囲を拡大している。

財政健全化指標の実質公債費比率は、地方財政法等によって定められており、公債費による財政負担の度合を客観的に示すものである。この実質公債費比率の算出方法は、

実質公債費比率＝

$$\frac{\text{「公債費相当額に充当した一般財源」} - \text{「普通交付税措置のある公債費相当額」}}{\text{「地方税＋普通交付税等」} - \text{「普通交付税措置のある公債費相当額」}}$$

と表わせ、交付税措置が適用される公債費が算定式に用いられていることが分かる。実質公債費比率は、地方自治体の決済時の資金繰りが健全かどうかを測る役割を持っている。しかし、交付税措置適用の公債費が差し引きされることで、交付税措置による国の補助金等を前提としたうえでの健全性を測っていることから、実質公債費比率は地方自治体の決済能力を計る指標として十分とはいえない部分が残っている。その結果、実質公債費比率という基準は、交付税措置のある公債費を前提としているために、交付税措置額をあて込んだ財政力を測ることになってしまう。交付税措置は、この基準を活用している限りにおいて、早期是正措置の機能を低下させ、財政規律を欠いた財政行動を地方自治体に許容している可能性がある、との議論がある。

しかしながら、地方自治体の中には、財政の悪化を受けて、緊急避難措置で公債償還基金からの借入を行う場合があり、それによる影響として、健全化指標における実質公債費比率や将来負担比率が悪化する可能性があること、実質公債費比率の算定においては、公債償還基金から一般会計が借入を行った場合、その借入に見合う公債費が加算されることから指標の悪化につながってしまう。また、将来負担比率においても、基金から借入を行った場合は、基金残高が減少したとみなされ、指標の悪化につながることで安易な財政操作が行いにくい機能を備えていることを強調しても強調し過ぎることはない。さらに、指標の悪化のみならず公債償還基金は将来の公債償還の財源であるため、むやみに借入を行えば、地方債を購入している投資家の信頼を損うだけでなく、ひいては今後の当該地方債の調達金利が上昇するなどのリスクが想定される。加えて、基金残高減少により、基金による運用益も減少することとなり、収入面での影響も懸念される。こうした側面から検討を行えば、地方財政運営上のリスクを抱えてまで減債基金からの借入はしない方が賢明といえよう<sup>13</sup>。

<sup>13</sup> しかしながら実態はそうでもないようである。朝日新聞(2018. 4. 18 朝刊)の記事によると、大阪府で4,399億円、北海道で3,371億円、兵庫県で2,332億円、千葉県、神奈川県、京都府も1,000億円を超え、政令指定都市では、横浜市で2,867億円、京都市で677億円、名古屋市で670億円を減債基金から財源不足額対応として借入を行っている。将来の元利償還が自転車操業となっている点には注意が必要であろう。

表 2 : 戦後 3 度の地方財政危機の状況

(単位 : 億円、%)

年度	赤字団体数		赤字額		地方債発行額	
	都道府県	市町村	都道府県	市町村	金額	歳入比率
1955	36	1,522	256	386	969	8.3
1975	27	242	1,171	862	31,799	12.2
1995	0	13	0	153	169,782	16.8

(注)数値は決算額。

(出典)総務省「地方財政白書」各年度版、地方財政調査研究会編「地方財政統計年報」各年度版より、筆者において作成。

### 3 地方債に関する先行研究

本節では、地方債に関する先行研究を体系的に概観し、地方債の発行・償還を通じた公債管理の視点から、何が問題とされてきたのかを確認することとしている。

今日的な地方債の課題は、何を差し置いても、地方債残高の増嵩である。たとえその主な原因が地方自治体の財政運営の結果によるものであるとしても、国の施策との連動による影響も原因の一端であると考えられる。というのは、地方債許可制度そのものが、国・地方を通じた財政運営と一体で運用されているからである。

本制度自体にそもそも問題が潜んでいることを示唆する先行研究もある(地方債許可制度)。また、制御システムとしての破たん制度が十分に機能せず、ついに財政運営に失敗した実例も発生している。いわゆる、夕張ショックである。この教訓に学びながら、いかなる先行研究が行われてきたのか(破たん法制度)。さらには、国家による手厚い保障が地方財政の規律を失わせ、財政危機を招いたとする実証研究(暗黙の保証)についても、ここで取り上げることにしている。

#### (1) 地方債にかかる先行研究の区分

地方債に関する先行研究の論点を大別すると、次の3つの論点が主に取りあげられている。

第1は、地方債の財政機能についての議論である。地方自治体運営にあたっては、当該年度のみはの税収によるだけでなく、世代間の負担の公平性の観点から、地方債には世代間の公平負担の考え方がある。例えば、インフラ事業やハコモノ事業に関して、当該年度の税収や国からの補助金等で建設するとなると、地方自治体の財政負担は直ちに過大となってしまう、他の事業への支障をきたしかねない。

より良い行政サービスの提供には、将来にわたって活用できる施設等が整備されていることで、インフラ事業であれば産業活動や物流の活発化に資することになる。そして、ハ

コモノ事業であれば長きにわたって市民が施設を利用することができることになり、結果として施策目的が実現可能になっている。これらの点を考慮すれば、地方債の活用は意義あるものと考えられる。

適切な事業や事業規模の選定にあたっては、地自治体方の裁量がどの程度まで許容されるのかを決定するプロセスにおいて、地方債計画や協議制度(起債許可制度(2005年度まで))を通じた中央集権的な権限行使などによって、地方債に関しての国の関与のあり方が指摘されてきている。

第2は、地方債の償還に関する諸問題についての議論である。地方債の活用によって事業負担を平準化し、施策目的に適合した事業の推進を図り易くすることができる。

地方債は後年度に元利償還を背負わなければならないものであるため、過度な活用は地方自治体の財政運営を厳しくしてしまうおそれがあるにもかかわらず、即時に公債費が膨らむわけではないため、どの程度までなら地方債発行が可能かどうか、将来の財政収支なども見極めながら判断する必要がある。

バブル経済崩壊後の景気対策や為政者のマニフェストによって左右されるようなことがあったため、地方全体の地方債残高は膨大なものとなってしまった。そうした反省から、2000年代に入ってから、公会計制度の整備や財政健全化4指標による客観的指標を用いたリスク管理が行われるようになってきている。

第3は、地方債を巡る財政規律の問題についての議論である。地方自治体は、自らの歳入をもって地方債の後年度負担となる元利償還費を充足できていないために、これを補完する制度として、わが国では、地方交付税を通じた財政調整制度によって元利償還費の保障をすることで財源の垂直調整が行われてきている。

しかし、地方自治体の財政状況が悪化した場合には、国による債務調整がなされるなど、「暗黙の保証」が財源保障を担保しているかのような問題が存在している。このような認識が広く地方自治体間で共有されることは、懸念されることである。こうした観点から、地方債の発行に関するモラルハザードが起きている実態の検証や地方自治体のソフトな予算制約に関する問題点とともに、そうした事態を回避するための新たな制度設計に対する提言など、多くの研究が積み重ねられてきている。

## **(2) 入口議論としての地方債許可制度**

### **ア 地方債許可制度の経緯**

地方債は本来、各地方自治体が議会の議決を経て、自らの責任と判断に基づいて発行する独自財源である。ただし、戦後復興時の社会情勢や資金需要の実勢や地方自治体間の財政基盤の格差などを考慮し、「当分の間」の措置として、わが国では、地方自治体が地方債を発行する場合には、総務大臣又は都道府県の知事の許可を必要とする許可制度がとられてきた<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> 戦前期の地方債に関して、国債や社債との競合で不利な立場におかれていたため、比較的高い利率を求

2006年度からは、地方分権一括法の施行に伴い地方自治体の自主性をより高める観点に立って地方債の許可制度は廃止され、地方債の円滑な発行の確保、地方財源の保障、地方財政の健全性の確保等を図る観点から、総務大臣又は都道府県知事と協議を行う制度に移行している。

これにより、地域の実情やニーズに適った個性的で多様な行政を効率的に展開するといった観点等から、住民に身近な行政をできる限り身近な地方自治体において処理すること（ニア・イズ・ベターともいう）を基本とする地方分権の推進が実行に移された。

## イ 地方債許可(協議)制度にかかる国の見解

当初、地方債の許可制度は地方自治体の財政の健全性の確保の面を有していたことは間違いないと思われる。

その後の歴史的変遷により、各種の資金をマクロでの所要として確保されるようになり、それを各々の地方自治体に配分する枠組みを持つ機能へと変化している<sup>15</sup>。そして地方税や地方交付税と並び、地方財政計画を通じて、地方財源を保障する財政制度へと確立されていったのである。

かかる地方債許可制度が果たしてきた機能についての国の見解については、以下のとおりである。ここで、改めて5つの観点から検証しておきたい<sup>1617</sup>。

第1に、地方債への信用の付与機能である。地方債の発行については、許可を要する(2006年度以降は協議制)という仕組みによって、許可を受けた地方債の元利償還は国が策定する地方財政計画に計上されるとともに、それに見合った財源も計上されるなど、マクロで財源が保障される仕組みとなっている。これが地方債の信用保証機能のシステムであると考えられている。

その結果、地方債の発行条件は国に準ずる条件で、自治体間の格差もほとんどないのが現状である。しかし、自治体間には現に財政力や財政運営に違いがある以上、地方債においても条件格差を設けるべきであるとする主張が存在している。

本来、地方債は公共施設の建設事業や災害復旧事業など単年度に多額の財源を必要とする事業について地方債の発行により所要資金を調達することにより、当該事業の円滑な執行が確保できる。それとともに、これにより生じる財政負担を後年度の元利償還金の支払いという形で平準化するためのものであることが考慮されていない議論もある。

---

められていた。一方で、地方債間でも財政力による競合により、地方自治体間に優劣が生じるなど、困難な状況を抱えていた。当時には、地方債の許可制を容認する背景が備わっていた(天羽(2010)pp. 169 - 189参照)。

<sup>15</sup> これを地方債計画といい、1947年度から策定されており、財政投融资計画とリンクするようになったのは1952年度からである。井手(2004)は、地方債計画の形成を戦前期からの連続性を論じるのに対し、実質的には戦後期に構築された制度とする説もある(中川直人(2014)参照)。

<sup>16</sup> 平嶋・植田(2001)pp. 28 - 31参照。

<sup>17</sup> 田中(2011)でも簡潔にまとめられている。

第2に、融資等の一元的調整機能である。以前に比べればその割合は減少したものの、地方債資金の4割程度は公的資金であるが、地方債制度の手続きを通じて、各地方自治体への資金配分が一元的、総合的に調整・運用されていることで、1,700を超える地方自治体が複数の政府機関や金融機関と個別に折衝する必要がないものとなっている<sup>18</sup>。

第3に、公共投資に必要な資金の配分機能である。わが国の公共投資は、欧米諸国と比べて財政に占めるウェイトが高く、その多くは地方自治体によって実施されている。その中で、地方債は投資的経費の重要な位置を占めている。

こうした状況下では、当該地方自治体の財政力や経済力よりもむしろ公共投資の必要性や地域の状況に応じた借入が行われるべきとしている。

その根拠としては、大災害時に一時的に多額の財政需要が生じる災害復旧事業などの場合には、大災害で当該自治体の信用力が落ちている以上、市場メカニズムに委ねては、高いコストでしか借入が実行できなくなってしまう。事業の緊急性があるにもかかわらず、資金確保がままならない地方自治体にこそ優先的に資金を融通していく必要がある。

こうした行政上の目的を果たすために、地方債の協議制は意義あるものとして存在し、地方税や地方交付税等の一般財源の不足を補完するべく機動性と弾力性をあわせ持った役割を担っている。

第4に、国の経済政策等とのマクロ調整機能である。地方債の発行により、国の経済政策との調整が図られている。行政投資の多くが地方自治体により実施されていることから、国が行う経済政策も地方財政と一体となって行われなければ実効性に乏しいが、地方自治体を通じて実施される投資的経費の財源となる地方債は、その発行量の増減によって事業量を調整することが可能であり、景気対策等において重要な機能を果たしている<sup>19</sup>。

バブル経済崩壊後の景気対策のイメージばかり先行しているようだが、1979年度の第1次石油ショック後のインフレ抑制のために、総需要抑制策がとられている。国民経済に大きな影響を持つ地方自治体の公共投資の抑制を図るため、国は地方自治体に協力を求めるとともに、その時点までに配分された地方債以外は今後追加しないこととするなど、総需要抑制策の実効性を確保したことがある。

第5に、地方財政計画を通じた標準的な行政水準の確保機能である。わが国では、地方自治体が標準的な行政水準を確保できるよう、地方財政計画の策定、地方交付税制度、さらには地方債制度を通じて地方財源を保障している。

とりわけ、地方債は道路整備やごみ処理施設等の建設の社会資本整備の財源として充当されるなど、ナショナル・ミニマムの具現化に寄与していることになる。しかしながら、

<sup>18</sup> 財政融資資金に地方公共団体金融機構資金を加えた資金をいい、民間等資金と区分している。

<sup>19</sup> 2015年度における国・地方間の財源配分は、国税58.1兆円：地方税37.68兆円＝61：39であるが、歳出においては、国24.0兆円：地方71.7兆円25.1：74.9である。なお、政令指定都市では、地方交付税や国庫支出金等を含めた「税の実質配分」は2：8となっており、依然として大きな乖離があるとして、その是正を図るため毎年国等に対して要望活動を展開している（「大都市財政の実態に即応する財源の拡充についての要望(平成28年度)」指定都市事務局）。

国における地方債許可制度(協議制度)は、地方債の元利償還への交付税措置は地方自治体の財政的なモラルハザードを招く元凶となっているという批判もある。

先に確認したように、財源対策債などは起債充当率が100%にまでかさ上げされ、その80%分に当たる元利償還は交付税措置となるという手厚さも手伝って、長峰・松浦(2006)では、三重県における元利償還に対する交付税措置のある地方債へのシフトが検証されている<sup>20</sup>。このように、地方自治体が許可制度を通じて、これらのインセンティブ措置が活用されて施設整備を進めてきたのは事実であるが、これが即ち財政規律の喪失というものなのだろうか<sup>21</sup>。

## ウ 先行研究の論点<sup>22</sup>

高寄(1988)では、地方債許可制度は、「第1に、地方自治体を当初から準禁治産者並みに扱っている。第2に、憲法は地方自治体の本旨を基本理念として、地方行財政の運営をなすことを定めている。第3に、地方債は補助金・交付税とは違い異質の財源である」と指摘している。また、「許可制によって、一銭たりとも許可外の起債を認めないというのは権力的財政統制であり、地方自治権の侵害」だとも指摘している。

こうした論調を決定づけた出来事が、実は1977年に起きている。それは、東京都の起債訴訟である。かかる案件は、最終的には提訴にまでは至らなかったが、地方自治体が抱えていた問題を表面化させる契機にはなっている<sup>23</sup>。

この背景には、増加する都債に対して国の起債許可率が低く、1973年度には48.2%、翌74年度では36.9%と、半分も許可されない状況が続いていたことがある。

このように、許可制度は地方自治体財源の生殺与奪に絶大な権限を有していることから、自治体関係者の間では、早くからこの制度の廃止が強く求められていたのである。

地方債計画が総務省のコントロール下にあることで、地方債総額の決定が国の権限とされている点を問題としている先行研究もある。そこでは、かかる計画によって、起債総額のみならず、地方債引受の資金配分までも決定している点も問題視している。

地方債計画により地方債の公的資金引受が決定され、公的資金という長期・低利で安定的な資金が財政投融资計画との連動において地方自治体に良質な資金として確保されていることにはなっているが、国による起債統制は依然としてある。これが、地方自治体の自主性を阻害する元凶だとされており、以下でみる財政投融资改革(以下、「財投改革」という)の必要性の裏付けとして位置付けられてもいるのである。

<sup>20</sup> 三重県においては、1990年度から2003年度にかけて、地方交付税の算定に算入される公債費の額は年を追って増加し、地方債の発行額に占める交付税措置の割合も上昇している。

<sup>21</sup> 黒田(2005、2006)参照。国の見解が明記されており、財政規律の後退とは一線を画した議論が展開されている。

<sup>22</sup> 高寄(1988)p. 141 参照。

<sup>23</sup> 池上(1989)は、東京都の幹部職員の実録に基づき詳細に記述している。

### (3) 出口議論としての破たん法制度

#### ア 破たん法制度の経緯

地方財政計画や地方交付税によって地方自治体予算がコントロールされている実態に鑑みると、地方財政計画は地方自治体財政の入口段階である予算編成時点における国の地方自治体財政統制といえる。その一方で、出口ベースとしての地方自治体財政統制手段として、破たん法制度がある。

1955年に制定された「地方財政再建促進特別措置法」によれば、その内容はある年度の歳入総額から歳出総額を差し引き、さらに継続費や繰越明許費にともなって翌年度に繰り越すべき一般財源を控除して実質収支が求められている。そこで、都道府県レベルではその標準財政規模の5%、市町村レベルでは20%をそれぞれ超えた場合には、当該地方自治体は財政再建団体と認定されることになる。

いったん財政再建団体として認定されると、①自主再建方式、②準用再建方式、のいずれかに従って当該自治体の財政再建を進めなければならないことになっている。

例えば、①の自主再建方式では、地方自治体が自ら再建計画を立案し実施することである。この際には、地方債の起債制限以外には国からの制約はかからないが、同時に国からの財政援助や法令上の優遇措置が喪失するため、当該自治体の行政サービスの提供は著しく低下するか、もしくは制約されることになってしまうのである。そのため、現実的な選択肢としては、②の準用再建方式が採用されることになっている。

地方財政再建促進特別措置法の施行を受けて、1954年度には今日まで続く地方交付税制度が設けられている。これによって財政調整が行われ、実質収支の改善を図るためにかかる制度が設けられたのであるが、歳入欠陥が生じた地方自治体に対しても、同法を適用して再建していくスキームとして準用再建方式が採られるようになっていったのである。

1954年度の赤字団体で、同法が適用されて再建団体となった地方自治体は、当初約600団体にも及んでいる。しかしながら、その後各地方自治体において財政再建を図ることによってその数は徐々に減少していき、1971年度には0になっている。また、準用団体の数についても、1960年代前半には100を超えていたが、その後は減少していき、1973年度には新規に準用団体となる地方自治体はなくなっている。

赤字団体の存在はいったん終息するかに思えたが、1975年度以降になると高度成長期の産業構造や人口構造の急激な変化及び第1次石油ショックにともなう不況などの影響を受けて、以前に比べればその数は少ないものの、昨今の北海道夕張市の例も含めると、累計で16にも及ぶ地方自治体が準用団体として認定されている。

ここで出資団体と第三セクターについて触れておくこととする。

地方自治体の本来業務を補完するために、背景には行政コスト縮減のために業務委託化の流れがあったようだが、地方自治体が出資して設立した団体が多くあった。団体は、それぞれの根拠法に基づいて、3つに分類できるようだ<sup>24</sup>。第1は、民法の規定に基づいて設

<sup>24</sup> 地域企業経営研究会編「地方公社総覧」及び総務省「第3セクター等の状況に関する調査結果」による。

立された社団法人や財団法人である。1980年代から急増したものが多いが、これらは当時の中曽根内閣が推進していた行革による委託業務の受託先として機能していたものである。第2は、商法の規定に基づいて設立された株式会社で、いわゆる第三セクターがこれにあたる。第3は、いわゆる「地方3公社」と称される、住宅供給公社・道路公社・土地開発公社である。高度経済成長を見据えて、住宅や道路などへの増加する都市化ニーズを満たすため、自治体主導で政策を推進してきたものである。

これらが地方財政、とりわけ地方債への負担を転嫁することとなった原因を追究していくと、3つの側面から分析することができる。1点目は、行政の本来業務が過熱したあまり、必要以上に起債をつぎ込むケースである。起債活用で公営住宅建設が終われば、その管理は住宅供給公社となる。同様に、起債活用で駐車場や有料道路の整備が終われば、その管理は道路公社となる。これらは施設管理による一定程度の使用料が見込めるなど、行政として事業の必要性はあったにせよ、過大な投資であったことは間違いない<sup>25</sup>。土地開発公社のように、将来に土地価額の上昇が見込まれるため事業決定に先立って当該用地の買い上げを実施していたとしても、その後、建設同意を得るため、地元との調整に時間を要したり、社会環境変化で事業そのものが取りやめとなったりするなどしたため、行政側が起債を活用して繰り返しでなかつたケースが散見された。このため土地開発公社の経営は悪化し、破たんするところが続発した<sup>26</sup>。2点目は、団体への出資金に起債が活用されているケースである。地元の要望もあって、関西国際空港や本州四国連絡橋公団などが国主導で建設が進められたが、これらのインフラは周辺の都市にも効果を及ぼすものであることから、関係地方自治体へも出資が要請されている。本体経営が安定化すれば出資の必要性は薄まるのだが、依然として出資を要求されている。3点目は、事業体の経営が傾き、事業が破たんすることによって、その尻拭いを出資者である地方自治体に救済を求めるケースである。大阪市の例として、ワールド・トレード・センター(WTC)や道路公社の破たんに際して、第三セクター等改革推進債の発行を余儀なくされ、予期せぬ地方債の発行となったものもある。

いずれにせよ出資団体や第三セクターについては、その経営の適否が地方自治体の財政に重大な影響を及ぼす可能性があることから、普通会計のほか公営企業会計及び地方公社等の財政状況を全体としての的確に把握し、総合的な行財政運営に努める必要がある。近年では、外部の専門家による監査を活用することや政策評価の視点も踏まえ、点検評価の充実・強化を図るとともに、積極的かつ分かりやすい情報公開にも取り組んでいるようである。

<sup>25</sup> 大阪市の例では、公営住宅は低所得者対策としてスタートしたが、現在では、高齢者対策や生活保護対策の受け皿となっているのが実態である。道路公社が管理していた駐車場の稼働率は低迷が続き、2013年度末に解散した。土地開発公社は取得した土地の売却が進まず、2010年度末に解散した。

<sup>26</sup> 第三セクター等改革推進債の活用で処理することとなった。

## イ 破たん法制度と財政指標

前述したように、財政健全化法では、公立病院や下水道などの公営企業の赤字、地方公社や第三セクターの負債についても明らかにされており、地方自治体の財政の全体像が浮き彫りになっている。これは「隠れ借金」といわれた病院・水道などの特別会計や第三セクターも含めた財政の健全性を示す指標を新たに設けた点にその特徴がある。財政健全化法によって導入された4つの比率は先にも触れたが、次のとおりである。

- ①実質赤字比率(普通会計の実質赤字の標準財政規模に対する比率)
- ②連結実質赤字比率(全会計の実質赤字等の標準財政規模に対する比率)
- ③実質公債費比率(地方債元利償還金・準元利償還金の標準財政規模に対する比率)
- ④将来負担比率(公営企業等を含む実質的負債の標準財政規模に対する比率)

しかしながら、さまざまな地域事情を抱える地方自治体財政を、全国一律の指標で判断する手法には、集権的であり分権に逆行しているという面もなくはないが、客観的指標で情報を公開していくことにより、財政健全度は高まるものと考えられている<sup>27</sup>。

## ウ 先行研究の論点

財政健全化法で示された指標というものの自体は、国が定めた画一的な健全化判断比率によって地方自治体の財政統制が強化される側面を有している。そのため、財政再生計画へ向けて総務大臣の同意が事実上必要になることを考えれば、財政健全化法は出口ベースである決算数値によって処理される国の地方財政統制の一つの手段に過ぎないということを示唆する研究もある。

土居・別所(2004)によれば、「1975年度以降に準用団体となった16の自治体は実質収支の改善が重視されており、財政再建期間が終わるまでには実質収支は黒字化し、財政再建終了後はほぼ安定的に黒字となっている」その主たる理由として、「16自治体のうち15自治体は恒常的に交付団体であるため、地方交付税による収入は再建期間中平均で32.1%を占めて最大の収入項目となっている。地方財政再建制度は、事後的に見ると地方交付税を使った救済という性質を持っている」としている。

さらに、土居(2007)においては、「デフォルトは起きてはいないが、外郭団体では起きており、地方自治体は実質的にデフォルトしたことがある」とするなど、地方自治体におけるデフォルトの存在についても主張している<sup>28</sup>。

<sup>27</sup> 鈴木(2009)は、本書の冒頭で、「財政健全化を遂行する為には、(中略)国民・市民・納税者へのアカウントビリティ(公共説明責任)を履行する目的で包括的・全体的に各機関のミッションを厳格に、積極的にこなす必要がある」としている。

<sup>28</sup> 日本では、戦前を除いて、元利償還金が滞ったことはなく、戦後には財政再建制度のもとで地方自治体は保護されてきたが、小泉政権時代には、地方債の暗黙の保証を解き放ちデフォルトを組み込むなどによって、地方自治体も「財政破たん」状況に陥り、自治体における財政規律維持を図る検討が行われることになった。しかし、時同じくして、北海道の夕張市が準用再建団体となったものの、起債の元利償還金のデフォルトには至ることはなかったが、その後財政破たんの議論は収束している。

#### (4) 地方債保全のための議論としての暗黙の保証

##### ア 地方交付税

地方交付税制度は1954年度に導入されている。本制度の発足時点では、国税の一定割合を総額算入として、国税3税のうち、所得税・法人税の19.874%、酒税の22%であったが、2014年度現在では所得税・酒税の32%、法人税の34%、たばこ税の25%および消費税の22.3%という交付税率になっている<sup>29</sup>。

これらを財源にした地方交付税の役割は2つある。1つ目は、地方財政にかかわる財源保障機能であり、2つ目は、財源調整機能である。

地方交付税は、地方の収支不足を補てんする財源保障機能として、地方債の元利償還を保障している。かかる元利償還費とは、必ずしも地方自治体の徴収する地方税のみによって行われてきたわけではなく、後年度に国からの資金移転(交付税措置)によっても賄われてきているものである。

地方税制度としては、本来、地方の税収入とすべきものであるが、もっぱ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地方自治体へ再配分されている。これは、いわば「国が地方に代わって徴収する地方税であり、地方の固有財源」として考えられており、地方自治体にとってなくてはならない貴重な財源が得られているのである。

地方交付税は、地域間の財政力格差を緩和する財源調整機能も有している。地方交付税の総額は、地方財政全体について「客観的に推測される通常の水準における経費と収入」を積算した地方財政計画によって規定される。その財源配分によって、農山村部の小規模自治体においても全国の平均的な行政サービスが提供できている。

しかし、現在も全国の地方自治体の約9割は地方交付税による財源に依存している状態であり、果たしてかかる状況が地方分権時代に適合しているといえるのかどうかについては、はなはだ疑問が残るところである。

国の景気対策として公共事業の規模を維持するために地方単独事業の事業費の一定割合について地方債の発行が許可されてきた経過は既述したが、地方債の元利償還金の一定割合については、後年度に基準財政需要額に算入されている。これらを担保することで地方自治体が自主的に単独事業を行えるように支援することができるとともに、むしろそれを奨励するという機能が地方交付税制度に含まれてきた点があることを指摘しておきたい<sup>30</sup>。

<sup>29</sup> 2014年4月導入の消費税の引き上げに伴って、29.5%から22.3%に引き下げられている。一方で、交付税率の引き上げは、国の歳入減を意味し、国家財政を圧迫することにつながることから、際限なく交付税率を引き上げることは困難で、過去から特例法の制定などを通じ、交付税特別会計による借入、一般会計からの特例加算、臨時財政対策債の発行などの方法で財源を補ってきた。

<sup>30</sup> 肥後・中川(2001)は、地方債の交付税措置が地方自治体のキャッシュフローを改善することを通じて、地方単独事業を底上げしたことを指摘しているが、筆者の論点とは異なる。キャッシュフロー改善のために交付税措置があるのではない。交付税本来の目的と期待される効果を混同してしまっているように思われる。

## イ 先行研究の論点

土居・林・鈴木(2005c)では、地方自治体が過大な債務を負った背景を、「地方債の元利償還金の一部が地方交付税措置され、事実上政府による暗黙の保証があるなど、『借りやすく貸しやすい』という構造的リスクを内包していることから、この結果、現在では、一部の地方自治体は、財政力に比して過大な債務を負っている」ことを主張している。

地方交付税が、地方債の後年度元利償還を基準財政需要に算入する方式を導入することで、地方債管理に対する地方財政規律を歪めていることや地方債の発行条件に財政力格差が反映されない背景として、国による「暗黙の保証」の存在が指摘されている。

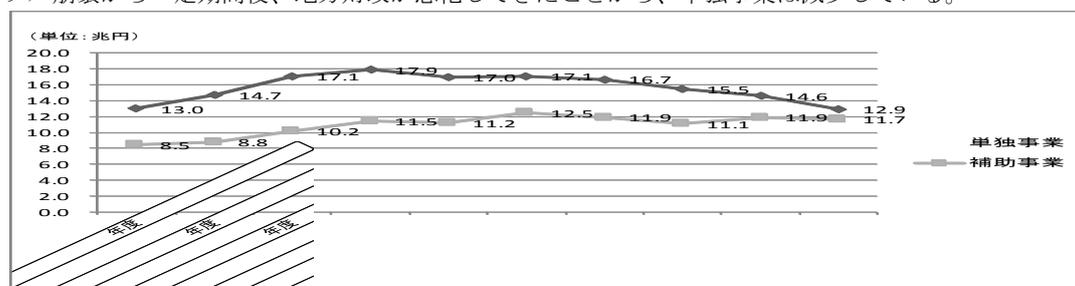
土居(1996)は、地方交付税の制度的な問題に関して、地方交付税が不必要に地方歳出に貼りついてしまい、民間消費と財政支出の配分を歪めてしまう効果について計量分析を行っている。赤井・佐藤・山下(2003)は、基準財政需要の事後的算定における裁量が地方自治体のコスト意識を希薄化し、効率性へのインセンティブを阻害する問題について実証分析を行っている。

中野(2002)は、公債費に関する交付税措置に関して、事業費補正による交付税措置が投資的経費へのインセンティブを高める機能があると指摘している。地域総合整備事業債(特別分)における当年度事業費補正がそれに該当するが、臨時的な補助金のかさ上げとみなすことができるため、追加的投資につながるインセンティブとなり得る可能性は否定できないとする。

経済学的見地からの考察として、地方債元利償還金の交付税措置についての先行研究では、土居・別所(2005a, b)において、国が地方単独事業の増大を図って景気浮揚策の誘導に地方交付税を活用したことが示されている<sup>31</sup>。加えて、適債事業の拡大に伴って起債充当率がかさ上げされるなど、公共事業への財源確保と同時に地方交付税の措置額の増大が図られることになった。

このことは、当該年度の問題にとどまるのではなく、後年度に確実に発生する公債費に対する財源手当を必要とするものであり、交付税財源の先食いにほかならず、財政負担の

<sup>31</sup> 全国的施策として実施される補助事業と異なり、地方単独事業は、地域社会の実情に応じて主体的に判断していくことから、地方自治体の自主性を高めるとされている。1993年度まで毎年10%を超えていたが、バブル崩壊から一定期間後、地方財政が悪化してきたことから、単独事業は減少している。



補助・単独事業の推移(普通会計ベース・投資的経費)

(出典) 総務省「地方財政白書」各年度版より筆者作成

先送りを行っていることにしかならないことに気づかなければならない。したがって、国による政策誘導には、地方自治体における社会資本整備を促進する効果を持つと同時に、地方自治体の財政規律を緩める副作用も伴っていた可能性は否定することができないという示唆もしている。

こうしたことから、地方交付税制度は、土居(2000)や赤井・佐藤・山下(2003)などで指摘されているように、制度の根幹に大きな原因を抱えたままで、モラルハザード、ソフトな予算制約や財政の適正規模とは無関係に交付額が決定されるなどの問題をはらんでいるとするのである。また、土居(2006)では、元利償還金の交付税措置に伴う放漫財政の源を根源的に断つ必要があるとして元利償還金の交付税措置を止めることを提案し、既存の措置分からできないのであれば、新規措置分から実施すべきとしている。

#### 4 おわりに

地方自治体の財政は、財政運営規律の維持強化や地方債残高の増嵩による将来負担の増加など、今なお多くの課題を抱えている。また、地方自治体の財政は、財政健全化4指標の改善とともに、地方債残高の高止まり状態を解消していく一方で、住民からの様々な行政ニーズへも的確に対応するための財源確保の問題に直面している。依然として、国と地方の財政関係は、緩やかになったとはいえ国による財政統制が続いており、税財源配分も国の割合が多いことから、さらなる地方税財源の充実が必要であるとしても、簡単に解決できる問題でもない。

地方自治体の財政運営に規律をもたらす可能性として、財政の健全化を図ることで財源を生み出す方が迅速かつ確実であると考え、従来の行財政改革以外に財源調達としての地方債資金と公債管理を適切に行っていくことは有用であると考えられ、本論文で検討を重ねることとしている。

そこで本論文では、第一部(第1章-第3章)では、地方債資金のあり方を、第二部(第4章-第5章)では、公債管理のあり方を検討する。

まず、第一部(第1章-第3章)では、地方債資金区分別に、既存の分析を踏まえて、その役割の変化を検証していくとともに、これからの時代に即した資金調達のあり方を提示する。

以下では、各章の内容を簡単に紹介しよう。

第1章では、地方債資金は、バブル経済崩壊以降においては、地方自治体がこれまで主として公的資金による借入で資金調達を行ってきたものが、民間等資金へシフトしてきた。かつては「低利で安定的な資金」であった政府資金が、今日のグローバル化した低金利時代では、必ずしも有利ではなくなっているなど、地方債資金を巡る変化の原因を的確に認識することは重要となる。

第2章では、第1章で展開された民間等資金の拡大にともない、市場性に着目した地方債価格付議論が起きるなど、民間等資金による資金調達は大きな変化にさらされることになった。日本の地方債価格付けが資本市場からの評価とどのくらい相関性を有しているかに着目し分析を行っている。また地方自治体間の財政状態と地方債価格付けとの関係性にも着目し地方債価格付けの信頼度に焦点を当てている。こうした点を踏まえつつ、地方債価格付けの方向性について検討を行うこととしている。

第3章では、地方自治体が単独で民間等資金を調達していくことは重要としながらも、コストを意識しながらより金利面で有利な資金調達が可能であるならば、発行額規模の大きい共同発行市場公募地方債をより多く活用することが望まれるとしている。加えて、公的資金の一つである地方公共団体金融機構債との統合を検討することでより規模の大きな資金調達手法を模索していくことが可能かどうか検討する。

次に、第二部（第4章 - 第5章）では、地方財政運営の現況から、公債管理の実態を把握し、より厳格な公債管理の手法について、長期の視点と短期の視点の組み合わせから、最適な地方債発行の選択肢を提示する。

第4章では、バブル経済崩壊後に起きた財政悪化を克服する手立てとして、各地方自治体における地方財政運営の取組と公債管理を実証的に分析している。1990年代以降に展開された地方自治体の財政規律に緩みがあったとする実証研究では、①借り手意識を持たない地方債の構造として、地方債償還にかかる後年度負担が地方交付税により補てんされたこと、②現在の地方交付税制度のもとで、地方財政が非効率になる要因として、ソフトな予算制約が機能しているとする先行研究に対して、財政運営のサイクルを短期的に分析するか、長期的に分析するかで導出される結果に違いが生じるのか、係数分析ではなく、実際の財政運営状況を踏まえ明示することを目的としている。

最後に、第5章では、住民の将来負担の軽減を図るための1つの方策として、将来の公債費負担の軽減につながられるよう、借換債に着目したパターン分析を行っている。また、地方自治体内における地方債管理のマネジメントを一層効かせていくことによる重要性について明らかにする。

興味深い結論として、地方債改革が行われることによって、2つの大きな示唆が得られた。1つ目は、自治体単独による市場化のみを志向するのではなく、資金調達は分権的に行うのではなく、統合的に行う方が効率的かつ低コスト化が図れることから、むしろ共同発行という、まさに「新たな市場化」が展開されようとしていること。2つ目は、地方債管理にかかる重要性の認識が高まり、財政健全化指標はもとより様々な公債管理手法が展開されてきたことである。

本論文では、検証対象時期をバブル経済崩壊前後から、おおむね20年程度の期間までを主な研究対象としている。

## 〈参考文献等〉

- 赤井伸郎・佐藤主光・山下耕治(2003)『地方交付税の経済学』有斐閣。  
朝日新聞(2018.4.18)朝刊。  
天羽正継(2010)「戦前期日本の地方債市場 - 流通市場を中心に -」『日本地方財政学会研究叢書』第17号。  
池上岳彦(1989)「起債自由化論争の展開 - 1970年代～80年代の政府間財政関係に関する一考察 -」『都市問題』第80巻第8号。  
井手英策(2004)「地方債計画の形成過程にみる戦後地方債政策の原点」『都市問題』第95巻第3号。  
大阪市財政局(2006)『大阪市の財政』。  
黒田武一郎(2005)「地方交付税制度の財源保障機能を巡る議論」『地方財政』2005年11月号。  
黒田武一郎(2006)「地方交付税の算定方法を巡る議論と改革の動向」『地方財政』2006年12月号。  
財務省(2015)「日本の財政関係資料」。  
指定都市事務局(2016)「大都市財政の実態に即応する財源の拡充についての要望(平成28年度)」。  
白川一郎(2004)『自治体破産 - 再生の鍵は何か -』日本放送出版協会。  
神野直彦(2008)『知恵蔵』朝日新聞出版。  
菅原智子(2009)「地方分権改革における国と地方の財政関係と今後の展望」『香川大学経済政策研究』第5号(通巻第5号)。  
関一(1966)『都市政策の理論と実際(復刻)』都市問題研究会、中央公論事業出版。  
鈴木豊(2009)『地方自治体の財政健全化指標の算定と活用』財団法人大蔵財務協会。  
総務省(2006)「地方分権21世紀ビジョン懇談会報告書」。  
高寄昇三(1988)『現代地方債論』勁草書房。  
高寄昇三(2001)『自治体財政 - 破綻か再生か -』学用書房。  
高寄昇三(2002)『明治地方財政史(第2巻)新三法期の地方財政』勁草書房。  
田中豊(2011)「日本の地方債」『分野別自治制度及びその運用に関する説明資料 NO.19』財団法人自治体国際化協会。  
地方債制度研究会編(2002)『平成14年度改訂版地方債』。  
地方財政調査研究会編『地方財政統計年報』各年度版。  
伝田功(1975)「地方債制度の展開と預金部資金 - 滋賀県財政史の一側面 -」滋賀大学経済学部『研究紀要』第8巻、pp.29 - 70。  
土居丈朗(1996)「日本の都市財政におけるフライペーパー効果」『フィナンシャル・レビュー』第40号、財務省財務総合。  
土居丈朗(2000)『地方財政の政治経済学』東洋経済新報社。

- 土居丈朗・別所一郎(2004)「日本の地方債をめぐる諸制度とその変遷」PRI Discussion Paper Series (No. 04A - 15)。
- 土居丈朗・別所一郎(2005a)「地方債元利償還金の交付税措置の実証分析 - 元利補給は公共事業を誘発したか - 」『日本経済研究』第 51 号、pp. 33 - 38。
- 土居丈朗・別所一郎(2005b)「地方債の元利補給の実証分析」『財政研究』第 1 巻 pp. 311 - 328。
- 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸(2005c)「地方債と地方財政規律 - 諸外国の教訓 - 」ESRI Discussion Paper No. 155。
- 土居丈朗(2006)「地方債制度の経済分析-理論・実証分析が示唆する分権時代の地方債制度のあり方」『フィナンシャル・レビュー』第 82 号、財務省財務総合。
- 土居丈朗(2007)『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。
- 中川直人(2014)「地方債許可制度の確立と変貌」専修大学博士論文。
- 中野英夫(2002)「地方債制度と財政規律 - 地方債の交付税措置を通じた許可制度の歪み - 」『フィナンシャル・レビュー』第 61 号、財務省財務総合。
- 長峰純一・松浦元哉(2006)「地方財政の逼迫と地方債拡大の構図 - 三重県の財政データによる検証 - 」会計研究検査 No. 34。
- 林正義(2006)「地方交付税の経済分析 - 現状と課題 - 」『経済政策ジャーナル』3(2)、pp. 6 - 24。
- 肥後雅博・中川裕希子(2001)「地方単独事業と地方交付税制度が抱える諸課題 - 地方交付税を用いた地方自治体への財政支援策の効果と弊害 - 」日本銀行調査統計局、Working Paper01 - 09。
- 平嶋・植田(2001)『地方債(地方自治総合講座) 9』ぎょうせい。
- 三宅裕樹(2014)『地方債市場の国際潮流 - 欧米日の比較分析から制度インフラの創造へ - 』京都大学学術出版会。
- 水野哲郎(2009)「公募債発行の増加と地方財政の規律強化について」『大阪大学経済学』vol159 No. 3、pp. 271 - 280。
- 吉川秀造(1969)『明治財政経済史研究』法律文化社。
- 和足憲明(2014)『地方財政赤字の実証分析 - 国際比較における日本の実態 - 』ミネルヴァ書房。
- Prud'homme Remy (2006) “Local Government Organization and Finance: France” , in Anwar, Shahed. 2006 , *Local Governance in Industrial Countries*, The World Bank.

#### ＜参考ホームページ＞

財務省 <http://www.mof.go.jp/> (2018年5月12日アクセス)

総務省決算カード <http://www.soumu.go.jp/iken/zaisei/card.html>

(2018年5月12日アクセス)

総務省市町村決算状況調 [http://www.soumu.go.jp/iken/kessan\\_jokyo\\_2.html](http://www.soumu.go.jp/iken/kessan_jokyo_2.html)  
(2018年5月12日アクセス)

総務省地方財政白書 [http://www.soumu.go.jp/menu\\_seisaku/hakusyo/index.html](http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/hakusyo/index.html)  
(2018年5月12日アクセス)

総務省普通会計状況調 [http://www.soumu.go.jp/iken/kessan\\_jokyo\\_2.html](http://www.soumu.go.jp/iken/kessan_jokyo_2.html)  
(2018年5月12日アクセス)

地方債協会 <http://www.chihousai.or.jp/>(2018年5月12日アクセス)

# 第一部 地方債資金 —バブル経済崩壊後の検証—

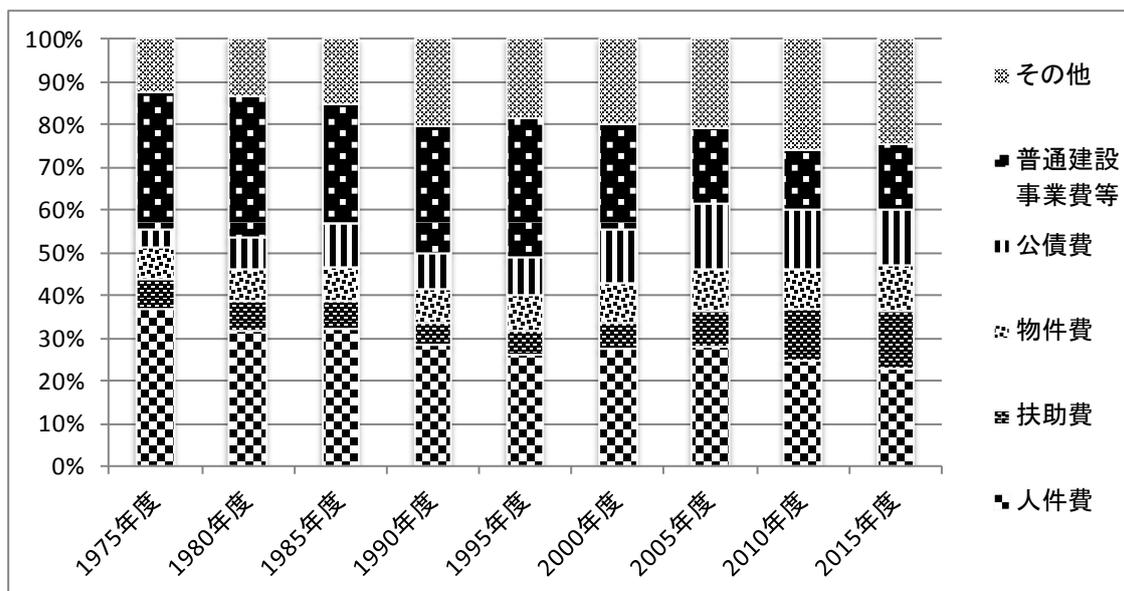
## 第1章

### 地方債における政府資金の役割変化の検証

#### —財政投融资改革の前後を中心として—

## 1 はじめに

戦後、地方歳出の増加にともなって、地方債は拡大を続けてきた。図1にあるように、歳出拡大の要因は、2000年度までは、普通建設事業費等が大きな割合を占めていたことにある。その財源として地方債が積極的に活用されてきたことから、借入後の据置期間（通常3年、5年など）が経過後の1995年度頃から公債費が増加してきた。



(注)普通建設事業費等は、普通建設事業費・災害復旧費・失業対策事業費の合計。物件費は、物件費と維持補修費の合計。その他には、積立金を含む。

図1：地方歳出の推移（性質別）：実績ベース

(出典)総務省「地方財政白書」各年度版より、筆者において作成

地方財政を資金的に支えてきたものの1つに地方債資金がある。戦後、地方債は全額政府資金で調達されていたが、政府資金の運用については、その原資が郵便貯金や簡易生命保険等であることから、地方へ還元することが望ましいとの考え方で、地方自治体

への貸付が長年にわたって続いてきた<sup>1</sup>。1948年度以降、地方債計画が策定されているが、その資金構成は、現在では、財政融資資金(=政府資金)、地方公共団体金融機構資金(=公営企業金融公庫資金(以下、「公庫資金」という)、民間等資金(市場公募資金及び銀行等引受資金)、となっている。政府資金は、財政投融资計画においては地方債への運用分として「地方公共団体」の欄に計上されている。民間等資金は、1952年度に市場公募地方債の発行が行われ、地方債計画に占める割合はわずか11%程度ではあったものの、民間資金への道が開かれた。

地方債の歴史を振り返れば、地方債資金において、民間資金が再開されたことは当然のことといえよう<sup>2</sup>。しかし、地方債発行は、地方自治体の規模や財政力によって、引受資金に差異があると考えられている。財政力が豊かな都市部においては、調達する資金の多くが民間等資金である。例えば、市場公募地方債を発行して資金を調達できる団体は、財政力のある団体に限られている。その発行の歴史は古く、1952年度にまでさかのぼるが、当初は東京都、大阪府、兵庫県、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市の8団体のみであったものが、その後順次拡大が続き、2015年度現在においては、都道府県34団体、政令指定都市20団体の合計54団体となっている。

一方で、地方都市で財政力が弱い地方自治体(以下、「弱小自治体」という)は公的資金(政府資金+公庫資金)が中心となっており(図5を参照)、近年では政府資金の割合が減少し、民間等資金へのシフトが進んできている(図2を参照)。しかし、全ての資金を民間等資金にしてしまえば、返済資力の劣る自治体は、個別に金融機関等と直接に資金調達交渉をしなければならなくなり、今よりも資金確保が難しくなると考えられている。

地方債改革を通じて、地方自治体の資金調達行動に影響を及ぼす政府資金の役割に変化が起きている。本章では、2つの点に焦点を当てながら考察する。

1つ目は、1990年代以降において、地方財政が急激に悪化してしまった時期を対象としながら、2001年に実施された財政投融资改革(以下、「財投改革」という)を経て、地方債における政府資金が担っていた量的な役割が変化しつつあることを明らかにす

---

<sup>1</sup> 伝田(1975)p.35参照。「明治期を通じ地方債の新規発行および借換発行の大部分は、公募の形態で、銀行、保険会社、信託会社等により、消化されているが、(中略)しかし地方債においては、明治43年以降、大蔵省預金部の地方債資金への融通が始められてからは、預金部引受によるものが増加し、さらに大正末期からは簡保資金による引受も次第に増大せしめられることとなった」とあり、預金部資金が大きなウェイトを占めることとなった。

<sup>2</sup> 日本ではじめての公募公債は1878年の起業公債である。財源調達を目的とした内国債で、発行は成功した。しかしながら、外債発行の可否に関する問題が依然として残っている(戒田郁夫(2003)p.195)。実はこうした戦時外債の発行過程で、海外の金融機関との関係構築が進み、地方債や政府保証債発行は拡大した。日露戦争以後の正貨危機が深刻化した明治末期頃から、積極的正貨政策と消極的正貨政策との対立がみられたものの、政策展開における外資の位置づけが明確となった(石井寛治・原朗・武田晴人(2000)p.80)。地方債の抑制は続けつつも、大規模事業の立ち上げには外債を活用することで、国内の資金競争を避け、国債の調達金利の安定化を実現することができたのである。地方財政においても、日露戦争後期には東京市や大阪市などの大都市では多額の外債発行による資金調達を実行し、市街電車・水道・港湾・道路整備が進んだ。

ることにある。国が配分する資金区分や金額を決定しているのは、国の財政投融资資金の運用におけるポートフォリオであって、地方自治体統制ではないということである。なぜなら、財投改革の進展によって、もはや政府資金の量的確保は困難となっており、民間等資金による資金調達はある状況にあるのではないかと、ということである。また、大都市と弱小自治体との格差が政府資金の配分に差異があるとされていること、とりわけ政府資金が弱小自治体に優先的に配分されることで、当該自治体を庇護しているかのように受け止められている。現状はどうなっているのか、あわせて検証しておく必要があるのではないかと考えている。

2つ目は、政府資金の配分が地方自治体における「財政規律の弛緩」にあるとする論調が存在していたが、こうした指摘が的を射ているのかどうかである。政府資金が配分されてきた過去の経緯も踏まえつつ、今日的な検証を進めていくことで、政府資金の質的な役割がどのように変化しているかを明らかにすることにある。続いて、政府資金が「暗黙の補助金」と称されるなどしているが、それは本当なのかということである。政府資金の配分が財政規律の低下をもたらすモラルハザードとして論じられることがあるが、本当にモラルハザードが生じていたのかどうか今日的に検証していく。

本章の構成は次のとおりである。まず、第2節では、地方債における政府資金の活用が資金配分の偏在をきたし、一方で「暗黙の補助金」として金利補てんを指摘している先行研究を概観し、政府資金の問題点を明らかにすることとしている。続く第3節では、地方債資金ウェイトの変遷について、検証結果に照らし合わせながら、先行研究について今日的な検証を行うこととしている。引き続き、第4節では、47都道府県のデータを抽出して、その状況を概観するとともに、政府資金の金利分析や残高分析を行い、民間等資金との比較でどの程度の優位性が存在するのか、しないのかを検証していくこととしている。検証結果から、政府資金の配分が、むしろ地方自治体の自立を阻害している実態、民間等資金へのシフトが可能な状況にあることを考察する。第5節では、検証の結果を明示するとともに、政府資金が減少していく中で、民間等資金へのシフトの方向性を示すことで本章の締めくくりとしたい。

## 2 先行研究の整理と課題

これまで地方債の研究は多くなされてきているが、本章の研究との関連が強い、政府資金に関する先行研究を中心に整理を行いたい。

資金供給の側面から、地方債における政府資金に対する批判としては、主に2つの論点があり、それは量的側面と質的側面によるものに分類できる。1点目は量的側面から、資金配分を通じた地方自治体統制に関することと弱小自治体への政府資金の重点配分に関することである。2点目は質的側面から、政府資金の配分が財政規律を緩める

とする論考に関することである。

1点目は、国や都道府県は地方債を許可するだけで、実質的な貸出の審査を経ることなく借り手の地方自治体に政府資金が貸し付けられる仕組みとなっていたことから、政府資金が地方自治体を統制しているとされてきたのである。地方債許可制のもと、政府資金が財政統制手段とされてきたのは、起債対象・充当率・資金の量などを国が決定することで、地方自治体が自ら資金選択できる余地を与えてこなかったことにある。こうしたことは、2006年度から許可制から協議制に移行して以降も大きくは変わっていない。

高寄(1988)では、地方債の許可制が地方財政の統制的秩序への1つの装置としながら、「地方自治体としては地方債許可基準に示された起債条件を微に入り細にわたって、もっとも有利な条件の起債を発行していこうという発意に憑かれてしまう」として、暗に政府資金への依存を指摘している<sup>3</sup>。

加藤(2001)では、政府資金と民間等資金の金利の逆転現象が生じた際にも、地方自治体が政府資金を選択し続けたのは、政府資金としての「長期かつ低利で安定的」な資金として量的確保を追求したものと同氏は考えている<sup>4</sup>。

これらの先行研究の論考にみられるように、政府資金が安定的かつ有利な資金として、弱小自治体に対して優先的に配分されたことで、地方財政に有利に働いたのかどうか。その恩恵は弱小自治体にとってだけだったのか、実態を解明する。

2点目は、2000年代以降、国・地方の財政が危機的な状況に陥り、財投改革議論等もあいまって、政府資金が「暗黙の了解」から「暗黙の補助金」として、地方財政の規律を失わせている原因の1つとされた。また、個々の地方自治体の信用リスク<sup>5</sup>を貸出条件に加味されないままであったことから、借り手に財政規律の弛緩が生じたものとする先行研究として、土居(2001、2007)、土居・別所(2004)、加藤(2001)がある。

土居(2001)は、地方債許可制度における資金区分に着目し、都道府県データを用いて、政府資金の引受比率が高い地方自治体では、実効利率が低く、地方債許可制度が制度を通じて弱小自治体に政府資金を優遇することで、国の利子補給によって暗黙の地域間所得再配分が行われていることを実証的に示している。

土居(2007)は、政府資金が弱小自治体に優先的に配分されていることで、財政規律が生まれにくい状態が作り出されていると考えている。政府資金は低利で安定的な長期貸付金で、「暗黙の利子補給」となって地方へ漫然と投資されているとみている<sup>6</sup>。

---

<sup>3</sup> 高寄(1988)p. 17 参照。

<sup>4</sup> 加藤(2001)pp. 14 - 15 参照。

<sup>5</sup> 地方債における地方自治体間の信用リスクは、当該地方債のスプレッド差として表わされるが、江夏(2009)によれば、スプレッド差の原因を流動性リスク、クレジット・リスク、ヘッドライン・リスクによるものとしている。第3章で詳しく取り扱うこととしている。

<sup>6</sup> 土居(2007)pp. 33 - 73 参照。

土居・別所(2004)らは、財政投融资資金を通じた地方債引受が増えれば増えるほど、金利負担の減少となることから、「暗黙の補助金」を受け取っているとしている。さらに国の信用を背景に受動的に資金確保ができていることで、地方債引受の保証がなされているとしている。こうした資金の流れは、政策当局のチェックも十分に働かず、その結果、地方政府の行政の効率化へのインセンティブが殺される可能性がある、としている<sup>7</sup>。

加藤(2001)は、「従来の政府資金の比率の実績を基準にして政府資金と民間資金の金利差を補給するという措置は従来の『かくれた補助金』を顕在化させたもの」と認識したうえで、「金利の自由化が進行し、財投金利も市場原理に沿う方向に修正された結果、規制金利の下できわめて大きかった『かくれた補助金』も縮小しつつある」と指摘している<sup>8</sup>。

これらの先行研究では、弱小自治体が政府資金を優先的に配分されることで、金利面で優遇されることを指摘している。同時に、「暗黙の補助金」が存在することによって、地方自治体の財政規律を弱める原因を作り出しているとしているが、実際はどうなっていたのかを検証する。

### 3 政府資金配分変化の分析

地方自治体間には経済的・財政的に大きな地域間格差があり、その中で税負担の公平を図りつつ全国民に一定水準の行政サービスを提供するためには、国と地方相互間の財源調整が必要とされている。その1つの手段として、地方交付税と同様に政府資金が活用されてきた事実がある。

政府資金に関して、財務省の見解は次のとおりである。国の政策と密接な関係のある分野等に対しては、地方自治体の資金需要を踏まえ、十分な財政投融资資金を確保すべきではないか。また、資金調達能力の低い地方自治体に対しては、資金の安定供給の観点から、十分な財政融資資金を確保すべきではないか、というものである。それは供給原資の運用を地元へ還元するべきとの過去からの取り決めを付度したものであり、その思想は今も連綿と受け継がれているのである<sup>9</sup>。

政府資金の優先的配分を通じて、あたかも国が地方自治体の財政運営を統制しているかのように考えられており、それは先に述べたように、地方債の歴史的な経緯や意義を踏まえない議論である<sup>10</sup>。

---

<sup>7</sup> 土居・別所(2004)p. 7 参照。

<sup>8</sup> 加藤(2001)p. 17 参照。

<sup>9</sup> 加藤(2001)にその経過が詳しく説明されている。

<sup>10</sup> 本多(1911)は、こうした地方財政の窮乏状況を憂慮して、地方債に関する改革案を2つ掲げている。1つ目は、地方債を大幅に伸ばしてきている原因に旺盛な資金需要があるとして、大蔵省預金部資金

これまでも政府資金のあり方が問われた時代がある。地方財政危機に見舞われていたとき、第16次地方制度調査会(1975年7月23日開催)においては、資金確保の観点から、政府資金の充実を答申している。その内容は「公債費は、地方債の発行規模とともに発行条件によっても大きく左右されるものである。従って、発行条件が地方公共団体に有利となるよう長期・低利の資金、特に政府資金の大幅な増強を図るとともに、貸付条件を改善すべきである」とし、また、同年12月15日の委員の意見においても「政府資金による地方債引受けを大幅に増額すること」で、1976年度予算編成にあたるよう要望が提出されている。財政危機にあつては、政府資金は最後の砦であった。

しかし、バブル経済崩壊後には、地方自治体の創意と工夫で推進することを旨とする地方単独事業の特性に鑑みて、民間等資金を大量に自治体へ配分するなど、戦後の地方債資金史上の大転換が起きた。

### (1) 地方債資金の膨張

地方債の発行は、地方自治体が実施する公共公用施設の建設事業費を施設利用する全世代で分担して負担する建設地方債が基本である。しかしながら、現実には地方財政対策として、税収不足を補てんする赤字地方債が発行される場合もある。

地方歳出の増加とともに、地方債が増発されてきたが、地方債許可実績ベースで対前年度比の伸びが顕著なのは、1975年度(対前年度比41.5%)、1992年度(対前年度比32.5%)である。表1で示した経済対策が数次にわたって実施されたことから、1992年度以降は、地方債の発行でも増発が長く続いたこともあり、地方債借入金残高は、1990年度末の86兆円を1とすれば、2000年度末には188兆円で2.2倍に急膨張し、2010年度末には2.3倍となるなど、依然として高水準を維持したままである。

表1では、1992年度から本格化した経済対策を一覧にしてまとめているが、初期の段階では当初予算事業の充当残額に補正予算債を充てることで財源対策は完結していた。しかし、その後の経済対策では、景気対策として、普通建設事業費の財源を税等で補うことができずに、地方債にその財源を求めることとなった。それだけにとどまらず、補助事業相当(防災関連、公園緑地など)まで単独事業に蹴り出され、追加単独事業として実施するなど、国の施策・事業に連動するように地方財政が公共事業の担い手として事業を展開していくこととなった。

---

を地方資金に充当することを提唱している。地方への融資を増やし、市中から資金調達するよりも金利面で有利な資金の提供により、自治体の財務改善を図る意図があったものと考えられる。2つ目は、地方債への政府保証の付与を提唱している。当時の地方債は公社債市場において信用力が高くなく、何らかの政府保証がないと市中から高利の資金調達を余儀なくされていた。とりわけ町村債は利率1割以上のものがあるなど、政府資金でこれらの借換を実行すべきだとしている。本多の地方債改革案は、まず大正末期になって政府資金の拡大が図られることで結実し、次に地方債の信用力向上に関しては、第二次大戦後に策定された地方債計画を地方財政計画に位置付けることで成果をあげるようになった。

表 1 : 経済対策の概要(1992 年度～2000 年度まで)

(単位 : 兆円)

年度	経済対策名	総額	公共事業 関係等	地方単独 事業関係 等	地方への 影響分
1992	総合経済対策(8.28)	3.9	2.8	-	3.1
1993	総合的な経済対策(4.13)	13.2	3.7	3.5	3.7
	緊急経済対策(9.16)	6	1.6	0.7	1
	総合経済対策(2.8)	15.3	3.6	1.8	4.6
1995	経済対策(9.20)	14.2	7.1	2.5	3.7
1998	総合経済対策(4.24)	16.6	6.2	2.3	6.1
	緊急経済対策(11.16)	27	6.3	-	5.8
1999	経済新生対策(11.11)	17	6.8	-	1.7
2000	日本新生のための新発展 政策(10.19)	11	5.4	-	1.4

(出典)筆者において作成。

1990 年代以降は、地方単独事業へのシフトが顕著となった。毎年度改定されている地方債実務者のバイブルである『地方債の手引』で 1992 年度と 1993 年度起債の策定方針を比較すれば、大きな方針転換が分かる。

#### ○1992 年度地方債計画について

「平成 4 年度地方債計画は、近年における地方公共団体の公債費負担増嵩の状況を勘案し、引き続き地方債の抑制に努めつつ、多極分散型国土の形成と豊かさが実感できる住民生活の質の向上を目指して、公共投資基本計画を踏まえた生活関連社会資本等の整備とそれぞれの地域の特色を生かした自主的・自律的な活力ある地域づくり、都市の生活環境の向上を推進することとし、このために必要な地方債資金の確保を図ることを基本として策定した」とし、地方債計画の特色として、「地方単独事業に係る地方債について所要額を確保した」としている。

#### ○1993 年度地方債計画について

「平成 5 年度地方債計画は、地方財政の健全性の確保に留意しつつ、地方単独事業の推進を図り、景気に十分配慮するとともに、多極分散型国土の形成と、豊かさとゆとりが実感できる住民生活の質の向上を目指して、それぞれの地域の特色を生かした自主的・

自律的な活力ある地域づくり、都市の生活環境の整備など、公共投資基本計画に沿った生活関連社会資本等の整備を促進するほか、国庫補助負担率の恒久化に伴う地方財政への影響額に対処するための措置を講じ、公共事業等の円滑な推進を図ることとし、このために必要な地方債資金の確保を図ることを基本として策定している」とし、地方債計画の特色として、「地方債の積極的活用による地方単独事業の一層の推進を図り、(中略)地方単独事業に係る地方債について所要額を確保した」としている<sup>11</sup>。

1992年度の経済対策を契機として、翌1993年度地方債計画では地方単独事業の推進を掲げるなど、見事なまでに転換していることが読み取れるであろう。1992年度の補正予算を契機として、地方債は増発基調となり、その後も財政出動が度重なることで、地方財政は一層の悪化をたどることとなった。

## (2) 財投改革と政府資金

財政投融资資金は、郵便貯金や年金積立金等を原資として、社会資本整備等に効率的

<sup>11</sup> 1970年代後半から革新自治体は退潮していき、行政改革が最大の政治課題として浮上してきた。1980年代の行政改革は、臨時行政調査会(第2次臨調)の第3次答申では、「行政の目指すべき目標」として掲げた「活力ある福祉社会の建設」が個人の自助努力や相互扶助を重視し、「民間の活力」を推進し、民間事業の投資を拡大することを課題とした。しかし、ここでは地方債許可制度への言及は全くなく、引き続き、補助金負担率の引き下げには地方財政対策の手段として地方債が活用され、臨時財政特例債(略して、「臨特債」という)や調整債が許可されることとなった。さらに1993年度からは、補助金が恒久化されることとなったのである。下図では、補助金の地方債への振替の仕組みを簡単に示している。

### 国庫補助負担率引き下げと地方財政対策の仕組み

◆経常的経費	◆補助負担率	← 80 →		← 20 →		
	◆事業費	国庫支出金 80		一般財源 20		
	80%→50%	← 50 →		← 30 → ← 20 →		
	100→100	国庫支出金 50		調整債、交付税特例分など 30 一般財源 20		
◆投資的経費	◆補助負担率	← 60 →		← 12 →	← 28 →	
	◆事業費	国庫支出金 60		地方債 12	一般財源 28	
	60%→50%	← 60 →		← 12 →	← 28 →	
	100→120	国庫支出金 60		臨特債 12	地方債 14.4	調整債 9.6
		← 50 →		← 50 →		

に資金を供給する手段として、わが国の経済発展に貢献してきた。具体的には、①社会資本の提供、②経済環境等への対応、③民間金融市場の補完として、長期・固定資金の供給などがあげられる。

しかし、日本社会の成熟化によるストックやフローの変化、市場化への対応など、財政投融资制度が求められてきた役割の抜本的な改革が迫られていた。

こうしたことを背景に、財政投融资制度の改革が実施され、2001年度から新たな仕組みが構築されることとなった<sup>12</sup>。財投改革の必要性が議論された際に、地方債の最大原資である政府資金は縮減する方向が定まったものである<sup>13</sup>。このことで地方債資金も影響を受けることとなり、政府資金は、2001年4月からの財投改革で大きな転換を図ることとなった。

2001年4月から、財政投融资制度は抜本的な見直しが行われ、新たな制度が開始したが、その概要は次のとおりである。

- ① 郵便貯金、年金積立金の資金運用に対する預託を廃止し、全額を自主運用とする。簡保積立金の特殊法人等の融資を廃止する。
- ② 特殊法人等は政府保証のない財投機関債の発行により資金を自ら調達する。ただし、財投機関債にかかる資金調達が困難な場合には、財投債により財政融資資金を調達して、融資する。
- ③ 政府保証債は、個別に厳格な審査を経たうえで、限定的な発行を認める。2001年度以降、7年間の経過措置(郵便貯金、簡保資金が財投債引受の協力)を経て、現在では、全額市中発行となっている。

政府資金の市場化の流れにあつて、財投機関が自ら市中より資金調達することを基本に据えているにもかかわらず、上記③のように一時的にせよ地方自治体が例外とされたのは、自治体間の財政力格差も存在していたからだと考えられる<sup>14</sup>。弱小自治体の資金確保のため、地方債計画・財政投融资計画の枠内で、例外的に自治体に対して郵便貯金・簡保資金の直接融資を行うものである<sup>15</sup>。予算審議の過程で国会の議決を受けた貸付枠の範囲内で政府が市場原理に即して定める統一的な貸付条件等によって、簡素な手続き

<sup>12</sup> 2000年度の財投機関数は48団体だったが、2014年度には34団体となるなど、団体数で14団体、率にして29.2%の減となっている。同じ時期、貸付額は38兆円から16兆円へ、22兆円の減少、財政投融资の残高は418兆円から171兆円へ、247兆円減少するなど、財投改革は凄まじい勢いで進展した。

<sup>13</sup> 1997年11月27日「財政投融资の抜本的改革について」(資金運用審議会懇談会)では、①改革の基本理念、②対象分野、③市場原理との調和の推進方策、④資金調達のあり方、⑤自主運用のあり方を中心に検討を進め、財政投融资の抜本的改革についての意見取りまとめを行っている。引き続いて、1999年8月30日「財政投融资制度の抜本的改革に係る議論の整理」(資金運用審議会懇談会)に基づき、2000年5月資金運用部資金法等の一部を改正する法律が成立、翌2001年4月から施行となった。

<sup>14</sup> 大都市と比べても地方都市の財政力指数は低く、財政力格差が存在している。財政力を反映した資金調達において、資金確保や金利面で不利にならないための措置だと考えられる。

<sup>15</sup> 木村佳弘(2003)参照。

により融資する仕組みとされた。

こうした流れを受けて、総務省が地方自治体に通知している「平成 16 年度地方債計画について(2003 年 12 月)」の「地方債資金の確保」において、「地方分権の推進や財投改革の趣旨を踏まえ、公的資金の重点化・縮減」を図る旨の方針が示され、自治体の主体的な資金調達を促す方向へ転換を図ることとした。同時に、政府資金については、貸付条件の進展も図られ、貸付期間に応じて国債・市中金利を基準として金利設定するとともに、固定金利方式か利率見直し方式かの選択ができるようになっている。

財投改革によって、財政投融资資金(政府資金)の占める割合が高い地方自治体は、資金繰りで影響を受けると考えられる。主に次の 3 点であろう。

- ① 量的な制約によって、資金調達に制約が生じる可能性である。今後も縮減傾向は続く可能性は高く、代わりとなる資金の確保をめざしていくことが望まれる。
- ② 長期・固定性の資金に流動性・変動制が加わることで、政策形成に制約が生じる。民間等資金と比べて金利変更にタイムラグがあること、郵便貯金等の原資運用が金利指向を強くするなど、地方自治体以外の有利な貸出先が選定され、実際の貸付金利にも影響していけば、民間等資金との金利優位性が根底から覆る可能性がある。
- ③ 自ら信用力形成を行う必要性が高まる。資金量確保や金利水準を高めないようにするためには、自団体の財政状態を良好に保ちつつ積極的な I R 活動が必要となってくる。

上述のように、今後も政府資金が安定的に確保される保証はなく、代替財源として民間等資金へシフトしていくことは必然のように思える。しかし、市場重視の姿勢が打ち出されたとはいえ、地域間格差から生じる弱小自治体が存在する限り、依然として政府資金は地方債資金の重要な位置を占め続けていくことになるであろう。

それでは、財投改革の前後で、政府資金や民間等資金がどのように推移することとなったのかをみていくこととする。地方自治体の資金調達は、従来の政府資金中心から、最近では民間等資金中心に変わりつつある。地方債計画上の資金構成をまとめた図 2 で確認すると、1990 年代には地方単独事業の推進にあたって民間等資金の割合が高くなっていることが分かる。また、2000 年度までとそれ以降における政府資金に段差が生じているが、それは財投改革の影響によるものである。

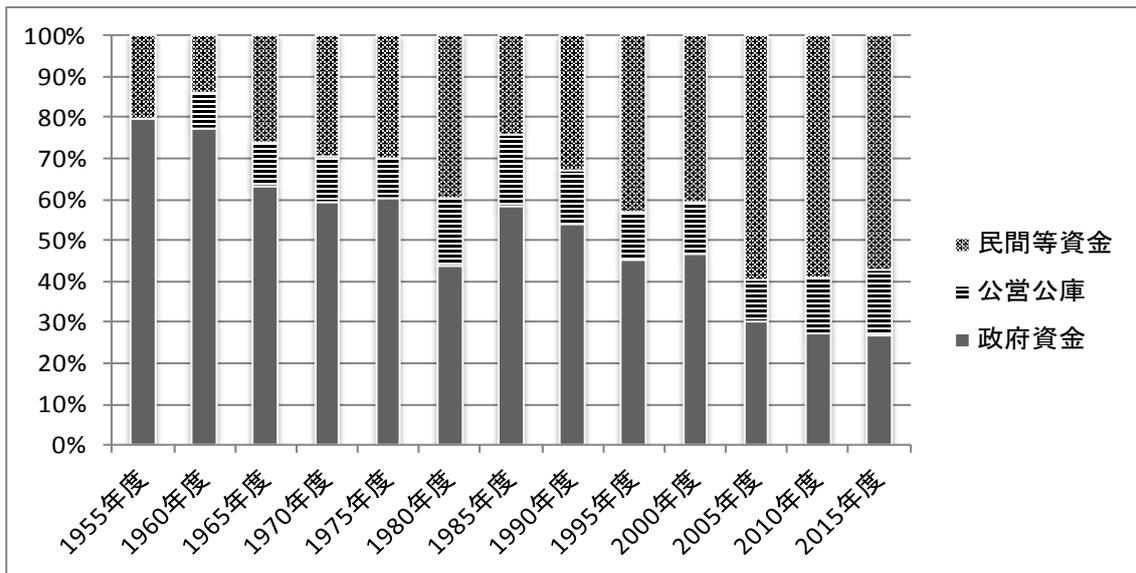


図2：地方債計画における資金区分の推移(当初ベース)

(出典) 地方債制度研究会編「平成25年度改訂版地方債」より、筆者において作成

繰り返しになるが、2000年度以降、今日までの間、地方債の調達資金は急速に変化している。政府資金は絶対的にも相対的にも低下しており、2010年度には3割を下回っている。政府資金の減少を補っているのが、民間等資金の増大であるが、なかでも市場公募地方債のボリュームが大きくなっている。これは市場公募発行団体の増加<sup>16</sup>に加えて、新たに住民参加型市場公募地方債(いわゆるミニ公募地方債<sup>17</sup>)や共同発行市場公募地方債が発行されるようになったためである。

こうした背景には、政府資金の配分にあわせて民間等資金を選択せざるを得なかったことが考えられる。資金計画は年度当初に定められていることから、その履行を確実に実施していく責務が国や財投機関にある。年間のスケジュールに沿って、年度当初に予定された貸付額が地方自治体へと配分されていくのである。もう一方の見方として、金利動向には目配せはしつつも、今後の金利が上昇するトレンドがあるならば、たとえ現時点で民間等資金の金利が政府資金と比べ低利であれば、地方自治体には政府資金を選択する余地はあったはずである。なぜなら政府資金の貸付期間は長く、将来金利の上昇が見込まれる場合には、トータル利子支払いで換算してメリットを享受していたと考えられるからである。こうした一連の地方債発行に関連する、地方債計画と財政投融资

<sup>16</sup> 地方債の民間等資金の割合、とりわけ市場公募地方債の発行増額と軌を一にして市場公募地方債の発行団体が増加している。財投改革前夜までは28団体だったものが、2015年度には54団体となっている。

<sup>17</sup> ただし、最近の日経新聞の記事によると(2018.2.26夕刊及び2018.4.16夕刊)、ミニ公募地方債はピーク時の1割にも満たないほどに発行額が急減しており、低金利下にあつて売れ残りリスクが懸念されることから、ミニ公募地方債の引受機関が及び腰になっているとのことである。

計画の策定は、財政投融资資金の配分を通じて地方自治体の財政運営に大きな影響を与えている可能性が指摘できる。

### (3) 政府資金から民間等資金へのシフト

これまで述べてきたように、政府資金の「低利で安定的な資金」神話の呪縛から解き放たれ、民間等資金による調達へドライブを切る時期に至ったものと考えるが、地方自治体サイドにおける課題はないのであろうか。起債発行自治体の財政力や規模等をはじめ、資金の入り口から出口に関して、次の3つの課題が指摘できる。

1点目は、市中消化できる環境が整っているといえるかどうかである(資金調達)。2点目は、金利変動のリスクを吸収することができるかどうかである(元利償還)。3点目は、地方自治体間に存在する財政力格差の是正が進むかどうかである(財政格差)。

まず、資金調達についてである。後述することとしているが、政府資金の金利面の優位性は薄れていることから、残された機能は、地方自治体向け資金確保機能であろう。金融市場はグローバル化の流れにあって、地域金融機関だけに限定した資金調達の枠組みを取り払い、各自治体が自ら調達できるのであれば、政府資金の代替財源確保に問題は生じない。そして過度に政府資金に期待しないことである。国の債務残高は膨張を続け、財政硬直度高まっている以上、これまで通りの制度運用は困難になってきている。もはや国の温情主義(パターナリズム)は期待し得なく、これからも政府資金は減少し続けていくことが十分考えられることから、ことさら政府資金を廃止すべきだと喧伝するには及ばない。

また、2つの方法によって、調達のハードルを引き下げることが可能である。1つ目の方法は、財政力の強弱にかかわらず全地方自治体にいえることだが、起債発行を控えることである。そのためには過大な需要予測による計画を立てないようにすることが重要である<sup>18</sup>。2つ目の方法は、情報発信とIRによって、自団体内部における財政規律の醸成に努めるとともに金融機関等に対する自団体の財政運営への理解を求めていくことである。市場公募地方債を発行している都道府県や政令指定都市ではすでに積極的なIR活動を展開しているが、今後はそれ以外の地方自治体においても、IR活動は看過できないであろう<sup>19</sup>。こうした活動によって、調達金利のスプレッドを拡大させない、つまり金融費用を増大させないようコントロールを効かせることができるのであれば、民間等資金100%による資金調達の可能性は高まるだろう。ただし、投資家や金融機関

<sup>18</sup> 河野惟隆(2010)p.140 参照。「国鉄の赤字の原因を、モータリゼーションの進展を軽視した需要の甘さではなく、国鉄が資金を相対的に自由に借りられた資金運用部資金制度に求め、いま、また、全国の空港について必至とされる赤字の原因を、空港が過剰になりそうな需要見通しの甘さではなく、建設資金が相対的に容易に調達できた空港特別会計・勘定に求めている」ことを諫めている。

<sup>19</sup> 地方債協会のホームページ上で、投資家に地方債及び発行団体の財政状況等を理解してもらうため、各地方自治体、総務省、地方債協会が地方債に関する説明会や懇談会「地方債IRについて(投資家説明会)」の開催を公表している。

等への浸透に一定の期間を要すると考えられるため、準備期間を設定のうえ、スタートさせることである。こうした取組を着実に進めていくことで、資金調達の懸念は払しょくできる。

次に元利償還についてである。地方債残高は高止まりしているものの、2004年度にピークに達したが、その後は減少傾向にある。地方財政の健全化については、いくつもの歯止め装置が張り巡らされ、今後はかつてのように激増するとは考え難い。例えば、財政健全化法による健全化4指標のうち、実質公債費比率と将来負担比率は経年的に改善傾向にある。

総務省が公表している2017年版「地方財政白書(2015年度決算<sup>20</sup>)」によると、実質公債費比率が地方債許可制移行基準(18%)以上である団体数は、15団体(構成比0.8%)となっている。このうち実質公債費比率が早期健全化基準(25%)以上であり財政再生基準(35%)未満である団体数は該当団体がなく、財政再生基準以上である団体数は、1団体(構成比0.1%)だけである。その団体は夕張市で、その数値は76.8%である。また、将来負担比率が早期健全化基準(350%)以上である団体数は、1団体(構成比0.1%)だけである。同じく夕張市で、その数値は594.2%である。

歳出の削減・地方債発行額の減少などにより、実質公債費比率や将来負担比率は毎年改善が進んでおり、債務償還が滞ると考えられるのは、今のところ夕張市だけである<sup>21</sup>。発行自治体の財政状況が改善に向かっており、政府資金が減少することで生じるとされる元利償還リスクに関する懸念も心配なさそうである。ただし、歳入に占める地方税収の割合が低く、一方で歳入に占める地方交付税等への依存度が高い場合、将来の財政運営に支障をきたさないとも限らない点には注意が必要である。

最後に財政格差の問題に関することである。既存研究では、いくつものパネルデータを用いて、地方交付税の財政調整をはじめ地方自治体間格差の分析を行っている。

赤井・佐藤・山下(2003)では、1980年度から2000年度までの都道府県・市町村を対象として、地方交付税の水平的財政調整について分析し、交付税配分の前後における1人当たり地方税と1人当たり地方税+交付税の変動係数は縮小しているとの結論を導き出し、格差是正としての地方交付税は、財政力の低い地方自治体財政を豊かなものにしていく点を明らかにしている<sup>22</sup>。

河野(2010)では、歳入総額に占める一般財源の割合の分布状況を、道府県・都市・町村区分の財政力指数でクロスさせて分析している。分析結果は、財政力指数の低い低所

<sup>20</sup> 総務省(2017年11月30日)報道資料「平成28年度決算に基づく健全化判断比率・資金不足比率の概要(確報)」よりデータを引用。

<sup>21</sup> 2006年度決算では、同市の税収は9.4億円しかなく、普通会計の地方債残高や一時借入金のうち実質的な資金不足額に債務負担行為分を合計した債務額は324億円であった。税収の34倍もの負債を抱えていたことになる。それ以外にも、公営企業会計、3セクや公社等を含めると630億円もの債務残高であった。

<sup>22</sup> 赤井・佐藤・山下(2003)pp.43-45参照。

得地域の地方自治体ほど財源不足額は大きく、財政力指数の高い高所得地域の地方自治体ほど財源不足額は小さい<sup>23</sup>。また、齋藤(2010)では、2002年度から2006年度までのデータを用いた分析結果によると、債務返済が不可能な割合は小規模自治体が多く、その団体の4分の1は人口が減少しているとの分析結果を導き出している。また、小規模自治体においては、規模の大きな自治体と比較して、今後さらなる人口減少の影響が避けられないと考えている<sup>24</sup>。

こうしたことから生じる財源不足額は、地方交付税等によって充足される必要があり、資金の安定的な確保もその一翼を担っている可能性はある。最近では、様々な立場から、資金調達機能のあり方について議論が活発になされている。例えば、現在ある地方公共団体金融機構を強化することや「共同債機構」の創設などが提言されている<sup>25</sup>。民間等資金へのシフト可能性を高めるには、これまでの発行・償還方法を検証しつつ、地方自治体の財政力ランキングによる区分設定を講じた共同体的発行などの検討を深めていくことも必要であろう<sup>26</sup>。

現状では、地方自治体には政府資金を自らコントロールできないうらみがある。国が資金配分をコントロールしているが、本当に必要なのか、検証を行うこととしたい。

弱小自治体に政府資金が優先的に配分されているのは、国サイドの温情主義に過ぎない。地方自治体は、公営企業事業のように収益性のある起債事業で民間等資金が配分されれば、市中の金融機関を通じた資金調達を実施している。にもかかわらず地方自治体への公的資金か民間等資金かの配分については、総務省と財務省で協議を行って決定している。

弱小自治体が政府資金の配分を通じて補助金を受け取っているとすれば、財政力の強い団体も同等以上にその恩恵に浴しているものと考えられる。例えば、大阪市の場合、2013年度決算カード<sup>27</sup>によると、大阪府内の市町村で借入総額において大阪市の政府資金借入額を上回るのは同じ政令指定都市である堺市のみで、他の41市町村は額で大阪市を下回っている<sup>28</sup>。また、大阪市では公営企業の比率が高く、その事業期間の長さもあり、残高に占める政府資金の割合もすぐさま減少するのではなく、一定程度維持されているのも事実である。

---

<sup>23</sup> 河野(2010)pp. 43 - 61 参照。

<sup>24</sup> 齋藤(2010)pp. 151 - 162 参照。

<sup>25</sup> 三宅(2014)に詳しく、欧米先進国では、政府が地方共同資金調達機関を運営しつつも、民間と同等の競争条件下で運営されていることがあり、日本でもそうした機関の創設・整備が必要としている。

<sup>26</sup> 現在の共同発行市場公募地方債は、東京都など財政力が強く、自ら資金調達可能な地方自治体が参加していないこと、共同債の対国債スプレッドの原因や債務の返済責任の所在が判然としない点などに問題があるとされており、このため発行額自体が大きく伸びず、停滞気味である。

<sup>27</sup> 各年度に実施した地方財政状況調査の集計結果に基づき、各都道府県・市町村ごとの普通会計歳入・歳出決算額、各種財政指標等の状況について、各団体状況を1枚のカードに取りまとめたもの。

<sup>28</sup> 地方交付税の事業費補正による政支援助措置の活用度合の観点から、宮崎(2004、2005)において、道路事業の分析として、財政力の強い地方自治体ほどその活用度合が高かったとしている。

こうした事実が何を意味しているのかである。政府資金の配分におけるポートフォリオではないだろうか。資金の区分に応じた地方自治体への資金配分や償還期間の設定などは、ポートフォリオの裏返しである。財政投融资資金の運用先としての地方自治体が存在していることを考えれば、筆者は国資金のポートフォリオであり、地方自治体にとってもリスク分散のポートフォリオとなっているのだと考える。

一方、弱小自治体であっても、個々の金融機関と信用関係を築き、銀行等引受債を中心として、証書借入を行っている。実際、ほとんどの地方自治体は指定金融機関制度を採用しており、政府資金に頼らなくても自ら資金調達できる体制を整えてきている。リーマンショックのような経済危機や金融機関のクレジットクランチなどの突発的な事態さえ生じなければ、資金調達に苦慮しているわけではない。ただし、依然として地方債は金融商品として流動性に乏しい状況には変化がなく、引き続きの課題ではある。

銀行等引受債は市場公募地方債より知名度が低いこと、発行団体数が多く、1銘柄当たりの発行額も小さく、保有者も特定の者に偏っている。こうしたことから、市場での流通性が市場公募地方債に比べて劣るとされ、発行条件は、市場公募地方債と同じ程度か、少し利回りが高くなるように決められている<sup>29</sup>。

公的資金が縮小していく一方で、民間等資金の重要性は高まっている。銀行等引受債は地方自治体と特定の金融機関との間の相対取引でもあり、比較的柔軟な借入が行われている。図3は、借入額と残高の推移を示している。1990年度から1995年度にかけて銀行等引受債の借入が急激に増加しているのは、バブル経済崩壊後の景気低迷や不良債権処理への対応のため、金融機関が民間企業への貸し渋りをしたことで、一時的に政府資金の行き先が変わったためである。政府資金が減少したのは国のポートフォリオによるもので、それに対応して民間等資金が貸し出されることとなったものである。一方で、地方自治体も銀行等引受債による資金にシフトしたためだと考えられる<sup>30</sup>。1990年代以降、一時的に借入額も大きく伸び、残高も増加したところであるが、近年では安定的に推移している。

ピーク時には9.2兆円もの借入を実施できていること、近年ではピーク時からすると地方債計画上ではやや落ち着いた借入額で推移するなどしており、残高を増加させないような財政運営ができれば、資金確保が困難な状況に陥る可能性は低いだろう。政府資金による資金手当を期待する必要もなくなり、国の資金配分は縮小可能との結論となる。

---

<sup>29</sup> 銀行等引受債の流動性を高める方策としては、金融機関からも地方自治体からの要望でも、まずは市場公募地方債と同様に日銀適格担保として認められることであるとされ、2009年4月から日銀適格担保制度の対象とされている。

<sup>30</sup> 1993年度の地方債計画(当初)における民間等資金は3.2兆円、同じく1994年度には6.6兆円へと倍増している。

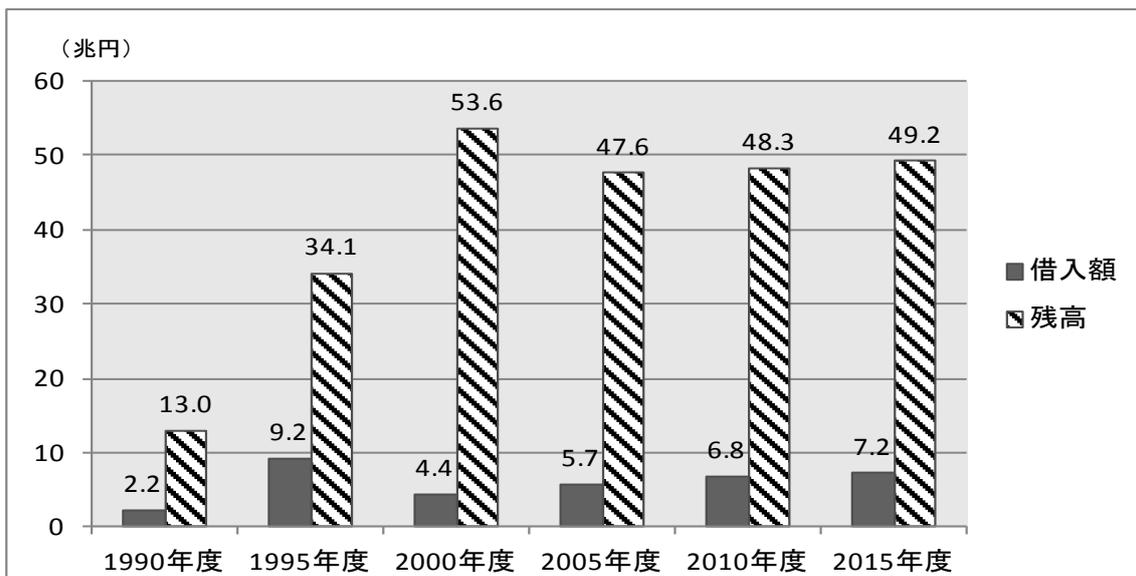


図3：銀行等引受債の状況（借入額・残高）

（出典）地方債協会「地方債統計年報」各年度版より、筆者において作成

#### 4 政府資金の優位性分析

第4節では、先行研究に関して、政府資金と民間等資金の金利の推移比較、地方債残高の状況や公的資金で繰上償還が行われることとなった事実を確認していく。そのうえで、政府資金の優位性が失われつつあることを明らかにしている。

なお、この節での分析では、先行研究との比較や政府資金のみでのデータが把握できないことから、政府資金の枠組みだけでなく、地方公共団体金融機構資金も含めた公的資金として分析している。地方公共団体金融機構資金も財投改革の影響を受けていることを考えれば、得られた結論の妥当性は一定維持できるものとする。

##### （1）政府資金の配分割合

土居(2004)では、2000年度末の要返済債務残高について、都道府県のプライマリー・バランス(黒字)で完済できる財政資力があるかの検証を行っている。現行の地方財政制度において、税収等の増加が見込めるのであれば完済は可能としつつも、予定どおりの歳出削減が実行されなければ返済に支障をきたす可能性を示唆している。また、土居(2001)と同様に、政府資金の引受比率が高い地方自治体は実効利率が低いことを実証分析の結果で得ている。しかし、これらの論文で使用されているデータは古く、今日的にも妥当性を維持しているのかの検証が必要であろう。

土居(2001、2004)に基づき、2012年度都道府県の決算数値(普通会計)で実効利率を分析し直したものが図4である。横軸に公的資金引受率、縦軸に実効利率をとり、

公的資金引受率と地方債実効利率との相関関係を確認することとしている。なお、公的資金引受率は、全資金調達を1として、そこから市中消化率を差し引いたものとして算出した。また、実効利率は、2012年度末地方債現在高で、2013年度に発生した利子支払額を除して算出した。

それぞれを団体ごとにプロットすると、左端に位置しているのは大阪府である。右端に位置しているのは、高知県及び沖縄県である。最上段に位置しているのが東京都である。東京都と類似するグループに属する団体は、埼玉県、千葉県、神奈川県、静岡県、愛知県、京都府、兵庫県、福岡県の8団体で、比較的財政力のある大都市であることが分かる。その横に位置している楕円形にグルーピングしたところには35団体が属しており、全体の4分の3を占めている。

傾向として読み取れることは、公的資金の引受率が低いと実効利率が高くなり、逆に公的資金の引受率が高いと実効利率が低くなる、ということである。この点に関しては、土居(2001、2004)と類似した結果である<sup>31</sup>。

ただし、ここで注目すべきポイントがある。大阪府のように短期の資金で回すなどしながら、金利抑制を図るために工夫を凝らしていくことで、その差異は年々縮まっていくものと考えられる。

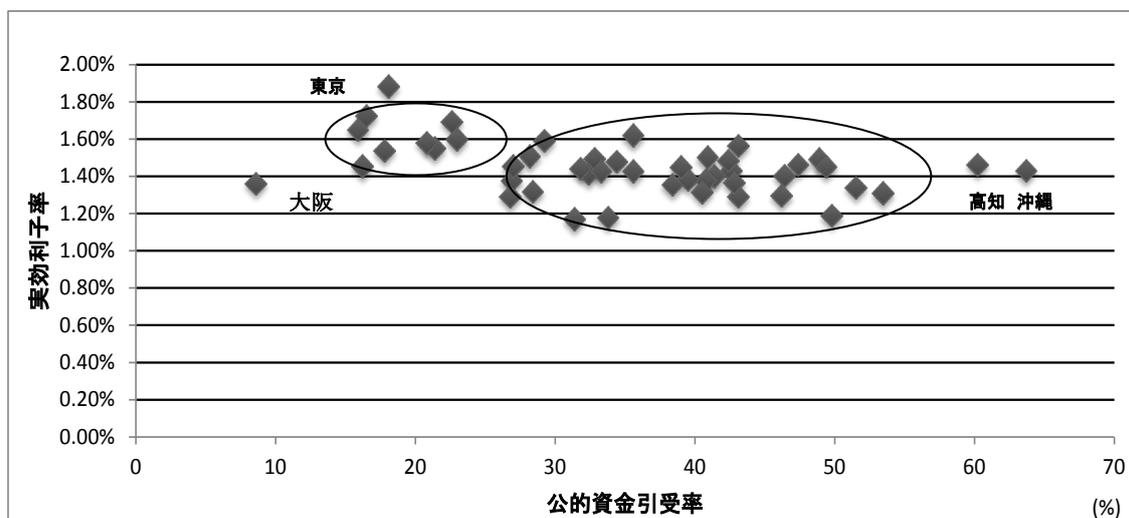


図4：公的資金引受率と地方債実効利率（都道府県：2012年度償還）

（出典）地方債協会「地方債統計年報 平成26年度版」より、筆者において作成

次に、弱小地方自治体への資金配分に関して、財政力指数の低い地方自治体ほど、公的資金の割合が高いのかどうかである。図5は左側から財政力の高い地方自治体順に並び、歳入に占める普通交付税(臨時財政対策債を含む)の割合を左側に、公的資金の割合

<sup>31</sup> 都市部ほど借入年限の長い事業の比率が高く、平均償還年限も長くなることから、潜在的に利率が高くなる可能性があることも勘案した総合的な判断が必要である。



市場公募地方債応募者利回りは、1986年1月あたりから政府資金の貸出金利を下回るようになった。貸出の多い3月には、2月公募債6.180%の利回りを下回るよう政府資金も金利を6.8%から6.3%へと引き下げ、さらに6.05%へと引き下げたものの、市場公募地方債はそれを下回る5.959%で妥結している。

同じような金利攻防は1987年度の貸出の際にも繰り返されたが、市場公募地方債の金利が有利な結果となった。このような金利逆転現象が起きていたにもかかわらず、一方では、地方債の資金別シェアで、政府資金の割合が高まっていた<sup>32</sup>。バブル経済下における財政投融资の中核を形成している郵便貯金をはじめとした原資が急激に膨張したことが原因ではないかと考えられる。

**表2：政府資金貸出金利等の推移**

(単位：%)

	公定歩合	政府資金貸出金利	市場公募地方債 応募者利回り
1986.1月	(1/30) 4.5	6.8	6.446
2月	4.5	(2/24) 6.3	6.180
3月	(3/10) 4.0	(3/31) 6.05	5.959
4月	(4/21) 3.5	6.05	5.376
11月	(11/1) 3.0	6.05	5.918
1987.2月	(2/23) 2.5	6.05	5.314
3月	2.5	(3/7) 5.2	5.175

(出典) 地方債月報 (No98) 「昭和61年度の地方債資金」 p.21 を筆者において一部修正。

金利逆転現象は、その当時だけではなく、近時の低金利下局面でも起きている。次の表3はそれを示したものである。ここ10数年の定点観測ではあるものの、政府資金貸出金利が市場公募地方債応募者利回りよりも金利水準で下回ったことは一度もないのである。

<sup>32</sup> 地方債計画額に占める政府資金の割合(当初計画)は、1984年(48.5%)、1985年(58.6%)、1986年(58.7%)、1987年(58.5%)、1988年(58.4%)である。こうした配分こそまさに国の資金配分におけるポートフォリオそのものといえる。

表3：政府資金貸出金利等の推移(財投改革後)

(単位：%)

	政府資金貸出金利	市場公募地方債 応募者利回り
2001.1	1.80	1.723
2002.1	1.60	1.411
2003.1	1.20	0.890
2004.1	1.60	1.448
2005.1	1.60	1.406
2006.1	1.80	1.459
2007.1	1.90	1.877
2008.1	2.00	1.599
2009.1	1.80	1.420
2010.1	1.60	1.422
2011.1	1.50	1.240
2012.1	1.30	0.972
2013.1	1.30	0.844
2014.1	1.00	0.761
2015.1	0.60	0.345

(注)2001-2006年度は、東京都債の金利、2007年以降は、地方自治体間格差が発生するなどしたため、共同発行市場公募地方債の金利とした。

(出典)「平成27年度版 地方債統計年報」より、筆者において作成。

地方債の調達にあつて、政府資金の金利が民間等資金よりも高い状況にあるにもかかわらず、政府資金の貸出割合が突出していたことがあった。財投改革後では、政府資金のボリュームが抑制基調で推移するなど、そうした事態は回避されつつあるようだ。しかしながら、金利逆転現象が現にあるのであれば、政府資金の配分は0となってもよさそうなものである。理由は明白である。地方債計画の当初計画段階で、財政投融资を通じた政府資金の貸出枠が決定されてしまっており、年度途中の事情変更に応ずることができず、その配分が自動的になされているためである<sup>33</sup>。そのプロセスを経ている以上、金利負担の少ない民間等資金の選択を求めたとしても、自らの意思で変更できない仕組みとなっているのである。それが嫌ならば、地方自治体総体として政府資金全廃を要望

<sup>33</sup> そのほかにも、32頁で示した、高寄(1988)の「もっとも有利な条件の起債」と地方自治体が考えているためであろう。

していくしかなく、元利償還能力の劣る地方自治体が存在する以上、その時期にはまだ尚早であろう。

低金利が続いている状況下では、民間等資金の金利は政府資金の金利を常に下回るなど、政府資金にまつわる「低利で安定的な資金<sup>34)</sup>」神話に寄りかかるのではなく、地方自治体が主体的に市中から資金を調達していく積極姿勢を貫くことである。将来的な方向性として、一定年限を区切って、漸次全廃のアナウンスをしていきながら、終局的には、全額民間等資金への道筋を示すことではないだろうか。

金利優遇は以前に存在していたとしても、現下の低金利時代ではその効果は見込めない。高寄(1988)は、「政府資金に依存することなく、地方公共団体が資金調達できる体制を整えていかなければならない。すなわち地方自治体にとって政府資金は今や必ずしも低利ではなくなったとはいうものの、資金需要のすべてを民間資金に依存する体制にはなっていないので、やはり政府資金にかなり依存しなければならない」として政府資金の役割は存続するものと考えている<sup>35)</sup>。弱小自治体にとっての問題は、資金量の確保と長期資金の調達であり、この役割を政府資金が果たしてきたとはいえ、その役割が時代の推移とともに縮小してきている事実は指摘できる。

### (3) 残高分析

1997年になると、民業圧迫や財政事業の非効率性といった批判が高まり、財投改革を巡る議論が活発化し、2001年4月に「資金運用部資金等の一部を改正する法律」が施行された。財投改革を通じて地方自治体への資金フローは大きく変化し、地方債制度改革によって地方債を取り巻く環境も激変した。

地方債資金の推移では、政府資金の比率が低下するなど、市場化へのシフトが顕在化している<sup>36)</sup>。1990年度末には、地方自治体の地方債借入金残高は85兆円に対して政府資金は45兆円(率で53.4%)だったものが、表4にあるように、2012年度末には、地方自治体の地方債借入金残高は195兆円に対して政府資金は67兆円(率で34.5%)へと大きく比率を下げている。同表では、地方債借入金残高内訳として都道府県と市町村の政府資金比率を比較している。市町村分は56.5%と合計の34.5%を上回っている。

<sup>34)</sup> 湯浅(1995)p.6参照。良質な地方債資金として、次の4つをあげている。①利率はなるべく低く、②償還期間はなるべく施設の耐用年数と一致、③据置期間はなるべく住民利用と一致、④償還方法はなるべく均等であることとしている。しかし、当時から、質・量で民間等資金に対する公的資金の相対的優位性は薄らぐ傾向にあると認識している。

<sup>35)</sup> 高寄(1988)pp.78-79参照。

<sup>36)</sup> 石原(1976)p.264参照。「地方債資金としては、良質で安定的な資金が最も望ましく、この意味では政府資金をさらに拡大することが期待される」とされた時代があったのも事実である。

表4：地方債借入金残高(全会計ベース)

	都道府県	市町村	合計
2012年度末残高(A)	128兆5,918億円	66兆465億円	194兆6,383億円
うち政府資金(B)	29兆8,685億円	37兆2,876億円	67兆1,561億円
政府資金比率(B/A)	23.2%	56.5%	34.5%

(出典)「平成26年度版 地方債統計年報」より、筆者において作成。

こうした流れの中にあっても、政府資金と民間等資金にかかる有利・不利は、その時々  
の金利情勢によっても左右されるものである。政府資金と民間等資金にはそれぞれ一長  
一短がある。償還開始時の負担は民間等資金で採用されている元金均等償還方式の方が  
大きく、政府資金で採用されている元利均等償還方式の方が負担は少ない。

しかし、調達する金利が同一と仮定した場合、トータルのコストを比較すると、政府  
資金の方が大きいとされている。その理由は、政府資金の元利均等償還方式は民間等資  
金の元金均等償還方式と比べて、元金の償還スピードが遅く、途中段階まで残高の減少  
が緩やかなことが影響しているためである。

また、民間等資金は10年単位で借入、最長30年までの間、2回の借換を実施する  
ことができる。しかし、政府資金は定められた25年から30年間の期間満了を待たな  
ければならず<sup>37</sup>、その間に金利が借入時よりも大幅に低下した場合には、地方自治体  
における金利リスクが表面化する。

将来的な金利変動のリスクについては、民間等資金で10年債を想定した場合、当初  
の借入時より10年後、20年後の金利が上昇局面にあれば、財政的に余裕がある場合に  
は、借換中止を実施し、将来の金利負担の増加を抑制する行動がとられるであろう。逆  
は逆である。また、金利下降局面であれば、借換えを実施し、低金利の恩恵を享受する  
よう行動するであろう。同じく逆は逆である。しかし政府資金で30年債を想定した場  
合、民間等資金のように選択する余地はなく、30年間を通じて金利が下降線をたどっ  
た場合には大きな金利リスクを背負うことが予想される。不確実性の増幅余地が大きい  
のである<sup>38</sup>。

<sup>37</sup> 30年以外にも、5年、15年、20年期限などの貸付もある。

<sup>38</sup> 地方債が増発した時期の2000年度を参考として当該資金の償還条件のうち償還期限を確認してお  
く。まず、資金運用部資金の償還期限は、主な普通会計の事業として対象施設ごとに決められており、  
一般公共事業で20年以内、公営住宅事業で25年以内、臨時三事業（臨時道路・臨時河川・臨時高校）  
で15年から25年以内、地域改善対策事業で25年以内、厚生福祉事業で25年以内、一般廃棄物・ご  
み処理施設整備事業で15年以内、減税補てん債で20年以内となっている。次に、簡保資金の償還  
期限は、主な普通会計の事業として資金運用部資金と同様に対象施設ごとに決められており、公営住  
宅事業で25年以内、厚生福祉事業で25年以内、義務教育施設整備事業で25年以内、道路・橋りよ  
う・河川事業で20年以内となっている。公営企業金融公庫資金の償還期限は、主な普通会計の事業  
として資金運用部資金や簡保資金と同様に対象施設ごとに決められており、公営住宅事業で20年以  
内、臨時三事業（臨時道路・臨時河川・臨時高校）で20年以内となっている。なお、公営企業金融

現実には、昭和時代の終わり頃から、国は金利の逆転現象に悩まされており、財政投融资制度を維持する弥縫策として、平成時代に入ってから事業区分を細分化して貸付期限や金利設定などを実施して対応している<sup>39</sup>。

こうしたことから、国として、政府資金は長期・固定で低利の資金として有利な資金であるものの、1992年度以前に借り入れた政府資金や公庫資金が現状と比べても非常に高金利であり、昨今の地方財政の厳しい財政状況も背景に、民間の借入と同様に、公的資金についても、地方自治体から繰上償還の要望が多くあった。

2006年11月、地方六団体<sup>40</sup>は「政府系資金の繰上償還については、これまでも一部措置されているが、公債費負担の軽減を図るため、弾力的措置を講ずること」の要望書を国に提出している。これに対して、財務省の諮問機関である財政制度等審議会の財政投融资分科会の一部委員からは、財政規律の観点から、繰上償還はモラルハザードを引き起こす可能性があることが指摘されている。富田(2008)に代表されるように「これは当初貸付条件の中途変更、つまりデフォルトに他ならない。金利減免という形でデフォルトを求めているのだから、どういう再建計画を考えているのか、その提示があって初めて議論のスタートラインに立つことができる。(中略)財政破たんが発覚した夕張市の事例や、議論が始まった再建法制の議論を踏まえると、地方債の安全神話が足元から崩れ始めたのではないか」との反対意見もあった<sup>41</sup>。

財政制度等審議会・財政投融资分科会での曲折した議論を経て、2006年12月に地方債の繰上償還は認められ、1992年5月31日までに貸し付けられた年利5%以上の普通会計債及び公営企業債(上下水道、工業用水道、地下鉄、病院に限る)で、規模は最大3.3兆円、補償金免除相当額は5,000億円程度とされた。地方自治体への貸付総額は2006年度末で66.2兆円、5%以上の残高は7.5兆円と見込まれていたことから、4割強が繰上償還の対象とされたのだ。その他にも、簡易保険で0.5兆円、公庫資金で1.2兆円も繰上償還の対象とされた<sup>42</sup>。

2007年度地方財政対策において、貸し手としては異例な臨時特例の措置として、公

---

公庫資金はその名のおり公営事業を中心とした貸付となっていることから、普通会計事業への資金貸付は他の資金に比べて少なくなっている。民間等資金であるが、償還期限は10年債が中心であるが、10年おきに借換えを2回まで認められていることから、最長期限は30年以内ということである。その借換え時期の金利が上昇しているか下降しているか、その不確実性は運任せとならざるを得ないが、金利動向を見極めながら借換えを実行するかしないかの判断は、発行自治体に委ねられており、自団体の財政状況を良くしておけば良くしておくほど、フリーハンドの部分は大きくできる。

<sup>39</sup> 加藤(2001)では、政府資金の沿革や役割について詳細に分析している。

<sup>40</sup> 地方公共団体の首長の連合組織である全国知事会・全国市長会・全国町村会の執行3団体と、地方議会の議長の連合組織である全国都道府県議会議長会・全国市議会議長会・全国町村議会議長会の議会3団体をあわせた6つの団体の総称。

<sup>41</sup> 富田(2008)p. 222 参照。

<sup>42</sup> 2006年12月、総務省は地方自治体に向けて、「財政融資資金・簡保資金の保証金なしの繰上償還について」を示すと同時に、2007年7月に、自治財政局地方債課・公営企業課事務連絡「平成19年度公的資金補償金免除繰上償還等実施要綱」を発している。

的資金の保証金免除のうえで繰上償還が認められることとなった<sup>43</sup>。当初の3年間の合計で5兆円程度の償還が見込まれた。その後、3年間の延長が認められ、通算で6年間にわたって全国ベースで公的資金の高金利対策が実施された<sup>44</sup>。

実施によってどのように高金利分の比率が推移してきたのか、政令指定都市を事例として確認する。図6によると、金利低下の動向にもよるところはあるものの、2003年度末には5%を超える金利の残高は2割を超えていた。しかし、5年後の2008年度末にはそれが半減以下となる一方で、3%以下の金利の残高が5割から7割に達するまでになっている。

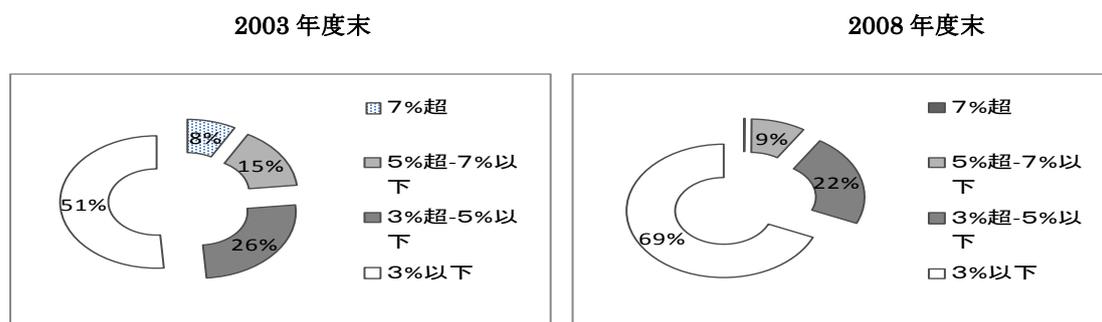


図6：公的資金の利率別地方債残高の構成比（全会計ベース・政令指定都市）

（出典）指定都市事務局「大都市財政の実態に即応する財源の拡充等についての要望」より、筆者において一部修正

既述したように、国では2007年度から地方自治体の要望を受け入れ、公的資金の高金利対策として、全国ベースで繰上償還を実施したことで、急速に現行貸付金利との金利差が縮まっている。地方自治体の財政圧迫要因の一つだった公的資金の高金利負担が解消に向かい、表5に示したように、大阪市だけでも1,960億円もの繰上償還を実施し、将来的な金利負担の軽減が420億円を上回る試算となっている。こうしたことから、公的資金が潜在的に抱える金利リスクを勘案するならば、民間等資金のウェイトを高めていくことはベターな選択であるといえる。

<sup>43</sup> 総務省は、1999、2000年度に限って、起債制限比率が高く財政状況が厳しい団体に限って公債費負担対策を講じている。

<sup>44</sup> 一般論として、繰上償還は、金利低下局面において生じるものである。貸付サイド(国)の収支相償の考え方に基づけば、繰上償還は到底認められないものであろう。それは本来得べき利益の喪失となるからである。ひいては、原資となる年金資金の安定運用を阻害しかねないものだからである。一方で、借入サイド(地方自治体)としては、利子負担の軽減を図ることで、自らの財政状況を改善し、住民サービス充実への財源を確保したいと考えている。双方の主張に対する落としどころとしては、繰上償還の論理だけでは決着がつかず、最終的には「国民負担の最小化」によって判断せざるを得ないところである。本来であれば、こうした事態を招く前に、経済情勢の変化や高止まりしている公債償還費のあり方に真摯に向き合うべきところであろう。諸悪の根源は、ルールを定めず、政治決着とした関係当事者の意識の欠如にあると筆者はみている。

表5：繰上償還見込額及び利子軽減額（大阪市）

2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	合計	利子軽減額
531億円	270億円	57億円	314億円	371億円	417億円	1,960億円	423億円

(注1)一般会計、市民病院、下水道、高速鉄道、水道、工業用水道の各事業で、5%以上で借入したものを繰上償還の対象としている。

(注2)2008年度から2021年度までの間の利子軽減額を算出している。

(出典)大阪市財政局資料「高金利対策としての公的資金補償金免除繰上償還について」より、筆者において作成。

ここまで地方債残高の分析を行ってきたが、国の方針転換が地方財政の歳出行動に及ぼす影響は大きいということが分かった<sup>45</sup>。

国の政策として、1990年代に景気対策に地方財政が巻き込まれたことから、地方債残高は累増したのであり、その手段が地方債だったためである。個々の地方自治体のモラルハザードというよりは、起債許可し続けた国の責任も問われなければならない。また、結果論かもしれないとしても、モラルハザードという言葉が、その後の財政健全化の一端となったのであれば、警鐘としての意義はあったものといえよう。

## 5 おわりに

弱小自治体でも地方債の発行を可能としてきたものは、それを可能とする政府資金の供給があったからなのか。そのことが財政規律を働かないように作用し、地方債残高を増加させることにつながったのであろうか。筆者として、そうした問いへの検証を進めてきた。

検証を進めた結果、政府資金の量的な減少で地方自治体の歳入に占める割合が縮小してきており、地方自治体統制とはなっていない。また、地方債発行額の多い大都市の方が政府資金のより大きな恩恵に浴していることも明らかとなった。次に、「財政規律の弛緩」についてであるが、財政指標や金利動向をみる限り、モラルハザードが生じたという事実はない、ということである。また、政府資金がかつてのような低利で有利な資金ではなくなっていることが確認された。先行研究で論じられた政府資金に関する論考は、一時的には正当性を保持していたかもしれないとしても、もう少し長いスパンで振り返ってみたときには、違った結論となった。

国全体としての資金調整を図りつつ、地方自治体への財源調整と財源保障をしていく

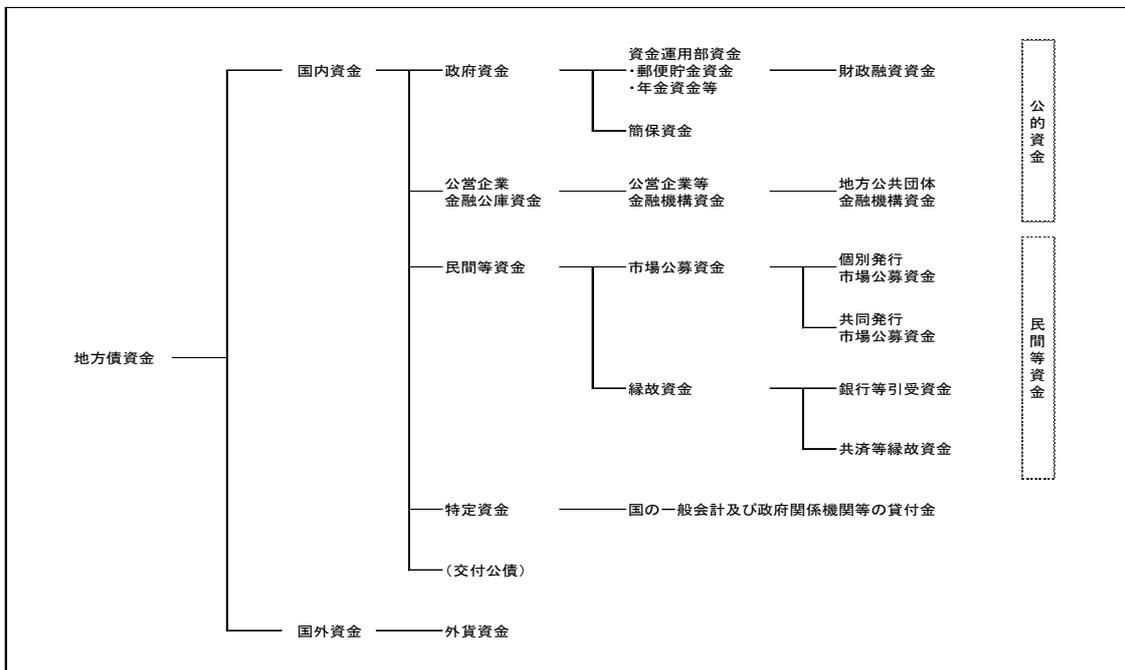
<sup>45</sup> 池上(2004)pp. 201 - 204 参照。「1990年代の不景気から抜け出すためのことを考えると、この時期に地方歳出が拡大した意義は否定できない」とする見解もある。

ことが総務省の役割と自認している。しかし、グローバル化の進展で資金が自由に移動できるだけでなく、低金利が続いている状況下において、国が資金配分をコントロールしていることが、地方自治体の負担を増やしているとすれば皮肉である。

地方債制度の意義や目的を踏まえ、政府資金の運用が開始されたのであって、時代の変遷とともにその必要性が薄まれば、運用の改廃や再構築の選択をしていかなければならない。低金利時代に突入していることで、政府資金と民間等資金における金利差はさほど大きくはならず、また、市中より施策事業に必要な資金を確保できないような金融情勢にはもはやない。場合によっては、グローバルに資金供給先を探し出すことは可能である。

財政力の強弱によらず、地方自治体への政府資金配分比率の定率化が実現できれば、「暗黙の補助金」との誹りを免れることにもなるので、早期に是正を試みるべきであろう。第4節で既述したように、もはや政府資金の安定性や優位性が失われつつあるいま、「暗黙の補助金」とはいい難く、今後の展開としては、民間等資金へのシフトを進めていくべきとの帰結となる。

**(巻末参照資料)**



**地方債資金の分類**

(出典) 筆者において作成

## 〈参考文献等〉

- 赤井伸郎・佐藤主光・山下耕治(2003)『地方交付税の経済学』有斐閣。
- 池上岳彦(2004)『分権化と地方財政』岩波書店。
- 石井寛治・原朗・武田晴人(2000)『日本経済史2』東京大学出版会。
- 石原信雄(1976)『現代地方財政運営論』ぎょうせい。
- 江夏あかね(2009)『地方債の格付けとクレジット』商事法務。
- 戎田郁夫(2003)『明治前期における国債発行と国債思想』関西大学出版部。
- 大阪市財政局資料「高金利対策としての公的資金補償金免除繰上償還について」。
- 加藤三郎(2001)『政府資金と地方債 - 歴史と現状 - 』日本経済評論社。
- 木村佳弘(2003)「財政投融资改革論議と地方債資金供給問題」『地方財務』第592号(10月号)、pp. 86 - 109。
- 河野惟隆(2010)『地方交付税と地方分権』、税務経理協会。
- 齊藤由里恵(2010)『自治体間格差の経済分析』関西学院大学出版会。
- 財務省資金運用審議会懇談会(1997)「財政投融资の抜本的改革について」。
- 財務省資金運用審議会懇談会(1999)「財政投融资制度の抜本的改革に係る議論の整理」。
- 指定都市事務局「大都市財政の実態に即応する財源の拡充等についての要望」各年度版。
- 総務省『地方財政白書』各年度版。
- 高寄昇三(1988)『現代地方債論』勁草書房。
- 地方債月報 (No98)「昭和61年度の地方債資金」。
- 地方債協会『地方債統計年報』各年度版。
- 地方債制度研究会(1996)『地方債 - 民間等資金 - 地方単独事業活用マニュアル - 』ぎょうせい。
- 地方債制度研究会編(2013)『平成25年度改訂版地方債』。
- 地方財務協会『地方債の手引』平成4年度版、平成5年度版。
- 地方資金研究会(1994)『地方債と地方資金』大蔵財務協会。
- 伝田功(1975)「地方債制度の展開と預金部資金 - 滋賀県財政史の一側面 - 」滋賀大学経済学部『研究紀要』第8号、pp. 29 - 70。
- 土居丈朗(2001)「地方債の起債許可制度に関する実証分析」『社会科学研究』第52巻第4号、pp. 27-51。
- 土居丈朗編(2004)『地方分権改革の経済学』日本評論社。
- 土居丈朗・別所一郎(2004)「日本の地方債をめぐる諸制度とその変遷」PRI Discussion Paper Series (No. 04A - 15)。
- 土居丈朗(2007)『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。
- 富田俊基(2008)『財投改革の虚と実』東洋経済新報社。
- 日経新聞(2018. 2. 26)夕刊、(2018. 4. 16)夕刊。

- 平嶋・植田(2001)『地方債(地方自治総合講座)9』ぎょうせい。
- 本多精一(1911)『地方財政問題』隆文社。
- 三宅裕樹(2014)『地方債市場の国際潮流 - 欧米日の比較分析から制度インフラの創造へ -』京都大学学術出版会。
- 宮崎雅人(2004)「地方単独事業と財政支援措置 - 都道府県における道路事業を中心に -」『都市問題』第95巻第7号、pp. 89 - 109。
- 宮崎雅人(2005)「地方単独事業と財政支援措置 - 市町村における単独事業を中心に -」『三田学会誌』第98巻第1号、pp. 75 - 93。
- 湯浅利夫編(1995)『新たな資金管理 - 財務管理の方向 -』ぎょうせい。

#### ＜参考ホームページ＞

地方債協会 <http://www.chihousai.or.jp/>(2018年5月12日アクセス)

## 第2章

### 自治体財政と地方債格付けの動向

#### －勝手格付けから依頼格付け移行期の格付け動向－

##### 1 はじめに

戦後、地方債は政府資金を中心に、地方自治体に安定的に資金を供給してきた。地方債金利も市中金利に比して低利で優遇されるなどの金利統制が利き、資金調達で金利が意識されることは少なく、地方自治体にとっては、決められた金利に即した事務手続きを遂行することが資金調達の要諦であった。

国による暗黙の保証もあって、地方債のデフォルトは起きないものとされ、資本市場(以下、単に「市場」という)からもそうしたものとして、当然のように受け止められてきた。しかし、バブル経済崩壊後の景気対策として、地方債の増発が続いた。とりわけ地域総合整備事業や一般単独事業を強力に推進していくためには、民間等資金の活用も必要とされ、その結果、地方債残高が膨張しただけでなく、資金の借り手に対する信用力の低下が対国債スプレッド(spread<sup>1</sup>)として拡大していた。

例えば、1999年3月、日本格付投資情報センター(Rating & Investment Information Inc. 以下、「R&I」という)が日本の地方債で格付けをはじめて発表した<sup>2</sup>。いわゆる勝手格付けといわれるもので、地方自治体からの依頼に基づき格付け作業を行ったものではなく、公表されている決算データ等を分析・評価したもので、各自治体の施策の方向性や将見通しなどを考慮したものではなかった。それにもかかわらず、R&Iが発表に踏み切ったのは、当時、国の景気対策に呼応して地方債を増発し続けたことで、地方自治体の財政が危機的な状況に直面し、地方債残高が累増するなど、投資家サイドの不安が高まっていると判断したものと思慮される。そうした経緯を経て、従来からの市場公募地方債での統一条件方式は維持できなくなり、ツー・テーブル方式<sup>3</sup>へ移行し、その後、今日に続く個別条件交渉方式が誕生したのも、市場での個別の自治体が発行する市場公募地方債の流通利回りに格差が生じていたためである。

<sup>1</sup> スプレッドとは、ベース・ポイント(bp)で表現され、1bp=0.01%である。信用力の低下やリスクの増大によってスプレッドは大きくなるとされている。格付けが悪くなると、このスプレッドは上乘せされていき、発行自治体の金利負担が大きくなっていくが、これを回避する手立てとしては、自らが財政健全化を推進していくことである。

<sup>2</sup> 日本で営業を展開している格付会社は4社である(ムーディーズ、スタンダード&プアーズ(以下、「S&P」という)、R&I、日本格付研究所(以下、「JCR」という))。R&Iは、市場公募地方債を発行する28団体の実態を分析し、独自の手法(「スタンドアローン」という)で格付けした。また、地域経済のポテンシャルと負債のバランス、財政状態を定量的に評価・分析したものをa～eの符号による財務ランクで公表していたが、既にR&Iは財務ランクを取りやめている。

<sup>3</sup> 従前までは、市場公募地方債の条件決定は、統一条件方式だけだったものが、個別自治体ごとの条件交渉方式が加わり2つとなったことから、このようにいわれる時期があった。現在では、統一条件方式はなく、個別条件交渉方式のみである。

その後、2006年11月に横浜市がS&Pから依頼格付けを取得してから、本格的な地方債格付けがスタートした<sup>4</sup>。2012年3月には、25団体が格付けを取得するまでに拡大してきたが、近時では取得の勢いが鈍っている(詳細は第3節において考察する)<sup>5</sup>。

ところで、格付けによって地方自治体財政の現状と将来見込みを総合的に勘案し地方債の評価が行われているのだが、果たして格付けは地方債の信用力を的確に反映しているのだろうか。アメリカでは地方債格付けは機能しているといわれるが、日本の地方債格付けはどうか<sup>6</sup>。15年以上もの地方債格付けの歴史がある中、これまでの蓄積と格付けの実績について点検精査してみることに意義はあると考える。

本章の課題は、日本では地方債格付けが市場に定着し機能していないのではないか、その原因は、格付会社に問題があるのか、地方自治体に問題があるのかを探索していくことにある。そのためには、なぜ地方債格付けが機能しないかを明らかにするとともに、市場から地方債格付けは信認が得られているのかどうかを明らかにしていく必要がある。

そうしたことを踏まえ、本章の分析課題について3点明示しておきたい。

1点目は、政府の地方自治体への暗黙の保証が格付けを必要ないものとしているのか、ということである。2点目は、そもそも地方自治体が格付けに信用を置いていないのではないか、ということである。3点目は、投資家も地方債格付けを参考にはするにしても、重要視していないのではないか。それは裏を返せば、格付会社への関係者からのプレッシャーが足りないのではないか、ということである。

地方自治体の資金調達の実証研究で、継続した重要課題であり、本章では、日本の地方債格付けと市場からの評価がどの程度相関性を持っているのかについて考察する。また、地方債の利回り格差を明らかにするため、格付けについて改めてその役割と意義を確認するとともに、各格付会社が地方債格付けに対してどのような方針で取り組んでいるのかを明らかにしていく。

本章の構成は次のとおりである。

第2節では、地方債格付けの実証研究で、財政指標や地方債リスクにおける先行研究を概観していくことで、どのような問題点が指摘されているのかを明らかにすることとしている。先行研究では、地方債格付けは拡大していくとの結論を導き出していたが、その後、複数年が経過した現在においても、全ての市場公募地方債発行団体はおろか、現在までのところ半数程度にとどまったままである。

続く第3節では、地方債格付け動向を確認するとともに、地方自治体間の地方債格差として表記されている格付けは的確といえるのか、財政指標も格付けを裏付ける傍証として

<sup>4</sup> それまでは近江八幡市(2004年12月、R&Iから取得)を除いて、依頼に基づかない格付けである。

<sup>5</sup> 2007年11月に11団体だったものが、2009年6月に22団体、2012年3月に25団体となったが、2015年4月でも25団体のままである。

<sup>6</sup> 岡東(1998)pp. 18 - 24 参照。アメリカの格付けの歴史は古く、投資家は地方債も格付けの有無やランクで金利に差をつけることを妥当と考えている。また、米国の地方債格付けは、取引業者を規制する間接的的制度設計となつてはいるものの、発行団体は自らのホームページで目論見書(格付評価等を含む)を公開するなど、信用力向上に取り組んでいる、としている。

評価できるのかどうかを検証していく。

第4節では、地方債格付けと地方自治体の格差として活用されているスプレッドの関係について、横浜市・京都市・大阪市間のスプレッドが妥当なものとして評価できるものか、評価できないものか、実証作業を行っていくこととしている<sup>7</sup>。こうした検証結果に照らし合わせながら、先行研究で格付けが拡大していくとしていた論考に対して批判を行うこととしている。そのうえで、地方自治体の財政実態を正確に反映した格付けをしていくためにも、発行体・格付会社・投資家の情報格差を埋めていくことで、格付け精度の向上をめざしていくべきとしている。

第5節では、冒頭に示した課題に対して、分析結果についての検証結果を整理することで、本章の締めくくりとしたい。

## 2 先行研究における地方債格付け

地方債格付けの実証分析に関しては、一定の蓄積もあり、地方財政の研究者以外にもアナリストや金融関係者からの研究成果が報告されている。これまで蓄積されてきた地方債格付けの先行研究によると、概ね3つのアプローチに分類できるのではないかと筆者は考えている。

1つ目は、地方債格付けが存在している理由や意義に関するものである。地方債資金が公的資金(政府資金+地方公共団体金融機構資金)から民間等資金にシフトしてきている現状がある。かつての総務省主導による統一条件方式による利率決定方式ではなく、地方自治体が市場公募地方債資金を調達するに際して、格付けが必要とされるようになってきた。2つ目は、地方自治体間における財政力格差と暗黙の保証に関するものである。ツー・テーブル方式を経て、個別団体による条件交渉方式に移行してから、地方自治体の債券発行に際して、自治体間の地方債にスプレッドが現に発生しているなど、暗黙の保証は崩れつつあるとの実証的な角度からの先行研究がある。3つ目は、市場と地方債格付け、財政指標との関係を丹念に分析し、スプレッド差異の実態を明らかにしていく試みである。

これら3つのアプローチに関して、3つ目に関しては研究成果が多くは報告されていないため、地方債格付けが有効に機能しているかどうか判然としていない。信頼の不足する投資情報が投資家に提供された場合に、適切な判断材料を持ち合わせている投資家の地方債購入リスクは回避が可能としても、そうでない場合には、投資家の投資判断を歪めている可能性も否定できない。そうしたことから、本章では、市場と地方債格付け、地方自治体の財政実態の関係性を検証していくことを目的とした検証を行っている。

まず、地方債格付けの先行研究では、どのような分析が行われたのか、順を追って概観していきながら、今日的な課題を抽出していくこととする。

大山・杉本・塚本(2006)は、市場公募地方債のスプレッド全般を押し上げる要因として、

<sup>7</sup> 横浜市・京都市・大阪市の財政状況については、第4章の図5を参照されたい。

対国債スプレッドの成分分析を行っており、2つの成分分析で98%の全分散説明ができておりとしている。第1主成分分析で、共通ショックによる要因で94%、第2主成分分析で、銘柄間格差ショックによる要因で4.1%説明できるとしている。この結果を踏まえ、個別の地方自治体の財政状況に対する評価の違いが市場公募地方債の流通利回りに織り込まれていくことを示唆している。

足立(2006)は、地方債に対する国の暗黙の保証についての分析を行うとともに、2005年6月時点での市場取引銘柄332の市場公募地方債を対象として、市場は地方債の国によるベイル・アウト(bail-out)を期待しているかの検証を行っている<sup>8</sup>。そして、国によるベイル・アウトが合理的であれば、暗黙の保証が期待できるとして、市場は地方債のクレジット・リスクを反映しないものとなることを明らかにしている。

石川(2007a,b)は、2002年度～2006年度の既発10年債の流通利回りは、市場公募地方債発行団体に対する格付け、経常収支比率や財政力指数などが国債とのスプレッドに有意に反映されていることを実証分析で裏付けている。

土居(2007)は、今後の環境では、目下無意味と見られている地方債格付けも、同じ格付けの地方債は同じ金利で発行できるなど、地方債を金融商品として基準化できる点を強調し、地方自治体にとって大きなメリットとなることで、積極的に格付けを活用する自治体が出てくるだろうとしている<sup>9</sup>。

伊藤(2008)は、実質公債費比率と地方債格付けの決定要因及び関係性について、実証的に検証を行っている。実質公債費比率は、償還能力に見合った債務負担水準を測定するには不十分とし、格付けは実質公債費比率で捕捉されない多様な要因に影響を受けていることを明らかにしている。また、実質公債費比率と格付けには相関は見られないと結論づけている。しかし、格付けは、地方債の対国債スプレッドに影響を与えるものとしているが、東京都と横浜市でしか検証できていないことやR&Iのデータのみである。

中里(2008)は、市場公募地方債の流通市場を対象に実証分析を行い、発行体格付けがAA格とAA-格の市場公募地方債には5~7bpの利回り格差が生じていること、経常収支比率と地方債現在高倍率が市場公募地方債の利回りと相関があり、財政状況の悪化が地方債のスプレッドを拡大する方向に働くことを確認し、「国による信用補完があるため、自治体間の信用力格差は存在しない」との従来の見解に対して、少なくとも最近時点においては棄却されるものとしている。

江夏(2009)は、地方債においても、格付けは「資本市場へのパスポート」の役割を果たし、発行体の信用力を市場に認識させるなど、市場の透明性確保に貢献していると述べている。そうしたことから、今後は、依頼格付けの取得が加速することに加え、格付けの有無に着目した銘柄選択を行う投資家が増加することを示唆している<sup>10</sup>。

先行研究から導き出せる帰結を明示しておきたい。まず、国の暗黙の保証が市場に浸透

<sup>8</sup> ベイル・アウト(bail-out)とは、国による債務の救済をいう。

<sup>9</sup> 土居(2007)p. 273 参照。

<sup>10</sup> 江夏(2009)pp. 34 - 36、p. 130、p. 155 参照。

していればクレジット・リスクとしての対国債スプレッドは生じないということである。一方で、信用に揺らぎが生じた際には、地方自治体間の潜在的な信用力格差が表面化し、スプレッドが広がることとなる。次に、財政状況に対する評価、すなわち財政状態の「良い悪い」が地方自治体間格差としてスプレッドに反映されることとなる。さらに、実質公債費比率だけでは、格付けを決定づける十分な要件とはなり得ず、複数の与件のもとで格付けは構成されるものであり、例えば、経常収支比率や財政力指数が有意とされ、それでもなお格付けではスプレッドと密な関係性を有していることを示している。

こうした格付けの信用力に期待して、将来に向けて地方債格付け取得が増加していくことを予見させる先行研究が多く存在している。しかし、実際のところ、第4節で取り上げることとしているが、投資家の信認だけでなく、地方自治体からも十分な評価を得ておらず、地方債格付け取得が増えていかない現状にあることから、第1節で述べた3つの分析課題にかかる原因を探索することを本章のテーマとしたものである。

### 3 地方債格付け

地方債格付けには、地方自治体間で若干のスコア差が存在する。高い格付けほど市場からは高く評価され、逆は逆であると考えるのが普通である。しかし、本節で実証分析を行ってみると異なる見解が得られたことから、「格付け性善説」を前提として地方債格付けを論じることができない。その理由を明らかにしていくことが、本節のねらいである。

そもそも格付けとは何だろう。20世紀初頭前後に米国で自然発生した、主に社債などの債券の信用リスクを評価する企業による信用評価を等級で示したものとされている。あくまでも、格付会社が独自の調査や地方自治体へのヒアリングなどを通じて自らの責任で判断したものである。

格付けの沿革は、次のとおりである。

- ・1900年代：米国で格付会社が設立
- ・1929年：大恐慌、格付けに対する信用度が上昇
- ・1970年代：先進諸国で相次いで格付会社が設立、米国格付会社が海外進出
- ・1992年：日本において指定格付機関制度<sup>11</sup>が導入
- ・1999年：R&Iが地方債格付け(勝手格付け)を実施
- ・2006年：地方債格付け(依頼格付け)が開始

市場では、情報の非対称性が存在することから、効率的な資金配分が必ずしも行われな  
いことはノーベル経済学賞を受賞した Akarlot(1970)などによって明らかにされている<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> 2010年4月1日に施行された「金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成21年法律第58号)」で新たに信用格付業者制度が創設されたため、同年12月31日付で指定格付機関制度は廃止されている。

<sup>12</sup> 経済学において、財やサービスの品質が買い手にとって未知であるために、不良品ばかりが出回ってしまう市場があることを明らかにし、レモン車(アメリカの中古車市場における品質の悪い中古車をレモン車

そうしたことから、格付けは、情報の非対称性を緩和する情報を提供し、市場の効率性の向上を図る重要な投資情報と考えることができる。つまり、格付けの存在によって、誤った投資判断を避けることで投資家保護が可能となり、債券発行体の信用力を補完することで債券の流通性向上が図られることが期待できるようになるのである。

投資家は、地方債市場を介した地方債の購入を通じて、地方自治体のステークホルダーとなる一方で、市場で格付けを活用することで投資判断していくことができるようになる。他方で、地方自治体にとってみれば、財政状況の良好さや財政健全化の進捗を市場にアピールする手段として格付けが便利なツールなのであろう。こうしたことから、近時、地方自治体では、地方債の元利金払いの確実性について、IR 活動とも結びつけながら、地方債格付けの簡単なマーケティングで投資家等に積極的に周知活動を行っている<sup>13</sup>。

## (1) 格付けの流れ

### ア 地方債の市場化と格付け

わが国では、地方債制度が許可制から協議制に移行するなど、起債自主権が拡充されつつあり、市場化重視の方向性やその制度的なインフラの整備についての検討は意義あることだと考えられる。しかし、国からの統制に代わる制度として、市場監視による地方自治体財政規律の可能性が示唆されてはいるものの、果たして市場メカニズムは地方自治体の財政に規律をもたらすのであろうか。

2001年度からの財政投融资改革(以下、「財投改革」という)にともなって、地方債を巡る環境も大きく変わる事となった。1994年度の公的資金割合55.4%、民間等資金割合44.6%だったものが、2017年度にはそれぞれ40.2%と59.8%で比率が逆転するなど、民間等資金の引受割合は大幅に拡大した。地方債の資金は今や公的資金よりも民間等資金が多くを占めており、市場メカニズムによる統制の必要性が増してきているが、現在の日本の地方財政に市場メカニズムを導入するために、制度的に十分な状況にあるといえるだろうか。

そうした現状ではあるが、地方債の民間等資金の割合、とりわけ市場公募地方債の発行増額と軌を一にして市場公募地方債の発行団体が増加している。財投改革前夜までは28団体だったものが、2015年度には54団体となっている。しかし、民間等資金の割合が高まるにつれて、金融自由化を契機として、資金の引受け手である金融機関サイドも従来までの地方自治体との関係を維持し続けることは困難となってきた<sup>14</sup>。つまり発行時の金利にもシビアにならざるを得ず、これまでの総務省主導による統一条件方式との決別、その後

---

という)が出回るのは、売り手と買い手の間に情報の非対称性があるためとした。

<sup>13</sup> 小西(2011) pp. 200 - 201 参照。「地方債制度や地方財政制度に関する総務省地方債課長の説明に加えて、共同発行の特徴が参加団体における2008年度の幹事団体である大阪市財政局資金担当課長によって説明されている」として、投資家の求めるレベルの情報提供ができていないものとしている。慢心することなく、少なくとも上場企業並みの情報公開度を達成するため、地方自治体組織あげての取組としていくべきであろう。

<sup>14</sup> 大東(2015)において、地方自治体による地方債マネジメントの必要性が示されているので、参照されたい。

東京都債とそれ以外の銘柄を区分するツー・テーブル方式へと移行した。その後、市場からの圧力に晒されることで、個別発行団体による選別、すなわち発行銘柄間に対国債スプレッドが設定されるようになったのである。

地方債は BIS 自己資本比率規制<sup>15</sup>が導入された 1988 年当時 10% のリスク・ウェイトが課されていた。日本では地方財政制度や地方債許可制度、地方交付税制度等により地方債の安全性は極めて高く、同等の制度を採用し、地方債のリスク・ウェイトが 0% であるドイツ、オランダ等と同様であるべきと考えられたことから、1994 年 1 月からリスク・ウェイトが 0% に引き下げられた。発行条件は国債や政府保証債と同一となっている。しかし、現実には、地方債発行団体間に対国債スプレッド差が存在するなどしている。

このことに対して、総務省が考える地方財政を支えるシステムは、マクロベースでの地方財政計画、ミクロベースでの地方交付税制度であるとしている。財源調整を通じて、豊かな地方自治体から集めた税金を過疎地域などの経済力の乏しい地方自治体へ配分することで、団体間財政力格差の解消を図っている。とはいえ、全ての地方自治体の信用力が同一であるかどうかについては、市場で取引されている地方債の流通利回りに差が生じていることは周知の事実である。

地方債に格付けが導入されたころとは違い、地方自治体間の財政力等を加味したうえで投資家がスプレッドを求めてくるのは必然の流れなのかもしれない。スプレッドが上乘せされるのは、投資対象としての魅力が乏しく、債券価格は低く見られるため、利回りが高くなければ投資家は寄り付かない、この連鎖がスプレッドを形成しているといえる。そうした点に着目すれば、市場化の流れは財政規律の醸成に寄与しているといえなくはない。

問題はここからで、スプレッドが求められるとした場合、格付けとの関連で、どの程度までなら許容されるものかどうかである。例えば、同じ格付けを付与されているながら、同一時期に発行予定の地方債の応募者利回りで大きなスプレッド差が生じたとしたら、低く評価され上乘せスプレッドが大きくなった地方自治体としては、その原因を解明したい動機が働くであろう。

アメリカでは、国による救済制度などは存在しておらず、格付会社の付与する格付けで地方債に金利差がついており、市場を通して均衡が図られるような仕組みとなっている。しかし、日本では暗黙の保証により、場合によっては国が地方自治体を救済することが想定されていることから、地方債の信用は一律で、金利差がほとんどつかないものとされているが、実際は流通市場での利回り格差が生じていることから、格付けとスプレッドとの関連、地方自治体の財政状態や債務の状況を比較しておく必要がある。

地方債制度改革の流れを受けて、市場化が加速し、概して、格付けは増加するとの帰結を導いていた先行研究が多く存在しているのも、上述したことが背景にある。こうした流

---

<sup>15</sup> BIS は「Bank for International Settlements」の略で、「国際決済銀行」と訳されている。1988 年 7 月、バーゼル銀行監督委員会による自己資本比率規制案が、主要 10 ヶ国中央銀行総裁会議において合意(バーゼル合意)され、国際統一基準が設定され、わが国でも、BIS 自己資本比率規制に基づく国際統一基準が適用された。

れを踏まえ、民間等資金へのシフトが高まり、地方自治体としては、市場との対話の必要性はいやがうえにも増してきている。市場対話の媒介として格付けは存在し、格付け取得団体も増加するものと見込まれていたにもかかわらず、最近の格付け取得動向は芳しくない。

## イ 格付けの現状

表1によると、2006年に横浜市がS&Pから依頼格付けを取得してから、2007年11月には11団体14格付けとなっている。その後、2009年6月には22団体29格付けとなるなど、市場公募地方債発行団体に占める割合も6割を超えるところにまで拡大した。しかし、その後は、市場公募地方債発行団体に占める割合も低下してきており、直近2015年4月の数値では、53.7%にまで低下してきている。

問題なのは、格付け取得数だけではない。(2)から(3)のタイミングで、2社以上からの格付け取得が(7)が(5)になっていることで、2社以上から格付けを取得していた東京都と大阪市が格付けをはずしたことである。東京都がムーディーズの格付けをはずし、大阪市がJCRの格付けをはずした。

2009年7月28日、東京都は格付け引下げの撤回をムーディーズ社に申し入れしている。この発端は、ムーディーズ社が、「日本政府債務格付けをAa2に統一したのと同時に、地方自治体等の格付けについても、一定の場合を除いて国の債務格付けを上限とする方針変更を行い、Aa1の13の地方自治体の格付けを引き下げ方向で見直すと発表した」ことにある。これに対し、東京都は2つの観点から、ムーディーズ社を激しく非難している。1つ目は、地方債格付けに与える負の影響で、地方債格付け方針の変更は、格付機関が本来重視すべき地方自治体の財政状況に起因するものではなく、市場における地方債格付けへの信頼にマイナスの影響を与えたとしている。2つ目は、拙速なプロセスによる説明責任不足で、重要な格付け方針の変更を行うにあたって、発行体及び投資家等に対して、変更に至った背景や見直しの方向性等について、方針変更におけるこれまでの総括等について、ムーディーズ社による説明責任は十分に果たされなかったとしている。しかし、ムーディーズ社はこうした申し入れを受け入れることなく、同日、東京都債の格付けをAa2に引き下げると発表したため、両者は決裂し、東京都は格付けを撤回したものである。

2010年4月8日、大阪市はJCRの格付けを撤回した。大阪市の撤回理由は、格付会社が果たすべき役割を果たしていないことをあげている。行財政改革に取り組み、財政健全化指標なども大幅に改善してきただけでなく、情報発信に関しても政令指定都市で1位となるなど、成果をあげてきているにもかかわらず、大阪市よりも財政状態の劣る団体と比べ、市場公募地方債発行時のスプレッドを多めに求められ続けた<sup>16</sup>。格付け取得による市場か

<sup>16</sup> 全国市民オンブズマン連絡会議が取りまとめた地方自治体の情報公開度ランキングで、大阪市は政令指定都市20市で第1位を獲得している(2008年度、2010年度、2011年度)。それを経年的に取りまとめたものが下図である。それをみる限り、大阪市の公開度ランキングは改革が進み出したあたりから急激に上昇していることが確認できる。現在は取りまとめを行っていないようである。

らの理解が深まらず、格付けの意義自体に疑問を投げかけたものとなった。

その後も、(③)から(④)の時期に、S&Pの格付け付与団体数が1つ減少している。これは相模原市が格付けをはずしたものである。引き続いて、(④)から(⑤)の時期に、千葉市、新潟市、京都市がS&Pの格付けをはずした。一方で、宮城県、千葉市がR&Iの格付けを取得。千葉市はS&PでA+格付けだったものが、R&IではAAを取得することで2ノッチ(notch)高めることに成功している。第4節で比較分析することとしている京都市の格付けはS&P格付けでA+と、横浜市や大阪市などのAA-と比べて1ノッチ低かった。

表1：格付けの推移

	2007年11月7日 日現在(①)	2009年6月30日 日現在(②)	2012年3月1日 日現在(③)	2015年2月28日 日現在(④)	2015年4月30日 日現在(⑤)
ムーディーズ	8	13	12	12	12
S&P	3	7	8	7	4
R&I	3	7	9	10	12
JCR	0	2	1	1	1
4社・計(注1)	14(3)	29(7)	30(5)	30(5)	29(4)
市場公募団体	42	47	51	54	54
格付取得割合	33.3%	61.7%	58.8%	55.6%	53.7%

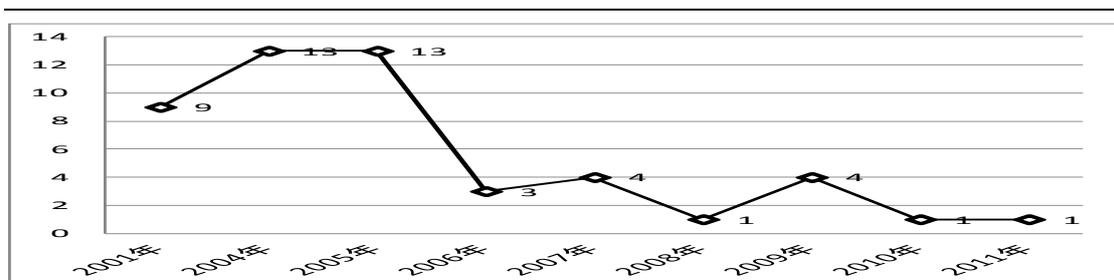
(注1) ( )内は、2社以上の取得数で、内数。格付け取得割合を算出する際には、除いている。

(注2)市場公募地方債発行団体以外で、宮崎市がS&Pから格付けを取得している。

(出典)各格付会社の資料より、筆者において作成。

市場公募地方債発行団体においても、格付け取得状況は伸び悩んでいる。それ以外の地方自治体が格付けを取得する方向には動きそうにもないのが現状であろう。

なぜ、格付けの取得が停滞することになったのであろうか。次において、現状の格付けの妥当性について検証を行うこととしたい。



情報公開度ランキング (指定都市・大阪市)

(出典) 全国市民オンブズマン連絡会議「全国情報公開度ランキング」を筆者一部修正して作成

## (2) 格付けの妥当性の検証

### ア 格付けスコア分析

公債費の負担度を示す各指標は決算数値により算定されるため、比較的透明性が高いといえる。それに対して、地方債格付けは、格付会社の地方債格付方針などによると、実際の格付け作業のプロセスにおいて、定量的な評価に加え、首長のリーダーシップなど定性的評価も加味して格付けが決定されることから、評価基準が分かりづらいという側面がある。

格付け4社の地方債評価をスコアでクロスして一覧にまとめたものが、表2である。それによると、BB+(ムーディーズでBa1)以下の格付けは、投機的と判断され、信用リスクが相当程度存在する債券との評価となることから、地方債の発行自治体としては注意が必要とされている。しかし、日本の地方債はA+(ムーディーズでA1)が最も低い格付けであり、全般的には企業の格付けと比較しても高い信用と格付けを得ているといえよう。

表2：格付けスコア

スコア	ムーディーズ	S&P	R&I	JCR	格付けの説明
22	Aaa	AAA	AAA	AAA	信用力が最も高い
21	Aa1	AA+	AA+	AA+	信用力が高い
20	Aa2	AA	AA	AA	
19	Aa3	AA-	AA-	AA-	
18	A1	A+	A+	A+	信用力が低い
17	A2	A	A	A	
16	A3	A-	A-	A-	
15	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	信用リスクが中程度
14	Baa2	BBB	BBB	BBB	
13	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
12	Ba1	BB+	BB+	BB+	投機的要素あり、相当の信用リスクあり
11	Ba2	BB	BB	BB	
10	Ba3	BB-	BB-	BB-	
9	B1	B+	B+	B+	投機的であり、信用リスクが高い
8	B2	B	B	B	
7	B3	B-	B-	B-	
6	Caa1	CCC+	CCC+	CCC+	安全性が低く、信用リスクが極めて高い
5	Caa2	CCC	CCC	CCC	
4	Caa3	CCC-	CCC-	CCC-	
3	Ca	CC	CC	CC	非常に投機的、デフォルトに近い
2	C	C	C	C	通常はデフォルト
1	D	D	D	D	デフォルト

(出典)各格付会社の資料より、筆者において作成。

2015年4月30日現在、表2で格付会社が付与している地方債評価をスコア化してみるとどうなるか。それを一覧にしたものが、表3である。

ムーディーズの地方債格付けは、ベースライン評価は地方自治体ごとに大きな差はなく、国からのサポートが提供される可能性が高いと評価しており、すべての対象自治体の格付

けは同一としている<sup>17</sup>。一方、S&P、R&I、JCRは団体間に格付けの差をつけている。

JCRは愛知県のみで比較できないが、S&PとR&Iの両社から格付けを取得しているのは愛知県で、S&PからはAA-、R&IからはAA+を取得している。2ノッチの開きがある。千葉市はS&PでA+格付けだったものが、R&IではAAを取得している。これも2ノッチの開きがある。主な財政指標を確認するも、大幅な改善状況にはないようだが、低い格付けから高い格付けへと移行している。

スコアの最も高い順から、JCR(22)>R&I(20.4)>S&P(19)>ムーディーズ(18)となっている。ただし、ムーディーズの地方債格付けは日本国債と同一で、かつてAa2のときもあったりしたが、それであればムーディーズ(20)>S&P(19)となる場合もあり得る。

地方自治体を対象とした研究ではないが、下田・河合(2007)は、格付会社間の格付け格差は、いわゆるレーティング・スプリット<sup>18</sup>の現状を解析した結果として、同一企業に対する格付けで、高い格付け順から、JCR>R&I>ムーディーズ>S&Pとの傾向を観察しており、その傾向は、現場の地方債プロパーの感覚とも一致している。

このことは、日本大学経営学部産業経営研究所(2007)の調査結果で、少ない割合ではあるが「(JCRは、)比較的高い格付けが期待できる」との回答が寄せられるなど、格付会社においては、スタンドアローンに依拠した独自性を重視した投資家への判断材料の提供だとしても、一定程度の格付け方針の整合化が必要ではないだろうか。

**表3：格付けスコア状況（2015年4月30日現在）**

	格付けスコア状況
ムーディーズ	<u>スコア・18(12団体)</u> 新潟県、静岡県、広島県、福岡県、札幌市、静岡市、浜松市、名古屋市、京都市、大阪市、堺市、福岡市
S & P	<u>スコア・19(4団体)</u> 東京都、愛知県、横浜市、大阪市
R & I	<u>スコア・21(5団体)、20(7団体)→加重平均は20.4</u> AA+・・・栃木県、埼玉県、静岡県、愛知県、神戸市 AA・・・宮城県、福井県、奈良県、岡山県、徳島県、佐賀県、千葉市
J C R	<u>スコア・22(1団体)</u> 愛知県

(出典)各格付会社の資料より、筆者において作成。

<sup>17</sup> ムーディーズ・ジャパンの格付けは、地域経済ファンダメンタルズ(20%)、制度の枠組み(20%)、財政実績と債務状況(30%)、行財政運営の状況(30%)の4つにカテゴライズし、ウェイト付けしているが、日本の地方債に対する格付けに差異はない。かといって、スプレッドが生じていることとの関係性が明確に示されているわけでもない。

<sup>18</sup> レーティング・スプリットとは、格付会社間で格付水準が異なることをいう。複数の格付会社と同じ企業に異なる符号の格付けを付与している状態のことであるが、下田・河合(2007)は、格付会社によって評価の視点や手法が異なるため、評価の結果にある程度の相違が生じるのはむしろ自然だとしている。

次に、格付けとスプレッドの関係性について検証していきたい。格付会社間の不整合はあるとしても、個別に格付け状況を確認したところ、ムーディーズは団体間に差異がないこと、JCR は愛知県 1 団体のみであることが分かっている。また、R&I は 12 団体に格付けを付与しているが、AA+と AA では団体間の財政力格差が顕著であることが難点としてあげられる。S&P は東京都、愛知県、横浜市、(京都市)、大阪市と大都市のみで、比較するには一番適切であることから、S&P における格付けで実証分析を行うものとする。

図 1 では、格付けとスプレッドの関係性について検証したものであるが、格付けスコアの低い京都市が、他都市よりスプレッドが低いという逆転現象が生じている。同じ 19 のスコア内でも、各都市間でスプレッドの差が生じている(格付けは、2013 年度時点のもの。スプレッドは、2013 年度、各都市同時期に市場公募地方債 10 年物発行時のもの、ただし愛知県は含まず)。

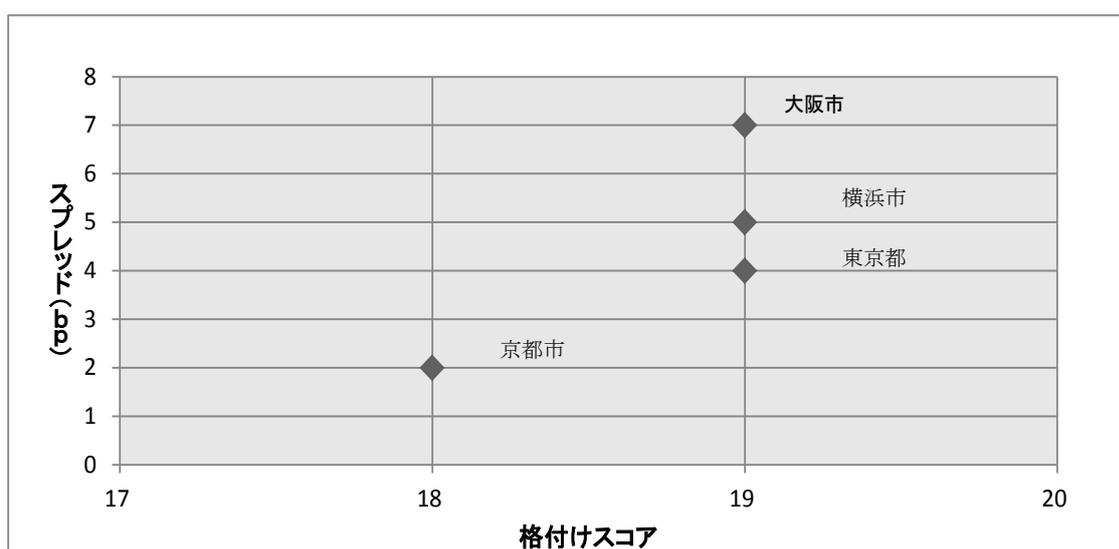


図 1 : S&P 格付けスコアとスプレッド  
(出典) S&P 社の資料より、筆者において作成

## イ 財政指標による実証分析

財政指標がスプレッドにどのような影響を与えているのかを確認していくこととするが、その前に、どの財政指標を用いるのが適切なのかを明らかにしておく必要がある。先行研究で取り上げてきた財政指標すなわち財政力指数、実質公債費比率、経常収支比率、地方債現在高倍率について、その指標の定義を比較する。

まず、財政力指数であるが、基準財政需要額を基準財政収入額で割ったもので、潜在的な財政の余裕度を表した指標である。次に、実質公債費比率であるが、一般会計と一部事務組合が負担する元利償還額を標準財政規模で割ったもので、地方債にかかる公債費の負担割合を表した指標である。地方債の信用力を確保する基準となっている。さらに、経常収支比率であるが、経常的な一般財源収入のどれだけが経常的な経費(人件費、扶助費、公

債費、物件費など)に充てられたかを表した指標である。この比率が高いことは、硬直化した財政構造を表しているとされるが、投資的経費への財源充当などが抑制的になることはあっても、すでに経常収支比率の算定では起債発行後の経費として公債費は含まれていることから、比率が悪くても直ちに公債費の償還に支障をきたすものではない<sup>19</sup>。つまり、実質公債費比率の推移で、公債費の元利償還に支障をきたすかどうかを測定することができるということである。最後に、地方債現在高倍率であるが、地方債現在高を標準財政規模で割ったものである。この指標は、大都市部ほど都市需要をまかなうための社会インフラの整備が多くあるため、大都市と地方都市間だけでなく、大都市間においても昼間人口差があることや少子・高齢化の進展度合等によって投資需要に差異があることから、単純比較になじむものではない<sup>20</sup>。

伊藤(2008)では、実質公債費比率と格付けの十分な相関は見当たらないとしている一方で、スプレッドとの相関を導き出しており、また、石川(2007a,b)では、経常収支比率と財政力指数がスプレッドとの有意な関係にある指標としてあげている。

こうしたことから、まずは市場が評価するスプレッドを基軸の指標として、財政力指数と実質公債費比率でクロスさせたとき、有意な関係性を示すこととなるのか分析することとした<sup>21</sup>。

それらの結果は、表4のとおりである(財政指標は、2013年度決算数値。スプレッドは、2013年度、各都市同時期に市場公募地方債10年物発行時のもの)。北海道と大阪市を例にとって比較分析してみよう。北海道は格付けを取得しておらず、大阪市はムーディーズからA1、S&PからAA-の格付けを取得している。北海道の財政力指数は0.39で大阪市の0.90よりもかなり低いが、スプレッドは5で、大阪市のスプレッド7よりも好成績である。また、北海道の実質公債費比率は21.3%で大阪市の9.0%よりもかなり高いが、スプレッドは5で、大阪市のスプレッド7よりも好成績である。格付けがなくても、市場からの評価が高いといった逆転現象が起きている。次に、大阪市と京都市で比較分析してみよう。まず、財政力指数では、大阪市は0.9、京都市は0.76だが、それぞれの対国債スプレッドは7と2であり、財政力指数で上回っている大阪市のスプレッドが大きい。また、実質公債費比率では、大阪市は9.0、京都市は14.0だが、それぞれの対国債スプレッドは7と2であり、実質公債費比率で上回っている大阪市のスプレッドが大きい。

<sup>19</sup> 小西(2011)pp. 130 - 132 参照。「実質公債費比率と経常収支比率における公債費分(2006年度)は、おおむね正の相関関係があるので、経常収支比率における公債費分が実質公債費比率を押し上げることで財政ひっ迫が起きるケースが多いといえる」としている。現在では、地方自治体の公債費はまだまだ高止まり感はあるものの、落ち着いた動きとなっていることから、実質公債費比率は低下に向かうものと理解することができる。

<sup>20</sup> 大阪市財政局資料によると、大阪市では、昼間流入人口が膨大で、夜間人口を大きく上回る現象が起きている。2010年度国勢調査データによると、昼夜間人口比率は1.33で、横浜市の0.92を大幅に上回っている。東京都区部でさえ1.31である。

<sup>21</sup> 格付け4社の見解は次のとおり。ムーディーズは、実質公債費比率を標準的分析指標として利用することはない。S&Pは、格付けの分析で実質公債費比率は用いていない。R&Iは、実質公債費比率が格付けに直接的な影響を与えることはない。JCRは、実質公債費比率を評価対象とすることはない。

財政力指数と実質公債費比率はストックとしての確定情報であるが、市場評価のスペリッドはフローとして、こうした財政指標を織り込めていないか、あえて無視しているものと思慮される。しかし、投資家はリターンを得るための投資行動をとる以上、財政指標を無視しているなどとは考えづらく、むしろ、格付会社が行う投資家への情報提供として、地方自治体ごとの財政指標に関する情報のアップデートが遅れているだけなのかもしれない<sup>22</sup>。

ここまでの状況分析からは、例えば、①評価手法と評価結果の因果が明確でないこと、②格付会社内部で客観的な手続きを踏んでいるとしても、プロセスがブラック・ボックス化していること、③他団体との比較優位、比較劣位の分析ができていないことが依頼者を躊躇させている可能性などが考えられる。

格付会社として、地方自治体のあらゆるファンダメンタルズを加味しながら、それぞれにウェイト付けし、地方債評価を実施しているとしても、依頼者からの疑念を払拭できていないのではないだろうか。つまり、地方債格付けとして、たとえ分析手法が客観的なものであったとしても、発行体や投資家に対する透明性は十分とはいえないことである。

**表4：財政力指数・実質公債費比率とスプレッド**

	北海道	東京都	大阪府	横浜市	京都市	大阪市
財政力指数	0.39	0.87	0.73	0.96	0.76	0.90
実質公債費比率(%)	21.3	0.6	19.0	15.4	14.0	9.0
スプレッド(bp)	5	4	7	5	2	7

(出典)総務省「地方財政白書」及び各格付会社の資料より、筆者において作成。

## 4 リスク分析

これまで地方債市場に激震が走った時期として、R&Iによる地方債の勝手格付けの公表(1999年3月)、夕張ショック(2006年6月)、リーマンショック(2008年秋頃に発生)などがある。これらの顕在化リスクは地方債におけるシステミック・リスクではなく、ましてや地方財政制度のリスクに起因したものではない。外的な環境変化に巻き込まれるようにして、内在していた各地方自治体固有のリスクが市場で顕在化し、地方債間のスプレッドが拡大したものと考えられる。不断から、強固な財務基盤や健全な財政運営に取り組んでいけば、こうしたリスクは未然に防げた可能性がある。

とはいえ市場は決して万能とはいえず、信用リスク、流動性リスクやその他のリスクを内包しながら、資金調達コストにスプレッドが上乘せされていくことで、様々な不整合を調整しているものと考えることができよう。このようにして、結果として、市場は機能的に効率的だとされているのである。

<sup>22</sup> 地方債の投資家は、国債と同様に、安定的なリターンを求めている場合が多いとされている。

しかし、地方債におけるスプレッドは、債券における流動性の差異に求められ、すなわち発行体によって発行金額のボリュームに差があり、それが流動性の大小に関係しているとされることが多い。果たしてそれだけが原因なのだろうか。

江夏(2009)によれば、スプレッド差の原因を信用リスク・プレミアム、流動性プレミアム、その他プレミアムによるものと見ているが、実際のところ市場はどのような反応を示しているのか、順を追って確認していくこととする<sup>23</sup>。

### (1) 信用リスク・プレミアム

日本の地方財政制度には、破たん法制度の規定はなく、地方債協会<sup>24</sup>のホームページ上にある Q&A によると、「地方公共団体間の資金調達コストに差がついていますが、これは信用力に差があることを意味するのか」の問いに対して、「地方債は、どの地方公共団体が発行するものも、課税権や財源保障制度、早期是正措置としての起債許可制度、財政の早期健全化制度、財政再生制度を通じて確実に元利償還が行われる仕組みとなっています。各発行団体は、資金調達コストを最小限とするための効率的な資金調達手段を組み合わせで選択していますが、市場公募地方債の条件交渉を個別に行うことによって、各発行体の信用力に影響が及ぶことはないと考えています」との見解を示している。

地方財政計画に所要財源を計上することで、地方債計画をマクロベースで担保するだけでなく、ミクロベースでも地方交付税を措置する制度が相まって、地方財政の基盤をサポートしている。それだけでなく、アラーム機能としての財政健全化4指標が、かつての夕張市のように財政規律を失った地方自治体へ国が早期に関与できる仕組みもできあがっている。これらを総称して「暗黙の保証」と呼んだりするが、その前提があることで、地方自治体間に信用力に差はないものと考えられている。

堅牢な地方財政制度に信用の綻びがあるとすれば、国の信用保証が足りないのか、地方財政の制度自体が投資家に十分浸透していないためだと考えられる。例えば、市場公募地方債について、その財源保障が不十分である可能性があるとは指摘することも可能で、地方債の許可制度が協議制度に移行したからといって、何も地方分権時代に逆行するものでもない。地方単独事業に対する事業費補正による交付税措置が問題視されたように、引き続き、財源保障は縮小に向かう可能性は高いと考えられるが、標準的な行政水準を維持していくためにも、ナショナルミニマムとして必要とされる事業に関する資金調達で発生する地方債の元利償還については、財源保障は不可欠であることを明示することが望ましい。

江夏(2009)は、「信用リスク・プレミアムは基本的には当該債券がデフォルトする可能性

<sup>23</sup> 江夏(2009)p. 148 参照。

<sup>24</sup> 1979年4月に全国知事会・全国市長会・全国町村会の地方公共団体代表3団体等が協同して設立者となり、銀行・証券会社等によって設立された団体で、地方債管理の充実を図り、安定した地方債資金の調達ができるよう地方自治体と共同して各種の事業を行っている。

およびデフォルトした場合の回収率で構成されている」としている<sup>25</sup>。しかし、現実の市場や投資家の動向は複雑であり、「暗黙の保証」だけでリスクを回避することは難しくなっている。なぜ難しくなっているのか、次に、リスクの構成要素について簡単な公式を使って、リスクの発生を確認していくこととする。

国債は、日本の債権市場で最も信用力が高いとされている。国債以外の債券では、同じ年限の発行利回りを基準として、発行体の返済能力に応じた金利を上乗せする方法で当該債券の利回りが決定されている。この上乗せ金利が、信用リスク・プレミアムとされるもので、投資家が期待する収益率(期待リターン)を表しており、これらの関係を公式で示すと、次のとおりである。

$$E(r) = r_f + \beta (r_M - r_f)$$

$E(r)$ : 任意の株式の期待リターン

$r_f$ : リスク・フリー・レート<sup>26</sup> (通常は国債の金利)

$\beta$ : ベータ値<sup>27</sup> (過去の実績値が公表されている)

$(r_M - r_f)$ : マーケット・リスク・プレミアム<sup>28</sup>

「国債1年物の金利2%のとき、企業に100万円の資金を1年間貸す場合の金利はいくらか。ただし、この企業の1年後の倒産確率は5%とする。倒産時に貸付金は全額回収できないものとする。 $\beta$ 値は1とする」とした場合のマーケット・リスク・プレミアムは何%となるか。

次のように算出される。

・ 国債で安全に運用した場合の収益 =  $100 \text{万円} \times 1.02 = 102 \dots \text{①}$

・ この企業に貸した場合の期待収益 =  $0 \times 0.05 + 1 \times 100 (1 + r) \times 0.95 \dots \text{②}$

求める $r$ は、②>①とならなければ、何もこの企業に投資する必要はなく、国債で運用しておけばいいと考えられる。計算すると、 $r=7.4\%$ と算出され、 $(7.4\% - 2\%(\text{国債金利})) = 5.4\%$ となる。倒産確率が低くなれば、マーケットが求めるリスクは低減していくことが読み取れる。

地方債の場合、マーケット・リスク・プレミアムは信用プレミアム・リスクと同義と捉えられるが、地方自治体ごとの財政状況の違いによってこのリスクが説明されることがある。つまり、財政健全化4指標や経常収支比率などに相関関係にあることを前提としているのである。

一方で、格付会社は、地方債は国によるマクロベースでの償還財源を保障する仕組みがあるとしても、タイムリー・ペイメントまでは保障されているものではないとしている<sup>29</sup>。

<sup>25</sup> 江夏(2009)p.149 参照。

<sup>26</sup> 無リスク利率ともいわれ、理論的には、リスクが皆無か極小の投資案件に対する期待利回りのこと。銀行預金や郵便貯金などの金利があるが、実務上は10年物の国債金利を使用する。

<sup>27</sup> 株式市場が1%変化したときに、任意の株式のリターンが何%変化するかを表す係数。国債の $\beta$ 値は0である。

<sup>28</sup> 株式市場全体の利回りと、リスク・フリー・レート(国債の利回り)との差。

<sup>29</sup> S&P 主席アナリストの柿本(2011)によると、S&Pはタイムリー・ペイメントを重視している。

小西(2011)は、「タイムリー・ペイメントが償還確実性と経常収支比率などの財政指標に相関関係がないことにも注意が必要である」としている<sup>30</sup>。つまり、手元にキャッシュが残っていない限り、たとえ財政指標が良くてもだめだということで、逆説的だが、財政指標の悪い地方自治体が、決算数値を粉飾していれば別だが、キャッシュを潤沢に保有しているとは考えにくい。しかし、財政指標が良いことで、手元のキャッシュを蓄積していく、基金積立を増加させていくなどによってタイムリー・ペイメントを高めていくことにつながる可能性は高くなり、格付けは好転するものと考えられる。

## (2) 流動性プレミアム

日本の地方債は、市場取引における流動性が高いといえるのだろうか。国内でも、国債は毎月多額の発行実績があり、市場で大量に売買されている。こうしたことから、市場からの信用も比較的高く、そのことから容易に売買が成立するものと考えられている。それ以外の債券の場合、発行時期がランダムで発行量も少ないことから、市場での売買が少なく、国債に比して信用が低く、売買の成立に時間を要するものと考えられることから、換金したいときに即時に換金できないリスクを内蔵している。このため、国債以外の債券においては、こうしたリスクを利回りに上乗せしていく必要があるものとされている。この上乗せ金利が、いわゆる流動性プレミアムである。江夏(2009)は、「流動性プレミアムは、取引を行いたいタイミングで実際に執行をすることが可能かという、いわゆる売買のしやすさに関わるプレミアムである」としている<sup>31</sup>。これらの関係を公式で示すと、次のとおりである。

・国債以外の債券利回り＝国債の利回り＋信用リスク・プレミアム＋流動性プレミアム

流動性プレミアムが存在しているのかどうか。国債・政府保証債(以下、「政保債」という)と毎月発行のある地方債の代表格である共同発行市場公募地方債(以下、「共同債」という)の応募者利回りの推移を比較して検証してみることにする。ちなみに政保債は、仮にその政保債を発行した団体が返済不能に陥った際に、国が肩代わりするものである。共同債は暗黙であるものの、政府保証があるとされており、国債と同様に信用リスクは存在しないものと考えられることから、3つの債券は相互に信用リスクは0か極めて低いものとして、流動性の観点からの比較が可能とした。

図2は、流動性プレミアムの推移を分析したもので、国債・政保債・共同債の推移分析を踏まえると、共同債>政保債>国債の順で金利が低くなることが観察できる。とりわけ各債券間に大きな金利差が生じているともいえず、流動性に起因してスプレッドが拡大しているわけでもなさそうである。代表的な債券の比較では、際立った流動性プレミアムの存在を確認することはできない<sup>32</sup>。

つまり、現在の低金利下においては、一定の発行額が確保されている地方自治体の市場

<sup>30</sup> 小西(2011)p. 21 参照。

<sup>31</sup> 江夏(2009)p. 151 参照。

<sup>32</sup> 低金利下にあるため差が顕在化しにくいとの見方もできなくはないことが背景にあるものと推察される。

公募地方債は、共同債と同様に流動性プレミアムが付加されていないものと考えられる<sup>33</sup>。それでもなお地方自治体間にスプレッド差異が生じているとすれば、それは他の要因としてアプローチしていく必要がある。

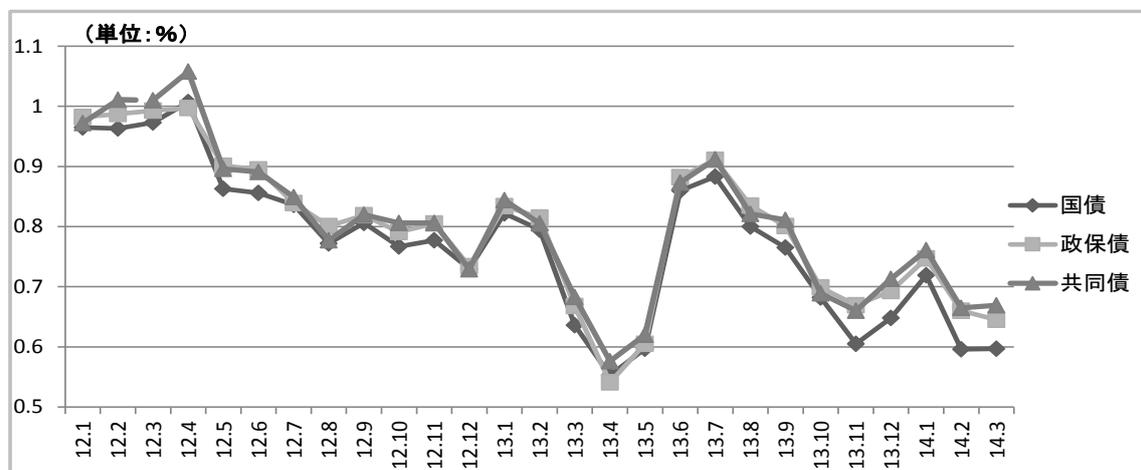


図2：流動性プレミアム分析 (国債・政保債・共同債)

(出典) 地方債協会「地方債統計年報」より、筆者において作成

### (3) その他プレミアム

江夏(2009)は、その他プレミアムとして、制度面における先行きの不透明さやヘッドライン・リスクをあげている<sup>34</sup>。その他のリスクで、ヘッドライン・リスクは平時に存在しているものではなく、ある特定の事象が生じたときに突然にリスクとして認識されるものである。とはいえ各地方自治体に地方債のスプレッド差を生じさせるものとして、ヘッドライン・リスクについても検討の余地がありそうである。

ヘッドライン・リスクであるが、地方自治体の行財政改革への取組を揺るがすような不祥事が発生した場合には悪い方へ作用するが、一方で行財政改革への取組が評価されると良い方へ作用するものである。しかし、一度評価が定着してしまうと払拭しづらいものであるようだ。かつて市場公募地方債で「顔悪団体(銘柄)」とされた大阪市債は(そのほかに北海道債、大阪府債がある)、財政状況の実態とは乖離した評価が定着した時期があった。

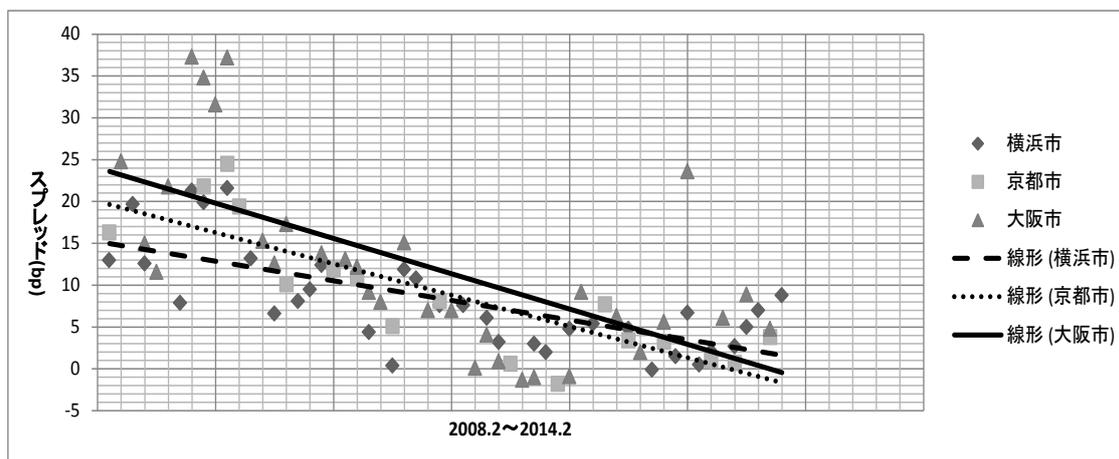
図3は、横浜市債、京都市債と大阪市債の対国債スプレッドの推移を示しているが、長い間スプレッド差がついたままの状態が続き、近時ようやくその差が縮まるなど、評価の改善が定着してきたようである。先に見たように、横浜市と大阪市の格付けより京都市の格付けは1ノッチ低かった(京都市は2015年度からS&Pの格付けを取り下げている)にもかかわらず、京都市のスプレッドは優等生である。財政指標についても、既述のとおり、財政力指数や実質公債費比率で大阪市に劣っているとしても、スプレッドは小さいという結果が出ている。

<sup>33</sup> ここで注意しておくべきことは、年間の発行回数・発行額が少ない地方自治体の市場公募地方債に関して、流動性プレミアムがスプレッドに影響を与えていないかどうかは即断できない。

<sup>34</sup> 江夏(2009) p. 151 参照。

この影響がどの程度のインパクトを持つのか。大阪市の場合、市場公募資金に銀行等引受資金を含め市場からの資金調達、借換債も加えると年額 2,500 億円程度ある。償還期間が 10 年、10bp の影響があったと仮定すると、累積の金利負担の増加は次のような結果となる。

$$\cdot (2,500 \text{ 億円} \times 10 \text{ 年間} \times 10\text{bp}(0.1\%)) = 25 \text{ 億円}^{35}$$



(注)各都市とも、発行回数のみをプロットしている。

図3：その他プレミアム分析（横浜市・京都市・大阪市のスプレッド推移）

（出典）「地方債統計年報」より、筆者において作成

小西(2011)は、「市場の慣行として、東京都債が最も評価が高く、その次のいわゆる『顔よし銘柄』について『顔悪銘柄』と続く一種の序列が形成される傾向がある」としている。また、「市場による評価は財政状況などの実態に基づくというよりもイメージに左右されることが多く、また金融不安に対しては過剰に反応することがある」との認識を示している<sup>36</sup>。

現在は、地方債市場全体として比較的スプレッド差は小幅にとどまっているものの、金利上昇局面に入った際に、以前のようなスプレッド差にまで拡大する可能性はないとはいえない。以前と違う点としては、徐々にではあるが市場環境が整ってきたこと、例えば、市場規模の拡大、格付けの取得、投資家の地方債認知度向上などがあげられるが、それ以外にも地方自治体による IR 活動や情報発信の進展などもある。このような積極的な市場へのアプローチ姿勢が投資家に評価されるならば、地方自治体間での大きなスプレッド差が少なくなるといえるであろう。

現行の地方財政制度内においては、危機回避としての安全装置だけでなく(財政健全化4指標や暗黙の保証など)、緊急時に発動できる権限の所在も明らかであることから、地方自治体のデフォルトは起きていない。しかし、首長の言動や不祥事発生時のリスク対応次第で、市場は敏感に反応することが一般的であり、今後、地方自治体にとってヘッドライン・

<sup>35</sup> 銀行等引受債の金利は、市場公募地方債の条件決定に大いに影響を受けるため、合算額とした。

<sup>36</sup> 小西(2011)p. 170、p. 218 参照。

リスクはますます重要になると考えておくべきであろう。

自ずと自由化を志向する立場と財政秩序を維持する立場ではある種のトレード・オフの関係があることからすると、いずれか一方に偏ることなく、両者のバランスを図っていくことが重要である。引き続き、資金調達の実現性を維持していく観点から、地方債の信用力や流動性の向上を図るべく地方自治体が情報開示や IR 活動を通じて市場と向き合い、格付け等の市場インフラも活用していくことが肝要である。

#### **(4) 地方債リスク対策**

日本における地方債格付けの歴史は浅く、総務省も地方債については、「暗黙の保証」が存在することから「自治体間の信用格差は生じない」とした見解をとっていることもあり、そもそも日本の地方債格付けの決定要因を探る必要性はほとんど発生せず、また、地方債のデフォルトという概念がまことしやかに語られることすらなかった。しかし、地方自治体にとっては、自らの財政状況や将来的な債務返済能力に余裕があるかないかにかかわらず、投資家の無用な不安を解消するような情報開示や市場が誤った判断をしないような対話姿勢を示すことが求められる状況になっているともいえる。そうしたことから、格付けは、発行体と投資家間に存在する情報格差を埋めるための最適なツールの 1 つなのである。

投資家、格付会社及び発行体の順で、関係者の行動特性を踏まえ、リスク対応の検討を行っていききたい。

まず、地方債市場における投資家は、株式等の投資家に比べて比較的低リスク・低リターンを求める立場を堅持している。確実なリターンを求めて、自身の関心や興味などとは一線を画し、財政分析や格付け評価を参考に投資を行っていると考えられる。しかし、投資家も格付会社の評価だけに過度に依存することなく、他の情報も活用しながら投資を行う必要がある。一方で、経験則として、プロスペクト理論(損失を過大に評価してしまう傾向)、認知的不協和(複数の選択肢間の選択の際に生じる認識や思考の対立)やヒューリスティック(情報の複雑性を低減させる行動)などがよく知られている。投資家の行動特性に注目したときに、短い時間、少ない情報のなかで、投資家が判断する際に起こる現象は、ヒューリスティックであり、その結果、投資家の行動には自身が認識しないうちにバイアスがかかり、過去のパターンに引きずられる傾向を示す。誤った意思決定や最適とは思われない意思決定を下す危険性が潜んでいる。こうした危険性は、排除しても排除しきれないものでもなく、投資家が自らの行動パターンを理解し、意識して適切な投資行動をするほかないのかもしれない。地方自治体としても、地方債による資金調達を円滑に実施するために、地方債格付けを今まで以上に必要とする考え方もできる一方で、「暗黙の保証」により、債務調整がないことを確信して投資した投資家に対する説明責任を果たしていく必要がある。現状では全貌を把握できていない社会インフラの更新需要が巨額に上ることが見込まれる中、地方自治体の資金調達を巡り、債券市場の需給が大幅に悪化し、金利が上昇する可能性もゼロとはいえないことから、自治体として投資家に向き合い対話を続けていかなければなら

ない。

次に、格付会社として、新規参入がないということが、正確な情報やタイムリーな情報を提供する格付会社の無力さを増進させる要素の一つとされている。また、投資家に対する説明責任を果たすためにも、他の格付会社とは異なる質や透明性の高い格付けプロセスを示していくことが求められている。さらに、格付会社間の競争圧力によって、発行体が抱えるリスクの実態を深く検討せず、高い格付けを付与するインセンティブがあることから、発行体としては、最も高く格付けを付与してくれる格付会社を探す行動が高まるのである。一方で、格付会社は、格付けの質、独立性、透明性を高めるための幅広い施策を打ち出している。例えば、付与する格付けに関する分析的な質の強化、格付会社全体において一貫性を高めること、格付けの透明性及び格付けプロセスに関する改善などがあげられている。それらが進展しても、現在も未解決の問題として残されている格付けショッピング<sup>37</sup>という行動が発生する可能性を排除できない。

最後に、発行体であるが、近年の日本の地方債の状況からすれば、発行体がより高い格付けを付与してくれるところだけに格付けを依頼することが出現してくる可能性は否定できない。格付会社は、経営上の問題も含めて格付けショッピングに応じてしまいかねない。競合格付会社が高い格付けを付与することが判明すれば、発行体はより高い格付けを求めて低い格付けを付与する格付会社を敬遠することが起こり得る。低い格付けを付与せざるを得ない場合に、適切な格付けを行っている格付会社は発行体から敬遠され、投資家のためにある格付けが本来の使命を忘れてビジネスに走らないことを期待したい。

今後の地方財政や地方債市場の持続可能性の検討では、地方自治体が資金調達を含めて財政の自立化・自律化を意識した財政運営が重要となってくる。表5では、格付けのステークホルダーとして、発行体・格付会社・投資家の関係を一覧にまとめている。それぞれに懸案事項等を抱え、三すくみの状態にあるが、そのことがかえって、緊張関係を維持させている可能性を指摘できる。

**表5：格付けとステークホルダー**

	懸案事項等
発行体 (=地方自治体)	<ul style="list-style-type: none"><li>・シ団メンバー</li><li>(シ団構成における日系・外資系企業の比率、借入年限別のシ団編成等)</li><li>・公募方法：シ団引受・主幹事方式・入札方式の選択</li><li>・ベスト・エフォート<sup>38</sup>が認められれば、将来的にスプレッドは縮まる</li></ul>
格付会社	<ul style="list-style-type: none"><li>・新規参入がない、格付けプロセスが不透明</li><li>・競合間の競争が激しくなると、格付けが甘くなりやすい</li><li>・スプレッド格差是正の措置はとらない</li><li>・あくまで情報を提供するのみ</li></ul>

<sup>37</sup> 格付けショッピングとは、発行体がより高い格付けを付与してくれるところだけに格付けを依頼することをいう。

<sup>38</sup> ベスト・エフォートとは、発行体として最大の結果が得られるよう努力すること、つまり、条件面で投資家の意向に沿うようところで条件決定していこうとする行動のことをいう。

投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>・(機関投資家の場合)顧客重視の姿勢が強くなる</li> <li>→多くのスプレッドを求める傾向がある</li> <li>・過去に認識したバイアスを排除しにくい</li> <li>・格差を序列化する行動をとる傾向がある</li> </ul>
-----	---

(出典)筆者において作成。

これら以外に考えられることとして、市場公募地方債における条件決定の方法がスプレッドの発生に関与していないかどうかである。つまり、条件決定方式がスプレッドの拡大・縮小にも関係があるのかどうかである。条件決定方法としては、①シ団引受方式、②主幹事方式、③入札方式の3つの方法があり、「安定的な資金調達」「コスト削減」「公正性・透明性の確保」などの観点で差異が認められている。シ団引受方式では、メリットとしては、①シ団の組成で、安定的な消化が見込める、②残額引受契約がなされていると、確実な資金調達が可能となる、③シ団メンバーを通じて、継続的に投資家の意見を吸収しやすいことがあげられる。一方、デメリットとしては、①シ団内の駆け引きで、条件が悪化する可能性があり、流通利回りの悪化が懸念される、②スプレッドが緩みやすい、③取引が明文化されておらず、事後的な約定契約であるため、公正な競争は働きにくいことがあげられる。主幹事方式では、メリットとしては、①主幹事主導で投資家動向が把握でき、投資家情報が集まりやすい、②主幹事を中心として、効率的・効果的な起債運営が期待できる、③投資家にとっての有利な条件が実現しやすい、④主幹事選定で一定の競争が働くため、競争性は担保されることがあげられる。一方、デメリットとしては、①主幹事による情報の独占で、独善的な運営が行われる可能性がある、②期待した発行条件とならない可能性がある、③依頼者と投資家を天秤にかける行動が起り得る、④主幹事とならなかったシ団メンバーの士気低下が起こる可能性があることがあげられる。入札方式では、メリットとしては、①スプレッドのタイト化が見込まれる、②公正な競争が確保される、③透明性が高く、住民説明がしやすいことがあげられる。一方、デメリットとしては、①発行リスク(不落)がある、②無理な条件で金融機関が応需しても、次回以降の発行時の応募が減少する、③結果としてコストの上昇が起こる可能性がある、④投資家不在となることが考えられることがあげられる。

なお、発行体によっては、特に定まった条件決定があるわけでもないで、それぞれのメリットやデメリットを勘案しながら、年間を通じてシ団引受方式と主幹事方式やシ団引受方式と入札方式などを組み合わせる場合もあるなど、市場公募地方債の発行時に生じるリスクを軽減させてメリット>デメリットとなるよう、柔軟な条件決定方式を選択しているようである。格付けの効果を増進させるべくスプレッドのタイト化ができる場合もあれば、逆に作用する場合もある。これが何を意味するか。一例として、格付けは低くても入札方式を採用することでスプレッドのタイト化が見込まれるのであれば、極端にいえば格付けは低かろうが格付けがなくても、条件決定方式の工夫次第で発行条件面で一定のメリット

を享受できてしまう、といった現象が起こり得る。

このように、地方債の格付けには課題が残されている。格付けが増えていかない、これまで述べてきたような原因を除去していく取組がなされない限り、格付け付与を希望する地方自治体が増えるとする結論は時期尚早であろう。

## 5 おわりに

地方債格付けの課題を検証してきたが、最初に提示した課題に沿って、分析結果を整理する。

第1に、暗黙の保証と地方債格付けの関係である。総務省によるマクロ・ミクロの財源保障によって、格付けはなくても地方自治体は困らないことが分かった。格付け未取得団体では、これまでの販売や流通の実績に応じた評価に基づいて地方債取引が行われるなど、特段の支障も生じていないのが現実である。何も暗黙の保証があるから格付け取得が増えないのではなく、検証結果からは、格付けそのもの自体の信頼性の欠如に起因して、総務省や地方自治体は格付け評価を信用していないと考えるのが妥当であろう。こうした現状を格付会社としても真摯に受け止め、格付けした責務を果たすべく、格付けした地方自治体の地方債流通の下支えとなるような広報など、積極的な業務展開が望まれるところである。

第2に、地方自治体における地方債格付けの信頼度についてである。地方債改革の進展にともなって、地方債における格付け導入、とりわけ市場公募地方債発行団体にあつては、格付けは必要条件のように思われていた感があつたが、現時点で全ての地方自治体が格付けを取得しているわけではない。財政指標を適切に反映していないことから、地方自治体の格付けに対する信頼は高いものではないと考えられる。自治体間のスプレッド格差が何から生じているのか、十分な説明が尽くされていない点が問題として残っている。格付けのメリットが多ければ多いほど、大阪府や兵庫県などの格付け未取得団体が取得への行動に傾くことが予測できるが、実際は行動を起こしていない。格付けを取得したことで、市場での債券評価が良くなり対国債スプレッドが縮まり、流通市場で活発に取引がなされるなどすれば、未取得団体にあつても格付け取得に積極的に動き出すであろうが、その気配がうかがえない。地方自治体の財政担当者にしてみれば、実際のところ、格付けの実質的意義は高くなく、格付会社に支払う格付維持コストに対する費用対効果は低いと受け止められているのではないかと推察される<sup>39</sup>。

第3に、投資家と格付会社との関係及び格付会社へのプレッシャーが存在するのかについてである。投資家は地方債格付けに依存しているとはいい難い。なぜなら、地方債に備わる暗黙の保証により、債務調整がないことを確信して地方債に投資した投資家は、確実なリターンを求めて投資を行っていると考えられるからである。また、投資家の行動には

<sup>39</sup> 推察を補強するため、筆者が地方自治体の財政担当者に確認したところ、同様の見解を示していた。

知らないうちにバイアスがかかり、過去の購入実績パターンに引きずられる傾向があることから、格付会社に依存しているとはいえない。東京都や大阪市が格付けをはずしたように、近年でも、実際にいくつかの自治体が、格付けの取下げを実施している。こうした格付会社への健全なプレッシャーは、引き続き、必要であろう。しかし、過度なプレッシャーは厳に慎むべきで、発行体としても、格付けを歪めるような「格付けショッピング漁り」をしない厳正な態度を保持すべきであろう。

地方債格付けが地方自治体や投資家から評価されるための道のりは平坦ではない。日本における格付け実績は決して十分ではないことから、格付会社は、発行体と投資家双方の理解を深めるための的確な情報の開示や対話が不可欠ではないだろうか。

関連した議論として、金利が高いとスプレッド幅は拡大し、金利が低いとスプレッド幅は縮小する、とした経験則がある。本章では踏み込むことができなかつたが、こうした点も考慮した分析が必要と考えており、今後の課題として、機会をみて検討をしていきたい。

#### <参考文献等>

- 足立伸(2006)「地方債に対する暗黙の保証」PRI Discussion Paper Series (No.06A - 05)、財務省財務総合政策研究所、pp. 1 - 14。
- 石川達哉(2007a)「市場公募地方債の流通利回りと信用リスク」『ニッセイ基礎研究所・経済調査レポート』ニッセイ基礎研究所(2007-01)、pp. 1 - 12。
- 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』ニッセイ基礎研究所(vol. 48)、pp. 1 - 32、
- 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』日本経済研究センター(No. 58)、pp. 17 - 37。
- 乾智里、磯道真(2000)『地方自治体は大丈夫か - 地方債を格付けする - R&I 格付けシリーズ(2)』日本経済新聞社。
- 江夏あかね(2009)『地方債の格付けとクレジット』商事法務。
- 大阪市財政局(2015)『大阪市財政の現状』大阪市。
- 大東辰起(2015)「地方債の課題と対応 - 地方債マネジメントの検討について - 」『商大ビジネスレビュー』兵庫県立大学大学院経営研究科(No. 5 - 1)、pp. 171 - 206。
- 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(No. 06 - J - 23)、pp. 1 - 24。
- 岡東務(1998)『債券格付の研究』中央経済社。
- 柿本与子(2011)「地方債格付けとソブリン危機の影響」S&P 社資料。
- 黒沢義孝(1999)『格付の経済学』PHP 研究所。
- 小西砂千夫(2011)『市場と向き合う地方債 - 自由化と財政秩序維持のバランス - 』有斐閣。
- 下田尚人・河合祐子(2007)「格付格差の現状と背景 - 依頼格付と非依頼格付、レーティン

- グ・スプリット -」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ(No. 07 - J - 3)、pp. 1 - 17。  
総務省『地方財政白書』各年度版。  
地方債協会『地方債統計年報』各年度版。  
土居丈朗(2007)『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。  
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』  
日本経済研究センター(No. 58)、pp. 1 - 6。  
日本格付投資情報センター(1999)『地方債格付け - 自治体は本当につぶれないのか - 』日  
本経済新聞社。  
日本大学経済学部産業経営研究所(2007)「日本企業の信用リスクに対する評価」『産業経営  
動向調査報告書』第 30 号、pp. 13 - 58。  
林昌彦(2007)「自治体分析の新展開 - 市場化と協同化の視点から - 」『年報経営分析研究』、  
pp. 77 - 86、日本経営分析学会。  
George A. Akerlof(1970) “The Market for Lemons : Qualitative Uncertainty and the Market  
Mechanism,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488 - 500.

#### <参考ホームページ>

- 地方債協会 <http://www.chihousai.or.jp/> (2018年5月12日アクセス)  
ムーディーズ社 [https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)  
(2018年5月12日アクセス)  
S&P社 [http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)  
(2018年5月12日アクセス)  
R&I社 <https://www.r-i.co.jp/jpn/cfp/> (2018年5月12日アクセス)  
JCR社 <http://www.jcr.co.jp/> (2018年5月12日アクセス)

### 第3章

#### 地方債の共同発行

##### －自治体向け公庫資金と市場公募地方債の統合化の検討－

## 1 はじめに

2001年の財政投融资改革(以下、「財投改革」という)によって、地方債市場の流れは地方自治体の自立化へと大きな転換を図るものとなった。市場化を志向した国の意向もあって、財政融資資金をはじめとした公的資金の比率が減少してきている中、地方自治体としていかに金利コストを制御しながら資金を調達していくかが重要となってきている。地方自治体の財政運営面での地方債の役割は、資金の調達から資金調達コストを加味した金融取引へとシフトしたことから、地方自治体が安定的な財政運営を遂行していくには、資本市場からの資金調達により一層の工夫が求められているといえよう。

市場化への対応として、地方債の共同発行のすう勢は、2003年度から実施がスタートした共同発行市場公募地方債のみならず、公営企業金融公庫の改編の実現をみるなど、公助から共助へシフトするなど地方債資金の状況は変化している<sup>1</sup>。国の特殊法人である公営企業金融公庫は2008年9月末に廃止となり、地方自治体の共同出資となる地方公営企業等金融機構が翌10月から業務を開始した。その後、地方公営企業等金融機構は2009年6月に地方公共団体金融機構へと改組した。見直しに際しては、国・地方自治体は新たな出資や政府保証を求めないなど、より市場化を意識した方向が明確に打ち出された。

しかし、自治体間には財政力格差が現に存在していることや資金調達の専門スタッフが十分に配置されているわけでもないことを考えると、資本市場からの資金を少人数のスタッフで効率的かつ低コストに調達していくためには、地方自治体が単独で資金調達するだけでなく、共助に基づく共同発行について検討を進めていくことは時宜にかなっている<sup>2</sup>。

筆者がしる限りでは、地方債の共同発行における先行研究は、三宅(2014b)を除いて、各々の共同債についてしか論じていない。このため本章では、経済学の立場から、地方債の共同発行に焦点を当て、資金調達手法としての有効性について検討すると同時に、地方公共団体金融機構が発行する地方債と共同発行市場公募地方債という2つの共同債にかかる制度の存続基盤の課題と今後の方向性について論じることとしている。

本章の構成は、まず第2節では、戦後の地方債制度が時代の変化に適合しながら、変遷してきた経緯をたどる。日本の地方債制度においても、共同債の仕組みは公営企業金融公

<sup>1</sup> 図1の資料によると、公助は財政融資資金、共助は地方公共団体金融機構や共同発行市場公募地方債、自助は市場公募地方債と分類している。なお、かつての公営企業金融公庫や公営企業等金融機構は公助に位置づけられていた。

<sup>2</sup> とはいえ、財政投融资資金(財投債を原資)と特殊法人である公営企業金融公庫による貸付(原則、政府保証債を原資)が、相互に補完しあいながら地方自治体へ資金貸付を行ってきたことには留意する必要がある。

庫が発足した 1957 年にはじまっており、その後時を経て、2003 年から共同発行市場公募地方債の発行、2009 年から公営企業金融公庫を廃止してできた地方公共団体金融機構が存在している。また、地方債制度の変遷とともに、地方債資金における共同債の有効性について考察する。続く第 3 節では、地方公共団体金融機構に至るまでの歴史的経緯をたどりながら、今日的な課題を中心として考察していく。総務省の悲願とされていた地方自治体を運営主体とした地方債資金調達機関が、実は国の統制手段とされている点を課題として検討する。第 4 節では、共同発行市場公募地方債が地方債の市場化の流れに抗しきれず、今日の資金調達手段に落ち着いた経過をたどる。地方債市場の混乱を収束するための手段としてスタートすることとなったが、現状の制度運用をみる限り、弾力的な制度設計が行われていない点を課題として検討する。第 5 節は、2 つの共同債には、制度創設に至る歴史的経路にも依存しているとはいえ、現行制度の再検討を行っていく必要がある。地方債資金は、公助から共助・自助へと役割が変化している。地方自治体にとってメリットの大きい資金調達手法が創造されるべきであり、2 つの共同債においては、一本化を検討することが有意だと結論づけた。第 6 節は本章の締めくくりである。

## 2 地方債制度の変遷と共同債の潮流

### (1) 地方債制度の変遷

地方債制度の変遷について、大まかな特徴を次に示した。

- ・ 1950 年代 地方財政危機、財政再生制度、地方交付税制度の創設 ※公営企業金融公庫創設
  - ・ 1960 年代 起債事業の拡充(公営住宅債、直轄事業債、特別地方債など)
  - ・ 1970 年代 財源対策(充当率の嵩上げ、交付税算入措置など)
  - ・ 1980 年代 ふるさと創生事業の創設
  - ・ 1990 年代 バブル崩壊後の景気対策、地方債の増発、事業費補正算入の拡充
  - ・ 2000 年代 許可制から協議制へ、財政健全化指標、統一条件方式の廃止、地方債格付け
- 2000 年代に入るまでは、もっぱら地方債は制度運用に重点があったといえる。地方債資金は財政的側面から、どれだけの額の資金を調達すべきかに関心が寄せられていたのである。しかし、それ以降では、制度運用よりも資金の市場化対応をはじめとして、どれだけ低利で資金を調達することができるのかに重点が移ってきた<sup>3</sup>。

地方債は、地方自治体の主要な歳入項目の中で、唯一、資本市場(以下、単に「市場」という)と直接的に接するものであり、財政と(金融)市場という、論理の異なる制度の接点として相互に機能している。それゆえ、地方債の問題を考える際には、第 2 章で述べたように、資金需要者である地方自治体の側からの視点と資金供給者である投資家の側からの視点が必要となる。また、資金調達方法や金利条件の有利・不利を見極めるなど、金融的側

<sup>3</sup> それまで地方自治体は、公的資金か民間等資金かの配分に関心を持つだけだった。公的資金が配分されれば、長期・固定で低利の資金が安定的に確保できたものと認識し、他方で民間等資金の市場公募地方債については、統一条件方式とされていたため、調達金利に競争原理が働いていたわけではない。

面からのアプローチを用いた戦略は、資金調達の新たな時代の幕開けといえる。

地方債市場へのアプローチを資金調達機関から、それも個別の資金調達機関としてではなく、共同の資金調達機関に関する分析をしているのが三宅(2014b)である。三宅は、アメリカ、イギリス、北欧3国の地方債市場を分析し、地方共同資金調達機関を市場競争重視型モデルと公的支援重視型モデルに類型化している。そのうえで、①アメリカの地方債市場は市場重視型モデルに位置づけられているものの、金融保証保険という地方共同資金調達機関を究極的な存在ともいえる民間金融機関であったものが、近年では相互会社機能を持った機関への再構築が進められている。②イギリスの地方債市場は、PWL B(Public Works Loan Board、公共事業ローンボード)を公的支援重視型モデルに位置づけており、これは依然として中央集権的な財政制度を維持しているイギリスに限られるもので、国際的にも稀有なものとしている。③スウェーデンの地方金融公社、デンマークの地方金融公庫、ノルウェーの地方金融公社など、北欧3国の地方共同資金調達機関は、国内における地方債市場でのシェアが増加基調にある、と述べている。つまり、金融市場の自由化やグローバル化を契機に伝統的な銀行機能に代わる機関として地方金融公社等がその位置づけを高めてきたことは、逆説的だが、イギリスの公的支援重視型モデルが主流ではなくなってきたことを意味している<sup>4</sup>。

地方債資金を巡る国際的な潮流と同じ時期、日本でも財投改革をはじめとした地方債の市場化といった地殻変動が起きていた。その影響を受けて、地方自治体が共同して資金を調達する仕組みを構築したのだが、その背景にはどのような考え方があり、そして地方自治体にどのようなメリットを及ぼすものかについて、以下で考察する。

## (2) 日本の共同債

一連の地方債改革によって、地方債制度は大きく変容したが、地方債資金における転換は、国が資金調達の自主性・自律性を打ち出したことにある。それは公民の役割分担からすると、公助から共助へのシフトであり、一方で、自助だけで不十分な場合には共助の機能を働かせることで資金確保の安定性をめざしたことである。

図1は、共同発行市場公募地方債に関する説明会で活用した資料を編集したものである。財政投融资を通じた財政融資資金を「公助」と位置づけ、地方自治体が共同で発行する地方公共団体金融機構を通じた資金調達や共同発行市場公募地方債を「共助」、地方債の個別発行を「自助」と区分している。地方債計画での政府資金の割合が低下するなど、公助が薄まりつつある現状において、共助・自助が求められる流れになってきた。

---

<sup>4</sup> 日本でも財投改革で資金運用部資金は財政融資資金へと衣替えし、地方自治体への資金供給額も大幅に減少した。地方債計画額に占める政府資金の割合(当初計画)は、2000年度に48.5%だったものが、2017年度には24.6%となっている。

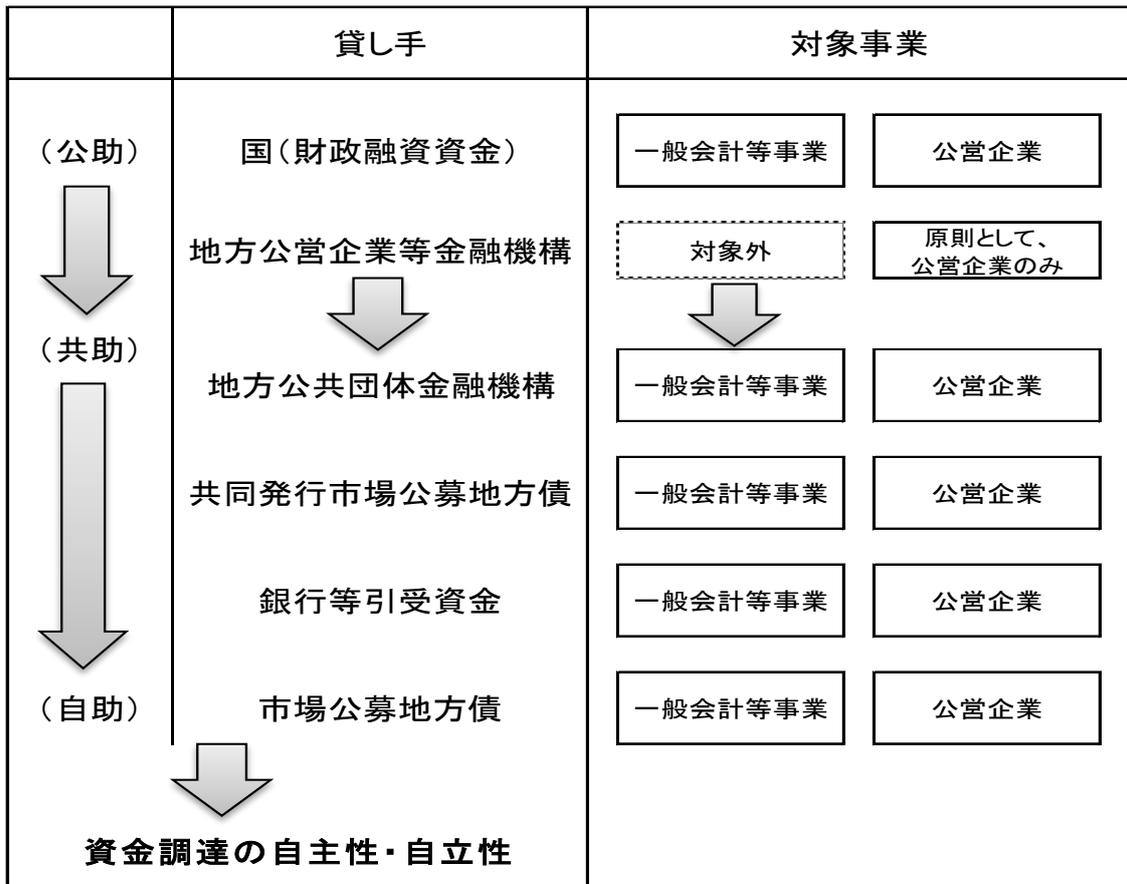


図1：地方債資金の状況

(出典) 共同発行市場公募地方債に関する説明会(2009.3.5)資料を参照のうえ、筆者において作成

それでは共同債にメリットはあるのだろうか。少なくとも個別発行と対比した場合に、規模の経済や範囲の経済におけるメリットを享受できる可能性が考えられる。具体的には、業務の専門性の獲得、コスト軽減、リスクの低減があげられる。以下で、その検討を行うこととする。

まず業務の専門性の獲得についてであるが、地方債の共同発行機関が一元的に業務を受託することで、専門スタッフを配置し、同一業務を反復しながら継続して業務に携わることで、ノウハウの蓄積が急速に進む。こうしたノウハウは資金調達の面だけではない。元利償還や資金調達の多様化も含めた公債管理のノウハウの蓄積も同時に進んでいることも意味している。また、共同発行機関は地方自治体の統合体でもあることから、地方自治体への財務情報の開示をはじめとして、専門的な財務分析が行われることを前提として、専門性レベルの向上が期待できる。その期待に応えるため、地方債格付けの取得など積極的な経営資源の投入が検討され、地方自治体にとってもメリットは高く、そのメリットゆえに地方自治体と発行機関間で長期にわたる強固な関係の構築が可能となる。

次にコスト軽減についてであるが、発行規模が大きくなれば、固定的経費にかかる部分

は軽減すると考えられ、1単位当たりの発行コストは軽減される。また、各種の事務処理コストについても同様である。ただし、定率制課金のように変動的経費を含んだコストの場合には、例えば、発行時の手数料や元利償還時の手数料がそれに該当するが、発行量の増加はコストも比例して上昇することを意味している。しかし、これも契約時にボリュームの増大を取引材料として料率の引下げ交渉が可能で、実際、共同発行債がスタートしたときには、各種の手数料が大幅に下がった<sup>5</sup>。

地方債にかかわる信用リスクプレミアムや流動性プレミアムが地方債のスプレッド(spread)として発現することが確認されており、それらは地方債債券における流動性の差異に求められ、すなわち発行体によって発行金額のボリュームに差があり、それが流動性の大小に関係しているとされることが多い。こうした課題は、共同発行を企図することで、規模や範囲の経済によって、リスク低減の機能を働かせることが可能となるのではないか。

本章では、第3節で地方公共団体金融機構、4節で共同発行市場公募地方債を取り上げる。前者は、政府との関係性や政府債務と結びつけて議論されることが多いようである。後者は、市場公募地方債と結びつけて議論されることが多いようである。もちろん単独の資金調達手法の検討として論じられることもある。資金の調達方法に違いはあっても、地方債資金を共同化することで、業務の専門性の獲得、コスト軽減やリスクの低減の実現をめざしている点では、一体的に議論がされてもおかしくはない。共同発行機関である地方公共団体金融機構や共同発行団体連絡協議会<sup>6</sup>の役割は、安定的な資金調達であり、近時では、金融取引全般としてのコストの削減などが加わっている。

地方自治体単独で資金調達することと比較して、デメリットを薄めメリットを増大させる可能性のある地方債の共同発行方法について、先行研究における指摘なども踏まえながら、第3節及び第4節で検討していく。

### 3 地方公共団体金融機構

#### (1) 制度の変遷と現状

地方債資金を円滑に調達するために特別な金融機関を設置しようとする構想は、戦前からあった。とりわけ代表的とされているのが、1938年に内務書記官の三好重夫により提唱された「地方団体中央金庫」設置の構想であった<sup>7</sup>。この提唱は、財政力の弱い地方自治体の地方債資金の借入を容易にし、財政の弾力性を確保する必要性から、地方自治体としての中央金庫を設置しようと考えたものであった。

1956年10月には、地方制度調査会からも「地方財政に関する当面の措置についての答申」で、「公営事業の現況にかんがみ、その長期的拡充を図るため、公営事業債を大幅に増

<sup>5</sup> 銀行等引受資金の10年物・満期一括償還では、2002年と2004年の比較で、当初登録手数料で▲0.5～▲1銭(100円あたり)、引受手数料で▲5～▲10銭(100円あたり)引き下がっている。

<sup>6</sup> 協議会は、36地方自治体の共同発行市場公募地方債の発行予定や発行実績をとりまとめ、ホームページでその状況を公表している。

<sup>7</sup> 平嶋彰英・植田浩(2001)p.274で出典が示されており、それによると「自治研究」14巻11号である。その前年1937年には、鈴木武雄が「地方信用金庫」創設を提唱している。

額するとともに、公募債の消化の円滑を期するための機関を創設することが必要である」と提言され、1957年6月に公営企業金融公庫が創設されることとなった<sup>8</sup>。

創設の背景には、地方自治体の財政状況が厳しく、とりわけ戦後の拡大し続ける公共需要だけでなく、旺盛な公営企業の資金需要にも応需する必要があったためである。1957年度の地方債計画では、一般会計債の割合は51%、公営企業債49%、その後、1965年度には、一般会計債の割合は35%、公営企業債65%と大幅な伸びを示している。

今日に至って、状況は一変した。公営企業等金融機構創設時の2008年度の地方債計画(当初)では、一般会計債の割合は77%、公営企業債23%、となっており、資金対応すべき対象は公営企業から一般会計の事業へとシフトしていたのである。

2008年10月30日の「新たな経済対策に関する政府・与党会議、経済対策閣僚合同会議」において、「生活対策」が決定された。その翌日には、鳩山総務大臣から地方財政審議会に対して、「地方公共団体支援策」の1つとして、「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」にかかる検討が要請された。

2008年12月10日、「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会」で報告書がとりまとめられている。制度的な枠組みに関する提言がなされているのはもちろんのこととして、「国からの支援、すなわち『公助』としての財政融資資金の弾力的な発動も求められるとともに、地方公共団体の『共助』の仕組みにおいて、長期・低利の資金を確保することが重要である」として、地方債資金に共助という考え方が出現した。

従来、公的資金とは、当然に「公助」と目され、財政融資資金と公営企業金融公庫資金(公営企業等金融機構資金を含む)をさすものとされていたものが、後継組織である地方公共団体金融機構の貸付資金は、引き続き、公的資金の枠内にありながら、共助としての資金調達求められるようになった。第2節でみたように、民間等資金(自助)を補完する共同の資金調達機能(共助)を保有した組織へと移行したのである。

公営企業金融公庫の設立目的は、公営企業金融公庫法第1条「公営企業の健全な運営に資するため、特に低利、かつ、安定した資金を必要とする地方公共団体の公営企業の地方債につき、当該地方公共団体に対し、その資金を融通し、もって地方公共団体の公営企業を推進し、住民の福祉の増進に寄与すること」としている。一方、地方公共団体金融機構の設立目的は、地方公共団体金融機構法第1条「地方公共団体による資本市場からの資金調達を効率的かつ効果的に補完するため、地方公共団体に対しその地方債につき長期かつ低利の資金を融通するとともに、地方公共団体の資本市場からの資金調達に関して支援を行い、もって地方公共団体の財政の健全な運営及び住民の福祉の増進に寄与すること」としている。

低利で長期の資金を供給する目的は継承しつつも、地方自治体の資金調達に関する支援を明確にするなど、これまでにみられない姿勢を打ち出している。貸付対象範囲が公営企

---

<sup>8</sup> 1957年に公営企業金融公庫が設立され、その後、2008年に51年の業務を終了し、業務は地方公営企業等金融機構へ継承された。その機構も、2009年に地方公共団体公共機構へ業務を継承した。

業だけに限定していた時代とは違い、一般会計事業が貸付対象となったことに起因して、あらゆる面で地方自治体をサポートしていくことが今日的な使命と認識されている。

## (2) 課題の抽出と分析

### ア 課題の抽出

公営企業金融公庫の関心は、地方公営企業への安定的かつ低利で長期の資金供給に限られていた。いかに公的資金の役割を果たすかに限定されていたが、財投改革で状況は一変し、近年の先行研究では、公営企業金融公庫の緩慢な経営に対する指摘のほかには地方公営企業等金融機構や地方公共団体金融機構の財務基盤に関心がシフトしてきている。

小池(2006)は、地方自治体が共同で資金調達を行う組織について論点整理している。それによると、超長期債券市場が整備される中で、公営企業金融公庫が大きな金利リスクを負担してきたことや国債よりも調達コストが高い政府保証債の発行を継続してきたことに対して、時代の変化への対応の不十分さを指摘している<sup>9</sup>。土居(2007)は、公営企業金融公庫の承継機関についても、単独で公募発行できない自治体向けに共同発行を支援する地域別の機関に改組することを提言している<sup>10</sup>。田中(2009)は、新しい機構が抱えている課題について財務基盤を中心にして検討を行っている。長期にわたる景気の低迷やレジャーの多様化などにより、1991年度をピークに公営競技納付金が大幅に減少する中で、従来のように貸付利率引下げ措置としての特別利率制度継続を支える仕組みそのものを是正し、公的資金の貸付機関が担うべき役割を再認識したうえで、税財源の投入の必要性についても触れている<sup>11</sup>。中里(2009)は、地方公営企業等金融機構が発行する機構債は政府保証のない債券の発行によって資金調達を行うため、公営企業金融公庫と比べて、資金調達コストが上昇し、そのスプレッドは共同発行市場公募地方債をやや上回るものとみている。改組後の地方公共団体金融機構についても、資産と負債のデュレーション・ギャップ(duration gap<sup>12</sup>)が金利変動の影響を受けること、基金を通じた利差補てんが継続できるかどうかは、基金の運用環境と公営競技納付金の動向に依存するものとしている<sup>13</sup>。小西(2011)は、地方公共団体金融機構については、自身の信用力で長期固定の資金を調達し、金利変動準備金を確保することで、民間金融機関にできない長期貸付を行っている点を高く評価している。一方で、低利による貸付は公営企業納付金により基金を造成し、その運用益の範囲内で実現

<sup>9</sup> 小池(2006)pp. 1 - 10 参照。

<sup>10</sup> 土居(2007)p. 283 参照。

<sup>11</sup> 田中(2009)pp. 1 - 37 参照。

<sup>12</sup> デュレーション・ギャップとは、資産(貸付金の回収等)又は負債(財投債の償還等)から生じる将来キャッシュフローを現在価値に換算し、そのキャッシュフローが生じるまでの期間を現在価値のウェイトで加重平均したものをいい、資産又は負債の平均残存期間を示したものである。地方公共団体金融機構のディスクロージャー誌によると、同機構の2015年度末の一般勘定のデュレーション・ギャップは1.30年となっている。デュレーション・ギャップ発生の原因は、地方自治体に対し、最長30年(2015年度以降は最長40年)で貸付を行う一方で、貸付原資については期間10年の債券発行を中心に賄っており、貸付と資金調達のための債券及び長期借入金の期間に大きな差異が生じるためである。

<sup>13</sup> 中里(2009)pp. 127 - 137 参照。

されていることから、低利はあくまで「プラス・アルファ」だとしている。なお、公的資金としての地方公共団体金融機構の役割を高めるには、同機構の財務基盤の強化を必要としている<sup>14</sup>。

主な先行研究から導出される帰結は、地方公共団体金融公庫の財務基盤に関することであり、財務基盤を確立するための方策に関することである。このことが課題であり、次では、共助の要請にも応えつつ、地方公共団体金融機構はこれまで以上に自立した運営をしていかざるを得ないものとするが、その財務基盤は安定しているのかどうか、次で検証を行うこととする。

## イ 課題の分析

2015年度末における地方公共団体金融機構の主要科目残高は、資産の部では、貸付金 23兆 6,645 億円に対し、負債及び純資産の部では、債券 19兆 7,996 億円、特別法上の準備金等 3兆 4,468 億円、地方公共団体健全化基金 9,203 億円等となっている。

現在、地方公共団体金融機構を通じた地方債の利子軽減に資するためのルートは、利差補てん積立金と地方公共団体健全化基金の2つがある。

利差補てん積立金は、公営企業金融公庫が利子軽減を安定的に継続していくため、その利下げのための将来財源を地方公共団体金融機構が継承したもので、同機構自身は新たな積立は行っていない<sup>15</sup>。このため、既存の公庫資金の利下げ所要額を手当するため、毎年基金から取り崩している。2008年度末には 1,288 億円あったものが、2015年度末には 483 億円となっている(図2の左図を参照されたい)。

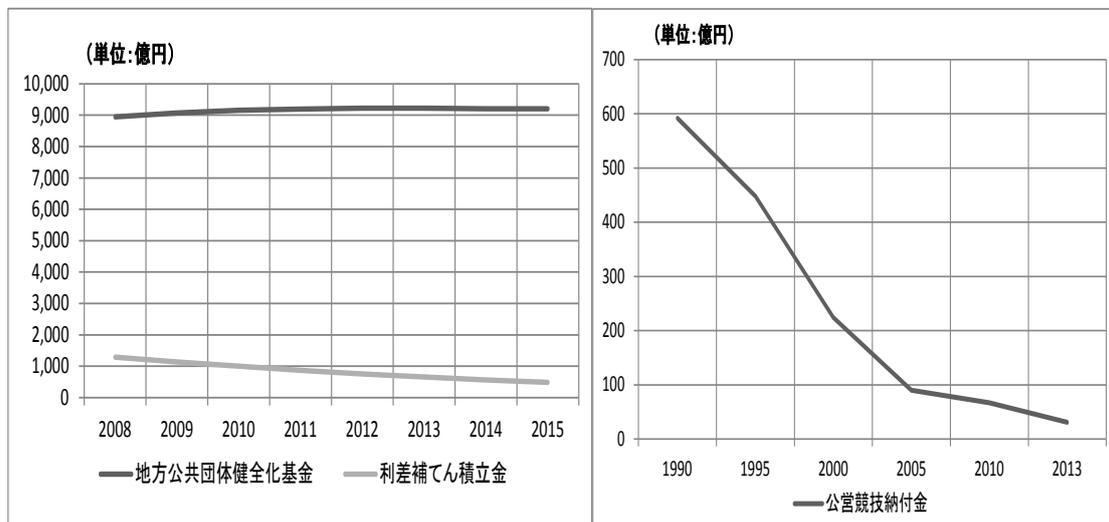
地方公共団体健全化基金は、地方債の利子軽減を図るため、公営競技施行団体から納付された納付金とその運用益を財源として活用している(図2の右図を参照されたい)。戦後の日本経済のめざましい復興で国民所得は増大していき、その伸びに支えられ競馬、競輪、オートレース、モーターボート競走などの公営競技は、売上・収益とも増加を続けていた。このため、公営競技の施行自治体と非施行自治体との間の財政格差が拡大し、いわゆる「均てん化」に関する議論が高まり、関係各省でその対策の検討が重ねられた。

その結果、公営競技の売上を一定の割合で拠出し、これを公営企業金融公庫にプールすることで、地方公営企業が上下水道、工業用水道、交通、地下鉄等の事業投資のために借り入れる企業債の利子負担の軽減を図ろうとする案が浮上した。この案は、1970年2月、第53国会において関連法案とともに可決された。地方財政法附則第32条の2の規定に基づき、公営企業金融公庫に対する納付金制度が実施されたのである。そして現在では、公営企業金融公庫から引き継がれた地方公共団体金融機構で納付金を管理するための地方公共団体健全化基金で運用が行われている。同基金については、2008年度末に 8,946 億円だ

<sup>14</sup> 小西(2011)pp. 183 - 196 参照。

<sup>15</sup> 2001年度に国庫補給金廃止後の特別貸付制度維持財源を確保するため、低利により将来発生する損失を当該貸付実行年度にあらかじめ引き当て、当該貸付金回収に応じて年度末に取り崩して収益戻入する「利差補てん引当金」として創設されたものである。

ったものが、2015年度末に9,203億円へと増加した。これまでは順調に増加はしてきたものの、近年では納付金が減少していることや低金利下で基金の運用環境も厳しくなっている。



(注 1)2009年度までは公営企業金融公庫、2009年度以降は地方公共団体金融機構の数値。

(注 2)右図の納付金については、2013年度までしか数値が公表されていない。

**図 2：公庫資金等の健全化基金と積立金及び公営企業納付金**

(出典)『公営企業金融公庫史』より、筆者において作成

次に、金利変動準備金及び公庫債券金利変動準備金についてであるが、これらは地方公共団体金融機構債券及び公営企業金融公庫債券の借換えにともなう金利変動リスクに備えるためのものである(図3を参照されたい)<sup>16</sup>。

現在、地方公共団体金融機構では、地方自治体へ最長40年で貸付を行っているが、貸付原資については、期間10年の債券発行を中心に調達しているため、貸付と資金調達の期間が大きく開いている。このことから、債券借換え時の金利が、例えば、借換え時の金利>(当初)資金調達金利となっていれば、逆ザヤとなってリスクとなる。

2009年度に地方公共団体金融機構が創設され、一般会計債に本格的に貸付するようになってきたことから、貸付枠が拡大してきている<sup>17</sup>。別の見方をすれば、貸付拡大はリスク予備軍が増大したとも考えられる。しかし、歴史的な低金利の恩恵もあって、10年前と比べても金利は低下しており、借換えは順調に推移するなど、サヤが出ている。金利が反転した際には、大きなリスクとなることは間違いないので、今得られたサヤは基金に積み立て、将来に備えるのが賢明であろう。

<sup>16</sup> 1989年度に「債券借換損失引当金」が創設され、将来の借換債に備えることとし、2006年度まで毎年積立が行われたが、2008年10月時点で3.4兆円と見込まれた残高全額を地方公営企業等金融機構、地方公共団体金融機構へと継承されることとなった。うち2.2兆円を新勘定、1.2兆円を旧勘定と整理した。

<sup>17</sup> それまでも一般会計債のうち、公営住宅債や臨時三事業(道路・河川・高校)に資金貸付されていた。

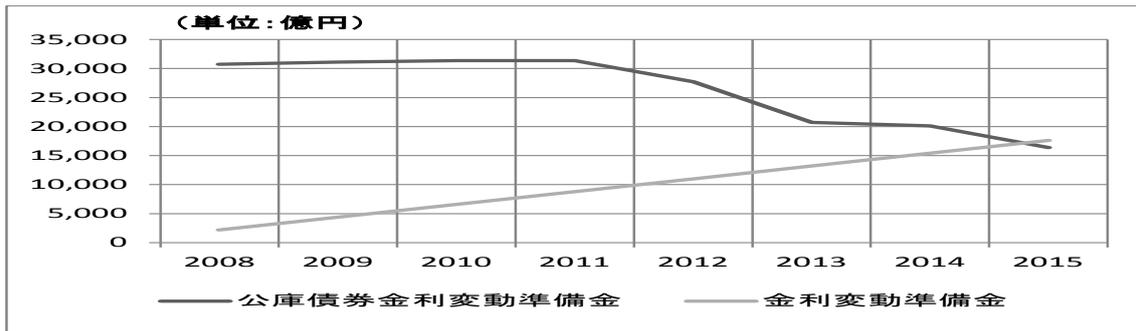


図3：公庫資金等の金利変動準備金

(出典) 地方公共団体金融機構ディスクロージャー誌より、筆者において作成

地方公共団体金融機構は創設時に公営企業金融公庫から債券借換損失引当金等で約3.4兆円全額を継承しており、うち2.2兆円を10年かけて(毎年2,200億円)、継承した資産を預かる「管理勘定」から「一般勘定」へ管理替えることとしている。残余分は「管理勘定」として管理するにしても、公営企業金融公庫の債務償還が完了し、管理勘定を廃止した際に、なお残余がある場合には、その財産は国へ返還するものとした。

したがって、「管理勘定」廃止前であっても、地方公共団体金融機構の経営状況が良好で資金面に不安がない場合などには、将来にわたって円滑に業務を運営するために必要な額を上回ると認められるときは、当該上回ると認められる額を国に帰属させるとしている(地方公共団体金融機構法附則第14条)<sup>18</sup>。

これまで2008年に地域活性化・生活対策臨時交付金の財源として3,000億円、2012年~2013年にかけて地方交付税の財源として、1兆円が公庫債券金利変動準備金から国に帰属することとなった。また、2015年~2017年の3年間で、同準備金から総額6,000億円以内で国に帰属することとなっており、これを財源として、地方交付税として地域創生に役立てられることとなっている。

低金利下にあることから、逆ザヤとならず、むしろ大きなサヤを生じていたものが、国の打出の小槌として活用されている。総務省の悲願として、オール地方自治体共同の資金調達機関が、国の要請に基づき、交付税財源一部として、いとも簡単に財源を抜き取られている。

詰まるところ、2.2兆円については、国として金利変動の準備金として確実に手当はするとしても、それを上回る部分については、国が自由意思で使える資金を得たことになる。

### (3) 新たな課題の浮上

財投改革の前後、財政投融资のあり方が議論されていた<sup>19</sup>。吉野・高月(2003)は、財政投

<sup>18</sup> 2007年5月、地方公営企業等金融機構創設時に衆議院及び参議院において、附帯決議が付されている。その内容は、「機構が解散した場合の残余財産の帰属の取扱いは機構及び地方公共団体の意見を十分聴取して慎重に対処」するようされていた。

<sup>19</sup> 2001年度からは公的資金においても借入利率の設定に市場原理が導入されることになった。地方自治体

融資の役割は、市場メカニズムにはなじまない政策分野に、市場金利では採算が合わない場合に、低利で資金融資を実行すること、また、民間では融資しづらい 10 年を超える超長期の資金を担うことだとしている<sup>20</sup>。同様に、内堀(1999)は、市場の欠陥を補完するものとしての公的金融、すなわち財政投融资の必要性を説明している<sup>21</sup>。しかし、宮脇(1995)は、財政投融资を「経済成長のための偉大な牽引システム」「日本財政のやりくりシステム」と捉えながらも、中央集権型行政を展開するための隠れた財源となったことを指摘している<sup>22</sup>。

公営企業金融公庫にはじまる現在の地方公共団体金融機構は、公的資金の役割を担う「地方財政のやりくりシステム」であった。その財務基盤は、分析結果から、少なくとも現段階でいえることは、制度存続の危機が差し迫っている状況にはないことが分かった。

一方で、地方公共団体金融機構として、財政投融资のくびきが解かれ資金調達面での自由度は高まったものの、依然として、国の政策面での協力、例えば、臨時財政対策債への資金提供など、本来なら財政融資資金で賄うべき財源であるにもかかわらず、地方公共団体金融機構債による対応として毎年 5,000 億円が押し付けられている。図 4 によると、財投改革後に貸付額は一旦減少したものの、臨時財政対策債の上積みもあって、下げ止まり感はある。問題なのは貸付に占める臨時財政対策債の割合の方であり、本来なら地方交付税で措置するものであるとすれば、財政融資資金であるべきだろう。

こうしたこと以外にも、2015 年度からは公営企業債の償還年限が延長され、最長 28 年が 40 年にまでに伸びた。一連の政策は、国の意向に沿ったに過ぎないが、国の統制下に依然として置かれている状況であり、こうした国の統制下に置かれていること自体が見えざるリスクであると筆者は考える<sup>23</sup>。この克服が新たな課題ではないだろうか。

---

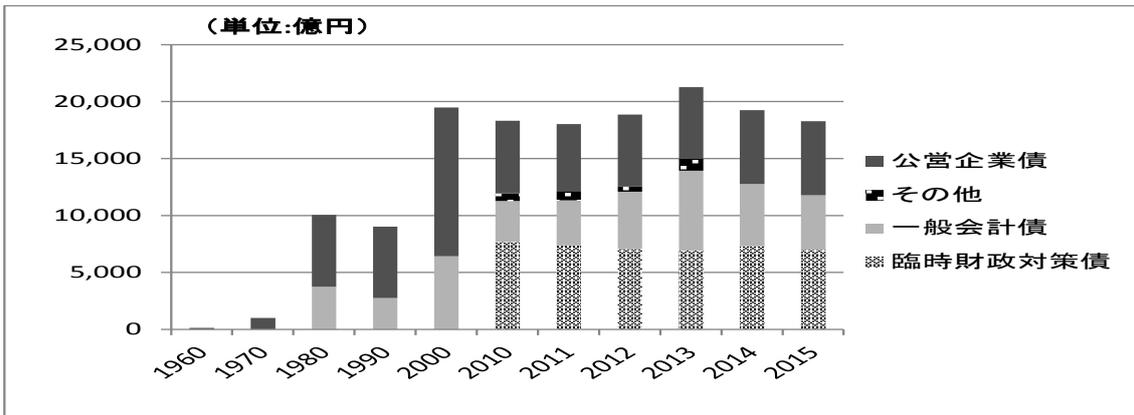
が地方債資金を公的資金又は民間等資金のいずれから調達する場合でも、借入利率の選択を誤れば、結果として、利払いに関して必要以上の負担が発生することになる。これまで地方債の借入利率については、償還時点まで固定的なものと考えられてきた。しかし、近年では償還の期間や方法も多様化し、金利情勢の変化などを勘案しつつ、地方債資金の借入利率あるいは償還期間の選択においても金利水準の動向を見込んだ時間的な選好が必要である。

<sup>20</sup> 吉野・高月(2003)pp. 124 - 160 参照。

<sup>21</sup> 内堀(1999)pp. 15 - 36 参照。

<sup>22</sup> 宮脇(1995)p. 12 参照。

<sup>23</sup> 地方公共団体金融機構の貸付事業は、総務省が作成している地方債計画に沿って行われているが、貸付事業審査は書面のチェック程度にとどまっているのが現状である。限られた職員数で捌いていくにはやむを得ない面もあるのかもしれないが、貸付先が地方自治体限定ということで、貸し倒れの心配もないことから、債券発行に際して厳格な金融判断を行うようなこともないのであれば、これまでの国の出先機関と何ら変わりがない。



(注 1)2009 年度までは公営企業金融公庫、2009 年度以降は地方公共団体金融機構の数値。

(注 2)2009 年度以降の「その他」欄は公営企業借換債等である。

図 4：公庫資金等の発行額推移

(出典) 地方公共団体金融機構ディスクロージャー誌より、筆者において作成

#### 4 共同発行市場公募地方債<sup>24</sup>

##### (1) 制度の変遷と現状

地方債の共同発行の検討は、1953 年 9 月の地方制度調査会(第 1 次)でも取り上げられ、同年に地方財政法第 5 条の 5 が制定され、一部事務組合方式による共同発行が可能となった<sup>25</sup>。さらに 1963 年には、地方財政法第 5 条の 6 (現行 5 条の 7)が制定され、地方債証券の共同発行方式が可能となった。

地方債の共同発行は、地方財政法第 5 条の 7 に規定されており、特に新しい制度ではなく、かつて 1962 年から 1965 年にかけて大阪府と大阪市によりドイツマルク債を発行した実績がある<sup>26</sup>。この 4 年間で 4 億ドイツマルク(約 360 億円)が発行された<sup>27</sup>。その後、地方債の共同発行は停止状態にあった。

1997 年 7 月に地方分権推進委員会より出された地方分権推進委員会第 2 次勧告において、地方債の発行条件の改善や地方債の円滑な発行を確保していくために、共同発行の促進等に努めることがあげられている。これに対する当時の総務省見解は、「現行制度上、地方債証券の共同発行の仕組み等があるほか、地方公営企業の共同発行機関である公営企業金融公庫が存在しているところであるが、今後、共同発行のあり方も課題である」として、共同発行の仕組みの再構築が必要との考え方を示した。

<sup>24</sup> 共同発行市場公募地方債の格付けは、共同発行に参加する地方自治体の中で最も高い格付けを有する自治体の格付けが適用される。しかし、実態として、格付けは未取得である(2017 年 3 月現在)。

<sup>25</sup> 調査会の構想は、その後、公営企業金融公庫として実現した。ただし、1999 年には、この条文は削除された。その理由は、財政力の弱い地方自治体だけでなく、財政力のある地方自治体がロット化による流動性の向上やコスト軽減の観点から、一部事務組合方式にこだわる必要性が弱まったためと考えられる。

<sup>26</sup> 地方財政法第 5 条の 7 は「証券を発行する方法によって、地方債を起こす場合においては、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」とされている。

<sup>27</sup> 外債発行のために、政府保証が付されていた。

2003年からはじまった共同発行市場公募地方債までは、連帯債務が障害となって共同発行の運用がなされていなかった。しかし、今回については財投改革や金融ビッグバン後の市場の動向などを背景に、国主導で地方債の政府資金調達から民間等資金調達へのシフトが進められた。こうした経過のなかで、民間等資金の活用を図る一環として、東京都を除く市場公募発行団体が連帯債務方式により、当初 27 団体が発行が開始され、2017 年度は 36 団体が参加している<sup>28</sup>。

共同発行市場公募地方債は、個別自治体では難しい発行規模・発行回数の確保などのメリットもあるが、一方で財政状況などの異なる地方自治体が同一条件で発行している点が問題とされている。また、年間発行額の少ない地方自治体は、多くを共同発行市場公募地方債で調達することで、個別債の割合が減少してしまうなど、市場からの評価を直接受けにくいことも問題である。

2003年3月12日、格付け機関の1つであるJCRが発表したコメントで、少し長くなるが全文を引用する。

「この4月から東京都を除いた公募 27 団体が共同発行を行うこととしている。2003年度は公募地方債全体の四分の一にあたる 8,000 億円の発行が予定されている。共同発行債はロットが大きいため流動性が確保されること、連帯債務となるために債務不履行のリスクが軽減されることなど投資家にとってプラスとなる面も多い。しかし一方で 27 団体の連名による発行形式を取るものの地公体の顔ぶれが毎回異なるため、共同発行債の償還確実性の判断が困難となる。また地公体にとっても、他の共同発行団体の債務不履行時にはその返済義務を負うことになるため、財政的にマイナスに作用する側面がある。特に発行量が大きく財政状況が良好な地公体にとっては、共同発行のメリットは少ないとみられる。地方債の商品性を向上すべく導入が図られた共同発行債であるが、発行コストの抑制にどの程度結びつくかは不明である。いずれにしても地方債の共同発行は、個別地公体における受益と負担の関係を歪めることや、利率や発行価格などの決定を総務省に当面は委任することなどから、地方分権化の流れに逆行する側面があるため、発行金額が小さく消化困難な地公体などに限定的に認めていくような運用が望ましいであろう」

この懸念は杞憂であった。共同発行市場公募地方債の仕組みは、地方財政法第5条の7に基づき、参加団体が毎月連名で連帯債務を負うことで、償還確実性を高めている<sup>29</sup>。

また、連帯債務とは別に、各地方自治体が保有する減債基金の一部を募集委託銀行に預け入れるかたちで流動性補完を目的とするファンドを設置することで、期日どおりに元利金を支払うこととしている<sup>30</sup>。なお、BIS規制における信用リスク・ウェイトは0%の債券となっている。

<sup>28</sup> 36 団体の内訳は次のとおり。道府県は 24 団体で、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、鹿児島県である。政令指定都市は 12 団体で、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、福岡市である。

<sup>29</sup> 総務大臣立会いのもとに「地方債の共同発行に関する協定」が取り交わされている。

<sup>30</sup> このことをタイムリー・ペイメントといい、償還期日に遅滞なく元利償還の支払いを履行することを意味している。

共同発行市場公募地方債の発行ボリュームは、当初の年間 8,470 億円から、2015 年度には年間 1 兆 4,210 億円へと拡大しており、毎月 1,200 億円程度の発行予定となるなど、発行ロットも大きく流動性の高い債券となっている<sup>31</sup>。

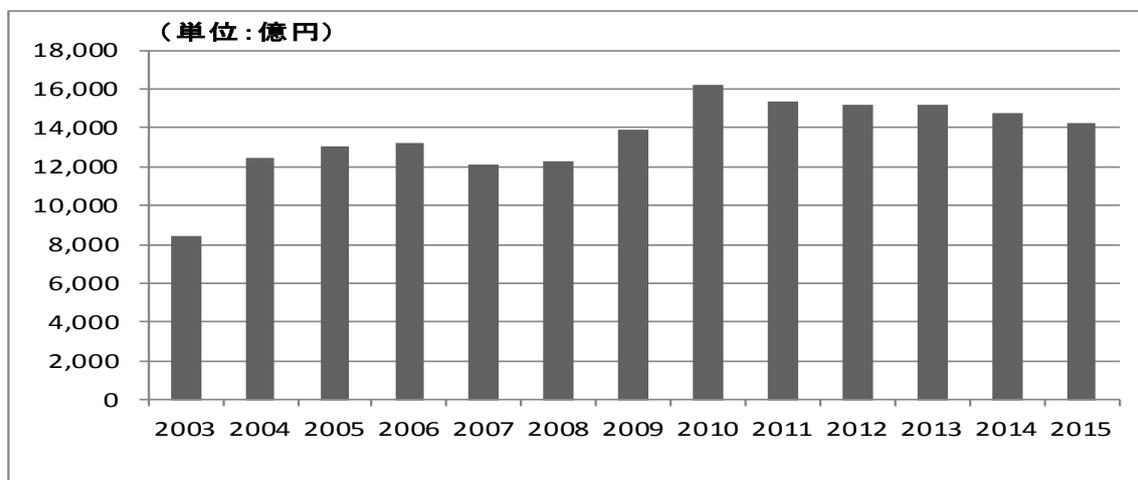


図5：共同発行市場公募地方債の発行額推移

(出典)『平成26年度版地方債統計年報(36号)』より、筆者において作成

共同発行市場公募地方債のメリットとして、発行ロットの拡大によって流動性プレミアムの上乗せは少なく済むはずで、資金調達コストの低減にも寄与しているものと考えられる。そのメリットは参加自治体に等しく還元されるとしても、自団体における市場公募地方債の発行ボリュームの大きい自治体を除いて、年間 500 億円程度の発行にとどまる自治体にあつては、メリットの割合は大きいものとなる。参加自治体の中でも、財政状況が良好で大規模な自治体である場合、共同発行市場公募地方債に参加するメリットはより少なくなってしまう。退出する自治体が続出することになると、残された自治体の信用力に不安を感じる投資家の出現を招きかねず、調達コスト(調達金利)は上昇するであろう。

一方で、資金調達面での有利さに乏しいことに原因があるとした場合、共同発行市場公募地方債の対国債スプレッド差が想定を上回ることになれば、退出団体を生じさせてしまう要因ともなり得る。

2009年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書によると、地方自治体ごとの市場公募資金における資金調達の捉え方は、「個別発行債を重視して調達」「個別発行債を重視しているが、共同発行債による調達もあり」を合わせると75%にのぼり、個別発行債を重視のうえ共同発行市場公募地方債でも調達している状況にあつた。その理由としては、資金の自力調達の重視、あるいは、個別発行債における発行時期や償還年限等の設定の柔軟性があげられている。また、「共同発行債を重視しているが、個別発行債による調達もあり」、「共同発行債を重視して調達」と回答した理由としては、発行条件が相対的に有利であり、発行コストの低減を図れることがあげられている。

<sup>31</sup> 地方債計画の縮減もあつて、2016年度は1兆2,040億円、2017年度は1兆2,060億円と減少している。

## (2) 課題の抽出と分析

### ア 課題の抽出

地方債における償還管理を適切にコントロールしていくためには、自団体だけでの取組には限界があり、より効果的な償還管理を実現していくには、地方自治体が連携した共同発行市場公募地方債といった仕組みを活用するのも1つの方策である。

共同発行市場公募地方債の特徴は、連帯債務方式と流動性補完措置の2つの仕組みにある。まず、連帯債務方式は、地方財政法第5条の7の規定に基づき、連帯債務者の一人一人がそれぞれ債務の全部について履行を負うもの(民法第432条<sup>32</sup>)とされ、2017年度であれば、共同発行市場公募地方債36団体の各々が発行額の全額について償還責任を負うものである。償還確実性に関して極めて強固な仕組みとなっている。次に、流動性補完措置は、万一の災害等にとまらぬ不測の事態においても期日どおりに元利金を支払うこと(タイムリー・ペイメントの確保)を明確に示すため、各地方自治体の減債基金の一部を募集受託銀行(みずほ銀行)に預金として一定額を預け入れるかたちで、ファンドを設置した。災害等が発生した場合には、発行団体が当該ファンドを取り崩して支払いに充てるなどの対応が行われる仕組みである。これらの仕組みが、共同発行市場公募地方債の安全性を高め、安定的な発行を支える要因となっている。

しかし、こうした仕組みが構築されているにもかかわらず、共同債制度に参加する地方自治体の財政規律の低下の可能性について論じられることがある。財政状況が厳しく、自ら個別発行で資金調達するよりも、共同発行市場公募地方債に乗じて市中から資金を調達することで、金利軽減を図ることができる、このことが財政規律の低下だとされている。また、財政力が弱い自治体が、共同債制度を過度に活用する割には、財政力の強い自治体は共同債制度の活用を控えることも考えられる。後者は、個別発行が主たる資金調達方法であり、それで十分な資金が調達できていると推察される。

こうした課題を抱える共同発行市場公募地方債ではあるが、先行研究ではどのような議論が展開されているのだろうか。

丹波(2003)は、共同発行市場公募地方債について、年間発行規模が大きい地方自治体にとってはその恩恵は限定的であること、一方で、この仕組みによって、年間発行額の小さい自治体(宮城県、茨城県、新潟県、仙台市、千葉市)の個別銘柄の発行は行われなくなるとしている<sup>33</sup>。土居(2007)は、「北海道から九州まで広範に及ぶ団体が共同発行したのであれば、どの自治体が怠慢であったかをモニターしにくく(中略)、『護送船団方式』と同様の状態に墮する恐れがある」とし、「地域的に近く、自治体間でピア・プレッシャー<sup>34</sup>が働く範囲で行うことが求められる」として、財政規律付けが不十分として地域別の共同発行機関に改

<sup>32</sup> 民法442条第1項(連帯債務者の求償権)及び444条(償還する資力のない者の負担部分の分担)を適用することも可能なことから、毎月の発行団体の内訳は違っていたとしても、償還確実性は常に維持されている。

<sup>33</sup> 丹波(2003)pp.15 - 36参照。表1にあるとおり、2015年度に各自治体で個別銘柄の発行はある。

<sup>34</sup> ピア・プレッシャー(peer pressure)とは、「仲間からの圧力」のことをいう。共同債に置き換えれば、「自治体間で相互に監視しあう仕組み」となる。

編することを提言している<sup>35</sup>。江夏(2009)は、共同発行市場公募地方債のクレジットについて言及しているが、①参加団体のクレジットは、ソブリンの水準に近い範囲で安定的に推移しているが、分散効果については、参加団体のクレジットの相関が高いためあまり期待できないとしている。②地方財政法第5条の7に基づく連帯債務の存在は、格付機関の指摘にみられるように、「ストロング・リンク」が適用されるとしている。しかし、参加団体の構成が大きく変化するなど、財政状況が脆弱な団体に偏ることがあれば、共同発行市場公募地方債のクレジットへの影響が及ぶ可能性を指摘している<sup>36</sup>。中里(2009)は、共同発行市場公募地方債は、発行ロットの拡大によって、流動性が向上し、流動性プレミアムの縮小による資金調達コストの低減を指摘し、年間発行額の小さい地方自治体にとってはメリットを享受できる可能性があるとしている。しかし、連帯債務によるジョイント・サポートについては、現在の地方財政制度のもとでは、ジョイント・サポートを地方債の共同発行市場公募地方債によるメリットと考えることについては慎重な立場をとっている<sup>37</sup>。小西(2011)は、地方債引受における民間等資金が増加するなかで、東京都が世界の大都市であり、地方自治体としてのブランドを有していることから、地方債市場のベンチマークであるとしながらも、共同発行市場公募地方債の発行ロットやタイムリー・ペイメントに備えた仕組みが整っていることから、「地方債銘柄を代表するベンチマークの役割を果たしておかしくない」としている<sup>38</sup>。

先行研究は、共同発行による効果については、概ね肯定的に捉えてはいるものの、弱小自治体が共同債制度に悪乗りするデメリットを指摘している。また、土居(2007)や中里(2009)のように財政規律やジョイント・サポートに対して否定的な見解もある。

## イ 課題の分析

共同発行市場公募地方債の仕組みは極めて強固であるようだが、それならばすべての市場公募発行団体が参加団体となっているはずである。しかし、実際は 55 団体中<sup>39</sup>36 団体で、7 割弱にとどまっている<sup>40</sup>。東京都は 2003 年当初より参加しておらず、共同発行市場公募地方債に参加するより、単独発行で市場より低利の資金調達が可能と判断したためとされている<sup>41</sup>。つまり、共同発行市場公募地方債に参加するメリットがなかったというこ

<sup>35</sup> 土居(2007)p. 236 参照。

<sup>36</sup> 江夏(2009)pp. 167 - 175 参照。比較的安定的な資金調達手段である共同発行市場公募地方債の参加から離脱することは、地方自治体にとって資金調達を含めた財政運営の自己責任が高まることから、大きな動きは起きないとしている。

<sup>37</sup> 中里(2009)pp. 127 - 137 参照。

<sup>38</sup> 小西(2011)p. 53 参照。

<sup>39</sup> 表1のように、新規の秋田県を含めた団多数。ただし、2015年度には秋田県の市場公募地方債の新規発行はない。

<sup>40</sup> 都道府県では23団体(うち市場公募発行団体数は11)、政令指定都市では8団体(うち市場公募発行団体数は8)、が不参加となっている。

<sup>41</sup> 2003年度東京都債の年間発行額は8,800億円で、共同債は8,470億円の予定であった。その後、共同債の発行額は東京都債を大きく上回る状況にある。

とであり、途中で退出した横浜市、名古屋市、福岡県なども、同様の事情と察せられる<sup>42</sup>。

次に、市場公募地方債の発行に関して、個別発行と共同発行でどのような状況にあるのか、2015年度の発行予定から分析してみることにする。表1にまとめている。個別発行と共同発行の合計額に対して、共同債の発行割合が5割以上の自治体は、道府県24団体中12団体、指定都市12団体中4団体となっている。道府県の団体に顕著に現れている傾向として、財政力指数が低く、交付税等／歳入の比率が高くなっている。つまり、財政力が24団体中比較的弱い自治体に属しているところは共同債の発行比率(表の②／(①+②))が高く、相対的に財政力が強い地方自治体の共同債の発行比率は低いということである。

共同発行市場公募地方債に参加していない市場公募地方債発行自治体は19団体あるが、2つに大別できる。1つ目は、東京都や横浜市のように、財政力が十分な自治体である。2つ目は、財政力が弱く、市場公募地方債自体の発行額が小さい自治体である。前者は、自らの資金調達能力が高く、これからも共同発行市場公募地方債に参加しない可能性が考えられる。一方で後者は、全体の発行額規模の積み増しが起きてくれば、そのためには公的資金からの振替も含めた検討の結果、共同発行市場公募地方債の枠組みに参加することもあり得るだろう。

市場公募地方債の発行規模や地方自治体の財政力に地域差が生じている現状が共同発行市場公募地方債とのかかわりに影響を及ぼしている。地域別に区分した共同債で結束すると、財政力の弱い自治体が比較的多く存在する地域は共倒れのリスクに備えねばならない。こうしたことから、起債自由化と地方債の市場化の結節点として、全国規模である共同発行市場公募地方債が共助としてナショナルミニマムを維持する装置となり得るのではないだろうか。

---

<sup>42</sup> 2004年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書では、「共同発行市場公募地方債の市場評価がその期待される水準を保つことができない場合には、参加団体が共同発行の枠組みから抜ける可能性を否定できない」としていた。

表1：市場公募地方債の発行額及び財政力等の比較

団体名	2015年度発行計画額(単位:億円)			2015年度決算(単位:%、財政力指数除く)		
	個別発行①	共同発行②	合計①+②	財政力指数	実質公債費比率	交付税等／歳入
北海道	2,300	800	3,100	0.41903	20.6	33.0
宮城県	600	600	1,200	0.59597	14.5	19.9
秋田県	-	-	-	0.29862	14.1	36.7
福島県	300	300	600	0.50947	11.7	15.3
茨城県	100	300	400	0.63309	12.1	24.7
栃木県	100	0	100	0.62166	11.5	22.0
群馬県	400	0	400	0.60277	12.1	22.9
埼玉県	3,400	600	4,000	0.76548	12.0	20.7
千葉県	2,400	500	2,900	0.77694	10.9	18.1
東京都	7,400	0	7,400	1.00321	1.3	0.0
神奈川県	2,600	500	3,100	0.91745	12.0	12.2
新潟県	600	600	1,200	0.43519	15.8	30.5
福井県	300	100	400	0.37820	14.5	34.3
山梨県	200	0	200	0.37876	15.9	33.0
長野県	200	510	710	0.47586	12.7	31.3
岐阜県	150	200	350	0.52358	13.6	28.6
静岡県	2,800	300	3,100	0.70999	14.0	20.2
愛知県	3,000	300	3,300	0.92052	14.3	9.2
三重県	100	100	200	0.57544	14.4	27.3
滋賀県	100	0	100	0.53932	14.1	29.5
京都府	1,400	600	2,000	0.56713	16.2	25.1
大阪府	6,700	800	7,500	0.74980	19.4	16.3
兵庫県	2,300	800	3,100	0.62062	16.8	21.9
奈良県	100	200	300	0.41269	11.7	36.7
島根県	200	0	200	0.24170	10.5	40.7
岡山県	200	100	300	0.50096	12.1	29.2
広島県	1,100	600	1,700	0.58581	14.9	26.5
徳島県	100	250	350	0.32018	16.7	34.5
高知県	100	0	100	0.24472	10.8	43.5
福岡県	750	0	750	0.61836	13.1	22.4
佐賀県	100	0	100	0.32938	11.2	36.9
長崎県	100	0	100	0.31562	13.8	37.6
熊本県	200	300	500	0.38688	12.3	34.2
大分県	100	200	300	0.35828	12.7	36.3
鹿児島県	100	700	800	0.32140	14.7	39.5
札幌市	800	300	1,100	0.72	4.9	16.2
仙台市	150	410	560	0.89	9.8	9.8
さいたま市	100	0	100	0.98	5.0	4.2
千葉市	200	300	500	0.95	18.0	6.6
横浜市	1,740	0	1,740	0.97	17.0	4.8
川崎市	660	240	900	1.00	7.5	1.0
相模原市	100	0	100	0.93	3.2	8.6
新潟市	100	100	200	0.75	11.0	17.5
静岡市	200	100	300	0.91	8.5	9.8
浜松市	100	0	100	0.89	9.1	10.9
名古屋市	1,350	0	1,350	0.99	12.7	2.8
京都市	800	400	1,200	0.79	15.2	12.2
大阪市	2,100	600	2,700	0.92	9.2	6.8
堺市	200	0	200	0.84	5.5	11.7
神戸市	800	300	1,100	0.79	7.9	13.2
岡山市	100	0	100	0.79	9.5	14.7
広島市	300	300	600	0.83	15.0	11.5
北九州市	900	600	1,500	0.72	12.6	14.7
福岡市	1,100	300	1,400	0.88	12.4	8.3
熊本市	100	0	100	0.71	9.6	16.9
合計	52,500	14,210	66,710	-	-	-

(注1)福岡県は2015年度暫定予算。秋田県は新規発行団体のため、数値計上していない。  
(注2)交付税等とは、地方交付税に減収補てん債(特別分)と臨時財政対策債を加えたもの。  
(出典)総務省資料より、筆者において作成。

### (3) 課題対応と新たな課題

経済学的には、共同発行市場公募地方債に参加する地方自治体の数が増加することで、発行規模の拡大が見込まれ、規模の経済や範囲の経済が働くメリットが想定される。このように共同発行にはメリットがあるが、その組織編成についてアプローチの違いが存在している。三宅(2014b)は全国的な共同発行を基本としているが、先述した土居(2007)はそうではなく地域別での共同発行を基本に据えている。

地方部の自治体は、相対的に財政力指数が低い。しかし、都市部に比べて事業規模が小さく、起債残高が抑制されているため実質公債費比率が低い場合がある。一方で、財政力が弱いため歳入に占める地方交付税は多いというデータもある。十分な地方交付税の確保ができないとなれば、地域間格差は拡大し、共同発行におけるリスクは偏在することになる。石ほか(1982)は、1960年代と70年代において、国から地方自治体への財政資金(地方交付税や国庫支出金ほか)の配分便益を地域別に分析し、関東臨海部、静岡、愛知、京都、大阪、兵庫などの大都市圏は受益が少なく、東北、北陸、山梨、長野、山陰、徳島、高知、九州(福岡除く)地域は、便益が多いとしている。その他にも、矢田・長岡・青野(1975)、伊藤(1988)、齋藤(2010)でも同様の地域間再配分機能や地域間格差を実証している。全国の地方自治体をネットワークでつなげる共同債の発行はリスク分散に連なるものであり、土居(2007)が指摘するような地域別の共同発行機関への改編は、日本の地方自治体には相応しくないであろう。市場公募地方債発行団体は、全国に散在していることから、範囲の経済とともに各地方自治体が独立していることからリスクの分散効果も発揮し得るのである。

次に共同発行市場公募地方債に対する市場の反応を探ってみて、そこから課題対応の方策を検討する。

2009年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書によると、共同発行市場公募地方債に関しては生損保等による投資が限定的であった。機関投資家への面談調査等では、共同発行市場公募地方債への投資経験がない理由として、「個別発行債と比較して信用リスクが計りづらい」(地方銀行)、「信用リスク的には団体連帯債務であっても、発行体はあくまでその債券の発行体になるため、それぞれにリスク量が割り当てられることになり、別途個別発行債を購入する際に、リスク超過になってしまう」(生命保険)、「投資対象銘柄の選定に関し、スプレッドを重視している」(系統金融機関)といった点があげられた。同じ面談調査等では、各種財政指標、発行体による依頼格付け等の情報に基づき市場公募地方債発行団体毎に投資可能上限金額(クレジットライン)に差を設定している投資家もあり、発行体間の相対比較となった場合、信用力の高い銘柄を選好するとの指摘があった。

一方、引受金融機関・機関投資家へのアンケート調査では、「共同発行債の商品性向上策」について、「償還年限の多様化」(引受金融機関 21.7%、機関投資家 21.4%)が最も多くあげられた。同じ面談調査等によれば、5年債及び20年債へのニーズが多かった。「5年債は投資家層が10年債の投資家とほとんど同じであり消化が可能」との意見があった。一方で、20年債については、「投資家ニーズは強いことから、主幹事方式など引受リスクを極小化するような工夫をした上で、安定消化が可能」との意見があった。

従来の市場公募地方債では、市場化もにらみながら償還年限の多様化を図ってきている。2000年度には、従来の10年債に加えて5年債が発行され、2006年度に7年債、2008年度に3年債、さらに2009年度に2年債がはじめて発行された。超長期債への取組としては、2003年度に20年債並びに30年債、2004年度に15年債がはじめて発行されている。

市場公募地方債の発行団体は政令指定都市の増加とともに順次拡大しているが、とりわ

け超長期債においては飛躍的に発行が増加しており、従来、主に公的資金で賄われてきた超長期ゾーンの資金が市場公募地方債へシフトしている。

このように個別発行では弾力的な発行が行われているにもかかわらず、共同発行市場公募地方債では唯一 10 年債だけである。投資家のニーズを踏まえるならば、歴史的な低金利が続いていることに鑑みると、10 年債にこだわることなく、超長期債の発行について検討していくことには意義がある。比較的調達環境も安定化しており、平均償還年限の長期化を促進していく絶好のタイミングだとも考えられる。平均償還年限を長期化していけば、借換えリスクの抑制や発行コストの軽減にもなるなど、メリットは少なくないはずである。

国債に対するスプレッドは、現に東京都債や共同発行市場公募地方債でも発生している。既に発行規模では東京都債を上回った共同発行市場公募地方債だが、スプレッドに関しては、東京都債に対してやや劣後している<sup>43</sup>。これが共同発行市場公募地方債スプレッド $\leq$ 東京都債スプレッドのレベルになれば既存の財政力優良自治体も不満を感じないであろう。

そのレベルに引き上げていくには、これまで以上に工夫を凝らした IR を通じて投資家へアピールしていく必要がある一方で、財政面で優良な地方自治体の新規参入をいかに促進していくかである<sup>44</sup>。市場から信任される自治体の参加は、投資家に喜ばれる可能性が高いからだ。

## 5 地方自治体と共同債

戦後、地方自治法の制定で起債自主権を獲得したにもかかわらず、起債許可制度によって地方自治体は国の集権的なもとの起債運営を余儀なくされてきた。地方分権一括法の制定により、協議制への移行をみることとなった。しかし、協議制となった今も、許可制と変わらない制度運用が残っている。第 1 点目は、資金配分である。第 2 点目は、弱小地方自治体への長期・低利の公的資金の供給である。これらはいずれも強制力が弱くなったり、制度の組み換えがあつたりはしているものの、厳然と存続している。

存続している理由は何なのか、国の関与は本当に必要なのだろうか。第 1 点目については、マクロで地方債計画に沿って資金配分が決まっており、手続き上は許可から協議という建前をとっているにすぎず、本質は何ら変わっていない。資本市場における金融自由化や国際化によって、今や国による効率的な資金配分は市場に委ねることで資金の最適化は可能となっている。第 2 点目については、国がマクロで地方自治体をウォッチしながら、財政融資資金をコントロールしていく必要性は残るとしても、既にみたように地方共同の資金調達機関を活用することにより、長期・低利の資金供給は代替可能である。

中里(2012)は、中里(2009)を踏まえつつ、次のように言及している。「市場を通じた規律付けの強化と安定的な資金調達の間にはトレード・オフの関係が存在する可能性があるが、

<sup>43</sup> 第 2 章の図 2 を参照されたい。

<sup>44</sup> もちろんそのための基準設定が必要なことはいうまでもない。財政健全化 4 指標だけでなく、都市の成長性等も加味するなどして判断することになる。

この点については一部の地方債(臨時財政対策債)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」としている<sup>45</sup>。

2つの共同債に共通するメリットは、一括して資金を調達することのコスト軽減による財政的側面のみならず、一元的な事務処理によるノウハウ蓄積といった金融的側面もある。可能な限り地方自治体へ起債自主権を移すのならば、4(2)で述べたように、地方債管理の主体も地方自治体でなければならない。こうしたことから、地方債の発行は市場化の進展といった一方向だけで進むのではなく、共同債といった仕組みも問われることになる。

三宅(2014b)は、地方債の個別発行が優先され、地方債の共同発行が劣後しているとの認識を示している。起債自主権が最大限に尊重され、金融市場からの資金調達コストを抑えるためには、他の地方自治体との連携が重要だとする。こうした点を踏まえ、地方債における公的関与のあり方については、欧米先進国との比較分析の結果から、公的支援重視モデルは財政融資資金だけとし、地方公共団体金融機構は市場競争重視モデルの競争創出型に転換を図るべきと結論づけた。

財政状況の良好な地方自治体だけによる共同債の発行や財政規模は小さくとも、財政状況の良好な地方自治体の参加を検討するなど、制度の見直しも不可欠であろう。その場合、財政力が弱い団体を含めた共同債のスキームが、別途必要となるものと思われる。

筆者はこれまで地方債の共同発行機関として、地方公共団体金融機構と共同発行市場公募地方債を同時並行で、これらのメリット等を述べてきたところである。現在、それぞれ単体として共同発行の役割を担っているが、事務機構として、両者の統合化が検討できるのではないだろうか<sup>46</sup>。前述した課題への対応として、会社の組織形態になぞらえ、ホールディングス化するものである。その傘下に地方公共団体金融機構と共同発行団体連絡協議会を治めるのである。3兆円(2017年度地方債計画では、前者1.8兆円+後者1.2兆円)を超える資金調達でスケールメリットは拡大し、そのメリットが実際に発現してくれば、新たな事務機構に加わる市場公募発行団体も出現してくるだろう。全部の市場公募発行団体が参加し、個別発行債もインクルーシブすることになれば、5兆円(2017年度地方債計画では、2.6兆円+1.8兆円+1.2兆円)をゆうに超える資金調達機関となる。デメリットを薄めつつメリットを最大化していくことの検討は有意だと考えられる。

## 6 おわりに

各国には、それぞれに異なる地方債制度があるように、Teresa Ter-Minassian and Jon Craig(1997)は、地方債管理の方法について、「中央政府統制型」「一元的市場規律型」「中

<sup>45</sup> 中里(2012)pp. 54 - 72 参照。

<sup>46</sup> 地方財政法第5条の7によって、地方債の発行は地方自治体に限られているため、現行のままでは統合化はできない。地方公共団体金融機構を共同発行市場公募団体以外の地方自治体の本部組織へと改組すれば、両者の統合化は可能となる。

央・地方政府協調型」「ルール規制型」の4類型としている。地方分権が進んだ先進国などにあっては、市場メカニズムを核としながら、財政均衡ルールや破産ルールなどによって補完する仕組みを構築しているようである<sup>47</sup>。

2000年代以降、市場の論理を踏まえた地方債制度の構築や地方債市場のインフラ整備が進められてきた。しかし、弱小自治体の財政状況など、地方自治体間での財政力格差も勘案した制度運用についての考慮も必要である。その手立てとして考えられる資金調達手法として共同債がある。地方債の共同発行は、地方自治体が低利かつ長期安定的に資金を調達するための方策として、財政力が弱く、資金調達能力の劣る自治体が資金を調達する手段として有効であると考えられる。

先述したように、諸外国でも地方債制度には各個々に財政事情等を反映したものになっているだけでなく、共同の資金調達機関を通じた資金の供給が行われている。

今後、地方自治体が拡充された起債自主権を最大限有効に活用して自律的な財政運営を行う際には、金融市場、とりわけ債券市場を自らにとって有利なかたちで利用するための方法を確立するべきであろう。必要な資金をできる限りコストを抑えて効率的かつ安定的に調達するためには、公的資金に依存するのではなく、市場のルールに従う方が結果として有利に働く仕組みへと変化しており、共同債の拡充は時宜にかなったものといえる。日本も、中央政府統制型から、中央・地方政府協調型へと移行していく過渡期にあるのではないだろうか。ただし、共同債の拡充でどれくらいの効果が見込まれるかについては、今後の検討課題としたい。

### ＜参考文献等＞

- 石弘光・小泉一郎・長谷川正・秦邦昭・山本裕一(1982)「地域間における受益と負担の帰着と再配分効果」『経済分析』第86号。
- 伊藤弘文(1988)「財政資金の地域構造」『所得・賃金の地域構造』大明堂、pp. 197 - 219。
- 内堀節夫(1999)『公的金融論』白桃書房。
- 江夏あかね(2009)『地方債の格付けとクレジット』商事法務。
- 公営企業金融公庫編(2009)『公営企業金融公庫史』公営企業金融公庫。
- 小池拓自(2006)「公営企業金融公庫の廃止」ISSUE BRIEF NUMBER556 国立国会図書館。
- 小西砂千夫(2011)『市場と向き合う地方債 - 自由化と財政秩序維持のバランス - 』有斐閣。
- 齊藤由里恵(2010)『自治体間格差の経済分析』関西学院大学出版会。
- 鈴木武雄(1937)「『地方信用金庫』創設論」『都市問題』第24巻、第2号。
- 代田純(2007)『日本の国債・地方債と公的金融』税務経理協会。
- 田中信孝(2008)『政府債務と公的資金の研究 - 国債・財政投融资・地方債の制度と歴史を巡る考察 - 』敬文堂。

---

<sup>47</sup> 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸(2005)「地方債と地方財政規律 - 諸外国の教訓 - 」に各国の財政ルールが詳しく分析されている。

- 田中信孝(2009)「地方公共団体金融機構の財務基盤と公営競技納付金を巡る課題」『自治総研』通巻 370 号。
- 丹波由夏(2003)「地方債市場の変化」『金融市場』2003 年 5 月号、農林中金総合研究所。  
地方公共団体金融機構 ディスクローチャー誌 各年度版。
- 地方共同の金融機関のあり方に関する検討会(2009)「地方共同の金融機関のあり方に関する検討会報告書」。
- 地方債協会(2014)『平成 26 年度版地方債統計年報(36 号)』。
- 地方財務協会(2016)『公営企業 7 月号』(2016. 7 月号)。
- 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸(2005)「地方債と地方財政規律 - 諸外国の教訓 - 」ESRI Discussion Paper No. 155。
- 土居丈朗(2006)「地方債制度の経済分析 - 理論・実証分析が示唆する分権時代の地方債制度のあり方 - 」『フィナンシャル・レビュー』第 82 号、財務省財務総合。
- 土居丈朗(2007)『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。
- 地方債協会(2010)『金融市場環境の変化を受けた地方債投資ニーズの動向と資金調達手法の変化』平成 21 年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書。
- 中里透(2009)「地方債の共同発行に関する論点整理」『会計研究』第 40 号、会計検査院。
- 中里透(2012)「地方債の信用力とリスクシェアリング」『フィナンシャル・レビュー』通巻第 108 号、財務省財務総合政策研究所。
- 野村資本市場研究所(2007)『変革期の地方債市場 - 地方債の現状と展望 - 』金融財政事情研究会。
- 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。
- 三宅裕樹(2014a)「財政学からみた地方債の在り方」『東京大学大学院経済学研究科・経済学部 地方公共団体金融機構寄付講座(第二期)第 5 回フォーラム』。
- 三宅裕樹(2014b)『地方債市場の国際潮流 - 欧米日の比較分析から制度インフラの創造へ - 』京都大学学術出版会。
- 宮脇淳(1995)『財政投融资の改革』東洋経済新報社。
- 三好重夫(1938)「地方団体中央金庫設置の提唱」『自治研究』第 14 巻、第 11 号。
- 矢田俊文・長岡顕・青野寿彦(1975)「所得・賃金の地域的集中と再配分」『戦後日本資本主義の地域構造』汐文社。
- 吉野直行・高月昭年(2003)『入門・金融』改訂 2 版、有斐閣。
- Alain SCHEBATH(2002)「フランスの地方債 - フランスの地方債自由化後に何が起こったか - 」『日本地方財政学会研究叢書』第 8 号。
- Yun-Hwan Kim(2003) “*Banks or Bonds? : building a municipal Credit Market*” *Local government finance and bond markets*, Asian Development Bank.
- Teresa Ter-Minassian and Jon Craig(1997) “*Control of Subnational Government Borrowing*” *Fiscal Federalism in Theory and Practice*, pp.156-172。

**<参考ホームページ>**

共同発行団体連絡協議会 <http://www.chihousai.or.jp/03/01.html>

(2017年6月5日アクセス)

総務省地方財政白書 [http://www.soumu.go.jp/menu\\_seisaku/hakusyo/index.html](http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/hakusyo/index.html)

(2017年6月5日アクセス)

地方公共団体金融機構 <http://www.jfm.go.jp/>(2017年6月5日アクセス)

地方債協会 <http://www.chihousai.or.jp/>(2017年6月5日アクセス)

## 第二部 公債管理 —バブル経済崩壊後の検証—

### 第4章

#### 地方財政運営と公債管理

##### —バブル経済崩壊以降の自治体財政の分析を中心として—

## 1 はじめに

地方自治体は、地方自治法や地方財政法の規定に基づいて、地方債を発行することができる。しかし、地方債の発行に明確な定義があるわけではなく、地方自治体が財政運営で必要とする資金を外部から調達することによって負担する債務であり、その履行期間が一会計年度を超えて行われるものである。

地方債が対象とする経費については、無制限な発行を抑制するため、その対象を制限列挙することで、財政の健全性を維持している。また、総務省や都道府県との起債の許可や事前協議を課すことで、歯止めとなる装置を国として準備している。そのほか、各地方自治体の決算状況で多額の赤字を発生させていないか、あるいは財政健全化指標による健全化判断など、むやみな起債発行ができない仕組みを構築してきている。

地方債制度は地方財政計画や地方債計画を通じて、財源の確保や資金区分が明確に示されている。公的資金に限っては財源手当も組み込んだものとなっているが、民間等資金は資金配分が示されたとはいえ、各地方自治体が資本市場(以下、単に「市場」という)を經由して資金調達していく必要がある。また、こうした公的資金と民間等資金の配分割合については、民間等資金へ大きくシフトしていることは既に述べてきたところである。

こうした中、地方自治体が健全な財政運営に努めていくためにも、借入資金の償還財源を確保していくことが重要である。起債した事業には、発行後にその元利償還に対して交付税措置される場合があるものの、起債事業の全てにその措置がなされるわけでもないため、自らの歳入財源を活用するなどして、借入後の償還に備えなければならない。

一方で、地方自治体によって予算編成の考え方や進め方は一律ではない。地方財政の運営においては、「量出制入」の考え方によって立つ考え方が財政部局には通底しており、これに即した予算が編成されていくことになる<sup>1</sup>。つまり歳出見込みを抑制的に算出しながら、それに見合う財源を税等、地方交付税や地方債収入などによって賄っていくことで、収支均衡予算を成立させるのである。

<sup>1</sup> 桜井(2004)p. 173 参照。「これまでの財政の一般原則は「量出制入」の原則で、必要な行政需要をまず算定して、それに見合った税収を確保することだったとし、今日では、確保可能な税収の大きさを定め、それに見合った支出計画を立てる「量入制出」の原則が重視される」一方で、小西(2015)は、公共サービスを国民・住民に提供することが目的として先にある、そのために必要な財源を税として徴収するのが基本であって、税負担が先にあるのではないとして(地方自治体では収入の範囲内で予算を組むことが財政運営のあるべき姿と考える向きが強い)、「量入制出」に懐疑的である。

地方財政においては、財政運営を進めていくうえで、投資的経費の動向も見据えつつ地方債の活用とその償還のバランスをとるべく公債管理が行われている。にもかかわらず、公的資金の財源手当や暗黙の保証といった制度があることによって、「借り手意識を持たない」とか「ソフトな予算制約」によって地方自治体が財政規律を喪失しているかのように捉えられることがある。

こうした背景を踏まえつつ、実際の地方財政運営はどのようになされているのかについて検証をしていくこととしている。そのうえで、一時期の地方債増発や地方交付税措置の拡大があったことで、上述のような認識で捉えられた感があったとしても、現実の地方財政運営における公債管理は適切に行われていることを明らかにしていくこととする。

本章の構成は次のとおりである。まず、第2節では、先行研究を概観し、地方債におけるモラルハザードやソフトな予算制約の議論を取り上げている。第3節では、地方自治体の主な財政指標の推移を確認していきながら、公債管理の妥当性を検証していくとともに、地方債の元利償還に対する交付税措置の仕組みが自治体のモラルハザードを引き起こしているのかについても検証していくこととしている。続く第4節では、財政運営と公債管理が実際どのように行われてきたのか実証的に分析するとともに、大阪市における詳細な分析も行っている。これらを踏まえると、一時的に公債費の増嵩がみられたものの、他の経費を削減するなどしながら、各自治体とも財政収支の調整を行っている状況が確認できた。第5節では、公債管理批判に対する筆者の見解を述べるとともに、第6節では、財政健全化の装置が張り巡らせてきている現状や地方自治体の懸命な財政改革が奏功するなど、地方債を含めた公債管理が必要だとしている。

## 2 先行研究<sup>2</sup>

1990年代以降、起債残高が累増した時期があったことは事実である。国の景気対策に呼応して、地方自治体が公共事業の前倒し実施を進めていく一方で、国の方でも自治体に向けた地方債拡充施策や地方交付税の事業費補正の拡充などが行われたりした。その事実をもって地方自治体の財政規律に緩みがあったとする実証研究がある。

土居(2007)は、「借り手意識を持たない地方債の構造」として、地方債償還にかかる後年度負担が地方交付税により補てんされたと論じている<sup>3</sup>。

別所(2007)の推定結果では、地方債を増発させるよう誘導され、地方債元利償還金の交付税措置は、交付団体である道府県の公共投資を増やすかたちで作用していたことが認められるとしている。このことが地方債の累増を助長するとともに、同じ金額の財政措置として一括固定補助金政策として講じていれば、より望ましい状態が実現できたにもかかわらず、それをしなかったことで、非効率な仕組みであるとしている。その根拠として、「政府

<sup>2</sup> 先行研究にはデータ取得期間の制約があり、限定的な検証にならざるを得ず、もう少し長期間による検証に置き換えると違った結果が導出される可能性がある。

<sup>3</sup> 土居(2007)pp. 75 - 126 参照。

の予算制約式において価格比を変えることから代替効果を引き起こし、資金配分に歪みを与えて超過負担(死荷重)を生むため」として、効率性の観点から望ましくない、と結論づける。それを図示して、超過負担を示し、元利償還金の交付税措置は不必要な財政負担を強いていることから、経済全体での資源配分に歪みを与え、非効率な仕組みと断じただうえで、同じだけの財政負担で済むのなら、元利償還金の交付税措置ではなく、一括固定の補助金で配分する方が、より効果を高めることができるとしている。

地方交付税によるこのような元利補給は、地方自治体の投資行動に少なからず影響を与えていると考えられる。この点の検討は、土居・別所(2004)で行われている。

それによると、実証分析によって「地方交付税交付金を通じた明示的な地方債の元利補給については、その規模が近年では交付税交付金の30%、公債費支出の40%をこえる規模に達していることが示された。また、このような元利補給が、公共投資を増加させていることが示唆された」としている。さらに「元利償還金について交付税措置がなされていれば、自地域で租税負担をほとんど負わずに起債できるため、財政力が弱い(税収が少ない)自治体でも、起債許可さえ得られれば地方債を発行して公共事業を実施するだろう。こうして、財政規律が働かないままに、地方債の元利償還負担を必要以上に将来あるいは他地域に移転することとなってしまう」と断じている。

赤井・佐藤・山下(2003)は、現在の地方交付税制度のもとで、地方財政が非効率になる要因として、「ソフトな予算制約<sup>4</sup>」をとりあげている<sup>5</sup>。これは地方自治体が非効率な財政運営を行っていても、事後的に救済されると判断することで、効率的な財政運営を行う誘因とはならないことを係数で実証している。裏を返せば、国の奨励する公共事業費を賄うために起こした地方債の元利償還費を地方交付税の事業費補正として算入することで、地方自治体に必要とされない事業にまで自治体を誘導するなど、非効率な財政運営を招いているということである。地方交付税の制度改正では、「基礎サービス」に限定するなど、国の事後的裁量を少なくすることを提言している。

確かに、彼らが用いる予算制約モデルや係数分析による実証研究には説得力がある。しかし、そのことが即ち、地方財政運営が規律を喪失し、公債管理が非効率となっているといえるのだろうか。各地方自治体の実態をつぶさに観察していく必要があると思われる<sup>6</sup>。

また、経済学にも景気の循環に長期や短期の周期があるように、地方財政の状況を判断するに際しても、中長期的な観点から判断していくのが妥当ではないだろうか。中長期的な観点から地方財政を俯瞰した場合、浮かび上がる事実は違ってくることもあり得よう。

<sup>4</sup> Rodden, j. (2003)は、複数国の財政的な分権とソフトな予算制約問題の比較分析を行っている。

<sup>5</sup> 赤井・佐藤・山下(2003)pp. 96 - 107 参照。

<sup>6</sup> 足立(2006)は、地方交付税の総額が、中央政府における財務省と総務省の折衝を通じた合意に基づくものであり、各地方自治体の不足額の積み上げを考慮しているため「ソフトな予算制約」を生じているのではないと指摘し、また、林(2006)は、地方自治体が機会主義的な行動をとったにしても、地方交付税制度のもとで、それに対して地方自治体を個別に救済することは困難で、実証分析上の問題点もあわせて指摘している。地方財政対策はマクロの理論であって、地方財政運営上の財源確保対策はミクロの実践であり、双方を突合させていないものを、論理だけで論証すること自体に無理があると筆者はみている。

2001年の財政投融资改革や2008年に制定された財政健全化法に基づく財政健全化4指標の改善状況を見ても、必要に応じて財政運営には拡大期があったり緊縮期があったりするなど、一時期の地方債残高の累増原因をあたかも地方自治体の借り手意識やソフトな予算制約という仮構に求めるのではなく、むしろ自治体財政運営における公債管理の柔軟性にこそ着目すべきであろう。

### 3 公債管理の指標と地方交付税

#### (1) 国と地方の公債管理

国債の管理政策は、2つの観点から形成されている。1つ目は、社会経済環境に即応した発行管理に関する事、2つ目は、発行が円滑に行われるように資本市場へ働きかけることと、その延長としての元利償還の管理に関する事である。前者は政策的な財政運営の見地から、後者は財政的な償還管理の見地から発生しており、それぞれは独立しているものではなく、密接不可分のものとして実効管理されてきた。

例えば、国債管理における発行管理として、TB(財務省短期証券)1年物・30年物の公募入札の開始(1999年)、5年債の導入や15年変動利付債の公募入札開始(2000年)、ストリップス債の導入(2003年)、物価連動債の導入(2004年)、40年利付債の導入(2007年)など、金融商品の充実を図ってきている。また、償還管理として、満期構成の組み換えとして、10年債発行総額を減少させ、5年債などの短期債の発行を増加させるなど、金利面も意識した管理を行っている。逆に近時のマイナス金利下では、長期債の発行が増加しつつある<sup>7</sup>。

地方債の管理政策は、総務省から地方自治体に発せられている通知による事とされているが、地方債の実務においては、地方債の発行は、原則として事前協議制となっている<sup>8</sup>。このため、都道府県や政令指定都市は総務大臣・政令指定都市を除く市区町村は都道府県知事に事前協議する仕組みとなっている。しかし、総務大臣や都道府県知事が協議内容(起債の目的、限度額、起債の方法、資金、利率、償還の方法など)に不同意であれば、各地方自治体は地方財政法第5条第1項の対象事業であれば、あらかじめ議会に報告することで、独自に起債することが可能となっている。ただし、歳出に占める公債費の割合が高い、税率が一定未満など、地方財政法で定められた基準を満たしていない自治体の起債は許可制となるなど、制限を受ける事となる<sup>9</sup>。

<sup>7</sup> 2016年12月23日付日経新聞(朝刊)の記事で、利払い費の抑制が狙いだとのことである。

<sup>8</sup> 旧自治省は、1978年9月「地方債の管理について」で財政局長名の通知を發出し、同通達中の減債基金の設置についての留意事項を財政・地方債両課長名の内かんで明示している。その内容は、減債基金の設置等、繰上償還が困難な場合の措置などであり、地方債の市場流動性を高めるための行政指導を行っている。その後も、「地方債の管理について」を示し、地方財政運営の適正化を推進する観点から、さらなる注意喚起を行っている。

<sup>9</sup> 実質公債費比率が25%以上35%未満の団体は、一般単独事業債等、35%以上の団体は一般公共事業(災害関連事業を除いた事業)、教育・福祉施設等整備事業等に係る地方債を起すことができない。都道府県・政令指定都市及び標準財政規模500億円以上の市は標準財政規模の2.5%、標準財政規模200億円以上の市町村は標準財政規模の5%、標準財政規模50億円未満の市町村は標準財政規模の10%を超える実質赤字額を生じた団体は、引き続き許可が必要とされている。

公債費を管理していくための仕組みとして、①地方財政法に基づく地方債の制限、②地方財政計画と地方債計画、③適債事業の制限と充当率、④一定額以上の歳入欠陥、⑤起債制限比率(実質公債費比率)がある。

地方債では、地方財政法第5条によるいわゆる「非募債主義」が貫かれている。このため、地方債を財源とすることのできるケースを制限列挙している。これ以外の赤字地方債を発行する際には、特別法によって例外的に地方債を財源とすることが認められている。

地方財政計画の策定によって、地方自治体は標準的な行政水準を確保できるよう財源が保障されている。その財源措置を通じて地方債計画の総額も影響を受けるなど、両者は密接な関係を保持している。また、地方債計画は事業別に起債額が掲載されているだけでなく、資金区分も明示されるなど、地方自治体の起債計画を策定するにあたっての指針となっている。

地方債の発行は、原則として建設公債主義であり、適債事業の限定がなされている。これは経常的な経費に冗費されるより、投資的経費に充当した方が資産の形成につながり、貸借対照表において資産と負債がバランスするだけでなく、世代間負担の公平性と合致するためである。また、国債とは違って、地方債に限っては、対象となる事業の経費に対して充当率を課している。充当率は事業別に定められているが、その考え方は、地方自治体の負担で実施すべき割合が高い事業の場合は充当率が低く抑えられ、逆に公営事業のように使用料等の収益を基本とする事業の場合には、充当率を100%とするなど、その収益でもって償還が可能なため、地方自治体の負担を求めなくても、公債費の償還は担保されると判断されているためである。こうした措置を準備しておくことで、自治体の安易な起債発行を抑制し、事業の優先順位付けを実施させることで、非効率性を生じさせないための事前予防措置を講じてきた。

地方財政計画には投資的経費が計上されている。国の長期計画は、「地方財政要覧」にとりまとめられている。表1のように、単独事業は経年的に増加を続けていたが、1990年代の伸び率は、それまでの伸び率を大幅に上回るものだったことが分かる。背景には、序章でも述べたように、国の景気対策を促進していくために、地方債の積極的な活用が求められた側面が強く、地方自治体もそれに呼応して地方債を活用してきたためである<sup>10</sup>。

---

<sup>10</sup> 中井・齋藤・堀場・戸谷(2010)pp.107 - 125 参照。公共投資は、国土全体や豊かな国民生活と企業の生産力を高めるために社会資本を整備するのが本来の目的である。その点では、中長期的な観点から必要度の高い社会資本整備が必要であり、どのような社会資本をどのように整備するのか、その計画性が問われる。一方で、公共投資は、景気対策のために有効需要を創出する主要な手段となっており、短期的な側面も有している。公共投資の経済効果は大きく2つに分けられ、第一は、社会資本ストック自身の効果であり、第二は、有効需要の創出効果である。第一の効果とは、公共投資累積の結果、社会資本ストックが形成され、民間企業等の生産力を高める効果を持つことである。この効果は、民間の生産力が社会資本ストックの充実によって高まる「直接的な効果」と、そのことによって誘発される民間設備投資の増加という「間接的な効果」に分けることができる。第二の効果とは、財政支出を通じて、有効需要を高めるための乗数効果を通じて、初期の支出の数倍もの有効需要が創出される効果のことをいう。公共投資が有効需要の一環をなすことによるものであり、とくに需要が減少する不況期に有効とされてきた。しかし、かつては公共投資が景気を刺激する効果、いわゆる乗数効果が大きく発揮されていたといわれているが、現在ではその効果がかなり小さくなってきたとの指摘もある。

こうした単独事業の受け皿として地方債は発行されてきたことで、地方債の累増を招いたのであるとしても、借り手意識が不足していたから地方債残高が累増したとは即断できない。むしろ長期計画に位置付けられたように、地方自治体にとって必要な投資が存在したから、その財源として起債が活用されたと考えることも可能である<sup>11</sup>。

**表 1：国の長期計画における単独事業の推移**

(単位：億円)

	第 1 期	第 2 期	第 3 期	第 4 期	第 5 期	第 6 期	第 7 期
	1960 年代	1970 年代		1980 年代		1990 年代	
年平均	9,385	12,231	20,374	31,885	37,343	66,194	69,786
伸び率	1.00	1.30	2.17	3.40	3.98	7.05	7.44

(注)伸び率は、1960年代を1とした場合の伸び率。

(出典)「建設統計要覧」より大塚(2013)が作成したものを、筆者で一部修正のうえ作成。

## (2) 債務管理の基本

地方債の債務管理における業務としては、①適切な地方債発行額、発行条件、償還条件、発行時期を決定すること、②地方債の償還を計画的に実施するための財源を確保するとともに財源を運用すること、③地方債に関連する支払金利や手数料のコストの削減にすることである。これらを地方債の市場化対応、発行時期の平準化、年限多様化と手数料の順で、債務管理が徹底されているかどうかを考察する。

### ア 地方債の市場化対応

地方債資金の市場化の進展に即して、地方自治体は地方債の商品性向上や流通性向上に努めてきている。主な対応としては、次の(主な市場化対応)とおりであるが、例えば、発行年限の多様化や共同発行のように発行ロットの拡大などの取組は、投資家のためでもあると同時に、地方自治体として借入金利の低減にも資するものである。厳しい予算編成が続く中、地方自治体の財政運営においては、地方債の発行にともなって発生する借入金利に敏感にならざるを得ず、その結果、支払利子額の抑制を図ってきている。

また、発行条件の交渉も大きく変化してきている。従来は、総務省が全地方自治体の窓口となって、金融機関との条件交渉を行う、いわゆる「統一条件方式」だったものが、個別の地方自治体が行う「個別条件交渉方式」へと移行した。このことにより、今まで以上に、借り手意識を高め、金融機関との交渉テーブルに着くことになったのである。

<sup>11</sup> 必要な投資を促進する手立てが地方交付税による事業費補正だった可能性がある。後述するが、後年度に地方交付税算定上で算入されたものが実額で地方自治体の歳入計上されるものではない点に注意すべきである。自治体の財政当局は、事業推進する財源の裏付けがあることで議会の予算承認を得やすく、住民への説明責任が果たせることから事業費補正付きの起債事業を選択したものであって、後年度の元利償還にかかる公債管理を疎かにしていたと結論づけることはできない。

決定される金利は、各自治体の財政力や債務の状況などに左右され、見方によっては潜在的に存在していたリスクが顕在化したものといえなくもない。ただし、金利が0となるわけではないため、利子支払可能な範囲で起債発行をしていくことに変わりはない。つまり、支払利子に差は生じるとしても、従来の方式において、借り手意識を持ちながら公債管理を行ってきたのである。

(主な市場化対応)

- ・1992年度 市場公募地方債の満期一括償還方式の導入
- ・1996年度 BIS 基準リスク・ウェイトの引下げ
- ・2000年度 5年債の発行(2003年：20年債、30年債、2004年：15年債、  
2006年：7年債、2008年：3年債、2009年：2年債)
- ・2003年度 共同発行市場公募地方債の発行
- ・2006年度 地方債許可制度から協議制度へ移行、個別条件交渉方式への移行、  
依頼格付けの取得(横浜市)
- ・2009年度 日銀適格担保の拡充<sup>12</sup>

## イ 発行時期の平準化

地方自治体は、地方債の流通性向上のみならず、年間を通じた発行の平準化を実施することで金利負担や金利変動リスクの低減化に取り組んでいる。資金需要の歪みを是正することは、いつでも潤沢な資金が投資家の手元にあるわけでもないことからすれば、投資家のニーズにも合致する。資金が供給しやすくなれば、発行自治体としての金利条件は緩和されることとなり、一方で、資金供給が逼迫してくれば、どうしても金利は上向き加減とならざるを得ない。

こうしたことから、各地方自治体にあつては、年間を通じた資金需要の状況をみながら、平準化に向けた発行や借入に努めている。民間等資金ではデータが揃っているのも、そこから過去からの状況推移を確認してみることにする。

図1の実績値をみれば、毎月の平準化発行が進んできていることが分かる。とりわけ市場公募地方債の平準化発行は、毎月の棒線の位置がフラット化しているのが見て取れることから、ほぼ達成されたと判断できるのではないかと考えられる。銀行等引受債の方は、平準化を進める向きはあるにしても、全資金の調整弁としての役割も担っていると考えられ、依然として、4月・5月の借入割合が高いものとなっている。その主な原因は、都道府県や政令指定都市に比べて、市区町村での平準化が進んでいないことが原因としてあげられる。2013年度の4月・5月合計数値では、都道府県と政令指定都市は、それぞれ33.3%、33.4%であるのに対して、市区町村では、53.6%となっている。市区町村における市場化対応がまだま

<sup>12</sup> 日本銀行が取引先金融機関に対して貸付を行う場合に、その担保として受け入れを認める担保資産のことをいい、日銀適格担保となったことで、市中の金融機関は銀行等引受債を保有し易くなった。

だ遅れていることは指摘できる。

金融機関サイドからも、市区町村の動向変化を待つだけでなく、市区町村へ積極的に働きかけるなど、投資家ニーズを踏まえた平準化発行を促していく必要があるのではないだろうか。

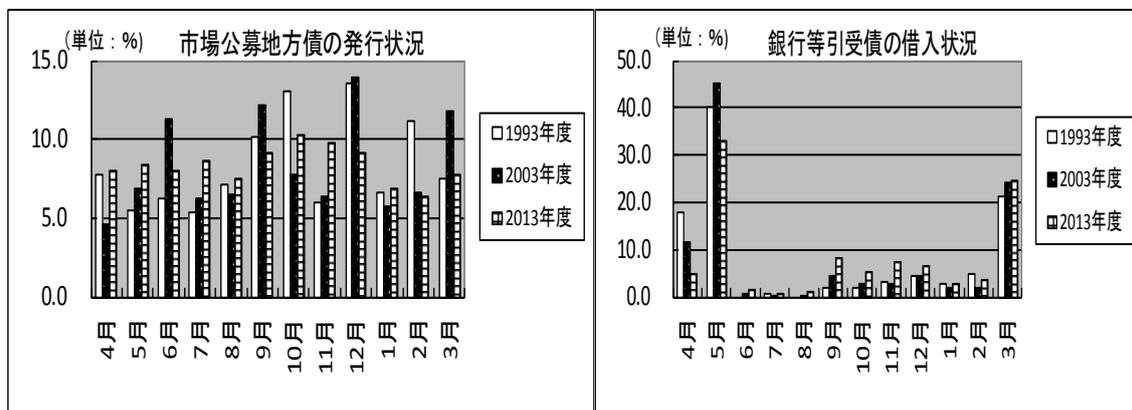


図1：民間等資金の平準化発行

(出典) 地方債協会「地方債統計年報」各年度版より筆者作成

## ウ 年限多様化と手数料

地方自治体は、政府資金を含む公的資金について、ALMの観点から、年限の多様化に取り組んできている。民間等資金のうち市場公募地方債では、主に10年の満期一括償還方式で発行されているが、このほかにも、3年、5年、7年といった短期債だけでなく15年、20年、30年といった長期債も一部の自治体で発行されている。銀行等引受債では、金融機関との交渉で発行可能な自治体は多様な年限設定の上で資金調達を行っている。

こうした取組によって、投資家ニーズに対応した発行と支払金利コストの低減を図っている。また、発行・償還時に発生する手数料については、統一条件方式の段階までは、総務省が窓口となって金融機関との間で料率を決定していた。金融機関側のシステム更新・省コスト化などによってコストが吸収されたこともあって、少しずつ手数料が引き下げられてきた。それでも今から思えば、発行・償還等に要する手数料が長期間にわたって高止まりしていた感は否めない。その後、ツーテーブル方式や個別条件交渉方式になってからは、これらの手数料は大幅に引き下げられることとなった。

そのほか、民間等資金の調達においては、入札の実施によるコストの削減にも取り組んでいるところであり、債務管理を意識した制度運用が積極的に行われている。

### (3) 実質収支比率と起債の制限

地方債残高が累増したが、地方債の管理政策は意味をなさなかったのかどうか、実際のところどうだったのかを探索していくこととする。

公債管理については、実質収支赤字が標準財政規模に対する比率で一定水準(都道府県

5%、市町村 20%)以上となる地方自治体は、建設事業のための起債ができない。ただし、地方財政再建促進特別措置法により財政再建団体となることにすれば地方債の発行は可能である<sup>13</sup>。また、起債制限比率の過去3ヵ年における平均が20%以上となる自治体などは起債の制限や起債が不許可となるなど、起債の制限措置があった(現在では、実質公債費比率25%を超えると起債制限がかかることとなっている)。しかし、実質収支比率や起債制限比率といった指標は、土居(2008)によれば、基礎的財政収支改善のために何ら寄与せず、シグナルとして債務抑制のための早期是正機能を十全に果たしていないことを観察したとしている<sup>14</sup>。

取り上げた先行研究にかかるデータは2003年度以降のものであることから、その年度を起点として、過去の実績を振り返りながら、債務の抑制が働かなかつたのかどうかを検証していくこととする。

まず、図2では、実質赤字団体数の推移と実質収支赤字額の推移を示している。新たな財政健全化のための制度創設の動きにあわせて、急激に改善が進展してきている状況が観察できる。

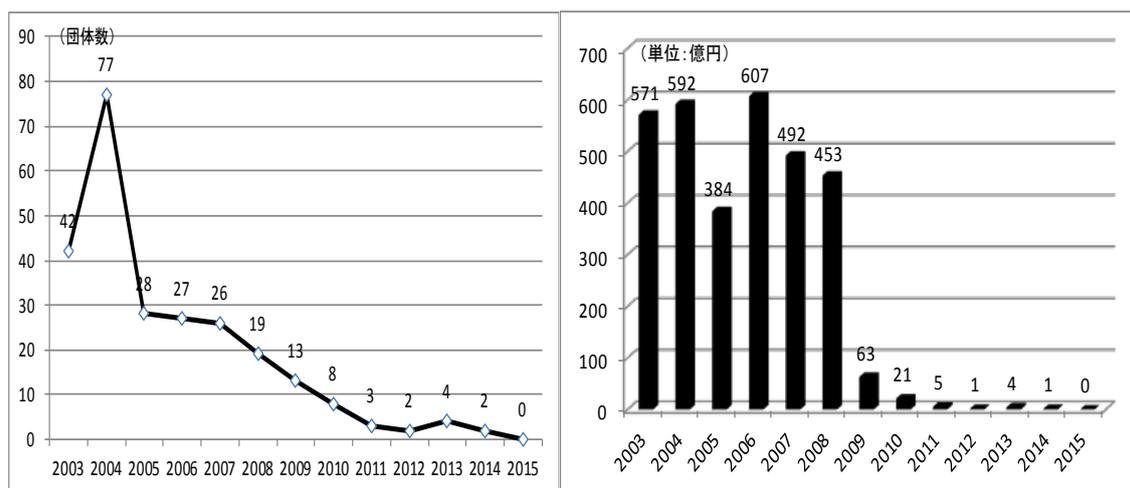


図2：実質収支等の状況

(出典) 総務省「地方財政白書」より筆者作成

次に、起債の制限についてである。

かつては起債制限比率が起債の歯止め措置を果たしていた。起債制限比率は、地方債元利償還金及び公債費に準ずる債務負担行為にかかる支出の合計額から繰上償還された額を除き、さらにこれに充当された一般財源のうち普通交付税の算定において基準財政需要額に算入されたものを除いたものが、標準財政規模(臨時財政対策債発行可能額を含み、普通交付税の算定において基準財政需要額に算入された公債費等を除く)に対し、どの程度の割合

<sup>13</sup> 2009年に失効した法律で、財政破綻した地方自治体の財政再建について定めていた。現在の「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」である。

<sup>14</sup> 土居(2008)pp. 253 - 307 参照。

となっているかを見るものである。

表2にある起債制限比率の推移をみると、全体の合計と自治体別ともに、2000年代前半から10%台だったものが12%前後へと数値が上昇し、2000年代半ばあたりからその数値は、徐々にではあるものの、低下してきていることが読み取れる。全自治体を概観すれば、年度のばらつきはあるものの、起債制限比率の存在は債務削減に寄与していること、地方自治体は、その数値が悪化しないように財政運営してきた結果であるといえる。むやみな起債発行による公債費の増嵩を避けてきたものであって、歯止め装置としての機能を発揮してきたものと考えられる。なお、2008年度決算からは、実質公債費比率が起債協議等の手続きにおいて用いられることとなったため、「地方財政白書」から消えている。

**表2：起債制限比率の推移**

(単位：%)

	1997	2002	2003	2004	2005	2006	2007
都道府県	10.3	12.4	12.3	12.4	12.1	12.1	11.4
市町村	10.5	10.9	11.0	11.2	11.4	11.3	11.1
合計	10.4	11.6	11.6	11.7	11.7	11.6	11.2

(出典)総務省地方財政白書より、筆者において作成。

#### (4) 実質公債費比率と積立金

実質公債費比率は、地方債の元利償還金(繰上償還等を除く)や公営企業債に対する繰出金などの公債費に準ずるものを含めた実質的な公債費相当額から、これに充当された特定財源及び一般財源のうち普通交付税の算定において基準財政需要額に算入されたものを除いたものが、標準財政規模(普通交付税の算定において基準財政需要額に算入された公債費等を除く)に対し、どの程度の割合となっているのかを見るものである。

図3によると、近年の実質公債費比率は、初めて算定された2005年度以降低下してきていることが分かる。また、実質公債費比率を自治体別にみると、いずれも大幅に改善しているが、都道府県より市町村の方が改善度合いは高いことが分かる。

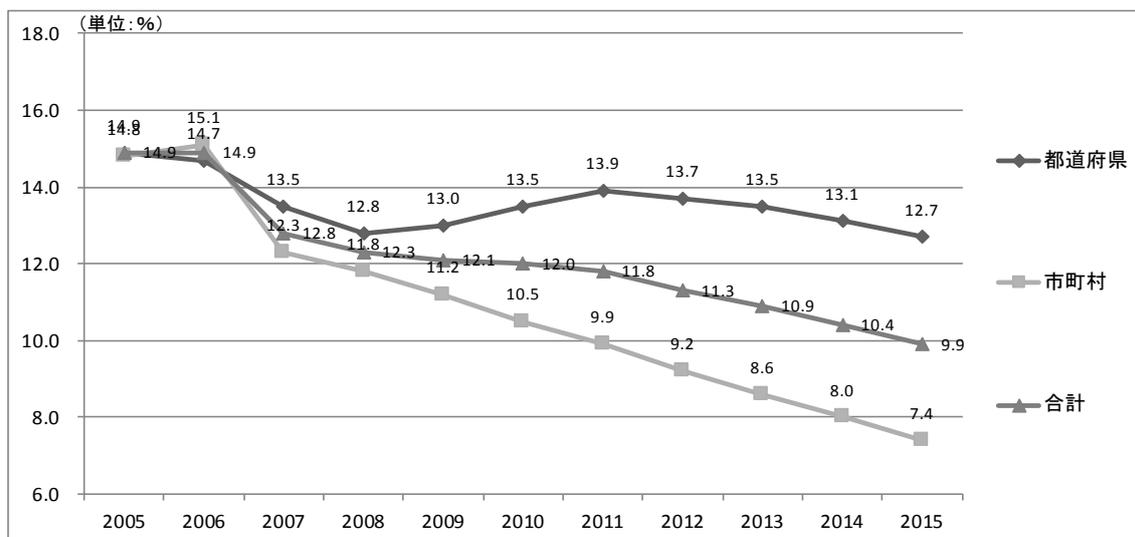


図3：実質公債費比率の推移

(出典) 総務省「地方財政白書」より筆者作成

次に、地方自治体の貯金ともいえる積立金残高の内訳をみると、2003年度と2015年度の増加額と伸び率は、年度間の財源調整を行うために積み立てられている財政調整基金では、額で3.8兆円、率で100%の増加、また地方債の将来の償還に充てるために積み立てられている減債基金(満期一括償還にかかるものは除く)では、ほとんど増減はなく、既に必要な積立額を充足しているといえる。さらに将来の特定の財政需要に備えて積み立てられている其他特定目的基金では、額で5.6兆円、率で74.7%の増加となっている。積立金現在高の合計額では、額で9.3兆円、率で66.4%の増加となるなど、財政運営の安定化を図るため、経年的に積立金を積み増してきていることが分かる。

全ての都道府県や政令指定都市にあっては、将来の起債償還に備えて、減債基金が設置されている。最も早くから基金が設置されているのは大阪府で、1959年3月となっている。自治体によっては、基金の積立目標を立てており、大別すれば2つに分類でき、①標準財政規模の5%、②財源対策債等にかかる地方交付税措置額との償還額との差額としている。

一方で、こうした基金は、平時は運用に回して利子収入を得ているが、財政危機に直面した際には、機動的に現金化でき、応急措置を講じることが可能である。

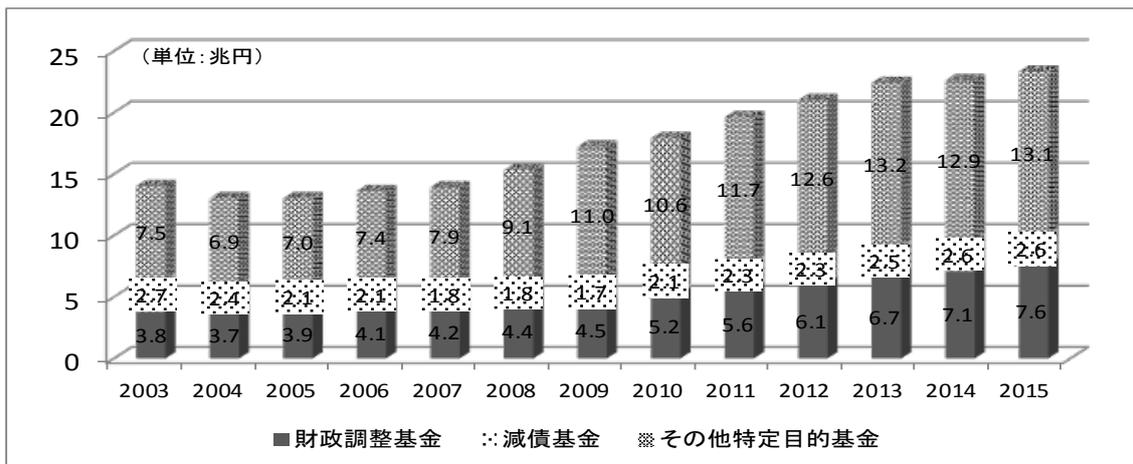


図4：積立基金の推移

(出典) 総務省「地方財政白書」より筆者作成

### (5) 地方交付税

1954年度に地方交付税制度が創設され、これまで制度変更を重ねながら今日に至っている。制度創設当初、地方交付税制度が「静態性原則」としていたことから、実態との矛盾から、事業を限定して導入された事業費補正だが、その後2002年度に至るまで、地方自治体の実態に即応しつつ、動的に基準財政需要額算定に反映していくことを通じて、対象・種類や算入率を引き上げてきた<sup>15</sup>。とりわけここで問題とされているのは、地方単独事業の拡大とそれともなう地方債の元利償還金に対する交付税措置である。当時は景気対策とも絡んで、事業費の一部に地方債の充当でききる対象が拡大され、ふるさと創生事業のように財政力に応じて元利償還金の交付税措置(30~55%)が後年度に措置されたりしたことである。しかし、1990年代に地方債が増発され、その発行を促すかのように地方債の後年度負担である元利償還金に対して地方交付税が活用されてきたとして、その制度に対する批判や制度自体の見直し議論が起きた。

表3にあるように、1950年度にはじまった投資的経費にかかる地方交付税措置は、年を追うごとに、順次拡充されてきたものの、2000年代以降は、縮減に向けた大きな制度改革が行われている。

表3：地方交付税の投資的経費の変遷

年度	新設項目	内容	備考
1950	地方財政平衡交付金	交付額の総額は各地方団体の不足額を積み上げ	総額が現実の地方財源不足額を大きく下回り、地方団体は財政危機
1954	地方交付税	減価償却費を単位費用に算入	

<sup>15</sup> 総務省地方債課の見解は、「ミクロ面での財源保障機能および財源調整機能の水準は、決して所定のものとして固定化されたものではなく、どの程度の財源調整機能(財源保障機能)を図るかのレベルも変動するものである」としている。

1956	特別態様補正（道府県分）	総合指標と個別指標により補正係数を算出	財政力の弱い団体へ傾斜。投資的経費の拡大へ（1971年度に廃止）
1962	事業費補正	港湾費と海岸費の事業費の一部を密度補正で措置	その後、河川費や道路費も対象となる
1967	事業費補正、密度補正から投資態様補正へ	各種補正の統合。投資補正と事業費補正の2本柱	投資補正は動態化。事業費補正は毎年弾力的に算定へ判定
1969	減価償却方式全廃、標準事業費方式の採用	經常経費と投資的経費を分けて算定	—
1985	—	単独事業における投資的経費の対象拡大	事業費補正の拡大。ふるさと創生をはじめ、単独事業を拡大
2002	事業費補正見直し	事業費補正の算入率引き下げ、算入対象の単独事業を見直し	—
2007	新型交付税導入、經常経費と投資的経費統合	包括的経費による算入、經常経費と投資的経費区分を廃止	—

（出典）筆者において作成。

神野・池上(2003)では、「特に、地方交付税の『動態的算定』は見直される必要がある。これは、中央政府が認めた特定のタイプの建設事業について、後年度の公債費の基準財政需要額などを行う手法であり、『地方交付税措置』と呼ばれている。これは国庫補助事業の『裏負担』への手当のみならず、地方単独事業にも一部適用されてきた」ことから、こうした算定は改められなければならないとしている<sup>16</sup>。

とはいえ、事業費補正にも弱点が見受けられる。1つ目は、景気変動に対して迅速に対応できない点である。事業費補正の対象経費が増大したとしても、投資時は比較的景気が下降期にあることから地方交付税の実財源が乏しく基準財政需要額を反映しづらく、そのための地方財政対策が急浮上してくるのである。逆に好景気時には、投資需要が減少するにもかかわらず、収入額は増加するといった相反関係にあり、その是正にはJカーブ効果みたく一定の期間を要する。2つ目は、投資的経費が十分捕捉できない点である。投資には一定の周期があり、静態的に基準財政需要額に算入し難く、むしろ動態的な変化に応じて算入していかざるを得ないため、地方交付税の算定基準に即した運用が図られていない。

こうした問題を一気に解消するには、土居(2007)は、「地方債元利償還金の交付税措置は、

<sup>16</sup> 神野・池上(2007)pp.257 - 258 参照。

自らの債務でありながら国からの交付税をあてにして元利返済する依存体質を助長しているから、即時に廃止するべきで、既往の交付税措置だけは残すが、新規の元利償還金の交付税措置を禁止すべき」としている<sup>17</sup>。

単純に経常的経費と投資的経費に分類し、前者だけを地方交付税の対象とすることに問題はないのだろうか。現場の実態に即して議論がなされるべきで、単純化した2項整理だけでは十分ではないと考えられ、幾つかの例をあげながら反証していく。

例えば、教育関連事業ではどうだろうか。教職員らの人件費はもちろん経常的経費である。教育サービスを提供するには、土地や施設が必要であり、土地は既に地方自治体所有であればその転活用に過ぎないだろうが、新たに取得するとなれば、地方債の検討も行われることとなるだろう。施設についても、地方債を活用して建設するのが普通である。土地や施設がなくても教育サービスの提供方法はいくらかでも考えられるが、少なくとも義務教育に限れば、現物の土地や施設は必須で、これらなくして義務教育サービスの提供は成り立たない。国の基本政策を受けて、自治体の法定受託事務として実施している事業であるにもかかわらず、施設補助はあるにしても、地方債の活用を自治体の判断とする一方的な押し付けは間違っている。ましてや使用料や手数料などによって100%ペイメントできるような仕組みが構築されている訳でもなく、義務教育に関しては、最後まで国としての責務を果たしていくべきであろう。そのほかにも、水道事業のように安定的な水供給が求められ、水道管の耐震化にも取り組んでいるところであるが、その投資的経費については密度補正で基準財政需要額に算入されている。使用料の値上げをすれば、交付税措置は要らなくなるのであろうが、そのためのコンセンサスは今のところ得られていない。受益者負担の原則と住民の実負担との均衡を図りながら、順次改定していかなくてはならないものであり、早急な制度廃止は、住民負担の急激な増加となって跳ね返ってくることとなる。全国的な動向も見据えながら、ベストエフォートを探りあてていくほかはなく、最低限の投資的経費への財源保障は必要と考えられる。

地方債の元利償還金を交付税で措置する仕組みが、自治体のモラルハザードを引き起こしたとして、事業費補正を槍玉にあげ、不必要に贅沢で多くの施設が地方単独事業として行われたことが批判された。それに関連して、地方債における借り手意識の欠如やソフトな予算制約の論説が付随して発生した。

これらの論説は、地方交付税としての事業は許容できても、地方債は投資的経費でもあり、その発行にかかる元利償還金は交付税に馴染まないとの考えが根底にある。しかし、いずれの事業においても、行政サービスの提供という観点からのサービス、それがソフト事業かハード事業であるかの選択に過ぎず、どちらが優先されるべきと考えるかについては、様々な判断が存在するのである。

岡本（2002）は「地方財政計画の歳出は、その多くは国が決めた教育・福祉の実現などであり、国が期待する公共投資の実現である。基準財政需要額の水準が「高い」とするな

---

<sup>17</sup> 土居(2007)p. 278 参照。

らば、国家としての福祉や教育の水準を下げ、国家として期待する公共投資の量を下げる  
ことである」としている。ナショナル・ミニマムの範囲内は国が責任を持って財源保障し、  
地方の裁量に委ねられる部分は、地方自らの財源負担とするのが本来の姿であろう<sup>18</sup>。

国は地方自治体に対して、地方財政計画のもとで地方債の元利償還金も含めた財源保障  
が毎年度なされていることや、財政状況が著しく悪化した地方自治体については、これま  
では国の管理下において再建を図る財政再建制度の存在を重視してきた。しかし、地方債  
の元利償還金を国から補てんすることは、地方債発行を容易にし、地方自治体の適債事業<sup>19</sup>  
への投資を誘導する意味を持っている。ところが、地方債を財源とする適債事業への投資  
が全て効率的であったかどうか、あるいは、適債事業への国による誘導が、地方自治体や  
その住民にとって必ずしも望ましいとは限らなかったことも検討される必要がある。つ  
まり、地方交付税と地方債の関係が密接であることに問題があるとするのではなく、将来  
の需要予測の甘さに問題があり、将来予測のあり方を改めることが重要なのである。

いずれにしても、需要予測の甘さが借り手意識を低下させたわけでもなく、借り手意識  
が低いことで需要予測が甘くなることとの因果関係は確認できていない。ましてや首長の  
政策判断に踏み込んだ分析など困難をとまなうことから、地方自治体の政策や財政運営と  
の関係性に着目した分析をしていくべきではないだろうか。

## 4 財政運営と公債管理の実際

### (1) 5大都市等の財政状況分析

公債管理の最も有効な手段は、自律的な仕組みを構築することである。究極的には地方  
債の不発行がゴールといえるが、現実的ではない。実際は、将来の公債費を見通しながら、  
毎年の地方債発行総額を検討するのである。また、自団体の財政状況も見極めながら、負  
担の平準化にも配慮しながら財政運営に当たる必要がある。

図5において、5大都市と都道府県の1つである大阪府を対象として、2005年度を基準  
年として、地方税収入、地方交付税、地方債収入、地方債現在高、人件費、扶助費がどの  
ように推移し、改善は進んできたのかどうかをみていくこととする。

まず、地方税収入であるが、2005年度以降、順調に税収を回復軌道に乗せていたものの、  
2008年秋に起きたリーマンショックの影響で、地方税収は大きく落ち込んでしまった。そ  
の後も、小幅の動きを繰り返しながら、何とか踏み止まっている。ただし、例外は大阪府  
で、法人税収のウェイトが大きいことから、税収の落ち込み幅は政令指定都市よりも大き  
な影響を受けていることが分かる。

次に地方交付税であるが、税収の回復基調にもなあって、地方交付税は減少傾向を示し  
ていたものの、リーマンショックの影響による税収減を補てんするため、2009年度から地

<sup>18</sup> 岡本(2002)p. 157 参照。

<sup>19</sup> 地方財政法第5条1項で、一定の場合に限り地方債を財源とすることを認めている。これがいわゆる「適  
債事業」で、建設地方債は「5条債」とも呼ばれている。具体的には、公営企業債、出資金・貸付金、既  
発債の借換え、公共公用施設整備などを対象としている。

方交付税は増加へと転じている。その中でも大阪府は、地方税収の減少幅が大きかったこともあって、地方交付税の伸びは著しいことがうかがえる。

公共事業の縮減にともない、投資的経費は減少が続いていたが、近年では少し増加傾向にあるが、それでもバブル期には遠く及ばないのが実態である。とはいえ、公共インフラや公共公用施設の建設等は必要不可欠である。こうした投資的経費にかかる財源の多くを占めるのが地方債であるが、その地方債はどのように活用されてきたのであろうか。

各地方自治体とも、投資的経費を抑制基調としてきていることから、地方債収入も基本は減少傾向となっている。例外なのは、大阪府と京都市である。原因として考えられることは、臨時財政対策債の増発によるものである。投資抑制による地方債の抑制額が臨時財政対策債の増発額を下回れば、地方債総額の減少を維持できることとなるが、臨時財政対策債の増発額が投資抑制による地方債の抑制額を上回れば、地方債総額は増加することとなる。つまり、税収等の不足を埋めるために臨時財政対策債を多量に発行せざるを得ない場合には、大阪府や京都市のような上向きの線形を描くこととなってしまう。なお、2013年度に横浜市が急増しているのは、比較対象から除外するのが適当だが、三セク債の発行増による影響である。

こうした地方債の発行状況を受けて、地方債現在高はどのように推移してきたのだろうか。地方債の発行自体が抑制されていたことから、各地方自治体の地方債現在高は減少傾向となっている。先に、地方債収入の分析で大阪府と京都市が地方債の増加基調にあることが分かったが、同様に地方債現在高も増加している。ただし、2つの都市の臨時財政対策債を除いた地方債現在高は減少となっていることから、地方債管理については、外的な環境変化を度外視すれば、節度ある管理が行われているといえる。

一方で、歳出経費についてであるが、地方公務員の要員コストである人件費についてはどうだろうか。歳入状況が厳しいこともあって、歳出の削減には余念がないようであり、全国の地方歳出に占める人件費の比率は、1970年代頃に30%半ばであったものが、その後減少の一途で、2003年度の28.0%から2013年度22.8%となっている。図5にあるように、いずれの地方自治体においても、人員の削減や給与カットなどの継続などによって対応しているのが現状である<sup>20</sup>。

厳しい社会経済環境が続く中、超高齢社会の到来や少子化などもあいまって、社会保障関連経費は増加の一途をたどっているが、地方自治体の状助費の状況はどうなっているのだろうか。社会経済情勢の影響のほかに、大都市の住みやすさや社会福祉の充実なども重なって、扶助費は大幅な伸びを示している。リーマンショック後は、生活保護世帯の急増もあって、横浜市や名古屋市では、顕著な伸びとなって、財政を圧迫する要因となっている。都市の成熟化もいわれており、当面はこの傾向が続くものと思われるが、地方自治体は予断を許さない厳しい財政運営が求められている。

---

<sup>20</sup> 人件費の見直しでは、その経費は物件費に転じている場合が多くあるも、物件費<人件費であることからコスト削減は進んでいる。

ここまでの分析からいえることとは何だろうか。地方自治体は好むと好まざるとにかかわらず、基礎的自治を実践していく必要があることから、社会保障関連経費をはじめとして、やすやすとは経費の削減を実行できないといった厳しい財政運営が続いている。扶助費などの社会保障関連の経費が増加基調にあるならば、経常的経費の抑制は、投資的経費とは違って、易しくはない。ただし、人件費や物件費などについては、改革度合いが低いのであれば、さらなる削減に取り組むことは可能であろう。また、公債費については、投資的経費に連動して、将来見込みを立てることはある程度可能なので、こうした経費の負担についても、抑制していかなければならない。投資的経費の見込みが増加傾向にあり、後年度の公債費が増大するとなれば、当該年度も含めて新規起債などを中心として、投資的経費を抑制していかなければならない。

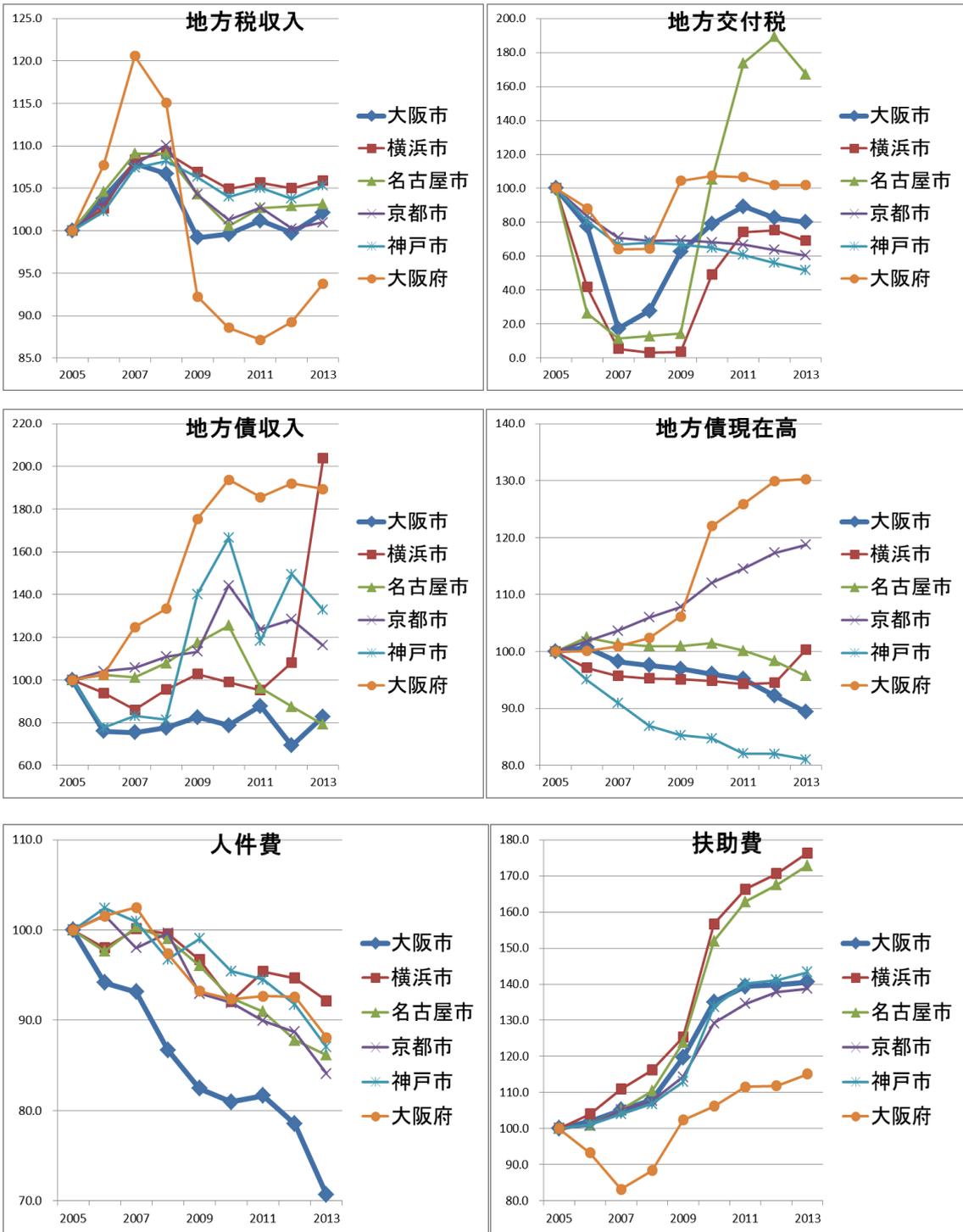
ただし、こうしたことも勘案していくと、地方債の増発に頼るなど、借り手意識を持たないままの財政運営を放置できるほどの余裕はなく、いかにコストを減じつつ、効果的な施策を推進していけるのかに知恵を絞っているのが現状である。

実際、各地方自治体では、公債管理に関連して、表4のような取組を推進している。都市間連携を通じて、政策部門や公債部門の主管者間で協議の場を設定して情報交換や議論をするなど、環境変化に即応するべく対策を講じている。メリットとしては、最新の情報も含めて、各地方自治体の取組や成果を確認し、自らの改革への取組に反映していくことができる。どのように取り組めばうまくいくのか、どんなことに留意すべきかなどが分かるため、効果的に改革を進めていくことができる。デメリットとしては、限られた内輪の情報にとどまり、ほかにもっといい方法があったにもかかわらず、関知しない、発想しないままに従来の改革に固執してしまうことである。全国一律の改革だけでなく、固有の自治体が抱える改革課題への着手が後回しになる心配は残る。

地方自治体の財政実態は既述したとおりであるが、地方債制度や借入の仕組みに則っての事務が実行されているに過ぎず、借り手意識の欠如によって問題を引き起こしているのではないことは明らかである。地方債残高の累増といった事態を招いた原因として地方財政制度にパターンリズムを誘発する要因が存するのであれば、制度自体にパターンリズムを誘発しないように作り変えることを検討していくべきではないだろうか<sup>21</sup>。

---

<sup>21</sup> 地方自治体の財政運営と公債管理に関しては、持田信樹(2015)pp. 141 - 165 参照。都道府県に関して1985年から2011年までの27年間の実証分析を行い、地方自治体による債務の持続可能性を検証。債務の対県民総生産比が増大すると当初は基礎的財政収支が悪化するが、ある点を超えると改善に向かうという非線形の関係があることを再検証可能な実証モデル分析で確認。基礎的財政収支改善の要因は、投資的経費の削減と地方税の回復、人件費の節約であると指摘している。



(注)地方債収入、地方債残高には、臨時財政対策債を含んでいる。

図5：5大都市(大阪市、横浜市、名古屋市、京都市、名古屋市)と大阪府の財政状況(2005年度1.00)

(出典)総務省「決算カード」より筆者作成

表4：財政運営と公債管理の取組

	背景等	主な取組（共有事項） ※ホームページに記載あれば○			主な取組 （特有事項）	目標・方向性など
		投資的経費 の抑制、起 債の抑制	減債基金へ の積立	人員削減、 退職手当負 担額の減		
大阪市	・高密度な人口集中や昼間 流入人口の増大、経済活 動の集積などに対処する ため、早くから都市基盤 と生活環境の整備を推 進、積極的に公債を活用	○	○	○	・公社・3セク 等の財務リ スクの処理	・2006～14の目標： 臨時財政対策債等 を除いた一般会計 の公債発行水準を 800億円まで抑制 （2005予算1,514 億円）
横浜市	・S20～40年代の人口急増 期の需要に対応するた め、下水道や地下鉄など の都市基盤を急ピッチで 整備	○	○	—	・外郭団体も含 めた借入額 の公表・縮減 ・企業会計・外 郭団体等の 借入金返済	・横浜方式のプライ マリーバランスの 黒字維持（～2009）
名古屋市	・経済対策のため、公共事 業債や減税補てん債、臨 時財政対策債を積極的に 活用	○	—	○	・公債現在高圧 縮の観点か らの借換抑 制	—
京都市	—	○	—	○	・退職手当支給 率の引き下 げによる退 職手当負担 見込額の減	・プライマリーバラ ンスの均衡堅持 ・生産年齢人口1人 当たりの市債残高 （臨時財政対策債 を除く）を増加さ せない ・一般会計の市債残 高（臨時財政対策 債を除く）を500 億円以上削減 （2010～11）
神戸市	・震災により1兆円超の公 債を発行 ・2015年度には、震災時に 市債を発行し復興基金へ 貸付を行った3,000億円 を償還	○	○	—	・公営企業、外 郭団体等の 経営改革 ・企業会計繰出 金の見直し	・目標設定：H22年 度までに市債残高 を約5,000億円圧 縮（2005）→2008 年度に前倒し達 成、削減額1,000 億円を上積み ・プライマリーバラ ンスの黒字維持
大阪府	・景気対策等に係る起債償 還の増 ・一般会計の財源不足を補 てんするための減債基金 からの借入累計額の増	○	○	○	・減債基金から の借入額の 圧縮	・財政運営基本条例 に定める「財政状 況に関する中長期 試算（粗い試算）」 に基づく減債基金 の復元

(注)「財政状況資料集」より筆者作成、同資料の記載外の取組が行われている可能性はある。

(出典)総務省ホームページ、各地方自治体の2005年度～2013年度「財政状況資料集」。

## (2) 大阪市の財政収支

財政収支は、中長期的視点からの財政運営を見通すための検討材料となる。各地方自治体によって作成開始時期は定まっていないようだが、多くの自治体で作成されている。将来に向けた税収や地方交付税等の歳入見込みを算出し、国の関係機関が算出している伸び率等を参考として、歳出項目である社会保障関連経費を試算するとともに、投資的経費など各自治体の財政状況に応じて増減が見込まれ、それに伴って公債費の見込みが算出される。

収支概算に不足額が発生する場合には、保有資産の売却収入、場合によっては財政調整基金からの取崩によって歳入・歳出の均衡を図るように作成している。収支不足に対応するための歳入確保も確実なものでもなく、一方で歳出削減の対策も講じるなどしながらやりくりしているのが実態である。

大阪市では、予算編成作業プロセスの一環として、2005年度以降毎年財政収支概算を試算し、公表してきている。予算編成年度における市政改革の達成状況や今後の地方交付税の交付額推移、社会保障費の増嵩など、直近の状況を織り込み、改めて試算し直している。現状では、収支概算の期間中は累積赤字が発生しないことが見込まれるものの、不用未利用地の売却や基金取崩など、補てん財源に頼らざるを得ない状況が続いている。

また、今後の社会経済情勢の変化等によっては財政収支の悪化もあり得ることから、そうした事態に陥らないため、収支概算を活用しながら、引き続き、市政改革を推進していくこととしている。

収支概算の試算の考え方であるが、試算時の予算を基本に、収支等に大きく影響のあるもの(市政改革による効果額や新規・拡充事業など)等を反映している。歳入に占める規模が大きくかつ変動要素を抱えている市税については、国公表の経済指標を参考に、また、社会保障費関係は、高齢化等による自然増等を見込んで試算している。そのほか多くの不確定要素(税収や金利の動向、財務リスクなど)があることを前提として、収支概算が作成されていく。

地方自治体によって、収支概算の作り方には若干の差異はあるものの、大きな違いは見受けられない<sup>22</sup>。

こうした財政収支を算出し、公表する手続きをとることで、財政運営に規律を持たせ、収支改善につなげていこうとしている。しかし、試算当時には見通すことのできなかつた外部環境の変化にも左右されることがあったりする。また、国の財政状況によっても、地方交付税の措置額が変動をきたすなどした場合、例えば、臨時財政対策債の増発などもそうであるが、予定していた以上に後年度の公債費が膨らんでしまうケースもある。

ここでは、大阪市が試算した「2007年9月版」の見込と実績との乖離の状況を比較しながら、厳しい財政運営を余儀なくされながらも、公債管理も含めて、いかにしてその困

<sup>22</sup> 5大都市及び大阪府における財政収支の試算方法を確認したところ、目標や方向性に差異はあっても、試算方法は概ね同じと考えてよいであろう。

難をくぐり抜けてきたのかを確認する。

表5の2015年度の見込みと実績の比較によると、

- ・試算後の社会経済情勢変化などもあって、見込値と実績に大きなかい離が生じている。
- ・かい離が大きかったのは、市税収入と扶助費である。
- ・市税については、2008年度のリーマンショックによる法人市民税の落ち込み等の影響等により、かい離(▲1,128億円)が発生している。
- ・同様に、扶助費についても、約6割を占める生活保護費がリーマンショック以降の失業者数の増加に伴い被保護世帯が急増したことで乖離(+1,152億円)が発生している。

こうした取組とは別に、大阪市では、条例で「蓄積基金」を設置し、各基金の目的に応じて、短期運用と中長期運用を組み合わせ、確実かつ効率的な運用を行っている。2014年3月末では、総額で6,463億円となっているが、その主な内訳は、公債償還基金4,654億円、財政調整基金1,604億円となっている。将来の返済、不況による大幅な税収減少や災害等の予期せぬリスクにも対応できるよう準備しているようだ。

表5：2007年9月版と2015年度当初予算との乖離の状況(大阪市)

(単位：億円)

	2007 予算	2015 年度予算	2015 年度見込 【2007年9月版】	(2015年度予算と 見込との乖離)
市税	6,804	6,398	7,526	▲1,128
扶助費	3,944	5,314	4,162	+1,152
公債費	2,034	2,361	2,218	+143

(注)扶助費には、約3/4程度の国費を含んでいる。

《参考》

・2007年9月版で活用した指標(法人市民税等)

名目経済成長率(2007年1月 財務省)

2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度以降
2.20%	2.50%	2.90%	3.20%	前年度横ばい

(注) 具体的な積算については、「(名目経済成長率) × 弾性値 1.1」を基に見込む。

・2015年2月版で活用した指標(市税等)

「中長期の経済財政に関する試算」(2014年7月 内閣府)

2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020~23年度
2.8%	2.1%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%

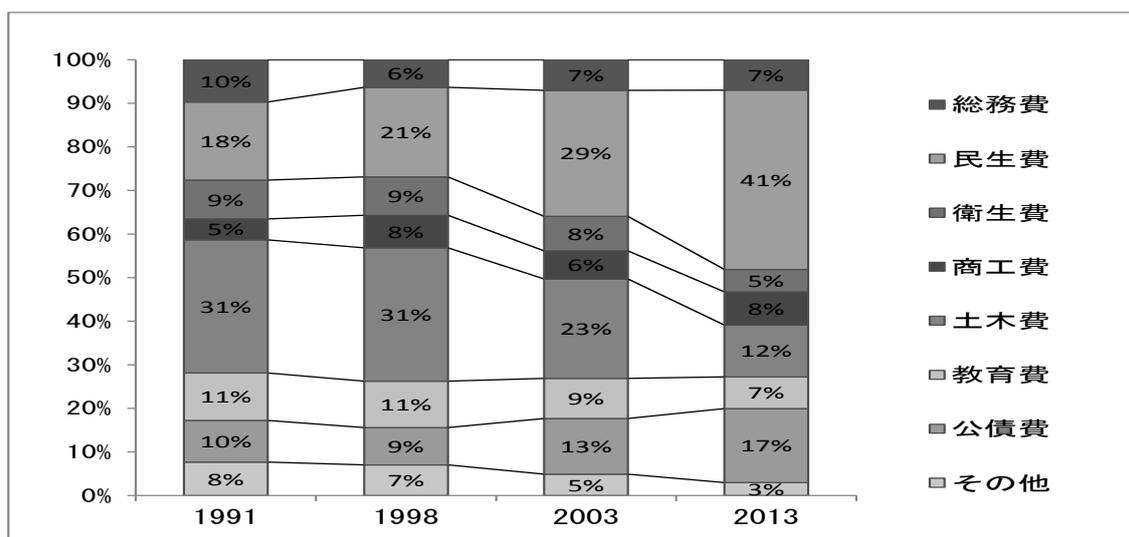
(注) 具体的な積算については、「(名目経済成長率) × 弾性値 1.1」を基に見込む。

(出典)大阪市財政局資料を参考に、筆者において作成。

財政収支の見込みにおいて、かい離が大きくなった要因として、扶助費の予期せぬ増加がある。図6では、民生費に組み込まれているが、ここでの推移でも、10%台から40%台へと大幅に増加していることが分かる。また、通常の起債発行額は抑制基調であるものの、臨時財政対策債の増発もあって、公債費は増加基調で推移している<sup>23</sup>。一方で、投資的経費と考えられる土木費は30%台から10%台へと大幅に減少していることが分かる。

こうした推移を認識して財政運営にあたることが重要であろう。ソフトな予算制約のように、地方交付税による事後的な救済を期待することは、借り手意識を低下させるのであれば、地方交付税が増額されていないと財政収支は良くなるはずはない。図7にあるように、大阪市における地方交付税措置は膨張していないどころか、近年では減少傾向にある。どこにソフトな予算が存在していたのか理解し難いものがある。

ブームとして地方債にかかる問題提起があったとして、その後の検証をしていくこと、つまり、地方財政史的な観点で見れば、警鐘を鳴らしたことで財政収支を好転させるトリガーになったのであれば、それ自体に意義があったと考えられなくはない。



<各歳出区分の主な構成要素>

- ・総務費（総務管理費、徴税費、戸籍・住民基本台帳費、選挙費、統計調査費、監査委員費）
- ・民生費（社会福祉費、老人福祉費、児童福祉費、生活保護費、災害救助費）
- ・衛生費（保健衛生費、結核対策費、保健所費、清掃費）
- ・土木費（土木管理費、道路橋りょう費、河川費、港湾費、都市計画費、住宅費）
- ・教育費（教育総務費、小学校費、中学校費、高等学校費、特別支援学校費、幼稚園費、社会教育費、保健体育費、大学費）

図6：大阪市・目的別歳出内訳の推移

（出典）総務省「決算カード」より筆者作成

<sup>23</sup> ただし、2015年2月版の財政収支では、今後の公債費はピークを超えて、減少していくものと試算されている。

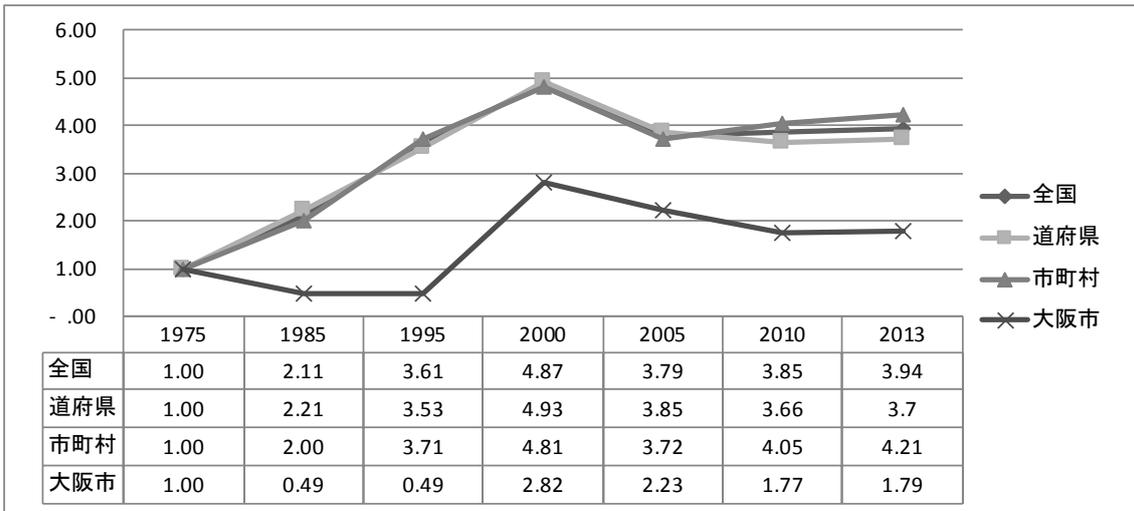


図7：地方交付税の推移（昭和50年度1.00）

（出典）大阪府財政局「大阪府財政の現状」より筆者作成

## 5 公債管理批判に対して

景気対策による地方債の増発にともなって、起債制度の拡充が必要とされ、起債対象事業の拡大や地方交付税における事業費補正の算入率を引き上げたことで、資源配分を歪めたとされている<sup>24</sup>。

しかし、配分された資源は、地方の財源対策に用いられただけで、それは部分的な最適性の中で、地方自治体の適切な判断に基づいたものである。結果として、国・地方自治体を通じた全体最適を志向して実施されるものであり、歪みが発生したのかどうかさえ判断としない。また、そうしたあるかどうか分からない歪みに対して、土居(2007)は、「厚生損失額」とするのにも疑問である<sup>25,26</sup>。地方自治体からすれば、地域の景気浮揚を果たすための追加経費だったと考えるべきで、地方交付税配分総額の範疇において、行財政運営をやりくりしていることから、経済学の厚生原則は依然として維持されている。

「借入れ意識を持たない」議論の背景には、国が地方自治体に対する財源保障をしていることがあって、その財源を頼みに、自らは返済意思を持ちえない状況を作り出しているため、安易な交付税措置は良くないのだとするものである。

しかし、地方自治体は、地方財政計画を通じて、毎年度変動する地方交付税を確保していきながら、健全な財政運営にいそしんでいる。元利償還額の全てが交付税措置されるならまだしも、その多くを自らの税等を財源としながら借入金の償還を行っているものであ

<sup>24</sup> 細井(2014)pp. 235 - 239 参照。地方交付税の事業費補正が、国の経済対策による拡大は行き過ぎだとしても、地方の投資を促進してきた役割に着目すべきとしている。

<sup>25</sup> 石川(2006)を引用して、1999年度～2003年度の5カ年度、都道府県分だけで交付団体の46道府県で合計1兆1,590億円に及ぶとしている。

<sup>26</sup> その考えに対する反論として、河野(2010)pp. 15 - 25 参照。

り、返済意思を有していないとはいえない<sup>27</sup>。借りたものは返す、借入先と金銭消費貸借の契約を交わしている以上、当たり前の原則である。借入れ側が返済計画も含めて約定していながら、返済意思を示さないのであれば、明らかな債務不履行である。地方自治体が返済意思を示さないのは、社会通念上も許されるものではないことは論をまたない<sup>28</sup>。

地方交付税措置の中に、地方債発行にかかる元利償還金の一部が算入されることで財源手当されているとされ、そのことで借り手意識を持たないとするのは、地方自治体の財政運営や財源構成に着目していないために惹起される議論である。

地方自治体の政策実現のための投資事業が存在し、その事業に対して起債を充当している以上、不必要な起債と断定すべきものではなく、見方を変えれば、事業の前倒し実施による起債の増発と考えるのが妥当である。時を経た今日では、臨時財政対策債を除いて起債は明らかに抑制基調となっており、地方債残高も着実に減少へと向かっている<sup>29</sup>。

国は、臨時財政対策債という、財源の幻想を抱かせるような「十字架」を地方自治体に背負わせるなど、自治体の改革ばかりに頼るのではなく、国として行財政改革を着実に実施すべきであろう<sup>30</sup>。国家公務員数の削減、出先機関の地方自治体への移管、独立行政法人の廃止・縮小など、やれることはまだまだある。国を取り巻く政官財のトライアングルを解き放ち、地方財政の自主財源充実に貢献していくべきであろう。

また、先行研究でみたように、地方交付税と一括固定補助金が同一だとする議論にくみすることはできない。その理由として、両者の関係が代替できるとの前提がないと効用比較を測定することができないこと、両者は独立した歳入項目であるため、交付税に代えて補助金に切り替えることができないためである。また、支出の決定においては、実施事業に対する補助金が先にあるのであって、交付税は歳入不足を補うために組まれる予算項目であるため、後で決まるものである。したがって、財源の振替は想定されていないし、想定されてもいけない。地方交付税は、測定単位という項目に応じて細かい積算の結果の総和であるため、それを度外視したような財源の振替はあり得ないにもかかわらず、効用比較して非効率だとするのは、妥当とは思えない。

地方自治体の立場からすれば、特定の補助金は減少ないしは廃止していくことが望まし

---

<sup>27</sup> 交付税措置の幻想にとらわれてはいけない。なぜなら、交付税算入がすなわち実額として財源が措置されるわけではないということである。累増している臨時財政対策債を想起すれば分かり易いが、毎年度実施されている地方財政対策における財源対策における地方交付税枠の財源総額に左右されるためである。

<sup>28</sup> 第1章における公的資金の高金利対策以前にも、1999年度、2000年度に、公営企業金融公庫資金における高金利対策として、過去の借り入れ分のうち、7%以上の残債にかかる5%超の高金利部分の繰上償還が実施された。これは国の長期貸付の弊害を除去する目的で、国側に偏った金利利益を地方自治体に還元したもので、金利の歪みを是正し、国・地方の財政安定性を重視したためである。

<sup>29</sup> 川瀬(2007)pp. 12 - 20 参照。地方交付税がモラルハザードをもたらすという考えに対して、地方自治体によるものでない選択として、①地方交付税の財源保障機能の見直し、②交付税総額への加算措置、③地方債にかかる特別分(後年度の元利償還金措置)、④地方債にかかる通常分に対する国の政策誘導をあげている。

<sup>30</sup> 梅原(2003)p. 30 参照。そこでは、交付税会計借入金(過去に国・地方で折半した借入金)の臨時財政対策債への振替とあいまって、地方交付税は大幅に削減されるとして、財政力の弱い団体では、地方交付税の財源保障機能の縮小によって事務事業の遂行が困難になる可能性を指摘している。

く、地方交付税を通じた財政調整制度の充実を図っていくことが重要である。一方で、交付税措置が特定の事業を奨励するように誘導されることは、特定の事業を拡大させることにつながりかねないため避けるべきではないだろうか。

いずれにしても、ソフトな予算制約が生じることで、財政規律の低下を指摘されることのあるものの、いうまでもなく地方自治体の財政健全化は着実に進んできている。ハンガリー政府の事例<sup>31</sup>があるとしても、日本の地方自治体にあっては全くの的外れの議論ではないということである<sup>32</sup>。ブームに踊らされるものは、ブームの終焉とともに退場していただくしかないことは、歴史の基本原則である。

## 6 おわりに

財政赤字を抑制していく観点から、起債の事前協議制には一定の効果があるといえる。また、地方財政健全化法における財政指標なども、毎年指標が改善してきていることに鑑みるならば、地方債の膨張を抑制することに効果を発揮してきたといえる。

地方交付税総額をいくりに設定していくかが問題として残っている。地方税の課税客体にしてもそうだが、自らの財源を決定する自由度が確保されない中で、財源手当が不十分なまま、地方自治体が負担する公債費の償還や地方交付税を圧縮させることは、地方財政を逼迫させかねないものである。

地方自治体の自主財源を充実させないことには、自らが主体となって財源を有効活用しようとする動機づけは高まってこない。自分の財布か他人の財布かの問題である。自主財源が充実すれば、より効果的・効率的な事業への財源シフトが進んでいくことで、総事業便益が総事業費用を上回る方向が確かなものとなるであろう。

近年では、地方交付税に算入される地方債の元利償還費が削減されている<sup>33</sup>。当てにしていたとすれば、その当てが外れてしまうと、財政破たんに瀕することになってしまう。三位一体改革による交付税削減が最たるものである。しかし、地方自治体は財政破たんどころか、財政健全度を増してきているのである<sup>34</sup>。

もともと当てにしていたというよりは、「おいしい財源」が余分に手当てされただけで、自己財源を活用した事業の財源を「おいしい財源」に振り替えたただけであって、「ソフトな

<sup>31</sup> 白川(2007)pp. 111 - 117 参照。ソフトな予算制約ではなくハードな予算制約が望ましいとしている。

<sup>32</sup> アメリカの地方債制度を中心とした考え方がベースにあるようだが、連邦制をとらない日本でも市場メカニズムによる地方債制度への移行が望ましいとは限らない。小西(2007)pp. 140 - 142 参照。

<sup>33</sup> 本章表3のとおり、地方債の事業費補正が見直しされてきている。

<sup>34</sup> 三位一体改革による歳入財源構成の変化による影響として、3点があげられる。第一に、2004～06年度の間国库支出金約4.7兆円の削減が行われ、第二に、地方税では、個人住民税の累進税率をかけてきた所得割を一律10%（都道府県4%、市町村6%）とすることで、約3兆円が国から地方へ税源移譲された。第三に、交付税が約5.1兆円削減されるなどした。地方自治体としては、三位一体改革で約6.8兆円（▲4.7、+3、▲5.1）の財源を喪失することとなったのである。

予算制約」によって、財政規律を低下させたものではない。たまたま必要な事業費を確保するタイミングで、事業費補正による財源が手当てされる時期が一致しただけなのである。事業と財源の確保は、地方交付税の投資的経費の変遷とともに拡大していく時期だったことであって、それがいったん収束すれば、制度自体が縮小に向かうのはむしろ当然の流れなのである。

引き続き、地方自治体の財政状況が厳しいのは間違いないにしても、国・地方が一体となって、様々な地方財政抑制装置を整備してきていることを改めて認識しておく必要がある。ことさらに財政危機をあおるような愚は決して繰り返してはならない。諸外国の事例が日本の進むべき道として引用することが必ずしも正しいとは限らない。建設的な議論を積み重ね、将来世代への負担軽減に向けた財政の構造改革を含めた財政運営が期待されている<sup>35</sup>。

### ※補遺：海外事例の研究（参照研究の一部として）

各国の財政制度にはそれぞれに歴史的経路があり、実に多様な様相を呈していることから、それぞれの制度や市場動向をなぞることで済ませてしまいがちである。

補遺として、従来は個別のものとして捉えられていた先進諸国の地方債市場の制度インフラを包括的な枠組みから比較考察を行うことにしている。ここでは、データの入手が可能でかつ分析対象としてふさわしいと思われるアメリカ、フランス、スウェーデンを比較対象として分析を行うことにしている。これら主要国の地方債制度の変遷や地方債発行に関するルールの概要について表1にまとめている。

表1：主要国の地方債制度の変遷と地方債発行に関するルール

国名	地方債制度の変遷	地方債発行に関するルール
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>中央統制型で推移していた</li> <li>近年では一部統制の緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>実質公債費比率や実質収支比率が一定割合を上回ると発行制限</li> </ul>
アメリカ	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場規律型で推移していた</li> <li>市場規律を補完するルールの整備(1970年代)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般財源保証債は州法で、発行上限額や発行上限利率、議会承認が必要なケースが多い</li> <li>レベニュー債に制限はない</li> </ul>
フランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>中央統制から起債自由化へ(1980年代)</li> <li>市場規律を補完するルールの強化(1990年代後半)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資目的に限定した起債</li> <li>州会計検査院、国によるモニタリング</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>地方分権と自由な起債権限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>予算の均衡原則</li> </ul>

<sup>35</sup> 西尾(1998)p. 235 参照。行政の仕事は、優れた先人たちの英知と勇断によって築かれた基盤のうえに成り立っているとして、中井光次市長の言葉を引用している。「市政は大河の滔々と流れるごとく、また大樹が年一年と堅実な年輪を加える如きものである」

スウェーデン	・市場規律を補完するルールの強化(2000年代)	・投資目的に限定した起債 ・市場監視が主流
--------	--------------------------	--------------------------

(出典) 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸(2005c)『地方債と地方財政規律-諸外国の教訓』ESRI Discussion Paper No. 155 を筆者一部修正して作成。

### (1) アメリカの地方債と財政規律<sup>36</sup>

アメリカの地方債においては債務の保証が行われないことから、地方債間に金利の差異が生じている。地方自治体の財政力や地域経済の構造などに左右されることから、これらの差異をできるだけ縮めるためには、発行者と投資家にある情報の非対称を解消することが重要である。その足掛かりとなるものとして、格付けの活用による市場への情報発信である<sup>37</sup>。

アメリカの地方債では、日本の地方債のように暗黙の保証が存在しないために、適切に情報発信がなされているとしても、実際にデフォルトが生じている。表2に地方債のデフォルト率を示しているが、これを多いと見るのか、少ないと見るのか、そもそもデフォルトすること自体が許せないものなのか、立場によって見解も異なるようである<sup>38</sup>。

表2：アメリカにおける地方債のデフォルト率

期間	デフォルト件数	長期債発行件数	デフォルト率
1940 - 49年	79	40,907	0.2
1950 - 59年	112	74,592	0.2
1960 - 69年	294	79,941	0.4
1970 - 79年	202	77,620	0.3
1980 - 94年	1,333	130,092	1.0
合計	2,020	403,152	0.5

<sup>36</sup> 前田(2007)pp. 15 - 71 参照。主に2002年までの議論ではあるが、詳細にアメリカの州・地方債を分析している。

<sup>37</sup> 早くから格付機関による「地方債格付け」が一般化している。米国の地方債格付けは、取引業者を規制する間接的的制度設計とはなっているものの、発行団体は自らのホームページで目論見書(格付評価等を含む)を公開するなど、信用力向上に取り組んでいる。

<sup>38</sup> 米国の地方債は個別の地方自治体の信用力によって資金調達を行ってきたところであるが、連邦破産法第9章で、地方自治体が経営危機に陥った場合の取扱が定められている。稲生(2004)は、地方自治体が経営危機に陥った場合の再建・再生の特徴を4つ指摘している。①法的措置として破産手続きが整備されているものの、原則的な処理は、経営破たんの前段階で、州政府が地方政府を支援し、財政破たんを回避する。②連邦破産法第9章で「地方政府の破産」が規定されているが、一般企業の破産とは異なり、財政再建手法の1つ、あるいは一種の会社更生・民事再生に近い手続きである。③一般の地方政府の破産は少なく、そのほとんどは学区区など特別地方公共団体となっている。④「州の営造物」である地方政府の破たんであり、州の関与が政治的・社会的に強く求められている。なお、地方自治体が破たんした場合の地方債の取扱は、一般財源保障債と歳入債で異なる。一般財源保障債では、発行自治体の税や使用料等を担保としているため、発行主体が経営破たんした場合には、債務整理の対象となり、財務調整計画に沿った処理となるなど、その計画内容次第で償還されるか否かが決まる。一方で、歳入債では、たとえ発行主体が経営破たんした場合でも、当該事業の収入・収益は保護され、債務整理の対象とはならず、償還されるか否かは、当該事業の収入・収益によるものとされている。こうした制度の差異にも注意を凝らしながら、日本の地方債の破たん処理の議論をするべきで、むやみに財政破たんが善とされるものでは決してない。

(出典) 丹波由夏「地方債の信用力」『農林金融』2004年1月号より土居(2007)が作成したものを転載。

アメリカでは、連邦破産法第9章により、国からの救済措置が講じられることはなく、透明性の高い手続きを経て地方自治体の債務整理が行われている。これは、地方債に関するリスクを、ソフトな予算制約によることなく、市場を通じたプレーヤー間でシェアされていることを意味している<sup>39</sup>。

このように、地方債におけるリスクをソフトな予算制約のもとになかったものとするのではなく、透明性の高い市場を通じたルールに基づいたハードな予算制約への移行は望ましいものとして捉えられている。

実際、アメリカの地方債は、市場の力によって規律が保たれており、地方債は他の債券と比較して通常低リスクと考えられている。しかしながら、デフォルトの可能性もあることから、発行する地方自治体の財務内容が悪ければ金利を高くすることが要求されている。これによって、市場の透明性基準のもとで財政規律がチェックされる仕組みとなっている。つまり、地方自治体の財政運営が評価され、それは地方債格付けに反映されることになっているのである<sup>40</sup>。

## (2) フランスの地方債と財政規律

フランスの地方行財政制度は、1982年に地方分権法が施行されるまでは、中央集権的なものであったが、同法の成立以降は分権的な制度となっている。

地方債の発行に関しては、起債事前許可制が廃止され、地方自治体は利率や償還条件などを金融機関側と自由に交渉できるようになっている。こうした運用をしている中で、国から地方自治体への債務保証に関する象徴的な事例である「アングレーム事件」が起こっている<sup>41</sup>。

この事件では、アングレーム市が多額の資金(1,400億フラン)を金融機関から借入れ、1990年に支払い不能となっている。そのため、金融機関は国に対して返済を求めたようであるが、国は地方分権法成立以降、地方自治体の債務を国が支払う義務がないことを示している。金融機関は、同市と交渉した結果、リスケジュールと減額を受け入れることになった。同事件により、金融機関や投資家は、地方債は決して国が保証しているものではなく、独自の信用力を審査していかなければならない、という事実を一つの教訓として確認

<sup>39</sup> ソフトな予算制約が裁量の余地を残しておくことで、事後的に弾力的な対応を可能とするのに対し、ハードな予算制約とは、基準をあらかじめ明示し、その基準を厳格に運用するなど、裁量の余地がなく、極めて厳格な予算執行を求めるもの。社会主義体制と資本主義体制になぞらえて論じられることもある。

<sup>40</sup> 三宅(2014)p.288参照。「現にアメリカでは、約8割の地方債が主幹事方式で発行されている。(中略)また、財務面や金融面で助言したり、基本方針を支援する財務アドバイザーや、証券法など法律面から支援する地方債顧問弁護士も、アメリカの地方債市場では活躍している」とするが、詰まるところこうした仕組みは地方債コストに反映されていくことにつながっている点に注意が必要である。

<sup>41</sup> Alain schebath(2002)に詳しい。

することになったのである。

フランスの財政規律に関しては、地方自治体一般法典で地方自治体の財政に関するルールが定められており、そのルールのもとで地方債発行に対する制約が地方歳出全体の制約につながる仕組みとなっている。また、地方債の発行は、投資部門に限定されたものであり、地方債収入を経常部門に充てることは固く禁止されている。そのため、財源充当をコントロールすることで財政規律を維持しているのである。

フランスの地方自治体における地方債の特徴としては、赤字地方債が発行できないということである。元利償還金の元金部分は歳出項目の資本会計、利子支払い部分は歳出項目の経常会計に区分されるとともに、借換債の発行が認められていないなど、事前規制は厳格に運用されている。

### (3) スウェーデンの地方債と財政規律

スウェーデンでは、憲法の規定に基づき、「地方自治体は良好な財政状況を維持しなければならない」と定めている。国は、

- ①均衡予算義務(借入れは資本的支出の範囲内に限る)
- ②均衡予算を達成できない場合には3年以内に均衡を回復させる

というガイドラインを作成している。

国や年金基金からの地方自治体への貸付は存在せず、民間部門もしくは自治体自身が会員となっている地方金融公社からの借入が存在しているのである。

地方債の発行に関しては、国からの関与や罰則規定はないため緩やかなルールとなっているが、国、地方自治体、金融機関の担当者は、こうした原則は市場によって監視されていると考えており、そこには市場メカニズムが機能しているとも考えられる。

スウェーデンの財政規律に関しては、地方自治体には、課税権が憲法に相当する統治法典により保障されている。これは、地方分権が進んでいることを意味しているのである。国と地方の税源配分でみると、地方の割合は、46%という高い水準になっている。その一方で、

- ①景気循環の一期間を通じて平均2%の一般政府財政黒字を確保すること
- ②国の予算における歳出シーリングの設定
- ③地方自治体の予算における収支均衡原則の3つの財政運営目標
- ④社会保障における現金給付と現物給付の区分

などを通じて、地方の財政健全性の維持に努めているようである。

### (4) 総括として

アメリカでは3万を超える地方自治体が存在し、投資家は自治体ごとの信用力を格付会社による格付けによって認識している。この格付けの高低で発行条件(資金調達コスト)が異なるため、信用力の低い地方自治体は、信用補完制度を利用して高格付けでの地方債発行

を行っている。また、健全化を維持していくため、州法により自治体の地方債発行上限額の規制が行われていることが多い。フランスでは、起債の自由化以降、財政経済産業省及び内務省による地方財政のモニタリングシステムが1990年代後半より導入されている。モニタリングでは、債務負担比率(歳入に対する債務残高の割合)、自己金融係数(歳入に対する経常支出と公債費の割合)といった指標などによって、債務管理の状況を適切に測定する仕組みである。スウェーデンの地方債は、スウェーデン政府がその安全性の高さなどについて、国内のみならず海外の投資家に対して、IRを通じて、スウェーデン財務省やスウェーデン地方自治体の協力も得ながら、情報提供を行っている。一方で、コミュニンベストも自らの業務の安全性や財務情報を適時に開示するなど、投資家を意識した活動を展開している。

これまでを一覧表にして取りまとめている(表3を参照)。この表から考察できることは、国の関与度合いが強くなると、市場化へのインセンティブが低下し、市場化の度合いが低くなっていることである。さらに、市場化が進まないために、情報化への取組が疎かとなるなど、地方債の発行に関して、ステークホルダーを意識した活動が不活性化している。その結果、地方債の運用規律が脆弱化し、ひいては地方債残高の増大を許す状況になってしまっている可能性は否定できない。

翻って日本では、戦前を除いて、元利償還金が滞ったことはなく、戦後には財政再建制度のもとで地方自治体は保護されてきていたが、小泉政権時代には、地方債の暗黙の保証を解き放ちデフォルトを組み込むなどによって、地方自治体も「財政破たん」状況に陥り、自治体における財政規律維持を図る検討が行われることになった。しかし、時同じくして、北海道の夕張市が準用再建団体となったものの、起債の元利償還金のデフォルトには至ることはなく、現在も粛々と返済が続いているのである。

**表3：諸外国との比較**

	日本	アメリカ	フランス	スウェーデン
国の関与度合い	強い	なし	弱い	弱い
市場化の度合い	低い	高い	高い	高い
情報化の度合い	低い	高い	高い	高い
対GDP比地方債残高	大きい	小さい	小さい	小さい

(出典) 筆者において作成。

先にみたように、地方債市場において「暗黙の保証」が存在すると信じる投資家が一定数存在していること、あるいはそうした期待を生み出さうる制度や制度運用の事例があるにもかかわらず、ここで分析した欧米諸国では、わが国のように地方債務が急拡大するといった事態には至っていない。この点については、さらなる探求が必要なところである。

地方債ガバナンスの観点から、地方債の安全性を確保するために、マクロベースでは地方財政計画や地方債計画によって財源手当を明らかにし、ミクロベースでは地方交付税に

よって地方自治体ごとの資金手当がなされる仕組みが整っている。次に、協議制のもとで、地方債発行時におけるチェック機能が働いている。さらなるセーフティネットとして、財政健全化法に基づく財政再建である。これらが相互に機能することで、国債に次いで地方債は安全な債券とされるようになってきた。

市場の規律というガバナンスメカニズムを活用しようというのが地方債の改革の最も重要な目的であり、市場から財政の健全性を評価してもらわなければならない。そのために積極的に格付けを求めていく。高い評価を得られない地方自治体は地方債の発行コストが高くなる。企業であれば当たり前のこうしたメカニズムを地方自治体の財政運営のあり方に対して市場監視を持ち込む時代が到来したのだ。その基盤をさらに整備していくためにも、格付会社のさらなる努力が求められると筆者は考える。

それにしても、いかなる市場化が望ましいのか。市場化だけが全ての解となり得るものと理解していいものだろうか。さらなる改革の実施に際しては、これら以外の視点も加えることが必要になる。つまり、近年ではあたり前になっているマネジメントの分析視覚で、地方債の総合的な管理方策について論じることが必要となり、第5章で論じることとする。

#### 〈参考文献等〉

- 赤井伸郎・佐藤主光・山下耕治(2003)『地方交付税の経済学』有斐閣。  
朝日新聞(2016.12.23)朝刊。  
足立伸(2006)「地方交付税法の運用の実態について - 地方交付税をめぐる誤解とその背景 -」PRI Discussion Paper Series (No.06A-7)。  
石川達哉(2006)「建設地方債に対する交付税措置の価格効果」『ニッセイ基礎研究所報』41号、pp.55-84。  
稲生信男(2004)「自治体の再建・再生制度に関する研究 - 米国地方政府におけるスキームを例に -」『国際地域学研究』東洋大学国際地域学部、第7巻、pp.11-22。  
梅原英治(2003)「地方財政危機と『三位一体改革』」『地方財政危機と住民生活』社団法人大阪自治体問題研究所、文理閣。  
大阪市財政局(2007、2015)「中期的な財政収支概算」。  
大阪市財政局(2015)『大阪市財政の現状』。  
大塚勲(2014)『地方交付税制度の運用と展開』九州大学出版会。  
岡本全勝(2002)『地方財政改革論議 - 地方交付税の将来像 -』ぎょうせい。  
川瀬光義(2007)『幻想の自治体財政改革』日本経済評論社。  
北山孝信(2007)「日米地方債制度に関する一考察 - 地方主権時代の地方債制度の手がかりに -」会計検査研究 (No.35)、pp.95-116。  
河野惟隆(2010)『地方交付税と地方分権』、税務経理協会。  
小西砂千夫(2007)『地方財政改革の政治経済学』有斐閣。  
小西砂千夫(2015)「中期的な地方財政の動向と政策課題(市町村アカデミー講義 again)」『ア

- カデミア』 vol. 115。
- コルナイ・ヤーノシュ、盛田常夫編訳(1986)『経済改革の可能性 - ハンガリーの経験と展望 - 』岩波現在選書。
- 桜井良治(2004)『政府債務の世紀 - 国家・地方債務の全貌 - 』新評論。
- 財団法人自治体国際化協会(2006)「米国地方債の概要とその活用事例」『CLAIR REPORT NUMBER 287』。
- 白川一郎(2007)『自治体破産 - 再生の鍵は何か - 』増補改訂版、日本放送出版協会。
- 神野直彦・池上岳彦ほか(2003)『地方交付税 - 何が問題か - 』東洋経済新報社。
- 地方債協会『地方債統計年報』各年度版。
- 地方債協会(2010)平成 21 年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書『金融市場環境の変化を受けた地方債投資ニーズの動向と資金調達手法の変化』。
- 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 Discussion Paper Series (No. 04A - 15)。
- 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸(2005)「地方債と地方財政規律 - 諸外国の教訓 - 」ESRI Discussion Paper No. 155。
- 土居丈朗(2007)『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。
- 土居丈朗(2008)「実証分析で明らかにした我が国の地方債制度の問題点」『平成長期不況- 政治経済学的アプローチ-』 pp. 253 - 307、大瀧雅之編著 東京大学出版会。
- 中井英雄・齋藤慎・堀場勇夫・戸谷裕之(2010)『新しい地方財政論』有斐閣アルマ。
- 西尾正也(1998)『私の大阪市史』財団法人大阪都市協会。
- 林正義(2006)「地方交付税の経済分析 - 現状と課題 - 」『経済政策ジャーナル』3(2)、pp. 6 - 24。
- 林宏美(2011)「フランス・ベルギー大手金融機関デクシアの解体」野村資本市場クォーターリー-2011 Autumn。
- 別所俊一郎(2007)「公共投資の実施と政府間関係」フィナンシャル・レビュー第 88 号。
- 平川伸一ほか(2009)「財政調整制度と地方自治体の財政規律に関する国際比較」PRI Discussion Paper Series (No. 09A - 07)。
- 細井雅代(2014)「小泉政権における地方分権改革と地方財政改革」『日本財政の現代史Ⅲ 構造改革とその行き詰まり 2001〜』有斐閣。
- 前田高志(2014)「アメリカの州・地方債 - その仕組みと特長 - 」『アメリカの州・地方債』 pp. 15 - 71、日本経済評論社。
- 三宅裕樹(2014)「地方債制度・市場のあり方」『日本財政の現代史Ⅱ バブルとその崩壊 1986〜2000』有斐閣。
- 持田信樹(2015)「地方政府債務の持続可能性」日本財政学会編『協働社会における財政(財政研究・第 11 巻)』有斐閣。
- Alain Schebath(2002)「フランスの地方債 - 地方債の自由化後に何が起こったか - 」『日本

地方財政学会研究叢書』第8号。

Kornai, J. (1980) “Economics of Shortage”, North-Holland.

Rodden, J., G. S. Eskeland, and J. Litvack. (2003) “Fiscal Decentralization and the Challenge of Hard Budget Constraints”, MIT Press.

### 〈参考ホームページ〉

大阪市財政局 <http://www.city.osaka.lg.jp/zaisei/> (2018年5月12日アクセス)

大阪府財務部 [http://www.pref.osaka.lg.jp/bu\\_zaimu/](http://www.pref.osaka.lg.jp/bu_zaimu/) (2018年5月12日アクセス)

京都市行財政局 [http://www.city.kyoto.lg.jp/gyozai/soshiki\\_list.html](http://www.city.kyoto.lg.jp/gyozai/soshiki_list.html)

(2018年5月12日アクセス)

神戸市行財政局

<http://www.city.kobe.lg.jp/information/about/construction/1100/index.html>

(2018年5月12日アクセス)

総務省決算カード <http://www.soumu.go.jp/iken/zaisei/card.html>

(2018年5月12日アクセス)

総務省地方財政白書 [http://www.soumu.go.jp/menu\\_seisaku/hakusyo/index.html](http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/hakusyo/index.html)

(2018年5月12日アクセス)

名古屋市財政局

<http://www.city.nagoya.jp/shisei/category/62-19-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0.html>

(2018年5月12日アクセス)

横浜市財政局 <http://www.city.yokohama.lg.jp/zaisei/> (2018年5月12日アクセス)

## 第5章

### 地方債における公債管理手法の検討

#### 一借換手法の検討と地方債マネジメント一

## 1 はじめに

地方債改革の進展を受けて、地方債資金は公的資金から民間等資金へシフトが進んだ。地方自治体の財政危機への懸念等を理由として、資本市場(以下、単に「市場」という)は地方債の信用度を見直し、それは地方債発行時のスプレッドという形で現れる一方で、格付けが一定の広がりをもって市場に認知されるなど、地方債は市場化の波にさらされつつある。

今後、ますます地方自治体への権限移譲が進むなど、自治体の自己決定と自己責任が求められているが、これは地方債の債務管理においても例外ではない。地方債の市場化の流れや地方債残高の累増を受けて、公債管理の重要性は高まってきている<sup>1</sup>。

地方自治体は財政規律を維持しつつ、市場への対応力を強化し、主体的な資金管理を行うことが求められる。民間等資金では、市場公募地方債は自治体が主体的に年限の多様化などを進めて市場から資金を調達することができているが、同じ民間等資金でも銀行等引受資金の場合は、金融機関との相対取引で、借入条件の多様が進んでいない現状がある。

一方で、地方債現在高が累増し、公債費も高止まりするなど、地方財政を圧迫していることから、公債管理は喫緊の課題となっている。2004年度末の141兆円をピークに、増加からいったん減少には転じたものの、その後、臨時財政対策債の増発で、2015年度末には146兆円となるなど、引き続き、地方債発行の抑制や借換中止の実施などに努めつつ、財政の健全性を回復していく必要がある<sup>2</sup>。

これまではどれだけの資金を調達するかが課題であった。調達額の増減によって、地方債残高の見通しを立てることが可能で、主な関心はここにあった。後年度に発生する元利償還金については、あまり重要視されてこなかったのではないだろうか。しかし財政の健全性を回復していくためには、その1つの方策として、徹底した公債管理によって公債費の縮減を図っていくことには意味がある。単にどれだけの資金を調達するだけでなく、金利や償還年限等の検討を踏まえどのように資金を調達するかもあわせて検討していくことが重要ではないだろうか。

こうしたことを背景として、公債管理の重要性に関しての認識を高めていくべきであるにもかかわらず、現状は決してそうはなっていないこと、なぜ意識されないのか、といっ

<sup>1</sup> 本章では、地方債管理のことを、国債管理も含めて公債管理として統一した文言を使用している。

<sup>2</sup> 財政の健全性について、定まった定義はない。財政健全化指標が参考となるが、総務省が毎年とりまとめている「普通会計決算状況調」にある、財政力指数や経常収支比率なども財政健全化の指標と捉えることができる。

た点に問題があると考えられる。公的資金が大きな割合を占めていた時代は受動的にしか公債管理の役割が認識されていなかった。今日のように起債の自由度が高まり、民間等資金の発行が多くなってきたときには、より能動的な公債管理が必要であると思慮される。

地方債の償還は誰が負うものなのか。また、それはいつ負担が生じるものなのか。こうした世代間にまたがる公債費負担については、多くの議論があった。筆者の問題意識は、これまで公債管理に十分な関心に向けてこなかったのではないかという疑問から発している。1つ目は、借換債の残高動向をウォッチ、新規債の圧迫要因とならないようにすべきではないかということ、2つ目は、借換え時の金利を見て、短期・中期・長期債の地方債を選択すべきではないかということ、3つ目は、決算状況から減債基金の活用、借換中止の判断を行うべきではないのか。

本章の目的は、公表資料を基に、地方自治体における地方債の発行・償還の状況を踏まえつつ、筆者の問題意識に対する考察と今後の公債管理のあり方を探ることにある。

高止まりしている地方債残高を抱えていたとしても、少しでも公債費の縮減に努力し、財政コストの軽減を図ることは重要である。しかし地方自治体はコスト意識を持たず、起債の償還事務だけを繰り返して行ってきたのではないかと、ともいわれている<sup>3</sup>。これまでは公的資金の配分比率が高く、自らの団体で公債費のコントロールが利かなかった側面もあったが、今日のように民間等資金にシフトし、とりわけ市場公募地方債が大きくなっているのであれば、銀行等引受資金も含め、自らコントロールできる範囲は広がっている。範囲が広がれば、それだけ取り組んだ成果は大きくなり、また、市民負担の軽減にも直結することから、検討を深めることは意義あることと考える。

本章の構成は次のとおり。

第2節では、地方債の増発によって地方債残高や公債費の状況はどうなっているのかを分析する。いったん膨らんでしまった地方債残高は簡単には減少するのではなく、中長期にわたって地方債の発行抑制に取り組むなどしていくほかない。一方で、公債費に関しては、金利の低下が続いていることの影響を受けて、利子支払は大幅に減少してきており、元金償還についてもピークは脱したようである。しかしながら、高止まりする元金償還の平準化を図るため、公債管理の対策を検討することの必要性について問題提起をしている。

続く第3節では、公債管理の考え方について、国債管理と比較しながら地方債管理のあり方を整理する。先行研究からは、借換債の大幅な伸びが新たな管理課題であることを抽出している。地方債管理の主な目的は地方債の発行・消化・流通及び償還にあるとされてきたが、実際には、地方債を通じた財政問題としても取り扱う必要があることにも言及している。ただし、具体的な論考は別稿に譲ることとしている。

第4節、第5節を通じて、金利面・財政面からの公債管理論を展開していくこととしている。まず、第4節では、借換債の状況を踏まえつつ、ケースとして大阪市の公債管理がどのようになされているかを分析している。そのうえで、借換債について仮定条件のもと、

<sup>3</sup> 高寄(1988)p.126 参照。自らの地方自治体プロパーとしての経験も踏まえ、自嘲気味に記している。

シナリオ1～4を設定し、比較分析している。こうした分析は、筆者のしる限り地方債研究でははじめての試みである。その試算では、短期・中期への地方債への借換えを、どのタイミングで実施するのが効果的かを検証している。それによると、将来の金利が上昇するのか低下するのかで債券の種類を選択するべきとの結論を導出している。

次に、第5節では、今後の地方債管理について、海外の事例では財政状況によって大きく2つの対応があるとしている。財政状況が良好であれば、短期・変動金利であり、財政状況が良くなければ、長期・固定金利というものである。また、今後のさらなる対応として、弾力的な減債基金の活用や独立機関の設置やCFOの任命など地方自治体として必要な改革を提言している。

第6節は、地方債管理として借換え債の動向に注視しなければならないが、地方債の償還年限のさらなる期間延長の圧力は増している。しかし安易な期間延長には慎重であるべきだとして、本章の締めくくりとしている。

## 2 地方自治体の財政状況

本節では、地方自治体が自主的・自律的な財政運営を行えるだけの余裕があるのか、そして地方債残高と公債費は、危機的な状況にあるのかに焦点を当てている。危機的な状況にあれば、緊縮的な財政運営を選択するしかないからであり、公債管理以前の問題として議論を進めること自体が意味をなさなくなってしまうためである。

### (1) 経常収支比率の状況

住民の行政ニーズに応えるには、毎年、支出が必要になる義務的経費に充てる財源に加えて、社会経済環境や行政需要の変化に適切に対応していくための施策に充てる財源を確保していくなど、柔軟な財政運営が行えるような財政構造の弾力性を維持しておく必要がある。その財源の確保の程度を財政構造の弾力性といい、この比率が高いほど投資的経費等に充当できる一般財源が少なく、財政構造が弾力性を失っていることとなる。

この弾力性を判断する指標として、「経常収支比率」がある。一般的には70%～80%が適正水準とされているが、この水準を上回れば上回るほど、地方税や地方交付税を財源とする一般財源に余裕がなくなっていることを示す。このことを財政の硬直化ともいうが、硬直化が進めば、新規施策へ財源を振り向ける余地が少なくなる。図1右のとおり、市町村では90%前後、都道府県では90%を超えている。

2001年度に臨時財政対策債が地方交付税の振替として措置されるようになった。総務省の決算統計では、経常収支比率の算出に際して、経常一般財源(分母)に減税補てん債及び臨時財政対策債を加える場合と加えない場合を算出しており、図1左は、加えた場合の経常収支比率である。

減税補てん債は、恒久的な減税及び平成15年度税制改正における先行減税等による地方自治体の減収額を埋めるために、地方財政法第5条の特例として発行される地方債で、地

方税の振り替わりとしての性格を持つものであり、一般財源と同様に投資的経費以外の経費にも充当できる。臨時財政対策債は、地方一般財源の不足に対処するため、投資的経費以外の経費にも充てられる地方財政法第5条の特例として発行される地方債であり、ともに後年度にその元利償還金相当額を基準財政需要額に全額算入されるものである。

こうした特別な措置も地方債に変わりはなく、たとえ国が後年度に交付税措置するとしても、当該年度にキャッシュによる財源の確実性が担保されているわけでもない。結局は地方自治体自らが償還財源にかかるキャッシュを負担しなければならず、そうしたことを勘案すると、分母に加えない図1左で算出した経常収支比率の方がより実態に即しているといえるのではないだろうか<sup>4</sup>。

現状は、都道府県・市町村とも適正水準を大幅に上回っていることから、投資的経費に財源を回すだけの十分な余裕があるとはいえず、当面は、財政コストの削減に積極的に取り組まざるを得ない<sup>5</sup>。各都市でも行財政改革に取り組んでいることは、第4章で論じたとおりである。

いずれにしても地方自治体の財政状況は緊迫していることからその改善が求められるが、次の(2)及び(3)で、その主たる原因となった地方債の状況を確認することとする。

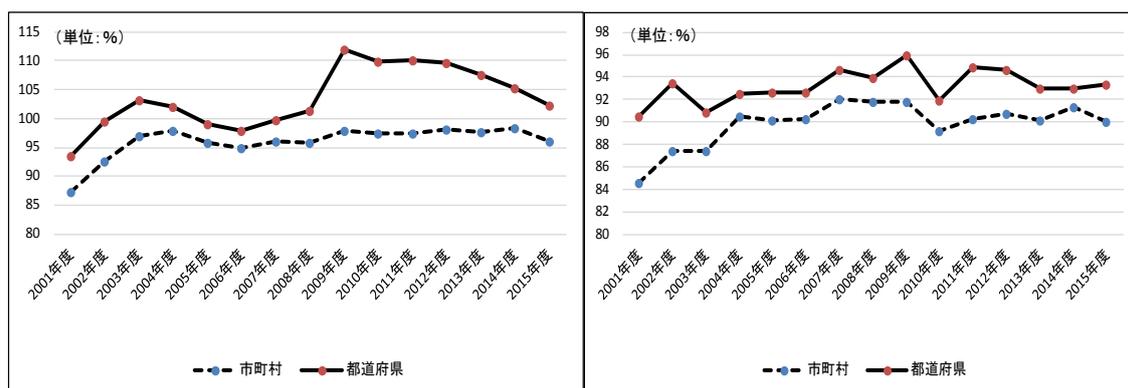


図1：経常収支比率の推移

(出典) 総務省「地方財政白書」各年度版より筆者作成

## (2) 地方債残高の状況

終戦直後を除けば、地方債は預金部資金や簡保資金といった、いわゆる政府資金によって賄われていた<sup>6</sup>。戦後、市場公募地方債が発行されるようになったのは、1952年になっ

<sup>4</sup> 小西(2015)pp. 130 - 132 参照。

<sup>5</sup> 経常収支比率とは、経常的支出に充てられた経常一般財源がどの程度の割合になるか、また経常一般財源の残余はどの程度になるかをつかむための指標で、都道府県で80%、市町村で75%を上回らないことが望ましいとされている。

<sup>6</sup> 1885年5月30日、預金規則が公布され、大蔵省内に新たに預金局が設置された。1893年に預金局は廃止され、部局変更があったものの、預金部の名称は存続することとなった。その後、1951年3月に制定された資金運用部資金法(2001年に廃止)により、郵便局の窓口を通じて集められる郵便貯金が資金運用部に預託・運用され財政投融资の最重要な原資となっていた。

てからである<sup>7</sup>。それまでは市場が脆弱で、資金を供給することができない状況にあったため、地方債は政府資金で全額賄われていた。

その後、高度経済成長の進展にともない、旺盛な投資需要を賄うなど地方債は重要な役割を果たしていた。しかし、依然として政府資金が中心であることに変わりはない。

1990年代に入って以降、起債事業メニューは拡大され、その財源には民間等資金を中心として配分されるとともに、バブル経済の崩壊に対して、数次にわたる国の景気対策に呼応して地方債の増発を続けてきた結果、地方債残高も一気に増大した<sup>8</sup>。さらに2001年からの財政投融资改革の影響は大きく、政府資金は民間等資金とりわけ市場公募資金へ一段とシフトすることとなった。

こうした時期、政令指定都市の数が増加し、総務省の方針もあって市場公募発行団体数も増加したことで、市場公募発行額は急激な増加となったのである<sup>9</sup>。近年の問題として浮上してきているのは、各地方自治体とも新規起債の発行抑制は図っているものの、民間等資金シフトに起因した借換債の増加である。

これまでは長期の公的資金が中心だったため、公債費の管理は度外視せざるを得なかった面がある。借り入れた時点で、借換えが途中で発生することもなく、将来の公債費をほぼ予見できたのである。しかし、民間等資金が中心となってくれば、10年債で発行した場合、10年後20年後に借換えが発生するため、これまで以上に公債費の動向に注意を払う必要が生じた。

### (3) 公債費の状況

公債費は義務的経費の中でも、特に弾力性が乏しい経費であり、その動向には注意が必要である。最近では、財政健全化法に基づいて実質赤字比率・連結実質赤字比率・実質公債費比率・将来負担比率といった健全化のための4指標が作成され、このうち実質公債費比率では、早期の健全化基準なども活用されていることから、事前事後両方の観点から、公債費の把握がし易くなっている<sup>10</sup>。

地方債については、地方債残高は高止まりしている。確かにこれまでの増加一辺倒からは脱し、一定の落ち着きを見せているのは事実で、臨時財政対策債を除外すれば、減少傾向に転じている。しかしそれでも、地方債管理からは、公債費の抑制が喫緊の課題といえよう。

<sup>7</sup> 戦前より市場公募地方債は発行されていたが、戦後発行が再開されたのは、1952年7月の起債懇談会で発行条件等が決定され、翌8月から、東京都債(2億円)、大阪市債(2億円)、大阪府債(1億円)、兵庫県債(1億円)、横浜市債(1億円)、名古屋市債(1億円)、京都市債(1億円)、神戸市債(1億円)が発行された。

<sup>8</sup> 地域総合整備事業債の拡充をはじめとして、各種事業の充当率のかさ上げや特別債(補正予算債、財源対策債、減税補てん債など)の増発が行われた。

<sup>9</sup> 市場公募地方債の発行団体数推移は、1952年度：8団体、1973年度：18団体、1975年度：22団体、1982年度：23団体、1989年度：27団体、1994年度：28団体、2004年度：29団体、以降毎年のように増え続け、2015年度現在では55団体となっている。

<sup>10</sup> 2007年度決算から指標の公表、財政健全化団体への財政健全化計画策定の義務付けは2008年度決算からの適用。こうした指標による「見える化」もあって、地方自治体の財政状況は急速に改善してきている。

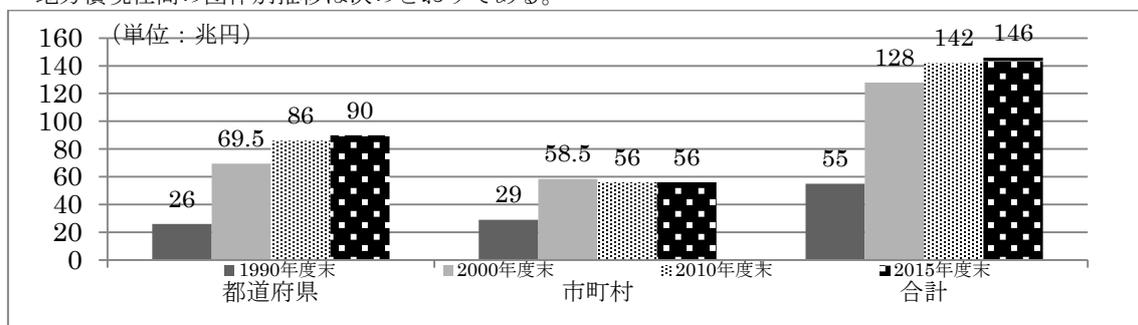
東京都の市場公募債地方発行の考え方が、2011年の東京大学のフォーラムで打ち出されている。それによると、「10年債を基幹商品として位置づけています。流動性を一定程度確保したいということから、毎月一定額の発行を行っておりまして、2011年度も5,200億円程度は発行する予定です。主に過去の大量発行の借換えの影響で、山谷が非常に大きくなっています。中期債については、ずっと5年債中心でやってきました。ただ、今後2013、2014年度に償還の山がきます。それを少しでも抑えるために、2008年度から5年債の発行を抑制しまして、その代わりに新たに3年債を発行するという取組を行っています。また、今後2017、2018年度くらいに償還の谷がくるので、それを埋めるために2010年度から7年債を発行するという取組を行っています。このように、最近では年限の多様化を図っています」と、財政運営の安定化をめざして、急激な公債費負担の増加を避け、年度間の元利償還の平準化を図るため、起債発行時からの公債管理が行われている<sup>11</sup>。

表1は、近年の公債費の動向を把握するために、市町村と都道府県別にして年度別の推移をみたものである。それによると、2015年度と2000年度比較では、元金償還額は市町村で19%、都道府県で51%の増加となっている。一方で、利子支払額は金利低下の効果もあって、大幅な減少となっていることが分かる。こうしたことから、元利償還の合計では、2015年度と2000年度比較では、市町村で8%の減少、都道府県で16%の増加となっている。

市町村と都道府県には、元金償還額に大きな相違点が見られる。この差の原因として考えられることは、都道府県では元金償還がピークアウトしていないが、市町村では2005年度以降、元金償還が減少するなどしている点にある。その結果、利子支払額でも、市町村で大きく減少しているにもかかわらず、都道府県では利子支払額の減少率が市町村より低くなっている。都道府県では、リーマンショックの影響が大きく臨時財政対策債の増発に依存したことから、市町村に比べ地方債現在高が減少していないために公債費の安定化が市町村より遅れているものである<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> こうした年限の多様化は、投資家需要の層が厚くなければ簡単にできるものではない。そうでなければ需要を満たさない発行に追い込まれる可能性があるからである。東京都ないしは大都市ならではの面があるのは否めないが、他の地方自治体においても検討する余地はあるだろう。

<sup>12</sup> 地方債現在高の団体別推移は次のとおりである。



(出典) 総務省「地方財政白書」各年度版より筆者作成

総体として公債費の増嵩は落ち着いてきたといえなくはないが、地方債残高の増嵩によって、毎年度の公債費は巨額なものとなっているが、歴史的に金利が低率で推移しているため、公債費の伸びが抑制されていることで、地方財政は大いに救われていることは強調しておく必要がある。したがって、公債費に関しては、財政運営の巧緻によるものとは即断できないのである。

とはいえ景気対策で起債増発が実施される前の1991年度の公債費が6.8兆円だったことからすれば、2015年度に12.9兆円となる公債費の動向に注意を払っておく必要はある。これらの分析を踏まえると、コスト削減の一助として、公債管理の検討を進めることに意義はあるものと考えられることから、第3節以降で詳しく検討を行うこととする。

表1：公債費の推移

(単位：億円)

			2000年度	2005年度	2010年度	2015年度	伸び率 (2015/2000)
都道府県	地方債	元金	40,519	56,536	54,278	61,101	151%
		元利償還金	21,514	15,659	13,530	10,790	50%
	一時借入金	80	27	46	9	11%	
	計	62,113	72,222	67,854	71,900	116%	
市町村	地方債	元金	42,827	54,615	52,738	50,904	119%
		元利償還金	19,742	13,276	9,575	6,619	34%
	一時借入金	67	30	33	13	19%	
	計	62,636	67,921	62,346	57,536	92%	
合計			124,749	140,143	130,200	129,436	104%

(出典)総務省「地方財政白書」各年度版より、筆者において作成。

### 3 公債管理の考え方

公債管理とは、①どの資金でどれだけの額を調達するのか、②過去に発行した地方債が満期を迎えたとき、借り換えるか、借り換えないか、③発行は何年物とするか、④繰上償還を行うか、⑤減債基金への積立て、取崩しの判断等を適切に選択しながら費用の最小化を実現していくものである。

これらを整理すると、公債管理のポイントとして3つに絞り込むことができる。

1つ目は、新発債や満期借換え時には、発行量の検討を行うことである。決算時に剰余金が生じるなど、一時的に財源超過となる場合もある。民間等資金とりわけ市場公募地方債は債券として市場に流通しているため、繰上償還による投資家リスクを負わせられないことから、市場での繰上償還はできないとされている。実質的な方法として減債基金に積み立てることで、同様の減債効果を持たせることも可能である。もう1つの手法としては、借換え相当額を借換えせずに発行を取りやめる(借換中止ともいわれる)場合がある。当該年度の実質収支見込みの黒字額相当としての決算剰余金を充てることで借換中止を実施するものである。

2つ目は、好景気時には利子費用最小化のために、短期債の発行を続け、利子支払額を引き下げる。一方、景気後退期・不況期には、利子費用最小化のために、できるだけ償還期間の長い起債を発行し、利子支払総額を引き下げる。こうした組み合わせを常に考慮して、利子費用の最小化をめざすものである。

3つ目は、発行環境の変化に対応して地方自治体は地方債の償還年限の多様化を進めてきていることから、既述したとおり、自律的な起債運営を通じた公債管理を行う余地が拡大してきている。年限の短い起債では、一定期間ごとに資金の償還、次の発行というように、その度ごとに事務手続きを行わなくてはいけない。事務費用もかさむことが考えられる。これに比べると、年限の長い起債では、事務費用は定額で推移し、事務手続きの簡素化ともなっている。公債管理が重要なのは、財源が所与の場合、公債費が増加すれば他の経費を削減しなければならず、また、歳出に占める公債費の割合が大きいほど、他の経費への影響は大きくなる。それによって、弾力的な財政運営を困難にしてしまう恐れがある。こうしたことから、公債費はできるだけ小さくなるよう管理を行っていくことが必要となる。

実務的には、発行のボリュームと償還年限の組み合わせ次第で、起債コストとリスクの最適なバランスを達成することも可能である。ただし、偏った運用をしていると思ってもよらぬ経済環境の変化で金利が乱高下した時に大きなリスクを抱えることとなるので、適切な運用、つまりポートフォリオを心掛ける姿勢が求められる。

公債管理については、国債を題材として、多様な分析視覚で論じられてきているものの、地方債に関しての公債管理については、総務省の地方債を所管する部署の職員を中心に、実務的に示されているに過ぎず、「地方財政学」として論じられたものは、筆者のしる限りほとんど見当たらない。こうしたことから、国債の学説にあたることからはじめざるを得ないが、その後、少ないながら地方債の先行研究の論点を整理していくこととする。

## (1) 国債管理政策と実際

### ア 国債管理政策論

国債管理政策は、どのように定義付けられるのであろうか。国債管理政策の概念は必ずしも統一されていないが、大きく狭義と広義に分けられる。

まず、狭義の定義であるが、W.L.Smith. (1960) の『アメリカにおける国債管理』によると、国債管理政策の定義は、「国債管理を、行政の行う民間保有の国債構造に影響を及ぼす全ての行為」と定義し、次のものを国債管理としている。すなわち、①新規国債の種類に関する政府の決定、②借換国債の種類に関する政府の決定、③公開市場操作の対象となる国債の種類に関する中央銀行の決定である。W.L.Smith. (1960) は、国債管理の領域を民間保有国債の残高構成の操作にのみ限定し、財政政策や金融政策の領域とは分けて区分したのである<sup>13</sup>。館(1968)でも、「国債管理政策にとって国債の新規発行額、償還額は外か

<sup>13</sup> W. L. Smith. (1960)p. 2、p. 27、p. 80. 参照。

ら与えられる条件であり、その決定は国債管理政策のラチ外の問題とされるのである。日本では国債の発行、償還額の決定を含めて国債管理政策と考える傾向があるが、これは国債管理政策についての理解を誤り、無用の混乱を生じる危険があるように思われる」としている<sup>14</sup>。

この狭義の定義に対して、2001年3月にIMF・世界銀行が公表した『公的債務管理のための指針』は、「必要な資金調達を行うこと、リスクとコストに関する目的を達成すること、及び国債市場の効率性の向上と維持など政府が定めたその他の管理目標を達成することといった観点から、政府債務を管理するための戦略を立案・執行すること」と定義している。さらに、2003年に財務省が設置した「公的債務管理政策に関する研究会」から、同年11月に公的債務管理政策が対象とする範囲及び政策のあり方に対する提言が行われている。それによると、「中央政府のコントロール下にある債務全般」と定義し、地方債などの債務もその範囲内に含めるべきとしている。すなわち制度設計、財政運営、数値目標など、多岐にわたる関与を示唆したものが広義の定義である。国債発行とインフレやクラウディング・アウトとの関係、国債発行の歯止め論、中央銀行の買いオペと市中消化原則との関係などが検討課題となり、その範囲は財政政策、証券行政、金融政策と広範な分野に及ぶと考えられている。

このように、国債管理政策については、狭義の定義から広義の定義へとその役割を拡大させる方向となってきた。その理由は、経済のグローバル化の進展にあって、従来のように一国内だけで財政・金融政策をコントロールできるものではなくなってきたことや各国の債務が膨大な量に達していることが背景にあるためと考えられる。

## イ 国債管理の実際

1965年度以降、わが国では国債不発行主義を放棄したことで、国債管理は安易な発行を防止するための措置が求められることとなった。景気後退に直面した1970年度に大量の国債が追加発行された時期から、わが国の国債は大量発行時代に突入した<sup>15</sup>。当時の政府は、大量の国債発行と巨額の国債残高の累増に対応した国債・金融市場づくりを積極的に推進する一方、インフレーション昂進の問題を無視できず、大型国債発行時代になかった国債管理政策の確立こそが焦眉の課題であると主張している<sup>16</sup>。

財政制度等審議会が報告書でしばしば取り上げてきた「国債発行の歯止め論」として、①公債依存度、②建設国債の原則、③減債制度などの「国債制限装置」がある。これらが国債の膨張を抑制するものと考えられたためであろう。経済動向の影響から、景気後退期には景気浮揚の対策として国債増発を講じざるを得ず、現状の国債残高に照らし合わせると、「国債制限装置」は国債発行を抑制するための制限装置として、十分な機能を果たした

<sup>14</sup> 館(1968)pp. 157 - 158 参照。

<sup>15</sup> 中島(1977)pp. 1 - 9 参照。長期国債が発行されるようになった1966年以降に国債管理論が研究課題になったとしている。また、国債管理政策は存在しないとの認識を示している。

<sup>16</sup> 中島(1977)のほか、1978年3月6日、7日付け日本経済新聞による報道を参照。

とはいえないだろう。

今後は、1990年代に国債の大量発行が続いたことから、満期償還を迎える国債は増加が見込まれる。2015年2月に公表された「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」によると、2017年度までは要償還額は減少を続けるものの、2018年度からは増加に転じ、2025年度には138兆円となる見込みである。その後も大量の償還が続いていくと見込まれている。これらの償還財源は主として、借換債によるものであり、毎年の要償還額の9割程度は借換債で調達されている。

現在の国債は、2017年度(当初ベース)の新規国債34.4兆円に対し、借換債106.1兆円と巨額となっていることから、引き続き、借換債の大量発行に頼らざるを得ない状況にあることから、国債の発行は高水準を維持し続けることが予測される。

国債の大量発行が続き、2017年度には965兆円の残高となる見込みである。いうまでもなく国債管理政策として、国債残高の膨張に歯止めをかけるとともに、国債費を抑制していくことが重要課題となっている。

国債の現状については既述のとおりであるが、国債費抑制の観点から満期構成を考えることで、いかに償還費をコントロールするかが検討されている<sup>17</sup>。国債管理において満期構成のあり方が論じられているのは、プライマリーバランスが均衡を失っているからであり、地方自治体においては、当面プライマリーバランスは黒字基調で推移してきていることから、地方債において満期構成が論じられることはなかった。しかし、高止まりしている地方債残高を減少させ、財政運営に弾力性を持たせるためには、過去に発行した地方債の借換えについて、借換えを実行するのか借換中止とするかの判断、借換えするとした場合の短期債・中期債・長期債のいずれを選択するか、適切な判断を行うためにも、目安となる基準を明確にしておくことで、政治利用といった属人的な判断を回避できるようにする。ひいては地方債残高の減少を確かなものとするができるものと考えられる。

地方債では、毎年の地方債計画でどの資金でどれだけ調達するのかが明示されている。そしてどのように資金調達し、どのように元利償還費を管理するのかは、地方自治体が自主的に判断し、財政運営を行っていくこととなる。

財政運営を適切に推進するに際して、資金調達でコスト軽減を重視するのか、コスト安定化を重視するのかによって、とり得る方策は異なってくる。前者の立場ならば、借入期間の短期化や変動金利を多用することになるだろう。後者の立場ならば、借入期間をできるだけ長期・固定化させるように取り組むであろう。

しかし、金利が低位で推移した場合には、長期・固定金利の選択は、結果として、高いコスト負担という代償との引き換えになることを認識しておくべきであろう。

いずれを採用するか、地方自治体における公債管理に関わることである。一方を重視しても構わないし、両者の均衡を図るといった判断もできるだろう。また、その時々の方情勢によって変化することもあるだろう。市場の変化に柔軟に対応していく姿勢が重要で、

<sup>17</sup> 土居(2006)、須藤(2007)pp. 31 - 64 で取り上げられている。

従来からの方針を金科玉条に守り通すことは自らを危険にさらすことになりかねないことを第4節において考察することとしている。

## (2) 地方債管理の目的と定義

戦後の起債運営に関して、地方債は財政運営の一部として取り扱われ、公債管理を主体的な問題とすることがなかった。近年でこそ、民間等資金の活用が活発化し、市場化に向けた環境整備が進んできた。こうした動きは市場公募地方債の発行増を促進する手段として有効に機能してきたものと考えられる。

しかし、その後の地方債増発にともなって、地方債残高が増嵩してきたことで、地方自治体の財政運営の財務基盤はぜい弱なものとなってきた。持続可能な財政運営を続けていくためには、強固な財務基盤の構築が求められる。

一方で、地方債管理に関する装置は存在したのであろうか。地方債についても、近年の地方債増発に鑑みると、国債と同様に借換債の管理は重要な課題となってきた。こうした議論は地方債においても援用できそうである。すなわち、地方債資金の調達と残高の関係、地方債資金の償還と費用負担の関係が密接に結びついていると考えられるためである。公的資金から民間等資金へのシフトによって、起債と後年度に発生する元利償還を一体的に管理していくことの重要性が高まってきている。

そもそも地方債管理の目的とするところは何か、また、地方債管理はどのような定義として認識されてきたのかである。

まず、地方債管理の目的についてであるが、国債管理との比較で論じる。

国債は、財政政策と金融政策の役割を担っている。国が景気浮揚を狙って経済対策を講じるならば、国債が増発され、公共事業が積極的に推進されることとなる。また、市場資金の調節を図ることで、市場の引き締めや緩和を操作する金融機能を有している。

一方、地方債は、確かに、バブル崩壊後の景気対策として国の経済対策に合わせて地方債の増発を図り、不景気の局面を打開しようとしてきたのは事実である。

国債と一体的な増発が期待されるのはやむを得ないとしても、1,788(2015年10月現在)もある地方自治体が個別に判断して起債発行するものだとするならば、国の都合にあわせる道理は見いだせない。また、金融政策は、国債と地方債の発行ボリュームを考えると、地方債は到底金融政策の手段足りうるものでもない。機動的な金融政策の発動は国の役割であり、地方自治体の役割ではないのである。

次に、地方債管理の定義についてである。国債管理にかかる狭義の定義が地方債管理として同一のものとして主張されてきた。日置(1984)では、「地方債管理政策とは、できる限り財政負担の軽減を図りながら地方債が地域経済及び国民経済の各局面に無理なく、受け入れられるよう、地方債の発行、消化、流通及び償還の各面にわたり行われる種々の政策のこと。ただし地方債の発行に関して、発行量をどの程度にするかは主として財政政策の問題である」としている<sup>18</sup>。

<sup>18</sup> 日置(1984)は同時に、「それでもなお、今後の地方債資金を円滑に調達していくためには、財源不足対策

このように地方債管理といえ、もつぱら国債の狭義における定義とされているが、日置(1984)は地方債管理政策の主目標として、①できる限り後年度の財政負担の軽減を図るよう発行すること、②必要な資金量を、地域経済及び国民経済の資金循環の中で、無理なくスムーズに調達すること、③後年度の償還財源の確保を図ることの3点を掲げている<sup>19</sup>。

さらにこれらの目標を達成するため国・地方の課題として、国に対しては、①良質の資金の確保と貸付条件改善努力、②地方債計画の策定を通じた所要の財源措置、③税制上の優遇措置などによる地方債の消化・流通への支援、の3点を指摘している。地方自治体に対しては、①民間資金調達における発行条件協議、②減債基金積立て及び買入消却、③地方債証券の規格の統一の3点を指摘している<sup>20</sup>。

国が抱える課題については、一連の地方債改革を通じて、解消されている。①については、民間等資金へのシフトによって、良質な資金の提供は限定的とされ、②については、むしろ地方交付税を通じた元利償還費にかかる財源措置は縮小することで落ち着いている、③についても、BIS基準によるリスク・ウェイト0や発行規模の拡大、格付けの浸透などによって市場環境の整備は進むなど、ほぼ課題は解消されていると考えられる。地方自治体が抱える課題についても、①や③については、市場公募地方債における統一条件方式から個別条件交渉への移行、地方債証券の規格化(証券コード、発行額、繰上償還条項削除、債務管理など)も完了し、②についても、ほとんどの自治体で減債基金が設置されるなど、解消されている。これらは総務省の課長通知によって、地方自治体を取り組んだ結果によるものといえよう<sup>21</sup>。

このように、地方債改革は、山積していた課題を解消させてきたものと考えられる。しかし、地方債残高の抑制を図る観点から、地方債の発行量の決定は公債管理の問題としていいものかどうかである。地方債改革が進展し、発行量の問題は、固定・変動金利、年限の多様化、償還方法の選択などに派生し、公債管理の問題として包摂していかざるを得なくなってきた。

また、公債管理は地方自治体の財政政策と密接に関連している。地方債の発行規模の設定や後年度の償還費も含めた検討を踏まえた管理を要するもので、財政政策における適切な運営と組み合わせることで、有効な管理が行き届くこととなるからである。

現下の厳しい地方財政の状況を踏まえるならば、様々な選択肢を吟味したうえで地方債の発行・償還を判断していくこと、つまり公債管理の有効性について検討することは時宜にかなっているものと考えられる。

### (3) 先行研究—公債管理の定義と現状—

---

のために膨張した地方債発行額の今後の伸びを可能な限り抑制的にコントロールしていくことがまず第一に必要である」とも述べている。

<sup>19</sup> 日置(1984)pp. 127 - 128 参照。

<sup>20</sup> 日置(1984)pp. 133 - 135 参照。

<sup>21</sup> 152 頁において総務省通知の説明をしているので、参照されたい。

公債管理については、先述した日置(1984)をはじめとして、財政政策の一部として扱われてきたようである。国債の定義でいえば、地方債における公債管理は狭義として扱われてきたということである。

しかし、1990年代に入ってから、地方債の増発が続いたとき、前葉(1995)が公債管理は償還管理や市場環境整備にとどまらず、地方債発行量の判断も含んだものとして捕らえようとしている。具体事例として、大阪市の公債管理の実態を詳細に分析したうえで、発行地方債の量と質、内容の的確・迅速な把握が不可欠なものとして指摘している。また、総額の抑制を図るべく、自律的(財政政策や財政計画の策定など)・他律的(起債制限や適債事業の限定、充当率など)な仕組みの必要性を論じている<sup>22</sup>。

しかし現実には、その後も地方債の増発は続き、自律的・他律的な仕組みが不十分であることが露呈された。2001年度の財投改革を端緒として、地方債改革が進んだ結果、公的資金から民間等資金へのシフトと地方債資金の市場化が大きく前進したにもかかわらず、公債管理が抜け落ち、資金シフトが進んだだけで、地方債残高が累積するなど負の遺産となってしまった<sup>23</sup>。

丹波(2004)は、市場公募地方債の発行が急増しているとの認識を示し、そのうえで政府資金の縮小、借換債の拡大、公募団体の増加で、市場公募地方債の増大に対して、地方債の円滑な消化、投資家層の拡大への環境整備や情報収集が重要として、地方自治体にも国債管理政策と同様の地方債管理政策が必要になるとしている。

また、丹波は各地方自治体のホームページやIR資料などから、借換債の把握を試みている。データとしてはやや古いだが、2003年度と2004年度を比較して、各自治体の新発債に占める借換債比率は概ね増加していることを明らかにした。その合計数値を見ると、2003年度が41.1%(20,861億円/50,747億円)に対して、2004年度は54.6%(24,919億円/45,716億円)となっている。明らかに増加基調となっていた。

最近では、熊本(2012)が地方債残高の増嵩による利払い費の膨張に関して、債務返済能力の検証を行ったところ、地方債管理は破たんの危機にあるとしている。借換えリスク縮減のための長期債の発行を円滑に進めるためにも、指定金融機関との関係性維持の重要性を指摘している。また、変動金利方式の導入について、借換えの有利不利や固定金利との有利不利を検証している。さらに地方自治体の財政力との関係で、財政力の高い都道府県では、金利上昇を経済成長でカバーできるが、財政力の弱い自治体では金利上昇を経済成長でカバーできないことから、公的資金を中心とした固定金利による資金調達リスク縮減になりうることを明らかにしている<sup>24</sup>。

先行研究から、今日的な公債管理の重要性が明らかとなった。その延長で借換債のリスクや借換えの巧緻によるコスト負担なども検討課題として扱われるようになってきた。ま

<sup>22</sup> 前葉(1995)pp. 205 - 212 参照。

<sup>23</sup> 確かに、公的資金が縮小していたことから、資金確保の観点からは、資金需要を満たすためには意義があったことは事実。

<sup>24</sup> 財政力の弱い地方自治体では、公的資金の割合が高い。第1章の図5を参照されたい。

た、地方自治体の財政状況によっても借換え方法が左右されるようである。次節では、こうした原因を分析し、借換えのあり方を検証していくこととする。

#### 4 地方債償還分析

それでは地方債の公債管理について、国はどのように考えているのであろうか。かねてより総務省が地方債管理のあり方に関して、地方自治体に向けて通知してきている。総務省においては、1978年9月5日付で財政局長通達「地方債の管理」及び財政課長・地方債課長内かん「減債基金の設置等について」を、また、1986年6月19日付け、地方債課長内かん「地方債の管理について」を示し、地方財政運営の適正化を推進していくために、地方債管理について注意を喚起している<sup>25</sup>。

その後も、地方債環境が変化し続けていたため、2006年3月31日付け地方債課長通知、改正2014年4月1日付地方債課長通知「地方債の総合的な管理について」を示すなど、地方債残高の状況、公債費負担の見通し等を踏まえ、地方債の総合的な管理を計画的に推進するよう、改めて要請している<sup>26</sup>。

こうした通知は現実の後追いではなく、実際は、近年の地方債を巡る環境変化により、各地方自治体が自律的な起債マネジメントを行う余地は拡大している。今後は、その工夫次第では、起債コストとリスクの間での最良のバランスを達成することをめざすことも可能となる。具体的には、10年債の起債中心であった従来の資金調達手法に代わり、バーベル型の調達を取り入れれば、一定程度起債コストを節減できる可能性がある<sup>27</sup>。

ただし、その節減幅は、先行きの金利シナリオ次第の部分も大きく、また、短期的には地方自治体の負担する金利変動リスクが大きくなる可能性もあるため、リスク管理に留意が必要である。このように借換え時にどのような手段を講じるかによって、公債費は大きく変動してくるものと考えられる。

公債費の累増を防ぐ方法は、当初発行額の抑制のほかには存在しない。そのことも含めて公債管理として扱うこととしているが、発行額の意味決定に関しては、別稿に譲ることとして、次の「(1) 公債管理と実際」における管理手法で、既発債の対応方針にかかる公債管理を中心に検討していくこととする。

##### (1) 公債管理と実際

ここでは、借換えの実務や満期構成の変化など、実際の公債管理がどのように行われて

<sup>25</sup> とりわけ、1978年の通達は、当時の自治省が地方債管理の問題が複雑化・高度化してきたことへの対応として発したものである。

<sup>26</sup> そのほかにも、1992年1月20日付地方債課長内かん「市場公募地方債に係る満期一括償還方式の導入について」及び2000年3月7日付地方債課事務連絡「地方債の流通性向上等について」に基づく取扱いは、「地方債の総合的な管理について」によるものとされている。

<sup>27</sup> バーベル型の運用とは、ポートフォリオの満期構成に着目したもので、長期金利の上昇は長期債の大幅な値下がりをもたらす、短期金利の低下はクーポン再投資の減少をもたらすと考えているため、中期債を保有せず、流動性を確保するために短期債を保有し、収益性を確保するために長期債を保有する投資行動のこと。

いるのかを明らかにしていく。

地方債の借換えとは、過去において発行された地方債の償還財源を調達することを目的として、改めて新規に発行される地方債のことである。

図2は、地方債プロパーの方なら実務で理解しているものであるが、意外と知られていないもので、地方債に係る資金の流れを一覧にしたものである。借換え債は、公債収入として、事業公債収入と借換え公債収入とに区分されているものの、起債事務の簡素化の観点から、一体として起債されている。事業公債収入は新規の投資財源として、他会計の公債費会計繰入金として受け入れられ、特定目的の事業資金に充てられることとなる。一方、借換え公債収入として受け入れた資金は、元金償還資金の借換分として償還財源へと回され、公債費会計を経由してそこから直接に金融機関へ償還がなされることで完結する。

公債費会計には、事業公債収入と借換え公債収入の2つのルートが存在しているため、他会計から繰出金として歳出される元金償還資金には借換えに相当する元金分は含まれない仕組みとなっている。

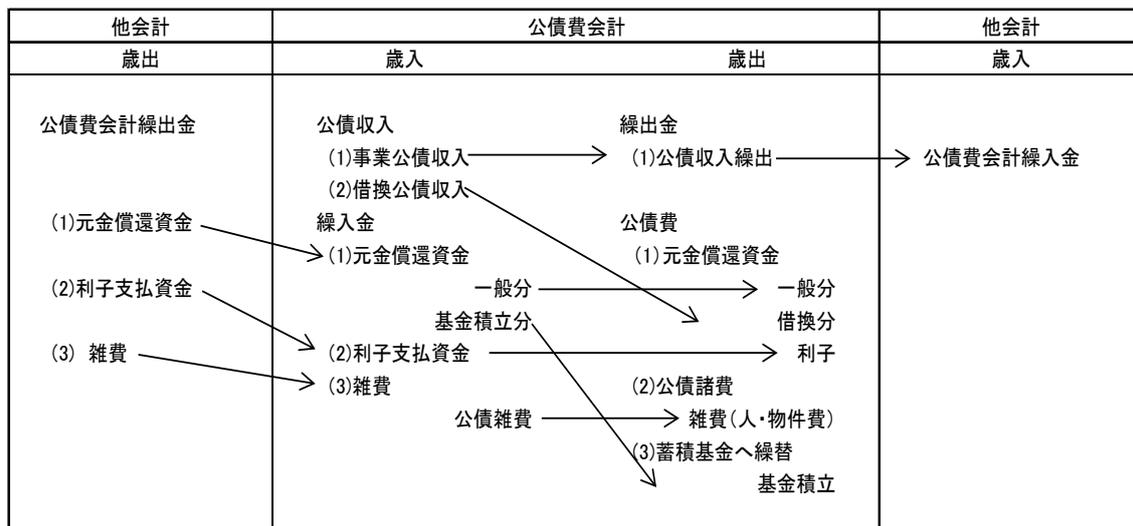


図2：公債費会計と借換え

(出典) 筆者作成

借換えをするかしないのかの意思決定で2つの分析が可能である。1つ目の方法は、金利動向等に応じて臨機応変に満期到来前の未償還元金を現状より低利な地方債へと借り換え直すことである。この方法は、必要に応じて財源等に余裕があるときに、不規則に行われるものである。2つ目の方法は、当初に地方債を起こした時から、満期時に借換えを予定されているもので、市場公募地方債はこの方法によっているものである。ただし、実際に借換えを行うか行わないかの判断は地方自治体に委ねられている。本章では、後者の借換えとして取り扱うこととしている。

政府資金をはじめ地方公共団体金融機構資金は、通常の借換えは認められていない。その資金は当初より借入期間が長期に設定されており、地方自治体の借換えを想定していな

いためである。しかし、民間等資金は最近でこそ 20 年債や 30 年債の発行もみられるが、それでも主流は 10 年債であることから、1 回ないしは 2 回の借換えが大量に行われている<sup>28</sup>。ただし、施設等の耐用年数を超えての借換えは認められていないことから、その年数の範囲内での借換えとなる。

次に借換えの根拠であるが、地方財政法第 5 条第 1 項 3 号に、地方債をもって財源とすることができる場合の一つとして、「地方債の借換えのために要する経費の財源とする場合」と規定されていることにある。

借換えは、国債だけでなく地方債においても大量に発行されている。借換えの発行規模が大きくなればなるほど、新規の発行する地方債の資金調達に影響を及ぼしかねないといった問題も潜んでいる。発行者であり資金需要者である地方自治体と資金供給者である投資家との受給ギャップが生じてくれば、金利の上昇につながり、地方自治体の財政を圧迫することになる。したがって、借換えのタイミングで借換えへの依存をどの程度にするのかを判断しなければならない。他方、決算で黒字が見込まれるなど、資金に余裕があつて、かつ将来の負担軽減を優先するのであれば、実行段階で借換中止を決定することも考えられる。

図 3 は、地方財政統計年報のデータで、民間等資金の元金償還の状況から地方債管理の実態を明らかにするためのものである。都道府県・市町村に区分したうえで、1987 年、1997 年、2007 年を基準年として、民間等資金にかかる償還状況の予定を表したものである。1987 年、2007 年は、都道府県・市町村の推移が概ね類似した線形をたどっている。しかし、1997 年は、満期構成が大きく変化し、中間年あたりで大きな償還が発生している。

これは民間等資金の活用で、5 年債など比較的年限の短い起債発行したものが償還満了を迎えたためである。2000 年代半ばに顕著となっている都道府県のピークに比べれば、市町村のピークは低いものの同様の傾向がみられる。これは全ての団体が市場公募団体である政令指定都市が含まれているためである<sup>29</sup>。

---

<sup>28</sup> 5 年債であれば 5 回の借換えが予定されている。ただし、資金充当された事業が医療機器のように耐用年数 5 年となっている場合には、その期間が借入れの上限となる。

<sup>29</sup> 公的資金の償還期間はほとんどが 20 年～30 年となっているのに対して、民間等資金の償還期間は 10 年が中心となっている。民間等資金へのシフトは、償還期間の短縮化となって、満期構成を変化させることとなる。

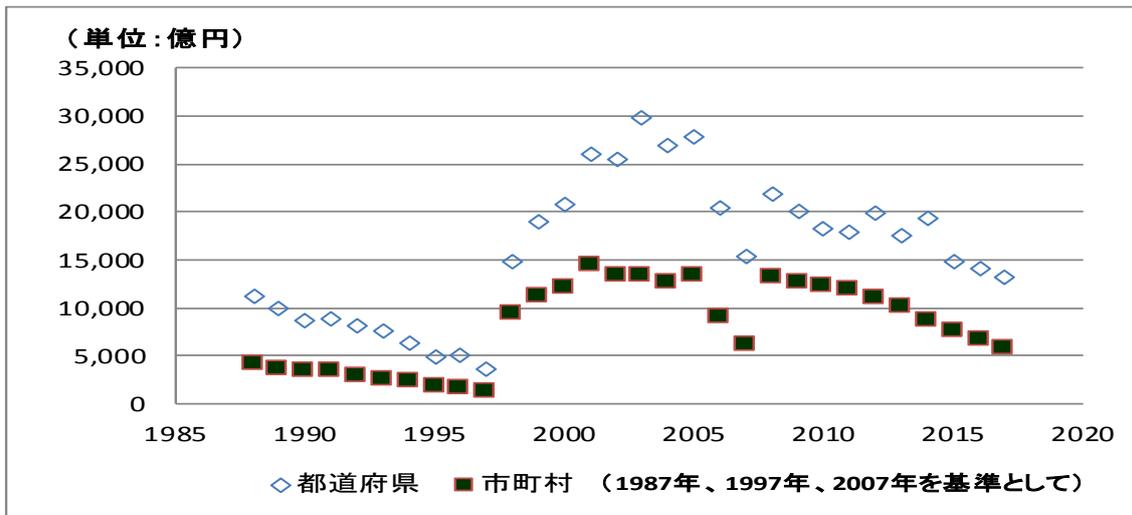


図3：民間等資金の元金償還(10年単位)

(出典) 総務省「地方財政統計年報」各年度版より筆者作成

## (2) 大阪市の公債管理

本章では、市場公募地方債を中心とした借換えの議論を展開している。まず、市場公募地方債とは何か、次に、大阪市ではどのような公債管理を実施しているのか。

市場公募地方債とは、発行団体と何らかの縁故関係を有する特定の金融機関等から借り入れる銀行等引受資金とは異なり、いわゆる起債(資本)市場<sup>30</sup>において、不特定多数の投資家を対象に、シンジケート団を通じて公募される地方債の発行により調達される資金のことである。

ここで市場公募地方債の歴史を振り返ると、シンジケート団による地方債の引受けは、既に大正時代に東京市や大阪市で行われていた。その後、1931年頃に証券会社も加わった現在のシンジケート団による引受けが行われるようになった。戦時下体制で起債の抑制策がとられたこともあり、市場公募地方債は発行されなくなった。

戦後、地方債は全額政府資金で賄われていたが、起債市場も次第に回復したこともあり、1952年度の地方債計画に計上された。これ以降、市場公募地方債の発行が行われ、民間等資金がスタートすることとなった。

市場公募債の償還期限は、当初5年(据置1年)であったが、1955年から7年(据置2年)に、1972年から現在と同様の10年(据置3年)となっている。従来償還方法は、毎年3%の半年賦元金均等償還であった。通常2回の借換えが行われ、実質的には政府資金と同等の30年の償還期間となっている。しかし、市場公募地方債の商品性の改善や流通性向上の一環として、満期一括償還方式となっている<sup>31</sup>。

<sup>30</sup> 起債(資本)市場とは、会社等が債券の発行により長期の他人資本を調達する市場をいう。起債市場の構成員は、資金の需要者であり発行側の地方自治体、資金の供給者であり債券購入者の投資家、受託会社と引受会社である。

<sup>31</sup> 1995年に最低発行金額の拡大(100億円)、1998年に繰上償還条項の削除、2001年に5年物の市場公募地

こうした変遷をたどりながら、2001年度からは、5年債という短い償還期間の市場公募地方債が発行されるようになった。これらの個別の地方自治体が発行する市場公地方債のほか、2002年度からは住民参加型の市場公募地方債、2003年度からは共同発行市場公募地方債が発行されるなど、多様な公募債が出現しており、これまでの10年債の借換え管理に加え、それらも包含した新たな借換え管理が必要となる。

ここで大阪市の市場公募債における借換債の状況をみておこう。大阪市では、10年債を30年で償還する場合、当初100の起債を発行すると、元金については3年間据え置いた後に4年後、毎年発行額の6%(半期ごとに発行額の3%)を7年間にわたって積み立てていくということになっている。そして、満期到来時、10年目になると、大阪市内で公債償還基金に積み立ててきた年6%×7年分の42、それに加えて、再度市場から58の借換債を発行することで、合計100をいわゆる投資家に返済をするということになっている。このことを満期一括償還積立金ルールという。次の10年目では、借換え58をまた3年間据え置き、4年目以降毎年当初発行額の6%ずつをまた7年間積み立て、最終の10年目に42として、2回目の借換債16と合わせて58を返済するということになっている<sup>32</sup>。最後の10年間の返済方法は、2回目の借換債16を3年据え置いた後に7分の1ずつ毎年公債償還基金に積み立て、最後10年目に16を返済することで合計30年という償還方法となっている。

表2は、大阪市の市場公募債の状況から、借換債はどのように変化してきているのかを示したものである。この表からも明らかなように、大量の起債発行が行われてきたこと、同時に大量の借換債が発行されてきたことである<sup>33</sup>。しかも、10年ごとの借換額、比率ともに上昇を続けてきた。しかし、そうした状況にもかかわらず、公債管理が行われていなかったのであろうか。そのようなことは全くない。当初発行額の58%、1回目の借換え後であれば16%相当分を借換えしているところである。実際は対象全額の借換えなど行われず、借換中止が行われているのである<sup>34</sup>。

起債発行が増加する中で元金償還の管理も、将来負担を見越して借換中止を行ってきているのである。これができるのは、毎年度の実質収支が黒字であるからに他ならない。こうした取組の結果として、起債残高を大幅に減少させてきたのである(大阪市のピーク2004年度が2.73兆円だったものが、2015年度(当初)では2.05兆円となり、額にして6,800億円、率にして△24.9%の削減見込みとなっている(ただし、臨時財政対策債を除く))。

---

方債発行、2003年に共同発行の実施などにも取り組んできている。

<sup>32</sup> ほかにいくつかの方法がある。当初3年は据え置いた後、毎年残債額58に対して6%を7年間にわたって積立していく。 $0.58 \times 0.06 \times 7 = 24.36$ の積立が完了。当初積立42と借換え1回目の24.36を合計すると66.36の償還が済んだこととなり、残債額33.64となる。これを2回目の借換債として発行した後、2つの方法に分けられる。1つ目は、33.64を14回の償還で完了させる方法。2つ目は $0.3364 \times 0.06 \times 7 = 14.1292$ 、 $(33.64 - 14.1292)$ の差額は最終償還と同時に償還して完了させる方法。

<sup>33</sup> 表の下段の(参考)にあるように、市債総額に占める市場公募債の残高比率はここ30年ほどで倍近くに膨らんでいる。

<sup>34</sup> 例えば、下段1995年度の新規発行債 $\times 0.58 = 76,792$ 百万円は、2002年度(2005年度のデータがないためこの年度のデータで比較)では、上段の借換債①は、40,407百万円で、363億円ほどが借換中止となっているということである。同様に、下段1995年度の借換債①は、3,901百万円で、2002年度では、上段の借換債②は、1,897百万円で、20億円ほどが借換中止となっている。

表2：大阪市の市場公募債

(単位：百万円)

	1975年度		1985年度		1995年度		2002年度	
	発行額	伸び率	発行額	伸び率	発行額	伸び率	発行額	伸び率
新規債	28,500	—	50,000	175%	132,400	265%	172,696	130%
借換債①	10,711	—	15,587	146%	24,380	156%	40,407	166%
借換債②	3,179	—	4,723	149%	3,220	68%	1,897	59%
合計	42,390	—	70,310	166%	160,000	228%	215,000	134%

	1975年度		1985年度		1995年度		2002年度		
	借換え想定額	新規債× 0.58	16,530	新規債× 0.58	29,000	新規債× 0.58	76,792	新規債× 0.58	100,164
		借換債① ×0.16	1,714	借換債① ×0.16	2,494	借換債① ×0.16	3,901	借換債① ×0.16	6,465
合計	—	18,244	—	31,494	—	80,693	—	106,629	

(参考)市債総額に占める市場公募債の残高比率(上記起債の翌年12月末)

	16.6%	26.2%	24.0%	31.0%
--	-------	-------	-------	-------

(出典)大阪市「市債一覧表」各年度版より、筆者において作成。

### (3) 借換債分析

地方財政を取り巻く環境が変化した場合、借換債のコストとリスクはどのように変化するのか。また、短期債、中期債、長期債による資金調達を比較した場合、プラス・マイナスいずれに作用するのだろうか。

利子支払額の縮減を図る方法として、借換債の検討ができる。現在は、歴史的にみても低金利であるため、金利への感応度は低下しているようで、借換債の中長期的なメリットは理解されにくく、借換債は元債の償還財源を賄うための手段ととらえがちである。歴史をたどれば、18世紀半ばのイギリスにおける低金利借換え、アメリカでは借換政策として、借換えリスク低減のために国債平均残存期間の長期化を図る「長期借換」が中心に資金調達が行われている<sup>35</sup>。

しかし、現在の日本は、既に低金利環境で国債を発行しており、国債残高が急増した一方で、金利負担は増加していないことから、須藤(2007)は、低利借換えによって債務負担を軽減させる余地はほとんど残っていないとしている。

本当にそうなのだろうか。一般論として、次のような命題を前提として、借換債分析を試みることにする。

- ①金利は、経済成長や景気変動と正の相関関係にある
- ②調達コストは、金利変動と正の相関関係にある
- ③地方税収は、金利変動と正の相関関係にある

<sup>35</sup> 須藤(2007)に詳しい。代田(1999)によると、1980年代におけるサッチャー政権時代には、スタグフレーションに直面し、イギリス国債の満期構成は、長期債の比率が大きく低下している。また、渋谷(1992)によると、1980年代におけるレーガン政権時代には、国債残高が累増する中で、国際管理が重要な課題となっていたが、満期構成の長期化策が成果を収めたとされている。

景気後退期には、金利は低下し、地方自治体の調達コストも連動して減少することになるが、景気後退を受けて個人消費の縮小、企業の業績悪化や所得の減少などによって地方自治体の歳入となる地方税収が減少する。地方税収の減少と連動して、地方債の発行が減少していくことで地方自治体が負担する公債費が軽減していくものと考えられる。景気浮揚期にはこの逆の現象が生じることとなる<sup>36</sup>。

しかし、実際の償還は過去の起債発行に対するものであり、それが償還費のほとんどを占めていると考えられることから、思ったほどの償還負担軽減効果は期待できないであろう。短期債による資金調達で償還負担の緩和ができるとしても、発行の当該年度だけでなく、もう少し長いスパンでみないと判断を誤ることになる。したがって、景気後退すなわち短期債による資金調達による償還負担の緩和が実現できるというのは間違っていないとしても、少し長い期間を取ってみないと、金利が反転した際のリスクヘッジを効かすことができなくなってしまう。

繰り返しになるが、借換えのポイントとなるのは、3点ある。1点目は、借換えを実行するか、しないか。2点目は、短期債・中期債・長期債のいずれを選択するか。3点目は、減債基金に積み立てるか、積み立てないか。その際に、金利の見直しをどう判断していくかも重要な要素であり、それらを総合的に勘案し、意思決定をしていくということである。

表3では、こうした借換えの命題やポイントを探求していくため、どのような場合にコストの観点で最も有利となるのかをシナリオ1～4を設定して、試算していくこととする。

---

<sup>36</sup> 地方税収は景気動向に左右されて増減するが、変動金利による資金調達を組み合わせることは、双方が正の相関であるならば、地方税収が減少した時には金利コストは減少し、金利コストが増加した時には地方税収は増加している。ALM(Asset Liability Managementの略)の視点から、資金調達の1つとして変動金利を検討するなど、地方自治体の固定金利神話を覆し、多様な資金調達に臨機に対応する姿勢を涵養していく必要がある。

(仮定条件)

**■シナリオ1…借換え時点での金利変動はないと仮定した場合**

- ・当初 100 の発行、金利は 5 年債 1%、10 年債 2%、20 年債 3%。
- ・借換えは当初と同じ期間の発行とし、20 年満期とする。
- ・基金への積立てはしない（基金による運用益は度外視する）。
- ・借換え率は、5 年債は 5 年後 75%、10 年後 50%、15 年後 25%、10 年債は 10 年後 50%。

**■シナリオ2…借換え時点での金利が上昇すると仮定した場合**

- ・当初 100 の発行、金利は 5 年債 1%、10 年債 2%、20 年債 3%
- ・借換え時点金利は、5 年債は 5 年後 2%、10 年後 3%、15 年後 4%、10 年債は 10 年後 4%。
- ・借換えは当初と同じ期間の発行とし、20 年満期とする。
- ・基金への積立てはしない（基金による運用益は度外視する）。
- ・借換え率は、5 年債は 5 年後 75%、10 年後 50%、15 年後 25%、10 年債は 10 年後 50%。

**■シナリオ3…借換え時点での金利が低下すると仮定した場合**

- ・当初 100 の発行、金利は 5 年債 1%、10 年債 2%、20 年債 3%。
- ・借換え時点金利は、5 年債は 5 年後 0.8%、10 年後 0.5%、15 年後 0.3%、10 年債は 10 年後 1%。
- ・借換えは当初と同じ期間の発行とし、20 年満期とする。
- ・基金への積立てはしない（基金による運用益は度外視する）。
- ・借換え率は、5 年債は 5 年後 75%、10 年後 50%、15 年後 25%、10 年債は 10 年後 50%。

**■シナリオ4…借換え時点での金利が上昇、借換え中止を実施すると仮定した場合**

- ・当初 100 の発行、金利は 5 年債 1%、10 年債 2%、20 年債 3%。
- ・借換え時点金利は、5 年債は 5 年後 2%、10 年後 3%、15 年後の市場金利 4%で 20 年債の金利 3%を上回るため借換え中止、10 年債は 10 年後の市場金利 4%で 20 年債の金利 3%を上回るため借換え中止とする。
- ・借換えは当初と同じ期間の発行とし、20 年満期とする。
- ・基金への積立てはしない（基金による運用益は度外視する）。
- ・借換え率は、5 年債は 5 年後 75%、10 年後 50%、15 年後 25%、10 年債は 10 年後 50%。

表3：元利償還のシナリオ分析

【シナリオ1】		0期	5年後	10年後	15年後	20年後	計
短期債 5年債	発行	100	75	50	25	0	—
	元金償還	—	-100	-75	-50	-25	—
	利子支払	—	5	3.75	2.5	1.25	12.5
中期債 10年債	発行	100	—	50	—	0	—
	元金償還	—	—	-100	—	-50	—
	利子支払	—	10	10	5	5	30
長期債 20年債	発行	100	—	—	—	0	—
	元金償還	—	—	—	—	-100	—
	利子支払	—	15	15	15	15	60
【シナリオ2】		0期	5年後	10年後	15年後	20年後	計
短期債 5年債	発行	100	75	50	25	0	—
	元金償還	—	-100	-75	-50	-25	—
	利子支払	—	5	10	15	20	50
中期債 10年債	発行	100	—	50	—	0	—
	元金償還	—	—	-100	—	-50	—
	利子支払	—	10	10	20	20	60
長期債 20年債	発行	100	—	—	—	0	—
	元金償還	—	—	—	—	-100	—
	利子支払	—	15	15	15	15	60
【シナリオ3】		0期	5年後	10年後	15年後	20年後	計
短期債 5年債	発行	100	75	50	25	0	—
	元金償還	—	-100	-75	-50	-25	—
	利子支払	—	5	3	1.25	0.375	9.625
中期債 10年債	発行	100	—	50	—	0	—
	元金償還	—	—	-100	—	-50	—
	利子支払	—	10	10	2.5	2.5	25
長期債 20年債	発行	100	—	—	—	0	—
	元金償還	—	—	—	—	-100	—
	利子支払	—	15	15	15	15	60
【シナリオ4】		0期	5年後	10年後	15年後	20年後	計
短期債 5年債	発行	100	75	50	25+25	—	—
	元金償還	—	-100	-75	-50	—	—
	利子支払	—	5	10	15	—	30
中期債 10年債	発行	100	—	50+50	—	—	—
	元金償還	—	—	-100	—	—	—
	利子支払	—	10	10	—	—	20
長期債 20年債	発行	100	—	—	—	0	—
	元金償還	—	—	—	—	-100	—
	利子支払	—	15	15	15	15	60

(出典)筆者において作成。

単年度だけで判断すれば、低金利下でもあり、効果は極めて低いと思われるが、5年程度のスパンで累計額を判断すれば、それ相応の効果は出ると考える。

シナリオ1、シナリオ2を比較すると、借換え時の金利改定で金利が上昇すれば、利子支払額が増加することとなる(5年債12.5→50、10年債30→60)。シナリオ1とシナリオ3を比較すると、借換え時の金利改定で金利が低下すれば、利子支払額が減少することとなる(5年債12.5→9.625、10年債30→25)。またシナリオ1～3において、10年債を5年債に短縮化することで、つまり借換え時に乗り換えるとした場合、負担が軽減することとなる(シナリオ1：30→12.5、シナリオ2：60→50、シナリオ3：25→9.625)となり、後半10年間(15年後20年後)の差で見ると、シナリオ1：10→3.75、シナリオ2：40→35、シナリオ3：5→1.625)。線形で金利が上昇ないしは低下するような場合には、年限の短期化は、金利支払額を常に有利に働くことが分かる。これはイールドカーブ(yield curve、利回り曲線)が順イールドであることに起因しているため、長短金利の逆転が起きない限り同じ結果

となる。

長短金利によるイールドカーブが働いていても、支払金利の逆転を実現することは可能である。シナリオ4がそれである。シナリオ4は財源に余裕がなければ実行できないものだが、その効果は大きい。シナリオ4をみると、5年債が30に対して、10年債が20となっていることから、繰上償還よろしく、早期に10年後の元金を償還してしまい、5年債へ乗り換える、その5年債も5年後に元金償還してしまうことにすれば、シナリオ2の5年債(50)と10年債(60)で合計110に対して、5年債(30)と10年債(20)で合計50と大きな差がついた。元本がなくなった効果、つまり借換中止は決算で多くの黒字を計上するより、後年度の負担軽減効果は大きいといえる。

また、年限の長期化への借換えによる負担軽減効果も考えられる。ここでは試算していないが、例えばシナリオ2で、10年債を10年目の借換えタイミングで、20年債へシフトすること、5年債を15年目の借換えタイミングで20年債へシフトすることで負担軽減は可能である。

起債発行の地方自治体は、自らのリスクやコストを最小化するため、どのように債務の最適構成を形成するのだろうか。地方自治体の財政状況が厳しい状況にあるのか、将来に不安を抱えるような状況にあるとすれば、自治体の起債運営は、短期債より長期債の発行割合を高め、負担の平準化を図るよう行動するだろう。

このことは、地方債の発行が増加基調の問いにも該当するであろう。その方が、直近の償還元金をより先に引き延ばせるからである。通常のイールドカーブでは金利面での負担は増加するとしても、元本の償還に備えるより負担は軽いといえる。また、社会経済環境が不透明で、将来の不確実性が高いと判断されるような場合にも、短期債よりも、長期債の発行割合を高めるよう行動するだろう<sup>37</sup>。

長期債の比重を高めることは、償還期を迎えるまでは、利子支払いのみとなるため、もちろん毎期元金償還相当分は基金への積立ての実行はあるものの、財政運営に余裕が生じると考えられ、決算黒字を基金に積立てるか、借換中止の財源に当てるかを判断していく必要がある。

しかし現実としては、地方自治体は資金の引受先との関係から、長期債の発行量を増やし難い環境にある。施設等の耐用年数を考えると、地方自治体としては最長30年の長期にわたり、資金を借り続けたいところである。直接に長期債の発行ができない部分に関しては、通常は10年債を中心として起債を発行し、借換で資金をつないでいる。民間等資金の発行額が増加したことで、借換債の額が増加してくるため、その管理の必要性がさらに高まってくるだろう。

一方で、短期債への比重を高めることは、頻繁に償還期を迎えることを意味しており、毎期の償還は負担として発生するものの、償還としては平準化されていくことになる。こ

<sup>37</sup> Missale(1999)は、ODCD諸国において、政府債務残高の対名目GDP比と満期構成のデュレーション(平均回収期間)が反比例することを実証した。経済環境の悪化は、(財政出動を余儀なくされるなど)政府財政への信用を低下させることにもなり、投資家は類似の行動をとることが予想される。

のことは、借換方針に左右されるが、借換えを続行するならば、毎年の起債依存度を押し上げる要因となり得る点には注意が必要である。安易な借換えを控えることも検討されなければならない。

次に、投資家は社会経済環境や投資環境を見据えて、どのような購入判断を下すのだろうか。低金利の状態が続いているあるいは金利の乱高下で短期金利が高く推移している場合には、地方自治体はリスク低減を図るため長期債への比重を高めるのに対して、投資家は自治体への信用リスクの高まりを懸念して、長期債より短期債への先行を強めるだろう。同じ金利環境に直面していながら期待は逆相関である。

このように地方自治体と投資家の行動にミスマッチが生じた場合の均衡はどのような経路で収束するのであろうか。地方自治体が長期債による資金調達を望むとした場合、金利プレミアムが想定を上回るようなことになれば、発行は見送らざるを得なくなる。それでも財源としての起債を求めるのであれば、長期債を諦めるか、長期債の割合を引き下げ、短期債や中期債の割合を高める対応が迫られる。投資家需要に即して、短期債・中期債へシフトすることで、当面は想定以上の金利プレミアムを回避する選択によって、両者の均衡が一致をみることになる。

結果として、コスト面でも比較優位と考えられる。投資家の信認を高める行動は、「市場との対話」として市場の安定化にも寄与し、円滑な資金調達に資するものである。

長期債が満期償還を迎えた以降、起債依存度は高くなることを回避するため、償還を迎えるまでの段階で、これまでしばしば当面の危機回避策として政治利用されてきた起債増発圧力に屈しないためにも、財源手当の方策をルールとして講じておくといった公債管理を徹底していくべきであろう。

## 5 課題への対応

地方債を安定的かつ有利に発行するためにはどうしたらいいのか、厳しい財政状況の中で円滑な償還を行っていくためにはどうすべきか、民間等資金のウェイトが増える状況において、市場の信頼をどう確保し維持・発展させてしていくのかなど、考慮すべき事項は多岐にわたっている。

現下の地方債の変革期にあって、今、多くの地方自治体にとって、行政サービスを継続的に提供するための財源確保が大きな課題である。財政状況の分析、把握からはじまって、中長期の財政計画の策定や、その一環として地方債の発行計画、償還計画などをしっかりと立てることが重要になっている。

欧米諸国における事例なども参考として、どのような示唆が得られるか。それらを踏まえながら、どのような方策が検討できるのだろうか。

### (1) 海外事例

第4章の補遺でも少し述べたが、海外における公債管理の状況を概観しておく。河村(2007)によれば、各国の国債償還にかかるコスト管理に関する指標を目標としている事例が紹介されている。それによれば、当時において、デンマーク、スウェーデン、カナダでは、デュレーション(duration)<sup>38</sup>は3～4年程度となっている一方で、フランス、イタリアでは、4～5年程度となるなど、各国の財政収支や債務負担の状況で管理目標の設定に影響を及ぼしているとしている。

その検証から、比較的財政収支が良好な場合には、デュレーションの短期化など、変動金利の比率を高める方向性がうかがえる。変動金利のリスクを吸収できる財政力があり、当面のコスト削減に重点を置いていることが分かる。他方、財政収支が良くない場合には、デュレーションの長期化など、固定金利の比率を高める方向性がうかがえる。予見できない変動金利リスクの上昇を嫌って、少し割高でも確定した調達コストを選択している。

これら以外にも、将来の償還財源の計画的な確保、資金の流動性の向上、償還確実性に対する市場からの信認の一層の向上等を図る観点から、各地方自治体における地方債残高の状況及び公債費負担の今後の見通しに応じて、総務省から減債基金への計画的な積立てを行うことも求められている。今後とも、地方債の適切かつ総合的な管理の取組を強化していくことが極めて重要であり、減債基金がどのようになっているか、どのように活用されているか、次でみていくこととする。

## (2) 減債基金管理

減債基金は、将来の元金償還に充てるための財源を確保し、中長期的に公債費の平準化を図ることを目的として設置されている。地方自治体としては、中長期的な公債管理の観点から、満期一括元金償還相当分のほか、決算剰余金や土地等の不用資産売却益などの特別の収入は減債基金に積み立てられている。

しかし、基金積立には3つの問題点が指摘できる。1つ目は、積み立てた基金が財政悪化を理由として、取り崩そうとする誘因が働きかねないということ。実際そうした事態に直面し、取崩しをしてしまった地方自治体があった<sup>39</sup>。2つ目は、基金積立て分の運用利子が実支払利子を下回ることがあることである。3つ目は、実際公債費比率の基金積立分は除外して算出するため、それによる影響として、財政健全化指標における実質公債費比率や将来負担比率が悪化する可能性がある。それが問題とされるのは、実際の地方債残高は公表時に区分しない限り、元金償還相当分は財源手当て済みにもかかわらず、未償還残

<sup>38</sup> デュレーションとは、債券に投資された資金の平均回収期間のこと。

<sup>39</sup> 本来、減債基金に積み立てるべき償還財源を積み立てず、減債基金は不足させておきながら、計画的に新規発行債を減額していた地方自治体があった。2008年9月16日の大阪市会(財政総務委員会)での質疑で、基金からの運営資金の借入れをいくつかの自治体が行っているのではないかと質問に対し、財政当局は、「ホームページに公表されている資料で、例えば千葉市・川崎市・京都市では、公債償還基金から借り入れており、また、横浜市においては、過去に臨時的財源として減債基金を活用したこと等が現在の実質公債費比率を高める一因となっている、などのコメントが掲載されている」として、償還時に取り崩すべき財源を一時的に流用しているケースが明らかにされた。

高として表示されてしまうため、住民に対して必要以上に残高があるように映ってしまうことで、財政状況の改善に向けた取組が理解されにくくなってしまうことである。

問題なのは、満期一括償還に備える基金積立てを怠る場合や余裕資金を他の政策に一時的に転用することが起こり得るということである。厳しいチェックを課すなど、財源の用途を明確にしていくための措置を義務付ける必要がある。議会のチェック機能にも限界があることを前提に、例えば、特定目的に関するチェックに関しては、外部委員会を活用するなど、厳格な管理を行わなければならない。

公債管理の一環として、減債基金への積立ては奨励されてはいるものの、ルール化されているものではないため、独自のルールで管理することも可能だが、その時には、対外的な公表を通じて説明していく努力が地方自治体に求められる。

### **(3) 地方債マネジメント**

#### **ア 地方債の適切かつ総合的な管理の推進**

現在、わが国の地方債は、「資金の流れを官から民へ変える」流れの中で、民間等資金のウェイトも高まってきているため、地方債の資金調達手段はますます多様化し、発行する地方債の種類もそれに呼応しながら増加及び複雑化してきている。

また、地方債の許可制度が協議制度へと移行してきている状況も勘案しながら、これまで以上に各地方自治体は自らが主体となって、地方債の総合的な管理に取り組む必要がある。

具体的には、民間等資金を中心とした資金調達への転換を円滑に進めるため、資金調達にあたっては、市場公募化の一層の推進、証券発行方式の活用、満期一括償還化、発行単位の大型化、発行時期の平準化、償還期間の多様化を図ること等により、流通性の一層の向上や調達手段の多様化に努めること、等が課題とされている<sup>40</sup>。

将来の償還財源の計画的な確保、資金の流動性の向上、償還確実性に対する市場からの信認の一層の向上等を図る観点から、各地方自治体における地方債残高の状況及び公債費負担の今後の見通しに応じて、減債基金への計画的な積立てを行うことも求められている。

近年では、地方自治体において、積極的な IR 活動も展開されつつある。かかる変化に適時・適切に対応しながら、今後とも、地方債の適切かつ総合的な管理の取組（以下、「地方債マネジメント」という）を強めていくことが極めて重要なのである。

#### **イ 地方債を巡る課題と方向性**

##### **(ア) 課題の抽出**

地方債を巡っては、市場化や格付けなど新たな局面を迎えている。かかる展開を現時点で想定したうえで、他の債券や地方自治体との競争優位を築く必要がある。競争優位の源

---

<sup>40</sup> 地方債協会では、地方債の発行、消化、流通等に関する諸問題について「地方債に関する調査研究委員会」を設置して調査研究を行い、毎年その報告書を取りまとめて公表している。

泉を低コスト、差別化、それとこれらをコントロールする人材の3点に絞って論ずること  
にしている。

第1に、低コストとは「同じ地方債を供給するのなら、安く資金調達できる方が有利」という考え方であり、他の債券や地方自治体よりも低コストで資金調達ができるということである。これにより、市場関係者に対して、優良な地方債であることを訴求することができる。第2に、差別化とは「当該地方債に他の債券や地方債を上回る付加価値が提供できれば有利」という考え方である。自団体の地方債を市場マーケットにおいて独自のポジションに置く戦略であり、言い換えれば、自らの地方債のブランドが顧客に支持されるという意味でもある。第3に、地方債の商品性に着目するだけでなく、地方債の商品価値を高め、マーケットに売り込んでいくのは人である。スピード化時代にあつて、民間企業も同様であると思われるが、総じて地方自治体の人事施策は、ゼネラリスト育成に主眼を置いている。このため、部署ごとの異動サイクルは自ずと早くなってくるため、職員は十分な業務スキルを身に付けることができない。ましてや地方債の専門人材が育ってこない。ゆえに、長期的な視点で地方債の管理及び運営が実施できず、多くの地方自治体では、(実態はともかく)冗談のように、人材こそが最も重要な財産だと宣言している。

地方債のオペレーションにかかわる全てのケイパビリティは、人材に依存している。したがって、地方債マネジメントとは、適材をどのように獲得し、育成し、つなぎとめるかを明示したものでなければならない。人材が低コストや差別化を実現し得る基盤である。

### (イ) 内外課題の統合と試論 -地方債マネジメント-

低コスト・差別化・人材の3点が重要であることを示したが、これらを総合的にマネジメントする組織運営が大前提でありながら、既に備わっているものと現場が錯覚しているところがある。これを看過することなく果敢に決断し、遂行していく組織運営をめざしていくためには、具体的な方策を構築していかなければならない。加えて、これらの戦略に一貫性を持たせることも必要であり、地方債マネジメントを確立していくには、アドホックとしての地方債戦略も肝要になってくる(図4を参照)。

地方債に関する課題は多数存在する。重要な論点となり得るものについて3点に絞って、それぞれの現状や課題を①で明示し、次の②の試論へと展開していくことにしている。

#### ① 3つの課題(各論)

まず、低コストに対する課題である。地方自治体が地方債資金調達等のために支払うコストはかなり高額であるが、統一条件方式の時代にはコストが問題視されることは少なかったようである。ツー・テーブル方式の導入や各自治体による個別発行時代に入った時期以降においては、いよいよそのコスト負担に対して異議を唱える地方自治体も出現してきたことから、一定程度の引き下げは実現している。しかしながら、依然として高止まり感はある。

起債発行時には、発行手数料・引受手数料・登録手数料が生じるが、もう一つのコストとして、元利金の償還時に発生するコストで、元利金を投資家に支払うための事務に対する金融機関への償還手数料である。

地方債の発行に際して、シンジケート団メンバーを通じて発行事務を分担するなど金融機関は多数存在しているも、シンジケート団メンバーの構成員が1年や半年ごとにチェンジすることもある<sup>41</sup>。そのため、その都度バラバラであることが普通であったとしても、登録機関と償還事務は一つの金融機関に集中させているのが一般的である。

こうした事務は手慣れたもので、コストの引下げも可能であるはずだが、地方債債権の管理事務を代行しているのは大抵の場合が当該自治体の指定金融機関であり、実際のところ、指定金融機関としての損失を地方債事務における各種手数料で補っている現状がある<sup>42</sup>。

また、主幹事方式で地方債の資金調達を実行した際には、発行を取りまとめる主幹事への幹事手数料というものもある。発行手数料の独り占めの様相を呈するので、この幹事の座を競った入札は畢竟激しくなる。主幹事の主たる業務は、地方債をコーディネートし、他の幹事メンバーとの連絡調整役を担うことである。

後ほど詳しく述べるが、主幹事と機関投資家との蜜月関係が市場におけるディーラーの善し悪しのカギを握っているなど、入札を基本としている公的機関として、また公的資金の調達として、コンプライアンスの視点から不公正とみなされる恐れがある。このため、手続きにおける適正化を図ることは喫緊の課題であり、その改善には透明性の確保つまり情報公開といった手法の検討が必要であろう。

これまでの経緯で、地方自治体は既に地方債の円滑な発行を目的として、もっぱらシンジケート団を形成するなど、金融機関とのコンタクトや交渉ノウハウなども吸収している。自治体に専門人材を配置し、トレーダーとして業務を行うことができれば、大幅なコスト削減が可能となるが、そのためには、国による業務許認可の決定が必要となる。業務を担っている金融機関の反発は必至であろうが、こうした分野にもメスを入れることで、より柔軟に地方債市場における投資家のニーズに即した発行が機動的に行えるようになる。

次に、現在の交渉プロセスにも触れておきたい。先ほど業務移管の可能性に言及したが、それを求める原因が交渉プロセスにある。主幹事方式の場合、まず主幹事候補の各社に発行ディーラー予想を提出してもらい、最も有利な条件を提示するとともに投資家調達見込みを勘案して、依頼人である地方自治体が主幹事を決定する。

決定通知を受け取った受託者たる金融機関は、日々の投資家動向を依頼者に報告することとなっている。しかしながら、その報告内容が事実かどうか非常に不透明であること、

---

<sup>41</sup> 複数の引受業者から構成される証券取引を目的とした団体。地方自治体との間で募集取扱及び残額引受契約を締結し、一般の投資家の応募を募り、応募額が発行額に満たないときはその残額を分担して引き受ける(残額引受)発行方式のこと。

<sup>42</sup> 指定金融機関として、地方自治体との慣例で各種支払事務にかかる業務代行料を請求せず、肩代わりしているケースが多くあり、このためこれらのコスト負担に相当するコストを地方債事務における手数料で相殺するという考え方が背景にあるため、償還手数料等の引下げには応じない立場を堅持しているものと考えられる。

実際に発行予定額まで投資家の希望額が積みあがってこないと、受託者は依頼者に対して条件の後退、つまりスプレッドの上乗せを求めてくるなど、自身の責任は放棄し、依頼者に負担を押し付けることになる。

依頼者たる地方自治体側も当初予定額を満額発行したいため、後退した条件を飲まざるを得ないケースがある。こうなってくれば、受託者が思ったとおりの行動をしてくれないことで、不利な状況に追い込まれるなど、ここで情報の非対称に起因するプリンシパル-エージェント関係の問題が発生し、期待通りのディールが実行されないことがしばしば起きている。

非常に限られたインナーメンバーによる取引であり、水面下でエージェントがグリップを握って、自らを利する行動を取っているのではないのか、との疑念が依頼者としてぬぐえず、地方債市場は真に開かれた場とはなっておらず、地方自治体への責任を求めただけで、金融機関には地方債発行の募集や引受状況報告だけでそれ以外は求めていない現状は、国の制度設計や規制に誤りがあるといえよう。そのためにも、金融機関にもっと情報の開示を求めるべきであろう。

次に、差別化に関する課題である。現在、市場で地方債を発行するには、シンジケート団を組成して円滑な資金調達を求めるケースと主幹事を選定して、ここが中心プレーヤーとなって、タイムリーに投資家を募ってくる方法とに大別できる。

しかしながら、固定化したシンジケート団のシェアでは、メンバー間の牽制もあって、地方債の条件が安定的であることを望むあまり、変化が少ないというのが現状の問題である。つまり、財政改革に道筋をつけたからといって、発行条件が好転することはあり得ないほど硬直化した体制となっている。

現状を打破すべく、日系の銀行・証券会社のみならず外資系の証券会社をシンジケート団メンバーに加えるなど、地方自治体サイドも努力を続けているところである。そのほかにも、格付けを活用するなど、条件の改善をめざしてはいるものの、格付けの信用度も相対的に低く、条件の改善につながったとの報告は聞かれない。

競合相手との差別化ということであるが、そもそも地方債のライバルは誰か。地方債はハイリスク-ハイリターンをめざす株式や現金の出し入れが主たる目的で保護された預金では決してない。国債か社債が当面のライバルとなるものの、国債は国の信用力をバックにした債権でそもそもライバル足りえず、残る社債こそがライバルということになる。

社債にはデフォルトリスクは存在するとしても、地方債は金利面では社債には到底及びもつかないのは明白である。こうしたことから、地方自治体自らが地方債の差別化強化に乗り出し、投資家の期待に応えるべく行動を起こしていくことが、次の展開として必要だと考えられる。

キーワードは、安定性と優位性であろう。まず、投資家の求める安定性と優位性とは何であろうか。安定性とは、償還確実性であり、優位性とは、金利面での優位とプレミアムであろう。加えて、当該購入先の地方自治体の保有する魅力であろう。将来性あるいは期

待値と言い換えてもいいだろう。一方で、自治体側にも安定性と優位性が考えられ、彼らにとっての安定性とは、元利償還金が確定している、その予見可能性である。そして、優位性とは、低利による資金調達である。

安定性においては、双方が win-win の関係であるが、これに関しては、これまでの積み重ねの結果であろう。つまり、定時償還から満期一括償還による抽選償還の取りやめ、多様な償還年限の設定による発行など、投資家ニーズに即した対応を行ってきた。

優位性においては、双方で相反する関係にあるものの、発行体としてこのギャップを埋めるために新たなコスト負担は何としてでも回避したい。そこで考えられるのが、「ふるさと納税」みたくクーポンの発行やプレミアム権の授与などである。具体的には、地方自治体が保有する施設の入館料を無料にする方法であり、当該団体の地方債を一定額以上購入している個人投資家(機関投資家は個人が細分化しすぎているため、対象とは考え難いが、ここで購入額による割当制は可能)からスタートして、投資家の信任を得ていくことで、他の債券との差別化ともなり、実質的なコスト負担0で実施できる優れた方策と考えられる(使用料の減収といった問題については、投資家人数の絞り込みは必要ではあるとしても、新規顧客開拓と考えれば、減収には当たらない)。

事務手続きとしては、ふるさと納税の要領で、かつ投資家の名寄せができれば、比較的簡単に実現が図れるものである。こうした手法については、国からの許可が必要ではあるが、金品の授与ではなく施設観覧の目的とすれば、許可もし易いだろう。

また、こうした差別化は、他の地方自治体とも連携することで、広域的に展開することも可能で、投資家の魅力を増幅することもできる。何となれば、全国で使えるプレミアムともなり得るものである。単なる競い合いから脱出し、むしろ自治体間で連携する地方債組合を形成するなど、よりスケールメリットを活かした活動を展開し、市民や投資家を呼び込むことが、真の差別化の実現に通じるものと考ええる。

最後の課題は、人材育成に関する課題である。地方債事務に関しては、地方自治体のみならず金融機関にも人材育成という問題が常に横たわっている。それはまた、便宜的ではあるものの、直接的関与者と間接的関与者とに区分できる。

まず、直接的関与者に関してである。地方公務員の人材育成はゼネラリスト型なので、概ね3～5年を一つの単位として人事異動が実施されるなど、その分野の専門家にはなり得ない。中には例外もあって、少し長くその職にとどまるケースもあつたりはするものの、それも稀である。一方、金融機関にしても、同様の事情が存在していたりするので、昨今では、人材育成を通じたノウハウの蓄積や継承は困難なものとなっている。

この現状から抜け出すには、ノウハウをマニュアルや業務フロー図として引き継いでいく仕組みとして構築すること、仕組みを変化させていくことが重要である。仕組みができあがっていれば、それに則って作業ベースで進めていけば、少なくとも後退はなく、これまで通りの業務を執り行うことが可能である。

これだけでは十分ではない。なぜ、この仕組みで運用しているのかに疑問を持ち続け、

投資家ニーズを掬いあげるべく、仕組みの再構築を検討していくプロセスを踏まえることで、これまでの仕組みの再認識、学習、発展へとつなげていく手法、つまり組織としてダブル・ループを回すことで、人材は自然と育っていくものである。

次に、間接的関与者に関してである。この分類に属するのは市民や議員としているが、市民の行政への参画意識や自助・共助に対する主体性は醸成されつつあるものの、多くの市民は依然として「お役所頼み」の感覚から抜け切れていないため、今や行政に寄せられる苦情は引きも切らない状況で、問題解決を図る行動には結びついていないようである。

また、議員にしても、市民からの相談や苦情などを切り盛りするのが精一杯の様子で、施策・事業の新展開へ目を向け、行政運営が適切に実施されているかの評価といったチェック機能を果たせるほどの時間確保も困難なようである。ましてや地方債が財政運営にどのように貢献しているのか、一方で後年度への程度の負担の先送りとなっているかに対して、十分な理解が行き届いていないようである。

こうした意識の欠如で起きた典型例が朝来市における「仕組み債」である。地方自治体が債券に対する理解が不足したまま金融機関任せにしたため、金融機関と裁判沙汰の泥仕合を演じることとなってしまった。

学ぶ機会の欠如、組織だった学習機会が提供できていないことは大きな問題であるにもかかわらず、その重要性が理解されていないため、そのまま放置されているなど、継続した人材の育成ができていない現状がある。代替として、低コストや差別化に寄与しない人材育成に時間とコストをかけていられないため、手早く人材をヘッドハンティングしてくる。しかし業界とりわけ投資銀行などでの人材流動化は進んでいるかのように見受けられるが、実は限られた人だけがいくつもの会社を渡り歩いているだけに過ぎない。こうした場合、組織内の機密情報の漏出といった危険性が温存されるだけでなく、新機軸の打ち出しや地道な改善活動なども活性化され難いといった課題が生じる可能性がある。

先進諸外国でも、財政健全化に取り組むため、政府や政治から独立した立場による財政運営をチェックする番人として「独立財政機関」を設ける動きが拡大している。国際通貨基金(IMF)によると、ここ10年で約20ヶ国が設置したとのことである<sup>43</sup>。日本の会計検査院が予算執行後にチェックするのは異なり、当該年度予算だけでなく、将来の見通しや政策が財政に与える影響などを分析している。

とはいえ、独立財政機関を設置すれば財政健全化が約束されるわけでもなく、例えば、機関を有しているアメリカでは依然として巨額の長期債務を抱え込んだままである。それでも、政府が発表する楽観的な収支見通しを検証するなどしていくことで、国民が財政問題に目を向ける効果は期待できる。

また、独立機能を持ったセクションには、首長自らが外部から招聘した CFO(chief financial officer : 最高財務責任者) を任命し、組織構成員として、外部から地方財政関係に明るい専任スタッフかあるいはその分野での実務に長けた職員を配置することである。

<sup>43</sup> 2014年10月12日付け、朝日新聞による報道を参照。

CFO のリーダーシップ発揮による組織の活性化のみならず、外部のスタッフと職員が切磋琢磨することによるシナジー効果として、コストに敏感となるだけでなく、実務における改善なども期待できる<sup>44</sup>。

## ②課題克服のための試論

上述してきたことを踏まえ、地方債戦略の導入を提唱したい。地方債のビジョンや戦略を立案することからはじまり、低コスト・差別化・人材をトータルにマネジメントすること、すなわち人材を育成・活用しつつ、コスト意識を醸成し、商品の差別化で投資家の購入を促進することを通じて、健全な財政運営に資することが目的である。

図4では、上位概念のビジョンや戦略と基盤となる日々のマネジメントをマグネットする人材を含め、インテグレートした状態を表している。

しかしながら、これらの方策によったとしても、現状課題を克服していくことは容易ではなく、実際に機能するかどうかは全く別問題である。機能させる基盤づくりとして、情報の共有化や透明性を高めていくことに最優先で取り組んでいくべきであろう。低コスト対策における課題は、金融機関の業務の定型化にあり、ここを明らかにして行くことでプリンシパル-エージェント関係に横たわる不信感は薄まるだけでなく、コストの削減が実現できる。

また、差別化対策における課題は、地方債債権の魅力度をよくしてもらえばかりでなく、知らない投資家にも認知してもらえようようにしていくことこそが解決への糸口だとすれば、地方自治体はこれまで以上に情報発信に努める必要がある。

さらに、人材対策における課題は、人材を育成する側とされる側に横たわるギャップであり、その特効薬として CFO や専門スタッフの配置を検討することである。

今後の課題として、地方債協会主催の「地方債調査研究委員会」の報告書にあるように、ステークホルダーからのアンケート結果へ逐次応えるのが難しいとしても、何らかの対処はしなくてはならない。地方自治体単独でできないのであれば、地方自治体ひと括りで対応する、ホールディングス化の検討も必要となろう。ホールディングスのもとに資金調達を行うこととすれば、少なくとも規模の利益は得られるはずである。その後、総務省をヘッド・クォーターとして、各自治体を A グループ・B グループ・C グループのように、その規模や財政力に応じて区分しつつも、財政改革や地方債 IR の成果に基づき入れ替え戦が可能な設計にしておくのだ。

行きつく先は、国内地方債市場における共同体の形成ということになるが、呉越同舟ないしは同床異夢にある各地方自治体の思惑をそのままに具体化を探っても EU 連合のようでは困る。

まずは、これまで述べてきた地方債マネジメントをディケイド(10年)単位で定着させる

<sup>44</sup> 石原・鈴木(2010)p.160参照。CFOを専任のポストとして設置し、総合的な視野でファイナンスを検討できる人材の登用が有用で、また、専門人材の育成・発掘が望まれるとしている。

よう試行段階で振り返りを繰り返しながら、いよいよ地方債業務における統合化が可能と判断できた段階で制度運用を開始すればよい。総務省が音頭をとってPDCAサイクルを回し、調整状況をチェックしながら、より良い制度へと昇華させていくことである。

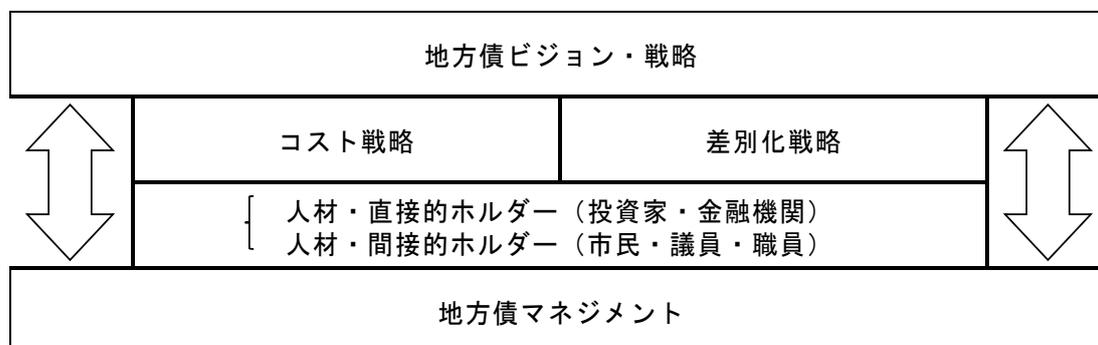


図4：地方債戦略(イメージ図)  
(出典) 筆者において作成

## 6 おわりに

人口の減少により一般財源である地方税の確保も難しくなっていく一方で、高度化・多様化する住民ニーズに即応していかななくてはならない時代である。地方債管理として市場より資金を調達するだけでなく、起債の年限や償還方法等の選択や新発債や借換債の適切な組み合わせの方策等の選択に基づき、有効な公債管理手法の検討は不可避であろう。

地方債の活用は、一般財源の前倒し使用ということからすれば、一般財源がどれだけ充用できるかによって、地方債の発行額は左右される。つまり、一般財源が伸び悩む状況に陥れば、地方債は発行を抑制しなければならないのである。しかし、景気後退期に一般財源が減少したとしても、政治的・政策的な見地から、景気浮揚策としての地方債発行が期待されるのであれば、その発行抑制が十分に働くのかいささか疑問である。

今後とも、地方債発行の活用が期待され続けるのであれば、地方自治体の財政収支を悪化させないような財政運営や地方債政策、すなわち公債管理が期待される。それらの実現可能性が低く非効率な財政運営が続くのならば、地方債の償還条件を現行の最長30年(2015年度から償還期限40年が認められるようになった)を国債並みの60年に近づけていかなければ、償還確実性が担保できなくなるおそれが生じるのではないか。

筆者は、償還年限の延長は、公債費負担の安易な先送りであり慎重な検討を要するものと考えているが、今後の検討課題として、改めて詳しく考察していくこととしたい。

### <参考文献等>

朝日新聞(2014.10.12)朝刊。

池島正興(1979)「国債発行と資本蓄積 - 「アコード」評価に関連して - 」『京都大学経済論叢』123号、1 - 2月号。

石原俊彦・鈴木信義(2010)『地方自治体ファイナンス』関西学院大学出版会。

稲生信男(2003)『自治体改革と地方債制度 - マーケットとの協働 - 』学陽書房。

大阪市財政局『市債一覧表』各年度版。

大東辰起(2015)「地方債の課題と対応 - 地方債マネジメントの検討について - 」『商大ビジネスレビュー』、兵庫県立大学大学院経営研究科(No.5-1)、pp.171 - 206。

勝田佳裕(2007)「国債保有と発行政策をめぐる国際比較」『日本の国際・地方債と公的金融』、代田純編著、pp.19 - 38、(株)日本税務経理協会。

加藤三郎(2001)『政府資金と地方債 - 歴史と現状 - 』日本経済評論社。

河村小百合(2007)「地方自治体の起債マネジメントの方向性」『Business & economic Review』2007年2月号、(株)日本総合研究所。

熊本伸介(2012)「地方債管理政策研究」同志社大学政策科学研究科、博士論文。

公的資金管理政策に関する研究会(2003)『公的資金管理政策に関する研究会報告書』。

小西砂千夫(2015)「中期的な地方財政の動向と政策課題(市町村アカデミー講義 again)」『アカデミア』vol.115。

渋谷博史(1992)『レーガン財政の研究』東京大学出版会。

代田純(1999)『現代イギリス財政論』勁草書房。

須藤時仁(2007)『国債管理政策の新展開 - 日米英の精度比較 - 』日本経済評論社。

総務省『地方財政統計年報』各年度版。

総務省『地方財政白書』各年度版。

高寄昇三(1988)『現代地方債論』勁草書房。

館龍一郎(1968)「国債管理政策と金融政策」『国債管理と金融政策』日本経済新聞社。

田中信孝(2008)『政府債務と公的資金の研究 - 国債・財政投融资・地方債の制度と歴史を巡る考察 - 』敬文堂。

丹波由夏(2004)「地方債市場の中期見通し - 市場公募債拡大の背景と今後の課題 - 」『金融市場』2004年8月号、農林中金総合研究所。

地方資金研究会(1994)『地方債と地方資金』大蔵財務協会。

東京大学大学院経済学研究科経済学部・地方公共団体金融機構寄付講座 ニューズレター 第5回フォーラム「市場公募地方債の展望」2011年10月第6号。

土居丈朗(2006)「満期構成に関する国債管理政策と国債の持続可能性」『ファイナンシャル・レビュー』2006年10月号、財務省財務総合政策研究所。

中島将隆(1977)『日本の国債管理政策』東洋経済新報社。

日経新聞(1978.3.6、1978.3.7)朝刊。

日置敏明(1984)『地方債の活用と公債管理』第一法規出版。

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。

- 前葉泰幸(1995)「公債管理、その分析」『予算編成と行政管理の新しい手法』pp. 199 - 228、  
ぎょうせい。
- Leong, D. (1999) “*Debt Management - Theory and Practice*”, HM Treasury Occasional Paper,  
No. 10。
- Missale, A. (1999) “*Public Debt Management*”, New York: Oxford University Press。
- W. L. Smith. (1960) “Debt Management in the United States”, J. E. C. Study Paper, No.  
19。

## 終章（まとめ）

### 1 第一部・第二部の総括

本論文の意義は、バブル経済崩壊以後の地方債悪玉論に対して、地方自治体で地方債を担当した実務者の基本スタンスを示すことにあった。机上だけの分析や論理展開にはやはり限界もあり、特に地方財政は、国・地方自治体、住民や住民から選出された首長や議員など、それぞれに思惑がからまりあいながら物事を進めていく側面もある。

地方債改革議論に踊らされることなく、現実にも立脚した観点からの分析視覚も必要と考え、第一部で地方債資金、第二部で公債管理に大別し、その各論として、第1章から第5章を通じて論じてきたことで、その目的については、一定は果たせたものとする。それでは順を追ってみていこう。

第1章のねらいは、地方債資金にかかる公的資金のうち政府資金の役割が変化してきている原因を明らかにすることにあった。

日本の地方債制度は、許可制度から2006年度から実施されることとなった事前協議制への移行によって、地方債制度の自由化が進展したといえる。そのことは、地方債資金からみれば公的資金に依存することから、資本市場から資金調達することを後押ししたものはあるが、その潮流は第1章でも触れたように、1990年代前半から既にはじまっていたのである。

バブル経済の崩壊→地方財政の出動要請→地方債発行の活発化→民間等資金の需要増大→財政投融资改革→事前協議制、という経路をたどってきた。地方債改革の進展から公的資金や民間等資金の改革がはじまったのではなく、それ以前からはじまっていたことは、いくら強調しても強調し過ぎることではないであろう。

第2章のねらいは、地方債格付けが増えてこない原因を明らかにすることにあった。

ここで述べたように、民間等資金の地方債残高膨張に対する歯止め装置として地方自治体の財政状況によって選別する地方債格付けが出現した。適切にその機能を発揮していれば格付けの意義も大きく、資本市場の関係者から信頼が多く寄せられたものと推察される。ところが、投資家や自治体からの信頼が十分に得られなかったことに加え、格付機関間の緊張感も不足していたこともあり、格付けを取得する自治体は思いのほか増えてこなかった。格付機関が真摯にこうした現状に向き合うことで、地方債格付けへの期待は高まるとともに、地方債格付けを企図する自治体も増加するものとする。

第3章のねらいは、資金調達のノウハウ獲得や調達コストを有利にするため、民間等資金の発行ボリュームを大きくしていくことは可能かどうか、検証することにあった。

地方自治体単独で資金調達していくには、発行に関するノウハウや調達コストを意識し

なければならない。財政力が強い自治体はともかく、財政力の弱い自治体ではどのようにすればいいのか、そうした課題があった。これまでは財政力の弱い自治体向けに公的資金が優先的に貸し付けられるなどしてきたことで、大きな問題は起きていなかった。ところが、財政投融资改革で公的資金が大幅に縮減されることとなったため、自治体主導によって地方公共団体金融機構が創設されるに至ったのである。

第1章や第2章で述べてきたように、民間等資金の拡充という潮流に抗うことはできない。むしろそれを逆手にとった対策として、既に実施されている共同発行市場公募地方債と地方公共団体金融機構債の共同発行に向けて、自ら資本市場より低コストで資金調達をめざしていくことが新たな方向性として考えられることを示すことができた。

その実現は今後の検討課題であるとしても、早期の実現へ制度面の制約を解消するべく、国へ働きかけをはじめていくべきではないかと結論づけた。

第4章のねらいは、地方自治体の財政改革への取組について、長期的な視点から地方財政をウォッチすることで、当時の短期的な結論と対峙することにあつた。

先行研究で散見された係数分析は、時として恣意的(期間、対象などの設定)に操作される可能性が排除できないといううらみがあり、筆者は実証分析による地方財政の改善状況を把握することに着目し、検証作業を行った。中期収支や公債管理の計画を打ち立て、その計画に沿ったたゆまぬ努力の結果として、緩やかながら地方財政は改善の方向にある。しかも、扶助費が膨張を続ける中、一方で予定していた後年度措置されるはずの地方交付税のキャッシュが減少してもなお改善が続いている。財政規律の緩みが続いたならば、現在のような健全な財政運営に近づくことはなかったといえよう。

現在、歴史的な低金利下にあり、利子支払いが増加することなく安定的に推移している。このことが財政の安定化にも寄与している部分はあるにしても、いつ高金利に転じるとも限らないことから、引き続き、公債管理は厳格に行っていくことが重要である。

第5章のねらいは、公債管理として借換手法を検討すること、同時に地方債のマネジメントの重要性について明らかにすることにあつた。

究極の公債管理とは何か。地方債を一切活用しないことである。つまり企業経営になぞらえれば無借金経営ということになる。しかし、地方自治体経営においては、それは非現実的である。公債管理の重要性については既に述べたが、具体的には、①投資を控え新規発行の地方債のボリュームを減じる、②実質収支の黒字額を増やし、その活用策として、基金へ積み立て将来に備える場合と民間等資金にかかる既発債の借換中止を実施する場合とに区分できる(ただし、繰上償還は基本としてできないものとして想定)。

①については、どの自治体も取り組んでいる。経常経費の抜本的な見直しを進め、経年的に地方債残高を減少させていくことで、自律的な公債管理を手中に収めることができる。②については、過去の地方債借入金に対し即効性があり、最も有効な手法であるが、その実施手法の違いによって見込まれる効果額に違いが生じるため、第5章で示したようなモデルケースに当てはめながら対処することが望ましい。とはいえ、財政再建を優先したい

がための安易な借換中止は、住民や議会の反発を招くこともあるため、財政運営手法としての借換中止の活用には、同時並行で財政健全化の道筋を明示しておくことがポイントとなる。特に、実質収支で黒字が多額にのぼればのぼるほど、その分を年度内における歳出として事業に役立てるべきだったとの反発が懸念されるためである。

いずれにしても、第4章で大阪市の中期収支を分析したが、こうした現状についてあらかじめ住民や議会へ説明しておくことが何より大切なことなのである。

## 2 今後の検討課題

先行研究で取り上げられたテーマのうち、地方債許可制度は協議制度へ移行するなど、十分とまでいえないにしても、一定の成果を得ることができた。また、破たん法制に関しても、夕張ショックに端を発するようにして、財政健全化法が足早に成立するなど、法整備が整うとともに、健全化指標として具体化した。暗黙の保証に関しては、元利償還金の事業費補正が是正されるなど、財源保障としての役割は縮小することになった。しかし、それは国が本来負担すべきところの財源を、地方の財政負担にさせてしまっているようであり、その端的な事業債が臨時財政対策債<sup>1</sup>であり、すさまじい勢いでその残高は累増を続けている。

表1によると、1990年度以降、2005年度以降には地方債現在高の伸びは鈍化してきているものの、現在高が増加し続けていることが分かる。事業別にみると、一般単独事業債が1990年度から2000年度にかけて3倍を超える顕著な伸び(16兆円から52兆円)、それ以降は少しずつだが、減少に向かっている。一般公共事業債は、1995年度の11兆円から年々残高は膨らむことで、2013年度には25兆円の残高となっている。2001年度に制度創設された臨時財政対策債は、2005年度には16兆円だったものが、2013年度には45兆円にものぼり、今や第1位を誇る現在高の事業となっている。一般単独事業債の拡大が問題とされた時もあったが、現在では、臨時財政対策債が取って代わっている。

このことが何を意味しているのかである。地方債現在高の合計額が、1990年度55兆円から2000年度140兆円となった時に、一般単独事業債の場合、16兆円から52兆円、額にして36兆円増加し、現在高の合計額に占める割合は、29%(16/55)から37%(52/140)となっていた。臨時財政対策債の場合、地方債現在高の合計額が、2005年度140兆円から2013年度146兆円となった時に、同債は16兆円から45兆円、額にして29兆円増加し、現在高の合計額に占める割合は、11%(16/140)から31%(45/146)となっている。現在高の合計額が伸びていない中であって、臨時財政対策債は顕著な伸びを示している。つまり、地方交付税の振替措置である臨時財政対策債が増加するということは、裏返せば本来ベースの地方

<sup>1</sup> 臨時財政対策債とは、地方一般財源の不足に対処するため、投資的経費以外にも充てられる地方財政法第5条の特例として発行される地方債で、後年度にその元利償還金相当額を全額基準財政需要額に算入する。

交付税が削減されているみなすことができる(第4章の図7を参照されたい)<sup>2</sup>。

表1の右端にある特別債・再計で現在高と現在高に占める特別債の割合を推移で確認すると、1990年度に10兆円(18%)だったものが、実に56兆円(38%)となるなど、額で46兆円と大きな伸びとなったことだけでなく、現在高に占める割合が18%から38%へと2倍以上に膨らんでいる。地方債の本来事業よりも財源対策として特別債を発行せざるを得ない状況となっているなど、地方財政運営における新たな課題として、従来とは違った状況が出現しているといわざるを得ない。

**表1：普通会計における地方債現在高の推移（上位3事業）**

(単位：兆円)

年度	現在高	現在高：1位	現在高：2位	現在高：3位	特別債・再計
2013	146	臨時財政対策債：45	一般単独事業債：40	一般公共事業債：25	56(38%)
2012	145	一般単独事業債：41.2	臨時財政対策債：40.6	一般公共事業債：25	53(37%)
2010	142	一般単独事業債：44	臨時財政対策債：31	一般公共事業債：27	46(32%)
2005	140	一般単独事業債：50	一般公共事業債：29	臨時財政対策債：16	33(24%)
2000	128	一般単独事業債：52	一般公共事業債：24	減税補てん債：6	20(16%)
1995	93	一般単独事業債：36	一般公共事業債：11	義務教育整備事業債：6	16(17%)
1990	55	一般単独事業債：16	義務教育整備事業債：5.4	財源対策債：4.6	10(18%)

(注1) 数値は決算額。四捨五入している。

(注2) 特別債には、減収補てん債、財政対策債、財源対策債、臨時財政特例債、公共事業等臨時特例債、減税補てん債、臨時税収補てん債、臨時財政対策債、調整債、減収補てん債特例分を再計上している。

(出典) 地方債協会「地方債統計年報」各年度版より、筆者において作成。

こうした状況にもかかわらず、これまでの地方債の主な先行研究は、もっぱら地方債制度面からみた論点に重きを置いていたようだ。このため表1で示した構造的な問題に対処できず、地方債残高を累増させてしまったのである。

しかし、実務面からみた地方債は大別して、2つのアプローチが考えられる。1つ目は、資金調達・償還といった機能的な作業に属する業務であり、2つ目は、どのような資金をどれだけの期間借入れ、どのような償還方式とするかなど、財政・金融両面からの意思決定に属する業務である。これらは密接不可分であり、同時進行しながら実施すべきものであり、総称して「公債管理」と定義することができる。

未だ地方債残高が累増している現状にあっては、地方財政の健全度をさらに高めていく観点からも、公債管理は重要な役割を發揮していく必要がある。地方自治体は、財政運営

<sup>2</sup> 梅原(2002)では、地方交付税への算入があったとしても財源があるわけではないことから、地方自治体にできるだけ臨時財政対策債を発行しないよう求めている。

にあたって、施策事業の見極めとそれに応じた地方債の発行を心がけ、地道にその元利償還を進めていく作業が求められている。

#### ＜参考文献等＞

梅原英治(2002)「地方交付税の減額と臨時財政対策債への振り替え措置の検討」『大阪経大論集』第53巻第4号、pp. 239 - 267。

菅原智子(2009)「地方分権改革における国と地方の財政関係と今後の展望」『香川大学経済政策研究』第5号(通巻第5号)。

地方債協会『地方債統計年報』各年度版。

水野哲郎(2009)「公募債発行の増加と地方財政の規律強化について」『大阪大学経済学』vol.59 No. 3、pp. 271 - 280。

#### 【初出等掲載一覧】

##### 序 章

兵庫県立大学大学院経営研究科(2015)

「商大ビジネスレビュー 5(1)」pp. 171 - 206。

##### 第1章

大阪産業大学大学院経済学研究科(2016)

「大阪産業大学経済論集 18(1)」pp. 29 - 55。

##### 第2章

大阪産業大学大学院経済学研究科(2017)

「大阪産業大学経済論集 18(3)」pp. 191 - 219。

##### 第3章

大阪産業大学大学院経済学研究科(2017)

「大阪産業大学経済論集 19(1)」pp. 1 - 27。

##### 第4章

平成29年5月20日開催

日本地方財政学会「分科会(地方債部門)」発表要旨より。

##### 第5章

平成29年12月9日開催

大阪産業大学大学院経済学研究科「第4回日中大学院生学術フォーラム」発表要旨より。

## 謝辞

本論文を執筆するに当たり、ご指導を賜りました指導教員の戸谷裕之先生には深く感謝の意を申し上げます。加藤道也先生、横山直子先生には、忙しい中にも関わりませず副主査を担当いただきましたことに感謝申し上げます。あわせて先生方から多くの有益なコメントを頂きましたこと、深く感謝申し上げます。

また、静岡大学の川瀬憲子先生には、2017年度に開催されました日本地方財政学会にて討論者をお引き受けくださり、貴重な示唆を頂戴しましたことに感謝申し上げます。兵庫県立大学大学院経営研究科地域イノベーションコースの先生方には各般にわたって大変お世話になりました。とりわけ安田義郎先生には、同大学経営研究科に入学してから今日に至るまでの長年にわたりご指導ご鞭撻を頂き、深く感謝の意を申し上げます。

大阪市財政局在職中には、地方債関連の業務を通じまして、総務省自治財政局地方債課長でありました黒田武一郎氏、同じく地方債課長でありました満田誉氏、東京都公債課長でありました関雅広氏、ゴールドマン・サックス証券の岡本三成氏（現在、衆議院議員）、野村証券の江夏あかね氏、地方債協会のスタッフの皆さん方には、多大なサポートを頂戴しましたこと、この場を借りましてお礼申し上げます。

今日こうして博士論文を完成できましたのも、指導教員である戸谷裕之先生のご尽力によるものであり、心よりお礼申し上げます。最後に、ともに切磋琢磨してきたゼミナールの学兄に、そして何よりも長い大学院生活を物心両面から支えてくれた家族に感謝いたします。