

地方債の共同発行に関する論点整理*

中 里 透**

(上智大学経済学部准教授)

1. はじめに

近年、自治体の資金調達に関する議論が注目を集めている。2002年度には28団体であった市場公募債発行団体は2009年度には46団体となり、2003年4月に27団体で発行が開始された共同発行市場公募地方債は2009年4月には参加団体が33団体となった¹⁾。2009年6月には、公営企業金融公庫の業務を引き継ぐ形で設立された地方公営企業等金融機構(2008年8月設立、同年10月業務開始)が改組され、地方公共団体金融機構が発足した²⁾。このような変化の背景には、財投改革とそれに引き続く政策金融改革があり、一連の制度改革の過程で自治体の資金調達に占める公的資金(政府資金及び公営公庫資金)と民間資金(市場公募債及び銀行等引受)のシェアが逆転するなど、大きな変化が生じることとなった³⁾。

このような環境変化に対する自治体の対応については、都道府県・政令市とそれ以外の自治体とで違いがみられる。都道府県・政令市については2006年10月に横浜市がスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)から格付けを取得したのを契機として依頼格付けを取得する団体が増加するなど「地方債の市場化」に向けた対応が活発化している⁴⁾。これに対して、その他の自治体では依然として資金調達の相当程度を公的資金に依存する状況が続いており、財政融資資金による自治体向け融資の減少が見込まれる中であって安定的な資金をどのように確保していくかが大きな課題となっている⁵⁾。このことを踏まえ、本稿では自治体の資金調達をめぐるこれらの変化のうち地方債の共同発行に焦点を当てて、共同発行市場公募地方債の動向と地方公営企業等金融機構の改組について論点整理を行うこととしたい⁶⁾⁷⁾。

本稿の次節以降の構成は以下の通りである。まず、第2節では共同発行市場公募地方債の発行と地方公

* 本稿の作成にあたっては、赤井伸郎氏(大阪大学)をはじめ関西公共経済学研究会(2009年4月11日開催)の参加者各位から有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝の意を表したい。もちろん、あり得べき誤りはすべて筆者の責に帰するものである。

** 1988年東京大学経済学部卒業。日本開発銀行(現日本政策投資銀行)設備投資研究所、東京大学経済学部助手、上智大学経済学部助教授などを経て2007年より現職。この間、経済企画庁経済研究所客員研究員、内閣府経済社会総合研究所客員研究員、参議院企画調整室客員調査員を兼務。専門はマクロ経済学・財政運営。

¹⁾ 以下では各自治体が個別に発行する市場公募地方債を「個別発行債」、共同発行市場公募地方債を「共同発行債」と表記する場合がある。

²⁾ 以下では公営企業金融公庫を「公営公庫」あるいは「公庫」と表記する場合がある。また、地方公営企業等金融機構と地方公共団体金融機構を区別して表記する必要がない場合には、両者を「地方金融機構」あるいは「機構」と表記する場合がある。

³⁾ 地方債計画(当初)ベースでみると、2001年度には公的資金が59.2%、民間資金が40.8%であったのに対し、2009年度には公的資金が40.7%、民間資金が59.3%となっている。

⁴⁾ 2009年6月15日現在、22団体が依頼格付けを取得している。

⁵⁾ もっとも、2009年度の財政投融資計画における自治体向け融資は21.4%の増加となっている。

⁶⁾ 地方債は自治体の借入金のうち借入期間が1会計年度を超えるものの総称であり、証券形式のもの(債券)だけでなく証書形式のもの(銀行ローンなど)も地方債に含まれる。この点を踏まえ、本稿では地方金融機構による融資も地方債の共同発行に含めることとする。

⁷⁾ 共同発行市場公募地方債をはじめ、地方債に関するさまざまなトピックを扱ったものとして江夏(2007)、土居(2007)及び江夏(2009)がある。また、公営企業金融公庫(現地方公共団体金融機構)を含む政府系金融機関を信用力評価の観点から分析したものとして柿本(2007)がある。

共同体金融機構の運営に関する現在の状況について整理する。次に、第3節では地方債の共同発行のメリットについて理論的な整理を踏まえながら検討を行う。続いて、第4節では2008年11月から検討が行われてきた「地方共同の金融機構」の創設について論点整理を行うとともに、それを踏まえて今後の課題について検討する。最後に、第5節で本稿の結論を要約する。

2. 地方債の共同発行の現状

2.1 共同発行市場公募地方債

共同発行市場公募地方債は、参加団体が連帯債務を負う形で発行される市場公募債であり、2009年度については33団体の参加により総額で1兆3,900億円（毎月1,200億円程度）の発行が予定されている（図表1）⁸⁾⁹⁾¹⁰⁾¹¹⁾。現在発行されている共同発行債は10年物固定利付債であり、各自治体が個別に発行する市場公募債と同様に償還方法は満期一括償還となっている。共同発行債については、各参加団体が連帯債務を負う形で発行がなされることによって個々の自治体の信用力に対する信用補完がなされるとともに、各自治体の減債基金の積立金の一部を募集受託銀行に預入する形で設定されたファンドを通じて元利払いのタイムリーペイメント性が確保されていることから高い信用力が維持されており、この点を反映して共同発行債の発行条件は、参加団体の中で相対的に財政状況の良い自治体が発行する市場公募債の発行条件とほぼ同じ水準となっている（図表2）。

2.2 地方公共団体金融機構

地方公営企業等金融機構の改組により2009年6月に発足した地方公共団体金融機構は、特別の法律（地方公共団体金融機構法（平成19年法律第64号））に基づく金融機関として、自治体の公営企業と一般会計事業に対する融資を行なっている¹²⁾。貸付対象事業は、水道・下水道・交通など15の公営企業と地方道路整備などの一般会計事業である¹³⁾。

これらの貸付を実施するための資金調達は、債券発行による市場からの調達と地方公務員共済組合連合会による縁故債の引受によって行われている。地方金融機構は公営公庫の業務を引き継ぐ形で発足したことから、公営公庫の既往貸付に係る旧勘定（管理勘定）と地方金融機構の新規の貸付に係る新勘定（一般勘定）に新旧勘定分離が行われており、管理勘定については既発の公営公庫債の借換えについて政府保証

⁸⁾ 共同発行市場公募地方債の発行に関する根拠条文は以下の通り。「証券を発行する方法によって地方債を起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」（地方財政法第5条の7）。

⁹⁾ 共同発行市場公募地方債の発行に当たっては、各自治体が他の参加団体に連帯債務の負担を負わせない旨の協定が総務大臣立会いのもとで結ばれているが（総務省(2002)）、この協定は連帯債務そのものの効力に影響を与えるものではないと理解されている。

¹⁰⁾ 2009年度の参加団体は以下の通り。北海道、宮城県、福島県、茨城県、埼玉県、千葉県、神奈川県、新潟県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、岡山県、広島県、徳島県、熊本県、大分県、鹿児島県、札幌市、仙台市、千葉市、川崎市、新潟市、静岡市、京都市、大阪市、神戸市、広島市、北九州市、福岡市。

¹¹⁾ 地方財政法第5条の7の規定に基づく地方債の共同発行については、1962年度から65年度にかけて、大阪府と大阪府が政府保証付外債を共同発行したことがある。また、2003年度以降、兵庫県と県下の自治体（2008年度については姫路市、尼崎市、伊丹市、豊岡市、西脇市、宝塚市、川西市、三田市、篠山市の9市）が兵庫のじごく債（兵庫県市町共同公募債）を、北東北3県（青森県、岩手県、秋田県）が北東北みらい債を発行している。

¹²⁾ 自治体の一般会計と普通会計は対象とする事業の範囲が異なり、本来であれば両者を区別して用いる必要があるが、地方金融機構の業務に関する説明においては一般会計事業と普通会計事業、一般会計債と普通会計債が互換可能な形で用いられることが多いため、以下では両者を特に区別することなく「一般会計事業」、「一般会計債」と表記することとする。

¹³⁾ 公営企業金融公庫から地方公営企業等金融機構への移行の際に、公社貸付（地方道路公社と土地開発公社に対する貸付）と一般貸付のうち有料道路事業、宅地造成事業、市街地再開発事業に対する貸付が機構の貸付対象から除かれた。

図表1 市場公募地方債発行団体の格付け・発行予定額

	格付け/アウトlook				2009年度発行予定額(単位:億円)					
	R&I	JCR	S&P	Moody's	10年債			3年債	20年債	発行額計
					個別発行	共同発行	合計	5年債	30年債	
(都道府県)										
北海道					1,800	600	2,400	1,200	0	3,600
宮城県					0	480	480	350	0	830
福島県					200	200	400	200	0	600
茨城県					0	370	370	0	0	370
栃木県	AA+/安定的				100	0	100	0	0	100
群馬県					200	0	200	0	0	200
埼玉県	AA+/安定的				2,400	500	2,900	0	600	3,500
千葉県					2,000	540	2,540	600	600	3,740
東京都			AA/安定的	Aa1/安定的	5,600	0	5,600	800	1,700	8,100
神奈川県					2,000	600	2,600	1,200	600	4,400
新潟県				Aa1/安定的	600	600	1,200	0	0	1,200
福井県					100	0	100	0	0	100
山梨県					100	0	100	0	0	100
長野県					0	600	600	200	0	800
岐阜県					0	200	200	100	0	300
静岡県	AA+/安定的			Aa1/安定的	900	600	1,500	400	400	2,300
愛知県	AA+/安定的	AAA	AA/安定的		2,400	600	3,000	400	600	4,000
京都府					400	600	1,000	300	300	1,600
大阪府					2,600	600	3,200	2,900	0	6,900
兵庫県					1,200	600	1,800	1,200	400	3,400
奈良県					0	0	0	100	0	100
島根県					0	0	0	100	0	100
岡山県	AA/ポジティブ				200	100	300	0	0	300
広島県				Aa1/安定的	600	600	1,200	0	200	1,500
徳島県	AA/安定的				100	100	200	0	0	200
福岡県				Aa1/安定的	500	0	500	500	400	1,600
熊本県					100	300	400	100	0	500
大分県					100	200	300	0	0	300
鹿児島県					0	600	600	100	0	700
(政令市)										
札幌市				Aa1/安定的	300	300	600	300	200	1,100
仙台市					0	460	460	100	0	560
さいたま市					100	0	100	0	0	100
千葉市			A+/ポジティブ		300	400	700	0	100	800
川崎市					250	300	550	350	300	1,200
横浜市			AA-/安定的		1,200	0	1,200	300	800	2,300
新潟市			AA-/安定的		100	100	200	0	0	200
静岡市				Aa1/安定的	0	150	150	0	0	150
浜松市				Aa1/安定的	100	0	100	0	0	100
名古屋市				Aa1/安定的	800	0	800	200	300	1,300
京都市			A+/安定的	Aa1/安定的	300	600	900	300	100	1,300
大阪市		AA+	AA-/安定的	Aa1/安定的	1,200	600	1,800	400	500	3,100
堺市				Aa1/安定的	100	0	100	0	0	100
神戸市	AA/安定的				200	400	600	100	500	1,200
広島市					400	400	800	0	0	800
北九州市					200	300	500	100	200	800
福岡市				Aa1/安定的	300	300	600	300	200	1,100
発行額合計					30,050	13,900	43,950	13,200	9,000	67,650

(注1) 大阪府、広島県、福岡県、大阪市の発行額計(発行予定額の合計)には、それぞれ800億円、100億円、200億円、400億円の償還年限未定分が含まれる。

(資料出所) 各格付機関・総務省

図表2 市場公募地方債の発行条件(10年債・応募者利回り)

(単位:%)

	08年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	09年1月	2月	3月
(都道府県)												
北海道		1.891	1.971		1.731	1.737		1.865	1.725		1.751	1.717
宮城県								1.733				
福島県								1.733				
茨城県								1.710				
栃木県								1.733				
群馬県								1.710				
埼玉県	1.552	1.809	1.874			1.600		1.733		1.490	1.485	
千葉県	1.552	1.809		1.782		1.600	1.644		1.561		1.485	
東京都	1.518	1.811	1.955	1.630	1.580	1.610		1.674	1.555	1.403	1.436	1.470
神奈川県	1.532	1.856	1.930		1.619		1.668		1.590		1.538	1.480
新潟県								1.733			1.523	
山梨県							1.550					
長野県												
岐阜県							1.574					
静岡県		1.733	1.917		1.652		1.592	1.710				1.485
愛知県		1.827		1.720		1.605		1.710		1.400		1.490
京都府						1.562			1.571			1.485
大阪府	1.665	1.805	1.957	1.857	1.757	1.708	1.690	1.840	1.735	1.622	1.690	1.649
兵庫県	1.629	1.760	1.935	1.794	1.724	1.685		1.823	1.711	1.600	1.630	1.585
島根県												
岡山県									1.566			1.540
広島県		1.809		1.782		1.600		1.733		1.490		1.480
徳島県								1.733				
福岡県			1.949		1.595		1.678		1.594		1.504	
熊本県							1.574					
大分県							1.574					
鹿児島県												
(政令市)												
札幌市			1.930				1.770		1.590			
仙台市												
さいたま市									1.561			
千葉市	1.556							1.733				
川崎市								1.677				
横浜市		1.860	1.927			1.564		1.710	1.581		1.519	
新潟市									1.566			
静岡市												
浜松市								1.710				
名古屋市			1.990			1.620			1.575			1.494
京都市									1.600		1.548	1.490
大阪市			1.951	1.820	1.748			1.870	1.730	1.600	1.675	
堺市									1.595			
神戸市				1.768								
広島市									1.566		1.523	
北九州市									1.590			
福岡市							1.525	1.574				1.494
共同発行債	1.555	1.740	1.882	1.785	1.623	1.555	1.502	1.690	1.561	1.420	1.518	1.460

(資料出所)地方債協会

を付すことが可能となっている。これに対し、一般勘定については政府保証のない地方公営企業等金融機構債（2009年6月以降発行分については地方公共団体金融機構債）が一般担保付債券の形で発行されている¹⁴⁾。地方金融機構の最近時点における資金調達と貸付の状況をみると、債券発行残高が20.0兆円、貸付残高が23.2兆円となっている¹⁵⁾。

地方金融機構が貸付を行う際の基準金利は資金調達コストに連動しているが、実際の貸付にあたっては公営競技納付金（公営競技の収益金の一部）を原資とする基金（地方公共団体健全化基金）を活用して0.30%～0.35%の金利引き下げが行われており、これによって財政融資資金の自治体向け融資の貸付利率とほぼ同じ金利水準（特別利率・臨時特別利率）による貸付が可能となっている。機構の発行体格付けはAAA(R&I), AA(S&P), Aaa(Moody's)といずれも高い格付けを維持しているが、公営公庫の既発の政府保証債と財投機関債の間に10bps程度のスプレッドの格差が生じていることを踏まえると、政府保証のない債券の発行によって資金調達を行う地方金融機構においては、公営公庫にくらべて資金調達コストが上昇し、機構債のスプレッドは共同発行市場公募地方債をやや上回る水準で推移する可能性がある¹⁶⁾¹⁷⁾。

3. 共同発行のメリット

債券発行による資金調達のコストは、発行条件（応募者利回り）と発行に伴う引受手数料等に依存する。債券の応募者利回りは、当該債券の流通利回りを参考に決定されるが、流通利回りはその債券の信用力と流動性を反映する形で形成されるから、債券発行による資金調達のコストを引き下げするためには、信用補完措置によって信用力を高めることと発行ロットの拡大によって市場における十分な流動性を確保することが有効な対応策ということになる。

3.1 発行ロットの拡大

市場公募地方債については、2003年4月から共同発行債の発行が行われている。複数の自治体が共同で地方債を発行するメリットのひとつは、発行ロットの拡大による安定的な発行によって十分な流動性が確保され、流動性プレミアムの縮小を通じて資金調達コストの低減が可能になるということである。一般に、国債を除く公社債の市場（クレジット市場）においては、国債市場に比べると取引が活発でなく、必ずしも十分な流動性が確保されているとはいえない状況にある¹⁸⁾。こうした中で一定の流動性を確保するためには、発行ロットの拡大によって市場における同一銘柄の債券の流通量を増加させることが必要になる。市場公募地方債については、東京都や大阪府のように年間発行額が5000億円を超える自治体がある一方で、年間発行額が500億円に満たない自治体も相当数あり（2009年度については16団体（前掲図表1参照）、これらの自治体については共同発行によって資金調達コストを低下させるというメリットを享受できる可能性がある。

¹⁴⁾ 一般担保付債券は、保有者が発行者の全財産について他の債権者に優先して弁済を受けられる権利（先取特権）を有する債券であり、この先取特権の順位は民法の規定による一般の先取特権に次ぐものとされている（地方公共団体金融機構法第40条）。

¹⁵⁾ これらはいずれも公営公庫の2008年3月末の計数である。

¹⁶⁾ 1bps（ベース・ポイント）は0.01%。

¹⁷⁾ バーゼルⅡのもとでの地方債のリスクウエイトは0%であるのに対し、機構債のリスクウエイトは10%であり、このことも機構債のスプレッドに影響を与える可能性がある。

¹⁸⁾ 2008年9月のリーマンショック以降、クレジット市場の機能が著しく低下しており、シングルA格以下の社債については円滑な発行が確保しにくい状況となっている。

共同発行債の発行にあたって制約となるのは、参加団体の同質性を確保する必要があるということである。地方債については、国による「暗黙の政府保証」が存在することから発行団体間の信用力の格差は存在しないとの見解もあるが、流通市場においては現に各自治体の財政状況や格付けを反映する形で流通利回り（対国債スプレッド）が形成されており、こうしたもとでは財政状況が良好で共同発行債よりも低いコストで資金調達が可能となる団体には共同発行債の参加団体から離脱する誘因がある¹⁹⁾²⁰⁾。したがって、現行の共同発行債のスキームを一般の市町村まで拡大することには困難が伴うことが予想され、これらの自治体については共同で資金調達を行うスキームを別途用意することが必要ということになる。

3.2 ジョイント・サポート

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

共同発行市場公募地方債についても、景気の連動性が低い複数の地域の自治体から参加団体が構成されており、各自治体の歳入に占める税収のウェイトが高い場合には、参加団体が同時に財政危機に陥る可能性が十分に低くなり、共同発行債に各自治体の個別発行債を上回る格付けが付与される可能性がある。しかしながら、各自治体の財政は地方交付税制度によって相互にリンクされており、税収についても、地方消費税が共通の課税ベースに対して全国一律の税率で課税される消費税をもとに各自治体に配分されるものであるなど、自治体間の税収の連動性は相当高いと見込まれることから、共同発行債の参加団体が同時に財政危機に陥る確率は、ジョイント・サポートが適用可能であるほど十分に低いものではないとされている²¹⁾。したがって、現在の地方財政制度を前提とした場合には、ジョイント・サポートを地方債の共同発行のメリットと考えることについては慎重であるべきと判断される。

3.3 資産変換機能による長期資金の供給

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

¹⁹⁾ 地方債の流通市場において各自治体の信用力を反映する形で地方債の利回り（対国債スプレッド）が形成されていることについては大山・杉本・塚本(2006)、石川(2007)、中里(2008)を参照のこと。

²⁰⁾ この点については、市場公募債の発行条件が統一条件決定方式によって決定されていた時期に、東京都など一部の自治体が統一条件決定方式による条件決定から離脱したことを想起すれば容易に理解されるだろう。実際、2003年4月に共同発行債の発行が開始された時点で東京都は不参加であり、2007年以降、福岡県、横浜市、名古屋市が共同発行債の発行をとりやめている。

²¹⁾ この点については格付投資情報センター(2003)を参照のこと。

と負債の期間変換機能を有していることによるものである。

4. 「地方共同の金融機構」の創設

2008年10月に策定された「生活対策」に地方自治体に対する支援策のひとつとして「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ついて検討する」ことが盛り込まれたのを受けて，同年11月に総務省に「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会」が設置され，自治体の一般会計を対象とする共同資金調達機関の創設に向けた検討が行われた。同年12月にとりまとめられた同研究会の報告書（総務省(2008)）では「現機構の貸付対象を見直し，一般会計事業も含めることによりその実現を図ることとする」とされ，これを受けて地方公営企業等金融機構の改組により2009年6月に地方公共団体金融機構が発足した。

このような組織の設立が具体的な検討事項となるに至った背景としては，リーマンショックに端を発した金融市場の混乱によって信用収縮が顕著になり，地方債の発行についても休債が相次ぐなどクレジット市場が不安定なものになったという最近の状況と，財投改革の進展に伴い財政融資資金による自治体向け貸付の減少が見込まれる中であって，それに代わる資金調達手段を確保する必要性が高まったという，自治体の資金調達をめぐるここ数年の環境変化がある²²⁾。

地方公共団体金融機構の運営にあたっては，以下のそれぞれの論点について具体的な検討を行うことが必要となる²³⁾。

4.1 貸付対象の拡大

今回の改組のポイントは，地方公営企業等金融機構の貸付対象の範囲を拡大し，一般会計事業に対する融資を可能にすることである。ここで留意が必要なのは，地方公営企業等金融機構の貸付対象にもすでに一般会計事業を対象とした貸付があり（臨時3事業（臨時地方道整備事業，臨時河川等整備事業及び臨時高等学校整備事業）），このうち臨時地方道整備事業については機構の貸付残高の21.1%と下水道（40.6%）に次ぐ高いシェアになっていたということである（図表3）。地方金融機構においてこのように一般会計事業に対する貸付がすでに行われているのは，1976年に自治省（現総務省）から公営公庫を地方団体金融公庫（仮称）に改組して一般会計債についても公庫が資金を融通することができるようにするという提案がなされ，大蔵省（現財務省）との折衝が行われた結果，公庫の改組自体は見送りとする代わりに公営住宅事業，廃棄物処理事業及び臨時3事業に対する貸付を公庫の貸付対象に追加することになったことによるものである。

この点を踏まえると，今回の改組は，機構の運営についての大きな制度変更というよりは，すでにある一般会計債への貸付をどの範囲まで拡大するかという実務上の問題としてとらえる方が適切である。公営公庫の発足当初に貸付対象が公営企業債に限定されたことについては，公営公庫が財投対象機関であることから収益性を有する事業に融資対象を限定することが適切とされたという経緯があるが，公営企業債は

²²⁾ 2008年10月の市場公募地方債の発行については，東京都，愛知県，大阪府，川崎市及び大阪市において発行がとりやめになった。また，北海道が発行した5年債のローンチ・スプレッドは58bpsと異例の大きさとなった。

²³⁾ 2009年度の地方公共団体金融機構の貸付については，新たに合併特例事業，防災対策事業，地域活性化事業が一般会計に係る融資の貸付対象に追加され，一般単独事業に対する融資額は2008年度対比2346億円増の5121億円程度になるものと見込まれている。また，これと併せて新たに臨時財政対策債を対象に5000億円の貸付が行われることとなっている。なお，公営企業会計に係る貸付は，2008年度に比べ2346億円減の8209億円程度になるものと見込まれている（いずれも2009年度地方債計画ベースの計数）。

当該事業からの収益のみを償還財源とするレベニュー債ではなく、しかも、公営企業の中には一般会計からの繰入がなされているものが少なくないことを踏まえると、貸付対象として一般会計債と公営企業債を区分する実質的な意味はないものと判断される。

図表3 地方公営企業等金融機構(旧公営企業金融公庫)の貸付状況

(単位:百万円, %)

事業名	2007年度貸付額		2007年度末貸付残高	
	金額	構成比	金額	構成比
(一般貸付)				
水道	156,345	16.9	4,600,057	19.8
工業用水道	8,491	0.9	307,520	1.3
一般交通	8,783	0.9	31,865	0.1
高速鉄道	53,485	5.8	1,557,786	6.7
電気・ガス	1,818	0.2	140,033	0.6
市場	3,755	0.4	105,903	0.5
と畜場	18	0.0	7,386	0.0
下水道	437,383	47.2	9,422,664	40.6
病院	50,499	5.5	502,760	2.2
介護サービス	2,559	0.3	25,950	0.1
港湾整備	4,783	0.5	123,138	0.5
観光施設	49	0.0	10,468	0.0
有料道路・駐車場	1,012	0.1	114,130	0.5
地域開発	0	0.0	68,429	0.3
公営住宅	16,400	1.8	718,663	3.1
産業廃棄物処理	11	0.0	13,497	0.1
臨時地方道整備	166,146	17.9	4,900,319	21.1
臨時河川等整備	6,538	0.7	284,015	1.2
臨時高等学校整備	1,880	0.2	98,636	0.4
小計	919,955	99.3	23,033,217	99.2
(公社貸付)				
土地開発公社	0	0.0	0	0.0
地方道路公社	6,370	0.7	196,810	0.8
小計	6,370	0.7	196,810	0.8
合計	926,325	100.0	23,230,026	100.0

(注1)2008年3月末現在の計数。
(資料出所)地方公営企業等金融機構

4.2 信用力の確保

地方金融機構は政府保証なしで市場から資金調達を行なっているため、十分な融資枠を確保して長期・低利で自治体に貸付を行うことができるかどうかは、機構が高い信用力を維持し、市場から低い調達コストで資金調達を行うことができるかどうかにかかっている。機構は10年債を中心とする債券発行によって最長30年という超長期の貸付を行なっていることから、資産と負債の間に3年程度のデュレーション・ギャップがあり、市場金利の変動によって収支が大きく変化するというリスクをかかえている²⁴⁾。このリスクに対する対応策として機構は3.4兆円の金利変動準備金を保有しており、これによって経営の安定性が確保されているということになる。ただし、金利変動準備金の水準がどの程度であればよいかは、機構のエクスポージャーの大きさにも依存することから、今後、機構が融資枠を拡大させる場合には、金利変動準備金の水準について見直しが必要となる可能性がある。

地方金融機構が高い信用力を維持するうえで重要なもうひとつのポイントは、その運営について適切なガバナンスが確保されることである。地方金融機構は出資者と融資先がともに自治体であるという意味でいわゆる「機関銀行」と同様のガバナンス構造を持つ金融機関であることから、それに伴う弊害が生じないように、第三者によるモニタリングを確保するための組織として経営審議委員会が設置されている。機構が高い信用力を維持していくためには、このような組織運営上の工夫によって適切なガバナンスが確保されていくことが必要になる。

4.3 地方公共団体健全化基金の動向

地方金融機構の貸付については、地方公共団体健全化基金を活用して貸付利率を0.30～0.35%引き下げる措置がとられている。地方公共団体健全化基金は、公営競技納付金（公営競技（競輪、競馬、オートレース、競艇）の収益金の一部）をもとに積み立てられる基金であり、この基金の運用益を活用することで貸付利率の引き下げ（特別利率・臨時特別利率による貸付）が行われている。2008年3月末時点における基金の積立額は8997億円であり、ここ数年の公営競技納付金の水準は毎年100億円程度となっている。機構が財政融資資金による自治体向け貸付とほぼ同水準の貸付利率で貸付を行うことが可能になっていることについては、この基金を通じた利差補てんによるところが大きいことから、機構が今後も低利の貸付を継続していくことができるかは、地方公共団体健全化基金の運用環境と公営競技納付金の今後の動向に依存することになる²⁵⁾。

4.4 地方金融機構の剰余金の活用

2008年10月に策定された「生活対策」においては、財政融資資金特別会計の剰余金のうち3000億円と地方金融機構の剰余金のうち3000億円を利用して各自治体に「地域活性化・生活対策臨時交付金」を交付することとされ、2008年度補正予算（第2号）において措置された。

地方金融機構の管理勘定の金利変動準備金に係る剰余金については、地方公共団体金融機構法附則第14条の規定によって国に帰属することとされており、金利変動準備金が十分確保されていると判断される限りにおいては剰余金を国に帰属させて機構の業務以外の用途に充てることに法制上の問題はない²⁶⁾。しか

²⁴⁾ 2008年3月末時点の公営公庫の資産・負債のデュレーションは7.76年と4.79年であり、2.97年のデュレーション・ギャップがある。

²⁵⁾ 足許、地方公共団体健全化基金の残高は増加しているが、公営競技納付金は1991年度の613億円をピークにその後減少傾向にある。また、基金の運用益についても1997年度以降減少が続いている。

²⁶⁾ 地方公共団体金融機構法附則第14条の条文は以下の通り。「総務大臣及び財務大臣は、前条第六項の規定にかかわらず、機構の経営状況を踏まえ、機構の業務が円滑に遂行されていると認められる場合において、公庫債権金利変動準備金及び同条第八項の積立金の合計額が公庫債権管理業務を将来にわたり円滑に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金額として総務省令・財務省令で定める金額を、政令で定めるところにより、国に帰属させるものとする。」

しながら、今後、機構の融資枠を拡大させる場合には、それに伴って必要となる金利変動準備金の水準が変化する可能性があることから、管理勘定の剰余金の他用途への転用については今後の機構の運営のあり方と整合性がとれたものとなるよう留意することが必要である。

4.5 地方金融機構債のクレジット市場における位置づけ

現在、公共債の流通市場においては、政府保証債、東京都債、共同発行地方債、財投機関債の順に利回り（対国債スプレッド）が高くなるという序列が形成されている。地方金融機構が発行している債券についても、政府保証債と一般担保付債券の間には15ないし20bps程度の格差が生じており、一般担保付債券のスプレッドは共同発行市場公募地方債を10bps程度上回る水準となっている。現時点においては、地方公共団体健全化基金を通じた利差補てんによって、地方金融機構の貸付利率が財政融資資金の貸付利率とほぼ同水準に保たれているが、機構の融資枠を拡大させる場合には基金を通じた利差補てんの希薄化が生じることから、機構の資金調達コストのいかによっては財政融資資金による貸付と同水準の貸付条件を維持することが困難になる可能性がある。

この点を踏まえると、地方金融機構の一般担保付債券が高い信用力を維持し、クレジット市場において東京都債や共同発行地方債と遜色のない商品として取引されるようになることが、今後に向けた重要な課題のひとつということになる²⁷⁾。このためには、金利変動準備金の充実等によって強固な財務基盤を維持することと併せて、地方債の協議（許可）制度のみに依存しない適切な審査体制の確立や、現時点ではまだ十分とはいえない情報開示の充実・強化によって信用力のさらなる向上を図っていくことが必要になる。

5. 結論

本稿では自治体の資金調達をめぐる近年の環境変化を踏まえ、地方債の共同発行に関する論点整理を行った。本稿のポイントは以下のように要約される。

- (1) 一般に、複数の団体が共同で資金調達を行うことのメリットとしては、発行ロットの拡大による流動性の確保やジョイント・サポートによる信用力の向上を通じて資金調達コストの低下が可能になることと、共同資金調達機関の資産変換機能を通じて長期・超長期の資金調達が可能になることがあげられる。

日本の地方自治体については、各自治体の財政が地方交付税制度によって相互にリンクされており、自治体間の税収の連動性も相当高いと見込まれることから、共同発行市場公募地方債の信用力評価にジョイント・サポートを適用することは困難であり、発行ロットの拡大によって市場公募債の流動性の向上が図られることと共同資金調達機関を通じた長期・超長期の資金調達のチャンネルが確保されることが共同資金調達のメリットと考えられる。

- (2) 2003年4月に発行が開始された共同発行市場公募地方債は、年間の発行額が1兆3900億円（2009年度）と東京都が個別に発行している同一年限（10年）の地方債（都債）の発行額の2倍を超える水準となっており、参加団体の中で相対的に財政状況の良い自治体とほぼ同じ発行条件での発行が可能となっ

²⁷⁾ NOMURA-BPI(野村証券金融工学研究センター)、ダイワ・ボンド・インデックス(大和総研)及び日興債券パフォーマンスインデックス(日興フィナンシャル・インテリジェンス)においては、2009年4月に政府保証なしの公営企業債と地方金融機構が発行する債券の区分が事業債から地方債に変更された。このことはクレジット市場における機構債の位置づけにとってプラスの要因になるものと予想される。

ている。

- (3) 共同発行市場公募地方債については、参加団体の同質性を確保しなくてはならないという制約があることから、一般の市町村を対象とする共同発行のスキームとしては、共同資金調達機関によることが適切である。
- (4) 2009年6月に発足した地方公共団体金融機構は、政府保証のない債券（一般担保付債券）の発行によって資金調達を行う金融機関であることから、同機構が十分な融資枠を確保して長期・低利の融資を行なっていくためには、高い信用力を維持して低コストで資金調達を行うことができることが不可欠の条件となる。このためには、市場リスクに見合う適切な水準の金利変動準備金を確保することにより強固な財務基盤が維持されることや、経営審議委員会のモニタリングなどを通じて組織運営に対する適切なガバナンスが確保されること、情報開示の充実・強化により市場との良好な関係が形成されることが重要である。
- (5) 地方公共団体金融機構は、公営企業だけでなく一般会計事業についても資金の融通が可能な「地方共同の金融機構」として設立されたものであるが、実際には地方公営企業等金融機構とその前身である公営企業金融公庫においても臨時3事業への貸付という形で一般会計を対象とした貸付がすでに行われており、今回の改組は機構の運営に関する大きな制度変更というよりは、すでにある一般会計債への貸付をどこまで拡大するかという実務上の問題としてとらえる方が適切である。

自治体の資金調達をめぐる近年の環境変化を踏まえると、地方債の共同発行についてはその必要性が今後さらに増していくものと見込まれることから、引き続きその動向に注目していくこととしたい。

参考文献

- 石川達哉(2007)「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』2007-01.
- 江夏あかね(2007)『地方債投資ハンドブック』財経詳報社.
- 江夏あかね(2009)『地方債の格付けとクレジット』商事法務.
- 大山慎介・杉本卓哉・塚本 満(2006)「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-J-23.
- 柿本与子(2007)『公的セクターの改革と信用リスク分析』金融財政事情研究会.
- 格付投資情報センター(2003)「地方共同発行債、信用力は最上位自治体と同じに」『NEWS RELEASE』2003年2月26日付,格付投資情報センター.
- 総務省(2002)「市場公募地方債の共同発行について」2002年12月22日付報道資料.
- 総務省(2008)「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会報告書」.
- 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』第58号,日本経済研究センター.