



米国におけるレベニュー債の 現状と日本市場の課題

野村資本市場研究所 主任研究員

江夏 あかね

1. はじめに

レベニュー債とは、米国地方債の1つで、元利償還の原資を特定の収入源に限定して発行されるものである。レベニュー債は米国で1世紀超の歴史を有し、地方公共団体のインフラ整備等に活用されてきた。レベニュー債の発行額は米地方債全体の約6割に当たる1,977億ドル（2013年）に達し、米国地方債市場では中核的な地位を築いている。

日本には、地方公共団体によるレベニュー

〈目次〉

1. はじめに
2. 米国レベニュー債の商品性と特徴
3. 米国レベニュー債の発展の歴史
4. 米国レベニュー債の発展を支えた要素
5. 日本市場の課題
6. おわりに

債の仕組みは存在しないが、地方財政健全化の流れの中、茨城県環境保全事業団が2011年6月にレベニュー信託によって資金を調達した。

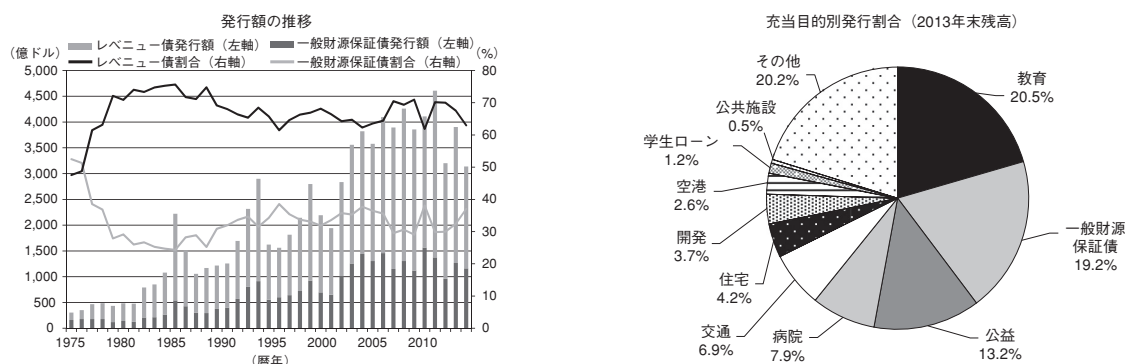
本稿では、米国におけるレベニュー債の現状と発展の歴史を分析し、日本市場の課題を考察する。

2. 米国レベニュー債の商品性と特徴

(1) 仕組みと類型

米国の地方債は、償還原資によって主に①一般財源保証債（General Obligation：GO）、②レベニュー債、に大別される。一般財源保証債は、起債する地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行され、発行体が元利償還の全責任を負う。一般財源保証債により調達された資金は、地方公共団体等が直接運用する事業（学校、裁判所、消防署等）

(図表) 米国地方債の発行額の推移と充当目的別発行割合



(出所) United States Census Bureau, *Statistical Abstract* 各年、Board of Governors of the Federal Reserve System, *New Security Issues, State and Local Governments* 各年、Securities Industry and Financial Markets Association [2014] *US Municipal Credit Report, Fourth Quarter and Full Year 2013*, p.14、より野村資本市場研究所作成

に充当される。一方、レベニュー債は発行体の信用力ではなく、事業から生じる利用料等の収入等を償還財源として発行される。典型的には、空港、上下水道、病院等の整備や公営企業の運転資金に充てられる。

(2) 発行傾向

近年の米国地方債の発行額の傾向を見ると、6割強がレベニュー債、残りの4割弱が一般財源保証債となっている(図表左参照)。レベニュー債が中核的位置付けを占めているのは、一般財源保証債に発行額上限、住民投票の義務付け、といった規制が州法等で設けられている場合が多いことによる。レベニュー債も発行体の統治組織等の承認を必要とするが、住民投票は必要ないケースが殆どで、起債が迅速に進められる。加えて、レベニュー債は、金利水準こそ一般財源保証債よりも高い傾向にあるが、償還原資となる使用料に

関して施設利用者の理解を得やすい。

レベニュー債の充当事業は、教育、公益、病院等が中心となっている(図表右参照)。一方、レベニュー債を含めた地方債の発行体としては、市町村等の地方公共団体ではなく、公社・特別区が7割弱を占めている。これは公社等の外郭団体の方が、起債制限が厳格でないことが一因である。

3. 米国レベニュー債の発展の歴史

本節ではレベニュー債の発展に影響を与えた金融市場及び地方財政・地方債制度を、4つの時期に分けて分析する。

(1) 1820年代～19世紀末

—地方債市場誕生と

レベニュー債発行開始—

米国の地方債の歴史は、19世紀前半に始ま

り、1840年代から急速な都市開発や無償公共教育制度の普及のため、市場が大きく成長した。そのような中、1837年に始まった恐慌等を背景に9州がデフォルトを起こした。これらの各州は、地方公共団体の信用力を背景に発行する地方債である一般財源保証債の発行に、法律上の規則を設けるようになった。19世紀末までには全米で一般財源保証債を中心とした起債制限の仕組みが整備された。同時期には州議会が地方公共団体の課税に干渉を強めるようになり、財産税の課税制限が1870～1880年代頃から州憲法・州法に組み入れられるようになった。

一般財源保証債の起債関連規制を含めた地方財政運営の厳格化が進み、州・地方政府が地方税や一般財源保証債以外の財源を模索する中、ワシントン州が1897年、州傘下のスポーケン市が水道施設建設を目的に調達する資金に関して水道施設からの収益を担保に起債することを条款に定め、同年に最初のレベニュー債が発行された。その後、各地でレベニュー債に対する注目が高まった。

(2) 20世紀初頭～1960年代

—レベニュー債発行の本格化—

米国地方債市場は、その歴史の幕開けから、恐慌や第2次世界大戦等の一時的な停滞期を除き、発行額が拡大していった。特に1913年の連邦所得税導入時に地方債の免税措置が定められ、課税対象の社債や国債に比べて利回りが大きく低下し低利な資金調達が可能にな

ったことは、州・地方政府にとって地方債を財源調達手段として大いに活用する契機となった。地方債発行額の増加を背景に、20世紀前半には地方債格付けも付与されるようになり、市場の発展を下支えした。

レベニュー債を通じた資金調達が注目を集めたのは、ニューヨーク・ニュージャージー港湾公社が1921年に法律に基づき設立されるなど、公社が法的地位を有するようになったことが契機である。一方、1929年の世界大恐慌に伴う経済悪化の克服を目的として、1930年代に講じられたニューディール政策の下、道路など多くの社会インフラが整備されていた。特に連邦政府は、すぐにキャッシュフローを創出する事業について、地方が公共事業として交付金及び借入れで担うことを推進した。借入れは主として連邦政府が設立した復興金融公庫（RFC）を通じて行われたが、RFCは一般財源保証債の引受が認められず、起債収入を充当した事業（事業体）から生じる収益が償還原資となるもののみが認められた。このような環境下、厳しい財政状況にある州・地方政府を中心にレベニュー債が有効な財源調達手段として認識されるようになった。

加えて、世界大恐慌で財産税の資産評価額が低下し、その資産評価額とリンクする一般財源保証債の起債限度額が引き下げられた。このため、1930年代には州・地方政府は、一般財源保証債の起債制限を回避して起債するために公社等を設立し、それらがレベニュー

債を発行するようになった。

第2次世界大戦後には、それまで抑制されてきた公共サービス及び施設の改善に対する住民のニーズが高まり、レベニュー債の活用が大きく進んだ。1950年代半ばには、殆どの州でレベニュー債の起債を可能にする法律が整備された。レベニュー債の発行活発化は、戦前には公益事業に限定されていた対象事業が戦後に幅広い分野に拡大したことも一因だった。

一方、戦後にはレベニュー債発行に際して債券決議 (bond resolution) 及び信託契約書 (trust indenture) が義務化されたほか、コベナンツ (契約条項) として盛り込まれる元利償還留保 (debt service reserve) の要件も1960年代半ばにかけて厳格化された。これらの動きは、償還確実性の向上に貢献するといった観点から、投資家層の拡大に寄与することとなった。

さらに、戦後のレベニュー債の発行増加に大きく寄与した地方債としては、産業開発債が挙げられる。産業開発債は、産業開発を目的として民間にリースする施設の建設や、民間企業等への資金の融資を行うために起債されるもので、リースした施設の賃貸料や融資の元利償還金が償還原資となる。産業開発債は、一般財源保証債、レベニュー債のどちらにすることも可能である。当初は過剰な労働力を有する農村地域で、中小製造企業の資金調達を目的とした活用が中心であったが、1960年代後半に大都市近郊の大企業の資金調

達を目的として活用されることも増え、大企業の高い信用力に依拠したレベニュー債での発行が選択されるケースが増加した。

(3) 1970年代～金融危機前

—地方債制度見直しとレベニュー債—

1970年代後半頃からの連邦財政悪化に伴い、交付金・補助金が縮小する中、州・地方政府における地方債の重要性が相対的に増していった。レベニュー債は、3つの要素を通じて、発行が拡大する。

1点目は、米国では1970年代に多くの納税者が、財産税率の上昇に抵抗を示したことである。特定の歳入が返済原資となって納税者に負担を強わず、住民投票による承認が基本的に必要でないレベニュー債が地方公共団体の資金調達の中核になっていった。

2点目は、民間助成を目的とした産業開発債の発行増加である。産業開発債の発行拡大は、①1970年代前半からの大都市財政危機の深刻化と企業の誘致・維持を巡る州間競争圧力の増大、②1979～1981年にかけて講じられた金融引き締め政策による金利の上昇を背景とした、最終的な借り手である民間企業による産業開発レベニュー債への需要の増加、が背景である。

3点目は、1970年代に入って金融保証保険会社 (モノライン保険会社) のような高い格付けを活用した地方債保証ビジネスが出現したことである。地方債保証とは、地方債の信用力を補完する手段の1つで、高い格付けを

有するモノライン保険会社が地方債の元本と利息の支払いを保証することを通じて、地方債の格付けが向上し、発行金利が低下する仕組みである。モノライン保険会社は1970年代以降、相次いで設立され、1983年のワシントン州地域電力供給システム（WPPSS）のレベニュー債がデフォルトした際に保証付の債券保有者はスケジュール通りに債務が履行されたこともあり、2000年代後半の金融危機によりモノライン保険業界の経営環境が悪化するまで、米国地方債市場に普及した。

その一方で、1970年代以降、レベニュー債に関して税制、法制、金融規制の見直しが行われた。地方債への投資促進として大きな役割を担っていた連邦所得税の免税措置をめぐり、1970年代に入る頃から、連邦財政の悪化等を背景に、レベニュー債を中心に見直しの動きが始まる。1986年のレーガン税制改革では産業開発債の免税範囲が厳格化され、それまでの発行額拡大圧力を抑制した。

また、連邦破産法第9章をめぐるのは、1988年の「特定財源債及びその他の目的のための破産法改正法」を通じて、特定財源（special revenue）の先取特権が保護されることとなった。この改正は、発行体が連邦破産法第9章に適用申請した場合にレベニュー債の償還確実性向上に貢献することから、レベニュー債への投資需要確保に寄与したようだ。

加えて、レベニュー債の発行が活発化する中で、引受業者をめぐる金融規制を疑問視す

る声も挙がるようになった。1933年銀行法（グラス・スティーガル法）では、銀行業務と証券業務を分離し、同法第16条で銀行による証券の引受業務を基本的に禁止したが、例外として連邦債及び一般財源保証債については引受を認めた。しかし、商業銀行にレベニュー債の引受を認めさせようとする声が強くなる中、グラム・リーチ・ブライリー法が1999年に成立し、地域における中小の国法銀行もレベニュー債の引受が認可された。

(4) 金融危機以降

米国の地方債市場は2007年頃からの金融危機の影響を大きく受けた金融市場の1つであった。財政破綻する団体が増加した上、資金調達環境も厳しさを増していった。一般財源保証債、レベニュー債とも発行が縮小する中、ビルド・アメリカ債（BAB）という新たな地方債が創設された。

BABは、2009年2月に成立した米国再生・再投資法に基づき、米国の州・地方政府が2009年4月～2010年末まで発行した地方債である。BABは、連邦政府による支払金利の一部補助により州・地方政府の資金調達コストを軽減し、経済活性化及び資本整備プロジェクトへの投資を促すことが目的であった。BABは、課税債だったため新たな投資家需要を喚起した。

BABは当初、一般財源保証債の割合が高かったが、レベニュー債の割合が増加した。レベニュー債はインフラ整備の原資として活

用されることも多く、BABを通じて投資需要の喚起及び地域経済回復に貢献したようだ。BABはプログラムの延長・拡充の提案があったが、2010年末に失効した。

一方、地方債市場の安定化に寄与したこととしては、新たな地方債専門のモノライン保険会社であるBuild America Mutual (BAM)の設立が挙げられる。BAMは、ニューヨーク州法に基づき保証を受ける州・地方政府等を会員とする相互会社で2012年7月に設立された。BAMの保証を享受する地方公共団体が被保険者兼所有者(会員)として会員資本拠出と保証を付与する地方債のリスクに応じたりリスク・プレミアムを支払う仕組みである。BAMは長期・固定金利のリスクの低い地方債として、一般財源保証債と必要性・公共性の高い事業のレベニュー債等を保証対象とし、モノライン保険会社よりも低コストでの保証提供が可能なビジネスモデルを構築した。地方公共団体等が会員であるBAMは、公的要素の強い枠組みであることも寄与し、市場に着実に根付いてきた。レベニュー債は、モノラインによる保証が一般的だったため、BAMの今後の展開が注目される。

■ 4. 米国レベニュー債の発展を支えた要素

(1) レベニュー債の浸透と地方債投資の利便性向上

レベニュー債が浸透したのは、①19世紀に

一般財源保証債がデフォルトしたのを受け、一般財源保証債の発行に法律上の規則が設けられたこと、②19世紀後半の財産税の課税制限の法制化、③1970年代の納税者の反乱といった米国の住民による増税に対する強い抵抗感、といった要因がある。

同時に、地方債投資の利便性を向上させる仕組みの構築も、市場の発展に寄与している。20世紀前半に始まった地方債格付けは、仕組みが多様に存在する米国地方債の信用リスクを投資家が網羅的に把握するために寄与した。1970年代に出現した地方債保証は、レベニュー債でも広く活用されてきた。レベニュー債は、充当事業や償還原資が多様なことを背景に銘柄間の信用力の格差が一般財源保証債より大きい傾向にあるが、地方債保証を通じて、安全志向がより強い個人を含めて投資対象とするのに大きく寄与したと考えられる。

さらに、①1989年に制定された1934年証券取引所法規則15c 2-12(規則15c 2-12)を通じた地方債取引業者を通じた間接的開示制度、②1984年に設立された米国公会計基準審議会(GASB)が中心となって進められた標準化された情報開示制度、③電子開示システム(2004年9月～2009年6月まで稼働した「ディスクロージャーUSA」や2009年7月から稼働している電子地方債市場情報アクセスシステム[EMMA])は、投資家が発行体の財政状況や地方債の商品性を理解するのに寄与している。

一方、レベニュー債特有の動きとしては、各州で発行制度は異なるが、戦後にレベニュー債に関する管理プロセスの厳格化（債券決議及び信託契約書の義務化、コベナントに盛り込まれた元利償還留保要件の厳格化）が行われたことが特筆される。これらは、償還確実性の向上といった観点から、投資家層の拡大に貢献した。

(2) 連邦制国家の下で発展したレベニュー債

連邦制国家の下での地方財政の仕組みと運営がレベニュー債の発展を支えた可能性も指摘できる。米国は、日本に比して、国による地方公共団体への関与の度合いが限定的であるため、米国の地方公共団体は地方債も含めた財源調達効率性達成を財政運営の基本としてきた。一方で、1913年の連邦所得税の導入時に地方債の免税措置が定められて以降、数次に渡る措置の範囲の見直しはあったが、州・地方政府が低利の調達といった利点を背景に免税債を活用していった。免税措置は投資家層の拡大にも寄与した。さらに、連邦政府は地方の経済成長を促す手段として、①1930年代のニューディール政策の下でのRFCによるレベニュー債引受、②2009年4月～2010年末にかけて講じられたBAB プログラムを通じた借入金利に対する一定の補助の提供、といった形をとってきた。

1980年代頃からは、連邦政府によりレベニュー債に関する税制、法制、金融規制の見直

しも行われた。税制面では厳しい連邦財政を背景とした免税基準の厳格化もあったが、連邦破産法第9章の改正を通じた特定財源の先取特権の保護やグラム・リーチ・ブライリー法によるレベニュー債の引受業者の規制緩和は、レベニュー債の償還確実性の向上や引受業者の範囲の拡充を通じた投資家層の拡大が期待され、市場の健全な発展に寄与した可能性がある。

すなわち、米国のレベニュー債発展は、一般財源保証債に対する起債制限、財産税の課税制限の法制化及び納税者の反乱といった歴史が契機だった。しかし、①地方債投資の利便性を向上させる仕組みの構築、②免税債の仕組みや連邦政府による時限的な制度支援や関連制度の適正化が適宜行われたこと、が発展を支えたのではないかと考えられる。

■ 5. 日本市場の課題

日本には米国のレベニュー債のような仕組みは存在しない。日本の地方債は、一部の外貨建て債を除き、中央政府が明示的に保証しているわけではなく、地方公共団体の課税権が実質的な担保となっている。日本の地方債は、米国の一般財源保証債の概念に通じる。現行の日本の地方財政制度では、レベニュー債のように地方債の償還原資を特定の資産または収益に限定する仕組みはない。

なお、公営企業債は元利償還金が当該公営企業の収入から支払われ、独立採算が原則と

されているため、当該公営企業の収益力を担保にしていると考えることが可能である。しかし、地方公営企業は地方公共団体自らが行う行政活動である上、繰出金の制度も存在する。そのため、公営企業債であっても、地方公共団体の債務であることには変わりがなく、最終的には当該地方公営企業を運営する地方公共団体の課税権が実質的な担保となっている。

一方で、日本でも21世紀に入って地方分権、市場公募化の推進及び地方公共団体の財政健全化の流れの中、財政規律や資金調達の多様化といったメリットを背景に、レベニュー債のような資金調達の導入を見据えた動きが複数見られる。特に、2011年6月の茨城県環境保全事業団によるレベニュー信託を通じた資金調達は、注目を集めた。ただし、現時点では、日本でレベニュー債のような資金調達は浸透していない。これは、地方債市場が近年、安定し低金利で推移する状況下、地方債で調達した方が資金調達コストが抑えられることから、あえてプロジェクト・ファイナンス的手法であるレベニュー債のような資金調達をする必要性が乏しいことによるとみられる。さらに、日本は国と地方公共団体が一体的であり、政府が地方公共団体に投資を促す手段として複数の選択肢を有するため、米国のように中央政府がレベニュー債で投資を喚起しなくても、地域の経済成長のための政策を遂行することが可能である。

とはいえ、今後の日本の経済・財政状況に

鑑みると、地方税や国からの財政移転が大幅に増加する可能性は期待できない。その上、少子高齢化に伴う社会保障負担の増大や社会インフラ等の更新需要の本格化といった将来負担も抱えている。地方公共団体にとって、民間セクターの投資を喚起し、社会インフラ等の更新需要を含めた将来負担に対応していくことは、喫緊の課題であることは言うまでもない。その意味で、地方債等の資金調達は重要で、米国でインフラ整備に活用されてきたレベニュー債のような仕組みを含めた資金調達手法の多様化・効率化を模索することは、地方公共団体の財政運営の効率化に資すると言える。

■ 6. おわりに

米国でレベニュー債が発展したのは、一般財源保証債に対する起債制限等が契機となっているが、地方債投資の利便性を向上させる仕組みが市場の発展とともに構築されてきたことに加え、免税債の仕組みや連邦政府による時限的な制度支援や関連制度の適正化が適宜行われたことが背景と考えられる。

日本には、米国のような地方公共団体によるレベニュー債の仕組みは存在しないが、本格化するインフラ更新需要への対応といった喫緊の課題を抱える中、地方公共団体にとって地方債等の資金調達が重要な位置付けを担うことは明らかである。その意味で、レベニュー債のような資金調達を含めた資金調達手

法の多様化・効率化は意義がある。仮に、日本にレベニュー債のような仕組みを本格的に導入する場合、投資の利便性を向上させる仕組みの構築や、時代や地方公共団体、投資家のニーズに応じた中央政府による制度支援や関連制度の適正化が健全な発展につながると考えられる。

(注) 本稿は、野村證券株式会社の許諾を得て、『財界観測』第77巻第2号(2014年春号)より転載している。紙幅の都合により、一部を改編している。

