

◆ 書 評 ◆

土居丈朗著『地方債改革の経済学』

三宅裕樹（野村資本市場研究所）

1990年代より本格的な進展の動きをみせつつあるわが国の地方分権改革は、特にここ数年、地方債の分野にも及びつつある。2000年代に入って、償還年限など地方債の発行条件の多様化が徐々に進み、地方自治体の資金調達幅が次第に広げられると、2006年には地方自治体の起債自主権を大幅に拡充する二つの制度改革が実施された。一つは、起債制度の許可制度から事前協議制度への移行であり、もう一つは、債券市場で広く一般の投資家を対象に公募形式で発行される市場公募債の発行条件が、総務省を介することなく、各地方自治体が個別に金融機関と交渉して決定される方式の導入である。これにより、わが国の地方自治体の起債自主権は、欧米先進諸国と少なくとも制度的には同等のものとなったといえる。

その一方で、地方債の発行残高はこの間、累増の基調をたどり、2003年にはついに200兆円の大台を突破し、1990年代初頭より約2倍に拡大した。200兆円という規模は、地方歳入約90兆円の2倍以上、対GDP比では35%超の水準であり、相対ベースでは米国などを抜いて、先進国の中でも群を抜いて大きい。

このように、制度改革が進展するとともに、地方自治体や債券市場、ひいてはわが国の国民全体の問題としての重要性が高まっている地方債であるが、実はこの分野に関する研究はそれほど学問的な蓄積があるわけではなく、研究者も必ずしも多いわけではない。本書は、こうした地方債研究における需供の乖離を埋めるべく、財政制度研究の分野で学界のみならず、新聞や一般雑誌などでも積極的な発言を行い、政府の委員会などでも活躍している筆者がこれまでに積み重ねてきた研究

の成果がまとめられたものである。筆者の深い知見に支えられた学術的な調査・研究に基づき、内容は極めて深く、高度であるが、「平易な制度解説も付け加え、専門知識を前提とせずに読めるように配慮した」とあるよう、地方財政の分野に関心のある一般読者にも理解しやすいものとなっている。地方債の分野に限られず、財政や債券市場の分野に携わる研究者や実務関係者にとって必読の書といえよう。

本書の構成は以下の通りである。

まず第一章においては、地方債の発行拡大という現状が簡潔に指摘された上で、地方債の問題を考える場合には地方債制度のみならず、地方財政制度との連関についても併せて検討し、課題を浮き彫りにする必要があるという本書の問題意識が示されている。

続く第二章から第四章では、わが国地方債の「暗黙の政府保証」を支える地方財政・地方債制度についての議論がなされている。具体的には、第二章では、地方債の引き受けの場面で大きな役割を果たしている財政投融资制度が、第三章では、地方債の償還財源の部分で役割を担っている地方交付税制度が、さらに第四章では、身の丈以上の債務残高に苦しむ地方自治体の財政再建制度がそれぞれ対象とされ、各制度の運用実態と地方債累増との因果関係について検討が行われている。

本書の後半では、今後の地方債制度の再構築に向けた議論が展開されている。第五章では、その際に示唆を得るべき海外の事例として、米国とフランスが紹介されている。第六章では、わが国における地方債制度の市場化に向けた新たな動きとして、発行条件の多様化や格付けの普及、地方財政健全化法の制定

などについて言及がなされている。

そして、最後の第七章において、本書の総括と政策提言が行われている。

本書の第一の、そして最大の特徴は、地方債を金融という側面から捉えているという点であろう。地方債は、地方自治体の主要な歳入項目の中で唯一、市場と直接的に接するものであり、財政と（金融）市場という、論理の異なる社会制度の接点として機能しているものである。それゆえ、地方債の問題を考える際には、資金調達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の双方からの考察が、本来は必要となるはずである。しかしながら、少なくともわが国におけるこれまでの地方債研究においては、どちらか片方の視点、というより多くは地方財政の側からの視点に偏り、市場からの見方が必ずしも十分に反映されていなかったように思われる。

筆者は、わが国の地方債務の残高が世界的にも類を見ない水準にまで押し上げられた主因を、市場原理が起債過程、ひいては地方自治体の財政運営に導入されてこなかった点に求めている。すなわち、これまでのわが国の地方債制度においては、地方財政計画や地方債計画の策定、あるいは財政投融资制度を介した公的資金の活用を通じて、中央政府が地方自治体に長期・低利の引受資金を用意してきた。また、地方交付税制度を通じて元利償還の財源は保証されるとされてきたことから、地方自治体においては、自らがその財源を負担するという意識が薄れることとなった。一方の投資家においては、元利償還は確実にされるという政府見解が信じられ、それゆえ個々の地方自治体の財政力の大きさを踏まえて信用リスクを分析し、その大きさに基づいてリスク・プレミアムの上乗せを要求するといったことも十分に行われてこなかった。さらに、債務調整制度も整備されておらず、地方債の元利返済が自力では行えなくなった地方自治体に対しては、中央政府が救済を行う財政再建団体制度も用意されていた（現在は、地方財政健全化法へ移行）。このよ

うに、わが国の地方債の世界が、資金調達者が自らの債務負担に基づいて借入れを行い、資金提供者が自らリスクを負担して投資を行うという市場の論理から大きくかけ離れた状況にあったことが、わが国の地方財政・地方債制度の大きな課題として存在する。こうした議論が、特に本書の前半部分においてなされている。

本書の第二の特徴は、財政学界の主流派、伝統的な立場から、地方債制度を焦点としながら地方財政制度の全体的な連関について、理論的、制度論的、あるいは実証的な検討が行われているという点である。筆者が「本書では、こうした個別利害にとらわれることなく、経済学の理論が示唆する国民全体にとって望ましい制度として、地方債制度のあり方について議論する。（中略）さらに、本書では、個別利害を代表するポジショントークに墮することなく、わが国の地方債制度に関する現状の問題点と今後のあり方について経済学的に分析する」と冒頭で述べている通り、公共経済学の理論を用いながら、わが国の地方財政・地方債制度の内容と運用の実態について、科学的な分析が展開されている。

さらに、本書の第三の特徴として、現状分析からさらに一步踏み込んで、今後のわが国の地方債制度のあり方についての提言が示されているという点である。第七章でなされている政策提言においては、①地方債協議制度の範囲の縮小、②交付税措置の廃止、③税収の少ない地方自治体に対する起債制限、④格付けや金融保証（モノライン）保険、地域別共同発行機関といった地方債市場のインフラ整備、⑤債務調整制度の導入に向けた取り組みの実施という、大きく分けて五つが挙げられている。その内容は、市場原理を重視し、「政府による資源配分は、あくまでも市場の失敗が生じるところにとどめるべきであり、不必要に政府が関与すべきではない」とする筆者の立場から示されるものとして、全く違和感はない。

こうした特徴をもち、地方債研究に多大なる知的貢献を果たす本書であるが、以下では

内容面で若干の私見を記すこととする。

評者は、わが国の地方債の累増を食い止め、地方自治体の財政運営に規律を取り戻すことと、市場原理を貫徹するといったこれまでの地方財政・地方債制度を根本的に方向転換するような改革を行うことの間には、必ずしも直接的な結びつきはないのではないかと考える。むしろ、わが国で、特に1990年代以降に地方債の発行が急速に膨らんだ背景には、①地方財政法第五条において均衡財政の原則が規定されているにも関わらず、特別法の制定によって、経常的な経費を賄う目的でも地方債が発行されるようになったことと、②地方公会計においてこれまで貸借対照表が策定されてこなかったため、ストック・ベースで財政状態を把握し、それを踏まえて財政運営の方向性を検討するという予算策定が経られなかったことの二点が主因としてあるのではないだろうか。

欧米先進諸国の地方財政・地方債制度をみると、実は筆者がいうような市場原理が徹頭徹尾、貫徹しているような国というのは、評者が知る限り存在しない。例えば、「暗黙の政府保証」の存在についてみると、スウェーデンにおいては最大の地方債投資家であるコムインベスト（Kommuninvest、スウェーデン地方金融公社）は、スウェーデン地方債には「暗黙の政府保証」があるとの見解を採っている。ドイツでは、わが国と同様にバーゼル規制上の地方債のリスク・ウェイトはゼロとされており、また大手格付機関フィッチ（Fitch）は、州政府が発行する地方債の格付けを全てAAA格としている。財政難に陥った州政府に対して、連邦政府や他の州政府が救済を行った例もある。米国においてすら、（狭義の）地方政府の破産法が存在するにも関わらず、実際には財政難に陥った地方政府に対して破産手続きが採られる事例は少なく、それ以前に上位の州政府、場合によっては連邦政府が財政支援を行うことが多いとされる。同国においては地方債のデフォルト事例が確かに存在するものの、その多くは技術的なものであって、本当に州・地方政府が、債務の元利償還が滞りかねないほどに財政難

に苦しむといったことは極めて稀といわれている。

このように、地方債市場において「暗黙の政府保証」が存在すると信じる投資家が一定いる、あるいはそうした期待を生み出しうる制度や制度運用の事例があるにもかかわらず、これらの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。評者は、これらの諸国の地方財政・地方債制度の共通項を探ると、①地方債の発行は基本的に投資的事業の資金調達を目的とする場合に限り、経常的な経費を起債によって賄う場合には複数会計年度での収支均衡を確保しなくてはならないという原則の存在と、②こうした予算策定を行うべく、ストック・ベースの財政情報を地方自治体が把握することができるような公会計制度を確立することという二点が、ポイントとなるものと考えている。これらは、「市場による規律」云々の問題というよりは、むしろそれ以前の、財政の枠組みの中で「財政による規律」を働かせるための基本的な取り組みの必要性が求められているということの意味しているものと思われる。

ただし、かといってわが国の地方債制度の抜本的な改革が必要とされていないなどというつもりは毛頭ない。評者も、筆者と同様に、地方債の金融商品としての側面を捉え、市場の論理を反映した地方債制度を構築していき、地方自治体においても、債券を発行する一主体として、例えば発行条件の設定に際しての工夫や投資家への情報開示の拡充などといった取り組みを進めていく必要があると考えている。

本書が著されたのと時を同じくして、評者も共著で『変革期の地方債市場 地方債の現状と展望』（野村資本市場研究所編著、金融財政事情研究会）を発行したが、拙著の執筆動機もまさにこの点にあったといつてよい。すなわち、「地方債と市場型金融モデルを結びつける架け橋のような役割」を少しでも担えればと、地方自治体の関係者の方々には債券市場のことを、また投資家の方々には地方自治体を取り巻く状況や制度のことを知って

いただく基本書となることを企図して著したものであった。

評者は、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の必要性は、地方債務の累増をもたらした地方自治体の財政運営における財政規律の緩みをもう一度規律あるものとするためというよりは、地方自治体が今後、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に際しては、金融市場、特に債券市場を自らにとって有利な形で利用するための方法を確立すべきであり、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、市場のルールに従うことが必然的に求められるから、という側面の方がより大きいと考えている。（詳しくは、拙稿「拡大するわが国地方債市場の今後のあり方と展望」野村証券金融経済研究所・野村資本市場研究所『財界観測』2009年春号を参照されたい）

（なお、本稿の内容は、株式会社野村資本市場研究所としての意見を反映したものではなく、あくまで評者個人の見解を述べたものである。）