

◆ 書 評 ◆

三宅裕樹著『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，2014 年 3 月

持 田 信 樹（東京大学）

本書は、「地方共同資金調達機関」という概念を打ち立てて、地方債の研究に新機軸を導入しようとした若き研究者の処女作である。手垢に塗れたテーマに上塗りするのではなく、まるで白地のキャンパスに絵を描いたような新鮮な書物である。目次は以下の通り。

- 第1章 地方分権化時代に求められる地方債発行のあり方
- 第2章 地方共同資金調達機関とは何か
- 第3章 200年の伝統を誇る公的支援モデル
- 第4章 究極の市場競争重視モデルとしての民間地方共同資金調達機関
- 第5章 もう一つの市場競争重視モデルとしての競争創出型
- 第6章 変わるわが国地方債市場と変わらない「支援」への固執

本書は人々の意表をつく問題提起から、始まる。「政府資金」による地方債の消化が減少し、「民間資金」にますますその調達先を依存するようになって久しい。今、われわれが置かれているのはそうした状況である。だが著者は「個別発行」か「共同発行」か、という切り口で地方債の研究を一新しようとする。そのモチベーションは、個別発行を優先する「通説的見解」に対する疑問である（第1章）。例えば、個別発行の象徴ともいうべき住民参加型市場公募債はじつは先細りになっている。また銀行等引受債だとか市場公募債だとかは「個別発行」のように見える。しかし、複数の地方債の発行案件が金融仲介機関によって一まとめにされる。地方自治体は自覚していないけれども、実質的には「共同発行」と変わらないではないか等々。こうした切り口は、じつに斬新である。

もっとも世間で問題となっているのは、「政府資金」か「民間資金」かの単純な二項対立ではなく、後者の中での「市場公募債」の増大と「銀行等引受債」の試行錯誤という錯綜した現象であろう。すくなくとも評者は、共同発行論が喫緊の争点であるという見立てには、にわかには同意しがたい。しかしながら、地方自治体が「連携」して地方債を「共同発行」することは例外的・補完的なことにとどめるべきではない、いや原則的にそうあるべきだという本書のスタンスは、「常識」や「固定観念」への挑戦であると真摯に受けとめた。

さて常識への挑戦を試みるには、自らがよって立つ立脚点をしっかりと確立しておかなければならない。著者は、金融論の道具立てをこれまで財政学的アプローチが主流であった地方債の分析に応用する。これによって生まれた新機軸を一言でいうならば、「地方共同資金調達機関」という概念であろう（第2章）。地方債の実質的な共同発行を支えている制度インフラである。著者によれば、この調達機関には3つの機能が備わっていなければならない。①地方政府への金融取引コストの軽減効果の還元、②地方債市場における専門性の獲得、③地方債のリスクの満期保有による金融取引の効率化の3つである。

この定義については、2つのことに留意すべきであると思われる。銀行や証券会社も地方債の「実質的な」共同発行を担っているわけであるが、多分、著者の定義では「地方共同資金調達機関」ではないというのが1点である。もうひとつは、常識に反して、地方債の共同発行は一部の地方自治体に対する「支援」ではなく、むしろ地方自治体間の「連携」であるべきだと著者が考えている点であ

る。これには少し説明がある。著者によれば、「支援」であれば国や財政的に豊かな地方自治体の負担を伴うため、モラルハザードを招きやすく、補完的な位置にとどめざるをえない。だが、「連携」であれば国の負担がなく、効率的でもあるので地方債の原則的な発行方法となる。

とはいえ、本書の強みは方法論的な斬新さだけにあるのではない。各国の制度についてのじつに丁寧な実証分析が行われ、新しい事実が発掘されていることも魅力である。前半の方法論を読むと各国の具体的な制度を知りたくなる。だがワン・クッションが設けられる。それは共同資金調達機関の類型化論である（第2章）。著者は、上位政府などが地方共同資金調達機関をその政策手段と明確に位置づけて、発行コストの軽減を達成するためにその事業コストをネット・ベースで負担して、優遇するパターンを「公的支援重視モデル」と総称する。英国のPWLBやわが国の財政投融资制度はここに分類される。一方、地方政府が連携して、利用に応じて事業コストを負担する形態は「市場競争モデル」と総称する。わが国の共同債や米国のモノライン、北欧のコミュニインベスト等はここに分類される。じつに単純明快である。

このようなタイプのうち、いずれが望ましいのだろうか。興味をかきたてられる。第3章から第5章にかけて、公的機関の関与のあり方について丁寧な分析が行われている。大まかにいうと結論はつぎの通りである。まず英国を除く多くの先進諸国では、地方分権改革や金融市場の自由化の進展とともに、公的支援重視モデルは存在感を失っている（第3章）。これに対して、伝統的な銀行機能の低下にともなって、金融保証保険（第4章）や、民間金融機関とイコール・フットイングで競争を行う「競争創出型」の地方共同資金調達機関（第5章）が存在感をましてきたと。モノラインについての評価は少々、首を傾げたくなる。が、広い意味での「市場競争モデル」の台頭という基本線は明瞭である。

本書では、新たな概念の提唱や制度の丁寧な分析が冷静になされている。しかし、それ

らを踏まえた政策的なインプリケーションに読者は度胆を抜かれるに違いない（第6章）。著者による診断によれば、わが国の状況はすばり「異端」（194頁）である。地方分権化が志向されつつあるにもかかわらず、諸外国ではもはや存在感が薄れつつある「公的支援重視モデル」の制度インフラ、すなわち地方公共団体金融機構と地方公共団体向けの財政投融资制度が、重複的に存在している（195頁）。地方公共団体金融機構は地方公共団体の出資にもとづいて設立されたが、政府（旧公営公庫）からは出資金の100倍超の資金が継承された！「公的支援モデル」は財投だけに純化して、むしろ地方公共団体金融機構は競争創出型のいわゆる「市場競争重視モデル」に転換すべきではないか。知的刺激に満ちた問題提起といえよう。以上が本書の主要な内容である。

さて本書の意義はどこにあるのだろうか。わが国では地方債の研究は依然として「黎明期」にある。そのことは著者が指摘する通りである。問題意識を研ぎ澄まして、必要な事実だけを無駄なく分析している、切れ味のよい書物に仕上がっている。だが、そのような社交辞令はここでは措くとしよう。一見すると、「個別発行」優先主義に象徴される「市場による規律」論を批判することに、本書のメッセージがあるかのように映る。が、詳しく読むとそうではないことがわかる。本書は「個別発行」論を打ち破り、とって返す刀で、わが国の研究者・実務家の一部にある情緒的な「共同発行」論の陥穽をつき、代替案を提示するという二正面作戦をとっている。その象徴が第6章のタイトルである。第1次大戦におけるフランスのジョルジュ・クレマンソーのような立ち位置とでもいえようか。この点が真の意義であり、研究史上の貢献であり、魅力でもある。本書をめぐる論争が起こる可能性は十分にある。

もちろん、本書に綻びがまったくない、というわけではない。個別発行よりも共同発行の方が何故いいのかという、その方がより効率的だからだと著者は言う。これが本書全体を流れる＜通奏低音＞である。規模・範

囲の経済性の効果，リスクのプール化を通じた分散効果を発揮して，資金調達コストの軽減を図るというわけである。しかしこの命題，教科書的な説明があるのだが（第2章），第3章から第5章にかけての実態分析とは必ずしもうまくは整合していない。北欧の共同調達機関が「リスクの分散」を図っているといえるか評者には疑問が残った。発見した事実からもう一度，分析枠組みに戻って，概念を

鍛えなおすべきだった。とりわけ，北欧を対象とした第5章は実に有益な章である。本書の白眉といってよい。この5章を起点にして，地方共同資金調達機関の定義・分析枠組みを逆照射することがなされていれば，本書の魅力はもっと増したであろう。しかし，これは本書の意義を損なうものではない。広い読者が手に取って，著者の描いた世界に浸ることを薦めたい。