

レーガン税制改革と州・地方債投資

秋山 義 則

はじめに

すでに一連の拙稿では、レーガン政権が税制改革を通じて州・地方債に対するある種の起債制限を展開し、それがその後州・地方債の発行動向に大きな影響を与えたことを明らかにした。¹⁾

本稿では、レーガン政権下の税制改革が州・地方債の保有構造と投資家の投資行動にどのような影響を与えたのかを明らかにしたい。

それによってレーガン税制改革が州・地方債に与えた影響をトータルに評価できると考えられるからである。その意味で、本稿は一連の拙稿に続く位置づけを有している。

州・地方債の投資家構成の変化

最初に、州・地方債の保有構造は、州・地方債が利子免税債であることに規定されている。すなわち、伝統的に、州・地方債の主要な投資家は、連邦個人所得税において比較的高い限界税率を適用されるような高額所得者、連邦法人税において相対的に節税手段の少なかった商業銀行や火災損害保険会社などであった。他方、内国歳入法において、州・地方公務員年金基金²⁾、大半の貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行、

民間非営利機関などは免税団体となっているため、これらが利子免税を動機として州・地方債に投資することはなかったのである。

つぎに、表1によって州・地方債の保有状況をみよう。

1955年には、家計が42.0%、商業銀行が28.2%、火災損害保険会社が9.2%で合計すると79.4%という高い州・地方債の保有比率であった。

1960年代から70年代前半位までは商業銀行の州・地方債保有比率が上昇する傾向がみられる一方、同期間中において家計の州・地方債保有比率が低下する傾向がみられた。火災損害保険会社は1955年から70年代半ばまでに州・地方債の保有比率を高め、その傾向は80年代まで続いている。

1980年代に入ると、家計と商業銀行の地位が完全に入れ替わったというよりも、家計中心の州・地方債の保有構造が形成されたといってよい。そして、その構造は90年代にも継続されている。事実、1999年には家計がミューチュアル・ファンドなどの間接保有を含めて74.5%、商業銀行が7.2%、火災損害保険会社が13.7%、これらの三大投資家を合計すると95.4%の保有シェアに上昇したのである。

1) 拙稿「レーガン税制改革と州・地方債(1)」『彦根論叢』第337号、2002年8月。

拙稿「レーガン税制改革と州・地方債(2)」『彦根論叢』第338号、2002年10月。

拙稿「レーガン税制改革と州・地方債(3)」『彦根論叢』第339号、2002年12月。

2) 本来州・地方債の最も安定的な投資家であると考えられる州・地方公務員年金基金であるが、実際の資産運用において州・地方債への運用はごく小さな比重しかもたず、むしろ株式への運用比重を高めてきた事情については、拙稿「アメリカ州・地方公務員年金の資産運用と企業ガバナンス」渋谷博史・首藤恵・井村進哉編『アメリカ型企業ガバナンス』東京大学出版会、2002年5月を参照のこと。

表1 州・地方債の保有状況

(単位：%)

年	家計	オープン エンド型 MF	MMF	クローズド エンド型 ファンド	銀行個人 信託部	商業銀行	火災損害 保険会社	その他	保有残高 合計 (10億ドル)
1955	42.0	-	-	-	-	28.2	9.2	20.6	45.7
1960	43.7	-	-	-	-	24.9	11.4	20.0	71.0
1965	36.4	-	-	-	-	38.6	11.3	13.7	100.4
1970	24.3	-	-	-	8.1	48.2	11.7	7.7	145.4
1975	22.4	-	-	-	7.5	46.1	14.9	9.1	223.0
1980	26.2	1.1	0.5	-	6.5	37.3	20.2	8.2	399.4
1985	40.3	4.1	4.2	0.1	5.6	27.0	10.3	8.4	859.5
1990	48.5	9.5	7.1	1.2	6.8	9.9	11.6	5.4	1,184.4
1995	35.4	16.3	9.9	4.6	8.4	7.2	12.4	5.8	1,293.5
1999	35.0	15.6	13.7	4.4	5.8	7.2	13.7	4.6	1,532.5

(備考) MMFはマネー・マーケット・ファンド

MFはミューチュアル・ファンド

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* より作成。

ここで1980年から90年までを中心にみると、とりわけ家計による州・地方債の保有が急増を遂げたことが分かる。家計(直接保有分)は1980年の26.2%から90年の48.5%へ22.3%ポイント上昇し、家計(間接保有分)は同期間で8.1%から24.6%へ16.5%ポイント上昇したのである。

また、家計による州・地方債の間接保有の増大は、いわゆる免税債ファンド(tax exempt bond fund)と呼ばれるような投資信託によるものであった。

1980年から90年までの期間をみると、オープン・エンド型のミューチュアル・ファンドは1.1%から9.5%へ8.4%ポイント、短期の州・地方債を運用対象とするマネー・マーケット・ファンドは0.5%から7.1%へ6.6%ポイントの保有比率の上昇であった。また、クローズド・エンド型のファンドは1980年には現れていないが、90年には1.2%の保有比率であった。このような傾向は1990年代も基本的に継続している。

他方、1980年から90年までを通じて商業銀行は州・地方債保有比率を大幅に低下させてい

る。すなわち、1980年から90年の間に37.3%から9.9%まで実に27.4%ポイントも保有比率を低下させている。

また、火災損害保険会社の州・地方債の保有比率は、1980年の20.2から90年の11.6%まで8.6%ポイント低下したのである。

ところで、州・地方債の総保有残高の推移をみると、1980年の3,994億ドルから90年の1兆1,844億ドルまで約3倍の増加倍率であった。1970年から80年にかけての州・地方債の総保有残高の増加倍率は2.7倍とかなり高かったが、80年代はそれを上回る増加倍率であった。

したがって、1980年代に大量発行された州・地方債を吸収する最大の受け皿になったのが家計による州・地方債の保有だったとみてよい。他方、1980年代に州・地方債の大量発行が持続するなかで、州・地方債保有を大幅に減少させたのが商業銀行であった。

そこで、レーガン政権の税制改革が州・地方債投資にどのような影響を及ぼしたのかを検討する場合にも、商業銀行の州・地方債保有の大幅な減少と個人投資家による州・地方債の大幅な増加に対象を絞って検討を加える必要が

ある。

最初に、レーガン政権の税制改革が商業銀行の州・地方債保有の大幅な減少にどのように関連していたのかを検討していくことにしよう。

税制改革と商業銀行による州・地方債の保有減少

その前に、商業銀行による州・地方債の保有減少をもたらした税制以外の要因についてみておこう。

商業銀行の場合、証券投資は貸付需要の増減によって変化する特徴がある。すなわち、貸出需要が増大する時期には証券の買控えや保有証券の一部が売却される。他方、貸付需要が減退する時期には証券投資の増加が起きるのである。商業銀行にとって貸出業務が本来的な業務である以上、貸出業務との関連において証券投資のあり方が規定されることは一般に理解しうるところであろう。

このような金融の繁閑に応じた商業銀行の証券投資のパターンは州・地方債にも妥当するといわれてきた。すなわち、利子率が高いあるいは上昇する金融逼迫の時期（1966年、1969年、1974～75年）には、商業銀行による州・地方債の投資需要は急激に減少し、逆に利子率が低いあるいは低下するような金融緩和の時期（例えば、1962年、1965年、1970～71年）には商業銀行による州・地方債の投資需要が増大するといわれてきた。³⁾

しかし、表1でみたように1970年代半ば頃から商業銀行の州・地方債保有比率が趨勢的に低下している。この事実は、金融の繁閑に対応した投資ポートフォリオの一時的な調整を超えて、1970年代半ば以降に商業銀行が州・地方債の投資需要を減少させていく構造的な要因があったことを示唆している。

3) The Twentieth Century Fund, *Building a Broader Market*, McGraw-Hill Book Company, 1976, pp.71-73.

その構造的な要因に加えて、1980年代のレーガン税制改革が商業銀行による州・地方債保有の大幅な減少を促進させることになったのである。

そこで、商業銀行が州・地方債保有を減少させていった構造的な要因を検討しよう。

1. 州・地方債保有減少の構造的要因

トレント（公共債協会会長）によると、従来、商業銀行は満期6～10年物の州・地方債を中心に投資を行ってきたが、「1981年において銀行が購入を予定していた州・地方債の67%は満期5年未満の州・地方債であり、25%は満期6～10年の従来の「銀行の満期範囲」に集中していた。これは大部分短期利子率に対する銀行負債の感応度の上昇によるものである。」⁴⁾

また、表2のように、アメリカ銀行協会の資料によれば、1980年に銀行が保有する州・地方債を合計すると42.9%は満期5年未満のものであり、満期6～10年のものが29.9%、残り27.2%が満期10年以上のものであった。

表2 商業銀行の保有する州・地方債の満期構成（1980年）（単位：%）

銀行資産規模 （100万ドル）	5年未満	6～10年	10年以上
26～100	49	37	10
100～250	41	32	27
250～500	45	30	25
500～1,000	46	26	28
1,000～10,000	39	34	27
10,000以上	42	24	49
合計	42.9	29.9	27.2

（出所）U.S. Joint Economic Committee, Hearing, *Chaos in the Municipal Bond Market*, 97th Congress, First Session, 1981, p.79より作成。

4) U.S. Joint Economic Committee, Hearing, *Chaos in the Municipal Bond Market*, 97th Congress First Session, 1981, p.59.ここで、銀行が従来より満期の短い州・地方債への投資を強めている原因として、金利自由化と銀行のALMをあげている。

商業銀行が従来よりも満期の短い州・地方債に投資の重点をおくようになった要因は1983年までに達成された金利の自由化と金利変動幅の拡大であった。

つまり、商業銀行は金利の自由化と金利変動幅の拡大という状況のもとで、ALM(資産負債総合管理)の採用および強化を行わざるをえなくなったのである。とくに、1970年代末から80年代初めにかけて、長期・固定金利の資産と短期の負債をもっていたファースト・ペンシルバニア銀行やファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴは資産と負債のミスマッチから倒産に追い込まれ、これが商業銀行によるALMの採用と強化を進めさせる大きな契機になったといわれている。⁵⁾

ALMにおいては、調達金利の変動化に合わせ変動金利資産を増やす、貸出期間を短縮するといった手法が採用される。その手法の具体例の一つが、満期の長い州・地方債への投資を減らし、満期の短い州・地方債へ投資を進めることであった。

ALMの採用や強化が求められるなかでは、「ふるいタイプの確定利付債である長期州・地方債は、そうした新しい資金管理手法に適用させるには、余りにも柔軟性がなく非弾力的になってしまった」のである⁶⁾。その結果、「1980年代の初めまでに、商業銀行はとくに自己勘定で買い増す投資家としては、長期州・地方債市場を事実上離脱してしまったのであり、また商業銀行は自らの州・地方債保有残高を維持するに必要な分しか州・地方債を購入しなくなったのである」⁷⁾。

5) エドワード・バリーリン著 三和総合研究所訳 『米国・商業銀行の新経営戦略』東洋経済新報社、1987年10月、147頁。

6) John E. Petersen, *Tax-Exempts and Tax Reform Assessing the Consequences of the Tax Reform Act of 1986 for Municipal Securities Market*, Government Finance Research Center of the Government Finance Officers Association, 1987, p-1-6.

金融の自由化の下で、商業銀行によるALMの採用と強化が進み、満期の長い伝統的な州・地方債は避けられ、短期債志向が強まったのである。

さらに、大手の商業銀行の場合には、銀行持株会社を通じて資産リースや不動産リースなどを中心としたリース業務を進めていった。リース業務は通常銀行持株会社を通じて行われる場合が多いが、市役所、刑務所、病院、テレコミュニケーション施設から自販機、パソコンまでがリース取引の対象となる。⁸⁾

こうした州・地方政府向けの資産リース業務では、銀行持株会社がリースのために購入した施設や設備が加速度償却制度や投資税額控除などの投資促進税制の利用対象となるので、商業銀行は課税所得を削減することが可能となる。とりわけ大手商業銀行の持株会社によるリース業務が発展するにつれて、大手商業銀行による州・地方債保有は相対的に減少せざるをえなくなったのである。1981年の経済再建税法は、寛大な加速度償却制度や投資税額控除制度を導入したので、その後大手商業銀行のリース業務への進出と州・地方債への需要減少が生じたのであった。⁹⁾

2. 借り入れ利子の控除措置をめぐる議論と1984年までの税制改革

さて、内国歳入法のセクション265(2)は、一般的に州・地方債投資のために借り入れを行う場合には借り入れ利子の控除を認めていない。

7) *Ibid.*

8) Rhett D. Harrell, *Banking Relations: A Guide for Government*, Government Finance Officers Association, 1986, p.67; Edward W. Reed and Edward K. Gill, *Commercial Banking*, Prentice-Hall, 1989, p. 304, pp. 427-465.

9) Allen J. Proctor and Kathieene K. Donahoo, *Commercial Bank Investment Municipal Securities*, FRBNY Quarterly Review, Winter 1983-84, p.32.

このルールは個人納税者と法人納税者の両方に適用されてきた。¹⁰⁾ 連邦税法の基本的な考え方は、総所得からそれを取得するためにかかった費用（例えば、利子費用）を差し引いた純所得に課税を行うというものである。しかし、州・地方債の利子免税所得を生み出すためにかかった利子費用について控除を認めることは、納税者がこの利子費用を利子課税されるその他の所得から控除できることになるために純所得課税の原則から逸脱することになる。¹¹⁾

しかし、商業銀行、貯蓄貸付組合などの金融機関には州・地方債投資に関わる借り入れ利子について連邦法人税からの控除が認められてきた。商業銀行や貯蓄貸付組合などについては、借り入れにより州・地方債投資を行う場合、その借り入れ利子も連邦法人税から全額控除が認められてきたのである。¹²⁾

内国歳入庁は、1924年に、金融機関が預金者に対して負う債務は利子免税債の購入とは無関係という立場を採用した。すなわち、商業銀行などの一般的な事業活動によって取得した預金への支払いは州・地方債を購入するために負う債務ではないと判断されたのである。その後、1970年になると商業銀行などの場合、借り入れと利子免税債投資との直接的な関連が証明される状況がないならば、日常的な事業の通常過程において彼らが負う債務に対して銀行等が支払う利払いは控除されることになったのである。¹³⁾

このような経過を通じて、商業銀行などの金融機関は受け入れた預金に対する支払い金利

の控除を認められる一方、州・地方債からえた利子所得は連邦法人税において免税扱いされることになったのである。

けれども、1982年に制定された課税公平と財政責任法（Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982）では、こうしたいわば二重の利益をうる金融機関について、利子免税債投資のために生じた債務（預金とその他の短期債務を含む）に配分される借り入れ利子費用のうち15%は控除を認められなくなった（控除率は85%）。さらに、1984年に制定された財政赤字削減法（Deficit Reduction Act of 1984）においては、利子免税債投資のために生じた債務に配分される借り入れ利子費用のうち20%は控除を認められなくなった（控除率は80%）。¹⁴⁾

さらにレーガン大統領が1985年に議会に提出した税制改革提案（以下、提案）¹⁵⁾では、利子免税債投資のために生じた債務に配分される借り入れ利子費用の控除制度それ自体が廃止されることになったのである。

提案では、所得税および法人税の課税標準の拡大と税率の引き下げがセットで提起されていたのであり、商業銀行等に認められていた州・地方債投資に関わる借り入れ利子控除の廃止は、法人税の課税標準を拡大するための位置づけを与えられていたといえる。

3. レーガン大統領提案と税制改革法

提案は、利子免税債投資のために生じた債務に配分される借り入れ利子費用の控除制度の廃止理由をつぎのように述べている。

第1に、「所得はその生産コストに一致しなければならない」という所得原理の基本的な考え方からすれば、「利子免税債に投資するため

10) U.S. General Accounting Office, *Tax Policy Deducting Interest on Funds Borrowed to Purchase or Carry Tax-Exempt Bonds*, December 1988, P.8.

11) *Ibid.*, pp.8-9.

12) *Ibid.*

13) U.S. Congress, Joint Committee on Taxation, *Tax Reform Proposals: Taxation on Financial Institutions*, 99th Congress 1st Session, 1985, pp. 32-33.

14) *Ibid.*

15) U.S. Department the Treasury, *The President's Tax Proposals to the Congress for Fairness, Growth, and Simplicity*. May 1985, pp.243-244.

に生じた利子費用を含めて、利子免税の所得を生産するコストは、課税所得から控除しないことが適切だからである。¹⁶⁾これは先に述べた内国歳入庁の伝統的な考え方と同じものである。

第2に、第1の原則的な考え方の例外として商業銀行等に利子免税債投資のために生じた借り入れ利子費用の控除を認めたことは、「彼らの連邦法人税負担をかなり減少させている。利子免税債を保有する銀行への利子費用の全額控除が銀行の相対的に低い実効税率に貢献している」という批判である。¹⁷⁾

第3に、第2の帰結として、「商業銀行や貯蓄貸付組合への特別なルールは彼らに利子免税債投資のために生じている利子控除を認められていないその他の金融機関に対して競争上の優位性を与える」という批判である。¹⁸⁾

したがって、利子免税債投資に関わる借り入れ利子費用の控除制度を廃止することが、純所得課税の基本的な考え方、法人納税者間における税負担の公平という観点、さらに「税制上の同等な取り扱いおよび銀行とその他の納税者との間における“レベル・プレイング・フィールド”(すべての者が等しく成功の機会を持つ状況)を結果としてもたらすであろう」¹⁹⁾という観点から必要だと主張されたのである。

このような提案の説明に対して商業銀行側の反論はつぎのようなものであった。すなわち、「借り入れ利子費用の控除措置は利子免税の利益を単に低利子率の貸付形態に転換するにすぎず、またこれらの貸出利率の引き下げは商業銀行に対するある種の暗黙の課税である」。²⁰⁾また、「そのルールは、商業銀行が自

動的に控除否認を適用される一方、その他の納税者達は事実と状況にもとづいて取り扱われる可能性があるために、商業銀行に対して不当に差別的なものとなるであろう」。²¹⁾

さらに商業銀行側は、「州・地方債の保有額に応じた借り入れ利子費用の控除が否定されるなら、商業銀行の州・地方債への投資を止めさせるかかなり減少させることになるだろう」と主張したのである。²²⁾1970年代に、商業銀行が州・地方債の主要な投資家であったことがそうした主張の背景と考えられる。

以上のような商業銀行側の反対があったが、1986年に成立した税制改革法では、商業銀行などに認められていた州・地方債投資に関わる借り入れ利子費用の控除措置が原則として廃止されたのである。

ただし、1986年に成立した税制改革法では、借り入れ利子費用の控除措置の原則廃止に対する例外規定として適格条項に合致する利子免税債の場合、発行規模が1,000万ドル未満なら借り入れ利子控除を受けられることとした。²³⁾この場合適格対象となる州・地方債は社会資本整備など通常の資本的経費を賄う「政府活動債」のみとされた。²⁴⁾

このような例外規定が持ち込まれたのは、小規模な債券発行が既存の全国的かつ地域的な金融ネットワークを通じて市場に乗る可能性が少ないこと、ならびに歴史的に地方銀行が州・地方債の私募発行にかなり依存してきたためであると説明されている。²⁵⁾

16) *Ibid.*

17) *Ibid.*

18) *Ibid.*

19) U.S. Congress, Joint Committee on Taxation, *op. cit.*, p.39.

20) *Ibid.*

21) *Ibid.*

22) *Ibid.*, pp.39-40.

23) U.S. Congress, House, *Tax Reform Act of 1986 Conference Report to accompany H.R.3838*, Volume II of 2 Volumes, 99th Congress 2d Session, p.II-388-334.

24) 拙稿「レーガン税制改革と州・地方債(3)」『彦根論叢』第339号, 2002年12月を参照のこと。

25) Dennis Zimmerman, *The Private Use of Tax-Exempt Bonds: Controlling Public Subsidy of Private Activity*, The Urban Institute, 1996, p.217.

表3 商業銀行の純金融資産取得額および州・地方債取得額の推移（単位10億ドル）

年	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
純金融資産	43.5	75.0	106.8	153.1	139.4	122.0	134.5	172.9	156.2	208.2
州・地方債	5.8	3.0	9.2	9.6	9.5	13.2	5.2	4.5	3.7	12.5
年	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
純金融資産	249.2	247.9	170.9	177.7	279.2	106.1	102.9	181.2	236.9	231.3
州・地方債	57.1	28.4	29.1	22.7	17.8	16.4	14.2	5.7	1.7	1.6

（出所）Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* より作成

4. 1986年税制改革法の影響

さて、税制改革法を契機として商業銀行による州・地方債保有は全体として明確な減少傾向を示している。

表3のように、州・地方債取得額ベースで見ると、商業銀行は1975年から85年まで一度もマイナス（売り越し）を示したことがなかった。しかし、1986年から94年までの期間では、93年を唯一の例外として毎年売り越しの状況が続いているのである。とくに、1986年から88年にかけて年々200億ドル以上もの巨額の売り越しが続いている。

1988年12月にアメリカ会計検査院も、州・地方債投資に関わる借り入れ利子費用の控除廃止が実施された1986年の第3四半期以降、商業銀行などの金融機関が「利子免税債のネットの売り手になってきている」と指摘している。²⁶⁾

このように1980年代における連邦税制改革、とくに1986年に成立した税制改革法は商業銀行の州・地方債投資に関わる借り入れ利子控除の廃止を通じて、商業銀行による州・地方債の投資需要を大幅に減少させるように作用したといえる。

ところで、1985年の両院合同租税委員会（Joint Committee on Taxation）は、「レーガン政権の税制改革案のもたらす可能性の1つは、少なくとも利子免税債の保有を金融機関の保有から個人の保有へかなりシフトさせることであろう」

と予測していた。²⁷⁾

この予測は現実のものとなったのである。そこで、予測方向の1つであった、1980年代以降の個人投資家による州・地方債の保有増大について立ち入ってみよう。しかし、その前に個人投資家による州・地方債投資の基本的な前提を確認しておこう。それが1980年代以降の個人投資家による州・地方債保有の大幅な増加を理解するために不可欠の前提となるからである。

個人投資家による州・地方債の保有増大

1. 個人投資家と利子免税債投資の基本的な関係

トレント（公共債協会会長）によれば、「伝統的に、個人投資家は、州・地方債の需要方程式において「残余的」(residual)な要素とみなされてきた」。²⁸⁾

その意味するところはこうである。例えば、1963～83年までの過去20年間に於いて、グループとして家計による州・地方債の購入額が最大になるのは通常同等な条件（同等な満期、信用リスクをもつ）の利子課税債（利子所得が連邦課税の対象となる長期債券）に対して利子免税

²⁷⁾ U.S. Congress, Joint Committee on Taxation, *op.cit.*, p.40.

²⁸⁾ U.S. Congress, Joint Economic Committee, *op.cit.*, p.60.

²⁶⁾ U.S. General Accounting Office, *op.cit.*, p.40.

表4 個人投資家に対する州・地方債の利子免税の効果 (額面1万ドル)

限界税率 (%)	(利子免税債) 州・地方債 6%の利子率			(利子課税債) 社債 8%の利子率		
	年間利子 収入(s)(ドル)	支払税額	純収益 (%)	年間利子 収入(r)(ドル)	支払税額 (ドル)	純収益 (%)
15	600	0	6	800	120	6.8
25	600	0	6	800	200	6.0
28	600	0	6	800	224	5.76
32	600	0	6	800	256	5.44
36	600	0	6	800	288	5.12
50	600	0	6	800	400	4.0

(備考) 純収益は税引後の投資収益

(出所) Ronald C. Fisher, *State and Local Public Finance*, Irwin, 1996, P.246.

債である州・地方債の利回りが最高水準に接近した時である。極端な例として、州・地方債の利子率が利子課税債の利子率に対して循環的なピークに達した1969年の場合、個人投資家は州・地方債の純新規発行額の約97%を購入したといわれている。²⁹⁾

では、どうして個人投資家はそのような投資行動をとったのであろうか。

まず、個人投資家が州・地方債投資を決定する基本的な条件から説明していこう。州・地方債は利子免税債であるために、州・地方債の投資家は同等な満期と信用リスクをもつ利子課税債と比較して税引き後でより高い利子所得を獲得する。個人投資家はここに魅力をみいだして州・地方債に投資を行うといわれている。

州・地方債の利子免税の効果は表4の設例から理解することができる。

設例は、州・地方債の額面価格1万ドル、利子率6%と同等なリスクと満期をもつ額面価格1万ドル、利子率8%の利子課税債(社債)との

比較を行うものである。³⁰⁾

利子免税債である州・地方債への投資家の場合には、何の連邦所得税もかからないので、600ドルの利子所得をうけとる。したがって、州・地方債に1万ドルの投資を行う投資家は、6%の純あるいは税引き後の利子所得をえる。

他方、利子課税債を購入する投資家は、1万ドルに対して年利8%であるから800ドルの利子所得を受け取るが、連邦所得税を支払うことが必要である。そして、支払う税額は投資家の所得税の税率階層に依存する。設例にもとづく、15%の限界税率の投資家は、利子所得800ドルに対して120ドルを支払う。このため投資家の税引き後利子所得は680ドルあるいは6.8%の投資収益率となる。

仮に、投資家の限界税率が25%とすれば、支払うべき税額は、200ドル、かくて税引き後利子所得は600ドル、あるいは6%となる。以下、同様な計算を行うことになる。

そこで、個人投資家の限界税率を t 、利子課税債の利子率を r とすると、利子課税債に投資することでえられる純(税引き後)収益は $(1-t)r$ と表すことができる。

かくて、50%の限界税率の投資家の場合に

29) *Ibid.*, p.61. なお、1981年中に、商業銀行と火災損害保険会社の州・地方債への需要が減少し、個人が州・地方債市場の重要な構成要素になってきたことが指摘されている。これに従えば、個人の金利変動に対応した循環的な投資需要の大きな変動は1970年代後半位まででほとんど姿を消したと考えられる。

30) Ronald C. Fisher, *State and Local Public Finance*, Irwin, 1996, pp.245-247.

表5 州・地方債利子率と社債利子率および損益分岐点となる限界税率

年	州・地方債利回り (S&P:AAA)	社債利回り (Moody's:Aaa)	/ (%)	損益分岐点となる 限界税率(*) (%)
1974	6.09	8.57	71.1	28.9
1975	6.89	8.83	78.0	22.0
1976	6.49	8.43	77.0	23.0
1977	5.56	8.02	69.3	30.2
1978	5.90	8.73	67.6	32.4
1979	6.39	9.63	66.4	33.6
1980	8.51	11.94	71.3	28.7
1981	11.23	14.17	79.3	20.7
1982	11.57	13.79	83.9	16.1
1983	9.47	12.04	78.7	21.3
1984	10.15	12.71	79.9	20.1
1985	9.18	11.37	80.7	19.3
1986	7.38	9.02	81.8	18.2
1987	7.75	9.38	82.6	17.4
1988	7.76	9.71	79.9	20.1
1989	7.24	9.26	78.2	21.8
1990	7.25	9.32	77.8	22.2
1991	6.89	8.77	78.6	21.4
1992	6.41	8.14	78.7	21.3
1993	5.63	7.22	78.0	22.0
1994	6.19	7.97	77.7	22.3
1995	5.95	7.59	78.4	21.6

(*) 損益分岐点となる限界税率とは、社債利回りと州・地方債に投資した場合の税引後利回りが一致する限界税率

(出所) The Executive Office of the President Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, 1996より作成。

は、8%の利子課税債に投資すると4%の純（税引き後）収益をえることができる。表4が示すように、限界税率が25%になると、8%の利子課税債（社債）に投資しても、6%の利子免税債に投資しても純（税引後）収益は同一である。限界税率が25%以上になるにつれて、純（税引後）収益は利子課税債よりも利子免税債に投資した方が有利となるのである。

投資家が利子免税債に投資しても、利子課税債に投資してもえられる収益が同じになるような限界税率（以下、損益分岐点となる限界税率と呼ぶ）を t とし、 r を利子課税債の利子率、 s を利子免税債の利子率とすると、 $t = (r - s) / r$

として表すことができる。

t を変形すると $1 - s / r = t$ となる。 $s = 8\%$ 、 $r = 6\%$ ならば、 $1 - 6 / 8 = 25\%$ となる。限界税率50%なら、 $1 - 4 / 8 = 50\%$ となり、8%の利子課税債に投資してえられる純収益と4%の利子免税債に投資してえられる純収益が同一ということになる。つまり、所得税の高い限界税率に属する投資家ほど利子免税債投資が有利となる。

したがって、利子課税債の利回りに対して利子免税債の利回りが相対的に上昇すると、損益分岐点となる限界税率がそれまでより下がる。そして、利子免税債に投資を行う投資家が新し

く開拓され、個人投資家による州・地方債保有額が増えるのである。

そこで、損益分岐点となる個人所得税の限界税率の推移をみると表5のようになる。

表5より5年平均で損益分岐点となる限界税率を算出すると、1976～80年では29.7%、1981～85年では21.4%、1985～89年では19.4%と次第に低下している。1990～94年でも損益分岐点となる限界税率は21.9%の水準であり、70年代と比較すると7.8%ポイントも低い。

この点に関連して、フィッシャー（ミシガン大学）は、「近年、利子免税債と利子課税債との利回り格差（1 - 利子免税債の利子率 / 利子課税債の利子率）はわずか15～20%になっており、利子免税債投資を広範な個人投資家にとって魅力的なものとして」おり、「この利回り格差の変化（従来は30%位の格差）は、免税ミューチュアル・ファンドや免税マネー・マーケット・ファンドの流動性や簡単な利用と結びついたファンドを通じた個人の州・地方債の間接的な保有や、直接的な保有増加を促進したように思われる」と述べている。³¹⁾ここで利子免税債と利子課税債との利回り格差と呼ばれているのは、先にみた損益分岐点となる所得税の限界税率に等しい。

2. レーガン税制改革と個人投資家の州・地方債保有

つぎに1980年代の損益分岐点となる所得税の限界税率の変化と税制改革との関連について検討を加えていこう。

フィッシャーによれば、仮に、利子免税債と利子課税債の利回りが与えられているなら、「所得税の限界税率の低下は過去にかなりの取引を行ってきた投資家に免税債投資を魅力的でないものにしてしまうであろう」³²⁾この点

は先にみた表4からも分かる。表4の設例では、所得税の限界税率が高くなるほど、利子免税債と利子課税債との純収益率の差が拡大している。所得税の限界税率が従来よりもかなり低下するならば利子免税債と利子課税債との純収益率の差が縮小することになる。

そこで、表6をみると、1971年～80年まで所得税の最高限界税率は70%であった。しかし、レーガン共和党政権の下でレーガノミックス³³⁾の一環として実施された1981年経済再建税法(Economic Recovery Act of 1981)では、1982

表6 連邦個人所得税率の推移

年	最低税率(%)	最高税率(%)
1970	14	71.75
1971	14	70
1972～1978	14	70
1979～1980	14	70
1981	13.825	69.125
1982	12	50
1983	11	50
1984	11	50
1985	11	50
1986	11	50
1987	11	38.5
1988	15	28
1989～1990	15	28

(出所) U.S. Congress, House, Committee on Ways and Means, *Overview of the Federal Tax System*, April 10, 1991, P.56.

年以降所得税の最高限界税率は50%と大幅に引き下げられた。ただし、この所得税の最高限界税率の大幅な引き下げは資産所得のみの減

33)レーガノミックスの特徴(減税、歳出削減、連邦規制の撤廃、安定的な金融政策)については差し当たり以下の文献を参照されたい。マイケル・J・ボスキ著、野口敏克・河合宣考・西村理訳『経済学の壮大な実験 - レーガノミックスと現代アメリカ経済』HBJ出版、1991年；ウィリアム・A・ニスカネン、香西泰訳『レーガノミックス：アメリカを変えた3000日』日本経済新聞社、1989年。

31) *Ibid.*, p.253.

32) *Ibid.*, p.261.

税であった。すでに1969年の税制改革法（Tax Reform Act of 1969）によって勤労所得には50%の最高限界税率が設定されていたからである。

しかし、1986年に成立した税制改革法によって所得税の最高限界税率は、87年に38.5%、88年から90年までは28%まで引き下げられたのである。

このような1980年代における所得税の最高限界税率の引き下げは、それ以前に相当な投資を行っていた最富裕層に属する個人投資家にとって利子免税債投資の魅力をかかなり低下させたものとみられる。

したがって、利子免税債投資にそのような投資家を再び吸引するためには、利子免税債の利子率が利子課税債の利子率に対して相対的に高まらざるをえないのである。³⁴⁾

しかし、そのような利子免税債の利子率の利子課税債の利子率に対する比率の上昇は、同時により所得税の限界税率の低い階層からの資金供給の開拓につながるものと考えられる。損益分岐点となる所得税の限界税率が従来よりも低くなるだろうからである。

ツインマーマン（アメリカ議会調査局）も、1986年に制定された税制改革法における「個人所得税の最高限界税率の50%から28%へ引き下げが、1987年の免税債投資をして1986年とそれ以前にそうであった以上にはるかに広範な所得階層の納税者に免税債投資をかかなり魅力的なものにさせた」と述べている。³⁵⁾

34) 1986年に成立した税制改革法によって商業銀行から個人投資家へ州・地方債市場のドミナントな地位が移行したこと、しかし低い限界税率を適用される個人投資家を州・地方債市場に引きつけるにはより高い利子率が必要であり、これが満期1年未満の州・地方債の利子率が同様な財務省短期証券（利子課税債）の利子率に対して州・地方債の利子率が上昇している要因だとする分析については、以下の論文を参照のこと。William J. Crowder, Mark E. Wohar, "The changing long-run linkage between yields on Treasury and municipal bonds and the 1986 Tax Act," *Review of Financial Economics*, Vol.8, 1999, p.102.

そこで、個人投資家による州・地方債の利子所得の階層別分布状況の変化についてみてみよう。

3. 州・地方債の階層別保有

しかし、州・地方債の利子所得の階層別分布状況の変化を厳密に比較することは困難である。というのも、1987年以前に納税者は自らの免税利子所得の情報を税務当局に提供する必要がなかったからである。税制改革法によって初めて、1987年以降に免税債の利子所得の納税申告が必要とされたのである。したがって、1987年以前と以後について厳密に比較可能な資料が存在しないということである。

そこで、1983年についてはSurvey of Consumer Financesの資産保有データ、1987年については所得税の納税申告書の情報にもとづき、免税利子所得の所得階層別の分布状況を推計した前出のツインマーマンの研究に主として依拠したい。³⁶⁾

ツインマーマンは、連邦準備制度理事会が1983年に公表したSurvey of Consumer Financesの資産保有データには、個人投資家のミューチュアル・ファンドによる金融資産保有分が含まれていないので、従来から低い所得階層の納税者によって保有された州・地方債の額が過少評価されている可能性を指摘する。

一方、彼は財務省の1987年の所得税納税申告書が、低所得層による免税利子所得額を過大評価している可能性があるとする。これは不正確な申告指導によって低所得者が、免税利子所得とともに個人退職年金勘定（Individual Retirement Account）のような課税繰り延べ型の所得も一緒に申告した可能性があるためである。

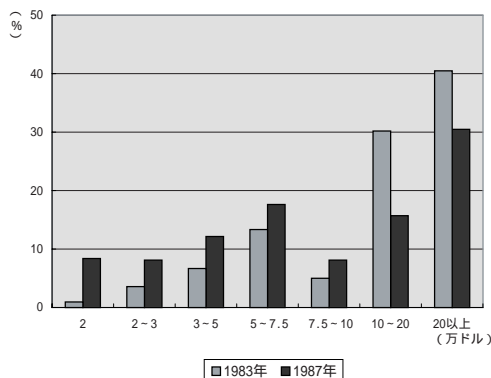
そうした問題点のあることを念頭に入れて、1983年と1987年の免税利子所得の調整総所得

35) Dennis Zimmerman, *op.cit.*, pp.138-139.

36) *Ibid.*

階層別の分布状況の変化を示したのが図1である。

図1 免税利子所得の所得階層別の分布状況(%)



(出所) Zimmerman, *The Private Use of the Tax-Exempt Bonds: Controlling Public Subsidy of Private Activity*, The Urban Institute, 1996, p.138.

推計の前提上の問題点を考えれば、低い調整総所得階層のところにある一定の誤差が生じている可能性は残る。しかし、所得税の課税標準である調整総所得で10万ドル以上の所得階層に注目すると、1983年と比較して1987年の免税利子所得の保有シェアがかなり低下していることが明確に読み取れる。

また、ツィンマーマンによれば、調整総所得10万ドル以上の階層を合計すると1983年では免税利子所得の保有シェアは70.8%だったのが87年では46.1%に低下しており、逆に調整総所得3~7.5万ドルの中間所得層を合計すると1983年と87年では保有シェアが19.8%から29.4%へ上昇したのである。³⁷⁾

また、フィンバーグ(全米経済研究所)とポテバ(マサチューセッツ工科大学)は、ツィンマーマンの利用した資料と同様な資料を使い、所得階層別の州・地方債の累積分布状況を独自に推計している。³⁸⁾表7がそれを示してい

³⁷⁾ *ibid.*

³⁸⁾ Daniel R. Feenberg and James M. Poterba, "Which Households Own Municipal Bonds; Evidence from Tax Returns," *National Tax Journal*, Vol. XIV, No.4.

表7 州・地方債保有の累積分布 (単位: %)

拡大 AGI	1962年	1987年	1989年
0	0.0	0.0	1.6
1万ドル未満	0.0	4.2	3.5
1~2万ドル	4.6	6.9	6.6
2~3万ドル	4.6	12.0	11.9
3~5万ドル	4.6	24.4	26.6
5~7.5万ドル	6.7	36.6	38.4
7.5~10万ドル	6.9	49.0	48.2
10~20万ドル	21.0	65.3	63.9
20万ドル以上	100.0	100.0	100.0

(注) 1962年はSurveys of Consumer Finances.

1987年と1988年はIndividual Tax Models.

拡大AGI=AGI+IRA控除分+キオプラン控除分+キャピタル・ゲイン控除分

(出所) Daniel R. Feenberg and James M. Poterba, "Which Households Own Municipal Bonds: Evidence from Tax Returns," *National Tax Journal*, Vol. XIV, No.4, p.97.

る。

なお、ここで基準となる所得は、所得税の課税標準である調整総所得に、現行の課税標準から脱漏している一定の資産所得部分を加えたものである。

1962年をみると拡大調整所得7.5~10万ドルでも6.7%という累積比率にすぎなかった。逆にいえば、それだけ拡大調整総所得20万ドル以上の富裕層へ州・地方債保有が集中していたわけである。

しかし、1989年には拡大調整総所得7.5万~10万ドルの累積比率は8.2%まで上昇した。これは1962年の累積比率よりも41.5%ポイントも高い水準にある。

このような傾向は拡大調整所得階7.5万ドル未満のところでもみられる傾向であるが、その傾向はとりわけ拡大調整総所得5~7.5万ドルおよび3~5万ドルのところでも顕著といえる。

すなわち、拡大調整総所得5~7.5万ドルの累積比率は1962年から1989年にかけて31.5%ポイント上昇している。また、拡大調整総所得3~5万ドルの累積比率は1962年から1989年にかけて

22.0%ポイント上昇している。しかし、拡大調整所得3万ドル未満になると累積比率の上昇は10%にもなっていない。

こうしたポテバ＝フィンバーグらの研究からも、1980年代にはそれまでと比べて比較的中間所得層ないしそれより少し高い層による州・地方債保有の増大傾向が指摘できよう。

フィッシャーがすでに述べたように、1980年代の税制改革によってもたらされた個人所得税の限界税率の低下が、こうした州・地方債の階層別保有構造の変化に影響している面があると考えられる。

もっとも、この時期には投資信託などを通じて個人投資家が従来と比べて州・地方債投資を行いやすい市場環境が形成されたという側面も見落すことはできない。そこで、以下ではそれらの側面について述べよう。

4. 免税債ファンドの成長

すでに表1で個人投資家による州・地方債の直接的な保有についてはみたので、ここでは個人投資家の間接的な州・地方債保有に関連する投資信託について説明をしよう。

アメリカの投資会社（investment companies）は、投資家に新株を適宜発行して資金調達を行う。それによって調達した資金を流通市場の既発行の有価証券に投資することが主たる機能となる。通常調達した資金は、専門的に管理されたポートフォリオに投資する投資顧問会社に運用委託される。投資会社には、「クローズド・エンド投資会社」（closed-end investment companies）と「ユニット型投資会社」（unit investment trusts）の2つのタイプがある。前者の場合、投資家は株式を投資会社に手数料を支払えば市場において売買可能だが、投資会社は買い戻すことはできない。後者の場合、投資会社は株主の請求があればファンドの純資産にもとづきいつでも買い戻しに応じるといった点が

前者と異なる点である。³⁹⁾

州・地方債を対象とした免税債ファンドについても、クローズド・エンド型とオープン・エンド型がある。しかし、どちらのタイプのファンドも、個人投資家がファンドを通じて州・地方債を分散的に所有し、受取利子に相当する分配金について連邦所得税から免税されることは共通している。

免税債ファンドには、クローズド・エンド型のユニット投資信託（unit investment trust）とオープン・エンド型のミューチュアル・ファンドがある（open-end mutual fund）。前者の、債券ポートフォリオは有期限で、発足時のポートフォリオを途中で変更することは認められていない。最低投資単位は1,000ドルといわれている。後者は、金利の動向に応じて債券ポートフォリオを適宜入れ替えることができる。⁴⁰⁾これらの免税債ファンドのほかに満期の短い債券への運用を行う免税マネー・マーケット・ファンド（tax-exempt money market fund）もある。

直接的な州・地方債投資の場合と比較して、クローズド・エンド型にせよオープン・エンド型にせよ、個人投資家の最低投資単位が小さいために個人投資家は投資しやすいといわれている。

また、オープン・エンド型のミューチュアル・ファンドならば金利動向に応じて適宜ポートフォリオの入れ替えが可能だし、免税マネー・マーケット・ファンドなら高い流動性を獲得できる長所がある。

以上のような特徴から、免税債ファンドは1980年代から市場に新規に参加した個人投資家や、安全性および流動性を重視する個人投資家に選好されてきたのである。

39)高木仁『アメリカの金融制度』東洋経済新報社、1986年、204～207頁。

40)Wilson White, *The Municipal Bond Market: Fundamentals*, Vantage Press Inc., 1999, pp.152-165.

表8は、ミューチュアル・ファンド、クローズド・エンド・ファンド、マネー・マーケット・ファンドの州・地方債保有残高の推移を示したものである。

ミューチュアル・ファンドは、80年の44億ドルから89年の986億ドルまで22.4倍もの増加となっている。しかし、1990年の1,126億ドルから99年の2,397億ドルの2.12倍増にとどまっており、1980年代の急増傾向が明確である。これ

表8 投資信託による州・地方債保有(単位10億ドル)

年	MF	CEF	MMF
1975	0.0	-	-
1976	0.5	-	-
1977	2.2	-	-
1978	2.7	-	-
1979	4.0	-	-
1980	4.4	-	2.2
1981	5.1	-	4.4
1982	8.0	-	13.3
1983	13.4	-	16.9
1984	19.1	-	24.0
1985	34.5	1.0	36.4
1986	67.0	2.0	64.1
1987	74.8	3.3	61.8
1988	82.9	7.5	66.1
1989	98.6	12.1	70.1
1990	112.6	14.1	84.0
1991	139.7	25.4	90.6
1992	168.4	39.7	96.0
1993	211.3	51.8	105.6
1994	207.0	53.4	113.4
1995	210.2	59.6	127.7
1996	213.3	61.7	144.5
1997	219.8	60.8	167.0
1998	242.6	61.7	193.0
1999	239.7	67.4	210.4

(備考) MFはミューチュアル・ファンド

CEFはクローズド・エンド・ファンド

MMFはマネー・マーケット・ファンド

(出所) Board of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts* より作成

は1990年代の株価の上昇によって、ミューチュアル・ファンドが90年代に株式への運用を強めたからである。

1980年に登場したマネー・マーケット・ファンドは、80年の22億ドルから89年の701億ドルまで約31.9の増加となっている。しかし、1990年の840億ドルから99年の2,104億ドルまでは約2.5倍増にすぎない。このように、マネー・マーケット・ファンドも1980年代に急増傾向がみられたのである。

1985年に登場したクローズド・エンド・ファンドは、85年の10億ドルから89年の121億ドルまで12.1倍増であり、90年の141億ドルから99年の674億ドルまで約4.8倍増となっている。

5. 免税債ファンドに組み入れられる州・地方債

つぎに、免税債ファンドに組み入れられる州・地方債の種類についてみていくが、重要なことは「利子免税債の主要な投資家としての家計部門の出現が新しい資金調達技術の発展の主要な要因になってきた」ということである。⁴¹⁾

また、「州・地方債の個人投資家は機関投資家よりも投資目的において多様である。それ以上に、個人投資家の取引規模の小ささは高い処理コストを強いる。個人投資家はまた現在一般的になっている複雑な型の州・地方債を分析するだけの専門的知識はあまりもっていないし、さらに彼らの州・地方債保有額は分散投資するには小さすぎる」という点も、免税債ファンドの登場を促した要因といえる。⁴²⁾

すなわち、1980年代になると個人投資家が州・地方債の最大の投資家となり、彼らの州・

41) John E. Petersen, "Innovations in Tax-Exempt Instruments and Transaction," *National Tax Journal*, Vol. XLIV, No. 4, p. 13.

42) *Ibid.*

表9 免税債ファンドに組入れられる州・地方債

	特 徴	問 題 点
免税 CP	<ul style="list-style-type: none"> 平均 45 日満期の免税 CP 最低の金利・高い流動性 満期は発行者や投資家の特定の要請に応じて決定 	<ul style="list-style-type: none"> 当初の高コスト 最低発行規模の高さ（2,500 万ドル） 信用状，金融保証の必要性
変動金利債	<ul style="list-style-type: none"> プライムレートや TB レートのような市場金利と連動して定期的に金利調整を行う 投資家の市場リスクの一部を負担することによって発行者の低コストファイナンスが可能 	<ul style="list-style-type: none"> 発行者は，返済計画の不安定さに直面する 管理に専門的知識が必要
プット債	<ul style="list-style-type: none"> 投資家に対して，満期以前にでも償還請求に応ずる特権を付与してある長期債 長期債が短期債的特長を持つので低コストファイナンスが可能 	<ul style="list-style-type: none"> 発行者は，返済計画の不安定さに直面する 信用状，保険の必要性
金融保証	<ul style="list-style-type: none"> 手数料のうけとりと引き換えに金融保証保険会社が州・地方債に満期をつうじての元利償還金額への非拒絶的な信用保証を行う 	<ul style="list-style-type: none"> 投資適格（BBB）以下の格付の発行主体は利用できない

（出所）Government Finance Research Center of the Municipal Finance Association, *Building Prosperity*, 1983 などより作成。

地方債投資を促進させるために，専門的に管理されかつ分散投資を行う仕組みを持つ免税債ファンドが登場したのである。

そして，1980年代の金融の自由化に伴う金利変動リスクや信用リスクに個人投資家が敏感に反応するようになったことが，新しいタイプの州・地方債あるいは資金調達技術を生み出す大きな要因になったのである。

では，表9によって新しい資金調達技術の特徴をみてみよう。⁴³⁾

第1は，満期が短い，ないし実質的に満期短縮型のものという特徴がある。

投資家にとってのメリットは，安全性，流動性があることであり，また短期債や実質的に満期短縮型の債券なので，発行者も利子コストの節約が図れるメリットがある。具体的には，免税CP（tax-exempt commercial paper），変動金利債（variable-rate securities），プットオプション（put option）などである。

免税CPとは，満期の短い州・地方債であるが，平均満期は通常30日，60日，90日に分かれている。満期が短期のために連続的に発行されるが，満期日と利子率は発行体と投資家の間の交渉で決定される。また，満期を迎える免税CPへの流動性を与えるために，しばしば商業銀行から銀行信用状やクレジット・ラインの設定などの信用補完がつけられる。

変動金利債は，1970年代後半から1980年代前半の金利変動に直面して投資家はポートフォリオの価値変動に，債券発行者は高い金利コストに懸念をもっていたことに対応するために生み出されたものである。変動金利債はTBレートやプライムレートの変動に応じて，定期的に金利の調整を行うものである。

変動金利債は，短期債であればデマンド（demand），長期債であればプット・オプション（put option）と呼ばれる，投資家の債券発行者に対する売り戻し請求権が認められている。投資家は，権利を行使する場合には，一定期間の予告で額面プラス経過利子を受けることにな

43) Wilson White, *op.ci.*, pp.152-165; Ronald C. Fisher, *op.cit.*, p.253.

る。ちなみに、この変動金利債の長期州・地方債の発行額に対する比率をみると、1980年には1.2%にすぎなかったが1985年には37.1%と急激に上昇した。その後比率は低下傾向を示すが1999年では13.2%の水準であった。⁴⁴⁾

第2は、信用リスクを第三者に移転し、借り手の信用力と格付けを高めることによって、借り入れコストを低下させるものである。

これは民間信用補完 (private credit enhancement) と呼ばれるものである。民間信用補完は、民間の金融保証保険と銀行信用状に分けられる。前者は、債券発行者と契約を行った金融保証保険会社だが、債券の元利償還期間を通じて債券の元利払いを保証するというものである。債券発行者が期日通りに元利償還をできなくなる場合には、金融保証保険会社が元利払いを保証するのである。後者は、銀行と投資家 (あるいはトラスティ) との間において債券発行者 (銀行の預金者) の勘定に対してなされる直接的な契約である。銀行信用状の契約では、投資家 (トラスティ) は、期日に全額元利返済がなされないなら債券発行者の預金口座のある銀行に対して直接的な請求権をもつというものである。契約期間は通常5~10年間といわれている。

さて、金融保証保険を提供する民間金融保証保険会社⁴⁵⁾は、州法によりモノラインでの業務継続を義務づけられているだけでなく、ムーディーズなどの格付け機関からトリプルA (最上級) の格付け取得を義務づけられている。したがって、投資適格 (トリプルB) 以上の格付けをもつ債券発行者が、民間金融保証会社の金融保証保険を利用した場合には、当該債券の格付けはトリプルAに上昇する場合が多いといわれている。⁴⁶⁾

債券発行者は、金融保証保険を購入すること

によって、自らの債券の格付けがトリプルAに上昇し、リスクプレミアムが低くなったと評価されるので、そうでない場合と比較して低コストでの資金調達が可能となるのである。

ちなみに、長期州・地方債の新規発行額のうち金融保証保険のついた比率は、1980年には2.5%にすぎなかったが、85年には21.6%、さらに99年には46.2%に達した。⁴⁷⁾

他方、長期州・地方債の新規発行額のうち銀行信用状のついた比率は、1980年の0.2%から85年の18.6%まで上昇するが、その後は低下して99年には5.6%まで低下した。

銀行信用状が金融保証保険に大きく差をつけられたのは、銀行信用状の標準契約期間が5~10年と比較的短いものに対して、金融保証保険は短期でも長期でも債券の満期までの元利償還を保証していることが理由の1つであろう。さらに、商業銀行と比べ金融保証保険会社の自己資本比率がかなり低いこともその理由の1つと考えられる。⁴⁸⁾

以上のように、1980年代に個人投資家を中心とした州・地方債の保有構造が形成され、それが金利変動リスクや信用リスクに敏感な個人投資家のニーズにこたえる州・地方債に関連する金融商品の創出を促進してきたのである。

むすびにかえて

まず、本稿の内容を要約的に整理しておこう。

州・地方債の伝統的な投資家であった商業銀

46) Congressional Budget Office, *CBO PAPERS; An Analysis of the Report of the Commission to Promote Investment in America's Infrastructure*, February 1994, p.37. ここでは州・地方債の金融保証保険市場における保険会社毎のシェアが示されており、MBIA, AMBAC, FGIC, FSA の上位4社で1986~92年までの合計平均をみると、91%のシェアとなる。

47) The Bond Market Association, *op.cit.*, p.14.

48) 大垣尚司『ストラクチャードファイナンス入門』日本経済新聞社、46頁。

44) The Bond Market Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds*, Jhon Wiley & Sons, 2001, p.36.

45) *Ibid.*, pp.12-16.

行は、1970年代以降ALMの採用・強化とリース業務による節税可能性の増大のなかで、満期の短い短期債を除き州・地方債への投資需要を構造的に減少させてきた。

このような状況のなかで、レーガン政権は一連の税制改革をつうじて従来商業銀行等に認められていた州・地方債に関わる借り入れ利子の控除規定を次第に縮小し、1986年に成立した税制改革法においてついに当該する控除規定そのものを原則として廃止した。この影響は大きく、商業銀行は税制改革法の成立以後少なくとも1994年まではネットの売り手に転化したのであった。

また、1981年経済再建税法では、個人所得税の最高限界税率が70%から50%に引き下げられたが、1986年税制改革法ではさらに個人所得税の最高限界税率が28%に引き下げられた。こうした最高限界税率の引き下げは州・地方債の個人投資家の損益分岐点（満期と信用リスクが同等な利子免税債に投資しても利子課税債に投資しても税引き後の利率が同等になるような所得税の限界税率）を引き下げよう作用し、免税債ファンドであるミューチャル・ファンド等の発展と相俟って、それまで州・地方債市場に参加できなかった階層の個人投資家の市場参加を促進する大きな要因となってきたのである。

したがって、レーガン税制改革が州・地方債保有構造に与えた影響を総括すれば、州・地方債の保有構造を個人投資家中心のものに変えたことであろう。

また、そのような個人投資家が州・地方債市場に新規に参加するにつれて、個人投資家のニーズに対応した州・地方債を組み込んだ金融商品が開発され、さらには金融保証のついた金融派生商品すら開発されるに至ったのである。

しかし、個人投資家に著しく傾斜した州・地方債市場には何の問題もないのであろうか。

ホーン（ファースト・テネシー・バンク副頭

取）は、1992年の上院銀行・住宅都市問題委員会の公聴会において、1986年に成立した税制改革法が州・地方債市場に与えた影響についてつぎのように述べている。

まず、税制改革法の州・地方債投資に与えた影響である。

「商業銀行は借り入れ利子控除を失うことによって事実上投資家としては排除されたのである。火災損害保険会社の需要増加が銀行需要の減少を一時的に緩和するのを助けるかも知れないが「代替的ミニマム税」(AMT)のために将来さほど重要な投資家ではなくなるであろう」。この結果「州・地方債市場は基本的にある需要部門---すなわち直接的ないしマネー・マーケット・ファンドやミューチュアル・ファンドのような金融仲介機関を通じて個人に基本的に委ねられた」と述べている。⁴⁹⁾

そのうえで、ホーンは州・地方債市場の問題点をつぎのように指摘する。すなわち、「個人投資家は、ある程度は株式市場への懸念から、過去数年間以上、州・地方債の強力な投資家であった。それにもかかわらず、1つの需要源泉しかもたない市場というものは、投資家の心理に影響を与えるような経済的に大きな出来事の影響を受けやすい。---法人（商業銀行や火災損害保険会社）需要の減少は州・地方債市場に流動性を与える債券ディーラーの能力にも影響を与える。信頼に足る商業銀行や火災損害保険会社が市場に存在しないならば、州・地方債ディーラーは州・地方債にあまり積極的なポジションは取らないであろう」と。⁵⁰⁾

ホーンの発言は銀行業界の利害を表明しており、かなり割り引いて考える必要はあるが、個人投資家に著しく傾斜した州・地方債の保有

49) U.S. Congress, Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *State and Local Governments Under Stress: The Role of the Capital Markets*, 102th Congress First Session, 1991, pp.50-51.

50) *Ibid.*

構造が、市場の不安定さを増大させる懸念があるという批判はその限りで妥当な問題点の指摘といえよう。