

行革は経費削減だけが目的ではないはず。自治体が効果的に施策を展開し、職員が創造的に仕事を進めるための「創造型行革」を提案する。

創造型 行革に 向けて

Creativity—113

レベニュー信託による 新しい資金調達を試み

出資団体の資金調達に新しい風が吹いた。(財)茨城県環境保全事業団は損失補償付きの銀行融資を脱し、団体の将来売上を信託するレベニュー信託により100億円の調達に成功。その仕組みとは。

茨城県
総務部財政課資金管理官
望月 洋

平成23年6月、茨城県が全額出資し、廃棄物最終処分場を運営する(財)茨城県環境保全事業団が、レベニュー信託という手法により100億円の調達に成功しました。

本稿では、筆者の民間金融機関勤務経験からの視点で、レベニュー信託による調達までの経緯と県の出資団体に対する財政的関与について私見を交えながら寄稿するものです。

出資団体に対する県の財政的関与

私は、平成21年に茨城県に金融の専門職として5年間の任期付職員として採用され、12月に資金管理官として財

政課に配属されました。行財政改革推進のために、資金管理の高度化を期待され、まずは県債の調達コストの抑制や資金の運用を任せられました。

当時、茨城県議会では出資団体等調査特別委員会が行われており、私も財政健全化の一翼を担うべく意気込んでこの委員会に執行部の一員として同席いたしました。ここで驚いたことは出資団体への県の財政的関与による支援です。

団体の資金調達のほとんどは県の損失補償を付した銀行融資で賄われていました。即ち、県の信用力で銀行融資を受けていたのです。このような財政

的支援が可能なのは対象が公的事业であるためと理解できた後でもなお、県からの単年度貸付金の縮減をはじめ出資団体の経営に今後は自立を求めていくべきだと感じました。

ここで、出資団体に対する県の財政的関与の負担軽減も私の任務となり、解決策を模索することとなりました。

(財)茨城県環境保全事業団

出資団体等調査特別委員会での(財)茨城県環境保全事業団の財政上の課題は約145億円のローン返済のリスクジュールでした。廃棄物のリサイクルなど、ごみの減量化が進んだことなどに

より計画通りの収入が得られず、施設建設費として借り入れた182億円を10年間で返済する計画が頓挫していました。銀行への元利返済による毎年度の赤字は県からの短期借入で穴埋めされ、その額は年々増加して5年が過ぎた時点で55億円となっていました。

私も事業団とともに試算したところリスクジュールには24年間を必要とするため、それを前提条件として金融機関との交渉に入りました。市中銀行にとつて24年間という融資期間は一般的には困難であることは容易に予想できました。そこで、代替案の検討の中で資本市場からの調達を前提に資産の証

券化による資金調達に舵を切りました。

無形財産の証券化

リスケジュールに必要な金額は145億円であり、24年間の長期償還期間が調達条件です。事業団の資産は運営する廃棄物最終処分場「エコフロンティアかさま」の土地・建物及び処理施設であり、145億円の担保には遠く及ばず、不動産によるABS化(Asset Backed Securities: 資産担保証券を発行して償還の裏付けとする手法)は厳しい状況でした。そこで残された可能性は無形財産である将来売上金の利用でした。これを売却債権として証券化後に売却できれば資金調達は可能となります。

ただ、県及び出資団体による有担保借入の実績はなく、まして無形財産の証券化は全国の自治体でも例がないため、事業団の理事会や県庁内での理解を得ることはなかなか難しいのではないかと考えました。更に、SPC(Special Purpose Company: 特別目的会社)による証券発行案では受け皿となるSPCの実体が問われ、混迷を深めることが予想されました。

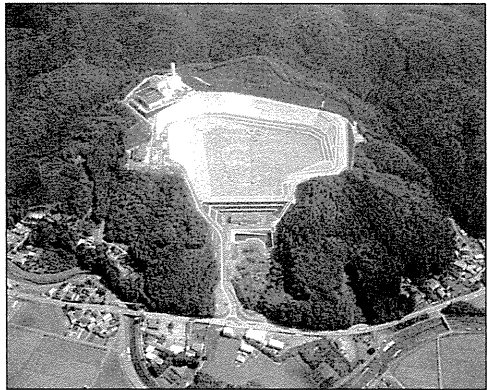
レベニュー信託とは

平成22年6月、他県でレベニュー債の導入を検討しているという記事が新聞に掲載されました。これにより、日本では発行実績のない債券について本県の県議会の委員会でも質疑に上がるなど話題となりました。私は外国債券取引の経験からレベニュー債の存在自体は知っていたものの実際にこの債券を取り扱ったことはなく、これを検討することになるとは考えもしませんでした。

レベニュー債は米国の地方債であり、法の下で州・市町村が発行します。一般財源保証債と違って保証のない地方債です。日本では法整備もなく、地方債としての発行はできません。しかし、この報道のおかげで多くの関係者が注目をしたことにより、レベニュー債方式による資金調達の可能性が高まったのです。

検討された発行計画では無形財産である将来売上(廃棄物処理委託料)を信託します。100億円の資金調達は信託受益権の一部である優先受益権の売却による方法としました。ここでの信託委託者は事業団であり、受託者は

廃棄物最終処分場「エコフロンティアかさま」の将来売上が信託の対象となる



信託銀行となり、優先受益権の売却は証券会社により行われます。ここに、レベニュー信託のスキームができました(図)。地方債ではないので、レベニュー信託と命名して差別化を行いました。

レベニュー信託実現に向けた県の関与

(1) 私募債

調達総額145億円に対し、100億円のレベニュー信託売却後の残高45億円についてどのような方法で資金調達するか紆余曲折がありました。

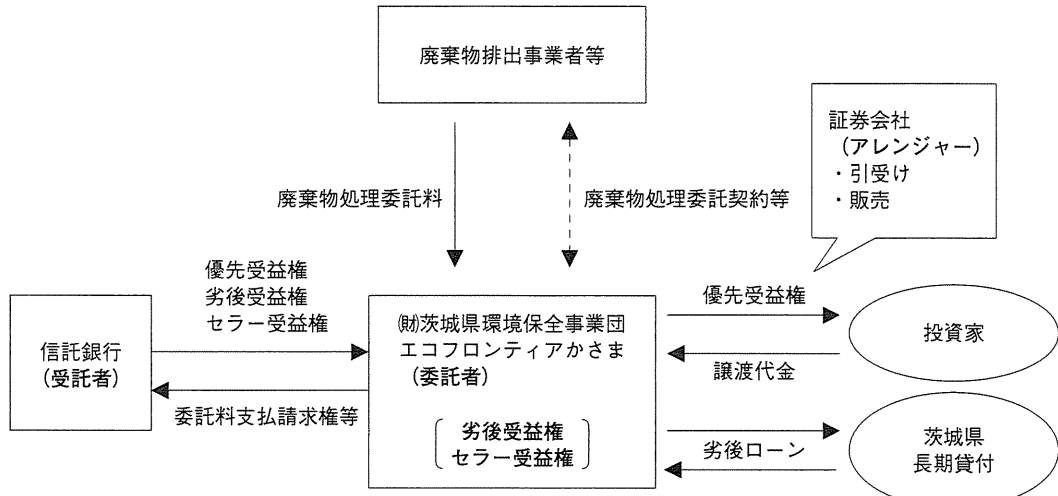
当初、45億円の私募債の発行を考え

ました。レベニュー信託とは別の投資家を募り調達する案でした。これには資金運用を行っている県及び出資法人の基金の活用も検討していました。この方法はいわばグループ内での調達・運用で完結する最も効率の良いグループ・ファイナンスと呼ばれる手法です。しかし、ここで大きな問題となったのは財団法人による債券の発行ができないことでした。学説では財団による債券の発行は可能とする説が有力であるものの、現実に発行された実例はなく、大きな壁となりました。また、基金運用にも制約が多く、預金以外の運用対象としては有価証券に限られることも問題でした。自治体が出資する団体は財団法人として設立されることが多いのが現状であり、財団経営の自立の観点から資金調達手段としての債券(有価証券)発行が今後の議論となることを期待するものです。

(2) コントロールド・アモチゼーション

最終的には県からの短期貸付55億円を減額して45億円の長期劣後ローンに変更することとしました。私募債発行案に代わる手段としてのこの長期貸付案は、レベニュー信託の返済を優先させることで事業団の金利負担を軽減で

図 エコフロンティアかさまレベニュー信託のスキーム



※優先受益権：債権の回収金（売上）から、レベニュー証券の元利払い相当額の配当を劣後受益権より優先して受け取れる権利。

劣後受益権（事業団所有）：債権の回収金（売上）から配当を受け取る権利が、優先受益権より劣後する権利。

セラー受益権（事業団所有）：優先受益権・劣後受益権に割り当てられた債権以外のすべての債権に係る回収金を受け取れる権利。（経費に充当）

き、かつ県の支援が継続していることを示せるというメリットもありました。則ち、本契約の償還期間は24年間にセットされているもののコントロール・アモチゼーション方式を採用することでその償還期間を調節できます。コントロール・アモチゼーション方式とは、一定のルールの下で売上が好調な時は繰上償還を可能にすること、

減につながります。一方、売上が不調の時は償還の繰延を可能とします。今回は繰延べが最長10年（通算の償還期間は34年）となるオプションが付くことで、資金調達に左右されない安定した経営が確保されることもメリットでした。また、レベニュー信託による資金調達は信託受益権の売却の形で行われるため、投資家の信託受益権への優先性は絶対であるものの、経営への関与または資産売却は許されず、その面でも事業団は本業に専念することが可能となります。

(3) 調達コスト
平成22年度内発行を目指し準備を進めました。3月11日に東日本大震災に見舞われました。この震災により廃棄物処理施設の一部が被害を受け、操業の一時停止により、レベニュー信託発行の延期を余儀なくされました。

4月に操業が再開した結果、ようやく6月にレベニュー信託のデビューとなりました。出資団体の事業評価による24年の長期調達です。配当率2・51%は現行の10年物の国債や地方債の金利水準からすると割高に感じられるかも知れませんが、同時期の24年物県債

が2%前後（20年物定時償還県債発行実績から推計）で発行される中、損失補償なしで、さらに10年間の繰延償還オプション料を加えたレートであることを考慮すると、十分に満足できるレベルと考えております。

今後の展望
今後、この手法による調達方法が広がっていくかどうかは、なかなか予想は立てづらいのですが、例えばこれからの日本では公益法人が運営する施設の老朽化にともなう建替えニーズが増えてくると考えられます。こういった場合には、これまでの利用実績から需給見込みが立てやすいため、収益に見合った資本を投下すれば回収することは十分可能であり、出資自治体の財政支援に頼らなくても資金調達が可能になるのではないかと考えております。

その中の一つの手法として今回のレベニュー信託が活用されれば幸いです。

最後に、本レベニュー信託に携わった金融機関、法律事務所、調査会社、格付け会社の皆様、そして購入の英断をいただいた投資家の皆様に深く感謝申し上げます。