

## 特集 資金の調達・運用を考えよう！

<パート1>

第三セクター等の抜本的改革

# 茨城県 エコフロンティアかさま レベニュー信託による 資金調達

■鈴木 哲也 茨城県総務部次長（前総務部財政課長）

## はじめに

### 1 茨城県における財政運営上の課題

茨城県の財政状況は、バブル崩壊後の景気低迷や、三位一体改革による地方交付税の減などにより、厳しい状況が続いていた。

加えて、本県特有の課題として、保有土地問題が顕在化していた。これは、本県においては、地域振興のために、首都圏に立地するという有利な条件等を活かして、財団法人茨城県開発公社や茨城県住宅供給公社などを活用し、工業団地造成事業や住宅団地造成事業などに積極的に取り組んできたところであるが、バブル崩壊後の土地価格の急激な下落などにより、保有土地の多くが一気に不良資産化したことにより、財政運営が圧迫され、危機的状况を招いていたものである。

この解決に向け、数次にわたる県議会調査特別委員会における厳しい議論を踏まえ、財政構造改革や出資団体改革などの行財政改革を懸命に進めてきたところである。

## 2 抜本対策に向けて

特に、平成21年5月に設置された県議会出資団体等調査特別委員会においては、地方財政健全化法の施行により、将来負担比率が全国最悪の水準（表1）にあることが明らかとなっていたことから、その原因の一つである保有土地問題の抜本対策が大きな課題となった。

1年4か月に及ぶ調査審議において、これまでになく、厳しい議論が交わされ、住宅供給公社の解散処理を含め、保有土地等に係る実質的な将来負担見込額1890億円について、平成41年度までの20年間で計画的に解消することとする抜本対策を、平成22年9月に取りまとめた。これは単年度当たり約100億円の一般財源を投入するという、財政運営上は大変厳しいものではあるが、持続可能な財政運営を維持するためにはやむを得ない選択であった。

\*住宅供給公社は、平成22年10月8日、全国初の破産により解散。

## 3 保有土地問題の反省を踏まえて

茨城県の財政運営に大きな影響を及ぼした保有土地問

題が生じた原因はいくつかあるが、その一つとして、本県においては、第三セクター等がその事業資金を調達する際には、これまで、全額損失補償（又は債務保証）を行うことを通例としていたことがある。第三セクター方式により民間資金などを活用するものの、事業の破綻はあり得ないものとして、そのリスクは全て県が負うこととして、リスク分担が適正に行われていなかったものといえる。

表1 茨城県の財政状況 (単位：億円)

年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成22年度
当初予算（一般会計）	10,603	10,568	10,766	10,753
県債残高（一般会計）	17,168	17,408	18,379	19,360
標準財政規模	5,637 (11)	6,006 (11)	5,918 (11)	6,074 (11)
将来負担比率	289.9% (5)	288.7% (4)	295.9% (4)	280.3% (4)
主な出資団体*に対する 損失補償等の限度額	2,556	2,500	2,165	1,516

(注) 1 括弧内は、全国順位。(将来負担比率は、好ましくない方からの順位。)

2 \*は土地開発公社、開発公社、住宅供給公社

このため、調査特別委員会における調査審議においては、今後の第三セクター等の事業のあり方（資金調達を含め）や、県の損失補償について、厳しい意見が相次いだ。

一方、総務省においては、第三セクター等の処理を促進するため、第三セクター等改革推進債を創設するとともに、「第三セクター等の抜本的改革等に関する指針」を新たに定め、「特別な理由があるとき以外は、第三セクター等の資金調達に関する損失補償は行うべきではなく、他の手段による方法を検討するべきである。」との公的支援の考え方を示した。

また、「かわさき港コンテナターミナル事件（平成18年11月15日横浜地裁）」や、「安曇野菜園事件（平成22年8月30日東京高裁\*）」など、第三セクター等に対する損失補償に関して、司法の厳しい判断が示されていた。

このようなことから、損失補償に頼らない事業資金の確保が、本県における第三セクター等の大きな課題となっていた。

\*安曇野菜園事件は、平成23年10月27日、最高裁において、差し止め請求却下となった。しかし当時は、この

東京高裁の判決が、第三セクター等の資金調達のあり方に大きな影響を与えていた。

## 1 エコフロンティアかさまの課題

### 1 当初資金計画と実績

エコフロンティアかさまは、財団法人茨城県環境保全事業団が、茨城県笠間市に平成17年8月1日に開業した、公共関与型の廃棄物処理施設（管理型最終処分場及び溶融処理施設）である。

当初資金計画においては、施設建設費などの事業資金の約80%（約182億円）を金融機関からの借り入れ（県の損失補償付き）で調達し、10年間の事業期間で償還する予定であった。

しかしながら、開業後、ゴミの減量化やリサイクル技術が進む一方で、長引く景気低迷による経済活動の低下など、廃棄物処理を巡る環境は大きく変化し、当初計画したゴミの量を確保することができず、売上高は当初見込みより大幅に減少し、25億円程度にとどまっていた。

一方で、借入返済金は当初計画どおり約20億円であった

表2 (財)茨城県環境保全事業団の状況 (単位: 億円)

年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成22年度
売上高	7.1	23.0	27.7	25.2	26.0	30.4
費用(減価償却費含む)	21.3	28.7	30.5	29.9	27.8	29.8
借入金返済額	—	10.2	20.3	20.3	20.3	20.3
県からの単年度貸付金	11	15	25	25	34	*55

(注) \*の55億円のうち45.5億円は平成22年度末に長期貸付金に切り替え

ことから、資金収支不足が生じ、それを毎年度県からの単年度貸し付けで補ってきた(表2)。この単年度貸付金が累増し改善の見込みが立たないことから、資金計画を抜本的に見直す必要が生じていた。

## 2 資金計画の見直しに当たっての課題

資金計画を見直すに当たっては、いくつかの課題に直面した。

まずは、廃棄物処理施設という施設の性格上、当初10年間でされた事業期間を延長することは、慎重かつ丁寧な地元説明を必要とした。幸い、平成22年11月に、

事業期間の延長など事業計画の見直しについて地元の理解を得ることができた。

一方で、資金計画の見直しについての金融機関との折衝である。事業期間の延長を踏まえた見直し計画を提示したところ、前述したように、損失補償を巡る諸課題が噴出していったことから、借り換えを求めている金融機関からは、「原則、損失補償付きでなければ、金融機関としては長期の融資はできない。」一方で「損失補償そのものに司法の厳しい判断が示されているので、これをクリアする必要はある。」という、非常に厳しい条件を示され、事実上、交渉は暗礁に乗り上げていた。

## 3 新たな手法の模索

エコフロンティアかさまの資金計画の見直しを進めるに当たっては、平成21年12月から県総務部財政課に配置した資金管理官を中心に、金融機関との折衝を続ける一方で、事業団による債券の発行や、県の県債管理基金<sup>\*2</sup>の活用によるグループ・ファイナンスなど、新たな手法についての検討も進めていた。しかし、それぞれ課題があり、方針とするまでには至っていなかった。

\*茨城県では、県債残高が2兆円にも及ぶことから、資金管理の高度化などを進めるため、金融関係の実務経験及び専門知識を有する民間企業経験者を、任期付一般職員として採用した。

\*満期一括償還の県債の償還に備え、借入額に応じた一定額を積み立てた基金。

このような中、トピックス的ではあるが、平成22年6月に一部の新聞により、「道路公社でレベニュー債を検討」という記事が掲載され、同日の県議会第2回定例会の総務企画委員会においても、委員から、「本県においてもレベニュー債を研究してはどうか」という意見があった。

これがかきかけとなり、当該記事に関係する外資系金融機関からの情報収集、そして具体的検討へと進んでいった。

## II レベニュー債の創設

### 1 レベニュー債の検討

地方債は、日本においては、一般会計債と公営企業債に大別されるが、借入期間や資金区分などの借り入れ条

件が同じであれば、原則、借入金利も同じであり、実質上の相違は見られない。

一方で、米国における地方債は、一般財源保証債 (General Obligation Bonds) と、レベニュー債 (Revenue Bonds) に大別される。

このレベニュー債は

「特定の事業から上がる収益によって元利償還が保証される」とされていることから、日本の公営企業債と同様と考えられがちである。しかし、日本の公営企業債の場合、起債は設置者である地方公共団体が行うなど、最終的には、地方公共団体の保証を想定しており、むしろ、一般財源保証債に近いものと言える。

また、米国においては、レベニュー債には長い実績の積み重ねがあり、発行の枠組みなどが確立しているが、日本ではその枠組みもなく、類似例も見当たらない。



エコフロンティアかさま

しかしながら、レベニュー債の考え方は、まさに、第三セクター等が損失補償なしで資金調達を行うという、エコフロンティアかさまの資金計画の見直しにおいて目指すべきところであった。

## 2 いくつかの選択肢

これまでの売り上げなどを基に見直したエコフロンティアかさまの事業計画では、借入金の償還は、約24年と超長期になり、これまでのような金融機関からの融資は明らかに困難であることから、それ以外の方法による資金調達について検討せざるを得ない状況であった。なお、エコフロンティアかさまの土地・建物を担保とすることについては、145・5億円という調達すべき金額に遠く及ばず、当初から困難であった。

このようなことから、平成22年8月頃から、レベニュー債の考え方を取り入れた資金調達について、いくつかの金融機関の提案を踏まえて、本格的に検討を始めた。

まずは、直接債券を発行する方法について検討を行ったが、地方三公社\*と異なり、財団法人が債券を発行する

ことについては明確な法令の根拠がないことから、断念することとした。

\*土地開発公社など地方三公社は、個別法により、債券発行が認められているが、その実績は少ない。

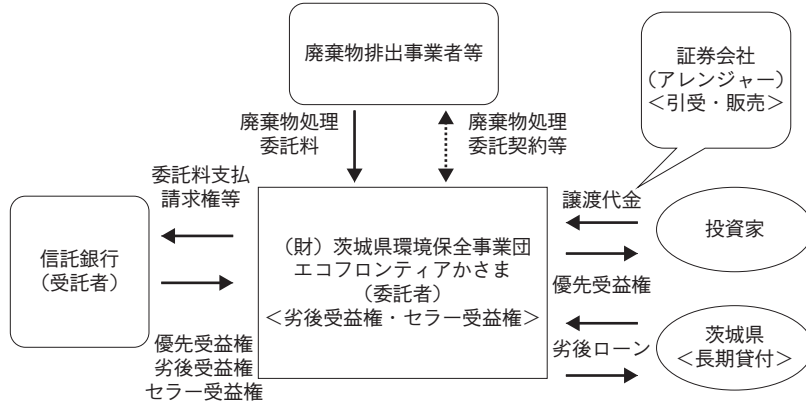
次に、ストラクチャード・ファイナンスにおいて一般的なSPC（特定目的会社）を活用した債券の発行についても検討を進めたが、特に大きな問題点はなかったものの、本県においてはSPCについて馴染みがなく、手続きもやや煩雑であったことから、躊躇していた。そのようなときに、先の外資系金融機関から、信託制度の活用についての提案があった。将来の収益を信託することについて、信託の引き受け先などの不安があったものの、説明のしやすさや手続きの簡便さなどから採用することとした。

## 3 レベニュー信託とは

その基本的なスキームは、将来の売り上げ（廃棄物処理委託料）を一旦信託し、その受益権を売却し、資金を調達するものである（図1）。

当初は、優先受益権及び第2優先受益権の両者を売却

図1 エコフロンティアかさまレベニュー信託のスキーム①



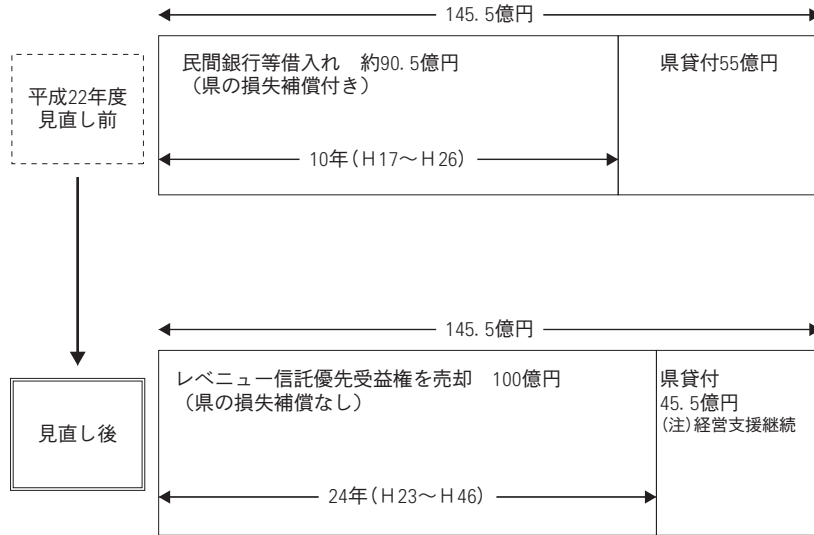
- 優先受益権：債権の回収金（売上）から、レベニュー証券の元利払相当額の配当を劣後受益権より優先して受け取ることができる権利。
- 劣後受益権：債権の回収金（売上）から配当を受け取る権利が、優先受益権より劣後する権利。
- セラー受益権：優先受益権・劣後受益権に割り当てられた債権以外のすべての債権に係る回収金を受け取ることができる権利。（経費に充当）

し、145・5億円全額の調達を目指した。しかし、優良格付けを確保するため、県の関与を強く求められたこと、一方で、第2優先受益権は仮に売却できたとしても、調達コスト（金利）が高くなり経営に影響を及ぼしかねないことなどから、最終的には、第2優先受益権相当分については、県の長期貸し付けを行うこととした（図2）。

なお、レベニュー信託の償還期間は、コントロールド・アモチゼーション方式を採用し、24年を基本とするが、売りが好調なときは繰り上げ償還を可能とする一方、売りが不調のときは、最長10年（通算の償還期間34年）の繰り延べを可能とした。これにより、エコフロンティアかさまは経営の自由度が増すとともに、資金調達に左右されずに、長期間経営に専念できることとなった。

また、県にとっても、長期貸し付けが一部残ったとはいえ、約70%（100億円）について、損失補償を解消して資金調達できたことが大きな成果であり、このことは、将来負担比率の改善につながるだけでなく、本県における長年の課題であった第三セクター等の資金調達

図2 エコフロンティアかさまレベニュー信託のスキーム②



\* (注) 劣後ローン化による資本強化 (みなし)

に関して、損失補償に頼らない前例となったことが最も大きな成果である。

### 三 今後に向けて

レベニュー信託を創設できたのは、まずは第一に、エコフロンティアかさまは廃棄物処理委託料という、市場(マーケット)の評価に耐え得る安定的な収入源があったことが大きな要因である。

次に、本県においては、保有土地問題が財政運営上の大きな課題であったことから、その原因でもある損失補償の解消に向けた取り組みは、多少チャレンジングであっても、県議会も含め県全体で積極的に後押しする雰囲気があったことが大きい。

その他に、最終的にアレンジャーとなっていた金融機関だけでなく、検討の過程で様々な提案をいただいた多くの金融機関など、関係者が課題解決に向け、真摯かつ積極的に取り組んでいただいたことなどいくつかの要因もある。

レベニュー信託を第三セクター等の資金調達の手法と



して、直ちに応用することについては、このような創設できた個別の要因を十分に理解したうえで取り組む必要があり、信託というユニークな方法に惑わされることなく、第三セクター等の原則に立ち返って考える必要がある。

つまり、第三セクター等は、その事業の必要性が厳しく判断されることは当然として、そのうえで、事業の採算性は、これまでは、設立団体に対して事業計画書等を提出し、その審査の過程で判断されてきた。反省を含めていえば、身内の審査であったといえる。この事業の採算性について、市場（マーケット）の評価を得ることにしたが、今回のレベニュー信託のポイントであると考えている。

また、事業の採算性を確保するためには、地方公共団体の関与は当然必要であり、その関与のあり方や程度（具体的には補助金や貸付金など）についても、事業資金を市場（マーケット）から調達することによる評価を得る過程で判断したことである\*。

\*今回は、各金融機関から個別に提案をいただき、個別に県の関与などの条件について検討を加えることを繰

り返す、いわば疑似プロポーザル方式であった。今後は、このような手続きのあり方についても研究する必要がある。

レベニュー信託は、手法のユニークさではなく、事業が市場（マーケット）で厳しく評価され、第三セクター等の自己責任で事業を実施する、つまり、第三セクター等の経営の自立を促す手法の一つであると理解していただけは幸いである。

## おわりに

ほぼ関係者の調整も終わり、資金調達を具体的に進めようとしていた矢先の平成23年3月11日、茨城県も東日本大震災に見舞われ、エコフロンティアかさまも溶融処理施設などが被災し、操業の一時停止に追い込まれた。幸い、4月には修復も終了し再稼働にこぎ着けたが、東日本大震災直後の社会経済の大混乱の中で、最終的な格付けや調達金利など最後の詰めを行うことには、大きな不安があった。しかし、関係者の努力により、平成23年6月29日に、当初計画どおりに、100億円の資金調達

ができた。

その後、エコフロンティアかさまは経営も順調で、茨城県内の震災がれきの処理にほぼ目処が立ったことから、平成24年8月末から、宮城県の震災がれきを受け入れることとした。茨城県も被災県ではあるが、東北の復興を支援する力となれることは、レベニュー信託により、エコフロンティアかさまが安定した財務基盤を確立できたことによるところが大きいといえる。

また、レベニュー信託は、'Japan deals of the year (ASIA-MONEY) や DealWatch Awards 2011/Innovative Debt of the Year (Thomson Reuters) などを受賞し、高い評価を得ている。しかし、創設の過程で、関係した職員が試行錯誤を続け、前例にとらわれず全く新しい手法にチャレンジした経験が、本県にとっては大きく、このような取り組みを多くの分野で続けることが、地域の自主性及び自立性を高める、地域主権改革の推進にもつながるものと考ええる。

起債事務処理上のあらゆる疑問を即座に解決!

## 地方債質疑応答集 加除式 全1巻

地方債制度研究会／編集

A5判 定価12,600円(本体12,000円+税)

★加除式図書は、以後発行される追録(代金別途)と併せてのご注文となります。

「地方債とは何か?」といった制度から、起債にかかわる実務まで、あらゆる疑問に答える1冊。掲載問答数は、約1,000。加除式のため、毎年度の同意基準等を踏まえ常に最新の内容。いわゆる「第三セクター等改革推進債」やソフト事業に対応した「過疎債」をすぐに追加するなど、新たな地方債にも逐一对応。



株式会社 **ぎょうせい**

〒136-8575 東京都江東区新木場1丁目18-11

フリー  
コール

TEL : 0120-953-431 [平日9~17時]

Web

FAX : 0120-953-495 [24時間受付]

Web

<http://gyosei.jp> [HPからも販売中]