

(2012年9月5日講演)

4. レベニュー債信託導入にかかる課題と信託機能 —茨城県の導入事例から見る目的と課題

三井住友信託銀行株式会社資産金融部長 久保田健介委員

(レベニュー債信託の取組事例の概要、ストラクチャー)

私のパートでは、茨城県でのレベニュー債信託の導入事例を基に、お話をさせていただきたいと思う。レベニュー債信託導入には、茨城県側の背景が非常に強く、導入の効果、目的、関係者のニーズ、現状の問題点についてすべてを網羅しているわけではないが、順次ご説明したい。

まず、去年6月に、茨城県の外郭団体である財団法人茨城県環境保全事業団が、国内初めてとなるレベニュー債信託を実施している。このケースでの信託対象債権としては、この事業団が持つ「エコフロンティアかさま」という産廃施設が持っている将来にわたる債権である。すなわち、処理物を持ち込んでくるときには従量制で料金が決まっており、その委託料の支払い請求権である将来債権を基に、資金調達をしたというスキームである。これにより100億円の資金調達を実現し、もともと「エコフロンティアかさま」には150億円程度の借入金(含む県短期借入)があったので、その返済の一部に充当されており、新たな設備資金を調達したということではない。県や事業団の信用力に直接的には依拠せず、将来債権を抛り所に資金調達が実現しているのが最大の特徴である。

次にストラクチャーである。1から順に番号が振ってあるので説明する。ムーディーズから格付を取得しており、信託銀行は新生信託銀行で、アレンジャーとなる証券会社はゴールドマンサックスである。環境保全事業団が、①で委託料支払請求権を信託するが、これは産業廃棄物の事業者等から受け取る委託料で、この将来債権を信託し。②で委託者に受益権が発生する。100の債権だとすると、今回は70%が優先、30%が劣後である。この優先受益権を、証券会社を通じて投資家に④・⑤で販売するが、今回は外資系の投資家に全額販売したと聞いている。他方、③の矢印は劣後ローンであり、もともとの借入れと今回調達した資金に差額があり、運転資金も含めて茨城県が劣後ローンという形で長期の貸付を行っている。委託料は、都度信託銀行を通じ投資家に支払われるが、回収業務自体は従来のフローを活かしている。環境保全事業団の一番下の括弧書でサービサーとあるが、これは証券化ストラクチャーの中で非常に大事な役割を担っており、入金確認や資金管理をするところである。ここでは環境保

全事業団がサービサーをしており、そこから信託銀行に資金が入って来て、それを優先と劣後に分けて配当するというようなストラクチャーである。

(レベニュー債信託導入の背景、目的、効果)

今回のレベニュー債信託導入の背景として、もともと茨城県の財政が非常に良くない状態にあり、いろいろな財政状態を示す地公体の指標では、例えば平成 21 年の外郭団体負債が全国ワースト 4 位、公営事業会計繰入が全国ワースト 2 位、債務負担公費支出予定が全国ワースト 4 位ということで、財政が非常に厳しい状態にあった。今回の導入目的の一番大きいものとしては、茨城県が第 3 セクターへの貸付人である金融機関に対して損失補償をしていて、これは隠れ債務というか、債務認識されると非常に大きい金額になるので、この部分の損失補償残高を、今回のレベニュー債導入によって先ほどの劣後ローンだけに圧縮することにある。これに取り組んだことにより、約 150 億円の債務保証が 45 億円の实負担額に圧縮され、茨城県にとって非常に重要なところである。

このように損失補償に関わらない資金調達を実現したり、外郭団体の自立的運営の確立につながっているが、環境保全事業団としての活動自体は、銀行借入れをしていたときとレベニュー債を導入したときとで大きくは変わっていない。そうした中で、導入の効果として、従来は地元の住民との合意で事業団の運営期間は当面 10 年ということであったが、今回のリスクによって 24 年の資金調達が実現し、事業団が緊張感をもって自律的な施設運営を行うメリットも見込めるということで、地元住民とも 10 年を超える期間の事業運営について合意に達している。

(レベニュー債信託導入にかかる関係者ニーズ)

レベニュー債の導入に関わる行政の目線としては、先ほど申し上げたような県の将来負担にかかる損失補償の削減が挙げられる。地方債の借入れに頼らない事業の運営により、先ほど申し上げたワースト一桁台という財政状態の健全化を実現するということである。こういう取組みをしていくということを対外的に示すことの意義も非常に大きいのではないかと思う。なお、市民へのレベニュー債による投資機会の提供もあるが、茨城のケースは外資系金融機関が投資家になっているので、結果的に個人あるいは法人の地元の方に何か投資機会を提供するという形にはなっていない。

一方、投資家サイドからすると、地公体のスプレッドというのは、最終的に国のリスクだという見方がされており、スプレッドが非常にタイトな状態にある。そのような中で今回、絶対レートについては、優先受益権の配当が 2.51% の固定金利である。これは、この期間のスワップレートの +100bp 程度の水準だと思われる。茨城県が 20

年程度の資金調達をすると、+50bp ぐらいで借りられると思うので、50bp 程度の上乗せになっている。何かおかしいことであるが、県の財政状態が非常に厳しい状態から、将来の返済原資を確保した形の借入れに変えたことによって、環境保全事業団の調達コストは 50bp 程度のコストアップになっている。20 年の J G B が当時 2.1% ぐらいということで、J G B プラスアルファというような状態になっている。これは、もともと地公体が発行する地方債等のスプレッド目線が、地公体等の信用リスクに基づいた形になっていないことに起因しており、そちらのほうが問題ではないかと思う面はある。

投資家からすれば返済原資が決まっています、劣後が 30% あり、さらに劣後ローンを茨城県が持っているということで、下に大きなクッションがあるのは大きなポイントである。優先部分だけを持ち、なおかつ県が下支えしており、県の信用リスクで取組むよりも高い利回りの投資ができるので、2.51% は、長期の投資をする生命保険会社など機関投資家からしても、運用としてはメリットのあるものだったのではないかと思う。一定の地公体サポートが残ったことにより、安定したキャッシュフローが確認できる。それに茨城のケースでは、事業団として 5 年間の事業運営実績というトラックレコードがあったことも大きい。事業団の事業計画に対して過去の実績が 5 年間あるということで、将来債権を我々が評価するときには非常に取り組みやすい状況があった。

(レベニュー債信託導入にかかる課題等)

課題としては、まず安定したキャッシュフローが見込める公共施設の選定である。例えば水道事業や今回のような産廃事業、要するに施設があって住民がそこに住んでいれば一定程度の需要があり、住民側からすると支払いの優先順位が高いものである。主に公共事業であるが、それがないと生活ができないので、こういうものは我々から見ても選定順位は高くなる。

課題の二つ目は、施設の簿価に対する実際の調達額である。キャッシュフローから評価される優先部分の金額は今回 100 億円だったが、当初事業費総額は 250 億円程度、民間借入 182 億円だった。ここにミスマッチが生じており、設備投資の金額は適正な規模でないとローンがその中に納まるということが難しく、今回のように劣後あるいは下支えになるエクイティ相当部分を県が持つということが実際には必要になってくる。その金額をいかに上げていくかというよりは、適正な設備投資がされているかどうか、金融機関から見ると 1 つのポイントになるのではないかと思う。

三つ目の課題は、調達コストの上昇である。これは先ほど申し上げたとおりで、我々の立場からすると、比較する地方債などの地公体に付いているスプレッドは非常に歪

んだ形になっていると思う。

四つ目の課題は、自治体の関与度である。いくらレベニュー債だからと言っても自治体がきちんとサポートしてくれるということへのコミットが必要だと思う。

最後に、制度面による課題についてである。公有地や有価証券は地公体の信託財産になり得るが、例えば水道事業をそのまま我々が信託で受けることはできない。しかし、改正PFI法の下でのコンセッション方式だと、事業権を信託譲渡できるようになるので、こういうものを使いながらやっていきたい。ただ、そのときにも既存の借入金との交通整理、コンフリクトの問題が生じる。ゼロから始める事業であれば、既存の借入金との関係はないが、借入金が既にあり、なおかつ返済原資を基にした借入れをしてしまい、これが並列するような形になると、やはりコンフリクトが生じる。では、返済に回したらいいのではないかとと言うと、返済に回すと新しい資金をどう調達するのかということになる。県等から既存借入れを返済するための支援があり、新たな資金は新たな設備投資に回す、あるいは、ある程度既存の借入金を返すために資金調達をレベニュー債的な発想で借入れをし、運転資金は県からの一般会計の短期貸付等でまかなうということになる。必要資金の中での交通整理、あるいは両立した場合のコンフリクトの問題をどう整理するかということは、非常に大きな問題になってくるのではないかと考えている。

ところで、自然エネルギーの買取価格が決まってから、我々にもいろいろなご相談がある。単純にプロジェクトファイナンスのローンの申し込みもあるし、我々信託銀行は機関投資家の年金基金等の運用窓口になっているので、公共性のあるエネルギー関連でのエクイティの出資に関心を持たれている年金基金も多い。また、発電事業自体を会社から切り離してオフバランスを実現するために、信託で受けられないかという相談もある。これは土地信託ではなく、動産の設備の信託になるので、我々が発電事業者として管理・運営していくことについての問題もある。一番難しいのはプロジェクトファイナンスで、レベニュー債について茨城県の例とは逆に、多くの場合トラックレコードがない。風力発電等はいろいろな紆余曲折があり、日本の天候に合った基準がある程度設定できているが、メガソーラーに関しては、実証検証はされているものの非常にばらつきがあるので、トラックレコードがないものにプロジェクトで貸し出すことは、メガバンクも含めて非常に慎重になっている。

行き着くところは今回の茨城県と同様、有限責任ではなく無限責任の出資者をつれて来て、そこにリスクが収斂される必要がある。これは東京海上と三井物産がやっているようなプロジェクトもそのようであるが、誰かが最後のリスクを取る形を作り、優先部分を銀行借入れを賄う形しか、まだ踏み込めていないのが各金融機関で共通なところだと思う。ただ、バイオマス等に関しては、設備の投資金額が太陽光や風力

に比べると小さくなく、既に実証のデータがあって場所により大きく変わるものではない。また、マーケットによって需要量もわかるということで、太陽光等に比べると比較的取り組みやすいのではないかと思う。

最後に、今回の再生エネルギーの特別措置法の中で、我々が若干気にしている部分がある。パブリックコメント等の中でも議論があったが、当時の海江田経済産業大臣は「3年目に買取価格が大きく変わってしまえば経営の計画が立たないわけだから、当然いったん適用された買取価格については、その買取期間中はその価格が継続・維持されるという形になっている」という趣旨の答弁を国会でしている。しかし最終的に決まった条文の3条8項に「経済産業大臣は、物価その他の経済情勢に著しい変動が生じ、または生じるおそれがある場合において、特に必要があると認めるときは調達価格等を改定することができる」という規定が入っている。これは気にする必要なく20年間固定価格で買い取れるということであればいろいろなシミュレーションができるが、何が起きるかわからないということを考えると、変動要因をどの程度リスクとして認識するかというところが、貸付をする立場からすると気になるところではある。我々サイドからすると、できればこういうものは入れてほしくなかったと思っている。