

先進政策バンク優秀政策事例

行財政改革分野

「レベニュー信託」を活用した資金調達

～ 出資法人の自立した経営を目指して ～

茨城県総務部財政課

1. はじめに

財団法人茨城県環境保全事業団は、平成23年6月29日、「レベニュー信託」という全国初となる資金調達手法により、100億円を調達しました。これは設立団体である地方公共団体の財政健全化と出資法人の自立的な運営の両立を図るものであり、新たな資金調達手法として期待と関心が高まっております。そこで「レベニュー信託」を導入した背景とその具体的な手法について説明いたします。

今回の事例では、エコフロンティアかさま（茨城県が全額出資して設立した財団法人茨城県環境保全事業団が運営する廃棄物処理施設）が、廃棄物の排出事業者から受け取る処理委託料を裏付けとした売上の優先受益権を信託機能の活用により証券化し、機関投資家に売却することで事業資金を調達したというものであります。（図1）

一般的に、全国の第三セクター等（出資法人）

で行われている、設立自治体からの損失補償や債務保証を裏付けにした借入や、資産を担保とした借入とは異なり、第三セクター等の自立的な事業活動を前提として、そこから得られる収益を担保とした資金調達が、全国では前例のない先進的な取り組みであると言えます。

2. 第三セクター等を取り巻く状況

今回の取り組みでは、県の出資法人が損失補償に頼らないで資金調達をするということが一つの大きな狙いであるので、全国の第三セクター等の経営状況と損失補償をめぐる状況を記します。（図2）

まず、全国の第三セクター等の状況は、約40%の法人が赤字であり、補助金（約43%）や貸付金（約13%）を受けている法人も多く、さらには損失補償、債務保証を受けて資金調達をしている法人が1,000法人を超えるなど

図1. 「レベニュー信託」とは

「レベニュー信託」とは	第三セクターなどが、事業活動により発生する売上げを裏付けに、将来にわたって優先的に受け取る権利（＝優先受益権）として証券化し、それを機関投資家に売却することで事業資金を調達する手法。
「信託」機能の活用	事業活動により得られる売上げを、優先受益権とその他の受益権（劣後受益権、セラー受益権）に区分し、それぞれの受益権の所在を明確にするために「信託」機能を活用。
「レベニュー信託」の先進性	一般的に行われている、県の損失補償を裏付けにした借入や法人の資産を担保とした借入とは違い、第三セクターの自立的かつ持続的な事業活動を実現する新たな資金調達手法。

「レベニュー信託」を活用した資金調達 1

図2. 全国の出資団体の経営状況

（平成23年度 総務省調査）

第三セクターの約40%は赤字	7,187法人のうち、2,832法人（39.4%）が赤字法人 赤字額は、約1,000億円
地方公共団体から補助金を受けている第三セクター	3,102法人（43.2%） 5,967億円
地方公共団体から貸付金を受けている第三セクター	958法人（13.3%） 4兆9,297億円
損失補償または債務保証を受けている第三セクター（地方公共団体以外からの借入）	1,070法人（14.9%） 債務残高：6兆2,670億円 ※うち損失補償：466法人、債務残高2兆1,929億円



第三セクターの経営が悪化し返済不能となると

設立地方公共団体は巨額の財政負担を負うリスク

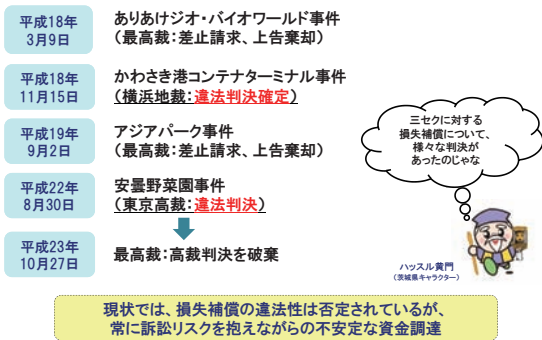
「レベニュー信託」を活用した資金調達 2

(1,070 法人；約 15%)、第三セクター等の経営が厳しいことは全国共通の課題であります。(出典：「第三セクター等の状況に関する調査結果の概要」平成 23 年 12 月 22 日総務省調査結果)

当然、第三セクター等の経営が悪化して返済が滞るということになると設立自治体には巨額の財政負担が生じる可能性が出てきます。

また、損失補償をめぐる全国的にその有効性が裁判で争われている状況にありました。(図 3)

図3. 損失補償をめぐる裁判の状況



特に、平成 18 年の「かわさき港コンテナターミナル事件」では、横浜地裁において違法判決が確定いたしました。さらに、平成 22 年の「安曇野菜園事件」では高裁判決で違法判決がなされるなど、訴訟リスクを抱えながら不安定な状態で資金調達をしなければならない状況にありました。

このことは金融機関の立場から見ても、仮に設立自治体による損失補償契約があったとしても、判決の結果次第では、その執行が差止めされる懸念が出てくるため、安心して融資を実行できないという環境にあったと言えます。

3. 茨城県住宅供給公社の解散

第三セクター等の厳しい経営状況は、本県においても例外ではなく、平成 22 年 10 月には、全国で初めて、破産法に基づく住宅供給公社の解散を行いました。(図 4)

解散に伴い、住宅供給公社は金融機関からの借入が返済不能となったため、茨城県は損失補

図4. 茨城県の状況

住宅供給公社の解散 平成22年10月

- ▶ 全国初となる破産法適用により住宅供給公社の解散
 - ➡ 損失補償契約に基づく支払い113億円
- ▶ 県の単年度貸付金268億円が返済不能
 - ➡ 381億円の第三セクター等改革推進債を活用
- ▶ 損失補償という潜在コストが顕在化 ➡ 県民負担
- ▶ 損失補償付き債務の縮減が、財政運営上の大きな課題



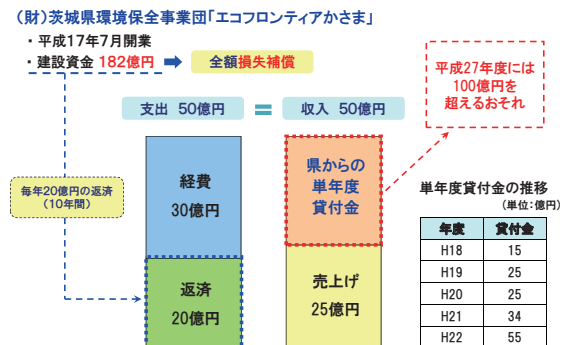
償契約に基づく約 113 億円の支払い義務が生じました。また県から公社に貸し付けていた、単年度貸付金約 268 億円が回収不能となったため、合わせて 381 億円の第三セクター等改革推進債を発行し、今後 15 年間にわたり一般財源でこの負担を返済することとなりました。

県民の皆様に変な大きな負担を強いるという事態を招き、改めて損失補償というものが非常に大きなリスクであり、潜在的なコストであるということを県として認識するに至った次第であります。住宅供給公社の解散以降は、いかにして損失補償付きの債務を縮減するかという点が県の財政運営上、大きな課題となってまいりました。

4. エコフロンティアかさまの経営状況

こうした背景を抱えるなかで、俎上にあがってきたのが今回のエコフロンティアかさまです。(図 5) この施設は、県が 100%出資して設立した「財団法人茨城県環境保全事業団」

図5. エコフロンティアかさまの状況



が運営する廃棄物処理場で、平成17年に操業期間を10年間とする約束で開業しました。

しかしながら、開業5年目には、借入金の返済計画を見直さなければならないという状況になります。

「エコフロンティアかさま」は開業にあたり、建設費用182億円の全てを県の損失補償のもとで借入を行い、その返済として利子分も含めて毎年約20億円ずつ、操業期間内の10年間で返済する当初の計画になっていました。

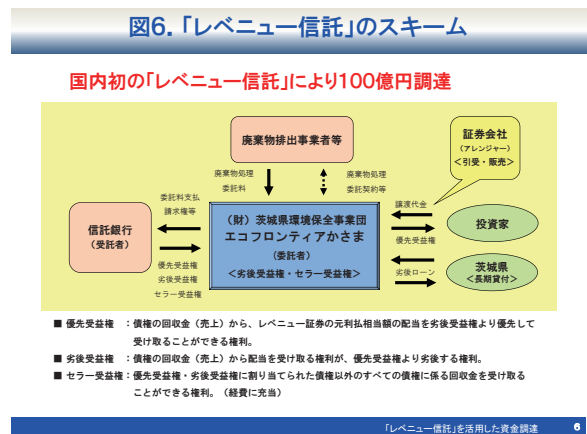
したがって、返済に充てる20億円と事務経費等の経費である30億円を、その年々の事業収入（廃棄物処理委託料など）で賄わなければならないのですが、開業後、リサイクル技術の進展や経済活動の低迷など、廃棄物処理をめぐる環境が大きく変化し、売上は毎年約25億円程度にとどまっておりました。

そこで収支の不足分については、毎年県からの「単年度貸付金」で収支を合わせておりましたが、この単年度貸付も当初11億円（平成17年度）で始まったものが、年々増加し、平成27年度には100億円を超える見込みとなっておりました。

エコフロンティアかさまは、県からの損失補償、単年度貸付金という支えがなくなるとか経営を維持しているという危機的な状況にありました。

5. エコフロンティアかさま「レベニュー信託」の導入

こういった状況を打開するために、今回導入したのが「レベニュー信託」であります。（図6）



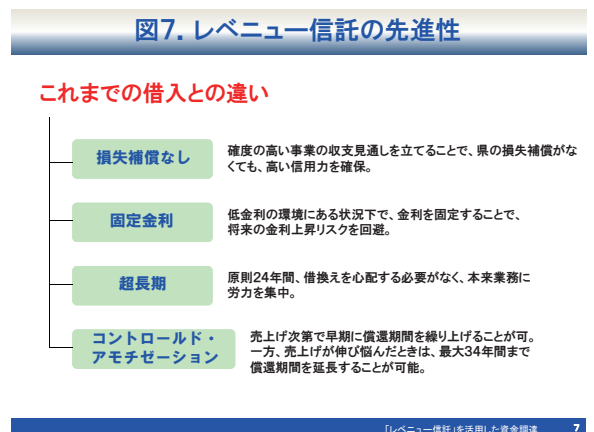
そのスキームは、まずエコフロンティアかさまが廃棄物処理を行うことによって得られる将来の委託料の全額を一旦、信託銀行に信託します。信託銀行はこの委託料を受け取る権利を3種類の受益権に仕分けし、再度、エコフロンティアかさまが、この受益権を受け取り、そのうち「優先受益権」（売上から配当を優先して受け取ることができる権利）を証券会社（アレンジャー）を通じて投資家に売却することで、100億円の資金調達をしました。

また、「セラー受益権」については、運営に充てる経費を売上から受け取る権利であり、エコフロンティアかさまが保有することで、本業の経営に必要な経費についてはしっかり確保され、本業には影響が出ないようになっております。

なお、エコフロンティアかさまで既存の金融機関や県（単年度貸付金）への返済に必要な資金は約145.5億円で、レベニュー信託で調達可能な100億円でまだ足りない部分につきましては、県からの長期貸付け45.5億円を実施しました。

6. レベニュー信託の先進性

さて、従来まで県と第三セクター等で実施していた資金調達の手法との違いという点で4点ほど列挙します。（図7）



まず1点目は「損失補償」が不要であるという点です。その結果、県の将来負担額からも外れ、レベニュー信託で調達した100億円については、地方公共団体財政健全化法の将

来負担比率の算出上は不算入になります。

2点目は、今般の低金利の環境下において「固定金利」とすることで、将来の金利上昇による金利負担の増加リスクを回避することができました。(従来は6ヶ月毎に金利を見直す変動金利の契約)

3点目は、原則24年間(最長34年間)という超長期の償還期間を設定することにより、当該期間中借換えの心配をする必要がなくなったため、金融機関との借入交渉に充てていた事務労力を解消し、本業(廃棄物処理事業)に注力できる体制を整えることが可能となりました。

そして最後の4点目は、コントロールド・アマチゼーションという償還方式の導入です。これはエコフロンティアかさまの売上の多寡次第で償還期間を繰り上げたり、あるいは繰り延べたりといった調整を可能にするものです。これによって無理なく返済が維持できるので、本業への影響も少なくできるという状況にもなりました。

7. 今後の課題

今後、本県が取り組んだ「レベニュー信託」、レベニュー債が全国的に広がっていくかという点については、いくつかの課題が考えられます。(図8)

まず制度上の課題です。現在は、地方道路公社、住宅供給公社などを除いた財団法人などの公益法人には、債券を発行する法的根拠がありません。

図8. レベニュー債(信託)の課題

今後、この取り組みが広がるか?

制度上の課題

公益法人の債券(有価証券)発行の法的根拠の設置

➡ 現行法(金融商品取扱法)では、SPC(特定目的会社)や信託を活用するしかない。(地方道路公社、住宅供給公社、土地開発公社のみが債券発行可能とされている)

償還確実性の課題

信用力の高い、中長期の収支計画の策定

➡ 格付会社、コンサルタントによる外部評価を導入

事業運営上の課題

事業の透明性の確保、経営者の責任の明確化

➡ 安定的な収益確保やムダなコストの徹底的な排除が必要

➡ **すべて投資家に対する説明責任を負う**

「レベニュー信託」を活用した資金調達 8

したがって、今回は「信託」という手法をとりましたが、「信託」あるいは「SPC(特定目的会社)」を設立するといった手段をとらないと、金融商品取扱法上の有価証券にならないという課題がございます。

次に償還確実性の課題です。資金を提供する投資家からの信頼を得るための償還確実性を確保していくためには、まずその売上が安定的に得られる事業形態でなければならないといった課題があります。信用力の高い中長期の収支計画を立て、格付会社など外部から投資適格に値する高い評価を得なければならないという課題もあります。

さらに、事業運営上の課題です。安定的な収益を確保できること、あるいは無駄なコストは削減し、排除していること、また事業の透明性や経営、責任を明確にしていることについて、全ての投資家に対し説明責任を負うという点があります。

現在、国においても、PFI法の改正など、公的セクターにおける民間資金の活用を積極的に促す動きがありますが、本県が取り組んだレベニュー信託は、第三セクター等における資金調達の課題を解決する一つの可能性を広げたのではないかと考えております。

8. おわりに

エコフロンティアかさまでは、平成24年8月30日から、全国的にその処理が問題になっている震災がれきの受け入れを開始いたしました。

こうした社会的な課題にしっかり対応できるのも、財務基盤が安定し、本業に集中できる環境を整えたということがあったからこそであり、そうした意味でもレベニュー信託を導入した意義は大きかったのではないかと考えております。

* レベニュー信託についての詳しい資料
茨城県総務部財政課のホームページ
URL <http://www.pref.ibaraki.jp/bukyoku/soumu/zaisei/revenue.html>