

# 「資金調達手法の多様化」の取組

---

茨城県総務部財政課

平成27年8月4日

# 1. 茨城県の概況



総人口

2,919千人 (全国第11位)

総面積

6,096km<sup>2</sup> (全国第24位)

可住地面積

3,982km<sup>2</sup> (全国第4位)

耕地面積割合

28.3% (全国第1位)

県内総生産 (名目)

11兆6,420億円 (全国第11位)

県民所得 (1人あたり)

3,137千円 (全国第4位) ※昭和30年代は30位前後

製造品出荷額等

10兆7,028億円 (全国第8位)

農業産出額

4,356億円 (全国第2位)

海面漁獲量

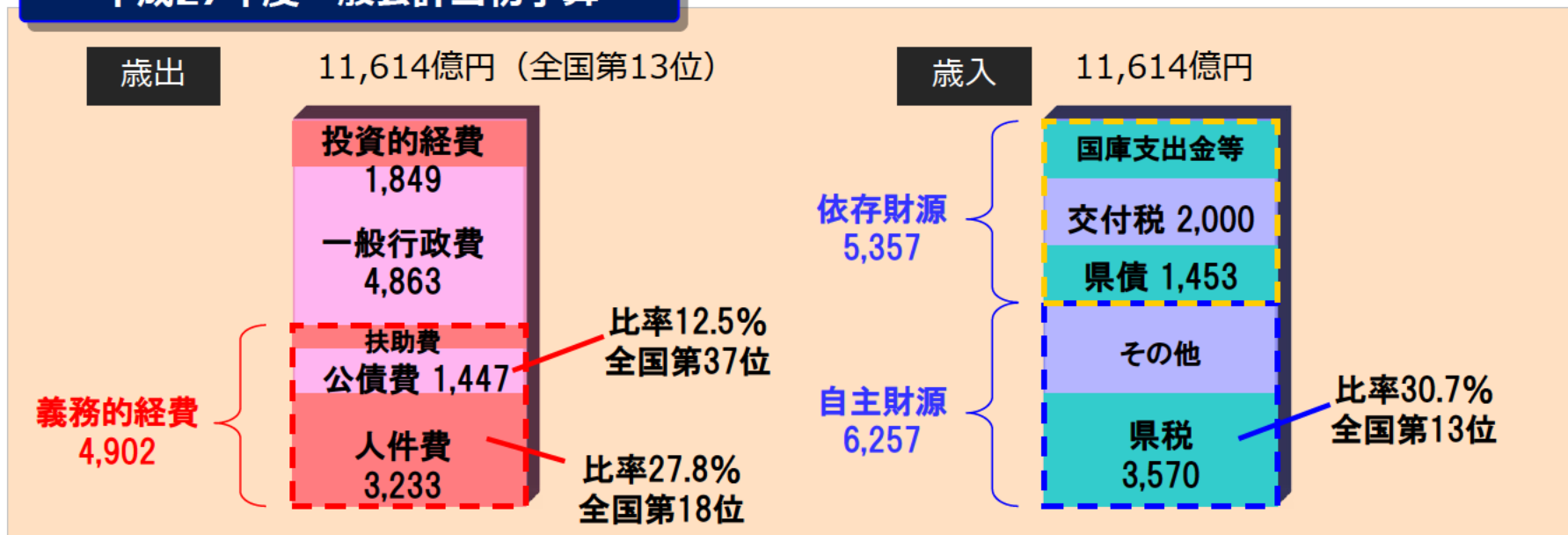
154,314 t (全国第6位)



# 2. 茨城県の財政状況①

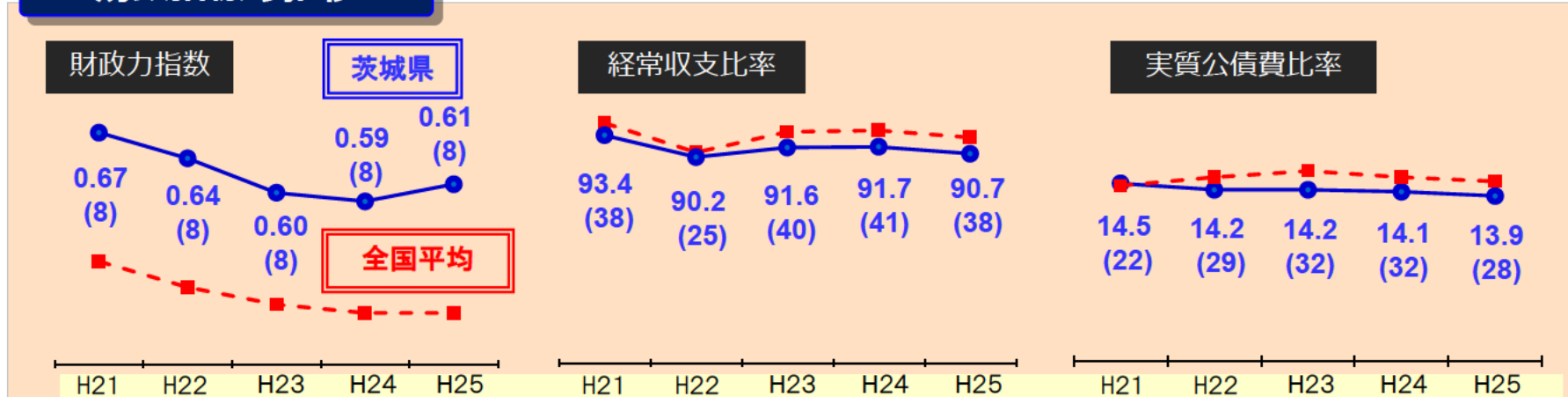


## 平成27年度一般会計当初予算



## 財政指標の推移

(※ カッコ書きは本県の全国順位)

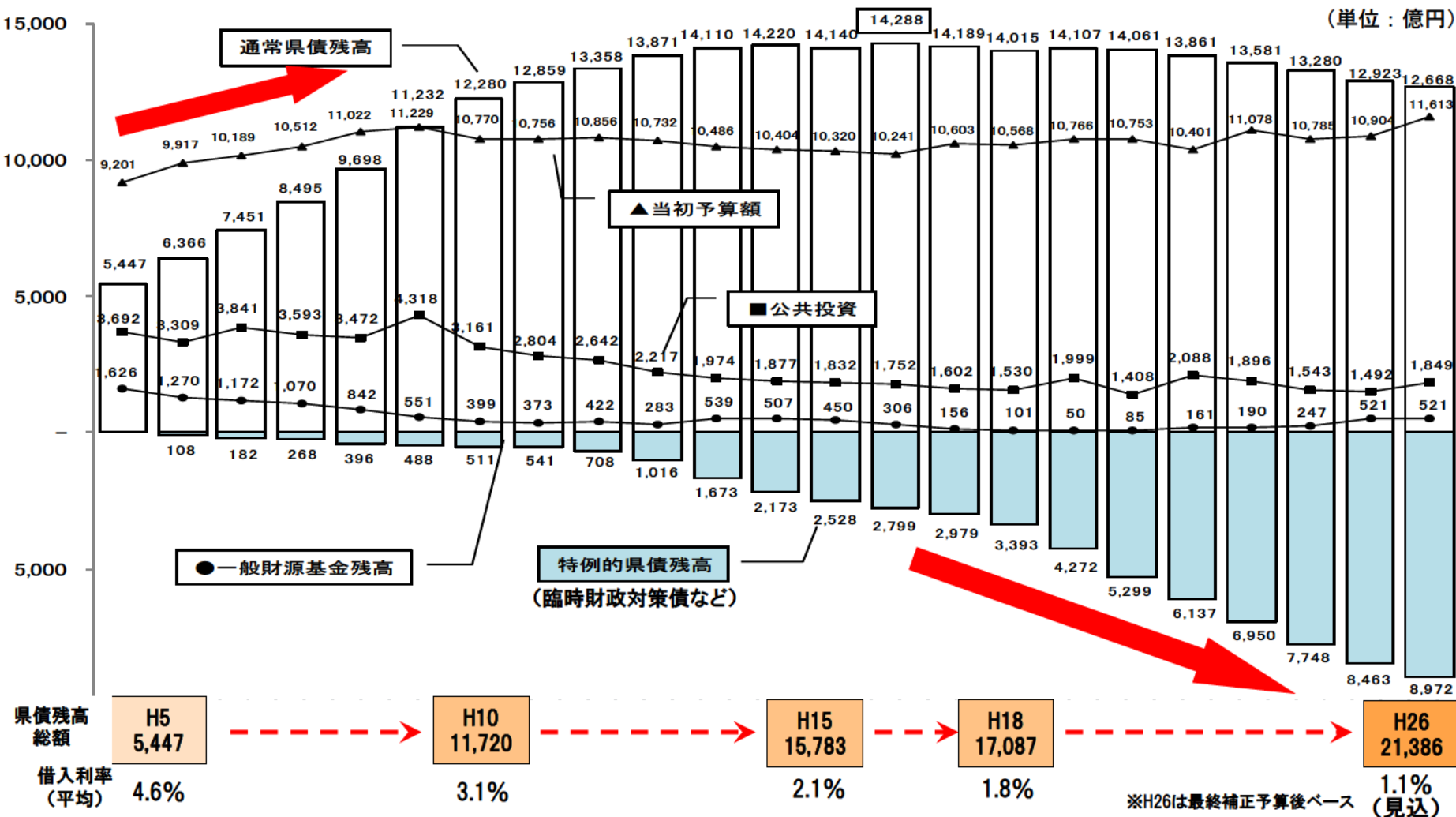


# 2. 茨城県の財政状況②



## 県債残高の推移

経済対策により急増、その後臨時財政対策債等によりさらに急増



# 3. 資金管理の高度化①



## 資金管理官の採用

- ◆ 調達と運用の両面にわたる資金管理の高度化を目的として、平成21年12月に採用（公募／5年任期付き） ※ 平成26年12月から資金管理担当顧問（非常勤嘱託職員）
- ◆ リスク管理とコスト削減のための施策の立案や職員への指導を実施。
- ◆ 特に、経営が悪化している出資法人の資金調達に関し、金融機関との協議の場に臨み、直接交渉を実施。

## 資金管理官の活動の成果

- 超長期債（20～30年債）の借入利率引き下げ
  - ・ 定時償還型の県債と、満期一括型の国債との平均残存年限の比較による金利の引き下げ
- 銀行等引受債に係る金利決定ルールの変更
  - ・ 銀行等引受債（定時償還方式、10年以下）について、借入期間に応じた金利決定ルールから、平均残存期間に応じた金利決定ルールに変更したことによる金利の引き下げ
- 歳計現金の運用の多様化
  - ・ 短期国債での運用を導入（従来は、指定金融機関の譲渡性預金で対応）
- 積立基金の運用の多様化
  - ・ 減債基金（満期一括償還分）の運用に当たり、見積合わせにより債券（10年債）購入

# 3. 資金管理の高度化②



## 資金管理の一元化 (H23~)

### 【見直し前】

会計課	・ 歳計現金及び基金の運用 ・ 資金の一時借入
財政課	・ 地方債発行による長期資金の調達

- 課題 増大する地方債の発行・償還が歳計現金の残高を左右

### 【見直し後】

会計課	・ 資金決済業務への移行 ・ 決済事務課として、別の角度から資金水準を把握
財政課	・ 地方債発行による長期資金の調達 ・ 歳計現金及び基金の運用 ・ 資金の一時借入

### 効果

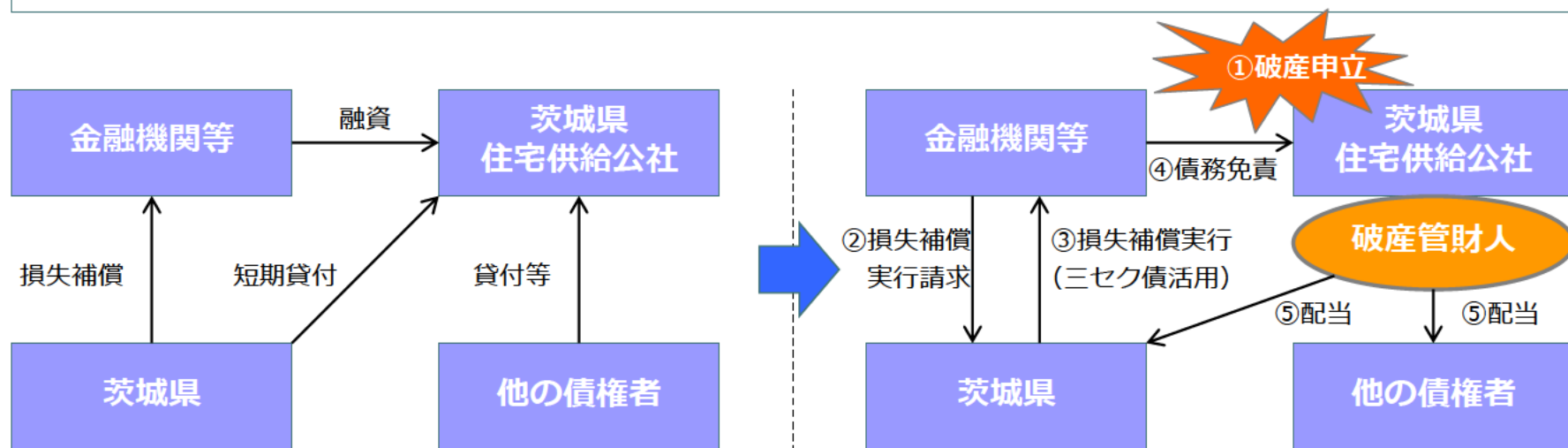
- (1) 調達コストの縮減
  - ・ 資金水準表の精度向上により、無駄な一時借入を回避
  - ・ キャッシュ・フロー把握で可能となる競争入札による借入コスト縮減
- (2) 運用益の拡大
  - ・ 資金水準表の精度向上により、運用金額の最大化を実現
  - ・ 資金水準表の精度向上により、運用手段の多様化を実現

# 4. 出資法人の資金調達に関する取組①



## 住宅供給公社対策（H22.10 三セク債発行）

- ・多額の損失補償と短期貸付を行っていた住宅供給公社について、三セク債の活用を前提として破産処理を実施（三セク債発行額約380億円）
- ・地方住宅供給公社が破産処理を行った初のケース
  - \* 公社の負債額は約523億円、債務超過額は約317億円にのぼっていた。



### 〈備考〉

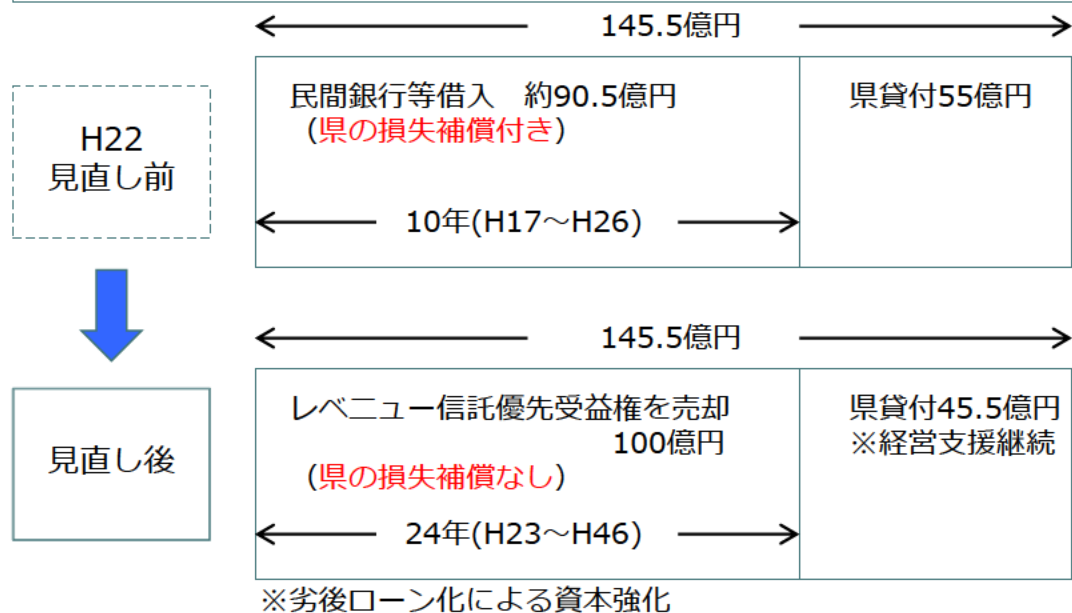
- ・三セク債の発行は、15年の許可の範囲内で、借入期間を5・10・15年、変動金利と固定金利を組み合わせるなど工夫
- ・金利は、金融機関との交渉により、低利で調達 → 三セク債の利率：平均0.634%（※借入時）  
（住宅供給公社の借入利率（平均1.46%）と比較した場合の軽減額は24億円程度）

# 4. 出資法人の資金調達に関する取組②



## 茨城県環境保全事業団のレベニュー信託活用 (H23)

- ・(一財)茨城県環境保全事業団が運営する廃棄物処理場「エコフロンティアかさま」は、当初計画において、約182億円の建設資金を10年間の事業期間で償還する予定(※毎年約20億円の返済)
- ・開業後、ゴミの減量化等の廃棄物処理を巡る環境は大きく変化し、売上高は25億円程度
- ・資金収支不足が生じ、毎年度県からの単年度貸し付けで補う状況



### 効果

#### (1) 事業団のメリット

- ・超長期資金(24年間)の確実な調達  
→ 期間延長による年返済額の縮小・安定的な資金繰りによる自立的な施設運営

#### (2) 県のメリット

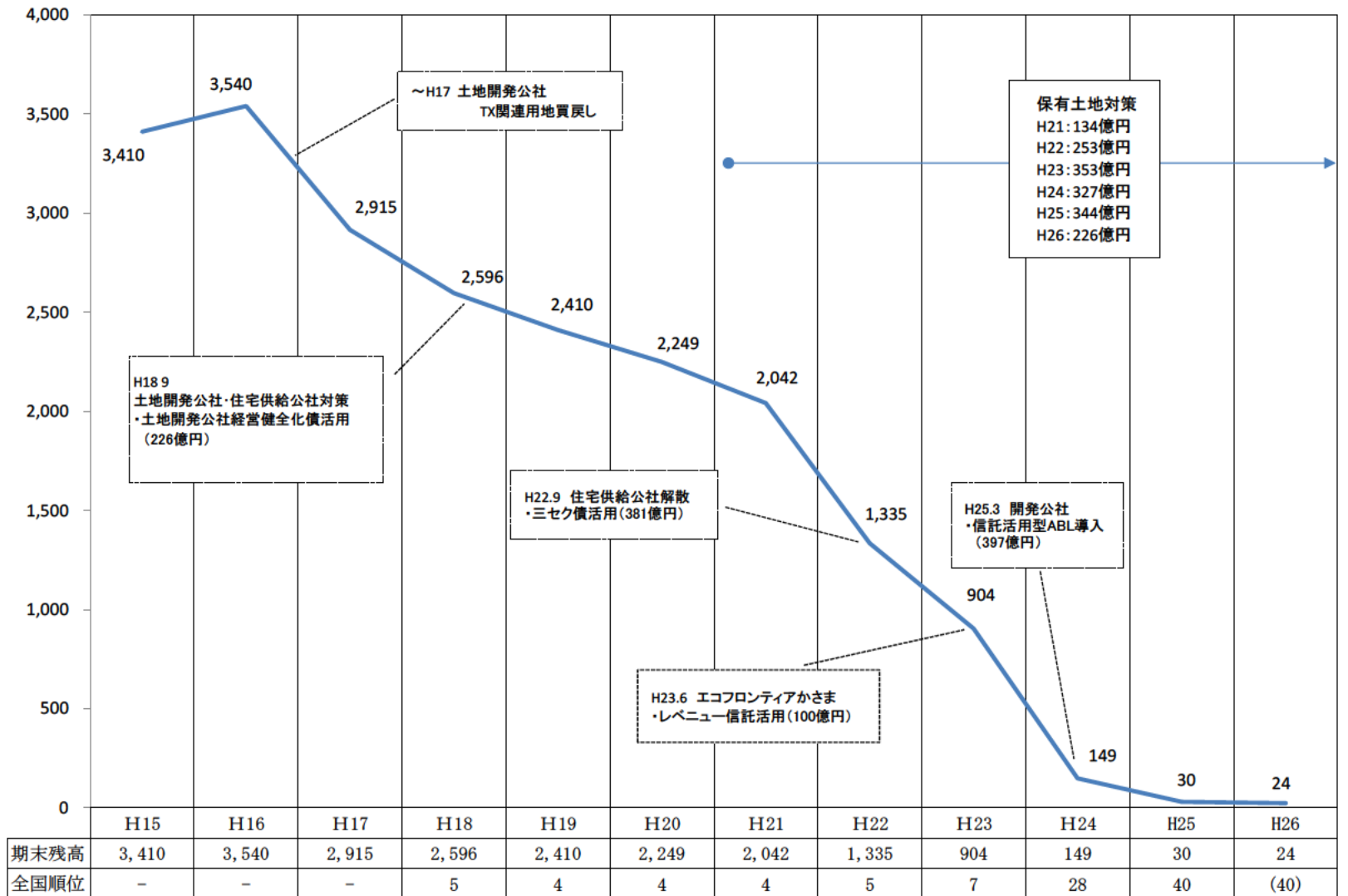
- ・損失補償の解消(H22末限度額:100億円+利子) → 将来負担額の縮減



# 5. 三セク等の債務保証・損失補償付き期末借入残高の推移



・三セク債やレベニュー信託の活用等により県の債務保証・損失補償付き借入残高は大幅に減少



※ H26における全国順位は、他県のH25期末借入残高との比較による順位

(単位：億円)

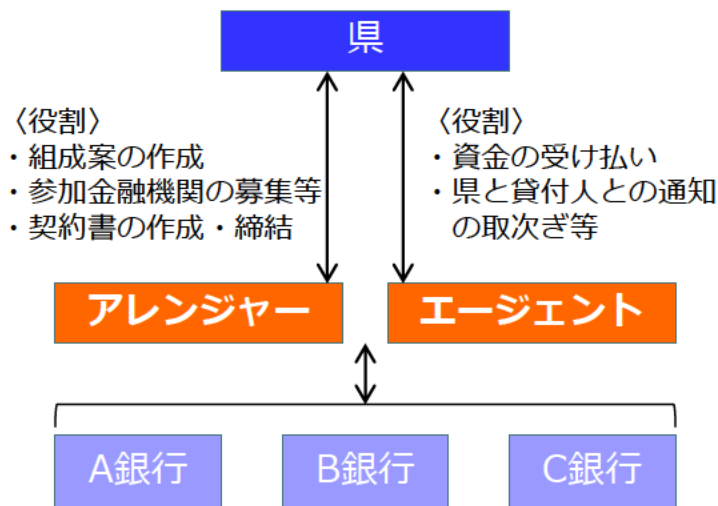
# 6. シンジケート・ローンを活用した資金調達



## シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達（H26～）

### 【目的】

- ・将来的な景気回復により、民間企業の資金需要が高まるなど、県内金融機関の貸出しに余裕がなくなる場合に備え、県外金融機関からの資金調達ルートを確認



### ● シンジケート・ローンによる借入

概要	借入実行日：H26.9.30 借入期間：10年間（3年据置） 借入金額：100億円
成果	・県外の11金融機関がシンジケート団に参加 ・手数料も含め、県内金融機関からの調達コストと同程度で調達

相対での銀行借入、市場公募債発行に続く第3の調達手法の確立

### 〈留意点等（茨城県の場合）〉

- ・アレジャーの選定に際し、調達コストのみならず、県外金融機関の参加想定数や地域バランスを考慮し決定
- ・資金調達先を県外金融機関に拡大することについて、県の資金調達に協力をいただいている県内金融機関の理解を得ること

# 7. 金利予約取引による金利変動リスクの抑制



## 【目的・背景】

- ・既発債の借換時期が3月に集中しており、金利変動リスクの抑制が課題
- \* 借換債の前倒し発行も一つの手法ではあるが、歳計現金が膨れてしまい、調達コストに対して運用差損の発生がネック
- ・H26.10月末の日銀による追加緩和以降、金利のボラティリティが高まっていたため、3月の特定日のみに借入の条件決定を集中させるのはリスクが高い状況



## ● 金利スワップ取引を活用した「金利予約取引」

概要	金利予約日：H27.2.28 借入実行日：H27.3.31 借入期間：10年間（据置なし） 借入金額：約40億円
成果	・利率：0.011ポイント減 〔実施しなかった場合：0.253%〕 →実施結果：0.242% ・利子総額：約300万円減

金利スワップ取引を単体で締結できない地方公共団体として、金利スワップ取引による効果を楽しむ仕組みの構築

## 〈備考（茨城県の場合）〉

- ・本県には、金利スワップ取引の決済を長期にわたり管理し実行できる体制がなく、ISDA（International Swaps and Derivatives Association）契約についても締結するための専門的なノウハウの蓄積が乏しかったため、金利スワップの単体取引は困難
- ・予約した金利を県債に直接的に反映させるためには、金利スワップの単体取引だけでは難しいため、この解決策も併せて検討し、借入の前に本県と金融機関とで借入利率に関する覚書を取り交わす形を取ることで上記の問題を解決

# 8. 今後の取組



中長期的に持続可能で健全な財政構造を確立していけるよう、今後の市場や金利動向等の状況把握に努め、資金調達の多様化・安定性向上、効率的な資金調達・資金運用を図る。

## 課題

### ① 県債残高の高止まり

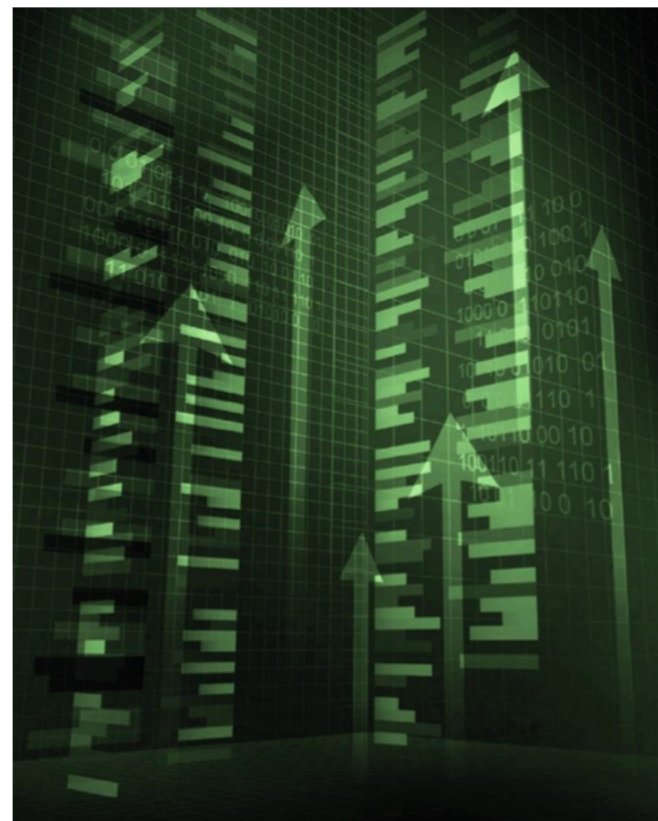
- ・ 臨時財政対策債の発行継続等による

### ② 調達コストの上昇のおそれ

- ・ 今後長期金利が上昇するという見方が大勢

## 対応

- ・ 今後も多額の資金を、円滑にかつ低コストで調達できるよう、調達手法の多様化に積極的に取り組む



## ◎協調融資で県外から資金調達＝茨城県

茨城県は、初めてシンジケートローン(協調融資)を活用し、県外の投資家から資金調達を行った。借入金額100億円の10年ローンで、一般財源に充てる。資金調達手法の多様化が目的。

財政課によると、常陽銀行(水戸市)とあおぞら銀行が共同でアレンジャー(幹事)となり、地銀などいずれも県外に本社を置く11の金融機関がシンジケート団を組成した。県外からの資金調達は通常利率が高くなりがちだが、県内での調達と同程度のレートに抑えた。

一般的に協調融資は、投資家にとっては1者当たりの融資額が少ないことでリスクを低減でき、借り手にとっては複数の投資家から同時に借り入れることで多額の資金を調達できることがメリットとされる。

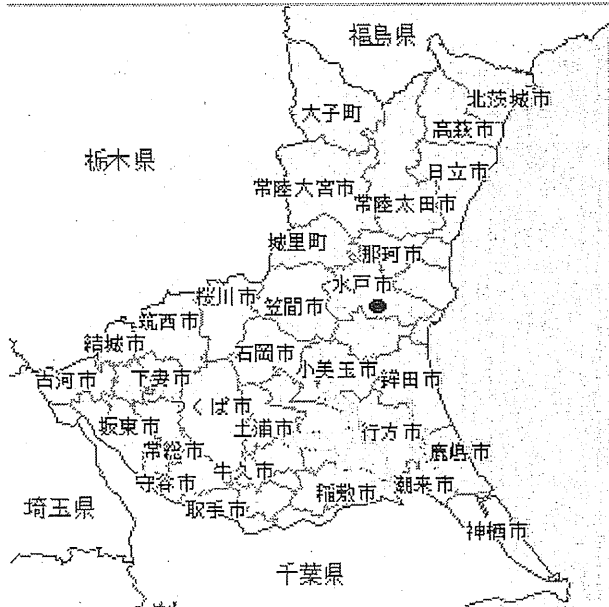
ただ、今回の取り組みは将来的な景気回復を見据え、設備投資など民間企業の資金需要が高まり、県内金融機関の融資に余裕がなくなる場合に備え、県外から資金を調達できるルートを確保しておくことに主眼が置かれている。今後同様の手法を用いた資金調達を年1回実施していく方針。(了)

(2014年10月3日／官庁速報)

## ○茨城県の財政状況資料集(2012年度)＝総務省

### ■茨城県(いばらきけん) << 非表示

人口	: 2,993,638人(2014年1月1日現在)
面積	: 6,095.69平方キロ
知事	: 橋本 昌(はしもと まさる)
住所	: 310-8555 茨城県水戸市笠原町978-6
電話番号	: 029-301-1111
特記事項	:



15/03/31 07:31

KL020 時事通信

## ◎「金利予約」で変動リスク抑制＝年度末の債券発行集中にらみ―茨城県

茨城県は、年度末に発行する銀行等引受債（縁故債）約700億円分のうち約40億円分について、「金利予約」と呼ばれる手法を用いて適用される金利を前倒しで決定した。県債の発行時期は年度末に集中するため、適用金利を分散することで変動リスクを抑えるのが目的。

財政課によると、毎年3月末に発行する銀行等引受債は、金融機関との取り決めにより金融機関の8営業日前（2014年度は3月19日）時点での金利が適用されている。

金利水準は日本銀行の金融緩和政策の下で極めて低い状況が続いているが、金利のボラティリティー（変動率）は高く、いつ上昇するか分からないため、特定の日が付いた金利だけで全額を調達するのはリスクが高いと判断。約40億円分（10年債）について、金融機関との交渉で3月末の約1カ月前となる2月27日時点での金利を適用することを決めた。

3月19日の金利は約0.25%だったのに対し、2月27日は金利予約によって金融機関に支払うコストを含めて約0.24%だったことから、結果的に15年度は約40万円、10年間で約300万円の金利負担を軽減できたという。

変動リスクの抑制に主眼が置かれているため、財政課の担当者は「（金利負担が上がる）逆のケースだったこともあり得る。毎年いい結果になるとは限らない」と話している。15年度の資金調達計画に関しては、金利の動向が読めない中で調達方法や年限をあらかじめ定めない「フレックス枠」（約400億円分）を引き続き設け、柔軟に調達を行う方針。（了）

（2015年3月31日／官庁速報）

○茨城県の財政状況資料集（2012年度）＝総務省

企画特集 『地方創生×農業振興』 掲載中

Copyright © Jiji Press Ltd. All Rights Reserved.

## 資金の一元管理と一括運用・調達

(1) キャッシュ・マネジメントとはキャッシュ・フローの管理を指す、要は歳入・歳出のスケジュール管理のことである。

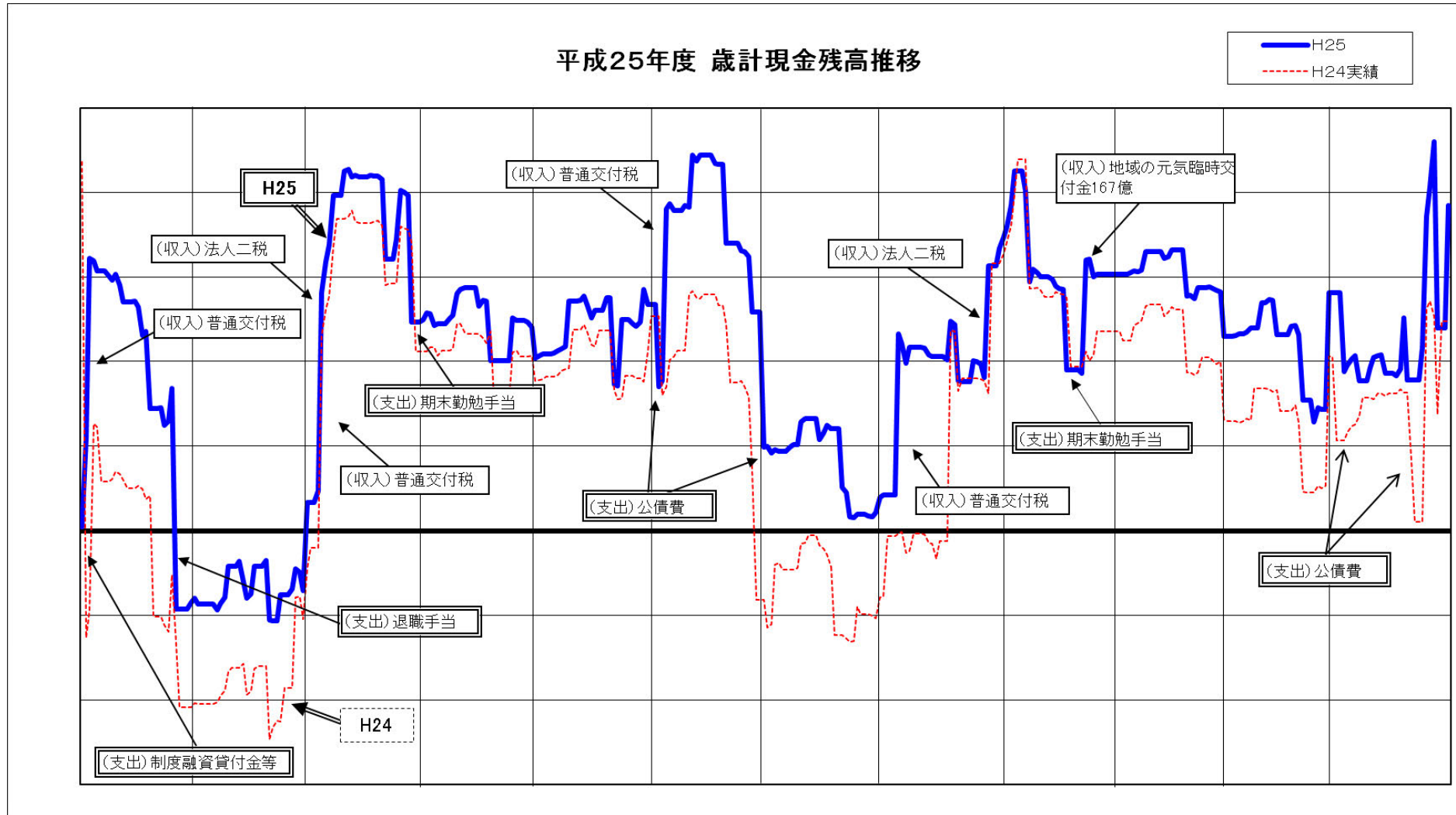
(参考) 地方財務でのキャッシュ・マネジメントは簡単ではない。歳出は自己発信であるので把握可能だが、歳入を確定することが難しい。入金が多くは税込である。税は定時に定額入金されるものではないので、入出金の管理だけでなく、将来の着金予想を過去の入金パターンから算出する必要がある。信憑性の高いキャッシュ・マネジメントの構築により資金管理の一元化に進むことができる。

(2) 資金管理の一元化とは各部局でのキャッシュ・マネジメントの結果を集積、ネット残高のプラス・マイナスで資金の運用・調達を行う合理的な仕組み。

(参考) 地方自治体では会計課が歳計現金や基金の運用を受け持ち、財政課によって一時借入や地方債発行による長期資金の調達が行われている。更に、企業会計、病院会計も独自の運用・調達を行っているため無駄が多い。これらの勘定も一元化の対象とする。要は資金の運用・調達を集中管理し、予め入出金を内部相殺した上で、最後に金融機関と一括運用・調達を行い、運用益拡大とコスト削減を狙うものである。また、庁外の地方公社、出資団体、第三セクター等に守備範囲を広げられれば、更にネット金額は抑えられ、無駄な調達を回避できる。

(3) 現在の超低金利下では運用益と調達コストの差額が縮小して、更なるコストセーブが難しくなっている。そこで、資金管理の一元化により調達金額自体を縮減し、コストセーブを拡大しようという試みである。

# 資金残高表





## 「地方公共団体ファイナンス表彰」

	記 述 欄
① 取組内容	<p><b>【資金調達手法の多様化】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 臨時財政対策債の増加等により、本県の県債残高は2兆円を超え、県債発行による多額の資金調達が必要。また、経営が悪化している出資法人の資金調達も課題であった。</li> <li>○ 茨城県では、資金調達の円滑化及び安定化に資するため、民間金融機関経験者を資金管理官として採用し、調達手法の多様化に取り組んできたところ</li> </ul> <p style="margin-left: 20px;">＜平成22～25年度の取組＞</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 住宅供給公社対策として、第三セクター等改革推進債を発行(平成22年度)</li> <li>・ 環境保全事業団の長期資金借換に際し、レベニュー信託を活用(平成23年度)</li> <li>・ 全国型市場公募債の個別発行を再開(平成24年度)</li> </ul> <p>○ 平成26年度は次の取組を実施</p> <p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 9月の銀行等引受債の発行に際し、県外金融機関にターゲットを絞ってシンジケート・ローンを実施</li> <li>・ 借入期間:10年間(3年据置),借入額:100億円</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3月の銀行等引受債の借換に際し、金利スワップ取引を活用して金利を事前に決定できる「金利予約取引」を2月に実施し、金利変動リスクを抑制</li> <li>・ 借入期間:10年間(据置なし),借入額:約40億円</li> </ul> <p>* 金利予約取引については、平成24年6月に、その後の金利上昇を想定し、9月借換債の一部で実施済み。今回は、金利のボラティリティが高い状況を背景に、条件決定時期を分散し、金利変動リスクを抑制</p>
② 取組に至った背景(現状に対する課題認識及びきっかけなど)	<p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ (将来的な景気回復により、民間企業の資金需要が高まるなど,)県内金融機関の貸出しに余裕なくなる場合に備え、県外金融機関からの資金調達ルートを確保</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 既発債の借換時期が3月に集中しており、金利変動リスクの抑制が課題(借換債の前倒し発行も一つの手法ではあるが、歳計現金が膨れてしまい、調達コストに対して運用差損の発生がネック)</li> <li>・ また、取組当時は金利のボラティリティが高まっていたため、3月の特定日のみに借入の条件決定を集中させるのはリスクが高い状況</li> </ul>
③ 取組による成果(可能な限り数値をもって記載)	<p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 県外の11金融機関がシンジケート団に参加</li> <li>・ 手数料も含め、県内金融機関からの調達コストと同程度で調達</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 利率:0.011ポイント減 (実施しなかった場合:0.253% → 実施結果:0.242%)</li> <li>・ 利子総額:約300万円減</li> </ul>

<p>④ 取り組むにあたって工夫をした点</p>	<p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ アレンジャーの選定に際し、調達コストのみならず、県外金融機関の参加想定数や地域バランスを考慮し決定</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 本県には金利スワップ取引の決済を長期にわたり管理し実行できる体制がなく、ISDA(International Swaps and Derivatives Association)契約についても締結するための専門的なノウハウの蓄積が乏しかったため、金利スワップの単体取引は困難。また、予約した金利を県債に直接的に反映させるためには、金利スワップの単体取引だけでは難しいため、この解決策も併せて検討し、借入の前に本県と金融機関とで借入利率に関する覚書を取り交わす形を取ることで上記の問題を解決</li> <li>・ この手法は専門的なノウハウが必要ではないため汎用性が高く、多くの地方公共団体においても検討可能</li> </ul>
<p>⑤ 取り組むにあたって苦勞した点</p>	<p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 資金調達先を県外金融機関に拡大することについて、本県の資金調達に協力をいただいている県内金融機関の理解を得ること</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金利スワップ取引を単体で締結できない地方公共団体として、金利スワップ取引による効果を楽しむ仕組みの構築</li> <li>・ 金利スワップ取引自体は県と行わず、金利予約取引のみの約定とする交渉</li> </ul>
<p>⑥ 今後の取組方針</p>	<p>○ 共通</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「フレックス枠」(平成 27 年度:400 億円)の活用等、市場の動向等を踏まえて、今後も機動的に柔軟な資金調達を実施</li> </ul> <p>○ 個別</p> <p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 県外金融機関等に対する茨城県債の認知度を高めるため、定期的に県外金融機関等を対象としたシンジケート・ローンを実施</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 既発債の借換時期の集中は今後も続くとともに、金利のボラティリティが高い状況も継続すると見込まれるため、金利変動リスクを抑制する手段として、市場環境を注視しながら引き続き活用を検討</li> <li>・ 景気回復や金融政策の変更等により金利が上昇していくと見込まれる局面では、積極的な活用も検討</li> </ul>
<p>⑦ 外部からの評価(ある場合)</p>	<p>ア シンジケート・ローンを活用した県外金融機関からの資金調達</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 平成 26 年 10 月 3 日官庁速報掲載 「◎協調融資で県外から資金調達＝茨城県」</li> </ul> <p>イ 金利予約取引による金利変動リスクの抑制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 平成 27 年 3 月 31 日官庁速報掲載 「◎「金利予約」で変動リスク抑制＝年度末の債券発行集中にらみー茨城県」</li> </ul> <p>※ レベニュー信託</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 先進政策バンク優秀政策(全国知事会)</li> <li>・ Dealwatch Awards 2011(トムソン・ロイター・マーケッツ(株))</li> <li>・ Japan deals of the year(金融雑誌 Asia Money)</li> </ul>

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 新しい資金調達の試み

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。

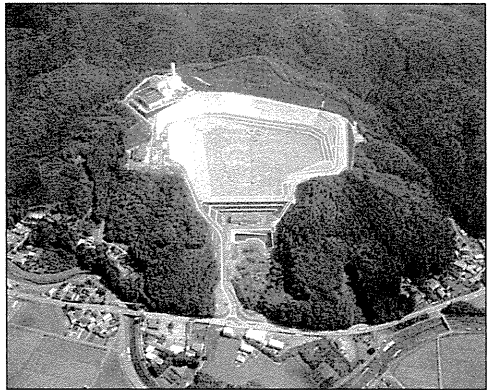
## レベニュー信託とは

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ていませんでした。

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。

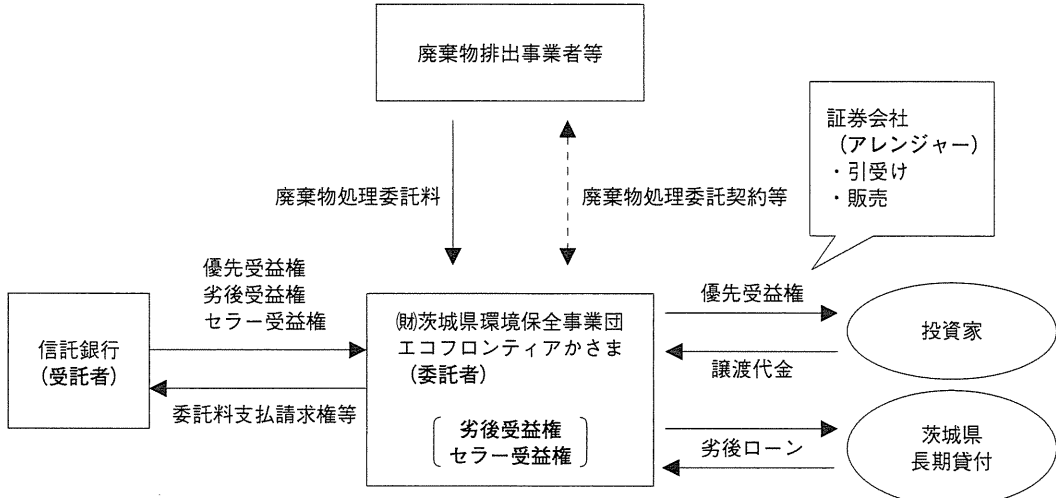
当初、45億円の私募債の発行を考え

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。

# 金融政策の 地方財務への影響

望月 洋 茨城県顧問、パブリック・マネジメント・コンサル  
ティング 上席財務アドバイザー

もちづき・ひろし ●ファースト・シカゴ銀行、スイス・ユニオン銀行で外為業務、パリバグループ、ドレスナー・クラインオート証券では資金証券運用部にて資金調達・運用及び流動性管理の責任者を経て、茨城県総務部財政課（会計事務局兼務）にて平成21年12月より資金管理官を5年間務める。

## 2016年の三大ニュース

起稿時点で2016年も余すところ1か月。2016年の地方行財政三大ニュースを選ぶにあたり、自治体の財務アドバイザーとしての視点から、地方財務の金融面にフォーカスしてみた。

今年一番のニュースは何と言っても日本銀行によるマイナス金利の導入であろう。金融界のみならず地方財務の現場でもマイナス金利の影響は多大であった。特に資金運用面での衝撃は小さくなく、自治体に許される「安全で有利」な運用機会は「かなりの程度失われた」といっても過言ではない。

この余波として、超長期地方債市場に注目が集まったが、これを第二のニュースとし、第三のニュースには日本銀行による長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の導入をあげたい。

2013年の異次元緩和以来、金融政策は世界でも類をみない挑戦的かつ実験的な状況が続いている。日本銀行の取り組みは、金利等を通じて自治体財政にも影響があることからこれらの選抜は必然であった。三大ニュー

スの選考で、金融政策の手法から二つ、そしてその余波を受けた内容を選ぶことは、筆者の職業的立場を割り引いたとしても、必然的だったと思われる。その意味でも2016年は特徴的な年であったのではないだろうか。

### 1 日本銀行によるマイナス金利の導入

日本銀行は伝統的に短期市場の金利をコントロールすることで金融政策を実施してきた。しかし、バブル経済の崩壊以降、金利は段階的に切り下げても景気低迷から脱することができず、ゼロ金利政策へと追い込まれていく。もっとも、低成長は次第にデフレ状況に突入。強固なデフレは、ゼロ金利政策をもってしても如何ともしがたく量的緩和政策に転じていく。

2013年3月の黒田総裁の就任以降、これまで行われてきた量的緩和政策は異次元緩和政策へと飛躍的に強化されることになる。異次元緩和は、2年間で2%の消費者物価の上昇を目標とし、マネタリーベースおよび長期国債・ETF等の保有額を2年間で2倍に拡大、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行うものであった。

まさに「異次元」と呼ぶのにふさわしく「財政ファイナンスではないか」との議論も生じることになった。

異次元緩和の開始から3年が経過し、結果、デフレ状態は脱したかに見える。もっとも、2%の物価上昇には程遠く、引き続きデフレ状態に舞い戻る可能性もあったことから、日本銀行は2016年1月の金融政策決定会合にて、「金融機関が保有する日本銀行当座預金の一部残高に対し▲0.1%のマイナス金利を適用する」として、マイナス金利の導入を決定した。

マイナス金利と長期国債の買入れという組み合わせは、とても強力に各年限の国債金利を引き下げ、全体として更なるイールドカーブの下方シフトを引き起こしている。多くの国債はマイナス利回りでの取引が成立。10年債どころか20年債までもマイナス利回りに突入した。

こうした結果、多くの自治体が運用難で苦しんだと聞く。資金調達においてはマイナス金利の導入は朗報のはずだが、地方債の発行レートが金融機関や投資家にとって受入れ難いレベルまで下がっている結果、償還年限が5年や10年の地方債ではさらに低い水準ではなかなかに引受け手が見当たらないということが多かった。要するに

運用利回り以上には調達コストが下がらない状況が多々みられたということである。運用収益を加味した総調達コストは2015年よりも寧ろ上回った先もあったのではなからうか。

## 2 超長期地方債への注目

日本銀行によるマイナス金利の導入に伴い、社会全体の金利は下方シフトが生じた。こうしたなかで、金融機関は大きな影響を受けることになる。

マイナス金利の▲0・1%適用は、日本銀行当座預金内の基礎残高とマクロ加算残高の合計を上回る金額、すなわち政策金利残高に対してのみ行うものだった。マイナスの付利を一部に止めたことは、これまで異次元緩和に協力してきた金融機関の収益を極端に圧迫しないものだと思われるが、原資である預金金利に引下げ余地はない一方、貸出金利は低下していく以上、金融機関の収益は厳しくなる。長期金利の低下と絶対的な金利水準の低下は、構造的に金融機関の利鞘を稼ぎにくくする。

こうしたなかで金融機関は超低金利下でも利鞘を確保できる商品として償還年限の長い債券に活路を求め、自

治体に対して超長期債の発行を勧めていく。優良な民間貸出先が少ないこともあって、こうした行動は一部目立っていたように感じる。

自治体も、歴史的な低金利の下、地方債の借換えリスクを回避する良い機会との判断から、20年、30年といった超長期債の発行を活発化させていった。融資難にあえぐ金融機関と自治体の利害が一致し、超長期地方債に注目が集まる1年だったと思われる。

## 3 長短金利の操作（イールドカーブ・コントロール）

日本銀行は2016年9月の金融政策決定会合において、新しい政策の枠組みを示した。従来の量的・質的金融緩和に加え、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を加えたのである。より具体的には、短期金利は▲0・1%、長期金利（10年）は0%程度をターゲットにオペレーションを行っていくものである。

マイナス金利政策も長短金利操作も、量的緩和が物理的にも効果的にも限界が近くなるなかで、金融政策の目標を量から金利に再転換させるものであった。蛇足ではあるが、短期金利の操作は金融政策の伝統的な手法であ

るが、長期金利を操作してターゲットレートに誘導することは、市場を力で支配することになる。日本銀行がこれまで長期金利のコントロールの困難さを述べていたことや、マーケットのあるべき論からもやや違和感がある。それだけ、金融政策に行き詰まり感があるということなのだろう。

## 2017年の展望

### 1 金融政策と地方財務

2016年1月のマイナス金利の導入が、自治体の現場では資金運用（歳計現金・基金）への影響が最も大きかったことはこれまで述べてきたとおりである。「安全で有利」な運用だけが許される行政の世界で、短期運用の手段は預金、短期公債の購入、債券買い現先に限られる。これらも日銀オペの結果、短期の公債はほとんどが市場から消え、短期証券の売買や債券現先取引は極端に細ってしまった。結果、短期運用は預金での利息収入だけといったケースも多い。これとて、ペイオフに抵触しない金額（取引相手銀行からのネット借入金額+100

0万円）が限度であり、残りはペイオフ回避のために利息のない決済口座での保管にとどめるケースも増えている。

「安全で有利」な運用の縛りの中で、益を伸ばす手法は然程多くない。株式売買、外国債券の購入など元本割れのリスクを伴う運用が許可されない限り、金利商品でこの問題を根本的に解決する手立てはない。

敢えて言えば、長短金利操作が当面有効に機能する可能性があり、10年程度の期間の債券は、0%以上になる可能性があることから、同程度の残存期間のある公債でスプレッドがある債券をコソコソ購入することを続けていくことが有効なのであろう。もっとも、2016年は新発債のまとまった購入もままならない状況が多かった。これは2017年も継続すると思われるだけに、やはり、コソコソと購入可能な機会を見つけていくということであろう。

一方、資金調達面に目を向けると、日本銀行の異次元緩和が継続される可能性が高いなか、2017年も引き続き低金利での調達が可能となるだろう。

## 2 キャッシュ・マネジメントと資金管理の一元化

異次元緩和は金利を通じて自治体の資金の調達・運用に影響を与えているが、改めて考えてみると、多くの自治体は財政赤字を抱えており、運用額に比べて調達額が圧倒的に勝る団体が多いため、低金利下のほうがネットワークコストは小さくなる筈である。

ところが、いくつかの団体ではネットワークコストが増える傾向にある。勿論、借入金額の増大による調達コスト増大という絶対値ベースでの議論はあるが、それを除いてもなおコスト増になっている可能性がある。それは、先にも述べたが、金利低下の中で運用益の大幅な減少に比べ調達コストの縮減が思わしくないケースが多いからである。運用益は限りなくゼロに近づく一方、調達の場合は、金融機関の仲介コストなどが含まれてくるため、どうしても下限に限界があるからだ。調達における適用金利のレベルが金融機関の実務コストを加味した引受け可能最低金利まで下がり、下限が生じてしまったためである。

財政が厳しい折、資金調達コストと資金運用益の合計すなわち、総資金調達コストは当然縮減に向けて努力し

ていく必要がある。もっとも、これまで述べてきたとおり、現在の金融環境下、達成は容易ではない。

そこで考えるべきは資金の調達・運用の原点と言われ「キャッシュ・マネジメント」である。

考え方はシンプルである。「調達する資金を最低限に止め、どうしても余資が発生するときは積極的に運用する。これを短期長期の時間軸の中でしっかりと行うこと」である。考え方はシンプルであるが、ほとんどの自治体ではこれができていないことが多い。

例えば、歳出は自己発信であるので把握可能だが、歳入を把握することの方が圧倒的に難しい。歳入の多くは税込である。税は定時に定額入金されるものではないので、入出金の管理だけでなく、将来の着金予想を過去の入金パターンから算出する必要があるからだ。

キャッシュ・マネジメントと併せて効果的なのは、資金管理の一元化の推進である。キャッシュ・マネジメントの精度が高まれば、資金管理の一元化に進むことができる。資金管理の一元化とは各部署でのキャッシュ・マネジメントの結果をセンターで把握し、ネット残高がプラスかマイナスかを見極め、資金の調達・運用を行う合

理的な仕組みである。

自治体内の財布（勘定）は未だバラバラであることが多い。例えば、水道事業ではキャッシュリッチとなっているなかで、一般会計では銀行借入しているといった事態が生じていたりする。

一元化のためには部局間の連帯が最も大切な要素である。努力と時間を要する作業ではあるが、いったん流れが構築されると金利動向に影響されずにネットワークコストの縮減が望めるのである。

自治体では会計課が歳計現金や基金の運用を受け持ち、財政課によって一時借入や地方債発行による長期資金の調達が行われている。さらに、公営企業会計、病院会計も独自の調達・運用を行っている。各所属がそれぞれでんでんばらばらに動くため無駄が多い。これらの勘定を一元化の対象とする。要は資金の調達・運用を集中管理し、予め入出金を内部相殺した上で、最後に金融機関と一括運用・調達を行い、運用益拡大と調達コスト削減を狙うものである。また、庁外の地方公社、出資団体、第三セクター等にまで一元化を広げられれば、さらにネットワーク金額は抑えられ、無駄な調達・運用を回避できる。

キャッシュ・マネジメントと資金管理の一元化は、低金利下での更なる財政貢献のために、また、将来の金利上昇に備え、2017年には是非とも取り組んでいただきたい施策である。