

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く・初めての主幹事編

栃木県、「寄り添い」が決め手

10月の20年定時償還債で初めて主幹事方式を採用した栃木県は、来年度以降も同手法を継続する意向だ。始めるにあたって苦労した点や、栃木県の特徴などを経営管理部財政課の五月女（そうとめ）智昭副主幹に聞いた。



栃木県 経営管理部財政課
副主幹
五月女 智昭 氏

・20年定償債の概要

条件決定日 2018年10月12日

払込日 2018年10月23日

回号 30年度/1

決定方式 主幹事方式

最終年限 20年

平均年限 10.25年

発行額 100億円

表面利率 0.421%

発行価格 100

ローンチ・スプレッド 国債+27bp程度/ミッドスワップ・レート+6bp

最終償還日 2038年10月22日

償還方法 定時償還（各利払日に25万円ずつ償還）

格付け AA+（R&I）

主幹事 S M B C日興/みずほ/大和



日光東照宮

--主幹事方式を採用したきっかけは

超長期債を発行したいというのが始まりだった。市場公募債では10年債を発行し、銀行等引受債では定償債を発行しているものの、10年ごとの借り換えで運営していた。借り換えのリスクを軽減し、将来の金利上昇に備えるため、20年間同じ金利での債券発行を考えたのが発端。証券会社から助言をもらい、市場公募での超長期債は基本的には主幹事方式で起債するものとのとき初めて知った。

では、どうやってやるのだろうと動き出したのが4月で、お隣の群馬県がすでに始めていたので5月の大型連休明けに聞きに行き、茨城県からも話を聞いた。それで「当県にもできそうだ」となった。群馬県、茨城県とは非常に仲が良い。3県の財政担当者が毎年泊まりで勉強会を実施しているほど。ほかの部署でも同様だ。当県と比べれば群馬県も茨城県も地方債では先進県であり、両県にはとても感謝している。



あしかがフラワーパーク

■初めての主幹事選定

--そこで一番知りたかったことは

証券会社を選ぶということ。当然、選定基準も無く、いくつかの社を選び、シェアの配分はどのぐらいなのかも全く分からなかった。両県の話参考に基準を作り、証券会社へのヒアリングには事務作業を含めて何日ぐらいが必要か、日にちの空け方といったノウハウも教わった。

--証券大手の実力が伯仲しているなか、3社を選んだ決め手はなにか

寄り添ってもらえるかどうか。プレゼンテーションの資料や提案書を見たうえでも、当方が初めてなのに対してどれだけの作業をしてくれるのかを重視した。チーム全員の5人で聞いたが、選んだ証券会社は一緒にやれる、なんとか最後まで形にしてくれるとみんなの判断が一致した。ただ、形にしていくのは大変だった。低金利の環境がいつまで続くか分からないなかで秋には発行したいという目標もあった。



華厳滝

--投資家訪問も初めてだった

合同IRは以前から実施していたが、合同の場合は一方的に話し、質問も数年無かった。主幹事方式で個別に訪問する場合は、こちらから「打って出る」ことになるので、IR資料を一から見直した。投資家に訴えるIR資料とはなにか、その辺りも今まで自由に作ってきたので分からなかった。改定のレベルでなく、デザインも見直して一からやっ払いこうと。IR資料をきっちり作れそうだというのも証券会社を選んだポイントだった。なんとかぎりぎりまで完成して個別IRも経験できた。

結局、証券会社1社で1日、各3先を回った。訪問先は、生保が1社、その他中央で1社、地銀で2社。信金・その他系統下部で各1社。諸法人が3社。基本的に東京を中心にセッティングしてもらい、地銀も地元ではなく東京に運用部隊を置いているような銀行だった。それに加えて、証券会社でのセールスミーティングやアナリストミーティングを実施し、動画も撮影した。初めてだったのでやれるものは全部やっ払いしおこうとなった。

■シビアな質問に「シビれる」

--訪問してみた感想は

専門用語が飛び交う。日常会話では出てこないような単語がいろいろ出てきたが、全体として好意的に受け止めてもらった。セカンダリーのスプレッドを言う人がいて、発行する部分とセカンダリーで流通しているものとを比較し、こちらへの投資を判断しているのだという印象があった。格付けを重視する人がいたり、金利水準で判断する人もいた。財務状況を見てもらって「これなら投資しても大丈夫」と言ってもらった先もある。様々な見方があって勉強になった。

中央のプロフェッショナルな投資家では相当シビアな質問も来た。我々のことを研究したうえで聞いてくる。例えば、地方債での財源調整をどのあたりまで考えているのかといった内容。これはかなり専門的な話で、地方債は単純に借金をするだけと思っている人には思い浮かばず、地方債を財源調整の一つだと認識していないと出てこない。地方債の発行と基金への積み立てをどういう基準で調整しているのかという質問が来て、これには「シビれた」。そこを聞いてくる人がいるんだと。自治体の財政課で地方債を財源調整的な手段として使った経験があれば分かるが、基本的にそこまでは踏み込まれないと思っていた。



宇都宮餃子

■一喜一憂しない

--起債運営に入ってから的心境は

証券会社が運営する流れに従って、成されるがままというか、人智の及ばないところで金利が決まって、という感じだった。当方の上層部からも一喜一憂すると言われていた。発行すると決めたのであれば、金利もそう大きくは動かないだろうし、動いたとしても一喜一憂しない。超長期の債券を発行すると決めたのだからそのまま走れという内容を言われていたので、担当としては安心してできた。

事前に、S M B C日興証券のシンジケーションのフロアに行き、全部回って一個一個説明してもらった。条件決定に使う画面で流れも見た。マーケティング中の電話会議では、事前に見ていたおかげで何が行われているか情景が浮かび、すんなりと頭に入ってきたし、話している内容にもついていけた。そういう意味でも寄り添ってもらえたと思っている。

--今回のノウハウや経験の継承について

基本的に関係書類をファイルしてあり、打ち合わせた内容を書き起こした物も入っている。もし担当が替わっても話をしていける。最初は私ともう一人の二人で市場公募債を全部担当していたが、それでは回らないことに気づき、それぞれ担当を分散させた。私が統括役となってスケジュールや全体を仕切り、IR資料作成、格付け、シ団方式の10年満括債、契約関係や受託銀行とのやりとりに一人ずつをあてた。チーム全員参加で乗り切った。途中から事務作業が多様なことが分かり、全員を携わらせた。チーム全員が一度に異動するわけではないので、ノウハウや経験は後任に伝わると思う。

1. 栃木県の概要 ～とちぎの魅力・実力②～



- 大手企業の生産拠点や技術力の高い中小企業が集積し、製造品出荷額等は全国13位(平成27(2015)年)
- 県内総生産に占める製造業の割合は全国2位(平成27(2015)年度)

とちぎが生む“多様な工業製品” (“ものづくり県”とちぎ)

■ MADE IN とちぎ

- 出荷額全国1位の工業製品(平成27(2015)年)
 - 硬質プラスチック発泡製品(厚板)
 - 再生プラスチック成形材料
 - 碎石
 - シャッター
 - 工業用長さ計
 - 歯科用機械器具・同装置
 - カメラ用交換レンズ
 - 液晶テレビ受信機

■ 優れた伝統の技～とちぎの伝統工芸品～

- 結城袖(ユネスコ無形文化遺産、国指定伝統工芸品)
 - 栃木県を代表する絹織物で小山市や下野市等を中心に製造
 - 蒔(まゆ)、真綿、糸つむぎ、染め、織りと一貫して丹念に作られるため丈夫で軽く、縞(しま)柄と細かい緋(かすり)柄を特色とした最高級品
 - 昭和31(1956)年に国の重要無形文化財に指定、平成22(2010)年11月に本県で初めてユネスコ無形文化遺産に登録
- 益子焼(国指定伝統工芸品)
- その他、烏山手すき和紙、日光彫、真岡木綿、鹿沼組子、間々田紐、天明錆物 など



結城袖



益子焼

--農業について



スカイベリー

農業産出額は全国9位。栃木のいちごは50年連続生産量日本一で、「とちおとめ」が有名。最近では「スカイベリー」という高級品も出ている。「にっこり」という大きな梨もあり、これは香港など外国への販売にも力を入れている。宇都宮餃子にも使われるニラの生産量は全国2位だ。

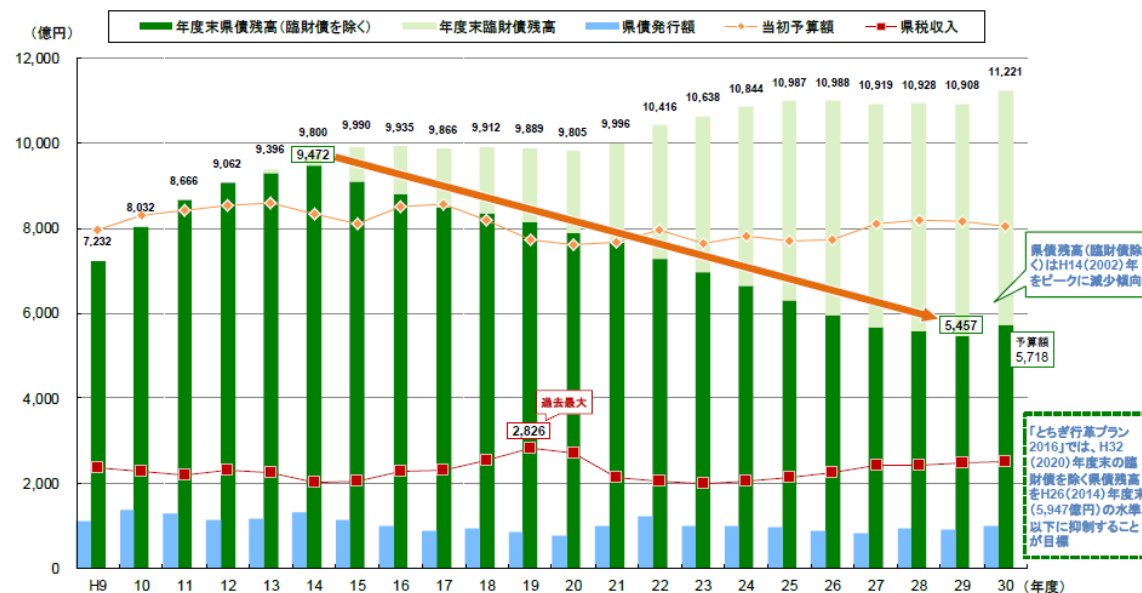
--財政面での特徴は

「財政の推移(一般会計)」というページで、県債残高の減少を強調している。臨時財政対策債を除く県債は着実に減少していることをグラフで示した。

--刷新した IR 資料のポイントは

以前は「栃木県の概要」が1ページしかなかったが、他団体の資料も参考にしてこれを5ページに拡幅した。導入部のこうしたページを充実させることで、投資家への説明に入っていくやすかった。栃木県は農業県というイメージがあり、それも載せているが、県内総生産に占める製造業の割合が全国2位のものづくりの県という側面を持っており、これに1ページを割いた。また、観光県というイメージは持たれているので、これにもページを割り、日光や那須などの写真を載せて親近感を抱かれやすい構成とした。タイミング良く4～6月にはJRグループと連携したデスティネーションキャンペーンが実施され、吉永小百合さんが英国大使館別荘記念公園を訪れる様子がテレビCMやポスターで周知された。

5. 栃木県財政の推移(一般会計)



国の動き

経済対策の実施(国・地方)

三位一体の改革
(H15(2003)～
18(2006))第二期地方分権改革
(H19(2007)～)

※県債残高、県債発行額及び県税収入については、H29(2017)年度までは決算額、H30(2018)年度は当初予算額。

--基金残高の推移について

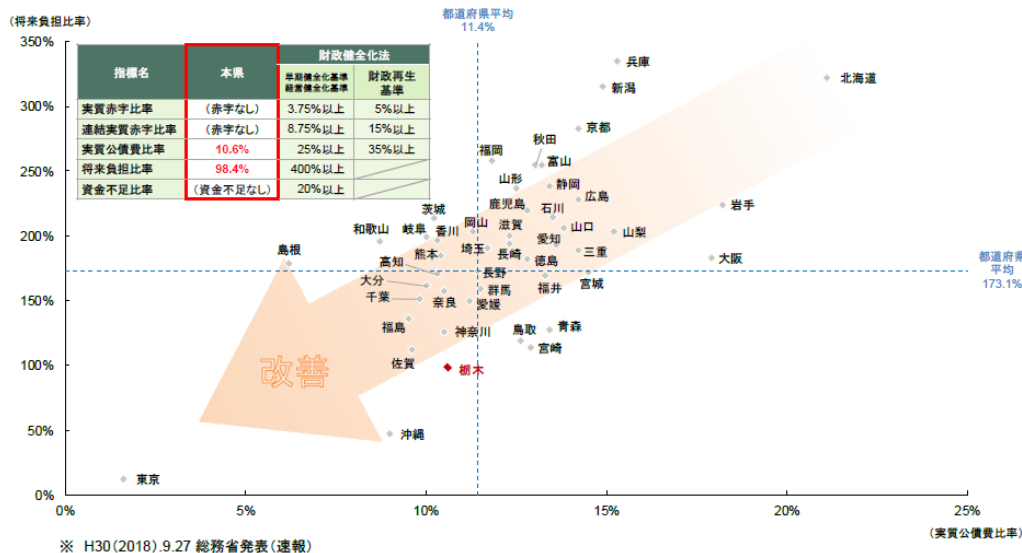
2003～2006 年度の三位一体改革で国からの税源移譲があったが、移譲された税収が 2008 年のリーマンショックによる景気後退で落ちた一方、補助金と交付税がカットされた。このため、2009 年度に県の基金は 103 億円と枯渇寸前まで行った。未来開拓プログラムを策定して諸経費のカット、補助金の見直しなどに取り組んで回復させた。

最近は少子高齢化で医療福祉関係経費が多く、国体を 2022 年度に控えていて、投資的経費が高水準で推移する。地方債を入れても充当残の部分は一般財源が必要になるので基金が少し減ってはいるが、それでも一定額を確保しており、健全な財政であることも PR している。

【参考】平成29(2017)年度決算に基づく健全化判断比率

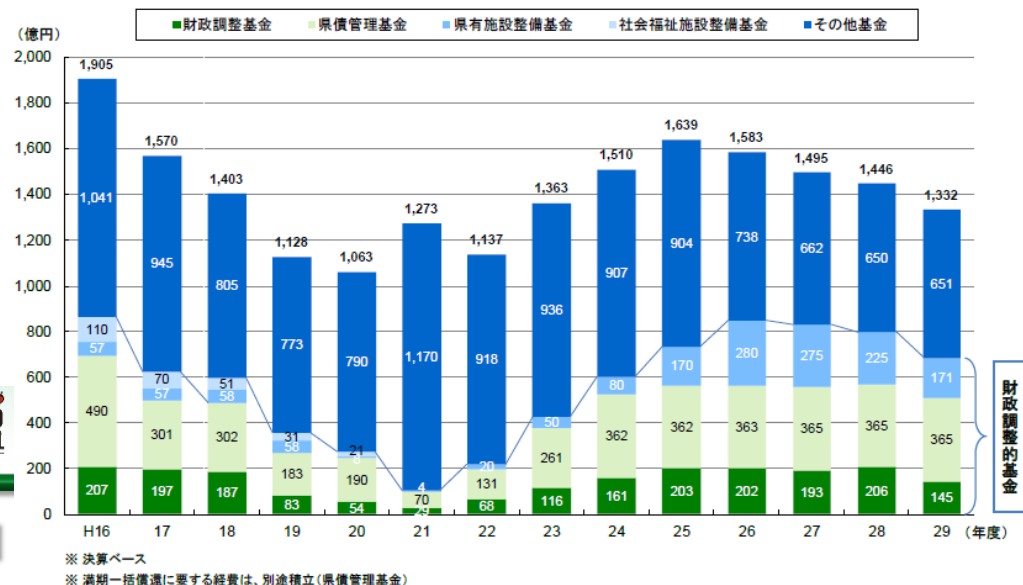


健全化判断比率 ～他都道府県との比較～



9. 基金残高の推移

- 財政調整基金的平成29(2017)年度末残高は681億円となり、3年連続で減少
- 「とちぎ行革プラン2016」に基づき、「歳入の確保」や「行政コストの削減」等の取組を推進し、基金を涵養



■ビジュアルで訴える

--健全化判断比率について

将来負担比率が 98.4%と全国 3 位。地方債残高が少ないこともあるが、例えば土地開発公社は預金があるほどで、財務が健全なことも寄与している。将来負担比率を縦軸、実質公債費比率を横軸として各県の位置をドットで示すグラフを作ったのも刷新のポイント。左下の良好な位置にあることが一目で分かり、訪問した投資家からも好評だった。

--格付けについて

最後のページにダメ押しの載せている。R & I からダブル A プラスという日本ソブリンと同等の格付けを付与されている。2008 年度に市場公募債を 10 年満期一括償還債で始める際に取得した。11 月の起債で 11 回目になるが、今回超長期債で個別 IR を実施するにあたって、格付けの威力を確認した。訪問先から「高い格付けを取得しているんですね」という反応がある。「これだけの格付けがあるなら投資できる」とも。証券会社から、格付けを取得しているからこそ需要が積み上がるという話も聞き、非常に有用なものと気付かされた。



五月女氏ととちまるくん

15. 格付けの取得

- 格付は、**R&Iより毎年度【AA+】**を取得
- 今後も財政健全化に向けた取組を推進し、HP等を通じて県財政に関する情報を積極的に公表していく計画

格付機関	株式会社格付投資情報センター(R&I)
格付	AA+ (安定的)
格付理由	<ul style="list-style-type: none"> ● 幅広い産業が立地する全国有数の「ものづくり県」であり、経済基盤が強く、農業・酪農も盛んであるほか、観光資源にも恵まれている。行財政改革や企業誘致の面でも実績を上げている。 ● 「とちぎ行革プラン2016」に基づき、行政コストの削減や歳入の確保など財政健全化の取り組みを継続し、強固な行財政基盤の確立を図る方針である。 ● 臨時財政対策債を除いた県債残高は着実に減少している。県民一人当たりや標準財政規模対比でみた債務負担は、都道府県の中では屈指の良好な水準にある。

図表等の出典：栃木県 IR 資料（2018 年 10 月）

[2018/10/30 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 菊地 健之]