

平成18年12月8日（金）

於・本省11階特別会議室

第3回今後の国際拠点空港のあり方に関する懇談会議事録

目 次

1. 開 会	1
2. 関係地方公共団体からのヒアリング	
(1) 千葉県	1
(2) 大阪府	5
(3) 愛知県	9
3. 証券会社からのヒアリング	
(1) 野村証券株式会社	18
(2) 日興シティグループ証券株式会社	22
(3) UBS証券会社	27
4. 今後のスケジュールについて	40
5. 閉 会	41

開 会

●事務局

大変お待たせいたしました。定刻でございますので、ただいまから第3回今後の国際拠点空港のあり方に関する懇談会を開催させていただきます。

委員の皆様方におかれましては、大変お忙しいところお集まりいただきまして誠にありがとうございます。

まず最初に、お手元の資料を確認させていただきたいと存じます。クリップをはずしていただきまして、配席図、本日のヒアリング出席者一覧、その後ろに1枚目が議事次第でございます。2枚目が配付資料の一覧でございます。その後ろに資料番号1から8までございます。資料1は懇談会委員等名簿でございます。資料2から4は関係地方公共団体からのヒアリング資料となっております。資料2は千葉県、資料3は大阪府、資料4は愛知県からのヒアリング資料でございます。資料5から7は証券会社からのヒアリング資料となっております。資料5は野村証券、資料6は日興シティグループ証券、資料7はUBS証券からのヒアリング資料でございます。資料8は今後のスケジュール（案）でございます。

以上、御案内いたしました資料で抜けている資料等ございましたら、事務局までお申し出いただきたいと存じます。

なお、本懇談会の議事は報道関係者に限り公開した上で、議事録につきましては内容について委員の皆様方に御確認いただいた後、発言者氏名を除きまして、会議資料とともに国土交通省ホームページに公開することとなっておりますので、あらかじめ御了承願います。

それでは、議事に入らせていただきますので、報道関係者の方、カメラ撮りはこれで御遠慮願います。以降の議事進行につきましては座長にお願いしたいと存じます。座長よろしくお願いいたします。

関係地方公共団体からのヒアリング

(1) 千葉県

●座長

それでは、議事に入らせていただきます。

本日は、関係地方公共団体及び証券会社からのヒアリングということになってございます。まずは関係地方公共団体、これは千葉県、大阪府、愛知県でございますがお話を伺いまして、その後に証券会社、野村證券株式会社、日興シティグループ証券株式会社、UBS証券株式会社からお話を伺いたいと思います。

なお、成田市からヒアリング参加を辞退したいという意向表明がございました。空港周辺関係市町につきましては別途文書にて意見照会をしておりますので、その結果を次回、事務局より報告することをもってヒアリングにかえたいと思います。

まず、関係地方公共団体のヒアリングということでございますが、時間の目安でございますが、1団体につき大変恐縮でございますが10分で御説明いただきまして、その後、3府県合同で20分程度の質疑応答という形で進めさせていただきたいと思います。御協力のほどよろしくお願いいたします。

それでは、早速でございますが、千葉県から御説明を願いたいと思います。よろしくお願いいたします。

●千葉県

座ったままで失礼します。千葉県の総合企画部で空港を担当しております堺谷です。私から説明させていただきます。

お手元の資料をご覧くださいながら説明させていただきますが、成田空港が、増大し続ける国際航空需要に的確に対応していく責務を持つということ、それから、我が国の国際競争力を確保していくために、今後も成田空港が機能拡充が必要であるということについては、千葉県としても十分認識しております。

また、さらなる民営化を進めること、経営の効率化・サービスと魅力の向上を目指すことについても、時代の要請に沿う方向だということを理解しております。

一方で、成田空港は、我が国最大の国際拠点空港ということで国際航空ネットワークの結節点としての役割を担っている。あわせて内陸にある大規模空港でありまして、長い闘争を経て、空港設置者側と地域が話し合いによって地域と空港の共生を目指すという点に至った、こういう歴史を持つ特異な存在である。この点についても御理解いただきたいと思います。

今後の完全民営化に当たっては、これまでの話し合いの過程で積み重ねられてきました約束事を担保して、さらに、成田空港が今後も首都圏の国際拠点空港としての地位を維持

していくために、これから申し上げます事項について実現する必要があると考えておりますので、よろしくお願ひしたいと思ひます。

次のページをお願ひしたいと思ひます。初めに完全民営化についてでありますけれども、千葉県としても必要なことと考えているわけですが、そのあり方によって幾つか心配する点がございます。ヒアリング項目で申し上げますと、完全民営化の懸念と対応策ということになるわけですが、まず、環境対策・共生策の法的担保ということについてでございます。

地域で最大の懸念は、完全民営化した際に、利益優先・株主優先ということで、地域への配慮が希薄化するのではないかということでもあります。周辺の自治体も同様の懸念を持っているということでございます。

そのため、成田国際空港会社法によって規定されております「生活環境の改善」に関する事業の実施義務、それから地域への配慮義務、こういった法律による担保の継続は、完全民営化に当たっても不可欠な条件であるということでございます。

それから、2つ目の民営化に関する覚書等の履行についてでありますけれども、平成16年の空港公団が特殊会社化する際に、国初め4者と地元で我々言っておりますが、4者間で取り交わした、別添に資料をつけてございますが、「民営化覚書」の約束事項について、これまでの段階で際立った進展が見られないことについても地域の懸念を増幅させていると思われまふ。

そのため、まず上場する前に、この覚書で約束されている、全部で75の項目に分類できますが、75項目への取り組みを加速することが必要であるということでもあります。仮に民営化まで履行できない場合、その事項については引き続き4者でその責務を承継することが必要であるということで、地域の懸念を払拭する上でこれらのことが必要だろうと考えております。

それから、次に地元自治体の空港経営の参画ということでもあります。完全民営化に当たって、公共性の確保のため必要最低限の事前規制は必要だと考えますが、さらに空港の企業としての社会的責任を履行する、それを確保する上で、ぜひ上場前の地元自治体が株を持つ、株式保有について特段の配慮をお願ひしたいということでもあります。

このことによって、公共性の強化に加えて空港事業の持続、あるいは拡張への理解も深まって、さらに安定株主としての経営の安定化に寄与できると考えます。ぜひこの点についてもご議論をいただきたいと思ひます。

次のページを見ていただきたいと思います。ヒアリング項目の地域振興の項目になりますが、千葉県の場合、財特法ということで、財特法のスキームのもとで国と一体となって空港を支えるインフラ整備、それから工業団地なり物流基地、農業基盤といったものを整備してまいりました。ただ、経済のサービス化、国際化の進展があつて地域の産業構造も変化しております。現在では、航空局の支援をいただいて、成田空港を核とした国際観光の振興などにも取り組んでいるところでございます。

ただ、一方で、近年の規制緩和による民間物流基地の集積など経済環境が急激に変化しております。空港周辺の道路の渋滞、事故といったものがふえて、空港を中心とした環状・放射状道路、あるいは北千葉道路、こういった財特法の整備計画にない新しいインフラ整備が求められている状況になっております。

それから、地域振興策につきましては、現在関係市町で最も重要な課題となっております。交付金制度では、十分なものと言えない。ニーズに十分対応し切れない状況にあります。

それから、完全民営化後に地域が主体的に空港を支えていくためには、こういったことから成田財特法の期限延長、あるいは株式を上場した際の利益の一定割合を地域振興のために財源として留保していただく、こういった配慮をお願いしたいということを考えております。

次のページをお願いしたいのですが、ヒアリング項目の国際拠点空港のあり方という点で意見を申し上げさせていただきます。

千葉県としても、今まで申し上げましたように成田空港は、国際航空ネットワークの結節点ということで重大な使命を担っていることは十分承知しております。ただ、一方で2015年には、今回平行滑走路を北へ伸ばしましたが、その伸ばした後、空港容量であります飛行回数23万5000回をオーバーしてしまう状況が予想されます。

我が国が国際社会の中での責任を果たすためにも、国として増え続ける国際航空需要に対して、成田空港の果たすべき役割、あるべき姿というものを長期展望を踏まえてお示しいただきたいと思います。

次に、大都市圏での複数空港の問題でありますけれども、羽田との関係では、全国の自治体、それから住民の多くが国内航空のネットワークの中心であります羽田空港への乗り入れを強く望んでいるということで、成田は国際線の基幹空港、羽田は国内線の基幹空港という方針は極めて合理的なルールと考えておりますので、今後も堅持をしていただきたいと思います。また、そのことを国においては全国に明示していただきたいと思います。

次に、空港機能の一環ということで、空港アクセスの早急な整備とさらなる利便性の向上ということで申し上げます。次のページをお願いしたいと思います。

現在、千葉県では成田新高速鉄道、それから北千葉道路、あるいは首都圏中央連絡道の整備が鋭意進められております。経済のスピード化が求められている中で、利用者の時間短縮についての要望は極めて強いものがあるわけです。

そのため、空港機能の一環として、まず国におかれては責任を持ってこれらのアクセスの早期整備に取り組んでいただきたいと思っております。

また、今後、都営浅草線の東京駅への接着・追い抜き線の整備、あるいは道路の面では東京湾アクアラインを含む首都圏高速道路ネットワークの一体的で利用しやすい料金体系の実現への取り組みをぜひお願いしたいと思います。

以上、申し上げてきましたけれども、繰り返し申し上げますが、成田空港が長期的にどうなっていくか。これは地域にとどまらず千葉県の経済の将来を考える上で非常に大きなファクターということでもあります。ぜひ国においては長期的な展望を踏まえて、羽田等の関係も含めて、成田空港の果たすべき役割、あるべき姿を示していただきたいと考えております。

以上、千葉県の意見を申し上げます。よろしく願いいたします。

●座長

どうもありがとうございました。

(2) 大阪府

●座長

それでは、続きまして大阪府からご説明を伺いたいと存じます。よろしく願いいたします。

●大阪府

大阪府にぎわい創造部空港対策室長の南でございます。座って説明させていただきます。

お手元に説明概要をまとめた資料を用意させていただいておりますので、適宜ご覧いただきながらと思います。よろしく願いいたします。

資料の1ページをご覧ください。今後の国際拠点空港のあり方についてでございますが、ご案内のとおり関西国際空港につきましては、来年8月に2本目の滑走路が供用いたしま

す。これによりまして、関空はグローバルスタンダードと言われる 24 時間運用可能な複数滑走路を有することになり、地元では現在、13 万回程度の需要目標に向けまして利用促進に取り組んでいますが、一方で、我が国の国際競争力、空港の競争力を高めていくためにも、関空の物流機能の強化、あるいはエプロンの拡張など必要な整備は進められなければならないと考えております。引き続き地元としてよろしく願い申し上げる次第でございます。

資料の 1 ページでは、今後の国際拠点空港のあり方の視点として 3 点挙げさせていただきましたが、特にここでは 2 点目の関空の国際ネットワークの確保について申し上げさせていただきますと存じます。関空は、平成 6 年の開港以来、世界的な航空不況、あるいは同時多発テロや S A R S など多難なアクシデントに遭遇しながらも、この夏、国際線の最高便数は週 711 便と、ようやく過去のピークであった 2001 年の週 700 便の水準を超えるまでに回復してまいりました。

2 ページにそのあたりを整理しております。2 ページをご覧ください。数値が経由便等で取り方が若干異なっている場合がありますが、お許しを願いたいと思います。その中で 2001 年と本年の地域別のダイヤを比較すると、中国、韓国、台湾の 3 カ国の便数は週 76 便も増えており、アジアに強いネットワークを持つ関空の特色が示されています。その一方で、欧州、北米方面への便数は随分寂しくなっています。北米は半減以下でございます。

これは経済の東京一極集中、メガキャリアの成田空港への路線集約などが背景にあると考えられますが、関西、西日本を初めとする全国各地からの国際航空需要に応えるという関空の使命、そしてそれら地域の利用者の方の利便性を考えたとき、国際線のネットワークが著しく偏り地域別の均衡を欠くことは航空政策としても大きな問題ではないかと考えます。我が国第 2 の国際拠点空港である関空にふさわしいグローバルネットワークが確保されますよう、国におかれましては必要な政策誘導を強くお願いしたいと考えます。

もう一度 1 ページにお戻り願います。3 番目の空港間競争の基礎的条件整備についてでございますが、完全民営化の設問の中で再度触れることとなりますが、関空を国際拠点空港として発展させていくためには、会社の債務を軽減し、成田、中部、関西の 3 空港の公平な競争が可能となるよう抜本的な対策が必要であり、その前提となる条件整備が図られるべきと考えております。

次に 3 ページに入らせていただきます。国際拠点空港を活用した地域振興策についてでございますが、関西国際空港を使いこなすことは、大阪・関西の活性化のみならず、我が

国全体の発展にも貢献するものと認識しております。

詳細は省略させていただきますが、国際拠点空港という交流インフラを活用することで、特に訪日外国人、いわゆるインバウンドの観光振興、国際物流機能の向上、国際友好交流や海外への技術援助など、より顕著な効果が見出せるのではないかと考えます。これらについては現在でも、関西の各府県、あるいは広域的な枠組みの下で取り組み施策が展開されているところでございます。

次に4ページに入らせていただきます。国際拠点空港の完全民営化についてであります。基本的な認識としまして、完全民営化は、利用者の視点に立った空港サービスの向上、空港経営における機動性の確保、我が国全体としての空港競争力の向上といった見地から、方向として進められるべきものと認識しております。

しかしながら、関空につきましては空港会社が用地造成に伴う巨額の債務を負っておりまして、直ちに完全民営化に移行できる状況にないのではないかと考えています。また、本来、完全民営化された空港会社は自己の経営責任で事業費を調達するもので、この点からも、少なくとも用地造成が進められている間は経営基盤の安定に力を注ぐべきではないかと考えております。こうした認識を前提に、完全民営化の検討に当たっての懸念、課題などに触れさせていただきます。

まず第1に、外資規制の是非でございまして。諸外国の空港において事例がございますように、今後、完全民営化を果たした空港運営会社に国外の資本が経営参加するケースが想定されますが、その是非については十分な検証が必要であると考えます。

次に5ページをお開き願います。「上下分離」方式についてでございますが、3拠点空港の負債の状況についての資料でございます。関空会社は、成田会社の2.2倍、中部会社の4倍である1兆2000億円の有利子負債を有し、16年度以降経常黒字を計上しているものの、累積損失は2290億円に上っております。

もう一度4ページに戻っていただきますが、こうした関空が負っている巨額の債務を考えますと、空港運営会社の完全民営化を想定する場合、関空では空港運営会社と土地保有会社の切り離し、いわゆる上下分離は有効な手段ではないかと存じます。その上下分離につきましては、我々として次の2点に留意する必要があるのではないかと考えております。

1つ目は、土地保有会社（下物会社）が安定的に経営できる財務構造を確保することです。我々は専門家ではございませんので詳細の検討ができていないわけではございませんが、競争力を有し、利益を確保できる空港運営会社の実現を前提とした場合、その

運営会社が支払える地代と下物会社が着実な債務償還に必要とする地代には開きが生じるのではないかと考えられます。上下分離の際、国による護岸の買い取りなどによって土地保有会社の債務が軽減され地代水準が下がれば、地代の開きも改善されることになり、完全民営化の検討も現実的となるのではないかと考えます。

2つ目は、地方公共団体の出資貸付の原資が税金でありますことから、完全民営化に当たりましては、地方公共団体に損失を発生させないよう留意していただきたいというところでございます。上下分離方式は有効で現実的な手法と考えますが、一方で立地に起因いたします債務軽減が図られるのであれば、現行会社による上下一体での完全民営化の可能性もあるのではないかと考えられます。こうした点につきまして、今後幅広く検証が行われることを望むものであります。

完全民営化における懸念の3点目は、地域との関係の疎遠化でございます。経営の効率化が優先されたり空港運営会社との対話の機会が失われることにより、環境対策、地元市町との共存共栄策などが無いがしろにされるのではないかと不安があり、この対応をお願いするものでございます。

次に6ページをお開き願います。国際拠点空港に対する地元支援のあり方について申し上げます。関西の地方公共団体は、関空建設整備に際しまして既に多くの建設費を負担してきております。

7ページをお開き願います。1期事業、2期事業を通じまして、大阪府では合計1385億円、関西圏の地方公共団体トータルでは2548億円、地元経済界の948億円を加えますと3496億円を負担するなど、成田空港や中部空港の地方公共団体の負担額と比較いたしましても、額・負担率ともに群を抜いた負担となっております。

その建設事業も、来年の限定供用によりまして一つの節目を迎えようとしておりますが、これからは地元も空港の活用に重心を移しまして、利用促進、就航促進、アクセス利便性の向上、イベントによる地域の活性化などの面で支援・協力を行っていくことが大事と考えておりまして、既にその取り組みを開始しているところでございます。

8ページをご覧ください。私ども地元関西の自治体、経済界で構成する「関西国際空港全体構想促進協議会」におきましては、13万回の事業目標達成に向けまして昨年からは実施しております、7億円規模の「集客・利用促進事業」の取り組み概要をまとめております。多様な分野で取り組みを進めておりまして、関空会社はもとより、航空会社、旅行エージェントなど各方面から評価をいただいているものと思っております。

我々としては、これからも地域としまして空港を活性化する応援団でありたいと考えていますが、一方でこうした支援事業が長期にわたり継続することで、空港会社への営業経費の一部として経済的な依存につながらないかという懸念もございます。この点は双方が留意していかなければならないことと考えております。

最後になりますが、本懇談会の議論に対する要望を申し上げたいと存じます。9ページでございます。既に御承知のとおりでございますけれども、関空の巨額の債務は、公害のない空港をつくるため、水深約20mの海上に建設しましたことと、空港運営収入で建設事業費を償還することとしたスキームに起因するものでございます。事業スキームや用地造成技術など関空建設で学んだ点、また反省点は、その後の海上空港建設に大きく生かされてきたところと考えます。関空の債務の課題を地元へ帰結するのではなく、我が国の空港立地政策全体の課題としてとらえ、その解決を強くお願いするものでございます。

3つの国際拠点空港がトータルとして国際競争力を備え、究極的には我が国の発展に資するよう航空政策を議論していただくことを強く期待いたしまして、意見陳述とさせていただきます。ありがとうございました。

●座長

どうもありがとうございました。

(3) 愛知県

●座長

それでは、続きまして愛知県から御説明をお願いします。よろしくお願ひいたします。

●愛知県

愛知県の地域振興部長の渡邊でございます。よろしくお願ひします。座って申し述べさせていただきます。

本日は、今後の国際拠点空港のあり方等に関しまして、中部国際空港への愛知県としての考え、思いを述べさせていただきます。と思います。

中部国際空港は、地元の地域を挙げた20年余りの取り組みのもとに、昨年2月に開港したところでございまして、開港後はおおむね順調に実績を伸ばしているものと考えております。愛知県は、空港の計画段階から地元の中心といたしまして積極的にかかわってまいりましたが、特に空港の建設に当たりましては、国に次ぐ額の無利子資金を拠出してお

りまして、人的な支援も行っております。

また、中部国際空港が空港として機能するために必要不可欠な連絡鉄道や連絡道路などのアクセスのインフラ整備、また空港機能を高め補完するための中部臨空都市の整備などを行ってまいりました。

具体的には、資料4の2ページの赤色の枠でお示しした部分でございます。空港島全体が国内の空港で初めて総合保税地域に指定されたことと相まって、空港島における中部臨空都市約110ヘクタールによりまして、空港エリアと一体となった物流機能の展開が進んでおります。

続いて、中部国際空港のアクセスについてであります。道路による高速アクセスは現在、資料4の3ページをごらんいただきたいと思っております。上の図の中央付近に青線でお示しております、自動車専用道路でございます知多半島道路から知多横断道路を経由する1ルートのみで、空港へのアクセスは成田空港や関西空港に比べますと脆弱でございます。将来的には航空需要や地域開発の発展に伴いまして、知多半島内の道路混雑が激しくなると予測しておりまして、空港への利便性が損なわれるとともに、事故等が発生した場合には、空港利用に大きな支障が出るのが危惧されているところでございます。さらに、災害時への備えとしても、複数ルートがぜひとも必要であると考えております。

こうしたことから、空港の母都市でございます名古屋市や第2東名高速道路から空港への複数のルートを確保するという観点からも、資料4の3ページに太い矢印の点線でお示しております「西知多道路」につきまして、現在、ルート、構造等の調査が進められているところでございます。地元の市町からも早期整備が強く求められておりまして、本県といたしましても中部国際空港へのアクセスの充実のためには、この西知多道路の整備がぜひとも必要であると考えているところでございまして、国において早期に事業着手が図られますようご配慮いただきたいと考えております。

次に、中部国際空港の利用促進に向けた地元の取り組みについてでございます。国際線の便数につきましては、名古屋空港時代の約1.5倍と大幅に増えまして、開港時との比較でも約2割増えておりますが、国際拠点空港としての地位を確かなものにしていくためには、今後、欧米路線を中心に、より一層の就航路線の拡大を図ってまいりたいと考えております。

このため、地元の3県1市や経済界などで組織しております「中部国際空港利用促進協議会」、資料4の4ページでございますが、この協議会を中心に、新規路線の誘致とか、既

存路線の拡充とか、国内各都市からの海外への乗り継ぎ旅客需要の喚起など、地域が一体となって中部国際空港のより一層の利活用につながる取り組みを積極的に行っているところでございます。

取り組みの例として申し上げますと、路線ネットワークの拡充のために本県といたしましても、10月に副知事が空港会社とともに、アメリカのユナイテッド航空本社に対しまして直行便の誘致活動を行ったところでございます。また、利用促進協議会として、9月には英国航空などに対する新規路線の誘致活動等を行っておるところでございます。そのほか旅客需要拡大のために、地元企業に対しまして、社員の海外出張における中部国際空港の優先的な利用の呼びかけなどさまざまな取り組みを進めているところでございます。

いずれにいたしましても、本県としても引き続き路線の充実が図られ、さらなる旅客・貨物の増加につながるよう積極的に利用促進に努めてまいりたいと考えてございます。

次に、中部国際空港の今後の機能強化、2本目の滑走路整備についてでございます。資料4の5ページをご覧ください。愛知県では本年3月に、2015年までの10年程度の間に戦略的・重点的に取り組むべき政策を示した「新しい政策の指針」を策定いたしました。

指針では、取り組むべき8つの基本課題を設定いたしまして、その第1番目として「産業や文化を世界に発信する国際交流大都市圏づくり」を掲げました。その中で、中部国際空港を交流拠点形成の核となる国際交流基盤として位置づけまして、中部国際空港の機能を最大限に生かして、国内外の旅客便、貨物便の拡充を図りながら、第2滑走路実現に向けた取り組みを進める旨を盛り込んだところでございます。

また、地元経済界におきましても、平成17年9月に中部経済連合会が発表しました活動方針、「魅力と活力があふれる中部の実現」の中で、中部国際空港の2本目の滑走路の実現が提言されております。

経済、社会のグローバル化が進展する中で、アジア諸国で急速に整備が進んでおります、複数滑走路を備え24時間運用できる空港は、いまや国際拠点空港としてのグローバルスタンダードであると言っても過言ではないと思います。中部国際空港におきましても、成田空港、関西空港と伍して国際拠点空港としての役割を果たしていけるよう、地元といたしましては早急にその整備を図る必要があると考えております。

こうした中部国際空港の機能強化は、安倍総理が提唱されるアジア・ゲートウェイ構想において、空港の機能強化が極めて重要とされた考え方にも沿うものであります。特に、愛知県を中心とした中部地域は、製造業を中心に経済活動が非常に活発で、我が国経済の

相当部分を担っているところでありまして、中部国際空港がこうした経済活動に伴う航空貨物の拠点としての役割を高めていく上でも、第2滑走路の整備が必要と考えているところであります。

中部国際空港につきましては、現在、朝夕のピーク時間帯の発着数は限界に近づきつつあり、メンテナンスのため、深夜に数時間の滑走路閉鎖を余儀なくされている状況であります。さらに今後の大規模改修時への対応も求められているところでございます。そうしたこともあわせまして、本県といたしましては中部国際空港に2本目の滑走路が整備され、24時間フルに運用できる空港としていくことがぜひとも必要であると考えておりまして、平成20年度から始まる次期社会資本整備重点計画に、中部国際空港の2本目の滑走路の整備を盛り込んでいただくようお願いするものでございます。

次に、中部国際空港の完全民営化についてであります。中部国際空港は、開港から1年半余りが経過したところでありまして、現在も増加する需要への対応や顧客の満足度向上のために必要な施設整備を行うなど機能強化に取り組んでいるところであります。中部国際空港が将来にわたって国際拠点空港としての役割を果たしていくためには、先ほど申し上げましたグローバルスタンダードであります複数滑走路を備え、24時間運用できる空港を実現させていく必要があるものと考えております。

完全民営化につきましては、こうした国際拠点空港として必要な機能強化が行われた上で、安定的な経営の見通しが立った段階での課題であろうと考えておりまして、まだまだ時間を要するものと思っております。

最後に、中部国際空港は地域にとって重要な社会基盤でありますので、今後も引き続き、中部国際空港が国際拠点空港としての機能と役割を十分に果たせるよう、地元自治体、経済界と一体となって支援してまいりたいと考えております。

以上であります。よろしく申し上げます。

●座長

どうもありがとうございました。

それでは、最初にお約束しましたように質疑に移らせていただきます。これまでの3府県の御説明につきまして御質問、御意見等ございましたら発言を願いたいと思いますが、いかがでございでしょうか。

どうぞ。

●委員

千葉県と大阪府と愛知県の御意見を聞かせていただきましたが、これを見て素朴な疑問で感じたことが1つあります。千葉県が御主張されていることについて、これをずっとご説明いただいたのですが要求がすごく多くて、逆に愛知県の方はむしろこれからどんどん地元で支援していきますと、こういう違いがあります。それから、大阪府についてはちょうどその真ん中ぐらいになっているというのが私の認識なのです。

また、たまたま大阪府が出していただいた説明資料の7ページを見ますと、ここに「地元負担額について」と書いてあるんですが、地元負担額は関空が3496億、中部が1024億、成田は地元負担がないのです。これを見ますと、一体これは何なのだろうというのが素朴に。国民から見ても、確かに成田についてはいろんな経緯があったということはよく承知しているのですけれども、これは要求ばかりで、どのような協力をしてきたのか、どのくらいの負担をしてきたのかというのがさっぱりわからないのです。

これは本当に正当な、つまりこの要求は本当に正当な要求かについてもよくわからないし、この覚書があることはそうなのでしょうけれども、覚書も非常にあいまいで、これこのままやったらどれくらい金がかかるんだということもよくわからない。こういう財政が厳しいときに果たしてこういう、素直にはいいと言ってこれは判子を押す者も押す者だと思えるのですけれども、具体性がほとんどないのです。これをやってくれ、これをやってくれ、これをやってくれといっぱい書いてある。株まで民営化前に持たしてくれと。これは市場では何ぼでも買えますからね。この要求というのは本当に正当な要求なのか。地元の負担がこれで見ると限りゼロで、要求だけされるというのが。

いろんな経緯があることはよく承知の上で発言しているのですけれども、果たして正当なのかどうか。むしろもっと地元で成田を支えなければいけないのじゃないかというように私は印象を持ちましたので、どのように千葉県はお考えになっているのか。つまり素朴な質問でございますので、間違っているかもわかりませんので、その点は御容赦いただきたいと思います。

●千葉県

千葉県の場合、先ほどから先生の方も成田空港の経緯を承知しているというお話をいただきました。千葉県は空港機能を補完するような形で物流基地とか、空港本体ではありませんけれども周辺の整備、例えば工業団地とかいろいろ空港の機能を生かす、あるいは空港機能を補完するような産業振興なり、あるいは空港で働く方のための住宅団地、成田ニュータウンもその一つですが、こういういろんなものを千葉県はやってまいりました。そ

ういう意味での社会基盤、空港そのものではありませんが、それに関連するあるいは補完するような社会基盤整備を千葉県、あるいは周辺の市町村は精いっぱいやってまいりました。

それから、少し生々しいお話になりますけれども、空港の警備が今も続いているわけですが、私自身もいつゲリラに襲われるかわからない、こういう状態で我々職員、それから市町村もそうなのですが、空港に関連する仕事をやっております。こういう警備費用というのも、今数字はすぐ出ませんが相当なお金、億単位といいますか、桁がもう少し以上の金額が出ております。こういうことで、この資料にはなかなか金額で反映できない費用負担もやっております。それから、働く者の危険性とかそういう中で精いっぱい千葉県と周辺市町村、それから地域は、成田空港のこれまでの経緯の中で協力してきたというのを数字でなかなか今すぐ申し上げられませんが、それを御理解いただきたいと思います。

済みません、毎年空港にかかわるコスト、市町村と県で120億ぐらいの費用になるという資料も手元にございますが、そういうことで空港を補完するような形の基盤整備を中心にしたもの、あるいは空港が安全で運営できるような形の役割も周辺でやってきたということでもあります。あと要求だけというような受け取り方をされているようですが、私どもとしては要求でもあるし提案でもあるというふうに考えております。ぜひその点御理解いただきたいと思います。

●委員

そのとおりだと思うのですね。いろいろやっぺらっぺら。千葉県も大変御苦労されてやっぺらっぺらということはよくわかるのですが、いろんな周辺の整備については多分大阪も愛知県もやられていると思うのです。だからと言ってそれは関係ありませんということではなくて、これはこれでこの要求は本当に。これは国民の税金なわけですよ。国の税金、国民の税金が負担するというふうに考えますと、幾らかかるかわからない、あるいは本当に恒久化しろみたいな話も出てくるわけですね。これは本当に正当な要求なのかどうなのかということを感じましてね。いや、正当な要求は当然すべきであるし、国も税金をかけてでも、国民は納得すると思うのですが、このような要求が本当に正当な要求なのかどうなのかということをもう少し冷静に千葉県も考えていただきたいなと思います。覚書があるのだから、覚書を実行しろというのはよくわかるのですけどね。

●千葉県

よろしいでしょうか。覚書があるからと、それも当然申し上げたいんですけども、た

だそれだけではなくて我々地元の自治体として、あるいは地域の方々も、成田空港をよくしよう、空港とともに発展していくんだという意識でやっているわけです。今この場で十分御理解いただけないのが残念なんですけれども、そういう意識ではやっております。もうそういうことに尽きるんですけれども、よろしくをお願いします。

●委員

むしろそういう方向のことも少し明確にさせていただいて、負担すべきはしっかり負担していただかないと。非常に重要な空港であると私は素人でありますけれども認識しておりますので、やはり地元の負担は負担で明確にさせていただく。国も厳しい財政と言っても負担しなければいけないところはあると思うので、その辺のバランスをよく考えていただかないといけないのかなと思いました。各論の方はよくわからないのですけれども、総論の中で3空港を比較いたしまして、少しこれは余りにも過大な要求なのかなという感じがいたしましたので、間違いかもわかりませんが、そういうお話をさせていただいたということでもあります。

●座長

どうぞ。

●委員

しり馬に乗るようで私も恥ずかしくはあるのですけれども、千葉県さんですけれども、民営化の際に地元自治体の株式保有、これを上場する前によこせというのは、まあ言わせていただければ盗人たけだけしいという。どういう根拠なり論理があつてこういう要求をされるのか、ちょっと教えていただけますか。いや、上場後に買うならいいですよ。

●千葉県

先ほど申し上げましたように千葉県あるいは自治体、地元が、空港の今日までの経緯の中で協力してきたという自負心がございます。それはなかなか幾らという金額ですぐ換算できるものでないものも多いんですが、お金で換算できるものも周辺自治体で一切負担していないわけではなくて、やってまいりました。そういった中で地元としてそういう恩恵にあずかるという意識もございます。ということで、無償であれば一番いいし、そうでなければ額面ということで。そもそもそういう経緯から考えて、市場で買うならここで申し上げる必要もないわけですが、ということで十分。それから、今後の成田空港が、今までの歴史的な経緯を踏まえて十分国際拠点空港としての機能を発揮する、地域と共存する空港であるためにも、自治体が株を持たしていただくのは必要だという判断で、盗人たけ

だけしいと言われるのは心外であります。そういうことでぜひ御理解いただきたいというふうに思います。議論もお願いしたいと思います。

●座長

そのほかにいかがでしょうか。

どうぞ。

●航空局長

私が余り解説するのも何なんです、3空港はそれぞれ生い立ちといいますか、できた年次も違いますし、歴史的な経緯も違っていています。特に成田については、ご承知のように最初の場所の選定から相当もめて、急遽三里塚に決まって、それで闘争につながってしまったという、ボタンのかけ違いと言われていた歴史がありまして、山本先生が一番ご存じなのですが、それをずっと地元とシンポジウムや円卓会議等の話し合いも重ねて、何とか地域と空港が共生できるような仕掛けをつくって今までやってきました。

最近では非常に地元との関係もよくなってきて、むしろ成田をみんなで応援しようじゃないかというムードもどんどん出てきている。確かに要望は地元からいろいろな要望が出ていると思いますけれども、そこはあくまでそういう地元のずっと長年やってきた気持ちのあらわれで、要望として出ているだけでありまして、これをどうするかというのはまたこれからのご議論なんです、今までの経緯からするとそこを全然もう知らないよと言えるような状況でもないなど。ということで、今回はストレートにいろいろ地元の素直な気持ちを先生方にもお聞きいただいているということでもありますので、よろしく願いいたします。

それから、関空、中部は海上空港で整備しておりますので、騒音だとか地元に対するマイナスの影響というのはなくて、そのかわりお金がかかってしまったので、地元にもそれなりにお金も負担していただいて整備させていただいているという経緯がございます。それぞれの空港について生い立ちの歴史が違うというところだけのご理解いただきたいと思っております。

●委員

愛知県に伺いたいのですけれども、セントレアを一生懸命やろうという姿勢は見えていますが、それと同時に小牧で小さい飛行機を使った便が結構ふえていて、それは県がかなり応援していると。あそこを使って飛ばしているエアラインもエアラインだと思うけど、せっかく中部といういい空港ができたのに、いまだに小牧を残そうとする姿勢、それ

でさらに2本目をつくってほしいということに矛盾はありませんでしょうか。

●愛知県

お答えさせていただきます。小牧を応援していると言われましたけど、小牧の飛行場は県営空港でございまして、県そのものだというふうにまずご理解いただきたいと思います。

実はセントレア、中部国際空港をつくる時に、小牧の飛行場をあっちへ全部一元化して持って行くということで、実際そういうふうにしたわけですけれども、あそこにご存じのように小牧基地といいまして自衛隊の基地がございまして。民間航空機を全部セントレアへ持って行くことに非常に地元の抵抗がありまして、小牧の飛行場も民間機の飛行場として残してほしいという非常に強い地元からの要請がございました。いろいろ県も悩んだ末、国ともいろいろ相談させていただいて、県営空港としてコミューターとかビジネスジェット、そういった小型機の拠点として使う飛行場として残しましょうということで。それは県が国から飛行場の用地を、240億円弱だったと思いますが出して購入いたしまして、国からコミューター機とかビジネスジェットを飛ばすということでご理解をいただいて、飛行場を購入してそういうことで運用しているわけでございます。

実際飛んでいるのは、ビジネスジェットが年間100機ぐらいと、これは海外から来るものを中心なんですが、あと民間航空会社のコミューター機が現在10都市に1日21便ぐらい離発着しております。そういう経過があつてやっておるわけです。あの当時セントレアの方へ定期便は一元化するというお約束はしておりまして、それはきちっと守っております。そのときのお約束から漏れたコミューター機とかビジネスジェットを飛ばすということで県営空港としてやっていきますということで、それは地元でも合意いただいておりますし、国からもそういうことでご理解いただいた上で運用しているわけです。

もう今は小牧の飛行場は、大型機は降りても飛び立てないような形になっております。民間飛行場としては小型機しか利用できないような構造になっておりますので、そういう形で運用しているものですから、そのところはぜひご理解いただきたいと思います。我々は対外的には、中型機以上の大きな飛行機はすべてセントレアで、我々もセントレアが地域のゲートウェイであり、あそこを盛り立てていく以外に我々の地域の発展はないというふうに思っております。

●委員

伊丹と関空の二の舞になるんじゃないかと心配しているんですけども、何となく便数もふえているみたいですし、これで大丈夫かなと。

●愛知県

よくそういうことをマスコミなんかでも言われることがあるんですけども、伊丹と関空の場合は、伊丹の利用客が1800万人ぐらいですか。関空が1600万人ぐらいですか。愛知県のセントレアは今1230万ぐらいだと思います。名古屋小牧の方は30万人ぐらいの利用者ですので、もう全然二元化というのは。ちょっと言葉があれですが、関空と伊丹はまさに二元化していると思いますけれども、我々の地域はもう完全に一元化しておいて、今申し上げたように1200万人対30万人の世界でございまして、関空と伊丹との関係とは全然違うと、我々はもう完全に一元化したものだということで理解しております。ですから、セントレアの足を引っ張るようなことは当然経営的にもならないということでございます。

逆にこんなことを言うとちょっとセントレアの方に申しわけないのかもしれませんが、例えば朝晩のラッシュ時にはもうセントレアも目いっぱい近い状況で飛行機が離発着しております。そういうときに小さいコンピューター機が朝の都合のいい時間帯、8時台とか9時台に離発着しようと思っても、当然大型機とか中型機が優先されると思うんです。そういうことを考えれば、将来的には我々はセントレアをコンピューターの形で補完するといいたいでしょうか、補完まではいかないと思いますけれども、せいぜい役割としてはそこまで行くか行かないかというような形だと思っておりますので、セントレアの機能の代替ということはとても果たせるような規模ではないということをご理解いただきたいと思っております。

●座長

よろしゅうございますか。

そのほかいかがでございますか。よろしゅうございますか。

特にご意見がないようであれば、これで関係自治体からのヒアリングを終了させていただきます。3府県の皆様におかれましては、本日はご多忙のところご協力をいただきまして、まことにありがとうございました。

続きまして、証券会社からのヒアリングに移りますけれども、ちょっと場所の移動ということがございますので、しばしお待ちいただければと存じます。

証券会社からのヒアリング

(1) 野村證券株式会社

●座長

それでは、準備がよろしいようでしたら、続きまして証券会社からのヒアリングに移らせていただきたいと思います。

先ほどと同様でございまして、時間の目安としては各社 10 分程度ということで大変短い時間で恐縮でございますけれども、ご説明いただきます。その後、3社合同で 20 分間程度の質疑応答という形で進めさせていただければと思います。ご協力のほどよろしくお願いいたします。

それでは、まず初めに野村証券株式会社からご説明を願いたいと思います。よろしくお願いいたします。

●野村証券（株）

野村証券公共法人部長の榊原と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは早速でございますが、座らせていただきまして、お手元横置き資料の 1 ページ目の方をおあけください。

当社は、これまで NTT、JT、さらに JR を初めといたしまして、最近でも電源開発であるとか国際石油開発といった民営化 IPO におきまして、上場アドバイザーであるとか主幹事証券会社の方を務めさせていただいております。そういった経験を踏まえまして、民営化株式上場において重要と思われる点を、特に今回につきましては国際拠点空港の民営化につきまして、投資家やマーケットの観点から述べさせていただければと思います。

第 1 の点でございますが、当該業界におきまして、明確で安定的な産業政策、将来ビジョンが示されていて、それに基づいて明確な規制や枠組みが定められているかという点でございます。

例えば過去の我が国の民営化で申しますと、NTT の民営化のケースが参考になるかと思われま。NTT はその上場以前から、NTT 分割の議論が行われていたわけですが、その議論が上場後に持ち越されて、最終的に 1999 年に持ち株会社のもとで分割されました。その間いわゆるバブル崩壊もございまして株価は低迷したわけですが、その中で行われました NTT 分割の議論は、多くの一般株主にとりましては相当程度のフラストレーションとなったということが言えると思います。もちろん永久に変わらない制度というのはございませんが、一方で、上場後に株主の手の届かないところで会社のあり方が大きく変わるということは極力避けるべきであろうと考えております。

次に、政府、民営化企業及び市場の間で、その企業の将来ビジョンが十分に共有されて

いることが望ましいと考えております。JR東日本、西日本及び東海の3社につきましては、既にいわゆる完全民営化が達成されておりますが、これらは非常に成功した民営化事例であると言えると思います。これらのJR3社におきましては、民営化の段階におきまして、雇用問題、赤字ローカル線問題、及び債務問題といった各社の課題が存在しておりましたが、それらを克服するために各社が経営戦略を策定いたしまして、それに対して投資家サイドも十分な理解を示してきたと考えております。そして、それらの課題が克服されてきたことに伴いまして株式市場での評価も高まってきていると考えております。

このように民営化の将来ビジョンが政府、民営化企業はもちろんのこと、市場にも共有されていたことがこの成功の要因の一つであろうと考えております。

3番目に、経営の自由度・独立性という点でございます。民営化企業は、社会インフラとしての高い公共性を有しておりますので、政府の関与あるいは規制ということが存在することになりますが、一方で株式を上場する以上、企業価値の向上を図り株主に対するリターンを最大化するように努めることは経営者の使命となります。そのためには十分な経営自由度が確保されている必要があると考えます。

このような観点から、規制はなるべく必要最小限のものであることが望ましいと考えております。

4番目に、説明責任・透明性向上という点でございます。上場後には多くの一般株主が生まれてまいります。民営化企業が上場企業としてアクションを起こす場合には、それらの株主への説明責任を負っているという点をしっかりと考えていかなければなりません。このような説明責任を果たしていくことの前提としまして、積極的な情報開示というものが必要になってまいります。

こういった点を国際拠点空港の運営会社という点に即して考えてみたのが次のページ以降でございます。2ページ目をご覧ください。

第1に、投資家は、国際拠点空港に対して、必要不可欠な社会インフラとして継続的・安定的な事業の運営を期待しているということでもあります。この点に関しては、社会インフラとして国の政策なりビジョンについてどのように位置づけられているのかという点が重要でございます。つまり国の確固たる空港政策・ビジョンが示され、その中で、国際拠点空港の位置づけ・機能が明確になっていることが必要であると考えております。

次に、そのような国の空港政策やビジョンと調和のとれた形で上場会社としてのビジョンを空港運営会社が確立していくことが重要であります。ここがしっかりしていれば、政

府の関与や規制と民営化企業の経営自由度やインセンティブもうまく共存できると思われ
ます。そして、上場企業としての企業価値の向上と社会インフラとしての公共性の実現が
両立していくことを投資家も理解できるだろうというふうに考えております。

3 ページ目をご覧ください。例えば具体的に考えますと、投資家は航空需要の増大が見
込めることから、国際拠点空港には継続的な成長を期待しております。運営会社はこのよ
うな事業環境を前提に、企業価値向上の観点を踏まえまして、空港の確固たる将来ビジョ
ンを示し、その具体的な戦略の実行といたしまして、さらなる滑走路等への投資を適切に
判断し、それを実現していくことを投資家は期待しているということでもあります。

また、投資家は、空港運営会社が、経営の多角化（リテール事業等）や経営の効率化、
あるいはコスト・コントロール等を通じて、収益を拡大することを期待しております。こ
れらの経営戦略に関して、経営の自由度が確保されインセンティブが存在することが必要
とになってまいります。もちろん国際拠点空港は重要な社会インフラですので、その公共
性を確保するための規制等は必要になりますが、その場合にも規制はなるべく必要最小限
のものとしたしまして、できるだけ客観性・透明性が高いものであることが求められると
思われます。つまり株式の上場を前提とする以上、多数の一般株主や投資家の存在も前提
として規制のあり方を検討すべきであろうというふうに考えます。

4 ページ目でございます。経営に当たっては、従来からのステークホルダーに加えまし
て、多くの一般株主への説明責任という点をしっかりと考えて行動していかなければなり
ません。そのような中で例えば空港運営における役割分担や負担のあり方につきまして、
明確化が必要な事項もあるかもしれません。その前提として可能な限り、幅広い情報を多
数の株主も含めて公平に発信していただきたいと思っております。この点は会社サイドのIR活
動の充実に向けた努力が求められると考えております。

5 ページ目をご覧ください。上場する国際拠点空港運営会社のあるべき姿についてござ
います。繰り返しになりますけれども、この会社は民営化企業として高い公共性を実現
しつつ企業価値を向上していかなければなりません。そのためには国の空港政策において、
社会インフラとしての国際拠点空港の位置づけ等が明確に示された上で、それにのっ
つて必要最小限の規制の枠組みが導入されます。そして、そのことと調和のとれた将来ビジ
ョンや戦略を空港運営会社が確立し、経営の自由度の範囲内で企業価値向上という使命を
果たしていくことが必要不可欠になるであろうと考えております。

次に買収防衛策等についてですが、6 ページをごらんください。敵対的買収防衛策は、

民間企業においても「企業価値の維持・向上」を目的して議論されておりまして、上場を目指す企業にとりまして、上場前に十分に議論し解決しておくべき事項となります。さらに民営化企業につきましては、高い公共性の実現が求められることから、例えば「公共性や国益」といった観点からも、その必要性や方法を検討する必要があるかと思えます。

この場合、重要となりますのは敵対的買収防衛策を導入する目的を明確にすることです。例えばNTTには外資規制が導入されておりますが、これはもともと通信主権という観点から、国の安全上の問題を未然に防止する必要もあって、定められたものであるというふうに理解しております。このような目的からすれば、外資規制が必要であるということにもなるんでしょうけれども、一方で空港の安定的な運営確保が目的であれば、必ずしも外資規制ではなく、例えば事業運営に関する規制により対応することも可能かもしれません。いずれにしても、導入する買収防衛策につきまして、その目的に照らして必要最小限のものであることが望ましいと考えております。

当方からの御説明は以上でございます。ありがとうございました。

●座長

どうもありがとうございました。

(2) 日興シティグループ証券株式会社

●座長

それでは、続きまして日興シティグループ証券株式会社からご説明をいただきたいと思っております。よろしくお願いたします。

●日興シティグループ証券（株）

日興シティグループ証券株式会社の井上と申します。よろしくお願いたします。

早速ですけれども、資料の1ページをごらんいただきまして、初めに簡単に日興シティグループ証券の紹介をさせていただいておりますけれども、日興シティグループ証券は合弁会社でございます、日興コーディアルグループの法人部門であると同時に、シティグループの投資銀行部門の日本の拠点にもなっているということでございます。この後、国内の民営化案件の経験と海外の事例と両方お話しさせていただくというのは、このような成り立ちによっております。

続きまして2ページでございますけれども、市場での評価ということですが、空港運営

会社の安定的でありながら経済成長を上回る成長が見込める事業ということで、またその希少性という観点からも、ここ数年の注目度というのは非常に高いものがございます。主要な空港でも今後数年は大型の投資等予定されておりまして、キャッシュフローが赤字になるような運営会社もございますけれども、市場は長期的な成長を見込んでいるということでございます。まして世界第2位の経済大国日本の国際拠点空港となれば、注目度は非常に高くなるであろうと予想しております。

続いて3ページでございますが、国内の政府系事業の民営化の経験からということで、特徴として多くの場合、比較する対象の企業が海外にしかないというのが民営化の特徴になってまいります。例えば国際石油開発の事例では、石油開発というビジネスモデルそのものに始まって、対象とする市場であるとか競合他社との競争環境が、すべて海外の企業と同一の中で行われているということで、国際石油開発の独自の会計処理方法等も分解して追加の開示を行うことによって、分析能力の高い国内外の機関投資家に対応したという経緯がございます。

成田国際空港の場合につきましても、比較可能なビジネスモデルがまず海外にしかないということ、それから空港運営会社の特徴として、各国での規制の考え方はかなり異なることもありまして、日本でも恐らく独自の形がつくられると思います。さらには事業の対象となる市場自体が国内、海外がまざった複合的なものでありますので、これらの点について海外の空港運営会社との違いをきちんと見せていくことが上場に当たって投資家の理解を得るためには非常に重要であろうと考えております。

それから4ページでございますが、これはシティグループが今年関与した案件で、今年の6月に行われた最も最近の空港運営会社上場の海外事例ということで、A d P、パリの空港運営会社の概要を示しております。

これは非常に注目度の高い案件でありまして、1株当たり45ユーロという形で販売された株式が、現在53ユーロ程度ということで、時価総額で8000億円程度になっているわけでございますが、まず世界最大の観光都市であるパリを中心とした出発、それから起点という旅客需要に加えまして、地理的に欧州の中心に位置するというメリットがあり、ハブとしての地位を確立しやすいという点。例えばホームエアラインのエールフランス、KLMは非常に好調なわけですが、加えて貨物のフェデックスの欧州のハブになっているとか、そういう戦略的な優位性というのが魅力になっておりました。

それから、何より4本平行滑走路を持っているということで、現在の発着回数の2倍程

度まで扱える容量があるというシャルル・ド・ゴール空港の容量の余裕というのが将来の成長を支えるであろうということで魅力があった。もっともターミナルについてはまだ投資が必要だという状況でございます。

次の5ページのところに、A d Pの上場に当たって投資家の方から提示された魅力と懸念点というものを整理してございます。ちょっと細かくて恐縮なんですけれども、左側の投資魅力の方は、空港運営会社の一般的魅力に加えまして、前のページで申し上げましたA d Pの戦略的な優位性というのが挙げられている。現在このセクターにおいて航空需要の成長性自体については、強く疑問視するという見方はございませんので、したがって、滑走路を4本持つ容量の余裕が優位性に挙げられているということでございます。

一方で、規制関係、特に料金規制を中心とするエコノミックレギュレーション、経済規制のところについて、これは少し薄い青い色で書いてあるところなんですけれども、魅力と懸念の両方に挙げられている。

魅力とされた点というのは、上場に先立って、1つはプライスカップの考え方が明確にされたということ。それから、その水準自体がここでは当面の5年間、3.25%プラスC P Iということが原則なんですけれども、これがA d Pにとっては好ましいと言える水準であったということ。それから、次の規制期間である2011年以降のところ、規制対象事業の取り扱いが柔軟化される方向性も少し示唆されたということが好感された。

反対に、これは最も規制が透明な英国等に比べたらという視点ではあると思いますけれども、プライスカップの根拠といいますか、思想といいますか、A d Pが保有する資産のうち経済規制の対象となる資産の額をどの程度と置いて、それに必要な資本のコストをどの程度と見積もった結果、こういうプライスカップになっているんだという考え方については、政府の考えが必ずしもオープンになっていない。それから、5年間で見直されるということで逆にリスクもあるということでございます。こういう形でプライスカップ的な規制を行う場合には、規制サイドが資本に対する適切なリターンといったような考え方を持っているかどうかは投資家の注目する一つのポイントになるかと思います。

続きまして6ページなんですけれども、第1回の懇談会で御紹介がありましたスペインのフェロビアルを中心とするコンソーシアムがB A Aを買収したという案件の概要を、ここでは繰り返すはございますけれどもご紹介しております。株価が8月でとまっておりますが、8月に買収が完了したということでございます。

次の7ページをご覧くださいなんですけれども、本件の受けとめ方自体、B A Aがフ

フェロビアルにとってかわられてしまったという理解をされている方も中にはいらっしゃるのかもしれませんが、BAA自体は取締役会メンバーもほとんど変わらずにヒースロー空港等の運営に当たっているということでございまして、経営の一貫性は維持されていることは御理解いただけるかと思えます。変わったのは株主であるということで、一般の投資家からコンソーシアムに移ったということでありまして、BAAの取締役会も最終的にこれを支持したということでございます。

それから、コンソーシアムのメンバーの下に書いてある3社につきましては、いずれも計画段階から政府、つまり運輸省であるとか、財務省であるとか、内閣府であるとかということですが、仮に本件について否定的な意思が表示された場合には、本件は直ちにストップしようということに進んでいたというふう聞いております。

そもそも空港経営というものの自体、規制のありようとか事業の計画、安全、環境保全、空港へのアクセスの問題ですとか、全般につきまして政府との関係を円滑にしていかなければ、そもそも成り立たないということが背景にある認識であると思えます。したがって、事前に十分に政府への説明を行ったというふう聞いております。

ただ、この資料の上段にお示しした戦略の転換というところについては、行うという方向であると。国内へ投資をシフトするとか財務戦略の転換ということでございます。

次の8ページをご覧くださいまして、結局この買収が成立した背景なんですが、最も外国資本に寛容であると言える英国であっても、ここに記載しました4つの要因が総合的に重なったことが買収が成立した背景ではないかと今は思っております。

1つには、この資料の2ページに空港の株価のグラフを記載しましたが、過去数年にわたってBAAの株価というのは低迷して、必ずしも株主の満足を得ていなかったということがあるかと思えます。そこに欧州や、英国自体でも地下鉄の運営等含めて事業実績のあるフェロビアルというものが、英国の現在の空港に対する規制のもとで幾つかの事業戦略を転換することによって十分に業績を上げられるであろうというふう考えた。その上で英国政府との考え方のすり合わせを行って、事実上の了承を得たという概要が浮かび上がってくるのではないかと理解しております。

英国政府としての立場から見れば、逆に株主がそっくり入れかわったとしても、政策の方向性に経営の方向性を誘導していけるような枠組みを持っていたということ、少し言い過ぎかもしれませんが、そんなことが言えるのではないかとと思えますし、それから想像が一部入りますけれども、従前の経営よりも、むしろ政策の遂行にはメリットがある

部分があるんじゃないかというふうに考えたのかもしれないということはあると思います。

次の9ページをご覧くださいませでしょうか。今までの海外事例も踏まえまして、総合的に空港運営会社をめぐる問題を整理いたしますと、ここでちょっとまとめている5つのCといったことになろうかと思っております。特に成田国際空港を想定すれば、ここで青い三角で示したようなところが、上場株式売却をするという段階になって関心が寄せられるようなところではないか。この大枠自体は、世界の空港運営会社共通の課題であるということだと思えます。

次に10ページなんですけれども、政府系事業の企業価値向上策として、市場の規律を導入するということだとか、それから、先ほどから申し上げている資本のコストといえますか、WACC、ワックという言葉で文章の中には出てきますけれども、こういったものを意識した経営を重視するという考え方が経営サイドにも規制サイドにもあるということが透明性を高める上で重要な点かなと。これは市場から見た見方ということですが、そういうことが言えるのではないかと。買収防衛策についても、透明であるほど投資家にとっては保守的な評価をしないで済むということになると思えます。

最後に11ページなんですけれども、今後の議論についての希望といえますか、BAAの事例にもございましたけれども、政府の政策の方向性というものがないと空港の経営戦略というのは、短期はともかく中長期には立てづらいし、あるいは魅力のあるものにはなりにくいということが言えると思っております。成田空港の例をとれば、将来の空港容量に関する政府のビジョンであるとか羽田空港とのすみ分けについては、成田空港側からの説明だけでは市場は恐らく疑問を持つ余地が残るということだと思えますので、その結果保守的な評価をしてしまうということになれば、政府にとっても損失はあると思えます。

初めの方で、目先数年に生み出される企業価値がマイナスであったとしても、高く市場で価値を評価される空港運営会社が多いというふうに申し上げましたけれども、そのような形になるように政府の政策の方向性ができるだけ明確になって、それが株式価値につながるようなものであるというのが市場関係者は望むところかなというふうに思います。

以上でございます。

●座長

どうもありがとうございました。

(3) UBS証券会社

●座長

それでは、続きましてU B S証券会社から御説明を願いたいと思います。よろしく願いします。

●U B S証券会社

U B S証券会社投資本部長の伊藤でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、資料を使いながらご説明申し上げたいと思います。

1 ページからでございますが、空港会社が市場からどういうふうに評価されているのかということについてお話をしたいと思います。1 ページのグラフは、2002 年から空港セクター株の株価の推移を示したものでございますが、比較として、黄色で示されている欧州公益株指数、それから、緑で示されている全世界の株価指数の平均も載せてございます。こちらで見てわかりますとおり、空港セクターというのはこの5年間ぐらいの間に140% 株価が上昇しております、非常に人気があるということが見えるかと思えます。なぜこれだけ人気があるのかということについて、2 ページの方でご説明を申し上げたいと思います。

1 つは、航空旅客需要というものは今後とも高い成長率を維持するのではないかと考えられておまして、したがって、事業の成長性があるというところ。一方で、空港というのはどんどんつくれるものではないですから、参入障壁が非常に高いわけですね。その結果としてキャッシュフロー、それから収益も安定している。この2 つの点が投資対象として非常に魅力的であるというふうに見られております。

また、需給関係という観点から見ましても、最近、インフラファンド、インフラのプロジェクトに対して投資するファンドというのがかなりふえてきている一方、優良なインフラプロジェクトというのは余りないということも需給関係から人気に拍車をかけている理由でございます。したがって、成田空港を初めとした国際拠点空港を上場していくという環境としては、非常にいい環境があるということが言えるかと思えます。

次の3 ページでございますが、投資家が空港株というものをどういうふうに見ているのかということをご説明申し上げたいと思います。私どもU B Sは毎年、全世界の主要な運輸会社、それから全世界の投資家百数十社を集めまして、年に1 回運輸コンファレンスを開催しております。今年で10 回目になっております。こちらの方で投資家に対するアンケート調査をいたしました。その結果を載せておりますが、左上のグラフは、投資家が空

港株というのをどういう性格の株として見ているのかということについて示したものです。35%はディフェンシブ株、要は安定しているという特徴を気に入っている。一方で57%の投資家は両方、したがって安定してもいるが、一方で成長もするというところを非常に關心を持っているということがわかります。したがって、空港株の成長性というのが投資家にとっても非常に重要だということがこの点からもわかると思います。

また、左の下のグラフでございますが、どういうところに懸念点があるのかを聞いたものでございまして、キャパシティー、これは発着枠の増加の可能性ということ。それから規制がどういうものがあるのか、他空港との競合とか、こういうようなさまざまな点が挙げられているわけです。

次のページをごらんいただきたいんですが、今のアンケート調査も踏まえまして、民営化空港に対する投資家の関心事は何なのかというのをまとめてみました。6つのポイントを挙げておりますが、これらの関心事に、明快な形で回答を用意する。これが国際拠点空港の民営化上場を成功する上で非常に重要というふうに思います。要は投資家としては、しっかり私企業として利益を挙げてほしい、成長してほしい、そのための枠組みがしっかりあるということが重要だというふうに考えております。

料金の体系、その他の規制、それから政府の関与の度合い、今後の成長を担う設備投資ができるのかどうか、等々に關心を持っているということが言えるかと思います。

その中で、他空港との競合の問題なんですが、先ほど日興シティさんも触れられましたが、特に成田空港の場合は、羽田空港との役割分担、すみ分け、これが明瞭な形で規定されていることが極めて重要だというふうに思います。成田空港が真正面から国際線旅客についても羽田空港と競争しなければいけない状況をつくってしまうと、投資家の視点からすると、もう不安でとても成田空港には投資できないということになってしまう可能性もあるのではないかと思います。

次に5ページをご覧くださいと思いますが、空港会社の民営化、それから上場をする上で、今申し上げたような投資家の関心事と国、政府としての関心事、この2つをどうやってバランスするかというのは、どこの国の空港の民営化においても問題になってきております。私企業としてしっかり利益追求していくという側面と、国の政策目標を実現していく、もしくは国益を追求していく、この両方の面を両立していくことが非常に重要な要素かと思います。

例えば政府の持ち分の話なんですが、1つは経営の独立性という問題もございまして、

例えば持ち分を半分残していくことによって政府が空港会社をコントロールしていくという方法もちろんあるわけですが、他の海外の空港の例でもあるわけですが、問題としては簡単に言うと売却代金が半分になってしまうという点と、それからもう一つは、将来また政府が持っている株を売ってくるのではないかという追加供給懸念ですね。私どもオーバーハングというふうに呼んでおりますが、そういう懸念が出てきてしましまして、上場の際の株価も抑えてしまうし、上場後の株価が伸びなくなってしまう、こういうような問題点が出てきます。

例えば昨年7月にJR東海の二次売り出しというのがあったわけですが、私ども主幹事を務めさせていただいております、その際もどうやってオーバーハング懸念というのを顕現しないようにするのか、そこに対する対処策というのが実は一番大きな問題点でございました。ここのところは非常にうまく処理された結果、JR東海の第二次売り出しというのは大成功裏に終わったということが言えるかと思えます。

もう一つは、外人持ち株比率の規制についてお話ししたいんですが、6ページをご覧ください。左側のグラフなんですけど、これは外国人投資家の日本株売買シェアに占める比率の推移を示しております。きょうの日経新聞にもたまたま載っていましたが、もう6割に達してしまっている状況です。

右側のグラフは、投資主体別の日本株保有比率で、このオレンジで示されている線が外国人の投資家の比率ですが、現状においては27%近くまで上がってきている。したがって、日本株の現在の市場の現状からしますと、外国人投資家に買ってもらわなければ株価は上がらないような構造があるということがこれを見ていただいてもわかるかと思えます。したがって、外人持ち株比率を制限してしまうとどうしても参加できる投資家の数が減ってしまいますから、株価が抑えられてしまって売却代金を最大化することができないという弊害が出てくる可能性がございます。

外資と言いましても、大半の外国の投資家というのは、例えば年金の資金であるとか、個人の資金を集めた投資信託の資金であるとか、決して日本企業にとっても悪くない、むしろ優良な投資家が多いということをご理解いただければと思います。

1ページまた戻っていただきたいんですが、今申し上げましたように、政府の持ち分を5割残しておくのは売却代金の最大化という観点から好ましくない。外人持ち株比率を制限してしまうのも好ましくない。一方で、政府としては、いざというときの空港会社のコントロールを握っておきたいという当然のニーズがあるかと思えます。

このようなジレンマを解決する一つの方法としては、黄金株という手法があるかと思ひます。野村証券さんの資料にもございましたが、黄金株といひましてもいろいろな種類のものがありますし、いろいろな条件のものがあるわけですが、例えば1株主の持ち分がある一定規模を超えた場合には、重要な決定事項について政府が拒否権を持つていくという形の危機対応型の黄金株であれば、いざというときのコントロールはしっかり持つことができる。一方で株価、民営化の成功に悪影響を残さないような形で対応できるのではないかというふうに思ひております。

国際拠点空港は国にとり非常に大事な資産ですから、国益をしっかりと追求しつつ、それでいながら投資家の関心事に配慮した形での民営化上場を成功させることは十分可能というふうにUBSは考へております。

以上でございます。

●座長

どうもありがとうございました。

それでは質疑に移りたいと思ひますが、これから大体20分間ぐらいをめぐりにお願いしたいと思ひます。3社からのご説明につきましてご質問、ご意見等ございましたら発言願ひたいと思ひますが、いかがでございましょう。

どうぞ。

●委員

大変貴重なご報告をありがとうございました。1つは感想ですけれども、あと3点ほどお三方にお伺ひしたいことがあるのですが、1つ目の感想は、3人の方々が異口同音にどうか同じように強調されていた、ある種の予見可能性ですね。予見可能性は非常に重要だという、変動があつてもいいのだけれども、ある程度透明性があつて変動が予想できることが株価にとっては非常に重要だというのは私もそのとおりでと思ひますので、ここは一つのポイントなのだろうと思ひます。

ただ、きょうもそうですけれども、いろいろなお話を伺っていると、結局予想できないと売り出し価格は下がるわけですけれども、投資家に評価されないで株価が余り上がらないことはだれの損になるのかという、実は当事者の方々にとっては余りそのところは気にならない。普通だと資金調達ができないですからすごくシリアスな問題なのですけれども、今の空港においては、場合によるとそこはそんなにシリアスな問題でないかもしれないということがあるかなと。これは感想でございます。ただ、実際にはこれは国の資産

を売り出すわけですから、きちっとできるだけ高い価格で売るという姿勢が重要なのかなと思います。

ご質問を3点ほどさせていただきたいのですが、1つは、多少お三方はニュアンスが違ったのですが、規制の問題と企業価値の問題ですね。場合によると規制緩和が、一般的には規制緩和して、できるだけ自由度を高めていくことが株価なり企業価値を上げていくわけですけれども、空港の場合はかなり規制がさまざまにかかっていますので、緩和をどういう形でとらえるかですけれども、規制が緩くなればなるほど株価が上がるとは限らないと思うのです。その辺のところをどんなふうにお考えかということをちょっと。これはさっきの変動要因ということなのかもしれませんが、確認したかったので御意見をお聞かせいただければと思います。

2点目は、最後にUBSの方がおっしゃっていたことに絡むのですけれども、結局多くの投資家の方々にとって、この決定権があるということがどれだけ重要で必要な条件なのか。ある程度黄金株のように決定権が制約されても、自由な取引ができてある程度の流動性が確保されれば結構な株価がつく、あるいは十分取引としては魅力的だということなのか、やはり空港はいざとなったら買収できるような支配権を握れるような可能性がないととてもとても取引対象にならないということなのかどうかということをちょっと教えていただければと思います。

それから最後のところに絡むのですけれども、お三方がおっしゃっていた中で、ここで言う投資家、あるいは株主というところでは幾つかの可能性があって、1つは野村證券の方が主に対象にされているのは機関投資家をイメージされていて、UBSの方のところでは補足資料のところではファンドという話が随分出てきました。それから日興シティの方のところではフェロビアルのお話をされていて、ある種のフェロビアルがファンドじゃないのかどうかと微妙なところですが、ある種事業をやる、大かがりな事業をやる可能性とあって、その辺のところではどこがとるか随分イメージは変わってくると思うのです。その辺どうとらえているのかということ。

フェロビアルのようなことを、例えば完全民営化をどうとらえるかなんですけれども、ある種の国内のさっきのような地域の方が入っているのかもしれないけれども、ファンドが入って、完全な公開ではなくて、実は一度公開するのだけれども、ある種のコンソーシアムみたいなところが入ってすぐクローズしてしまうというような可能性、そういう形の完全民営化というか、そういう世界はある程度想像できるのかどうか、あるいはそうい

うスキームを考えたときに投資家の方々はどういうご判断をされるのか、ご意見なりご感想を教えていただければと思います。

ちょっと長くなりましたが、以上です。

●座長

時間の関係もございますので、1社ずつそれぞれにお答えいただくような形でお願いしたいと思います。野村証券さんからよろしいですか。

●野村証券（株）

どれかの質問にという意味でしょうか。

●座長

できれば、すべてに。

●野村証券（株）

わかりました。規制と企業価値という1点目のお話でございますけれども、規制の種類、業態によって議論自体がものすごく違ってくるのかなと思っておりますけれども、空港ということ、そして国際拠点空港ということで行きますと、特にこのインフラ事業というのは、こういった産業には自然独占というものが存在するというふうによく言われるわけなんですけれども、それが政府の産業政策のスタンスを決定する重要な要因だろうなというふうに思っております。

自然独占というのが存在する場合には、公共性の観点からそれを補うために何らかの規制の枠組みが設けられると考えておりますけれども、株式市場とか投資家サイドからしますと、こういった規制の必要は理解されるんですけれども、その規制がいろんな議論があって難しいかと思うんですけれども、果たして必要最小限のものなのかどうかということの判断によって企業価値の評価が変わってくる。どう判断するかによって人のとらえる企業価値の合理性というものが変わってくるんだろうということ、だからこそ値段は動くんだということかと思えます。

それから2つ目ですけれども、買収防衛策等が導入されている。それが重いものであると、例えば程度によっては買収対象、投資対象にならないのかどうかというご質問であったかととらえていますけれども、こちらにつきましては結論から申し上げますと、実際に米国の企業等においても上場していて買収防衛策が導入されている会社はたくさんあるわけございまして、一たん決めた買収防衛策等々が安定した——安定したという言い方もあれなんです、ルールが変わらないような仕組みでもって最初の予見についてのお話が

ございましたけれども、投資する前からわかっていて、それが一定程度ずっとルールとして守られている。そういったルールが入っている会社であるということを前提で最初からみんな投資に参加してくるということですので、そこが大事になってくるのかなと。結論からすると投資対象にはなるんでしょうけれども、株価には多少の影響は当然ながら出てくるということであると思います。

それから、3つ目は機関投資家、特にファンド等が一たんコンソーシアムを組んだような形で民営化の前に入るということについてどう思うかということですが、その形式が問題というよりは、一投資家なのかそれとも何か意図を持って、あるいは意思を持ってその株式を保有しているのかどうかというところで、簡単に言うと企業といいますか、その会社全体のガバナンス等に影響を与えるものなのかどうかということを投資家は得られる情報を通じて判断して、これはやめておこうとか、いやこれだったら問題なからうとかということを判断していくのかなと思います。

以上でございます。

●座長

次は日興さんですが、手短にお願いします。

●日興シティグループ証券（株）

では手短に、規制と企業価値については空港に特化して申し上げますけれども、ポイントは、市場がこの事業は有望であってアップサイドがあると思う事業について経営自由度があれば価値が上がるということだと思います。市場が逆にリスクがあると見る事業、例えば大型投資が伴うけど有望かどうかはわからないというものについては、自由度が高くても価値が上がるとは限らない。

ちょっと私どもの資料の9ページを見ていただきたいんですけども、規制の種類は幾つかあるんですが、1つに料金規制というものは、基本的には空港にとっては着実にこれを上げていけるというスキームがあれば、これは市場で非常に評価にされてきた形であります。ただ、成田さんについて現状さらに上げていくということがあるかということがありますので、そこはまた規制の有無とは別の要素ですが、下がるんじゃないかということプロテクトするような効果が逆に出るかもしれません。いずれにせよ、市場が大まか予想する方向に対してどうかということでその規制の価値は効いてくる。ですから、今商業収入のところを自由にするというのは世界の流れであって、これは皆さんアップサイドがあると思っておりますから、自由にすれば価値が上がるということでございます。

それから2点目の決定権のところですけども、これは例えば黄金株という形でいけば、この価値に対するマイナス要因を極小化することは可能だと思います。国際石油開発の例でもありましたけれども、これは発動される条件、ケースは極めて限定されるということをしちんとメッセージで伝えるということがあれば、影響は小さいと思います。例えば3分の1の政府保有とか、あるいは一投資家当たりの上限制限みたいな、間違いなく買収は起こらないというスキームであれば、高い株価でも取得して経営しようとする人は出てこないわけですから、その分は下がるということになると合理的には考えられると思います。

それから、最後の、上場後の投資家をどのように想定するかという件ですが、フェロピアルの話をしたのは、この件が多分ご関心が高いということで話したわけで、こういう投資家を我々は想定しているということではありませんけれども、どのような投資家に株式を販売するかは民営化の政策の問題であって、日本ではそれは国民に広く売却する。実際AdPの株式も国民にかなりの量が売却されていますので、そこはもう政策の問題であろうと思います。ただ、一度上場した後、上場廃止を可とするかということについては、日本での上場という作業は一大イベントなんです。会社が3年、4年かかって従業員一丸となってやることですので、これを廃止するという事は非常に会社のインセンティブにかかわると思います。一方で、海外の場合にはかなり自由にまた再上場というのはできますので、そこは大きく違うということがあると思います。

全部にお答えしたかわからないですが、以上です。

●座長

どうぞ。

●U B S 証券会社

第1の規制が緩くなれば株価が上がるわけではないんじゃないかという点についてですが、私もそのとおりだと思います。一つは世界各国の空港会社の例を見ましても、いろんな形の規制がかかっておりますので、規制がかかっているのが当たり前というのが投資家の視点だと思います。逆に規制が非常に緩やかであるというのは、かえってリスクとしてとらえられるのではないかと思います。というのは、全く規制しないで自由にやっという形になるわけがないわけですから、そうすると予見しないような形の規制が将来出てくるのではないかという想像になってしまって、かえって好ましくない可能性があると思います。

2番目の買収の可能性がないということになると株価は上がらないんじゃないかという

点なんです、この点については2つございまして、1つはB A Aの例というのがありますが、通常の場合においては、空港会社を買収されるリスクは実態として余りないというふうに投資家は考えてくるだろうと思います。したがって、そこに対してプレミアムをつけていくことはないと思います。それから、そもそも企業買収の物の考え方なんです、これはあくまでも正当な価値を払って会社を買うというのが基本的な考え方ですから、株価がきちっと正当な価値を反映していれば、株価が安過ぎる状況は出てこないということです。そういう状態さえつくっておけば、こういう買収の可能性がないとしても、十分高い価格がつくということが言えるかと思います。

3番目のファンドという話なんです、私の方からインフラファンドがふえているんだという話をいたしました、必ずしも例えば成田空港が上場した場合に、このインフラファンドばかりが投資家になるということを想定しているわけではなく、やはり民営化という性格上、広くあまねくいろんな投資家層に株を持ってもらうのが好ましいだろうと思います。それから、投資家の数が多くていろんな投資家が市場に参加することによって、この流動性ができる、つくられるという側面もございまして、その方が株としての魅力が増すような側面もあるかと思います。したがって、必ずしもファンドだけが投資家だというふうに私どもの方で想定しているわけではないということでございます。

●座長

そのほかに御質問ございますか。

どうぞ。

●委員

2点質問したいと思うんですが、政府が株の一部を、一部と言ってもまあまあの数字ですよね。2割とか3割とかいうようなシェアを持っているということは、株価に与える影響がマイナスなのかプラスなのか。政府が信用ないと見るのか、信用ある存在だと見るのか、責任を持ってやるという意味では信用あると見るのか、投資家はどのような判断をするのか。つまり株価にとってプラスなのかマイナスなのか。先ほどそれはいつ売られるかわからないから、市場が混乱して下がる可能性があるのもマイナスというふうにおっしゃったけれども、逆に言えば政府がしっかりサポートするというふうな、企業でも一流企業がある程度のシェアを持っている会社は高く評価されるので、そういう評価というのは有り得ないのかなどうなのかというのがまず1つ。

それから、公開時に最大な株価で売るというふうなことを皆さんおっしゃっているんで

すが、その最大というのはどういうことを言っているのか。株価について理論的な計算方法というのはいろいろあって、WACCが一番いいのかどうか分かりませんが、一定の合理的な水準がある。合理的な水準以上で売ったら、変な話が詐偽になるわけですね。以下だと買収される可能性があるわけですね。やはり合理的な値段で売らないといけないということだと私は思っているのですが、合理的な価格で売るときに、そのための仕組みというんでしょうか、それはどういうふうにすればいいのか、その辺を教えていただければと思います。

●座長

これは3社にお聞きしますか。

●委員

どなたでも結構です。

●座長

それでは、どなたか。

●日興シティグループ証券（株）

政府のサポートが例えば2割、3割というものについては、そのサポートというもの、あるいは政策の方向性が何かということが結局は明確かどうかということによるんだと思います。株を持っていて株主権を行使するという形で何か経営に関与しようということであるとすれば、そこに公共的に政策というものが入っているということが言えるのかどうか。ですから、一般的には過去の民営化においては、株主権を行使するという形ではない形でやってもらいたいというのが市場の今までの考え方であったかなと思います。

それから、2点目の最大の株価で売る方法ということについては、ご指摘のとおりいろいろな算出方法があって、その中でどういう方法が一番投資家に受け入れられる、しかも実態をあらわす株価かと。先ほどちょっと申し上げましたように、空港運営会社というのは、非常に長期的な成長を期待される株式なんですね。それがしかも見えやすい。需要の面からも見えやすい。ですから、先々の価値をどうやって売り込んでいくかということを考えることは非常に重要だと思います。

実際に年度ごとのキャッシュフローを現在価値に割り引いていくような方法をとりますと、例えば幾つかの主要な空港では目先2、3年は企業価値はマイナスになります。しかしパリのケースもそうだったんですが、ほとんどは5年から先とか10年から先のところから価値が出てくる。ですから、そういうような将来の成長を織り込むことが非常に重要

だということで、長期ビジョンがやはり必要だということで、ないとディスカウントされてしまうことになると思います。

●座長

どうぞ。

●UBS証券会社

第1点の2割とか3割政府が持った場合、むしろサポートとして見られるんじゃないかというご質問なんです、そういう側面もやはりあるだろうというふうに思います。ただ、一方で私企業としての経営の独立性をきちっと維持する仕組みが大事だと思います。したがって、例えば設備投資についても、政府の公共事業の一環として空港会社に設備投資をさせるのではなく、あくまでも十分利回りがあるような設備投資だけを行う、こういうような方針が貫かれていることが非常に重要かと思います。

例えば1つの例として日本たばこのケースでございますが、今5割を政府が持っているわけですが、これに関しては、JTさんについては株価はどんどん上がっているわけですね。政府が5割持っているということが決してマイナス面というふうにとらえられていない一つのケースかと思います。先ほどのオーバーハングという問題に関して言いますと、JTの場合はそれ以上売れないという法律がございますので、追加で売却されるというリスクがないものですから、その懸念が出てきていないということが言えるかと思います。

それから、合理的な値段という2番目の御質問なんです、どういう方法でやったらいいのかということですが、これは先ほど私申し上げましたことと関係しますが、できるだけ多くの投資家に参加してもらおう。こういうような民営化の場合、グローバルオフリングと我々呼んでいます、全世界の投資家に参加を呼びかけていく。経営陣に海外のいろんな都市を回っていただきまして、何で自分の会社がいい会社なのかということを訴えてもらうわけですが、そういうような活動を通じてできるだけ多くの、日本だけではなく全世界の投資家に参加を呼びかけていく。そうすると参加者が多ければ多いほど、より適正な値段がつきやすいということが言えるのではないかと思います。

●座長

野村証券から何かお答えはございますか。

●野村証券（株）

ほとんど同じお話ではあるんですけども、公開時に最大の価格で売るかというそのこの考え方でございますけれども、投資家的に一番ハッピーなのは、そこそこいい値段で出て

安定期に上がっていくということでございますので、将来の成長をきちっと予測できるような枠組みに設計されているかどうかというところがすべてでございますし、それで合理的に判断された値段で公開価格が決まってくるという、木で鼻を括ったようなお話で恐縮なんですけれども、そのように思っております。

以上でございます。

● 座長

ありがとうございます。

ほかに。

● 航空局長

今の話に関連してU B Sさんに伺いたいのですが、成田は悲しいかな完全民営化と閣議決定されておまして、2割とか3割持つということはあり得なくて、100%放出とされております。完全民営化というのはそういう意味であります。したがって、問題は一括で最初に全部売ってしまうのか、J Rがやったように段階的に売なのかという問題が出てくるのですけれども、今のオーバーハングの話なんかを伺うと、マーケットが受け入れるなら、100%最初から売った方がいいというようなお考えですか。

● U B S証券会社

そのとおりでございます。2004年にJ-P O W E R、電源開発の民営化というのが行われているわけですが、私ども主幹事を努めさせていただきましたが、あの場合は100%一挙に売却している事例なんですね。その後の株価の推移を見ていただいてもわかりますように、非常に順調に株価が伸びているのは、全部売却したというところがあるからだと思います。ただし、成田空港の場合どのぐらいの時価総額になるのかわからないんですが、相当大きな時価総額になってくる可能性は高いと思いますので、果たしてそのときの市場環境の中であって、全部市場が吸収するだけの需要があるのかどうかという問題はやはり見なければいけないと思います。その場合には、例えば半分とか7割とか売却をしていく可能性もあるかと思えます。ただ、その場合にはオーバーハングの懸念、どういうふうに払拭するのかというのが非常に重要になってきますので、例えばしばらくの間は、もう次には売りませんよというような宣言をしていただくとかということで、ある程度投資家に安心感を持たせることが重要になってくるかと思えます。

● 委員

私も成田については、国際石油開発型の黄金株で政府が影響力を持つのが一番いいとす

っと思っていたのですけれども、今もそう思っているのですけれども、一つヨーロッパで黄金株そのものに対してマーケットの側に何か拒否反応みたいなものがあると。それで東証は、こういう民営化株については黄金株を認めるけれども、一般企業の黄金株的資本構成については拒否反応を示している。そういうトレンドから言っても、仮に成田会社が政府の黄金株をつけて上場した後に、マーケットの側でけしからん何とかしろと、やめろという声が出る恐れはないか否かについて皆様のご見解を伺いたい。

●座長

どなたからでも結構ですから、順番にお願いします。

●日興シティグループ証券（株）

上場後ということですね。ご存じのとおり買収防衛策がどうあるかということについては、日本でまだ全くマーケットの統一的な見方ができていない。ですから、欧州でも最終的には違法だということで、欧州裁判所の方で廃止が勧告されたということがございますから、このあり方が10年後どうなるかというのはちょっとわからないところですね。ただ、当面の間は先行事例等を見ますと、それから拒否権の内容が非常に限定的な状況のみ行使されるということであれば、市場が拒否反応を起こすということは余りないと考えております。

●UBS証券会社

欧州は確かにEUの方で、黄金株を廃止すべきだというような見解があるのはそのとおりだと思います。ただし、欧州のケースにおいても、まだ黄金株の残っている民営化企業は実はそれなりの数がございまして、例えば国防であるとか安全保障にかかわるケースにおいては、黄金株は認められているようです。例えばロールスロイスというのは一つの例なんです、国防事業を持っている、軍事事業を持っているものですから、そのケースにおいて黄金株は許されているという事情が一つございます。

それから、もう一つは東証のお話ですが、おっしゃるとおり東証は黄金株は望ましくないと考えていますし、私も一般の民間の企業においては黄金株というのは望ましくないと考えています。ただ、このように公共性の高いものについては、INPEXの例においても導入されていて、投資家の拒否反応というのは出ていません。私どもが投資家と普段いろいろ接触して聞いておまして、公共性のある企業に関しては、黄金株に対する拒否反応というのは特に出ていないように思われます。

●野村証券（株）

成田さんに関して言いますと、政府としての空港政策とかビジョンに基づいて本来的に買収防衛策の導入の是非というものが議論されるべきものである、そこに尽きると思っておりまして、そういう意味では今明確に申し上げられるのは、最初にも申し上げましたけれども、導入するのであれば上場前からきちっとそこを議論されていて、それが投資する前から投資家に示されていて、それを織り込んだプライスで上場しているということが重要なのかなと考えております。

以上でございます。

●座長

時間の方が過ぎておりますので、恐らくまだいろいろ質疑はあると思いますけれども、この辺で終了させていただきます。3社におかれまして大変御協力いただきましてありがとうございました。非常にいい質疑ができました。どうもありがとうございます。

今後のスケジュールについて

●座長

それでは、議事を進めさせていただきますけれども、きょうの主要な議事は既に終了いたしました。4番目の議事で「今後のスケジュール」ということですが、これは事務局からご説明願いたいと思います。

●成田国際空港課長

それでは資料8の今後のスケジュールでございますが、今回は第4回、来年の1月19日の金曜日、午前10時から予定しております。議案は「論点整理」でございます。これに加えて、これまでの懇談会で出ました宿題などについて私どもの方で整理したもの、及び関係の周辺自治体、あるいは関係企業などをお願いしております文書による意見照会、アンケートを取りまとめたもの、これもあわせて提出させていただきたいと思います。第5回以降はここに記述しているとおりで予定しておりますので、よろしく願いいたします。

●座長

進行については今ご説明があったとおりですけれども、いかがでございましょう、何かご意見ございますか。よろしいでしょうか。

それでは、事務局のご提案どおりこれから進めさせていただきますが、今回は1月19

日曜日の午前 10 時からということで、場所は 10 階の共用会議室ということでございますので、よろしくお願ひしたいと思ひます。

特にほかにご発言がないようでしたらこれにて議事を閉めさせていただきますが、よろしゅうございますか。

ありがとうございます。それでは懇談会を終了させていただきます。皆様には御多用の中御出席いただきまして、また熱心にご議論いただきましてありがとうございました。

閉 会