国土交通政策研究 第45号

社会資本整備等における資金調達に関する研究 (Phase 2)

~海外の PFI における資金調達とわが国の課題~

2005年3月 国土交通省国土交通政策研究所 主任研究官 長野 幸司 主任研究官 奥原 崇 研 究 官 高森 秀司

研究官 江岡 幸司

はじめに

本研究は、『国土交通政策研究第 30 号 社会資本整備等における資金調達に関する研究 ~ PFI の資金調達 ~ (2003.12)』において課題として提示した PFI 事業における資金調達源の多様化に関し、イギリス、オーストラリア等の PFI 事業の事例調査を行い、資金調達の仕組みやこれを支える諸制度等を整理するとともに、我が国における課題を抽出・整理したものである。

本研究の実施にあたっては、建設会社、金融関係者、コンサルタントの方々らには、 ヒアリング等に多大なご協力をいただいた。文末ながら謹んで、心よりの感謝を申し上 げたい。

2005年3月

国土交通省国土交通政策研究所

主任研究官 長野 幸司

主任研究官 奥原 崇

研究官 高森秀司

研究官 江岡 幸司

本研究の要旨

本研究では、イギリス、オーストラリア等の先進国において金融市場を通じた資金調達を行っている社会資本整備事業(主に PFI 事業)の事例調査を通じて、その仕組みやこれを支える諸制度、ディスクロージャーのあり方等を整理するとともに、我が国の現状と比較することにより、我が国におけるプロジェクトファイナンスによる社会資本整備における資金調達の課題を抽出・整理している。

現状の我が国の PFI 事業の資金調達は、スポンサーからの出資金と銀行からの融資(間接金融)のみに依存している。しかし今後は、その時々の市場の状況や、制度、投資家のリスクに対する姿勢等に応じて、ニーズに合致した最適な資金調達スキームを柔軟に構成できるようにする必要がある。そのためには、株式、債権等の直接金融も含め、金融市場等からの資金調達を図る仕組みを整備し、多様な資金調達源を確保する必要がある。

この多様な資金源としては、株式、融資、債券、公的資金等がある。本研究では、プロジェクトファイナンスによる社会資本整備において、株式や債権の発行による金融市場からの直接金融を行っており、かつ参考となる資料が豊富なイギリス、オーストラリアの事例について整理した。イギリスは、初期の PFI 事業における株式の比率を高める試みがうまくいかなかった結果、株式投資はリスクが高いという認識が形成・浸透したこともあり、銀行融資と債券発行が主たる

オーストラリアは、銀行の協調融資から始まったが、超長期だが確実な収入がはいってくるというインフラ投資の特性が金融市場に浸透し、債券発行や上場株式発行による資金調達が急速に発展し、現在は、たとえば、融資と債券で条件のよい調達を選択できるなど、上場株式、融資、債券による資金調達の間でバランスが取れている。

資金調達源となっている。出資比率も小さく、上場株式発行もほとんどない。

こうした先進諸国の事例や、我が国の現況の金融制度、事業の種類等を踏まえると、我が国における社会資本整備の資金調達の多様化を図るためには、プロジェクトに関するディスクロージャー、格付け、法的枠組み、税制優遇措置等の社会システムの整備や、成功事例の蓄積による市場への安心感・投資意欲の醸成、資金調達の多様化に資する主体の育成が重要である。また同時に、独立採算型・サービス購入型などの各タイプの特性に応じて、資金調達の仕組みの整備を優先順位をつけつつ行っていくことが重要である。

キーワード:資金調達の多様化,プロジェクトファイナンス、ディスクロージャー、格付け

Outline of the study

In this study, a series of fund-raising issues in social capital development through project finance in Japan are extracted and classified by comparing the current situation in Japan with the results of a case study on social capital buildup schemes (mainly PFI projects) by which fund-raising programs are duly carried out via financial markets in such advanced nations as the United Kingdom and Australia, while also sorting out the related systems, supporting institutions, and disclosure methods, etc.

At present, fund-raising by PFI projects in Japan is solely dependent on investment from sponsors and bank loans (indirect financing). However, in the future, it will be necessary to realize a situation where optimum fund-raising schemes meeting demands can be flexibly constituted according to the current market situation and investors' stance on risks. Thus, a system for fund-raising from financial markets, etc., including direct finances such as stocks and bonds, must be developed so as to secure various sources of fund-raising.

As such various sources of funds, there are stocks, loans, bonds and public funds, etc. This study looks at comparable cases with numerous relevant references in the UK and Australia, where direct finance measures via issues of stocks and bonds in financial markets are used for social capital development through project finance.

In the UK, as the result of unsuccessful attempts in the initial stages to increase the composition ratio of stocks in PFI projects, the perception that stock investments will turn out to be of high risk was formed and permeated. Consequently, bank loans and bond issues are the main sources of fund-raising. The investment ratio is small, and issuance of stocks barely exists.

In Australia, fund-raising began with syndicate loans, and as fund-raising via

issues of bonds and listed-stocks has made rapid progress in accordance with the characteristics of infrastructural investment well permeated into the financial market suggesting sound yields despite the extraordinarily long term for returns, in recent years it has attained well-balanced composition of fund sources among listed stocks, loans and bonds, providing the ability to choose the most suitable type of

fund-raising, for example, between loans and bonds.

with their characteristics.

Considering these cases experienced in advanced nations together with the current financial system and types of business in Japan, for diversification of Japan's fund-raising measures for social capital development, it is important to foster a nucleus which will cater to the improvement of social systems including disclosure, ratings, legal frameworks, tax incentives, etc. of projects, and will bring about a secured atmosphere and aspiration for investment by way of accumulated successful cases as well as diversification of fund-raising measures. In addition, it is also important to carry out the improvement of fund-raising systems such as self-financing types, service-purchase types and others, prioritized in accordance

Keywords: various sources of fund-raising, project finance, disclosure, rating

目 次

第1章 PFI 事業とその資金調達
1. 資金調達源の多様化の視点 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 2
2. プロジェクトファイナンスにおける資金調達源・・・・・・・・・・・・4
主要用語解説 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・5
第2章 先進国における PFI 事業の資金調達の概要
1. イギリス ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・9
2. アメリカ ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・12
3. ドイツ ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・15
4. フランス ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・18
5. オーストラリア・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・22
6. まとめ ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・25
第3章 イギリス・オーストラリアの事例
1. 事例の整理・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・27
2. 事例の特性・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・30
第4章 先進事例における資金調達の仕組み
1. イギリス ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・31
2. オーストラリア ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・48
第5章 先進事例における資金調達を支える社会システム
1. イギリス ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・59
2. オーストラリア ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・60
第6章 資金調達源の多様化への課題
1. ディスクロージャー等資金調達に関わる項目・・・・・・・・・・・・・・63
2 . 先進事例との比較検討 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・67
3. 資金調達源の多様化への課題 ・・・・・・・・・・・・・・・ 73
参考文献 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 77

第 1 章 PFI 事業とその資金調達

第1章 PFI 事業とその資金調達

長期化する日本経済低迷の状況において、国及び地方自治体の税収は落ち込み、財政状況の逼迫が叫ばれて久しい。そしてこの公共の財政制約のために、社会的要請の強い社会資本整備事業にあっても、実施困難な状況になっているものもある。

また、将来の状況を考えても、今後かつてほどの経済成長を見込むことができない上、急速な少子化社会の到来によって労働人口の割合が減少し、これまでのような水準の税収は見込めない。さらに高齢化の進展により社会保障費の割合がこれまで以上に増大することになる。これらを背景に公共投資は徐々に減少し、2025年の公共投資総額は現在の約50兆円/年から約30兆円/年へと、おおよそ60%にまで落ち込むことが予想されている」。このため、ますます多様化する住民ニーズに応え、質の高い公共サービスを提供するためには、税収や公債等のみを財源とする既存の整備制度に加えて、広く民間の資金を活用して資金を調達する仕組みをこれまで以上に導入・活用していく必要性が高まっていくものと考えられる。

このような背景のもと、民間の資金、経営能力及び技術的能力を活用して、サービスの質と効率を高める手法である PFI (Private Finance Initiative) の導入が進展している。わが国においては、1999年7月30日、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等に関する法律(通称「PFI法」)」が公布され、2000年3月13日、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等に関する事業の実施に関する基本方針」が策定された。基本方針策定以降、実施方針が策定・公表された案件は183件であり、このうち既に供用が開始されている案件も40件に及ぶ² (2005年1月20日現在)。

一方、現状での問題点も指摘されつつある。例えば JAPIC (日本プロジェクト産業協議会) 次世代民活事業研究会は、2002 年 11 月までに実施方針が公表された 87 案件の詳細な調査を行い、今後の PFI の発展に向けて以下の重要な課題項目を指摘している³。

- 1) PFI のより広範な適用や PFI のメリット手法 (VFM (Value For Money)) をより発揮 させるために、運営にも重きのある PFI 案件を出件することが重要である。また、 価格のみに偏することなく総合的な観点で優れた応募提案を選ぶ事業者選定のあり方や、評価方法の検討も必要になる。
- 2) 官民対話の実施と民間意見の受容が重要である。事業の組み立ての考え方について の対話と同様にその事業の組み立てが具体化されたものとしての契約書案または 条件規程書、あるいはそれに準ずる契約の具体的な方針が読みとれる実施方針書レ ベルの文書などを提示した状態での官民対話を、応募までのどこかの段階で実現す ることが必要である。
- 3) VFM の適正な算出をすることが必要である。現在の特定事業選定における VFM は 大半の場合コスト比較に過ぎず、PFI 事業の質的な面も含めた真の意味の VFM では ない。特にリスクの VFM への参入とそのための定量化が必要である。
- 4) PFI では、応募する民間事業者の負担が大きく、何らかの負担軽減への取組が必要である。

^{1.} 土木学会企画委員会: 企画委員会 2000 年レポート 一土木界の課題と目指すべき方向一, 土木学会 (2003)

^{2.}民間資金等活用事業推進委員会 HP(http://www8.cao.go.jp/pfi/iinkai2.html)

^{3. (}社) 日本プロジェクト産業協議会 次世代民活事業研究会 (2003) pp3-6

- 5) 今後 PFI の一層の普及にあわせて、PFI 事業者(SPC(special purpose company))への円滑な企業金融が行われる仕組みづくりが必要である。現在、PFI 事業者(SPC)のエクイティは固定化しており、今後 PFI 案件が増加するに連れて固定化される資金はますます巨大化することになり、資金調達と回転の問題は大きなネックになる。
- 6) PFI は官民が対等の立場で契約をなすことが基本である。したがって、契約段階で の必要な契約交渉の実施や、事業実施時におけるトラブル処理を公平に定式化して おくことが重要である。民間側として納得できる契約内容となることを可能とする ような環境整備が求められる。

上記の5) に関連するものとして、国土交通政策研究第30号:『社会資本整備等における資金調達に関する研究』では、金融機関からの融資と事業者からの出資金で構成される現況のPFIの資金調達の現状に関して、「資金調達は、金融機関等の裾野の広がり、資金の再調達(リファイナンス)、証券化、債券等の資金調達源の多様化、劣後ローンやエクイティに対するリスクマネーの供給を図ることが課題となる。」と指摘している。

1. 資金調達源の多様化の視点

改めて、どのような視点から、PFI 市場において資金調達源の多様な選択肢の準備が求められるかについて、以下に整理する。

- 1) 現在のわが国の PFI 事業の資金調達は金融機関(銀行が中心)によるローンが主流だが、ローンは 10 年を超える長期資金であり、自己資本比率等の規制がある中、資産負債総合管理の観点から貸出額には限度がある。四大メガバンクも PFI 事業において、ローン以外の資金調達手段を提言している⁴。 PFI 事業において必要な資金が調達できない場合、当然、当該 PFI 事業そのものが成立しないことになるため、ローン以外の形態による多様な資金源の確保が必要となる。
- 2) 事業者の PFI 事業参画の主目的は、事業継続による利益の最大化である。PFI 事業においては、事業者の事業遂行インセンティブを高め、計画、施工から管理までの場面において経営能力・技術的能力を最大限に発揮してもらうという側面もあり、ほとんどの場合に事業者が出資者となることを求められている。この結果、事業者は「出資者」としてのリスクをも分担することとなる。しかしながら事業者は本来投資を業としていないため、出資金として多大な資金を長期間固定化することは金融機関以上に厳しいものであるとともに、資金量にも限界がある。特に事業者として考える場合、専門の建設・施工等の部門で収益を確保し、その後の操業リスクや市場リスクなどを資金調達源の多様化を通じて分散させることが可能であれば、PFI 事業参画へのインセンティブが生じるものと考えられる。
- 3)公共主体が公共施設の整備に PFI 手法を採用する目的は、より安価で良質な公共サービスの実現と、その安定性の確保である。 PFI 事業の資金調達が、現状では 1)で見たように金融機関からのローンに依存しており、結果、資金コストを低減することにも限界があるが、資金調達源を多様化することによって資金コスト低減が期待される。少しでも資金コストを下げることはサービス対価の低廉化に寄与する。
- 4) 個人資産(図1-1) を投資へ誘導することが経済の再生・活性化を図るうえで有

^{4.} 日経金融新聞 2003 年 9 月 4 日

効である。

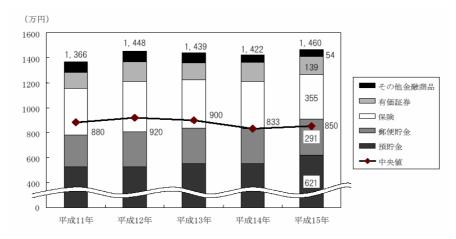


図 1-1 個人金融資産保有額内訳 (平成 15 年金融広報中央委員会)

ちなみに 2001 年から商品化された J-REIT (不動産投資信託) は、現在 2 兆円市場にもなろうとしており (図 1-2)、魅力的な投資対象としてだけでなく不動産の流動化に大きな役割を果たしている。PFI 事業の資金調達が、エクイティ、ボンド等によりなされるようになれば、魅力的な金融商品として投資対象の一つとなる可能性もある。

また、このような資金調達形態が拡大し、定着すれば、身近な公共施設の整備に住 民が資金の面からも参加するという側面からの、地域づくりの議論も現実的なものと なることが期待される。



■J-REIT 時価総額の推移と TOPIX 時価総額に対する比率

(備考)J-REIT 時価総額は、J-REIT 既上場銘柄(東証・大証含む)の時価総額を合計して算出。

図1-2 J-REIT の時価総額の推移 (平成16年不動産証券化協会)

2. プロジェクトファイナンスにおける資金調達源

次に、PFI 事業における資金調達手法であるプロジェクトファイナンスについて、その 資金調達源、概要、メリット、デメリット等を整理する。

プロジェクトファイナンスとは、プロジェクト(特定の事業)のもつ権益・資産のみを 担保として、企業の信用力や不動産担保に依存せず、技術力や経営手法等に着目し、その プロジェクトから生み出される収益のみを返済原資とする資金調達手法である。すなわち プロジェクトファイナンスにおいては、出資者の保証が限定的に遡及される(リミテッド リコース)という特徴を持つ。具体的には、事業者として SPC⁵を設立し、出資企業のコー ポレートリスクから隔離する仕組みとなっている。

対して一般的なコーポレートファイナンスにおいては、企業の事業全体から生じるキャッシュフローによる返済が前提ではあるが、企業が破綻した際の保全として不動産等の資産を担保とし、最終的には、当該資産の売却によって資金の回収を図ることとなる。

プロジェクトファイナンスによる社会資本整備における資金調達源としては、大きくは、 株式、融資、債券、公的資金がある。また本稿では融資と債券を総称して債務とした。それぞれの概要、メリット、デメリット、資金提供者を表 1-1 に整理する。

表 1-1 中に示すとおり、公的資金以外については、優先/メザニン 6 /劣後の順が存在する(場合もある)。優先/メザニン/劣後は返済優先順位に基づくものであり(図1-3)、返済優先順位の低い資金調達源ほどリスクが高く、要求されるリターンも大きい。このような優先劣後構造を設定することにより、同種の資金調達源でも異なるリスクーリターン構造を実現し、金融機関や投資家の異なるニーズに応えることが可能になる。これにより、より広範に資金を調達することができるようになる。

また、債券には、特定少数の機関投資家(生命保険会社など)を対象に発行される私募債(縁故債)と、債券市場において公開で不特定多数の一般投資家を対象に発行される公募債がある。私募債は、高度な投資ノウハウを有する主体を対象とし、債券市場の諸制度の制約を受けないため、公募債に比べて、発行にあたっての有価証券届出書の作成は不要で、発行も少数向けに行われるため手続きが容易である。

このほか、直接的な資金の融資ではないが、予め金融機関が設定した金額の範囲内で必要に応じて SPC が借入を行うことができる融資枠 (コミットメントライン) を定めることもある。

⁵ Special Purpose Company、特別目的会社の略。

⁶ 優先と劣後の中間の、ミドルリスク・ミドルリターンの債務。

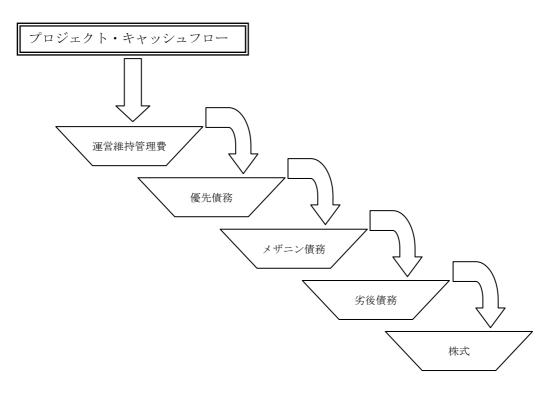


図 1-3 返済優先順位概念図

主要用語解説

1. プロジェクトファイナンスとコーポレートファイナンス

プロジェクトファイナンスとは、プロジェクトのもつ権益・資産のみを担保として、企業の信用力や不動産担保に依存せず技術力や経営手法等に着目し、そのプロジェクトから 生み出される収益のみを返済原資とする資金調達手法。

一方、コーポレートファイナンスは、融資対象企業自体の信用力や土地等を担保として、 融資対象企業全体のキャッシュフローを返済原資とする資金調達手法。

一般的にプロジェクトファイナンスのメリットは次のとおり。資金調達者側のメリットとしては、ノン・リコース(弁済額がプロジェクトの収益と財産以上には遡及せず、他の財産や人的保証により全ての債権が回収されるものではない)、あるいはリミテッド・リコース(限定遡及)型の借入となるため、基本的にはプロジェクト破綻時の負担が限定される。更に、プロジェクトの事業主体となる特別目的会社 SPC を設立し、SPC がプロジェクトの信用力で資金調達を行うことを目指すので、親会社から見た場合にオフ・バランスの効果も期待できる。一方公共側のメリットとしては、プロジェクト事業体が契約に基づく確実な資金調達を行っていることにより、プロジェクトが安定する結果、長期に亘るサービス提供の安定的確保が期待できる点にある。

表 プロジェクトファイナンスとコーポレートファイナンスの比較

	コーポレートファイナンス	プロジェクトファイナンス
事業主体	借入人	出資者
借入金	既存企業	特別目的会社
返済財源	企業全体の事業収益	当該事業収益のみ
担保	企業信用力及び所有財産	当該事業資産及び権利
審査	企業財務分析・業績予測	事業採算・事業リスク

(出典) 日本政策投資銀行資料

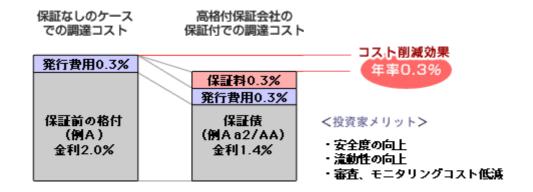
2. モノライン保証会社

証券市場には、発行体・格付機関・信用補完機関・受託者・投資家など多数の参加者が関与するが、このうち信用補完機関は、保険会社、銀行などの高い格付けを保持する第三者が保証会社となり、原債権の信用力を補完する。モノラインとは、英語で Monoline (単一の事業、単種目)という意味であり、生命保険・損害保険など複数の保険業務あるいは消費者金融保証・債務保証などの各種複数の保証業務を行うマルチライン会社と区別して、プロジェクトファイナンスの保証保険業務を専門的に行う会社を、特にモノライン保証会社とよぶ。

モノライン保証会社は、□専門会社ならではの柔軟で機動的な組織対応力、□最上級格付(AAA/Aaa 格)、□保証するプロジェクトのデータ分析、ストラクチャー分析、リスク管理、各種交渉、関連法令調査などの実務能力を通して信用力を補完し、円滑な証券の発行・流通に貢献する存在である。わが国では、2000 年 11 月にわが国始めてのモノライン損害保険会社として安田火災フィナンシャルギャランティー(現在、損保ジャパンフィナンシャルギャランティー)が設立されたばかりである。

<参考:損保ジャパンフィナンシャルギャランティー ホームページより>

保証をつけることで債券の安全度や流動性が向上するため、投資家が要求するプレミアムが減少し、保証料を勘案しても、トータルでの発行コストの削減が期待できます。下図をご覧ください(数値は仮の例です)。また、このような効果以外にも、保証により投資家層の拡大が期待できます。



<金融保証と履行保証>

ここで述べた保証は、「金融保証」であり、わが国の公共工事などで取り入れられている「履行保証」制度とは、若干異なる。「履行保証」制度は、請負契約の確実な履行を担保するための保証措置であり、請負者の契約不履行による損害を発注者に対して金銭的に補填する「金銭的な保証」と、工事の完成そのものを保証する「役務的な保証」に大別される。「金融保証」は、前者の金銭的な保証と基本的に同じであるが、証券の元本・利息などの金銭債務の支払いを主として投資家向けに保証するための措置であるといえよう。

<参考文献>

モノラインについては、以下文献が参考となる。

・日本政策投資銀行「金融保証 (モノライン) 保険業界の概要」ニューヨーク駐在員事務所報告 86 、 平成 16 年 10 月

http://www.dbj.go.jp/japanese/download/br_report/ny/86.pdf

- ・堀内昭義「金融の情報通信革命」、平成8年4月、東洋経済新報社 http://www.nira.go.jp/pubj/output/dat/5437.html
- ・産業基盤整備基金「プロジェクト・ファイナンス/ストラクチャード・ファイナンスにおける保証ニーズおよび保証機関のリスク管理手法についての調査<報告書>」平成14年3月 http://www.smrj.go.jp/isif/hoho/jyoho/doc/fi h13.doc
- ・産業基盤整備基金「新たな金融手法における保証業務の分析と今後の対応の方向について-欧州 の信用保証機関に関する調査-」平成15年3月

http://www.smrj.go.jp/isif/hoho/jyoho/pdf/houkou h14.pdf

表 1-1 プロジェクトファイナンスによる社会資本整備における資金調達源

	種別	概要	SPC にとってのメリット	SPC にとってのデメリット	優先劣後構造による細分類	主な資金提供者
		・主に複数の銀行団による協調融資により資金を調達。 ・返済優先順位は株式に優先。	・資金調達源となる主体が銀行	・資金調達源は、プロジェクト ファイナンス業務に取り組む	優先ローン	・商業銀行、国際銀行
	融資 (ローン)	・変動金利が主であるため、金利スワップ ⁷ による金利の固定 化が図られる。満期は比較的短期。 ・銀行団は、収益性、関連契約、財務計画、リスクなど、多面	団に限られるため、意見調整 が容易であり、問題発生時に 柔軟な対応が可能。	金融機関のみ。 ・全金融機関の融資限度額の合	メザニンローン	・商業銀行、国際銀行 ・メザニンファンド
債		・銀行団は、収益性、関連条約、財務計画、リスクなど、多面的に事業の元利返済確実性を検証し(デューディリジェンス)、融資の可否を決定する。	・事業の安定継続志向が強い。	計が資金調達の上限額。 ・満期は比較的短期(10~15年)	劣後ローン	プロジェクト・スポンサー (建設会社・運営会社)
務 (デット)	債券*	・SPC が発行し、銀行や機関投資家、一般投資家から資金を調達。融資による短期資金からのリファイナンス手法として活用されることも多い。 ・返済優先順位は株式に優先。 ・固定金利が主であり、満期は長期。	・資金調達源が広範な投資家 (主に機関投資家)	・多数の投資家が購入している 場合、意見を調整することが 困難であり、問題発生時に柔 軟な対応が困難。	優先債券	・機関投資家(生命保険会社、 年金ファンド、商業銀行、損 害保険会社、投資信託、財産 信託、財団法人)、国際商業 銀行
	(ボンド)	・発行体のデフォルトリスク ⁸ がリスクとなるため、投資に当たっては公開情報や格付け会社による事業の信用格付けが 重要な判断要素となる。		・事業の安定継続志向が低い (一度、支払い遅延が発生す ると回収を重視する傾向あ	メザニン債券	機関投資家メザニンファンド
		・モノライン保証会社 ⁹ による元利保証を受け、高い格付を付された保証債として発行されることも多い。		り)。	劣後債券	・プロジェクト・スポンサー
		・プロジェクトスポンサーや投資家が初期の株式資本の最大 比率を保有。プロジェクトの直接的な便益を受ける建設会社 が保有することが多い。	・バッファー的資金として、安 定的な事業運営に寄与する。	・リスクが大きいため、調達可	優先株式	
(:	株式 (エクイティ)	・営業開始後利益の実績が出て、配当の開始時期が明らかになった後に公開・上場されることもある。 ・返済優先順位は融資や債券に劣後(ハイリスク)。	・資本金分だけ調達を要する債 務額が減少し、債務のリスク も減少するため、融資や債券	能な資金はかなり限定的。 ・多数の投資家が出資している 場合、株主総会等で合意形成	普通株式	・プロジェクト・スポンサー・金融機関・一般投資家
		・融資金融機関や債券投資家のリスクを低減させ、事業へのコミットメントを高めるため、一定の出資比率(20~30%)が求められることが通常。	による資金調達が容易になる。	を図ることが困難になる場合 がある。	後配株式(劣後株式)	
	公的 資金	・プロジェクトの組成を図るために、国・自治体や政府系金融機関などから調達する補助金や低無利子融資。SPC の元利返済の政府保証が行われる場合もある。 ・環境対策や外部経済分の補填を名目とすることも多い。 ・補助金は返済不要。低無利子融資の返済優先順位は最優先。	・収益性の向上により、事業の 組成を容易化する。 ・事業運営の安定化に寄与す る。	・過大な補助金や無低利子融資 は、経営の規律を緩ませるお それがある。	_	・国、自治体 ・政府系金融機関等

^{*}このほか、株式への転換が可能な転換債もある。

注) 融資 (ローン) と債券の優位性は、事業特性、トラックレコード (実績)、金融市場の状況、金融機関の事業に対する姿勢などによって異なることが多い。 資料: PFI 金融・法務プラットフォーム協議会「PFI 金融・法務プラットフォーム協議会中間報告書」平成 15 年 9 月などより作

⁷ 金利スワップとは、異なる種類の金利(例えば固定金利と変動金利)に基づく金銭の支払を、一定期間にわたって相互に行う取引のことで、1980年代以降急拡大した。

⁸ デフォルトとは債務不履行のことで、元本や利息が支払えなくなるかどうかに関わる債務不履行リスクを、デフォルトリスクという。信用リスクともいう。

⁹ モノライン保証会社とは、金融保証のみを営業種目とする金融会社で、投資家が投資を行いやすいように、債券などに対して保証業務を行う。

第 2 章

先進国における PFI 事業の資金調達の概要

第2章 先進国における PFI 事業の資金調達の概要

本章では、諸外国における PFI 事業¹⁰による社会資本整備の概要と、そこでの金融市場 を通じた資金調達の状況について整理する。

1. イギリス

(1) PFI の導入経緯*1,*2 (以下, *は巻末参考文献に対応している。)

イギリスでは、1979年に保守党が政権に就いて以来、大きな政府を小さな政府に転換す ることを標榜しつつ、公共サービスの効率化・質的水準の向上を目指して、民営化、外部 委託、エージェンシー化といった政府の組織経営形態の改革を進めた。PFI は、公共事業 の事業実施方式の改革として、このような行財政改革の流れの延長上に位置づけられる。

PFI は、その原型こそ 1980 年頃のライリー委員会報告から存在していたものの、各種の 制約(ライリールール)があり、全く適用されなかった。1980年代後半になり、グレータ ーロンドンの環状道路 M25 を構成するダートフォードトンネルの慢性的な渋滞を財政難 の下で緩和するために¹¹、交通省(DOT: Department of Transport)主導の下、民間の発意に基 づいて、ダートフォード橋が独立採算の有料橋(BOT12事業)として整備されることにな った。そして、これに次いで第二セバン橋やスカイ橋、バーミンガム北バイパス (M6 Toll) が独立採算の BOT 事業として整備されることとなった。

その後、1992年に財務省(Treasury)主導の下でPFIが正式に導入された。しかしながら、 当初は、民間事業者のサービス提供能力への信頼が醸成されておらず、具体的な手続きも 整備されていなかったため、PFIの導入は進まなかった。しかし、1990年代半ばから、各 種ガイドラインの策定や体制の整備が図られ、主に社会的要請が高かった交通インフラへ の適用が進んだ。1997年の労働党政権による PFI 改革を契機に、病院や学校、地方自治体 案件など¹³、広範な事業分野で多くの事業が PFI 方式で実施されることになった。

イギリスの会計検査院(NAO:National Audit Office)の報告書によれば、公共事業、特に 道路事業では、クレームによる予算超過や供用遅延の頻発など、顕著な非効率性が認めら れていた*3。そこで、クレーム対策として民間事業者にリスク移転を図る設計・施工一括 発注方式 (DB:Design Build) が導入され、DBFO (Design Build Finance Operate) ¹⁴はその延 長線上に位置づけられる*4。

また、イギリスにおける PFI の適用拡大の背景には、マーストリヒト条約(1993 年イギ リス批准)15の経済収斂条件を満たすこともあった。

なお、PFI 正式導入後の主たる PFI の類型はサービス購入型 16 であり、独立採算型 17 やジ ョイントベンチャー型¹⁸は、あまりない。

¹⁰ 各国において PFI 的手法の呼称は様々であるが、本稿では全て PFI と表記した。

¹¹ イギリスでは道路特定財源は存在せず、他の事業と同様に一般財源から投資が行われている。

¹² PFI 方式の 1 (Build Operate Transfer)

¹³ これらの事業主体は、労働党の支持基盤である。 14 イギリスの道路分野における独自の PFI 方式の呼称。イギリスの道路 PFI では、BOT 方式は PFI 正式導入 前の4件のみ、その他は全てDBFO方式。

¹⁵ EU の創設を宣言した条約。統合通貨ユーロへの参加条件をも規定。この条件のうち、財政収斂条件では、 単年度財政赤字額が GDP の 3%以下であること、公的債務残高が GDP の 60%以下であることが定められて いる。

¹⁶ PFI の事業形態で、公共主体が支払う対価を収入とするもの。

¹⁷ PFI の事業形態で、一般利用者の料金を収入とするもの。

¹⁸ PFI の事業形態で、サービス購入型と独立採算型の複合型。

(2) PFI の導入目的

1992年のPFI 正式導入前は、交通省主導で、財政難の下で喫緊に必要な事業を実施すること、すなわち、事業実施にあたっての短期財政制約の回避を目的としていたといえる。一方、PFI 正式導入後は、1993年のマーストリヒト条約の批准もあり、財務省主導で、サービス水準の向上を図りつつ公共サービスを効率化(財政赤字の削減)し、公共サービスの事業資産のオフバランス化(公的債務残高の縮減)19を図る財政改革が主たる目的であったといえる。また、道路事業ではクレーム対策という側面もあった。

(3) 資金調達上の特徴

① 資金調達の概況

出資者は主に建設会社が中心で、出資金比率は概ね $10\sim20\%$ 程度である。出資者からの出資金以外の資金は銀行による協調融資 20 (シンジケート 21 ・ローン)(EIB 融資 22 を含む) あるいは債券発行によって調達するプロジェクトファイナンスが中心である。なお、PFI 正式導入前の道路 BOT 事業では、出資金は、法律上、会社設立に必要な 1,000 ポンド(約 20 万円) 23 程度であった(ピンポイント・エクイティ) 24 。

また、地方自治体の PFI 事業のうち、PRG(Project Review Group)²⁵が認可した事業では当該地方自治体に対して国の補助金が交付される。

② 資金調達上の特徴

金融市場からの資金調達方法のうち、株式市場からのエクイティファイナンス²⁶は皆無である²⁷。また、債券発行では、一部をモノライン保証会社(金融保証のみを営業種目とする金融会社。投資家が投融資を行いやすいように、事業者の保証料負担のもとに、債券などに対して無条件かつ取消不能の(unconditional and irrevocable)保証業務を行う。具体には、事業者が債券などの元利返済を行えなくなったなどの債務不履行に陥った場合に、その事業者に代わって元利返済を行うことを、投資家に対して保証する。)による保証債を優先債とし、残りを保証なしの劣後債として優先劣後構造を設定しているケースもある。一方で、Innisfree 社や Quayle Munro 社、Star Capital 社、Nobel Group 社など PFI 事業の

^{19 1990} 年代末までは、民間事業者への一定のリスク移転が図られていればオフバランス化されるという公会 計上の解釈があったが、現在では、NAO 等の個別判断によるものとされ、DBFO 道路をはじめ PFI 事業全 体の 57%がオンバランスとして取り扱われている。

²⁰ 協調融資 (シンジケートローン) とは、複数の金融機関が協調融資団 (シンジケート団) を組成し、同一の融資条件および契約書に基づき貸出を行うことをいう。融資する金融機関にとっては、比較的大きな資金を単独で融資するリスクを回避できる一方、調達する企業体としては、複数の金融機関からの大規模な資金調達が可能であり、かつ、融資受入に伴う事務を主幹事行に一本化して負担を軽減することが可能となる。

²¹ 一定の資金調達ニーズに対し国債、地方債、社債などの引き受けや融資を行なう複数の金融機関からなる協調的組織体。同一の契約書による貸出・証券引受等の信用供与を行う形態であるため、シンジケート団といわれ、アレンジャーが中核となって組成を行う。

²² 欧州投資銀行(EIB: European Investment Bank)からの政策融資

²³ 本報告書では、1 ポンド=200 円とした。

²⁴ これらの事業が既存ルートの渋滞緩和を目的としており、有料であってもある程度の交通量が見込まれた、つまり、リスクの小さい事業とみなされていたためである。

²⁵ 地方自治体の PFI 事業について、その実施可能性等を検討し、認可する各庁横断的組織(財務省所管)。

²⁶ 直接、間接を問わず株式発行を伴う資金調達。直接新たに株式を発行して行うファイナンスに加えて、新株引受権付社債(転換社債型を含む)、新株引受権証券などによる資金調達も含まれる。エクイティファイナンスに対して、社債などによる資金調達はデットファイナンスと呼ばれる。

²⁷ イギリスの PFI では、アップサイドリスク (収入が事前の想定よりも大きくなること) がほとんどないサービス購入型の事業が中心であるため、ハイリターンを期待する株式投資には馴染まない面もある。

SPC への出資を行う民間ファンドも存在する。特に、Inisfree 社では、病院や学校などのPFI 事業を専門に持株比率 25~80%の出資を行っている。

③ 資金調達支援・促進制度

イギリスでは、地方自治体のPFI事業において当該自治体に対して国が補助を行う制度は存在するが、PFI事業者に対する資金調達の支援や促進に係る制度は存在しない。なお、欧州全体では、EIBによる無低利子融資がある。

なお、PFI 事業者に対する補助交付については、発注者が案件ベースで実施するケースはある(ジョイントベンチャー型 PFI 事業)。例えば、LRT をはじめとする公共交通機関など大きな外部経済効果が見込まれる事業において、財務的に採算がとれなくても経済的に事業を実施する意義が認められる場合に、PFI 事業者に対して外部経済の範囲内で補助を交付するケースがある。また、環境対策など外部不経済を回避・削減する措置については、発注者の責務として当該措置に係る費用を補助するケースがある。

(4) 適用分野·適用事業数

① 概況*5

イギリスの PFI の現況は、2003 年 4 月現在、累計 563 件、事業費合計 355 億ポンド(約7.1 兆円)の事業が契約締結済み、うち 451 件が供用段階にある。また、2003 年度の国の予算では、公共投資総額 417 億ポンド(約8.3 兆円)の約11%に相当する 46 億ポンド(約9200 億円)が PFI で実施される予定である。なお、1998 年度以降の公共投資総額に占める PFI の割合は $10\%\sim13.5\%$ であり、残りの 85%以上は従来型公共事業方式で実施されている。

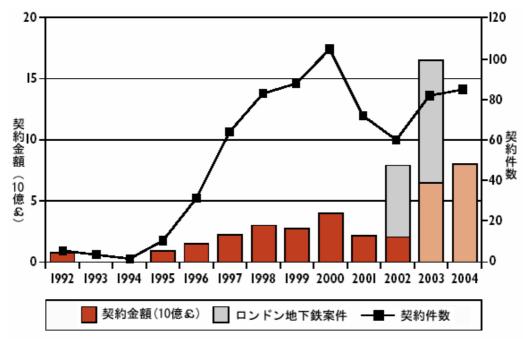


図 2-1 PFI 事業の契約件数および金額の推移(正式導入以降) 資料: HM Treasury: "PFI: Meeting the Investment Challenge", 2003.7 より作成

② 適用分野

イギリスの PFI 適用分野は多岐にわたっており、表 2-1 に示すとおり、様々な省庁に おいて活用されている。これを、日本の国土交通省所管分野にあてはめてみると、表 2-2 のようになる。

衣 2-1 旬厅別	スポリロ	奴 "
省庁	契約	契約金額
Б /1	件数	(100万£)
税関局	1	14.27
法務省	11	262.9
文化省	5	59.84
環境食糧省	11	346.3
交通省	37	20,496.25
教育技能省	96	1,979.18
保健省	117	3,161.76
貿易産業省	8	179.5
雇用年金省	7	930.39
外務省	2	91
政府通信司令部	1	330
財務省	1	118
内務省	35	1,062.5
内国歳入庁	8	390.8
国防省	46	2,492.47
北アイルランド省	29	415.5
副首相府	42	549.35
政府調達局	1	10
記録保管局	1	_
スコットランド省	78	2,136.4
ウェールズ省	26	502
合計	563	35,528.41

資料: HM Treasury: "PFI: Meeting the Investment Challenge", 2003.7 より作成

表 2-1 省庁別契約件数・金額(累計) 表 2-2 イギリスの PFI 適用実績につい て日本の国土交通省所管分野に あてはめた場合の状況

めてはなどで物口の水が							
7	事業	契約 件数	契約金額 (100万£)				
道路	有料橋	3	534.6				
	有料道路	1	485				
	一般道路						
	(DBFO)	7	1,498.5				
	駐車場	3	40.15				
	街灯	3	45				
	その他	3	168.6				
鉄道	駅	1	20				
	ターミナル	1	26				
地下鉄	地下鉄	4	16,339				
	車両	1	409				
LRT		4	724				
空港	ターミナル	1	9.5				
河川		1	135				
海岸		1	19				
下水道		10	596.8				
合計		44	21,060				

資料: HM-Treasury: "PFI Signed Projects List - July 2003"

2. アメリカ

(1) PFI の導入経緯

アメリカでは1980年代に電力、水、通信といった公共サービスの民営化が進められたが、 道路を含む交通インフラへの民間資金が本格的に導入されたのは1990年代の後半である*6。 道路事業への民間資金の導入*7,*8,*9は、レーガン政権下の1987年の陸上交通および統一移 転援助法(The Surface Transportation and Uniform Relocaton Assistance Act)で連邦補助によ る有料道路が試行的に実施された。この試行の成功を受けて、ブッシュ政権下では、1991 年の総合陸上交通効率化法(ISTEA: Intermodal Surface Transportation Efficiency Act)²⁸によ って、従来の有料道路整備への連邦補助交付の禁止措置を緩和し、州間高速道路を除く道 路および州間道路の橋、トンネルに係る有料道路事業にも35%以内の連邦補助交付を認め

^{28 1992~1997} 年度を計画対象期間とする計画法

た。また、民間企業が有料道路を所有することも認められた。続くクリントン政権では、1994年の大統領令12893によって、社会資本整備への民間参画が奨励された。これを受けて、連邦交通省(US DOT:Department of Transport)や連邦道路庁(FHWA:Federal Highwey Administration)は社会資本整備への投資を促進する政策を打ち出した。FHWAでは、道路整備の革新的資金調達政策(Innovative Finance Initiative)の一環として社会実験・評価プロジェクト045(TE-045: Test and Evaluation Project 045)をはじめとするが実施され、1995年には有料道路における連邦補助率の拡大などTE-045の下で実施された方策を盛り込んだ全国幹線道路網指定法(NHS Act: National Highway System Designation Act)が制定された。そして、ISTEAの期限切れに伴う後継法として、1998年に21世紀交通最適化法(TEA-21: The Transportation Equity Act for the 21th Century)が制定された²⁹。TEA-21に基づく交通インフラ資金調達革新法(TIFIA: Transportation Infrastructure Finance and Innovation Act)によって、無料の州間高速道路の改築にあたって不足する資金の調達を図るための有料化が3事業に限って認められるようになった。また、15のBOT道路事業に限って免税債(Revenue Bond)³⁰による資金調達が可能となった。そして現在、TEA-21の後継法が検討されている。

一方、州政府の中には、ISTEAの制定以前より、道路整備への民間資金の導入を図るための州法を制定しているものもある(例えば、バージニア州、カリフォルニア州、コロラド州)。20世紀中に開通した2つの有料道路であるダレスグリーンウエイ(1995年開通、バージニア州)とSR91高速車線(1995年開通、カリフォルニア州)はいずれもこうした州法に基づくものである³¹。ISTEAが制定後には、多くの州において官民パートナーシップ法を州法として制定している(例えば、アリゾナ州、デラウエア州、マサチューセッツ州、バージニア州など)。

このように、アメリカでは、民間資金が導入されている道路事業は全て有料道路である。 シャドートール³²についても検討はなされているが、導入予定はないという*10。

(2) PFI の導入目的

連邦政府による有料道路を中心としたアメリカの民間資金導入政策は、連邦補助の財源の不安定性や州・自治体の資金ニーズとの乖離を民間資金の導入によってカバーすること、すなわち、短期財政制約の回避を目的としたものであるといえる*11。

また、州政府等に州法による独自の民間資金による有料道路整備も財政難を背景とした 短期財政制約の回避を目的としたものであるといえる*12。

(3) 資金調達上の特徴*13

① 資金調達の概況

出資者は主に建設会社が中心であり、出資金比率は概ね 5~15%程度である。出資以外の資金は銀行による協調融資あるいは債券発行33によって調達するプロジェクトファイナ

^{29 1998~2003} 年度を計画対象期間とする計画法

³⁰ 地方自治体が自らの事業の資金調達のために発行する債券の一種であり、元利返済原資が限定されている。また、当該債券から得られる利子収入に対する連邦・州・自治体による課税は、一般に免除される。

³¹ 古くはターンパイクなどの有料道路も数多くあったが、20世紀中に開通した民間資金を活用した有料道路はこの2件のみである。

³² シャドートール (shadow toll=影の料金) は、主としてイギリス等で PFI により建設・管理されている無料 道路について、その交通量に応じて政府部門が道路事業者に料金収入に相当する金額が支払われる仕組みである。

^{33 1998} 年以前は民間資金による道路事業に、免税債 (Revenue Bond) の発行は認められていなかったが、TIFIA によって BOT による 15 事業を上限として免税債の発行が認められることになった。

ンスが中心である。

② 資金調達上の特徴

金融市場からの資金調達方法のうち、株式市場からのエクイティファイナンスは皆無で ある。また、債券発行では、一部のモノライン保証会社による保証債を優先債とし、残り を保証なしの劣後債として優先劣後構造を設定しているケースもある。

③ 資金調達支援·促進制度

ISTEA や TE-045 に基づき有料道路事業者に連邦補助を交付する制度がある。また、 TEA-21 に基づき、有料道路事業者が免税債の発行を認める制度がある。ただし、これら はいずれも事業数の限定がある。

(4) 適用分野·適用事業数

① 概況34

アメリカにおける PFI の適用は、州政府や地方自治体によって大きく異なり、イギリス のようにその適用状況を網羅的に把握できるデータはない。

② 適用分野

アメリカの PFI の適用分野は多岐にわたっている。表 2-3 にその適用分野と適用件数 を示す。なお、ここには民営化や設計・施工一括発注方式、ターンキー契約35も含まれて いるため、必ずしも民間による初期投資を伴う PFI の事業の実態を表すものではない。

³⁴ HM Treasury, "PFI: Meeting the Investment Challenge", 2003.6 35 各種産業プラントを建設する場合、設計から建設、試運転に至るまで、すべてを一括して企業一社あるい は企業連合が責任をもって請負ってプラントを建設し、試運転後プラント所有者に引き渡される形の契約 である。プラント所有者が、かぎ(キー)を回せば(ターン)全ての設備が稼働するという意味で、プラ ント建設に関する多大な労力が省かれるというメリットがある。開発途上国への協力等で採用されること が多い。

表 2-3 米国の官民パートナーシップによる公共事業件数

(件数)

				(1丁亥
		建設お よび供 用中	計画中	合計
建物	庁舎	6	3	9
など	刑務所	21	12	33
	娯楽施設	15	3	18
	軍住居	1	3	4
	その他	1	5	6
	小計	44	26	70
公共	発電所	2	0	2
サービ	上下水道	66	69	135
ス	通信施設	5	2	7
	廃棄物処理	1	6	7
	小計	74	77	151
交通	道路	13	5	18
関連	有料道路	11	7	18
	橋	6	1	7
	空港	10	17	27
	鉄道	9	11	20
	港湾	1	2	3
	小計	50	43	93
合計		168	146	314
		1 14 1	ナコペンハ・ し・ート	2 3.

注)ここには、民営化や設計・施工一括発注方式、ターンキー契約など、初期投資を伴わない官民パートナーシップによる公共事業も含まれているため、必ずしもいわゆる PFI の適用実態を表すものではない。

資料: 堺雄一郎:「カリフォルニア州 SR91 号線高速車線プロジェクトにおける課題など、米国の交通インフラにおける民間資金活用ケーススタディその 1」, OCAJI 2002-1, (社)海外建設協会, 2002

3. ドイツ

(1) PFI の導入経緯*3,*14

ドイツでは、財政制約の下で必要な道路整備を実施するための手段として PFI (一般にはドイツでは PPP と呼ばれる) が導入され、近年、他分野でも導入が検討・実施されている。社会資本整備を所管する連邦交通省 (BMVBW: Bundesministerium für verehr,Bau - und Wohnungswesen) では、PFI の導入対象は今のところ道路のみであり、他分野への展開予定はないとしている。

ドイツの道路事業への PFI の導入は、東西統合に伴う財政難、旧東独地域を中心とした 道路整備の必要性の増大、第二次大戦前に概成したアウトバーンの老朽化などを背景とし ている。1992 年に民間事前資金調達モデルが導入され、その後 F モデルが導入され、現在、 A モデルが開発・検討されている。

民間事前資金調達モデルは民間企業が道路整備・運営維持管理の資金調達を行い、政府が 15 年の割賦で返済を行うスキームである。先導プロジェクト 12 事業(後に 15 事業追加)を対象に検討が進められた。しかし、民間の方が資金調達コスト³⁶が高く、将来の財政負担をもたらすことからメリットが少ないと判断され、これ以上の事業にこのモデルは適用しないこととされた。この事業手法による事業はほぼ完了している。

Fモデルは 1994 年の連邦長距離道路建設民間資金調達法(FstrPrivFinG: Gesetz über den Bau und die Finanzierung von Bundesfernstraßen durch Private)に基づいて導入された。これは、新規事業を対象とした BOT スキームであり、10 事業への適用が検討・実施されている。しかし、現行の有料道路制度(時間料金制)の下では、EU 指令 37 によって適用可能性は極めて限定されている 38 。近年、Fモデルは廃止され、既に締結されていたノルトライン・ヴェストファーレン州における連邦直轄道路である B 96n(Strelasundquerung zur Insel Rüge)のFモデル事業の契約は 2003 年 5 月にキャンセルされ、Fモデル適用予定案件も凍結された。

A モデルは、現行の有料道路制度が時間料金制から距離料金制へと改定されることを前提とした、アウトバーンの拡幅事業を対象とした BOT スキームであり、12 事業に適用が検討されている。ただし、A モデルの前提であるトラック向け高速料金徴収システム (PFI 事業として実施)は、現在、システムの欠陥により供用が大幅に遅延している*15。

なお、2000 年 9 月に公表された Pällmann 委員会のレポート(連邦交通省委託)では、連邦直轄の交通インフラの資金調達を国家予算ベースから利用者負担ベースに変更することが示唆されている*16。その方策として民間事前資金調達モデルの適用を拡大し、民間資金の投資対象の拡大を図ることが提案されている。また、道路については、新規整備だけでなく、既存道路の運営も民間に委ねることが提案されており、その投資回収の形態としては通行料金の徴収や、州政府によるシャドートールベースの支払いも示されている。

(2) PFI の導入目的

(1)で述べたとおり、ドイツにおけるPFIの導入は、明らかに短期財政制約の回避を目的としたものであるといえる。

(3) 資金調達上の特徴

ドイツのPFI事業の資金調達は銀行融資によるプロジェクトファイナンスが主である*17。 その背景には、ドイツの金融市場における間接金融³⁹が圧倒的優位を誇っていること、PFI

³⁶ 資金調達にあたり企業体が支払う手数料等、さらには、必要とするタイミングで資金調達ができない、もしくはキャッシュを得るまでに要する時間で被る損失等の機会費用のことである。前者については、他人資本(負債)による調達と自己資本による調達に大別される。負債による調達とは、銀行借入金や社債による調達であり、通常債権者との間で約定金利が取り決められており、この約定金利が調達コストとなる。当該支払利息は税務上損金参入することが可能であり、約定金利より実効税率に見合う部分を控除した利率部分が税考慮後の実質調達コストとなる。一方、自己資本による調達とは、株主投資家からの調達であり、その調達コストの算定方法は企業規模や負債比率を反映したもの等数種類の方法がある。例えば、CAPM(Capital Asset Pricing Modelーキャピタルアセット・プライシングモデル)に基づき、株式投資に係るリスクを反映して算定される株式期待収益率をもって調達コストとする方法が多く用いられている。

³⁷ EU 指令 1993 年 10 月 25 日 (Nr.93/89/EWG)

³⁸ 適用可能な事業は、峠越え橋梁、トンネルに限られる。

³⁹ 銀行等が、預金者から資金を集めて個人や企業に貸し出す形態であり、資金を調達する者と投資家の間に仲介役としての銀行等金融機関が入る。

に係る法制度が未整備であり法的な頑健性が高くないため、直接金融⁴⁰を呼び込めないことなどがあるものと推測される。

(4) 適用分野·適用事業数*18

ドイツにおける PFI の適用は道路事業で先行的に行われており、供用済み事業の 29 件はいずれも連邦の道路関連事業である。現在、適用が検討・実施されている分野は表 2-4に示すとおり、道路、LRT、刑務所、裁判所、学校、庁舎、軍関係施設・サービスとなっている。

⁴⁰ 国や企業等が、証券市場等を通じて、直接投資家から資金を調達する形態である。間接金融との相違は、金融機関が資金の最終的貸し手と資金の最終的借り手との間に立って、貸し付けのリスクをとるかとらないかの違いであり、最終的なリスクを仲介役としての金融機関が負うのが間接金融であり、直接金融の場合は、貸し手(投資家)がリスクを負うことになる。

表 2-5 ドイツにおける PFI の適用状況

	適用分野		事業費 *1,*2 (百万€)	備考
			1,000	
	料金徴収システム	(1)	(1,000)	供用遅延
道	民間事前資金調達モデル	27	2,605	全事業費 5,095 百万 DM(供用済み
担 路		(26)	(2,594)	事業費 5,075 百万 DM)
岭	Fモデル	8	2,715	このほか2予定事業は中止(うち1
	(橋梁・トンネル等)	(2)	(356)	事業は従来方式による整備予定)。
	A モデル(拡幅)	13	3,762	_
LR	Г	1	1,000	連邦補助 750 百万€ (左記の外数)
LK	I	1		このほか1予定事業は中止
刑系	务所	3	100	事業費は1事業分(2事業は不明)
裁判	判所	1	30	
学村	交	9	443	事業費は7事業分(2事業は不明)
庁台	庁舎		40	事業費は2事業分(1事業は不明)
軍関係施設・サービス		2	6,650	
平月	単角体配収・9 こハ		~6,700	
			18,345	
合語	+	68 (29)	\sim 18,395	事業費は63事業分(5事業は不明)
		(2))	(3,950)	

^{*1:} 括弧内は完了事業(内数)

資料: DLA Group:" European PPP Report 2004", 2004

Autobahn online 資料 (http://www.autobahn-online.de/privatfinanzierung.html)

3. フランス

(1) PFI の導入経緯*19,*20

フランスでは、財政負担をかけず、受託者が建設、管理・運営等の業務を独立採算のもとで実施する仕組みであるコンセッションが 16世紀初頭以来適用されてきた歴史がある。コンセッションが最初に付与された事例は 1554年の Adam de Craponne による運河建設である。その後、産業革命によりもたらされた経済発展に伴い、鉄道、水道、ガスなどの分野で民間資金が活用されるようになった。特に、地方自治体の廃棄物処理や上下水道供給事業では盛んに適用されてきている。フランスの地方自治体は現在でも約3万7000弱あり、そのうちの約9割は人口2000人未満の小規模な自治体である。このため、財政的基盤が脆弱な地方自治体は、公共サービスの提供を資金調達も含め民間に委任する傾向がある。

民間資金を活用した公共サービスの提供は 19 世紀末から本格的に適用されるようになった。第一次大戦後やや減少したものの、第二次大戦後、社会資本整備のニーズ、公共資金の不足、民間資金の効率性等の理由で、高速道路、トンネル、橋、マリーナなど大規模公共事業に適用が進められた。

フランスにおいて民間資金を活用した公共事業方式には、公役務の委任としての公役務の委任特許(コンセッション:独立採算型 PFI)と収益的公共施設管理委託契約(アフェ

^{*2:} ドイツマルクのユーロへの換算率は 1DM=1.95583€ とした(1€ =約 130円)

注) 2004年1月時点

ルマージュ:公設民営方式)、およびこれに該当しない管理業務付き公共工事請負契約 (METP (Marché d'entreprise de travaux publics):割賦リース方式)の3つがある(表 2-6)。イギリスのPFIは、これらのフランスの民間資金活用方式を模倣したものであるとの説もある。

形態 適用事業 事業方式 特徴 鉄道、高速道路、有 民間事業者の収入は利 役 コンセ 公共施設の建設・運 公 営・維持管理等を一 務 ッショ 用者からの料金収入 |料橋、駐車場、上下 の委 体的に民間事業者 (原則、公共から補助 水道、廃棄物処理、 電力、ガス 任 に委任 金はない) =独立採算型 PFI ・施設の所有は公共= BTO^{41} アフェ 公共が整備し所有 ・民間事業者の収入は利 交通、上下水道、廃 する施設の運営・維 ルマー 用者からの料金収入 棄物処理 ジュ 持管理および公共 =公設民営方式 サービスの提供を 民間事業者に委任 METP そ 公共施設の建設・運 |・民間事業者の収入は発 |廃棄物処理、学校、 ※1999年 他 営・維持管理等を一 注者からの定額報酬 病院、刑務所 廃止 体的に民間事業者 =割賦リース方式 に委任 ・報酬が成果と連動せず ≠公共サービス購入型

表 2-6 フランスにおける民間資金を活用した公共事業方式

資料: 亘理格: 「フランスの PFI 的手法 - 「公役務の委任 (Délégation de service public) を素材に-」, 会計検査研究 No.25 (2002.3), 会計検査院, 2002 より作成

BOT

・施設の所有は民間=

PFI

フランスの民間資金活用方式は実践を通じて形成されてきた経緯から根拠法はない。ただし契約の不正や汚職を防止するための法制度が整備されてきた。公共が民間から財やサービスを調達する場合には公共市場法が適用されるが、公役務の委任は公共市場法の対象外であった。そこで、1993年1月に契約の不正と汚職の防止およびEU政府調達規則の準拠を目的に、公役務の委任(コンセッションおよびアフェルマージュ)について契約締結手続き、契約期間などを規定したサパン法(公共市場の民間委託に関する法律)が制定された。これにより、特に、地域独占形態のコンセッションによって整備が進められてきた高速道路では、事業別のコンセッションへの移行を余儀なくされた。

一方、METP については、1990 年代に Ile-de-France などの学校の建設・維持に係る長期契約において不正的な問題を頻発させた。1999 年には METP による支払いの繰り延べは、支出の裏づけのない財政負担をもたらすとの理由で、国務院がこれを禁止した(地方自治体にのみ特例として許可) *21 。さらに、2001 年 3 月には、METP は工事費の延べ払いを禁止する公共調達法に抵触するとして国務院がこれを禁止した。この背景には、METP が公

⁴¹ PFI 方式の 1 (Build Transfer Operate)

共よりも高い資金調達コストを要する一方で、これを相殺する建設やサービスの質の向上 に繋がらない単なる調達手段に過ぎず、いたずらに長期的な債務を生み出すと考えられた ためである。

最近の動きとしては、2002 年 8 月に警察署と刑務所に関する一括契約方式が導入され(Sarkozy 法、Perben 法)、2003 年 7 月には、公共契約法典の見直しが行われ、手続きの簡素化や一括契約方式の公共インフラへの適用拡大(\Rightarrow PFI(フランスでは PPP と呼ばれる))が盛り込まれた(2003 年 7 月 3 日法)。なお、このフランスの PFI については METP 復活の危惧が広く示されている。

(2) PFI の導入目的

フランスにおいては、民間資金活用の長い歴史があり、伝統的な手法を今後も継続して活用するという方針であり、公的債務の削減や財政制約の回避など明示的な視点はなかった 22 。しかしながら、近年のPFIの導入において、経済財政省が中央預金信託公庫(CDC: Caisse des Dépôt et Consignation)にVFM評価を依頼していることから *18 、PFIの導入にはある程度、効率性を目的としているものと推測される。

(3)資金調達上の特徴*19

① 資金調達の概況

PFIに最も近い概念であり、現在、最も盛んに活用されている従来型のコンセッションについては、事業主体は混合経済会社(SEM: Société d'Economie Mixte) 42 が事業主体となっていることが多い。SEMは採算性の低い事業を実施していることから、通常、配当は行わない。このため、公共(国や地方自治体)が $50\sim80\%$ の出資を行い、その他も中央預金信託公庫や地元企業が出資することが多い。

出資以外の資金調達は、民間金融機関から25-30年の長期融資が行われる。ただし、これはプロジェクトファイナンスではなく、SEMの出資主体である公共の信用によって資金を調達するコーポレートファイナンス (ガバメントファイナンス) であると考えられる。また、地方公共団体は50%を限度に融資への保証ができることになっている。

個別事業単位のコンセッションではなく、地域独占形態のコンセッションが付与されている高速道路では、高速道路公庫(CNA: Caisse Nationale des Autoroutes)が、フランスの金融市場や国際金融市場における債券発行や欧州投資銀行(EIB)等からの借入によって一括して資金を調達し、SEMに貸付けているほか²³、収益性の高い路線からの収益で新規路線の建設資金や収益性の低い路線の運営費を賄う内部補助も広く行われている。

ただし、近年の事業別のコンセッション等については、プロジェクトファイナンスが適用されている。高速道路事業でも参入の公平性を確保するために内部補助(プール制)の適用は禁止され、新規路線建設の不足財源は補助金の形態で付与されることになっている。CNAからの資金調達も行われない。例えば、2001年に高速道路A28(Rouen-Alençon)のコンセッションを付与されたAlis社の資金調達は表 2 - 7に示すとおりとなっている。

_

⁴² SEM は私企業として位置づけられている株式会社。わが国の第3セクターに類似。

表 2-7 Alis 社の高速道路 A28(Rouen-Alençon)コンセッション事業の資金調達構成

資金	金調	達構成	金額 (百万ユーロ)	構成比率 (%)	投層	構成比		
					Bouygues Travaux Publics	Bouygues Construction Ø	20.20%	
					DTP Terrassement	子会社	11.20%	
					Quille		13.44%	
	Шχ	欠众	74.5	8.1	CDC IXIS	フランス国営金融機関	26.00%	
	山頂	資金	/4.3	8.1	Uberior	Halifax Bank of Scotland の投資子会社	13.16%	
					SAPN	ノルマンディ地域の高速 道路 SEM	8.00%	
					EGIS S.A.	インフラサービス会社	8.00%	
/丰	券	劣後債	37.5	4.1	Halifax Bank of Scotlan	nd		
		盾州连	460	50.2	15年, 25年, 30年満期の物価連動債、モノライン保証会			
9년	i1 J	優先債	460	50.3	社 FSA の保証(AAA/Aaa)			
					フランス政府		50.00%	
					Haute-Normandie 州	12.37%		
					Basse-Normandie 州	12.65%		
	補助金		343	37.5	Orne 県		7.59%	
					Eure 県	12.37%		
					Seine-Maritime 県	2.52%		
					Calvados 県		2.52%	
	合	計	915	100.0				

(1€=130円)

資料: Alis社 Web Site (http://www.alis-sa.com/gb/actu/signature.php; http://www.alis-sa.com/gb/actu/finance gb.php)

② 資金調達上の特徴

金融市場からの資金調達方法は、従来型のコンセッション事業ではコーポレートファイナンス(ガバメントファイナンス)であると考えられる。近年の事業別のコンセッション等では、プロジェクトファイナンスであると考えられる。Alis 社のように、長期のインフレ連動保証債券の発行による資金調達を行っているケースもある。

③ 資金調達支援·促進制度

民間による資金調達を補完するために補助金が交付されることが多い。また、地方自治体には民間金融機関からの融資に対して50%を限度に保証が可能である。

(4) 適用分野·適用件数*18

フランスにおける伝統的な民間資金活用方式の適用分野は表 2-6に示したとおり多岐にわたる。ただし、レガリアン(王権に属する)の公共サービス(国防、司法、警察、教育)は対象外であった。2003 年 7 月にここでは、近年の事業別のコンセッション(PFI)について適用分野と適用事業数を整理する。

フランスにおける PFI の適用は道路事業や刑務所事業で急速に進められてきている。現在、適用が検討・実施されている分野は表2-8に示すとおり、道路、鉄道、空港、LRT、

刑務所、庁舎、病院、学校、文化施設、軍関係施設・サービスとなっている。

事業費 事業 適用分野 備考 件数*1 (百万 €) 4 2,830 高速道路 (1) (880)道 2 250 橋梁 路 (1) (152)1 77 トンネル (1) (77)2,320 鉄道 3 1 42 空港 航空機格納庫(Hangar) (42)(1) **LRT** 事業費不明 1 18~28 刑務所の全体整備計画 刑務所 1 1.400 (運営は公共が実施) 1 7 庁舎 (1) (7) 学校 事業費不明 1 事業費不明 文化施設 1 軍関係施設・サービス 1 5,000 17 11,926 合計 事業費は14事業分(3事業は不明) (5) (1,158)

表 2-8 フランスにおけるコンセッションの適用状況

資料: DLA Group:" European PPP Report 2004", 2004

5. オーストラリア

(1) PFI の導入経緯^{43,*24}

オーストラリアでは油田採掘等の資源開発事業における取り組みがプロジェクトファイナンスなどの金融的手法を進化させた。これがオーストラリアにおける民間資金を活用したインフラ整備に比較的円滑に取り組むことができた土壌を形成したといえる。

1980年にはクイーンズランド州 (QLD:Queensland) において民間資金を活用したはじめてのインフラ整備事業である Gateway Bridge が着工され、1985年には北部準州 (NT:Northern Territory) において、民間資金を導入したまちづくりプロジェクトである Yulara Township が実施された。

一方、1980年代のオーストラリアは、国際的な経済不況のあおりを受け、インフレ率・ 失業率がともに 10%を超えるなど経済が混乱を来たしていた。このような経済状態の下、 オーストラリアでは必要な公共投資がほとんどできなくなった。

このような中、連邦や各州ではインフラの民営化(売却)による財政赤字の解消が盛んに行われた*25。特に、ヴィクトリア州(Victoria:VIC)では 1993 年以降、エネルギー関係

^{*1:} 括弧内は完了事業(内数)

^{*2:} ドルのユーロへの換算率は 1\$=0.815€ とした。1€ = 130 円

⁴³ マッコーリージャパン㈱、大林組、熊谷組ヒアリング

をはじめ、港湾やLRT など 40 もの公営インフラ企業を売却し、300 億ドル超の債務(VIC 州の GDP の 30%に相当)を約 20 億ドルにまで減少させた。連邦も 1992 年以降、電話会社の Telstra や航空会社 Qantas、空港(メルボルン空港やブリスベン空港など)、コモンウエルス銀行などの国営会社を売却した。最近ではシドニー空港の売却も行われた。しかしながら、人口 2,000 万人のオーストラリアでは、これらの民営化を成立させる莫大な資金量を国内で賄うことはできなかったため、民営化案件は外資に開放された。

これと並行して、財政難にあったニューサウスウェールズ州(NSW:New South Wales)では、必要なインフラ整備を BOOT⁴⁴事業として、民間資金の活用によって実施するようになった。その嚆矢は、熊谷組と Transfield 社(オーストラリアのゼネコン)による民間発意に基づく有料トンネル事業、シドニーハーバートンネル(SHT)であった(1987 年着工、1992 年開業)。SHT では NSW 州政府の無利子融資や収入保証によって財務的に頑健な事業スキームが構築され、社債発行を通じた金融市場からの資金調達によって所要資金の半分以上を賄っている。また、この社債も 30 年満期の物価連動⁴⁵債(CPI link Bond)という先進的なものであった。さらに、大林組と Abigroup 社(オーストラリアのゼネコン)による有料高速道路 M2(1994 年着工、1997 年開業)では、27 年満期の物価連動債によって所要資金の 4 割近くを調達するとともに、事業会社(SPC)である Hills Motorway 社の株式をオーストラリア証券取引所に上場し、金融市場からのエクイティファイナンスによって所要資金の 3 割近くを調達している。M2 は開業後、順調に事業を展開し、株価は大きく伸びてきている。以降、オーストラリアの BOOT 事業においては、SPC の株式上場によるエクイティファイナンスは一般的なものになっている。

このような成功事例により、オーストラリアの金融市場では社会資本整備への投融資はかなり魅力的であるとの認識が広まった。さらに *26 、1992 年にはオーストラリア政府がインフラ整備事業の債券(Infrastructure Bond)に対する税制優遇措置をとり、BOOT 事業の債券の魅力がさらに向上することになった。そして、ある程度、高速道路事業への債券投資が定着した 1995 年末には都市の高速道路事業への債券に対する税制優遇措置は廃止され、1997 年 2 月には、交通インフラへの投融資を対象とした税控除措置(IBTOS: Infrastructure Tax Offsets Scheme)に移行した *27 。2004 年には IBTOS も新規の適用は行わないものとされた *28 。

このように BOOT 事業は NSW 州の独壇場であったが、1994 年以降、VIC 州において、次いで各州において BOOT 事業が実施されるようになった。特に、3本の高速道路を結合する Melbourne City Link(MCL)は事業費が 20 億 A\$(約 1,600 億円) 46 とオーストラリア最大の BOOT 事業であり、株式上場を通じた金融市場からのエクイティファイナンスによる資金調達が最初に提案された事業 47 でもある(1996 年着工、1999 年一部開業、2000 年全面開業)。

BOOT は料金徴収によって投資を回収する独立採算型 PFI に相当する形態であるが、最近では、学校や病院、刑務所など、料金徴収を伴わないサービス購入型 PFI が連邦および各州で導入され、適用に当たってのガイドライン等も整備されている*29。

⁴⁴ PFI 方式の1 (Build, Operate, Own, Transfer)。オーストラリアにおいては独立採算型の PFI 事業の名称であり、サービス購入型の PFI (PPP と呼んでいる) とは区別されている。

⁴⁵ 元本がインフレ率に連動して増減する債券のこと。投資家にとってのインフレ・リスクの解消等のメリットがある。

⁴⁶ 本報告書では、1A\$=約80円とした。

⁴⁷ BOOT 事業の SPC の株式上場は Hills Motorway 社(M2)がはじめてであるが、提案は MCL の方が先である (入札開始は MCL が 1992 年、M2 が 1993 年)。

(2) PFI の導入目的

オーストラリアにおけるBOOTの導入は、連邦および州の財政難を背景とした短期財政制約の回避を目的としたものであるといえる。しかし、最近のPFIでは、効率化やリスクの移転を目的としたものになってきている。

(3) 資金調達上の特徴

① 資金調達の概況

出資者は主に建設会社が中心である。出資金以外の資金は、銀行団による協調融資(間接融資)のほか、株式上場を通じたエクイティファイナンスや債券発行(直接金融)といった多様な形態のプロジェクトファイナンスが盛んに行われている。なお、近年、PFIによる社会資本整備事業を魅力的な融資案件として銀行が低金利での融資を行うようになってきており、逆に債券から銀行融資へのシフトが見られるとのことである⁴⁸。

また、騒音等の外部不経済に関して公的補助が交付される場合もある。

② 資金調達上の特徴

金融市場からの資金調達方法は多様であり、株式市場を通じたエクイティファイナンスは M2 以来、一般的に行われているのが特徴的である。また、債券は、物価連動債が一般的である。また、欧米のようなモノライン保証会社による保証債は一般的ではない。

一方で、PFI 事業の SPC への出資を行うインフラファンド(マッコーリー銀行などがマネジメント)も存在する。特に、マッコーリーのインフラファンドはオーストラリアだけでなく欧米、アジア、アフリカなどグローバルに展開している*30。

③ 資金調達支援·促進制度

オーストラリアにおいては、初期のBOOT案件については、無利子融資や収入保証(初期案件のSHT事業のみ)、税制優遇措置(インフラボンドに対して)、税控除措置(交通インフラへの投融資に対して)などの資金調達支援・促進制度が適用されていたが、多くのBOOT案件が実現し社会資本整備への民間資金の活用が軌道に乗ってからは、制度廃止など適用されなくなり、現在ではこのような制度は存在しない。ただし、初期の案件での資金調達支援・促進制度は投資家や金融機関にとってBOOT事業が魅力であるとの認識を広め、後発の案件の資金調達を円滑にしたという効果は依然として残存する。

SPC に対する補助交付は、発注者が案件ベースで実施するケースはある。例えば、環境対策など外部不経済を回避・削減する措置やバスレーンの設置など地元の意向に対応する措置については、発注者の責務として当該措置に係る費用を補助するケースがある。

(3) 適用分野·適用事業数*31

オーストラリアにおける 2000 年までの PFI(BOOT 事業を含む)の適用分野は表 2-9 に示すとおり、案件ベースでは、道路、水道、鉄道、都市・地域開発、エネルギー(電力・ガス)、病院、刑務所などの分野への適用が多い。また、案件数の多い NSW 州および VIC 州についてみてみると(両州ともほぼ同程度の案件数を有しており、この 2 州でオーストラリアの全案件数の 8 割弱を占めている)、NSW 州における PFI 適用分野は、概ねオーストラリア全体の傾向に一致しているが、VIC 州における PFI 適用分野は、道路がやや少なく、病院や刑務所が多くなっていることが特徴的である。

⁴⁸ マッコーリージャパン(㈱ヒアリング

表 2-9 オーストラリアにおける PFI の適用状況

		オース	トラリア	全体		NSW 州			VIC 州	
適	用分野	事業件数	事業費 (百万 A \$)	備考 *	事業件数	事業費 (百万 A \$)	備考 *	事業件 数	事業費 (百万 A \$)	備考 *
	道路	16	6,866.0	3	10	3,681.0	1	4	3,125.0	1
道	橋梁	3	202.0	1	1	0.0	1	0	0.0	0
路	トンネ ル	3	1,900.0	0	3	1,900.0	0	0	0.0	0
水道		20	2,471.4	4	8	641.4	1	6	148.0	2
鉄道		14	11,927.0	5	6	8,327.0	1	5	1,680.0	4
都市 発	•地域開	14	4,155.7	2	8	542.7	0	5	3,613.0	1
エネ	ルギー	12	1,460.5	3	2	51.0	1	5	206.0	
病院		11	466.8	6	3	87.0	1	8	379.8	5
刑務	所	7	846.3	2	1	57.0	0	4	780.0	1
LRT		4	90.0	2	3	90.0	1	1		1
港湾		3	282.0	1	0	0.0	0	2	90.0	1
カ゛スバ	゜イフ゜ライン	2	29.6	1	0	0.0	0	0	0.0	0
施設 う	付帯インフ	2	1.7	1	1	_	1	1	1.7	0
駐車	場	2	31.0	0	1	6.0	0	1	25.0	0
スタ	ジアム	2	1,075.0	0	1	615.0	0	1	460.0	0
廃棄	物処理	2	482.0	0	1	430.0	0	0	0.0	0
裁判所		1	140.0	0	0	0.0	0	1	140.0	0
ホテ	ル	1	0.0	1	1	_	1	0	0.0	0
住宅		1	445.0	0	0	0.0	0	0	0.0	0
テー ク	マパー	1	350.0	0	0	0.0	0	1	350.0	0
合計		121	33,222.0	32	50	0.0	9	45	0.0	18

^{*:} 事業費が不明な事業数

資料: Colin Duffield: "Listing of BOOT style projects in Australia 1990-00", Department of Civil & Environmental Engineering Research Report RR/082/02, 2002 (http://www.civag.unimelb.edu.au/~cfd/Monographs/thesis.pdf)

6. まとめ

以上のイギリス、アメリカ、ドイツ、フランス、オーストラリアといった5ヶ国のうち、 債券や株式の発行による金融市場からの直接金融を通じた資金調達を行っているのはイギ リス、アメリカ、オーストラリアであるといえる。

そこで、次章では、この3ヶ国のうち、資料の入手容易性の観点から、イギリス、オーストラリアの事例を整理する。

第 3 章 イギリス・オーストラリアの事例

第3章 イギリス・オーストラリアの事例

第2章から、イギリスでは債券発行、オーストラリアでは株式発行を通じて金融市場からの直接金融による資金調達を行っている事例が多いことが明らかになった。

そこでここでは、イギリス、オーストラリアの事例から、このような資金調達を行うことのできる社会資本整備の特性を整理する。

1. 事例の整理

(1) イギリス

イギリスにおける債券発行を通じた PFI 事業の資金調達事例を、格付け会社 Moody's 資料 32 および Standard & Poors 資料 *33 に基づいて抽出し、各事例を表 3-1 のとおり整理した。

表 3-1 イギリスにおける債券発行を通じた PFI 事業の資金調達事例 (1/3)

11	, ,		, 0 , , , , , , ,		- , ,,,,,,,,		,,, ,,,
事業 分野	事業名称	事業規模 (百万£)	事業主体	债券発行額 (百万£)	格付け*	事業 スキーム	投資家の視点
	A1(M) Motorway Alconbury to Peterborough	128	Road	165 (9.18%,25 年,	· AAA (BBB)		
	A419/A417 Swindon to Gloucester	49	Services	Ambac 保証)	· Aaa		
一般	A74(M)/M74	96	Autolink	124.8 (8.39%,25年, FSA保証)	· AAA (BBB+) · Aaa		
道路	A13 Thames Gateway	146	Road Management Services	111.1 (3.642%物価連 動 債 ,28 年 , MBIA 保証)	AAA		サービス購入型事
	A1 Darlington to Dishforth	245	Road Management Services	113.24 (2.8332 % 物価 連動債,22 年, Ambac 保証)	AAA	サービス 購入型 PFI	業に関する保証債 であり、最高位の格 付けを取得してい ることから、ローリ
下水道	Almond Valley , ESk and Seafield Sewage Scheme	160	Stirling Water	79.3+29.6 (27 年)	AAA		スク・ローリターン 投資案件としての 魅力あり
	North Cumbria Acute Hospitals NHS Trust	67	Health Management	75.8 (7.181%,30 年, MBIA 保証)	· AAA · Aaa		
病院	Lanarkshire Acute Hospitals NHS Trust	100	Summit Healthcare	136.56 (6.484%,30 年, Ambac 保証)	· AAA · Aaa		
	Calderdale and Huddersfield NHS Trust	65	Catalyst	97.2 (30 年, Ambac	· AAA		
	Worcestershire Acute Hospitals NHS Trust	87	Healthcare	保証)	• Aaa		

表 3-1 イギリスにおける債券発行を通じた PFI 事業の資金調達事例 (2/3)

衣	3-1 149		0 17(7)701	」を通したドド	. , ,,,,,,,		
事業 分野	事業名称	事業規模 (百万£)	事業主体	債券発行額 (百万£)	格付け*	事業 スキーム	投資家の視点
	South Durham Health Care NTS Trust	48	Criterion Healthcare	64.64 (3.37%,32年, FSA 保証)	· AAA · Aaa		
	Dudley Group of Hospitals NHS Trust	137	Summit Healthcare	86 (3.77%,37年, Ambac 保証)	AAA		
	South Tees Acute Hospital NHS Trust	122	Endeavour	137.5 (3.607%物価連 動債,30年,FSA 保証)	• AAA • Aaa		
病院	King's College Hospital NHS Trust	76	Hospital Partnership Consortium	93 (物価連動債, 36 年, Ambac 保証)	• AAA • Aaa		
	Bro Morgannwg NHS Trust	66	Balgan Moor Healthcare	65.95 (3.92%物価連 動債,29 年,FSA 保証)	AAA		
	University Hospitals Coventry and Warwickshire Hospital NHS Trust	344	Coventry & Rugby hospital	407.2 (物価連動債,38 年,Ambac 保証)	AAA	サービス	サービス購入型事 業に関する保証債 であり、最高位の格 付けを取得してい
廃棄物 発電	Tyseley Energy from Waste Plant	95	Tyseley Waste Disposal	88 (6.675% ,20 年, FSA 保証)	Aaa	購入型 PFI	
学校	University of Hertfordshire	50	Ellenbrook Develop- ments	59.97 (3.38%,30年, FSA 保証)	AAA		魅力あり
	GCHQ (Government Communication head quarter	330	Integrated Accommoda tion Service	406.85 (6.48%,29 年, FSA 保証)	AAA		
	GOGGs Building (GOGGs: Government	118	Exchequer Partnership	127.79 (3.58%,35 年, Ambac 保証)	AAA		
庁舎	offices, Great George Street)		PLC (GOGGs)	166 (34年,FSA保 証)	AAA (BBB)		
	Health and safety Laboratory	63	Community (Buxton)	66.776 (31 年,FSA 保 証)	AAA		
			Ltd.	4.602 (5年,FSA 保証)	AAA		
	Exeter Combined Court	15	Enterprise Civic Building Ltd.	21.490 (物価連動債,31 年,FSA 保証)	AAA		

表 3-1 イギリスにおける債券発行を通じた PFI 事業の資金調達事例 (3/3)

事業分野	事業名称	事業規模 (百万£)	事業主体	債券発行額 (百万£)	格付け*	事業 スキーム	投資家の視点
庁舎	Home Office Central London		Annes Gate Property PLC	100 (5.7%,29 年, Ambac 保証	AAA		サービス購入型事
刀音	Accommodation Strategy	200	(Home Office)	174 (3%,28年, Ambac 保証)	AAA	サービス	業に関する保証債 であり、最高位の格 付けを取得してい
回防	Joint Services Command and Staff College		Defenee Management (Watchfield) Ltd.	110.5 (各種利回り, 22年)	A (A)		ることから、ローリ スク・ローリターン 投資案件としての
. 1/2	Heavy Equipment Transpoters	54.9	Fastrax Ltd	82.33 (物価連動債,21 年,Ambac 保証)	AAA		魅力あり

^{*}AAA型:S&P(括弧内はモノライン保証がない場合の潜在的格付け)、Aaa型:Moody's

(2) オーストラリア

オーストラリアにおける株式発行、債券発行を通じた PFI 事業の資金調達事例を三菱総合研究所資料*34に基づいて抽出し、各事例を表 3-2のとおり整理した。

表 3-2 オーストラリアにおける株式・債券発行を通じた PFI 事業の資金調達事例

事業分野	事業名称	事業 規模 (百万 A \$)	事業主体	債券発行額 (百万 A\$)	格 付 け*	株式発行額 (百万 A\$)	事業 スキ ーム	投資家の視点
有料トンネル	Sydney Harbour Tunnel	756	Sydney Harbour Tunnel Company	486 (7.6%,物価連 動債,30年)	l	_		混雑区間の有料道 路であり、独立採算 ゆえのアップサイド リスク (高配当の可
	M2	536.8	Hills Motorway	200.0 (4.71%,物価連動債,27年)	l	155.0(ASX)	BOOT (独立	リスク・ハイリター
有料 高速 道路	Melbourne City Link	1,776	Transurba n	350 (物価連動 債,27 年)		206.5(私募:機 関投資家) 63.5(ASX)	採算)	ン投資案件としての 魅力あり。 債券は、株式と比 ベてローリスク・ロ ーリターン投資案件 である。

2. 事例の特性

(1) イギリスの事例に関する考察

表 3-1 に示したイギリスの事例では、全ての事業について発行債券はモノライン保証会社による元利保証つきの保証債(最高位の格付け取得)となっている。また、その事業規模は概ね5千万ポンド(約100億円)以上であり、事業スキームはサービス購入型PFI事業である。さらに、債券発行額がかなり事業規模に近い額になっており、出資金比率はかなり小さく、レバレッジ⁴⁹を大きく効かせる資金調達方針をとっているものと考えられる。事業分野は道路や病院が多いが、これは単に規模の大きい事業が多数PFI事業化されたことによるものであり、債券発行による資金調達は事業分野によらないと考えられる。

(2) オーストラリアの事例に関する考察

オーストラリアでは道路事業しか抽出できなかったが、シドニーハーバートンネル以外では株式発行によるエクイティファイナンスが行われている。株式発行による資金調達については、ダウンサイドリスクによる無配当、キャピタルロスが発生する大きな可能性を抱えつつも、アップサイドリスクによる高配当、キャピタルゲインが得られる可能性がなければ株式に投資する意味はない。従って、収入の上限がない独立採算型 PFI 事業 (BOOT)でなければ、株式発行による資金調達は困難であるといえる。

シドニーハーバートンネルで株式発行が行われていないのは、当該事業では収入保証がある代わりに、収入の上限が規定される、サービス購入型に近い事業スキームになっているためであると考えられる。

また、全ての事例において債券発行が行われているが、いずれも無保証債で格付けは取得していない。格付けを取得せずに債券発行が可能になったのは、シドニーハーバートンネルの場合にはかなりサービス購入型に近く、安定的な収入が得られるためであろうと考えられる。また、その他の事例では債券保有者に及ぶリスクを吸収するバッファーとして、(イギリスと比べて)厚みのある株式発行が行われたためであろうと考えられる。

(3) 金融市場を通じた資金調達が可能な社会資本整備事業の特性

上記より、株式発行、債券発行による資金調達が可能な社会資本整備事業は、次のような特性を有するにおいて実施されていると考えられる。

- 株式発行
 - ▶ 利用者から料金を徴収できる分野の事業
 - ▶ 収入に上限のない独立採算型 PFI 事業 (BOOT)
- 債券発行
 - ▶ サービス購入型 PFI という安定的な収入が確保できる事業スキーム
 - ▶ 一定の事業規模:収集した事例では、2千万 £(約40億円)以上
 - ◆ 債券発行に係る諸費用・各種手数料(格付手数料、モノライン保証料など) を支払っても、他の資金調達手法よりも資金調達コストを引き下げることが 可能

⁴⁹ 出資者が、債務を活用して、少額の出資金で大きな株式配当等の収入を得ること。元来のレバレッジ (Leverage) の意味は「てこ」。

第 4 章 先進事例における資金調達の仕組み

第4章 先進事例における資金調達の仕組み

本章では、金融市場を通じた資金調達を行っている事例のうち、我が国での事業展開に際し特に参考となるイギリス、オーストラリアの事例を選択し、詳細な事例調査を行い、 資金調達の仕組みを把握するとともに、各手法のメリット・デメリットの把握を行なった。

- ・ 事業概要・事業費・契約期間・経緯・構造・資金調達の詳細等について整理する。
- ・ 資金調達手法の採用理由、及びメリット・デメリット等を把握する。

1. イギリス

イギリスの事例としては、調査を通じて目論見書が入手できた A74(M)/M74~DBFO 道路事業を対象とする。

(1) 事業概要

A74(M)/M74 はブリテン島の北西部の Carlisle (England) と Millbank (Scotland) を結 ぶ約 100km の高速道路であり、イングランドとスコットランド両地域間の交通量の 70% をカバーすることが見込まれる主要道路である。この道路により Glasgow と Channel Tunnel までが一本の道路で結ばれることが予定されていた。

工事内容は、約 60km の拡幅工事(片側3 車線) と約 40km⁵⁰の新設工事(スコットランド区間約 30km、イングランド区間約 10km) である。

1994年にDBFO 道路事業が導入されて以来、イギリス全体では第9番目、スコットランドにおいては初のDBFO 道路事業である。

⁵⁰ イングランド部分は道路計画の見直しにより撤回。

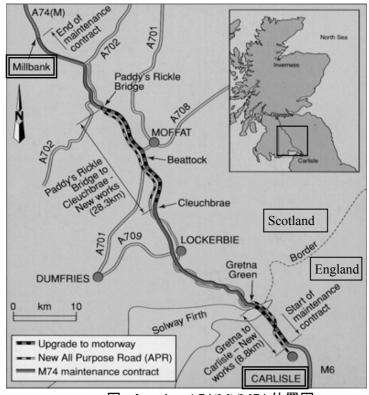


図 4-1 A74(M)/M74 位置図

資料: Autolink Concessionaires (M6) plc.社資料

(2) 事業の背景*35,*36

A74(M)/M74 はスコットランドにおける極めて重要な路線の一つであり、高速道路への完全な格上げが強く求められていた。そこで、改良事業が進められたが、1995 年に改良事業が残り 30 k mになった段階で、財政制約のため、既存事業方式では他の緊急性のある事業を犠牲にしなければ事業を継続できないことが判明した。

そこで、事業をスローダウンするよりも、DBFO によって残りの 30km を実施することを検討することになった。

当初、この事業については、イングランドの A74 区間の改良事業を含めるオプションもあったが、道路庁(HA: Highway Agency)では別の事業手法によって改良を行うことを模索しており、最終的な判断は、イングランドにおける道路計画の見直しが完了するのを待つこととなった。

結局、労働党政権による道路計画の見直しにより、イングランド部分の計画が凍結となったため、この事業はスコットランド部分のみとなった。既存路線である M74、A74(M) は M6 と改称される予定であったが、これにより、事業名称も M6 DBFO から A74(M)/M74 DBFO となった。

(3) 発注者 : スコットランド省

(4) 受注者 : Autolink Concessionaires (M6) plc. (Autolink)

(5) 事業類型 : サービス購入型 (DBF0)

(6) 総事業費 : 2億3000万ポンド(約460億円)

(7) 契約期間 : 30年間

(8) 事業段階 :供用中

(9) 事業経緯

・1995 年 6 月 : EC 公告→6 コンソーシアムから関心表明

• 1995 年 12 月 : 事前資格審査 (PQ: Pre-qualification)

→ 4コンソーシアムの選定 (Longlist)

・1995年12月 : 交渉への招聘・1996年7月 : 入札書類提出

・1996年8月 : 2コンソーシアムの選定 (Shortlist)

・1996年12月 : Autolink Concessionaires (M6) plc.の選定、仮契約締結

・1997年4月 : コンセッション契約正式締結

1997年7月 : 着工1999年4月 : 完工

(10) 関連法制度 : 特になし

(11) 用地取得 : スコットランド省

(12) リスク分担

リスク分担は次のとおりである。計画許可リスク、用地取得リスクのほか、需要リスクの一部を公共が負っている。

表 4-1 74(M)/M74 事業におけるリスク分担

リスク	内容	分担	備考
計画許可リスク	必要な計画許可を取得 できないリスク	公共	公共が保証
用地取得リス ク	必要な用地を取得でき ないリスク	公共	公共が用地買収・無償供与(所 有権は公共)
住民反対リスク	住民の反対行動によっ て事業が計画通り建 設・運営できないリス ク	民間	
完工遅延リス ク	道路建設の完工が予定 よりも遅延するリスク	民間	_
運営リスク	計画を上回る運営コストが必要となるリスクインフレにより計画以上の運営コストが必要となるリスク	民間民間	料金の値上げは、物価上昇率の 一定割合しか認められない
	交通量が計画を下回る リスク	民間	Payment Structure に基づき、交通 量に応じて Shadow Toll が公共か ら支払われる
需要リスク	新規道路が整備されたり、料金徴収制度が導入された場合に、交通 量が減少するリスク	公共/民間	Shadow Toll を規定する Payment Structure が調整される。ただし、減少した全ての需要について補償されるわけではない
残存価値リスク	契約終了時における道 路舗装の残存価値を維 持しなければならない	民間	10 年間の残存価値を残す
契約不履行リスク	民間事業主体が契約を 履行しないリスク	民間	民間事業主体が契約不履行状態 になった際には公共が契約を解 消し、民間事業主体への補償は 一切行わない。

資料: Bond Offering Circular Autolink Concessionaires (M6) plc.

(13) 資金調達構成および事業スキーム

A74(M)/M74事業における資金調達構成は次のとおりである。

まず、半分以上を25年という長期の債券発行によって調達していることが特徴である。この債券のうち優先債には日本興業銀行のシンジケートが建設中の保証を行い、大手モノライン保証会社の一つ FSA 社(Financial Security Assurance)が完工後保証(モノライン・サービス)を行っている。当該債券の本来の格付けは BBB+ (S&P(Standard & Poor's: 大手格付会社の1つ))であるが、こうした保証によって AAA(S&P)、Aaa(ムーディーズ(Moody's: 大手格付け会社の一つ))の格付けを得ている。

また、Innisfree 社という PFI 事業専門の投資会社が出資参加している。建設会社以外の主体が出資参加することにより、建設会社だけで構成される場合と比べて、よりチェック&バランスが働くといったメリットがある。

表 4-2 A74(M)/M74 事業における資金調達構成

	資金調	調達構成	金額 (百万ポン ド)	構成比率 (%)	投融資主体		構成比
					Innisfree PFI Fund	PFI 専門の投資会社	35.0%
エ					Amey plc.	イギリスの建設及 び管理会社	19.5%
クイ	出	資金	16		Sir Robert McAlpine (holding) Ltd.	建設会社	19.5%
ティ					Taylor Woodrow Construction Ltd.	建設会社	19.5%
					Barr Holding Ltd.	スコットランドの 建設会社	6.5%
デ	債券	劣後債	19	8.3	期間 25 年、金利 11.27%		_
ツ	発行	優先債	125	54.6	期間 25 年、金利 8.39%		_
7	EII	3 融資	69	30.1	期間 25 年		_
	í	 合計	229	100.0			_

資料: Bond Offering Circular Autolink Concessionaires (M6) plc.

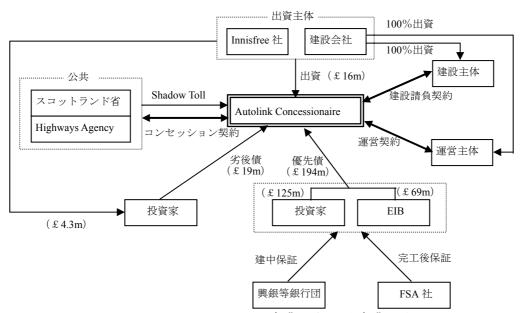


図 4-2 A74(M)/M74 事業における事業スキーム

資料: Bond Offering Circular Autolink Concessionaires (M6) plc.

(14) 目論見書の内容

A74(M)/M74 に係る債券発行に当たっての目論見書の内容は次のとおりである。

- ・ 参考資料も含めて合計して 200 頁以上に及ぶ。
- ・ 内容としては、事業概要、資金調達構成、事業スキーム、リスクの内容に加えて、 関連する契約書や第3者機関による技術的、財務的、税務的な観点からのレポート、需要予測の妥当性にかかるレポートが含まれている。
- ・ 完工後保証をしている FSA 社に関する情報が全体の1/4程度を占めている。

表4-3 目論見書の内容(1/12)

	項目	内容
注意事項・ IMPORTANT N (4 ページ)	NOTICE	・本目論見書に関連する主体とそれぞれの責任 範囲について一般的な注意事項。・地図(イギリス全土、建設予定地、既存道路、 建設中道路、計画道路など)。
CONTENTS (1ページ)		• 目次
SUMMARY (5ページ)		• 目論見書の概要
PARTIES (2ページ)	発行体の定義 The Issuer	・ 発行体の親会社、出資主体、出資割合。
	Autolink Holdings の定義 Autolink Holdings	・ 特別目的会社であり、出資主体と投資家に示した目的の事業のみを行う。
	Autolink Holdings の出資主体の説明 Shareholders of Autolink Holdings	_
	Amey plc	・ Amey の会社概要、営業実績など。
	Barr Holdings Limited	· Barr の会社概要、営業実績など。
	Sir Robert McAlpine (Holdings) Limited	・ McAlpine の会社概要、営業実績など。
	Taylor Woodrow construction Limited	• Taylor の会社概要、営業実績など。
	Innisfree	・ Innisfree の会社概要、営業実績など。 ・ 道路、鉄道、廃棄物、発電、上下水道、通信、 防衛、教育、宿泊施設、都市再生、刑務所、 病院、健康施設などのプロジェクトへのを目 的としている。

表4-3 目論見書の内容(2/12)

	項目	内容
PROJECT (7ページ)	背景と目的 Background and Scope	プロジェクトに関連する日付、PFI のタイプ(今回は DBFO)、スコットランド及びイギリスでの事業の概要。
	契約の枠組み Contractual Structure	・ 発行体は、管理チームを雇用する形態をとる。 それらの雇用および解雇は Concession Agreementによって規定される。 ・ 大規模修繕や設計変更による業務拡大に関し ては、それぞれ契約を結び予算及び人的資源を 確保する。
	技術的な品質保証 Technical Approach	 建設ジョイントベンチャーによる設計、建設、 運営のプロポーザルのレビュー体制、技術コン サルタントについて。 日常的な運営と管理に関しては ROM(Routine Operation and Maintenance)契約に従うものと し、管理運営の費用、収益を定量分析。結果は 参考資料 2.
	交通量予測 Traffic Projections	・ 交通コンサルタントがレビューを行うことが 規定されている。・ 発行体による交通予測の手法と定量分析結果 の参考資料 2.
	収益構造 Revenue Structure	・ 主な収益源は4つであり、シャドートール、現金口座の利息、許可された投資、使用可能な保険、が存在する。 ・ シャドートールと車両タイプについて3案を定量分析にて比較している。結果は参考資料2.
	運営管理にかかる費用構造 Operating Cost Structure	・ 運営管理費の推計方法、Project Monitor による 定期的(各支払期限日)な財務諸表の検査。
	財務計画 Financial Projections	・ 発行体によって、財務計画が立てられたこと、 計画の前提条件、そして結果の検証として感度 分析が行われ、詳細は参考資料 3 に添付。
	保険 Insurances	 プロジェクトは Sedgwick Bankrisk Limited によってレビューされ、事業活動と財務計画が妥当であると判断された。

表4-3 目論見書の内容(3/12)

	項目	内容
資金調達 FINANCING OF THE PROJECT	概要 General	・ 発行体は、プロジェクト資金を 4 つの資金源から調達する。それらは ClassA1 債券、ClassB1 債券、EIB 融資、そして株式である。
(4ページ)	債券について Bonds	-
	EIB について	_
	EIB	
	返済について	-
	Reimbursement	
	ヘッジに関する合意事項	-
	Hedging Agreements	
	保証と債権者間の取り決め	-
10 1	Security and Intercreditor	
┃ 収益金の使途 USE OF PROCEEI	ng.	・ ClassA1 債券、ClassB1 債券に、それぞれに関
(1ページ)	08	する総収益の予測と、それらの使途を定義して
	++ 4-1 1 1	いる。
第 3 者による中立 的立場からのレビ	技術レビュー Independent Technical	• 高速道路の設計(環境影響評価を含む)、橋の設計、地質学的な設計、管理と運営、の4つのセ
的立物からのレビ	Review	計、地質字的な設計、管理と連名、の4つのセ クションに分かれ、結論として、プロジェクト
INDEPENDENT	review	に妥当な設計と技術を有することが定性的な
REPORTS		記述で箇条書きされており、リスク要素は別
(3ページ)		途"Risk Factors"で詳述している。
	 保険レビュー	ZE Hisk I woods Car Ze C C Do
	Insurance Report	-
	建設期間に関する保険	
	Construction Phase	-
	Insurance	
	運営機関に関する保険	_
	Operation Phase Insurances	# 1 107 8 107 8 7 107
	交通量予測に関するレビュー	・基本交通量、交通量予測、シャドートールの設
T 0 Tr	Traffic Projections Review	定、通行料の設定に関して。
	よる資金計画に関する通達 TECTIONS	・資金計画で用いられている会計基準は矛盾無
LETTER ON PROJ (1ページ)	ECTIONS	く妥当であること、見積が正確に行われている
		こと、発行体による資金計画は矛盾無く妥当で あることを確認。

表4-3 目論見書の内容(4/12)

項目	大名一〇 日神兄者の内谷(4/12)
リスク要素	債券に関するリスクのまとめ。発行体は資金計画を立案しそれが合理的であるこ
RISK FACTORS	とを確認し、設計・建設・管理に関しても技術コンサルタントを通してその妥当
(6ページ)	性を確認。
	しかし、それらを踏まえた上でも債券保有者が、リスクにさらされる可能性があ
	ることを示し、それぞれのリスクを評価する。(記述は全て定性的。)
	リスクの存在箇所
	Risk Allocation
	計画の承認
	Planning Consent
	- 土地の妥当性とアクセス権利
	Adequacy of and Access to Land
	埋蔵文化財の発見
	Discovery of Archeological Sites
	建設に関する抗議行動
	Protest Action
	排水と水質汚染
	Drainage and Water Pollution
	自然動植物に関する規定
	Provision for Wildlife
	Earthworks, Contaminated Land and Waste Disposal
	Geotechnical Risk
	道路舗装の建設(耐用年数とコストに関するリスク)
	Construction of the Road Pavement
	完工の遅延
	Delay in Completion
	運営と維持
	Operation and Maintenance
	大規模な維持費
	Major Maintenance
	交通量
	Traffic Levels
	ユーザ使用料金の導入
	Introduction of User Paid Tolls
	発行体による Concession Agreement の不履行
	Breaches of the Concession Agreement
	ClassA 債券の格付け
	Ratings on the Class A Bonds;
	格付けの撤回や格下げの可能性が存在すること Possibility of Withdrawal or
	Downgrading
	政策の変更
	Political Changes
	インフレーション
	Inflation
	金利の変化
	Interest Rates

表4-3 目論見書の内容(5/12)

	項目	内容
取引に関連する資 料 TRANSACTION	プロジェクトに関する資料 Project Documents	 主要プロジェクト契約(Concession Agreement、 建設契約、ROM 契約で用いられる用語の定義、 資金調達、保証、Indtercreditor に関する内容
DOCUMENTATIO N (32ページ)	Concession Agreement	・ 目的、契約期間、English Commencement Notice、 完工期限、遅延、運営と維持管理、支払い(シャドートールの詳細)、ユーザ使用料金の導入、 大臣による変更、大臣による契約解除、発行体による契約解除、土地、不可抗力事項、保証、 賠償、に関する定義や説明。
	建設契約 Construction Contract	・目的、工事・建設期間、納期の延長と損害補償、 支払い、パフォーマンスに対する保証、土地、 不可抗力事項、契約解除、不履行に関する取り 決め、遅延弁済金と早期完工に対するボーナ ス、責任範囲と間接損害に関する制限事項、不 具合の報告義務、Concession Agreement とその 他の資料に対する理解、契約譲渡に関する制 約、法律の変更、保証に関する定義や説明。
	ROM 契約 ROM Contract	・ 事業内容、支払い、契約期間、契約者の責務、 土地、要求条件、変更(大臣、発行体、契約者 らによるもの、放棄されるものも含む)、不履 行に関する取り決め、道路占有に関する保証、 責任範囲と間接損害に関する制限事項、契約解 除、不可抗力事項、保証に関する定義や説明。
	建設中保証と ROM 保証 Construction and ROM Guarantees	_
	債券のパフォーマンスに関す る保証 Performance Bonds	_
	資金調達に関する資料 Financing Documents	・ 債券、EIB 融資、株式買い取り契約書、完工保証書、完工保証融資に関する契約書、参加と譲渡、格下げ、請負事項、不履行のイベント、不履行に関する派生事項、相互損害補償など。

表 4-3 目論見書の内容(6/12)

	項目	内容
取引に関連する資料 TRANSACTION DOCUMENTATIO N	一般的な用語の定義について の確認文書 Common Terms Agreement	 発行体と Holdings の契約事項、トリガーイベント⁵¹、早期返済イベント⁵²、Intercreditor Deed⁵³に関する規定、ヘッジ契約⁵⁴、FSA 債券ポリシー、Class B 1 債券買い取り契約書、支払い者契約、投資管理契約、口座契約、口座(銀行)契約。
(32 ページ)	保証と Intercreditor に関する契約事項 Security and intercreditor Arrangements	・ 概要、債券、持ち株会社の債券、利権直接契約、 その他の直接契約、保証信託証書、主権債権者、 債券と保証の格付け、金融権利の行使、直接契 約、早期返済と保証信託による権利の行使、信 用状銀行債券、完工信用状の発行、完工保証人 の格下げと完工 LC 融資契約に基づく譲渡。

⁵¹ トリガーイベントは、目論見書に記載された当初の契約条件や権利義務関係等が変化せざるをえないよう な出来事や状況をあらかじめ特定し、イベントが発生した場合の対応について規定しておくことで、リスクを限定させる仕組み。脚注 52 から 57 は、関係者間で具体的に該当するケースについて利害が異なり異 論が生じやすいため、定義について詳細に取り決めておくことが多い。 52 トリガーイベントの中でも、早期返済が生じるようなイベントはキャッシュフロー上重要であるため、別

掲されることがある。

⁵³ Intercreditor Deed は、信用供与者間の権利義務関係を整理し、果たすべき役割を予め分担しておくことで プロジェクトリスクを減らそうとするもので、Intercreditor Agreement として別掲されることも多い。

⁵⁴ ヘッジ契約は、プロジェクトリスクを軽減ないし転嫁するために締結される各種契約で、キャッシュフロ ーに少なからぬ影響を与えるため、取り決めが必要になる。

表4-3 目論見書の内容(7/12)

項目	内容
CLASSA1 債券契約条件 TERMS AND CONDITIONS OF THE CLASS A1 BONDS (13 ページ)	・ フォーム(債券の形式)、額面金額、金利、購入、 返済、支払い、税制、早期返済、再発行、権利 放棄、ClassA1 債券、関連法令について。
グローバル向けの CLASSA1 債券に関する規定の 概要 SUMMARY OF PROVISIONS RELATING TO THE CLASS A1 BONDS WHILE IN GLOBAL FORM (2 ページ)	_
CLASSB1 債券契約条件 TERMS AND CONDITIONS OF THE CLASS B1 BONDS (14ページ)	・ フォーム(債券の形式)、額面金額、金利、購入、 返済、支払い、税制、早期返済、再発行、権利 放棄、ClassB1 債券、関連法令について。
グローバル向けの CLASSB1 債券に関する規定の 概要 SUMMARY OF PROVISIONS RELATING TO THE CLASS B1 BONDS WHILE IN GLOBAL FORM (2 ページ)	
AUTOLINK CONCESSIONAIRES (M6) PLC (2ページ)	• 概要、資本、主目的、取締役
KPMG(会計事務所)からの通達 LETTER FROM KPMG (2 ページ)	・ 目論見書の内容検証、バランスシート分析と Autolink 社が以前に口座を所有していないこと を確認。
FSA 社の債券ポリシー FSA BONDS POLICY (7 ページ)	• FSA の債券ポリシーについて、金額保証の対象 と方法の側面から。
FINANCIAL SECURITY ASSURANCE (U.K.) LIMITED (4ページ)	・ 概要、格付け、FSA 社の財務情報

表4-3 目論見書の内容(8/12)

項目	
FSA 社財務レポー	1995 年 12 月 31 日付けの FSA 社の年次報告書
TSA 社知初レバ ト	Financial Security Assurance (U.K.) Limited - Annual Report For the Year Ended
	December 31,1995
FSA FINANCIALS	取締役と顧問
(16ページ)	DIRECTORS AND ADVISERS
	1995 年 12 月 31 日付けの活動内容に関する取締役からの報告
	DIRECTOR' REPORT FOR THE YEAR ENDED DECEMBER 31,1995
	監査役による報告
	REPORT OF THE AUDITORS TO THE MEMBERS OF FINAICIAL SECURITY ASSURANCE (U.K.)
	LIMITED
	- 損益分析(テクニカル) ⁵⁵
	POROFIT AND LOSS ACCOUNT-TECHNICAL ACCOUNT FOR THE YEAR ENDED DECEMBER
	31,1995
	損益分析(ノンテクニカル)
	POROFIT AND LOSS ACCOUNT-NON-TECHNICAL ACCOUNT FOR THE YEAR ENDED DECEMBER
	31,1995
	バランスシート
	BALANCE SHEET AT DECEMBER 31,1995
	キャッシュフロー
	CASH FLOW STATEMENT FOR THE YEAR ENDED DECEMBER 31,1995
	財務に関する注意事項
	NOTES TO THE FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 1995
	1.会計基準
	Principal accounting Policies
	2.継続的・非継続的な業務の分析
	Analysis of continuing and discontinued operations
	3.その他の部署の情報
	Segmental information
	4.総運用費用
	Net operating expenses
	5.投資収入
	Investment income
	6.投資費用と手数料
	Investment expenses and charges
	7.雇用者情報
	Employee information
	8.役員報酬
	Director's emoluments
	9.税引き前収入
	Profit on ordinary activities before tax
	10.通常業務と収入と損益に対する税
	Tax on profit on ordinary activities and on recognized gains and losses
	11.配当金
	Dividends
	12 投資: その他の投資
	Investment: other financial investments
	13.その他の債務者
	Other Debtors
	14.株式資本
	Share Capital

⁵⁵ FSA 社の年次レポートの中の損益計算書であるが、テクニカル・アカウントは主たる業務である保険事業による損益明細であり、ノンテクニカル・アカウントは投資損益・未実現収益・租税公課等を加えた損益明細が記載されている。

表4-3 目論見書の内容(9/12)

項目	内容			
FSA 社財務レポー	15.準備金(引当金)			
 	Reserves			
FSA FINANCIALS	16.直接的な保証以外での債券収入			
(16 ページ)	Creditor arising out of direct insurance operations			
	17.営業活動とキャッシュフローの調整			
	Reconciliation of operating profit to net cash inflow from continuing operating activities			
	18.現金と現金相当物の変化分析			
	Analysis of changes in cash and cash equivalents during the year			
	19.株主資本の移動に係る調整			
	Reconciliation of movements in shareholder's funds			
	20.原価法に基づく損益			
	Note on historical cost profits and losses			
	21.資金調達に関する変化			
	Analysis of changes in financing during the year			
	22.究極的な持ち株会社			
	Ultimate holding company			

表 4-3 目論見書の内容(10/12)

項目	表 4 - 3 日 日
FSA 社と子会社につい	連結決算書の目次
TBA 社と J 去社に JU.	INDEX TO CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS
	単独決算の報告
FINANCIAL	REPORT OF INDEPENDENT ACCOUNTANTS
SECURITY	連結ベースでのバランスシート(PER SHARE 以外は千ドル)
ASSURANCE INC.	CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (Dollars in thousands, except per share data)
AND SUBSIDIARIES	連結ベースでの損益計算書(PER SHARE 以外は千ドル)
(24 ページ)	CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME (Dollars in thousands, except per share data)
	連結ベースでの自己資本表(千ドル)
	CONSOLIDATED STATEMENTS OF CHANGES IN SHAREHOLDER'S EQUITY (Dollars in
	thousands)
	連結ベースでのキャッシュフロー表
	CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS (Dollars in thousands)
	その他の決算書の情報
	NOTES TO CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS FOR THE YEARS ENDED DECEMBER
	31,1996,1995 AND 1994
	1.組織と所有権
	ORGANIZATION AND OWNERSHIP
	2.会計方針の概要
	SUMMARY OF SIGNIFICANT ACCOUNTING POLICIES
	3.投資
	INVESTMENTS
	4.繰り延べ取得価額
	DEFERRED ACQUISITION COSTS
	5.その他の営業経費
	OTHER OPERATING EXPENSES
	6.法令会計実務
	STATUTORY ACCOUNTING PRACTICES
	7.連邦所得税
	FEDERAL INCOME TAXES
	8.配当と資本の要求条件
	DIVIDENDS AND CAPITAL REQUIREMENTS
	9. クレジットアレンジと支払保証原資の状況が
	CREDIT ARRANGEMENT AND ADDITIONAL CLAIMS-PAYING RESOURCES
	10.従業員への福利厚生計画
	EMPLOYEE BENEFIT PLANS
	11. 将来支払う必要のある経費等の状況 ⁵⁷
	COMMITMENTS AND CONTINGENCIES
	12.再保険
	REINSURANCE
	13.その他特筆すべき事項と担保
	OUTSTANDING EXPOSURE AND COLLATERAL
	14.関連団体の取引
	RELATED PARTY TRANSACTIONS
	15.金融技術に関する公正価格についてのディスクロージャー
	DISCLOSURES ABOUT FAIR VALUE OF FINAICIAL INSTRUMENTS
	16.損失調整費の債務
	LIABILITY FOR LOSSES AND LOSS ADJUSTMENT EXPENSES

⁵⁶ FSA 社が保証する信用供与 (クレジットアレンジ) の総額・状況と、支払保証が発生したとき の原資となる銀行の融資承諾契約 (コミットメントライン) の契約状況等について記載されている項目。

⁵⁷ 事務所の複数年賃貸契約など、FSA 社が将来にわたってコミットしていて途中解約できない契約等で支払われるべき経費額等について記載されている項目。

表 4-3 目論見書の内容(11/12)

項目	内容			
UK 税法	利子の支払い			
UK TAXATION	Payment of Interest			
(3 ページ)	集金代理機関による利子の受け取り			
	Receipt of Interest by a Collecting Agent			
	非居住者の債権保有者の利子の受け取り			
	Receipt of Interest by a Non-resident Bondholder			
	法人税対象者の債権保有者に対する税制			
	Taxation of a Bondholder within the Charge to Corporation Tax			
	法人税非対象者の債権保有者に対する税制			
	Taxation of a Bondholder Outside the Charge to Corporation Tax			
	収入印紙(税)			
	Stamp duty			
	個人株式の購入			
	Personal Equity Plans			
契約書と販売	契約書			
SUBSCRIPTION	Subscription			
AND SALE	販売制限-米国-			
(4ページ)	Selling Restrictions- United States			
	販売制限-イギリス-			
	Selling Restrictions- United Kingdom			
	販売制限-一般-			
	Selling Restrictions- General			
一般的な情報				
GENERAL	各主体の文書に対する責任範囲について、形式的な記述。			
INFORMATION				
(3 ページ)				

表4-3 目論見書の内容(12/12)

表 4-3 目論見書の内容(12/12)			
項目	内容		
参考資料 1	Partl:会計方針と前提条件		
(3 ページ)	Accounting policies and assumptions		
	Part2:交通量、運営、維持管理、大規模修繕に関する想定事項		
	Assumptions As To Traffic figures, routine and operating maintenance and major		
	maintenance		
参考資料 2-ベースケー	(1) English commencement notice が発行されない場合		
スモデル	English commencement notice not issued		
BASE CASE MODEL	(2) English commencement notice が発行された場合		
(18ページ)	English commencement notice issued		
参考資料 3-感度分析	収益の想定に関する改定		
SENSITIVITY	Revisions to the Revenue Assumptions		
ANALYSES	費用の想定に関する改定		
(6ページ)	Revisions to the cost Assumptions		
	ベースケースでの係数と予測値の初期値		
	Base Ratios and Projected Default Date		
	感度分析による影響評価		
	Effect of Sensitivity Assumptions		
	重車両が将来的に増加しない場合の影響評価		
	Effect of No Future Growth in Heavy Vehicles		
	その他の車両が将来的に増加しない場合の影響評価		
	Effect of No Future Growth in Other Vehicles		
	いかなる変化も将来発生しない場合の影響評価		
	Effect of No Future Traffic Growth Whatsoever		
	管理費運営費の永続的な増加による影響評価		
	Effect of a Permanent Increase in Routine and Operating Costs		
	大規模修繕費用の永続的な増加による影響評価		
	Effects of Permanent Increases in Major Maintenance Costs		
	予備積立金を使用した場合の影響評価		
	Effects of Use of Contingency Reserve		
	管理運営費の永続的な増加、大規模な修繕費用の永続的な増加、予備積立金 の使用、の3つの条件を組み合わせた場合の影響評価		
	Combined Effect of (i) Permanent Increase in Routine and Operating Costs,		
	(ii)Permanent Increase in Major Maintenance Costs and (iii)Use of Contingency		
	Reserve		
	管理運営費の永続的な増加、大規模な修繕費用の永続的な増加、予備積立金		
	の使用、交通量の50%減少、4つの条件を組み合わせた場合の影響評価		
	Combined Effect of (i) Permanent Increase in Routine and Operating Costs,		
	(ii)Permanent Increase in major Maintenance Costs, (iii)Use of Contingency		
	Reserve and (iv)50 per cent Reduction in Future Traffic Growth		
	完工遅延による影響評価		
	Effect of Delay in Completion		
	ユーザ使用料金の導入による影響評価		
	Effect of the Introduction of User-Paid Tolls		
参考資料4・			
APPENDIX4- 定義語			
DEFINED TERMS	本目論見書で使用されている用語と該当ページの索引。		
(6ページ)			
/			

2. オーストラリア

オーストラリアの事例として、調査を通じて目論見書が入手できた収集できた Melbourne City Link(MCL)事業を対象とする。 *37,*38,*39

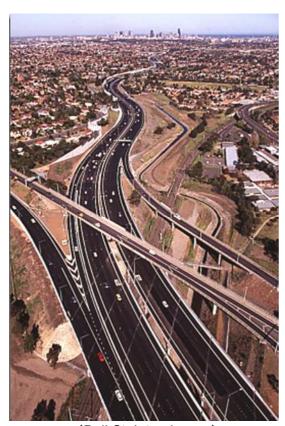
(1) 事業概要

Melbourne City Link (MCL) は、メルボルン市中心部周辺を囲むように個々に独立して機能している高速道路のうちの3本をリンクして、連続した幹線道路を建設する事業であり、メルボルン市中心部の深刻な交通渋滞の原因となっている通過交通をこのリンクした高速道路で受け容れることにより、市街地の交通量を減少させ、混沌と停滞した現在の市内交通網を一気に活性化することを目的としている。

事業は Western Link と Southern Link の 2 つから構成される。

- Western Link (延長 13.2km): 市中心部西側に位置する独立した2本の既設高 速道路 (Tullamarine Freeway と West Gate Freeway) を南北に接続する
- Southern Link (延長 7.3km): 市中心部南側の既設高速道路 (West Gate Freeway と Monash Freeway[旧 South Eastern Freeway]) を東西に連絡する

本事業は、政府の資金的支援が全くない独立採算型であることも大きな特徴であり、 本事業において VIC 州は、民間のノウハウを最大限活用するという基本戦略に従って、 「3 本の高速道路を結合する道路の建設・運営」という目的のみを提示し(もちろん公 共用地の位置等は既に公開されていた)、ルート選定から資金調達、料金収入の手法等、 全ての手段を民間に提案させる方法をとった。



(Bell St. Interchange)



(Footscray Road Interchange)

24-3 Melbourne City Link

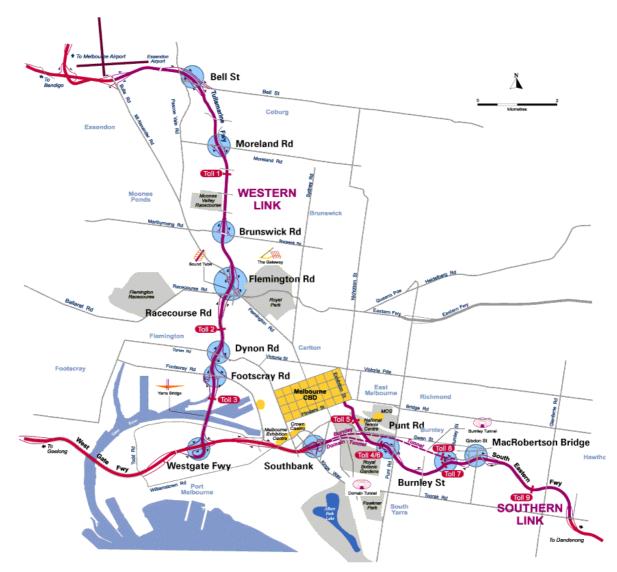


図 4-4 Melbourne City Link 位置図

- (2) 発注者: VIC州 Melbourne City Link Authority (MCLA)
- (3) 受注者: Transurban City Link (TCL 社)
- (4) 総事業費: 20 億 A\$(約1,600 億円)
- (5) 契約期間:供用開始後34年間(1999年12月~2033年)

(6) 通行料金

通行料金は3ヶ月ごとに値上げが行われることになっている。1995 年1月1日から完工後15 年間の値上げ率は、1.1065% (年4.5%) または物価上昇率 (CPI: Consumer Price Index) のうち大きい方となっている。また、完工後15 年以降、契約終了までの値上げ

率は物価上昇率(CPI)となっている。

通行料金には Trip Caps 制が導入されている。Trip Caps 制では、連続して一方向に走行する際に、通行料金は一定の金額以上は課されない。すなわち、通行料金の最大値が固定される。Trip Caps 制による通行料金の最大値を下表に示す。

表 4 - 4 Melbourne City Link 通行料金

<Western Link>

Toll Zone		両方向とも			
	Ton Zone	乗用車	軽量業務車	重量業務車	
1	Moreland Rd - Brunswick Rd	1.02A\$(約 69 円)	1.63 A\$ (約 110 円)	1.93 A\$ (約 131 円)	
2	Racecourse Rd - Dynon Rd	1.02 A\$(約 69 円)	1.63 A\$ (約 110 円)	1.93 A\$ (約 131 円)	
3	Footscray Rd - Westgate Fwy	1.27 A\$(約 86 円)	2.03 A\$ (約 137 円)	2.41 A\$ (約 163 円)	

<Southern Link>

Toll Zone		都心方向			郊外
	Ton Zone	乗用車	軽量業務車	重量業務車	方向
4	Domain Tunnel (都心方	1.27 A\$	2.03 A\$	2.41 A\$	
	向)	(約 100 円)	(約 111 円)	(約 111 円)	-
5	Exhibition St – Swan St	無料			無料
6	Swan St – Punt Road	無料			無料
7	Punt Rd – Burnley	0.51 A\$	0.81 A\$	0.97 A\$	無料
/	Fullt Ru – Burnley	(約35円)	(約55円)	(約66円)	***14
8	Burnley Tunnel (郊外方				未供
0	向)	-	-	-	用
9	Durnlay Toorak Dd	0.51 A\$	0.81 A\$	0.97 A\$	無料
9	Burnley – Toorak Rd	(約35円)	(約55円)	(約66円)	無付

×2000.4~2000.6

表 4-5 Trip Caps 制による通行料金の最大値

	1 1		
時刻	乗用車	軽量業務車	重量業務車
6:00~20:00	3.81A\$	5.08A\$	5.08A\$
	(約 258 円)	(約 344 円)	(約 344 円)
20:00~6:00	3.81A\$	3.81A\$	3.81A\$
	(約 258 円)	(約 258 円)	(約 258 円)

※2000.4~2000.6

(7) 事業の段階・経緯

<供用中>

- 入札開始
- ・ 2グループが提案書提出
- ・ 事業名称を"Melbourne City Link"に決定
- · VIC 州政府、MCLA 設立
- · 事業者決定(TCL社)

- 契約締結
- ファイナンシャルクローズ
- 1996.3 TCL 社、オーストラリア証券取引所に上場
- · 1999.5 Western Link 開業
- · 1999.8 Southern Link 開業
- 2033 VIC 州へ事業資産の無償譲渡(予定)
- (8) 関連法制度: Melbourne City Link Act 1995 (MCLをBOOTで整備することを定めた特別法)
- (9) 用地取得:公共

(10) リスク分担

建設リスク: TCL 社

技術リスク: TCL 社

運営リスク: TCL 社

資金調達リスク: TCL 社

税制変更リスク: TCL 社

・ 用地取得リスク: VIC 州

・ 州が引き起こした悪影響: VIC 州

・ City Link に不利になる道路網の変更: VIC 州

・ 州の法制度変更リスク: VIC 州

・ 連邦の法制度変更等その他リスク:シェア

(11) 資金調達構成および事業スキーム

オーストラリア最大の PFI プロジェクト (総事業費約 20 億 A\$ (約 1,700 億円)) であり、着工時期は NSW 州の有料道路事業 M2 の後であるが、入札開始は MCL が 1992 年、 M2 が 1993 年であり、MCL の方が早い。「株式上場によって一般投資家から出資金を集める」という手法の提案は、MCL が最初である。

このような手法を民間が提案したのは、MCLが前例のない非常に資金規模の大きなプロジェクトであり、また E Tag システム(わが国の ETC に相当)の開発が必須というリスクの大きさなどから、資金調達スキームとして一定の出資金比率を確保する必要があったことにある。この巨額な事業費に相応した巨額な出資金を少数のスポンサーのみでの調達することは困難だったため、インフラ整備事業の債券に対する税制優遇措置を利用して出資金を調達するというアイデアが提案された。

なお、TCL 社および TCL Unit Trust 社による資金調達においては、オーストラリアでは Trust を設立することにより税制面でのメリットが享受できるため、これを設立して投資家のリターンの向上を図っている。また、本事業においては連邦政府の税制優遇措置 IBTOS が適用され、さらに税制面での優遇がなされている。

表 4-6 Melbourne City Link 事業の資金調達構成

		金額	構成比		
	/ケ Λ =国\+.## -L	-		扣豆炒	/##: - */.
	資金調達構成	(百万	率	投融資主体	備考
		A\$)	(%)		
	出資			Transfield 社、大林組	各 10% 計 20% (100mA\$)
	株式市場にお	510	13.9	Hastings Funds Management,	
工	けるエクイテ			AIDC, Commonwealth Bank,	
ク	ィファイナン			Welsh Water, Macquarie	
イ	イ / / / / · / · / · / · / · / · / · / ·			Equities	
テ	^			一般投資家	_
1				(J.B. Were, SBC-Warburg,	
1				Macquarie Underwriting が引	
				受け)	
	インフラ融資	795		DAA(Development	返済期間9年
	インフラ社債	454.09	12.3	Allowance Authority)	返済期間 45 年
デ	銀行融資	1,371			返済期間は17年~19年
ツ	社債	350	9.5	Westpac, ANZ, National	返済期間 27 年、物価連動債
F				Australia Bank, MLC,	(CPLLink ボンド)
	転換社債	200	5.4	Bankers Trust, Macquarie Bank	返済期間 24 年
	∧ ⇒1	2690.00	100.0	Dunk	
	合計	3680.09	100.0		

網掛け部は、デットのうち融資部分。

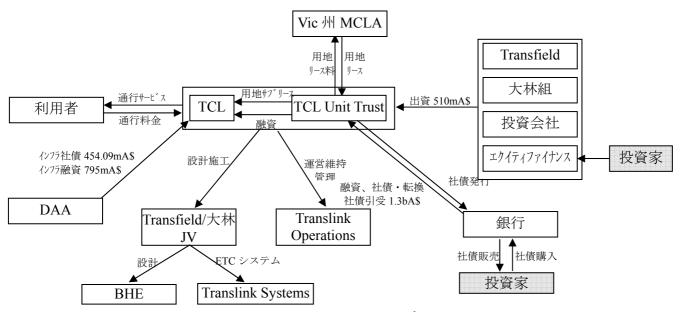


図 4-5 Melbourne City Link 事業のプロジェクトストラクチャー

※TCL Unit Trust: Monash Freeway の一部、Tullamarine Freeway について設計施工責任を有する

TCL: その他について設計施工責任を有する DAA: Development Allowance Authority

(12) 目論見書の内容

MCL に係る債券発行に当たっての目論見書の内容は次のとおりである。

- ・ 参考資料も含めて合計して250頁以上に及ぶ。
- ・ 内容としては、事業概要、資金調達構成、事業スキーム、リスクの内容に加えて、 関連する契約書や第3者機関による技術的、財務的、税務的な観点からのレポート、需要予測の妥当性にかかるレポートが含まれている。

表 4-7 目論見書の内容(1)

		内容
前文	チェアマンからの手紙	• Transurban City Link Limited 社のチェアマンより、本件の趣旨、投資の募集、全般的な注意事項などのメッセージ。
	チェアマンからの手紙	 City Link Management Limited 社のチェアマンより、本件の趣旨、投資の募集、全般的な注意事項などのメッセージ。
1 投資概要 INVESTMENT OVERVIEW (5ページ)	1.1 投資の収益予測 Forecast Investment Returns	・ 投資による収益は2つの大分することができる。一つは建設完工予定日まで支払われる 購入債に対する利子、そして二つ目は予定されている建設完工予定日から3年間に渡って支払われる、税引き前現金配当である。
	1.2 メルボルンシティリン クプロジェクトについ て The Melbourne City Link Project	 プロジェクトの形態(BOOT)、2つの道路セクション(サウスリンクとウエストリンク)、電子料金徴収システムについて、予定開業日について。
	1.3 プロジェクトの背景 Background to Project	 1992年の政府の意向発表から一時検討中止、 1994年の再検討、1995年の競争入札を経て、 Transurban Consortium (Transfield Holdings 社と大林組)が受注。
	1.4 営業主体とそれに関する制定法 Concession Deed and Legislation	コンセッション契約の期間、主体者、議会による承認方法と時期、コンセッション契約の実効開始日、訂正事項、などについての概要。詳細は、セクション3、4、9、10へ。
	1.5 契約期間 Concession Period	 契約期間は完工日決算日から起算して、完工日より33年6ヶ月後までとする。完工日は契約書内の計算式によって算出されるが、2000年4月30日を目標とする。投資家に対しては、契約期間の短縮・延長の可能性を提示。 また契約期間の終了後は、本件に係る全ての権利を州に譲渡。
	1.6 法務体制 Legal Structure	 Transurban City Link Unit Trust 社の役割として Tullamarine 高速道路と南東幹線道路の設計と建設の責任を負う。 Transurban City Link 社はその他全ての部分について設計と建設、そして運用と管理の責任を負う。Trust とのリース関係、収益源について。
	1.7 投資の枠組み Investment Structure	• 500 ドルの債券の構成要素、返却方法、など について。詳細はセクション4.

表 4-7 目論見書の内容(2)

表 4一/ 日誦見書の内谷(2)					
		項目	内容		
(1の続き	•)	1.8 プロジェクトのリスク Project Risks	・ 投資者が考慮すべきリスクが、設計建設、 運営、管理の各フェーズや、資金調達、電 子料金徴収システムの導入などにも存在。 (詳細はセクション 6.)		
2 オファ	<i>γ</i> – σ	2.1 オファーの概要	債券の価格、発行数、構成要素、最低購入		
詳細		Summary of Offer	数など。		
DETA	ILS	2.2 オファーの目的	オファーの趣旨として、本件の資金調達と		
OF OF		Purpose of Offer	記されている。		
(4 ~ -	−ジ)	2.3 オファーの条件	・ 決算日の目標日、決算が行われなかった場		
	ŕ	Conditions of Offer	合の措置などについて。		
		2.4 オファーの枠組み	・ 510 百万ドルのうち、455 百万ドルは決算		
		Structure of Offer	前に発売し(Initial Equity)、残りの 55 百万ドルは決算後に発売する(Deferred Equity)。 販売ルート、信用状の有無。		
		2.5 債券、株式、ユニットの 申し込み方法 How to Apply for Bonds, Shares and Units	・ 申込の方法、申込書の送付先、期限など。		
		2.6 問い合わせ先 Enquiries	問い合わせ先が3箇所		
		2.7 オーストラリア証券取引 Australian Stock Exchange	・ 本目論見書の発表後、契約会社と信託会社 はオーストラリア証券取引所に、記載され た債券に関する申請を行う。		
		2.8 本目論見書の配布に関する制約事項 Restrictions on the distribution of this Prospectus	・ 法的な権利なく本目論見書に関する紹介 やオファーを行うことは禁じられている。 また、オーストラリア国外での扱いに関し てもそれぞれの法規制に準拠する。		
		2.9 使用されている図につい て Illustrations	・ 図は全て未定のものである。いずれも最終 案、正確性、既存の施設との整合性がある わけではない。		
3 プロジ トの概 PROJEG OUTLI (17 ペ-	要 CT NE	3.1 需要 The Need	・ 1960 年代からの調査結果、1990 年代の動きを、それぞれの年の交通調査結果より論じている。結論として、何も対策が行われない場合交通事情が悪化すること、2001年には許容交通負荷の1.6 倍相当に達することが報告されている。		
		3.2 目的 Objectives	・ 11 の目的が列挙されている。主なものは、 交通機能の確保、CBD への流通能力の向 上、環境負荷の低減など。		
		3.3 The Melbourne City Link とは	 Transfiled 社と大林組のジョイントベンチャーであること。 サザンリンク(Burnley トンネル、Domainトンネル、南東幹線道路)とウエストリンク(Tullamarine 高速道路、ウエスタンリンク、セクション1と2)の概況の説明、用地確保、環境配慮、計画配慮、安全性、騒音、公告の設置、などについて。 		

表 4-7 目論見書の内容(4)

		兄者の内谷(4) 内容
(3 の続き)	77.1	契約証書は州とプロジェクト主体が結ぶ
(3 の続き)	3.4 契約証書と契約期間・ Concession Deed and Concession Period	契約である。
	3.5 料金 Tolling	・ 電子料金徴収システムの導入に関して、目的、徴収方法、ディユーザーへの措置、個人情報の保護、電子料金徴収システムの設置場所。
	3.6 法務体制 Legal Structure	・ プロジェクト会社と信託会社の間での設計・建設の責任範囲の明確化、リース関係について。
	3.7 建設 Construction	・ 設計と建設について、州の役割、プロジェクト会社の役割、品質保障期間、早期完工ボーナス、保険、第三者レビュー、サブコントラクトなどの概況を説明、Transfield社と大林組の会社概要。
	3.8 運営 Operations	・ 運営会社の目的、収益源、運営主体の実績 について。
4 資金調達 の枠組み FINANCIA L STRUCTU RE (12ページ)	4.1 プロジェクトの費用と資金調達 Project Cost and Funding	・ 完成までの全費用の概要。
	4.2 資金調達の枠組み Funding Structure	・ 建設フェーズ: 455 百万ドルの株式による 資金調達と、1321 百万ドルの借入金の内訳 と構成図。 ・ 運営フェーズ: 510 百万ドルの株式による 資金調達と、1266 百万ドルの借入金の内訳 と構成図。
	4.3 株式のソース Sources of Equity	・ 一般投資家向け、機関投資家向け、直接申 し込みの内訳について
	4.4 投資の枠組み Investment Structure	・ 500 ドルの構成要素と返済方法について。
	4.5 返済の枠組み Debt Structure	・ 各融資元の説明、建設フェーズと運営フェ ーズについて、借入金の発生、返済時期、 返済額などを図を用いて説明。
	4.6 税制 Taxation	・ 関連する税制の概要について、対象となる 税制と、税控除の両側面からの指摘。
	4.7 営業による収益の支払い (州への支払い) Concession Fee Payments	・ プロジェクト会社が州に支払う金額を、時 系列にそって分析。
	4.8 DAA による認定 DAA Certification	・ Development Allowance Authority による社会インフラ融資の認定が行われること、審査結果によっては契約破棄の可能性が存在する。
	4.9 収入印紙に関する取り決め Stamp Duty	収入印紙による債務は、約5百万ドルであるが、それらは免除される。

表4-7 目論見書の内容(5)

	項目	内容
5 交通量予測と 予想収益 TRAFFIC	5.1 はじめに Introduction	・ 投資家のリターンは、交通量に大きく左右 されること、推定方法、推定期間などの概 要。
ESTIMATES AND PROJECTED RETURNS (12 ページ)	5.2 交通量の予測方法 Traffic Forecasting Methodology 5.3 交通量の予測結果	・ 参加メンバー、州のデータ提供、使用モデル、モデル期間、料金に関するアンケート方法について。 ・ 上述の方法に基づいて、2001年と2011年の各料金ゾーンに関する、交通量推定結果
	Traffic Estimates 5.4 損益分析 Calculation of Revenue 5.5 投資回収の予測	の一覧表。 ・ 算出された推定結果を基に、料金徴収率、 料金設定を行った、予想収益の算出結果。 ・ 建設フェーズ中、運用フェーズ中それぞれ
	Projected Investor Returns	における、予想収益を基に支払い金額および支払いの割合。
	5.6 料金の増加 Toll Escalation	・ 料金の増減に関する理論値と実際値を明確にし、プロジェクト会社が設定可能な範囲を、定量的に分析した結果。
	5.7 重要な想定事項 Key Assumptions	・ プロジェクト費用、予備費、交通料金収入、 料金レベル、広告収入、インフレ率、運営 費、人件費などに関する想定事項の一覧。
	5.8 投資回収の感度分析 Return Sensitivities	・ 交通量、インフレ率、建設費などに関して 感度分析を行った、結果の考察。
	5.9 道路ネットワークの変化 が投資回収に与える影響 Impact of Road Network Changes on Returns	_
6 投資に関連 するリスク	6.1 概要 Overview	_
INVESTME NT RISKS (12 ページ)	6.2 交通量のリスク Traffic Risk	
(12 (1-))	6.3 契約の破棄に関するリス ク Termination of Concession Deed	・ 州政府のリスク、建設期間延長のリスク、 環境影響へのリスク、不可抗力リスクの概 要を定性的に記述。それらに対する損害保 険の詳細。
	6.4 建設のリスク Construction Risk	・ 費用と時間の増加、イベントの遅延、レビューに含まれる判断の相違、建造物の建設設計ミス。これらのリスクについて、州政府、プロジェクト会社などの責任範囲を定性的に検討。
	6.5 運営のリスク Operations Risk	・ プロジェクト会社が、運営契約に満たない ナンバープレートの認識率であった場合 の契約破棄、それらに対する補償内容につ いて定性的に記述。
	6.6 資金調達のリスク Financing Risk	
	6.7 税制のリスク Tax Risk	・ 現状税制で目論見書を作成しているが、それらの税制が変更される可能性、DAA がインフラ整備融資の認定を取り消した場合に発生する追徴課税について定性的に指摘。

表 4-7 目論見書の内容(6)

	項目	内容
(6 の続き)	6.8 資料のリスク Documentation Risk	・ 本目論見書以外にも検討すべき資料があること、決算前に発表される資料が存在することの示唆。
	6.9 その他のリスク Other Risks	・ その他コスト発生の可能性、プロジェクト 会社による不履行発生の可能性、環境汚染 による影響の可能性などを列挙(定性的記述)。
	6.10プロジェクト遂行に対す る障害が発生した場合 Material Adverse Effect Regime	 プロジェクト遂行に障害が発生し、州政府がそのリスクを受け入れる場合、政府は救済のためのメカニズムを有している。 そのようなイベント例はセクション9に列挙してある。公費の注入は最終手段である。上記イベントが発生した場合に、投資家は損をすることも考慮すべき(定性的な記述)。
7 取締役、上級 管理者と信 託者	Limited について	会社概要、取締役と上級管理者の経歴、責任範囲。会社概要、取締役と上級管理者の経歴、責
DIRECTORS	7.2 Transurban City Link Unit Trust について	・ 云性城安、取締役と上級官連省の経歴、負 任範囲。
, SENIOR MANAGEM ENT AND TRUSTEE (7ページ)	7.3 マネージャー、信託者、 債権信託者への支払額 Fees of Manager, Trustee and Bond Trustee	・ 金額、上昇率、支払方法を明記。
専門家による個別事項の調査報告 INDEPENDE NT EXPERT REPORTS (35ページ)	8.1 交通量に関する報告書 Traffic Audit Report	・ 交通・都市計画・経済予測などのコンサルティング会社 R.J. Naim によるレポート・会社の概要、調査の目的、分析手法、フェーズごとの概要、感度分析。・ 建設計画の妥当性、交通専門家による交通予測の妥当性、交通量、料金収入の妥当性の確認。
	8.2 土木設計レポート Engineering Report	・ 建設会社 KINHILL による報告。 ・ プロジェクト会社の設計構造について、技 術仕様、設計段階、使用される技術レベル、 設計と建設費用の積算、運営と管理の費用 積算、建設計画などの妥当性の確認。
	8.3 自動料金徴集システムと 交通管理システムに関す るレポート Electronic Tolling and Traffic Management System Report	 電子料金徴集システムの専門会社 Halcrow Fox によるレビュー。 必要技術条件、必要精度条件、現状技術、設計と必要な期間、費用についての検討。 99%や 99.9%の精度要求が既存技術レベルのみでは実現不可能で、さらなる開発投資が必要なこと、そのために約2年間が必要なことの示唆。
	8.4 会計士による調査報告 Investigating Accountant's Report	・ 証券会社 Coopers & Lybrand によるプロジェクト会社と信託者に関するレビュー。 ・ 会社概要、財務状況の確認、その他の資料のレビューを行い、それらの情報に過不足がないことの確認。

表4-7 目論見書の内容(7)

	双寸 / 口㎜ /	
項目		内容
(8 の続き)	8.5 税制に関する報告書 Taxation Report	・ 税務専門会社 Freehil Hollingdale & Page に よるプロジェクト全般に関わる税務上の レビュー。 ・ 信託者、プロジェクト会社、債権保有者、 国外居住者、など、条件に分けて税務上の 考慮事項を列挙。
9 契約内容 SUMMARY OF MATERIAL CONTRACTS (65 ページ)		契約の詳細。前半は、各文書の役割、契約者、契約日、 内容のリスト。後半は、これまでの章で記述されている内容の基となる法的な文書。
10 追加情報 ADDITIONAL INFORMATION (41 ページ)		・ プロジェクト会社、信託会社に関する詳細情報。
用語集 Glossary (9 ページ)		・本件に関する用語集。
申し込み用紙 Application Section (8 ページ)		・ 申込書の書き方、注意事項、申込書の原本。
連絡先 Corporate Directory (2 ページ)		_

第 5 章

先進事例における資金調達を支える社会システム

第5章 先進事例における資金調達を支える社会システム

本章では、イギリス・豪州を対象に金融市場を通じた資金調達を成立させる法制度や社会制度などの社会システムの概要を整理した。特に金融関係の制度について、金融市場を通じた資金調達を図る上で、どのような理由でどの制度が必要であるかについての背景等を整理した。

1. イギリス

(1) ディスクロージャー

投資家に対しての情報公開は、ロンドン証券取引所(LSE:London stock exchange)の規程に定める目論見書によって行われている。証券市場において他の証券と PFI 関連証券の区別は無く、一般の証券に求められる情報公開と PFI 関連証券に求められる情報公開にも差異はない。

LSEにおける情報公開に関する規制は次のとおりである。

① 規制の根拠

- · 上場規則(Listing Rules)*40
- ・ 金融サービス市場法(FSMA: Financial Services and Markets Act,2000)

② 規制のねらい

- ・ 国際的な取引所間競争(特にドイツ)や整備された流通市場を背景に、市場の流動 性、競争力を最重視
- 一般投資家の保護

③ 規制の主体

- ・ ロンドン証券取引所、金融庁(FSA:Financial Service Agency)
- ・ FSA より LSE に授権の範囲内で、自主規則は法律の効力をもつ。
- ④ ディスクロージャーの内容・基準

a) 特徴

- 上場規制が公募開示規制の柱
- ・ 規制が緩やかで、取引所裁量で開示内容を個別緩和可(例、確立した様式使用の 強制条項無、パブリックセクター)

b) 開示の書類、状況、対象等

・ 上場届出書の一部として目論見書が必要で、登録・公告する他、投資家に交付することが要求されている。

c) 開示の具体的内容

- ・ 監査済財務諸表 (3年分、連結含む)
- ・ イギリス会計基準、米国会計基準、国際会計基準から選択可
- ・ 上場後の継続開示 (年次報告書、計算書類、半期報告書の作成義務付け)
- ・ 内容としては、発行者による重要な取引、組織変更、一定の利害関係者との取引、 財務情報、株主宛回状、自己株取得など
- ・ 投資リスク情報、独立専門家による分析情報)

d)閲覧方法

・ インターネットを通じた閲覧サービス、全国的な日刊紙に掲載*41

e) 罰則等

・ 民事訴訟の根拠規定

(2) 格付

資金調達に有利な場合は格付を取得し、そうでない場合は取得しない。資金調達コストと格付取得コストなどを勘案し、取得するか否かが決定されている。(3)で述べるように、モノライン保証を活用する場合は、保証をつけない場合の格付を取得した上で、その格付けが保証会社の持つ上位の格付でラップされることになる。

(3) 担保·保証

イギリスにおける PFI 案件の債券発行では、一部をモノライン保証会社による保証債を優先債とし、残りを保証なしの劣後債として優先劣後構造を設定しているケースもある。このモノライン保証は、保証力そのものの効力とともに、投資家に対する債券の分かり易さの向上というメリットがある。

(4) 各種の投資促進措置・制度

PFI 案件の債券発行において税制優遇などの投資促進措置は行われていない。

2. オーストラリア

(1) ディスクロージャー

投資家に対しての情報公開は、現在では、SPC がオーストラリア証券取引所 (ASX:Australia Stock Exchange)に上場するため、ASX の規程に定める目論見書によって行われている。証券市場において他の証券と PFI 関連証券の区別は無く、一般の証券に求められる情報公開と PFI 関連証券に求められる情報公開にも差異はない。

ASX における情報公開に関する規制は次のとおりである。

① 規制の根拠

- ASX 上場規則(Listing Rules)*42
- ・ 金融サービス関連法(FSL: Financial Service Law)

② 規制のねらい

- ・ 消費者、投資家、信用供与者の保護
- 市場の効率性と透明性の確保
- 活発で流動性の高い上場市場

③ 規制の主体

- · ASX
- オーストラリア証券投資委員会 (ASIC: Australian Securities & Investments Commission)

④ ディスクロージャーの内容・基準

a) 特徴

- ・ タイムリーでバランスのとれた継続的な情報開示を上場基準としても重視
- 国際的な取引所間競争が影響
- b) 開示の書類、状況、対象等

上場届出書ならびに目論見書が必要

c) 開示の具体的内容

- 監査済財務諸表(連結含む)
- 上場後の継続開示(年次報告書、計算書類、半期報告書の作成義務付け)
- ・ その他の重要な会社情報
- ・ 投資リスク情報、独立専門家による分析情報

d) 閲覧方法

・ インターネットを通じた閲覧サービス*43

(2) 格付

政府は提案者に格付の取得を求めている。民間側も、資金調達を有利にする上で格付けの取得は重要であると認識している。格付け取得にあたっては、世界的な格付け機関に事業の確実性を強くアピールし、高い格付けを得られるようにしているようである。

(3) 担保·保証

イギリスの PFI 債券において活用されているモノラインの保証は、現在のオーストラリアでは、仕組み自体はもちろんあるものの、ほとんど利用はされていないらしい。投資家にとってモノラインを利用するメリットは債券の安全度の向上だが、オーストラリア金融市場においては既に PFI 関連証券は充分魅力的な商品であり、保証料を払って格付けを上げることは不要との認識によるものだとのことであった⁵⁸。

(4) 各種の投資促進措置・制度

民間資金を活用した陸上交通プロジェクト等には連邦政府の国税庁(ATO: Australian Taxation Office)と運輸地域サービス省の共管による税制優遇措置が行われている。これは、在豪の貸出主体(投資家)が借入主体から受け取る利子収入に対して税控除申請が認められるものである。以前は、インフラボンド(Infrastructure bond)の発行による資金調達について、このような税制優遇措置がとられていた。しかし、1995年後半からインフラボンドの節税効果を活用したファイナンススキームを抑制しようとする動きが始まり、1996年9月に連邦財務大臣からインフラボンドの税控除に関する新規申し込みを受け付けない旨の通達が出され、1997年2月にはインフラボンドの税控除スキームが廃止されることとなった。

その後、1997 年 5 月にインフラ税控除スキーム(Infrastructure Tax Rebate Scheme)により、民間資金を活用した陸上交通プロジェクトに対して、こうした税制優遇措置の再開が通達され、既存のスキームでの税控除継続申請および新規陸上交通プロジェクトに適用されることになった。そして、1998 年 4 月にはこうした税制措置が税制優遇スキーム(Infrastructure Borrowing Tax Offset Schme)として法制化されることとなった。インフラボンドは BOOT 道路である M5 や Eastern Distributor(以上 NSW 州)、MCL(VIC 州)でも活用された。

このように社会資本整備に関する投資が一般的でなかった時期には、インフラボンドとして、購入に対して優遇税制が適用されたこともあった。しかし現在では、社会資本整備に関する投資は投資家にとって魅力的な選択と認知されており、優遇する必要がなくなっ

-

⁵⁸ ヒアリングによる

たとして廃止されている。すなわち現在、PFI 関連の債券や株式と他の証券は全く区別が無い。

第 6 章 資金調達源の多様化への課題

第6章 資金調達源の多様化への課題

本章では、資金調達源の多様化に係る社会システムについて、次のような順序で、国内の社会システムの現状および経緯・背景、国内の金融に係る制度・一般的な慣行・投資家の一般的な投資体制・意識等の整理を行ったうえで、我が国において、金融市場を通じた社会資本整備を行う際の課題を抽出した。

国内の金融に係る制度・一般的な慣行・投資家の一般的な投資体制・意識等に関 して、社会資本整備の資金調達に関わる項目について整理

前章までで検討してきた先進事例と我が国と比較しつつ、金融市場を通じた資金 調達源の多様化を成立させる、社会制度や法制度などの社会システムの現状および 経緯・背景等について整理

我が国における社会資本整備の資金調達源の多様化を図る際の課題について整理

1.ディスクロージャー等資金調達に関わる項目

(1)ディスクロージャー

通常、資本市場に関わる情報開示規制、すなわちディスクロージャーは、各国の金融サービス関連法や証券取引法、証券取引所の規則等で定められている。そのほか、発行主体が自主的に追加的・補充的な情報開示を行っているケースがある。各国で、規制の狙いや規制が形成されてきた歴史的経緯などもそれぞれに異なるため、内容・基準、果たす役割・機能も異なる⁵⁹。国際資本市場の発展に伴って、各種の規制についても徐々に収斂しつつあるとも言われるが、仔細にその内容をみてみると、多くの点で相違が見受けられる。とくに、資本市場、金融市場のプレイヤー(市場参加者)規制主体、発行主体の考え方や、取り巻く環境など社会システムという観点からみたときに、その違いが顕著になる。

日本国内では、ディスクロージャー規制は、証券取引法に有価証券報告書等の定めがあるほか、東京証券取引所、大阪証券取引所などの証券取引所が定める発行目論見書や適時情報開示規則などに実務的な定めがある。わが国の場合、国内資本市場、とくに株式以外の債券、証券化商品などの歴史が浅いため、証券取引法の目的でもある「公益」という観点が強く押し出されており、一般投資家保護を機軸とした実務的な対応はやや遅れがちで、近時ようやくタイムリー・ディスクロージャーが重視され始めたというところである。

具体的には、開示書類、状況、対象等が定められ、上場有価証券に関する権利等に係る 重要な事項についての決議や決定など決定事項に関する情報、経営に重大な影響を及ぼす 事実の発生に係る情報、決算情報など内容が開示されることになっている。詳細は、それ らをイギリス・オーストラリアと比較した表 6 - 1 を参照のこと。

59 証券取引の情報開示規制の内容・経緯等の国際比較については、青木浩子『国際証券取引と開示規制』(東京大学出版会、2000年)が詳しい。

表 6-1 各国証券取引所のディスクロージャー比較表

			LSE	表 6 - 1 各国証券取引所のディスクロ A S X	東証	(参考)大証 PFI 市場
			・ 上場規則(Listing Rules)	・ ASX 上場規則(Listing Rules)	・ 証券取引法	証券取引法
(1)//////////			http://www.fsa.gov.uk/ukla/2_listinginfo.ht	http://www.asx.com.au/ListingRules/LRChp	東証の適時情報開示規則	大証の適時情報開示規則
			ml	s.shtm	http://www.tse.or.jp/guide/rule/teikan/08.pdf	http://www.ose.or.jp/rules/index.html
			 ・ 金融サービス市場法(FSMA)	- 金融サービス関連法(FSL)		
(2)規制のねらい			・ 国際的な取引所間競争(特にドイツ)	・ 消費者、投資家、信用供与者の保護	・ 公益および投資家保護	・ 公益および投資家保護
			や整備された流通市場を背景に、市	・ 市場の効率性と透明性の確保	・ 公正円滑な売買取引の実現(インサイ	・ 公正円滑な売買取引の実現
			場の流動性、競争力を最重視	・ 活発で流動性の高い上場市場	ダー取引の未然防止)	・ 投資判断情報の適切な提供
			・一般投資家の保護		・ 投資判断情報の適切な提供	
(3)規制の主体			・ ロンドン証券取引所(LSE)、金融庁		・ 東京証券取引所	・ 大阪証券取引所
			(FSA)	・オーストラリア証券投資委員会		
			・ FSA より LSE に授権の範囲内で、自	(ASIC)		
(4) (4)	\ 从土 /山上		主規則は法律の効力をもつ。 ・ 上場規制が公募開示規制の柱	 ・ タイムリーでバランスのとれた継続	・ 証券取引法上の有価証券報告書のほ	 ・ 証券取引法上の有価証券報告書のほ
(4) 1) デ)特徴		・ 丸場が緩やかで、取引所裁量で開示	・ タイムリーでパングスのこれに継続 的な情報開示を上場基準としても重	・ 証分取引法工の有価証分報言書のは か、タイムリー・ディスクロージャーを	・ 証分取引法工の有価証分報言書のは か、タイムリー・ディスクロージャーを
			内容を個別緩和可(例、確立した様		ー が、グイムケー・ティステローフャーを 重視。	重視。
			式使用の強制条項無、パブリックセ		・ 四半期開示も委員会を設けて積極検討	至1元。
7			クター)			
-)開示の書類、	状	・ 上場届出書の一部として目論見書	・ 上場届出書ならびに目論見書が必要	・ 株式等の発行等,資本の減少,自己株	・ 上場対象を社会資本整備事業を専門に
-	況、対象等		が必要で、登録・公告する他、投資		式の取得,株式の分割・併合,利益の配	行うために設立されたプロジェクト事
ジ			家に交付することが要求されてい		当,合併,営業の譲渡・譲受け,解散,	業会社に限定
ヤ			る。		新製品等の企業化 ,業務上の提携等につ	・ 社会資本整備事業は一般的に初期投資
					いての決定をした場合	に多額の資金を要することから ,設立上
の					・ 災害等による損害 ,主要株主等の異動 ,	場も可能。つまり、過去の財務ならびに
内					上場廃止の原因となる事実等の事実が	情報開示の実績がなくても上場可能。
容					発生した場合	・ 債券・優先株のみの上場も可能。
基基					・事業年度又は中間会計期間等に係る決	
	3)開示の具体 基		監査済財務諸表(3年分、連結含む)	 ・ 監査済財務諸表(連結含む)	算の内容が定まった場合 ・ 決定事項に関する情報 = 上場有価証券	・ 上場会社に係る情報
+ 3)	的内容	基準	・ イギリス会計基準、米国会計基準、	・	に関する権利等に係る重要な事項につ	(1) 決定事実に関する情報(新株、転換社債
	בינונו	+	国際会計基準から選択可	算書類、半期報告書の作成義務付け)	いての決議又は決定の情報(株式等の発	等の発行、合併、代表取締役の移動など)
		項	・ 上場後の継続開示(年次報告書、計	, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	行・売出、営業の譲渡・譲受、ストック・	(2) 発生事実に関する情報(災害・業務遂行
		目	算書類、半期報告書の作成義務付け)		オプション等の付与など)	の過程で生じた損害、有価証券の含み損な
			・内容としては、発行者による重要な	分析情報	・発生事項に関する情報 = 経営に重大な	
			取引、組織変更、一定の利害関係者		影響を与える事実の発生に係る情報(災	(3) 決算に関する情報(決算内容、業績予想
			との取引、財務情報、株主宛回状、		害・業務遂行の過程で生じた損害、有価	など)
			自己株取得など		証券の含み損など)	・ 連結子会社に係る情報(株式交換・移転
			・投資リスク情報、独立専門家による		・ 決算情報(決算内容、業績予想など)	など)
			分析情報)		・その他(四半期開示事項など)	
		閲	・インターネットを通じた閲覧サー		・ インターネット、所内縦覧を通じた閲	・ インターネット、所内縦覧を通じた閲
		覧	ビス、全国的な日刊紙に掲載	X	覧	覧 https://www.com/solitoria
		方法	http://www.londonstockexchange.com/rns/	http://www.asx.com.au/asx/research/Compa nyInfoSearch.jsp	http://www.tse.or.jp/disclosure/index.html	https://edwwsv01.ednet.ose.or.jp/investor/top.
4)		冮	default.asp ・ 民事訴訟の根拠規定	nymrosearch.jsp _	・ 証取法に罰則規定	<u>htm</u> ・ 証取法に罰則規定
	,		戊爭┅┅Ⅵ氖涎枕化	-	皿4ス/ム[に割別がた	
(5)備考			-	-	-	・現状上場実績無し

さて、我が国では資金調達源の多様化を図る上でどのような情報の開示が必要と考えられるのか。機関投資家へのヒアリングによれば、リスクに関する情報の充実、モノライン保証会社がその保証能力を超えたモノライン保証をしていないかどうか、どのような条件がついているのかのチェックができる情報、目論見書の情報だけでは評価できないその他根拠資料、キャッシュフローの源泉の確実性に関する情報、契約書そのもの、などが挙げられている。

しかし、上場証券を売買する一般投資家に対するディスクロージャーと機関投資家を対象とするディスクロージャーでは、自ずと異なってくるのは当然であり、またかけるコストも異なってくる。したがって、わが国における社会資本整備の資金調達源の多様化の予想発展経路を勘案しながら、ディスクロージャーの内容・範囲を考える必要が出てくる。

(2)格付

我が国の PFI 事業ではかなり初期の段階から格付取得がなされている⁶⁰が、その後さほど格付は取得されていない。実際に格付けを行うか否かは投資家・マーケットの要請次第であり、英豪の例をみても格付け取得は必須の条件ではない。

PFI において、資金調達源の多様化を図る上で格付けは有効なのだろうか。機関投資家へのヒアリングによれば、格付は参考にするものの、絶対的な判断材料にはされていない。但し、格付けによって投資家の幅、規模が広がり、そのことで流動性が高まり、売りやすくなる。売りやすくなれば買いやすい、というメリットは指摘されている。さらに、格付機関と投資家自らの評価との間で乖離があれば、それがスプレッドとして付加価値収益源になりうる。ただし、現状プロジェクトファイナンスの中身を精査できるのはメガバンク・クラスの金融機関にとどまっており、その他の金融機関は格付けが投資決定の重要情報として取り扱われているのが実状である。限られている投資家層をある程度広げながら、資金調達源多様化の基盤を育成するという点で、格付は有効な手段となりうる。

ただし、日本国内の格付機関⁶¹は、日本経済新聞社の出資によるものを除けば、銀行・証券会社が設立母体となっており、そうした経緯を踏まえつつ中立性を確立し、投資家の評判を高めていく努力が必要である。そうすれば、目論見書等の情報では十分な評価が困難な一般投資家も含めて、投資家の幅を広げていくことが可能になる。投資家の幅、規模が広がり、そのことで流動性が高まれば投資家にとって投資がしやすくなるという好循環である。とくに、日本では、ミドルリスク・ミドルリターン市場の不在が指摘されており⁶²、そうした市場を埋める新商品として、社会資本整備に関わる債券・株式などの上場証券が出てきた場合、格付は必須である。投資家からの信用供与が活性化するためには、まずもって信用情報の的確な生産・発信が行われることが必要である。そのための方策として、格付の活用、金融仲介主体における第三者の活用も含めた事業に対する評価能力・アドバイス能力等の向上、企業側における財務諸表の信頼性確保や積極的なインベスターズ・リレーション(IR)の実施といった取組みを行い、情報の非対称性を低減することが求められ

⁶⁰ 初期 PFI の代表的案件である金町浄水場常用発電事業では、格付投資情報センターから格付が取得されている。詳細は、日本政策投資銀行 HP (http://www.dbj.go.jp/japanese/pf/case/kanamati.html) を参照。

⁶¹ 日本国内の格付機関としては、日本興業銀行などが母体となった日本インベスターズサービスと日本経済 新聞社が母体となった日本公社債研究所が合併してできた格付投資情報センター、都市銀行が母体となっ た日本格付研究所などがある。S&P、ムーディーズなどの海外格付機関も国内企業等の格付を行っている。

⁶² 産業構造審議会産業金融部会中間報告(平成15年6月)

⁽http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/press/0005366/0/040625shingikai2.pdf) を参照。

ている。

(3)担保・モノライン保証会社

我が国では、従来から担保付社債信託法の各種担保規定によりキャッシュフロー担保が 非常に限定されてきたことが、債券保全にとって障害になっている。したがって社会資本 整備における事業会社の債券発行においても、この点は事前に明確にしておかなければな らない論点となる。とくに、優先劣後構造をもったスキームにする場合に問題となる。

PFIの資金調達源の多様化を図る上で、モノライン保証会社の存在は有効なのだろうか。証券投資について経験豊かな機関投資家といえども、不案内な分野の発行目論見書は理解困難であるのが実情である。また、投資銀行(インベストメントバンク)ならば十分な評価能力があるが、商業銀行(リテールバンク)は評価能力が乏しいということもある。目論見書に示されるような事業リスクの内容をきちんと精査して保証をつけるのがモノライン保証会社の役割となる。投資家の幅を広げるには重要である。

一方で、モノライン保証会社を入れること自体はプロジェクトのコスト増加の要因となることもある。したがって、投資銀行など自前で評価ができるプロを対象に資金調達できるのであれば、モノライン保証は必須ではない。投資家には、それぞれ取りやすいリスクと取りにくいリスクがあり、取りにくいリスク部分(建設段階の完工リスクなど)をモノライン保証に転嫁することはありうる。倒産隔離(バンクラプシーリモート)がされていると言っても、買った瞬間に原債権者(オリジネーター)が破綻してしまったら社内で説明がつかないという機関投資家が国内ではいまだに多い。また、米国に比べて日本では管財人の権限が強く、判例がない中で係争ではどうなるか分からない部分があるが、その部分のリスクはモノライン保証会社にとってもらうということは考えられる。

(4)各種の投資促進措置

税制優遇

英国ではインフラ関連のボンドに対する優遇措置はないが、オーストラリアでは当初優遇税制が存在した。わが国でも同様に、社会資本整備に係る資金への投資促進方策・戦略、投資促進のための仕組みとして優遇税制は考えられる。特に、時限的な優遇措置をつけて実績を作ることにより、社会資本整備に係る資金への投資の入り口のハードルを低くすることは投資多様化の突破口になりうる。逆にいえば、はじめにけちがついて問題が生じた投資には消極的なスタンスがとられれ、拡大に時間を要することになってしまうと考えられる。

継続性

事業の継続性の確保は資金調達をするうえで非常に重要な要素である。

PFIは長期にわたる契約となるため、予算上は基本的には債務負担行為により行われ、必要な資金全額は当然確保されていない。また、社会資本整備費用も含めたわが国の財政は、そもそも単年度予算の原則によって国会、議会の議決を経て執行される。こうした条件の下でPFIは実施されるため、事業に必要な資金の支払も、当初予定した金額が変更となる可能性・リスクがある。さらに、地方公共団体では当初事業を決定した首長の選挙で対立候補が当選した場合など当該事業を廃止するといった事態も想定される。

このような事業の継続性に支障を生じさせるリスクについて、誰がどの程度負うかが明確にされないとすれば、当該事業の格付の際にはその分のリスクを考慮することになるので、格付けが下がることとなる。格付機関の中には、これが資金調達スキームの多様化の障害になって、多様な一般投資家が入ってきにくくなるという意見もある。また、機関投資家としても、リスク評価コスト等を考慮すると感覚的には通常 30~50 億円といった事業規模でないと投資対象として魅力を感じておらず、当該事業に対するリクス評価コストが相当必要な場合、各投資家がその分評価コストをより負担することになるため、投資しにくくなる。

事業継続性に支障が生じないような予算運営やリスクをあらかじめ明示できるような 契約内容によって、事業評価コストの低減、一層の投資促進が期待できるものと考えら れる。

流動性

現金を含めいつでも別の商品に変更することができる高い流動性を持つ金融商品に対しては、投資家は投資をしやすい。このため、金融市場では流動性は高い評価要素である。社会資本整備に係る資金調達源の多様化を図るためには、株式新規公開(Initial Public Offerring = IPO)などの形で株式市場に上場させ、投資家が退出乗換(Exit)を行い、どんどん入れ替わっていくことができるような仕組みとなっていた方がよい。当初の出資者が売却してリファイナンスしたりできるような枠組みにすることで、ベンチャーキャピタルなどの投資も期待できる。こうして、資本市場(債券、株式ともに含む)のマーケット自体の厚み、成熟につなげていくことが重要である。

ただし、社会資本整備に係る金融商品の流動性は当初期待できず、はじめは流動性プレミアムをつけざるを得ないと考えられる。徐々に市場の幅が広くなってくると、プレミアムの必要性は薄れていく。実績が蓄積されてくると、分析コストが下がり、流動性も上がると考えられる。それにつれて、リターンも薄くなり、投資家層が変化する。プロジェクトの資金需要は一様ではないため、自由度の高い銀行融資(ローン)とキャッシュフローが固定的な債券調達(ボンド)を組み合わせていくことが必要で、長期性資金(生保のような足の長い運用資金)と短期性資金(銀行のようなロールオーバーは可能だが短期的な貸出資金)の両方を調達できるという意味でも多様化が有効となる。

このような資金調達スキームは、金融市場の動向や金利の水準によっても左右される。 低金利下の現状においては、当面銀行貸出のみでいいかもしれないが、将来を見据えた 対策を考える必要がある。

2. 先進事例との比較検討

まず社会資本整備に関わる資金調達には、従来行われてきた租税を資金源とする財政によるもの、銀行融資によるもの、債券発行によるもの、株式発行によるものなどがあり、模式図としてあらわすと、次の図6 - 1のように考えられる。もちろん、独立採算型、サービス購入型、ジョイントベンチャー型などその形態によっても、資金調達の態様は異なってくるが、概ねこうした種類に分けられる。

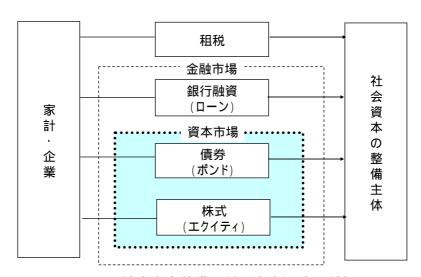
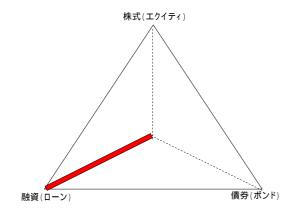


図 6 - 1 社会資本整備に係る資金調達の種類

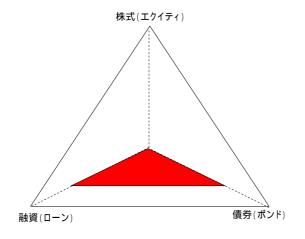
このうち、債券発行と株式発行が資本市場からの調達、銀行融資まで含めて金融市場からの調達ということができる。

これらを前提として、PFI 事業について、金融市場、とりわけ資本市場を通じた資金調達の先進国と考えられるイギリス、オーストラリアと日本の現状を比較すると、その調達の状況と特徴は、図6 - 2のようにそのイメージを整理できる(図中の三角形はレーダーチャートになっている)。



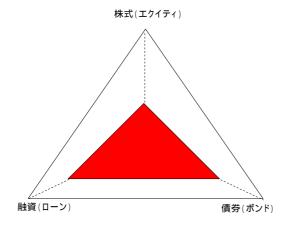
日 本

- ・ 財政によるもの以外では、銀行の 協調融資による資金調達がほと んどである。
- ・ 金融市場(一般公開株式と債券) からの資金調達をおこなっている PFI 事業はほとんどない。



<u>イギ</u>リス

- ・ 銀行の協調融資と債券発行が二 大資金調達源を占めている。
- 株式発行はないわけではないが、 一部の投資家やファンド向けに 閉じられたもので上場はほとん ど行われていない。



オーストラリア

- ・ 銀行の協調融資から始まったが、 債券発行や株式発行・上場による 資金調達が急速に発展した。
- ・ 現在は、融資、株式、債券による 資金調達の間である程度のバラ ンスが取れている状況(たとえ ば、融資と債券で条件のよい調達 を選択できる、等)。

図 6 - 2 各国のPFI事業に係る資金調達の状況(イメージ)

PFI事業について、金融市場、とりわけ資本市場を通じた資金調達の先進国と考えられる イギリス、オーストラリアと日本の現状を比較して、イギリス、オーストラリア、わが国 の現状を、一つの三角形の中に位置づけると、次の図6-3に整理できる。

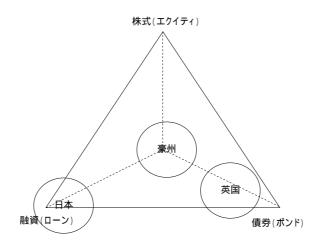


図 6-3 PFI事業に係る資金調達状況の各国の位置づけ(イメージ)

したがって、現状では、オーストラリアがもっとも多様な資金調達、イギリスがやや債券発行が多く、わが国は融資のみに頼っているということになる。以下では、これまでの調査研究を踏まえて、各国別にもう少し詳しく資金調達状況の発展経路について分析を加える。

(1)イギリス

イギリスでは、ユーロトンネルで株式の比率を高めた多様な資金調達を試みた。これは、ユーロトンネル事業の完工リスク、事業リスクなどが高く、また事業費も膨大なものであったことなどを受けたものであるが、この試みは失敗し、銀行団による再建交渉などをはさんで投資家のスタンス、とくにリスクに対する感応度を高めてしまう結果となったと考えられる。つまり、ユーロトンネルプロジェクトの失敗が、インフラ関係プロジェクトファイナンス案件における株式投資はリスクが高いという認識を投資家の間に形成し、浸透させた。イギリスのPFI事業はサービス購入型が中心であり、そのためもありPFIの資金調達源はほとんどが、リスクの低い協調融資(シンジケート・ローン)もしくは債券(ボンド)である。そもそもが株式に不向きなPFIだともいえる。しかも、後者については、モノライン保証会社の元利返済保証つきのWrapped Bondが主流となっている。イギリスでは、株式の上場はほとんどなく、債券発行による資金調達が主流で、さらにモノライン保証が付いているケースが多いという状況である⁶³。

そもそもイギリスでは、80年代のサッチャー政権以降、積極的な民営化が図られていた。 ユーロへの加盟条件を定めたマーストリヒト条約は1993年批准されたが、公的債務残高が GDPの60%以下という基準が定められた。その影響は大きく、サッチャー政権の積極的な 民営化でせっかくオフバランス化した効果が新たな公共事業の実施により一部相殺される のを避けるために、PFIが登場してきたという流れがある。したがって、株式上場そのもの が重要視されているわけではない。

⁶³ イギリスでも、ロットの小さい案件ではモノラインをつけないものもある。また、スポンサーによる出資や未公開株の売買・譲渡などがあるため、エクイティファイナンスが全くないということではない。

イギリスと比較すると、日本は、マーストリヒト条約という外圧もなければ、単年度・ 単式簿⁶⁴という公的会計制度から、バランスシートや債務管理という考え方が定着しない という、全く異なる背景・事情をもっている。この点は、PFIの状況をみても明らかである。

イギリスでは、社会資本整備について、民間ヘリスクが移転され、民間でリスク分担が図られるスキームとなっているが、プロジェクトファイナンスの発展経路と投資家のスタンスから、モノライン保証のついた債券発行が多いというのが特徴である。イギリスと比較すると、日本では、発注者とゼネコンの推進意欲が高く、金融機関に妥当なリスクが移転されないスキームで進んでしまっているといえる。

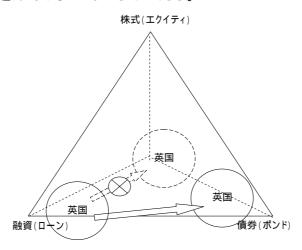


図 6 - 4 イギリスにおける社会資本整備の資金調達状況の発展経路(イメージ)

(2)オーストラリア

オーストラリアでは、1980年代から1990年代初頭にかけて州財政が逼迫しており、VIC 州財務長官であったアラン・ストックデールによる配電会社の売却を皮切りに、発電所、空港、港湾、道路と次々にインフラ整備における民活の導入が行われた。オーストラリアの場合、当初国内投資家はわずかで、外資がインフラ投資に積極的であったようである。

道路についてみてみると、シドニーハーバートンネルでは債券発行を中心とした資金調達が行われていたが、M2やメルボルン・シティ・リンクではエクイティ調達の比重が高まっている。こうした状況は、インフラ投資のノウハウを蓄積した関係者、とくにマッコーリー銀行をはじめとする投資銀行・アドバイザーなどの助言をもとに、そのときどきの金融市場動向、投資家動向をにらみながら判断が行われてきたものであるが、超長期だが確実な収入が入ってくるというインフラ投資の特性が、金融市場に徐々に浸透し受け入れられてきた結果であるということもできる。その証拠として、前述したように、当初インフラ投資には優遇税制が設けられ投資促進が図られていたが、現在では優遇がなくなっている。このことは、優遇税制がなくても、投資資金が集まってくるということを示している。最近では、上場やディスクロージャー関係の費用と調達金利、さらにはオーダーメードによる期間、返済スケジュールなどの調達スキーム全体の自由度を勘案して、むしろ銀行融資の比率を高める動きすら聞かれる。

ただオーストラリアでもインフラ投資が普及する以前は、そうした投資促進のための諸

⁶⁴ イギリスでは、複数年度、複式簿が主流である。

制度があったという事実は重要で、我が国にとって非常に示唆に富むと思われる。また、インフラ投資に関わる専門家やビジネスも広く認知されており、現在、オーストラリア証券取引所にインフラストラクチャー・ファンドが多数上場されているほか、マッコーリー銀行のようなインフラ投資を専門とする投資銀行業務が成り立っているという状況である。オーストラリアの事例からみると、こうしたアドバイザーの育成が、インフラ投資の普及には重要な役割を果たすと考えられる。以上のようなオーストラリアにおけるインフラ資金調達の状況推移は、図6 - 5 にイメージをまとめることができる。

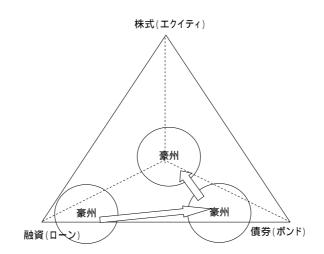


図 6 - 5 オーストラリアにおける社会資本整備の資金調達状況の発展経路(イメージ)

(3)日本

さて、イギリスとオーストラリアの発展経路から、今後のわが国における社会資本整備 に係る資金調達の発展経路のあり方について考察する。

わが国では、社会資本整備に係る資金調達は、前述の社会システムにおける各種の諸制約により、現状ほぼ銀行団による協調融資に限定されている。しかし、インフラ案件に対するプロジェクトファイナンスに対する格付が、公表・非公表含めて増加してきていることを考えると⁶⁶、まず、債券発行による資金調達を可能とする仕組みの整備が図られ、次の段階で独立採算型の事業などでエクイティ発行による資金調達が図られていくという発展経路が適切かつ望ましいと考えられる。その発展経路イメージは、図 6 - 6 のようにまとめられる。

⁶⁵ マッコーリー銀行は、有料道路に関しては民間企業として世界有数の保有を誇っている。マッコーリー銀行は、箱根ターンパイクなど日本でもインフラ投資およびアドバイザー業務を積極化させている。箱根ターンパイク事業の詳細については、日本政策投資銀行 HP

⁽http://www.dbj.go.jp/japanese/release/rel2004/0302 pf.html)を参照。

⁶⁶ 格付機関へのヒアリングによれば、非公表分を含めると PFI への予備格付の件数はここ数年増加傾向にある。

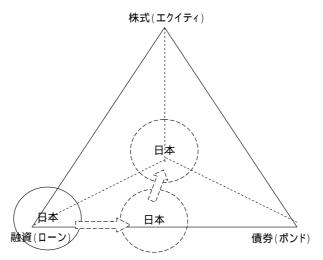


図 6 - 6 今後のわが国における社会資本整備の資金調達の発展経路予想 (イメージ)

3. 資金調達源の多様化への課題

前節で検討した、多様な資金調達源を支える社会システムについて、概要を整理すると、 図 6 - 7 のようになる。

幅広い社会システムの上に、金融機関、機関投資家、アドバイザー、格付機関、証券取引所、さらには政府など関係する主体があり、それらが、融資(ローン)・債券(ボンド)・株式(エクイティ)など資金調達の多様な手段を様々な側面から支えているというイメージである。

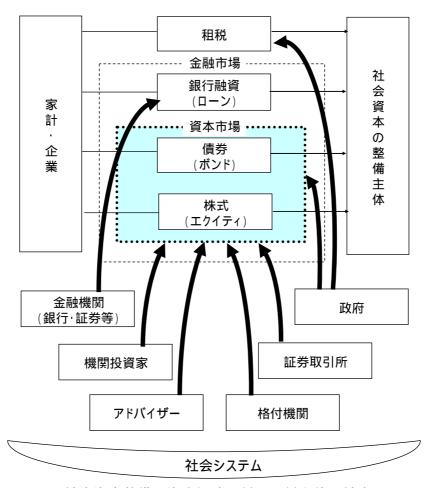


図 6 - 7 社会資本整備の資金調達に係る関係主体と社会システム

こうした社会システムを前提に、我が国における社会資本整備の資金調達源の多様化を図る際の課題について、以下に整理する。

(1)多様な資金調達源の確保

多様な資金調達源の選択肢から、ニーズに合致した最適な資金調達スキームを構成できることが望ましい。

各資金調達源からの資金調達それぞれのメリット・デメリットは、市場の状況や、 時期、制度、投資家のリスクに対する姿勢等によって異なってくる。従って、限定的 な資金調達源しかなければ、その時々の状況に応じてニーズに合致した最適な資金調 達スキームを柔軟に構成することができなくなる。

(2)社会システムにおける各要素の整備

投資家保護のためのインフラボンドに関するディスクロージャーはインフラボンドへの投資促進の基盤として必要不可欠であるが、オーストラリアのように市場が成熟している場合、他の証券のディスクロージャーと異なる特別の取り扱いは不要である(証券取引所のディスクロージャー基準に従うなど)。

投資家は、対象プロジェクトに係るリスクとリターン、さらには、案件の評価に係るコストを比較して、投資判断を行っており、資金調達源の多様化を図るためには、以下に示すように、リスク、リターンに関するディスクロージャーと共に評価コストを低下させる社会システムが有効である。

ディスクロージャー:目論見書等によるディスクロージャーは必須。また、目論 見書以上の情報を求める投資家のためのさらなる情報提供も必要⁶⁷。

格付け:目論見書等の情報ではリスク分析能力が十分でない投資家層などにも投資家の幅を広げていくためには、格付けは有効な手段。投資家の幅、規模が広がり、そのことで流動性が高まれば投資家にとって投資がしやすくなる。また、高格付けの会社が事業会社をラップし、保証を付けるモノライン保証も有効。

予算と事業継続性:現行予算制度の下で事業継続性に支障の生じるような運用が 行われると、各投資家がその分の事業評価コストを負担することになり、投資家 にとっては投資し難くなる。予算制度の適切な運用が必要。

時限的な税制等の優遇措置:初期の流動性が低い段階において、投資家の意欲を 高めるために、税制等に係る優遇措置を時限的に導入することも有効。他、担保 附社債信託法の適正化、セカンダリー・マーケットの充実等

投資家の姿勢形成、多様な資金調達源の形成にあたっての触媒として、モノライン 保証や政策的な時限的優遇措置も有効な手段である。

オーストラリアでは、インフラ関係プロジェクト・ファイナンス案件の債券(イン

⁶⁷ オーストラリアのインフラボンドのディスクロージャーは、他の証券と全く同じ取り扱いになっており、ASX 基準に従っているだけである。

フラボンド)について税制優遇措置が図られていた。また、初期の案件であるシドニーハーバートンネルについては、官がリスクを多めにとることによって、投資家にとってローリスク・ローリターンのスキームを構成した。これらにより、インフラボンドへの投資が促進され、その結果、近年、このような税制優遇措置等がなくてもインフラボンドへの投資が活発に行われる環境が形成された。そこで、インフラボンドに対する税制優遇措置は廃止され、現在、インフラボンドに対する優遇措置は存在しない。また、官が政策的にリスクを多めにとることもなくなってきている。

(3)戦略的な案件組成

投資家の姿勢は初期の案件の成否によって大きく影響を受けるため、特に初期の案件においては成功事例が形成・蓄積されるよう、慎重な対応が求められる。

さらに、資金調達源の多様化を図る上では、案件形成において、次のような観点に 留意し、戦略的に進めていくことも重要。

成功事例:成功事例を積み重ねることによって投資姿勢が変わってくる。 優先劣後構造:投資家ごとのリスク・リターンに対する選好の幅、多様性に 対応することが有効。

効率的な運営へのインセンティブが働くストラクチャー構成:運営リスクを 負っている主体が出資していればより効率的な運営をしていこうというインセ ンティブが働く。さらに、そうしたインセンティブが働くことによる安心感が 他の投資家の投資意欲を高める。

投資家が退出乗換(EXIT)しやすい仕組みの導入:新規株式公開(IPO)などにより当初の出資者が退出したり、他の投資への乗換がしやすいような仕組みになっていることで、ベンチャーキャピタルなどの投資も見込める可能性がある。一方で、金融機関の介入権(ステップイン・ライト)などの仕組みによって事業継続性に係る担保も備えておく必要。

等

イギリスでは、ユーロトンネルプロジェクトの失敗が、インフラ関係プロジェクトファイナンス案件における株式投資はリスクが高いという認識を投資家の間に形成し、浸透させた。このため、イギリスの PFI 事業の資金調達源はほとんどがリスクの低い協調融資(シンジケート・ローン)もしくは債券(ボンド)である。しかも、後者については、モノライン保証会社の元利返済保証つきの Wrapped Bond が主流となっている。

一方、オーストラリアの PFI は、シドニーハーバートンネルのようなローリスク・ローリターンの事業などから成功事例を蓄積し、インフラ関係プロジェクトファイナンス案件は優良な投資対象であるとの認識を投資家の間に形成し、浸透させた。このため、オーストラリアでは SPC 株の ASX 上場が盛んに行われるなど、シンジケート・ローン、ボンドのほかエクイティファイナンスも盛んに行われている。ボンドもモノ

ライン保証会社を介さないのが一般的である。

(4)資金調達源の多様化に資する主体の育成

PFI プロジェクトの成立を支える基盤としての人材育成・確保等を行う必要がある。

アドバイザーの育成ももちろん、純粋の投資に対するリターンだけを目的とした主体の存在によって、チェック&バランスが働き、事業費等の削減、しいては VFM の向上につながる可能性がある。

イギリスにおいては、Innisfree 社のような PFI 専門の投資会社が実績を挙げている。証券化市場の拡大のための基盤として、「二重課税⁶⁸の排除」「倒産隔離」「バックアップサービサー⁶⁹」等が重要であり、これらの点に関して専門的アドバイスを行いうる組織・人材が必要である。

また、Innisfree 社のような経験とノウハウを保持する専門投資会社が、純粋に投資リターンだけを考えて入ってくることで、事業のチェック&バランスが働く。投資専門会社がはいって、それによってコスト縮減につながり、結果としてリターンが増える、ということになれば、順次ビジネスとしても成立していく。わが国の様々な再生ファンドなどと同様な仕組みである。

(5)わが国の現況に応じた整備の優先順序

社会資本整備事業では、独立採算型、サービス購入型などの各タイプの特性に応じた資金調達の仕組みの整備を、優先順位をつけつつ行っていくべきである。

わが国では、独立採算型の案件も若干出てきているが、現在の多くはサービス購入型である。そうした状況下では、高いリターンを選好するエクイティ投資が急激に拡大することは望めず、まずは社会資本整備に係る債券発行を可能とする仕組みの整備が先決である。

他方、ミドルリスク・ミドルリターンを選好する資金を吸収していく独立採算型の 案件増加を見越して、株式市場関連の環境整備を図っていくことも次の課題となる。

<まとめ>

今後わが国における社会資本整備では、様々な担い手による信用リスクの転換や移転を通じたリスクシェアの促進と、金融主体におけるリスク管理の徹底を図る必要がある。そのための第一歩として、各種のスキームを通じて資金調達源を多様化していくことは重要である。

⁶⁸ 例えば、企業の最終利益に法人税が課され、税引き後の利潤から投資家に配当が分配される際に、投資家に対しても所得税が課せられると、投資家は二重に課税されたことになる。

⁶⁹ 当初のサービサーが業務を行えなくなった時に備えて、督促・入金案内業務を行うサブサービサー。



参考文献

- *1 長谷川専:「イギリスの PPP(官と民のパートナーシップ)の現況」, 高速道路と自動車 平成 16 年 2 月号、(財)高速道路調査会、2004
- *2 増田博行: 「イギリスを中心とした欧州主要国との比較から見た日本の道路政策への示唆」, 土木研究所資料第 3913 号,(独)土木研究所,2003
- *3 NAO, "PFI: Construction Performance", 2003.2
- *4 NAO, "Department of Transport: Contracting for Roads", NAO, 1992.11
- *5 HM Treasury, "PFI: Meeting the Investment Challenge", 2003.6
- *6 (財)自治体国際化協会: 「平成 15 年度海外比較調査 自治体業務の民間委託」平成 16 年 3 月 (http://www.clair.or.jp/j/forum/compare/0405.html)
- *7 FHWA: "Innovative Finance Primer", 2002.4 (http://www.fhwa.dot.gov////innovativefinance/ifp/inntoll.htm)
- *8 FHWA Innovative Finance Web Site (http://www.innovativefinance.org)
- *9 平嶋隆司:「TEA21 の概要および TEA21 の個別事業選定に当たっての意思決定プロセスについて」平成 12 年 6 月 , (財)運輸政策研究機構国際問題研究所
- *10 FHWA: "The Selective Use of Shadow Tolls in the United States", 1999
- *11 FHWA: "Performance Review of U.S. DOT Innovative Finance Initiatives", 2002.7 (http://www.fhwa.dot.gov////innovativefinance/perfreview/index.htm)
- *12 例えば、

Chales E.Williams: "Road for today - A vision for the future", Construction Business Review 1996 1/2, 1996

水野兼悟:「アメリカの道路整備における民間参画の展開」,道路交通経済 1996.10, 1996

堺雄一郎:「米国における交通インフラ整備への民間参加」, OCAJI 2001.5 & 2001.6, (社)海外建設協会, 2001 (http://www.ocaji.or.jp/japanese/news/200105_1.html)

- *13 堺雄一郎:「米国における交通インフラ整備への民間参加」, OCAJI 2001.5 & 2001.6, (社)海外建設協会, 2001 (http://www.ocaji.or.jp/japanese/news/200105 1.html)
- *14 Clifford Chance: "PPP: The UK, Europe and the Globe", PPP Newsletter January 2004, 2004.1 (http://www.cliffordchance.com/uk/pdf/PPP_news_jan_04.pdf)
- *15 「高速道路と自動車 2004年1月号」(財)高速道路調査会
- *16 Clifford Chance: "Public Private Partnerships in Germany The Private Financing of Transport Infrastructure Projects", 2001 (http://www.cliffordchance.com/uk/pdf/Transport_Infrastructure.pdf)
- *17 Clifford Chance: "Privatising Infrastructure Assets using the Bonds Markets PPP and Project Bonds", June 2001
 - ("http://www.cliffordchance.com/uk/pdf/Privatising_Infrastructure_Article.pdf)
- *18 DLA Group:" European PPP Report 2004", 2004 (http://www.dla.com/publications/dlagroup/pppreport.pdf)
- *19 金子孝文·清水博:「英仏における PPP/PFI 動向調査」、地域政策調査 第 11 号, 2003 No.2 Volume 11, 日本政策投資銀行, 2003.11

(http://www.dbj.go.jp/japanese/download/pdf/seisaku/2003_11all.pdf)

- *20 Jean-Yves Perrot & Gautier Chatelus: Financement des infrastructures et des services collectifs. Le recours au partenariat public-privé ", Presses des Ponts et Chaussées, 2000
- *21 Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (http://www.finances.gouv.fr/marches_publics/sommaire.html)
- *22 PFI 海外調査団「PFI 海外調査報告」1998 年 12 月
- *23 CNA: Annual Report 2002

(http://www.cna-autoroutes.com/pdf/RAPPORT_2002_UK.pdf)

- *24 長野幸司:「オーストラリアにおける PFI の資金調達手法について」, PRI Review 第 12 号 (2004 年春季), 国土交通政策研究所, 2004
- *25 Alan Moran: "Privatisation in Australia", Privatisation International, 2000.7 (http://www.ipa.org.au/pubs/Moranwebpapers/amprivint0700.pdf)
- *26 David Lynch: "Financing Private Infrastructure Projects Australian Investment Banks' Experience", A Briefing Paper for the APEC Financiers Meeting, Tokyo, Japan, 1996.2 (http://www.arts.monash.edu.au/ausapec/iss8.htm)
- *27 連邦交通地域省 Web Site

(http://www.dotars.gov.au/transprog/govt_links/infra/overview.htm)

*28 連邦税務局 Web Site

(http://www.ato.gov.au/businesses/content.asp?doc=/content/development_allowance_autho rity.htm&page=4)

*29 連邦財務省 Web Site

(http://www.finance.gov.au/commercialprojects/private_financing.html; http://www.finance.gov.au/commercialprojects/private_financing_links.html)

*30 Macquarie 銀行 Web Site

(http://www.macquarie.com.au/au/corporations/sfpc/infrastructure_funds/overview.htm)

- *31 Colin Duffield: "Listing of BOOT style projects in Australia 1990-00", Department of Civil & Environmental Engineering Research Report RR/082/02, 2002 (http://www.civag.unimelb.edu.au/~cfd/Monographs/thesis.pdf)
- *32 Moody's Investors Service: "Public-Private Partnership Projects in Europe:Lessons from UK PFI", 2000.4

 $(http://www.moodys.com/moodys/cust/research/venus/Publication/Special\%20Comment/noncategorized_number/55009.pdf)\\$

- *33 Standard & Poors: " Credit Survey of the UK Private Finance Initiative and Public-Private Partnerships", 2003.4 (http://www.ipfa.org/mediafiles/library356.pdf)
- *34 三菱総合研究所: 「オーストラリア・ニュージーランド現地調査 報告書」, 2000 年 4 月
- *35 The Institution of Highways & Transportation Web Site (http://www.iht.org/motorway/m74glascarl.htm)
- *36 Scotland 省 PFI Unit 資料(http://www.scotland.gov.uk/library/documents4/pfi-02-11.htm, http://www.scotland.gov.uk/pfi/documents/m6dbfo.pdf)
- *37 The Melbourne City Link Prospectus issued by Transurband City Link Limited and City Link Management Limited
- *38 "Transurban City Link Limited 1999 Annual Report", Transurban City Link
- *39 "Melbourne City Link Authority Annual Report 1998/99", Melbourne City Link Authority
- *40 http://www.fsa.gov.uk/ukla/2_listinginfo.html
- *41 http://www.londonstockexchange.com/rns/default.asp
- *42 http://www.asx.com.au/ListingRules/LRChps.shtm
- *43 http://www.asx.com.au/asx/research/CompanyInfoSearch.jsp
- *44 青木浩子:「国際証券取引と開示規制」, 東京大学出版会, 2000