

個別事業の検証 テキサス高速鉄道事業

(株)海外交通・都市開発事業支援機構

- テキサス州で高速鉄道開発事業を進めている米国の民間企業テキサス・セントラル（TC）社に出融資・事業参画し、テキサス州ダラス～ヒューストン間を新幹線システム（N700-I Bullet）で結ぶ事業。

【プロジェクト概要】

- ・ 区 間：テキサス州ダラス～ヒューストン間（約385km）
- ・ 所要時間：90分以内
- ・ 最高時速：330km/h
- ・ プロジェクトは、プロモーション段階、開発段階（建設に至るまでの設計段階）、建設段階の順に進行し、JOINは現在進行中の開発段階を支援。

【関連本邦企業等】

- ・ JR東海、三菱重工、日立製作所、東芝インフラシステムズ、NEC、JBIC

【JOIN支援実績（詳細は後述）】 2015年11月 初回大臣認可

- ・ 大臣認可額：出資367.5百万ドル（出資分40百万ドル、社債引受分327.5百万ドル）、融資22.5百万ドル
- ・ 実投資額：出資367.5百万ドル（出資分40百万ドル、社債引受分327.5百万ドル）、融資約15百万ドル（返済受領済）

【支援目的】

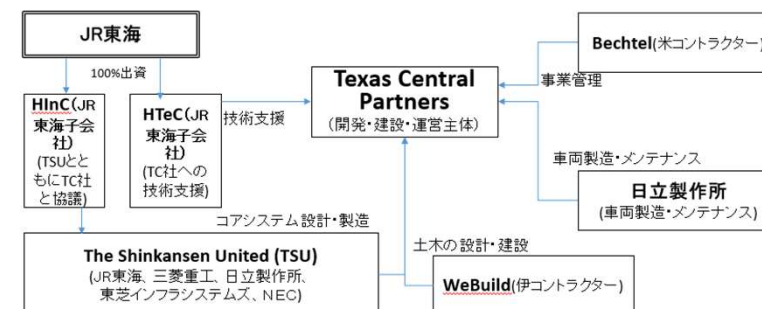
- ・ 本件へのJOIN出資等を通じて、新幹線システム、車両・信号、オペレーション&メンテナンス（O&M）等分野で日本企業の海外高速鉄道市場への参画を後押しし、日本の高速鉄道技術の優位性を世界に示すモデルケースにすること。

【資本関係図】



※JBICは2021年3月にJOINに対してプットオプション（買取請求権）の行使を通知し、4月にJOINはJBIC持分（元本及び累積配当）を買取

TC社のもとでの想定履行体制（※）



2018年8月（300百万ドル社債第1回引受大臣認可当時）

※「TC社」はTexas Central Partners(TCP)を持ち株会社とし、Texas Central Rail Holdings(TCRH)等を傘下に擁するグループの総称。なお、アムトラック（全米鉄道旅客公社）の事業参画検討に当たり、関係者間で新たな履行体制を協議中。

本事業の線区（イメージ）



主な流れ

- 2009年、主にJR東海が費用を負担する形で事業化（プロモーション）開始
- 2015年11月、JOINがTC社（米国投資家が設立した民間企業、本件の実施主体）に対し40百万ドルの出資を決定。
- 2015年11月、政府の「質の高いインフラパートナーシップのフォローアップ」において、本事業に対するJOINの支援に言及。
- 2016年2月、JOINが上記40百万ドルの出資を実行。
- 2017年6月～2018年7月、JOINがTC社に対し合計14.9百万ドルのつなぎ融資を段階的に実行。
- 2018年9月～2019年12月、JOINがTC社発行の社債300百万ドルをJOINとJBICが共同出資したSPVを通じ引受。JOINはうち160百万ドルを段階的に引受（残り140百万ドルはJBICが当該SPVを通じ引受。JOINに対しプットオプション保有）。
- 2020年7月～2021年8月、JOINがTC社発行の社債合計27.5百万ドルを、子会社を通じ段階的に引受。
- 2020年11月、米国運輸省は、新幹線技術の安全性基準に関する規則（RPA）及び本事業の環境影響評価（EIS）を公布。米国において初めて我が国の新幹線技術の安全性が正式に承認。
- 2021年4月、JBICがプットオプションを行使した上記140百万ドルについて、JOINが引受。
- 2023年8月、アムトラックが本事業への参画を検討している旨を公表。
- 本年4月10日の日米首脳会談後に公表されたファクトシートにおいて、アムトラックによる本事業の進捗を歓迎する旨が記載。

総括（本事業の振り返り）

1. 取組の背景

- JR東海が新幹線技術の海外向けプロモーションに取り組む中、米国の会社等を活用してターゲットルートを特定し、航空機や自家用車が主たる移動手段である米国において他の移動手段との競合、距離の適切性（東京―名古屋間とほぼ同じ）、人口増加・経済発展、工事の容易さ等の観点から、全米の各地の候補の中より、ダラス―ヒューストン間を最も適切な路線として絞り込んだ。その後、米国投資家が事業会社(TC社)を立ち上げ、本事業は開発段階※に移行。JR東海が事業の実施段階で30百万ドルの出資を検討する旨を表明しており、これを後押しするためにJOINが参画。（※開発段階とは、建設段階に至る前の設計段階のこと。）
- 日本政府の「インフラシステム輸出戦略」（平成25年5月17日経協インフラ戦略会議決定）では「案件組成からファイナンスまで一貫した提案を行い、プロジェクトの迅速化を図るため、F / S 初期段階から…関係機関との連携を深めることが必要」とされ、JOINも当初からこの政策を念頭に置いていた。（※ F / S : フィージビリティスタディ。事業化可能性の調査。）
- 政府のインフラシステム輸出戦略のもと、新幹線技術に基づく高速鉄道の導入が米国市場において実現すれば、他国において日本企業による高速鉄道プロジェクトの受注拡大が期待されていた。これを受け、本事業では、官民協働での取り組みの一環として、建設段階における日本企業の参入を可能とするため、米国の民間投資家が進めていた本事業の開発段階でのJOINの先行出資が求められたもの。
- 本事業の政策的意義は高い一方で、需要予測の不確実性、巨額の建設コスト等のリスクが当初より事業委員会等の議論を通じ十分に認識されていたため、JOINはTC社への取締役・技術専門家（本邦エンジニアリング企業経験者）の派遣等を通じ本事業の運営に直接的に関与することにより、本事業の実現を目指した。

2. 取組の成果

- 米国では前例のない専用軌道高速鉄道事業での新幹線技術の適用を認める許認可（特例技術認証（RPA）と環境影響評価（EIS））取得には、政府として首脳閣僚レベルを含む米国連邦政府への働きかけを行い、操業段階で必要となるRPA及びEISという許認可取得に成功したことは大きな成果であると考えられる。
- これにより、日本の新幹線技術を採用するプロジェクトとして下地ができ、日本の新幹線技術の優位性が明確となった他、厳しい米国の許認可（RPAとEIS）を取得することで、他国における新幹線技術を活用した高速鉄道事業の展開につながる重要な一歩となった。また、事業に必要なプロセスが進み事業の確度を上げたことで、のちにアムトラックが事業参入を検討することにつながった。

総括（本事業の振り返り）

3. 減損に至った要因と評価

本件、高い政策的意義を有する一方で、以下に示す様々な困難に直面しながら進めてきたものであり、当初の出資に加え、予測を超えた状況の変化、開発計画の変更等に対応するため、追加で融資、社債引受等に至ったもの。

(1) 開発段階から参画することの困難性

- 海外インフラ展開において、案件初期段階から支援を行い、日本企業参画の事業環境を整えていくことは、日本政府の政策として高い重要性を有する。
- 他方、開発完了後建設段階から支援することに比較して、不確実性、予見困難性等が極めて高く、コスト、所要期間ともに当初の見通しを大幅に超過する可能性が相応にあることについては、本件支援開始時点において認識していたが十分に見通すことができなかった。

(2) 許認可取得の困難性

- 本事業は、高速鉄道の基準のない米国において、我が国の新幹線技術を導入するものであり、操業段階で採算性を確保して運営を実施するためには、米国での許認可（RPAとEIS）取得が絶対条件であるため、開発段階において、許認可（RPAとEIS）の取得が重要な目的となった。
- この許認可（RPAとEIS）取得を確実にせんとして追加資金を投入したが、その困難さを当初は十分に見通すことができず、米国での政権交代により連邦政府の鉄道事業への支援姿勢が変化したこと、2020年3月以降はコロナ感染が拡大したこと、一部テキサス州民による反対運動があったこと等の影響もあり、結果として当初の予定から大幅に遅れての最終取得となり、当初想定していなかった追加資金の受動的な逐次投入に繋がった。

(3) コスト抑制の困難性

- 需要面の不確実性が残る中、建設コストの抑制が事業化の鍵を握ると当初より認識されていた。このため、他のコントラクターによる土木面のコスト抑制努力に加え、本事業へのコアシステム供給を目指すJR東海を中心とした日本企業コンソーシアムの協力を得て、建設コスト抑制の努力を続けた。
- しかし、複雑かつ精緻な新幹線システムの海外展開という前例のない事業であり、それを民間ベースで実施しようとした場合には、リスク要素をコストに反映せざるを得ず、コスト抑制が期待通りに進まなかった。
- さらに、当初支援決定から3年後の2018年には、①TC社体制強化の一環としてのプロジェクトマネージャー起用、②設計精度向上・建設段階含めた工期全体の短縮と全体コスト抑制（ファイナンスクローズ後に予定していた作業を一部開発段階で前倒し着手することにより、想定リスクに対して積んでいたコストを削減）を企図。また②の作業の対象となる用地を安価なうちに先行取得することとした。他方で、これら一連の措置は開発段階における費用増につながり、300百万ドル社債引受の背景ともなっている。

総括（本事業の振り返り）

（4）適切な開発体制構築の困難性

- 本事業は、鉄道事業の経験が全く無く、もっぱらファイナンスクローズ時の資金回収による利益への関心が高い米国の民間投資家が始めた。本事業のような極めて複雑で困難な高速鉄道案件を実施する知見・能力・経験を、実施主体であるTC社が欠いていることを、当初から十分に見通すことができなかった。
- TC社には上記米国株主もいるため、開発段階のリスクをJOINが単独で負担していたわけではないが、JOINはTC社の経営に当初から積極的に関与し、事業開発経験のある経営陣への交代を主導する等体制強化に努めた。しかし、JOINの支援だけでは、TC社の能力向上に限界があった。
- 開発設計等の契約はある程度進捗させた一方で、複雑な要素からなるプロジェクト管理を十全に行うことができず、開発の遅れや開発計画の変更等により開発費が増加し続け、実施主体による開発資金の調達に停滞を招いた。
- 政策意義の高い案件であり、進捗しつつある許認可（RPAとEIS）取得及びその後の開発を中断しないためには、米側の資金提供が進まない中、JOINが、当初の出資に加えて、融資（社債引受）により開発費を全面的に負担せざるを得なくなった。次善の対応として、社債引受は一括でなく開発計画の進捗に応じて分割して実施することとしたが、遅延する許認可取得を実現するため引受けが継続され、JOINの本事業向けエクスポージャー（JOINが本事業においてリスクにさらされている金額）が拡大することとなった。
- このように当初予定していたスケジュールが大幅に遅れ見通しが不確実になるなど状況の変化があったが、2023年度末までの時点で、関係する日本の民間企業の側から状況打開に向けたコミットがなかった。

（5）債権回収の不確実性

- 2020年11月に念願の許認可を取得した後も、コロナ禍による交通需要への影響の懸念増大等の悪材料が重荷となり、JOIN以外から追加の開発資金をTC社は調達できず、2022年1月には期限を迎えた社債が償還されなかった。このため、JOINは国交大臣による債権回収指示に基づき、本事業からの撤退を一旦は決定し、JOIN主導のもとでTC社の自主清算に着手しようとした。
- 他方で、米連邦政府傘下の全米旅客鉄道公社（アムトラック）が本事業への参画の検討を表明し、米連邦政府補助金の獲得にも成功したことから、アムトラックと協力して本事業を実現し、債権を回収することを目指している。
- アムトラックとは、JOIN債権の回収方法について協議を継続しており、基本的な合意には達している。しかしながら、依然として債権回収の確実性が不透明であることから、2023年度決算では全損計上となった。

総括（本事業の振り返り）

（6）JOINの体力を大きく超えた支援決定

- JOINは2015年11月にTC社へ40百万ドル出資を決定、2016年2月出資実行したが、この時、TC社は110百万ドルの資金調達を計画していたものの、JOIN分を含めて45.8百万ドルしか集まらず、当初から資金不足状態であった。一方、プロジェクトも進捗せず、開発事業費が大幅に増加、TC社は株主に45百万ドルのつなぎ融資を要請、JOINは2017年6月～2018年7月に4回に分け15百万ドルを社債引受（融資）で追加支援を実行した。この時の追加融資を止められなかったことが、その後の多額の支援を余儀なくされる要因となった。
- また、TC社は、開発資金がさらに膨らんだ一方、つなぎ融資の返済の目処が立たず、2018年にJOIN/JBICに300百万ドルの追加支援を要請。当時、JOINの総資産は約400億円であり、とても300百万ドルを引き受けられる状況ではないにもかかわらず、JOIN自身が160百万ドル拠出、JBICが支援した140百万ドルについてJOINがJBICにプットオプションを供与するという形で300百万ドルのコミットをした。これは①JOINが開発段階から参画するに際し、将来のパーマnentファイナンス組成に備え知見を有するJBICの協力を得ること及び②当時のJOINの予算規模では社債300百万ドルをJOIN単独で引き受けることは困難であったことを踏まえ、開発リスクをJOINが負担する前提で特例的に共同出資としたものだが、明らかにJOINの資本力・ポートフォリオを考慮しない投資判断をしてしまっている。プットオプションを含めた300百万ドルというエクスポージャー（JOINが本事業においてリスクにさらされている金額）規模でコミットをしたことが問題であった。

（7）総括

- 本事業は、極めて高い政策的意義を有する一方で、新幹線システムの海外展開という前例のない事業を、民間ベース（事業主体は民間企業のTC社）で行う困難性の高い事業であった。開発段階での高い予見困難性を認識はしていたものの、これを十分に見通せず当初の出資を行った後、事業費の増加、許認可（RPAとEIS）取得の遅れ、適切な開発体制構築の困難性、コロナ禍による見通しの変化、民間投資資金が集まらない等のリスクが想定以上の規模で発現し、事業継続のためには開発計画の変更、JOINの体力を大きく上回る追加の融資、社債引受けが不可避となった。支援の適正規模、米側との適切な負担割合、開発支援案件の継続可否に係る関係者間の共通認識等が明確でなかったことが、結果として本事業へのエクスポージャーの拡大、全損計上につながった。他方で、累次の支援によりRPA及びEISという許認可を獲得できたことは大きな成果であり、その後のアムトラックの参画検討、連邦政府補助金交付決定等の事業進捗に繋がっている。