

インフラマーケットのビジネス機会と実務ポイント(4)

コンセッションの特徴とデューデリジェンスの概要

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社
インフラ・PPP アドバイザーサービス
シニアアナリスト 梅本 学

I. はじめに

本連載はインフラストラクチャー(以下、インフラ)や PPP(Public Private Partnership:官民連携)を財務の観点を中心に解説する試みであるが、第4回目の今回は、国内のインフラ投資のなかでも最近のトピックスである関西国際空港や大阪国際空港、仙台空港に代表される公共施設等運営権方式(以下、コンセッション)におけるデューデリジェンス(Due Diligence:以下、DD)について取り上げたい。

II. DD とは

DD の目的は、(1)経営意思決定を行うための情報(ディールブレイカーの存在)の把握、(2)案件を形成するための情報(取引価格・スキーム・売買契約書に影響を与える存在)の把握、(3)ディール後の統合(PMI計画策定や経営戦略立案)の基礎となる情報の入手、である。

また、DD には、財務・税務・ビジネス・法務・人事・知的財産・環境等、さまざまな種類が存在し、案件ごとに必要なDD領域、注力すべきポイントが異なる。

III. コンセッションの特徴とDDのポイント

M&A においては、売り手および買い手は民間事業者である一方、コンセッションにおいては、売り手は公共であり、また、取引対象が公共施設等の運営を行い利益を享受するという無形の権利である運営権であることから、以下の特徴を有する。

1. 選定プロセスが複雑かつ長期である

M&A は、守秘性の高さ、ビジネス上の関係等を考慮し比較的短期間のプロセスで行われるが、コンセッションの場合、一連のプロセスが 1 年超となることが多い。また、公共側からの情報は一連の運営権者選定プロセスのなかで五月雨式に開示され、徐々に開示範囲・詳細の程度が拡大・拡充される。その開示情報のレベルに応じて段階的に DD が実施され、その結果は、社内の事業参画意思決定や運営権対価の決定等に利用される。

(1)簡易 DD

公共側からの正式な情報開示の前段階において、公表情報だけをもとに事業の参画の可否を判断するために、事業に関する DD を実施する。

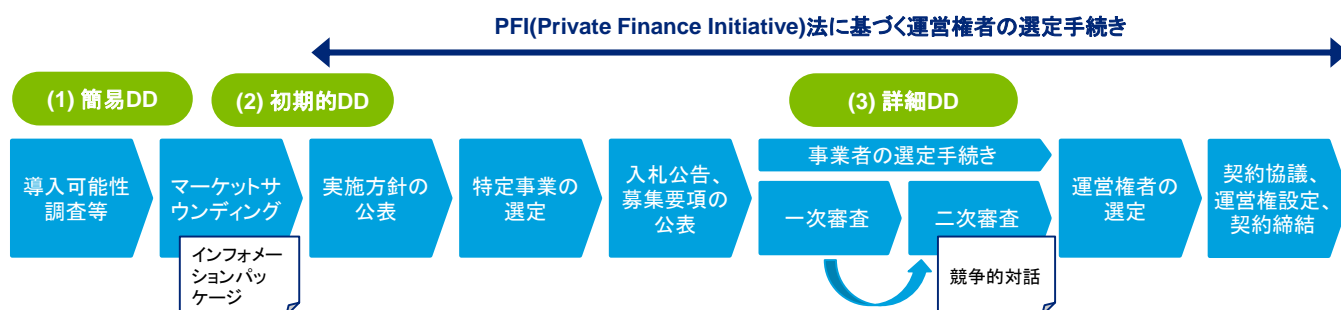
(2)初期的 DD

PFI(Private Finance Initiative)法に基づく運営権者の選定手続きである実施方針の公表前に対象事業について民間からの意見聴取・意見交換を目的とするマーケットサウンディングが行われることがある。マーケットサウンディングでは、参考資料として財務情報や資産情報等の関係情報(インフォメーション・パッケージ)が守秘義務資料として配布されることがあり、当該インフォメーション・パッケージをもとに、ビジネス DD、財務 DD 等を中心に実施する。

(3)詳細 DD

事業者の選定手続きである一次審査ないし二次審査においては、より詳細な情報(財務情報、資産情報、修繕履歴、資産リスト、将来設備投資計画等)が守秘義務資料として開示されるため、当該情報を基に詳細な DD を行う。また、開示情報を精査の上、情報に不足がある場合には、個別又は競争的対話において、必要情報の請求やヒアリング等を実施する。

運営権者選定手続きと DD のタイミング(イメージ)



出所: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

2. 公共は運営権者に運営権を設定後も存続する

コンセッションの場合、取引の対象は公共自体ではなく、公共施設等の運営を行い利益を享受するという無形の権利である運営権であることから、公共サービスを行っていた公共の管理者等は存続することになる。したがって、公表される財務情報のうち、存続する公共側の一般管理費等の費用とコンセッション後運営権者が負担する費用に区分する必要があるが、財務 DD を通じて把握することができる。また、公共と民間においてリスク分担を行う必要があるが、各種 DD を通じてリスク分担の範囲を明確化することができる。

3. 対象施設への巨額な設備投資が発生しうる

コンセッションの対象施設は、空港・道路等巨額の設備投資が必要とされる資産であり、将来計画の見積りや要求水準の充足を確認するため、対象設備について調査・評価を実施し、施設の現況（老朽化状況）や過去の設備投資や修繕履歴の状況等を確認する設備 DD が重要視される。また、前述のとおり、取引の対象が運営権であり、施設の所有権は引き続き公共の管理者等が有するが、運営自体は民間が行うため、運営にあたり設備の引渡し、引継ぎを行う必要がある。設備の引渡し、引継ぎの際に瑕疵担保責任の明確化を目的とした技術 DD が実施される場合もある。

IV. 財務モデリング、資金調達と DD の関係性

本連載では、第 2 回に『インフラ事業の財務モデリングにおける実務上のポイント』、第 3 回に『インフラ事業の資金調達における留意点』を取り上げてきたが、財務モデリングおよび資金調達と DD の関係性について以下整理する。

1. 財務モデリングとの関係性

一般的にコンセッションでは予め事業期間が定められており、事業期間を通じてどの程度の採算性がとれるのか（EIRR<Economic Internal Rate of Return>等）を検証するための財務シミュレーション、財務モデリングを実施することが重要である。財務モデリングの精度はインプット情報の正確性に依拠するものと考えられるが、DD を実施することでインプット情報の正確性の担保やインプット情報の決定（何を、どこまで、どのように）等、財務モデリングの基礎データを適切に把握することができるものと考えられる。

2. 資金調達との関係性

コンセッションでは、買収目的会社（special purpose company：SPC）を設立し、事業から生み出されるキャッシュフローをベースとしたプロジェクトファイナンスでレンダーから資金を調達することとなるが、上記財務モデリングの結果である事業計画の他、各種 DD の報告書をレンダーから求められる場合がある。

V. 終わりに

案件の事業規模や事業者によって必要となる DD の領域、注力するポイントは異なるが、コンセッション事業では、公共サービスの提供という側面や事業が巨額かつ長期にわたること、また利害関係者が多数存在することから、財務、技術、法務等の各種専門家・アドバイザーと綿密な連携をとり、適時適切な DD を実施することが案件成功のひとつの鍵となるものとする。

本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

以上

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人および DT 弁護士法人を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 8,700 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 225,000 名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#) もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。