

## PPP/PFI における デューデリジェンスのあり方 英国 PF2 の手続と我が国への活用方法について

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 永田 朱乃

### 1. はじめに

近年、安倍内閣により提示された我が国の新たな成長戦略では、民間資金を活用した社会資本の整備・運営・更新が施策のひとつとして掲げられており、PPP(Public Private Partnership)/PFI(Private Finance Initiative)事業におけるインフラ投資市場の整備が重要な課題となっている。市場整備の推進にあたって、まずは官民連携の中核体制を構築する必要があったことから、2013年10月に民間資金等活用事業推進機構(以下、官民連携インフラファンド)が設立され、また2014年度には海外交通・都市開発事業支援機構の設立が予定されている。いずれもメザニン資金等の提供により民間資金を呼び込むことが期待されており、政府によるインフラ事業への投融資支援は徐々に高まりつつある。しかし、投融資にあたって重要となる案件公募時のデューデリジェンス(以下、DDとする)等の手続について、現時点では具体的な内容が明示されていない。実施手法によっては事業者の公平性・競争性を大きく損なう可能性があることから、より詳細な手続内容について早期に検討を行う必要があると考えられる。

一方、英国では、新たなPFIの方針として2012年12月より“PF2”が提唱されており、その中でパブリックセクターによるインフラプロジェクトの出資スキームについて詳細な検討が行われている。英国政府は、当該スキームについて民間から幅広い意見聴取を行うため、2013年7月に“A new approach to public private partnerships: consultation on the terms of public sector equity participation in PF2 projects”を公表した。また、同年10月にはヒアリング結果を受けた“Government response”を公表し、パブリックセクターによる出資承認やDD実施手続のあり方等について、その具体的な内容を提示している。

そこで本稿では、英国 PF2 におけるパブリックセクターによる DD 実施手続のあり方等を整理し、我が国での活用方法について検討する。なお、現在英国にて一般公開されている情報は確定事項ではなく、今後の実施方針を示したドラフトとして今だ検討段階である点に留意する必要がある。

## II. 英国 PF2 の具体的な内容

### (1) 英国 PF2におけるパブリックセクターの出資目的

2013年10月公表の“Government response”によると、PFI事業におけるパブリックセクターの出資目的は以下の4点である。我が国の現状を勘案した場合、①が最も重要な目的であると考えられる。

- ① パブリックセクターの資本参加によりレバレッジを低下させ、機関投資家等による長期資金の流入を促す
- ② パブリックセクターによる取締役会への参加を通じて、財務情報やプロジェクト情報の透明性を確保する
- ③ 官民の連携を深め、プロジェクトパフォーマンスやリスク管理能力の向上を促進する
- ④ 投資リターンを得ることによるVFM(Value for Money)の向上(ただし、適切なリスク管理を前提とする)

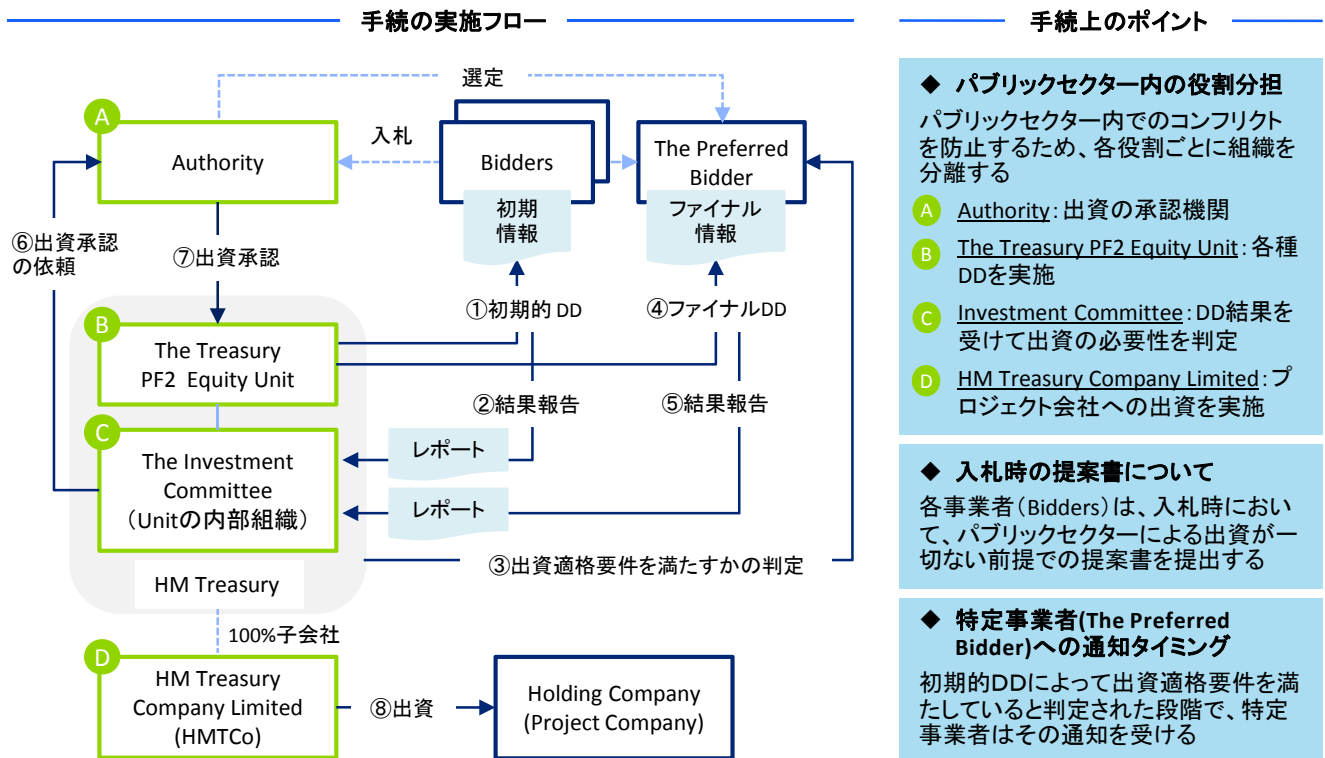
### (2) 英国 PF2におけるパブリックセクター出資の具体的な手続

“Government response”では、上記①～④の目的を達成するための様々な施策が検討されているが、本稿ではそれらのうち重要と思われる「パブリックセクターによる出資の承認手続」および「Equity Funding Competition」についてその内容を記載する。これらは、我が国において官民連携インフラファンドが適切に投融資支援を行い、機関投資家による資金流入を促す上で特に必要となる手続であると考えられる。

#### ■ パブリックセクターによる出資の承認手続について

英国 PF2 では、パブリックセクターによる出資承認について具体的な手続が策定されており、その実施フローのイメージは下図のとおりである。民間から幅広い意見を聴取した上で設定した手続であり、特に DD 等については民間に近い方法で行うため詳細な内容が記載されている。また、我が国への導入を考慮した場合の手続上のポイントは以下のとおりであるが、詳細については「Ⅲ. 我が国へのインプリケーション」にて後述する。

【図表 1 実施フローと手続上のポイント】



出典: 英国 PF2 公表資料 (2013 年 10 月) "Government Response"等を元にデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社が作成

また、上記実施フローのステップ①～⑧の具体的な内容は以下のとおりである。

実施フローのステップ	内容	
① 初期的DD	実施タイミング	<ul style="list-style-type: none"> <li>初期的DDは、自治体 (Authority) による特定事業者 (The Preferred Bidder) 選定前に、各事業者 (Bidders) に対して The Treasury PF2 Equity Unit が実施</li> </ul>
	必要書類	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札過程で各事業者が提出する書類が主な参照資料であり、記載すべき情報の例示は以下のとおり</li> <li>(例) プロジェクト会社 (Project Company) とサプライチェーンのリスク分担、サプライチェーンの契約者やその他株主の信用力、提案する資金調達スキームやタームシート等</li> </ul>
	補足事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>初期的DDであるため詳細文書は必要ではないが、重要な契約条件や財務条件の変更が生じた場合には報告義務有り</li> </ul>
② (初期的DD) 結果報告 ③ 出資適格要件を満たすかの判定	<ul style="list-style-type: none"> <li>初期的DDの結果を受け、The Investment Committee は、各事業者がパブリックセクターによる出資を受ける要件を満たしているかを判定</li> <li>特定事業者が当該要件を満たしている場合には、選定時に通知し、その後の交渉はパブリックセクターによる出資が入る前提で議論を進める</li> </ul>	
④ ファイナルDD	実施タイミング	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファイナルDDのタイミングは自治体と特定事業者が決定</li> </ul>
	必要書類	<ul style="list-style-type: none"> <li>主に初期的DDから重要な変更が生じていないことを検証するが詳細文書の提出も要求している</li> <li>(例) 優先出資者や他の株主と間の出資文書、株主への配当支払いに関する規制事項、財務モデル、ベースケースの場合の感応度分析、関連ディベロッパーからのDD質問に対する回答文書、各種アドバイザー (テクニカル、保険等) のDDレポートのコピー等</li> </ul>
	補足事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>The Treasury PF2 Equity Unit は、財務アドバイザーと直接財務DDを行い、優先出資者や他の株主との交渉にも直接関与する</li> </ul>
⑤ (ファイナルDD) 結果報告 ⑥ 出資承認の依頼 ⑦ 出資承認 ⑧ 出資	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファイナルDDの結果を受け、The Investment Committee は、特定事業者がパブリックセクターによる出資を受ける条件を満たしているかを最終判定し、自治体に出資承認依頼を行う</li> <li>自治体が承認を行った場合、財務省の100%子会社であるHMTCoは、プロジェクトの持株会社に対して出資を行う(なお、出資額が決定されたとしてもHMTCoの出資義務はなく、上限金額まで出資する権利が付与される)</li> </ul>	

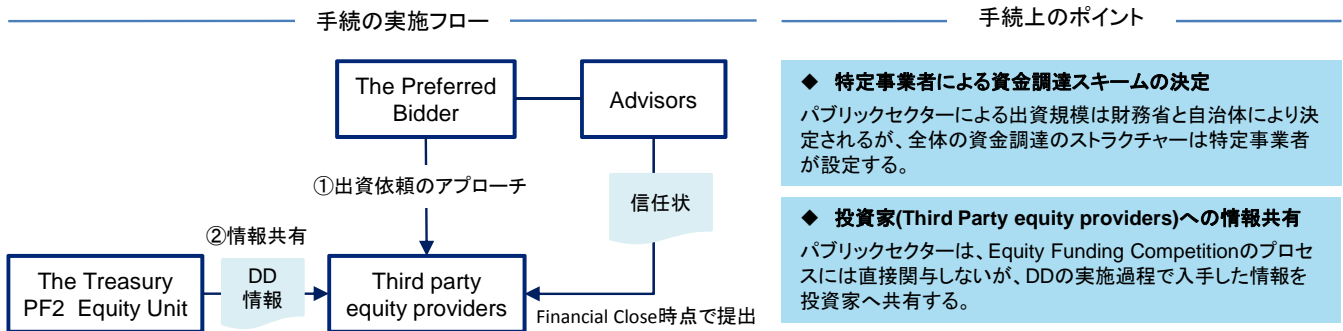
出典: 英国 PF2 公表資料 (2013 年 10 月) "Government Response"等を元にデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

## ■ Equity Funding Competition について

Equity Funding Competition は、機関投資家の長期的な資金流入を促すツールのひとつであり、実施フローのイメージおよび手続上のポイントは下記のとおりである。英国 PF2 では、パブリックセクターによる出資はあくまでもマイノリティ出資であり、第三者による資金流入を促すための呼び水であるとされている。そのため、特定事業者は、第三者投資家による出資を希望する場合 Equity Funding Competition を行うことができ、最終的な資金調達ストラクチャーを決定することができる。

第三者投資家に対する出資依頼については、特定事業者が自らアプローチを行う。また、その際パブリックセクターは第三者投資家に対してDDで得たプロジェクト情報を開示する必要がある。具体的には、実施結果のみならずレビュープロセスや入札者選定時の評価条件等についても提供することが望ましいとされている。

【図表 2 Equity Funding Competition の実施フローと手続上のポイント】



出典：英国 PF2 公表資料(2013 年 10 月)“Government Response”等を元にデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社が作成

### III. 我が国へのインプリケーション

上記の手続について、我が国で活用していく上でのポイントは下記の 3 点であると考えられる。

#### (1) 投融資の支援方法とリスク負担について

まず前提として、PF2 はパブリックセクターによるエクイティ出資の手続を定めたものであるが、官民連携インフラファンドは原則としてメザニン資金の提供<sup>(※)</sup>を行っており、投融資の支援方法が異なっている点に留意する必要がある。PF2 ではエクイティ出資による経営権の獲得を視野に入れているため、パブリックセクターによる取締役会への参加や取締役を通じた情報開示のあり方等について詳細な手続を定めている。一方、官民連携インフラファンドは株式取得によって事業主体となることを前提としておらず、その投融資は PF2 よりもリスクが低いものを前提としている。そのため、DD 実施時のリスク計測等については、PF2 よりも簡易的になることが想定される。一方で事業介入によるコントロール(Step-In Right、介入権)の確保等については、シニアローン同様の手当がなされるべきことに留意する必要がある。

(※)株式会社民間資金等活用事業推進機構支援基準(2013 年 10 月 4 日公表)において、「融資等」は「原則として劣後貸付けまたは劣後債券の取得によるもの」、「直接出資」は「原則として優先株式の取得によるもの」とする、と定められている。

#### (2) DD 実施手続の活用方法について

DD を実施する際の手続内容については、今後我が国において入札者の公平性・競争性を確保する上で重要な手続になると考えられる。具体的には、政府機関内における役割分担や DD 実施スケジュール等が参考になる。

- 政府機関内における役割分担については、投融資を行う機関と事業者を選定する機関との利益相反を防止し、公正な DD 手続を行う上で重要である。例えば PF2 では、財務省の内部組織が DD 実施や出資判定を行い、最終的な出資承認は自治体が行うこととなっている。このように組織ごとに役割を分担することにより、相互の牽制機能を図ることが可能になると考えられる。

- DD 実施スケジュールについては特定事業者選定と同時並行で行い、初期的 DD とファイナル DD 等のように段階的に実施することが重要である。例えば PF2 では、初期的 DD で全ての入札希望事業者に対して政府出資が一切ない前提で評価を行い、出資適格要件を満たすか否かを判定する。その後、事業者が選定された時点で、特定事業者が当該要件を満たしている場合には、特定事業者に対して政府出資を行う前提でファイナル DD を実施することとなる。このように、初期的 DD で全ての事業者に対して同一前提で評価を行い、政府出資の可否を判定した上で特定事業者のみファイナル DD を実施することにより、事業者の選定や出資可否の判定にかかる公平性・競争性を確保することが可能になると考えられる。また 2 段階 DD の実施により、対象プロジェクトに対する速やかな手続が行われることも重要と考えられる。

### (3) Equity Funding Competition の活用方法について

Equity Funding Competition については、今後機関投資家の長期的な資金流入を促す上で重要なツールになると考えられる。我が国でインフラ投資市場が未発達である要因のひとつとして、インフラ投資関連のプロジェクト情報や運用ノウハウ等の不足が指摘されている。PF2 の Equity Funding Competition では、パブリックセクターが DD で入手した情報を第三者投資家へ共有することが求められており、これによって、第三者投資家は当該情報を足がかりとしてその後の出資手続を円滑に遂行することが可能となる。我が国においても、官民連携インフラファンドが主導となって情報開示を行い、機関投資家による資金流入を促すための投資環境を整備していくことが重要であると考えられる。

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。

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れらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザリー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。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、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,300 名の専門家(公認会計士、税理士、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。詳細はトーマツグループ Web サイト([www.tohmatsu.com](http://www.tohmatsu.com))をご覧ください。

Deloitte (デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザリーサービスを、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提供しています。デロイトの約 200,000 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

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.tohmatsu.com/deloitte/](http://www.tohmatsu.com/deloitte/) 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な事案をもとに適切な専門家にご相談ください。