

PPP/PFI における セカンダリー・マーケットの可能性(1)

英国の PFI におけるセカンダリー・マーケットの動向

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
インフラ・PPP アドバイザリーサービス
ヴァイスプレジデント 片桐 亮

I. はじめに

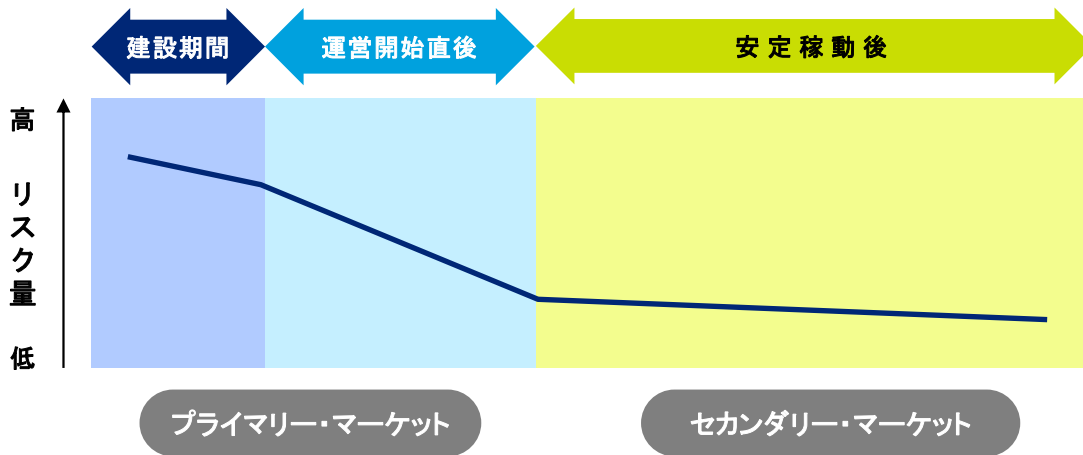
国および地方公共団体の財政難を背景として、2011 年の PFI 法の改正により公共施設等運営権が創設された。安倍政権が掲げる成長戦略である「日本再興戦略」では、主要施策として「PPP(Public Private Partnership)/PFI(Private Finance Initiative)の活用拡大」が位置づけられており、当該施策の KPI(Key Performance Indicator)として、今後 10 年間(2013~2022 年)で PPP/PFI の事業規模¹を 12 兆円に拡大する(2012 年度まで 4.1 兆円)ことなどが示されている。

上記 KPI を達成するためには、公共施設等運営権を含む PPP/PFI の案件形成を促進させるとともに、エクイティの出し手である投資家等を PPP/PFI に参加させることが肝要である。そのためには、PPP/PFI におけるセカンダリー・マーケットの形成が期待される場所である。PPP/PFI におけるセカンダリー・マーケットとは、安定稼動以降、PPP/PFI の実施にあたって設立される SPC の株式等について、投資家に譲渡されるマーケットのことを指す。一方、PPP/PFI の入札に参加し、施設の建設等に対して SPC に投資等を行うマーケットをプライマリー・マーケットと言う。

なお、プライマリー・マーケットとセカンダリー・マーケットでは事業におけるリスク量が異なり、プライマリー・マーケットにおける投資家(以下「プライマリー投資家」という。)には施設の整備を行う建設会社が、セカンダリー・マーケットにおける投資家(以下「セカンダリー投資家」という。)には金融投資家等が位置づけられることが一般的である。

¹ 施設整備費用と事業期間における運営費用の総額。

図表 1 PPP/PFI におけるプライマリー・マーケットとセカンダリー・マーケット



出典：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

本稿の対象である英国の PPP/PFI においては、セカンダリー・マーケットが確立されており、サービスの水準に応じて公共からの対価支払が行われるアベイラビリティ・ペイメント型の事業においても、エクイティ等の活発な取引が行われている。

PFI 法制定から約 15 年を経て、2015 年 3 月末時点において、わが国においてはサービス購入型 PFI を中心に 500 件弱、事業費累計にて 4.5 兆円程度の実績が積み上がっている。PPP/PFI のセカンダリー・マーケットが形成され、既存の PPP/PFI 事業の流動性が確保されれば、投資家等が投資対象にできる案件の件数、ボリュームを格段に拡大させることが可能となる。

そこで本稿より 2 回シリーズにて、PPP/PFI のセカンダリー・マーケットに係る基礎的情報として、英国における取り組み状況などを説明し、その上でわが国における PPP/PFI のセカンダリー・マーケットの構築可能性について検討・考察する²。

以下、本稿では、英国におけるアベイラビリティ・ペイメント型 PFI³を中心としたセカンダリー・マーケットの動向について整理を行う。

² なお、セカンダリー・マーケットにおいてはデット部分のリファイナンスも論点となるが、わが国のサービス購入型 PFI においては、デット部分の金利が低く、リファイナンスの余地が限定的と考えることから、エクイティ部分の流動化に特化して論を進める。

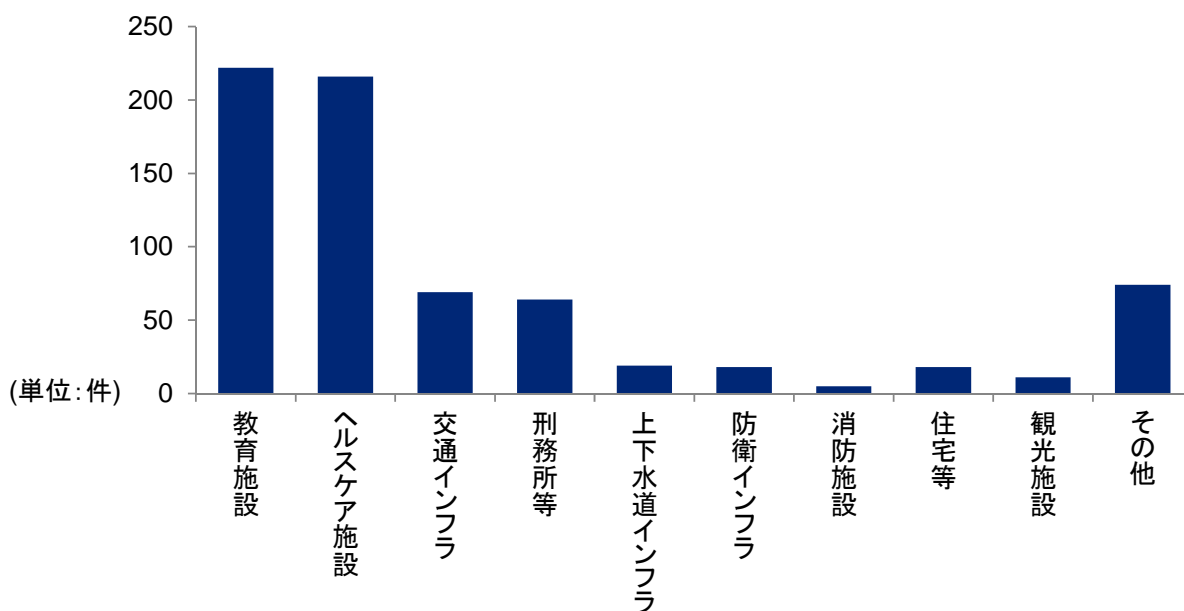
³ その他、利用者から支払われる利用料金のみで賄われる方式(ボリューム・ペイメント方式)、実際の交通量に公共からの支払い額が連動する方式(シャドウ・ツール方式)等がある。英国における PFI の多くの事業はアベイラビリティ・ペイメント方式であるといわれている。

II. 対象事業の特徴

英国のアベイラビリティ・ペイメント型 PFI の典型的な資本構成としては、デットとエクイティの比率がおおよそ9:1となっており、エクイティは PPP/PFI のスポンサーである建設会社、インフラファンド等によって保有されることが一般的である。デット部分は、銀行からのプロジェクトファイナンス(シニアローン)やプロジェクトボンドで構成される。エクイティ部分については、株主劣後ローンがほとんどを占め、株式等の純粋なエクイティのポーションは非常にわずか(0.1%程度)となっていることが一般的である。なお、プライマリー投資家のエクイティが譲渡される場合には、上記の株主劣後ローンと株式等を一体として機関投資家等に譲渡される。

1998 年から 2012 年までの間にトランザクションの発生したプロジェクト件数をセクター別に見ると、図表 1 のとおりである。省庁が PFI の導入を推進している学校や大学等の教育施設、病院や介護施設等のヘルスケア施設が圧倒的な件数となっており、両施設で全体の 6 割以上を占める。なお、教育施設、ヘルスケア施設いずれも、アベイラビリティ・ペイメント型が基本である。

図表 2 PPP/PFI のエクイティの譲渡件数(1998-2012)



出典: European Service Strategy Unit "PPP Wealth Machine" より、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

III. プライマリー投資家、セカンダリー投資家の特徴

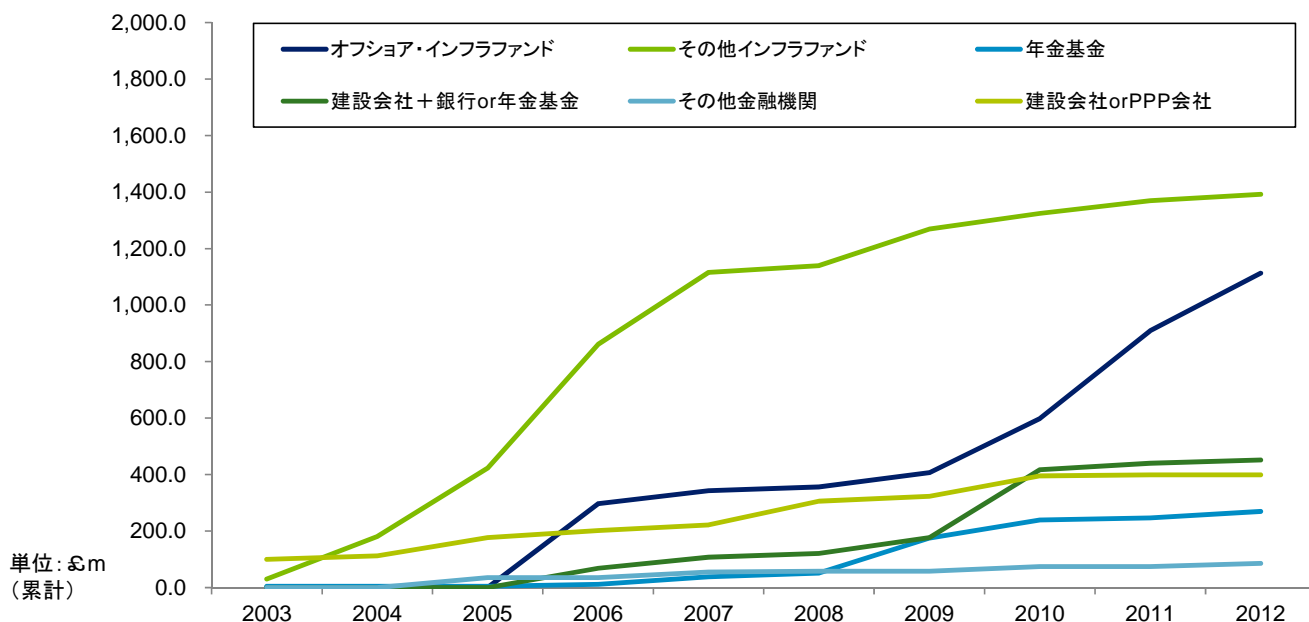
プライマリー投資家がエクイティを譲渡する背景として、PPP/PFI プロジェクトに係る「アセット・リサイクリング」という考え方があり、「アセット・リサイクリング」とは、長期にわたるインフラ事業において、特定のプロジェクトに資金を滞留させず、新たなプロジェクトへの積極投資を推進する考え方である。

英国の PFI においては、建設会社がプライマリー投資家としてエクイティ投資を行い、公共施設等の建設が完了した後、新たなプロジェクトへの投資資金を得るため、セカンダリー・マーケットにおいて、エクイティの譲渡等を行うというケースが多い。上記取組みを推進することで、建設会社の資金における「アセット・リサイクリング」が可能となる。セカンダリー・マーケットの存在を前提として、英国における PFI マーケットの持続性が確保されているのである。

英国のセカンダリー・マーケットにおけるセカンダリー投資家の参入状況は、図表 3 のとおりとなっている。英国のセカンダリー・マーケットにおけるトランザクションが活発化したのは、2006 年頃からである。主なセカンダリー投資家としては、インフラファンドに加え、建設会社が買い手となるトランザクションが主流となっていた。その後金融危機等発生以降、2009 年頃からは、オフショア・インフラファンドや年金基金が買い手となるトランザクションが急激に増加している。年金基金やオフショア・インフラファンドへ資金提供を行う投資家は、金融投資家である可能性が高いことから、2008 年以降、英国の PFI における金融投資家の存在感が高まっているものと考えられる。

なお、セカンダリー投資家となるインフラファンドの中には、建設会社自らが機関投資家等から投資資金を集めて立ち上げたファンドも存在する。上記のインフラファンドは、建設会社が投資および整備を行ったプロジェクトについて、安定稼働期に移行した後、自らのエクイティをインフラファンドに譲渡し運用している。

図表 3 英国のセカンダリー投資家別の PFI 事業への累計投資額



出典: European Service Strategy Unit "PPP Wealth Machine" よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社が作成

IV. リターン水準

英国会計検査院のレポートによれば、英国 PFI における事業契約締結時点での想定エクイティ IRR は、概ね 12-15% 程度である⁴。しかし、プロジェクトの安定稼働段階においてプライマリー投資家がセカンダリー・マーケットにてエクイティを譲渡することにより、前倒して投資回収が可能であるため、プライマリー投資家の譲渡時のエクイティ IRR は概ね 15-30% 程度まで上昇する⁵。その一方で、エクイティを取得したセカンダリー投資家のエクイティ IRR は、概ね 5-8% 程度⁶まで低下する。セカンダリー・マーケットに放出されるプロジェクトは、リスクの高い建設段階のフェーズを経て、安定的な運営段階に入っていることから、セカンダリー投資家等のエクイティ IRR が、当初事業契約時点よりも低い水準に留まっても許容される構図となっている。

V. エクイティ譲渡にあたっての制限

エクイティ譲渡にあたっての制限が、法律やガイドライン等において特段定められているわけではないが、施設完工後一定期間(概ね 6 ヶ月程度)においては、プライマリー投資家によるエクイティの譲渡に制限が課せられることが一般的である。ただし、施設等の整備期間が長期にわたる事業では、施設の整備期間中であっても譲渡が認められるケースもある。

この場合、オペレーション会社がプライマリー投資家であった場合において、自らのエクイティをセカンダリー投資家に譲渡した後も、引き続き、サブコントラクターとして施設のオペレーションを担うことが一般的である。

VI. エクイティの譲渡に伴う影響

管理者側の視点から見たエクイティの譲渡による PFI 事業への影響については、以下のとおり、英国会計検査院のレポートにおいて報告されている。

上述のとおり英国においてセカンダリー・マーケットの活動が活発化した 2006 年時点のレポートによれば、セカンダリー・マーケットの形成により、マーケットの効率化による資本コストの低減や、ポートフォリオで管理することによるコストの効率化、ファンドマネジャーが事業に関与することによる事業価値向上余地が見込まれる等、各種メリット面が強調されていた。

一方、直近の 2012 年時点のレポートでは、ポートフォリオで管理することによるスケールメリットなどの効果は限定的であり、PFI 事業のコスト削減効果や価値向上等については、あまり効果が見込まれないと報告されている。

⁴ National Audit Office(2012) "Equity investment in privately financed projects"参照。

⁵ 同上

⁶ 同上

英国では、2006年から2012年の間に、政権の交代や金融危機の発生に伴う資金調達コストの上昇が発生し、2011年以降、英国財務省ではPFI制度の抜本的な見直しであるPF2⁷の検討が進められている最中であつた。PFI制度見直しの背景として、エクイティの譲渡やリファイナンス等に伴う投資家による過度な利益享受等の不透明性が指摘されていたことから、2012年のレポートでは、エクイティの譲渡について比較的ネガティブに報告されている可能性があるが、いずれにしても、セカンダリー・マーケットの形成による効果は、PFI事業のコスト削減効果や価値向上よりも、多様な投資家がPFI事業に参画し、資金の出し手が増えるという点が大いことは間違いないだろう。

図表4 英国会計検査院によるエクイティの譲渡に伴う管理者側のメリットとデメリットの比較の変遷

National Audit Office(2006)	National Audit Office(2012)
<p>【メリット】</p> <ul style="list-style-type: none"> セカンダリー・マーケットの形成により、より多くの投資家がPFIマーケットに参入する マーケットが効率化することで、PFIの資本コストが低下し、PFIの事業費が低減する ファンドマネジャーが参画することにより、ポートフォリオ上でのオペレーションコスト削減のノウハウを期待することが可能 上記により、オペレーションコスト削減ノウハウを学ぶことで、将来のPFI事業の事業費に反映させることが可能 (ポートフォリオで管理するので) 共通業務についてのスケールメリットを享受することが可能 (ポートフォリオで管理するので) 別の案件のリファイナンスを検討するよりも、ファイナンスアレンジメントの余地がある ファンドマネジャー等の参画により、PFIプロジェクトの価値を高めることが可能 <p>【留意点】</p> <ul style="list-style-type: none"> パブリックセクター側の承諾なしに、リファイナンス等をさせてしまうと、管理者側でリファイナンス等による利益をシェアすることが困難となる 	<p>【メリット】</p> <ul style="list-style-type: none"> 当初の契約において、ベンチマーキングやマーケットテストによるソフトサービスの見直しが含まれる場合には、オペレーションコストの効率化が図られる可能性がある 投資家のリターンに対し影響を与えない範囲では、オペレーションコストの効率化について協力的となる余地がある スケールメリットが得られる効果例として、保険料の引き下げ効果が見込まれる <p>【留意点】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資家がPFI事業の価値を高めたり、効率化を進めるようなインセンティブは見られず、契約時の要求水準を超えるような価値は発揮されないことが一般的 個別の案件において、長期にわたる契約が締結されているケースが多いことから、ポートフォリオ化することによるスケールメリットの効果は限定的 管理コストの削減効果が見込まれた場合でも、管理者側にシェアされないケースがほとんど

金融危機や政権の交代、PF2の検討等

出典: National Audit Office "Update on PFI debt refinancing and the PFI equity market", "Equity investment in privately financed project"より、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザリー合同会社作成

VII. わが国へのインプリケーション

以上、英国のアベイラビリティ・ペイメント型 PFI を中心としたセカンダリー・マーケットの現況について整理を行った。英国における状況を踏まえ、わが国における示唆を以下に示す。

第一に、「II. 対象事業の特徴」にて示した、英国のアベイラビリティ・ペイメント型 PFI における資本構成は、わが国のサービス購入型 PFI における資本構成と類似しているという点である。わが国のサービス購入型 PFI の実施にあたって設立する SPC は、イニシャルコストにおけるおよそ 9 割超に相当する資金を銀行からのプロジェクトファイナンス(シニアローン)で調達し、残りの 1 割弱を SPV 株主による出資または株主劣後ローン等で補完することが一般的である。英国に比べて、株主劣後ローンの金利は低く、(僅少ではあるものの) SPV の残余利益は内部留保することが一般的となっているが、株主劣後ローンを一体で譲渡することで、魅力的な投資対象となる可能性はある。

⁷ PF2の詳細については、拙稿「PPP/PFIの新たなモデル(1) 英国PF2における官民JV型PPP/PFI」を参照されたい。
<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/audit/pub/jp-pub-ppp-20130926.pdf>

第二に、「Ⅲ. プライマリー投資家、セカンダリー投資家」にて示した英国 PFI マーケットにおける「アセット・リサイクリング」という概念である。わが国において大規模なサービス購入型 PFI を担うことのできるプライマリー投資家は、大手ゼネコンや一部のリース会社等、特定のプレーヤーに限定されている。そこで、施設の引渡しが完了し、安定稼働期に移行した段階で、プライマリー投資家が保有するエクイティの譲渡を認めることで、プライマリー投資家は新たな PFI 事業に資金と人材を投入することができるようになる。また、英国と同様、年金基金等の機関投資家は、セカンダリー投資家として、安定稼働に移行した PFI 事業に対し、投資を行うことができる。上記のような「アセット・リサイクリング」の環境を構築することで、わが国の PFI 市場全体の持続性を確保することが可能となる。

第三に、「Ⅵ. エクイティの譲渡に伴う影響等」に示したとおり、エクイティの譲渡に伴う PFI 事業への効果を過大視しないことである。英国会計検査院のレポートによれば、エクイティの譲渡を行うことで見込まれるコスト削減効果や価値向上効果は比較的限定的との見解が示されていた。わが国においてセカンダリー・マーケットを構築する場合においても、エクイティ譲渡に伴う PFI 事業本体への効果を過大視せず、多様な投資家等による PFI 市場への参入や「アセット・リサイクリング」の効果等を目的とした制度等の検討が進められるべきである。

以上、本レポートでは、英国のアベイラビリティ・ペイメント型 PFI を中心としたセカンダリー・マーケットの現況について整理を行った。次回のレポートでは、英国での取組み等を踏まえ、わが国の PPP/PFI の特徴を整理した上で、わが国におけるセカンダリー・マーケットの構築可能性について考察を行う。

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。

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リー合同会社、税理士法人トーマツおよび 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リー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,900 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リーサービス、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み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 210,000 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.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な事案をもとに適切な専門家にご相談ください。