

「公」と「私」の役割について - PFI -

パシフィックプログラムマネジメント株式会社
理事 山川 英明

- 1 . PFI (Private Finance Initiative) とは
- 2 . PFI の背景
- 3 . PFI 法及びガイドライン
- 4 . これまでに始まったプロジェクト
- 5 . 起こりつつある変化
- 6 . これからの公の課題
- 7 . 地域の再生

資料1 貯蓄、投資の循環の変化

資料2 PFI 法で定める「公共施設等」

資料3 PFI のプロジェクト

資料4 資産の流動化と Securitization ~ 信託と SPC (特定目的会社)

1 . PFI (Private Finance Initiative) とは

過去100年有余にわたり、我が国では、国や地方公共団体などの公(Public Sector)が、国民・住民に、さまざまなサービスを提供してきている。そして、これを自前で全部を行ってきている。自前とは、公が、管理可能な資金・人材を自ら用意して、これを投入し、またマネージしてきたということである。今、この仕組に制度疲労が生じ、経済不活性などのさまざまな問題の根元となっている。

公と私(Private Sector) (企業など)との関係では、a 私の活動に制限を置く(公的規制) b 公がサービス供給のための施設の建設を自ら行う、c 施設の建設に加えて運営・管理を私に任せる、d 自らの経営、マネージメントをアウトソーシングして私に任せる、つまり公がサービスを購入するが、PFIとは、a、bからc、dにするということである。そのなかで、権利関係、リスク分担などの態様いかんでさまざまなバリエーションがある。これは我が国では新しいことである。爾来10有余年にわたり進められてきた「規制緩和・撤廃」、「小さな政府」とも大いに関係している。もちろん、悪評なかの第三セクターとは全く異なるものである。

公のサービス供給義務が、私によって果たされる。私は SPC(Special- Purpose Company)を設立する(商法上の会社)。プロジェクトは、およそ10~30年の長期にわたり、SPCと公の間の取引契約のもとに(なお、第三セクターは当事者間の出資契約である) SPCがサービス供給を行う。これが、PFIの基本である

つい一年超前から開始された老人介護サービス、また最近では、特殊法人改革などは、これの最も身近な例となる。世界に目を向ければ、中国、東欧、ベトナムなどの市場経済

移行国に共通な国営企業改革もこの例に該当し、のbからc、dに移ろうとするものである。

PFIのメリットとして、安く仕上がるということがいわれる。その点については、a 競争が促される(建設・調達において、コントラクター、サプライヤーが国内、海外の激しい競争下におかれる)、b 高度のファイナンス(機微なファイナンスにより、投資資金の現在価値をミニマムにする)、c 効果的な経営(国際優良企業の経営で行われるようになる)に依るとされるが、これらは十分に確認されているわけではない(長期にわたるものであるにもかかわらず、結果を評価しえるに十分な時間が、まだ経過していないからである)。

PFIはイギリスで先鞭をつけられた。もともと、戦後のイギリスでは、国民・住民へのサービスをできるだけ、公が供給するというものであった(福祉国家論)。イギリスは、時の経過とともに「イギリス病」・「ヨーロッパ病」に陥る。サッチャー政権は、これを打破すべく、戦いに挑んだ、いかに私によるサービスに替えるか。そして、今日、イギリス経済に長期繁栄がもたらされている。PFIという用語は、American Englishには見当たらないが、私を中心に公のサービスを供給することについては、アメリカにもっと長い歴史がある。イギリスとは全く異なった状況にあったので、つまり当たり前のことであったので、特別の用語も生まれなかったわけである。アメリカでは、公は、私の活動の場・枠組・ルールをつくる、これが公の役割とされている。市場をマネージするという役割であり、公は市場の一員にはならない。

PFIに触発されて、我が国でも、PPP(Private- Public Partnership)、NPM(New Public Management)、AM(Asset Management)などの議論が始まり、公と私の関係問い直す動きが活発になってきている。

2 . PFI の背景

公によるサービス供給を当たり前とする考えは、次のようなことがあり、軌道修正を強いられている。それは、経済主体の投資・貯蓄のアンバランス、資金循環構造のSea Changeである。この大きな問題はコインの裏表である。

経済主体の投資・貯蓄のアンバランス

政府、企業、家計、海外が経済主体であるが、これらのセクターの間での貯蓄・投資のアンバランスは著しいものとなっている。最近において、国・地方は、その債務残高は670兆円に達し、単年度では恒常的財政赤字にある。このコンテキストのなかで、財政再建、公共事業の削減、効果的な事業の実施がいわれている。企業の赤字は、そうでなければならぬわけであるが、家計と海外は大きな黒字になっている。ここで、「国」の貯蓄資金が枯れてきているというわけではなく、セクター間のアンバランスが問題なのである。公を通じる資金の循環もうまくいっていない。このアンバランスの解消は、海外に資金が流れる(サムライ債、国際協力銀行の保証、貿易保険など)という形で、現実には進んでいる。経済主体の間でのアンバランスを、もっと積極的に解消する道がないものか、これは与信と授信のバランス回復の問題である。

PFIは、私の資金を与信し、公が授信するわけであるから、うまく融通のメカニズムが構築されれば、そのメリットは極めて大きいものであることが期待される。

資金循環構造の変貌

明治から、今日まで、全国の貯蓄が、中央に集積され、再び配分され、全国の投資に向かうというものであった。これは、税、公的保険に係る公(中央政府)だけではなく、金融的貯蓄に係るセクター(金融、郵便貯金、私的保険)にあてはまる。近年、この資金循環メカニズムが機能しなくなっている。金融においては、関係する機関はピラミッド階層を構成していたが、新しい変化を担うことができなくなっている。財政投融资制度・資金運用部制度なども、変化にあわせて、変わりつつあるが、それへの市場の適応は十分ではない。

PFIは、全国の各地で生まれた貯蓄をそれぞれの地域に戻すことにつながるわけであるので、うまく仕組が構成されれば、新しい資金循環構造の実現をもたらすことになる(資料1)。

「すぐれた公」という神話の崩壊

、はいずれも資金にかかわるものであるが、さらに重要なこととして、公の人・組織にかかわることがある。

情報、知識、技術、経営、人材、マネージメントなどにおいて、正義、公正、効率などの実現において、公はすぐれているものという神話があった。これは、「お上」とか、「官尊民卑」という受容認識に典型的に表象されてきた。

今、このような受容認識は、一挙に崩れている。それには2つの事情がある、1つは、最近において、公において枚挙に暇がないほどのさまざまの事件が発生していること(不正、無駄) 2つは、まだまだ十分ではないが、我が国でも、私において、公のキャパシティを超える私の者が生まれ始めている(国内だけではなく海外の者にも期待される)ことである。

3. PFI法及びガイドライン

PFI法(民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律、平成11年法律第117号)が平成11年に施行され、これに関連して、いくつかのガイドラインが出されている。

(PFI法)

公共施設

公共事業施設の対象よりも広く、公共施設として規定している(資料2)。

基本方針

特定事業及び民間事業者の選定などを規定している。

実施方針

公共施設等の管理者等が、基本方針を受けて定める旨を規定している。

推進の体制

実施状況を調査審議する組織として、民間資金等活用事業推進委員会について規定している。PFIに必ずしもそぐわない考えがとられている。

公的支援等

国の債務負担行為、資金の確保等及び地方債、土地の取得、規制緩和などを規定している。これらは、主に、配慮・努力規定である。なお国、地方公共団体、民間事業者の間での協力を義務づけている。

(ガイドライン)

事業の実施に関する基本方針

透明性、開示、競争、創意工夫などの観点からは、必ずしも十分ではない。

PFI 事業実施プロセス

PFI 事業におけるリスク分担等

Value For Money

4. これまでに始まったプロジェクト

始まっているプロジェクトについて、いくつかの特色が指摘できる。

PFI は Project finance に起源する要素もあり、従って、Project finance の固有の特性を有するリスク、リターンの視点からみるのが、最も解り易く、およそ3つの型に分けられる。

a 集客型

道路、鉄道、空港、港、インターチェンジ、レジャーランド(テーマパーク)など、いわゆる「点」と「線」のプロジェクトである。

b 公へのサービス供給型

ごみ処理、資源リサイクル、コミュニティバス、上水道、電力、病院、研究施設、大学、宿舎など。SPC からみれば、プロジェクトそのものに経済的ダイナミズムがなく、逆に、私のビジネスとしては手堅いものとなる。SPC は、公にサービスを提供して金銭的対価を得る。SPC が経営にまで立入らない場合には、単なる割賦・リースになる類のものである。今の超低金利のもとで、多くのプロジェクトが PFI として選択されている。

c 地域の開発型

全国各地で、駅前開発に表象される再開発事業(都市計画決定事業)は破綻しているが、今これのルネッサンスが叫ばれている。しかし、この類のプロジェクトは私権が複雑に錯綜し、機能が複数のもので多く、一般的には非常に難しいプロジェクトになる。公の念入りな協力が是非とも必要となる。

地方公共団体のレベルでのみ、プロジェクトが進んでおり、国のプロジェクトは皆無、最近では国有財産の有効活用に着目したプロジェクトが起こり始めている。

プロジェクトにマネジメントや経営までを含めるか、これは、公が有する人材、組織をどうするかということも含むことになるが、ここまで踏み込んだ PFI のプロジェクトはまだ見当たらない。これは、1 の d の類であるが、ここまで踏み込まないと、PFI の効果を十分に発現するものとはならない。今までのところは、1 で指摘した、安くできること、支出が平準化されることに PFI のメリットが認められている。数が少ないこと、金利が低位であることもあって、PFI を受け入れやすいものになっている。超低金利であるの

で、キャッシュフローの価値は、現在と将来では、あまり差がでないのである。しかし数が多くなり、金利が高くなると、そのメリットは一瞬に吹き飛んでしまう。財政負担の重みをひしひしと感ずるようになる。そうなっても、PFI が受け入れられるためには、マネージメントや経営にまで踏み込んだものにならなければならない。こうして始めて、PFI の持つ強さが 100% 発揮されるのである。

a, c はハイリスク、ハイリターンプロジェクトである。今までのプロジェクトとしては、港、ごみ処理施設、浄水場、学校、研究所、芸術館などがある（資料 3）。

5. 起こりつつある変化

資金調達の変化

a 公には、資金がない、また中央に集積されたものが地方に環流するメカニズムも崩れている。金融の場面でも、このメカニズムは機能していない。巨大な資金が投資先を見いだせないまま、いたるところで遊休化し、また海外に漏出している。バブル崩壊後ずっと続いている金融機関の機能不全のなかで、この変化に対応した新しい資本・金融市場が生まれていない。

b しかし、国民・住民の公のサービスへのニーズは高い。これを十分に実現されない状況に至っている。すでにいくつかの PFI プロジェクトは進んでいるが、それらの資金調達は、金融機関からの証書借入、公的支援（補助金、地方債の交付税措置など）、政策金融機関からの証書借入・出資などによっている。公的支援は、PFI でプロジェクトを行っても、これまでのやり方と同じに扱われるということである。しかし、これでは、これまでの資金の流れと異ならず、十分な量の資金を確保しにくい、よいタイミングを失う、中央からの資金配分に依存する限りプロジェクトの創意工夫の余地が狭まるなどの問題がある。

c これから、公のサービス供給義務を私が受け、人材・組織を含めて私にアウトソーシングすることになれば、そのサービス規模は極めて大きなものとなる。このニーズを満たす供給側である私の資金需要も大きくなる。これに応える資本・金融市場は、これまでとは異なったものにならざるを得ない。それは、これまでのような産業の発展のために有効にみえた、いわゆる間接金融に象徴される資本・金融の仕組みではない。投資家は貯蓄資金を専ら貯金・預金にして運用することしか能わず、SPC は専ら金融機関に資金調達を依存せざるをえないというものではうまくいかない。もっと多くの選択（多様な資本・金融商品）があり、SPC が資金を調達するのに金融機関からの証書借入のほか、直接に投資家から資金を調達できるような資本・金融市場が用意されなければならない。またそのような資本・金融市場では、これまでと異なり、地域で生み出された貯蓄が、直接に、地域に投資されるような資金循環が実現されるようなものでなければならない。そこで営為する人々がよく話し合い、理解を深め、真に必要であると認められるサービスを供給するインフラが特定され、これに応える SPC に投資が行われるという姿である。ここで投資家は、そこで営為する人々である。

最近の資本・金融市場での securitization (debt, equity) は、このような PFI の資金調達の展開に資する要素を持っている。資産をもとに securitization によりキャッシュフロ

ーを生み出すための制度が整備されてきている（資産の流動化に関する法律 平成10年法律第105号）。これは、信託、特定目的会社のいずれの方式によるにしろ、新たに資本・金融商品を生み、資金を投資家から直接に調達することに寄与するものである（資料4）。

創意工夫を生かす提案

a これまでの契約は、予め登録された者のなかから指名された者が入札に参加する、詳細な仕様を作成して（サービスを生産する装置にまで詳細に規定する）発注する、もっぱら価格によって評価するというものであり、私からの提案、ましてや創意工夫を生かす提案の余地は乏しいものであり、かくていわゆる談合により公正な競争が阻害されることがしばしば生じ、また、発注者の作為が関連することになると、さらに複雑・深刻な問題に発展する。爾来、これは大きな問題となっている。これに対して、最近では、公共工事の入札及び契約の適正化の促進に関する法律（平成12年、法律第127条）の制定、官製談合防止法の提案、電子入札の導入など防止のための試みがなされている。また、私（住民など）が公に替わって、落札者等による公の資金の不正使用を争って、その返還訴訟をおこし、勝訴することも起こっており、不正使用の抑止力になりつつある。

b PFIでは、公募により参加する、専ら性能を特定して発注する、価格だけでなくそのほかの要素を含めて評価するというものである。公募については、ほぼ実現されているが、PFIで大いに期待されている創意工夫を生かすことにつながる性能発注、総合的評価などについては、制度づくりにおいて、まだまだ多くの課題が残されている。

調達

サービス供給を行うまでに、ソフトとハードのさまざまなコンポーネントをマネージしていかなければならない。ハードは、土木工事並びに構築物、施設、機器等の整備、ソフトはマネージメント、ファイナンス、法務、アカウンティング・オーディティングなどがある。これから、それぞれの分野において、競争力のある世界の企業から調達することになる。WTO 調達規則などにも、より一層沿うことになる。最近のPFIプロジェクトでは、これまでに較べて20～30%の縮減にみられるように、競争促進の効果が如実に表れている。

新しい産業

これまで、いわゆるゼネコン、コンサルタントなどの業種が公のサービス供給に関わってきた。これらは、爾来、国際競争力に優れている業種とは云えないが、これからは、PFIの展開のなかで、なお、またその順調な展開のために、インフラサービス業というべきものが生まれる。就業者600万人を擁するともされるこれまでの業種は、新たな参入を容れる将来のフロンティアでもある。将来の業種・業態を完全に描くことはできないが、次のようなものがある。

a 金融機関の商業金融から投融資への転換（特に地域金融機関に求められる）

b 格付（レイティング）の興隆

SPCは、履行ボンドを供託する必要があるが、アメリカでは、これらの会社について、市場で格付が行われている。我が国では登録・指名制度があるが、これは硬直的なシステム

であり、会社のパフォーマンスが、日々恒常的に評価されることにはならない。これからは市場連動の評価のニーズが高まる。

c プロジェクトマネジメント

さまざまなコンポーネントから成る複合産業をどうまとめるか、我が国では新しい分野である。

d コモン・コンポーネントサプライング・マーケット

いかに効率的な調達を行うか、世界規模での調達の共通化が進む。

e リーガル、アカウンティング・オーディティング

有効性を重視することに加えて、公正、開示、説明責任が強く求められるようになる。

f ファイナンス（金融、保険、保証など）

資本・金融リスクの識別・分担が極めて重要になる。

g ヒューマンディベロップメント（人の派遣、訓練、教育など）

6. これからの公の課題

我が国に PFI を本格的に根付かせるために、いくつかの公の課題が識別される。

PFI と予算・財政制度

現行の補助、融資制度がネックになっている。発注者はどちらが有利かを悩んでしまう。現行の制度のもとでも事業はできる。これを選ぶか、PFI を選ぶかの選択があり、現行制度が PFI の展開の障害になっている面もある。また、このことが、新しい資本・金融市場の成立を阻んでいる。最近、国レベルで設けられた公的調査補助金制度は、明らかに PFI の考えに逆行するものである。PFI は、もともと画一性を拒否する、調査そのものが発注者の目的に化してしまう、事業に結びつかないなどの恐れがあり、そこで、公の予算要求において、a 事業を公告・公示していること、b PFI ではできないことを証明すること、c この2点が満たされなければ、公の仕事として認めないという仕組みを早く確立することが必要である。

PFI 法は、付則第2条において「検討」を定めている。この検討に際して、このことを新たに法定するか、また法的にこれほどまでに昇化しなくとも、高度な公の決定にする（国の場合では閣議決定など）などの措置をとる。

PFI の資金調達環境の整備

地域で生み出された貯蓄資金の投資及び SPC の資金調達の多様化に資するものとして、次のような Securitization が有望である。

a SPC が流通性のある証券を発行する（コミュニティボンド-Community Bonds）

b 投資家にインセンティブを付与するため、この証券の利子、配当所得の控除を行う（国税、地方税などについて）。免除は SPC と公との取引契約の成立を要件とする。

c 証券に損害保険と保証を付与する。これは一律ではない、また、あくまで SPC と保険、保証ビジネスとの関係であり、公は関与しない。公は枠組・ルールを設けることで十分である。新たに設立される SPC(Special Purpose Company)は信用力に乏しいゆえに（特に 4 b のケースのように将来のキャッシュフローは確かなものであるにもかかわらず）保険

と保証を付与することにより担保力を高めて、証券を流通性の高いものにする。

PFIの発注者の意識、能力、組織

大きい能力が要請されるようになっている。発注者はプロジェクトを、構想力をもって、SPCに提案しなければならない。そして民間事業者の選定にあたっては、選定の理由について、参加した者に、オープンに、質の高い講評ができるようであればならない。SPCからの正当な提案力を得るためには、発注者にこれまでとは異なる厳しさが求められる。それは、ひいては、発注者みずからが、その組織基盤の変革を行うものでなければならない。

7. 地域の再生

PFIの展開のなかで、地域に新たな経済的アクティビティが生まれる。土木工事及び構築物、施設、機器等の整備、ファイナンス（金融・資本、信用、保険、保証など）、調達、ヒューマンディベロップメント、マネージメント、コンサルティング、リサーチ、アナリシス、コミュニケーション、法務、アカウンティング・オーディティングなどの領域で、またこれらから派生する、事業所・家計へのサービスの供給に関連するさまざまな領域で、広範なビジネスが興隆することになる。

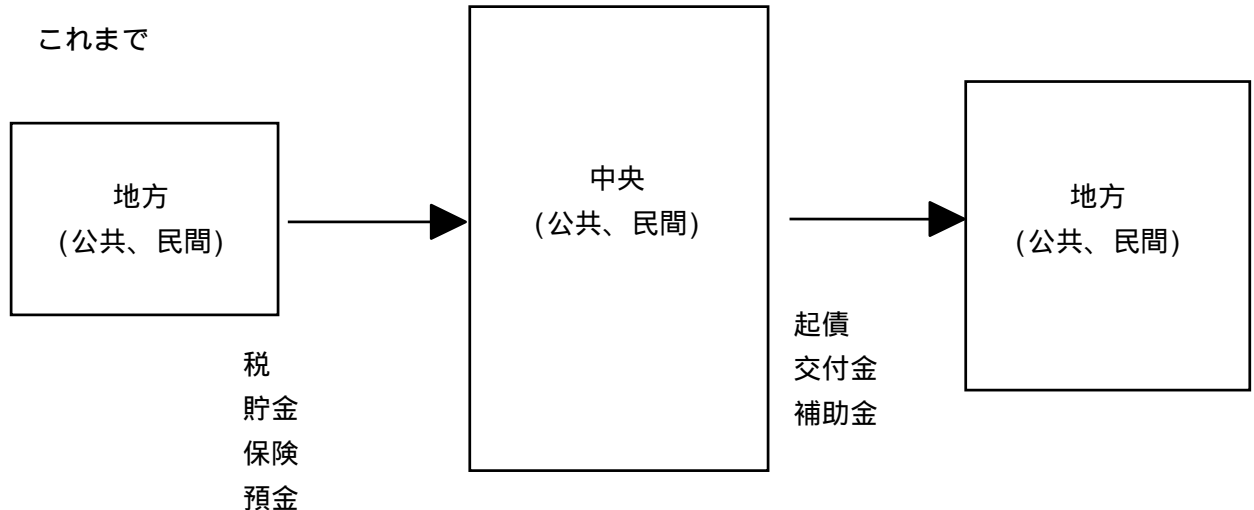
我が国において、公に替わって公のサービス供給義務を担う、十分な能力を有する私が育っているとは言い難いが、広範なビジネスの興隆のなかで、質の高いマネージメント、経営、ファイナンス能力等を自ら育み、国際的な競争力を実現すること、これが私に課せられた課題であると云える。

この実現のプロセスでは、これまでのような公の庇護（Explicit、Implicit な）は受けられるものではなく、ゼロから始めることが求められる。そして、これにより、初めて地域の再生につながるのである。

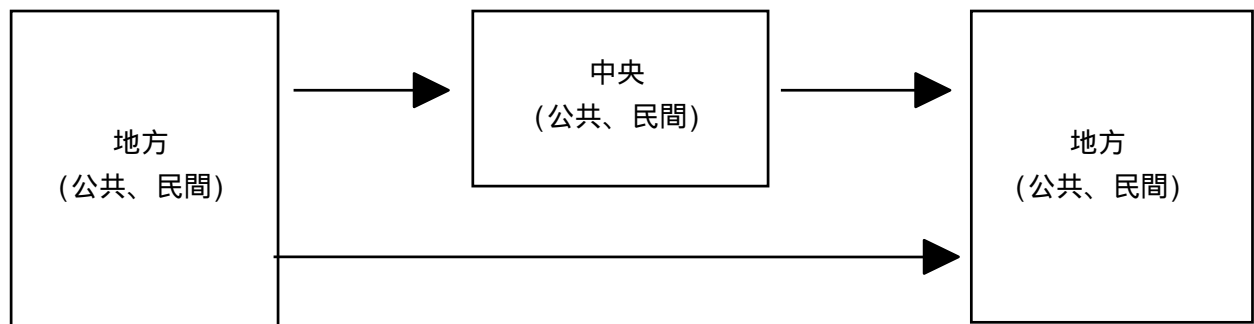
なお、新たな経済的アクティビティは、今日、地方公共団体が遭遇している財政のアンバランスの是正に寄与することも、当然である。

資料1

貯蓄、投資の循環の変化



これから



これからは、2つの循環が生ずる。
ボックスの大きさは、活動量の大きさを表します。

資料2

PFI法で定める「公共施設等」(第2条)

- 1 道路、鉄道、港湾、空港、河川、公園、水道、下水道、工業用水等の公共施設
- 2 庁舎、宿舍等の公用施設
- 3 公営住宅及び教育文化施設、廃棄物処理施設、医療施設、社会福祉施設、更正保護施設、駐車場、地下街等の公益的施設
- 4 情報通信施設、熱供給施設、新エネルギー施設、リサイクル施設(廃棄物処理施設を除く)、観光施設及び研究施設
- 5 前各号に掲げる施設として政令で定めるもの

資料3

PFI のプロジェクト

- ・常陸那珂港北ふ頭公共コンテナターミナル施設の整備及び管理運営事業（茨城県）
- ・千葉市消費生活センター・計量検査所複合施設整備事業（千葉市）
- ・福岡市臨海工場余熱利用施設整備事業（福岡市）
- ・神奈川県衛生研究所等施設整備事業（神奈川県）
- ・ひびきコンテナターミナル整備及び運営事業（北九州市）
- ・神奈川県立近代美術館新館施設整備事業（神奈川県）
- ・神戸市摩耶ロτζ整備等事業（神戸市）
- ・大館周辺広域市町村圏組合・ごみ処理事業（大館周辺広域市町村圏組合）
- ・当新田環境センター余熱利用施設の整備・運営事業（岡山市）
- ・紀南交流拠点事業（三重県）
- ・朝霞浄水場・三園浄水場常用発電設備等整備事業（東京都）
- ・調布市立調布小学校整備並びに運用及び維持管理事業（調布市）」
- ・江坂駅南立体駐車場整備事業（大阪府）
- ・神奈川県立湘南海岸公園海洋総合文化ゾーン施設整備事業（神奈川県）
- ・高知医療センター整備運営事業（高知市・高知県）
- ・マリンピア神戸フィッシャリーナ施設整備事業（神戸市）
- ・八雲村学校給食センター施設整備事業（島根県八雲村）
- ・区部・ユースプラザ整備事業（東京都）
- ・橿原近鉄八木駅前南地下駐車場等施設整備事業（奈良県橿原市）
- ・近江八幡市民病院整備運営事業（滋賀県近江八幡市）
- ・倉敷市・資源循環型廃棄物処理施設整備運営事業（岡山県倉敷市）
- ・大分県女性・消費生活会館整備事業（大分県）
- ・桑名市図書館等複合公共施設整備事業（三重県桑名市）
- ・取手駅北区 C 街区共同ビル整備事業（茨城県取手市）
- ・滋賀 2 1 会館整備 PFI 事業（滋賀県）
- ・とやま温泉施設整備事業（兵庫県八鹿町）
- ・上越市民プラザ（新潟県上越市）
- ・金町浄水場常用発電施設（東京都）
- ・道立広域公園整備事業（北海道）

資料4

資産の流動化と Securitization ~ 信託と SPC (特定目的会社) ~

1 信託とは

(信託の要素)

信託財産

~ 金銭債権、有価証券、不動産、動産、地上権、借地権のほか財産的価値を有するもの (信託業法)。

~ 財産権一般 (資産の流動化に関する法律)

委託者(trustor)、受託者(trustee)、受益者(beneficiary)。ここで委託者 = 受益者でもよい。受託者 = 受益者はあってはならない。

受益権

~ 収益受益権、元本受益権。相続、譲渡、質入の対象になる。

(信託の特質)

委託者から受託者に財産権の所有権が移転する。信託終了の際には信託財産は受益者に帰属する。

受託者は信託財産を管理・処分できる唯一の権利者。

(信託と都市・地域開発)

公有地信託

市街地再開発事業

土地区画整理事業など。

2 信託を「業」として行うには

信託法

民法の特別法。私人も信託契約により、信託を行うことができる。

信託業法、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律、担保附社債信託法、投資信託及び投資法人に関する法律、貸付信託法、特定債権等に係わる事業の規制に関する法律、資産の流動化に関する法律など。業として行う者はこれらの法律の適用を受ける。

3 信託と証券化

近年、資産の証券化という大きな流れのなかで、その裏付け資産が信託されることが起きている。

裏付け資産の多様化も進んでいる。

また、投資信託の対象は株式などの有価証券に限定されていたが、今や不動産投資信託も認められるにいたる。

(1) どのような資産が証券化されるか

裏付け資産の多様化も進んでいる。自動車ローン、リース債権、売掛債権などの金銭債権、オフィスビル、マンション、百貨店、ガソリンスタンドなどの不動産、そして不良債権にまで広がっている。さらには、知的資産という形のない資産の証券化に向かっている。

また新規事業の資金調達にも活用される。

つぎのような資産について、2000年度2兆5千億円の規模に達する。

- 1) 金銭債権 a 自動車ローン、b リース、c 消費者ローン、d 売掛債権など
- 2) 事業債権
- 3) 不動産 a CMBS（商業用不動産ローン担保証券）など
- 4) その他 a 生命保険基金債権

(2)なぜ証券化か

総資産の圧縮、資産効率の向上

収益性ない資産は極力に持たない。遊休不動産の活性化など。

不良債権の処理、遊休不動産の処理など。

借入金などでバランスシートを膨らまさずに事業を拡大する。

新しい事業の資金の調達など。

債権の流動化

キャッシュフローのキャパシティを高める。

(3)どのような方法で行われるか。

(資産の圧縮)

マイカル

事業会社はSPCを設立する。

事業会社は、事業用資産（オフィスビル、店舗）を信託銀行に信託し、信託受益権を取得する。

事業会社はSPCに信託受益権を譲渡する。

SPCは信託受益権を裏付けに債券（商業用不動産ローン担保証券）を機関投資家向けに発行する。

KDDI

事業会社はSPCを設立する。

事業会社は、事業用資産（オフィスビル）を信託銀行に信託し、信託受益権を取得する。

事業会社はSPCに信託受益権を譲渡する。

SPCは信託受益権を裏付けに、社債を機関投資家向けに発行する。

賃貸料を社債の元利払いにあてる。

MM21

信託銀行と事業会社はSPCを設立する。

SPCは機関投資家から出資を得る。またSPCは、地方公共団体から公共用地を借りる（SPCは権利金と月々の賃借料を地方公共団体に支払う）。

SPCは賃貸料を機関投資家に収益配分する（証券化はなし）。

雪印

事業会社はSPCを設立する。

事業用資産（オフィスビル）をSPCに売却する。

SPCは事業用資産を担保に証券を機関投資家向けに販売する。

賃貸料を証券の元利払いにあてる。

マル八

事業会社は SPC を設立する。

事業会社は事業用資産(オフィスビル)を信託銀行に信託し、信託受益権を取得する。

事業会社は、SPC に信託受益権を譲渡する。

SPC は信託受益権を裏付けに証券を発行する。

賃貸料を証券の元利払いにあてる。

(新しい事業の資金調達)

鹿島

事業会社は、SPC を設立する。

SPC は、銀行借入、資本金で土地を購入する。

SPC は物件建設期間中に賃貸料収入を担保に社債を発行する。

(事業会社は、有利子負債、入居者が集まらなかったりして、事業がとん挫した場合に SPC 出資分の損失を被るにとどまる。)

(債権の流動化)

住宅金融公庫

住宅金融機関は、住宅ローン債権を信託銀行に信託し、信託受益権を取得する。

住宅金融機関は、信託受益権を裏付けに住宅ローン担保証券を投資家向けに発行する。

住宅ローン利用者の元利払いを、投資家への元利払いにあてる。

東京・三菱銀行

金融機関は SPC を設立する。

SPC は中堅・中小企業から売掛債権を買い取る。

SPC は、売掛債権を担保に CP(コマーシャルペーパー)を機関投資家向けに発行する。

クオーク

ノンバンクは SPC を設立する

ノンバンクは割賦販売債権を SPC に譲渡する。

SPC は割賦販売債権を裏付けに、ABS を個人投資家向けに発行する。

(不良債権の処理)

Goldman-Sacks

不良債権を買い取った投資家が、その債権を信託銀行に信託する。

信託銀行は SPC を設立する。

信託銀行は、SPC に信託受益権を譲渡する。

SPC は信託受益権を証券化し、ABS (資産担保証券) を機関投資家向けに発行する。

松竹

事業会社 a は SPC を設立する。

土地所有者 b は信託銀行に土地を信託し、信託受益権を取得する。

土地所有者は信託受益権を SPC に譲渡する。

SPC は、賃貸料を裏付けに金融機関から融資を得る。

4 信託と SPC の相互補完

信託と SPC は競合する面もあるも、SPC を通じて信託受益権を証券化するという相互補完の流れも生まれつつある。

(1) 信託

税法上は課税対象にならない。

信託受益権は実質的には指名金銭債権、流通性が制限される。97年6月より金融機関の貸出債権の信託受益権証書は、証券取引上の「有価証券」として認められることになり、法律面では流通性の制限はなくなった（なお、マーケットが発達していないために、実質的には制限されている）。

特定資産・信託財産の管理・処分を行う。

(2) SPC（資産の流動化に関する法律にもとづく）

税法上は課税法人。要件が満たされれば、法人税については 課税対象収益の90%超を出資金の配当として支払った場合のその金額を損金算入することができる（実質的に法人税は非課税）。不動産のSPCへの移転時には、移転に伴う登録免許税が2.5%（通常は5.0%）、不動産取得税が2.0%（通常は4.0%）とそれぞれ二分の一に軽減され、SPCが第三者に不動産を譲渡した場合には、当該譲渡益を配当に充てることにより譲渡益に対する課税は実質的に非課税。

CP、社債、優先株（優先出資証券）には流通性がある（証券法上の有価証券）。

特定資産（信託受益権を除く）の管理・処分を行うことはできない。

（やまかわ ひであき 元経済企画庁(現内閣府)審議官）