

博士論文

官民連携（PPP）における有限責任性に関する研究

安間匡明

目次

目次.....	1
要旨.....	4
1 序論.....	9
1.1 PPP への問題意識.....	9
1.2 有限責任性について.....	13
1.3 本論文の目的.....	18
2 PPP におけるプロジェクトファイナンス.....	22
2.1 既往研究.....	22
2.2 PPP の定義.....	24
2.3 融資対象としての PPP 事業の特徴.....	28
2.4 プロジェクトファイナンスとは.....	33
2.5 プロジェクトファイナンスの成立要件.....	36
2.6 プロジェクトファイナンスの必要性和 PPP との適合性.....	39
2.6.1 プロジェクトファイナンスのデメリット.....	40
2.6.2 スポンサーが PPP でプロジェクトファイナンスを必要とする理由.....	42
2.6.3 PPP がプロジェクトファイナンスに適合する理由.....	48
2.6.4 プロジェクトファイナンスによる高いレバレッジ比率.....	50
2.6.5 プロジェクトファイナンスが PPP で利用される理由.....	53
2.7 結論.....	54
3 プロジェクトファイナンスが齎す社会的価値.....	56
3.1 プロジェクトファイナンスの実績デフォルト率.....	56
3.2 既往研究.....	59
3.3 PPP 向けプロジェクトファイナンスの審査実務の分解.....	61
3.4 プロジェクトファイナンスのリスクコントロール分析.....	66
3.5 公共主体からみた金融機関による審査の価値.....	72
3.6 結論.....	79
4 インド PPP における金融モニタリング機能.....	82
4.1 背景.....	82
4.2 インドの PPP と不良債権化.....	84

4.2.1	インドのPPP	84
4.2.2	民活インフラ向け融資拡大と不良債権化	85
4.3	PPP 向け融資の不良債権化の要因分析	88
4.3.1	中銀による特別な融資振興策	88
4.3.2	SPC 向け融資の多用	90
4.3.3	国営商業銀行の圧倒的地位	90
4.3.4	インドの銀行審査の問題：基幹3要素審査抜きの審査	91
4.3.5	頻繁な単独融資	101
4.3.6	基幹ミスマッチと未成熟な社債・資本市場	102
4.3.7	ノンリコース性からの乖離と親会社向け融資の不良債権化	103
4.4	結論：不良債権化の要因分析（総括）	105
5	サービス購入型PPPの金融モニタリング	108
5.1	基幹3要素審査の再分解	109
5.2	我が国のプロジェクトファイナンス審査	113
5.2.1	対SPC損害賠償条項の存在の確認	114
5.2.2	対SPC損害賠償条項の効果・影響	116
5.2.3	対SPC損害賠償条項が生まれた背景分析	119
5.2.3.1	事業者選定における実績の評価	119
5.2.3.2	対SPC損害賠償条項が生まれた6つの要因	124
5.2.4	標準的サービス購入型PPP案件の実質的アンバンドリング化	129
5.3	標準的サービス購入型PPP設計の政策的含意	134
5.3.1	公共主体によるPPP設計の重要性	134
5.3.2	バンドリングの重要性	135
5.4	サービス購入型PPPに関する会計検査院報告	137
5.5	結論	140
6	我が国のPPP契約における賠償責任	143
6.1	問題の背景	143
6.2	既往研究と本章の位置づけ	145
6.3	国内制度上の考え方	146
6.3.1	PPP法令とガイドライン上の基本的考え方	146
6.3.2	国内契約上の実態	149

6.4 海外との比較	150
6.5 我が国の PPP 契約制度の背景	156
6.5.1 スポンサー視点での追加資金負担	156
6.5.2 我が国 PPP の特徴と背景	159
6.5.3 標準的サービス購入型 PPP における実質的有限責任性	162
6.6 我が国の PPP 契約制度の課題	166
6.6.1 対公共損害賠償責任の規定の意味	166
6.6.2 非有限（無限）責任のコスト	167
6.6.3 公共主体としての政策的検討	173
6.6.4 プロジェクトファイナンスとの整合性	174
6.6.5 PPP 事業の出資証券の流動化	175
6.6.6 本節のまとめ	175
6.7 官民間の情報非対称性と「信頼」の必要性	177
6.7.1 選択的事後の情報開示機能	177
6.7.2 PPP 契約における「信頼」の重要性	182
6.7.3 対 SPC 損害賠償条項の活用に向けた課題	189
6.8 結論	192
7 PPP 推進策と金融資本市場政策	195
7.1 はじめに	195
7.2 我が国金融資本市場の歴史とその特徴	197
7.3 地域・地場の金融・資本市場育成の重要性	201
7.4 公共主体にとってのノンリコース融資の価値	203
7.5 金融規律と両立する政府の政策	206
7.6 政府調達制度・会計法	207
7.7 官民間の情報非対称性削減にかかる仕組み	208
7.8 結論	210
8 結論	212
参考文献	226
付録 用語一覧	232
謝辞	243

要旨

本論文の目的は、PPPにおける「有限責任性」に着目しつつ、民間事業者によるPPP契約書上の契約債務不履行に伴う損害賠償責任を定めた規定（対公共損害賠償条項）が、我が国のPPP契約に存在することの合理性を考察し、改めてその存在意義を再構築することにある。そのうえで、得られる結論と紐づけられる範囲で、VFMの向上に向けた我が国のPPP設計の在り方についての政策的インプリケーションを導き出すことである。

手法としては、PPPにおける有限責任性に関する学術的成果（経済学、経営学、法学の既往研究）のレビューを行ったうえで、金融機関や民間事業者の実務現場の世界においては重要視されていながら、学術研究では取り上げられていないプロジェクトファイナンスや企業財務戦略の実務の実態について分析の焦点をあて、インドおよび我が国の識者、弁護士やスポンサー企業のヒアリングを行った。

序章に続く第2章では、PPPの投資リスク量は公共主体が独自に決定するため、民間事業者は統合リスク管理上の要請に基づき否応なく有限責任性と両立する資金調達を必要とする点を解明した。

第3章では、PPP事業に関して金融機関によるプロジェクトファイナンスの審査が果たす社会的役割について分析した。同審査は、返済原資がプロジェクト事業収入に限定されること、PPPの契約規定可能性（Contractibility）、安定操業を確保しようとする保守的な運営維持管理予算の確保を通じて、公共主体の利害・インセンティブと一致することを分析した。金融機関のプロジェクトファイナンス審査は、「中核的な株主（スポンサー）のプロジェクトマネジメントの能力審査」、「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」、「事業当事者間のインセンティブ構造の審査」の基幹3要素の分析を最も重視しており、公共主体によるPPP事業設計や事業者選定における判断の過ちを牽制する役割を果たすことを明らかにした。

第4章では、2004年頃から加速化したインドのPPPプログラムとその膨大な不良債権化の問題を取り上げ、第3章で指摘された基幹3要素審査の欠如が不良債権化の主要な原因であることを、専門家への2回のヒアリング等から明らかにした。

第5章では、我国の標準的サービス購入型案件のPPP案件を取り上げ、複数の弁護士・スポンサーへのヒアリングから、邦銀によるプロジェクトファイナンスが実質的にノンリコースでないこと、および、施設整備と運営のバンドリングに向けた内部化の取り組みが欠如していることで、VFMの向上が実現できない問題点を明らかにした。

第6章は、SPCによる契約不履行に関して「PPP契約における賠償責任額の限度化」の課題を取り上げ、第1～6節において、我が国PPP契約における対公共損害賠償条項が英米豪等のPPPでみられる「PPP契約における賠償責任額の限度化」を正面から否定しており、VFM向上を阻害する要因であることを本邦スポンサーとのヒアリングも踏まえて分析した。

本論文の結論は、同章第7節にある。最初に、PPP契約を公共主体だけが利用可能な関係特殊的投資を対象とする長期継続的取引の一類型であると再整理した。そのうえで、オリバー・ウィリアムソン(1985)の取引費用の理論に沿って考えれば、PPP事業は、その実施に伴う様々な取引費用を適切に抑制することで、長期安定的なサービスを公共主体に対して提供できるが、内田貴(2000)の「契約法の二元性」に関する研究成果を援用すれば、かかる長期継続的取引の成立には、契約当事者間の信頼関係が前提条件として不可欠であることを明らかにした。このことから、我が国の対公共損害賠償条項は、「契約上の有限責任性」によって低下したスポンサーのコミットメントを補うために事業者のコミットメントの強化を公共主体が求めたものと位置付けられる。また、同条項は、SPCそのものにこれを履行する資力がないことから、スポンサーが自発的に資金投入するか、あるいは、SPCの破綻を容認するかを決定を行うことを通じて、民間事業者の事業の完遂のコミットメントに関する情報を発信するという意味で、「選択的事後的情報開示機能」が認められるとした。

第7章においては、PPPを推進する政府が、PPP制度の設計においてプロジェクトファイナンスを対象とする金融資本市場政策との連携の必要性とスポンサーの実質的有限責任性を意識して契約設計を行うべきことを指摘した。

本論文の結論から導き出される政策的なインプリケーションは、次の通りである。

第1に、我が国の公共主体は、PPPの事業者選定の在り方を見直したうえで、サービス購入型のPPPにおいても、インフラ運営の民業移管度を高める必要がある。これまで我が国の公共主体は、PPP事業者選定において加点評価型

の総合評価方式やプロポーザル評価方式を採用したものの、民間事業者の応札資格要件としては、単純な受注実績以上に差別化要件を設けず、評価選定基準においても運営履歴におけるパフォーマンスを差別化した評価を行わなかったがために、運営業務の民業移管度合いを高めることができず、PPP契約における賠償規定の強化にも繋がった可能性がある。事業者選定の選定・評価の基準をインフラ施設の運営にかかる実質的な能力を重視する方向に変えることで、民間事業者にとっての難易度は高まるものの、運営業務の中核部分をより民間事業者に移管したPPPの設計が可能となり、運営に長けた事業者による施設整備と運営・維持管理のバンドリングについて取り組みの推進が図られ、サービス購入型PPPのVFMを引き上げることができる。そして、運営業務に関して信頼性の高い事業者の選定を行うことを目的に、PPPに応札する民間事業者の事業履歴情報を体系的に確保するためには、応札事業者に対して詳細かつ正確な事業履歴情報の提出を求め、その虚偽記載には罰則を適用する制度の創設や、中央省庁と地方自治体が連携して公益機関を設立し、PPP事業に関する民間事業者のパフォーマンスにかかる履歴を共有・集積する必要がある。また、プロジェクトファイナンスの融資をする銀行業界との間で情報・意見交換を行って、銀行の審査において発見されたPPP設計上の課題（官民リスク分担上の事業者への過剰なリスク移転など）や事業者の選定の在り方（応札価格に対する過度な加重配点など）についても相互に協議できる仕組みを作ることが重要である。本来、銀行は与信判断上受容可能なリスクはできるだけとったうえで、より高いフィーや金利を稼ぐインセンティブがあるため、プロジェクトファイナンスの審査に長けた有能な銀行であればあるほど、リスクテイクのレベルの高いノンリコースファイナンスを提供しようとする。しかしながら、民間事業者がコントロールできないリスクを民間側に宛がわれた事業、あるいは、運営面で信頼性の低い選定事業者の下で実施される事業については、ノンリコースファイナンスを拒絶して収益機会を失うか、スポンサーの債務保証を取ることで本意に収益性の低い融資対応を行ってしまうため、銀行としてもノンリコースファイナンスの提供を可能とするPPP設計や事業者選定の基準策定には強い関心があり、公共主体との間でPPPの最適な設計を求めることについての利害が一致する。このように、事業者の信頼性に関する情報の整備を行い、銀行との協議を通じてノンリコースファイナンスを可能とする事業者選定基準を整えることで、契約上の有限責任性に伴う事業者の外形的コミットメント低下に関しても、

資本コストの増加を伴う契約上の履行義務の強化や対象事業の難易度の引き下げではなく、スポンサーの事業履行の確実性にかかる信頼性を事業者選定段階で評価することを通じて対処できるようになる。また、これと並行して、事業者選定においてスポンサーの長期的な財務体力を評価対象とするべきである。

第2に、我が国の公共主体は、前段落において述べたように、民間事業者の信頼性にかかる情報を収集分析し、能力およびコミットメントの高い事業者を選定可能となるように体制整備を行うことと並行して、PPPの設計においてスポンサーの実質的な有限責任性を積極的に推進することを通じてVFMの向上を目指していく明確な方針をガイドラインとして、スポンサーとなる事業者の関連業界および金融業界に対して積極的に発信するべきである。公共主体が、スポンサーの実質的な有限責任性に対する積極的な容認姿勢を明確にすることや、運営部分の民業移管度合いが高まり事業リスクがスポンサーにとってより高まることで、スポンサーの意識も高まることが予想される。特に、一部のスポンサー（施工会社）は、公共事業においては公共主体が作成した標準的な請負契約の契約を受け入れざるを得なかったことから、対公共主体の契約や事業において有限責任性の追求を行ってリスク管理を行う習慣・経験がなく、結果的には有限責任性の追求に積極的ではなかったが、かかるスポンサー（施工会社）の有限責任性確保・利活用に関する意識も高まると考えられる。そのことにより、対民間金融機関とのセキュリティパッケージ交渉において、運営業務を得意とするスポンサーが代表企業となって、真にスポンサーの実質的な有限責任性のあるセキュリティパッケージの構築を金融機関に求めることを通じて、VFMの向上が実現できることが期待される。また、対公共損害賠償条項そのものは残しつつも、損害賠償金額の予定を行い、そこで賠償額の上限額設定を行うことが政策選択肢ともなる。別の選択肢としては、公共主体がスポンサーの事業履歴に関する情報の共有と評価システムの確立ができれば、同条項における賠償責任額の上限をサービス対価受取額とすることで、「PPP契約における賠償責任額の限度化」を確立し、スポンサーの実質的な有限責任性を実現できるので、そのことは資本コストの削減を通じてPPPのVFMの向上に資すると考えられる。

PPP設計に関して重要なことは、PPPは民間の創意工夫と活力を利用した公共インフラサービスの調達の一手段であるが、官が官民間のリスク分担を決めて契約を起案し事業者の選定も官が行う結果、PPPは純粋な民間の事業では

ない。市場競争に晒されていない公共主体が一部のリスクテイクを担い、かつ、事業計画の重要な部分（官民リスク分担や技術的要求水準）を設計し、契約相手の選定も官の判断で決定している。インフラの公共性を考えればそのことは公共政策的に好ましい面があるが、民営化された事業や、純粋な民間企業同士の契約とは異なるため、官が誤った設計・決定をすれば、市場では達成可能な効率性が PPP では達成されないリスクを孕む。PPP の効率性を高めるためには、官が犯しているかもしれない間違いを民間で活用されている仕組みで代替できないかという観点で検証し必要に応じて是正する必要がある。本論文で見たように、プロジェクトファイナンスを通じた銀行の審査もこの役割を担っている。また、PPP 契約における損害賠償責任額の限度化は、民間企業同士の契約ではコストの引き下げの観点から好んで多用されるが、民間企業は、同時に契約先企業の選定に厳しい選別を行っている。同様にプロジェクトファイナンスでは、金融機関がスポンサーの有限責任性を受け入れるが、その前提として金融機関がスポンサーのプロジェクトマネジメント能力や PPP 契約の内容を精査し、良好な事業履歴の有無や官民のリスク分担構造を独立に厳しく審査するのである。もちろん、公共主体があえて民営化を選択せず PPP を選択することに関しては相応の理由があるので、すべて民間のプラクティスに合わせればよいものではない。しかしながら、有限責任性の追求や事業者選定手法においては民間のプラクティスは重要な参考になる。

以上

1 序論

1.1 PPP への問題意識

Engel et al (2014) [1] [2]は、PPPに関する既往の研究成果をもとに PPP を包括的に議論している。同書の定義に拠れば、Public-Private Partnership (「PPP」という。以下、太字表記は付録1に掲載された用語の初出を示す)とは、政府・地方公共団体・その他の公共団体(以下「公共主体」という)が民間事業者との間で有期・長期の契約を結び、民間事業者が社会基盤施設(以下「インフラ施設」という)の新規整備もしくは更新および運営・維持管理を行って、それに対して公共主体もしくは利用者から対価を得る仕組みのことを言う。我が国では(内閣府ホームページ [3])、PPPを推進する国内根拠法の目的を踏まえ、民間の資金と経営能力・技術力(ノウハウ)を活用し、公共施設等の設計・建設・改修・更新や維持管理・運営を行う公共事業の手法として定義される。なお、PPPをこの定義よりも広義の意味(指定管理者制度、包括的民間委託、公設民営などを含む)で使うこともある。狭義の意味でのPPPは、英国由来の用語であるPrivate Finance Initiative(以下「PFI」という)と一般的には同じ意味である(但し、事業者への対価を公共主体が払うものだけを称してPFIと呼ぶ場合もある)。我が国でもPPPではなく、PFIと呼ばれることが多い。なお、PPPの定義は、本論文の第2章第1節にて詳説する。

著者は1997年以降、金融機関におけるプロジェクトファイナンス部・審査部・担当役員の勤務等を通じ、海外で実施されるPPP事業を対象とするプロジェクトファイナンス融資の案件受付、内談検討、審査および融資の実務に携わってきた。「プロジェクトファイナンス」とは、加賀[4]によれば、「①特定されたプロジェクトが対象で、原則として、②主たる返済原資が当該プロジェクトのキャッシュフロー(以下「CF」という)に依拠し、かつ③担保が当該プロジェクトの資産に限定されるファイナンス」のことを指す。プロジェクトファイナンスによる融資の最大の特徴は、事業からのCFを唯一の返済原資とすることにある。

著者が内談として検討もしくは融資対象案件として取り組んできた海外のPPP案件(発電、送電、空港、道路、水道、通信等)においては、公共主体が、民間事業者によるインフラ施設の運営効率の相対的優位を活用して、コスト削減もしくはサービス品質向上のメリットを向上させる観点から、インフラ施設の中核的な運営部分をほぼその

まま民間事業者に任せる形でPPPを設計しており、その目的はValue for Money（略称：VFM）の向上であった。VFMとは、公共主体の支払い金額(Money)に対して最も価値の高いサービス(Value)を供給するという考え方のことを指し（内閣府ホームページ [3]の Q13 参照）。従来の方式（公共主体自身による公共施設整備と運営）と比べて、PPPの方がライフサイクルコストとしての総事業費をどれだけ削減できるかを示す率（%）で測る。著者が関与した海外PPP案件の第1の特徴は、インフラ施設の長期の運営業務に長けた代表企業が、整備対象となるインフラ施設の設計と運営・維持管理の長期間にわたる費用を最適化するために、PPP事業の全体を統合的に管理していたことである。このようなPPP案件では、代表企業が自ら施設整備を行う場合もあるが、必ずしも自社でインフラ施設の整備を行うとは限らず、運営の効率性改善により大きな付加価値創造を見出し、プロジェクト開発と運営・維持管理業務に持てる人的資源を集中して、自国市場はもちろんのこと、新たな事業機会を求めて自国以外のグローバル市場でもその競争優位性を発揮して活動していた。PPPを新たに導入したホスト国政府も、自国内にはインフラ施設の運営のできる民間事業者が少ないため、応札資格として一定の運営経験を求め、豊富で良質な契約履行実績のある外国企業の参画を積極的に受け入れていた。

その第2の特徴は、事業の資金調達に関するもので、本邦企業（商社・電力会社等）も含め、グローバル市場で豊富な実績・経験を有するインフラ運営企業が、プロジェクト開発・運営実績を金融機関に誇示しながら、プロジェクトファイナンスに強くこだわって、資金調達コストの削減を通じた価格競争力の確保に熱心であった。彼らがそこで要求していたのは、自らが特定事業実施のために出資・設立するSpecial Purpose Company（以下「SPC」という）に対する当初出資金以上の追加資金投入義務を負わず、金融機関からもSPCの出資者（以下「スポンサー」という）に対する請求を行えない資金調達（以下、このような性質のものを「ノンリコース」のファイナンスという）であった。そして、最終的に首尾よく貸付契約の締結（以下「ファイナンシャルクロージング」という）ができること、金融機関による資金調達コスト削減への貢献を称えてその後の関係強化を求めるなど、資金調達におけるノンリコース融資の重要性に関する民間事業者の認識と期待は極めて高いものであった。

このような PPP 案件の開発現場では、「インフラ運営部分の大胆な民業移管」⇒「豊富かつ良好な運営実績を有する事業者の参画」⇒「積極的なノンリコースのファイナンス活用」という基本的な流れが観察された。

もちろん、第一の特徴とは異なるタイプの PPP 案件は海外にもある。英国の PFI で言えば、Accommodation-based project と呼ばれる病院・刑務所・学校を対象にしたものがあり、事業者はその中核的な運営業務（診療、刑務、教育）を担うことは無く、インフラ施設整備とともに当該施設の建物の維持管理（facility maintenance）やケイタリング、清掃、リネンの供給などの付随的なサービス（soft services）だけを行ってサービス対価を公共主体から受け取る。こうした案件では、施設整備と建物の維持管理・ソフトサービスの提供を統合管理する上で創出される効率性も少なく、英国会計検査院の報告書「PF1 and PF2」（2018）[5]（para1.6～1.12 参照）にもあるように、コスト削減を通じた VFM の向上について否定的な検証がなされている。一方、第 2 の特徴に関する限り、英国では施設が利用可能な状態となっていることに対する対価（これを「Availability Payment」という）の支払いを通じて、単一利用料（以下「unitary payment」という）の原則が貫かれている。つまり、施設整備相当の対価も、施設が定期的に適切に維持管理された状態（availability）を確認して支払われ、かつ、維持管理費用の対価とともに同じ基準に基づき同時に払われるという原則が貫徹されているため、施設整備資金の回収に一定のリスクがあるという事情も相俟って、プロジェクトファイナンスの利用は積極的に行われている。

一方で、日本におけるこれまでの PPP の経緯・現状を見てみると、我が国では電力・ガス・鉄道・通信などの分野で民営化された公益事業が多数ありながらも、民営化が見送られてきた従来型の公共インフラ分野では、最終的な管理責任を持つ公物管理者の責任が厳しく定められるなどの事情も影響して、PPP 案件数の増加にも拘わらず、公共インフラの運営業務の民業移管に向けた進展は緩慢であった。公共主体が公共施設の長期にわたる運営権を民間事業者のために設定し、当該事業者が利用者から利用料を直接に徴収して独立採算で運営する PPP 事業のことを「**コンセッション**」というが、まだ実施件数の少ない空港・道路・下水道・展示場等のコンセッション案件や調理を伴う学校給食事業・運営業務の多い病院 PPP 等を除けば、国内 PPP 事業の多くは施設整備が事業内容の中核部分を占める。我が国の施工会社（本論文では、我が国において施設整備のために計画された工事を行う事業者のことを指し

て「**施工会社**」と呼ぶ)は、一般的な公共事業では設計を行わず施工のみを行うが、PPP では設計・施工とも行う能力があり、実際にその両方を担うことが多い。しかし、代表企業となる施工会社が本格的な運営業務を自ら担う PPP 事業の機会は限られており、多くの場合には、別の運営専門の事業者との間で業務分担していた。その結果、我が国の施工会社が、フランスの Vinci、スペインの Ferrovial、Acciona のように運営業務に秀でたインフラ・オペレーターに変貌し、かつ海外の PPP にも頻繁に進出できるほどの国際競争力を獲得したという企業の事例は観察できない。空港コンセッションの後に期待されていた地方公共団体の道路運営事業や上下水道事業のコンセッション事業化への進展も停滞気味である。また、整備後の施設運営・維持管理状態が要求水準を満たしていることの引き換えに(利用者ではなく)公共主体が民間事業者に対価を払う様式の PPP (以下、これを「**サービス購入型**」の PPP という)やその資金調達の状況を見ると、PPP にプロジェクトファイナンスが利用されていながら、民間事業者から、銀行によるリスクテイク機能の際立った効用が聞かれない。一方では、銀行からのプロジェクトファイナンス借入可能性が、運営業務に関して豊富かつ良好な経験・実績をもつ企業だけに限られるという現象も見られない。そして、政府・自治体側(公共主体)も、プロジェクトファイナンスにモニタリング機能があると認めるが、それもあくまでも「事後的なモニタリング機能」であり、金融機関が重視する事前審査についての便宜・効用は殆ど語られなかった。プロジェクトファイナンスを通じて得られる価値が共有されていないのである。我が国の PPP の現場では、まだ数の少ないコンセッション案件等を除けば、「運営の抑制的な民業移管」、「運営・維持管理よりも設計・施工に長けた企業が主要なプレイヤー」、「プロジェクトファイナンスへの低い期待」の3点の特徴を抱えている。そして、運営の民業移管が行われているという意味で本格的な PPP であるコンセッション案件数は、令和2年度末までの7年間累計で35件(内閣府(2020) [6])にとどまるなど、経済規模に比べれば PPP プログラムは全体的に停滞気味である。しかも、2021年5月に発表された会計検査院の報告では、我が国政府が実施したサービス購入型案件の PPP のうち、調査比較可能な27件のすべての事業において従来型に比べて維持管理費相当額が大幅に上昇しており、我が国 PPP の VFM が実質的にマイナスであったことが報告されていることから、VFM の向上を図るために我が国 PPP の設計の改善に取り組むことは重要である。

我が国 PPP の VFM 向上を図る観点からも、以上のように、民間事業者に対するインフラ運営業務の本格的な移管とノンリコース・ファイナンスによる資金調達を活用によって特徴づけられる PPP と、コンセッションが導入されたもののまだ適用案件が少なく、運営の民業移管度の低いサービス購入型案件を中心に発展してきた我が国の PPP の設計の差異について、「有限責任性」（次節にて定義）をキーワードに考えてみたいと思ったことが本論文の動機である。

1.2 有限責任性について

本論文の課題を設定する前に、本論文のキーワードとなる PPP における「有限責任性」の概念について説明する。

「有限責任性」とは、企業の事業活動に伴って企業がリスクをとって負担しなければならない責任金額が、個別の契約あるいは子会社設立等を通じて、一定の金額を上限に限定されていることを言う。有限責任性は、例えば、ある契約相手方との間で特定事象に関して生じた賠償責任額の上限額設定として観察できる。企業 A（以下 A という）が、役務を企業 B（以下 B という）に提供する A・B の間の直接契約においてその役務提供が遅延したり、提供そのものを怠ったりした場合には、A が B に払う損害賠償金額が問題となる。このとき、予め当事者間の契約において、実際に B が被った損害額の多寡にかかわらず、A が払う賠償金額の上限額を設けておくことは、有限責任性の一類型である。逆に言えば、A と B との間で損害賠償責任額の上限額を契約で決めておかない場合には、A と B との間で損害額の認定について係争となる可能性があり、その損害額が調停や裁判で幾らになるかを予見できない。このような場合には、有限責任性とは言えない。同様に、Engineering, Procurement & Construction (EPC) に関する契約では損害賠償額の予定 (Liquidated Damage) や損害賠償額総額の上限 (Limitation of Liability) の条項として、有限責任性は頻繁に観察される。これらは、契約相手方と直接に締結した契約において個別に規定されることにより実現する有限責任性である。以下、このような契約を通じて有限責任性を実現することを「**契約を通じた有限責任化**」という。

契約を通じた有限責任化とは別の方法もある。実施する事業のリスクが高いと判断した場合や自社ブランドとは異なる新たなブランドを設立したいと企業Aが考えた場合に、実質的には企業Aから派遣された職員がAの有するノウハウを用いて事業を行うのであるが、法人格としてのAが直接には事業を実施せず、Aが子会社Xを設立してXの名義において事業を行わせ、Xが銀行から借り入れた資金の借入債務や、Xが締結する契約上の債務には、親会社Aが何らの保証を行わないということがある。もちろん、Aの取引先（銀行を含む）はこのような事業形態の取引に応じることを避け、資金力をもつAと直接に取引することをAに要求することは可能であるが、Aの子会社事業における事業戦略や業界の実績・評判に対応して、銀行や取引先がXを通じた取引に応じることは珍しくない。このような場合、子会社Xが破綻すれば、Xは銀行に対して返済ができず、他の取引先への債務も履行できなくなるが、Aは破綻子会社の清算をつうじて子会社に出資した出資金額を全額失う可能性があるものの、それ以上の責任を負っていない。もちろんAは、自らの評判を考えて自発的にXの債務を肩代わりすることもできるが、それは義務ではないので、このようなSPC設立を通じた仕組みも、有限責任性の一類型である。このとき、Xの債権者は多岐にわたる。既に述べた銀行以外に、債券保有者、複数の原材料の仕入れ取引先にくわえて、Xに雇われる従業員（賃金）、Xの不法行為によって被害を受けた第三者（第三者損害賠償請求権）などである。このようにSPC設立を通じて、上限額設定が不可能な第三者損害賠償責任を除き、構造的に有限責任性を成立させる方法を、本論文では「**SPC 設立を通じた有限責任化**」と呼ぶ。

このように、SPC設立を通じた有限責任化においては、子会社であるXは複数の債務を負い、多数の債権者から請求を受けるが、スポンサーであるAは子会社Xの（第三者損害賠償責任を除き）すべての債権者に対して有限責任性を確保できる。このようにSPC設立を通じてAが享受する有限責任性は、Xとその債権者との間で結ばれる個別の契約の内容には原則として依存しない（この点がAとBとの契約を通じた有限責任化と根本的に異なる）。敢えて個別契約内容に依存する可能性があるのは、Xの負う債務にAが自らの意思で積極的に保証を提供する場合だけである。SPC設立を通じた有限責任性では、スポンサーであるAは、Xに対して払い込んだ出資金が減損するリスクを負うだけで、

子会社Xの活動によって登場するすべての債権者に対して、契約上は直接の債務や保証債務を負わない。このことをとらえて本論文ではスポンサーの「**契約上の有限責任性**」と言う。

PPP は、その資金調達を通じてプロジェクトファイナンスとも密接にかかわっている。PPP はプロジェクトファイナンスとほぼセットで推進され、銀行からの借入債務に関しても、スポンサーにとっての契約上の有限責任性が確保されてきた。しかしながら、スポンサーにとっての契約上の有限責任性を前提としたプロジェクトファイナンスは、借りる側にとっても面倒でコスト・時間のかかる資金調達手法であり、金融機関側にとってもリスクの高い複雑な様式での貸付である。プロジェクトファイナンスは、債務者における負債比率引き上げ（以下「**レバレッジ**」という）による**自己資本利益率（ROE）**の向上のための資金調達上の単なる一手法に過ぎず、PPP の事業・契約設計における重要性は殊更に認められないと論じられることも多い。しかし実際にはプロジェクトファイナンスはPPPにおいて特に多用されている。プロジェクトファイナンスのPPP への適合性の一部を説明したものはあるが（Yescombe [7] [8]ほか）、プロジェクトファイナンスがPPP で必要とされる理由を端的に示した文献は見当たらないため、本論文ではそこから説き起こす（第2章参照）。

また、PPP においてはその事業を実施するために必要な契約当事者双方の権利・義務を定めるために、個別の事業毎に官民の間で契約が結ばれる（以下これを「**PPP 契約**」という）。PPP 契約の一方の契約当事者は公共主体であり、もう一つの契約当事者は民間事業者であるが、このときの民間側は、継続企業（going concern）としての企業、つまりスポンサーが契約当事者となるのではなく、スポンサーが当該PPP 事業のために設立するSPCが契約当事者となる。このことに関してYescombe [7]も、スポンサーがノンリコースの資金をプロジェクトファイナンスで資金調達することから、PPP においてはSPCが契約者となると説明する（同§2.4.5）。しかしながら、開発途上国におけるPPP においては、プロジェクトファイナンスの資金調達が可能であるとは限らないし、先進国のPPP においても事業のリスクプロファイルによっては、プロジェクトファイナンスの融資が付かないこともある。公共主体はする場合でも、事業履歴・信用・資金力もないSPCを、スポンサーの保証なく、PPP 契約の相手方として認めてきている。この結果、PPP 契約の権利義務関係における公共主体との関係においてもSPCが契約上の責任を負い、スポンサー自らが直接に

PPP 契約上の義務を負うことはない。このことによりスポンサーは、SPC に対する出資額以上に契約上の責任を求められることはなく、スポンサーとしての有限責任性を確保することができている。

また、第6章にて詳述するが、英国、米国、豪州および世銀のPPPガイドラインの適用された国々（以下、「**英米豪等**」という）のPPPにおいては、SPCのPPP契約上の義務不履行に伴う公共主体に対する損害賠償責任は、公共主体からの受取対価額の範囲内に限定されるなど、損害賠償責任額に予め上限が設定されている。このようにPPPにおいては、単に「契約上の有限責任性」ということにくわえて、SPCがサービス対価減額以上の損害賠償責任を免除されているという意味で、個別のPPP契約を通じてSPCの賠償責任額に上限設定がなされていることがある。ここで特徴的なことは、銀行はプロジェクトファイナンスにおいても遅延損害金を借入人であるSPCに対して免除するようなことはしないが、英米豪等の公共主体は、民間事業者によるPPP契約上の**債務不履行（default, デフォルト）**に伴う損害賠償責任額をサービス対価の受取額の範囲に止めることを積極的に行っている。その背景には、SPCの債務不履行に伴う損害賠償責任をサービス対価の受取額以上に設定した場合でも、一般的に余資を持たないSPCが賠償額を払えないことはスキーム的にも確実であるため、不払いを理由にPPP契約を解除せざるを得なくなる。しかし、公共主体としては賠償の履行よりも事業の再開や再構築について、より強い優先的な関心がある。この意味でSPC設立を通じて確保した「契約上の有限責任性」の概念以上に、公共主体が「契約を通じた有限責任化」を使って、SPCの責任額の減額に積極的に応じていると言える（以下、このようなPPP契約上の賠償責任の有限責任額の限度化のことを、本論文では「**PPP契約における賠償責任額の限度化**」という）。一方、PPP契約上の金銭債務不履行は、スポンサーにとってはPPP契約解除に直結し、投資の全損に繋がるため、スポンサーとしての契約上の義務のある債務ではないが、いざとなれば自ら資金投入を決断せざるを得ないほど重要なSPCの債務である（詳細は第6章第1節にて後述）。このため「PPP契約における賠償責任額の限度化」は、スポンサーがSPC破綻を避けるために任意でSPCに資金注入する必要性を弱めることで、スポンサーにとっての契約上の有限責任性を実質的に強化できる。このように、契約上の有限責任性だけでなく、PPP契約におけるSPCの賠償責任額の限度化が併せてなされていて、総合的にみてスポンサーの実質的な投資責任額が限定されていると言える。このことを本論文では「**実質的有限責任性**」という。

以上をまとめたものが図1（次頁）である。本論文では、PPP に特徴的にみられる「SPC 設立を通じた有限責任化」と「PPP 契約における賠償責任額の限度化」の両方を考察対象とする。

なお、先に述べたように SPC の債権者は、銀行や公共主体に限らない。SPC の契約相手先として設計・施工の両方を行う会社（以下「EPC コントラクター」という）や運営・維持管理を行う企業（以下「O&M コントラクター」という）は、出資者であるスポンサー自身であるか、スポンサーの子会社となる可能性もあるが、やはり SPC の債権者である。SPC の不法行為による被害を受けた第3者は、その損害賠償責任を SPC が締結する民間の保険でカバーしようとするのが普通であるが、やはり SPC の債権者である。これらはいずれも債権者として差異はないが、第3者損害賠償責任は、民間の保険でカバーされるべきその特異な性質に鑑み、本論文の議論の対象からは除外する。

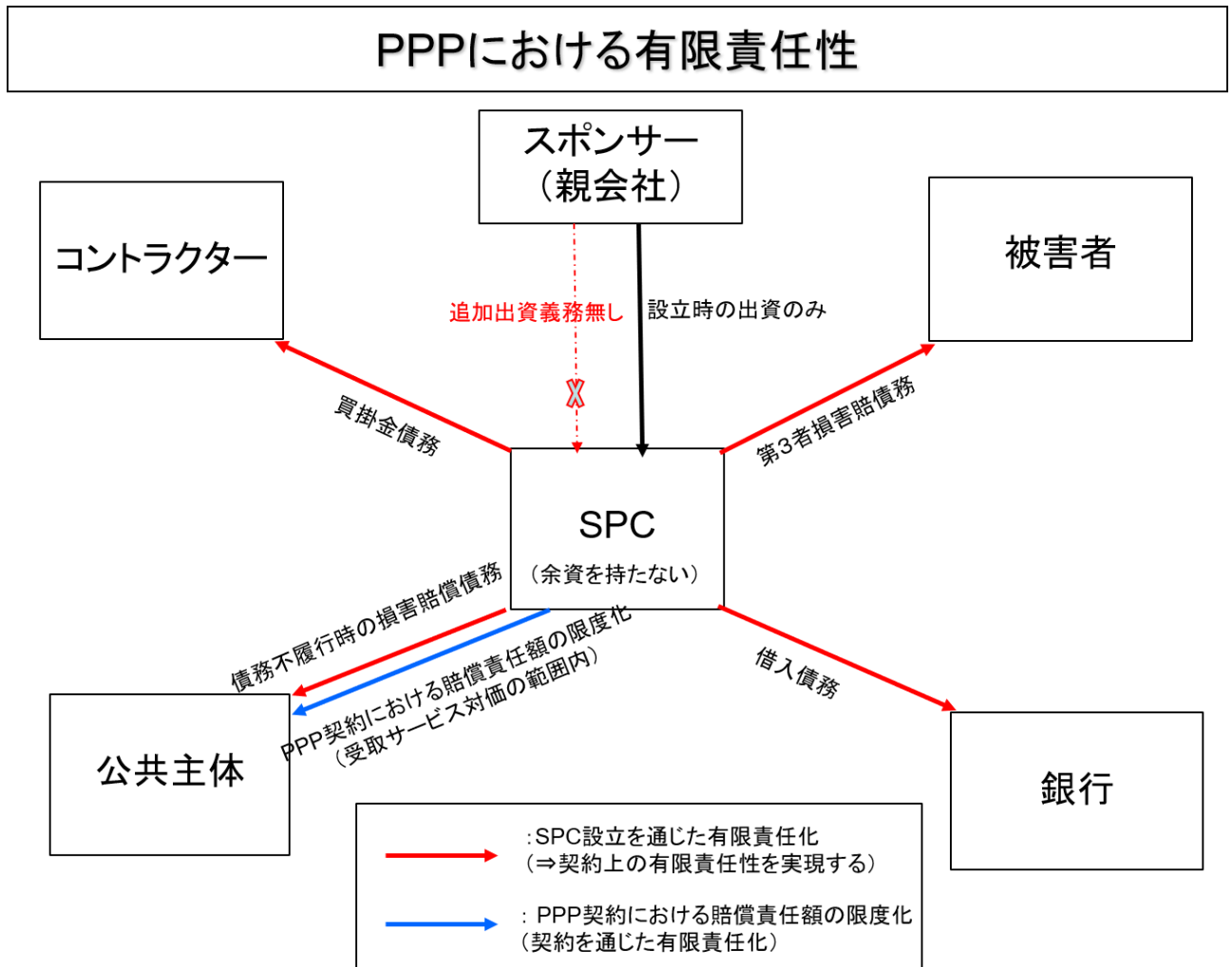


図 1：「PPP における有限責任性」 (著者作成)

1.3 本論文の目的

PPP は完工後に長期の運営期間を伴い資金の回収に長期間を要するため、運營業務に関する責任やリスクが民間事業者には重い負担となる。PPP の歴史の浅い国では必然的に運営に良好な実績のある有能な国内事業者数は限られるが、長期に重い運営リスクのある事業を請け負うことが可能な、真に能力のある民間事業者は、運営コストを大幅に引き下げる運営ノウハウを持っている。彼らは、金融機関からの資金調達においてもレバレッジを高め自らの投下資本量を削減して一定の金額に留め、投下自己資本量削減に対応して資金調達コストを下げようとする。このことで、事業権獲得に向けた入札においては、応札に当たって適正な利潤を確保するために、事業に必要な費用

総額を引き下げようとする。VFM を重んじる公共主体も、選定する事業者の事業履行に関する「信頼性」が損なわれない限りは、契約当事者としての投下リスク量の削減・調整を受け入れる。ここで問題となるのは、どのようにして公共主体が、民間事業者による投下資本の削減に関係なく、問題なく民間事業者に事業を任せられるのかである。つまりこの問題は、公共主体による PPP 事業者の選定や PPP 契約・資金調達の内実を含めた PPP 全体の設計の問題でもある。ここで必要となるのは、事業者の投下資本量の削減を意味する「スポンサーの実質的有限責任性」と公共主体が民間事業者に求める高い「事業履行の確実性」の両立である。PPP においては、事業者と公共主体・金融機関との間で、スポンサーの実質的有限責任性の容認と両立して事業履行の確実性/返済確実性について適切な折り合いが見つかることで VFM が上がる。逆に折り合いが見つからない場合には、スポンサーの実質的有限責任性が実現せずに VFM の向上が実現できない。あるいは、公共が必要とする高い履行確実性が実現できないことが理由で、公共主体は民間事業者にインフラ施設の運営を任せられなくなる。本論文では、かかる問題意識を持ちながら、PPP 事業の資金調達をプロジェクトファイナンスの視点で分析し、結果として成立している資金調達の構造を診断することから始めて、PPP の上流工程にある事業設計にバックキャストしたうえで、PPP の在り方を考える。

本論文の目的は、PPP における契約上の有限責任性を分析したうえで、我が国の PPP 契約に対公共損害賠償条項が存在することの合理性を考察し、改めて同条項の意義を再構築するとともに、得られる結論と紐づけられる範囲で、VFM の向上に向けた我が国の PPP 設計の内実についての政策的インプリケーションを導き出すことである。

本論文においては、最初に PPP の資金調達および契約に関する学術的成果（経済学、経営学、法学の既往研究）のレビューを行ったうえで、金融機関や民間事業者の実務現場の世界においては重要視されていながら、既往の学術研究では十分仔細に取り上げられていないプロジェクトファイナンスや企業財務戦略の実務の実態について分析の焦点をあてる。最初に、スポンサーの実質的有限責任性のなかでも比較的広く認識されている資金調達時における有限責任性の確保に着目し、プロジェクトファイナンスが PPP で多用される根本的理由、プロジェクトファイナンスが公共主体に齎すメリット、インドや我が国の PPP におけるプロジェクトファイナンスの有効性についてインドおよび我が国の専門家にヒアリングを行ったうえで解明する。次に、本論文の中核的な分析対象である PPP 契約における

賠償責任額の限度化を取り上げ、スポンサーの実質的有限責任性確保という観点からは整合性が取れないだけでなく、英米豪等で見られないという意味で特異な契約条項（第5章第2節で後述する「対公共損害賠償条項」）に焦点をあてる、

論文の構成としては、第2章において、PPPにおいてなぜプロジェクトファイナンスがほぼ例外なく利用されるのか、その理由を、PPP事業の構造的な特徴とプロジェクトファイナンスの適用条件から解明する。第3章では、プロジェクトファイナンスがPPP事業に融資を行うにあたり、金融機関の行う事前審査の実務上の分析過程を分解したうえで、公共主体にとっての意義およびその有効性の働く前提条件を明らかにする。第4章では、インドのPPP事業についてプロジェクトファイナンスが適切な事前審査機能を発揮できなかった問題を取り上げ、その要因を分析する。第5章では、我が国のPPPにおいては、親会社による債務保証は行われておらず外観的にはプロジェクトファイナンスの様式でファイナンスが提供されておりながら、プロジェクトファイナンスについては積極的な評価が行われていないことを取り上げその背景と要因を分析する。第6章では、日本の標準的なPPP契約において、民間事業者の故意・過失による契約義務不履行については支払対価の総額を超えうる損害賠償責任を求める条項が別途存在していることに着目する。同条項は、サービス購入型のPPP契約のみならず、浜松市公共下水道終末処理場（西遠処理区）運営事業の公共施設等運営権実施契約書に見られるように、コンセッションのPPP契約にも規定されている。しかしながら、このような規定は、英米豪等のPPPには見られない特異な条項であり、現行制度のままでは当該規定が民間事業者に与える混乱や公共主体にとってのVFMへの悪影響について分析・指摘する。そのうえで、当該条項が果たしうる潜在的な役割について経済学的に新たな解釈意義を見出すことを通じて、この役割と整合的となる、PPPの事業者選定の新たな仕組みを提案する。第7章では、日本の金融資本市場の歴史的特徴やPPP事業にとって望ましい銀行・資本市場のあり方とその政策連携の必要性について整理し、これまでは、PPPプログラムの事業設計にかかる政策と金融資本市場育成策は、それぞれが独立に政策運営されてきたが、今後は、PPP事業の推進と並行して金融資本市場整備を同時に行っていく必要があることを指摘する。第8章では、以上の分析を総括して結論を述べる。

2 PPPにおけるプロジェクトファイナンス

PPPという事業の設計と、ひとつの資金調達手段に過ぎないプロジェクトファイナンスという金融手法はそれぞれが独立して設計されており、互いに影響を与えるような特別な関係性はないと考えられていることが多い。事業設計と資金調達設計に大きな関係性はないと言う見方である。これまでも、その必然的な結びつきを指摘する研究は、豊富なPPP研究をレビューしたEngel et al (2014) [1]の参考文献においても確認できない。しかしながら、PPP事業では、その国にプロジェクトファイナンスを供与できる金融の仕組みが存在する限りは、少額案件等を除き、ほぼ例外なくプロジェクトファイナンスが利用されている。本章では、なぜ殊更にPPPにおいては、プロジェクトファイナンスを利用するのか、および、なぜPPPの事業の形態・特徴がプロジェクトファイナンスに適切であるのかを解明する。

2.1 既往研究

プロジェクトファイナンスを利用することでスポンサーは、少ない自己資金を元手に自らの株主資本の調達コスト（資本コスト）よりもコストの低いノンリコースの外部負債資金を調達することで、自己資本利益率（ROE）を上げることができる（これを「レバレッジ」あるいは「レバレッジ効果」と呼ぶ）。しかしながら、プロジェクトファイナンスの一般の意義を研究したEsty [9]は、レバレッジだけでは、レバレッジ引上げに伴う企業の倒産リスクの増大を説明することができないとして、プロジェクトファイナンスを利用する主な動機として、①SPCのなかでのエージェントコスト（所有と経営の間、スポンサーと別のスポンサーの間、SPCと契約先の間、それぞれのプリンシパルとエージェントの利害の不一致に伴って生じる費用（agency cost））の削減、②スポンサーの過剰債務を原因とする過小投資に伴う機会費用の削減、③SPCの倒産コストからスポンサーを遮断するためのリスクマネジメント、という3点をあげた。さらに、Esty and Megginson [10]は、プロジェクトファイナンスは、債券を含む他の金融商品との比較において、第1に、借入人へのより綿密・緻密なモニタリング・牽制機能を有し、第2に、対象プロジェクト破綻時の債務再構築に安価に取り組める柔軟性をもち、第3に、多くの銀行をシンジケートとして形成することで、

借手の戦略的デフォルトに抑止力をもつとした。Yescombe [7]は、PPPに限らないプロジェクトファイナンスに関する一般論を離れて、特にPPPにおいてなぜスポンサーがプロジェクトファイナンスを使うのかについてひとつの節を割いて取り上げている。その理由として、調達コストが相対的に低いノンリコースの負債資金を取り入れることによる高いレバレッジ効果、事業リスクの分散を可能とする構造上の仕組み、多様な投資家を組み入れられる柔軟な構造、長期資金調達を必要とするPPPへの適合性、親会社の借入能力の維持確保、SPC債務のオフバランスシート化の6点を挙げている。Engel et al [1] [2]は、以上を含むPPP・プロジェクトファイナンスに関する既往の研究成果を整理したうえで、プロジェクトファイナンスの必要性について説明しており、PPPには、個々のプロジェクトにおいては独立した経営が行われる必要性、複数企業による共同事業運営、性能発注・長期契約を通じた設計・施工と運営・維持管理業務の統合・最適化（以下、これを「バンドリング」(bundling)という)という3つの特徴が資金調達の選択を理解するうえで重要であるとしたうえで、プロジェクトファイナンスを使う第1のメリットはレバレッジであるとしている。スポンサーの資金は、株式資本と負債から構成される。そのうち株式資本のコスト（資本コスト）は、配当原資となるCFの高いヴォラティリティを反映して、負債（銀行融資や社債の金利）の調達コストよりもかなり高い。資本コストは、「持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜」と題される「伊藤レポート」（2014）[11]によれば、低金利時代の我が国でも最低8%程度とされる。したがって、親会社の負債資金調達コストに比べて高いプロジェクトファイナンスの金利を勘案しても、SPCへの出資金の高い期待収益率（ROE）と比べれば、プロジェクトファイナンスのコストがかなり低いことをメリットとしてあげる。第2に、PPPにおけるエージェンシーコストの削減と過小投資の抑制をメリットとしてあげる。PPPに参加する公共主体・スポンサー間およびスポンサー相互間のリソース（資金、人員の配賦）の取り合いから事業を守ること、および、事業収入をスポンサーへの配当に優先させ、銀行・債券保有者への返済資金を確保できることにあるとする。第3は、プロジェクトファイナンスのリスク隔離機能である。子会社（SPC）の事業リスクから、親会社を隔離することをメリットとしてあげる。

Engel et alの言うレバレッジ機能やリスク隔離機能は、PPP事業におけるスポンサーの要求である。しかしなが

ら、リターン向上やリスク隔離というこれらのスポンサーの要求は実はPPPに限ったことではなく、他の産業でも同様に求められることである。また、エージェンシーコストの削減はスポンサー自らが求める場合もありうるが、常に必要とするとは限らない。スポンサーは、プロジェクトファイナンスを提供する金融機関から強く求められなければ、SPCが行う事業とスポンサー自らが行う事業との利益相反をあえて完全には解消せず、リソースの配分に関して経営の自由度を保ちたいと考えるからである。

本章では、レバレッジ機能やリスク隔離機能というPPP事業に限らないプロジェクトファイナンスの役割から解き起こすのではなく、PPP事業に特有な構造上の特徴である「リスク量の管理の視点」から、PPP事業のスポンサーがなぜプロジェクトファイナンスを利用するのかをまず明らかにし、同時にPPPとプロジェクトファイナンスの適合性を通じて、両者の不可分密接な関係を明らかにする。

2.2 PPP の定義

本節では、PPPの定義と事業の特性について考える。文献をレビューすると、PPPの定義は多様である。

国際通貨基金（IMF）[12]は、「PPPとは、従来は公共主体によって提供されてきたインフラ施設とそのサービスを民間部門が供給する仕組みである」としたうえで、「従来は公的部門が自ら実施しそのファイナンスも行ってきた投資プロジェクトを民間部門に移管することだけに重点があるのではなく、PPPの特徴として次の2点を重視すべきである。第1に、民間部門が投資することだけでなくサービスの提供を行うことと、第2に、公共主体から民間部門に対して事業リスクの大きな部分が移転していることである。この限りで、民営化、第3セクター、フランチャイズ、業務委託などもこうした特徴を孕んでいるが、PPPが異なるのは、PPPではインフラ施設的设计・施工とサービスの提供のために、官と民が事業の成功に向けて互いに協力しあっていることである。という意味では、コンセッションとオペレーティングリースは公共主体の役割を削減するという意味で、PPPの一種である。」としている。

同じくIMF [12]は、世界で統一されたPPPの定義はないとしたうえで、次のようにPPPを定義している。PPPとは、「公共施設とそのサービスの提供を目的として、民間企業と公共主体との間で締結される長期契約のことで、その

契約のもとでは、民間企業が相当程度の事業リスクと運営責任をとり、パフォーマンスにリンクした対価を受け取ることになっている」。また、この定義では、施設の新設とその運営も民間企業の責任の対象に含まれる、民間企業にとっての収入は、受益者負担金の場合も公共主体が支払う対価収入の場合もある。対象にはあらゆるセクターの公共サービスが含まれる、民間に移管される事業内容は設計・建設・ファイナンス・運営・維持管理など、あらゆるものが含まれるが、民間企業が対象施設の生み出すパフォーマンスに関して責任を持ち、事業リスクと管理責任を負うことが求められるとしている。

世界銀行 (World Bank) [13]は、「公共資産・公共サービスを提供するために、民間事業者が相当のリスクとマネジメント責任を負い、そのパフォーマンスに応じて対価を得ることになっている官民間の長期契約」と定義し、①新規・既存の資産とそれに関連するサービスの両方を提供するものを含む、②サービス対価を利用者から直接受領するものと、政府から受け取るものの両方を含む、③関連するサービスの提供に公共的な意味があり、長期契約であることに対応して長期に資産が宛がわれるものであると特徴付けている。

ラテンアメリカのPPPの実証研究を行ったGrimsey & Lewis [14]は、「PPPとは、民間企業がインフラ施設の設計・施工・運営を行うこと、あるいは、民間企業が公共主体の代わりにインフラ施設を利用して公共サービスをコミュニティに提供することを目的として、公共主体が民間企業と長期の契約を締結する仕組みのことを指している」と定義している。一方で、PPPの形態には様々なものがあるとしたうえで、幾つかの特徴的な要件、具体的には、①公共主体が管理していた施設を民間に移管し占有させること、②民間企業が施設の新設もしくは更新を行うこと、③公共主体が施設運営の性能基準を定めること、④民間企業が、品質や提供価格の制約を課されたうえで、公共サービスを一定期間提供すること、⑤民間企業が契約期間終了後に対象施設を公共主体に返還することに約定していること、のすべてもしくはその一部が当てはまるものがPPPであるとしている。

Yescombe [7]は、現代的意味でのPPPが、20世紀初めから1950年代における米国の教育サービスおよびその他公益事業で活用されたPublic Trustまで遡ることができるとしたうえで、PPPの定義として次の要素をあげる。第1に、公共主体と民間企業との長期契約 (PPP契約) の締結、第2に、民間企業が施設の設計・建設・運営を行うこ

と、第3に、施設の設計・施工資金の全額もしくはほとんどが、民間の資金で賄われること、第4に、民間企業に対する対価は、公共主体もしくは利用者によってPPP契約の期間を通じて払われること、第5に、対象施設の所有権がPPP契約期間中に公共主体に存続しているか、あるいはPPP契約期間終了時に公共主体に返還されること、第6に官民の間で対象事業に関して何らかのリスク分担が行われること、第7に、事業対象が公共サービスの提供にかかわるものであること、をあげている。さらに、Yescombeは、相当程度の設備投資を伴わないような、単純な既設施設の買い取りや運営は狭義のPPPとは言えず、外部委託契約の範疇に入るべきだとしている。また、官と民が対等な出資者となり合弁契約を結んで事業を行うことや、駐車場の民業委託のようなものも狭義のPPPとは言えないとしている。

Engel et al [1] は、次のようにPPPを定義する。「本書においてPPPとは、公共主体が民間企業と契約を締結し、当該契約期間中に生じる収益源を対価として、公共施設を設計・施工もしくは改修させたくうえで、相当な長期間（例えば30年）にわたって運営・維持管理をさせる仕組みのことを指すことにする。有料道路などの事業においては、収益源は、受益者負担金から構成される場合がある。また病院施設では、利用者は施設整備の負担金を徴収されず、公共主体が分割払いする場合もある。より一般的には、コンセッション権利事業者は、受益者負担金と公共主体支出を組み合わせたものによって対価を得る。またどんな場合でも、契約期間終了後には、対象資産は公共主体管理下に戻るようになる」

Iossa & Martimort (2015) [15]は、PPPの特徴として、3つの要素をあげている。第1に、施設整備と運営・維持管理の両業務を一つの契約なかで民間事業者の責任としていること、第2に、従来は公共主体が負っていたリスク（特に、設計・施設整備・運営・維持管理）を民間事業者に移転させていること、そして第3に、典型的には25～35年にのぼる長期の契約であることをあげている。

我が国（日本）の行政において、内閣府 [3]は、PFIとは、公共事業を実施するための手法の一つであり、民間の資金と経営能力・技術力（ノウハウ）を活用し、公共施設等の設計・建設・改修・更新や維持管理・運営を

行う公共事業の手法であるとして、契約の形式・内容に言及せずに定義して説明している。また、公共主体が発注者となり、公共事業として行うものであり、JRやNITのような民営化とは違うと説明している。

このように様々なPPPの定義をみると、PPPの定義は一様でないことがわかる。一方で、本論文で問題とするべき狭義のPPPと、民間企業が、期間や形態を問わず、何らかの形で公共インフラサービスに関わるという意味で広義のPPPを区別する幾つかの重要な分類基準が見えてくる。我が国および海外で推進されているPPP案件を特徴付ける、PPPの重要な共通の要件を以下に列挙する。

- (1) 【公共インフラサービスを対象】事業の対象はインフラ施設を通じて提供される公共インフラサービスであること：公共性のない事業はPPPの対象ではない。
- (2) 【有期・長期の官民間契約】官民間の有期・長期（本論文では「10年超」の意味で使う）の契約に基づく。
- (3) 【契約における官民間のリスク分担】契約において事業実施に関して官と民との間で異なる責任・リスク分担が定められていること：あくまでも責任とリスクの引き受けの分担である。契約当事者の一方の重大な債務不履行は事業契約の解約にも至る。
- (4) 【設計・施工と運営のバンドリング】民間事業者の責任範囲に施設整備（更新も含まれる）と施設の運営を通じた公共インフラサービスの提供がともに含まれている。
- (5) 【対価のパフォーマンス連動】民間事業者が公共主体もしくは利用者から得る対価の支払いは、公共主体が設定する性能発注とそれに応じた対価支払に関する基準に従い、提供されるサービスの品質に紐づいて行われる。言い換えれば、要求性能を満たさない事業には対価が全く支払われないこともある。
- (6) 【投資回収の超長期性】投資回収に時間がかかること：サービス対価の支払いは、PPP契約の事業期間となるため、通常は超長期にわたって払われる。言い換えれば、事業者は、公共事業の請負契約のように短期に投資コストを回収することができないほか、定められた品質を満たさなければ施設整備コストの回収を含めて投資資金の回収を得ることができない。
- (7) 【施設所有権は最終的に公共主体に帰属】契約期間終了時には、施設の所有も占有も公共主体に帰属する。

本論文では上記の基準を満たす「狭義のPPP」を対象に議論を進めることにする。したがって、この定義のなかには、海外では Institutional PPPと呼ばれ我が国では第3セクターと呼ばれる「官民の共同出資による合弁事業」、あるいは、存続の期限なく民営化された公益事業、Design & Buildと呼ばれる設計・施工一括契約、施設

整備にかかる投資を全く伴わない民間事業者による運営事業，短期の運営委託契約，性能発注とパフォーマンスの対価支払基準を持たず単純に投入労働の対価を収益とするような外部委託契約，Design Build Operate (DBO)のように完工段階で施設整備に対する対価が事業者に全額払われてしまうような契約形態などは含まれない。

2.3 融資対象としての PPP 事業の特徴

前節で定義した PPP の事業の経済的な構造を分析して整理しなおしてみると，以下のような特徴をもっていることがわかる。

(1) 大規模投資の必要性

PPPの第1の特徴としては，対象となるインフラ施設に必要な投資規模が大きいということがあげられる。道路，鉄道，空港，港湾，上下水道などいずれにおいても，相当の規模が必要である。これが新設でなく更新投資であっても必要額は小さくはならない。表1は，世界銀行 [16]が調べた最近の開発途上国におけるPPPの投資規模の平均と中央値である。これをみても，平均で2～3億ドル，中央値でも1億ドル程度の投資額が求められる。

表 1：開発途上国における PPP の件数と事業規模
(Source: Private Participation in Infrastructure (PPI) 2019 Annual Report / WB)

TABLE 1. FREQUENCY DISTRIBUTION OF PROJECT SIZES OVER THE PREVIOUS FIVE-YEAR PERIOD AND 2019				
Year	No. of Projects	Mean	Median	Maximum (2018 US\$ millions)
2014	389	324	80	11,146
2015	385	318	77	37,702
2016	353	229	71	5,430
2017	386	261	76	7,050
2018	428	232	96	3,804
2019	409	238	92	8,637

(2) 埋没投資性

スポンサーにとって対象となるPPPの事業が公共インフラサービスであることと，最終的な施設所有権が公共主体に帰属することは，スポンサーの事業投資計画にとって極めて重要な影響を与える。具体的には，スポンサーが投

資して新設もしくは更新することにより整備した施設は、スポンサーが自分の資産として持ち続けることができず、事業期間終了後には返還が求められるものであり、かつ、他の目的（その他の民間事業）に転用することが一義的には不可能である（これを普通には「埋没投資」（sunk investment）と呼ぶ）。その結果、当該施設には公正市場価値（Fair Market Value）が存在しない。つまり、投資した資産は、転用や売却が認められないほか、仮に許可を得て施設を売却できたとしても、公共主体が認める契約に基づく事業権（その契約）と一体でなければ、施設そのものには何ら資産としての価値が一切ない。このような投資の性格は、「関係特殊的投資」とも呼ばれる。

(3) PPP事業機会の請負的性格

PPPは、官民間の契約があって初めてスポンサーにとっての収益となる事業機会が発生する。つまり、公共主体が事業の内容（施設の目的、規模、サービス品質、サービスの価格など）を自らの判断で企画・立案し、契約相手となる事業者を選定のうえで契約を締結してくれなければ、民間事業者にとっての事業の機会はない。公共主体が特定の民間企業とPPPの契約を締結するにあたっては、事業者選定にあたり入札手続きを経ることも一般的である。仮に民間事業者提案方式（Unsolicited Proposal）を採用するにしても、提案企業が採択や契約締結に至るまでには、公共主体により様々に選定の透明性を確保する手続きが必要になるため、事業者提案が選定される可能性は常に不確実である。つまり、スポンサーから見ると、PPPは公共主体による発意があって事業に参加する機会の可能性が生まれるものであり、かつ、事業者選定や提案採択手続きが完了して初めて事業機会が与えられる。という意味では、事業の内容は、公共事業における請負契約への取り組みとは明確に異なるものの、事業機会そのものは公共主体からの請負的性格を有する。しかも、公共主体が確保する公共事業予算の継続性や予算の透明性に鑑みれば、公共事業の事業機会には、一定の予見可能性が見込めるが、PPPは公共事業予算ほどの継続性や予見可能性がないため、その特徴はさらに際立つ。言い換えれば、民間事業者は、自らの公共インフラサービス市場の需要分析と投資発意だけでは、PPPの事業機会を作り出すことができず、かつ長期的にも事業機会の予見可能性が低い。そのことは、民間事業者自身による分析で、受益者負担金によるコスト回収を前提に、公共インフラ市場に十分なPPPの有効需要（補助金なしに利用者が十分な支払意思額を觀察できる状況）を見立てることができたとしても同じであ

る。その根本的な理由は、公共主体はインフラ施設のネットワークを計画・決定する権限を有しているが、民間事業者にはその権限がないことに起因する。

しかも、PPP の特徴は、民間事業者の投資事業でありながら、その投資内容・事業規模・顧客へのサービス価格などの最重要事項を、民間事業者との PPP 契約締結前に、公共主体が決めてしまうことである。他業種では、投資内容やその規模は、投資家が自らその裁量で決めるのが当たり前だが、PPP は異なる。この結果、民間事業者は、自らの財務体力に相応しい水準で投資規模を調整するなどの経営判断を行うことができず、事業権入札に参加するか否かの二者択一判断を迫られることになる。

(4) 事業の独立性・部分最適性

PPPには性能発注の考え方があり事業者には一定の自由度が与えられるものの、前項にて述べたように、PPPの事業内容の骨格とその範囲のすべては、官側の発意・決定により決められ、官民間の契約のなかに事業の詳細が規定される。また、契約書の規定内容は、民との交渉で決められるのではなく、公共主体があらかじめ起案した契約約款で決められている。契約書においては、事業の場所、事業範囲、事業期間、対価収入の源泉やその料金設定水準、民間事業者により提供されるサービスの対価支払に紐づけられる要求水準、官民間の責任・リスク分担、事業契約の解約に至る民間企業側の債務不履行事由の規定に至るまで、公共主体があらかじめ設計しており、多くの規定は契約交渉の対象とはならず、入札書類上もその旨が設定されている。したがって、民間事業者は公共主体によって設定された事業の範囲・条件のなかだけで最適（つまり部分的に最適）な事業を目指すことができるだけである。仮に民間事業者が、利用者や納税者の支払意思額をより高められるより良い事業設計案を構想できたとしても、相手方となる公共主体が入札実施前に（あるいは民間事業者提案の下での事業者選定手続きのなかで）その案を採択しなければ、その事業者案は事業機会としては実現しない。つまり、与えられた事業機会は、スポンサーにとっては、自らにとって投資採算上も最適な事業設計（リターン最大化という観点のみならずリスク最小化）である保証がないばかりか、公共の利益を最大化したうえでスポンサーにとって次善の事業設計となる保証もない。スポンサーは常に公共が決めた事業設計の枠の中で、自らの収益最大化を行うことができるだけである。さらに付け加えれ

ば、公共主体が自身に都合よく個別の事業設計を行う結果、スポンサーが複数のPPP事業を行う場合であっても、その複数の事業ポートフォリオ（事業の集合体）における個々のPPP事業の間ではシナジーを発現することは認められず、多くの場合、個々の事業は独立しており、スポンサーによる全体最適化のための自由度は無い。

(5) 投資回収の長期性

狭義のPPPにおいては、施設の新設もしくは更新のために、民間企業による相当規模の設備投資を伴う。民間事業者は、受け取る対価から運営・維持管理にかかる費用だけでなく、多額の施設整備の費用を回収し、くわえて利潤を実現しなければならない。コンセッション案件の場合には、利用料として受け取る受益者負担金の中に何らかの施設整備対価が含まれていなければ、事業者は投資回収ができない。利用者は、施設が利用可能な状態であれば、施設を利用するその都度料金を払うが、施設を利用する義務はない。また、仮に利用したい場合でも、代替手段を選択して結果的に施設を利用しない場合あるいはサービスの内容が水準を満たしておらず事実上利用できない時には利用者は何らの対価も払わない。したがって、コンセッション型のPPPでは、民間事業者は需要・収入のリスクを負い、その結果、費用回収に多大なリスクを背負うことになる。

一方、PPPの対象となる施設が実際に使われる回数・頻度に対応した対価としてではなく、利用者にフルに利用可能な状態になっていること（これを「アベイラビリティ」と呼ぶ）への対価として公共主体からサービス対価の支払がなされるものを、「アベイラビリティ契約」と呼ぶ。アベイラビリティ契約では、Unitary Paymentの原則

（APMG Public-Private Partnership Certification Program [17], BOX5-12 参照）に従い、施設が利用可能でない場合には、運営・維持管理の対価および施設整備対価の支払は、ともに停止もしくは減額される。厳しい原則のようであるが、これはコンセッション型でも当たり前のことである。施設が利用不能であれば、利用者は施設を利用できず、利用料を払わないからである。アベイラビリティ契約では、スポンサーからみた施設整備にかかる投資費用の回収は、施設整備の対価としてサービス提供の対価支払と分離・独立して行われるのではなく、その時々（例えば半期ごと）のサービス提供実現の対価の一部として、施設整備完了後の長期の運営事業期間にわたって支払われる。この場合には、需要・収入リスクはないものの、施設の状態を一定の水準に保てなければ費用回収のリスクは

依然として残る。但し、日本の PPP やドイツの PPP 案件ではこの Unitary payment の原則が成立していない場合がある。つまりインフラ施設の運営・維持管理状態にかかわらず、原則としては（契約解除時の賠償金支払いを除くという意味で原則として）、施設整備対価の支払が減額の対象とならずに、完工後の債権として確定する形態である。このように、日本の BTO・BOT 型の PPP は、対価を公共主体から受け取るという意味でサービス購入型であり、需要リスクが無い点ではアベイラビリティ契約と同じであるが、Unitary Payment の原則が適用されていない点がアベイラビリティ契約と異なる。

コンセッション型およびアベイラビリティ契約型のいずれの場合も、予定通りに継続的に民間事業者が収入を得ることができるかが重要となるが、その運営事業期間は官民間の PPP 契約において規定される。その期間は空港コンセッションなどでは、40～50 年に及ぶものもあるが、一般的な公共インフラ PPP の場合でも、通常の投資回収には、15～30 年程度の極めて長い投資回収期間が必要となる。つまり、投資金額の大きさや厳格な対価支払の基準に加えて投資回収期間の超長期性から、PPP の事業者が抱える不確実性は大きい。

(6) 相対的な事業リスクの高さ

前項で見たように、PPP においては、施設整備と運営・維持管理をバンドリングした業務を請け負っているため、施設整備の対価の回収を、施設整備終了後の超長期の運営事業期間における着実なサービス提供に紐づいた対価支払まで待たねばならない。公共インフラとしての性格から、サービス提供にはなによりも供給の安定性が求められる。サービス対価の支払いは、安定供給を前提として、公共主体による品質確認に基づいて厳密に行われる。その結果、PPP 契約における支払い条件には、パフォーマンス基準の高い客観性が求められるなど、契約の解釈や実行にも、官民間の強い信頼関係が必要となる。また、契約において官民間のリスク分担が適切になされていることがスポンサーが取り組む前提ではあるが、事業期間中に公共主体によって一方的な事業契約解約の可能性（コスト回収は行っても得べかりし利益の喪失）がありうることを考えれば、スポンサー側からみた事業リスクはより大きくなる。

(7) 適用技術の確立性

PPPにおいては、公共主体からの要請を受けて、最終的には安全・安心・安定的なサービスを提供する必要性から、科学的見地からは技術として認められていても、公共インフラの運営・維持管理の現場において十分に運営上の信頼性が確立していないような真新しい技術をあえて使うことは許されない。言い換えれば、PPP事業に提供される技術の多くは、すでに業界において共有され安定性・信頼性が確立している技術である。その結果、技術の内容についての秘匿性の度合いは、他の産業（例えば製造業）に比べてれば圧倒的に少ない。

(8) 事業収入の相対的安定性

公共インフラサービスは、他企業との競争を前提とせずに公共主体が事業計画を定めることによって成立することが原則であるため、サービス開始後に稼働率が一定の水準に達すれば、事業収入は比較的安定的に推移する。この事業収入の安定性は、あくまでも立ち上がった事業における収入CFの安定性を意味するものであって（収入の低位安定の可能性を含む）、新設事業においてスポンサーや金融機関が需要・収入リスクをコントロールできることを意味するものではないが、収入金額の安定性は、長期の資金返済計画を描くうえで極めて重要な意味を持っている。

このように、PPP事業が以上のような構造的特徴を同時に併せもっていることは、他の産業には見られない特徴であり、同じ公共インフラの公益事業（民営化事業）とも大きく異なる点である。後述するように、こうした特徴が資金調達手法を含め、PPPの設計の在り方に大きな影響を与えることになる。

2.4 プロジェクトファイナンスとは

PPP事業の資金調達においては、一部の少額案件や金融資本市場の発達が不十分な国の場合を除き、ほぼ例外なくプロジェクトファイナンスが使われている。プロジェクトファイナンスの定義は既に序章で行ったが、プロジェクトファイナンスは、融資契約において、スポンサーから保証を取らない融資とも言い換えることができる。継続的に存続する前提の企業による金融機関からの一般的な借入や企業による債券発行（以下「コーポレートファイナンス」という）においては、スポンサーはその借入の全額について自らバランスシート上の返済責任を負う。コーポ

レートファイナンスの借入において借入人はその全額について弁済の責任を負い、もし債務不履行が生じれば、金融機関は強制執行手続きを通じて、借入人の資産を差し押さえて処分する権利をもち、株主よりも優先的にその配分を受けることができる。そして、これが債権額に満たなければ文字通り企業は倒産する。これに対してプロジェクトファイナンスにおいては、スポンサーは、SPC を通じて借入を行い、スポンサーとしての責任は当該 SPC に注入される出資金（イクイティ）に限定される。万が一、プロジェクトファイナンスの借入において債務不履行が生じても、金融機関が究極的にとれる手段は、予め設定された事業の資産・契約の担保権を実行して、自ら事業を運営するか、あるいは、事業を丸ごと別の事業者に移転することだけである。この時、スポンサーは、SPC に投じた出資金を失うだけであり、スポンサーが SPC の残債務を返済する義務はない。プロジェクトファイナンスの借入においては、通常の企業貸付けと比べて、相当の時間と費用を要するにもかかわらず、プロジェクトファイナンスが SPC の出資企業によって好んで活用されるのは、このようにノンリコース・ファイナンスとしての性格をもつからである。このノンリコースとは、融資した銀行がスポンサーに対して遡及して担保・保証・出資等を一切要求しないという意味である。

先に述べたように、スポンサーはこの資金を銀行から最大限に動員して、投下資本に対する内部収益率（Equity IRR）である自己資本利益率（ROE）の向上を図るとともに（レバレッジ機能）、それによって節減した自己資金を他の投資に振り向けることを可能とすることで、投資の効率化を図る。

プロジェクトファイナンスのもうひとつの特徴は、貸手となる金融機関が、借入人である SPC との融資契約を通じて、SPC による融資対象事業の実施を詳細にコントロールすることにある。具体的には、融資契約には、事業の計画通りの実施に必要となる様々な SPC による作為・不作為の義務が特約条項（以下「コベナンツ」と呼ぶ）として書かれており、重大な特約条項に違背し、長期間にわたる契約の違背を放置すると、債務不履行事由と認定され、期限の利益の喪失が宣言されるという強力な権利が金融機関に与えられている。したがって、SPC はこのコベナンツを履行・遵守しようとする強いインセンティブが構築されている。

プロジェクトファイナンスの第3の特徴は、金融機関が、借入人であるSPCが有するすべての資産と契約に担保権を設定することである。これは何のために行うのかと言えば、市場価値の殆どない対象事業資産等をそのまま安値で売却して債権の一部回収を図ることが必ずしも第1義的な目的ではない。SPCによる事業が破綻した際に、金融機関が担保実行した資産等を新たに事業意欲のある別のスポンサーに移転することで、対象となる事業を立て直してもらおうと同時に既存債務の引受をしてもらい、債権を回収する道筋を確保するためである。

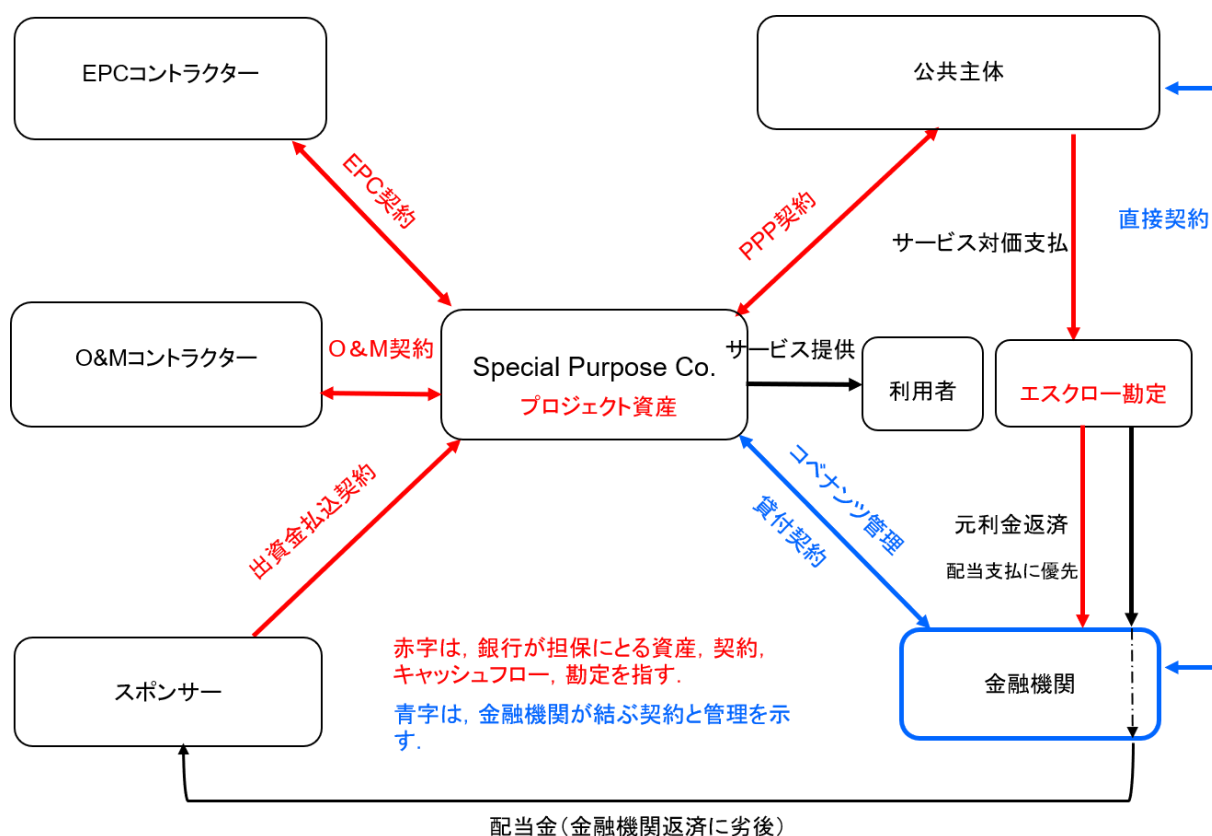


図 2：プロジェクトファイナンス関係図（著者作成）

図2は、プロジェクトファイナンスの関係者の契約関係図を描いたものである。中央に位置するSPCは、単独もしくは複数のスポンサーによって設立され、そのSPCが公共主体と長期・有期のPPP契約を結ぶ。SPCは、スポンサーから提供された出資金と金融機関から調達したプロジェクトファイナンスの資金を使って、EPC契約をEPCコントラクターとの間で締結して施設整備（新設もしくは更新）を行う。施設の完工後には、O&Mコントラクターとの間で

運営・維持管理にかかる契約を結び施設の運営・維持管理を行いながら利用者にサービスを提供し、政府によるサービス購入型の事業（あるいはアベイラビリティ契約の事業）においては公共主体から対価を得る（独立採算型の事業の場合には利用者から直接に対価を得る）。その対価は、金融機関によって設置されたエスクロー勘定に払い込まれ、当該収入は次期の運営・維持管理費、金融機関への元利返済、スポンサーへの配当金の順に優先的に分配される。金融機関は融資契約を通じて、事業運営の在り方について詳細な約束（コベナンツ）を課しているほか、対象事業の資産やSPCが締結するすべての契約（PPP契約、出資払込契約、EPC契約、O&M契約、エスクロー勘定）を担保にとり、SPCの破綻時におけるステップイン（step in）に備えて公共主体との間で直接契約を結んでいる。

2.5 プロジェクトファイナンスの成立要件

本節では、プロジェクトファイナンスの成立要件を明確にする。事業CF創出のトラックレコードの無い会社に対して親会社保証抜きに融資をするためには、融資対象事業の適格性として幾つかの条件が必要である。言い換えれば、どんな事業でもプロジェクトファイナンスの対象になりうるのではない。例えば、既に事業CF創出の始まっている事業であっても、親会社の中に存在していた事業を一部切出して新設の子会社に移せば、それでプロジェクトファイナンスの貸付が可能になるわけではない。融資契約の相手方となる借入人は、事業遂行に向けた強いインセンティブを持ち、融資対象事業が適切に実施され、事業から生まれるCFによって融資金が確実に返済される仕組みが構築されなくてはならない。プロジェクトファイナンスが成立するためには、対象事業は少なくとも次の要件を満たすことが必要となる。

第1に、融資対象事業のすべてが、借入人の強いコントロール下にあり、かつ、経済的に独立して成立している必要がある。Yescombe [7]もこの点を「ring-fenced」 project として指摘している(同§ 21.3 参照)。創出されるCFが融資対象でない別の事業の成否・動向に依存したり、借入人（SPC）との間で契約上の繋がりのない企業の行動に強く影響を受けたりする場合には、貸手である金融機関は、CF創出プロセスを、融資契約等を通じてコントロールすることができないため、コントロール不能なリスクを負ってしまう。融資対象事業が、コントロール不能な主体から

の影響を著しく受ける場合にプロジェクトファイナンスを組もうとすると、当該リスクを融資の仕組みから遮断できる特別な契約上の仕組みが必要となる。例えば、ガス焚きの複合火力発電プロジェクトの場合に、同時に新設されるガスパイプラインによる供給が当該プロジェクトに不可欠であるが、借入人には長期のガス供給契約を結ばせて、Put or pay の条件を確保する必要がある。あるいは、事業の実施に特殊な技術の適用が不可欠な場合には、予め借入人は当該技術を持つコントラクターとのEPC契約を結んでおく必要があり、その契約には金融機関による担保権も設定されなければならない、などである。

第2に、対象となる事業全体が、借入人となるSPCとの契約の網（ネットワーク：図2参照）を通じて適切にコントロールされなければならない。金融機関は事業をフルにコントロールし、返済原資となるCFの創出を促すために、借入人との融資契約を通じて詳細な条件を設定する。貸付契約上のコベナンツは、借入人に対して、プロジェクトの円滑な実施に不可欠な行動を行うことを約させ（ポジティブコベナンツ）、あるいは有害な行動を行わないように約させる（ネガティブコベナンツ）。こうしたコベナンツ条項は、多い場合にはその数が数十件を超える場合がある。借入人に対しては、コベナンツ条項に関して詳細な報告義務を課しており、返済に影響しないような些細な条件未達には、早期の条件達成を条件に権利放棄同意書（waiver of consent）を出す。重大なものについては、債務不履行事由（event of default）となり、事由が治癒しないまま放置されるなどの甚だしい事態には債務不履行宣言の後、返済にかかる期限の利益を喪失させ担保権を実行することができる。金融機関は、借入人と結ぶ契約関係を通じてのみ事業をリスクコントロールため、このような契約を通じた管理の形をとらざるをえない。例えば、融資対象がPPPであれば、「借入人は貸手の事前同意なくPPP契約を含め指定するプロジェクト関連契約（複数）を条件変更してはならない」と規定され、借入人は事業運営についての手足を金融機関に縛られることになる。逆に言えば、事業者がこのような細かなコベナンツ管理を望まない場合、あるいは、金融機関に悉く融資契約で縛られていては、そもそも臨機応変・柔軟に事業実施ができないような事業（例えば製造業）には、プロジェクトファイナンスは成立しない。

第3に、SPCの出資者およびSPCとの契約となるすべての利害関係人の利益相反が排除できるように事業が構築で

きなければならない。事業内部のインセンティブ構造に問題があれば、貸手によるコントロールは機能しなくなるからである。利益相反の大きい利害関係者がプロジェクト関係者として関与していた場合には、当該利害関係を消滅できるように契約関係を変更するか、あるいは究極の判断としては融資を行わない。典型的には、SPCの生み出す事業CFの創出に貢献できない事業者はSPCの出資者となることが望ましくなく、SPCに高い価格で財・サービスを売りつけることのみで強いインセンティブのある事業者は、SPCにおいて出資比率の高いスポンサーになってはならない。仮にそのようなスポンサーが参画している場合には、出資比率の調整を要求するか、融資を謝絶することになる。また、対象事業のなかに利害の異なるスポンサーが多数いて、契約を通じることで関係者の利害やインセンティブを調整することができないような事業（例えば複合的な都市開発事業）の場合には、プロジェクトファイナンスの適用は困難となる。

第4に、SPCの契約関係を通じて貸手のコントロールが行き届く範囲内において、返済原資となる収入CFが生じ、そのCFに担保設定が可能でなければならない。事業CFの創出が行えても、そのCFを金融機関として優先的に押さえることができなければ、金融機関は、事業リスクだけを取り、返済原資を優先的に押されずに終わるため、プロジェクトファイナンスを行えなくなる。不特定多数のバイヤーがいて、個別に異なる内容の契約があり、契約ごとに代金回収の方法が異なるような慣行のある販売事業であれば、エスクロー勘定の設定などを行うことは難しく、プロジェクトファイナンスの適用には不向きである。

第5に、事業内容については、財務面的なことだけでなく、技術的な面を含めて、金融機関による詳細な審査が行えなくてはならない。金融機関が雇うことになる独立のエンジニアが詳細な質問状をもとに、事業の技術的なプロセスについてもヒアリング調査を行い、必要に応じて書面で回答提出を求める。したがって、製造業や製薬業のように、秘匿性の高い技術情報を開示したくない場合には、そもそも技術審査が行えず、プロジェクトファイナンスが成立しない。

第6に、事業に必要な資産・契約関係のすべてを、金融機関の担保として設定できるように事業を構築する必要がある。これは、事業破綻時に他のスポンサーに事業を移管して事業を再生し、新たなスポンサーとのもとで返済手

段を確保する（ステップイン）ために必要である。

第 7 に、金融機関としては、融資対象事業から生じる収入を唯一の返済原資として長期の貸付を行う以上、事業 CF の予測可能性や安定性は極めて重要である。事業収入が、競合する技術の急激な変化や他の事業者との競争により減少・途絶し、大幅な市場価格変動のために仮に融資期間を延長したとしても完済が見込めないようでは、長期のプロジェクトファイナンスの供与は困難となる。

2.6 プロジェクトファイナンスの必要性と PPP との適合性

プロジェクトファイナンスを利用することでスポンサーは、少ない自己資金を元手に自らの資本コストよりもコストの低いノンリコースの外部負債資金を調達することで、自己資本利益率（ROE）を上げることができる。しかしながら、単にプロジェクトファイナンスを適用さえすれば ROE を上げられるということが、プロジェクトファイナンスが使われる主たる理由であるなら、プロジェクトファイナンスは、すべての事業で必要であり、PPP においてのみ頻繁に利用されるとは限らないはずである。

しかしながら実際には、プロジェクトファイナンスは、インフラ施設の運営に関連した民間事業者の案件においてより頻繁に利用されている。Moody's (2020) [18]は、Refinitive（金融専門データ・テクノロジー会社）が集計した現データ（12791件）から、デフォルト分析に活用できるデータ（8583件）を活用して分析を行っているが、表 2（次頁）は、1983～2018の36年間のプロジェクトファイナンス案件をセクター別に分類した数字である。ここに見られるように、プロジェクトファイナンス案件の約8割は、電力・通信を含めたインフラがその対象である。インフラ以外では、約15%が資源エネルギー事業である。本節では、PPPとプロジェクトファイナンスとの適合性について分析する。

表 2：世界のプロジェクトファイナンスの業種別分布
 (source: Moody's Analytics Data Alliance Project Finance Data Consortium)

世界のプロジェクトファイナンス (1983-2018)				
	Refinitive Data		Moody's Data	
	件数	比率%	件数	比率%
電力	6022	47.10%	3884	45.30%
社会インフラ	3021	23.60%	2493	29.00%
通信	708	5.50%	447	5.20%
(小計)	9751	76.20%	6824	79.50%
石油・ガス	1277	10.00%	977	11.40%
鉱物資源	449	3.50%	283	3.30%
娯楽	440	3.40%	188	2.20%
製造業	433	3.40%	75	0.90%
化学	330	2.60%	170	2.00%
その他	111	0.90%	66	0.80%
合計	12791	100.00%	8583	100.00%

Moody's Investor Service (2020) [18]から筆者作成

2.6.1 プロジェクトファイナンスのデメリット

必要性と適合性の前に、プロジェクトファイナンスを通じた資金調達については、様々なデメリットがある。

具体的には、①SPCの新たな設立そのものに手間とコストがかかる。また設立後にはSPCへの人員の異動に加えて、財務・経理・経費管理、人事・コンプライアンス・リスクマネジメント、内規整備・経営企画など、法人として最低限に整備しなければならない様々な組織体制構築が求められる。②銀行の審査が、親会社向け（親会社保証を含む）のコーポレートファイナンスに比べて遥かに細部に精緻・厳密となる結果、審査に時間がかかる、③銀行がプロジェクトの事業リスクを取る結果、銀行に対して事業の中身について、事細かく説明し、必要な情報をすべて提出しなければならない、④銀行がその事業内容等に精通していない事柄（典型的には採用技術）に関しては、銀行が雇用するコンサルタントに求められることにつき情報提供し、かつ、その雇用コストをスポンサーが負担しなければならない、⑤融資契約には、銀行の債権保全のために、多数のコバナンツ（特約条項）等が設定されるため、契約書の交渉は複雑で、時間がかかり、かつ弁護士費用も高額となる、⑥首尾よくプロジェクトファイナンスの融資が

受けられても、貸付中はプロジェクトの実施状況の細部についてまで銀行に管理されており、銀行への説明・定期的な報告、変更事項に関する銀行からの承認の獲得等に関して綿密に対応しなければならない、⑦プロジェクトファイナンスにおいては単独行による融資はありえず、融資団に参加するすべての銀行が合意しなければならないため時間もかかる、当初の融資決定だけでなく、事業計画の重要な事項の変更に関して全銀行の承認を取り付けるのは簡単ではない、⑧融資金利は、親会社向けのコーポレートファイナンスに適用される金利に、プロジェクトのリスクを反映したリスクプレミアムが加算されるほか、銀行団を通じたシンジケートローンとなるため追加的なfeeも発生するため、事業採算が悪くなる。以上を総括して簡単にまとめれば、プロジェクトファイナンスには手間・時間・費用が無視できないほどかかる。手間としては、銀行対応の専門職員を一定期間の間、最低1~2名配置し、融資決定までに要する時間は3ヶ月から9ヶ月、付随的な諸費用（プレミアムを除く）は、案件の所在地や規模にもよるが少なくとも数千万円以上を覚悟しなければならない。

こうした事情から、数多くのPPP業界の関係者（事業者、官公庁、コンサルタントの一部）からは、プロジェクトファイナンスによる資金調達必要性・妥当性に関して次のような根本的な疑問がしばしば呈される。第1に、政府・自治体（以下「公共主体」という）からすれば、事業履歴もない子会社で資金や人員も限られたSPCよりも、株主たるスポンサーのほうが契約履行能力への信頼性が高い。第2に、プロジェクトファイナンス借入には不必要な手間・時間・費用がかかっているだけであり、事業者の親会社が直接にPPP契約を締結し、その資金調達も親会社が自らの名義で行うことで、こうした手間とコストをすべて削減できるので、価格競争力を高め、公共主体にとってのVFMを高めるためにもプロジェクトファイナンスによる資金調達に依存すべきではない。第3に、融資対象としてのPPPからみると、プロジェクトファイナンスによる資金調達は必ずしも常に必要となるのではなく、プロジェクトファイナンスの借入が必要となるのは、あくまでもスポンサーの財務構造上の事情（借入金と自己資本の適切なバランスを維持する必要性から生じる制約）から生じるものであり、そもそもPPPにおける資金調達とプロジェクトファイナンスをことさらに紐付ける必要性はないとするものである。さらに、超大型のPPP案件だけにプロジェクトファイナンスの必要性は認められるとする意見もある。本節ではこうしたディメリットを超える、PPPとプロジェクトフ

ファイナンスの必要性と適合性を分析する。

2.6.2 スポンサーがPPPでプロジェクトファイナンスを必要とする理由

PPPとプロジェクトファイナンスの実務上の専門家であるYescombe (2018) [7]は、PPPにおいてなぜスポンサーが殊更にプロジェクトファイナンスを使うのかについてひとつの節(同 § 21.5.1)を割いて丁寧に解説している。その理由として、プロジェクトファイナンスには、レバレッジ効果以外に、事業リスクの分散を可能とする構造上の仕組み、多様な投資家を組み入れられる柔軟な構造、長期資金の調達を可能とする仕組み、親会社の借入能力の維持確保、SPC債務のオフバランスシート化の5点を挙げており、いずれももつともなポイントであるが、これもPPPのスポンサーだけが必要としているメリットではない。

PPPにおいてプロジェクトファイナンスが頻繁に利用される理由に関しては、PPP以外の他のプロジェクトにはないが、PPP事業独特の構造的特徴が関係していることが無いか否か、注目する必要があると考えられる。既に本章第2節でみたように、PPP事業には、埋没投資性、事業の請負的性格、事業の部分最適性、投資回収の長期性、リスクの相対的高さ、採用技術の確立性などの特徴がある。個別にみていくと、実は、これらの点はすべて、スポンサーと金融機関が互いにプロジェクトファイナンスを志向する重要な要素であることがわかる。

このうち、第1に重要なのは、大規模投資の必要性、事業の請負的性格、投資回収の長期性、リスクの相対的高さの4つである。なぜなら、この4つの要素は、投資規模、投資回収期間、事業難易度を通じて、スポンサーの意図・計画や自身の財務体力に関係なく、民間事業者がPPP事業投資を通じて取るリスク量（スポンサーのバランスシート上に付加されるリスク量）を一義的に規定してしまうからである。事業の請負的性格のあるPPPにおいては、スポンサーの行うPPPの事業投資額の規模は、民間事業者のリスクテイク可能な財務体力（一般に企業の純資産額によって規定される）に応じて投資事業者自身の意向・判断で設定されるのではなく、公共主体が公共インフラの整備という観点での自己都合だけで一方的に設定する。また、投資の金額だけではなく、同じく公共主体が決定する個別のPPP事業の性格から投資事業の難易度・リスクが決められ、かつ超長期の回収期間が必要ということであれば、事業

から創出されるCFのヴォラティリティはそれら（事業リスク度と回収期間の長さ）に応じて高まり、スポンサーが負う投資リスク量は、他律的に変動にさらされる。しかも、PPPで対象となる公共インフラ施設の設備投資額はもともと大きい。こうなると、複数のPPP事業に取り組む事業者は、その都度提示された事業の全額のリスク量をそのまま自己のバランスシートでその都度引き受けていたのでは、自社の自己資本額内で吸収可能なリスク量を超過して、自己資本不足に陥る可能性が生じてしまい、信用格付けの低下を招き、その後の資金調達にも大きな支障が生じ、事業活動の持続可能性を失ってしまう。このため、PPPを実施する事業者は、新規事業に取り組む度に、他律的に決められる大きなリスク量を背負いこむ必要性に直面してしまう。したがって、他の産業に比べても何らかの方法で自社がとるリスク量を頻繁に調整・コントロールし、最小化していく必要性に迫られる。

製品・サービスの製造・提供、設計・施工契約の請負、事業投資などを含め、自社が行うすべての事業実施上のリスクを会社全体で把握し、自社の財務体力（株主自己資本）にあった適正な範囲内に管理することを、事業会社における「**統合リスク管理**」（もしくは「**エコノミック・キャピタル・マネジメント**」（ECM））という。津森・大石 [19]によれば、企業における財務の健全性は、資産内容の健全性と資産のリスクに対処するに足る自己資本額という2つから判断されることになる。企業の資産には、現金、売掛金、営業用不動産、工場施設にくわえて子会社向けの出資金や親子ローンなどの多様な資産がある。企業が、営利を目的に事業活動を続けていくためには、すべての事業において何らかのリスクを取らざるを得ないが、そのリスクの発現が企業活動の持続性を阻害してはならないことから、企業経営者は2つの観点からリスクマネジメントを行わなければならない。

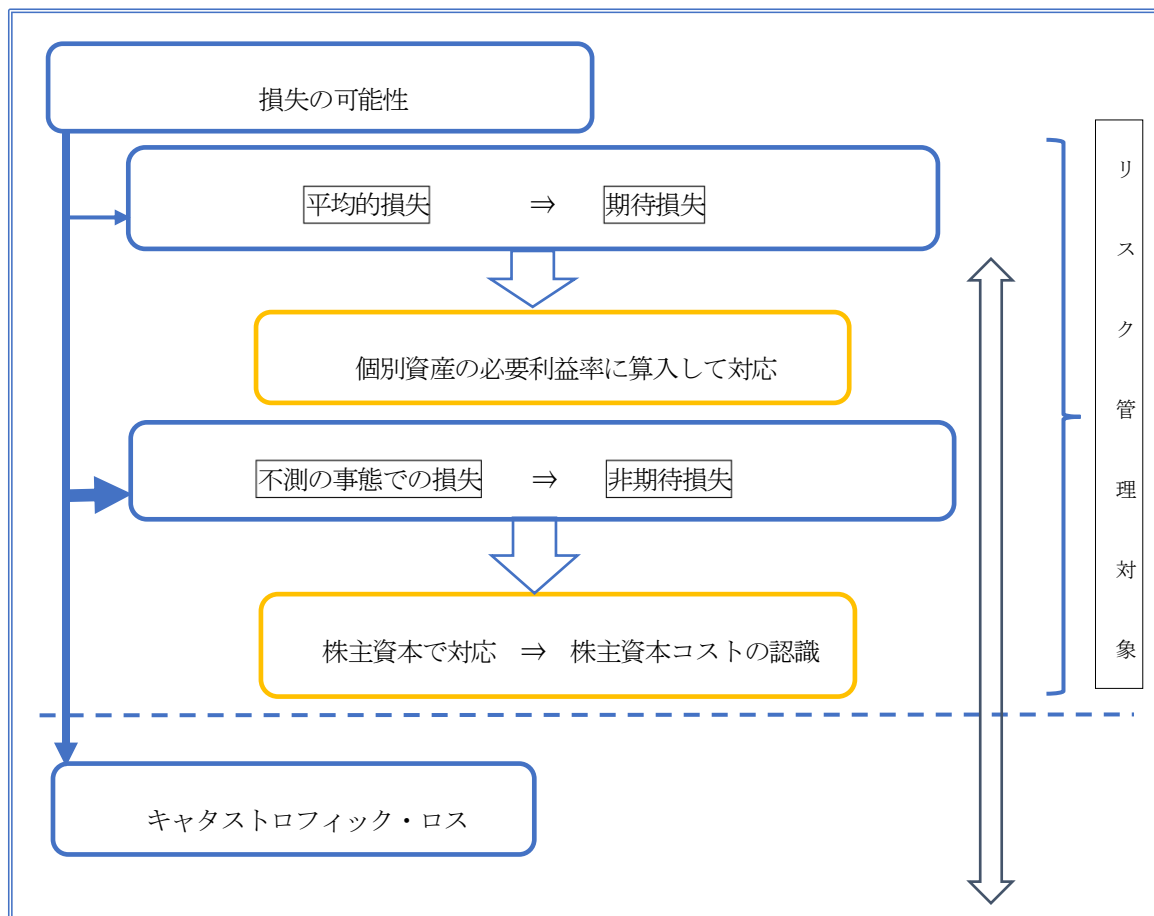


図 3：期待損失・非期待損失・キャタストロフィック・ロスの関係
 (津森・大石「トータルリスク管理」(2005) [20]の図1-7より著者が加工・作成)

図3は、津森・大石 [20]より本論文のために加工作成したものである。第1に、毎年平均的に生じ得る事業に伴う損失（平均的損失）については、毎年の経常的な利益額の範囲内で吸収されるように管理する。第2に、長い年月の間経営していても一度起きるような大きな損失（非常時損失）については企業の財務諸表における自己資本額（資本金および内部留保の合計）の範囲内で吸収されるように経営を行うということである。すると、個々の事業資産が有している様々な資産のリスクを計量的にとらえ、その平均的損失・非常時損失を一定の前提をおいて数値管理する必要が生じる。特に非常時損失については、その対象期間をどの程度長くとするかにもよるが、通常は、現状の事業資産を前提に、100年に一度到来すると考えられる程度の大きな損失を計算して、その数値を自己資本額と比較しながら、非常時損失が自己資本額の範囲内に一定の余裕をもって留まるように、どこまでさらなる投資リスクを取り続けられるのかを常時モニタリングしつつ、経営判断することになる。

仮に、ある事業会社に、公共主体との間で実施する2つの事業があり、ひとつは公共主体から請け負った設計・施工の請負契約でもうひとつがPPP事業であったとすれば、仮に同じ規模の施設を対象にしていたとしても、実際に企業が抱えこむことになるリスク量は、相手方となる公共主体の信用力、請負契約と投資事業における技術的な難易度の違いや、事業期間の長短、投資先の上場・非上場の差異などによっても全く変わってくる。この時のリスク量とは、それぞれの事業に生じる収入・支出のCFのヴォラティリティの多寡で決まる。こうしたエコノミック・キャピタル・マネジメントの経営の考え方や計測管理手法は事業会社ごとに異なるほか、個々の事業資産の内容に応じてどの程度（%）の自己資本を必要と見做すのか（この比率をレバレッジ係数と呼ぶ）は、各社のリスクマネジメント部の策定するフォーミュラによって変わってくる。しかしながら、2年間で完工が見込まれる請負の公共工事と30年のPPP事業とでは、その事業がもたらす非常時損失量の多寡は大きく異なると考えられる。このような経営を行う企業が、新たにPPP事業の投資決定を行うたびに、公共主体が独自に決めた事業費の総額について常に自己資金（親会社保証で調達した資金を含む）を充てていたのでは、自己資本は簡単に枯渇してしまう。図4は、レバレッジ係数の倍率を2倍としたうえで、上記の二つの事業のリスク量を概念的にグラフに表したものである。

事業Aは、100億円の請負工事で2年後（横軸は一目盛り6か月のため4期で終了）完工時一括払いである。事業Bは同じ規模の投資をして完工後に30年間の運営維持管理期間に投資を回収する。BBの高リスク事業は、レバレッジ係数（同じ投資額を前提としたリスク度の多寡を表す）を事業Aの2倍としたものである。事業Aでは2年で売掛金残高はゼロになるため、リスク量はリセットされゼロとなるが、事業Bでは文字通りリスク量が長期に底だまりする。実際のところ、我が国の施工会社も、アジア地域において相手国政府との超長期のBOT型契約に基づいて都市開発事業等を営んでおり、大規模なものでは一件当りの投資事業規模は500億～1000億円の規模に達していると思込まれる。開発途上国の都市開発事業の場合、現地の金融機関からノンリコース資金を調達するのはほぼ不可能である。すると、現地事業会社の債務を含めて親会社が保証することで、総事業費の全額を自社のバランスシートで背負いこむことになる。仮に5000億円以上の自己資本を有する大手ゼネコン会社でも、同様のプロジェクトを幾つも追加で同時に続けて行うほどの潤沢な自己資本があるとは言えない。つまり、エコノミック・キャピタル・マネジメントをきち

んに行っておれば、企業はすぐに自己資本の不足・制約に陥る。

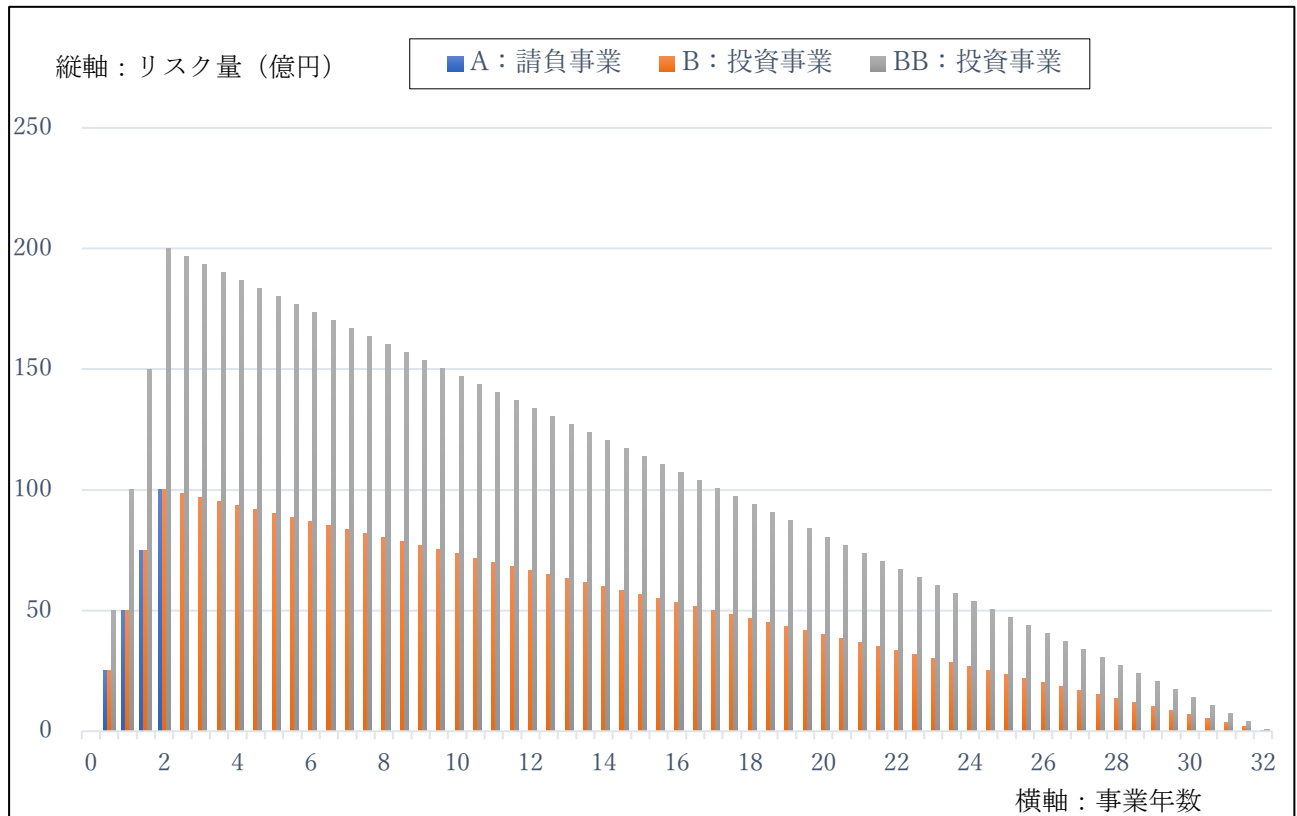


図 4：リスク量比較図(著者作成)

以上のことを模式化したものが図5(次頁)である。丸い円は、事業会社の自己資本限度（面積）を示している。この例では、会社の経営方針に基づき、事業部への自己資本配賦は自己資本総額の9割を限度に行っており、右上の大きな白地部分（全体の一割相当）は、経営管理部門から事業部門に対しては未配賦のまま残る資本バッファである。個々の事業部門は、割り当てられた資本の範囲で、様々な投資を行っており、個々の国内工事、国内開発案件、海外工事、海外開発案件に関して、個々の事業リスク量の大きさを小型の円の大きさが示している。円と円の隙間には白地の部分があるため、その部分を使って比較的小さな追加の事業は行える。開発案件や海外投資案件は個々のリスク量が大きだけでなく、いったん事業を始めると、しばらく資本回収が進まないため事業の入替速度は遅い。一方で工事案件は工事完了とともに、白地部分として回復し、新規の工事あるいは事業へ資本を配賦すること

ができる。

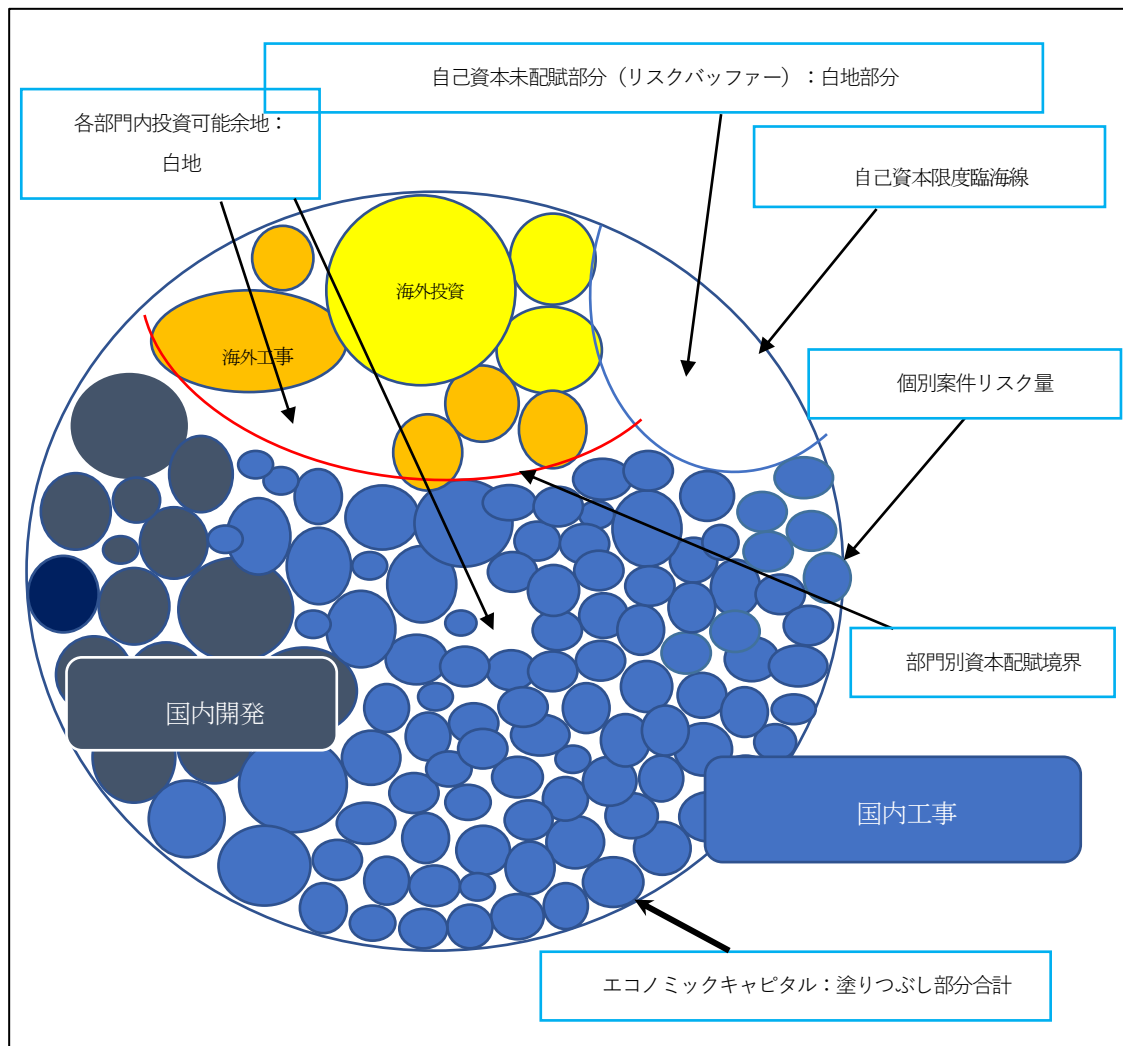


図 5 : エコノミック・キャピタル・マネジメント経営模式図 (著者作成)

もちろん、より大きな投資リスクを吸収できるようにするために、投資額に応じて自己資本を増額すればよく、株式の追加発行なども可能であるが、株式の発行のためには資本市場において機関投資家を納得させるだけの明確な成長戦略と対応する利益計画の提示、言い換えれば、追加自己資本注入を満足させるだけのイクイティストーリーと新たなリターン実現の機会（魅力的な投資プロジェクトのパイプライン）が必要となる。しかしながら、そもそも事業の請負的性格（言い換えれば計画対象の事業案件のディールフローは相手が決める）を前提とし、かつ、競争入札を経て事業者選定機会を獲得するPPP事業においては、かかる利益計画を策定することは容易ではない。し

たがって、PPP事業をもとにした自己資本の増強計画は機関投資家の賛同を受けづらい。したがって、自己資本の増強は、基本的には自社の収益の拡大を通じた内部留保の蓄積によることで、希少な自己資本を可能な限り節約し、資金調達力を高める手段としてはノンリコースのプロジェクトファイナンスを使うことが必要となる。

このように自らが投資する事業における投資額規模・リスク・回収期間が相手方によって一方的に決まるとするのは、PPPの大きな特徴である。PPP以外でも、製造業が自社工場向けに専用の電源を調達するために発電事業を外部事業者へ依頼する例や、システムインテグレーターが特定顧客向けにデータセンターを請負い長期の契約を結ぶ例などはある。そのほかでは、民間企業同士のこうした関係特種投資を伴う相対の長期契約が大規模かつ頻繁に起きる事例は、自動車産業における部品メーカーと完成車メーカーの長期継続的取引などに見られる。しかしながら、自動車部品産業においては、部品事業に事業の経済的独立性がなく（完成車の製造にかかわるサプライチェーンの一つに組み込まれている）、外部審査を受け入れないほど採用技術の秘匿性も高く、金融機関による詳細なコベナントなどを事業者が受け入れないため（そもそも金融機関から細かな制約をつけられていては製造業の現場は成り立たない）、プロジェクトファイナンスは使われない。

また、事業の埋没投資性は、対象施設が他の第三者に活用されることが無く、資産売却において公正市場価値が無いことを意味しており、仮にSPCの資産のすべてをまとめて担保を設定しても、通常の不動産のような担保価値が一切認められない。このため、スポンサーとしては、金融機関に対してCFを生み出しうる事業そのものの適格性と、それと不可分一体となった自らの事業運営能力をセットにすることによってしか資金を調達できない。そして、まさにこのことこそがプロジェクトファイナンスの特徴に他ならない。以上の特徴は、スポンサーがプロジェクトファイナンスを必要とする理由である。

2.6.3 PPPがプロジェクトファイナンスに適合する理由

次は、PPPの特徴のプロジェクトファイナンスへの適合である、事業の独立性・部分最適性、事業収入の安定性および採用技術の確立性が、プロジェクトファイナンスが求める要素に適合しているかを確認する。

第1に、事業の独立・部分最適性は、PPP契約によって、民間事業者（SPC）が行うことになっている事業の範囲が公共主体により明確に決められ、かつ、それ以外の事業の影響から経済的に隔離・遮断されていることによって担保される。民間事業者は、一本のPPP契約に定められた通り、特定の事業だけを行うことを公共主体から求められており、対象事業に専念する義務がある。

第2に、このことは、金融機関からすれば、借入人がPPP契約の当事者となるため、融資契約上のコベナンツ（約束）を通じてPPP契約の変更について事前の同意を義務付けるなどして、実質的に事業全体をコントロールすることができる。

第3に、借入人は、自らが起点となって複数の契約を結んだうえで事業を行うので、借入人と様々な契約当事者との関係（利益相反関係の抑制も含む）も、金融機関はコントロール可能である。

第4に、CFを生む事業が特定されているので、収入CFを特定して金融機関が担保設定することも可能となる。担保権の設定でも、関係当事者はみな事業の成功を望んでいるため、その資金調達の確保のためであれば担保権の設定に異存はない。時として政府の会計法の制約が問題となり、担保設定などが困難となる可能性があるものは、公共主体もPPPの成功に不可欠となる円滑な資金調達を望んでいるため、金融機関による担保設定が可能となるように法改正するなどして、行政として円滑な資金調達のために尽力する（あるいは尽力するメリットがある）。

第5に、インフラ施設の事業の特徴として変動が少なく比較的安定した事業収入の存在は、金融機関による唯一の返済原資の予測可能性を高め、長期の融資が可能となる重要な要素である。

第6に、採用される技術は確立しており、その内容に秘匿性が低いとなれば、金融機関は独立の技術コンサルタントを雇ってその技術を審査することが可能である。PPPで採用される技術についてのこれまでの操業実績に裏付けられた信頼性を確認するための第三者による確認審査作業を要求することができる。

以上の2つの項で示した必要性和適合性の内容をまとめた概念図が図6である。

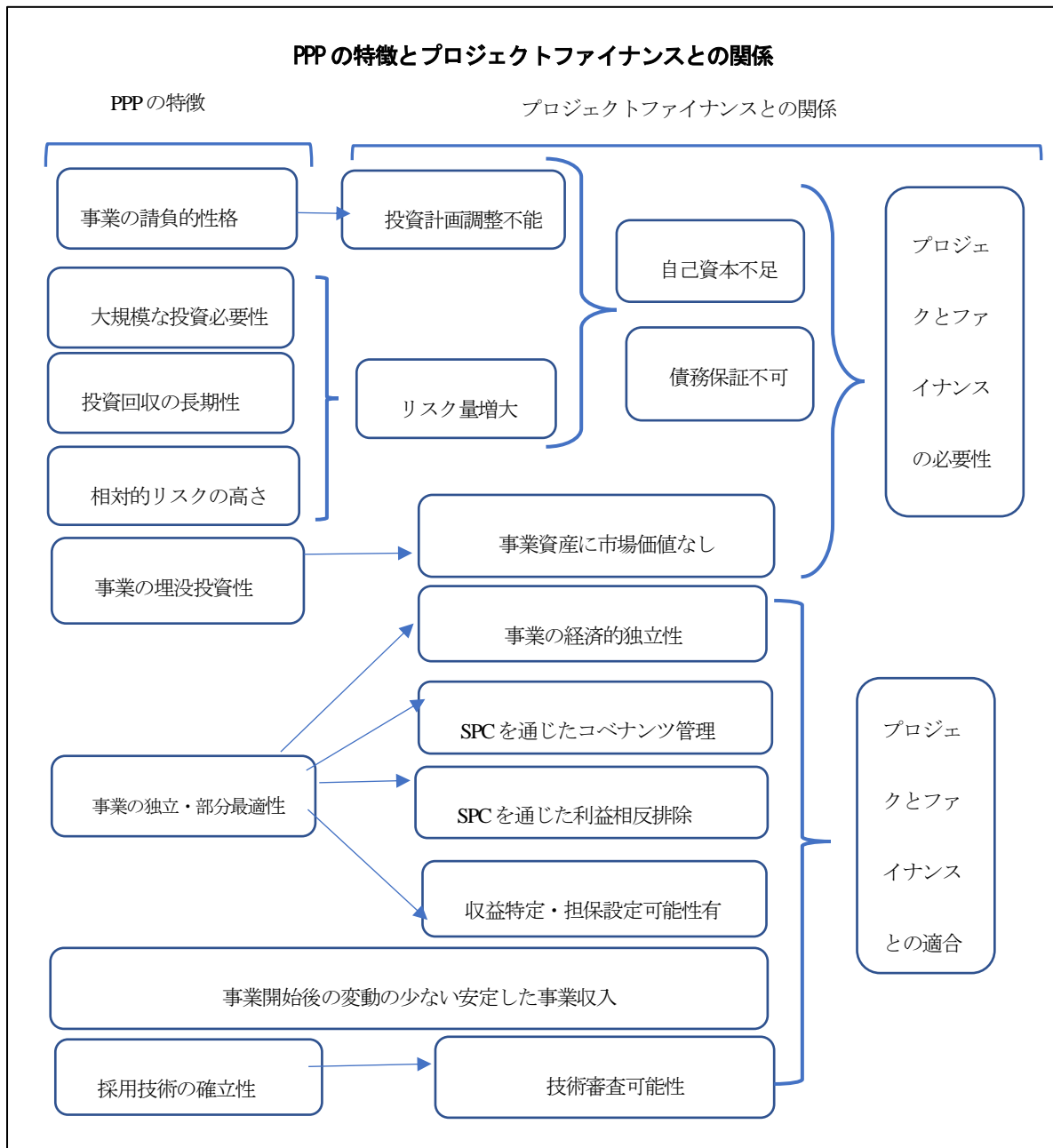


図 6 : PPP の特徴とプロジェクトファイナンスとの関係 (著者作成)

2.6.4 プロジェクトファイナンスによる高いレバレッジ比率

しかしながら、以上みてきたような必要性・適合性も、仮に、コーポレートファイナンスを通じたレバレッジの方がより高いのであれば、PPP事業への参画が限られているために統合リスク管理上の自己資本の制約の少ないスポンサーにとっては、あえて手間・コスト・時間をかけて、プロジェクトファイナンスを選択する必要はない。実際

に我が国の実態をみても、我が国の建設業の資金調達の手段も、基本的にはコーポレートファイナンスである。装置産業ではなく労働集約型産業である建設業の設備投資の必要性は相対的に少ないため、総資産に占める固定資産の比率は低い。「建設業の経営分析」（平成30年度）[21]によれば、固定資産の比率は「建設業」の平均で29.49%となっており、総資本回転率も製造業よりも高い（同上1.65倍）ことから、自己資本比率は製造業に比べ低く「建設業」平均で32.91%（同上）となっている。本来、建設業においても収益性を高めるためにレバレッジを高めることは有効ではあるが、プロジェクトファイナンスが利用されない理由としては、建設業の請負事業では、原材料・人件費の支払いから代金回収までの運転資金が中心で、複雑な資金調達の仕組みの必要性は低いことがあげられる。対価を払う公共主体の信用力も高いため、施工会社は、出来高に応じた営業債権を担保として、銀行から運転資金の借入れを行うこともできる。一方で、事業全体に占める比率は低いが、施工会社がPFI事業および不動産開発事業に出資する場合には、ノンリコース借入やノンリコース社債など、ある程度は積極的にプロジェクトファイナンススペースの負債が活用される。なぜプロジェクトファイナンスが使われるのかと言えば、親会社のレバレッジは、上記の自己資本比率に現れている通り、自己資本対比で約3倍であるが、プロジェクトファイナンスであれば、対象事業にもよるが、これよりも高い倍率（5～10倍）を達成できる。Yescombe [22]は、事業種類ごとの標準的なレバレッジ比率を以下のように説明している。

- (1) 需要量リスクのない事業協定が締結されたインフラ事業；90：10,
- (2) オフテイク契約が締結されている事業（例：発電プラント事業など）；85：15,
- (3) 交通分野のコンセッション事業；80:20
- (4) 天然資源開発事業；70:30,
- (5) オフテイク契約が締結されていない、またはプライスリスクがヘッジされていない事業;50:50

なお、これとは対照的に、製造業においては、自己資本に見合った投資額を自ら決定できるためプロジェクトファイナンスを利用するインセンティブは低く、かつ、詳細なコベナントを通じた事業管理や情報開示の必要性の観点からも、プロジェクトファイナンスとの適合性も極めて弱い。

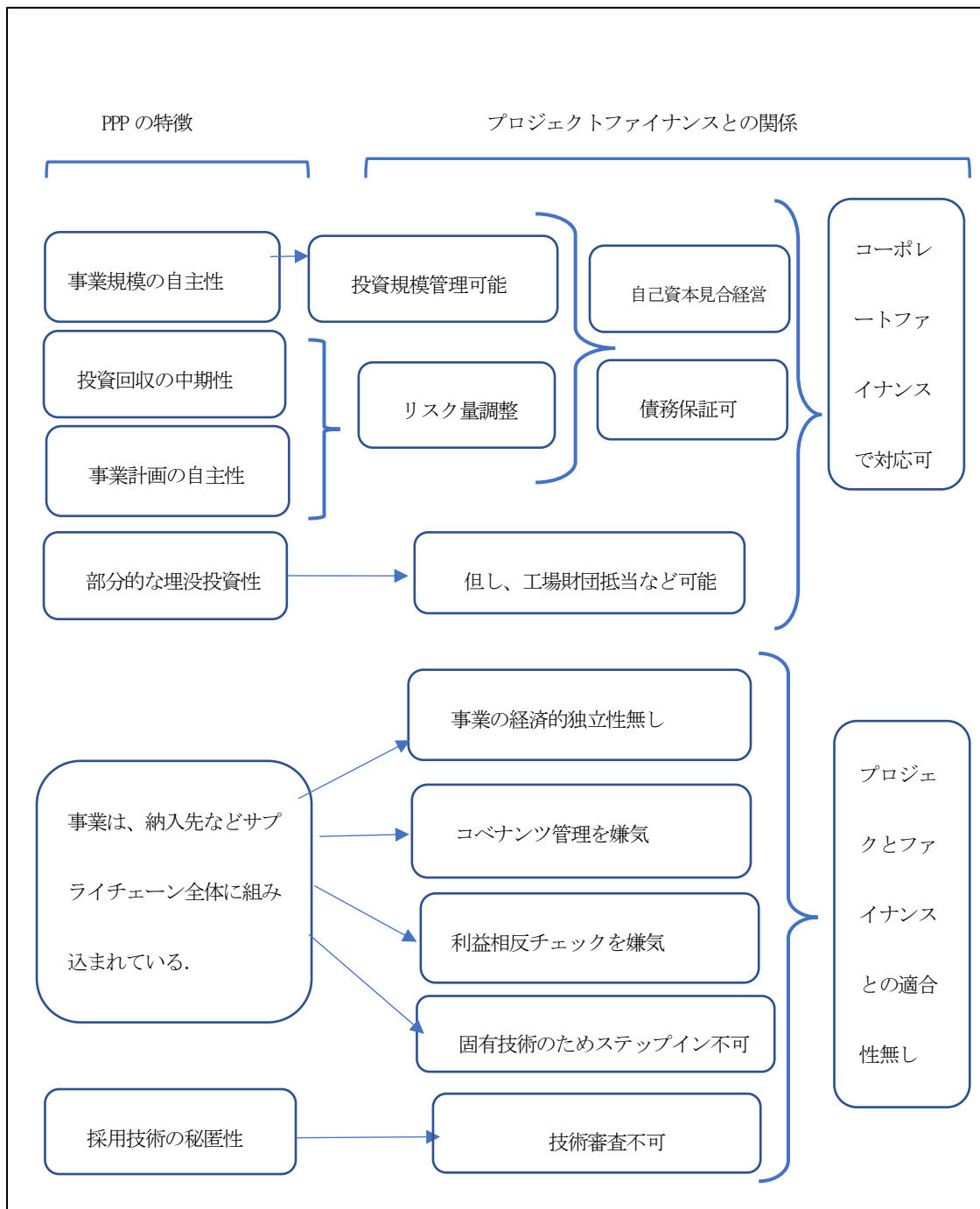


図 7：製造業の特徴とプロジェクトファイナンスとの関係（著者作成）

製造業で唯一の例外となるのは、石油化学分野であるが、石油化学事業においては、あえて特定の工場の事業を切り出す (carve out) とともに、ファイナンス組成だけのためのプロジェクト周辺のインセンティブ・ガバナンス構造を調整・整理することで、PPP事業と同じような事業の独立性・部分均衡性を例外的に確保することができる

め、プロジェクトファイナンスとの親和性を保つことができる。しかしながら、前頁の図7にあるように、製造業ではプロジェクトファイナンス組成は一般に困難である。

2.6.5 プロジェクトファイナンスが PPP で利用される理由

本節では、なぜ殊更に PPP においてプロジェクトファイナンスが利用されるのかを考察してきた。PPP においても、プロジェクトファイナンスの利用には様々なデメリットがあるが、以上の分析をまとめると、第1に、PPP は、他の産業には見られない PPP 事業の構造的特性（大規模な設備投資、長期の資金回収、相対的に難易度の高い運營業務）から必然的にスポンサーが投資に伴い抱えるリスク量が大きい。しかも、スポンサーとなる企業は、自己資本の蓄積度合いに見合った投資計画を独自に策定することができず、他律的に公共主体の策定した投資計画と投資リスク量を受け入れざるを得ないため、どうしても統合リスク管理上の必要性から、少ない自己資本で資金を調達する必要性が特に大きく、プロジェクトファイナンスを必要とする。また、埋没投資としての性格から、事業からの CF だけを評価する資金調達手法、つまりプロジェクトファイナンスが必要となる。第2に、PPP 契約を通じて構築される経済的独立性や SPC を通じた網の目の契約構造を含む6つの PPP の特徴が、プロジェクトファイナンスの必要とする適合要件を満たしていることが、プロジェクトファイナンスの利用を大きく促したと考えられる。小規模案件の場合や、単発の PPP 事業に限定的に投資意欲があるようなスポンサーでは統合リスク管理上の要請は、それほど大きな問題とはならない。一方で、戦略的かつ継続的に PPP に取り組んで事業の持続可能性を追求するスポンサーの財務・リスク管理戦略がプロジェクトファイナンスを必要とする。そして、PPP に対するプロジェクトファイナンスにおいて、スポンサーに対するコーポレートファイナンスよりも高いレバレッジ比率を達成できる点は、統合リスク管理上の制約の少ない、つまり自己資本が潤沢なスポンサーにとってもメリットである。

なお、Engel et al (2014) [1]も指摘しているように、複数の PPP 事業をまとめてコーポレートファイナンスで資金調達することも実務的には可能であるが、この場合には、レバレッジ度は下がるを得ない。なぜなら、個々の PPP 事業は独立していて相互に発生するシナジーもないため、スポンサーに事業運営の自由度を渡すメリットが

生じない。金融機関からみると、多数の事業をひとくくりにして、個々の PPP 事業に対する CF やコベナント管理によるコントロールを緩めてコーポレートファイナンスに変更するメリットが無く、単純に個別事業の管理を弱めることで、金融機関から見た CF のコントロールが弱まるというデメリットがあるためである。

資源・エネルギーの事業は、最終的な消費過程までを視野に入れば、下流工程においてグローバルなバリューチェーンに組み込まれていることが多いものの、あえて開発事業だけを切り出して、経済的独立性・部分最適性のある融資対象事業に構成することが可能であり、かつ、第3者の行う埋蔵量評価を通じて、プロジェクトそのものの経済的な価値を審査することが可能なため、PPP と同じようにプロジェクトファイナンスに適している。一方、その他の産業（約5%）での利用は少ない。

2.7 結論

以上の通り、PPP においてプロジェクトファイナンスが利用されることには、必然的な理由がある。PPP 事業の構造的な特徴である、大規模投資の必要性・埋没投資性・請負的性格・相対的に高いリスク・投資回収の長期性が、それに取り組む民間事業者に希少な自己資本の管理を強く意識させ、個々の PPP 事業投資に関しても抑制的な自己資本投入の必要性を迫るため、一定のコストを払ってでもプロジェクトファイナンスを活用することが原則となる。但し、Yescombe(2018) [7] (§ 21.6) も指摘するように、対象事業が小規模でプロジェクトファイナンスの組成にかかる費用が嵩むために資本コスト削減の効果に見合わない場合には、コーポレートファイナンスが選択肢となる。また、PPP の事業構造である、事業の独立性・部分最適性、事業収入の安定性、採用技術の確立性はプロジェクトファイナンスの適用に必要な要件を満たしている。

スポンサーは、シナジーの生まれる余地の低い複数の独立した PPP 事業をまとめてコーポレートファイナンスで借りるよりも、個別にプロジェクトファイナンスを利用することで、金融機関からは細かく管理されるものの、高いレバレッジ比率を達成することができるので、プロジェクト収入の生まれる建値通貨（通常プロジェクト所在国の現地通貨）でのプロジェクトファイナンスが組める場合には、必然的にプロジェクトファイナンスを利用する

必然性がある。逆に、プロジェクト収入の生まれる建値通貨（通常のプロジェクト所在国の現地通貨）によってプロジェクトファイナンスが組めない場合には、スポンサーは、負債となる借入の部分を含めて、多額の自己資本を事業に充てる(保証する)必要が出てくるため、高い資本コストを反映させた事業投資計画を作らざるを得ず、応札価格はその分だけ高くならざるをえない。そして、公共主体にとってのVFMは下がることになる。

3 プロジェクトファイナンスが齎す社会的価値

本章では、金融機関がPPPを対象にプロジェクトファイナンスで融資を行う際に、どのような社会的価値を提供するのかを明らかにする。ここで言う「プロジェクトファイナンスが齎す社会的価値」とは、貸付を通じた金融機関自らの利益の最大化のためだけでなく、その融資の前提となる審査が公共主体の計画するPPP事業の設計の妥当性に関して齎しうる社会厚生上の価値のことをいう。なお、社会厚生とは、効用の測定可能性・効用の個人間比較を排除した新厚生経済学の立場から、資源配分の効率性により生産者余剰と消費者余剰を最大化するという意味で使っている。これに対して、プロジェクトファイナンスは、レバレッジを通じてリターンを高めようとするスポンサーの資金調達手段のひとつに過ぎないとする見方や、融資契約の調印後の貸付期間中に金融機関が融資対象事業のモニタリングを行うことを通じてSPCが支出する資金の使途の確認や、操業段階におけるCFのモニタリングを通じた事業計画の進捗状況の異変を察知することに一定の公共的な意義が認められるとする考え方が我が国のインフラ業界では一般的である。しかしながら、EstyやMegginson等の経営学の既往研究（[9]、[10]）を踏まえれば、プロジェクトファイナンスが提供するモニタリング機能とはこれに留まるとは考えられず、より本質的な価値を生み出しているはずである。本章では、プロジェクトファイナンスの融資承諾前の審査がもたらす公共的な価値を中心に分析を行う。

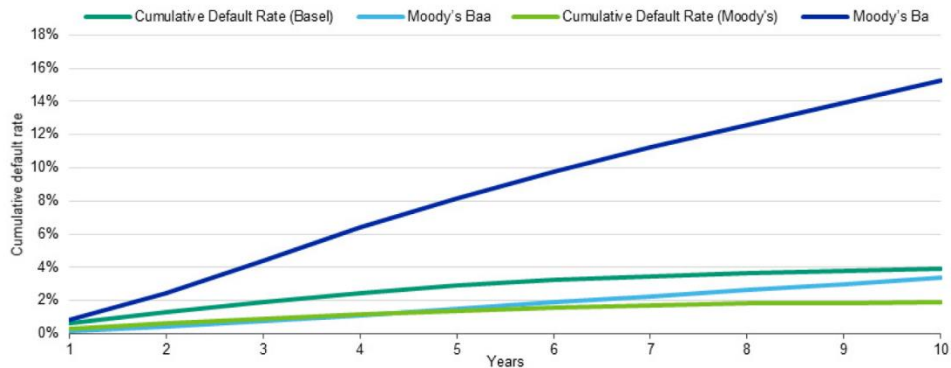
3.1 プロジェクトファイナンスの実績デフォルト率

PPPを対象とするプロジェクトファイナンスが齎す社会的価値について分析する前に、過去のプロジェクトファイナンス実績に関するデータについて説明する。予見としては、明らかにコーポレートファイナンスに比べれば、リスクの高いと見做されているプロジェクトファイナンスの貸倒率（デフォルト率）は高く、貸倒後の資金回収率は高いものと思われがちである。この点について、Moody's [18]が、過去36年間（1983-2018）に供与されたプロジェクトファイナンス融資案件（8583件）とその内数である、PPP案件2011件へのプロジェクトファイナンス融資を分析して興味深い事実を提供している。

Exhibit H6 charts cumulative default rate data for the PPP subset within the study data set.

EXHIBIT H6

Cumulative default rates for PPP projects



Source: Data Alliance Project Finance Data Consortium

Exhibit H8 charts marginal annual default rates for the subset of PPP projects within the study data set. For comparison, we have included marginal annual default rate data derived from our published research on default and recovery rates for corporate bond and loan issuers rated in the single-A, Baa and Ba rating categories.²⁶

図 8 : PPP 向けプロジェクトファイナンス融資，累積デフォルト率
(source: Moody's Analytics Data Alliance Project Finance Data Consortium [18])

図8にあるように，PPP向けプロジェクトファイナンス融資の10年間の累積デフォルト率は3.9%（バーゼル基準）で，PPPを含むインフラ産業向け全体の同比率4.2%よりも低く，かつ全産業向けの同比率5.5%よりも低い。次頁の図9では，クロージングから数年間の年次限界デフォルト率は，投資適格レベルの境界水準（格付対応ではBaaとBaの間）にあたるが，その後は年を経るに従い同数値は下がり，デフォルトの定義の違いにもよるが，5～7年目にはシングルA格（日本国債と同格）の水準まで低下する。デフォルト時の平均的な回収率は，76.9%（バーゼル基準）であり，全産業平均（同77.9%）と変わらない。つまり，プロジェクトファイナンス融資が付いたプロジェクト完工済みの事業では返済に支障が生じることが日本国債やそれと同等に外部格付けの高い優良企業並みに少なく，事業CFが予定通りに生じる頻度が高いことがわかる。

Exhibit H8 charts marginal annual default rates for the subset of PPP projects within the study data set. For comparison, we have included marginal annual default rate data derived from our published research on default and recovery rates for corporate bond and loan issuers rated in the single-A, Baa and Ba rating categories.²⁶

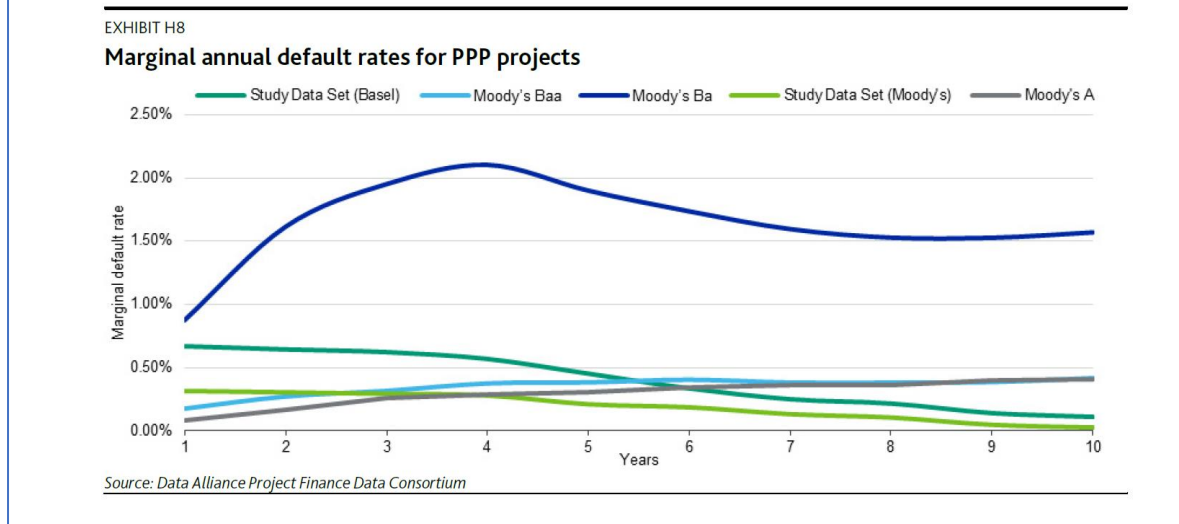


図 9：年次限界デフォルト率
(source: Moody's Analytics Data Alliance Project Finance Data Consortium)

また図10 (次頁) にあるように、PPPを含むプロジェクトファイナンス案件の全数データをみると、10年累積デフォルト率に関しては、OECDと非OECD諸国の違いで大きな差異は生じていないほか（それぞれ5.27%、6.48%）、回収率についても地域間格差は認められないとされる。開発途上国の事業でプロジェクトファイナンスはリスクの軽減の機能を発揮するとのKleimeier and Versteeg [23]の主張を裏付けるものと考えられる。

以上の実績が物語るのは、プロジェクトファイナンスという貸付手法そのものは、何らトラックレコードの無いSPCに貸し付けることから、コーポレートファイナンスに比べれば当然にリスクが高いものの、実際に与信が行われたプロジェクトファイナンス案件の安全性は極めて高いことを示している。つまり、金融機関が、対象事業の選別やスポンサーのマネジメント能力を精査して、慎重に融資対象事業の審査している様子が窺える。

但し、Moody's [18]のデータには、数多くの開発途上国所在のプロジェクトが含まれている一方で、一部の開発途上国、例えばインドにおけるプロジェクトファイナンスのデータが含まれていないことに留意する必要がある。

Exhibit 22 tabulates average cumulative default rates (Basel) for cohorts 1990-2018, broken down by different regional subsets: OECD/non-OECD countries, and a comparison of certain subsets of advanced economies with the EMDE subsets.

EXHIBIT 22

Cumulative default rates by regional subsets: OECD/non-OECD countries and advanced economies/EMDEs 1990-2018 (Basel definition of default)

Years	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
OECD/Non-OECD										
OECD	1.15%	2.22%	3.11%	3.80%	4.33%	4.71%	4.94%	5.10%	5.21%	5.27%
Non-OECD	1.65%	3.21%	4.35%	5.12%	5.63%	5.93%	6.14%	6.32%	6.41%	6.48%
Advanced Economies/EMDEs										
EEA	0.92%	1.80%	2.58%	3.24%	3.74%	4.11%	4.31%	4.48%	4.58%	4.65%
EEA/OECD	1.15%	2.24%	3.12%	3.82%	4.36%	4.74%	4.97%	5.13%	5.24%	5.30%
EMDE-A	2.01%	3.88%	5.30%	6.28%	6.96%	7.38%	7.62%	7.81%	7.90%	7.98%
EMDE-B	2.16%	4.17%	5.64%	6.61%	7.27%	7.68%	7.96%	8.19%	8.32%	8.42%
Cumulative Default Rate (Basel) - Study Average	1.25%	2.42%	3.35%	4.05%	4.58%	4.95%	5.17%	5.34%	5.44%	5.51%
Moody's Baa (Note 1)	0.17%	0.44%	0.75%	1.12%	1.50%	1.90%	2.27%	2.64%	3.02%	3.42%
Moody's Ba (Note 1)	0.87%	2.47%	4.38%	6.39%	8.18%	9.77%	11.21%	12.57%	13.91%	15.26%

Note: For a list of countries included in each regional subset, please see the glossary in the appendix.

1) Comparative cumulative default rate data reproduced from Moody's sector in-depth report, "Annual default study: Defaults will rise modestly in 2019 amid higher volatility," February 2019, Exhibit 43 for the period 1983-2018.

Source: Data Alliance Project Finance Data Consortium

図 10：累積デフォルト率，OECD と非 OECD 諸国との差異
(source: Moody's Analytics Data Alliance Project Finance Data Consortium)

3.2 既往研究

経済学においては、契約の不完備性や情報の非対称性により社会的に実施されるのが本来望ましい投資が実行されないという事前の非効率性の問題を受けて、銀行は借入人や対象事業の情報を作り出すことで、情報の非対称性が原因で借入人から返済が行われないためそもそも貸付を行えないという問題を軽減・克服できる場合があると分析しており、その代表的なもののひとつとしてCSV分析がある (Townsend [24])。かかる情報生産活動を経済学では「モニタリング」と呼んでいる。そして、このモニタリングは、銀行の存在理由を説明する重要な機能のひとつであるとされる。ここで「モニタリング」と言うと、あたかも借入人の事業活動や財務情報を事後的にフォローアップするという意味に感じられるが、ここで言うモニタリングとは、貸手が融資を可能とするために、借入人の返済を促すための仕組みと情報を金融機関が生産するという意味であって、事前の審査に基づく融資の仕組みも含まれる。

既に前章においては、プロジェクトファイナンスに関する Esty (2002) [9], Esty and Megginson [10]については触

れた。PPPに関する論点を整理した Engel et al [1]も、「銀行団は、プロジェクトの契約の変更を厳格に管理することと SPC とそのコントラクターの行動を精査することを通じてそのモラルハザードを緩和するモニタリングの機能を果たす」としている。また、Kleimeier and Versteeg [23]によれば、経済発展段階や金融セクターの成熟度の低い国では、プロジェクトファイナンスのもたらすコスト削減効果は先進国の場合よりも際立つとされる。Timbang and Rao [25]は、通常の企業金融で事業を実施した場合に生じてしまう取引費用等の合計となる社会的余剰損失を大きく引き下げることができれば、プロジェクトファイナンスは、効率的なファイナンスの選択肢となると結論づけている。Rao [26]は、債券が資金受払・返済とも全額一括であり、最もリスクが高くなる完工前リスクにも敏感であるのに対し、銀行融資のプロジェクトファイナンスは、完工に向けた施工作业の進捗や契約先に対する支払時期に即した柔軟な貸出方式をもち、かつ完工前のリスク受容度も高いことに特徴があり PPP 事業に適しているほか、セキュリティパッケージの仕組を通じて変動する政治経済状況に対応する柔軟性や外的ショックに耐える構造を有すると指摘している。Yescombe [7]は、PPP ではプロジェクトファイナンスがインフラサービスの調達を行う公共主体にもたらすメリットについても触れ(同 § 21.5.2)、レバレッジが PPP にもたらす資本コスト削減効果、スポンサーが取り組み可能な事業量を増加させる効果、多様なスポンサー (バランスシートの大きくない投資家) を参入可能にする効果、金融機関によるリスク移転に関する審査、事業の透明性の確保を指摘している。本論文では、Yescombe の指摘した論点のすべてに深く立ち入らないが、このなかでも、「レバレッジが PPP s にもたらすコスト削減効果」は極めて重要であり、公共主体も、資本コスト削減を通じてその恩恵を受ける。具体的には、スポンサーが SPC の借入部分を保証すれば、その相当額を含めた投資事業費全額がスポンサーの投下資本 (ROE の分母となる投資元本額) として計上されるため、スポンサーは投資事業費用総額について高い株主資本コストを反映したプレミアムを要求せざる得なくなり、それが PPP 事業権入札の応札価格に反映されるからである。同じように、プロジェクトファイナンスを利用できることで、SPC の借入部分にコストの高い株主資本を費やす必要がなくなり、「スポンサーが取り組み可能な事業量を増加させる効果」が生まれる、かつ、多様なスポンサー (バランスシートの大きくない投資家) を参入可能にする効果も引き出される。

経済学・経営学の既往研究は、それぞれ「金融一般」のモニタリング機能や、「プロジェクトファイナンス」一般の効能について分析を行ってきたが、「PPP に対するプロジェクトファイナンスの社会的な価値」については、上述の Yescombe [7]の短い記述（同書 § 21.5.2 (p308) 「Role of lenders」における事業の viability への言及参照）よりも詳細かつ具体的な分析を行った研究は見られない。本章では、著者が PPP 案件の融資と審査の実務に携わってきた経験を活かし、PPP を対象とする「プロジェクトファイナンスの審査」が公共主体に対して齎す社会的価値について分析・整理する。

3.3 PPP 向けプロジェクトファイナンスの審査実務の分解

PPP においてプロジェクトファイナンスが適用されることの公共主体側のメリットとして一般的に指摘されていることに、「金融機関のプロジェクトのモニタリング機能機能」があげられる。例えば、内閣府「PFI 事業導入の手引き」[27]において、このモニタリング機能について次のように記している。

金融機関から資金を借り入れる場合、原則として当該事業からの資金が SPC の借り入れ返済の唯一の原資となるため、SPC の経営が計画どおり進捗し借入金の返済に支障がないかどうかについて、融資金融機関は強い関心を持っています。そこで融資金融機関は融資契約に基づき、SPC の財務状況をモニタリングします。具体的には、SPC の窓口となるエージェンツ銀行を定め、SPC からエージェンツ銀行に対して定期的に財務諸表の提出や事業計画並びに計画に対する実績値等の報告を求めることにより、財務状況を、融資期間を通じてモニタリングすることになります。また、融資金融機関はエージェンツ銀行を通じて、SPC の預金口座の管理を行い、SPC の資金が事業目的に沿った形で支出されているかどうか資金の流れを管理することになります。このように、金融機関によるモニタリングは、地方公共団体が SPC の財務状況の監視を行う上で有効に活用でき、事業の安定的な継続に寄与するものと考えられます。（以上下線部は著者）

以上のように、ここでいう金融機関のモニタリング機能は、SPC の資金の流れを観察することを通じた、財務的モニタリング、つまり事業の収入と支出に関する CF の観察のことを指している。しかしながら、PPP においてプロジェクトファイナンスが公共主体に提供する社会的な価値は、このような財務的データに関する事後モニタリング機能に留まるものであろうか。これまでの、経済学・経営学の研究成果（Diamond [28]の指摘した金融のモニタリング機能や Esty [9]の指摘するプロジェクトファイナンスにおけるエージェンシーコストの削減）は、プロジェクトフ

ファイナンスがPPPを実施する公共主体に対して、それ以上の貢献をしていることを想像・期待させる。本項では、実際に金融機関において行われている審査実務をレビューすることを通じて、実務として行われている金融機関の審査作業が、具体的にどのような効果を生み出しうるのかを確認する。

プロジェクトファイナンスにおける金融機関による審査は、以下のような順序で行われる。

第1に、対象PPP事業のPPP契約および事業実施に必要な主要なEPC契約やO&M契約などの関係プロジェクト書類を詳細に読み込み、返済原資の発生に障害となりうる可能性のあるリスクをすべて洗い出す。同時に、借入を申し込んできた主要スポンサー企業の信用力やプロジェクトマネジメント実績をレビューして分析し、その2つを統合して第1段階でのリスクコントロール表を作成する。リスクコントロール表にあるリスク項目は、次頁の表3にあるものである。仮にこの段階で、リスクコントロール内容に「重大な」問題が見つければ、その多くの問題は治癒・解決することが不可能な問題であるため、次の審査には進まず、スポンサーに融資を謝絶することになる。わかりやすいものとしてはホスト国政府の債務が債務不履行となっているような国でのPPP、住民移転問題で政治的混乱が収まらず用地取得に見込みが立たない案件、銀行がPPP契約を担保にとるための法整備ができていない国のPPP、中核スポンサーの事業履歴に同種もしくは類似のPPPを運営した経験が全くない場合、などがこれに当たる。

第2に、金融機関の職員ではわからない専門的・技術的な問題については、外部の独立した専門家に調査を依頼する。ここでいう「独立」とは、特定企業や特定技術にバイアスや利害関係を有しないエンジニアや中立的なコンサルタントという意味である。金融機関は、こうしたエンジニア系のコンサルタントや環境社会配慮や保険の専門家に調査依頼したレポートの結果を踏まえて、リスクコントロール表の見直しを行う。

第3に、リスクコントロールの対処に問題がないと確認できたら、CFの感度分析を行う。CF分析がなぜ特に重要であるかと言えば、スポンサーが提示してきた資金計画案では、レバレッジを効かせて自己資本利益率（ROE）を高めるために、できるだけ自己資金である出資（イクイティ）資金を少なく計上し、金融機関の融資額を増やす方向で資金計画が策定されているため、返済原資になりうる毎期の予定CF額と毎期の元金の返済予定額との間のマージンが少なくなっている。言い換えれば、スポンサーはできるだけ自己勘定の出資投資額を減らそうとするため、

表 3：リスクコントロール表（著者作成）

対象リスク	リスクの内容	リスクコントロール
スポンサー	プロジェクトマネジメント能力，その他，スポンサーが対象プロジェクトをコア事業から外す・事業撤退するリスク	スポンサーが同種のインフラ事業で投資をマネジメントした実績および同社における経営計画上の位置づけにつき確認，独立エンジニアコンサルタント（IE）に同様に確認。
出資金払込	株主出資金，銀行団貸金の払込が不払いとなり事業資金が不足する	スポンサーの支払能力について，金融機関として，その財務基盤を改めて確認。
用地取得・住民移転	用地取得や住民移転ができず，工事が開始できない	用地取得等の進展状況・難易度の確認とともに用地取得等に責任のある当事者の能力を確認。
設計	事業契約の求める性能発注を満たす設備や事業計画の設計ができない	十分に実績のあるEPCコントラクターとの間で契約ができていないか，IEにも確認する。
完工	必要な資機材の調達やコントラクターを動員することができず完工できない	同上
建設遅延	完工時期が予定を超過する	EPC契約において確定日付の完工義務があること，遅延についてはPPP契約と連動した賠償条項があること，その他IEに確認すること。
コストオーバーラン	完工費用が予算を超過する	EPC契約においてlump sumの条項があることおよびコントラクターの能力につきIEに確認。
技術	採用した技術が十分に検証できておらず，操業中に不具合が発生する	採用されている技術に履歴に裏付けられた信頼性があることをIEを通じて確認。
操業	操業安定度が低く，計画外の操業停止が起きる，事業契約で求められる性能を遵守できない	運営を担当する中核スポンサーの過去の履行実績確認とともにIEを通じて確認。
維持管理	設備の維持管理を適切に行えず，安定的な操業に影響が出る。	同上
需要	プロジェクトの需要が不足して収入不足の問題や事業見直しが議論される	実需については如何なる場合でも一定の確認が必要。さらに民間事業者リスクの場合には，需要の弾力性を見極めるとともに，需要予測を保守的に行うことで確認。
許認可	プロジェクト実施に必要な許認可の一部が未取得・不備がある。	現地弁護士およびコンサルタントを通じて難度の高い許認可の取得見込みについて確認。
環境社会配慮確認	事前の環境影響評価が不十分で，環境汚染や地域コミュニティとの紛争が起き，損害賠償訴訟が起きる	環境社会配慮にかかる専門コンサルタントを通じて現況およびリスクの有無を確認。
法制変更（一般）	当初予定にない一般的な法制変更	想定される法令変更リスクについてのキャッシュフロー上の感度分析にて確認。
法政変更（特定）	当初予定になり事業特定での法制変更。	事業特定の法令変更の可能性が高い場合には，非遡及効の可能性など，事前に政府と交渉。
政府・地方公共団体	政府・自治体が契約遵守しない，議会が事業見直しを決議せずして契約を解除する等。	過去の履歴とともに，現況から考えられる誠二リスクについて確認。
マクロ経済変動	マクロ経済が大きく変動し，事業環境をめぐる状況が大きく変化し計画の前提が崩れる。	インフレ率上昇などのマクロ変動について，キャッシュフロー上の感度分析を実施して確認する
カントリーリスク	事業の所在国のカントリーリスクにより，事業実施や返済が困難となる	主要な想定カントリーリスクを特定し，プロジェクトへの影響度および耐性を確認する
自然災害	対象事業に自然災害が発生し，物的損害や操業停止が生じる	民間の保険でどの程度カバーされるのか，免責条項を含めて保険コンサルタントを通じて確認。

SPCには余裕のある資金は殆どなく，些細なコストオーバーランや短期間の操業停止に伴って，金融機関への返済には支障が生じる可能性がある。

金融機関は、事業が直面するであろう現実的なシナリオを想定したうえで、完工後には保守的な操業・稼働率を見込んだうえで、貸し付けが可能かどうかを審査する。ここでの審査の視点は、第1に、資金計画における予備費を含めた資金の調達総額が十分であることを確認することであり、第2に、出資金（イクイティ）とプロジェクトファイナンス資金（デット）のバランスの審査であり、不足ならイクイティ資金の増加を求めることである。この協議・交渉のやり取りは、双方が合意した現実的なベースラインシナリオの事業計画に対応したCF表をもとに、特に完工後において、融資の返済期間中における毎回の返済原資見込額（Available Cash for Debt Service (ACFDS) = 毎期のプロジェクト収入－毎期のプロジェクトの操業費用）が、金融機関に対する毎期の元利返済予定額の何倍となると見込まれるのか（これを Debt Service Coverage Ratio (DSCR) と呼ぶ）を分析し、その数字がすべての返済期において一定の数値（Minimum DSCR）未満にならないことを確認することで行われる。対象となる事業の性格（発生するCFのヴォラティリティ）にもよるが、アベイラビリティ契約案件のように安定的な事業CFの案件では、計画・審査段階での最低DSCRを1.20～1.40として、金融機関はスポンサーと交渉することが多い。

次頁の図11は、金融機関がSPCの銀行口座に担保権を設定している収入CFが、日々どのような優先順位で、操業費用の支出、債務返済、長期修繕積立に宛がわれ、最終的にスポンサーへの配当支払にまで行きつくのか、その仕組みを示したものである。

通常、この仕組みは、水が滝つぼに落ちるまでの流れに見立てて、**ウォーターフォール (waterfall)** と呼ばれる。ウォーターフォールの仕組みを利用するプロジェクトファイナンスでは、SPCからの配当可能額は、企業財務会計ベースではなく、キャッシュベースで算出されるため、毎期の事業収入（現金）から必要な操業費用、維持管理費、元利返済、所要の積立金積立（以上いずれも同じく現金）が行われれば、そのまま配当可能額は自動的に決まってくるため、減価償却費や経過利息の計算はこの仕組みに関係しない。

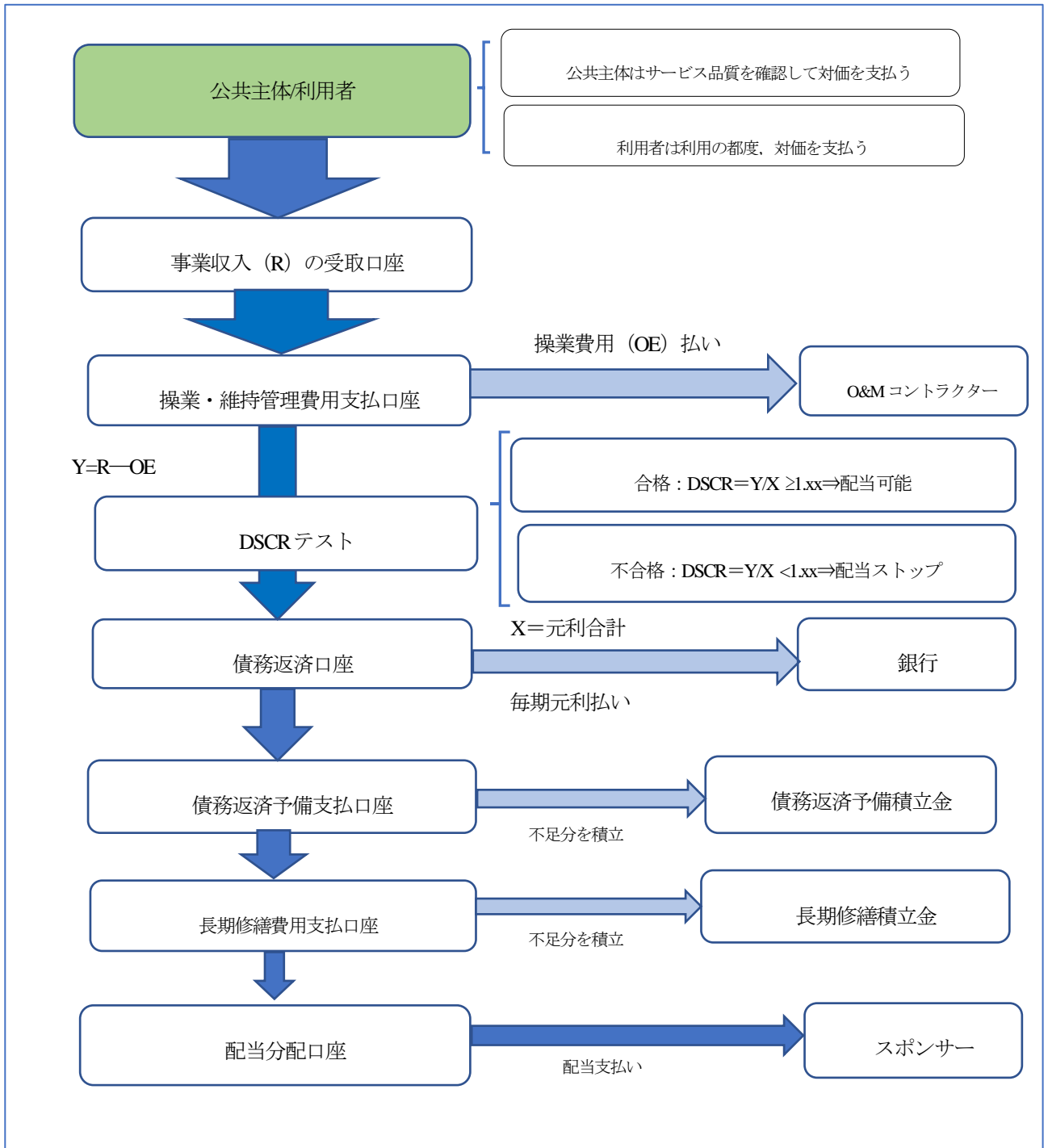


図 11 : プロジェクトファイナンス口座における支払優先順位 (著者作成)

なお、この図に記載されている DSCR テストは、金融機関が行う事業計画・CF の事前審査段階で要求する Minimum DSCR のテストではない。ここで記載されている DSCR テストは、スポンサーによる配当金引き出しを認める際の条件として融資契約に定められた DSCR テストのことが書かれている。

第4に、完成したリスクコントロール表と複数のシナリオをもとにした CF の感度分析結果をもとに、返済原資となる CF の発生確実性を確認して、自行としての与信判断を決定する。

第5に、プロジェクトファイナンスにおいてはリスク分散のために単独融資は行わず、複数の銀行が参加する与信額に応じて同じ均等のリスクをとるシンジケートローンの形をとるため、参加行全員で一致をみた融資条件で、スポンサーに対して与信案を提示し、合意したら貸付契約を調印する。

第6に、融資契約調印後に、全資産・契約の担保権について第三者対抗要件具備などを確認して貸付が実行開始される。

以上の金融機関審査のプロセスにおける審査の要諦は、リスクコントロール表の分析と CF 分析であるが、プロジェクトファイナンスでより重要な作業は、リスクコントロール表の分析とそれに基づいた金融機関の判断・対応である。なぜなら、CF 分析で対象となる CF の確からしさや精度を規定するのは、PPP 契約における官民のリスク分担の適切性、中核スポンサーのリスクマネジメント能力、および SPC に関わる関係当事者のインセンティブ構造である。かかる要素に問題があれば、ベースラインとなる CF 分析の数字には信頼性がなくなってしまう。そうするとベースラインの CF 表について様々な負荷を入れた感度分析を行う意味がなくなってしまう。また、最終的に行うスポンサーと金融機関の間における出資金（エクイティ）と負債（デット）の金額の調整は、スポンサーと金融機関の間の CF の配分にかかるゼロサム交渉に過ぎず、PPP 事業の成否に影響するものではないからである。

3.4 プロジェクトファイナンスのリスクコントロール分析

次に、加賀 [4]、樋口 [29] や著者の経験をもとに、リスクコントロール分析における重要な確認作業を列挙してみよう。本審査に入る前の事前審査で確認するのは、融資対象事業の公共インフラとしての社会的・経済的な必要

性の確認である。この段階ではまだ PPP 契約の分析には入らない。PPP の対象事業が、国や地域で真に必要とされているものなのか否かについて、金融機関として簡単に確認を行うが、国際機関が行うような厳密な経済的内部収益率（EIRR）の分析を行うのではない。当該事業が発案された政治社会的な背景をはじめ、その国の経済成長見込みや当該公共インフラの社会経済への貢献可能性や、利用者のライフスタイルへの適合性、競合するインフラの存在などを確認していく。最も嫌気される事業とは、政権交替したら直ちに否定されるような短期的な政治目的で実施されるプロジェクト、環境問題から地元自治体・住民等から強く反対されている事業、マクロ経済政策が不適切なために経済成長が見込まれない地域での大規模で高額なインフラの新設を伴う事業、提案されている交通手段を使う現地習慣がなく競合的な既存交通手段がより安価で十分に社会的支持を受けている場合の新規交通事業、事業そのものは必要ではあるがかかるインフラ施設への投資を賄える政府の Fiscal Affordability や受益者・利用者の支払意思額が極端に低い場合などである。金融機関は、こうした問題について、銀行内部の地域・インフラの専門家や外部の調査アナリスト、国際機関へのヒアリング等を使って、相当程度に独自の審査を行う。但し、この審査は、次の段階の本格的審査である中核スポンサー審査と並行して行われることが多い。なぜなら、熟練し有能なスポンサーであれば、この段階で問題となりうるようなプロジェクトを投資対象事業として選択しないからである。金融機関が自分で調べて事業の妥当性を判断するよりも、経験のある中核スポンサーが投資対象プロジェクトを取り上げるにあたり、どのように評価したのかが、金融機関にとってより重要である。

本格的な審査の第1段階で行うのは、中核スポンサー（最大出資者）のプロジェクトマネジメント能力は十分か、ということである。スポンサーの事業方針を確認し、そのスポンサーの過去の事業履歴、特に今回検討対象として持ち込まれた PPP 事業と同種類の事業に対する投資経験を調べることで、そのスポンサーの対象事業に対する知見や経験を確認する。PPP には事業請負的性格があることは既に述べたが、与えられた事業投資機会を実施して事業 CF を創出する責務を負うのは、事業を企画した公共主体ではなく、あくまでも PPP の契約当事者である民間企業である。そして、事業に内在するリスクや不測の事態に適切に対処し事業運営を継続できるかどうかは、スポンサー企業の有する当該事業に関連した専門的な知識・経験・マネジメント能力次第である。誤解を招かないように記

述しておく、プロジェクトファイナンスでは、融資対象事業の骨格さえきちんとしておれば、誰がスポンサーとなっても、金融機関はその事業にプロジェクトファイナンスで融資するかのような錯覚があるが、これは誤解である。どんなに立派にプロジェクトの計画や契約ができていても、それを実施運営するのは生身の組織である。この生身の組織は、スポンサー企業の利潤の実現のために任命された組織であり、スポンサー企業の策定した投資方針に基づいて行動する。したがって、事業運営の良し悪しを究極的に支えているのはスポンサーである。この時に特に重視するのは、スポンサーの単なる出資経験というよりも、投資した PPP 事業の設計・施工とともに運営・維持管理部分を担当した出資者としての経験である。中核スポンサーの知識・経験・競争力が設計・施工の部分にしかないにも関わらず、PPP の事業で最大出資者になるのであれば、経験のある別のスポンサーの参画を求めたり、それが受け入れられない場合には融資を断る可能性が高くなったりする。ちなみに、スポンサーの出資構成の変更を金融機関が迫るのは融資を謝絶している以上に、融資を申し込んできたスポンサー企業の神経を逆なでするもので普通は行わない。金融機関が PPP の中核スポンサーに拘るのは、第 2 章第 2 節の PPP 事業の特徴（投資回収の長期性・事業リスクの相対的高さ）で触れたように、PPP においては Unitary Payment の原則があり、あくまでもサービス提供（施設整備ではない）の実現に伴って、一律にサービス対価が払われるからである。もちろん施設の設計・施工は PPP 事業におけるサービス提供のために重要ではあるが、必ずしもそれをスポンサー自らが行う必然性はない。また、スポンサーが自ら行う施工のコストが第三者のコントラクターの価格に比べて高い場合には、むしろ SPC との間で利益相反が発生している可能性がある。サービス対価となる CF が最大化できるように質の良く競争力のある価格で別の企業が施工してくれるのであればよく、中核スポンサーには、設計者、施工業者あるいは設計・施工業者に対して発注者としての監理を行える能力があれば十分である。いずれにしても、金融機関が中核スポンサーに求めるのは、対象となる PPP 事業のごく一部の業務ではなく、同種の PPP 事業においてその事業が最終的に生み出す CF 創出プロセス全般に直接に携わった経験であり、特に、最終的な収入の実現に一番近いところでの能力にある。サービス提供の運営・維持管理部分に豊富な経験をもったうえで、他のスポンサーと効率的に連携できる高いリーダーシップをもち、事業全体を管理運営する能力のある企業の存在が重要なのである。また、金融機関として

は、スポンサー企業の経験・知見だけでなく、融資対象事業がスポンサー企業のコア事業（重点分野事業）なのかどうかを確認する。これは、事業が破綻しかかった場合でも、当該事業に対するスポンサーの実質的有限責任性を理由に安易に事業撤退する可能性を少なくしたいからである。コア事業であると宣言しておきながら、自社の運営瑕疵であるにもかかわらず事業の再構築をせず簡単に撤退したとしたら、それはもはやコア事業とは言えなくなる。また、事業がうまく進捗しなかった場合に、最後のところで重要なのは、中核スポンサーを含む各スポンサーの財務体力である。プロジェクトファイナンスは有限責任性を前提としたファイナンスであるから、もちろん当初の出資金払込義務は当然の義務ではあるが、予期せぬ不測の事態でわずかでも資金が不足したら当然に直ちに事業撤退するというのではなく、スポンサーとしては自発的な追加資金投入が合理的判断であることも多い。しかしながら、それを実現するためにスポンサーに一定の財務体力が必要である。2002年4月に開業した「タラソ福岡」の事業において、開業直後の赤字発生から間もない2004年に出資者たるスポンサーも破綻し、収支構造改善までに必要とされたスポンサー支援が継続せずPPP事業が閉鎖されたことは有名である（福岡市PFI事業推進委員会（2005）[30]参照）。しかし、このような事実は、金融機関の審査に何らかの理由でモラルハザードが発生しているとしか考えられない。タラソ福岡向けの銀行融資は、福岡市の支払う契約解除金で完済される構造となっていたため、スポンサーの財務体力を含む銀行審査が適切に機能しないモラルハザードの原因は明確に存在しており、前掲の委員会報告書もその点に触れている。但し、スポンサーの財務的体力は、スポンサーの事業運営能力と比例しないことも明確にしておかねばならない。

こうして、中核スポンサーのもつ知識・経験・プロジェクトマネジメント能力・財務体力に関して一定の信頼性が確認できれば、今度は、残りのスポンサーが具体的に事業CFの創出に強いインセンティブをもって事業に貢献できるかどうかを確認する。仮に5パーセント程度の出資比率でも、事業に貢献できる要素を持たないスポンサーがいたら審査上は要注意であり、中核スポンサーにそのスポンサーの位置づけを問うことになる。要は、参加するすべてのスポンサーの利害がSPCにおけるCF創出（＝より多くの配当の獲得）に向けて一致していることを確認することが重要である。

第2は、PPP契約の詳細な読み込みである。まず確認するのは、返済原資となるCF創出に影響を与える様々な個別のリスク事象について、公共主体が負担するもの、民間事業者が負担するもの、あるいは自然災害などのように不可抗力として分類されてスポンサーが付保する保険による対応などが求められているもの（これも広義の民間リスクのひとつであるが付保市場が無ければ民間としてもリスクがとれなくなる）の3つに分類し、そのリスクの負担者を特定し、PPP契約上の官民間のリスク分担にかかる契約上の設計が適正なのかを確認する。リスク分担の割り振りが適切でないと判断されれば、多くの案件はその時点で融資不能となる。つまり、民間企業に割り振られたリスクを、そもそも民間事業者ではコントロールすることが不可能なことがある。例えば、人口密度の高い地域における鉄道・道路などの用地取得リスクがあげられる。民間事業者による用地取得が済んでいない工区の割合が大きく、かつ用地取得期限や操業開始期限がPPP契約に確定日付として指定されている場合には、当該PPP契約を前提としたプロジェクトファイナンスを行うことは不可能である。次に、同じく道路・鉄道事業における、需要・収入リスクが民間事業者リスクとなっていることがあるが、ほとんどの場合に、民間事業者の能力・努力・裁量では交通量を十分に増やすことができない。特定径路の交通・輸送プロジェクトの通行料・運賃の収入は、もっぱら利用者にとっての利便性にかかっており、サービスの価格や品質に弾力的でないためである。したがって、このような事業の場合の審査は、需要リスクを民間事業者がマネジメントできるか否かではなく、需要は投資コストを回収するに十分であるか、あるいは経済の成長に連れて今後の十分な需要増大を見込めるのか、ということになる。環境社会配慮確認にかかるリスクについては、着工時の工事許可などは民間事業者が取るべきものであるが、事業計画段階での環境社会配慮確認は、公共主体が自らの責任で予め取得しておくことが求められる。法制変更リスクについては、民間事業者では全くコントロールできないため、CFに与える影響を公共主体が負担するべきものである。事後的に行われる環境規制の変更で高価な追加設備が必要となる場合には資金不足が問題となるが、このような事業の資金計画や採算に大きな影響を与える事後的な規制変更は、本来は既設のプロジェクトには適用されるべきでないものであり（非遡及効）、金融機関としての審査上の関心が高い項目である。マクロ経済変動リスクについては、例えば高いインフレ率が生じた場合に運営・維持管理の費用と収入がミスマッチせずに調整されるメカニズム

が PPP 契約やその料金調整メカニズムにあるのかどうか問われる。あるいは、相手国政府の財政状態が悪化した場合でも、政府による本件事業の位置づけに大きな変更が生じるようなことが無いのかなど、事業のマクロ経済変動リスクに対する耐性を確認することが必要である。

第3は、民間事業者に宛がわれた個々のリスクについて、選定された民間事業者が適切にリスクをコントロールできる能力があるかどうかを事前確認する。インフラ施設の運営で採用される技術については、中立的なエンジニアコンサルタントを金融機関が雇い、運転・運営実績に裏付けられた十分な信頼性があるかを確認する。対象施設の完工にかかるリスクについては、実績のあるコントラクターとの EPC 契約を通じて、完工の時期や費用が事業計画の範囲内に収まっていることを確認する。この時、工事の遅延については、PPP 契約に規定される完工遅延ペナルティと整合する十分なペナルティ条項 (Liquidated Damages) が、SPC が EPC コントラクターと締結する EPC 契約において確保され、EPC 価格については総価契約 (lump sum contract) であることを確認する。運営・維持管理のリスクについては、スポンサーが同種事業での運営・維持管理業務に関して十分な履行実績を有しているのかを確認し、エンジニアリングコンサルタントにも審査を依頼する。この時に、SPC がこの事業における運営・維持管理業務全体をスポンサーの子会社である **O&M コントラクター** に委託する場合には、SPC と O&M コントラクターとの間に締結される O&M 契約は、そのまま放置すれば関係者取引に該当し、利害相反を生む契約となりうる。典型的に問題となるのは、O&M 子会社を実質支配するスポンサーが、O&M 業務にかかる費用を通常の競争的価格よりも意図的に高めに設定し、SPC が受け取る収入 CF から不必要に高い費用を抜き取ることである。このことを指して、equity leakage と呼ぶこともある。この場合、当該スポンサーの利益と SPC に出資する他のスポンサーとの利益が一致しなくなる。言い換えれば、O&M 契約上の支払条件が歪曲されている。したがって金融機関は、O&M 契約の内容・条件について精査し、「利害関係のある両当事者が、互いに相手を利用しないで一定の距離を置く契約」(arm's length contract) となっているか否かを確認する。ちなみに、この観点からの審査は、EPC コントラクターがスポンサーである場合も、同様に行われる。また、官民どちらの責任でもない不可抗力事由となる自然災害のリスクについては、

民間事業者が付保する民間保険会社の提供する保険契約にて十分な金額かつ適切な条件（免責条項などに問題がないことを確保する）で付保されることを確認する。

3.5 公共主体からみた金融機関による審査の価値

金融機関は、以上のプロセスを通じてリスクコントロール表を埋めていく作業を行う。このとき、金融機関が審査するのは、一義的にはプロジェクトファイナンスにおける唯一の返済原資となる事業CFの確からしさである。PPPの契約者である借入人たるSPCが返済原資に相当するCFを予定通りに創出する上での潜在的なリスクは何か、そのリスクは誰が負っているのか（官か民かそれとも不可抗力なのか）、リスクを負わされた者はそのリスクをマネジメント・コントロールできる能力があるのか、そして、この事業に関係しているすべての当事者は、事業CFの創出に向けて利害が完全に一致しており、SPCの事業と利益相反が起きていないことを確認することである。このような金融機関の審査は、返済原資となるCFができるだけ大きくかつ安定的であることを確かめるためのものである。PPP契約においては、公共主体は民間事業者に対して、要求水準に対するサービス提供の達成度（パフォーマンス）に応じて支払いを行なうことになっており、公共主体による対価の支払いはその履行達成度に応じて客観的に決められる前提となっている。これを「契約規定可能性」（Contractibility）という。このことから、民間事業者による達成度が高まるに応じ、公共主体の満足度は高まり、公共主体による対価支払い額は増加するように設計されているため、金融機関が求める対価の支払い額の最大化は、原則として公共主体の利害と一致する。なぜなら、仮に「運営・維持管理費用を一定」と仮定すれば、返済原資の最大化・安定化は、事業にとっての収入を最大化・安定化することに完全に一致する。公共主体の側は、対象事業がうまくいっている度合いに応じて対価を支払う（あるいは利用者が料金を払う）のであるから、事業のグロス収入（＝公共主体のサービス対価支払額）の増大は、とりもなおさず事業計画に対するPPP事業の成功度（例えば操業比率）に正の相関がある。

しかしながら、留意を必要とする点がひとつある。公共主体の最大の関心であるPPP事業の成功度合いは事業のグロス収入と一致するものの、金融機関の関心はグロスの収入よりも操業・運転費用を控除した後の Available Cash

for Debt Service (ACFDS) の最大化にあり、スポンサーの関心は、ACFDS からさらに金融機関への元利支払予定額を除いた Cash for Distribution (CFD) の最大化にあるため、それぞれが関心をもつ指標が乖離している。元利返済額は、融資額と金利によって決まるため、一度決めたら変更できないので、金融機関とスポンサーの関心は一致しているように見える。しかし、スポンサーの利益は、運営維持管理費を削減することでよりアップサイドのリターンが大きくなるため、どうしてもぎりぎりまで当該費用を切り詰める強いインセンティブがある。一方で、操業の安定性如何に関わらず、金融機関にとってのリターン、つまり元利受け取り予定額は予め固まっているため、コストが多少かかってもよいので、より安定した運営を望む傾向にあり、運営維持管理費のぎりぎりまでの削減には前向きでない。したがって、金融機関は、独立エンジニアによる技術的確認を含む審査段階において、運営維持管理予算においてできるだけ厚めに費用計上を求め、保守的な維持管理予算を求める傾向にある。その結果、DSCR が下がり Minimum DSCR が達成できないのであれば、資金計画の見直し（出資金・融資の比率の見直し）を求める可能性もある。この意味では、ROE を高くするためによりリスクの高い事業投資行動をとろうとするスポンサーの行動（資産代替）を制御しようとする方向で、適切な維持管理費用予算の確保を確認することになる。このように、運営維持管理費用を過度に切り詰めることでアップサイドリターンを狙うスポンサーに対して、金融機関は過度なコスト切り詰めが生じるかもしれない操業中断などのリスクを回避しようとする。その結果、金融機関による審査のインセンティブは、高い操業率とサービスの安定性を確保したい公共主体のインセンティブとも一致するのである。

次頁の図 12 は、PPP のリスクのそのコントロールの概念図である。金融機関によるプロジェクトファイナンスの審査は、もともとは自らの融資の返済の確実性を確認するために行われるものであるが、公共主体にとっても、次のような付加価値を生んでいると考えられる。

第 1 に、最も重要な審査は、「**中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査**」（略して「**能力審査**」という）である。借入人は SPC だが、実際に人材を派遣し、SPC の会社経営を行い、培ってきた経験・ノウハウをもとに事業の開発・運営を指揮できるのは、株主となるスポンサーである。中核的なスポンサーは、SPC の最大株

主であって、完工や運営開始までの事業開発に高い能力を発揮し、完工後の運営・維持管理にも強い競争力をもつ企業が中核的なスポンサーとして重要な役割を担う。

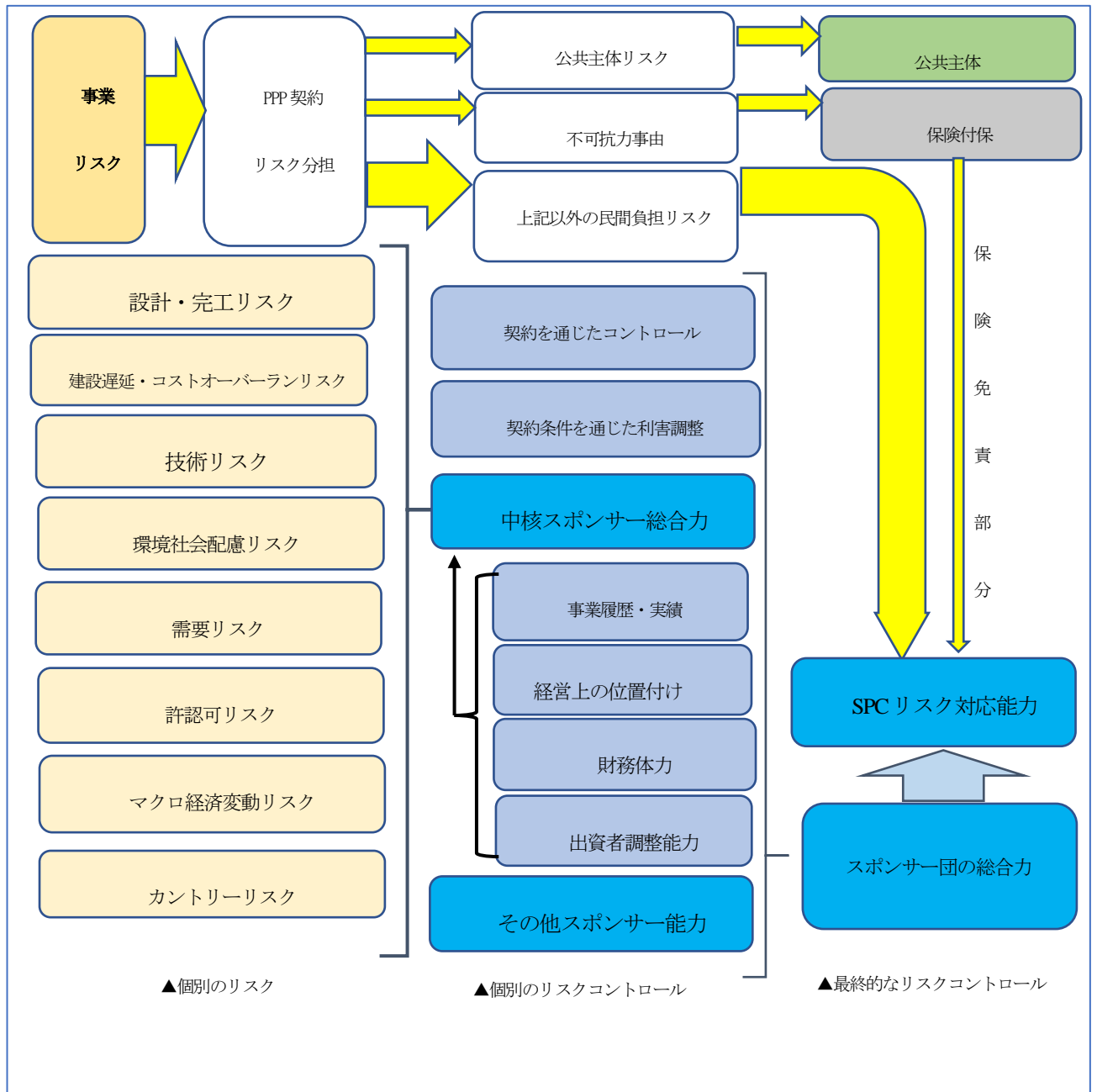


図 12 : PPP のリスクとコントロール概念図 (著者作成)

詰まるところ、彼らに豊富な経験と能力があれば、事業が直面する様々な課題を解決して、元金の返済を期日通りに行うために必要な収入CFの創出を行える。一方、この審査は、公共主体からみれば、「公共主体による代表企業選択の妥当性」を銀行が再審査してくれるものである。

第2に重要なのは、「**事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査**」である。経験・能力のある中核的なスポンサー企業であっても、すべての種類のリスクをコントロールできる能力をすべて持ち合わせているわけではない。そこで重要となるのは、官民間で締結済みのPPPの事業契約（PPP契約）において、様々なリスクが官と民の間で、それぞれの能力の適正に対応して分担できているかが審査対象となる。例えば、用地取得の責任や収入・需要リスクの分担は特に重要な問題である。あるいは自然災害リスクを保険会社に移転できているかが審査で問われる。一方で、この審査は、公共主体からみれば自ら起案した「PPP契約上のリスク分担の妥当性」を銀行が再審査してくれるものである。

第3に重要なのは、PPP事業を実施するSPCに対する出資や契約に関与する「**当事者間のインセンティブ構造の審査**」である。関係当事者がもつ事業インセンティブが事業CFの創出に向けて相互に適切に折り合っていないければ、事業は成功しない。SPCの出資者となるスポンサーの構成とその出資比率は極めて重要で、スポンサー間の能力が互いに補完的であり、プロジェクトへの貢献度の高い事業者の出資比率が高いことが最適である。また、株主や契約先企業など関係当事者間での利益相反取引がないように契約条件が調整されていることが必要である。Esty (2002) [9]が、これによりSPCでのエージェンシーコストの削減が図れるとしているのは、まさにこの観点の審査のことである。一方で、この審査は公共主体からみれば、契約相手先である「SPC内部の組織ガバナンスと下請契約先選択の妥当性」を銀行が再審査してくれるものである。

以上の3つの審査を本論文においては、「**プロジェクトファイナンスの基幹3要素審査**」と呼ぶ。この基幹3要素審査は、次に触れる最終的なCF審査における感度分析の信頼性を根底で支える最も重要なものであり、この3要素審査の品質が低ければ、発生するCFの予想変動率（volatility）が高まり、CF分析そのものが意味をなさなくなる点に留意が必要である。

第4は、「厳しい資金制約下での精度の高いキャッシュフロー審査」である。上記の基幹3要素審査をクリアした事業は、厳しい資金制約の下でもスポンサーが高い確度で計画通りに事業を実施できると判断され、ノンリコースの融資が検討される。ノンリコースを前提としたプロジェクトファイナンスにおいては、スポンサーは対象事業に追加資金提供を行う義務がない前提で、ぎりぎりまでSPCへの出資金額を削り、銀行融資を増やして借入れ比率を高め、ROE（資本利益率）を高めようとする。また、インフラ施設の運営事業では、空港・港湾ターミナル案件などを除き、事業者の努力で収入が当初計画を上振れる可能性は低いいため、収入のアップサイドは限られている。こうしたことから、借入債務返済資金総額（現在価値）に対する、ベースケースとしての毎期の予定事業収入から毎期の予定費用を控除した後に生み出されるネットCF総額（現在価値）の比率（=Loan Life Coverage Ratio: LLCR）は、2倍を大きく下回る水準となり（例えば需要リスクのない案件では、著者の経験でも1.3~1.5程度が普通）、不測の資金不足を吸収しうるようなCFの余剰は十分にはない。このため、融資決定後には、予定外の費用増加や収入減少などの金額変更を伴う計画の見直しは困難なため、銀行団は、計画通りの事業実施の確実性を精度高く見極めなければならない。計画通りの事業実施ができなければ、完工遅延、操業水準低下、収入発生遅延・不足を通じて、期日通りの返済が不可能となるので、銀行としても事業からのCF発生の確度を精査する。

以上からわかるように、銀行にとっての資金回収の確実性を確認するためのこのキャッシュフロー審査は、スポンサーへのノンリコース性が強まれば強まるほど（=事業外からの返済資金確保の可能性が低まるほど）、事業計画そのものの信頼性の審査に近似化されることになる。そして、適切な官民リスク分担とインセンティブ設計がなされたPPP案件に、真に能力の高いスポンサーがSPCを通じて取り組んだ事業だけが、かかる厳しい資金制約下でもそのCF審査に耐えられる。このことは、公共主体が設計したPPP事業に関して、公共主体が選定した民間事業者によって策定された事業計画の定量的な妥当性が、銀行の厳正なCF審査を通じて再確認されることを意味する。つまり、厳格なノンリコースの銀行融資には、対象事業のCF分析の精度を確認でき、SPCの限られた資金制約下であっても事業の実施確実性を確認できる、という公共主体にとっての重要な副次的意義が認められる。

第5は、「複数の銀行によるシンジケートローン方式による審査」である。主幹事銀行が審査を主導したうえで、審査情報を他の参加行と共有し、あくまでも全参加行のコンセンサスを獲得して融資とその条件が決まるため、審査は透明性が高くなる。多くの銀行が参加できるため、そのことで一行当たりの金額上の負担も少なくしてリスクを分散化することもできる。また、万が一の事業破綻や返済の債務不履行に際しては、スポンサーに対して一致団結した影響力をもてる。Esty and Megginson (2003) [10]も指摘するように、多数の銀行から次回のプロジェクトファイナンス融資が得られないことを懸念し、スポンサーは、意図的・戦略的なデフォルト行動によりプロジェクトから撤退するインセンティブを抑止されており、対象事業の遂行に関して強いコミットメントが確保される。このプロセスを公共主体からみると、「シンジケートローンの組成を見れば、主幹事行の事業審査に対する参加行からの信頼性が確認できる」ことになる。

以上のように、金融機関の行う真のノンリコースによるプロジェクトファイナンスを通じた事前の審査は、公共主体の利益とも符合一致する。但し留意が必要なのは、金融機関がPPPに融資を行う場合でも、その返済原資が事業から生まれるのではなく、事業の外（特にスポンサー）から提供される資金に頼っている場合がある。典型的な事例としては、プロジェクトが完工しなかった場合には、その時にはスポンサーにリコースして融資額を全額弁済させる完工保証の仕組みである。このような仕組みがあるのは、審査対象の建設計画あるいはEPC契約のもとでは、完工リスクが無視できないほど大きいと、金融機関が判断しているためである。完工リスクが実現して事業が破綻しても金融機関は全額返済を受けるため、金融機関の融資の実現には完工保証は有効であるが、プロジェクトの完工を実現できない公共主体にとっては何らのメリットにはならない。同様に、事業の完工後の運営段階においても、スポンサーに対して多額の追加資金拠出義務を課しているとすれば、これは、金融機関側が、スポンサーが作成した操業計画や操業能力に大きな問題を見つけていることの証左である。ただ、プロジェクトマネジメント能力の高い企業であればあるほど、こうしたスポンサーリコース性の高い融資条件はリターンの低下に繋がるため、かかる条件を簡単には受け入れようとはしない。金融機関がスポンサーに対して過度にリスクテイクを回避する対応をすれば、主幹事を別の金融機関に変えることもある。一方、公共主体によるPPP契約の解除に伴う解約一時金

の精算の仕組みも重要である。事業者の PPP 契約債務不履行が継続したことが PPP 契約上の契約解除事由となり、公共主体が PPP 契約を解除する場合に発生する契約解除一時金の支払で、金融機関の債務が完済するような仕組みがある場合などは、金融機関の審査は、一番に大事な点（契約解除に繋がるような重大リスク）について牽制が機能しなくなるため、公共主体側の契約設計には留意が必要である。

本節では、金融機関によるプロジェクトファイナンスの審査の社会的価値をみてきたが、その政策的インプリケーションと実務的な観点から重要な点を補足しておきたい。金融機関によるプロジェクトファイナンスの審査の完了は、SPC と金融機関との間で貸付契約およびその関連のすべての契約が締結されたことを通じて確認できる。これは、いわゆるファイナンシャルクロージングのことを指すが、貸付契約締結だけでまだ貸出開始要件が充足していないという意味で **dry closing** と呼ばれる。この **dry closing** と並行して、金融機関は公共主体との間で直接契約（**Direct Agreement**）の締結を行う。この直接契約においては、貸付先である SPC が PPP 契約上や貸付契約において万が一債務不履行状態に陥り、融資債権の回収確実性が危険にさらされた場合には、金融機関の権利として2つのことが規定されている。ひとつは金融機関自らが SPC に代わって PPP 契約上の義務を履行して PPP 契約上の債務不履行事由を治癒することで PPP 契約の解除を回避できることである。もうひとつは、既存の SPC による PPP 事業継続が困難と金融機関によって判断された場合には、公共主体による PPP 契約解除が起きる前に金融機関が PPP 契約や SPC の資産を担保実行して、新たなスポンサーの設立する SPC に所有権を移転することである。この2つが直接契約において公共主体によって認められる。つまり、直接契約で認められた金融機関の権利は、プロジェクトファイナンスを供与する金融機関だからこそ必要とするものであり、その必要性は文字通り融資のノンリコース性に由来するものである。スポンサーの履行能力や事業の審査は重要であるが、こうした最終的な債権回収手段の確保も金融機関にとっては重要である。直接契約や担保設定契約を含めた貸付関連契約の締結、つまり真のクロージング（**Wet Closing**）まで到達して資金調達は完了し、この時初めて施工工事に対応した支払いのための貸出が行われうる状態になる。

一方で、PPPの応札スポンサーが、PPPの事業権入札の段階で金融機関から取得する内諾書（Letter of Intent）や支援書簡（Support Letter）と呼ばれるものがあるが、このような文書は、金融機関がまだ選定されていない応札事業者に対して貸付の機会を求め、事務主幹事（リードアレンジャー）獲得のために自らを売り込んでいる段階で发出されるものであって、金融機関による審査は何ら行われていない段階のものである。つまり、公共主体から見たときに、金融機関がこの文書の発行を通じて公共主体に提供できる付加価値はあまりない。したがって、公共主体が金融機関によるプロジェクトファイナンスの審査結果に関する正確な情報を有意義に入手することが初めて可能となるのは、ファイナンシャルクロージングの時点である。まさにこのことと関連するが、多くのPPP契約においては民間事業者（SPC）が資金調達完了に関して公共主体にその旨を正式に通知することが求められ、公共主体はこの直前に金融機関から直接契約の締結を求められているため、金融機関との直接契約にかかる文書の交渉を通じて、その資金調達内容を相当程度正確に把握することができる。なぜなら、公共主体は、金融機関がスポンサーから直接に回収した資金については金融機関に直接に解約時精算金（Termination Payment¹）を支払う必要性がなくなるほか、仮にノンリコース融資でない場合には、そもそも金融機関に対して直接契約締結を認める必要性もなくなる。以上のように、ファイナンシャルクロージングの時点で、公共主体が金融機関と直接契約の締結交渉を通じて情報収集することは重要な意味をもつ。

3.6 結論

Yescombe [7]は、プロジェクトファイナンスが公共主体に果たす重要な役割として、スポンサーの資本コスト削減によって創出される、公共主体にとってのVFM向上という効果を上げた。しかし、本章でみたように、プロジェクトファイナンスの役割はそれだけではない。金融機関によるプロジェクトファイナンスに関する審査は、「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査」「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」「当事者間のインセンティブ構造の審査」「厳しい資金制約下での精度の高いキャッシュフロー審査」「複数の銀行によるシンジケートローン方式による審査」の5つからなっている。かかる審査は、公共主体に対して「公共主

体による代表企業選択の妥当性」・「PPP 契約上のリスク分担の妥当性」・「SPC 内部の組織ガバナンスと下請契約先選択の妥当性」という重要な再確認された情報を提供する効果をもたらす。

この効果には重要な社会的価値がある。PPP は、民間活力を利用した公共インフラサービスの調達の一手段であるが、官もリスクを一部負担するなど民間企業単独の事業ではないほか、民間企業同士で結ばれる契約でもない。言い換えれば、公共主体が PPP の設計に大きく関与し事業者選定も公共主体が自ら行う。このため、純粋な民間事業や民間企業同士の契約であれば達成可能な資源配分の効率性が、公共主体の誤った判断で達成できない可能性もある。プロジェクトファイナンスは、公共主体が犯す可能性のある PPP 事業に関する設計や事業者選定の過ちを金融機関の審査が牽制することを通じて、社会的に非効率な投資を止めることができる。民間事業者がコントロール不可能なリスクを民間側に寄せてしまったという意味での「公共主体による PPP 契約の誤った設計」、 「プロジェクトマネジメント能力の著しく劣る民間事業者が公共主体によって選定された PPP 事業」、 「対象事業に信頼性のない技術の採用を決めてしまった民間事業者の計画を公共主体が承認すること」、 などがその対象である。こうした事業を、もしも金融機関がスポンサーの債務保証を取り付けて、綿密な事業審査もないままにコーポレートファイナンスで融資を決めてしまえば、投資は実行されるが事業は破綻して、融資も**不良債権**になるため、社会的な非効率が生じる。

この金融機関による審査による効果は、その事業履歴のない新設の SPC が借入人になるという本来的なリスクの高さに関わらず、グローバルに提供されているプロジェクトファイナンスの低いデフォルト率（既述の Moody's によるデータ [18]）にも反映されている。但しこの効果には前提条件がある。つまり、プロジェクトファイナンスにおける高いノンリコース性が確保されることである。このことにより、金融機関による事業審査のインセンティブと公共主体にとっての利益が、審査段階では完全に一致する。一方、公共主体がサービス対価として払っている事業収入以外からの資金（典型的にはスポンサー保証やスポンサーサポート）で返済が確保される度合いが高くなるにつれて、公共主体と金融機関の利害は徐々に乖離することに留意する必要がある。ノンリコース性の高いファイナンス

スを実現するには、能力の高い事業者ができるだけ数多く登場し、かつ審査能力の高い金融機関同士が高いレベルで互いに競争することも必要である。

4 インド PPP における金融モニタリング機能

4.1 背景

インドでは、1997年から民間資金を活用したPPPによる社会基盤整備を推進する施策の策定を開始し、特に2004年から急激に投資規模を拡大した。しかしながら、インドのPPPプログラムでは、大型の破たん事例が相次ぎ、銀行では、巨額の不良債権を生み出す原因となった。インド中央銀行たる Reserve Bank of India (RBI) の発表データ、RBI(2000~2019) [31]に拠れば、2018年3月時点で不良債権は全銀行貸付残高の11.5%に相当し、PPP向け融資の不良債権がその大きな要因となっている。インドにおいて、事業に必要な資金調達を十分に確保できていた数多くのPPP事業が、ファイナンスとは直接に関係のない様々な問題で計画通りに実施できなかったことの詳細な要因分析は、本論文の目的ではない。むしろ本論文では、そのファイナンスに着目し、インドの銀行が当初から対象プロジェクト審査を適切に行っていれば、自らの不良債権の発生を食い止められただけでなく、その事業の問題点を事業者や中央政府・州政府に適切に指摘・協議できていれば、当初事業計画を見直すことも十分に可能であったと思われる点に着目する。

インドに限らずどこの国でも、政府が策定したPPPの事業計画案が、民間事業者側からみて問題が多く、投資不適格な事業であるとして、その事業の応札を見送ることはある。アジア諸国のPPPで、欧州や北中南米で操業実績のある著名なインフラ施設運営事業者が殆ど応札しないのは、PPP事業設計の質が一因であると推察される。政府がコスト削減を重視したあまり結果的に能力の低い事業者を選択してしまうこともある。一方で、事業者の側も、事業の潜在的なリスクを把握せず、収益を得る好機とのみとらえて安易な計画を策定し、誤った投資判断で事業に応札することがある。また、Guasch(2004) [32]の調査成果等を参考にして、Engel et al(2014) [1]も分析したように、事業者のなかには応札段階から意識的に採算の取れるはずもない水準で低価格応札し事業権を取得し、事業破綻直前に政府との契約再交渉を行うことを前提に機会主義的な行動をとる者が存在することも確認されている。前章での分析結果を踏まえれば、金融機関は、事業の実施可能性を確認して、事業を企画した政府や事業者に対して牽制機能を発揮できるはずである。

特に PPP においては、プロジェクトファイナンスの手法を用いた融資が行われる。担保・保証付きの融資や大手優良企業向けの貸付けとは異なり、事業審査は通常の企業向け融資に比べてより念入りに行われるはずである。では不良債権が起きたインドでは何が原因でそうなったのか、PPP を推進するアジア諸国や我が国への教訓は何か。これが本章の問題意識である。

既往研究をみると、Kleimeier and Versteeg [23]は、経済発展段階や金融セクターの成熟度の低い国では、プロジェクトファイナンスのもたらすコスト削減効果は先進国におけるよりも際立つとした。Timbang and Rao [25]は、Esty (2002) に言及して、資本市場が不完全であることに伴いコーポレートファイナンスで事業を行った場合に生じてしまう様々なコスト（取引費用、エージェンシーコスト、情報取得費用、財務的困難に伴うコスト）を、プロジェクトファイナンスによって、これらの費用を引き下げること、社会的余剰損失（死重損失（deadweight cost）のこと）を削減できれば、プロジェクトファイナンスは、効率的なファイナンスの選択肢となっている。Rao [26]は、債券が発行資金受払・償還とも全額一括であり、最もリスクが高くなる完工前リスクにも敏感であるのに対し、銀行融資のプロジェクトファイナンスは、設計・施工の進捗や契約先に対する支払に即した柔軟な貸出方式をもち、かつ完工前のリスク受容度も高いことに特徴があり、PPP に適しているほか、その仕組みを通じて変動する政治経済状況に対応する柔軟性や外的ショックに耐える構造を有すると指摘している。しかしながら、インドにおいては、プロジェクトファイナンス融資を含めて不良債権化しており（Financial Times [33]）、本章ではその原因を分析する。

最新のアジアの PPP のファイナンスに関する研究である Rao [34]、Timbang and Rao [25]、Rao (2019) [26] は、アジアの PPP 向けプロジェクトファイナンスについて分析を試みているものであるが、マクロのデータの相関分析にとどまっており、プロジェクトファイナンスの実務者経験を踏まえて融資判断の実態まで踏み込んだ分析ではない。

著者は、PPP 案件の融資と審査に携わってきた経験を活かし、インドで実施された PPP をレビューした著名な財務省委員会報告 [35]を含むインドの資料・既往研究の文献・データから重要事実を抽出し、インドの地場に所在する

銀行や国際機関等の役職員とのヒアリング等により不足する情報を補完して、インドの PPP におけるプロジェクトファイナンスの実態解明を行うと同時に、公共政策的な観点からその課題と教訓を導き出す。分析の対象となる時期は、RBI がインフラファイナンス振興策を発表した 1999 年 4 月から 2018 年にインフラ部門向け銀行融資の不良債権比率がピークに達した時期までを対象とする。本章では、インドの問題を「開発途上国における未成熟な金融部門に起因するごく一般的な問題」と片づけず、次節においてインドの PPP と不良債権化を紹介し、第 3 節、で不良債権化の構造要因を分析し、第 4 節での結論に導く。

4.2 インドの PPP と不良債権化

4.2.1 インドの PPP

インドでは、既に 1991 年より、電力の発電事業の分野においてインフラ施設の新設・運営への民間企業の参画が始まった。Nallathiga & Shah [36]によれば、その後、インド政府は対象を拡大し、例えば道路の分野では National Highway Rules 1997 を定め、National Highway Authority of India (NHAI) を設立し、民間事業者が道路運営事業を行える制度を 1999 年までに構築した。Garg & Garg [37]によれば、この時期は、政府が特に交通の需要の高い路線地域を選択し、用地取得問題にも政府が自ら責任をもって対処するなど、比較的順調に PPP 事業を実施していたとされる。しかしながら 2004 年からは、政府が社会福祉予算を大幅に増額するために、インフラ関連の予算の膨張を抑えて、インド全土で官民連携パートナーシップ (PPP) でのインフラ開発を推進する方針を打ち出した。Nehra [38]によれば、必要資金の約 50%程度を民間からの資金として期待した。2007～12 年の第 11 次五カ年計画では、第 10 次五カ年計画のインフラ投資規模 8.7 兆ルピーの約 2.4 倍に相当する 20.7 兆 Rupee のインフラ計画を始動させた。

しかしながら、インドでは、用地取得の困難さに代表されるように、当初の計画通りには実施が困難な PPP 事業が極めて多かった。Nehra [38]によれば、80～90%の道路 PPP 案件は、用地取得の問題に直面し、NHAI の実施した事業では、10～15%程度の用地取得比率の段階で事業権入札に付され、70%の事業はファイナンスクローズ・運営開始が遅れていたとされる。それ以外にも、住民移転の問題、施設運搬のための道路拡幅の許可が得られないこと (utility

shifting の問題）等に伴う工事の遅延，民間事業者による事業権の安易な安値受注（事業権獲得のために過大なプレミアムを払って競争することを含む），需要の予測の読み違い，スポンサーの事業実施能力の不足，地方政府による義務不履行や突然の政策変更などが，PPP 事業の円滑な実施を阻んだ理由として多くの要因が指摘されている（財務省委員会報告 [35] 参照）。こうした理由から費用のコストオーバーランの問題も深刻で，Nallathiga et al [39] は，現地民間調査によれば遅延した 238 件の PPP 事業の平均的なコストオーバーランは 77.3%にも上っていると言及している。

Business Standard (September 7, 2019) [40] に拠り，著名な大型案件の事例「Delhi-Gurgaon Expressway」をみてみよう。本件は 28km の有料道路案件であるが，PPP の事業権獲得にあたり，2002 年にインドで初めて，民間事業者（当初は Jaypee Group と DSC の合弁事業であったが，Jaypee は 2 年後に撤退）から NHAI に対してプレミアムの支払が行われたものである。本事業では，2003 年 1 月にコンセッション期間が始まったが，竣工は 2008 年と完工に 5 年を要した。事業権を与えた NHAI との間で契約違反や不正問題で紛争が生じたほか，料金所の過剰な混雑に伴う混乱等で，最終的にはコンセッション契約が NHAI によって解除されるなどして，その時点で資金を供与していた IDFC（ノンバンク），Punjab National Bank, Oriental Bank of Commerce and State Bank of Bikaner and Jaipur は，担保実行のうえで自らが事業を引き受けざるを得ず（ステップイン），多額の損失（140 億 Rupee と推計）が発生したとされる（Business Standard (Feb. 19, 2019) [41] 参照）。本件に見られるように，インドの PPP では複数の問題が同時に発生している。1255 件の PPP 案件のうち，72 件が契約解除されているとの報告もある（Business Standard (Feb. 4, 2016) [42]）。

4.2.2 民活インフラ向け融資拡大と不良債権化

インドの PPP に対するファイナンスの最大の特徴と問題は，融資対象の PPP 事業に多大なリスクがあるにも関わらず，銀行が融資を行って，その融資が工事遅延やコストオーバーラン等で不良債権化してしまったことである。

政府・州政府が自ら実施する公共事業の必要資金は、公債発行と中央銀行によるブリッジファイナンスであったため、「インフラ」という統計上の分類は、2003年までは、中央銀行統計の主要な報告書の商業銀行の融資先分類としては存在していなかった。その後、「公的部門」という業種分類とは別に、民間産業分野(Industry)向けの融資先業種分類のひとつとして、「インフラ」（実質的にPPPを指す）が新たに登場する。RBI(2000～2019) [31]によれば、2000年には1000億ルピー未満であったインフラ向け銀行融資残高は、年率約30%程度の成長で急激に増加した。PPPの活用が、マンモハン・シン政権（2004～2014年）でさらに本格的し、PPPへのファイナンスのブームが2008～2014年に到来した。

次頁の図13・14にあるように、不良債権の推移をみると、RBI(2000～2019) [31]によれば、リーマンショックが起きた時点では、インドの不良債権比率は2%程度で、他の開発途上国の平均と比べても高くなかったが、2010年以降、インドの銀行の不良債権比率は急激に拡大し、2018年3月にピークの11.5%に達し、2018年9月に10.8%に漸く低下した。なかでも、インフラ向け融資は、鉄鋼産業向け融資とともに、インドの不良債権の肥大化の主要な原因となった。以下、上記と同じRBI(2000～2019) [31]によれば、2018年3月の銀行の全貸付残高（77兆Rupee、約120兆円相当）のうち、農業・サービス業・個人向け融資を除いた産業向け融資は全体の約3分の1を占め、産業向け融資の不良債権比率は22.8%と最も高かった（農業7.0%、サービス6.0%、個人2.0%）。このうちインフラは産業向け融資残高全体の34.1%のシェアを占めており（建設・エンジニアリングなどの関連産業を含めると約45%）、貸出条件緩和債権を含めた**リスク管理債権**の比率も22.6%であった。RBI(2000～2019)¹⁾のデータをもとに著者が計算したところ、インフラ部門は、同時期のインドのリスク管理債権の約4分の1を占めていた。

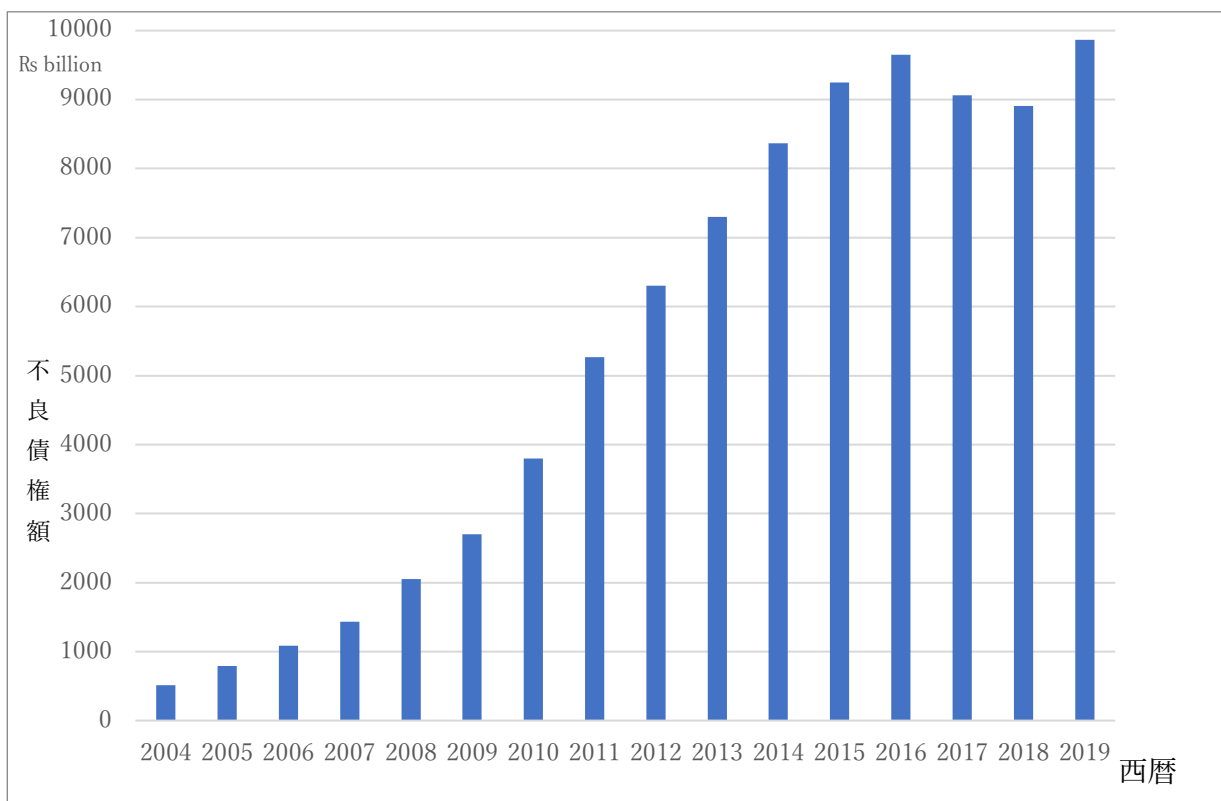


図 13：インド不良債権額推移 (RBI [31]より著者作成)

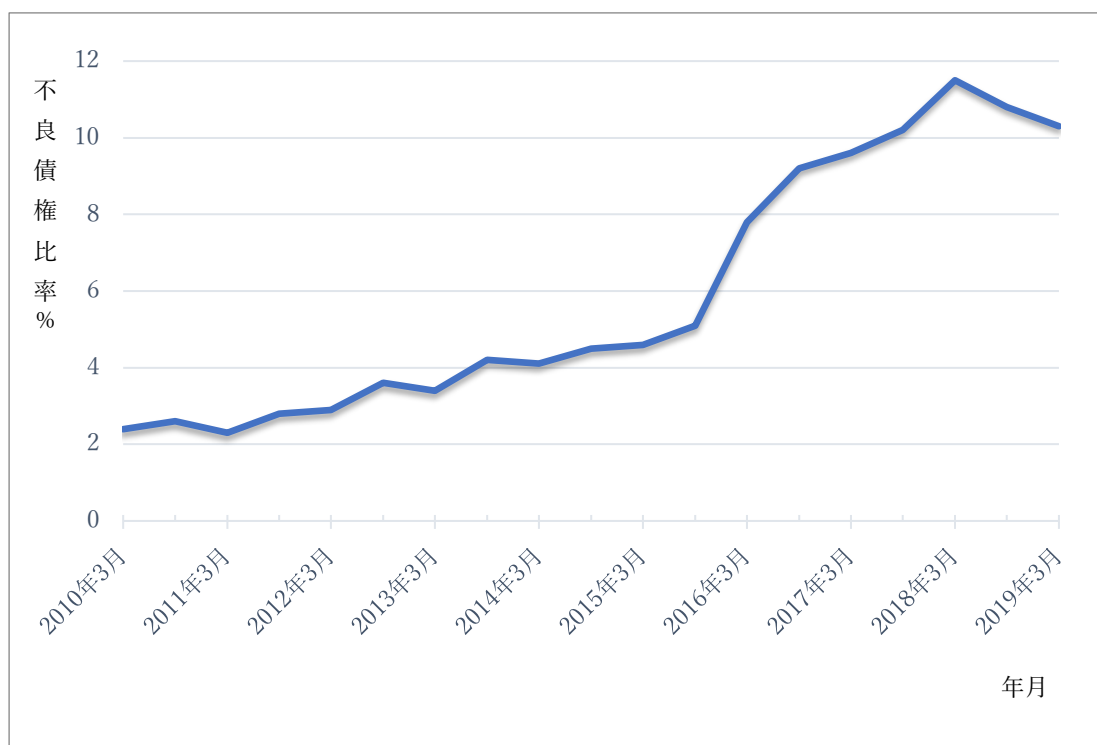


図 14：インド不良債権比率推移 (RBI [31]より著者作成)

4.3 PPP 向け融資の不良債権化の要因分析

本節においては、インドの PPP 向けプロジェクトファイナンスの不良債権化の要因を分析する。著者が本件に係る公式の資料・データおよび既往の調査・研究を通じて関係の深い事実を抽出するとともに、それらを補完するために、専門性のある実務者からのヒアリング（第4節参照）をもとに、第2章第2節で整理したプロジェクトファイナンスの重要な特性を踏まえ、必要な審査のうち何が融資の現場で欠けていたのかを解明する。

4.3.1 中銀による特別な融資振興策

インドにおいては、中央銀行たる RBI が、日本銀行も行っている通常の中央銀行業務に加えて、1934年制定の Reserve Bank Act に従って定める預金取扱金融機関（RBI の定義では、Scheduled Commercial Banks と呼ばれ、具体的には民間銀行、外国銀行、国営商業銀行がすべて含まれる）に対して、自己資本比率規制を通じた銀行の経営健全性維持を含め、金融規制上の銀行監督のすべてを一元的に行うことになっている。また、インドにおいては、中央銀行のガイドラインとして、農業、中小企業、その他の特定の貸付先セグメント（零細運送業、小売業、自営業、奨学金融、住宅貸付、非営利団体、食品加工、ベンチャー等 12 分野）などの業種について Priority Sector（優先融資分野）が定められ、小口の融資に関する借入審査期間、遅延利息徴求可否、融資額目標管理に至るまで、商業銀行の融資業務について細かな指針を作成するなど、中央銀行が政府の貧困対策等を踏まえた農業振興政策や中小企業振興策に沿って、銀行の融資業務に関するルール作成や指導も行っている。

かかる融資資金の配分を含めた金融政策を所管している RBI は、政府と連携し PPP 向けの融資を特別な支援対象として、金融監督上の規制緩和や振興策を策定し、銀行が PPP 向けに大規模に長期資金を提供できるように強いインセンティブを整えた。例えば、1999年4月23日には、中央銀行としての PPP へのファイナンスに関する指針

「Financing of Infrastructure Projects」 [43]（以下「インフラファイナンス中銀指針」という）を発表した。この時点ですでに、大口与信規制をインフラ部門向けに特別に緩和し、当時の銀行自己資本対比で、グループ与信では通常 50%限度のところ、60%限度までの引上を発表した。その後、2002年以降に自己資本の定義を国際基準に合

わけて見直したことに伴い、個別債務者向与信上限および企業グループ向与信上限は、通常は銀行自己資本額のそれぞれ15%、40%であったものが、インフラ向けにはそれぞれ+5%、+10%の上乗せを認めた。1999年以降も同措置の拡充を進め、2003年8月には、その時点では最も詳細なMaster Circular（中銀規制文書）²⁸⁾ [44]を公表し、国際的な銀行の自己資本比率に関するBIS規制（いわゆる「バーゼル規制」）に沿った策定される国内基準において、自己資本計算上の貸付金にかかるリスクウエイトをインフラ向け融資に関して特別に50%に引き下げた（本来は100%）。また、スポンサーが本来自己資金で調達すべきSPCへの出資部分についての融資も認めることにするなど、本来は分野に関係なく求められるリスクマネジメントの規律を緩和した。一方で、PPPに関しては、先述のPriority Sectorとは異なり、明示的な与信額ターゲットなどの目標額の設定までは行っていない。しかしながら、実際の貸付先のリスクに関係なくこうした銀行の健全性の基準を緩和することは、あたかもPPP向けプロジェクトファイナンスによる融資が安全であるかの誤った政策シグナルを銀行に与えた。参考に、表4に、2010年3月時点でRBI資料[45]に記載されたその他の主要施策を記す。

表4：インドPPPに対する金融支援措置（RBI[48]のBOX5.1から著者が抜粋・翻訳）

措置内容
銀行がインフラ融資についてIDFC等のtake-out financingを利用できるようにする
銀行はインフラの長期資金調達を可能とするため5年超の金融債を発行することができる
インフラ融資については、大口与信規制上の個社与信上限およびグループ与信上限の特別上乗せ（それぞれ+5%、+10%）を認める
銀行は、無格付けインフラプロジェクトボンドを購入できる
銀行が担保提供を受けたインフラ事業親会社の対SPC出資証券を銀行の出資上限規制から除外できる
銀行がインフラ事業のSPC出資に必要なバックファイナンスをあわせて行うことができる
銀行の金利変動リスクを低減するための金利先物取引を導入
インフラファイナンス専門のノンバンクの設立

4.3.2 SPC 向け融資の多用

インドの PPP 向け融資の最大の特徴は、その融資形態が当初からプロジェクトファイナンスであったことである。RBI (2000~2019) [31]によれば、2018年9月現在、産業部門向け等から融資総額の35.5%をインフラが占め、スポンサーとなった建設・エンジニアリングは、それぞれ3.9%、5.7%に過ぎないことから、銀行融資が親会社ではなく SPC に直接に流れたことが見て取れる。これを裏付けるかのように、1999年の「インフラファイナンス中銀指針」 [43]において既に、SPC に対するプロジェクトファイナンスを念頭においた詳細なガイドラインが記されている。具体的には、①審査を通じた主要リスクの特定、②契約内容審査および契約相手先の信用力・履行力審査を通じた与信リスクの緩和軽減、③専門家を入れた審査委員会の設置の必要性、④大型案件では主幹事行審査をもとに複数の参加行が効率的な融資判断を行う必要性、⑤資金調達と融資の期間のミスマッチへの配慮などが記されており、いずれも明らかにプロジェクトファイナンスを念頭に置いたものである。インドにおいてはプロジェクトファイナンスが中央銀行の指針で当初から明記されるほどに、銀行融資の手法として認知・採用され、プロジェクトファイナンスが全面的に活用された点が際立っている。インドはこの点で、地場銀行がプロジェクトファイナンスの融資・審査経験の不足から必ずしもプロジェクトファイナンスを利用しない他の多くの開発途上国とも異なっている。

4.3.3 国営商業銀行の圧倒的地位

秋山 (2016) [46]にあるように、2016年のデータにおいて、インドの商業銀行における資産上位20行のうち国営商業銀行が17行を占め、銀行の資産比率でも50%以上を占めるなど、銀行部門における国営商業銀行のプレゼンスがきわめて高い。一方、PPPは、巨額の融資が必要となるため、ほとんどの案件で、大型融資に対応できる資産規模の大きい国営商業銀行に頼らざるを得なかった。しかも、プロジェクトファイナンスでは本来は複数の銀行がシンジケートを組成して全体として大規模な資金を提供するのが普通であるとはいえ、少額の資金しか供与できない多数の銀行から巨額の資金を集めるのには非効率で限界がある。また、電力や道路のインフラ案件では州政府と国営商業

銀行の取引関係は親密であったため、国営商業銀行からの融資が強く期待された。後述の第 4 節での識者 (A, B) のヒアリングからも、国営商業銀行の State Bank of India では、グループ傘下に SBI Capital なる子会社を有し、そこでスポンサー側の依頼を受けて、PPP 事業に関しての Financial Advisor とプロジェクトファイナンスによるシンジケートローンの組成の役割を担っていたことが確認されている。しかしながら、国営商業銀行の審査能力は必ずしも高くなかったため、不良債権比率は国営商業銀行が圧倒的に高く、2018 年 3 月で 21.6%となっている。これに対して、RBI (2000~2019) [31]によれば、同じ不良債権比率が、民間銀行 7.6%、外銀 4.0%、総平均 16.7%となっている。幸田 (2018) [47]によれば、全不良債権額における国営商業銀行比率も 9 割を占めるなど、明らかに国営銀行の方が与信の質に問題があったため、邦銀現地法人・支店を含む外資系銀行は、国営商業銀行からシンジケートローンに招聘されても、プロジェクトファイナンス融資に参加していない。

4.3.4 インドの銀行審査の問題: 基幹 3 要素審査抜きの審査

巨額の不良債権を生み出した PPP 向け融資の実態にも拘わらず、公表の数値・資料・報告書からインドの銀行の実際の融資現場における具体的な原因や問題点を把握することは簡単ではない。しかしながら、幾つかの資料は、問題を紐解くヒントを与えてくれる。

第 1 の公式資料は、インドの中央銀行幹部の外部講演での指摘である。インドの PPP 向けファイナンスブームは 2008 年に始まったが、既に 2013 年 8 月の段階で、インドの中央銀行 (RBI) の Chakrabarty 副総裁が、PPP に対する不良債権の問題に焦点をあてて、インド・インフラファイナンス年次総会 (Annual Infrastructure Finance Conclave) という公の場で講演を行っている (RBI 副総裁講演記録 (Chakrabarty [48] 参照)。同副総裁はその講演において、中央銀行のガイドラインで SPC 向けのプロジェクトファイナンスが認められていたことを認めている。また、PPP 事業に制度的・政治的・法的な制約の問題があったこと、および、受益者負担金水準が十分でないにも関わらず銀行による融資が行われた事実などを指摘している。その結果、そもそも銀行融資で取り上げるべきでない、事業者にとっても商業採算に乗らない事業を銀行が融資したと発言している。しかも、その融資対象事業は銀行がリスクをコ

ントロールすることが不可能な、行政上の問題を抱えていたこと、および、国営商業銀行が融資に最も多くかかわっていることを指摘した。そのうえで、不良債権問題の原因の核心は、銀行による「稚拙なプロジェクト審査実務」(the poor project appraisal techniques)、「客観的な説明責任を欠いた審査」(lack of accountability)、「貸出後の監理・モニタリングの不足」(lack of post-disbursal supervision)にあり、国営商業銀行のプロジェクト審査と与信判断は、「情報に基づく客観的な審査というよりも漠然とした印象的なものであった」(more impressionistic rather than being information based)と説明している。また、PPP事業を運営していたスポンサーの資金調達が高いレバレッジ依存やSPCの過小資本については触れ、スポンサーによるリスクマネー投与が最小限に抑えられており、PPPはもはや官民連携事業ではなく官製事業と化しており、民間事業者のコミットメントが圧倒的に不足していたこと(developer has little skin on the game)をあげた。また、銀行が、スポンサーが債務超過に陥っているにも拘わらず、プロジェクトファイナンスで融資した事例があることを問題視した。最後に、インドの銀行、特に国営商業銀行が「より情報・データに基づいた客観的なプロジェクト審査・与信審査を行う必要性」を指摘して講演を締めくくっている。

第2の公式資料としては、2015年11月に発表された財務省委員会報告(The Committee on Revisiting and Revitalizing Public Private Partnership Model of Infrastructure) [35] (通称Kelkar Committee 報告書)がある。本報告書でも、地場スポンサーによる資本投入の不足、スポンサー自身の過度な借入依存、PPPのための資金調達に資する債券市場の未発達にくわえて、銀行のプロジェクト審査は善管注意義務を怠っており(lack of adequate diligence)、銀行における審査スキルの不足(inadequate appraisal skills)を問題点として指摘している。同報告書では、PPP事業に対する資金調達の拡大を進めるための施策として7つの提言がなされており、金融機関によるリスク審査能力の向上の必要性もそのなかで指摘されている。同時に政府側において「銀行で融資可能な事業」(bankable projects)を立ち上げる必要性を説いている。また、興味深いことに、金融機関側の指摘として、PPPを企画実施する公共主体は、事業者の事前資格審査要件として、事業者の技術的能力(経験、プロジェクト完工のトラックレコード、裁判・訴訟歴)、財務的健全性(自己資本額、借入依存度、キャッシュフロー、取引銀行の支援)を考慮すべきこ

とや、用地取得や各種の許認可が完了している事業だけを政府が入札に付すべきであると提言している。また、銀行自身が、事業に採用される技術、事業者経営者幹部の経営能力、事業に対する原燃料の供給や需要収入の予測などの項目について、自らの審査能力を高める必要があると認識している旨の記載がある。

第3の公式資料としては、2016年8月10日付けにてインド国会の特別委員会（Department-related Parliamentary Standing Committee on Transport, Tourism and Culture）に提出された第236回報告書「Infrastructure Lending in Road Sector」[49]がある。委員会において4回にわたって実施された参考人ヒアリングの議事録である。そこでは、インド最大の銀行（国営商業銀行）であるState Bank of India（SBI）をはじめとする金融機関関係者やインド高速道路公社（NHAI）を含む政府機関関係者が以下のような証言を行っている（同議事録 para 35）。

- ① [要望]9割以上の用地取得が完了してから、PPP事業の実施方針の承認がなされる必要がある（SBIの証言）。
- ② [要望]PPP事業の入札手続き開始前に、すべての政府関係の承認と許認可の取得が完了する必要がある（同上）。
- ③ [要望]事業費用の見込額が、インド高速道路公社（NHAI）と事業者との間で異なる（事業者見積もりが高い場合には、（PPP契約の解約時精算金の金額について金融機関としては不足額が生じるため）融資交渉に時間がかかるため、両者の金額を一致させる必要がある（同上）。
- ④ [要望]PPP契約において適切な紛争解決方法の規定が無い場合には、事業者は個別の紛争毎にNHAIと協議しなければならず、そのことで大変な時間がかかり、コストオーバーラン発生の原因となるため、適切な紛争解決方法が規定されている必要がある（同上）。
- ⑤ [事実分析]PPP事業の実施者は大手企業ではなく、十分な自己資本を有していないため、SPCは過小資本のままであるが、これでは銀行も融資を断らざるを得ない（インド産業開発銀行（IDBI）の証言）。
- ⑥ [事実分析]事業者のPPP事業応札提案内容は十分な調査に基づいておらず、事業権対価の応札価格も高すぎるため、多くの場合に事業は失敗する（インドのインフラファイナンスの機関（民営化したノンバンク、IFCIの証言））。
- ⑦ [提案]長期の融資を可能とするインフラファイナンス専門の融資機関を作る必要がある（金融機関関係者一同の意見）。
- ⑧ [要望]PPP契約が解除された場合に仕掛中の銀行融資が返済される見込みが立っていないことから、PPP契約の雛型を見直し、銀行の利益が守られるように改訂する必要がある（金融機関関係者一同の意見）。

- ⑨ [事実分析]政府関係機関，特に州政府が事業実施に必要な採石場や鉱山の使用許可を与えないことなど，プロジェクトに不必要に介入し，円滑な実施に関して問題を生じさせている（同上）．
- ⑩ [事実分析]政府機関が PPP の入札手続きや事業者選定を急ぐあまり提出された事業計画の事前調査・審査がずさんになり，事業がとん挫し，あるいはスポンサーが撤退している（同上）．
- ⑪ [事実分析]スポンサーは，SPC 設立のために必要な出資金についてさえ借入に頼っているため，SPC の過小資本が原因で事業の失敗にも繋がっている（同上）．
- ⑫ [提案]20～25 年の融資を必要とする事業であるにも関わらず，銀行の融資期間が 5～7 年であり，そのことがインフラ PPP 向けの融資を困難にしている．したがってプロジェクトボンドも検討の選択肢である（同上）．
- ⑬ [提案]現在の規制のもとでは保険会社や年金基金はインフラ融資に参加することが許されていないが，これを緩和することも政策選択肢である（同上）
- ⑭ [提案]PPP の契約者は，必要とする場合には事業から退出できるオプションを持たせるべきである（同上）．
- ⑮ [事実分析]2006～2012 年に実施された 150 件の道路コンセッション事業のうち 16 件のみが停止しており，その多くは，用地取得，工事に伴う公共施設の移動許可，その他地方政府による許認可の遅延が影響である（インド高速道路公社（NHAI）の証言）．
- ⑯ [方針]政府は問題の所在を把握しており，RBI としてもインフラ融資の規制を緩和していく予定である（インド中央銀行（RBI）の証言）．

これらの資料の内容からわかることは，第 1 に，公共主体が企画立案した PPP 事業の計画そのものが，用地取得の遅延や地方政府の政治的な介入のリスクに晒されており，契約者たる民間事業者にとってリスクコントロールの難しい事業であり，PPP 契約設計にも多くの不備があったこと，第 2 に，大規模な PPP 事業であるにもかかわらず，多くの民間スポンサー企業の財務体力は不十分で，契約者たる SPC は過小資本であったため，スポンサーも SPC もともに事業リスクへの耐性は弱く，かつ，民間事業者の策定した事業計画は楽観的な見通しに基づくもので事業の実施可能性は高くなかったこと，③そして決定的であったことは，以上のようなプロジェクトの問題を銀行自身が審査の過程で分析できておらず，銀行の審査能力に問題があったということである．しかし，実際の銀行審査で特に何が不足していたのかは，これらの記録からだけではまだ判然としない。

そもそも、1999年4月にインド中央銀行が発表した「インフラファイナンス中銀指針」[43]においては、銀行がPPP事業に対するプロジェクトファイナンスで行うべき融資および審査の在り方のガイドラインが適切に示されていた。当該指針は、プロジェクトファイナンスにおいては、プロジェクトが生み出す事業収入を返済原資とすることから、そのCF創出能力に見合った融資を行うことや適切なデットイクイティ比率の確保を基本として、そのCFの感度分析を行うこと、そのCFの発生に伴うリスク分析を行う必要性のほか、生まれたCFを返済原資として確保するためのエスクロー勘定の設置など、不可欠な金融実務指針が示されていた。しかし、その後の中央銀行の銀行監督においても、当該指針に明確に違背して融資していることが問題視されている様子はなく、インドの銀行も少なくとも形式的にはこの指針にしたがって審査および融資をしていたと考えられる。

このため、著者はインドの銀行部門の識者にインドのPPP向けのプロジェクトファイナンスの実態について尋ね、その融資のプロセスをどのように評価しているのかのヒアリングを行い、インドのPPPにおけるプロジェクトファイナンスの問題をあぶり出そうと試みた。しかしながら、不良債権を発生させてしまった金融機関の幹部は、自らの責任追及を恐れており、その具体的原因や背景を聴取することは困難であり、問題点の正確な把握は容易ではなかった。そこで、インドの金融機関との間でシンジケートローンへの参加のやり取りを行っている外国銀行や民間銀行の関係者あるいは国際機関の幹部にヒアリングを行うこととした。

まず、2019年2月の予備調査段階では、邦銀現地支店の調査部門職員Aへのヒアリングを通じて、不良債権の生まれる大きな背景を確認した。まず確認できたことは、以下の通りである。

- ① 1999年から2004年までのインド政府の経済政策は、国際経済社会がインドに向けた高成長への期待とインド国内の成長戦略に支えられずべて強気の政策であり、まだ実施されて間もないPPP事業も含めて主要なインフラへの需要は順調に拡大した。しかし、2004年に成立した政権（United Progressive Alliance:UPA）は、農村地域の有権者に対する社会福祉政策予算を捻出するために、もともとは政府資金で進めていたインフラ投資を悉くPPPで実施しようとした。一方で、2004年までに実施されたPPPは、高成長に伴う利用者の実際の需要に裏付けられていたとは言え、その後の新規のPPPすべてに需要が後からついてくると考えたことには無理があった。
- ② 政府の楽観的な見通しにも影響され、インフラビジネスの高い成長を予想していた民間事業者は、需要・収入の裏付けが確実でないPPP事業を含む事業権の獲得に向けて政府設立のViability Gap Fundからの補助

金を求めることなく逆に negative subsidy を払ってまで応札したが、その中には、PPP のブームに乗じて新規参入した、事業経験や事業開発能力の劣るプレイヤーも多数含まれていた。

- ③ インドの PPP では、道路 PPP を例にあげれば、用地取得問題、政府機関の政策変更や義務不履行、需要収入の楽観的予測、民間事業者の能力不足などの問題から多くの事業が破綻した。
- ④ PPP 向け融資の多くが規模の大きな融資であったことから、資金力のある国営商業銀行に貸し付けが中心であった。またそこには州政府からの融資への圧力もあった。
- ⑤ 融資形態は、プロジェクトファイナンス形式によるものであったが、あくまでも審査・融資の仕組みの形式だけであり、その審査や融資判断はスポンサーの知名度や親会社の信用力判断に基づくもので、プロジェクトの中身を適切に精査していないものであった。

表 5：インドのプロジェクトファイナンスに関する有識者ヒアリング（著者実施・作成）

インドのPF実態に関する質問への回答		
相手先	時期	回答
A（現地邦銀）	2019年3月	1（○）、2（○）
現地調査部職員		3（○）
B（現地邦銀）	2019年3月	1（○）、2（○）
現地調査部幹部		3（○）
C（国際機関）	2019年4月	1（○）、2（○）
PPP担当課長		3（○）
D（地場外銀）	2019年4月	1（○）、2（○）
現地支店幹部		3（○）
E（地場民間銀）	2019年5月	1（○）、2（-）
上級役員		3（○）
F（地場国営商銀）	2019年5月	1（○）、2（-）
国際部門幹部		3（-）
質問 1：インド地場銀のインフラ向けPF融資は、形式的にはPF融資の体裁をとるが、実質的には対象事業のリスクやCFの確度を精査・分析していない。		
質問 2：インド地場銀のインフラ向けPF融資判断は、主要親会社の知名度等に頼っているか、もしくは、最終的には親会社の信用力に依拠できるように構成している。		
質問 3：インドのPPPファイナンスの不良債権問題は、典型的には、政府の政策のもとインドの地場国有商業銀行に見られた問題である。		
○：同意， -：回答無し △わからない		

- ⑥ インドでは、Lead Bank Approach がとられ、SBI の投資銀行子会社である SBI Capital が PPP 事業とそれに対する融資のストラクチャリングを行い、SBI の幹事銀行審査に沿って、他の銀行がそれを信頼してシンジケートローンに参加して融資をした。

この確認をもとに、2019 年 3 月～5 月に行ったヒアリング（1 次ヒアリング：前頁の表 5）では、第 1 に、インドの銀行のプロジェクトファイナンスの審査は形骸的なもので、対象事業のリスクや CF の精度を確認していないこと、第 2 に、インドの銀行は親会社の知名度や親会社の信用力に依存した融資を行っており、本来行われるべきプロジェクトファイナンスの審査が適切になされていないこと、第 3 に、典型的には政府の施策とともに、国営商業銀行においてみられた問題であるということが理解できた。

ここで、本論文の第 3 章第 5 節の分析を振り返る。著者は、プロジェクトファイナンスが社会的価値を生み出す 5 つの審査のうち、最も重要なのは、「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査」、「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」、「当事者間のインセンティブ構造の審査」の 3 つ（プロジェクトファイナンスにおける「基幹 3 要素審査」）であり、その 3 つが厳格に行われていなければ、第 4 の「厳しい資金制約下での精度の高いキャッシュフロー審査」における、キャッシュフロー分析の数字（DSCR などの指標）に信頼性がなくなり、第 5 の「複数の銀行によるシンジケートローン方式による審査」も、他の銀行に対する説得性を欠き、実質的に機能しなくなることを論じた。そこで、このプロジェクトファイナンスの基幹 3 要素審査の重要性を踏まえつつ、6 人のヒアリング先との追加確認作業を通じて、インドの PPP 向け融資の不良債権化の問題点をさらに詰めていくことにした。具体的には、6 人との間で、2019 年 8 月に改めて電話・メールを通じて連絡をとりながら、最終的に確認すべき論点を絞りこんでいった（第 2 次ヒアリング）。この確認を通じて、インドの銀行が適切なセキュリティパッケージの構築に向けて、資産・契約を担保化したり、キャッシュフローの審査を行ったり、シンジケートローンの手法で融資団を組成していたことなどは確認できたが、基幹 3 要素審査が十分でなかったのではないかと推察し、共通する論点（以下英文参照）を示して再度、確認・意見を求めた。表 6（次々頁）がその結果である。

- ① The financing for infrastructure represented 34.1% of total bank lending to industries in India in March 2018. The stressed advances ratio was high at 22.6%.
- ② Most of financing PPPs in India have been provided in the form of project financing by local banks, instead of international banks.
- ③ Moody's study dated March 2019, covering data set of 1,970 projects worldwide classified as PPP, indicated that the default ratio for this category remains at the low-risk end of the project finance spectrum, while the data set does not include the projects in India. The jurisdiction of the projects tends to be a less critical driver of default. The 10-year Cumulative Default Ratio is substantially low at 3.8%.
- ④ In view of the distinctive difference between global project finance and the project finance in India, clearly, project financing for PPPs in India had problems:
- ⑤ First of all, all of the major parties, i.e., Government ministries, Reserve Bank of India, infrastructure related industries and banking industry, have positively assumed that PPPs would work well and the private sector can do better than the public in developing infrastructure projects.
- ⑥ Second, a number of PPPs in India, however, involved lots of substantial risks, more than anticipated, including in particular, land acquisitions, resettlements, utility shifting, local residents' campaigns, the shortfall of demand/revenue risk, unexpected changes in government policies, and political interference, etc.
- ⑦ Third, some state commercial banks have not been good at analyzing the quality aspects of the projects (which is prerequisite for undertaking cash flow sensitivity analysis or perfection of security interests), including among other things, (1) if the project has the appropriate risk allocation between the public and the private under PPP contracts, (2) if the project management capability of the major shareholding sponsors is good enough to mitigate & overcome the major risks involved and make the project successful, and (3) if the project has good incentive structure both of the shareholders and the contracts among the relevant parties to reduce any conflict of interests among them and to promote the positive incentives to increase the cash flow revenue.

表 6：インド PPP 向けファイナンスに関する第 2 次ヒアリング結果

相手方概要	第2次ヒアリング結果
A (現地邦銀) 戦略助言部上級職員	当方が送付した要約シートに一点を除き同意する回答あり。一点のコメントとは、「インド政府・中央銀行・商業銀行がPPPプログラムを進めたことについて、あたかも彼らが決して無能であったかの印象を招く表現 (positively assumed) があるが、彼らはグローバルなPPP事業の経験から、対象事業審査、収益性のチェック、リスク分析、スポンサーの出自能力審査を適切に行えば、PPPは公的部門が実施するインフラ事業よりもうまくいくと考えていたのであり、その適切」な審査やチェック・分析を結果的に怠ったことに問題の原因があったに過ぎない」とのコメントがあった。
B (現地邦銀) 調査部幹部	当方が送付した要約シートに同意したうえで、追加コメントあり。具体的には、当方が提示した基幹3要素にくわえて、対象事業に関する審査が不十分であったことを加えてきたほか、当方が提示した「当事者間のインセンティブ構造の審査」については、「プロジェクトの関係当事者間で利益相反関係を削減するための関係が構築できているかを適切に審査できていなかった点を強調しておきたい」とするコメントがあった。
C (国際機関) PPP 担当企画調査課長	当方が送付した要約シートに同意したうえで、追加コメントあり。「インドのプロジェクトファイナンスはName Lending であり、悉く必要な審査が不足していた」としていたうえで、「①道路プロジェクトでは交通量予想に関してのストレステストが十分ではなく、むしろ大手ゼネコンから何らかのスポンサー保証を取っていた可能性もある。②スポンサーはゼネコンが多く、建設工事狙いで投資をするものが多く、投資として事業をみれる能力が欠如していた、③銀行は用地取得リスクを勘案できておらず、完工と操業開始の大幅な遅延が、融資の破綻をもたらした。」と回答。
D (地場外銀) 現地経営幹部	当方が送付した要約シートの内容・事実には同意したうえで、以下の追加コメントが寄せられた。「インドのPPPの全体像についてやや悲観的であり、アジア地域のなかでインドが最大のPPPプログラムをもっているという事実と整合的でない印象も与えかねない」として、次の説明が寄せられた。「①インドでも、空港のPPPは目に見える成果を出している、②道路開発は、民間部門の参加無くしてはここまで発展できなかった、③必ずしもインフラのPPPではないが、再生可能エネルギー発電事業においては進展がみられること、④政府の調達プロセスは依然として最適とは言えないが、用地取得問題などのPPPの開発リスクについては、政府の課題解決に向けた取組が進んできており、道路プロジェクトの新しい契約モデルや太陽光発電などの分野では、改善がみられる。⑤これまで横行していた、銀行が能力のないスポンサーを選び、国内スポンサーが問題のある事業に投資をしてしまうなどの問題は、既に十分に問題として認識された結果、いまや極端なリスクオフ状態になっており、過去4～5年は、インフラ投資額に大きな影響を与えてしまっている。」
E (地場民間) 上級役員	当方が送付した要約シートに同意したうえで次のコメント。「数少ない幾つかの成功事例はあるが、概して言えば、要約シートに書かれているような要因が原因で取組には問題があった」また追加で次のコメントがあった。「①利用者の需要が旺盛である分野、例えば空港PPPなどでは、政治的な介入などもあまりなく、比較的成功的なものもあったが、道路、地下鉄、電力事業などでは、利用料金の変更や売電契約 (PPA) のキャンセルなど問題が相次いだ。その後、問題を受けて、道路や地下鉄は、単純な公共事業や需要・収入リスクのないHAM型契約モデルに移行し、空港のPPPにも引き続き関心が集まっている。②インドの銀行による事業審査の問題に関して言えば、インドの貸手は、交通量予測、技術審査、経済性審査のどれをとっても、スポンサーが行った報告書に依存する傾向があり、そもそもスポンサーとは独立した審査を行う必要があった。しかも融資決定後のプロジェクトモニタリングも弱く、仮に内部での人材が不十分であれば、独立した機関に審査・モニタリングをやらなければならない。」
F (地場国営商業銀行) 役員	2019年5月3日の面談後、2019年8月13日、当方よりメールで質問送信。さらに同年8月14日に追加メールを送信したが、その後返答無。

相手先は6名（うち一名は回答得られず）であるが、グローバルな銀行で行われている審査品質の高いプロジェクトファイナンスの実態とインドのプロジェクトファイナンスの実態との相違を十分に理解している金融実務の専門家に絞り尋ねることで、回答には高い精度があると考えられる。特に、シンジケートローンとして組成されるプロジェクトファイナンスの性格から、実際に協調融資に参加しなかった銀行にも地場銀行の審査・組成した案件への参加招聘の一部がなされていたことも勘案すると、回答者は正確な知識を有していたと考えられる。逆に、プロジェクトファイナンスを熟知していない関係者への聴取を増やすことは、ヒアリングの品質を低めることが懸念された。なお、識者Eは、不良債権化の中心銀行の経営幹部であり、関係者はインド検察の特捜部および汚職等を扱う中央監視委員会の捜査を恐れており（Parliament (2016) [49]参照）、回答如何では当時の担当取締役の善管注意義務違反での訴訟可能性から、確認事項の全てに回答が得られなかった点はやむを得ないとする。

この2次ヒアリングからより明確にわかったことは、インドのプロジェクトファイナンスは、見かけ上のノンリコース性、詳細なコバナンツ管理、および全事業資産の担保化、主幹事銀行の審査に基づくローン組成などの形式などの点に関しては、通常のプロジェクトファイナンスと同じ仕組みである。また、スポンサーから提出されたキャッシュフローの確認も確かに行っているし、その契約書様式やセキュリティパッケージの内容はプロジェクトファイナンスに即したものである。しかしながら、その実態は、金融業界の関係者により「Name Lending」と呼ばれる。その意味するところは、銀行が事業を実施する主要な株主スポンサーの知名度やブランドだけに頼りながら、実際は形式要件だけで判断を行っていた。また、このヒアリングで特筆すべきことは、表6に記載の通り回答者A～Eからは、上述の著者作成英文に関して幾つかコメントはあったものの、著者があげた3つの不良債権化要因のうち特に⑦にある、国営商業銀行の審査で基幹3要素の審査が適切に行われていなかったことを、留保条件なく同意する旨の確認が得られたことである。

さらに補足的に3つの要素毎にヒアリング結果をみていこう。事業者の能力に関して、Nallathiga & Shah (2014) [36]は、PPP事業の開発や運営に経験のない事業者（金融プレイヤーを含む）も、SPCを設立してEPCコントラクターやO&Mオペレーター企業を雇って、事業開発を行っていたことを指摘しているが（日本でも太陽光発電事業で同

じ状況がみられる) , ヒアリングの識者 A・B・Dからも、インドにおいては、運営開始までの事業開発が容易でないため、スポンサーに高いプロジェクトマネジメント能力が必要であるが、銀行はこの点を看過していたと指摘があった。次に、官民リスク分担の適正さに関しては、典型的には困難な用地取得を伴う事業について、銀行がそのリスクを過小評価していたとしており、識者 A, B, C, D, E からその旨の指摘があった。有料道路事業における需要・収入のリスクについても、その需要予測が困難であり、かつ、事業者がコントロールして収入を増やすことも困難であることが銀行に理解されていなかったとし、特に識者 E は、プロジェクトファイナンスにおいては、銀行がスポンサー作成の需要予測を鵜呑みにせず、銀行自身による審査や独立コンサルタントを使った審査が必要であることを指摘している。関係当事者のインセンティブ構造に関しては、EPC コントラクターなどは、設計・施工の見合いの対価だけに関心を持っていることから、本来の事業目的（運営と維持管理）とは利益相反があり、申し込まれた出資者構成や契約条項には綿密なインセンティブ構造の審査が必要であるとしており、この点の審査の甘さを識者 C は問題視している。

不良債権問題発覚後の RBI 副総裁講演記録(Chakrabarty [48]) , 国会の特別委員会記録 [49] , 財務省委員会報告 [35] (通称 Kelkar Committee) , ADB の Timbang and Rao (2019) [25] も、地場銀行の融資審査能力の不足を一樣に指摘している。しかし、実際の銀行審査の現場で特に何が具体的に不足していたのかは、明らかではなかった。このヒアリングを通じて、CF 審査の前提となるプロジェクトファイナンスの基幹 3 要素審査が適切に行われていなかったことが明らかになった。

4.3.5 頻繁な単独融資

インドでは、単独融資によるプロジェクトファイナンスが少なくない。普通の企業金融では、かなり大きな融資金額でも、借手が銀行にとり重要な主要取引先で一定の信用力があれば、一行による単独融資に応じることが多いものの、第 2 章第 2 節で述べたように、プロジェクトファイナンスの場合は、リスク管理上も複数の銀行によるシンジケートローンが求められる。融資金額が極めて少額で対象が特に優良なプロジェクトである場合を除き、原則

として銀行は単独融資には応じない。一方で、アジアにおいては、Rao (2018) [34]のデータによれば、全体 (244 件) のうち 141 件のプロジェクトは単独融資によって行われた (2 行だけの融資も 59 件ある)。この単独融資のうち、インドは全体のプロジェクトの資金・件数の 47~48%を占める。最大の資産規模をもつ国営商業銀行の State Bank of India は 43 件の融資に参加し、138 億ドルの融資を行っており (データ全体の 24%) , その件数のうち約 8 割が単独融資であった。これは我が国の国内プロジェクトファイナンスにおいても観察できない現象である。一般的には、これだけ高い頻度で単独融資していることは、その与信判断の基本的考え方が、個別の事業内容を精査せず、スポンサーの貸借対照表と損益計算書の分析をもとに融資する通常の企業金融と同じ考え方であったと推定できる。Esty and Megginson (2003) [10] が指摘しているように、先進国よりも債権回収にかかる法制実務の制度が未整備な国であればあるほど、プロジェクトファイナンスの銀行組成は、一部の主要大手行に集中するのではなく、より多くの銀行に分散する傾向が認められるとしており、インドの状況はこの傾向とも相反する。この点、Timbang and Rao [25]は、法制度の成熟度とシンジケート組成度の相関性に関する Esty and Megginson [10]の理論をアジア 7 か国のデータが裏付けているとしているが、インドについては、むしろ逆に単独融資が頻繁であった状況を問題視するべきであったと考えられる。

4.3.6 基幹ミスマッチと未成熟な社債・資本市場

Chakrabarty [48]で指摘されるように、インドの地場銀行は、預金以外に安定的な資金調達ソースをもっていないことから、基本的には引出可能性が比較的低いと見做された滞留性の高い預金 (base deposit) にのみ依拠して、長期の貸付資金を提供している。このため、地場銀行は、PPP 事業の投資資金回収に必要とされる 15~20 年程度の長期資金に年限の見合った調達ができず、10 年未満の融資期間で当初の貸付を行い、最終償還期限においては、その時点の残高につき一括返済を求めるような歪な償還計画を策定し、借手もそれを受け入れざるを得ない状況になっていた。この最終償還予定額は、プロジェクトが生み出す CF からは返済できないほど大きくなるため (例えば本来 15 年の償還計画における後半 7 年分の償還額) , 新たに借入継続のための借換資金 (リファイナンス) を得るべく、SPC

は当初の償還期限到来までに銀行と交渉することになる。このような状況は、一部の先進国、たとえば豪州の金融市場でも見られるが、豪州では銀行に限らず債券市場を含めたリファイナンス市場が銀行の間で競争的に機能しているために、CFが良好な事業が継続的にリファイナンスを図るうえでさほどの障害にはならないが、インドにおいてはリファイナンス資金が確実に確保できるわけではなく、将来のリファイナンス時点での金融環境や個々の金融機関による与信判断に大きく依存せざるを得ない。つまりリファイナンスを前提とした借入は、借り手側であるプロジェクトにとって極めて不安定な資金となる。また、金利設定についても、金利変動リスクのミスマッチを回避するために中央銀行の強い指導があるため、最初の数年間の金利水準は定まっているが、その後の金利水準は最初からは決まっておらず銀行が新たに指定する金利水準になるなどの金利水準の不安定性も加わる。

本来であれば、かかる期間ミスマッチの問題から、機関投資家の長期資金の運用に適したプロジェクトボンド（Project Bond；以下「PB」という）の活用が必要であり、特に完工後にCFの安定化したPPPには有効である。しかしながら、PBを語る以前に、インドでは、SPCでなくゴーイングコンサーンとしての企業を発行体とする普通社債市場の発達が不十分である。ASIFAM（2017）[50]によれば、インドの社債市場は、2012年のGDP比5%から2016年の同14%まで急激に伸びてはいるものの、同アジアのマレーシアでは同数値が40%であることを考えれば依然として債券市場の規模や多様化が不十分である。ちなみに、マレーシアでは、現地通貨リンギット建てのPBが既にPPP事業向けに活用されており、我が国企業を含めた外資もこれを活用できている。インドにおいて、PBを大規模に導入・拡大する前に、まずは普通社債市場整備や投資家側の理解が必要である。

4.3.7 ノンリコース性からの乖離と親会社向け融資の不良債権化

前節の通り、事業期間の途中でのリファイナンスの必要性や数年経過すると金利水準がリセットされる心配等から、スポンサー側としては、銀行が追加的に求めてくる要求に応じざるを得なくなる。例えば、プロジェクトの資産や契約の担保提供だけでなく、否応なく親会社スポンサーの有する不動産の提供や直接の債務保証にも近い要求に応じざるを得なくなることがあげられる。また、メインバンク制の慣行が整っている我が国の金融市場ほどでは

ないものの、スポンサーは、プロジェクトファイナンスの対象事業以外でも、通常の事業運転資金を銀行から継続的に借り入れる必要があるため、銀行との関係を良好に保っておこうとする。したがって、銀行は親会社への影響力を駆使して、スポンサーからの自主的なSPCへの資金支援を迫る傾向があり、これにより融資のノンリコース性が大きく減殺される（これを本論文では「ノンリコースからの乖離」と呼ぶ）。以上の点は、国際機関の担当課長（表5のC）の次の回答により明確に確認されている。「（インドにおける）高水準の不良債権、銀行の債権放棄、スポンサー出資金の償却などの事態は、銀行と信が一義的にスポンサーの信用力やそのバランスシートに依存していなかったのなら、より緩和できたはずだが、実際にはそうはなっていなかった」（2019年4月）。

この認識をもとにその他の者識者（表5のA,B,D,E）に対しても、「銀行がプロジェクトの収入を返済原資とした与信判断をするのではなく、実質的には親会社からの暗黙の保証に頼った融資をしていたのではなかったか」と確認を求めたところ、同じ内容を認識している回答（問2）が得られている。また、2019年11月にインドに直接投資を行っている我が国の事業会社に聴取したところ、インドではプロジェクトファイナンスについて地場銀行と交渉していても、最後は親会社の保証予約のようなものを要求されることが多いとの回答があった。

もともと、スポンサーからみたプロジェクトファイナンスの本来の目的は、親会社へのノンリコースであるから、SPCの事業とその融資が傷んでも、親会社のバランスシートは、出資金減損の範囲に守られていたはずである。しかしながら、インドでは状況が異なる。RBI(2018) [51]によれば、PPP事業のスポンサーとなる建設業やエンジニアリング会社向けのリスク管理債権比率は、2018年3月にはそれぞれ24.6%、34.4%まで大幅に上昇しており、SPC向けであるインフラの22.6%を上回る。このことは、2つのことを示唆している。一部のスポンサーは、自社の健全性を維持するために必要な財務体力を超えて、自己資本を大きく毀損するほどの多額の不採算投資を行っていたこと、もうひとつは、一部のプロジェクトファイナンス融資では銀行から実質的な親会社リコースが求められていたことである。

インドのように、大型案件向けにプロジェクトファイナンスを通じた超大型の融資がなされた場合に、銀行は、返済資金として、対象となる大規模事業からのCFを必要とする。つまり、それ以外の事業CFだけでは返済原資と

しては不足する。もちろん、スポンサーの抱える事業収益力が絶大で、スポンサーの信用力がプロジェクトファイナンスで融資した事業の破綻に影響をさほどの受けないうちは問題がないが、Name Lending を続けて大規模融資を繰り返すうちに、スポンサーの事業資産の大きな部分が不良資産化していくと、スポンサーのCFに頼っても返済は見込めなくなってしまう。プロジェクトファイナンスの対象事業から資金が返ってこなければ、その時点で親会社にリコースすればよいと安易に考えていたことが、不良債権問題を悪化させた一つの要因であったと考えられる。過去を振り返れば、バブル期の日本の銀行も、通常の企業金融で、スポンサーの高い信用力が安定的であるはずという楽観的な見込みを前提に、大型貸付資金の対象事業をきちんと審査せずに融資を行い、多額の不良債権を抱えるに至ったことがあるが、インドの場合にはそれがインフラのPPPへのファイナンスで起きた点に特徴がある。

4.4 結論:不良債権化の要因分析(総括)

上記7項目は、いずれもインドのPPP向け融資の不良債権化の特徴的な要因であるが、その7項目のなかでも、最も構造的に重要であって直接的な不良債権化の原因は、PPP向けプロジェクトファイナンス融資に参加したインドの地場銀行(特に国営商業銀行)が、プロジェクトファイナンスの基幹3要素審査の重要性を理解せず、形骸的なプロジェクトファイナンスの審査・契約に終始していた点、つまり上記の(4)「**プロジェクトファイナンスの基幹3要素審査抜きの審査**」である。それ以外の6つの項目はいずれも不良債権化の促進要因に過ぎない。なぜなら、銀行自身が、プロジェクトファイナンスの基幹3要素の審査を適切に行っていれば、PPP事業のCF審査は精緻化されて事業の問題点が根本的に明らかになり、RBIの出したインフラファイナンス中銀指針の存在等に何ら影響されることもなく、多くの地場民間銀行や外銀と同じように、事業完遂や返済見込みの可能性の薄いPPP事業案件へのプロジェクトファイナンス融資を謝絶したはずである。特に、インフラファイナンス中銀指針は、プロジェクトファイナンスによる融資を念頭に綿密に策定されているとはいえ、Priority Sector向けの指針とは異なり、融資額の目標設定などを公式には求めていることから、与信判断はあくまでも銀行自身によって行われていたことに留意する必要がある。スポンサーの名前に依存した融資や、安易なスポンサーへのリコース依存も、最終的にはスポンサーの

バランスシートに跳ね返るため、貸付としての持続可能性がないと理解できていれば、大規模の融資を自行単独で行うことも自らの判断で回避され、親会社向けを含む貸付の不良資産化も招かなかつたと考えられる。一方で、PPPの推進は社会インフラの早急な整備と社会福祉予算捻出の同時達成のために実施された国の重要政策であったことと、国営商業銀行の不良債権比率が、結果的に民間銀行の約3倍、外銀の約5倍であったことを踏まえれば、不良債権化は、表5の質問3の答えにも表れているように、中央政府・州政府とも関係の深かつた国営商業銀行が中心となり、政府・中央銀行の推進施策に積極的に呼応して、結果的に巨額の不適切なプロジェクトファイナンス融資を推進した結果であり、これらが問題を増幅したことは明らかである。また、本来は金融システムの健全性を維持すべき立場にある中央銀行が、金融規律を度外視して、PPP支援のために、大口与信規制を緩和し、リスクウエイトを引き下げたことも同様に問題を増幅したと考えられる。

プロジェクトファイナンスは比較的高度な金融プロダクトであったにも関わらず、グローバルに活動する銀行との比較において、地場銀行に基幹の3要素審査能力が大幅に不足していた。にも拘わらず、政府・中銀が、特に国営商業銀行を巻き込んで、本来融資すべきでないリスクの高い事業に多額の融資を行うように金融上のインセンティブを付してプロジェクトファイナンスを推進してしまったことに問題があったと考えられる。

本章では、主に国営商業銀行を中心にプロジェクトファイナンスの基幹3要素審査がなぜ欠落していたかに関しては歴史的な分析を行う余裕はないが、最後に若干の補足を行う。かつての我が国の郵便貯金（郵政民営化前）が果たした役割と同じように、地場金融資本による資本蓄積が十分でない開発途上の経済地域においては、政府の信用力に基づいた国営商業銀行は、信用力のある決済システムを提供できるほか、国民が信頼して預貯金を預けられる金融機関であり、経済発展段階に応じたその重要な役割を否定するべきではない。しかしながら、出資金の過半以上が政府・公的資金である国営商業銀行の場合、貸付先の選択（特に大口融資先を含む）には政府の意向が反映されやすい。また、明示的な政府保証はないものの、仮に国営銀行が経営破綻となれば、金融システム維持のために出資者たる政府が結果的に資本注入せざるを得ないことから、国営商業銀行には実質的に暗黙の政府保証が付与されていると考えられ、リスク管理には十分に適切なインセンティブが働きにくい。このことは、貸付審査を含め

たリスク管理機能に関して、資本コストを強く意識した民間株主からの厳しい圧力にさらされている民間銀行とは対照的である。特にインドにおいては、国営商業銀行と州政府等との関係が強く、彼らが公共部門主導のPPP事業向けに、大口金額を単独でも融資していた。国営商業銀行が、PPP事業を適切に審査したうえで、大型のシンジケートローンの主幹事となり、リスク管理規律の厳しい民間銀行や外銀の資金をシンジケートローン組成に動員できるほどの専門的な審査能力の育成および行内的なリスク管理体制の構築が行えていなかったと考えられる。

以上も踏まえて、インドのPPP向け融資の不良債権化の構造やその背景要因を俯瞰した概念図を作成したものが

図 15 である。

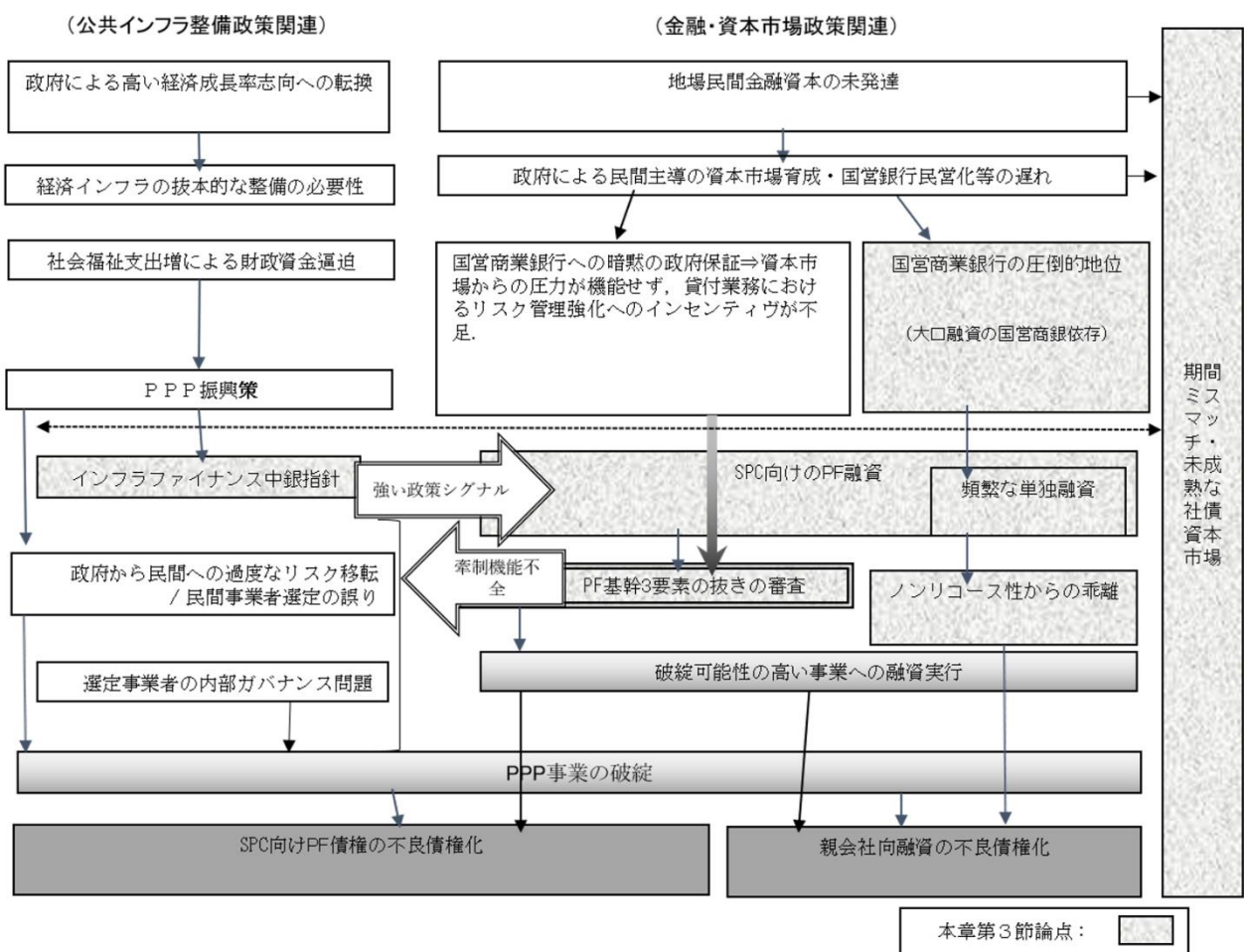


図 15 : インド PPP 向け不良債権発生のカラクリ図 (著者作成)

5 サービス購入型 PPP の金融モニタリング

本章では、我が国の PPP のうち、サービス購入型 PPP 案件とそのプロジェクトファイナンスを取り上げる。

金融機関の PPP 事業に対するプロジェクトファイナンスに関しては、そのリスクテイクのあり方やモニタリング機能となると、その具体的かつ積極的な評価は我が国ではほとんど聞かれない。このことをあたかも反映したかのように、PFI に関する内閣府「モニタリングに関するガイドライン」 [52] は「選定事業者がプロジェクトファイナンス方式による資金調達を行い、仮に選定事業者の財務状況が悪化した場合には、融資契約上の財務制限条項に抵触し、問題を修復する仕組みが働くこともある。このような融資契約を行っている場合には、管理者等と目的は違うが、金融機関による事業の監視が行われるため、一定の効果を得ることも期待できる。」（下線は著者挿入による）とあり、モニタリング機能の効果への期待や評価は、かなり限定的で控えめなものにとどまっている。

ここでの疑問は6つある。①なぜ我が国では、PPP に対するプロジェクトファイナンスの効用につき高い積極的な評価がさほど聞かれないのか、②ニューヨーク、ロンドン、シンガポールなどの国際的なマネーセンターに本拠・視点を置く金融機関は、グローバル化の進展に伴い、組織の内部においても各都市共通なグローバルな基準で与信審査を行っていることにくわえて、プロジェクトファイナンスでは国籍の異なる多数の銀行が参加する国際的なシンジケートローンの仕組みが利用されるため、リスクテイクの判断基準も自ずとグローバル市場において収斂する傾向にあることから、ドルやユーロなどの国際通貨で与信されるプロジェクトファイナンスは（日本円はその中に入らない）、審査の在り方について事実上の国際標準が存在する（以下「**国際標準的なプロジェクトファイナンス**」という）。かかる状況のもとで、日本国内のプロジェクトファイナンスと国際標準的なプロジェクトファイナンスとの間に違いがあるのか、③仮に違いがあるとしたらそれは具体的にどこに違いがあるのか、④その違いはどのような背景・原因で生じたのか、⑤今後ともその違いは生じたままで良いのか否か、⑥これに対応する政策的に必要な対応は何なのか。それらが本章の執筆で取り上げる課題である。

5.1 基幹 3 要素審査の再分解

本節では、国際標準的なプロジェクトファイナンスの審査をリスク要素に応じて細かく分解したうえで、我が国のプロジェクトファイナンスの実態を整理して分析する。

プロジェクトファイナンスの審査は、最終的にはプロジェクト収入が生み出す返済原資としての ACFDS、(第 3 章第 3 節初出) と返済予定額との対比を比較して行う感度分析に基づいて行われるが、それに至るまでの基礎的な審査である「基幹 3 要素審査」が最も重要であることは既に第 3 章で紹介し、第 4 章では基幹 3 要素審査抜きの審査が不良債権化に繋がったことをインドの事例を通じて述べた。本章では、「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査」・「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」・「当事者間のインセンティブ構造の審査」の基幹 3 要素をさらに分解して再整理することを通じて、金融機関が行う審査の特徴をさらに浮き彫りにする。

自らが事業を行う主体ではない金融機関の立場からすると、3つの審査のうち最も重要な審査は、中核スポンサーのプロジェクトマネジメント能力の審査である。しかしながら、実はこの審査こそが難易度が高い。金融機関はスポンサーが金融機関に提出する Project Information Memorandum (以下「PIM」という)の内容をベースに過去の事業履歴を確認し、プロジェクトファイナンス案件でのトラックレコードや業界での風評などを再確認していく。しかしながら、スポンサーの能力の審査は、あくまでも金融機関の裁量を伴う「判断」であり、数字や記号など、市場で客観的に表されているものは何もないため、銀行員はそこに外部指標に頼らない独自の判断が求められ、組織の内部において、その判断に自ら責任を取る必要がある。

第 2 に、「当事者間のインセンティブ構造の審査」であるが、SPC、SPC に出資するスポンサー、EPC コントラクター、O&M コントラクター、政府・地方公共団体などの事業に関係するすべての関係当事者の間で、事業の成功に向けた良好かつ強力なインセンティブ構造が構築されているかを審査するが、SPC におけるスポンサー資本構成や arm's length contract は極めて重要であると既に述べた。しかしながら、このインセンティブ構造の審査においても、客観的に誰にでもわかるもので簡単に依拠できるような数字や記号のような既成判断や公開情報を機械的に加工・算出して得られるものは存在しない。

第3に、「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」で重要となるのは、PPP契約上でSPCが負わされている責務を、SPCが締結する契約の相手先コントラクターに適切に移転して、リスクのヘッジやコストのパススルーを行えているかという観点である。具体的に幾つかみてみよう、

- ① PPP契約で求められている性能要件を完全に満たす仕様でEPC契約を発注・締結できているか
- ② PPP契約上の完工遅延に基づくペナルティ条項と同一もしくはほぼ同等に厳しい条件の条項をEPC契約で確保できているか
- ③ PPP契約上で要求されている工事保険付保をEPC契約で確保できているか
- ④ 豊富な経験・実績のあるEPCコントラクターと契約しているか
- ⑤ EPC契約はコストオーバーランが起きないように総価契約（lump sum contract）となっているか
- ⑥ 原燃料の調達契約とPPP契約で規定される原燃料の期間・価格の算式とが一致しているか
- ⑦ O&M契約がPPP契約で求められるインフラサービス提供のために必要な要件を備えているか
- ⑧ 数多くのPPP事業において安定した操業・運営実績を有し、かつ対自治体や利用者などの顧客対応や問題解決の能力に長けているという意味で優れた能力のあるO&Mコントラクターを採用しているか
- ⑨ 自然災害などの不可抗力事由に関してSPCが適切な損害保険契約を結んでいるか、などである。

プロジェクトファイナンス融資が構造的に外的なショックに耐える耐性をもつとされるのは、このリスクのヘッジもしくはパススルーにより、外的ショックによるリスクやコスト増がSPCに残留しないような工夫がなされていることによる。資材高騰によるコストオーバーランのリスクがlump sumのEPC契約にヘッジされていることはその典型的な実例である。

本論文では、第3の分析のように、プロジェクトに存在するリスクをある関係当事者にそのまま移転したり（パススルー）したりヘッジすることを通じて該当するリスクへの対応方針を決めていく手法を「ヘッジ・パススルー分析」（略して「HP分析」）と呼び、第1の「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメント能力の審査」や第2の「プロジェクトのインセンティブ構造の審査」（略して「誘因構造分析」）の2つを総称して「非ヘッジ・パススルー分析審査」（略して「非HP分析」）と呼ぶ。

さて、前者のHP分析においては、SPCのPPP契約上の債務が、SPCと第3者との契約におけるSPCの債権と適切にバランスしてヘッジ・パススルーされているかが問題となり、ある程度の外形的判断が通用する。また、リスクを転嫁された第3者の支払能力・信用力にかかる情報であれば、銀行は過去の取引履歴等から

比較的簡単に調査することができる。一方、後者の非 HP 分析においては、そのような契約条項の比較等を通じた形式的な分析は通用せず、入手可能な公開・非公開の整理された情報は存在しない。例えば、審査においては、SPC のスポンサー出資構成を見極めたうえで、次のような確認を行う必要がある。第 1 に、SPC の人的なリソースとして、中核スポンサーに求められる重要な知見や経験ある人材が投入・派遣されているか。第 2 に、本事業のために新規採用される優秀な人材が適切に組み込まれているか。第 3 に、SPC が結ぶ第 3 者コントラクターとの契約に健全な牽制関係を構築できているか。以上のような判断には、判断の難易度の高い実質的な審査が必要となる。プロジェクトファイナンスにおける中核的な審査はこの難易度の高い部分にあると言ってもよい。

以上のように整理したうえで、銀行のとり対応を考えてみよう。プロジェクトファイナンスの審査に熟達した銀行は、中核スポンサーが多くのリスクを広範囲にマネジメントする能力があると認定できれば、非 HP 分析の要素を最大限に評価した上で、中核スポンサーによる裁量的なマネジメントを容認することができる。この場合、スポンサーはプロジェクトマネジメントの一定範囲の自由度を認められることとなり、事業運営を行いやすくなる。銀行も、条件の緩やかなセキュリティパッケージ案を構築・提案してスポンサーに評価してもらうことで、主幹事マンドートをとり、できるだけ高いフィー収益を稼ぐことができる。

一方でリスク分析の能力の劣る銀行は、評価しきれない非 HP 分析要素をできるだけ少なくして、HP 分析の要素を増やし、マネジメントの自由度の低いセキュリティパッケージを要求し、スポンサーを、銀行からみて保守的なセキュリティパッケージ構築に誘導しようとする。この時、スポンサーと銀行の間では、せめぎあいのある交渉が起きる。例えば、真に経験と能力のあるスポンサーであれば、金融機関もスポンサーの施工監理の実績を高く評価し、単一・フルターンキー・総価契約の EPC 契約をスポンサーに対して要求せずに、分割契約、いわゆる「ばら買い」を認めることがある。また、O&M 能力に優れたスポンサー出資の SPC であれば、SPC が O&M 契約を結ばずに、SPC 自身が内部で O&M 業務をすべて行うことで問題なしとするケースもある。そうすることで、スポンサー側はリスクとコストを第 3 者に完全にヘッジ・パススルーすることに伴う追加費用を削減し、自ら内生化することで SPC の CF を極大化しようとする。ただ、これを容認するかは金融機関にとって高度の判断となる。

表 7：標準的なリスクコントロール表（著者作成）

対象リスク	対応	分類
スポンサー	トラックレコード審査および対象プロジェクトに対するコミット度合いを事前に確認.	×
出資金払込	一定の信用力未満の株主支払義務は銀行保証（信用力の高い一流銀行（通常，格付A格以上）に限定）.	◎
用地取得・住民移転	政府・自治体の責務として事業契約に規定（あるいは貸出開始要件）	◎(△)
設計	品質・納期・予算管理に優れた実績を有する一流コントラクターとfull-turn-key EPC契約締結	○
完工	同上	○
建設遅延	同上（遅延につきペナルティ規定）	○
コストオーバーラン	同上（lump sum契約）	○
技術	予め技術内容を審査して確認	△
操業	操業実績のある株主の参加	×
維持管理	維持管理実績のある株主の参加	×
需要	政府・自治体のリスクとして規定（もしくは需要予測審査）	◎（-）
許認可	貸出開始要件として，事前に許認可を確認．貸出開始後リスクはスポンサー能力の事前審査.	△
環境社会配慮確認	事前審査にてEIAを確認．貸出開始後はスポンサー能力の事前審査.	△
法制変更（一般）	事前審査で影響度を分析	—
法政変更（特定）	政府・自治体のリスクとしてPPP契約で規定	◎
政府・地方公共団体	義務履行違反は，政府・自治体のリスクとして事業契約に規定	◎
マクロ経済変動	マクロ経済変動要因に関する事前影響分析による判断	—
カントリーリスク	事前審査による判断（および可能な場合には公的保険付保）	—（○）
自然災害	民間保険契約にてカバー	○
◎：リスクを契約を通じて契約相手方に完全にヘッジしている		
○：リスクを契約を通じて契約相手方に一定の範囲内でヘッジしているがフルにはヘッジできていない.		
△：リスクが無いことは可能な限り融資開始前に確認（貸出開始後のリスクについては事前に蓋然性を判断し容認）		
×：スポンサーのトラックレコード審査をもとにした判断.		
—：その他事前審査によるリスク容認		

前頁の表7は、表の「対象リスク」列に列挙された個別のリスクを、グローバルに活動する金融機関がインフラ PPP 事業においてプロジェクトファイナンスで融資する場合において、標準的にとられているリスクコントロール対応について著者が取りまとめたものである。

もちろん、中核となるスポンサーのプロジェクトマネジメント能力が一定程度劣る場合には、この表に示される場合よりもさらに保守的なリスクコントロール対応（○や◎がさらに増えること）が行われる場合もある。しかし、金融機関からノンリコースのプロジェクトファイナンス融資を得られる程度に能力の高いスポンサーであれば、この表のリスクコントロール対応が標準的である。なお次節では、表7とは対照的に、本邦のサービス購入型の PPP 向けプロジェクトファイナンスのリスクテイク度合が低いことを説明する。

5.2 我が国のプロジェクトファイナンス審査

本節では、我が国の新設の施設整備を伴うサービス購入型の PPP 事業およびそれを対象とした国内のプロジェクトファイナンス融資を分析対象とする。我が国のサービス購入型事業には、BT0 型と BOT 型の二種類がある。BT0 型では施設整備の完了とともに施設の所有権は公共主体に移転し、施設整備対価は運営の債務不履行に関わりなく確定債務となる。一方、BOT 型では、施設整備完了後においても施設所有権が事業期間中は民間事業者に残り、運営維持管理状況に応じてサービス対価が民間事業者を支払われる。但し、我が国の BOT 型事業では、英国の Unitary Payment の原則とは異なり、サービス対価の減額が、基本的には施設整備対価相当支払額の減額に至らないように設計されている。

本節における考察の対象には、空港・道路・上下水道などの分野で、公共主体が民間事業者のために運営権を設定したうえで、民間事業者が利用者から料金収入を徴収することで成り立つ独立採算型の PPP（以下「コンセッション」とも言う）、およびサービス購入型であるものの、診療行為以外の多様な運営業務の多い病院 PFI や調理を伴う学校給食センター（なかでも調理事業者が代表企業になるもの）を対象に含めない。以上を称して、「標準的サービス購入型 PPP 案件」という。本節では、まず第1項において、標準的サービス購入型 PPP 案件の関連事業契約における特異な条項の存在を取り上げ、第2項にて当該条項の存在の意味とそのプロジェクトファイナンスに与える効果を分析し、第3項ではそれが生まれた背景を考察し、

第4項においては、当該条項が我が国の金融機関によるプロジェクトファイナンスのみならず事業者の取組の在り方にも特異性をもたらしていることを明らかにする。

5.2.1 対 SPC 損害賠償条項の存在の確認

本項では、我が国の標準的サービス購入型 PPP 案件の PPP 契約に固有にみられる契約条項(表 8 参照)の存在をとりあげる。

表 8：対 SPC 損害賠償条項（個別のサービス購入型 PPP 案件事例の契約書事例から著者作成）

対SPC損害賠償条項の典型文言
乙（O&M業務担当企業）は、本事業の維持管理及び運営業務に関し、乙の責めに帰すべき事由により、甲（SPC）又は第三者に損害を与えた場合には、甲又は第三者が被った損害を賠償するものとする。 （注）SPCとO&M業務担当企業間の契約に規定される。

標準的サービス購入型 PPP 案件については、次のような特徴がみられる。まず事業費の構造としては、新規の施設整備が事業費の大半を占めており、運営・維持管理にかかる事業費は圧倒的に少ない。第2に、SPC のスポンサー構成においては、多くの案件で 施工会社が最大の株主となって代表企業となっている（ちなみに、施工会社が代表企業でないケースについては後述の本節第3項参照）。第3に、施工会社の役割分担としては、代表企業となって事業全体を統括する役割を担っているものの、その施工会社は、施工以外の役割（運営および維持管理部分）については、その業務を担当する別の企業に契約を通じて SPC から委託する。この結果、代表企業は自らが行う施設の設計と施工を SPC から請負い、その EPC に関して全責任をとるものの、それ以外の運営と維持管理に関する責任・リスクからは契約を通じて遮断を図っている。同じように運営・維持管理担当企業は、設計・施工に関する責任・リスクから遮断を図っている。

以上のような企業相互のリスク遮断を実現するため、SPC と O&M（あるいは EPC）担当企業との間では、対 SPC 損害賠償条項が存在している。この条項が標準的サービス購入型案件に遍く存在していたことについては、これまでは私企業間の契約の守秘義務から必ずしも明らかではなかった。この契約の秘匿性は、公共主体と SPC で締結する PPP 契約が実施方針段階で公開されるのとは対照的である。その契約の文言・存在・使用頻度の確認には、弁護士からのヒアリングが不可欠であった。今回は我が国の PPP 案件の経験豊富かつ PPP 法務に関してこの業界で著名な専門家 5 人からヒアリングを行っているため、ヒアリング数としては十

分であると考え。実際の質問に際しては、実際の PPP 契約で具体的に規定された契約文言を著者から専門家に示したうえで、当該文言が対象となる事業の契約条項として一般的であるかどうかを確認する方法で行っている。また、表 9 の回答からわかるように、いずれの専門家も「ほぼ例外なく」もしくは「例外なく」という高い水準で当該条項の存在につき確認が得られている（なお、弁護士の対クライアントに対する守秘義務の観点から具体的な案件に触れることや、弁護士名に触れることは困難であることに留意する必要がある）。

表 9：弁護士ヒアリング

弁護士	時期	BTO・BOT案件
A	2019年3月	◎
B	2019年3月	◎
C	2019年4月	○
D	2019年4月	◎
E	2019年5月	◎
○：担当した案件では、 ほぼ例外なく 、SPCへの賠償義務が、SPCが契約したコントラクターに転嫁されている。		
◎：担当した案件では、 例外なく 、SPCへの賠償義務が、SPCと契約したコントラクターに転嫁されている。		

また、弁護士だけではなく、本章第 2 節第 4 項における 12 社ヒアリング（表 13）でも、分らないと答えた企業 2 社を除き、10 社が本条項は、病院案件を除くサービス購入型 PPP 案件で一般的もしくは普通であると認めている。このように、この条項が標準的サービス購入型案件において一般的である。

ちなみに、かかる SPC に対する賠償責任は、O&M コントラクターに限らず、SPC から EPC コントラクターたるスポンサーに対しても課せられている。その理由は、そうでないと構成員企業間のリスク分担の公平性が保てないからである。しかしながら、EPC の完工リスクについては、金融機関のリスク管理上も、本来的には、そこまで強力な損害賠償条項を必要としない。このことは、邦銀が融資する海外事業のプロジェクトファイナンス案件においても、同様の条項を要求していないことから明らかである。

一方で、件数は少ないが例外もある。施工会社が代表企業をつとめるが、スポンサー間相互の担当業務にかかる責任・リスク遮断が困難なサービス購入型案件もある。病院の施設整備と運営支援業務を行う標準的サービス購入型 PPP 案件事業がこれに相当する。病院の PPP は、中核の運営業務が医療行為であり、法令上も民間企業がこれを直接に担うことができないため、SPC が担う業務内容としては、施設整備と難易度の低

い O&M サポートであると思われるが、実際には、医者や看護師が行う医療行為の周辺業務のサポートについても安全・安心・信頼が高いレベルで求められている。というのも、民間事業者自らが診療行為を担ってなくとも、逆に医師・看護師との間でインターフェースの部分で難易度が高くなる面があるからである。その結果、地方公共団体側もスポンサーに対して、資金力を含めた強いコミットメントを求めるため、中堅の医療サービス提供企業だけでなく、施設整備を行う施工会社が PPP 事業全体を統括する代表企業として参画することを求めるケースがある。この場合には、施工会社から SPC に対して事業を統括できる役職員を派遣し、SPC で行われる業務全体のリスクを出資比率に応じた割合で (pro rata で) 負担することになるため、当該業務を SPC から協力企業に丸投げした形でのリスク遮断は行えなくなる。このような病院 PPP 案件においては、他のスポンサーとの間で、厳格なリスク遮断や対 SPC 損害賠償条項は有効に機能し得ない。施工会社のなかには、病院向けの PPP 事業に取り組む企業もあるが、人員育成を含めコアの設計・施工のビジネスモデルとは異なるため、このような取り組みを病院以外の事業分野に積極的に適用・拡充させているわけではない。

5.2.2 対 SPC 損害賠償条項の効果・影響

本項では、対 SPC 損害賠償条項の特異性とそのプロジェクトファイナンスへの効果・影響を分析する。

前項でみたように、SPC において施工会社と運営企業の責務とリスクは相互に遮断されており、代表企業たる施工会社は施設完工後においては、SPC 運営の管理業務を除き、一切のリスクから事実上解放される。ここで留意すべきは、これらのスポンサー間のリスクの遮断によって、各スポンサーが負わされる SPC に対する業務不履行に伴う損害賠償義務に関しては上限額の設定がないため、理論上はスポンサーの損害賠償責任額が非有限となることである。

かかる対 SPC 損害賠償責任規定は、その性格上、世界的にみても極めて異例である。著者がプロジェクトファイナンスで交渉したすべての外資系のスポンサーは、自らの債務不履行に関してこのように金額の上限設定のない損害補填義務を負うことを、社内のリスク管理上許されていない。仮に許容されるとしても、それだけのリスクを負う以上は、高いリスクプレミアムを要求しなければ正当化できない。すでに第 2 章第 2 節にて触れたように、国際標準的なプロジェクトファイナンス対象案件の実務では、O&M コントラクター、は受け取る Fee の範囲でしか責任・リスクを負わないことが一般的である。仮に、この重い責任に伴ってリ

スクプレミアムが加算されていたとしたら、それは公共主体にその分高くチャージされるため、実質的に納税者負担が増えることを意味する。

この条項の存在は、それぞれの担当企業が自らの担当業務に重い責任義務を課すことで業務受託側の契約履行規律が高まり、個別の担当企業が別の担当企業の行う事業リスクから完全に遮断されるというプラスの効果がある。しかしながら、金融機関は、SPC と担当企業とで締結したこの契約を、債権譲渡担保として担保設定している。債券譲渡担保を設定すること自体は、標準的なプロジェクトファイナンスの手続きであり、何ら特殊なことではない。しかし、この条項がある結果、銀行は担当企業がこの規定に基づいて払うこととなる賠償金から、該当する原因事由に起因して支払を要する費用を控除した金額を、返済原資のための資金として優先的に充当することが可能となる。言い換えれば、契約担当企業は、この条項に基づき、自らの担当業務における故意・過失によって生じたすべての損害（＝SPC の収入減少⇨追加の費用負担も勘案した返済原資の減少分）を追加拠出しなければならない。SPC から主要な業務を請け負っている契約担当企業は、実は SPC への出資者でもあるため、このことは SPC への出資者に対するフルリコースを意味する。

また、この賠償金は SPC の収入減少を補填するために使われるものの、事業の回復・再生のために使われるのかは必ずしも保証されていない。特にここで重要なのは、金融機関が、事業から創出された CF からではなく、契約担当企業からの賠償金で返済原資を確保してしまうことである。これにより、融資対象の PPP 事業から創出される CF だけで返済を確実にしようとして、厳しい事業審査を行うはずであった金融機関の審査規律が、大きく減殺されてしまうことになる。つまり、プロジェクトファイナンスが本来果たしうる対象事業の実行可能性を審査する機能は大幅に低下し、金融機関の債権保全が優先される可能性が高まる。

次頁の表 10 は、以上を踏まえて、対 SPC 損害賠償条項が設定されることを受けて邦銀が行うプロジェクトファイナンスのリスクコントロールを、表 7 と同形式でまとめたものである。

表 10：標準的サービス購入型 PPP 案件のリスクコントロール（著者作成）

対象リスク	対応	分類
スポンサー	SPCに生じた損害をEPCコントラクターおよびO&Mコントラクターが賠償する	×
出資金払込	一定の信用力未満の株主支払義務は銀行保証（信用力の高い一流銀行（通常，格付A格以上）に限定）	◎
用地取得・住民移転	政府・自治体の責務として事業契約に規定（あるいは貸出開始要件）	◎(△)
設計	SPCに生じた損害をEPCコントラクターが賠償する	◎
完工	SPCに生じた損害をEPCコントラクターが賠償する	◎
建設遅延	SPCに生じた損害をEPCコントラクターが賠償する	◎
コストオーバーラン	SPCに生じた損害をEPCコントラクターが賠償する	◎
技術	SPCに生じた損害をEPCコントラクターおよびO&Mコントラクターが賠償する	◎
操業	SPCに生じた損害をO&Mコントラクターが賠償する	◎
維持管理	SPCに生じた損害をO&Mコントラクターが賠償する	◎
需要	政府・自治体のリスクとして規定	◎
許認可	SPCに生じた損害をEPCコントラクターおよびO&Mコントラクターが賠償する	◎
環境社会配慮確認	SPCに生じた損害をEPCコントラクターおよびO&Mコントラクターが賠償する	◎
法制変更（一般）	事前審査で影響度を分析	—
法政変更（特定）	政府・自治体のリスクとしてPPP契約で規定	◎
政府・地方公共団体	義務履行違反は，政府・自治体のリスクとして事業契約に規定	◎
マクロ経済変動	マクロ経済変動要因に関する事前影響分析による判断	—
カントリーリスク	事前審査による判断（および可能な場合には公的保険付保）	— (○)
自然災害	民間保険契約にてカバー	○
◎：リスクを契約を通じて契約相手方に完全にヘッジしている		
○：リスクを契約を通じて契約相手方に一定の範囲内でヘッジしているがフルにはヘッジできていない。		
△：リスクが無いことは可能な限り融資開始前に確認（貸出開始後のリスクについては事前に蓋然性を判断し容認）		
×：スポンサーのトラックレコードを審査をもとにした判断。		
—：その他事前審査によるリスク容認		

表 10 は表 7 に比べて，契約担当企業へのヘッジ・パススルーが大幅に増えていることがみと取れる（○・◎が増える）。言い換えれば金融機関は，事業 CF からの返済原資が不十分となっても，スポンサー企業の提供する資金に究極的な返済原資を依拠できるため，事業リスクテイク度合いが著しく減少する。

5.2.3 対 SPC 損害賠償条項が生まれた背景分析

本項では、我が国の標準的サービス購入型 PPP 案件で、損害賠償の最高限度額が設定されていない対 SPC 損害賠償条項規定が、なぜかくも一般的に普及したのか、その背景を分析する。

事業のリスク管理において、標準的サービス購入型 PPP 案件事業において想定すべき現実的なリスク事象に限って「想定最大賠償額」を算定できるのであれば、実際には損害賠償額が無制限に大きくなることを心配する必要はない。しかしながら、前節でみたように、対 SPC 損害賠償条項の存在は、リスクに敏感で契約管理にも厳しい多くの外国企業であれば、「理論的には非有限の損害賠償規定となっている」と見做されるため、事業会社のリスク管理からは厳しく回避されるべきもの（＝逆に言えば上限額の設定を強く志向するべきもの）である。そもそも、スポンサーとしては、子会社の利害を守り会社を存続させることができるのであれば、それだけの理由で自動的に追加資金を投じて賠償をするインセンティブがあるわけではなく、最終的にはスポンサー自身の利益に繋がらない限りは、SPC に賠償を行うことはない。スポンサーであれば本来誰も望まないはずの規定がなぜ一般的になりえたのか、本項ではその要因を分析する。

5.2.3.1 事業者選定における実績の評価

対 SPC 損害賠償条項の生まれた要因分析の前に、事業者選定とリスクの取り方に関する官民間の相違について考察する。我が国の民間企業の契約管理においては、契約において上限額設定のない損害賠償責任を負うことは一般的であるとは言えないことに留意する必要がある。公共事業や PPP を一歩離れれば、我国においても契約不履行に伴う賠償責任に関して上限額設定のない契約が忌避される傾向は現に広く存在する。民間企業同士の契約においては、契約不履行に伴う損害賠償額に関して上限設定がなされるのが一般的であり、契約を通じて得られる対価を超えた損害賠償の可能性は忌避される。しかも、このような契約の在り方は、一部の政府省庁や業界団体も認めており、それほどに一般的でもある。例えば、JISA（社団法人情報サービス産業協会）が、経済産業省のモデル取引・契約書を基に作成しているが、「JISA ソフトウェア開発委託基本モデル契約書」 [53] の第 53 条には、「3. 第 1 項の損害賠償の累計総額は、債務不履行、法律上の瑕疵担保責任、不当利得、不法行為その他請求原因の如何にかかわらず、甲又は乙の責に帰すべき事由の原因となった個別契約に定める委託料相当額を限度とする」という内容の損害賠償額の制限規定がある。ま

た、民間の調査系シンクタンクにヒアリングしたところ、彼らは民間企業から調査受託業務を請負契約で受託してはいけないことになっている。また、それが官公庁からの受託調査案件であっても、請負契約を可能な限り回避するように内部的なリスク管理上の契約ガイドラインを策定している。なぜ回避するかと云えば、請負契約においては、請負業務が完了するまで、受注者の履行義務が残るため、理論的には上限額設定のない費用投入責任が生じるほか、官庁が使用する契約には損害賠償額の限度額設定の規定が無いためである。この背景には、民間事業者は、自らが発注者側に立つ場合であっても、あくまでも契約相手先のこれまでの実績や能力・経験・風評をベースに自己の責任において発注先を決めるため、契約相手方が高い契約履行能力を有しているにもかかわらず、無闇に契約条件を厳しくしてしまえば、それが相手方からは合理的妥当性の無いリスク移転（ヘッジ・パススルー）と受け止められ、逆に不必要に高いリスクプレミアムの賦課を通じた価格の上昇を招くと考えているためである。その結果、企業相互の信頼関係が高まれば、何度でも同じ企業に発注を繰り返し、契約書の細部の条件を詰めることなく、単純な発注書で済ますことすらある。

一方、公共主体が事業者に求めていることも、基本的には民間企業の場合と同じで、選定事業者による契約履行内容の品質や高い達成度水準の確保である。しかしながら、官公庁の場合は、我が国の会計法や政令に従い、公共調達とは個別調達毎に公平・平等でなくてはならないという原則に厳しく縛られる。公平性・平等性に厳しく縛られるということの意味は、言い換えれば、客観性の高い事実に基づいてのみ、事業者選定が行われることを意味する。実際のところ、「内閣府のPFI事業実施プロセスのガイドライン」（2021年6月18日改正）[54]は、「一般競争参加者の資格要件を設定する場合、調達しようとするサービスの種類、内容に応じて、資金調達に関する能力、長期間のリスク管理能力やマネジメント能力等の要件を含め、一般競争資格参加者の資格要件、および審査基準を適切に設定することが必要である」としている一方で、「予算決算及び会計令第73条の競争参加資格は、競争を適正かつ合理的に行うために特に必要な限度において設定されるものであることに留意する必要がある」として、同第73条の意図している「契約の内容に応じた追加的な資格要件の設定」には抑制的である。さらに、「意欲のある民間事業者の参加機会を制限しないためにも、資格要件として応募者のPFI実績を過度に評価しない工夫も、当面必要と考えられる」として追加的に抑制をくわえている。くわえて、「さらに、上記の資格要件に加え、応募者の負担の軽減も考慮し、民間事業者が提案しようとする事業計画が、募集する事業に関して一定の性能を有しているかどうかの審査を事前に行うことにより、当該事業を適切に実施できる能力を有する民間事業者のみが、より詳細な事業計

画等を作成の上、一般競争入札に参加できるようにすることが適当と考えられる。なお、その資格審査のための提出資料については必要最小限の内容のものにとどめるものとする」としていて、提出される事業計画の事前審査の必要性を述べているものの、事業者の能力を推定する根拠となる過去のパフォーマンスを調べようとする政府の意図は見えない。

このような方針を反映して、PFI 応札資格要件としては、事業の内容に応じて、「単純な過去の業務受注実績」が採用されていることが殆どである。新関西国際空港（一定規模の旅客施設あるいは商業施設の運営実績）、宮城宮城県上工下水一体官民連携運営事業などのコンセッション案件（3年以上の上下水道施設運営実績）、調理を伴う学校給食 PPP（給食施設の運営実績）、あるいは和光市の複合施設整備・運営事業（1年以上のプール運営実績）などで形式的な実績は参加資格要件として問われていることは、実施方針上の要件としても確認できる。しかし、事業者本来求められることは、形式的な契約実績ではなく、着実に契約内容を履行した実績のはずである。PFI の実施方針や事業者選定の落札者選定基準や審査講評等の記録をレビューする限り、PFI の事業者選定プロセスにおいて、参加資格要件である形式的な実績の基準をクリアすると、その後は公募型プロポーザル方式あるいは価格と非価格面の総合評価により、事業提案の内容について詳細なレビュー審査が行われるが、その評価は、いずれも参加資格審査を経たうえでの加点審査であり、事業者の過去の運営パフォーマンスを評価するものではない。

次頁の表 11 は、2019 年度に実施方針が公表された我が国の全ての PFI 案件を、日本 PFI・PPP 協会のデータと各公共主体の発表文書から作成したものである。対象を 2019 年度（2019.04.01～2020.03.31）としたのは、それ以降の最新公表案件では、実施方針は確認できても、落札者・優先交渉権者決定基準を確認できる案件が大幅に少なくなるためである。総計 77 案件のうち、64 件（83%）では施工会社の参加資格要件に何らかの実績が定められている。運営・維持管理企業の参加資格として、何らかの実績が課せられたものは 45 件（58%）である。総合評価・プロポーザル評価の 2 次審査において、施工企業の業績の質（優良表彰実績）を小さな加点評価対象とするもの（◎印）が 3 件ある。同じく 2 次審査において、運営企業の実績を評価対象とするものが 4 件（○印）あるが、いずれも履行水準の良しあしを問うものではなく、かつその評価ウエイトは高くはない。表中の△は、講評において、過去の実績について評価しているものであるが、これは審査項目として履行実績の質を問うものではなく、基本的には実績を踏まえた提案内容の質を問うものである。

表 11：2019 年度公表 PPP 案件における実績要素勘案一覧表（公表資料より著者作成）

番号	公表日	案件名	調達方式	タイプ	受注者	参加資格要件		2次審査評価	
						施工実績要件	運営実績要件	建設実績評価	運営実績評価
1	2019.09.26	(仮称) 黒田原地区定住促進住宅整備事業	公募型プロポーザル	BTO	未定	○	×	×	×
2	2020.03.31	筑波大学によるつくば市消防本部跡地利用計画事業	公募型プロポーザル	BOO	未定	○	○	×	×
3	2020.03.31	瑞穂公園陸上競技場整備等事業	総合評価一般競争入札	BTO	竹中工務店	○	○	×	×
4	2020.03.31	荷揚町小学校跡地における庁舎等複合公共施設整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	九州電力グループ	○	○	×	×
5	2020.03.25	須崎市高台整備事業	公募型プロポーザル	BTO	未定	×	×	未詳	未詳
6	2020.03.25	朝倉駅周辺整備事業	公募型プロポーザル	BTO	未定	○	×	未詳	未詳
7	2020.02.26	(仮称)坂田市学校給食センター整備運営事業	公募型プロポーザル	BTO	株式会社ジーエスエフ	○	○	×	×
8	2020.03.17	県プール整備運営事業（仮称）	総合評価一般競争入札	BTO	未定	○	○	×	×
9	2020.03.06	(仮称)かほく市総合体育館等整備・運営事業	公募型プロポーザル	BTO	清水建設グループ	○	○	×	×
10	2020.03.03	小山水処理センター汚泥処理・有効利用施設整備及び運営事業	公募型プロポーザル	BTO	月島機械株式会社	○	○	×	△
11	2020.02.25	第4期境地区定住促進住宅整備事業	公募型プロポーザル	BTO	アクティブタウンさかい	○	×	×	×
12	2020.01.30	糸満市宇糸満商業地域駐車場整備事業	公募型プロポーザル	一	未定	○	-	未詳	未詳
13	2020.02.19	高槻市富寿栄住宅建替事業	総合評価一般競争入札	BT	株式会社長谷工コーポレーション関西	○	×		△
14	2020.02.10	岡崎市阿知和地区工業団地造成事業	公募型プロポーザル	BTM	未定	○	○	×	×
15	2020.01.22	猪名川町道の駅整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	中止	○	○	×	×
16	2020.01.15	吹田市立小・中学校特別教室等空調設備整備事業	公募型プロポーザル	BTO	ダイキンエアテクノ(株) 関西支店	○	○	×	×
17	2020.01.14	いわき市下水汚泥等利活用事業	公募型プロポーザル	一	月島機械グループ	○	○	×	○
18	2019.12.20	湖西市環境センター基幹的設備改良工事及び長期包括運営委託事業	公募型プロポーザル	RO	荏原環境プラント株式会社	○	○	×	△
19	2020.01.16	鳥取市富住宅長瀬団地建替え事業	総合評価一般競争入札	BT	未定	×	-	×	-
20	2020.01.15	(仮称)八千代市学校給食センター東八千代調理場整備・運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	東洋食品グループ	○	○	×	△
21	2020.01.10	金谷地区生活交流拠点整備運営事業	公募型プロポーザル	BTO	大和リースグループ	×	○		○
22	2020.01.09	愛知県スタートアップ支援拠点整備等事業	総合評価一般競争入札	BT/公共施設等運営権方式	ソフトバンク株式会社	×	○	×	×
23	2020.01.06	倉敷市中央斎場施設整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	西松建設株式会社	○	×	×	×
24	2020.01.06	山北町水上住宅整備事業5	公募型プロポーザル	BTO	日本PFIインベストメント	○	×	×	×
25	2019.12.25	滋賀県立近江学園整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	一	○	-	×	-
26	2019.12.20	新庄寺（長浜）県営住宅建替事業	総合評価一般競争入札	BT	株式会社材光工務店	○	×	×	×
27	2019.12.12	(仮称)四日市市学校給食センター整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社ジーエスエフ	○	○	×	×
28	2019.12.05	富士市総合体育館等整備・運営事業	公募型プロポーザル	BTO	一	○	○	×	×
29	2019.11.18	宮城県上下水一体官民連携運営事業（みやぎ型管理運営方式）		公共施設等運営権方式	メタウォーター株式会社	-	○	-	○
30	2019.05.27	大館クリーンセンター基幹的設備改良工事・運営事業	随意契約	BOO	大館エコマネジ株式会社	○	○	×	×
31	2019.11.25	内閣府新庁舎（仮称）整備等事業	総合評価一般競争入札	BTO	清水建設株式会社	×	×	×	×
32	2019.11.15	(仮称)肝付町若者定住促進住宅環境整備PFI事業	公募型プロポーザル	BTO	未定	○	×	未詳	未詳
33	2019.11.07	七福団地住宅環境整備事業（仮称）	公募型プロポーザル	BT	大東建託株式会社	○	-	×	-
34	2019.10.31	三浦市子育て賃貸住宅等整備事業	公募型プロポーザル	BTO	一	○	○	×	×
35	2019.10.31	厚木市ふれあいプラザ再整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社小島組、サンハウス株式会社、静岡ビル保善株式会社、株式会社クッセル、和光産業株式会社、シンコースポーツ株式会社	○	○	×	×
36	2019.10.30	栃木市新斎場整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	東亜建設工業株式会社	×	×	×	×
37	2019.10.29	(仮称)行方市定住促進住宅整備事業	公募型プロポーザル	BTO	一	○	×	未詳	未詳
38	2019.09.04	志布志市地域優良賃貸住宅整備事業（仮称）	公募型プロポーザル	BTO	ユーミーコーポレーション株式会社	○	×	×	×
39	2019.09.19	宮崎白浜オートキャンプ場施設運営宮崎白浜オートキャンプ場施設運営事業	公募型プロポーザル	公共施設等運営権方式	株式会社南九州プロジェクト	×	×	×	×
40	2019.10.08	熊本県有明・八代工業用水道運営事業	公募型プロポーザル	公共施設等運営権方式	凶タウォーター株式会社	○	○		△
41	2019.09.27	(仮称)川西市中学校給食センター整備・運営PFI事業	公募型プロポーザル	BTO	日本国民食株式会社	○	○	×	×

	公表日	案件名	調達方式	タイプ	受注者	施工実績要件	運営実績要件	建設実績評価	運営実績評価
42	2019.08.09	瑞浪超深地層研究所の坑道埋め戻し等事業	総合評価一般競争入札	一	株式会社大林組	○	一	△	一
43	2019.09.30	日ノ川団地整備事業	公募型プロポーザル	BTO	界設計室、和建設株式会社、有限会社有澤建設工業、株式会社貴水、株式会社中成、有限会社稲田建設	×	×	×	×
44	2019.09.25	(仮称) 陵南アパート整備等事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社高木	○	×	×	×
45	2019.09.02	山形県立寒河江工業高等学校改築整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	升川建設株式会社	○	×	×	×
46	2019.09.02	小城市牛津子育て支援集合住宅整備事業	公募型プロポーザル	BT	一	○	一	×	×
47	2019.08.14	宮古島第三宿舎(仮称)整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社屋部土建	○	○		△
48	2019.08.23	(仮称) 盛岡学校給食センター整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社ジーエスエフ	○	○	×	×
49	2019.08.23	国道22号一宮浅野電線共同溝PFI事業	総合評価一般競争入札	BTO	大林道路株式会社	○	○	×	×
50	2019.07.31	みなとみらい公共駐車場運営事業	随意契約	公共施設等運営権方式	株式会社横浜国際平和会議場	一	×	一	×
51	2019.08.01	国道8号東沼波電線共同溝PFI事業	総合評価一般競争入札	BTO	エヌ・ティ・ティ・インフラネット株式会社	○	○		△
52	2019.07.31	清水庁舎整備等事業	総合評価一般競争入札	BTO	中止	○	○	×	×
53	2019.07.29	宮崎市立小学校空調設備整備等PFI事業	公募型プロポーザル	BTO	宮崎瓦斯株式会社	○	○		△
54	2019.07.26	静岡市海洋・地球総合ミュージアム(仮称)整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	中止	○	○	×	×
55	2019.05.21	(仮称) 厚木市学校給食センター整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社東洋食品	○	○	×	×
56	2019.07.19	金池小学校施設整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	大和リース株式会社	○	○	×	×
57	2019.07.19	新日明工場整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	日鉄エンジニアリング株式会社	○	○	×	×
58	2019.04.15	京都市上下水道局南部拠点整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社大林組	○	○	×	×
59	2019.07.17	(仮称) 第2期君津地域広域廃棄物処理事業	公募型プロポーザル	BOO	日鉄エンジニアリング株式会社	○	○	×	○
60	2019.07.11	国際教養大学新学生宿舎整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社沢木組	○	○	×	×
61	2019.07.02	津野町定住促進住宅整備事業(仮称)	公募型プロポーザル	BTO	株式会社合人社計画研究所	○	×	×	×
62	2019.06.28	(仮称) 草津市立プール整備・運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	前田建設工業株式会社	○	○	×	×
63	2019.06.27	国道1号東小磯電線共同溝PFI事業	総合評価一般競争入札	BTO	エヌ・ティ・ティ・インフラネット株式会社	○	×	△	×
64	2019.06.24	(仮称) 長崎市三重学校給食センター整備運営事業	公募型プロポーザル	BTO	株式会社東洋食品	○	○	×	×
65	2019.05.20	愛南町第二期町営浄化槽整備推進事業	公募型プロポーザル	BTO	有限会社滝野産業	×	×	×	×
66	2019.05.19	岡崎市コンベンション施設整備事業	公募型プロポーザル	BTO	酒部建設株式会社	×	○	×	×
67	2019.06.07	筑波大学附属病院陽子線施設整備運営事業	公募型プロポーザル	BOT・RO	株式会社日立製作所	○	○	△	△
68	2019.05.29	新青少年教育施設整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	フロンティアコンストラクション&パートナーズ株式会社	○	○	×	△
69	2019.05.22	愛知県宮上郷住宅PFI方式整備等事業	総合評価一般競争入札	BT	太啓建設株式会社	○	一	◎	一
70	2019.05.20	周南市小学校普通教室空調設備整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社合人社計画研究所	○	○	△	×
71	2019.05.15	因保山客船ターミナル整備等PFI事業	公募型プロポーザル	BTO	五洋建設株式会社	○	○	×	×
72	2019.04.25	中規模ホール整備官民連携事業	公募型プロポーザル	BTO	佐藤工業株式会社	×	×	×	×
73	2019.04.26	第3期境地区定住促進住宅整備事業	公募型プロポーザル	BTO	株式会社篠原工務店	○	×	×	×
74	2019.04.23	(仮称) 尼崎市立学校給食センター整備運営事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社メフォス	○	○	×	×
75	2019.04.19	東広島市立小中学校空調設備整備事業	総合評価一般競争入札	BTO	株式会社中電工	○	○	×	×
76	2019.04.17	愛知県宮鶯塚住宅PFI方式整備等事業	総合評価一般競争入札	BT	株式会社花田工務店	○	一	◎	一
77	2019.04.17	愛知県宮野並住宅PFI方式整備等事業	総合評価一般競争入札	BT	株式会社日東建設	○	一	◎	一

凡例：「◎」は、履行実績の質を問う評価基準があるもの。「○」は参加資格要件/評価対象に実績を問う項目がある、「×」は参加資格要件/評価基準に実績要件がないもの。「△」は、講評にて提案評価において実績を勘案したことと言及があるもの。「一」は該当の施工企業あるいは運営企業が無いもの。「未詳」は、調査時点(2021年10月時点)で評価基準等が公表されていないもの。赤字は、何らかの形で実績に関連した資格・評価にかかる該当箇所を示した。

以上とは別に、数多くのPPP案件で公共主体にアドバイザー業務を提供した経験を持つ大手コンサルティング会社にヒアリングしたところ、PPP案件において重大な債務不履行を起こし、極端な場合には契約解除措置を受けた場合でも、そのことが他の後続PPP案件の事業者選定でマイナス評価に直結する評価上の仕組みは、現状の我が国のPPPの仕組みでは確立されていないという。

5.2.3.2 対 SPC 損害賠償条項が生まれた6つの要因

では、対 S P C 損害賠償条項が生まれた要因を列挙してみよう。

- (1) 前目（§ 5.2.3.1）でみたように、我が国の公共主体は、事業者の形式的な受注実績を参加資格要件に反映させてはいるものの、契約履行実績のより具体的な質を事業者選定において勘案することができていない。このような事業者選定プロセスを行っている当然の結果として、公共主体としては選定事業者の契約履行能力を高いレベルで確保することができないため、契約書においては受注者の責任を高めるために、契約の規定を通じた管理を強化して潜在的なリスクに対処することにならざるを得ないと考えられる。このため民間事業者間の契約では損害賠償の上限設定は当たり前でも、公共調達契約では上限額設定のない損害賠償責任が残ってしまう。
- (2) 一方で、政府・地方公共団体と SPC の間の PPP 契約において、SPC による政府・地方公共団体に対する損害賠償の義務規定（対公共損害賠償条項、表 12 参照）の存在があげられる。この条項は、我が国の PPP においてサービス購入型 PPP 案件であるか否かに関係なく標準的に存在する。しかも、この損害賠償責任規定には上限額の設定はない。したがって、SPC が公共主体から請け負った業務を、SPC の構成企業の責任やリスクの分担に沿って分解して、複数の構成企業にそれぞれ委託する場合には、担当企業にこの損害賠償責任を平等にパススルーさせる必要が生じる。このため、当該規定の受け入れは、各構成企業にとって公平性という観点からは理屈上は分かりやすいものである。言い換えれば、元請けの段階で負っている責任条項だから、下請け企業も呑まざるを得ないというものである。

表 12：対公共損害賠償条項（個別事例から著者作成）

対公共損害賠償条項の典型文言
甲（SPC）は、本契約書に定める施設整備業務及び維持管理・運營業務に関し、事業者の故意又は過失により、乙（政府・地方公共団体）又は第三者に損害を与えた場合には、乙又は第三者が被った損害を賠償するものとする。

- (3) しかしながら、上述のソフトウェア開発企業や調査系シンクタンクの対応に見られるように、このような特異な契約条項を PPP に参加する民間企業に認めさせることは簡単ではないはずである。ではなぜ我

国の PPP において、PPP に参加する構成員企業はこのような条項を受け入れるのか。それは、日本におけるサービス購入型 PPP 事業の主たる担い手が施工会社であったことに由来する。我が国のサービス購入型 PPP は、従来型の公共事業における施工業務に、設計業務と運営・維持管理の業務を付け加えた公共調達契約の発展型として位置付けられたため、契約設計の在り方としても公共事業調達における請負契約の考え方を引き継いでいる。請負契約では、完工まで上限の無い費用投入責任が受注者の義務となっており、費用投入が膨大となっても自らは解約もできなければ、損害賠償額の上限定もない。つまり、公共事業由来の契約設計においては、民間事業者にスポンサーの実質的有限責任性を認める発想は皆無である。我が国の施工会社は従来から、かかる契約設計を当然の前提として受け入れてきたので、パススルーされた非有限責任を抵抗なく受け入れることができたのである。

- (4) しかし、公共事業の請負契約と PPP とでは事業内容が異なるため、PPP の主たる担い手が施工会社でない可能性もあったはずである。ところが、我が国の PPP の事業の中身が、施工会社の参画を決定的なものとした。公共インフラサービスの運営そのものを民間企業に担わせるようになった最近のコンセッション型の事業（空港、道路、上下水道）や、同じ標準的サービス購入型案件でも、食材調達・調理・輸送・提供を伴う学校給食 PPP や病院で各種検査・リネン入替・医療廃棄物処理・診療費精算などの様々な内部サービス（診療行為を除く）を請け負う病院 PPP 等を除けば、我国の標準的サービス購入型案件においては、民間企業の事業対象は、施設整備業務と施設の維持管理やその付随的なサービス提供につきる。つまり、公共インフラサービスの中核部分である運営業務を、民間事業者は担わない。中核部分の運営業務とは、利用者との接点においてサービスそのものを供給する行為で、例えば高速道路運営、公立学校での教育・事務運営、図書館管理事務運営、公務員宿舎の統合的運営管理などの運営業務を指している。ところが、実際のサービス提供に関わる民間事業者の役割は、施設の清掃や維持管理、駐車場管理、施設内のカフェ運営、プールの監視員派遣など、中核業務の周辺サービスに留まる。このように民間事業者が中核運営部分を担わず、施設の設計・施工と施設の維持管理や付随サービスだけを追加的に請け負うのであれば、運営を担うサービスプロバイダーの視点で施設設計そのものを見直し、必要な改善を施してライフサイクルコストを削減するなどの大きなメリットが生まれる機会はどこらかと言えば限定的にならざるをえない。つまり、サービスプロバイダーが主役（代表企業）となって設計・施工・運営・維持管理までの事業全体を全事業期間（ライフサイクル）にわたって最適化する効果（バン

ドリング効果)は、事業者として取り組むインセンティブが弱い。その結果、従来型の施設の施工を担う施工会社と、施設の維持管理・その他付随的サービスを請け負う企業が、それぞれの業務を単純に足し合わせたことだけが PPP 事業の対象となる。そのことから、比率の高い事業費構成部分となる施設の施工を担う施工会社が、代表企業となって PPP 事業の主要な担い手となるのが自然となる。従来型の施工の請負に慣れ親しんできた施工会社からすれば、PPP 事業の主たる構成部分が施設の設計と施工にあつて、それ以外のサービスを他社に分担させることができる限り、自社の責任とリスク管理はこれまでと同じようにその部分に集中することができる。しかも、上限額設定の無い賠償責任を自社が受け入れることにより、SPC で合弁パートナーとなるサービス提供企業にも同様の義務を課すことに十分な説得力が生まれ、合弁パートナー企業が犯す可能性のある契約不履行リスクからも、自社をリスク遮断することが可能となる。

- (5) また、我が国の標準的サービス購入型 PPP 案件においては、施設整備部分の完工と同時に、施設整備対価部分の支払い債務が最終的なサービスの提供とは独立して確定する契約設計になっている。つまり、Unitary Payment の原則が貫徹していないため、要求水準未達によるサービス対価の減額が施設整備対価の支払の減額に結び付かない構造になっている。このことによつて、施工会社としては設計・施工部分の対価と、それ以外の運営・維持管理部分の対価を担当企業ごとに完全に切り離すことがきわめて容易となる。この点は英国で見られる PPP の Availability Payment 方式とは異なる。Availability Payment 方式の場合、設備の維持管理状態が悪ければ、施設整備対価部分の Fixed Capacity Payment は少なくとも部分的には払われない、もしくは施設整備対価部分に食い込むほどに大幅に減額される。しかも、この対価支払様式は完工後の元利返済がより確実となるため金融機関にとって都合が良い。さらに、設計・施工部分、運営・維持管理部分のそれぞれについて、当該担当企業がそれぞれに自己責任を負つて、上限額設定無しの場合の負担をしてまで SPC に責任を負うのであれば、事実上のスポンサーリコースであり、融資金の元利返済を最優先する金融機関として都合が良い。
- (6) また、運営・維持管理を受託したスポンサー企業としては、本来であれば、上限額設定無しの場合の損害賠償義務を受け入れるインセンティブはないが、責任・リスクが比較的軽くない施設の維持管理業務などが担当業務の中心であったために、完工後に運営維持管理部分から生ずるリスクの遮断を行いたい代表企業の要請を受け入れやすい。一方で、設計・施工担当企業も同様に設計・施工業務に関して SPC 損害

賠償条項を受け入れていた、但しこちらは建設期間中の比較的短い期間に限られ、完工終了後は事実上リリースされる。

以上の通り、対 SPC 損害賠償責任条項が生まれた背景として、①民間企業による事業者選定と公共調達との差異、②PPP 契約における対公共損賠賠償条項の存在、③施工会社が有限責任性のない請負契約を既に当然のごとく受け入れてきた経緯、④PPP において施設整備費の占める高い比率、⑤施設整備対価の独立した支払条件、⑥難易度の低い運営・維持管理業務の 6 つがある。

さて、規定の文言としてみれば、対 SPC 損害賠償条項は、PPP 契約において存在していた対公共損賠賠償条項の非有限の賠償責任が、SPC を通じて、そのまま SPC の先にあるコントラクターにパススルー（転嫁）したものと考えられる。そもそも、対公共損害賠償条項が無ければ、簡単にはこの非有限の責任をスポンサーに義務付けられない。なお、このことは、後述の第 6 章第 5 節第 3 項（表 18）における確認事項 5 のスポンサーヒアリングにおいて、ゼネコン 6 社の受け止め方においても反映されている。したがって、対 SPC 損害賠償条項は、対公共損害賠償条項の存在に大きな影響を受けていたことは確実である。

しかしながら、同様に重要なのは、公共事業における請負契約においては以前より契約者の有限責任性が否定されているため、有限責任性の否定を当然のごとく受け入れてきた施工会社が標準的サービス購入型 PPP の主たる担い手（代表企業）となったため、対 SPC 損害賠償条項が受け入れ易かったことである。なぜなら、施工会社以外の企業であれば、これを受け入れる慣習もなく、抵抗なく自然に受け入れることは難しかったはずである。なお、このことは、同じく後述第 6 章のスポンサーヒアリングにおいて、ゼネコン系 6 社と非ゼネコン系企業の回答相違からも確認できる。また、施工会社が代表企業になった要因として、施設整備に偏重した事業費割合の設計も影響しており、さらにその理由を遡れば、公共インフラサービスの中核的な運営部分を民間事業者任せにしていなかったことが影響していると考えられる。

背景を別の角度から考えてみる。サービス購入型案件において、公共主体が仮に公共インフラサービスの中核的な運営部分を民間事業者に本格的に担わせることになれば、公共主体としては、サービス購入型 PPP 事業を通じて払うべき対価は、サービス提供前の途中段階に過ぎない施設整備への対価ではなく、最終的な運営サービスの実現に応じて支払うことになる。中核的な運営サービス業務が適切に提供されていないにも関わらず、施設整備の完成に紐づけて対価を確定させて支払うということは、利用者の便益（メリット）を

考える公共主体が、まだ便益（メリット）を出していないインフラ施設にサービス対価を払うことになる。これを防ぐために、英国では Unitary Payment の原則が確立しており、サービス提供の実現なくして施設整備の対価は払わないとする原則が貫徹している。このことにより、PPP 事業においては運營業務の重要性が圧倒的に高まり、運営部分にノウハウを持つサービスプロバイダーとしての企業が PPP 事業全体を統括することが必然的となる。このことを反映して、フランスやスペインでの PPP においては、施設整備よりも運営部分に強みを有するサービスプロバイダー企業が PPP 事業の主要な担い手である。この要因の背景を見るためには、我が国の政府と企業が、政府のインフラ輸出戦略の中で国内の PPP と海外の PPP に関してそれぞれにどう対応したのかを比較することが有力な状況証拠になるので次の通り補足的に考察する。

日本国内で PPP が推進されたのは、1999 年 6 月の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（略称「PFI 法」）の施行からであるが、その施行当初は、官が従来行っていた運営部分をそのまま民間に移管する事業が企図されていたわけではなかった。運営部分をまるごと民間に委託するような事業の設計は、構想としても、2011 年 5 月の PFI 法改正（公共施設運営権の導入）および関西国際空港及び大阪国際空港の一体的かつ効率的な設置及び管理に関する法律の成立をまたねばならなかった。しかも、法律改正の施行後も、運営権をもとにしたコンセッション事業の進捗は遅く、これまでに実施された件数は圧倒的に少なく、運営部分の民業化への取り組みは抑制的であった。実際のところ、内閣府資料 [55]によれば、2019 年 8 月時点での実施中のコンセッション案件は、最も件数の多い空港案件でも累計 10 件に留まり、その他は、公営住宅などの不動産物件（10 件）が中心で、本格的な運営事業は、道路 1 件、下水道 1 件、文教施設 2 件、MICE2 件などに過ぎず、2019 年 3 月末時点での PPP の累計 740 件（7 兆 2361 億円）に比べて圧倒的に少ない。

一方で、経済産業省資料 [56]によれば、海外インフラ展開については、すでに 2010 年 6 月 18 日の閣議決定において、あらゆる分野の海外インフラ関連事業について我が国の企業が設計・施工・運営から維持管理に至るまでパッケージで事業を行うことを資金面も含めて強力に支援しようとする政府の「パッケージ型インフラ海外展開」の施策推進が、新成長戦略のなかで明示的な国家戦略となった。その後も現在の政権のインフラ輸出戦略に引き継がれて多数の案件が推進されている。首相官邸資料 [57]によれば、2017 年度の総受注額は 23 兆円に上る。しかし、こうした明確な政府の支援戦略にも関わらず、実際に運営部分まで踏み込んで海外インフラ事業を行う会社は、発電事業（石炭火力、ガス火力、風力・地熱・太陽光などの再生

可能エネルギー発電) やその他の海外インフラ手会に取り組む商社・電力会社等に留まっている。国内のインフラの整備を担ってきた施工会社の運営・維持管理部分へのリーディング・スポンサーとしての取り組みは、スーパーゼネコン一社(鹿島建設資料(2020) [58]) が英国で複数の PFI 事業の管理業務に取り組むなどの事例はあるものの、それ以外は近隣のアジア地域の PPP を含めて特筆すべき具体的事例が見られない。この点は、政府の「インフラ海外展開新戦略の骨子」(2020) [59] も認めており、我国は「既存インフラ老朽化に伴う維持管理交信ビジネス、世界の都市化の進行に伴う一体的な都市開発、(中略) PPP に対する需要、(中略) サービス事業等、さらなる拡大が見込まれる世界のインフラニーズを十分に取り込めていない」としており、海外 PPP にも進出するフランス、スペインなどの欧州の EPC コントラクターの運営業務の取り込みに向けた積極的な対応とは極めて対照的である。

以上のように、我が国では、海外でのインフラ施設運営では分野を問わず、設計・施工・運営を含めたパッケージとしての民間企業による海外事業展開を推進しておきながら、国内では運営まで民間に任せる事業実施の推進については依然として極めて控えめな対応になっている。これと同じように、施工会社も海外において積極的に運営業務に乗り出すこともなく、かつ、国内でも運営業務の民業移管に向けて強いロビー活動を行っている様子も見受けられない。つまり、国内の PPP 事業に関する限り、官も民も、運営業務の民業移管については取り組みへの政策誘導や進出意欲が弱かったことが観察できる。

5.2.4 標準的サービス購入型 PPP 案件の実質的アンバンドリング化

本項では、本邦の標準的サービス購入型 PPP では、一度は PPP 契約において統合されていたはずの設計・施工と運営・維持管理の業務が、SPC を通じてサブコントラクターに分割発注され、もはや統合を通じて最適化されなくなっていたこと(以下、「アンバンドリング化」という)について分析する。

SPC 損害賠償条項が、SPC と契約担当スポンサーとの契約に入ることで、スポンサーそれぞれは自らの担当業務と他のスポンサーの担当業務とのリスク遮断を実現できた。しかしながら、このような各スポンサーに切り分けられた業務分担のあり方そのものが、我が国の標準的サービス購入型 PPP 案件における民間事業者の取り組み姿勢を特異なものにしたと考えられる。そもそも、標準的サービス購入型 PPP 案件と従来型公共事業の最大の差異はバンドリングにあった。バンドリングでは、公共主体が設計・施工・運営・維持管理について事業段階をまたぐ一括発注を行ったうえで、出口としてのサービスに関しての性能発注を長期契約

によって行うことにより、ライフサイクル全体で品質・価格の双方で最適化が図られる。標準的サービス購入型 PPP 案件設計のもとでも、SPC においてバンドリングされた業務をまとめて統合的にマネジメントすることを通じて、分離分割発注に伴う非効率性を SPC で内部化して効率化することが本来は期待されている。バンドリングの効果は、個別事業だけでなく、実際には企業レベルでも起きる。スペインなどでは、従来は単なる請負企業であった EPC コントラクターが、PPP 事業においては、完工以後の運営・維持管理も自ら行う態勢を整えて対応しており、事業モデルそのものを大きく転換させてきている。かかる企業は、営業収益の過半をインフラの運営・維持管理業務から稼ぐ体質にまで変化してきた。また、そのノウハウ獲得を通じて、自国外の PPP 事業に進出している。スペインやフランスなどの欧州企業がその代表格である（仏の Vinci、スペインの Acciona、Ferrovial の事例）。

一方で、我が国の標準的サービス購入型案件 PPP についての実態をみよう。次頁の表 13 は、我国の PPP に出資参画している企業 12 社（エンジニアリング会社 1 社、ゼネコン 6 社、商社 3 社、本邦事業会社 1 社、外資系事業会社 1 社）へのヒアリング結果である。4 つの質問を行っている。第 1 に、標準的サービス購入型 PPP 案件で、対 SPC 損害賠償責任条項が一般的か。第 2 に、対 SPC 損害賠償責任条項のある案件では、SPC の実体はどうなるか。第 3 に、対 SPC 損害賠償責任条項は、他のスポンサー企業とのリスクの切り分けのためにも必要か否か。第 4 に、対 SPC 損害賠償責任条項は病院 PPP やコンセッション型事業で有効に機能するかを尋ねた。業界全体を把握できるほど PPP に参画していない会社 2 社を除き、10 社は対 SPC 損害賠償責任責任条項が病院 PPP を除き一般的あるいは普通であるとしたほか、当該条項のある PPP での SPC には実体的なリスクが残らないため、SPC は導管と化している回答があった。また、すべてのヒアリング先で、スポンサーの間での責任・リスク分担の切り分けのために対 SPC 損害賠償責任条項が必要であるという認識で一致しているほか、このような条項でのリスク分担の切り分けはコンセッション事業や病院 PPP では不可能であることでも考え方は一致していた。

表 13 スポンサー企業へのヒアリング（著者作成）

相手先	時期	回答
A社：エンジニアリング会社	2020年11月	①よくわからない。②よくわからない、③必要である。④病院PPP・コンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
B社ゼネコン	2019年8月	①病院案件を除き、サービス購入型BTO・BOT案件において、対SPC損害賠償責任条項は一般的である。②かかる条項で構成企業間の責任・リスクを隔離できる案件では、SPCに業務の実体は不要であり、SPCは導管になる。③必要である。④病院PPP・コンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
C社ゼネコン	2019年8月	上記B社と同じ。
D社ゼネコン	2019年11月	①コンセッション型でない、サービス購入型BTO・BOT案件において、対SPC損害賠償責任条項は一般的である。②かかる条項で構成企業間の責任・リスクを隔離できる案件では、SPCに業務の実体は不要であり、SPCは導管になる。③必要である。④コンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
E社ゼネコン	2019年9月	上記B・C社と同じ
F社ゼネコン	2020年11月	上記D社と同じ
G社ゼネコン	2020年11月	上記D・F社と同じ
H社 商社	2020年10月	①ゼネコンの代表企業案件になると、それが一般的であると承知している、②かかる条項で構成企業間の責任・リスクを隔離できる案件では、SPCに業務の実体は不要であり、SPCは導管になる。③必要である。④病院PPPコンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
I社商社	2020年10月	上記H社と同じ
J社商社	2020年11月	①よくわからない、②よくわからない、③必要である。④病院PFIやコンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
K社事業会社	2020年11月	①ゼネコンが代表企業案件となると、それが一般的であると承知している、②かかる条項で構成企業間の責任・リスクを隔離できる案件では、SPCに業務の実体は不要であり、SPCは導管になる。③必要である。④病院PFIやコンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
L社外資企業	2020年11月	①事例は承知しているが、全体像を把握していない、②導管SPCの事例は承知している、③必要である。④病院PFIやコンセッション事業では、対SPC損害賠償責任条項は有効に機能しない。
問1：サービス購入型BTO・BOT案件では、SPC損害賠償責任条項は一般的であるか？		
問2：対SPC損害賠償責任条項によってスポンサー間でリスクの遮断が可能となる案件では、SPCの実体はどのようになるか？		
問3:対SPC損害賠償責任条項は、他のスポンサー企業とのリスクの切り分けのためにも必要か否か		
問4：対SPC損害賠償責任条項は、病院PPPやコンセッション案件では有効に機能するか？		

質問と併せたヒアリングにおいて、実体のある SPC が実施する PPP 案件への参画経験について大手ゼネコン B 社に尋ねると、具体的な実像が浮かび上がってくる。B 社は、「(SPC として実体のある案件へ) 取り組んだこともあるが事例は少ない。そもそも世の中に少ない。(公共側の) 要求水準だからそうしている。要件定義書に有人 SPC の規程がある場合とない場合がある。運營業務が重たいもの、たとえば病院は、統括責任者に部長を配置すべしという要求水準がうかがえる様式があるケースがある。～中略～、逆に、実体がある SPC で一緒に仕事をするとなると、SPC の業務には(スポンサー) 両社の関係性ができてなかなかリスクは切れない(対 SPC 損害賠償責任条項では対応できない)。業務としても縦割りではやっていけないので、そこは SPC の中で協力しながら団結してことにあたるようになる。(もともとは運営に絡んでいない) 当社も運営について参画できるようになる」(以上括弧書きはいずれも著者加筆部分) という。逆にいえば、SPC に実体がない(導管である) ことは、スポンサー間の業務は縦割りであり、互いにリスク遮断していることが明確に伺える。

このように、我が国では、病院 PPP などを除き、特に施工会社が代表企業となる標準的サービス購入型案件の PPP 契約においては、見かけ上は SPC が公共主体からバンドリングされた業務を請け負うものの、SPC の内部をみると SPC 自体は事業を行うための実体のある組織を持たない(以下、このことを SPC の「導管化」という)。具体的には、SPC は PPP 契約にて形式的にはバンドリングされた業務を、再度、SPC の外に請け負わせる(source out する)にあたってアンバンドリング化して、設計・施工と運営・維持管理に分けて、それぞれの別の構成企業が SPC から事業を請け負っている。しかも、対 SPC 損害賠償条項に表れているように、その責任・リスクの切り分けは極めて厳格である。仮に SPC が事業を真の意味でバンドリングしたうえで最適化しているのであれば、施設は運営・維持管理の容易さや費用最小化を生むように設計されるはずであり、施設設計の在り方にも運営・維持管理担当企業も責任を持ちリスクを分担せざるを得なくなるはずである。そして、その逆も当てはまるはずである。このため SPC は導管とならずに、収益そのものが SPC に落ちて配当収入が主たる利益となるはずである。しかしながら、実際はそうならず、責任・リスクと収入がそれぞれ分断される構造となっている。もちろん代表企業は存在し、SPC 全体としてバンドリングされた業務が PPP 契約上の責任に適合するように調整業務を担ってはいるものの、SPC 損害賠償条項の存在は、本質的にはバンドリングを伴わない各企業の完全分業を意味している。このような SPC 内の事業構造で

は、状況次第でバンドリングによって実現できるはずのライフサイクルコストの最適化を行えない。むしろ、効率化を生まないものを接合したために、余計な費用が掛かっている可能性が高い。

かかるアンバンドリングは、代表企業の対応として適切といえるだろうか。もともと代表企業にはもうひとつの選択肢があったはずである。運營業務のリスクを完全に遮断せず、運営・維持管理にノウハウをもつ担当企業との連携を図り、責任・リスクを完全には遮断せず、自らも運營業務のサービス価値の実現に主体的に寄与するために人員を雇って関与することで、運営対価の実現に寄与する対応である。また、その場合には、運営・維持管理担当企業に対して、上限額設定無しの損害賠償義務を常に負わせるのではなく、O&M契約のフィーの範囲内での責任を運営取らせることで、不要なリスクプレミアムを排除することができる。

実際のところ、同じ標準的サービス購入型案件の BOT 案件でも、大規模施設整備に食材調達・調理を伴う学校給食事業案件において、施工会社ではなく、学校給食専門の企業が代表企業となっているケースも複数ある。例えば、2021年5月時点で、(株)東洋食品が代表企業となる PPP 事業 26 件があげられる（東洋食品（2021）[60]）。運営に強みを発揮する企業が代表となる場合には、施設整備に関するコントラクターの責任を明確化するものの、設計には運営者の視点を反映させて発注し、運営・維持管理については自らに能力があるため、その他の個別構成員企業との厳格なリスク遮断は可能ではあるがそれを志向せず、自らの収益機会を増やすためにも、構成員企業との協働や、自らがコントロールできる業務範囲を増やしてできるだけ自社に取り込む方向で事業設計を行うようになる。

しかしながら、空港コンセッションおよびその他類似の事業（BOT 型であって運営・維持管理業務を SPC 内部で実施する学校給食 PPP や病院 PPP 事業など）が始まるまでの間、代表企業たる施工会社の多くは、バンドリングの対応をとらずに、アンバンドリングの対応をとった。その理由は、そもそも BOT 案件では、設計・施工と運営のそれぞれの対価が PPP 契約上もリスク遮断されており、完工後は、運營業務の不履行が施設整備対価の減額に影響しないからである。また BOT 事業においても、運営事業の不履行が施設整備対価支払いに影響する可能性は、損害賠償債務の支払いの必要性が生じた場合などに限られている。こうしたことから、自らが不慣れな運営・維持管理業務の部分にまで責任をとって、SPC としての利益の極大化を図るよりも、事業費配分の大きい自らの得意分野に専念し、他のスポンサーの担当業務からは完全にリスク遮断したほうが、代表企業のあり方としてはより効率的であると分析していると考えられ、この考え方は極めて合理的なビジネス判断である。いわば、公共主体が設定した PPP の設計・事業費構成に沿って、企業として合

理的な対応を図ったと考えるべきである。しかし一方では、そのことで、日本の企業は、バンドリング効果を生み出す事業運営能力を養うことができずに、欧州のインフラ産業が得意とするインフラ施設の統合的な運営・維持管業務の分野で国際競争力を養うことができなくなったと考えられる。

5.3 標準的サービス購入型 PPP 設計の政策的含意

5.3.1 公共主体による PPP 設計の重要性

前節では、我が国の標準的サービス購入型 PPP 案件で確認される対 SPC 損害賠償条項は、公共主体による標準的サービス購入型 PPP の設計に対応する形で、民間企業が合理的なビジネス判断の結果として選んだ標準的な条項として生まれてきたと述べた。しかしながら、そこに至るまでには、標準的サービス購入型 PPP の設計について公的主体が行った2つの判断が影響している。第1に、新設の施設整備に重点を置き、事業費が大きくなりすぎない範囲で業務負担過重の低い運営・維持管理業務に絞って SPC の事業スコープを設定したこと、第2に、PPP の対価支払いにおいて、Unitary Payment 方式を採用せず、施設の完工時に施設整備の対価の支払いを確定させる支払条件としたことである。この2つが、SPC の担当業務のアンバンドリング化を容易にし、それを体現化したものとして、SPC 損害賠償条項を生んだと考えられる。なぜなら、事業費の大半が運営維持管理であり、施設整備対価も運営・維持管理業務の提供に紐づいているのであれば、SPC 損害賠償条項で事業をきりわけすることは困難となるからである。

一方、空港等のコンセッション（施設の大規模更新を伴うものを含む）では、SPC にとっての収入には、設計・施工の完了の対価として独立して生ずる収入は基本的になく、運営により提供される最終的なサービスの実現を対価として利用料が支払われるものが唯一の収入 CF となるため、事業別の収入の切り分けが困難となり、収入減をもたらした責任企業を追求することも実務的に困難となる。この結果、設計・施工を中心に貢献する企業に期待される出資者としての主導的役割は相対的に少なくなる。また、SPC 損害賠償条項の設定も不可能となり、PPP 対象となる事業全体が、運営に強みのある代表企業により文字通りバンドリングされる。そして、そこに適用されるプロジェクトファイナンスも、実質リコースではなく、標準的なリスクコントロールとなる。

このように、名前は同じ PPP でも、公共主体の設計によって、バンドリングが行われるのか否か、あるいは、実質的なノンリコース・ファイナンスとなるのか否かの違いが生まれてくる。

5.3.2 バンドリングの重要性

Hart [61], Iossa & Martimort [62], Iossa & Martimort [15]などの主要な既往研究が明らかにしているように、公共サービスの契約規定可能性 (Contractibility) , 低位な操業運営リスク, 相対的には低い官民間の情報非対称性の3つの主要な前提条件が確保されれば、バンドリングを伴う PPP は、従来型の公共事業と比較しても社会厚生的には望ましい選択肢となるとされる。我が国でも、サービス購入型を含めた国内 PPP 案件の事業対象拡大 (道路, 空港, 港湾, 上下水道) や海外インフラ事業展開を考えれば、運営・維持管理を SPC の中核業務としたうえで、設計・施工業務とのバンドリングに取り組む企業の能力向上が不可欠である。PPP が生み出す価値の最大の源泉は、Engel et al [1]が指摘するように、基本的には官が行うインフラ施設で個別に民間企業に委託していた設計・施工・運営・維持管理の業務をバンドリング化して、一括して民間事業者の責任に託すことによって生まれる。ここで必要なのは、複数の事業を単にまとめて請け負うことや短期アウトソーシング契約の複数年化による規模や範囲の経済性のことではない。真のバンドリングとは、「受益者が受け取るべき最終的なサービス価値が実現した時点で初めてその分見合の対価を受け取れる原則 (Unitary Payment の原則) を表現した官民間契約のもとで、長期安定的なサービス提供の継続を行いながら投下資本の回収と適正なリターン獲得を実現するという事業者の強いコミットメントのもと、複数の機能を内部化して最適な資源配分を達成するために設計から維持管理までの一連の機能を SPC が統合的にマネジメントし、最終サービス価値の向上とライフサイクルコストの削減を、限界までバランスよく行うこと」を指している。

ここで注意が必要なのは、我が国で言う「運営重視型」と呼ばれる PPP の取り組みも、ここで言うバンドリングを伴うものではないことである。単純な公共施設の整備とその施設に付随する集客施設の運営を足し合わせた事業を行うだけでは、バンドリングの効果は生まれない。例えば、駐車場やカフェの運営を市役所の施設整備に統合しても、統合される2つの業務はそれぞれほぼ独立しており、価値創造上も具体的な相乗効果は期待できない。駐車場やカフェの運営に長けた企業が、市役所の施設の最適化に能力を有することは

あり得ないからである。つまり、このような事業統合では、ひとつの SPC がこの 2 つの業務を統合することによる付加価値を生み出せないのである。

また、BOT 方式のように完工対価と運営維持管理対価を切り離した場合には、バンドリング効果は発生しにくい。施設整備を行った企業は、完工によって自らの価値創造を終えて、対価となる延払い債権が確定してしまうため、完工後は出資を継続するインセンティブ構造を持たないため、他の企業に全面的に業務とリスクを委ねることになる。つまり、ここでもバンドリングは生まれる余地が無い。

バンドリングが PPP における大きな最適化の源泉であることであることを踏まえれば、中核的なインフラ施設の運營業務を含めて、PPP の対象とすることが極めて重要である。民間事業者は素より、顧客対応や顧客へのサービス接点のケアが公共主体よりも得意であり、できるだけ顧客（利用者）との接点がある場において民間事業者の比較優位性を活用するべきである。確かに、空港コンセッション導入以前の我が国の企業による実質的なアンバンドリングの対応は、公共主体の標準的サービス購入型 PPP 案件設計の考え方に沿って国内企業が合理的に対応した結果である。今後はコンセッション案件で、本格的な運營業務を PPP の対象とすればよいという意見もあるだろう。しかしながら、Engel et al (2014) [1]に拠れば、コンセッション案件のように需要リスクを民間事業者がコントロールできる、言い換えれば価格・品質の操作で需要を作り出せるインフラ施設は、空港や港湾ターミナルなどに比較的限られている。そのことを考えれば、サービス購入型の PPP 事業においても、運營業務を本格的に民間事業者に委ねる PPP の設計が求められる。

本節では以上のとおり、金融機関が事業リスクをとり、本来機能すべき金融のモニタリング機能が働いているかという問題意識から、海外では例を見ない我が国独特の SPC 損害賠償条項の存在を明らかにし、スポンサーが求めている有限責任性との衝突、SPC 内部における実質的なアンバンドリング化の実態を分析し、最終的には標準的サービス購入型 PPP 案件の設計に求められる政策的なインプリケーションにまで議論を進めてきた。このように、標準的サービス購入型 PPP 案件における金融、特にプロジェクトファイナンスの実態を分析することで、これまで必ずしも明確でなかった標準的サービス購入型 PPP 案件の設計上の課題を明らかにすることができる。言い換えれば、金融の視点から PPP 案件の事業設計等を分析することはとても重要である。特に本来のプロジェクトファイナンスは、銀行にとっての資金返済がスポンサーにとっての事業の成否と運命をともにすることになり、民間事業者の事業の内部の実態を事細かに映し出す鏡となるの

で、プロジェクトファイナンスによる審査の視点での分析は、標準的サービス購入型 PPP 案件の設計・政策形成上も重要である。

5.4 サービス購入型 PPP に関する会計検査院報告

PPP 案件が従来型の公共インフラサービスの調達手法に比して効率的なのか、品質が向上したのか、あるいは総合的にみて VFM が向上したのかは、PPP 案件の事業期間完了後において事業の実施に費やしたすべての費目に関するデータおよびを比較対象となる事業形態にかかる想定コストのデータを収集して分析する必要がある。ところがごく最近に至るまで複数の PPP 研究者が指摘しているように、我が国の PPP 案件案件において、かかる分析を可能とするデータの開示が公共主体からは行われてこなかった。この点をとらえて、森山（2020）[63]は、「このように、経済学的研究によって、我が国の PFI 事業には経済理論と整合する実態があるということが明らかになっている。しかしながら、実証研究においては、事業開始前に公表される情報に基づく分析に留まっており、事業期間中あるいは事業終了後のデータに基づく分析を行えていないという課題がある。これは、高橋（2019）[64]が指摘するように、PFI に関するデータの整備が進んでいないことが原因であると推察される。実際、本稿が取り上げた実証研究のデータの出典は『PFI 年鑑』（特定非営利活動法人 日本 PFI・PPP 協会編）のみであり、分析に利用できるデータが限定的であることがうかがえる」としている（引用者注：上記引用にあたって、引用文中にある高橋（2019）の文献番号を本論文の文献番号[67]に修正している）。このように、PPP の本格的な VFM の「事後的な検証」が行われてこなかったために、我が国の大多数の PPP 案件の事後的な VFM の実態は解明できていない。これまで、VFM は公共主体による事業の計画段階、あるいは事業者選定段階において計画値、予定値として算出されていたにすぎない。しかしながら、かかる VFM 推計の問題点は、事業期間終了後の検証ではないということに留まらず、土木学会インフラ PFI/PPP 研究小委員会（2021）[65]も触れているように、比較対象となる従来型における公的支出額（PSC（public sector comparator））の算定根拠を、透明性のあるデータによって確保することが困難であるという問題や、PPP 事業実施期間中の公共主体による管理コストなどが十分に反映されていないのではないかという懸念・問題点がある。

かかる状況のなかで、2021年5月14日、憲法を含めた法律上の強い検査権限をもつ会計検査院が、同院とし

て初めて本格的に我が国のPPPの事後的な検証を包括的に試みた会計検査院報告（2021） [66]を発表した。検査の対象は、国（地方自治体ではない）が実施したPFI事業である。サービス購入型のPFIとともに、独立採算型の案件への検査も行われたが、会計検査院は、独立採算型PPP事業よりもサービス購入型案件について大きな問題を指摘している。

具体的には、独立採算型の事業者の債務不履行の問題に関して、「独立採算型の11事業のうち30年度末時点において維持管理・運營業務が開始されていた9事業について、モニタリングの実施状況をみると、いずれのPFI事業においても、施設管理者は、SPC等に業務報告書、監査済みの財務諸表等を定期的に提出させるなどして、モニタリングを実施していた。そして、SPC等が債務不履行を解消しないなどの場合には、SPC等から違約金を徴収するなどの経済的な動機付けの仕組みが設けられていたが、モニタリングにより確認された債務不履行は見受けられなかった」とした。また、独立採算型事業の収支面に関しては、

「独立採算型の11事業のうちPFI事業の導入前に国等が従来方式による事業を実施していたのは7事業となっていた。そして、当該7事業のうちPFI事業の導入前後における国の収支の状況を関係資料で確認できた6事業について、国に発生する収入と支出との差額（以下「収支額」という。）の状況をPFI事業の導入前後において比較したところ、次のとおりとなっていた。30年度末の事業契約の内容により業務が実施されると仮定して、公共施設等運營業務の3事業及び公共施設等運營業務以外のうち施設使用料収入を得ることとなった3事業、計6事業について、当該事業をPFI事業として実施した場合と従来方式により事業を実施した場合のそれぞれにおける事業期間中の収支額を前記のとおり機械的に試算したところ、PFI事業として実施した場合の収支額は、従来方式により事業を実施した場合と比較して、計4442億余円増加することとなると推計される」と位置付けている。

一方、平成30年度末時点において維持管理・運營業務が開始されていたサービス購入型のPPP案件57事業についても報告がなされた。報告書は「上記の57事業について、モニタリングにより確認された債務不履行の発生状況をみると、26事業において、30年度末までに警備業務における連絡の不備による入館手続の遅滞、給食業務における食事への異物混入等の債務不履行が計2,367件発生していた」とし、「同種の債務不履行が繰り返し発生していて、債務不履行の年間の発生件数が多くなっているものが見受けられたことから、各府省等は、同種の債務不履行が繰り返し発生している場合には、債務不履行の再発防止に向けて改善することに留意する必要がある。特に、法務省は、同種の債務不履行が繰り返し発生しているPFI事業につ

いて、債務不履行の再発防止に向けて更に改善する必要がある」と厳しく指摘している。しかも同報告は、サービス購入型案件のコストについて、「平成30年度末現在で事業期間が終了していたサービス購入型の29事業のうち27事業は、事業期間終了後、PFI事業により行われていた業務の一部である維持管理が従来方式による事業により行われていたことから、PFI事業と従来方式により行われていた事業の維持管理業務のみに係る実績に基づいたコスト（消費税及び地方消費税を除く。以下「維持管理費相当額」という。）の比較による事後検証を行った。～中略～ しかし、表21のとおり、27事業の全てについて、PFI事業の方が従来方式により行われていた事業よりも維持管理費相当額が高額となっており、前者の后者に対する割合が最も高いもので285.3%、最も低いものでも106.8%となっていた」としており、従来型との比較で費用がより多くかかっていること（言い換えればVFMがマイナスであること）を指摘している。

我が国の会計検査院報告は、以上のように債務不履行の頻発とサービス購入型事業のコスト上昇を特に問題視しているが、その要因分析までは行っていない。しかしながら、この結果は、英国の会計検査院

(NAO)が、同国のPFIのうち病院・学校・刑務所などで実施された Accommodation-based project（公共サービスの中核的運營業務（治療・教育・刑務）が民業移管されていないPFI案件）に関してVFMが認められないと指摘していた報告書 [5]と軌を一しており、その指摘は注目に値する。英国の Accommodation-based project 案件でも、施設整備に重点が置かれており、施設整備に加えて民間が追加的に提供する facility maintenance や soft services（清掃、リネン、ケイタリング提供）などが施設整備とのシナジー効果（つまりはバンドリング効果）を通じたコスト削減を十分にもたらししていないものと考えられる。このことは、言い換えれば、PPP案件の組成に伴って追加的に発生する費用（高い借入コスト、銀行審査費用、保険費用、SPC設立費用などを含む取引費用）が、PPPの組成によって削減されるべきコスト（施設整備と追加サービスをバンドリングすることに伴って発生するはずのコスト削減効果によるもの）を上回っている可能性がある。この点は、第6章第7節において改めて触れるが、PPP実施にかかる取引費用の増加を十分に相殺するほどの効率性向上が生じていないと考えられ、ウィリアムソンの取引費用の経済学の分析に通じる。

もうひとつの懸念点は同報告における次の記載である。「30年度末現在で事業期間が終了していたサービス購入型の29事業について、PFI事業の事業期間終了に伴う評価の実施状況をみると、当該PFI事業に係る施設の利用状況の確認等が行われていたものは見受けられたものの、当該事業を従来方式ではなくPF

I方式により実施することが実際に有利であったかなどについての検証（以下「事後検証」という。）が行われていたものはなかった。そして、各府省等は、事後検証を行っていない理由として、基本方針、各ガイドライン等において事後検証を含めPFI事業の事業期間終了に伴う評価を行うことについて特段定められておらず、事後検証の方法が分からなかったことなどを挙げていた。本来、PPPとは、VFMの向上をひとつの重要な課題として取り組むべきものであるから、行政の現場においても真にVFMの向上に向けた事後検証の取り組みを推進すべきである。これまで、PPPの事後評価に関連しては、内閣府のPFI推進委員会で事後評価に関する基本的な考え方が議論されている。同委員会の第4回事業推進部会（2020年1月28日）においては、「PFI事業の事後評価等に関する基本的考え方」（案）〔67〕が示されているが、その案の評価項目には、VFMの計算を目的とした評価項目は提案されておらず、「VFMに関しては、民間事業者選定時のVFMが期待通りに実現したかどうか等について確認することが重要である。ただし、事業開始当初と比べ、利用者の増減による公共側の収入の変化、契約額や契約内容に関する大幅な変更等がない場合には、改めて細かい算定までを行う必要はないと考えられる」とのみ記載されている。

5.5 結論

我が国の標準的サービス購入型PPP案件においては、SPCへの借入債務にはスポンサーの債務保証がなされていないという点で、外形的には契約上の有限責任性が確保されているように見える。しかしながら、その中身を金融の視点で分析していくと、対SPC損害賠償条項の付された契約が金融機関に譲渡担保提供されていることから、実質的にはスポンサーリコースとなっていることが判明した。この要因は、大きく2つある。第1は、「PPP契約における賠償責任額の限度化」を行わなかった我が国PPP契約の非有限責任性が、SPCを通じてその下請け契約にパススルーされてきたが、以前より非有限責任の請負契約を受け入れてきた施工会社は、これを抵抗なく受け入れたことである。第2は、公共主体によるPPP設計において、インフラの中核的な運営業務を民間事業者の責任として移管する政策取組が行われなかったため、事業費構成も施設整備に偏重し、結果的に運営分野への参入意欲の低い施工会社が代表企業になって、O&M業務を分担するO&Mコントラクターとのリスク遮断が行われたことがあげられる。

スポンサーに実質的にリコースするファイナンスを標準的サービス購入型 PPP 案件事業に充てたことは、金融機関がその返済原資を事業 CF だけに頼る必然性が無くなったため、融資対象事業についての事前審査機能（第 3 章でいう社会的価値）とプロジェクトモニタリング機能が提供できる効果を大幅に低下させており、そのことが我が国における金融機関の果たす役割についての相対的に低い評価に繋がっている理由と判断される。そして何よりも公共主体にとって問題なのは、このことによってスポンサーは、実質的には契約上の有限責任性が確保されていないために、応札価格に高い資本コストをチャージしていると考えられる。もうひとつの問題は、施設整備担当のスポンサーと運営・維持管理のスポンサーがそれぞれの担当業務を切り分けて、リスク分担上も厳格に双方のリスク遮断を行ったために、PPP において大事な VFM の源泉であるはずの「バンドリング」が行われなくなっていることである。したがって、これら 2 つの要素は、我が国の標準的サービス購入型 PPP 案件の VFM を引き下げる要因となっていると考えられる。

また、融資が実質フルリコースとなった場合、事業者の対象事業への自己資本配賦額は大幅に増加する。民間事業者が参画する事業件数が少なく、実際に賠償責任が発現しなければさほどの問題にはならないが、PPP への参画件数や規模が増えていけば、賠償責任が発現した時点で問題が顕在化する。また、企業が持つ自己資本対比で過大なリスクを背負っていたことが判明すれば、その時点からは新規の事業参画に消極的にならざるを得ない。これは、政府・自治体が PPP 事業をさらに推進していくなかで、民間事業者の持続的な投資参画が得られなくなることに繋がるため好ましくない。

整理すると、今後の課題としては以下のポイントがあげられる。

(1) 真のバンドリングに向けた PPP 事業の設計の必要性

効率的に設計・施工と運営をバンドリングできる企業が存在する場合、社会厚生を最大化する視点からは、SPC 内で実質的にアンバンドリングが行なわれることは効率的とは言えない。PPP 事業の設計において、運営・維持管理などの中核的な公共サービスの部分を民業に移管する事業設計がまず必要である。それとともに、施設整備に対する対価の支払いを、運営・維持管理の成果にのみ完全に紐付ける設計（Unitary Payment 方式）にしていれば、本邦企業も、設計・施工のみならず運営・維持管理にもバンドリングに強いインセンティブをもって取組み、グローバル市場で活躍できていた可能性がある。今後は、バンドリングの推進やグローバル企業育成の観点からも、対価支払を何にどう紐付けるかを考えて標準的サービス購入型 PPP 案件の設計を行う視点が不可欠である。

(2) バンドリングを伴う事業でノンリコース融資を提供する態勢の整備

SPCにおいて本格的なバンドリングを伴う事業では、対SPS損害賠償条項を通じたファイナンスの実質的なリコース化は困難である。特に、①少子高齢化が進む日本においては、今後はインフラ施設の新設よりも、既設施設の改修・運営が増える、②相対的に利益率の低くなった施設整備よりも運営ビジネスを魅力的にとらえ、事業戦略を練っている企業が増えてくる、③ガバナンスの高まりに応じた資本市場からの圧力で、資本効率向上や事業会社の統合的なリスク管理がますます厳しくなる、④運営・維持管理に重点のあるPPPが増えるに従い、資本効率向上やリスク管理がより厳しい外資系企業との連携（外資系企業の出資参画）が求められるなど、PPPを巡る状況は変わってくるため、ノンリコース型のファイナンスを提供する態勢を整えることが必要となる。金融庁はその監督指針において「地域金融機による事業性を評価する融資の促進等」[68]という政策課題を掲げており、これは地銀のプロジェクトファイナンス機能の充実を企図しており、インフラ所管省庁と金融庁との連携が必要である。また、インフラ政策当局は、地域金融機関だけでなく、メガバンクを含め、事業者と金融機関がどのようなセキュリティパッケージ構築を行うのかを考えながら、PPPの契約設計を考える必要があるほか、金融機関の能力やその環境変化が生じれば、必要に応じ金融監督当局とインフラ担当当局の政策の政策調整も必要となる。特に、2017年に国際的な自己資本比率規制（バーゼル3：金融庁・日本銀行[69]参照）が最終合意され、2027年初から完全に実施される予定であり、多大なリスクテイクと超長期の融資が必要となるPPP向けファイナンスも負の影響を受けるため、資金調達の円滑化に向けた関係省庁間の事前の政策の連携・調整が不可欠である。

(3) 金融の視点でPPP設計を考える必要性

本章で行ったことは、金融機関の作り上げたセキュリティパッケージやそのリスクテイクの内容（事業のリスク構造を金融の審査目線で写しだしたもの）をみて、そこから事業実態に視点を戻しながら、もともとの事業・契約の構造や政府・事業者の対応姿勢を仔細に分析することであった。これを踏まえれば、PPPを推進する今後の設計を考えるうえでも、金融の視点からPPP事業の関連契約上の取決め（支払条件や賠償規定の有無・内容）を分析し、SPCの構成員企業のリスク分担および民間事業者の持っているリスク量やそのヘッジの仕組みをよく観察したうえで、PPPの設計とその推進策を検討することが重要である。

6 我が国の PPP 契約における賠償責任

6.1 問題の背景

本章では、我が国のPPP契約における「事業者の故意・過失を原因とする契約不履行とそれに伴って生じる公共主体に対する損害賠償責任」に関する規定を考察対象とする。「契約不履行」とは、施設整備の完工遅延、施設設計の瑕疵に基づく施設の運営不能、運営・維持管理の業務がサービス提供の要求水準を満たせないなどの事象を指す。したがって本章では、事業者以外の責任（自然災害やポリティカルリスクに伴う不可抗力事由、公共主体の責任範囲に関する有責事由）はもちろん、事業者の不法行為に基づく契約相手方以外の第三者に対する第三者損害賠償責任については、基本的には民間の保険による付保対応となっているため、本章の議論の対象から外す。なお、図16は、序章の図1の再掲である。

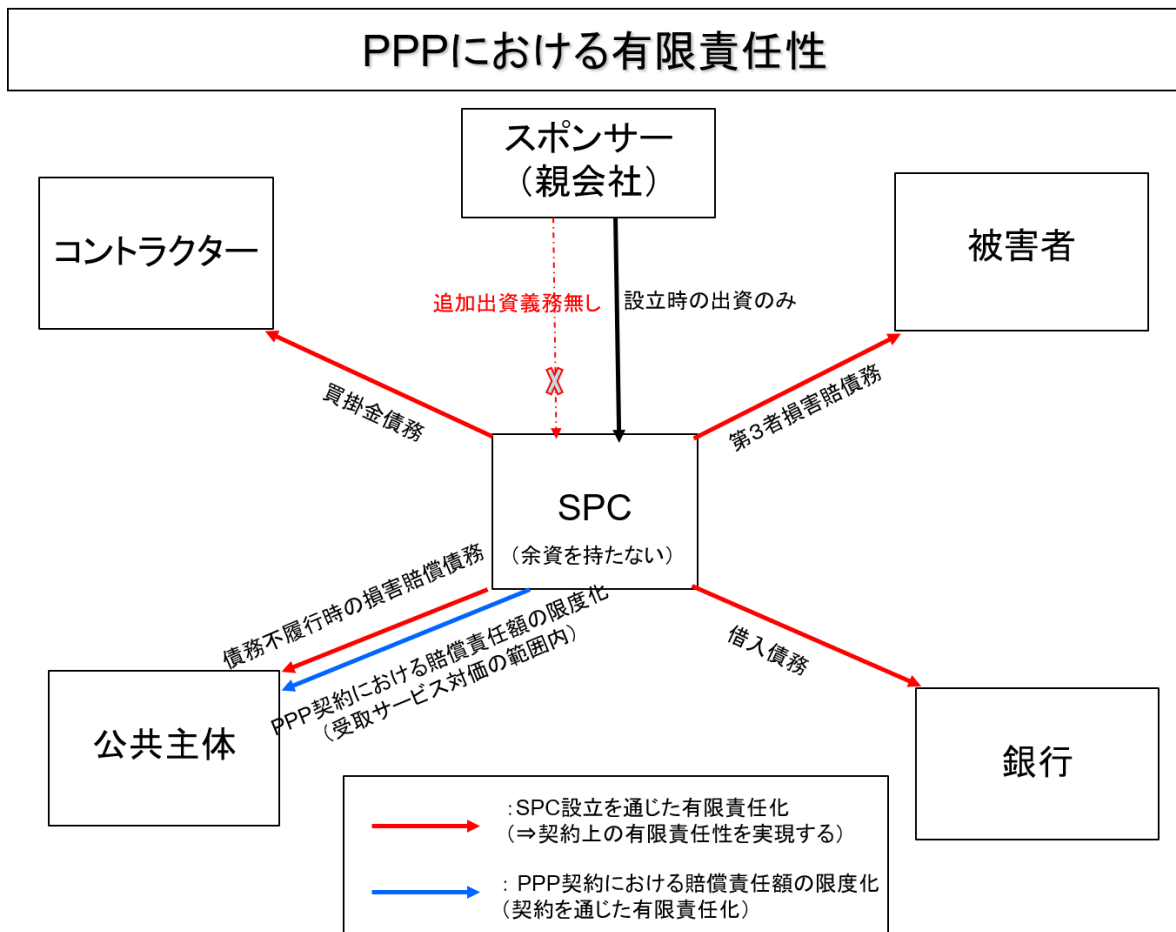


図 16 : PPP における有限責任性

我が国のPPPには大きく言えば2つの事業類型がある。図16に示した第1類型のサービス購入型PPPは、新施設整備に重点を置き、運営の民業移管を最小限とするサービス購入型のもので、スポンサーAが施設整備のみを対象と責任をもち、スポンサーBが完工後の維持管理業務等（官が主体的に担う運営業務のごく一部を民が併せて担う場合を含む）のみを対象に責任をもち、それぞれのスポンサー企業が相互に責任分担を行ったうえで事業を実施する。このため、スポンサーAは完工時点で収益を確定させる一方、スポンサーBだけがO&M契約を通じて長期に事業に関与する。両スポンサーにとっての主な事業収入はEPC契約とO&M契約であるため、SPCは実質的には導管化し配当収入は少額に極小化されている。

一方、第2類型のPPP、空港・道路・水道などのコンセッション事業では、収入原資が公共主体の支払から利用者の受益者負担金に変わり、各出資スポンサーが受け持つ責任・リスクに応じて事業収入を切り分けることが困難となることから、SPCは導管とはなり得ず、事業の実体がSPCによって行われるようになり、事業収入は、SPCに提供するサービス対価だけでなく、SPCからの配当がより大きな地位を占めることになる。

さて、SPCの公共主体に対する損害賠償責任は、PPP契約上の要求水準を満たす事業を運営できなかったSPCに課せられた責務であり、サービス購入型のPPPだけでなく、コンセッション型のPPPを含め、すべてのPPP契約において想定されるものである。また、SPCの債務には、金融機関に対する借入債務や、下請け企業に対する代金支払い債務、第三者損害賠償債務など様々なものがあるが、なぜ殊更にこの公共主体への「賠償債務」だけが、SPCの債務であってスポンサーの契約上の債務でないにも関わらず、本章で取り上げられるべきものなのか、その理由を説明しておく必要がある。PPP事業においてSPCによる運営瑕疵で資金が不足するとき、SPCは他のあらゆる債権者からも請求を迫られるが、公共主体からの賠償請求に応じるべきか否かは、SPCおよびスポンサーにとっても、特に重大な判断事項だからである。なぜなら、SPCにとっては、PPP契約の相手方である公共主体は、SPCが金銭債務を負うべき相手方ではなく、むしろサービス対価を支払ってくれる契約相手方である（サービス購入型）。あるいは、SPCによる利用料徴収を可能とする運営権（収入源）を設定してくれる契約相手方である（コンセッション型）。しかし、PPP契約上に賠償規定がある場合において、その賠償債務の支払不履行は、重要な債務不履行事由としてPPP契約の解約に繋がる。仮に解約されればSPCの事業基盤が消滅する。スポンサーにとっては、投下資本の全損を意味するとともに、予定されていた配当収入および事業を行うSPCから回収しようとしていたすべての投下資金が回収の途を絶たれることになる。したがって、公共主体に対するかかる賠償金銭債務は、他のSPC債務に比べてもSPCおよ

びそのスポンサーにとって優先度の高い債務である。また、他の債権者にとっても、債務者（SPC）が稼ぐ事業CFを宛てにして契約を結んだのであるから、SPCの収入の前提となる事業が否定され、債権回収の途が完全に絶たれてしまうぐらいであれば、資金のないSPCに替わって、スポンサーによりPPP契約上の金銭賠償債務の履行を優先してもらったうえで、事業の再開を通じて生まれる事業収入による債務の履行を期待する。したがって、契約上の有限責任性を有するスポンサーにとっては、それが法的な債務でなくとも、重大な関心を持って自発的な資金投入を検討せざるを得ないため、その意味で他のSPC債務に比べても特段に優先度の高い債務となるのである。

一方で、公共主体としても、仮にスポンサーの自発的な追加資金投入がありうるのであれば、その貴重な資金は、損害賠償よりもまずは操業再開に向けた事業修復のための資金注入をスポンサーに期待する面がある。また、あえて賠償額を、サービス対価以上に設定することによる悪影響もある。応札段階においてスポンサーの資本投入見込み額（予備費）を増額させてしまえば、逆にスポンサーの応札価格の上昇を招き、VFM向上に繋がらないことにもなりかねないのである。したがって、PPP契約においてSPCの債務不履行に基づく損害賠償債務をあえて規定すべきか否か、あるいは民間事業者がこれを受け入れるべきか否かは、公共主体にとっても民間事業者にとっても、重要な検討事項となるのである。

6.2 既往研究と本章の位置づけ

PPPを包括的に研究している Engel et al (2014) [70]は、スポンサーの契約上の有限責任性を確保しようとするスポンサーの事業リスクからの遮断という一般的な論点やプロジェクトファイナンスの必要性に加えて、エージェンシーやインセンティブの理論に関連して包括的に論じている。SPV (Special Purpose Vehicle) の必要性についても触れ、「PPP事業が企業内の一部門として設立された場合には、プロジェクトが運営段階で生み出す多額のCF（以下「CF」）はエージェンシーの問題に大きくさらされる」が、「SPVの存在はスポンサー企業内でリソースの取り合い競争をする結果生じてしまう（中略）過少投資の可能性を排除することができる」（同邦訳 pp. 128-129）とした。

柏木(2004) [71]は、我が国のPPPの契約問題に焦点をあてて、当時の英国の標準約款 [72] (§ 23.6, § 4.2 等) の在り方について触れ、「選定事業者に債務不履行があったためサービス対価の減額がなされるほ

か、さらに公共主体に発生した損害の賠償を事業者に請求すべきかについては、検討が必要である」、
「この損害賠償請求は、選定事業者にとって無限定な内容のリスクとなり、PFでの資金調達を前提とする PPPにおいて、無制限に許容すべきかについて、検討が必要である」としたが、検討の必要性にのみ言及し、あるべき姿につき言及していない。

また、水島(2017) [73]は、SPCの必要性に関して、民間事業者側が求める有限責任性の要請をひとつの前提としたうえで、長期的には浮き沈みの変動があるスポンサーの経営状況から、対象のインフラ施設の運営事業が隔離され守られるという意味で、スポンサー信用力からの公共主体の倒産隔離の要請という2つ目の要請にも着目して、我が国のPPPにおけるその必要性を説明している。

しかし、1999年の「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」（以下「PFI法」）の施行から20年を経て、スポンサーの契約上の有限責任性がある一方で、PPP契約における賠償責任額の限定化がなされておらず、有限責任と非有限責任が混然一体となった我が国のPPP契約制度の現状・実態を踏まえて整理を行い、その背景・理由と今後の課題を分析した論稿は見当たらない。本章の主たる課題は、我が国のPPP契約一般（サービス購入型PPP契約に限らず独立採算型のコンセッション契約でも）に見られる対公共損害賠償条項（第5章第2節第3項初出）がVFMの向上を求める公共主体の観点から適切な規定と言えるのかを考察することである。この目的のため、次節にて我が国のPPP契約制度についてレビューし、第4節において英米豪等のPPP契約を比較し、第5節では、我が国の特異な契約条項の背景・理由と企業の対応を分析し、第6節では、我が国のPPP契約規定の課題を分析し、第7節では第6節までとは異なる新たな学術的視点から我が国のPPP契約の対SPC損害賠償条項の意義を再考する。

6.3 国内制度上の考え方

6.3.1 PPP法令とガイドライン上の基本的考え方

(a) SPC設立・プロジェクトファイナンス借入

内閣府PFI契約ガイドライン [74]は、SPCの設立に関して、「コンソーシアムの構成企業等が出資により新たに株式会社を設立し、これが選定事業者となること」とプロジェクトファイナンスの借入を仮定して同文書を作成しているが、SPC設立は義務ではなく、京都市の学校耐震強化PFI事例 [75]のように、実際に

SPC設立義務のないPPP事業例はある。また、内閣府PFIプロセス実施ガイドライン [76]は「これまで、選定事業者は会社法上の株式会社を前提とするケースが多かったが、今後、資金調達必要性等から、株式会社以外の法人格を活用した事業スキームを採用する選定事業者が選定事業を実施することも想定される」とも積極的に言及している。

(b) 親会社からの倒産隔離とSPCの導管性

国交省PFI活用参考書 [77]は、「公共主体の契約の相手先を選定された民間事業者でなく、新たに設立するSPCにする意味は何か」という問いにつき、「いわゆる倒産隔離、すなわち事業期間中に、万が一出資者の倒産やSPCの倒産が発覚した場合に、別の民間事業者が破綻した出資者から株式を譲り受ける、あるいは新たな事業者がSPCの事業契約上の地位を譲り受ける等の手段により、事業契約を解除することなく継続性を確保するためである」としている。またその解説においては、SPCが事業を運営する実体を伴わない導管的存在であるとしている（表14参照）。

表 14: 国交省 PFI 活用参考書

<p>国交省 P F I 活用参考書（2006） pp. 159-160(下線部著)</p>
<p>公共主体が「選定された落札者」とではなく、「選定された落札者の設立したSPC」との間で事業契約を締結することは、PFI事業のポイントの一つである。PFIは長期に及ぶ事業であることから、その事業期間中に、<u>出資者（SPCを設立するための資本を払い込む民間事業者）が何らかの理由によって破綻してしまう可能性も否定できない。この破綻の影響がSPCに及ぶこと、ひいては長期安定的な公共サービスの提供を阻害することのないように、出資者が自らとは別の、本事業の実施のみを目的としたSPCを設立し、出資者の破綻等の影響がPFI事業に及ぶことのないようにある程度倒産隔離をして事業の安全性を確保するものである。ただし、事業規模が小さく、また事業内容も比較的単純な事業の場合には、SPCが設立されない場合もある。</u></p>
<p>なお、SPCは公共主体の契約の相手先として、事業契約の履行の責任は負うが、一方であくまでも上記を目的として新たに設立された会社であり、そのためSPCそのものが業務を実施するわけではないことに留意されたい。施設整備業務、維持管理業務、運營業務等の個別業務は、SPCから建設会社、維持管理会社、運営会社等に委託され、SPCのマネジメントのもと、これらの受託企業によって公共サービスの提供が行われるものである。</p>

(c) SPC の統括管理機能

選定事業者の業務内容に、統括管理機能（設計、施工、維持管理等の業務の調達を総合的に管理する機能）を明確に位置付ける取組が一部の分野で進んでいることを受け、内閣府「PFI 事業契約に際しての諸問題に関する基本的考え方」 [78]は、「PFI では選定事業者としてのSPCは、資産を保有するのみならず、

複数の委託先を通じて業務を行うこと、これら契約を統括的に管理し、そして各業務間で調整の必要が生じた場合には SPC が責任を担い、委託先との間で問題を解決することなどが期待されている。すなわち公共サービスの提供に必要となる設計、施工、維持管理等の業務を選定事業者に包括的に委託することで、選定事業者が総合的に関係者を管理することが期待されている。したがって、証券化等で使用されている SPC とは性格が異なる」とも述べている。

(d) 損害賠償額の予定

内閣府 PFI 契約ガイドライン [74]の第5章第5節第4項（表 15 参照）は、事業者の有責事由に基づく契約解除時の損害賠償額の予定をすることは、事業者によるリスク計算を容易にして、契約価額を引き下げることができる可能性には言及している。しかしながら、サービス対価の減額と損害賠償の予定を上回る損害賠償を公共主体が事業者を求めるべきではないとの明確な原則は打ち出されていない。むしろ、違約金では十分にカバーされない部分に、損害賠償責任を別途定める可能性を認めている。また、ノンリコースの融資を受けている SPC には、賠償額を支払うための資力のない実態を踏まえた考え方も示されていない。

表 15：内閣府 PFI 契約に関するガイドライン

<p>第5章第5項第4項 違約金と損害賠償額との関係（注：下線部著者）</p> <p>（一部省略）違約金が損害賠償額の予定ではない旨が契約書上明確にされない場合、違約金は損害賠償額の予定であると推定され（民法第420条第3項）、裁判所は違約金以上の金額を管理者等が被った損害額として認定することはない（同条1項）。したがって、この場合における法的効果は、管理者等が被った実損害額が違約金の額を超えたことを挙証しても裁判所がその超過額を損害として認定することはないが、逆に、損害の発生及びその額を証明せずに予定賠償額を請求することができるので、管理者等は損害賠償請求の困難を排除することができることである。また、場合によっては多額になりうる賠償を限定することは、選定事業者のリスク計算を容易にし、これが、選定事業者の事業に要する費用に影響を与え、ひいては契約価格にも影響を与える可能性がある点に留意が必要である。（中略）もともと、違約金を損害賠償額の予定としない旨をPFI事業契約書上明確にしたうえで、管理者等が被った実損害額が違約金の額を超える場合、管理者等は、別途超過額について選定事業者に追徴することができる旨の規定を置くこともできる。</p>
--

(e) 総括

以上を踏まえると、公共主体の意思としては、SPC の設立やプロジェクトファイナンス借入を前提としているものの、スポンサーの実質的な有限責任性を確保することを積極的な目的として制度構築・契約整備を

図っているわけではない。この点は、PPP 契約において、SPC の債務不履行に基づく「損害賠償額の予定」(Liquidated Damage) の条項化を原則化していない点に特に明確に表れている。しかも PPP の事業をスポンサーの信用リスクから倒産隔離する理由をもとに、SPC の設立の必要性を説いていることは論理的にも奇異である。倒産隔離は、対象資産自体に独立した市場価値があり、その市場価値と発生する CF を、オリジネーター（資産提供者）の信用リスクから切り離すことを目的としたアセットファイナンスの考え方に沿うものである。しかしながら、公共インフラ資産は、他に転用できない埋没投資 (sunk investment) であり、公共インフラ資産には、資産単体としての公正市場価値は存在しない。また、プロジェクトファイナンスにおいては、スポンサーが倒産すれば、事業の専門家の派遣を含む SPC に対する支援体制が崩れて事業そのものも運営不可能となるリスクが想定されており、リスク管理としての完全な隔離は、不動産とは異なり事実上困難である。そもそも倒産が心配されるようなスポンサーを選定すること自体に問題があると言わざるを得ない。この点については樋口 [29] も同様に批判的に指摘している。公共主体にとっての SPC 設立のメリットとしては、むしろ Engel et al [1] の指摘する①SPC が持つ対象の単一事業達成のために強いインセンティブを確立すること、および、②スポンサーが対象事業のために紐付けてリソースをコミットすることに関するものであろう（本章第 2 節参照）。

また、日本の PFI 案件では、SPC には実質的な事業運営を期待せず、導管的な性格であると割り切る考え方があった。しかし、一部の PPP の対象事業の内容が高度化・複雑化するにつれ、SPC から参画スポンサーに単純に業務の役割を振ることだけでは対応できなくなり、SPC に事業の統括的機能を認めざるを得なくなっていると考えられることに留意する必要がある。

6.3.2 国内契約上の実態

(a) PPP 契約

内閣府 PFI 契約ガイドライン [74] は、その第 5 章第 5 節第 4 項にもあるように、SPC の債務不履行に基づく損害賠償責任の予定を行うことを否定していないが、我が国の PPP 契約においては、当該賠償額の予定を行うとか、責任の上限額を設けてはいない。むしろ、前章（第 5 章）でみたように PPP 契約は対公共損害賠償責任条項（§ 5.2.3.2 の表 12 参照）を標準的に規定している。さらに、PPP 契約では、債務不履行に伴う明確な金額の特定のある違約金の定めを契約に設けていながら、それとは別に追加の損害賠償請求の可能

性を明示しているものもあり、我が国においては SPC に対するスポンサーの出資額が限定されていることを前提に PPP の事業契約を構成する考え方は事実上、皆無と言って良い。しかしながら、SPC の資力は、その借入資金を含めても、事業実施のために必要なベースラインの予定金額（わずかな予備費は含まれる）に限られている。このため、SPC には損害賠償責任に応じるための十分な原資がない。にもかかわらず、なぜ公共主体は、損害賠償責任の金額を限定することに消極的なのかは判然としない。

(b) SPC と担当企業との契約

第 5 章でみたように、標準的サービス購入型案件の PPP 案件における SPC は、PPP 事業を実施するために、担当企業との間で契約を結びそれぞれの担当業務を担わせることを通じて、必要な物資・役務の調達を行いながら事業を運営していく。この時、O&M コントラクターとの間では、対 SPC 損害賠償責任条項（§ 5.2.1 の表 8 参照）を含む契約を結ぶことが一般的である。

一方、コンセッション型の PPP 案件や病院 PFI においては、SPC は導管ではなく、SPC に人員が常駐して事業運営を行っている。SPC に事業運営の実体があることになれば、SPC が明確に特定の構成企業に委託した業務を除けば、SPC のなかで行われる業務の瑕疵は SPC 全体の責任であり、最終的には出資者がその出資額に応じてリスクを取ることになる。したがって、SPC が公共主体に対して請け負っている事業内容のすべての責任とリスクを相互に隙間なく分割して出資する構成企業に宛がうことは困難とならざるを得ない。むしろ、事業全体のリスクのうち構成企業に宛がえないものは、出資者間で出資比率に応じて分担することになる。

6.4 海外との比較

(1) 英国

英国においては、「プライベートファイナンス 2 標準契約約款」 [72] が契約の考え方を詳細かつ明確に示している。従来型の公共事業であれば、請負契約の債務について親会社に保証を求めることは適切であるとしたうえで、サービス購入型 PPP（本論文序章第 1 節に既述したように英国では PFI とはサービス購入型 PPP のことを指す）においては、その資金調達手法がリミティッド・リコース・ファイナンス（原則としてノンリコース・ファイナンスではあるが、一部の事由に特定してスポンサーによる追加資金投入義務が規定

されている融資のことをいう)であることを前提に、SPCのPPP契約上の履行義務についての親会社保証、SPCの契約義務不履行に関する損害賠償責任、サブコントラクター(日本で言う構成企業・協力企業)による直接保証は原則的には求めるべきではないとし、本当に必要であれば、別の方法で補強されるべきであるとしている([72]第8章第4節、第14章参照)。

第1に、SPCのPPP契約上の義務の保証については、明確に構成企業および協力企業からも徴求するべきでないとしている。公共主体は、構成企業・協力企業が適切なトラックレコードと財務力を持っているのであれば、かつSPCに対する出資額やサービス対価の減額措置をもって十分にスポンサーのコミットメントを判断できるとしている。また、金融機関によるプロジェクトファイナンスの審査において、そのことの適切性は十分に再確認ができるとしている。

第2に、SPCの債務不履行に伴う損害賠償責任(第三者損害賠償とは異なる)については、サービス対価の減額措置以上の追加的な賠償責任を求めるべきではないとしている。つまり、序章第2節で定義したPPP契約における賠償責任額の限度化のことを言っている。

第3に、一方で、完工や運営開始遅延など、サービス開始以前のSPCによる債務不履行については、サービス対価減額がそもそも機能しないため(サービス対価の支払が不可能な段階)、損害賠償額の予定(Liquidated Damage: LD)として規定するべきであるとしている。但しその金額水準は、あくまでも損害推計金額と同等で、かつ、プロジェクトファイナンスを供与する銀行が求めるLDの水準と同様であるべきだとしている。

第4に、SPCが結ぶ下請け契約において、下請け企業(サブコントラクター)の保証(親会社レベル)を求めるのは適切であるが、公共主体は、通常の契約(一般の商慣行)で求められている条件を上回る条件で保証を求めるべきではないとしている。

以上から、英国では以下の3つの原則のもとで、PPP契約のガイドラインが作成されている。①サービス購入型PPP契約はあくまでもスポンサーの契約上の有限責任性を追求する仕組みを前提に制度が構築されている、②SPCの義務履行を確保するために必要最低限のインセンティブとコミットメントを確保することを原則としており、一般的な損害賠償責任負担は事業者側の負担と応札価格を引き上げることを通じてVFMを引き下げるために望ましくないと考え、PPP契約における賠償責任額の限度化も行っている。③プロジェクトファイナンスを提供する銀行の審査と整合性が保てるように契約の設計に留意している。

(2) 豪州

ビクトリア州の Availability Contract（つまりサービス購入型 PPP）の標準契約モデル解説（2018）[79]は、事業会社のサービス提供義務にかかる債務不履行に関してガイドラインを定めている。ビクトリア州の契約においては、サービス対価の減額措置をもって、事業者の債務不履行に関する損害賠償の予定（LD）として定めるとある。また、当該減額措置は、契約上の当該債務不履行に関して当該事業会社が公共主体に対して負うことになる唯一の賠償責任であり、公共にとっての唯一の救済策（remedies）とすると明確に、サービス購入型 PPP 契約における賠償責任額の限度化を規定している。

(3) 米国

米国連邦高速道路局（FHWA）は、道路の設計・施工・運営・維持管理に関する Availability Payment のモデル契約、つまりサービス購入型 PPP の契約について解説書、FHWA（2015）[80]を作成しており、事業者の契約上の債務不履行に関する対価支払の減額規定や解約時精算金の算定方法について詳細な解説を行っている。一方で、損害賠償条項（Indemnities）の規定のあり方についても同書で解説しているが、賠償対象のなかに、PPP 契約上の事業者による債務不履行に伴って発生する公共主体の損害については、対象に含めていない。つまり、FHWA は、PPP 契約における賠償責任額の限度化を認めている。

(4) 世界銀行

世界銀行グループは、（サービス購入型に限らず）PPP 契約の在り方に関して解説した世銀（2017）[81]において次のような分析を行っている。事業者・公共主体のどちらの債務不履行事由による解約であったとしても、実際に解約となれば、生じた損害賠償や発生済みの出来高に対する対価を双方が主張することになるため、最終的には裁判所や仲裁において、その精算を図るしかなくなってしまう。しかしながら、これではどのような精算が行われるのかが事前に明確にならず、デフォルト発生時の債権回収リスクにかかる銀行判断も得られなくなるため、予め解約精算金（termination payment）の支払算定規定を契約で明確に決めておく必要があるとしている。解約時の精算がその規定だけでは確定しない余地（解約時精算金でもカバーされない損害賠償の余地を残す規定など）が残れば、銀行にとっては債権回収の不確実性がその分高まるため、最終的には、（スポンサーによる必要出資額の増加や銀行の金利スプレッド引き上げ等を通じて）事業者の応札価格の上振れに繋がることを理解する必要があるとしている。しかも、この考え方は、PPP の浸透・発展度合いや大陸法・英米法の相違に関係なく適用されているとしている。同時に、操業開始遅延な

どの事業者による債務不履行についても、実際の実損額をその時々的事象の発生状況に応じて算定することに替えて、双方が予め合意して損害賠償額の予定 (Liquidated Damage) を定めるのが標準的であるとしている。

(5) 英米法と日本法との差異

前項の通り、世界銀行によれば大陸法と英米法の由来に関係なく、(かつサービス購入型に限らず) PPP 契約では損害賠償の限度化を行うべきことが指摘されている。しかし、本邦を含む大陸法と英米法では、債務不履行に際しての損害賠償の在り方について違いがあるのも事実であるので、複数の弁護士(日本法・ニューヨーク州法の両有資格者)のヒアリングで得た内容をもとに、その差異に関してまとめておきたい。

ドイツ、フランス、スペインおよび日本など、いわゆる大陸法 (Civil Law) 系の法制度の国々では、国家が定める成文法が一義的な法源であって、当事者間の契約や裁判所の判例などは成文法を補完するという位置付けになっている。そのため、仮に当事者間で定められた契約のなかに損害賠償を定める条項が置かれていなくても(つまり損害賠償の可否や範囲、条件について当事者間の契約上の合意がなくても)、民法に定められた債務不履行に関する規定に従ってその要件が満たされれば、当該規定において定められる範囲・効果の損害賠償が認められる。言い換えれば、損害賠償責任を無くすためには、契約においてこれを互いに合意して明示しておかなくてはならない。これに対して、英米法 (Common Law) 系の法制度の国では、当事者間の契約における合意と裁判所の判例こそが一義的な法源であり、国が制定した成文法はその補完にすぎないという位置付けである。このため、「契約法」あるいは「民法」という成文法は作られない。契約において損害賠償の定めがなければ、判例で認められた「衡平法の原則」によって形成された契約違反に関する損害賠償の規則によってのみ損害賠償が認められる。しかし、英米法においてもこれまでの長きにわたる判例蓄積により、債務不履行に関する損害賠償のルールができあがっている。もっとも、大陸法のように体系的な規則ではないことから、個別の事実関係にどのような判例が当てはまるかを調べて解釈をしなければ、損害賠償の可否、範囲、金額などが定まらない。かかる手間を回避するには、損害賠償に関して予め契約書のなかで詳細な規定を設けることとなり、英米法の契約書は記述が詳細でその量が増える傾向にある。なお、日本の民法では、債務不履行の救済として、損害賠償以外に、履行の請求や契約の解除を求めることができるが、英米法の下では契約解除が認められるのは、契約違反に関してはどちらかと言えば制限的であるとされるほか (material breach に限定)、特定行為の履行命令や差し止めの命令が認められることに関

しては制度的な枠組みとしては限定的となる傾向にあると言われている。一方で、どのような場合にどのような賠償が認められるか、その立証責任はどちらかについては、その対象の分野にもよる。例えば土地取引や家族関係・相続に関する契約については、その国の文化・風習・慣行の違いにも左右されやすいために、契約違反に関する賠償の在り方についても国ごとの違いも大きくなる。一方で企業間の商事取引については、国の違いによって大きな違いはないとも言える。

別の観点では、英米法では、実際の判例の蓄積から損害賠償の考え方やそれらを反映した契約上の規定ができあがっているため、賠償額認定が実務に対応して柔軟になされる傾向があり、賠償額が事案によってはかなり大きくなる傾向がみられる（つまり損害賠償額が大きくなる可能性があり、その分だけリスクが大きい）。しかし、日本を含む大陸法系の国では、蓄積された判例ではなく、民法の規定に沿って債務不履行の齎す効果（賠償）を算定するため、賠償額が相対的には低くなる傾向にあるとされる（損害賠償が相対的に小さくなりその分のリスクが小さい）。

また、日本の民法においては、債務者の責任については「契約その他の債務の発生原因及び取引上の社会通念」に照らして責任の帰責が債務者にあるかが問題であり、その旨が民法415条第1項但書に規定されている。一方、英米法では当事者の過失等を要件としていない。つまり、債務不履行に関しては無過失責任の考え方をとっている。米国などでは、債務者を免責する理屈としての履行不能（*impossibility*）や履行困難性（*impracticability*）が適用されることもあるものの、その適用は不可抗力事由との比較では対象は限定的である。このように英米法では、契約で明確な規定を設けなければ、このような厳しい損害賠償責任が課されることから、必然的に損害賠償規定について契約上の特約が必要になっている。つまり、本来的には賠償責任まで債務者に問うべきでない不可抗力事由などを、契約当事者間で合意しておく必要があったともいえる。そして訴訟を通じて係争に関する利害調整を図る傾向の強い英米では、損害賠償を予め相互に予約することで効率的な賠償の事後処理を図ったと言える。

本論文の第5章第2節第3項でみたように、日本の公共事業では責任が限定されていない請負契約が普通であることから、請負者の責任が非有限責任となっていることも、PPP契約の在り方としては大きく影響しているとみられる。PPP契約だけ特別扱いにするべきでないという議論である。しかしながら、この点は、本節第1項に示した英米豪等の考え方とは異なることに留意が必要である。

以上の通り、公共工事の契約と区別して PPP 契約だけを特別扱いすべきでないとしたこと、および、賠償額は英米法諸国に比べればさほど大きくならない可能性が高いことは、公共主体が PPP 契約上の規定に関して賠償義務を限度化することにつきより慎重な対応を生む原因になっていた可能性がある。また、契約で明示的に合意していなければ民法上は債務者に請求することが可能な損害賠償請求権を公共主体が予め放棄することは、国の債権の管理等に関する法律（昭和 31 年法律第 114 号）において、債権の処分（免除等）が限定的となっていることを踏まえれば、公共主体としては躊躇されるものであった可能性があるととも言われる。但し、国の債務の管理等に関する法律の規定はあくまでも既に契約した債権の処分の基準を定めたものであり、公共主体の契約の在り方（損害賠償規定の在り方）そのものを制限した法律ではない。また、債務不履行に伴う賠償の範囲を狭めることによって公共主体に相応のメリット（VFM 向上）が生じるのであれば、国の財産の価値をむやみに減少させたことにもならない。したがって、これは PPP 契約の設計とは直接に影響する要素ではない。

なお、公物管理者の責任において公営物の設置に関して生じた第 3 者損害賠償責任については、国家賠償法上での公共主体の無過失責任が定められている。しかしながら、これは公営物を設置した公共主体の第 3 者損害賠償責任であり（契約当事者でない第 3 者に対する不法行為に基づくもの）、債務不履行に伴う損害賠償責任の問題ではない。また、民間設置の工作物にも同様の規定が民法にあることから（民法第 717 条）、民営化された公益事業者の責務との対比においては、管理者の責任の重さにおいて官民の間で大きな差異はない点に留意する必要がある。

以上から、PPP 契約における賠償責任額の限度化の在り方に関して、英米法と大陸法との差異を根拠として殊更に議論する必要性のある論点は無いと考えられる。

(6) 事業者のトラックレコード・財務力重視の考え方

以上のような英米豪等における契約規定の考え方は、実は、事業者選定の在り方とも密接にリンクしている。英国の項で見たように、「構成企業・協力企業が適切なトラックレコードと財務力を持ち、かつ SPC に対する出資額やサービス対価の減額措置をもって十分にスポンサーのコミットメントを判断できるとしている」、つまり、経験・実績に裏打ちされ、一定以上の財務力のある事業者を選定することが、契約の在り方の前提条件となっている。次頁の表 16 にあるように、世界銀行の PPP ガイドブックも、民間事業者の参加資格要件として、同種事業の経験と財務体力の健全性をスポンサーに対して求めている。国際機関が連携し

て作成した詳細な PPP ガイド (The APMG Public-Private Partnership (PPP) Certification Guide, Chapter 5: Structuring and Drafting the Tender and Contract, Section 7) [82]も、応札要件として、法的要件、財務要件、技術能力・経験要件の3つを定めている。特に、技術能力・経験要件の具体的な規定の仕方について、具体的な操業実績、同種の事業実績数、サービス提供した利用者数実績、資金調達した金額、施工した事業費の累計額などを示すことを求めている。

このように、入札の都度、応札事業者の経験と実績が問われることで、事業者は自らの事業履歴をできるだけクリーンで対外的に評価できるものにしておく必要にも迫られる。その結果として、民間事業者はトラックレコードを汚さないような事業運営を行う。一方で、有能な事業者でも運営上の瑕疵や間違いも起きる。しかし、事業履歴が次の事業機会への参加資格になると考えれば、追加的な費用が生じて当該事業の利益率の低下を招くことがあっても、一度手掛けた対象事業を途中で放り投げることなく、最後までやり抜くインセンティブも生まれてくる。事業者が持つ履行能力にだけでなく、最後まで適切に事業を完遂するコミットメントがともにあって事業者のトラックレコードが形成されるという点には留意が必要である。

表 16 PPP 企業の参加資格要件
(Source: World Bank Public-Private Partnership Reference Guide, version 3)

Box 3.12 Firm Qualification Criteria

One of the aims of the procurement process is to select a competent firm with the capacity to implement the project. It is important to consider the qualifications of the firms behind each proposal. This can be done through a pre-qualification process to identify bidders, or as part of the first stage of the tender process (sometimes called *post qualification*). In either case, clear qualification criteria should be established before beginning the procurement process.

Firm qualification criteria can be quantitative or qualitative. They typically involve considering the sponsoring firms' financial robustness, previous experience with similar projects, and the experience of key members of the management team.

Careful selection of these criteria is important to avoid excluding firms (for example, smaller firms) that could make good partners;

or including firms that are poorly-qualified. The following provide discussion and examples of firm qualification criteria:

- Kerf et al Guide to Concessions (Kerf et al. 1998, 115–6) gives examples of pre-qualification criteria and procedures used in a selection of PPP projects.
- Australia National PPP Practitioner's Guide section *Evaluating Expressions of Interest* (AU 2015, 60–62), which includes a detailed description of the criteria to be applied at the EOI stage.

The Philippines' Implementing Rules and Regulations under the BOT Law (PH 2006, Section 5.4) describes three categories—legal requirements, experience or track record, and financial capability.

6.5 我が国の PPP 契約制度の背景

6.5.1 スポンサー視点での追加資金負担

SPC の借入はノンリコース融資であること、PPP 契約上の公共主体の債務不履行については事業者側に適切な救済策が手当されていること、不可抗力事由に関しては保険付保でリスクヘッジできることを前提にすれば、スポンサーからみた自らの資金投入にかかる追加的資金負担は、潜在的には主に、①SPC による対公共主体債務不履行に基づく損害を賠償するための追加的資金負担、②構成企業としてのスポンサーが SPC から請け負った業務の履行に関して生じうる追加的費用、③収入減に伴う金融機関への返済資金不足への補充、④(本稿では対象外であるが)第三者損害賠償責任負担から発生する。

こうした追加的資金負担リスクについて、スポンサーは、自社を含めた構成企業の能力を踏まえたうえで、その最大額をあらかじめ見積もって投資しているため、契約上はその責任金額に上限設定がなくとも、支払義務が無限に発生すると分析しているわけではない。また スポンサーは、採算見込みが当初見積もりに比べて悪化したとしても、それが一定の想定範囲内に留まる限り、SPC に対して当初出資予定額以上の追加支出を行うか、SPC から受託した契約の履行のために当初予算額以上の出費をしてでも、できる限り事業契約・受託契約を順守しようとし、契約上の有限責任性を理由に必ずしも直ちに事業や契約を放棄するわけではない。

図 17 (次頁) では公共施設にかかる設計・施工から運営まで一連のプロジェクトを想定し、フェーズ毎の CF を示している。たとえばプロジェクトの設計・施工段階には瑕疵、遅延、不測の事故等による追加費用支出などの可能性がある。追加支出で想定される最大のものが図中の「最大ケース」である。これは担当者の知識経験・工夫によって減らすことができる。工夫によってはゼロばかりかマイナスにすることも可能である。追加支出の「マイナス」とは支出が想定を下回ることを意味する。想定されるマイナス幅のうち最大のもの、つまり想定される支出のうち最少のものが図中の「最少ケース」である。追加支出が生じるか、あるいは通常見込まれる支出を下回るか、コストの可動域は担当者の知識経験、事案によって上下する。最大ケースを小さくすることができる能力がいわゆるリスク対応能力に他ならない。

たとえば、政治リスクは民間のロビー活動によって低減することができる。しかし、ほとんどの民間事業者にとっては努力の術がない。図 17 では、中間値として 1 だが、増加方向に一方的なリスクとして表現している。災害リスクも同様である。損害保険によって支出額を固定することは可能だが、そうでないものは追加支出の最大値が高いうえにコントロールがほとんどできない。標準的サービス購入型 PPP の場合、運

営と維持管理の瑕疵による減額はあるがその変動幅は大きくない。図では各役割・リスクにかかる支出の中間値の合計のプラスマイナス1としている。

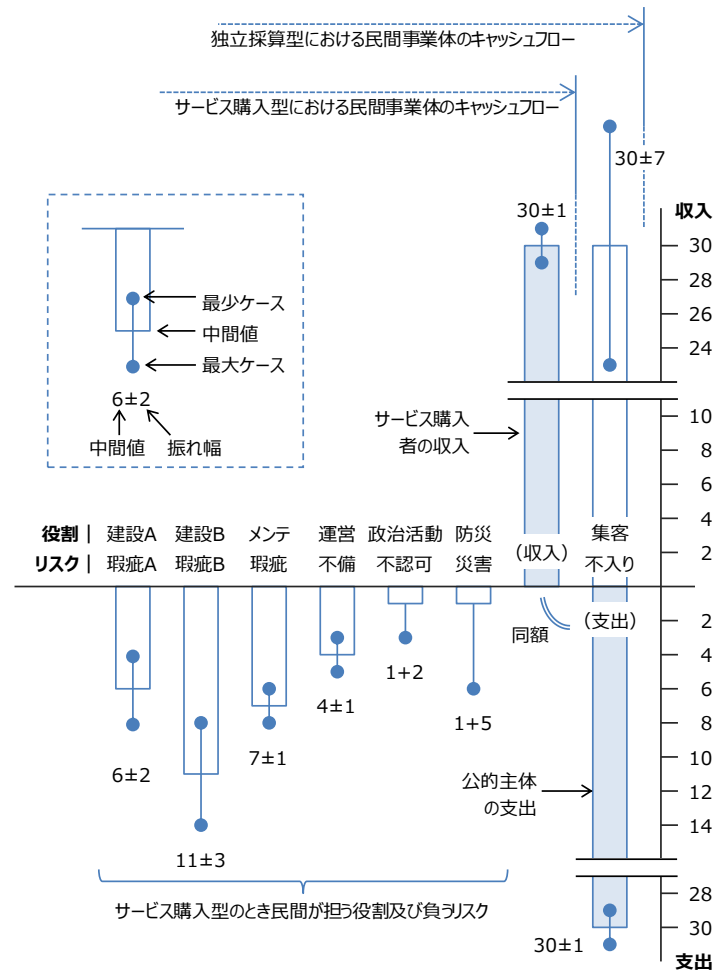


図 17：リスク分担のイメージ図（著者作成）

これに対して、独立採算型では、集客活動における客入りの不芳リスクは大きい。集客が巧みであれば上振れ幅も大きいですが、そうでない場合の下振れ幅も大きい。集客活動における工夫がCFに与える影響は極めて大きい。設計・施工から運営までリスクを最小限にできたとしても、不芳リスクで成果が相殺される可能性がある。そればかりか整備費用さえ回収できない可能性もある。後述の施工会社等に対するヒアリングにおいても、施設の完成まではおびたしい類似ケースがあり、落札額に対する実行予算が最終的に赤字計上するほど乖離するケースは稀との回答を得ている。他方、完成後の集客はそうはいかない。テーマパークなど観光施設は言うまでもなく、病院等も黒字経営は容易でない。過去相次いだ第三セクターの経営破たん、

あるいは、経営破たんに至らずとも自治体の補てんが社会問題になった経緯を想起することができる。また、完成前に比べ完成後の運営フェーズが長期間にわたることもリスクを押し上げる。なお図 17 は紙面の都合で上下幅は「控え目」だが、実際はなお幅広く、対象業種や実施事業者によって相当のばらつきがある点に留意する必要がある。

以上のように、スポンサーは、それぞれのリスクに関して自らの経験と能力に基づいて一定の判断を行って最大のリスクを想定しており、それがスポンサーにとっての投資決定時の追加資金負担限度であり、これらの追加資金の合計が当初の最大想定限度額を超過する場合には、事業を撤退することも視野に入れると考えられる。PPP の初期に実施されたタラソ福岡の破綻事例にみられるように、集客リスクが大きいために投資額の回収と期待利益の実現に見合う収入の確実性が十分でない PPP 案件は、民間企業が取り組むことは困難であるため、自然に我が国 PPP において完成後の集客リスクを PPP 事業者が取らず、公共主体に残すケースが圧倒的に多くなった。実際のところ、日本 PFI・PPP 協会のデータによれば、2020 年 12 月 31 日現在の 913 件の PPP 案件のうち、独立採算型は 63 件に過ぎない。企画立案から参画し集客リスクをコントロールすることができればまだしも、そうでない場合において工事立替金の回収をあえて集客リスクに晒すのは難しい。

6.5.2 我が国 PPP の特徴と背景

第5章でみたように、我が国の PPP において、標準的サービス購入型案件の PPP における SPC は導管である。SPC 設立をしておきながら、スポンサーの有限責任の性格が弱く、むしろコンソーシアム構成企業自らが実質的な事業の実施主体になっている。このような実態は、第3セクター事業の SPC が適切に機能しなかった反省を踏まえたものである（赤井（2003） [83] 参照）。内閣府ホームページ（2021） [3]（次頁の表17、図18 参照）にもある通り、第3セクターでは公共主体が損失を保証することがあるとしているのに対して、PPP では契約で明記されている以外の費用負担はないとそのメリットを強調している。その結果、公共主体も民間事業者に大きな事業リスクを取らせることなく、新設の施設整備を中核に据え、付随的に負荷の低い維持管理業務を付加した上で、請負工事代金と維持管理委託料を契約期間にわたって定額で按分して支払う標準的サービス購入型を中心に発展し、公共主体も、対象事業の失敗やスポンサー倒産リスクからリスク遮断でき

るように設計してきた。こうした経緯を踏まえると、我が国のPPPは、以下4つのバイアスの影響を受けていると考えられる。

表 17：PFI 以外の民間活力の活用方法
(出所：内閣府ホームページ)

Q3 民間の活力を活用した事業方式
<p>[第三セクター方式] 公的目的を有し、かつ、その運営には民間のノウハウを活用することが有効である事業において、国や地方公共団体と民間が出資して設立する法人(第三セクター)が実施する方式です。PFIと異なる点は、第三セクターの場合、公共性確保を目的とする国や地方公共団体と、利潤追求を目的とする民間企業が「同一法人内で」意思決定を行うことにあります。この方式は、公共性を担保し、運営における柔軟な対応が可能ですが、民間企業の経営責任の範囲が不明確になったり、結果として効率的な運営が実現できない可能性もあるようです。なお、PFIにおいても選定事業者がPFI事業以外の他の事業等に従事する場合においては、他の事業等に従うリスクがPFI事業に及ばないようにリスクの分担を図ることに留意が必要です。</p>



図 18：第3セクターとPFI (内閣府ホームページ Q3 より転載)

a) 公共工事請負契約のバイアス

公共主体は、施設整備に重点を置くサービス購入型PPP契約の設計において、公共工事請負契約の契約設計を踏襲し、無限責任性をサービス購入型PPP契約においても継続させた。特に、民間事業者の契約義務不履行にかかる損害賠償責任は、民法においては明示的な契約上の規定が無い限り自動的に確保されるものであることから、公共主体がその賠償義務を限度化するインセンティブは素より無かった。

b) 建設JVのバイアス

請負工事契約の場合、公共主体の契約の相手方は、「共同企業体運用準則」等に基づく「共同企業体」(以下「建設JV」)となることが多い。標準的サービス購入型案件のPPPの契約形態は、この建設JV契約

の在り方と類似している。設計・施工・運営・維持管理を担う企業体群が、発注者である地方自治体の間で「基本協定」を結び、これに基づき各参加企業が出資してSPCを設立し、地方自治体とSPCの間でサービス購入型PPP契約を締結する。各企業の業務・リスク分担は株主間契約を通じて合意されており、サービス購入型PPP契約上で公共主体に負っている業務は、構成員企業に配分され、各企業が自ら履行する義務を負う。但し、ファイナンスを供与する銀行との関係では、SPC事業のリスク発生要因を特定の受託先企業に特定できない場合には、全ての受託者もしくは代表企業が責任を負うことを銀行との間で規定しているのが一般的である。このように、複数の企業がコンソーシアムを組み、各企業が分担して事業を営む点では建設JVと同じである。相違点は、PPPの場合、資金調達債務は建設期間を超えて長期となるため、借入は個別企業負担とはせず、SPCに集中していることと、構成企業は直接には公共主体へ義務を負わず連帯保証もしないことである。

c) 不動産証券化のバイアス

我が国の標準的サービス購入型案件のPPP事業のSPCは、導管体である。この場合、SPCはコンソーシアムの構成企業に実際の業務を委託する。委託費には受託者の利益が含まれており、SPC本体に利益を残さない仕組みである。こうした、SPCに実体を持たせないやり方は、同様にSPCに実体がない不動産証券化スキームの影響を受けていると考えられる。不動産流動化においてSPCに実体を持たせない意味は倒産隔離である。この場合、SPCを形式的に設立するのは、投資家保護のためで、不動産提供者（オリジネーター）の倒産によってSPCの財産が差し押さえられないようにするためである。そして、SPC自体が万一にも倒産しないようにするためSPCに経営を担わせない。このように、SPCをリスク遮断のために使うのは、スポンサーの信用リスクや倒産からPPPの事業を守り、ひいてはSPCと契約している公共主体を守るための工夫としての考え方であったと考えられる。

d) プロジェクトファイナンスのバイアス

PPPにおいて、プロジェクトファイナンスはSPCの借入に際して親会社が債務保証を出さなくて良いという意味で（契約上の有限責任性）、スポンサーにとっては極めて重要な仕組みであり、企業の財務部門の要請に応じている。しかし、標準的サービス購入型案件のPPPのSPC構成企業はSPCから割り振られた業務については対SPC損害賠償責任を普通に受け入れていること分かるように、必ずしもスポンサーの実質的有

限責任性の確保を強く志向した結果プロジェクトファイナンスとなったわけではなく、債務保証をはずすという観点にのみ強い関心があったと理解される。

6.5.3 標準的サービス購入型 PPP における実質的有限責任性

以上の通り、我が国標準的サービス購入型 PPP 案件における SPC の位置づけは、公共工事請負契約、建設 JV、不動産証券化、プロジェクトファイナンスの 4 つのバイアスの影響を受けており、そのどの観点からも、スポンサーにとっての有限責任性を確保しようとする公共主体の意図はどこにも見えない。それどころか、第 5 章でみたように構成企業たるスポンサーが対 SPC 損害賠償責任条項（非有限責任）を受け入れており、SPC から振られた分担業務については、スポンサー企業自身が非有限の責任負担を厭う様子は見られない。また、SPC の事業は、形式的にはスポンサーの倒産リスクからは遮断されているものの、実質的な事業そのものは構成企業たるスポンサーが担っていることから、SPC の事業は、スポンサーの信用リスクから倒産隔離を行える仕組みにはなっていない。また、プロジェクトファイナンスの本来の趣旨からすれば、公共主体や銀行は、SPC のレベルで事業の監視・モニタリングを行うことができるはずであるが、SPC は単なる導管であり、事業運営の実態を反映できる鑑にはなっていない。

以上を踏まえて整理すると、我が国の標準的サービス購入型案件の PPP 契約においては、スポンサーの実質的有限責任性を確保するという考え方は官民双方から皆無である。その原因は以下の要因と考えられる。

第 1 に、前項(a)で既述したように、契約上の債務不履行に基づく損害賠償責任については、明示的に契約に規定しなくとも民法上認められているものであり、公共主体が契約において積極的に明示的に放棄するなり、損害賠償の予定額を定めない限り、有限責任にはならない。

第 2 に、前項(a)の考え方をもち公共主体としては、公共インフラサービスの重要性に鑑みれば、従来の請負契約に加えて、運営・維持管理が加わっていることを重視し、構成員企業はさらに強いコミットメントをもって取り組むべきであると考えており、SPC への出資額の有限性を理由に、積極的に賠償責任の放棄や賠償額の予定を行うインセンティブを持たなかった。

第 3 に、前項(b)項の建設 J/V のバイアスで指摘したように、企業側も、従来の公共事業の JV 契約の延長線上でサービス購入型 PPP 契約を捉えており、施工工事の請負契約が、請負企業側からすれば完工を完遂するまでの解約不能な契約（契約の性質としては無限責任）であることから、PPP において従来の公共事業に

追加する形で運営・維持管理が加わったとしてもそのリスクが他の構成員企業に明確に転嫁されている限りにおいて、個別企業の有限責任を明示的に要求する必要性はなかった。

第4に、前項(b)・(d)を踏まえれば、各企業としても、公共主体が、債務不履行に伴う賠償責任を対価減額以上にSPCに求めてくる可能性を受け止めつつも、結果的に構成企業が担当業務について受け入れたリスク量がリスクマネジメント上で過大でないと判断できれば、あえて対公共損害賠償責任条項に抵抗する必要性はなかった。

第5に、自社の責任でないリスクからの遮断の観点から、設計・施工の担当企業は、完工時点でSPCから施設整備対価を受け取ることで請負企業としての採算を確定させているものの、完工後に運営・維持管理の瑕疵に起因する対公共損害賠償責任条項の義務不履行に基づき、サービス購入型PPP契約の解約リスクが発現することは、出資者としての採算・リスクの観点から何としても回避しなければならない。そのために、運営・維持管理担当企業には義務不履行に関しては対SPC損害賠償責任（無限責任）を負ってもらう必要があり、自ら担当する設計・施工についても同様の責任・義務を規定することに躊躇はなかった。

以上のような仮説を検証し、かつ、コンセッション事業等におけるスポンサーの実質的有限責任性確保を含む各社のリスク管理対応を確認する目的で、PPPに出資参画経験のある企業12社にヒアリングを行った。12社は国内でBTO・BOT型の標準的サービス購入型事業に参画経験があるほか、コンセッション事業にも投資実績があるか個別の投資を詳細に検討した経験がある。このヒアリングにおいては、すべてのヒアリング先に対して、2つの事業形態を念頭において、PPP関連契約の関連条項の在り方につき質問（個別案件の関連条項についての質問ではない）をし、回答を得た。回答パターンは次の3つとなり、結果を次頁の表18にまとめた。

表 18：スポンサー企業へのヒアリング（著者作成）

相手先	時期	回答
A社：エンジニアリング会社	2020年11月	1 (×), 2 (×), 3 (×), 4 (×), 5 (×), 6 (○), 7 (×), 8 (×), 9 (×)
B社ゼネコン	2019年8月	1 (○), 2 (○), 3 (×), 4 (○), 5 (×), 6 (○), 7 (×), 8 (○), 9 (×)
C社ゼネコン	2019年8月	同上
D社ゼネコン	2019年11月	同上
E社ゼネコン	2019年9月	同上
F社ゼネコン	2020年11月	同上
G社ゼネコン	2020年11月	同上
H社 商社	2020年10月	1 (○), 2 (○), 3 (○), 4 (○), 5 (○), 6 (○), 7 (×), 8 (○), 9 (×)
I社商社	2020年10月	同上
J社商社	2020年11月	同上
K社事業会社	2020年11月	同上
L社外資企業	2020年11月	同上
確認1：有限責任と無限責任を意識してPPP事業への投資判断をしているか。		
確認2： サービス対価減額や損害賠償の予定を超える対公共損害賠償責任条項の存在を、潜在的な無限責任として認識しているか。		
確認3： 海外のPPP案件では、サービス対価減額や損害賠償の予定のみで対応し、対公共損害賠償責任条項は公共主体からは放棄されていることを承知しているか？		
確認4： 対SPC損害賠償責任条項は、無限責任と捉えているか？		
確認5： これまでのBTO/BOT事業で、対SPC損害賠償責任条項を、大きな負担と考えているか？		
確認6： 対SPC損害賠償責任条項は、他のスポンサー企業とのリスク遮断のためにも必要か？		
確認7： コンセッション事業や病院事業においては、対SPC損害賠償条項は機能するか？		
確認8： 病院PPP事業やコンセッション事業においては、対公共損害賠償責任条項は、潜在的に問題となるか？		
確認9： 設計建設段階と運営維持管理段階においてそれぞれの担当企業が別々に債務保証をする形で借りることに社内の了解は得られるか？		
凡例 ○：同意，× 否定，（注）赤字にて他の企業との回答相違点を示した。		

回答の第1類型（A社）は、確認1・2の回答にあるように、サービス購入型PPP契約の条項に即してスポンサーとしての有限・無限責任の区別を明確に意識することはなく、むしろ公共事業における請負契約の無限責任性が当社のPPP事業においてもデフォルト対応になっている。自社の瑕疵で事業に問題や損害が生じれば、それが治癒されるまで事業をやり抜く前提であるが、そのことを無限責任とは認識していない。

第2類型（B,C,D,E,F,G社）は、いずれもゼネコンであり、PPP契約上の非有限の賠償リスクは明確に認識しているが、導管SPCを通じて自社に割り振られた設計・施工業務に関しては、公共事業の請負責任を受け入れるのと同じだとして特段の懸念は有していない（確認5参照）。しかしながら、導管SPCを通じた責任リスクの切り分けが不可能となる事業については、潜在的な非有限責任の可能性について懸念を有している（確認8参照）。

第3類型（非設計・施工系の事業会社、商社、外資：H,I,J,K,L社）は、前述の7社とは異なり、英米豪等で観察できる「PPP契約における損害賠償責任額の限定」の実情を認識したうえで（確認3への回答参照）、契約上のリスクについては厳格に社内で管理されている。対公共損害賠償責任条項（確認8参照）だけでなく、確認5に対する回答に現れているように、対SPC損害賠償責任条項についても国内でのかかる慣習には違和感・負担を感じつつ、必要に応じて止む無く受け入れている。そしてこの5社からは、対公共損害賠償責任条項の入ったPPP案件については、その事業のリスクプロファイルによっては応札を見合わせる、あるいは、リスクに見合う必要な対価を上乗せして応札する意向が併せて示された。また興味深いことに、それ以外のゼネコン各社からも、その時々競争環境にもよるが、設計・施工リスクに留まらないコンセッション型事業において対公共損害賠償責任条項の入ったPPP案件については、必要に応じてプレミアムをチャージする必要性が言及されている。

その他注目すべき発言として、H社では、サービス購入型に限らず、日本のPPP契約に一般的に見られる対公共損害賠償責任の非有限責任性を特記して社内付議し特別な決裁を得ている。K社からは、民間企業間の契約では、受け取るべき対価の範囲内でしか契約相手に対する賠償責任を負わないようにするのが普通であり、例外的には、十分な信頼性が確保されていない新技術の機械を採用して新規事業に組み入れるにあたり、メーカーに対して対価以上の責任（文字通りの発生損害実額で上限なしの賠償責任）をとってもらうことはあるものの、公共主体とのPPP契約に関して、一律にそうすべき特段の理由が見当たらないとの指摘があった。さらにK社からは、SPCに対公共損害賠償責任条項を残したままの状態では、現在PFI推進委員

会で検討されている「PPP 出資証券の流動化」は困難ではないかとの指摘があった。また、外資系の L 社からは、日本の PPP 契約に標準的に見られる対公共損害賠償条項の特殊性を本社の管理部門に説明することには、日本の公共主体との契約における事実たる慣習や初期の案件に取り組む意義などを説明して、例外的に本社の承認を受けているとの説明があり、少なくとも賠償の上限額設定を強く希望するとのことであった。

この結果に表れているように、我が国の PPP 業界においては、標準的サービス購入型案件の事業を対象に施設整備業務に携わってきた施工会社は、従来の請負契約の延長で、「PPP 契約における賠償責任額の限度化」がなされないことに、特段の抵抗なく応じてきた。しかしながら、これらの企業の多くも構成企業間のリスクの切り分けが困難であり、かつリスクの大きいコンセッション業務に出資参画するに及んで、スポンサーの実質的有限責任性の確保について敏感になってきていることが窺える。また、新たな事業機会を求めてコンセッション事業に参入してきた非設計施工業の民間企業は、より明確に「PPP 契約における賠償責任額の限度化」を要求しており、そのことが各社の応札姿勢にも反映されている。また 12 社とも、資金調達面においては、子会社たる SPC の債務が「連結債務」となることは容認しつつも、債務保証を回避するため、プロジェクトファイナンスを通じた借入に拘ったことが見て取れる（確認 9 参照）。

6.6 我が国の PPP 契約制度の課題

6.6.1 対公共損害賠償責任の規定の意味

SPC の組織そのものに実質的なサービス運営が求められる病院 PPP や独立採算型のコンセッション事業においては、SPC が完工後に請け負う運営・維持管理業務上の負担とリスクは格段に大きくなる。また、かかる事業では、業務上スポンサー間の責任分担とリスク遮断は簡単には行うことができず、事業運営上も組織と業務に関して実体のある SPC の存在が必要となる。事業収入も各スポンサーの担当業務ごとに紐付されるものではなく、需要リスクを含めて収入の発生そのものについて、構成企業が「出資比率に応じた」責任を負う必要が出てくるため、スポンサーのリスク管理意識は高まりスポンサーの実質的有限責任性確保への要求も高まる。一方で、現行の PPP 契約に標準的にみられる対公共損害賠償責任条項は、その支払責任を SPC に課しているが、SPC にはその賠償に応じられる資力はない。また仮に資力を手当てするにしても金額を特定できない。これでは、リスクが発現した場合にも、スポンサーによる自発的な追加資金投入が無けれ

ば賠償義務は履行されえないため、公共主体側の当該条項の起草意図は不明瞭である。当該規定が発動された場合にも、スポンサーはSPCを破綻させても良いものなのか、自発的に追加資金投入が行われない場合には官からの制裁が待ち受けているのかが不明である。したがって、当該条項が付されたPPP契約に関しては、個々のスポンサーが、当該条項の意図やその程度をどのように解釈するのかによって応札意欲や応札価格にも、その判断の差異が反映されてしまうことになる。最近の空港PPP案件では応札者の数は相当数に増えてきたものの、最初の大型コンセッション案件となった新関西国際空港では、需要リスクをはじめとする高い事業リスクを嫌気して応札企業数が1社になった事実を踏まえれば（産経WEST記事(2015) [84]参照）、応札意欲や応札価格への影響が無視できない状況になっていることにも留意が必要である。

6.6.2 非有限(無限)責任のコスト

我が国のPPP（サービス購入型に限らない）においては、内閣府・契約に関するガイドライン第5章第5節第4項において、事業者の有責事由に基づく契約解除時の損害賠償額の予定を行う可能性について言及しているように、VFM向上を意識して制度・契約設計を行おうとする観点が全く無かったわけではない。しかしながら、SPC設立の意義やサービス対価の減額措置の在り方、ひいては対公共損害賠償責任額の必要性については、スポンサーの実質的有限責任性を踏まえた設計の意図が見られない。むしろ、スポンサーの実質的有限責任性を明確に志向しないことで、民間事業者の強い追加資金投入へのコミットメントを引き出そうとしているようにすら見える。

しかしながら、英国・米国・豪州・世界銀行等のガイドラインが指摘するようにPPP契約における賠償責任額の限度化を前提としないことにはコストが伴う。つまり、非有限の責任を前提とすれば、企業はそれだけの資本をイアマークすることになるため、その分のリターンを求めることになる。

例えば、完工リスクに伴う賠償責任については、施設整備担当企業は、対SPC損害賠償責任条項を受け入れている。同様に、完工後の運営・維持管理について、運営・維持管理担当企業は対SPC損害賠償責任条項を受け入れている。それぞれの企業からすれば、自分の担当業務でないことで、SPCがPPPの契約において債務不履行して契約解除されることを望んでいないために、相手方の義務不履行が原因で対公共損害賠償責任条項からSPCに生じてくるSPCの賠償責任とSPCに独自に発生する賠償責任についても併せて負担するように求めていることになる。この時、施設整備担当企業あるいは運営・維持管理担当企業としては、こうした

コミットメントを行うにあたり、事業リスクの評価を行い、許容できる範囲であれば有限責任でなくとも事業に参加する。しかしながら、一定のコストをチャージする。そのコストとは、一定の事象が起きた場合に α の追加資金投入（賠償責任の履行としてとらえられる）を求められるとすれば、当該 α の資金を当該事業に追加投入することを約束したコールオプションのプレミアムに相当する金額をチャージしていると考えられる。

このプレミアムの算出を行うことは、リアルオプションの手法に基づいて理論的に計算可能ではあるが、入手が困難なデータ収集の必要性および仮に取得可能なデータを疑似的にあてはめたとしても、その妥当性の検証が困難となるため、正確な数値の把握は難易度が極めて高い。このため、実務的に理解しやすい数値例をもとに簡便な方法で、そのプレミアム水準を示したほうがこの本稿の趣旨にかなうと考えられる（日本リアルオプション学会会員の小川康氏の助言に基づく）。

したがって、本節の以下の分析では、簡単化のために施設整備費 100 億円の標準的サービス購入型 PPP 案件（10 年間）を投資対象となるモデル事業として想定し、最初は完工リスクだけに分析を集中する。このサービス購入型 PPP 契約を受注した SPC のスポンサー A（出資額 10 億円，A 社出資比率 100%）は運営・維持管理企業であり，A 社に設計・施工能力はないため，施設整備のすべては SPC から設計・施工担当企業 B（出資比率 0%）に発注されている。本施設整備に取り組む B 社には完工リスクがあり，50 回に 1 回は，工事が完工ぎりぎりまで進みながら最終的に完工できず，B 社が継続して完工しようとする，一から工事のやり直しが必要となる（つまりサービス購入型 PPP 契約上の完工期限は大幅に満たせず，公共主体側の解約事由となる）と仮定する。サービス購入型 PPP 契約において公共損害賠償責任条項がなく，SPC と設計・施工担当企業間の設計・施工契約も「請負契約」ではなくかつ対 SPC 損害賠償責任条項が無い，サービス購入型の「PPP 契約における賠償責任額の限度化」を前提とした設計工事契約と仮定する。2%の確率で完工リスクが発現した場合，SPC は，10 億円を頭金で払っているが，完工できなかった B 社に残りの 90 億円の代金を払う必要はないと仮定する（この時，銀行も完工未達の事態を受けてプロジェクトファイナンスの貸出を停止する状況にあることに留意する）。SPC としては，公共主体に契約期限通りの施設提供やサービス開始が不能となってしまうため，サービス購入型 PPP 契約の再交渉を困難と判断し，SPC は破綻して A 社は 10 億円の出資金（既に頭金として支払い済み）を失うというのが，この場合のメインシナリオとなる。この時，公共主体からはサービス購入型 PPP 契約上の支払はまだ行われていないため，公共主体には対価見合い

の損害は発生していない。一方で、その標準的サービス購入型 PPP 案件事業が始まらなかったことに伴って公共主体に発生する機会損失などの損害があり、公共主体に生じる損害額が 25 億円だと仮定しよう。サービス購入型 PPP 契約に対公共損害賠償規定がない場合には、公共主体は SPC に対価を何ら払わなかったというだけで、SPC からはこの機会損失につき何らの賠償を受けられない。このような場合、事業者側においては、A 社は標準的サービス購入型 PPP 案件事業権入札において、この 10 億円の投資期待損失をリスクプレミアム {1} (10 億円×2%=2000 万円) として織りこんで計算して応札していると考えられる。これとは別に設計・施工を担当する B 社が完工できないことに伴い被る期待損失 100 億円にかかるリスクプレミアム {2} (90 億円×2%=1.8 億円) は、B 社の契約価格において事前に織り込まれているはずであり、この 2 つは A 社の標準的サービス購入型 PPP 案件事業応札価格に上乗せされている。

一方で、対公共損害賠償責任条項と対 SPC 損害賠償責任条項がともに存在している場合を考えてみる。完工リスクが実現した場合、理論的には 2 つの選択肢がある。ひとつは、対公共損害賠償条項は法律的にはスポンサーの義務ではないが、それでも事業撤退はあり得ないとの前提での事業継続である。完工遅延（重要な債務不履行事由）は生じたものの、当該事由の早期治癒の方針を表明し、公共主体との間でサービス購入型 PPP 契約の存続を願い出る。この時、B 社が EPC 契約に基づき期限通りに完工できなかったことに伴い、対 SPC 損害賠償条項によって SPC には頭金 10 億円が返却される。一方、SPC がサービス購入型 PPP 契約を継続するためには、公共主体に生じた損害額 25 億円を賠償しなければならない。SPC は公共主体にこの額を払い、B 社是对 SPC 損害賠償条項に基づき当該実損額 25 億円を賠償する。しかしながら、事業継続のためには、B 社に工事現場の現状復帰にかかる作業をさせようとして、新たに工事を行う必要があり、その費用は A 社の追加資金投入により賄う必要がある。なぜなら完工未達の事態を受けて銀行による当初のプロジェクトファイナンス融資は貸出が停止していることにくわえ、B 社による SPC への賠償はその新たな投資金額はカバーしない。この追加投資必要額（別のコントラクターと契約して完工させる）が 90 億円とすると（当初の 10 億円出資が残っていると仮定して当初計画と同じ合計 100 億円が必要となる）、全額自己資金で負担しなければならず、この資金調達にかかる資本コストの上昇は避けられず、スポンサーにとっての採算は悪化する。完工リスクが実現したことに関わらず、A 社の選択肢として事業撤退はあり得ない前提で考えれば、以上がメインシナリオとなり、B 社が全額吸収した完工リスクプレミアムにくわえて、25 億円の対公共賠償負担に伴うリスクプレミアム (25 億円×2%=5000 万円) が B 社の負担を通じて応札価格に加算さ

れる。また、ここでの議論の対象にはしないが 90 億円の追加投資に伴う資本コストの上昇が A 社のコスト負担を上昇させる。

しかし、追加で 90 億円を自己資金で投資したとしても、その後において必ず事業が最後まで成功するかわからない、更に別のリスクが発現する可能性がある。仮に、対公共損害賠償条項をスポンサーの義務とは考えないのであれば、（本節での検討対象ではないが）理論的には A 社は子会社である SPC に事業撤退を指示することも選択肢である。A が追加投資をせず事業不継続を決めた場合、SPC は公共主体に対して、現行の債務不履行状態を治癒する意思がないことを伝える。すると公共主体は、対公共損害賠償条項に基づく損害賠償と同時にサービス購入型 PPP 契約の解除を求めてくるため、事業目的を失った SPC は清算される。SPC には A が B から返還を受ける出資金 10 億円だけが賠償原資として残るため、SPC は 10 億円の賠償を公共主体に払う。この時、A 社の早期撤退判断で SPC の実損は 10 億円に留まっているため、B 社はその金額までを負担する（対 SPC 損害賠償条項に基づく B 社の義務は、あくまでも SPC を相手方とするもので、公共主体を受益者とするものではない）。この選択肢のリスクプレミアムは、A 社の投資損失（10 億円）に相当する部分を含め 2.2 億円と計算される。このように対公共損害賠償条項があっても追加投資をスポンサーにとつての純粋なオプションと捉えると、対公共損害賠償条項の有無は、一切の追加資金投入を嫌い撤退することが既定路線となっている事業者の負担に関しては出資額毀損の分だけの影響になる。しかしながら、敢えて対公共損害賠償条項を設けている公共主体との関係性を考えれば、かかる選択肢の発動は、今後の受注機会を期待する事業者にとっては困難だろう。

上記の事例と同規模（100 億円）の施設整備を伴う標準的サービス購入型 PPP 案件事業の運営・維持管理リスクに関しても同様のことが分析できる。標準的サービス購入型 PPP 案件契約を受注した SPC のスポンサー C（出資額 10 億円、C 社出資比率 100%）は施工会社で、C 社に運営・維持管理能力はないため、維持管理のすべては SPC から運営・維持管理担当企業 D（出資比率 0%）に委託されていると仮定する。企業 D による運営瑕疵が生じた場合に、100 億円を投じる施設が使えなくなることに伴う公共主体にとっての機会損失を含め、公共主体において具体的に幾らの損害額が生じるのか、その金額の事前算定は困難であるが、この期待損失にリスクプレミアムが通常のリスクプレミアムに上乘せされる。また、仮に運営・維持管理担当企業と設計・施工担当企業が折半出資で標準的サービス購入型 PPP 案件事業を行った場合には、それぞれ

が負担する公共主体への賠償リスクに応じてリスクプレミアムが上乘せされることになる。しかも、賠償リスクの移転に伴いリスクプレミアムが変動することはサービス購入型に限定されることではない。

以上のように、公共主体が被る損害を PPP 契約における損害賠償対象に含めれば、リスクプレミアムが上がり、除外すればその分のリスクプレミアムは下がる。特に、リスク発現の蓋然性にかかる情報が関係プレイヤーの間で完全に提供されていれば、それぞれのリスクに対応した賠償コストはすべて応札時のリスクプレミアムとして適切にプライシングされているはずであり、如何なる契約スキームを取ったとしても、その分担されたリスクに対応するプレミアムが適正であれば、公共主体にとっては賠償の有無という違いは起きるが、実質的な損得 (Value for Money) の差異はなくなるはずである。しかしながら、施設が完工できないままに PPP 契約が解除されるケースや、施設は完工したが途中でサービスが長期間停止してしまい契約が解除されるリスクなどは、①リスクの内容としては大きなリスクであること、②そのリスクの蓋然性を算定しづらいこと、かつ最も重要なこととして、③公共主体が求める賠償必要額がどのような根拠で積算されるのか、事業者が事前に予測できるためのデータや条件が明らかにされておらず、賠償額が係争となった場合にどこまで裁判所が認めるかが事前にはわからないという実務的にも致命的な問題がある。そして、その算定の在り方は、どの公共主体が契約相手方なのか、どのような施設やサービスが PPP 契約の対象となっているのか、対象事業の実施難易度、対象事業の重要性や公共への裨益度、さらには想定損失額を算定する事業者が誰なのかによっても大きく変化しうる。つまり、公共主体が被る損害額賠償のプレミアムは、仮に計算に必要なデータが揃っていても、事前の合理的な算定が困難である。その結果、この金額は案件次第では大きく上下に振れる可能性がある。そしてリスク管理に敏感なスポンサーであればあるほど、その想定損害額の算定は保守的な算定となって膨らまざるを得ない。以上の問題点は、第 6 章第 4 節において世界銀行のガイドラインについて説明した際にも触れた。つまり、「実際に解約となれば、生じた損害賠償や発生済みの出来高に対する対価を双方が主張することになるため、最終的には裁判所や仲裁において、その精算を図るしかなくなってしまう」とした点である。これこそが民間事業者が最も嫌う係争リスクであり、その最大の問題点は相手がどのような損害を被って主張してくるかが事前に分からないことで、それが相手方に過大なリスクプレミアムを必要と感じさせてしまう。ここに情報の非対称性があり、当事者間の疑心暗鬼が増幅する部分でもある。

これが仮に民間企業と別の民間企業の契約交渉における協議対象であれば、漠然たる損害賠償責任を、事前に明確にするべく、想定損失額算定にかかる具体的な算定根拠を求めあう協議が始まり、相互に合理的なデータや前提条件のやり取りが行われ、必要となるリスクプレミアムの金額はより明確になる。あるいは、過去の取引経験や相手方のトラックレコードを根拠として優良な契約相手方を選ぶことで、当該リスクの発生可能確率が無視しうる程度に極めて低いと判断できれば、当該賠償責任条項は免除される、あるいは、予め損害賠償責任に合理的な上限額が設定される。しかしながら、我が国のPPPにおいては契約に当該条項が言及されているだけで、想定賠償額を合理的に事前算出できる仕組みが組み込まれていない。同じようなPPP事業が同一の政府・自治体で何度も繰り返して実施されるのであれば、想定賠償額の算定に相場感も形成されるが、PPP事業では、ひとつの公共主体で一回限りの個別性の高い事業が実施される。このため、リスク管理に敏感な民間事業者は、この漠然たる損害賠償責任条項に基づく想定賠償額の算定に関して、慎重かつ保守的な算定を行う。

表 19：スポンサー企業へのヒアリング（著者作成）

相手先	時期	回答
A社：エンジニアリング会社	2020年11月	①実質的な負担は増えない。②リスクプレミアムをチャージする必要なし。
B社ゼネコン	2019年8月	①日本における日本企業による事業である以上、事業を投げ出してSPCを破綻させるわけにはいかないため、重たい負担になる。②案件によるが、必要に応じてリスクプレミアムをチャージする必要がある。
C社ゼネコン	2019年8月	上記B社と同じ。
D社ゼネコン	2019年11月	同上。
E社ゼネコン	2019年9月	同上。
F社ゼネコン	2020年11月	①理屈の上では責任が増えると考えますが、代表企業が対応すべきだと思う。②あらかじめ対応すべきことがわかっておれば、そういう金額の上乗せをする必要があると考えている。
G社ゼネコン	2020年11月	①実質的な負担は増える。②リスクプレミアムをチャージするかどうかは競争状況にもよるが、本来はリスクプレミアムをとるべき判断となる。
H社商社	2020年10月	①実質的な負担は増えることになる。②リスクプレミアムをチャージする必要がある。
I社商社	2020年10月	①日本企業が日本においてPPPに取り組むうえでは、社内的には実質的には責任が増えることになると捉えざるを得ないが、②リスクプレミアムをチャージするというようなレベルの話ではなく、むしろ場合によっては過大な負担と考えて応札を断念すべき事由と考える。
J社商社	2020年11月	①事実上の責任は増える。②リスク負担に伴う対価は必要と考えるが競争上の問題もあり、取れるかどうかは別問題。
K社事業会社	2020年11月	①この条項があることで自発的な資金投入責任は実質的には増える。案件内容やリスクによっては応札できなくなる。ただし、公共主体は契約上はスポンサーにたいして追加資金供給義務があるとは言えない、レンダーも同じ。②リスクプレミアムをチャージする、あるいは案件を断念する必要がある。
L社外資企業	2020年11月	①実質的な負担は増えると考えざるを得ない、②個別案件として考える場合に、プレミアムを取るとか、高いROEを要求するというのではないが、理念的にはリスクに見合った対価を要求することにはなっている。
問1：PPP契約に対公共損害賠償責任条項があることで、スポンサーの追加資金投入の事実上の（実質的な）責任は増えると考えるか？		
問2: 問1で増えると考えer場合、リスクプレミアムをチャージする必要があると考えるか？		

以上のような意味で、追加でその算定根拠が不明確なリスクプレミアムが発生することは、表 18 のヒアリングと同時に進められた表 19（前頁）のヒアリング結果において、12 社のうち 1 社を除く企業から、対公共損害賠償責任条項の入ったコンセッション案件では、その事業のリスクプロファイルによっては応札を見合わせる、あるいは、その時の競争環境次第ではあるが、リスクに見合う必要な何らかの対価を上乗せして応札する意向が示されていることとも整合的である。

6.6.3 公共主体としての政策的検討

前項で示したように、PPP 契約における賠償責任額の限度化に依拠しない PPP の契約設計のアプローチは、VFM を追求する PPP の契約の在り方としては決して望ましいとは言えない。但し、公共主体の判断において、より高いリスクプレミアムを払ってでも、民間事業者のコミットメントを引き出すことを通じて、PPP 事業をより高い確度で成功裏に導きたいとする考え方は、コストに見合っているかは別としても、直ちに間違いではないと考えられる。特に、民間事業者にとっての PPP 契約における賠償責任額の限度化をすることが、事業者のモラルハザードを招き PPP 事業の品質や安定性に悪影響すると危惧するのであれば、それは妥当である。しかしその場合でも、表 18 の K 社ヒアリングにおける民間企業同士の契約事例にもあるように（本章第 5 節第 3 項のヒアリング参考意見の記述参照）、懸念されるリスクだけに限定して有限の賠償責任を充てるべきと考えられる。PPP 契約におけるスポンサーの実質的有限責任を確保することで、すべての事業者の義務履行全般に一樣にモラルハザードが生じ、民間事業者のすべての潜在的な義務不履行のリスクが増幅すると判断するには無理がある。英米豪等の PPP 契約制度においてサービス対価の減額措置だけでは十分な履行インセンティブにならないとしている唯一の例外は、完工・操業開始の遅延に伴う Liquidated Damage だけであり（但しこれについても上限額の設定がある）、我が国の PPP 案件の特質や本邦民間事業者だけに固有の事情が認められると結論づけることには慎重に判断するべきであろう。また、契約を誠実に履行することを通じて利潤を追求する真摯な事業者であれば、非有限の責任を課さなくとも対価の減額措置だけで十分なインセンティブとなりうる。したがって、非有限の責任を課す必要のある企業の選別・除外は別基準（例えば過去の事業遂行実績の評価等）をもって行うべきであり、個別企業の能力やリスク事象種類に関して無差別に非有限の責任を課す必要性は認められない。

以上のように、PPP 契約における賠償責任額の限度化に依拠しない PPP の契約設計のアプローチは、VFM を追求する PPP の契約の在り方としては決して望ましいとは言えない。もしも PPP 契約における賠償責任額の限度化をすることが、PPP 事業の品質や安定性に悪影響すると危惧するのであれば、サービス対価の減額措置や損害賠償額の予定だけでは、該当リスクの発現を防ぐために事業者に十分なインセンティブを確保できないとするリスクだけに限定して契約を設計するべきと考える。

6.6.4 プロジェクトファイナンスとの整合性

PPP 契約における対公共損害賠償責任は、プロジェクトファイナンスの実務や金融機関の利害にも直接に関係する。民間事業者による義務不履行に応じてサービス対価が減額されるのであれば、金融機関に担保提供されるサービス対価請求債権そのものが減額されることとなるが、それとは別に損害賠償請求権が発生するのであれば、契約解除に伴う精算金支払（Termination Payment）の金額に影響が生じ、金融機関の融資額の返済が変わりうる。公共主体としては、この損害賠償額を精算金支払額から相殺したいと考えるが、金融機関としては予め担保として精算金請求権を押さえることを通じて債権回収の最大化を図りたいと考え利害が対立するため、予め公共主体と金融機関の間で結ばれる直接契約（Direct Agreement）で決めておかなければならない。ちなみに、内閣府契約ガイドライン（2020）[74]の第5章第5節第6項は、この点と完全に同じことではないが、同様の趣旨からの検討を行っている。解約時の公共主体の利害と金融機関の利害のどちらを優先するかは、本質的には、選定事業者の資金調達可能性や資金調達費用への影響（最終的には公共主体への VFM に跳ね返る問題である）を総合勘案したうえで公共主体として検討する必要がある一概には決められない。但し、本邦の PPP 案件に精通した弁護士に確認したところ、我が国の PPP 案件では、金融機関が公共主体に債権・債務の相殺を認めたとうえで、金融機関の回収金の不足額をスポンサーに補填させる約定を取ることが多く、プロジェクトファイナンスであるにも関わらず、スポンサー責任が重くなっていることがある。これもスポンサーの実質的有限責任性を揺るがす慣行である。

6.6.5 PPP 事業の出資証券の流動化

福島(2019) [85]によれば、内閣府のPFI推進委員会においては、PPP事業出資証券の流動化が検討されている。しかしながら、戦略的な投資を行う事業会社とは異なり、流動化された証券に投資する機関投資家はあくまでも有価証券としての投資対象にファイナンシャルリターン目的で投資するに過ぎない。したがって、対公共損害賠償責任条項に対応して追加出資を行うことは考えていない。第6章第5節(表18)のK社ヒアリングにもある通り、対公共損害賠償責任条項が残ったままでは、事業に追加資金を出す意欲のない機関投資家への出資証券の円滑な流動化は困難である。当該条項を通じて投資家への追加出資期待可能性を残したままでは、PPP事業への出資証券の流動化は円滑に行うことができないと考えられる。

6.6.6 本節のまとめ

これまでの分析をもとに本節での議論をまとめる。第1に、我が国のPPP案件契約では、完工遅延に関する損害金規定(EPC契約のliquidated damageでカバーされることを想定)やサービス対価の減額にくわえて、上限額設定の無い対公共損害賠償責任条項が残っており、この点は「PPP契約における賠償責任額の限度化」の原則を明確にしている英米豪等のPPP契約制度との対比において特異である。我が国でもPPP制度ではSPCを設立するのが標準とされているが、そのことは「SPC設立を通じた有限責任化」であり、「PPP契約における賠償責任額の限度化」ではない。PPP事業の運営の瑕疵でサービス途絶が生じ資金が不足するとき、SPCは他の債権者から資金返済や賠償請求を迫られる。この時、他の請求権とは異なり、公共主体からの請求に対する債務不履行は重大である。なぜなら、PPP契約上の金銭債務の不履行は、PPP契約の解約を伴うるものであり、仮に解約されればその他の請求権も自動的に回収の途を絶たれる。したがって、公共主体に対する損害賠償責任は、実質的には他の債務よりも優先度の高いより重要な債務であり、スポンサーは、その形式的な債務者でなくとも重大な関心を持って自発的な資金投入を検討せざるを得ない程度に重たい債務となる。このため、PPP契約における賠償責任額の限度化は、SPC設立を通じた有限責任化によってのみ成り立っている契約上の有限責任性を、実質的に補強するうえで重要である。

以上の通り、第1に、我が国のPPP契約の設計においては、金融機関に対するスポンサーの直接的な債務保証を形式的に回避するという限定的な意味で有限責任性を確保してきたが、スポンサーの義務のついた

債権譲渡の形で間接保証が提供されているため、スポンサーの実質的有限責任性は達成されていなかった。そして、同時にPPP契約における賠償責任額の限度化の原則も確立していないことが確認できた。

第2に、我が国においても、PPPにおいてスポンサーの実質的有限責任性の必要性への意識が高まっている。標準的サービス購入型のPPP事業においては、第3セクターへの反省や公共事業では請負契約を当然とする慣習等から、施工会社を中心に、構成企業が配分されたリスクに応じて非有限の責任を受け入れてきたため、資金調達およびPPP契約の両方の面からいずれも有限責任性の確保した仕組みとはなっていない。しかしながら、収入リスクを含め、投資リスクが大きいコンセッション事業に、厳しいリスク目線をもつスポンサーも新たに参入するなか、スポンサーとして以前より参画している施工会社の間でも、スポンサーの実質的有限責任性の確保の必要性が意識され始めていることに留意が必要である。

第3に 我が国の対公共損害賠償条項に特徴づけられるPPP契約においては、スポンサーの責任に関して契約上の設計が不明確である。対公共損害賠償責任条項の支払責任をSPCに課しているが、SPCにはその賠償に応じられる資力は無いため、公共主体側の政策意図は不明瞭であって当該規定の受け止め方はスポンサーにより差異が生じるために、なかには応札を控える者が生じうるほか、追加資金投入の要否につきスポンサーによって判断が異なりうるため、旺盛な応札を促すとともにVFMを高めるうえでも適正な入札とはならない。仮に当該条項を存続させるにしても、公共主体はその規定趣旨や発動条件を明確にする必要がある。

第4に、公共主体が懸念する個別のリスク事象に関係なく一律に対公共損害賠償責任条項を設定することは、不必要にVFMの低下を招く。公共主体が、サービス対価減額等の仕組みだけでは十分なインセンティブではないとして、スポンサーに対してより強い契約履行意欲を引出したいのであれば、対公共損害賠償責任条項を残すことが選択肢になるが、これにはコストが伴う。このため、SPCの義務不履行に伴う賠償責任については、公共主体が懸念するリスクを特定して対応する必要があるほか、当該リスクに個別に対応して賠償額の上限設定を行うことなどもPPP契約の見直しにあたっての選択肢になる。

第5に、内閣府の民間資金等活用事業推進委員会（以下「PFI推進委員会」という）の第22回計画部会等（2020年4月10日開催「第22回計画部会各意見からのご意見及び対応」[86]参照）において、既往PPP事業に投資したスポンサーのリスクマネーの回転の必要性（出資証券の流動化）が議論されているが、第6章第5節（表18）のK社ヒアリングにもある通り、対公共損害賠償責任条項が残ったままでは、事業に追加資金を出す意欲のない機関投資家への出資証券の円滑な流動化は困難である。その前にPPP契約における賠償責任

額の限度化の議論を整理することから検討を始めることが必要である。

6.7 官民間の情報非対称性と「信頼」の必要性

我が国の PPP 契約にある対公共損害賠償条項は、賠償額支払いのために必要な資力を持っていない SPC に対して、賠償支払いを義務化するもので、ある意味で矛盾に満ちた制度である。前節までの議論は、対公共損害賠償条項の規定によって、SPC の資金不足時にはスポンサーが追加資金投入を行わざるを得ないとの前提でそれにかかるコストを分析した。

しかしながら、我が国の PPP 契約における対公共損害賠償条項は、あくまでも SPC の損害賠償義務を定めたもので、スポンサーの責任を契約上で明記したものではないので、上記の議論の前提は当てはまらないとも言える。対公共損害賠償条項の存在を、スポンサーの追加資金投入の実質的な義務としてとらえるのではなく、その条項が示す通りに、スポンサーが自らの意志と判断において、必ずしもあらゆる場面で追加的資金投入を行う義務があるわけではないと捉え、スポンサーが自ら納得した場合においてのみ行う選択的・自発的な行動と理解することで、新たな意味がある。ここからは、スポンサーの追加資金投入を選択的・自発的なものであるとして分析を進めることとする。

6.7.1 選択的事後的情報開示機能

我が国の PPP 契約に見られる対公共損害賠償条項は、スポンサーの契約上の有限責任性を何ら否定していない。実際のところ SPC の借入については、あくまでも民間事業者と金融機関との借入に関する合意に基づくもので、公共主体は、SPC に対する融資に関してスポンサーの債務保証の要否については何ら介入していない。我が国の標準的サービス購入型案件の PPP に対するプロジェクトファイナンスが、第 5 章でみたように、実態的には担保付コーポレートファイナンスと化していたのは、あくまでも金融機関とスポンサーの合意に基づいてそうになっていたただけのことであって、公共主体が求めた結果ではない。また、SPC の契約不履行に伴う損害賠償責任についても、あえて「資力の無い SPC」に義務を負わせているだけで、PPP 契約は、その義務についてスポンサーによる債務保証を求めているものではない。この点に着目すると、当該 SPC の損害賠償責任をスポンサーが自ら追加資金投入してまで賠償するか否かは、あくまでもその時点での

スポンサーの自主的な判断であることになる。企業としての採算性や持続可能性を考えれば、あらゆるケースにおいて自発的にスポンサーが追加資金投入することを期待できるものではない。しかし、その賠償必要性の原因となった事由によっては、スポンサー自らが自発的に損害賠償に応じるための追加資金投入を行い、公共主体による PPP 契約解除を回避することで、一定の水準の利益率の確保を行うことが合理的と判断することが考えられる。また、自らの PPP 事業一般への強いコミットメントを公共主体に対して示し、後続する入札機会で公共主体から高い評価を維持しようとすることもありうる。したがって、あくまでもその時々々の個別の判断にはなるが、追加資金投入は、企業行動としても合理的な判断となる余地がある。

例えば、民間事業者にとっては、次のような複数の事案が検討対象となりうる。①自らの瑕疵に基づく契約不履行で、公共主体にとって対価減額だけでは弁償されない損害があれば、スポンサーに契約上の有限責任性は認められてはいるとは言え、道義的にはその有限責任性を超えてでもスポンサーが賠償しなくてはならないほど明確な有責性の高い事案。②官民間の意思疎通の不備・瑕疵が重なって起きた問題で、必ずしも事業者側だけの瑕疵とは言えないが、公共インフラの業界で一定の地位・評判の確立した企業であれば、本来は回避しなくてはならないと考えられる事案。③民間事業者の判断としては、官公庁の主張に明らかな誤り・偏りがあるが、それを疎明できる明確な記録を有していない事案。④民間事業者の判断としては、明らかに官公庁の主張に誤りや偏りがあり、かつ一定の証拠も残っているもので、その金額次第では、本来は訴訟をしてでも係争すべき事案。⑤明確に自らの瑕疵に基づく契約不履行であると認識しているが、公共主体に生じた損害を賠償しかつ当該事業を立て直す場合には、SPC を放置・破綻させた場合よりも損失の度合いが高まることが確実であり、しかも仮に損失覚悟で追加資金投入することで業界における評判を維持することができたとしても、将来において魅力的な投資機会を獲得できる見込みもないケース。これら5つのうち、個々の企業の判断にもよるが、①ないし②、あるいは場合によっては③についても、相当数の企業が自発的に追加資金投入を決定する可能性がある。逆に公共主体側からすれば、契約上の有限責任性だけを唯一の理由として、サービス対価支払予定額以上の損害賠償責任に応じる必要性がないと強く主張する企業は、これからも継続して契約を結びたい企業とは言えない。

この場合、「自主的な判断」としての追加資金投入とは言え、スポンサーによっては、かかる将来の追加的資金投入可能性に関して、実質的なリスクプレミアムを応札段階でチャージする可能性もありうる。しかし、企業によってはあくまでも追加資金投入が必要となる時点での自主的な判断であり、計画・応札段階で

予めリスクプレミアムをチャージする必要はないと考える企業も多い。また、公共主体の観点からすれば、応札の段階で当該プレミアムが課せられたとしてもやむを得ないコストであると考えられる可能性がある。なぜなら、かかるコストは、民間事業者が、自らの有責事由を認識しながらも、契約上の有限責任性を理由に事業を中断して契約解除を受け入れるという応札者の選択肢を回避するために必要なコストであり、公共主体としてはこのコストを容認できる余地がある。

ところで、PPP 契約はプリンシパルとなる公共主体がエージェントとなる民間事業者に対して事業を委託する契約であり、PPP 事業の最適化をめぐる問題は、PPP 契約の設計の最適化の問題でもある。この契約は、PPP に取り組む自社の事業計画に関する情報や自らの経営判断に関する情報をほぼ独占的に保有していて「情報優位にある民間事業者」と、事業を行う民間事業者の計画と行動に関しては「情報劣位のある公共主体」が結ぶ契約でもある。このとき、対公共損害賠償条項付きの日本の PPP 契約であれ、それとは異なる PPP 契約であれ、民間事業者は、将来の収入 CF の見込みに対応して、自らの最大投資限度額（その水準以上は追加資金を含めて投入しないという意味の累計限度額）を当初の投資決定段階で設定することが普通である。しかし、自らの瑕疵・不手際で SPC の資力を上回る追加資金負担が発生した場合に、どの程度までであればその限度額を超えてでも、さらに自発的に追加資金投入を行ってまで事業を修復・完遂するか否かについては、スポンサーとしてその態度をぎりぎりまで明確化せず、最終的な見直しの判断を行わない。なぜなら、有責事由が発生したその時点で、追加資金必要額の大小や追加資金投入後の事業の継続リスクを改めて分析しなおすことを通じて、追加資金投入が事業採算としてプラスとなるか、あるいは赤字を覚悟でも長期的に評判を落とすことを避けるべきかは、あくまでも当該事案の発生後に個別に事情を精査し直して、判断し直す必要があるからである。しかしながら、こうしたギリギリの経営判断にかかるリスクアセスメントおよび投資採算に関する情報を、公共主体は観察できない。このように、PPP 事業においては、どのように契約の設計を調整したとしても、官民間の情報の非対称性が存在する。その限りにおいて、公共主体は、PPP 事業における官民の利害の完全な統一化（alignment）を確保することは不可能である。個別の PPP 事業の事業者選定評価の時点において、民間事業者の自社有責事由が起きた場合の各社の事業完遂のコミットメント度合いが如何ほどかは、公共主体からみれば「隠された情報」のままである。しかし、公共主体がこのような民間事業応札者の隠された情報を放置したままに、情報の不完全な選定を繰り返しては、公共主体はコミットメントの低い民間事業者を選択し続ける可能性が高まってしまう。

このような問題を回避・抑制するため、公共主体は、民間事業者による有責事由による損害発生については、スポンサーをして追加資金投入を行うか否かにつき自発的に選択させ（あくまでも追加資金投入は義務ではない）、スポンサーのコミットメントの度合い、つまりある程度のリターンの減少を覚悟してでも PPP 事業を完遂しようとする強い意志を持っていることを情報開示させる必要がある。仮にスポンサーが、有限責任を理由に SPC を放置して損害賠償に応じない場合、公共主体からみれば、当該 SPC は契約当事者であり続ける意味がなくなり、PPP 契約を解除すると考えられる。このような PPP 契約の途中解除は、債務負担行為を承認した議会に当然に報告されなければならない。しかも議会に報告するに際しては、公共主体側も、自らが責任をもって選定した民間事業者が賠償をせず、事業者の有責にも拘わらず事業撤退したことを明確に疎明する必要が生じるため、無闇に民間事業者の責任を論うこともできないという意味で、官民双方にとって説明にかかる透明性への規律も働くとも考えられる。結果的に、対象案件における SPC 破綻・契約解除の情報は、公知情報となり、公共主体はかかる公知情報をもとに、次回以降の事業者選定において、スポンサー提案をマイナスに評価することが可能となる。但し、我が国においては、現状の総合評価方式を含む事業者評価選定の仕組みにおいて、スポンサーのこれまでの事業経験に関する公知情報を自動的に漏れなく評価する仕組みにはなっていないため、事業者選定評価に直結させることができない点については後述する。

一方、民間事業者の側も、我が国のインフラ PPP 市場に多額の初期参入コストをかけるにも拘わらず、唯一 1 件限りの事業機会だけで満足して、以後の PPP に参画しないのでは、経営戦略上、多額の事業投資の正当化は困難となる。そもそも、PPP 事業への取り組みを開始するのに必要な初期投資コストを勘案すると、複数の PPP 案件に継続的に参画しなければ、長期的に必要・最適なリターンを実現することはできない。このため、PPP 事業に一定の持続性をもって取り組むスポンサーであれば、自らの事業コミットメントに関して、業界での評判を維持する強いインセンティブを持っていると考えられる。したがって、情報劣位になる公共主体は、PPP 事業に対する民間事業者のコミット度合いに関する情報を、情報優位になる民間事業者に対して開示させたいと考えることが合理的となる。

上述の情報発信の仕組みにおいては、事業が順調に完遂された場合や、事業者が追加資金投入して事業を治癒できた場合には追加的な情報は公共主体には特段提供されず、もともと資力の無い SPC が対応できるはずもない損害賠償責任条項をスポンサーが放置し、SPC を破綻させた場合にのみ、初めて公共主体に情報が提供される。その時の SPC の有責性の程度・内容次第では、国内の PPP 事業におけるスポンサーの強い貢献

意欲があるのか否かが、公知情報として提供されることになる。例えば、施設の設計ミスが運営段階で明らかになり、公共主体に相当の損害が発生した場合に事業者が単純に事業撤退してしまった場合の事業者の評判（レピュテーション）は、仮に撤退前に損害賠償をしていたとしても著しく下がることに変わりはない。つまり賠償しただけでは撤退による負の効果を補えないのである。つまり、この仕組みにおいては、公共主体が対公共損害賠償責任条項を提示・締結させたいので、民間事業者に対して選択的な情報開示を促し、その情報をもとに後続の事業において事業者をスクリーニングする仕組みともいえる。

このように取引の相手に自己の情報開示を自発的に選択させることで情報非対称性を解消する仕組みは、経済学的には、Stiglitz (1975) [87]の言う「スクリーニング」に相当する概念であるが、本件はその概念に似てはいるものの、実際には異なるものである。上述の仕組みがStiglitzの言う「スクリーニング」となるためには、PPPの応札事業者が、PPP事業の事業者選定段階において、「このPPP事業に関して、自らの有責事由に起因する契約不履行やその損害賠償に関してはスポンサーとして必要な資金投入をしてでも損害額を賠償しかつ当該事業を完遂する意思がある」旨のスポンサーの意志（以下これを「**スポンサー・フルコミットメント**」と呼ぶ）を公共主体に対して明示することで、公共主体がスポンサーの当該情報をもとに事業者を選定することができなければならない。しかしながら、上述の仕組みは、あくまでも後続のPPP事業における事業者選定においてのみ活用することができるに過ぎない。したがって、経済学にいうスクリーニングとは言えず、スポンサーのコミットメントに関する選択的かつ事後的な情報開示に過ぎないため、本論文では「**選択的事後的情報開示機能**」と呼ぶ。

では、何らかの契約上の仕組みを構築し、本来の経済学上のスクリーニングに再構成することはできないだろうか。ここでの問題解決の鍵は、先ほどの「スポンサー・フルコミットメント」の内容にあるが、この言葉の内容には契約として明確に定義しづらい幾つかの概念があり契約の不完備性が障害となる。またスポンサーが受け入れられない概念も含まれている。具体的には、「自らの有責事由」と書くのは簡単であるが、実際には個別の事象で誰に有責性があるかの判断を行うのは簡単ではないほか、契約不履行に伴う「損害額」は、それが発生した後であってもその算定が容易ではなく、かつ「必要な資金を投入してでも損害額を賠償しかつ当該事業を完遂する意思がある」とはスポンサーが如何なる場合でも事業から抜けられない無限責任を課すことに等しい概念である。こうした問題を解決してスポンサーが表明可能なコミットメントとするためには工夫が必要となる。例えば、追加資金投入の対象を、公共主体とスポンサーの間で疑いが生じ

ないように「SPCの債務を履行するための資金」（損害賠償請求への対応資金も当然に含まれる）と明確に幅広く定義し、かつ、スポンサーの無限責任を回避するために、スポンサーが設定・表明可能な一定の上限額とすることが考えられる。つまり、スポンサーは入札時に自らが定める一定額の追加資金投入枠を表明して応札し、公共主体は当該追加資金投入枠の金額の多寡に応じて総合評価を行うのである。もちろん、この金額が大きければ大きいほど公共主体にとって望ましいとは限らない。そもそも明確な追加資金投入枠の金額が設定されれば、これはスポンサーの投資義務となり応札額にプレミアムが加算される可能性は高い。また応札事業者の能力が高く提案内容にリスクが低ければ、仮に追加資金投入額の限度額設定が低くても、そのことを殊更に問題視する必要性はなくなる。そこはあくまでも総合評価であるが、このような仕組みは、前節でヒアリングした外資系企業の要望、つまり少なくとも一定の上限設定を必要としているニーズとも符マッチする。しかも上限額を応札企業自らが選ぶことができるのであれば、企業側としても柔軟性があり制度設計としても受け入れ易い。この仕組みは、過度のリスクプレミアムを回避し、かつ、スポンサーが提案する技術やビジネスモデルの難易度に応じてスポンサーの追加的資金投入によるコミットメントを確保することができるため、スポンサーへの信頼を求める公共主体にとっても一定の解決策にはなることを記しておきたい。

6.7.2 PPP 契約における「信頼」の重要性

本項では、我が国のPPP契約を、関係的契約理論の観点から分析してみる。具体的には、法学者イアン・マクニールの関係的契約理論およびマクニールの理論を発展させて取引費用という概念を用いて継続的取引に関する分析を行ったオリバー・ウィリアムソン（1985）[88]による取引費用の経済学理論で考えるとどうなるだろうか。PPP契約は、インフラの設計・施工・運営・維持管理を公共主体が民間事業者に委託する長期契約である。一方で、この長期契約を分解すれば、施設の設計・施工に関する請負契約と毎年の運営・維持管理にかかる一年毎の委託契約を長期（例えば20年間）に亘り繰り返し継続するものであり、PPP契約はそれらを統合した複合契約とも捉えることができる。しかも、民間事業者が請け負う設計・施工にかかる投資は、相手方となる公共主体のみが必要とする施設であり、他の用途への転用や市場での売却処分ができない関係特殊的投資である。言い換えれば、PPP契約は、関係特殊的投資を対象とし、細切れで複数の運営・維持管理契約を合成したものとも言える。しかも、この長期契約は、複数契約の単なるとりまとめでは

なく、契約期間の途中でいずれからの契約当事者の重大な債務不履行が発生すれば、契約はその時点で解除可能となっており、民間事業者が行った関係特殊的投資の費用精算手続きも PPP 契約において詳細に定められており、その精算手続きの点を含め強制執行可能な契約である。つまり、長期の PPP 契約を受注した民間側の契約事業者も、自らのミスで重大な債務不履行をすれば、その契約を公共主体によって解除され、他の民間事業者にとって替わられる可能性を持ちながら、日々そのような事態とならないように対象事業に継続的に取り組んでいるとも言える。

PPP 契約を我が国の民法に沿って整理すれば、上記のような取引とは、停止条件付の契約更新条項を毎年繰り返すものである。つまり、一年後に終期を迎える契約をさらに追加一年延長するか否かの選択はあくまでも、今後一年間の取引関係が互いに満足するものであったことを確認することで決定される。法律行為の効力の発生が将来発生するかどうか不確実な事実にかかっている場合を停止条件というので、これは停止条件付の契約である。一方、PPP 契約は、解除条件付の長期契約とも言える。これから一年間に運営維持管理に大きな瑕疵があれば、この契約は途中解除されるというものである。法律行為の効力の消滅が将来発生するかどうか不確実な事実にかかっている場合を解除条件という。両者の違いは、前者の場合には、契約の一年間の追加延長はあくまでも一定の条件（良好な事業の履行）が成立するまで効力が無いという点であり、後者の場合には、長期契約は最初から一定の事由（重大な事業の問題）が生じた際の契約解除まで有効である点である。しかしながら、いずれの場合でも、直近一年間に契約通りに互恵的な「サービス提供と対価の支払」の事実が確認できない場合には、その時点で契約が打ち切られることになる。しかもその際の精算手続きの内容が同じであれば、両契約に経済上の実質的な意味での差異はなくなる。このように、PPP 契約は長期契約でありながら、その長期性は官民双方による適切な債務履行なしには長期の関係になりえない脆弱な構造を持っている。つまり、PPP 契約のような長期契約は、公共主体しか利用できない施設整備の完工を前提とした関係特殊的投資を対象とし、完工後において単年度の運営維持管理契約を長期継続的に繰り返す、長期継続的取引とすることができる。なお、コンセッション案件も、サービス購入型案件と同様に、実質的に長期継続的取引であると捉えることができる。コンセッションでの民間事業者は、事業の収入を公共主体との契約を通じた収入としてではなく、利用者から直接に利用料として受け取ることとなる。このコンセッションにおいては、従来は公共主体が利用者から受けていた利用料を、公共主体が利用者から一度受領したあと、その収入をそのまま自動的にコンセッション事業者に移転する仕組みに変更した、と捉えること

ができる。つまり需要リスクのある収入CFを、公共主体を通じて毎年継続して譲り受けていると考えれば、コンセッションもサービス購入型と同じく公共主体との長期継続的取引であると位置づけられる。

さて、ウィリアムソン [88]の論じた対象は、民間対民間の企業間取引である。技術的理由から長期投資が必要な場合において、企業が不確実性のある環境で事業を営んでいる限り、これを市場取引で調達すると長期契約の場合には当事者間で何らかの紛争が生じ、短期契約ではその都度再交渉が必要となるが、そのいづれにも取引費用が必要となることをウィリアムソンは指摘している。このような時に、取引費用を勘案すれば垂直的統合が合理的かもしれないというのが彼の理論である。また、ウィリアムソンによれば、垂直統合と関係的取引を同列に論じる必要性を指摘し、組織は生産費用と取引費用の合計を最小にするように取引制御機構を選ぶのが望ましいとした。PPP契約では、そもそも民に比べて公共主体のオペレーショナルな効率性が低いという判断に立っており、民間事業者による生産費用の削減が、長期継続的取引（長期契約）の取引費用を上回るものと考えられるが、垂直的統合（public provision）と継続的取引関係（PPP）とを比較すると、後者は、ウィリアムソンの理論における「cost control for steady-state supply」を引き出す点で優れているということを意味していると考えられる。

しかしながら、官民間のPPPの場合には事情はそれほど単純ではなく、取引費用がやはり問題になる。実際のPPPでは、官民のどちらかに重大な債務不履行事由が発生した場合に、PPP契約に定められる契約解除・精算手続きが契約書通りに実行されることは稀である。Guasch [32]によれば、官民間で契約の（契約書に定めのない形で新たな）再交渉が行われることが多いことが世界中で確認されている。これには契約解除に伴う公共インフラサービスの長期の中断期間を回避しようとする公共主体の意向も影響している。契約の当事者は、いったん長期の契約関係に入ると、事業に関しての情報を共有することで一定水準の連携関係が構築される。当事者間では、契約書通りに債務不履行事由に基づき契約を解除するのではなく、その連携関係をできるだけ維持し事業を継続することのほうが対応しやすいと考えることも多い。いわゆる契約の柔軟性の観点から再交渉を良しとする考え方である。しかしながら、Engel et al [1]が指摘するように、多くの再交渉事例において公共主体は不利な条件での再交渉を強いられている。かかる事実、PPP契約が長期であって多様な不確実性に遭遇するため、あらゆる事態に対応した最適な解決を提供できないという意味で不完備契約であり、不完備なPPP契約では契約当事者双方の機会主義的な行動に遭遇するかもしれないリスクを抱えている。したがって、PPPの最大のリスクは、こうした契約の再交渉を通じて発生する取引費用の

増加が、企業の機会主義的行動によりさらに増幅され、当初に期待された効率性向上（費用削減分）を大きく上回ることである。そしてその機会主義的な行動が発生する原因は、信頼のおけない民間事業者の意図や行動が隠されたままで、公共主体がそれを感知しえないことに起因している。

もちろん、取引費用の事例には、継続的取引ではないもっと単純なケースもある。第2章では、少額のPPP案件ではプロジェクトファイナンスは成り立たないとした。これなどは、取引費用（銀行の審査にかかる独立コンサルタント、弁護士をスポンサーが負担する費用や審査にかかる手間・時間など）が、少額のプロジェクトファイナンスのデットの導入に伴う資本コストの削減メリットを上回るためである。継続的取引の事例としては、第5章で考察した我が国の標準的サービス購入型案件の事例があげられる。スポンサーの実質的有限責任性が無いため資本コスト削減が行えておらず、かつ、施設整備と運営のバンドリングを通じた取り組みが欠如しているため、取引費用（PPP契約の締結にかかる費用、プロジェクトファイナンスを借り入れることに伴う追加的金利負担など、従来型をPPPにすることに伴う増加費用）を上回る効率性を発揮できていない。この結果、会計検査院（2021）[66]が指摘するように、サービス購入型PPPのVFMが小さいのではなく、むしろコスト増となってマイナスVFMとなっている。しかし、PPPにおいてスポンサーの機会主義的行動が問題となるのは、官民間の情報の非対称性を利用して、官側の信頼に悖る民間事業者の行動が起きて、継続的取引の取引費用が甚だ大きくなる場合である。

法学者の内田貴（2000）[89]は、マクニールの関係的契約理論に基づきつつ、「契約法の二元性」（実定契約法と契約規範の二元性）の問題を取り上げて、我が国における契約法の再興の必要性を論じている。その中で、ウィリアムソンの継続的取引に着目しつつ、「経済学の視野は極めて限定されているのである。取引関係を合理的行動主体間の「支配」や「コントロール」と言った観点から外在的に考察することにより、人間の行動を規定している、重要な内在的要因が視野の外に置かれている。もしその視野の狭さが継続的取引という極めて生々しい現実の分析に限界をもたらしているとすれば、新たな視点を導入する必要があるだろう。ここで注目すべきだと思われるのが法律的視点（規範の学）の重要性である」（p286）と論じ、ウィリアムソンを含む「経済学の説明では、継続的取引が安定的であり、効率性を達成することは説明できるが、なぜ特定の相手との関係で「関係特殊的投資」がなされたのかが十分に説明にされていない」（p313）、「組織的継続的取引が開始される時には、まず当事者間の信頼関係の醸成が先行する。そしてそれを通して、継続性に対する互いの期待と、一定の契約規範が共有される」（p295）、「現実には、取引に特

殊な投資をする以前に既に当事者間に、そのような投資をリスクでなくする要素が働いている。それが、ケネス・アローが市場化できない重要な財と呼んだ「信頼」である」（p314）とする。そして関係特殊的投資に必要なのは契約当事者の「信頼関係」であり、さらに進んで契約にある目的を成し遂げるための両当事者による「協働」の概念である」とする。

つまり、PPP に置き換えれば、不完備契約である長期の PPP 契約の弱点を補うには、契約当事者双方による機会主義的な行動を排除しうる「信頼」に裏付けられた「協働」の概念がどうしても必要となると考えられる。もとより PPP 契約は、官民の連携、協働を目的とした契約そのものである。こう考えると、資力の無い SPC に義務付けられた対公共損害賠償責任条項は、公共主体がインフラ PPP を担う事業者に対して強いコミットメント（疑いのない自社の有責事由に関しては、自発的に親会社資金を投入してでも修復する強い協働する意思）を求めたことを PPP 契約の中に表現したとすることができる。言い換えれば、PPP 契約は、長期間に発生する様々な予測不可能なリスクにさらされるものであり、かつ、契約相手方が契約上の有限責任性を前提とした組織（SPC）であることから、追加的に契約の履行の確実性に脆弱性をもっている。対公共損害賠償条項は、公共主体が民間事業者のコミットメントに関して信頼関係を求めることで、その脆弱性を補完しようとしたものであると考えることができる。そして、この対公共損害賠償条項は、最初に結ばれる PPP 契約の締結において、信頼や協働へのコミットメントを事前スクリーニングできる仕組みを内包しているわけではないが、PPP 事業に複数参画してトラックレコードを公知情報として生産することを通じて、自社のコミットメントを公共主体に示すという、自発的・選択的な機会をスポンサーに与えたものと見なすことができる。

ところで、ここで言う「信頼」とは、任せられた事業を契約通りに実施できる契約者の「能力」と何か予期せぬ問題が生じても事業を完遂しようとする契約者の強い意志「コミットメント」から成り立っている。

「能力」・「コミットメント」は、財務的なフルコミットメント（いくらでもお金をつぎ込んで事業を完遂するというスポンサーの意思）と同義ではない。そもそもの企業の設立目的や株主の存在を考えれば、そのような過度に厳しい財務的責任の引き受けは、本来は非現実的である。「信頼」とは貨幣や財務的な価値に完全には置き換えることのできないものである。よくある議論としては、公共主体に対する損害賠償債務に関してスポンサーが保証するとか、SPC に対する資本金の投入額を増額すればそれで済むはずだというものである。しかしながら、これらの措置だけで、公共主体が事業者の信頼性について満足しているわけではな

い。公共主体としては、スポンサーに対して PPP 事業にお金をつぎ込んでもらうことが目的なのではなく、事業を予定通り完遂してもらうことが重要だからである。この議論と同様に、スポンサーが公共主体に対して保証金を積むことが PPP では有効であるとか、パフォーマンスボンドの金額を増額するのが良いという議論がある。例えば、石（2006） [90] も PPP における資産代替を防ぐために、保証金活用の有効性を論じている。しかしながら、この議論は2つの意味でここでの「信頼」に関する議論とは異なる。そもそも保証金やパフォーマンスボンドの金額引上げは、スポンサーが SPC に投下する資本の金額を増やすことで事業者のコミットメントを増やそうとしている。しかし、保証金や保証（ボンド）の提供は、ファイナンス理論上は、スポンサーの資本投下（イクイティ）を増やすことと同義で、ROE の分母の投資金額を高めているのと同じである。つまり、高い資本コストを伴う SPC への出資金の増額を要する。しかも、公共主体がスポンサーに求める信頼はそれだけでは不十分である。仮にそれで十分であれば、一定水準の資本の投下を伴う SPC は、既に十分に信頼があることになる。実際には、公共主体はお金を積んでリスクテイクの意思を顕示してもらうことではなく、事業を誠実に完遂してもらうことをより強く求めている。このようなことを踏まえて、ケネス・アローは、「組織の限界」（村上泰亮訳）と題する著書（Arrow (1976)） [91] の中で言っている。「それは人々の信頼である。さて信頼というものが、仮にほかの点をおくとして、非常に重要な実用的価値をもっていることはたしかである。信頼は社会システムの重要な潤滑剤である。それが社会システムの効率を高めることはたいへんなものであって、他の人々の言葉に十分に依存できるとするならば、様々な面倒な問題が取り除かれる。しかし不幸にして、信頼とは非常に容易に購入できる財ではない。もしもそれを買わなければならないすれば、買い入れられた信頼について、既に若干の疑念が抱かれることになるだろう。信頼あるいはそれに類似した価値、忠実さ、あるいは嘘をつかないことといったような価値は、経済学者が外部性と呼ぶようなものの例である。それらも財である。それらも財貨であって、現存しうる実地的な意味をもち、経済的な価値をもっている。それらはシステムの効率性を増加させ、より多くの財を生産し、われわれが高い価値を与えるところの如何なる価値についても、そのより多くを作りだせるのである。しかしそれらは、公開の市場においてそれについての取引が技術的に可能であるような財ではないし、あるいは取引に意味があるような財でさえもない」（訳書 pp16-17）。このように、信頼とは、未来の不確かな事象に向けた単純な行為の約束ではもちろんないし、金額の大きい損害賠償責任に裏付けられた契約の義務だけでは提供することができないものでもある。つまるところ、それは財務的価値で表すことができない、言い

換えれば市場で取引することができないものである。だからこそ信頼とは、事業者が自らの意思で、ある程度の長い年月をかけて自発的に取引関係者との間で築き上げることのできる「良好な履行実績」によってのみ構築されうるとも言えるものである。しかしながら、それもひとたび信頼を揺るがす事態が発生すれば、信頼を感知する人々の心象から簡単に消滅してしまうため、そもそも把握することが困難なものである。但し、信頼の構築は、企業で働く役職員が長年の間に顧客との間で築き上げてきた努力の蓄積であるからこそ、企業が確立できた貴重な信頼を容易には失うインセンティブを持たないのも事実である。だからこそ、信頼を審査するには、信頼の構築のベースとなった過去の事業履歴をレビューすることが不可欠である。

さて、我が国の PPP 市場においては、制度上はあくまでも個別の PPP 事業に関して一件限りの独立した事業者選定が行われる建前とはなっているものの、事業者選定の手続きにおいては、価格以外の定性評価を含む総合評価方式がとられており、資金調達についての説明・提案（ノンリコースに関わらずいざとなれば追加資金投入することなどの意思）が加点評価されうることになっている（もっとも、この要素の重要性に鑑みれば、この評価のウエイトは決して高いとは言えない）。つまり、公共主体は、民間事業者に対してスポンサーの契約上の有限責任性に関わらず、可能な限り我が国のインフラ市場に対する強いコミットメントを要求しており、民間事業者もかかる要求を理解している。同様に内田貴 [89]は、「組織型の継続的取引が安定的なのは、関係特殊的な投資が大きいからではなく、そのような投資を可能とする規範意識が共有されているからだという説明」は、日米の企業経営者へのインタビューの現実にも適合しており説得力があるとしている。また「現実には、個々の経済主体単位ではなく、業種・業界の単位でそのような規範意識が共有されていることがある」と説明しており、対公共損害賠償条項は、まさにその規範の共有を狙ったものであるとも言える。ちなみに、「関西国際空港及び大阪国際空港特定空港運営事業等募集要項」（新関西国際空港株式会社平成 26 年 11 月 22 日）[92]によれば、新関西空コンセッションの事業実施方針の代表スポンサー要件には、これを裏付けるかのように、我が国インフラ施設の整備・運営へのコミットメントを要求する次のような文言がある。

「我が国の法令・ビジネス慣習を熟知し、関西国際空港及び大阪国際空港の設置・運営経緯を承知しているとともに、我が国の産業、観光等の国際競争力の強化及び関西における経済の活性化に寄与する意思があること」（第 8 章第 1 節「参加希望者の参加資格要件」）

以上から、公共主体は、PPP 契約に不可欠な官民の信頼関係を、「経済の活性化に寄与する意思があること」という「強い協働」の意思としてあえて求めているのであり、SPC 損害賠償責任条項は、その意思をスポンサーの自発的・選択的な意思として具体的に求めていると言える。これに対して、会社法の枠組みによって統治される民間企業の側は、あくまでも会社の利益を最大化するという株式会社の目的から、その取締役は会社に対して忠実義務（会社法 355 条）および善管注意義務（会社法 330 条）を負っているため、公共主体の期待・要求に応じることで生じる利益率低下を無視した安易な経営判断を行うことは「背任」となるため法的にも許されないものの、納税者・利用者や投資家の間における自社の社会的な評判の低下等を通じて長期的な企業価値の低下を招かないようにするための範囲で、独自の経営判断を行うことについては、「その社会的役割を果たすために相当の程度で」（八幡製鉄事件最高裁判決 [93]）認められると解されている。

6.7.3 対 SPC 損害賠償条項の活用に向けた課題

前項においては、関係特殊的投資における継続的取引を支える信頼の重要性について論じてきた。しかしながら、対 SPC 損害賠償責任条項を実務的に活かすには実施上の課題がある。我が国の PPP における事業者評価選定制度においては、スポンサーの代表企業の応札資格要件は、施設整備の施工業者に求められる要件と同じであって、コンセッション案件等を除けば代表企業に特段の追加的な応札資格要件がない。学校給食センター案件などについては、運營業務に参画する企業の要件として、一定の調理業務の実績や HACCP（危害要因分析必須管理点）対応の知識を求めることはあるものの、そこで求められる要件は経験の有無しに関する形式的な判断基準である。経験の中身、つまり実績の質（例えばどの程度の長期間の運営実績があるか、事故による業務中断や要求水準未達の実績の頻度など）を問うものではない。実施済み・実施中の事業における要求水準の未達の実績や契約解除の事実などは考慮されない仕組みである。しかも、応札後においても、通常は総合評価競争入札方式が採用されており、価格以外の要素についても、提案書の内容をもとに定性評価し一定の加重をかけたスコアリングを行い、総合評点の多寡で事業者を決定するものである。しかし、この定性評価スコアリングはあくまでも、事業者の提案書の内容についての「加点」評価である。逆に言えば応札事業者の過去の事故発生・業務中断・事業の実質破綻の履歴などが客観的に評価されるような仕組みにはなっていない。スポンサーが過去に取り組んだ PPP 案件で SPC を破綻に追い込んでしまっ

た公知情報が直截に評価されるプロセスは現状では組み入れられていない。過去のスポンサーの事業運営に関するトラックレコードを評価対象とするような評点の仕組みが確立されていないと、対 SPC 損害賠償条項の選択的事後的情報発信機能は有効に機能しえない。この点は、ノンリコースのプロジェクトファイナンスにおいて銀行が行う中核スポンサー企業のトラックレコード審査とは対照的である。くわえて、本章第 4 節第 6 項にて取り上げた国際機関のガイドラインにある PPP における民間事業者の応札資格基準とも対照的である。

なお、我が国の PPP の事業権入札における事業者の評価選定手続きにおいては、スポンサーの長期的な財務体力を明示的な資格要件あるいは総合評価における定性評価項目とはしていない。この点も、幾つかの国の PPP においては応札スポンサーに求められる一定の財務健全性基準の存在とも対照的である。仮に我が国の対公共損害賠償責任条項を「選択的事後的情報開示」の目的で活用するにしても、親会社の財務体力が十分でなければ、自発的なスポンサーの追加資金投入を実現できない。破綻した福岡のタラソセラピー PPP 事業においては、事業の破綻とスポンサーの破綻が時間的に隔たりのない同時期に起きたために（福岡市 PFI 事業推進委員会 [30]）、最終的にはスポンサーの追加資金投入はそもそも行うことができなかったことを踏まえれば、事業者選定手続きにおける評価項目にスポンサー企業の財務体力項目を一定の水準で入れ込むことが必要であると考えられる。なお、かかるスポンサーの財務健全性評価は、ノンリコース・ファイナンスとなるプロジェクトファイナンスを行う銀行の審査においては重要な項目となっており、銀行審査と軌を一にするべき項目である。

一方で、この対公共損害賠償条項をもつ PPP 契約の制度が依然として VFM の観点から望ましくない観点があるとの反論もありうる。そもそもの事業者選定プロセスにおいて、十分に能力のある民間事業者を選定できていないからこのような追加資金投入を予め期待せざるをえないのであって、本来は十分に能力のある事業者を選定できていれば、このような結果には陥らないはずであるとの議論である。この場合には、SPC に損害賠償条項を課すこと自体が自己矛盾ということになる。なぜなら、事業者の契約履行にかかる信頼性は、事業者の能力（瑕疵なく事業を行える高い蓋然性）とコミットメント（万が一うまくいかなかった場合に修正してやり遂げる意思）の両方で構成されており、能力が高ければコミットメントの重要性は相対的に落ちる。しかしながら、この批判の前提には、良好な経験・実績のある外国企業を含め技術的能力において優れた事業者が多数存在し、その事業者のなかで価格競争が繰り広げられているということがある。仮にこ

の前提が成り立つとすれば、このような SPC による損害賠償規定の存在は応札事業者に無用な混乱を生むだけで、応札価格に悪影響を与える可能性もある。しかしながら、このような前提が成り立たない場合には、少数の優秀な事業者に常に発注する可能性を招き、結果的に当該事業者の独占的地位を招来し、新たに機会主義的な行動を招きかねないという問題がある。

いずれにしても、民間事業者が真に能力がありコミットメントを持つか否かは、これ自体が隠された情報であり、公共主体からは容易に確認することができない。特に、企業の組織は時々刻々と変化するため、企業が現在から将来に向けて信頼に値するかどうかを予め判断することはほぼ不可能である。これをシグナリングなり、スクリーニングという方法で、情報を豊富とするためには、公共主体間で連携し、民間事業者のこれまでの事業履歴（トラックレコード）に関する情報を共有し蓄積して個別の公共主体に提供するような情報共有のシステムが必要であると考えられる。そのための情報ソースは基本的には4つある。ひとつは、応札事業者による事業履歴情報の提出である。PPP の事業権入札の際に、応札対象案件と類似の事業経験について応札者に正確な記述を求めることである。記述内容としては、応札者が具体的にどのような種類のインフラ施設で施設整備と運営を行ったのか、その経験の内容（施設名、施設の状況、事業期間、対象事業における応札者の役割、事故や初期契約締結後の変更・改訂の内容）が対象である。但し、応札者の記載内容に虚偽記載が無いように、その記述内容にスポンサーからの表示・保証（海外契約書における Representation & Warranties と同様のもの）を求め、虚偽記載があった場合には PPP 契約の解約事由となることや賠償責任を明確化する必要がある。このことによって、スポンサーは正確な情報提供の義務を負うことになる。第2に、日本政府はすべての地方公共団体やその他の公共団体との間で情報ネットワークを構築して、PPP 事業における民間事業者の事業履歴情報を共有できるシステムを構築する必要がある。本節で述べたような SPC が破綻となった場合において公知となる情報だけでなく、初期契約締結後の PPP 契約の変更や再交渉にかかる情報やその経緯と原因などの情報を収集・共有・蓄積することができる。実際のところ、会計検査院 [66] が、国の実施したサービス購入型の「26 事業において（中略）債務不履行が計 2,367 件発生していた」としていることを考えれば、収集されるデータの内容・件数は豊富なものとなるはずである。データを集積する事務局には、PPP の専門家を常駐させたうえで、異なる公共主体が作成した記録内容の歪みの補正（データクリーニング）を行って中立的な情報とする必要がある。一定規模のデータが獲得できれば、これを事業者の能力・コミットメントの「格付け」として体系化することも可能である。第3に、金融機関から

の情報の取得である。公共主体は、PPP 契約を締結した民間事業者（SPC）が金融機関からプロジェクトファイナンスによって資金調達できていることを、直接契約（プロジェクトファイナンスを提供する金融機関と公共主体との間で締結する Direct Agreement）を通じて確認することができる。具体的には、民間事業者が PPP 契約の締結後、工事開始に必要な資金調達準備の完了を終える直前に、直接契約の締結を行うことになるので、公共主体はプロジェクトファイナンスを通じた資金調達が完了したことを確認することができる。仮に我が国の標準的サービス購入型案件の PPP のようにその資金調達が実質的にノンリコースでない可能性が高い場合には、このような確認には実質的な意味がなくなる。このため、応札スポンサーには資金調達戦略（ノンリコース性）を明記させ、資金調達完了後にはその戦略に変更が無かったことを確認書の提出を求めることも可能である。また、我が国でも標準的サービス購入型案件の PPP 以外では、対 SPC 損害賠償条項を通じた実質的なリコース化は困難であるため、もしも金融機関がスポンサー保証を取っている場合にはその高い資本コストは、応札価格に必然的に加算されており、かかる事業者が選定される可能性は相当に低くなっているものと考えられる。第 4 に、応札企業が海外企業である場合や、日本企業であっても海外での PPP 事業経験をもって事業履歴に記載してくる場合に備えて、外国政府との間で情報交換協定を締結することや、それが不可能であれば、独立のコンサルタントを雇用して海外での PPP 事業の履歴を収集させることも検討可能である。以上の通り、スポンサーの事業履歴に関する情報の収集と集積には、公共主体自身がバランスの取れた中立性の高いデータの取得・分析に向けて主体的に取り組む必要がある。

6.8 結論

我が国の PPP においては、公共主体がそのガイドライン等において、明示的・積極的にスポンサーの契約上の有限責任性の確保を標榜してこなかった。また、その PPP 契約においては、サービス対価の減額措置にくわえて対公共損害賠償条項を残すことで、民間事業者に対する損害賠償を求め続けていたため、実質的な有限責任性が確保されていなかった。このことは、英米豪等に類例をみないもので、我が国に特異な PPP 契約制度の特徴であったため、外資系企業はもちろん、日本企業であっても、リスクとリターンの関係に敏感な企業においては、我が国の公共主体がスポンサーの実質的な有限責任性を否定することを前提として PPP 契

約を設計しているようにも見えてしまうため、不必要に高いリスクプレミアムの賦課を通じて、公共主体は VFM を減少させているともいえる状況にあった。

しかしながら、我が国のかかる PPP 契約制度は、SPC の資金調達面におけるスポンサーの契約上の有限責任性を十分に認めつつ、一方では、PPP 契約上の民間事業者の有責事由による損害賠償責任については、スポンサーによる追加資金投入を義務としてではなく、公共主体が民間事業者に自発的・選択的に期待している意思を体現した情報提供依頼と捉えることも可能である。この点をとらえて、対公共損害賠償条項には「選択的事後の情報開示機能」がある。この制度は、若干のリスクプレミアムが民間事業者により賦課される可能性はあるが、PPP 契約において最も重要であるが実際には最も不足しがちなもの、つまり「官による民への信頼」を確認するための仕組みともいえる。ここで言う仕組みとは、選定事業者が自らの不手際に基づく損害発生については有限責任性に関係なく自発的に対処し、少々のリターン低下を厭わずに、公共のために事業継続に高いコミットメントを有すること、を確認するために必要な情報を提供する仕組みである。Hart [61], Iossa & Martimort [62], Iossa & Martimort [15]が、PPP を要件付ける重要要素であるバンドリングが、従来型の公共事業と比較しても社会厚生的には望ましい選択肢となる条件として、「公共サービスの契約規定可能性」(Contractibility) および「低位な操業運営リスク」とともに、「相対的には低い官民間の情報非対称性」をあげていることを踏まえれば、この契約制度は、情報の非対称性の程度を低めるための役割を果たすことができる。但し、この制度が日本において十全に有効に機能するためには、PPP の事業者選定評価システムにおいて提供される情報が、応札資格要件あるいは総合評価における定性の加点・減点評価対象として一定のウエイトをもって紐づけられることが必要であるほか、中核スポンサーの長期的な財務健全性を同様に事業者評価選定審査に紐づける必要性がある。

ここで、本章における以上の分析と第 2 章・第 3 章の分析結果と併せて結論を整理する。PPP 事業においては自己資本の統合リスク管理の観点から、スポンサーにとって資金調達時の「実質的有限責任性」の確保は不可欠であるが、同時にそれは資本コストの削減を通じて公共主体の VFM 向上にも貢献していた。しかしながら、このスポンサーの実質的有限責任性を通じて生じる「投下自己資本の抑制」は、公共主体が求める選定事業者による PPP 契約履行の確実性を担保する観点から見れば、コミットメントの削減・履行インセンティブの低下を意味しており好ましいとはいえない。この問題を克服するためには、選定事業者の高い「能力」と強い「コミットメント」を、別の形で求める必要がある。しかしながら、真の能力やコミットメント

を見極めることは簡単ではなく情報の非対称性の壁が立ちはだかる分野である。この問題を乗り越えるには、事業者が同種の PPP 事業の履行にどのような能力を発揮し、対応に瑕疵が生じた際にどのようなコミットメントを示して事業を完遂してきたか、つまり過去の経験・実績の「内容・質」に関する情報採集を通じた「信頼性」を形成する情報の確認が必要となる。したがって、公共主体が、民間事業者にとってより難易度の高い運営リスクを民間事業者の責任となるように PPP を設計するには、この事業履歴に関する情報の収集・蓄積を進めるとともに、真の能力とコミットメントを分析できる仕組みを確立する必要があると考えられる。またこのためにこそ、中央政府は地方自治体等とも連携して、民間事業者の事業履歴に関する情報を収集・蓄積・分析できる体制を構築する必要がある。

7 PPP 推進策と金融資本市場政策

本章では、これまでの分析結果をもとに、PPP の推進にかかる政策と金融資本市場政策との関係性および密接な連携の必要性について整理する。

7.1 はじめに

インドと我が国の金融業界では、経済・産業の発展段階および金融資本市場の成熟度は大きく異なる。また不良債権の現況も大きく異なる。我が国の不良債権比率は、時系列で確認できる 2001 年度以降の最低値を記録し、金融庁 [94]によれば、2018 年 9 月時点で主要行および地域銀行の不良債権比率は、それぞれ 0.5%・1.7%まで低下した。しかし、インドと同様に、需要リスクもある水道・道路・空港などのより難易度の高いコンセッション事業に今から取り組む我が国にとり、インドにおける PPP 向け融資の不良債権化の経験はとても重要である。なぜなら、第 5 章でみてきたように、日本における標準的サービス購入型 PPP の資金調達においては、本邦の金融機関が、プロジェクトファイナンスの本来の審査で求められる、融資対象の PPP 事業の厳格なプロジェクト審査に依拠するのではなく、実質的には SPC の構成企業にリコース可能な契約に依拠する融資を行っていたため、金融機関による事前審査を通じたモニタリング機能が十分に発揮されていなかった。インドと日本の金融機関の間では、その背景や構造は異なるが、ノンリコース融資の社会的な価値が認識されていなかった点は同じである。

なお、PPP の推進にかかる政策と金融資本市場の関係性を論じる前に、第 4 章および第 5 章において著者が観察したインドの PPP および日本の標準的サービス購入型 PPP に対するプロジェクトファイナンスの実態を踏まえ、ノンリコース性の度合が異なるプロジェクトファイナンスのパターンにより、事業審査の精度がどのように変わりうるかを、概念的な整理としてまとめておく（次頁の表 20 参照）。

表 20：ノンリコース度に応じたプロジェクトファイナンスのパターン（著者作成）

番号	パターン名称	内容	リコース性	事業審査の質
1	本来のプロジェクトファイナンス（1）	基幹3要素審査を行い、融資対象事業のCFだけに依拠してセキュリティパッケージを構築。スポンサーから一切の保証および追加資金提供を求めず、複数の銀行で融資。	ノンリコース	◎
2	本来のプロジェクトファイナンス（2）	（1）と同じであるが、限定的な事象（例えば完工遅延）を契約に明記して、当該事象発生時には、スポンサーからは一定限度の範囲内で追加資金提供を求めることができる点だけが異なる。複数の銀行で融資。	リミテッドリコース	◎
3	一部リコース性があるプロジェクトファイナンス（1）	（1）や（2）と同じではあるが、スポンサーとの通常融資取引における交渉力を通じて、事業破綻時には、スポンサーに自主的な追加資金提供や債務の返済を迫ることを前提としているもの（但し契約書の根拠は無）。メインバンク制のある我が国では、基幹3要素審査に一部悪影響あり。複数銀行で融資。	部分的にリコース性あり（貸手と借手の力関係次第）	○～△
4	リコース性の高いプロジェクトファイナンス（2）	（1）や（2）に加えて、スポンサーからは、スポンサーサポート契約や経営指導念書などを徴求し、事業破綻時にスポンサーに追加資金提供を求める事実上の約束を取り付けている。基幹3要素の審査が不十分となり、単独融資も検討されうる。	相当程度の高いリコース性が認められる。	△～×
5	Name Lending	形式的には（1）（2）と同じであるが、スポンサーの名前やブランドに依存した融資で、実質的には基幹3要素の審査の精度が極端に低い。事業破綻時には、力関係次第ではあるが、スポンサー・リコースを求める可能性がある。単独融資も検討されうる。	リコース性は貸手・借手の力関係次第で認められる。	×

パターン1・2では銀行はプロジェクトファイナンスの基幹3要素審査とCF審査を十分に行ったうえで、予備費の少ない資金制約のもとで、対象事業の実施可能性をもとに融資可否を判断している。いずれもグローバルに活動する金融機関による標準的なプロジェクトファイナンスであり、その中には邦銀メガバンク（邦銀の海外インフラプロジェクト向けプロジェクトファイナンス）のみならずインドにおける外銀や複数の民間銀行も含まれる。パターン3は、開発途上国の一部や我が国のメインバンク制度で起きうるものであるが、スポンサーと銀行との取引関係性が強いことを梃子に、銀行が最終的に親会社に対して追加資金供

与を強く求めることができるもので、事業審査の精度はその分下がると考えられる。パターン4は、銀行が当初からCFの審査に自信が持てず（言い換えれば、前提となる基幹3要素審査を行う能力が不十分）、スポンサーへのリコース可能性を明確に文書化するもので、インドの一部（表5の確認2の回答参照）や我が国の標準的サービス購入型案件のPPP案件向けのファイナンスにおいて独特に見られるもので、PPP事業の審査の精度・深度は大幅に落ちる。パターン5は、基幹3要素審査を完全に骨抜きにした形式的なプロジェクトファイナンスで、インドのみならずフィリピンなどでも一部見られる。事業審査の精度も債権回収見込みもともにさらに著しく低い。

7.2 我が国金融資本市場の歴史とその特徴

本節では、ノンリコース融資の伝統が薄い我が国の金融の特徴をつかむために、戦後の金融資本市場の歴史を整理しておこう。第2次世界大戦の敗戦後、日本政府は連合国の強い要請に基づき、企業に対する戦時補償を切り捨てた。日本政府は形式的には戦時補償債務を支払った形にはしたものの、同額の増税をしたので実質的に補償を切り捨てたとされる。このことにより、ほとんどの企業と金融機関は債務超過に陥った。星岳雄（1995）[95]は、その時の日本経済の状況とその巨額の債務超過状態を解消し企業を再建させる特殊な再建施策について分析している。このように当時は、大戦とその戦後処理によって企業の資本蓄積が圧倒的に不足し、自己資本を基盤とした自立的な資金調達之道が閉ざされていた。金融機関の体力にも限界があるなか、政府は石炭・鉄鋼に重点的に資源を配分する傾斜生産方式を進めた。重点分野に資金供給するため、政府は復興金融公庫を設立するとともに、日本銀行も金融機関に対する資金供給と復興金融公庫債の引き受けで応じた。日本銀行は重点産業に対しての融資の斡旋まで行った。しかしながら、黒田晃生（2009）[96]にあるように、こうした一連の政策は、日本銀行の「オーバーローン」を通じて金融機関による過度の日本銀行依存の問題や融資の斡旋・割当や調節を通じた間接金融の偏重の基盤を引き起こしたとされる。

その後の経済成長を通じて、家計の貯蓄が預貯金として金融機関に吸い上げられ、インターバンク市場での金融機関同士の資金融通も行われるようになると、銀行の資金調達における日銀依存の問題は徐々に解消していったが、経済企画庁（1996）[97]が指摘しているように、「戦後の経済発展において、企業部門が

恒常的な資金不足の状態にあり、安定した信用秩序と高い経済成長を可能とした資金配分を行った金融仲介システムが重要な役割を果たしたと考えられる」とされ、銀行融資を通じた圧倒的な「間接金融優位」を認めている。以下いずれも同じ経済企画庁（1996）の記述・データに拠ると、1970～1995の間でも、我が国の間接金融比率は52～59%、直接金融は8～16%に過ぎず、このことは同じく敗戦したドイツの状況とは似ているが、米国の間接金融比率が20%台であることとは対照的であった。同経済報告は、「企業によっては複数の銀行をメインバンクとしているケース（こうした銀行を「コアバンク」と呼ぶこともある）もあるが、アンケート調査によると、ほとんどの企業が何らかの形でメインバンクを持っていると答えている」、

「また、融資シェアがトップの銀行をメインバンクと定義し、上場企業におけるメインバンクの固定性をみると、5年間で2割程度しかメインバンクの変更はみられず、特に一部上場企業で変更するケースが少ないという状況が続いていることも確かめられる」として、我が国の間接金融優位は、メインバンク・システムとしても特徴付けられているとする。しかも、メインバンク・システムには一定の「経済合理性」が認められるとして次のように分析している。「我が国の「間接金融優位」を支えたメインバンク・システムの特徴は、銀行と企業の間、長期的・固定的でかつ通常の資金の貸借を越えた関係があるということである。アンケート調査によると、企業が考えるメインバンクの要件として、融資量のほかに様々な側面が指摘されている（略）。こうした関係が形成されるまでには、当然歴史的な背景があり、また、各種制度要因等も前提となるが、このような一見、市場経済原理では割り切れないようなシステムも、一定の条件の下では経済的な合理性を有している。我が国の場合、戦後の経済発展にこうしたメインバンク・システムが一定の役割を果たしたことは、広く認められているといえる」。続けて「一般に、我が国におけるメインバンクの機能として、①情報の非対称性に伴うエージェンシーコストの引下げ、②リスクに対する保険、③各種情報交換等が挙げられる。このうち、情報の非対称性の問題については、更に、①金融仲介機関としてのモニタリング機能、②その他の金融機関に対するシグナリング機能、③株主としてのモニタリング機能に分かれる」と要約し。同時に「我が国の「間接金融優位」という構造は、直接金融市場が、従来企業の資金調達の間として必ずしも十分に成熟していなかったことのコインの裏面でもある」とも総括している。以上のように、我が国では、企業による資本市場での社債・株式を通じた資金調達の利用度が限定的であり、かつ、大企業であればあるほど少数のメインバンクに資金調達を依存する傾向が続いてきたとされた。一方で、バブル崩壊後には、「金融の自由化」、「バブル崩壊後の企業の財務基盤の強化」、「経済成長率低下と不確実性の拡大」、「銀行間のサー

ビス提供力の格差」の拡大を通じて、メインバンクの在り方は部分的に変容を迫られていると分析している（以上本パラグラフの内容はいずれも、経済企画庁（1996）の第3章第1節に拠る）。

日本銀行（2003）[98]は、このような状況をとらえたうえで、「わが国におけるクレジット市場は、相対型で、企業の一般財産を引き当てとした貸出取引が、これまで主流を占めてきた。こうした貸出債権は、譲渡を前提とした取引・約定形態となっていない。このため、信用リスクも当初貸出を実行した金融機関に滞留し、市場において取引されることは、近年に至っても、不良債権を除けば、極めて稀であった。また、シンジケートローン市場やノンリコース・ローン市場、証券化市場、クレジット・デリバティブ市場といった新しいタイプのクレジット市場は、最近まで未発達のままであった」としており、ノンリコースのローン市場が我が国で未成熟なことについても具体的に言及している。

淵田康之（2007）[99]は、「いわゆるメインバンクの慣行の問題がある」、 「わが国のように銀行が金融仲介において大きな役割を占める経済では、ローン市場における問題は様々な経済主体の行動に影響を与え、資本市場に歪みをもたらすものとなる」とし、我が国の銀行融資の問題点を論じている。具体的には、バブル崩壊後に資金需要が減少していき金融機関による過当競争が進むなかにあっても「不動産担保や人的保証に過度に依存した融資がなされる傾向があり、融資先の事業のキャッシュフローの見通しが十分に検討されていない場合がある」、あるいは「ローンの契約書（銀行取引約定書）自体が、米国に比べて極めて簡素で、かつ銀行側に不当に有利な内容であった。例えば銀行が必要に応じて、担保の追加を求めることができるとされていた」と指摘し、こうした問題点は、金融制度調査会や金融庁の監督指針でも取り上げられており、「リレーションシップ・バンキング」の取り組みを通じて、金融機関がキャッシュフロー分析重視で融資の経済的価値を評価していく姿勢への展開が促されていくべきだとしている。続けて淵田（2007）は、背景として銀行が取引先との長期的な関係性維持を重視するあまり、信用リスクを過度に低く見積もる姿勢を改めるという視点が必要と論じている。淵田によれば、間接金融の優位性は、信用リスクの過小評価をもとに大口貸付として成り立つが、融資債権を貸付人（メインバンク）から切り離して独立して評価した際には（＝貸付債権の証券化の前提）、資本市場の評価と整合性が取れなくなっていることを意味するため、それでもメインバンク制が成り立つのは、それを補う優越性のある実質的な地位が銀行に生まれている、ということになる。淵田（2007）の視点は、より中立・独立な資本市場との裁定・均衡を通じて、間接金融の在り方の歪みを是正する必要があるということであると位置づけられる。

以上のような経緯・分析を踏まえれば、我が国の銀行の国内融資の現場では、ノンリコース融資に不可欠に求められるキャッシュフロー分析重視の融資判断の伝統が弱かったと考えられ、その傾向は今も多かれ少なかれ残っている。一方で、著者が携わった海外 PPP 事業のプロジェクトファイナンスの融資現場においては、日本の大手商社や非日系企業スポンサーの参画するプロジェクトについて真にノンリコースの融資が組成されており、その協調融資銀行には日本のメガバンクも参加していた。メガバンクは、ロンドン、ニューヨーク、シンガポールにおいても、リコース性の高い融資を認めない非日系企業向けにもノンリコースのプロジェクトファイナンスを提供している。したがって、邦銀は国内融資と海外融資でプロジェクトファイナンスに関する対応姿勢を使い分けていたと考えられる。もちろん、融資現場においてはひとつのノンリコースの融資を提供するにあたって、その融資を単独・独立の融資商品として扱うのではなく、顧客企業との取引の関係性において位置づけるのは国内外を問わず同じではある。しかしながら、国内融資の現場においては、PPP 事業に出資・参画する、東京証券取引所第一部上場企業のような大手企業に対してもメインバンクとしての総合的な取引関係を通じたレバレッジを聞かせた債権保全を図ることが伝統的に求められるために、CF 分析を離れた別の観点から債権保全を図ろうとするインセンティブが残っているのである。実際のところ、メガバンクの組織においては、プロジェクトファイナンスを取り扱う部署（「ストラクチャードファイナンス部」など）は、大手企業とのリレーションシップを担当する法人営業部門の産業別に組織された営業部からの指示に基づいて個別の案件に取り組む。企業担当の営業部は、文字通りメインバンク機能を持って、銀行全体での担当企業向けの全与信業務について管理・調整を行う。例えば、与信先の業況や信用力（行内信用格付）の変化に応じて、短期資金融資について折り返し融資を認めるか否か、どの融資案件で担保を取るか取らないかを含めて適時適切に総合的な判断を行って与信エクスポージャー管理を行うのである。このため、我が国と同様のメインバンク制度をもたない海外の金融機関におけるプロジェクトファイナンス案件の処理とでは、銀行内部の取扱いが異なる。

しかしながら、シンジケートローンとして組成されるべき本来の厳格なプロジェクトファイナンスにおいては、融資する銀行団のなかで個々の銀行が「借入人である SPC やそのスポンサーからは、シンジケートローンの契約書に記載されたもの以外には追加的な担保や保証を一切取らない」旨、相互に契約書（Inter-creditor Agreement¹⁾）で合意を行ったうえで、仮に追加で担保・保証を取った場合には他の協調融資銀行団全体と当該担保・保証を共有する旨を予め約定することになっている。しかもこの契約書ではプロジェク

トの情報についても参加銀行間で共有することが求められる。つまり、プロジェクトファイナンスの仕組みでは、追加担保や情報へのアクセスへの観点でもメインバンクの優越性や特権が否定されるのである。このことから分かるように、ひとつひとつのローンが対象事業のCFを唯一の返済原資で独立して成立しているプロジェクトファイナンスの融資の仕組みは、我が国のメインバンク制度とは実務的には相容れない部分があると言える。つまり我が国のメインバンク制度の下では、ノンリコースのシンジケートローンを前提として成立するプロジェクトファイナンスは、素より発展しづらい性格をもっていたのである。

メインバンクは、スポンサーである事業会社に対する債権者としての影響力につき、他の非メインバンク行対比で圧倒的優位性を持っており、それがゆえにリスクマネーをより多く提供しやすい立場にあり、だからこそ企業もメインバンクに対する関係を強化する。しかしながら、かかるメインバンクの立場は融資先に対する追加情報取得・追加担保徴求を可能とする関係性によって成立していたものである。真にノンリコースのプロジェクトファイナンスでは、追加情報や追加担保徴求に関して参加銀行間での差異を認めない。このことが、我が国において典型的なノンリコース・ファイナンスの発展を妨げる一要因となっていることは否定できない。

7.3 地域・地場の金融・資本市場育成の重要性

第4章で対象としたインドと同じく、我が国の地域金融機関もノンリコースのプロジェクトファイナンス審査を行う能力がまだ十分ではない。地域金融機関自らが、メガバンクや日本政策投資銀行に依存せず、主幹事の役割を担って、他行の先導役となって審査を行って資金を追加動員する力が不十分とされてきた。内閣府PFI推進委員会 [100]もこの点を取り上げ、「地域金融機関の活用の必要性」を個別課題としてあげた。金融庁も、「日本再興戦略改訂2014」（平成26年6月閣議決定）に基づき、「地域金融機関による事業性を評価する融資の促進等」をその監督指針 [68]で掲げた。「金融機関が保証や担保等に必要以上に依存することなく、企業の財務面だけでなく、企業の持続可能性を含む事業性を重視した融資～中略～が十分なされるよう監督方針や金融モニタリング基本方針等の適切な運用を図る」 [68]とされており、広くプロジェクトファイナンス手法等を使った取り組みを推進している。しかしながら、こうした監督官庁による事業リスクテイクに向けた銀行への指導・監督は、銀行の審査の質の強化と同時並行的に行われなければならない

い。単なるプロジェクトファイナンス手法の奨励だけを行えば、インドで行われたことと変わらない。プロジェクトファイナンス手法を模倣・奨励するのではなく、融資部門で事業審査を担当する銀行員が、プロジェクトファイナンスの基幹 3 要素審査を行える能力育成が必要であり、この点を踏まえた金融監督行政上の対応が求められる。

一方、海外における PPP においては、現地通貨建ての事業収入が返済原資となることから、民間事業者による為替リスク回避の観点からは現地通貨建ての長期資金が不可欠である。融資機関が超長期となるため、通貨スワップ契約がそもそも存在していないか、あるいはコストが高くなりすぎて開発途上国では役には立たない。スワップ契約が有効に機能しなければ、海外からの外貨建て融資では対応できないため、国外拠点所在の外銀によるクロスボーダー融資に依存することはできない。また、融資審査において対象事業のリスク特性や地場企業の事業履歴情報やプロジェクトマネジメント能力分析に精通していることが求められるため、地場の金融市場で長く活動し地場のリスク分析に精通した金融機関の役割が極めて重要である。公共主体にとっても、プロジェクトファイナンスを供与する地場銀行による信頼性の高い事業審査があれば、事業の実施可能性を再確認できる。しかし、プロジェクトファイナンスの基幹 3 要素審査を行わないままに融資を判断したインドの実態は、銀行が事業実施可能性をスクリーニングする機能を大幅に喪失させた。このため、PPP の適切な発展のためには、基幹 3 要素の審査能力の育成が金融機関において不可欠である。特にインドを含む開発途上国では、G20・金融安定化理事会（FSB）での議論を受けて、**バーゼル銀行監督委員会**による国際的な銀行規制「**バーゼル III**」の取り組みが始まっており、銀行が超長期の貸付を行うことについても、より高い規律（特に信用リスク管理と長期貸付のための安定資金確保）が求められることになるため、PPP 推進のためにも、銀行の融資現場での基幹 3 要素審査の能力を高める方向で指導・監督を行う必要がある。

また、短期性の資金調達手段しか有しない銀行が、長期のプロジェクトファイナンスを長期に多額に保持し続けることは Asset Liability Management 上も不健全であり、長期安定的に固定金利負債証券（Fixed Income Securities）に投資可能な地場の生命保険や年金基金を主な機関投資家として、プロジェクトボンドを対象に含めた長期債券市場を作ることが必要である。アジア通貨危機の経験を踏まえ、現地通貨建ての債券市場を育成せんとする ASEAN プラス 3 による**アジア債券市場育成策イニシアティブ（ABMI）** [101]の取組は、必ずしも早い速度で進捗しているとは言えないが、インフラファイナンスの観点からも極めて重要で

あり、一層着実に推進されるべきである。さらに、スポンサーのイクイティ資金についても、私募および公募を問わず、PPP 事業の出資証券を流動化できる資本市場の育成が必要である。このことを通じて、銀行もスポンサーもリスクの分散が可能となり、かつ流動化市場を通じてポートフォリオの組換ができるようになり、新規の PPP 事業に対してのリスク吸収能力が再生されるため、案件数や出資・融資残高の増加に伴って、事業者や金融機関のリスクアペタイトが減退する度合いを抑制できる。

インドと同じく我が国も、事業金融に占める間接金融（銀行）比率が圧倒的に大きく、社債市場におけるプロジェクトボンドを通じた機関投資家の資金が PPP に十分に活用されていない。佐藤 [102]によれば、本邦の社債と銀行融資の残高比率はおおよそ 1 対 5 であるが、米国では 4 : 1 である。欧米だけではなく、南米のチリなどでもみられるように完工後に事業 CF が安定したのを見計らって、銀行のプロジェクトファイナンスをリファイナンスできる債券、プロジェクトボンドがあれば望ましい。あくまでも、完工を終えて CF 創出が安定化した後ではあるが、超長期の固定金利投資機会を提供できる PPP は、生命保険や年金基金に適切な投資先であり、PB は、第 4 章第 3 節第 6 項でみたような期間ミスマッチや金利水準改訂の不確実性などの問題がなく、商品性格上もスポンサーへのリコースを求める可能性が全くない点が銀行融資より適しており、こうした観点でもプロジェクトボンドの市場の育成が望まれる。

7.4 公共主体にとってのノンリコース融資の価値

第 4 章にて触れたように、インドではノンリコース性からの乖離やリコース性のある巨額の単独融資の横行によって否応なく親会社リコースが求められ、親会社向け貸付けの不良資産化が同時に進んでいた。メインバンク制が広く認められ、メイン行の取引先への影響力が強い我が国においては、ノンリコースからの乖離はインドよりも発生しやすい。もちろん、上位の高格付の企業は、銀行に対して対等な取引関係を構築し、プロジェクトファイナンス融資を通じて厳格なノンリコース性のある資金を借りることができるが、その他は、親会社からの実質的なリコースとなる経営指導念書提出を求められたり、親会社との直接取引である長期運転資金取引を通じた影響力を梃子に、債務不履行事由の発生時点で追加的なイクイティ資金投入を求められたりする（表 20 のパターン 3・4 に相当）。守秘義務等から具体的な実例を引用できないが、公開情報から一例をあげれば、金子 [103]は次のように指摘する。「スポンサーは『スポンサーサポート契約』

という形で、SPC（借り手）が健全に事業運営を行うために必要な業務の履行を、銀行（貸し手）に約束することが多い。そしてSPCの誓約違反により、銀行が損害を被った場合、スポンサーに損害賠償を求めるといった内容が盛り込まれることもある。場合によってはスポンサーは追加出資を求められる可能性もある」。しかし、このSPCの資金制約を緩め、スポンサーの信用に依存した審査は、債権回収確実性を高めるものの、銀行による事業審査の要求水準の低下を招く。実施能力の低い企業が、追加資金投入の事前約束と引き換えに、緩い事業審査を容認してもらっているのと同じである。また、PPPに投資する事業会社にあっては、かかる要求に応じる結果、希少な自己資本の一部を将来の偶発債務のために内部のリスク管理会計上で割当・計上しなければならず、複数のPPP事業に継続的に投資するうえでの自己資本管理上の制約/コストをもたらすことが懸念される。さらに、本来は銀行が厳しい事業審査を行うことで、事業者がコントロールできないリスクを抱えた事業に投資しないように助言できる銀行の本来の機能（いわゆる「貸さない親切」）も大幅に低下してしまう。以上から、インフラ以外の公共性の低い通常の事業向けプロジェクトファイナンスの場合は別としても、PPP事業の高い公共性を踏まえれば、返済可能性審査と事業審査はできるだけ一致する必要性があり、安易にスポンサーサポートを求めないでノンリコース性の高い融資審査を行える金融機関（特に地場金融機関）が必要である。

インドのPPP向け融資の不良債権化のプロセスでは、政府・事業者・銀行の3者がそれぞれ経済的あるいは財務的な損失を被った。仮に、事業CFのみに返済を依存するノンリコースの銀行審査がきちんと行われていれば、PPP契約や事業計画を見直すことができ、不良債権も発生しなかった。つまり3者全員の利害の一致は、厳格なノンリコース・ファイナンスの場合にのみ実現する。信頼性の高い資金収支計画と工程表通りに事業が実施されることが、文字通り公共主体の期待であり、同じように期日通りに元利返済が実現するプロジェクトファイナンスを供与している銀行の利害も一致する。運営体制の不備に伴う収入CFの不足に備えて、毎年の元利返済に必要な資金をスポンサーから保証させるなどの銀行の求める弁済への備えは、債権回収には利益があっても、計画通りの実施を期待する公共主体や民間事業者には意味がない。一例をあげれば、日本PFI協会編 [104]には、SPCが公共主体に払う違約金を予め想定したうえで、違約金相当額をSPC内部で積み立てる条件を銀行が付したことが融資上の工夫として紹介されているが、これも、銀行にメリットはあっても、違約金発生事由の発現は公共主体も望むものではないし、銀行がかかる事態を想定していること自体が、自治体からすれば事業計画への銀行審査の信頼性を揺るがすものであろう。つまり、ノ

ノンリコース性からの乖離は、事業計画の銀行審査の信頼性をその乖離に応じて低下させるため、公共の利益に資さないのである。こうした観点を踏まえれば、相対的に実施難易度の低い標準的サービス購入型 PPP 案件などは別としても、特に実施難易度の高い PPP 事業(病院 PPP やコンセッション事業等)において公共主体が民間事業者を選定するにあたっては、代表企業・構成員企業が、真にノンリコース性の高いプロジェクトファイナンスを資金調達的前提として事業計画を策定しており、主幹事となる予定の銀行との間でも、対象事業の官民リスク分担、スポンサーの実施能力や、SPC 内部のガバナンスの妥当性につき事前協議を行って、ノンリコース性の融資につき内諾を得ているかなどを加点評価対象として事業者選定を行うこと、そしてファイナンシャルクロージング時点で改めてそのことを再確認する仕組みなどが検討に値する。

何よりも回収を優先する銀行は、プロジェクトファイナンスによる貸付においてスポンサーに少しでもリコースして貸付を行おうとする強いインセンティブをもっている。しかし、かかる行動は、事業に問題が生じる可能性を見越して、スポンサーからの資金投入を期待し、期日通りの返済だけを確保せんとする銀行の利益に沿うものの、計画通りの事業実施可能性を銀行に再確認して欲しい公共主体の利害とは必ずしも一致しない。能力の高い事業者だからこそできることであるが、スポンサーが ROE 向上のために自らの資本投入金額をぎりぎりまで削り、審査に厳しい銀行に本物のノンリコース融資を銀行に求めることが前提として重要である。これを受けて銀行が基幹 3 要素審査を適切に行って、代表企業選択の妥当性、PPP 契約の適正なリスク分担、SPC のガバナンスの妥当性を、再確認することで、スポンサーと公共主体と銀行の利害が完全に一致する。表 20 にあるパターン 3・4・5 の融資は、ノンリコース性から乖離し、公共主体が期待する銀行審査の信頼性を揺るがし、社会厚生上も望ましくない。公共主体としても、PPP の推進にあたっては、プロジェクトファイナンスを単なる資金調達手段としてみるのではなく、そのノンリコース性の質を重視する必要がある。このためには、金融監督当局とも協調・連携して、ノンリコース性の高いプロジェクトファイナンスの適切な確保と利用の推進を図るべきである。

「ノンリコース融資機能の独立性確保」ということも重要な原則である。銀行は、既に多額の融資取引実績があつて一定の信用力をもつと判断した取引先企業の行う事業を対象にプロジェクトファイナンスを行うことが一般的である。したがって、プロジェクトファイナンスの対象事業が破綻し返済が危ぶまれる事態になると、銀行は親会社本体に対する通常資金の追加融資を縮減する可能性を示唆することなどを通じ、自主的な追加資金投入をスポンサーに迫ることで、破綻事業の返済を確実にしようとするインセンティブを有し

ている。しかしながら、このような金融機関の行動は、事業から生まれる CF 以外からの資金をも返済原資としてあてにすることに繋がるため、ノンリコース融資の前提となっている CF 審査を含めた事業審査の品質を低めるものである。公共主体は、PPP 案件の事業設計内容の妥当性や選定事業者の適格性を、銀行による審査を通じて再確認しておく必要があるため、かかる行動は決して公共主体の利益にならない。こうした行動を「銀行による優越的地位の乱用」の観点から不公正取引と見做すかどうかは別としても、銀行が異なる 2 つの融資プロダクトを実質的にリンクさせて、契約書にはない影響力を取引先に行使することに関しては一定の金融監督上の対応が行われるべきである。

7.5 金融規律と両立する政府の政策

インドでは、第 4 章 でみたように、政府・中央銀行が連携し、資金力の大きい国営商業銀行とも一体となって、PPP 向けのプロジェクトファイナンスを推進してきた。しかも、大口与信規制やリスクウエイトの緩和を含めて、PPP 向けの融資を特別扱いした施策を実施した。しかしながら、こうした通常ルールを逸脱させた特別の推進策はリスク管理上の金融規律を歪めるものであり、リスクの高い事業に資金の垂れ流しをしてしまったという意味で、結果的には国民負担の増大につながる誘因となった点に留意が必要である。したがって、PPP 振興策と金融監督行政は緊密に連携する必要はあるものの、金融規律の上で、PPP を特別扱いするような措置や金融機関にそのリスク許容度を殊更に拡大させようとする施策は、対象事業の事業リスクが高まれば高まるほど、原則的には行うべきでない。

PPP の実施には多額の資金が不可欠であることから、PPP を振興するために政府がファイナンスの円滑化のために政府が推進策をとりたいと考えるのは当然ではある。しかしながら、資金提供を行う銀行の金融規律を緩めるような政策をとってしまうと、本来機能すべき銀行の審査、特に対象事業の審査が有効に機能せず、金融部門のみならず、無理な事業リスクをとってしまった企業側の財務健全性も損なわれるリスクがある。もっとも、対象が事業難易度の低い事業であれば、公共主体にとっては、かかる審査規律の相対的な重要性は大きくない。しかし、公共主体のニーズ・政策意向に沿って官から民へのリスク移転度合が高まれば、潜在的には PPP 事業が破綻し長期に公共サービス停止が起きるなど、公共主体にとっても好ましくない結果が生じうる。したがって、市場競争原理のもとでリスクテイク機能を最大限に発揮しようとする金融機

関の存在が議論の前提ではあるが、リスクの相対的に高いPPP事業であればこそ、むしろ政府の支援・振興策は、基本的な原則としては、金融機関のリスク許容度拡大に向けた介入をするのではなく、金融機関としての独立かつ高い金融規律の維持を前提としたうえで、PPP振興施策と金融監督行政の連携が検討されるべきである。

「政府機関・官民ファンドの在り方」にも同様に金融規律が問われる。我が国では、第4章第3節でみたようなインド国営商業銀行と同等の国営金融機関は基本的には存在しない。しかし、東南アジアや我が国でも、官民連携インフラファンドや民営化途上の日本郵政などのように新たなリスクマネー供給者として期待されている政府出資比率の大きな機関も多数ある。政府機関や官民連携のファンドの役割を否定するものではないが、インドの事例を踏まえれば、政府の資本で運営される投融資機関の在り方としては、常に民間金融機関との協調融資や民間投資家の主体的投資判断を基本とし、量質とも補完的な役割に当該機関・ファンドの役割を位置づけるべきである。

PPP向けにファイナンスを適正に供給するという観点からは、株主たる政府から経営等を強くコントロールされている国営の商業銀行が主幹事となって貸付審査や融資組成を主導するのではなく、資本コストを強く意識した民間株主からの厳しい圧力にさらされている民間銀行等、適切な信用リスク管理を含む与信管理体制が十分に確立した金融機関による主導的な審査判断をシンジケートローンの中核に位置付ける必要がある。国営商業銀行の参加はあってもよいが、その場合でも協調融資の形をとりながら与信判断については民間銀行の判断を中核的に位置づけるなどして、金融規律の緩みがちな国営商業銀行の役割は、原則的には補完的にする必要がある。また、同じ観点からPPP振興を目的とする政府系金融機関や官民連携ファンドの活動も、常に民間金融機関の金融を補完する業務に徹するべきである。

7.6 政府調達制度・会計法

PPPの円滑な資金調達のためには、政府の調達制度や会計法の整備も必要である。プロジェクトファイナンスが機能するために、PPP事業の全資産・契約にかかる担保権設定が可能であり、かつ、万が一の事業破綻の際には、公共主体によるPPP契約の解除権行使の前に、金融機関が既存事業者の代替となる新スポンサーを見つけたうえで、円滑に契約を移転しステップインできる仕組みが必要であることは既に述べた。しか

しながら、すべての担保権設定対象のなかで、最も重要な PPP 契約に関して、①担保権設定が不可能であったり、②担保権の形式に問題があったり、③担保権の実行に伴う権利の移転に関して政府の新たな同意（同意が得られるとは限らないという意味で問題となる）が前提条件となっていることがある。

我が国における指定管理者制度が時には、公的な施設整備（例えば図書館）を伴う実質的な PPP 事業として位置づけられることがある。しかしながら、指定管理者制度は行政処分としての契約であり、プロジェクトファイナンスの担保権設定に適したものではない。開発途上国においては、著者が実際に直面した事例に限っても、PPP の推進の前に適切な法改正を行っている場合もあるが（メキシコの IPP 制度発足に伴う電力事業法改正）、PPP 事業実施・資金調達段階においても、その整備が進んでいなかった事例もある（同じメキシコの政府調達制度を定めた 2000 年当時の同国会計法）。我が国では、PFI 法のなかで、公共施設等運営権に関しての担保権設定は認められているが、その種類は抵当権であって担保権実行においては競売が義務付けられているため、真にプロジェクトマネジメント能力があり、金融機関の債務を引き受けてくれる新たなスポンサーに契約を移転したいと考えても、落札者と金融機関が期待している意中の企業とが一致する保証がないため、ステップインの仕組みは実質的には機能しないことがわかっている。

こうしたことが特に問題となるのは、かかる担保権設定上の障害が存在すると、地場の金融機関は、真のノンリコース・ファイナンスに真剣に取り組もうとせず（取り組んでもいざという時にステップインできない）、できるだけ PPP 事業の外に返済原資を確保し、リスクを第 3 者にヘッジしようとすることである。その結果、金融機関が財務的な均衡を優先してしまい、社会的に好ましい均衡と乖離してしまうという問題が生じるのである。

7.7 官民間の情報非対称性削減にかかる仕組み

これまで見てきたように、ノンリコース性の高いプロジェクトファイナンスは、金融機関による融資前（事前）の審査機能を通じて、PPP プロジェクトの計画段階におけるスポンサーの潜在的な能力あるいは事業実施計画に関する官民間の情報の非対称性を削減することを通じて、事業実施者としてのスポンサーの適格性や安全性の高い事業計画の採用確度を高めることができる。しかし、このためには、金融機関が事業 CF にのみ依拠して返済を確保しようとする高いノンリコース性が必要である。ここで言うノンリコース性

については、スポンサーに対するだけでなく、公共主体に対しても当てはまる。SPCによるPPP契約上の有責事由に基づく公共主体による契約解約の行使に関しては、その契約解除精算金で銀行債務が完済されるようなPPP契約の設計であってはならない。

一方、第6章第7節では、Hart [61]他が、バンドリングを主要な構成要素として成り立つPPPが、従来型の公共事業と比較し社会厚生的には望ましい選択肢となる条件として、「相対的には低い官民間の情報非対称性」をあげていることを踏まえつつ、日本のPPP契約に見られる対公共損害賠償条項は、民間事業者のPPPに対するコミットメント（ある程度のリターンを低下に関わらずPPP事業を完遂する意思）に関し、官民間の情報の非対称性の程度を低めるために、スポンサーの事業コミットメントに関しての重要な選択的事後的な情報開示の役割を果たすことができると位置づけた。また、その限りにおいて、スポンサーの責務を、あくまでも民間事業者の自発的・選択的なものであることを条件として部分的に修正し、一定のリスクプレミアム賦課を容認できる可能性を説いた。

しかし、他にも情報の非対称性を削減するために検討されるべき選択肢はあるように思われる。第3章で強調した金融機関によるモニタリング機能における基幹3要素の審査はあくまで、融資承諾決定前の事前の審査機能である。第6章で触れた条項の機能は、民間事業者の過去のコミットメントの履歴にかかる情報を開示するものであり、過去の履歴がそのまま新規のPPP事業で実践されるとは限らない。という意味では民間事業者の「PPP事業実施中における事業者の隠された行動」はいまだに隠されたままである。残された情報の非対称性として重要なものは、貸付契約締結の後に、民間事業者が計画予算対比でできるだけ多くのコストを削減したうえでリスクをとってでもリターン（配当金）を高めようとする事後的な行動である。

内閣府 [27]が指摘するように、金融機関の融資決定後のモニタリング機能は、プロジェクト実施中の財務的なチェックに限って認められてきた。しかしながら、既に述べたように、金融機関の事前の審査においては、独立のエンジニアコンサルタントを使って、プロジェクトで採用される技術やスポンサーのプロジェクトマネジメント実績や、操業維持管理予算の不足の有無などにつき、相当程度に密な審査を行い、スポンサーの技術的説明を丸呑みせず、必要な牽制をかけており、これが事前の審査機能として機能している。ところが、これが融資決定後、特に完工後になると、毎年の独立エンジニアコンサルタントを利用したモニタリングは頻度と深度において大幅に低下してしまう。つまり、リスクの高い完工認定までは、独立エンジニアコンサルタントの活用は行われたとしても、完工後はSPCから送られてくる進捗状況報告のレビューを机

上で行う程度で、その他には、SPC が送ってくる何らかの計画変更承認申請の際に、独立エンジニアコンサルタントの意見を同じく机上で求めるだけのことが多くなる。この程度のモニタリングでは、操業期間中のスポンサーの隠された行動はモニタリングできない。実はここに費用の問題がある。独立エンジニアコンサルタントとの契約は金融機関が行うが負担するのは SPC である。このため、スポンサーが納得しなければ、完工後の密なモニタリングは実施されない。もちろん、それには相当の理由もある。Moody's [18]がデータで示しているように、金融機関が手掛けたプロジェクトファイナンスによって資金のついた PPP 案件のデフォルト率は高くない。このため、スポンサーから Fee を受け取れる主幹事 (Lead Arranger) のステータスにかかるマニデート獲得競争で、他の金融機関との競争を強いられる立場としては、完工後の事後モニタリングを強化することは、ただ単に費用面だけでなく、手間暇という観点でスポンサーから嫌気されるため、その交渉は簡単なことではない。

そこでひとつの案としては、金融機関ではなく公共主体自らが自らの費用負担において、完工後・事業運営段階における独立エンジニアコンサルタントの雇用を行って公共主体による事業実施中のモニタリングを強化することが検討に値する。質の良いコンサルタントの雇用には相当の高い費用がかかるものの、情報の非対称性が引き起こす問題の大きさを考えれば、そのコストを十分に補ってあまりある VFM の高い PPP 案件を選択することが重要であるともいえる

7.8 結論

開発途上国や日本に限らないが、PPP の契約制度を策定する官庁が、その資金調達の問題を所管外と捉え、金融実務が円滑に機能するように必要な配慮を行わないままにその制度を策定・実施してしまうことは頻繁に起きている。しかしながら、本来のノンリコースであるプロジェクトファイナンスが使いにくくなることで、応札する民間事業者の数が減り、質の高い能力・豊富な実績のある一部の外資系事業者の参加が見送られ、仮に応札しても高い資本コストから応札価格の高止まりを招いてしまう。さらに、形だけのプロジェクトファイナンスが横行し、真のノンリコース・ファイナンスであれば発揮される金融機関による事前のモニタリング機能も働かないという悪循環が起きることを理解する必要がある。PPP の政策担当者は、第 2 章でみたように、PPP 事業が他の一般の事業投資と異なり、長期のノンリコースのファイナンスを常に必要と

しており、民間企業のリスクコントロール能力の範囲には限界があり、かつ銀行・資本市場の育成策や PPP 契約や会計法の整備がその資金調達に不可欠であることを認識しなければならない。日本の金融の場合には、歴史的にメインバンク制度が機能してきたことがかえってノンリコース・ファイナンスの発展の障害となっている面があり、ノンリコース・ファイナンスの独立性確保に向けた金融監督行政との連携も今後は検討される必要がある。

一方で、スポンサーの実質的有限責任性（ノンリコース）を前提とした資金調達の仕組みや PPP 契約の制度それ自体は、長期の資本投下を必要とする PPPP の持続的な推進にとって不可欠ではあるが、民間事業者と公共主体の間にある情報の非対称性の問題は、スポンサーの実質的有限責任性を認めることによって助長されるリスクがあるため、それを補完・制御する仕組みも必要である。但し、その仕組みを策定するにあたって、スポンサーの実質的有限責任性を否定しあるいは弱めることによりスポンサーの義務を高めることに依らずに、公共にとっての VFM を維持しうるように、代替的な方策を考える必要がある。その代替策を検討するにあたって、金融機関の事前モニタリング機能を高めるために必要な PPP 契約における契約解除に伴う精算金の設計（最終的に銀行の返済を確実にするような精算金の設計は審査規律の低下を招く）や他の誰よりもスポンサーの隠された情報に一番に近づいている金融機関との連携の仕組みの検討は欠かせない。

8 結論

本論文は、PPPにおける、スポンサーの実質的有限責任性に焦点をあてて、PPPの設計の在り方を分析した。本論文前半（第5章まで）でみてきたように、スポンサーにとっての「契約上の有限責任性」は、事業活動の主体をすべてSPCとしたうえで、SPCが締結する様々な契約（PPP契約・融資契約・下請契約を含む）にスポンサーが保証を供与しないことによって成立している。一方で、本論文後半（第6章以下）でみたように、英米豪等のPPP契約では、SPCに公共主体への損害賠償に応じるための資力を持たせること（追加資本の配賦）についてVFM向上の観点からは積極的な意義を見出しがたいという判断から、「PPP契約における賠償責任額の限度化」が行われている。PPPにおいてはこの2つの有限責任化の扱いが課題となる。

本論文の課題は、PPPにおける契約上の有限責任性を分析したうえで、我が国のPPP契約に対公共損害賠償条項が存在することの合理性を明らかにし、改めて同条項の意義を再構築するとともに、VFMの向上に向けた我が国PPP設計の在り方に関しての政策的インプリケーションを導き出すことである。分析のキーワードは、「有限責任性」と「VFM」にくわえて、高い契約履行能力と強いコミットメントとに裏打ちされている民間事業者の公共主体への「信頼」である。

本論文の前半（第2章から第5章まで）では、資金調達に際しスポンサーの契約上の有限責任性を達成する手段としてのプロジェクトファイナンスの仕組みを取り上げ、後半では、PPP契約における賠償責任額の限度化（第6章）と、金融監督行政とPPP推進施策との連携の必要性（第7章）を取り上げた。

最初に、序章に続く第2章では、PPPにおける資金調達時のスポンサーにとっての契約上の有限責任性の必要性について論じた。PPP事業では、公共主体が事業規模・事業者にとってのリスク量・事業期間などをすべて独自に決定するため、事業者は自らが蓄積した純資産額に応じた相応しい投資計画を策定できない。レバレッジを通じた資本コストの削減はどの産業にも必要な課題ではあるが、この他律的な投資リスク量決定こそが、事業者による統合リスク管理の必要性を大幅に高めており、資金調達における契約上の有限責任性を必要とする根本的な要因である。

第3章では、金融機関におけるプロジェクトファイナンスの審査実務を個別の要素に分解したうえで、当該審査が果たす社会的価値について分析した。PPP事業に関する金融機関の審査は、プロジェクトファイナンスでは返済原資がプロジェクト事業収入に限定されるという特徴、PPPの契約規定可能性

(Contractibility) , 安定操業を確保しようとする保守的な運営維持管理予算の審査を通じて、コスト削減を通じた事業者の配当リターンの最大化ではなく、返済原資としてのAvailable Cash for Debt Service (各期の事業収入マイナス操業・維持管理費用; ACFDS) の安定性・持続性を保守的に審査するためのものであり、安定的な高い操業率を求める公共主体の利害と一致する。そして、金融機関はかかる定量的な分析の前段階では、「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査」, 「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」, 「事業当事者間のインセンティブ構造の審査」の3要素の定性的な分析を最も重視している。この基幹3要素の審査こそが、公共主体が既に決定した「PPP契約における官民のリスク分担」, 「選定事業者たる代表企業のプロジェクトマネジメント能力」, 「プロジェクト関係者のインセンティブ構造」に関しての妥当性を再審査することになる。民間に過度なリスク負担を求め、安値で応札した事業者を選定しがちである公共主体に対して、金融機関による融資謝絶や事業計画の修正要求が、公共主体によって決められる事業計画への牽制の役割を果たし得ることを明らかにした。

第4章では、2004年頃から加速化したインドのPPPプログラムとその膨大な不良債権化の問題を取り上げた。不良債権化の最大の要因は、PPPのファイナンスで最も大きな役割を果たしたインドの国営商業銀行の間でプロジェクトファイナンスの審査に根本的な欠陥があり、第3章で指摘された基幹3要素審査の欠如が主要な原因であることを、インドの複数の調査報告や専門家への2回のヒアリングから明らかにしている。

第5章では、我国の標準的サービス購入型PPP案件の資金調達の問題を取り上げた。これらの案件では、見かけ上はスポンサーの債務保証を取らないプロジェクトファイナンスの手法が用いられて、あたかも「契約上の有限責任性」が成立している様相を呈している。しかしながら、対SPC損害賠償責任条項が含まれた契約が譲渡担保として金融機関に提供されていることから、その融資は実際には担保付コーポレート融資となっている。その結果、スポンサーの実質的有限責任性が確保されないため、VFM向上に向けた資本コストの削減が行えておらず、事業審査にかかる牽制機能も機能していないことを、複数の弁護士・スポンサーへのヒアリングから得られたエビデンスをもとに分析して明らかにした。また、SPCが出資構成企業との間で締結するEPC契約・O&M契約上の対SPC損害賠償責任条項によって、スポンサー間で業務上の責任が分割されリスク負担も遮断されているがために、かかるPPPでは施設整備と運営のバンドリングに向けた内部化の取り組みが否応なく欠如しており、その結果バンドリングを通じたVFMの向上が実現できない問題点を併せて明らかにした。このように、サービス購入型PPPにおいて、VFM向上に向けた2つの重要な取り組みが欠如

していることを踏まえれば、2021年5月の会計検査院報告において、国の実施するサービス購入型PPPの全案件の費用が従来型に比べて著しく高くなっているという指摘とも符合することを分析した。

第6章は、SPCによる契約不履行に関して「PPP契約における賠償責任額の限度化」の課題を取り上げ、同章前段（第1～6節）において、我が国PPP契約における固有の条項（対公共損害賠償条項）が英米豪等のPPPでみられる「PPP契約における賠償責任額の限度化」を正面から否定しており、VFM向上を阻害する要因であることを本邦スポンサーとのヒアリングも踏まえて分析した。数あるSPC債務のなかから、公共主体からの賠償請求権だけをなぜ殊更に取り上げるのかと言えば、銀行を含む他の債権者に対するSPC債務とは重大な差異があるからである。PPP契約上の賠償金銭債務の不履行は、PPP契約の解約に直結するもので、解約されれば事業の前提が無くなり、スポンサーおよび全債権者が宛てにしていた事業による収入創出が途絶え回収の途が根絶されてしまう。したがってスポンサーは、PPP契約上の対公共損害賠償条項の直接の債務者でなくとも重大な関心を持って自発的な資金投入を検討せざるを得ないため、この賠償債務はスポンサーにとって極めて優先度が高い債務であり、だからこそ、英米豪等では、PPP契約における賠償責任額の限度化を行ってあえて、その上限額をサービス対価金額に設定している。

本論文の結論は、同章第7節にある。同節においてPPP契約の構造を分析すると、PPP契約は、公共主体だけが利用可能な関係特殊的投資を対象とする長期継続的取引の一類型として再整理できる。そのうえで、PPP契約をウィリアムソン(1985) [89]の「取引費用の経済学」に沿って考えれば、PPP事業は、その実施に伴う様々な取引費用（PPP契約における義務履行を確実にするための仕組みを築き上げるために必要な費用）を適切に抑制することで、運営・維持管理業務の効率性に比較優位性のある民間事業者によって長期安定的なサービスを公共主体に対して提供できるものである。しかしながら、内田(2000) [90]の「契約法の二元性」に関する研究成果を援用すれば、かかる長期継続的取引の成立には、契約当事者間の信頼関係が前提条件として不可欠である。また、資本コスト削減のために契約上の有限責任性を求めた結果、事業者が充当する自己資本量の減額によって外形的なコミットメントが低下する状況においては、PPPの事業履行に必要な信頼性の確保がさらに強く公共主体から求められることになる。このように分析すると、我が国のPPP契約に特異に存在する「対公共損害賠償条項」は、SPCのもつ限定的な資金を踏まえて公共主体が敢えて契約を強化せざるを得なかったもので、本質的には契約上の有限責任性によって低下したスポンサーのコミットメントを補うために事業者のコミットメントの強化を公共主体が求めたものと位置付けられる。また、同

条項は、SPCそのものにこれを履行する資力がないことから、この条項を受けてスポンサーが自発的に資金投入するか、あるいは、SPCの破綻を容認するかを決定を行うことを通じて、民間事業者の事業の完遂のコミットメントの有無に関する情報を発信するという意味で、「選択的事後の情報開示機能」が認められる。さらに、民間事業者に対して「スポンサーの実質的有限責任性」を容認するためには、公共主体は、この条項を通じて提供される限られた情報だけでなく、当該事業者の信頼性（能力とコミットメント）を積極的に確認する必要がある。かかる「信頼」は、事業履行能力やその完遂意欲に関するものであって、金銭的な約定だけで確立するものではなく、市場では購入できないものである。信頼は、過去の業務履行実績の蓄積をもとに構築されるものであるため、信頼性のある事業者を公共主体が選定するためには、スポンサーの事業履歴情報の収集が不可欠であり、中央政府および地方自治体で連携してこの情報を収集・集約・分析・評価することが必要である。また、スポンサーが、自らの信頼性を維持するために行う自主的な追加資金投入を行うに必要な財務体力を持っていることにつき、公共主体が事業者選定段階で予め確認しておく必要のあることを指摘した。

第7章においては、PPPを推進する政府が、PPP制度の設計においてプロジェクトファイナンスを対象とする金融資本市場政策との連携の必要性とスポンサーの実質的有限責任性を意識して契約設計を行うべきことを指摘した。具体的には、最初に我が国における間接金融優位の構造やメインバンク制度が、典型的なノンリコース・ファイナンスの発展を妨げてきた重要な要因であったことを指摘したうえで、プロジェクトファイナンスを提供できる地場金融機関の育成、ノンリコース融資の独立性確保、金融規律と両立するPPP推進策の策定、プロジェクトファイナンスを制度的に可能とする政府調達制度等の整備、スポンサーの事業コミットメントを最大限に引き出すために官民間の情報の非対称性を削減するための施策の必要性などを指摘した。

以上の通り、本論文では、これまで十分には説明されてこなかった「PPPにおけるプロジェクトファイナンスの必要性」（第2章）、「プロジェクトファイナンスの社会的な価値」（第3章）、「我が国でノンリコース融資が発展してこなかった背景や今後の在り方」（第7章）についても併せて説明したうえで、PPPにおいてはスポンサーの実質的有限責任性を担保するうえで、契約上の有限責任性やPPP契約における賠償責任額の限度化が不可欠でありかつVFM向上に寄与するものの、有限責任性によって低下しかねない民間事

業者のコミットメントを確認・補強するためには、事業者の信頼性を確保するための追加的な情報取得、特に良好な事業履歴の確認が必要であると結論づけている。

さて、我が国の PPP のうち、サービス購入型 PPP の VFM の向上は特に重要な課題である。なぜなら、まだ実施件数は限られるものの、独立採算のコンセッション型の PPP は、運營業務が明確に民間事業者に移管され、かつ、需要・収入リスクもあって、民間事業者にとっての難易度が高いことから、取り組むスポンサーの側も、結果的には相当の事業運営経験と良好な履行実績をもったスポンサー（外資系を含む）の参画が行われて、ノンリコースのファイナンスの利用も強く追求されている。しかしながら、公共主体が需要リスクを取るサービス購入型の PPP 案件の VFM を向上させていくことも、実は極めて重要である。なぜなら、Engel et al (2014) [1] も指摘するように、需要リスクを民間事業者がコントロールできる PPP、言い換えれば価格・品質の操作で需要を創出できる PPP 事業は、空港や港湾ターミナルなど一部の事業に限られているため、事業者にとって需要リスクのないサービス購入型案件は PPP の選択肢として引き続き重要である。

このような認識のなかで、我が国の政府が実施したサービス購入型案件の PPP のうち、調査比較可能な 27 件のすべての事業において従来型に比べて維持管理費相当額が大幅に上昇している、つまり VFM が低いどころか実質的にマイナスであったという会計検査院の検査結果報告（第 5 章第 4 節参照）は、サービス購入型案件で抜本的な設計上の改善施策が必要であることを示唆している。会計検査院は、対象事業のコスト上昇要因の分析を行っていないので、その主たる原因は報告書上では明らかではない。しかしながら第 5 章で分析したように、我が国の標準的サービス購入型案件では、第 1 に、施設整備と運営・維持管理のバンドリングの追求という、Hart・Iossa・Martimort らが指摘する VFM の源泉となるべき最も重要な取組と、第 2 に有限責任性の確保という、2 つの取組が実施されていなかった。検査対象の 27 件も標準的サービス購入型案件であることから、バンドリングの欠如は、PPP に伴う取引費用の増加を相殺して VFM を創出するコスト削減効果を生み出せなかった要因と考えられ、かつ有限責任性の確保の欠如は単純にコスト上昇要因となっていたと考えられる。したがって、有限責任性を確保すること、かつ、運營業務の民業移管度を高めてバンドリング効果を引き上げることが、我が国でも政策選択肢として検討されるべきである。

本論文の結論から導き出される政策的なインプリケーションは、次の通りである。

第 1 に、我が国の公共主体は、PPP の事業者選定の在り方を見直したうえで、サービス購入型の PPP においても、インフラ運営の民業移管度を高める必要がある。これまで我が国の公共主体は、スポンサーの提出

する提案に関して加点評価型の総合評価方式・プロポーザル評価方式を採用したものの、代表企業の応札資格要件としては特段の差別化要件を設けず、評価選定基準においても事業運営のパフォーマンス実績を差別化した評価を行わなかったがために、運営業務の民業移管度合いを高めることができず、かつ PPP 契約における賠償規定の強化にも繋がった可能性がある。事業者選定の選定・評価の重要な基準をインフラ施設の運営にかかる実績・経験（既に国内 PPP 案件の一部では導入されている）に依拠させることは勿論であるが、単純な実績の有無だけでなく、運営・維持管理にかかる「パフォーマンス」と「コミットメント」を重視する方向に変えることで、運営業務の中核部分をより民間事業者に移転し、民間事業者にとっては難易度の高まる PPP の設計が可能となり、運営に長けた事業者による施設整備と運営・維持管理のバンドリングの取り組み推進が図られ、サービス購入型 PPP の VFM を引き上げることができる。我が国の空港 PPP にも既にみられるように、本格的な運営業務に経験・実績のある外資系企業を含む内外の企業の参入を呼び込むことで、国内 PPP 市場の活性化が期待できる。また外資系企業と合弁を組む本邦企業には新たな技術やビジネスモデルのノウハウ移転が行われるため、本邦事業者の能力の向上にも資すると考えられる。そして、運営業務に関して信頼性の高い事業者の選定を行うことを目的に、PPP に応札する民間事業者の事業履歴情報を体系的に確保するためには、応札事業者に対して詳細かつ正確な事業履歴情報の提出を求め、その虚偽記載には厳しいペナルティを課す制度の創設や、中央省庁と地方自治体が連携して公益機関を設立し、PPP 事業に関する民間事業者のパフォーマンスにかかる履歴を共有・集積する必要がある。実際のところ、会計検査院 [66] が、国の実施したサービス購入型の「26 事業において（中略）債務不履行が計 2,367 件発生していた」としていることを考えれば、収集されるデータの内容・件数は豊富なものとなるはずである。また、プロジェクトファイナンスの融資をする銀行業界との間で情報・意見交換を行って、銀行の審査において発見された PPP 設計上の課題（官民リスク分担上の事業者への過剰なリスク移転など）や事業者の選定の在り方（応札価格に対する過度な加重配点など）についても相互に協議できる仕組みを作ることが重要である。現状でも、競争的対話という形で、応札関心表明企業と公共主体との間で個別 PPP 事業について事前の意見交換の場が設営されることはあり、銀行も直接・間接にアドバイザーとして関与しているが、かかる枠組みでは、個別案件の受注にとらわれた特定スポンサー支援のための議論しか行わないため、プロジェクトファイナンスの齎す社会的価値（第 3 章）の考え方に沿って、PPP の設計のあり方に関して銀行と意見交換する場が必要である。本来、銀行は与信判断上受容可能なリスクはできるだけとったうえで、より高いフィーや金

利を稼ぐインセンティブがあるため、プロジェクトファイナンスの審査に長けた有能な銀行であればあるほど、リスクテイクのレベルの高いノンリコースファイナンスを提供しようとする。しかしながら、民間事業者がコントロールできないリスクを民間側に宛がわれた事業、あるいは、運営面で信頼性の低い選定事業者の下で実施される事業については、ノンリコースファイナンスを拒絶して収益機会を失うか、スポンサーの債務保証を取ることによって不本意に収益性の低い融資対応を行ってしまうため、銀行としてもノンリコースファイナンスの提供を可能とする PPP 設計や事業者選定の基準策定には強い関心があり、公共主体との間で PPP の最適な設計を求めることについての利害が一致する。このように、事業者の信頼性に関する情報の整備を行い、銀行との協議を通じてノンリコースファイナンスを可能とする事業者選定基準を整えることで、契約上の有限責任性に伴う事業者の外形的コミットメント低下に関しても、資本コストの増加を伴う契約上の履行義務の強化や対象事業の難易度の引き下げではなく、スポンサーの事業履行の確実性にかかる信頼性を事業者選定段階で評価することを通じて対処できるようになる。また、これと並行して、事業者選定にあたり、スポンサーの長期的な財務体力を評価対象とするべきである。事業履歴の優れたスポンサーにおいても誤った判断や事業マネジメントの失敗は時に起きうる。この時、スポンサーによる追加資金投入による対応が必要な場合に備えて、スポンサーには一定の資金力が必要である。事業者が自ら引き起こした問題に備えて、実際にスポンサーが追加資金投入してでも事業を完遂できる蓋然性を高めるためには、親会社であるスポンサーの長期的な財務体力の事前確認が重要である。事業破綻とほぼ同時に代表企業が破綻した福岡のタラソ事業の破綻事例を繰り返さないためにも、契約者たる SPC レベルでの契約上の有限責任性を容認することとは別に、スポンサーの財務体力に一定の水準を求めることは重要な条件である。

第2に、我が国の公共主体は、前段落において述べたように、民間事業者の信頼性にかかる情報を収集分析し、能力およびコミットメントの高い事業者を選定可能となるように体制整備を行うことと並行して、PPP の設計において「スポンサーの実質的な有限責任性」を積極的に推進し、資本コストの削減を通じて VFM の向上を目指していく明確な方針を、ガイドラインに明記し、スポンサーの属する業界および金融業界に対してははっきりと発信すべきである。逆に言えば、現状はこの問題にサイレントである以上にむしろ抑制的であったと言わざるを得ない。公共主体が、スポンサーの実質的な有限責任性に対する積極的な容認姿勢を明確にすることや、運営部分の民業移管度合いが高まり事業リスクがスポンサーにとってより高まることで、スポンサーの意識も高まることが予想される。特に、一部のスポンサー（施工会社）は、公共事業に

においては公共主体が作成した標準的な請負契約の契約を受け入れざるを得なかったことから、対公共主体の契約や事業において有限責任性の追求を行ってリスク管理を行う習慣・経験がなく、結果的には有限責任性の追求に積極的ではなかったが、かかるスポンサー（施工会社）の有限責任性確保・利活用に関する意識も高まると考えられる。そのことにより、対民間金融機関とのセキュリティパッケージ交渉において、運營業務を得意とするスポンサーが代表企業となって、真にスポンサーの実質的有限責任性のあるセキュリティパッケージの構築を金融機関に求めることを通じて、VFM の向上が実現できることが期待される。既に第7章で触れたが、日本の金融機関は海外展開する日系・非日系の企業の海外インフラ関連事業に対しては、真にノンリコースのプロジェクトファイナンスを既に提供しているため、その実行の難易度は素より高くないはずであり、仮にそれでも実質的なノンリコース化が進まないようであれば、PPP 推進官庁と金融監督行政との連携も必要である。また、その取り組みのなかで、対公共損害賠償条項の存否について立場を明確にする必要がある。対公共損害賠償条項を引き続き残す場合には、当該条項はあくまでもスポンサーの義務ではないことを関係者に改めて明確にしたうえで、その情報発信機能を事業者選定に活用すべきである。なおこの時、PPP 契約において対公共損害賠償責任そのものは残しつつも、SPC の債務不履行の内容（与える損害の軽重）に応じて損害賠償金額の予定（Liquidated Damage 条項の設定）を行い、そこで賠償額の上限額設定を行うことも政策選択肢となる。このことで、スポンサーの実質的有限責任性に敏感で、かつ自社の統合リスク管理に長けた企業の事業参画を促すことができる。もうひとつの選択肢は、公共主体がスポンサーの事業履歴に関する情報の共有と評価システムの確立を通じて事業者の信頼性の確保を十分に適切に行えるようになれば、この条項において賠償責任額の上限額をサービス対価受領額として、「PPP 契約における賠償責任額の限度化」を検討してもよい。そのことにより、事業権応札に際してスポンサーから過剰なリスクプレミアム賦課が無くなることで、公共主体の VFM の向上に資するものと考えられる。そのことよって、我が国の PFI 推進委員会で議論されている出資証券の流動化の施策も円滑に実施することができる。

以上が本論文から出てくる政策的なインプリケーションである。

以上のように PPP における実質的有限責任性を推進し、インフラ運営の民業移管度を高めてバンドリングの要素を高めた案件を推進するためには、これに対応できる信頼性のある国内民間事業者の育成が必要である。信頼性のある国内事業者の育成のためには、経験のある外資系企業との合弁を推進するとともに、国内の民間事業者に対して中長期のインフラ運營業務の経験・実績を持たせるための推進プログラムが必要であ

り、その形態は施設整備を伴う PPP に限らず、施設整備を伴わない中長期の運営委託も含めて必要である。なお、このことは本邦企業による海外インフラ展開の推進とも関係がある。海外で複数のホスト国政府が求めているのは、単なる施設整備だけではなく、インフラの長期運営維持管理に技術・価格両面の競争力をもった民間事業者の参画である。我が国の民間事業者の海外インフラ展開を進めるうえで自国市場での経験・実績は不可欠である。

さらに付け加えれば、PPP の設計改善で重要なことは、以上のような問題意識を含めた、VFM 向上に向けた政策担当者の取り組みの意識である。会計検査院（2021）[66]によれば、終了した国の PFI29 件の事業に関して従来型とのコスト比較を行った事後検証は実施されておらず、事後検証を義務付ける内部規定も存在していないと報告しているが、既に国内の PPP 推進から 22 年を経過していることに鑑みれば、VFM の事後検証から始める必要があるだろう。内閣府のホームページ [3]においては、「VFM はいつ計算するのでしょうか」との問いがあり、「VFM 算定は PFI 導入可能性の検討段階で計算する“シミュレーションの VFM”と落札者が決まってから計算する“実際の VFM”と 2 種類あります」との回答があるが、落札者決定時の VFM は、実現された VFM ではなく、あくまでも受注された PPP 契約上予定された VFM に過ぎず、事業終了後の事後検証に基づく VFM が PPP の政策検証として必要であることに留意が必要である。

ここで、序章で述べた問題意識に立ち返り、各章の結論を繋いで本論文全体をストーリーにして整理してみよう。PPP は完工後に長期の運営期間を伴い資金の回収に長期間を要するため、運営業務に関する責任や統合管理上の投下自己資本量（リスク）が民間事業者には重くのしかかる。事業者は、自己資本制約に陥ることなく持続的に PPP 事業に参画するとともに、自らの投下資本のコストを引き下げのために、銀行に対してノンリコース・ファイナンスの提供を求める（第 2 章）。新しいビジネスモデルである PPP においては、重たい運営リスクのある事業を長期に請け負うことのできる能力のある民間事業者の数は否応なく限られる。このため、銀行から見れば、ノンリコース・ファイナンスの提供は無視できないリスクである。しかし、銀行としても、高い運営能力の実績をレバレッジにして金融機関に対して真のノンリコースを要求してくるスポンサーに対して、事業者の良好なトラックレコードの確認の審査と引き換えにその期待に応えることが自らの収益機会となる。そのことによって、スポンサーは資本コストの引き下げを通じて価格競争力を強化することで、公共主体の期待に応えるように努力する（第 3 章）。同時に、インフラ施設の運営業務に関する一定の実績（トラックレコード）を基に選定された事業者は、PPP 契約上もスポンサーの保証なく SPC とし

て契約当事者となること、および、損害賠償責任に関しても受取対価額を上限とすること（キャッピング）を許され、削減された投下資本リスク量に応じて応札対価（プレミアム）を下げることで、高いVFMを求める公共主体の期待に沿うことができる（第6章）。また公共主体は、自らが選定した事業者が真に有能な事業者であれば、銀行によるノンリコース融資の厳格審査を通過して事業者選定の妥当性が再確認されることを認識しているため、銀行によるノンリコース融資契約締結に不可欠となるPPP契約の担保設定や銀行のステップインの権利設定に関する銀行との直接契約の締結に向けて進んで協力する。逆に言えば、プロジェクトファイナンスの銀行審査に通らない事業者が資金調達責任をPPP契約上のファイナンスクローズ通知期限までに満たせなければ、公共主体は自らのPPP事業者選定の妥当性に疑念をもつ契機となり、そのままPPP契約を解除することが妥当となる。しかしながら、インドの事例で分析したように（第4章）、銀行がプロジェクトファイナンスに関して適切な審査規律を保持・維持していない場合には、このような公共主体と銀行との協力や連携は有効に機能しえないことから、銀行のもつノンリコース融資の審査規律は、公共主体にとっても極めて重要である。

一方では、公共主体が、選定する民間事業者の実施能力とコミットメントに関する高い信頼性を確保するための応札資格・事業者選定上の仕組みを構築していない場合には、公共主体は事業者による投下資本量（コミットメント）の引き下げを容認できなくなり、財務的に脆弱なSPCを積極的にPPPの契約当事者として受け入れるインセンティブを失う。それを補うべく、親会社の財産に責任を遡及できる可能性を残す必要性も出てくる。しかしながら第6章でみたように、こうしたPPP契約における賠償責任額の限度化の否定は、信頼性の高い事業者に不必要に高いリスクプレミアム賦課を生じさせ、本来は到達可能な公共主体のVFMを引き下げる効果を生む。日本政府が、PPP契約において対公共損害賠償条項を残さざるを得なかったのは、施設整備に慣れた施工会社を含め公平に応札機会・事業者選定機会を与えることを優先し、応札事業者の運営事業履歴情報などを活用した厳しい事前応札資格審査や選定評価基準をあえて設けてこなかったことにも起因していると考えられる。

また、第5章第で分析したように、日本の銀行は、標準的サービス購入型案件のPPPに、実は真のノンリコース融資を提供しなかった。そこには、選定事業者の実施能力が事業履歴に裏打ちされた高いものではなかったことが影響しているかもしれない。さらに、第7章で触れたように、間接金融が優位の我が国では、銀行の企業に対する優越的地位が大きくなっており、銀行が真の「ノンリコース」のファイナンスを提供し

ようにすることと相容れない態勢を有している。このため、民間事業者は本来のプロジェクトファイナンスがスポンサーに齎すべきスポンサーの実質的有限責任性のメリットを受け取っていないし、ノンリコースでないがゆえに過去の優良な事業履歴の有無に関係なく借りることができる。このため、銀行の審査は銀行自身による償還確実性を確保するための審査にすぎず、公共主体も金融機関の審査に特段の価値を認めなくなってしまう。

選定事業者の高い実施能力に関する信頼性を確認するための仕組みを構築できない問題は、PPP 契約上の賠償規定の強化や融資のリコース化だけではない。公物管理者の無謬性の呪縛に縛られた公共主体は、むしろ民間事業者に求める事業の難易度を下げることで、PPP 契約上の事業者の債務不履行の蓋然性を下げるインセンティブを持ってしまう。この背景には、我が国では施設整備を行いうる施工会社は多数存在するが、インフラの運営・維持管理を長期に行ったことの実業者は少ないため、公共主体は厳しい応札資格要件を課して入札を行ったのでは十分な応札者数を確保できない、あるいは、プレイヤーの寡占化を招くと考え、民間事業者への事業リスク移転度合いをできるだけ削減することによって対応したとも考えられる。具体的には、重たい負荷のかかる運營業務のバンドリング度合を低めることで、PPP の難易度を引き下げた PPP 案件を形成した。しかしながら、第 5 章で分析したように、これでは、PPP の最大のメリットとも言われる施設整備と運営・維持管理のバンドリングのメリットが得られず、真の VFM の向上は得られない。もしも経験のある事業者の不足や寡占化が心配なのであれば、インフラの運営に強みを発揮できる民間事業者が育成されるように、運營業務のアウトソーシング契約の期間の長期化など、別途の施策に取り組む必要もあろう。

このような背景には、我が国の公共主体は、議会・国会審議にもみられるように、有権者やメディアからインフラの公物管理者としての行政責任の無謬性を求められる傾向が強く、民間事業者に PPP 事業を委ねることについては常に慎重な対応を求められ、管理の失敗には強い説明責任が求められる傾向があることも関係しているだろう。行政としては、こうした説明責任（アカウンタビリティ）を強く意識するあまり、民間事業者に運営責任の大胆な移転が行えていないとも言える。一方、日本ほど過度に無謬な説明責任を求められない国では、官から民へに運営・維持管理にかかる事業リスクを大胆に移管することに重きを置いて VFM を向上させようとしている。この目的があるからこそ、海外の公共主体のなかには、選定事業者には高い運営・維持管理能力を求め、そのために良好な事業履歴を重視した事業者選定を、ノンリコース融資を提供する銀行と同様に行っているところがある、と言える。

以上を概念図としてまとめたものが図 19（次々頁）である。この図においては、PPP の構造的な特徴である「公共主導の他律的な投資決定」と「長期の運営リスク」の2つが起因となって、スポンサーにとっての有限責任の要求と公共主体による信頼性要求が衝突する。この衝突の解決方法如何では、PPP は2つの政策的な経路を歩むことになる。一方（運營業務民間移管型）は、事業履歴の質を重視する厳しい事業者選定とプロジェクトファイナンス融資を使ってスポンサーの実質的有限責任性を確保することで資本コストを削減したうえで、バンドリングを伴う運営の民業移管を大胆に進める。もう一方（我が国サービス購入型 PPP）は、事業者を幅広く募り契約における履行義務を高めることで対応したうえで、運営の民業移管を抑制的にして逆にアンバンドリングを行い、資金調達においてもノンリコースのプロジェクトファイナンスの仕組みとの連動が見られず、資本コストの削減も行えていない。

さて、PPP 設計に関して重要なことは、PPP は民間の創意工夫と活力を利用した公共インフラサービスの調達の一手段であるが、官が官民間のリスク分担を決めて契約を起案し事業者の選定も官が行う結果、PPP は依然としてなお純粋な民間の事業ではなく、公共主体が一部のリスクを担い、かつ、事業計画の重要な部分（官民リスク分担や技術的な要求水準）を設計し、事業者選定も官の一存で決定している、ということである。もちろん、インフラの公共性を考えればそのことは公共政策的に好ましい面があるが、民営化された事業や、純粋な民・民間の契約とは異なるため、官が誤った設計・決定をすれば、市場では達成可能な効率性が PPP では達成されないリスクを孕んでいる。官が設計する PPP の効率性を高めるためには、官が犯しているかもしれない間違いを民間で活用されている仕組みで代替できないかという観点で是正する必要があるとも言える。本論文で見たように、実はプロジェクトファイナンスを通じた銀行の審査もこの役割を担っている。また、PPP 契約における賠償責任額の限度化の追求（損害賠償上限額の設定）は、民間同士の契約ではコストの引き下げの観点から好んで多用されるが、民間企業は、同時に契約相手方の選択に厳しい選別を行っている。これと同じようにプロジェクトファイナンスでは、金融機関がスポンサーの実質的有限責任性を受け入れるが、その前提として金融機関がスポンサー企業のプロジェクトマネジメント能力や担保に取る契約の内容を最も重視し、そのスポンサー適格性を良好な事業履歴の有無や官民のリスク分担構造の評価を通じて厳しく審査するのである。もちろん、公共主体があえて民営化（Regulated Privatization）を選択せず PPP を選択することに関しては、相応の理由がある。公共インフラネットワークの究極的な在り方を決定し見直すことができる権限を公共主体が持ち続ける必要があるということが重要な理由のひとつである

う。したがって、PPPにおいて何もかもすべて民間のプラクティスに合わせればよいものではない。しかしながら、個別契約を通じた有限責任化の追求や事業者選定手法においては民間のプラクティスは明らかに参考になると言える。

本論文にはまだ次のような課題がある。第1に、国毎のPPP事業の発展成熟度は、プロジェクトファイナンスを中心としてスポンサーの実質的有限責任性を確保した資金調達手段の発展成熟度のみ依存するものではないものの、データを通じてその相関・因果関係を示すことが望まれる。第2に、PPPの設計において、スポンサーと公共主体の間に存在するスポンサーに関する情報の非対称性をさらに効果的に削減する具体的な仕組みの構築が求められる。第3に、コミットメントの不足やモラルハザードは民間側だけの問題ではなく、公共主体の行動に関する民から見た情報の非対称性の問題もあり、特に開発途上国政府の行動においてみられるため、その問題への対応についても分析が必要である。第4に、民間事業者の信頼性を評価するための具体的なデータ整備（データクリーニングを含む）、定性的な情報の蓄積や比較可能性の担保をどのように行うのかについてもより具体的な分析手法や体制構築案の提案が必要であるほか、信頼性の高い事業者を選定するためのコストが結果として新たに取引費用を高めVFMの低下に繋がらないようにできるのか、民業のプラクティスも踏まえつつ検証する必要がある、また第5に、事業者の良好な履行実績を基にした事業者選定を行うことと、寡占化を防ぎ新規応札可能参加者を増やすための工夫をいかに両立させることができるかも併せて考えていく必要がある、そして本論文の再検証のためにより数値データを使った分析が求められる。

最近のPPPの設計に関する理論的な研究は急速に進んでいる。チリを含むラテンアメリカの一部の国では、経済学の理論で得られた知見をPPPの政策立案や個別の事業設計に取り入れる取組も進んできた。しかし、我が国におけるPPP事業の設計やアジア諸国での取組は、世界的に見ればまだ周回遅れである。本論文が我が国を含むアジアのPPP事業の有効性を改善するための制度設計に貢献できれば幸いである。

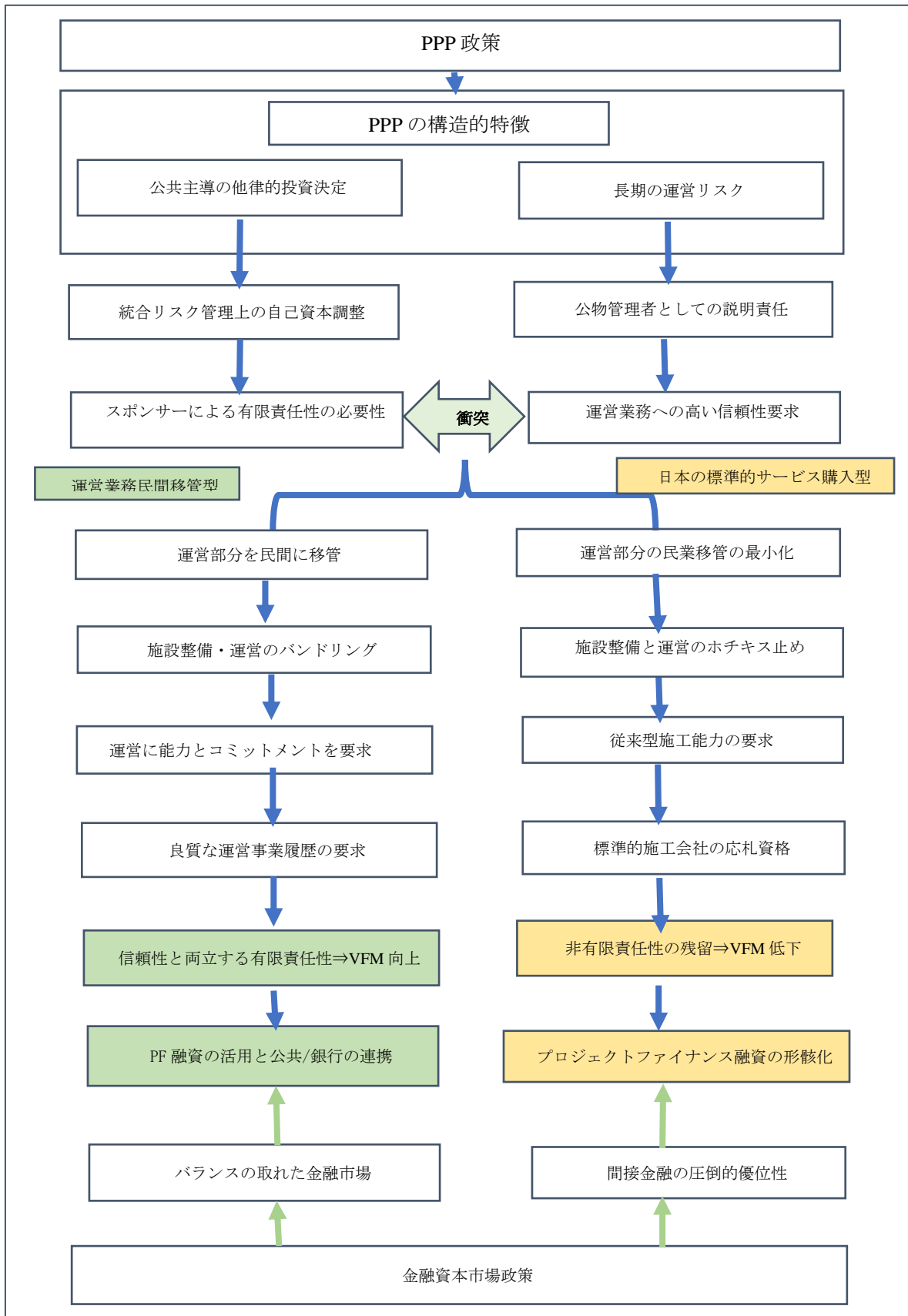


図 19:PPP における 2つの途（有限責任性と信頼性の衝突）：著者作成

参考文献

- [1] Engel, E., Fischer, R. and Galetovic, A: Economics of Public-Private Partnership, Cambridge University Press, 2014
- [2] E. エンゲル, R. フィッシャー, A. ガレトビッチ (安間匡明訳) : インフラ PPP の経済学, 金融財政事情研究会, 2017 年
- [3] 内閣府ホームページ: PPP/PFI とは, <https://www8.cao.go.jp/pfi/index.html>, Retrieved on 2021.08.21
- [4] 加賀隆一: プロジェクトファイナンスの実務, 金融財政事情研究会, 2007
- [5] National Audit Office; PF1 and PF2, 2018
- [6] 内閣府民間資金等活用事業推進室(PPP/PFI 推進室): PPP・PFI の概要, 2020
- [7] Yescombe, E.R. & Farquharson, E.: Public-Private Partnership for Infrastructure, Elsevir, 2018
- [8] E.R.イエスコム, E. ファーカーソン (佐々木仁監訳) : インフラ PPP の理論の実務, 金融財政事情研究会, 2020
- [9] Esty, B.C.: The Economic Motivations for Using Project Finance, Harvard Business School Journal 28: pp. 1-42. 2002
- [10] Esty, B.C. and Megginson, W.L: Creditor Rights, Enforcement and Debt Ownership Structure: Evidence from the Global Syndicated Loan Market, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38 (1): pp. 37-60, 2003
- [11] 経済産業省: 持続的成長への競争力とインセンティブ 企業と投資家の望ましい関係構築, 2014 年
- [12] IMF: Public-Private Partnerships, 2004
- [13] World Bank: Public-Private Partnerships Reference Guide Version 3, 2017
- [14] Grimsey, D & Lewis, M.K.: Evaluating the Risk of Public Private Partnerships for Infrastructure Projects, International Journal of Project Management 20, pp.107-118, 2002
- [15] Iossa, E. & Martimort, D: The Simple Microeconomics of PPP, Journal of Public Economic Theory, Vol. 17, No. 1, pp. 4-48, 2015
- [16] World Bank(PPIAF): Private Participation in Infrastructure, 2019
- [17] APMG: Public Private Partnership Certification Program, Box 5-12, <https://ppp-certification.com/>
- [18] Moody's Investor Service: Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2018, 2020
- [19] 津森信也: 入門企業財務第 4 版 戦略と実務, 東洋経済, 2011

- [20] 津森信也, 大石正明 : 経営のためのトータルリスク管理, 中央経済社, 2005
- [21] 一般財団法人建設業経営情報管理センター: 建設業経営分析 (2018) , 2020
- [22] Yescombe, E.R.: Principles of Project Finance, 2nd edition, Elsevier, 2014
- [23] Kleimeier, S. & Versteeg, R.:Project Finance as a Driver of Economic Growth in Low-Income Countries, Review of Financial Economics 19 (2): pp. 49-59, 2010
- [24] Townsend, R.M.: Optimal contracts and competitive markets with costly state verification, Journal of Political Economy 21, pp. 1-29, 1979
- [25] Timbang, M. and Rao, V: Syndicated Loans in Project Finance :Empirical Evidence from Asian Public-Private Partnership-Markets, Chapter 5, Realizing the Potential of Public-Private Partnerships to Advance Asia's Infrastructure Development, pp. 109-135, ADB & KDI, 2019
- [26] Rao, V.: Factors Influencing Bank Project Financing of Infrastructure Public-Private Partnership Projects in Developing Asia, Chapter 4, Realizing the Potential of Public-Private Partnerships to Advance Asia's Infrastructure Development, pp. 77-107, ADB & KDI, 2019
- [27] 内閣府: 事業導入の手引き, 2019
- [28] Diamond, D.W.: Monitoring and Reputation The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt, Journal of Political Economy, Vol.99, pp.689-721, 1991
- [29] 樋口孝夫: 資源・インフラ PPP/プロジェクトファイナンスの基礎理論, 金融財政事情研究会, 2014
- [30] 福岡市 PFI 事業推進委員会: タラソ福岡の経営破綻に関する調査検討報告書, 2007, https://www8.cao.go.jp/pfi/pfi_jouhou/houkoku/chihou/pdf/hukuoka_hukuokashi_01.pdf
- [31] Reserve Bank of India: Financial Stability Reports and Quarterly Data Statistics, 2000-2019
- [32] Guasch, J.L.: Granting and Renegotiating Infrastructure Concessions: Doing it Right, World Bank, Washington D.C., 2004
- [33] Financial Times: India's RBI Warns on Rise in Bad Loans, June 29, 2016
- [34] Rao, V.: An Empirical Analysis of the Factors that Influence Infrastructure Project Financing by Banks in Select Asian Economies, ADB Economic Working Paper Series, ADB, 2018
- [35] Department of Economic Affairs, Ministry of Finance, India: Report of the Committee on Revisiting and Revitalizing Public Private Partnership Model of Infrastructure, 2015
- [36] Nallathiga, R. & Shah, M.N.: Public Private Partnership in Road Sector in India, National Institute of Construction Management and Research, Pune, India, 2014
- [37] Swapnil, G. & Sachin, G.: Rethinking Public-Private Partnerships: An unbundling approach, Transportation Research Procedia, Volume 25, pp. 3789-3807, 2017
- [38] Nehra, S.: Infrastructure deficit in India: The Role of Public Private Partnerships, Paridnya The MIBM Research Journal 1, pp. 36-40, 2013

- [39] Nallathiga,R., Shaikh, H.D., Shaikh, T.F., and Sheik, F.A.: Factors Affecting the Success/Failure of Road Infrastructure Projects under PPP in India, Journal of Construction Engineering and Project Management, Vol 7, No. 4, pp. 1-12, August 2018
- [40] Business Standard: Lenders may Take a Rs 1,400-cr Haircut on Gurgaon Expressway, September 7, 2013
- [41] Business Standard: IDFC Sees a Revenue Loss of 60% on Delhi-Gurgaon Expressway, February 19, 2014
- [42] Business Standard: Has the Stage Been Set for Revival of Inrfa Projects?, February 4, 2016
- [43] Reserve Bank of India: Financing of Infra-structure Projects, IECD. No. 26/08.12.01/98-99, April 23, 1999
- [44] Reserve Bank of India: Loans and Advances Statutory and Other Restrictions, DBOD No. Dir. BC. 18 /13.03.00/2003-04, Chapter 3.9.2 Guidelines for Financing of Infrastructure Projects, pp. 14-22, August 22, 2003
- [45] Reserve Bank of India, Financial Stability Report, March 2010
- [46] 秋山文子:インド銀行セクターの動向, Newsletter, 公益財団法人 国際通貨研究所, 2016年8月31日
- [47] 幸田円: インドの不良債権問題, 公益財団法人 国際金融情報センター, 2018.03.22
- [48] Chakrabarty, K., Deputy Chairman, Reserve Bank of India: Keynote Address at Annual Infrastructure Finance Conclave, Annual Infrastructure Finance Conclave, August 9, 2013
- [49] Parliament of India: 236 th Report, Department-related Parliamentary Standing Committee on Transport, Tourism and Culture, Infrastructure Lending in Road Sector, August 2016
- [50] ASIFMA: India's Debt Markets, The way forward, Asia Securities Industry and Financial Markets Association (ASIFMA), July 2017
- [51] Reserve Bank of India : Financial Stability Report 2018, Chart 2.2, p22, June 2018
- [52] 内閣府: モニタリングに関するガイドライン (2018.10.23 最終改正)
https://www8.cao.go.jp/pfi/hourei/guideline/pdf/monitoring_guideline.pdf
- [53] 情報サービス産業協会: JISA ソフトウェア開発委託基本モデル契約書 2020, 2020
- [54] 内閣府: PFI 事業実施プロセスに関するガイドライン, 2021年6月18日
- [55] 内閣府: コンセッション事業等の主な進捗状況,
<https://www8.cao.go.jp/pfi/concession/pdf/concession.pdf>, 2019年8月1日
- [56] 経済産業省: インフラ・システム輸出の現状, 産業構造審議会貿易経済協力分科会インフラシステム輸出部会第2回資料4, 2012年4月5日
- [57] 首相官邸: 第43回経協インフラ戦略会議 インフラシステム輸出戦略フォローアップ第7弾, 2019年6月3日

- [58] 鹿島建設 海外事業本部開発部土山洋一: 鹿島の海外開発事業の取組 社会官民のニーズ, 事業体制とリスク, 2020年11月
- [59] 国土交通省: インフラ海外展開新戦略の骨子, 2020年7月9日
- [60] ㈱東洋食品, 東洋食品ホームページ, <https://www.toyo-foods.com/business/pfi/>, 2021年1月
- [61] Hart, O.: Incomplete Contracts and Public Ownership; Remarks and an Application to Public-Private Partnerships, *Economic Journal*, Vol. 113, pp. C69-C76, 2003
- [62] Iossa, E. & Martimort, D.: Risk Allocation and the Costs and Benefits of Public-Private Partnerships, *Rand Journal of Economic*, Vol. 4, No. 3, pp. 442-474, 2012
- [63] 森山真稔: 我が国の PFI に関する経済学的研究の概況, 第 62 回土木計画学論文発表会, 2020
- [64] 高橋陽一: PPP/PFI のプログラム評価とエビデンス, 東洋大学 PPP 研究センター紀要 (10) , 2019
- [65] 土木学会インフラ PFI/PPP 研究小委員会: 公共調達における事業手法の選択基準, 2021
- [66] 会計検査院: 会計検査院法第 30 条の 2 の規定に基づく報告書「国が実施する PFI 事業について」, 2021年5月14日
- [67] 内閣府民間資金等活用事業推進委員会: PFI 事業の事後評価等に関する基本的な考え方 (案) , 第 4 回事業推進部会参考資料 6, 2020年1月
- [68] 金融庁: 地域金融機関による事業性評価について
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/jjkaigou/dai4/siryou1.pdf>, 2014年10月24日
- [69] 金融庁・日本銀行: バーゼル III の最終化について, 2018
- [70] Engel, E. Fischer, R., Galetovic, A.: The Basic Public Finance of Public-Private Partnerships, *Journal of European Economic Association*, Volume 11, Issue 1, pp. 83-111, February 2013
- [71] 柏木昇監修: PFI 実務のエッセンス, 柏木昇監修, 有斐閣, 2004
- [72] H. Treasury : UK Standardization of Contracts, PF2, HM Treasury, December 2012
- [73] 水島治: PFI における特別目的会社 (SPC) についての一考察, 武蔵大学論集, *The journal of Musashi University* 64 (3・4) 1-12, 2017
- [74] 内閣府, PFI 契約に関するガイドライン(2020年7月17日改正),
https://www8.cao.go.jp/pfi/hourei/guideline/pdf/keiyaku_guideline.pdf
- [75] 京都市: 入札説明書京都市立学校耐震化 P F I 事業, 2010年5月14日
- [76] 内閣府: PFI 事業実施プロセスに関するガイドライン, 最終改訂, 2013年6月6日
- [77] 国土交通省: 国土交通省所管事業への P F I 活用参考書, 2006
- [78] 内閣府: PFI 事業契約に際しての諸問題に関する基本的考え方, 2009年4月3日

- [79] Victoria State Government, Treasury & Finance, Australia: Availability PPP PV Standard Project Deed - Guidance Notes,
<https://www.dtf.vic.gov.au/public-private-partner-ships/policy-guidelines-and-templates>, March 2018
- [80] U.S. Department of Transportation, Federal Highway Administration (FHWA): Availability Payment Concessions, Public-Private Partnerships Model Contract Guide, September 2015
- [81] World Bank Group & PPIAF: Global Infrastructure Facility: Guidance on PPP Contractual Provisions, p61. 2017 Edition, 2017
- [82] ADB, EBRD, IDB, IsDB, and World Bank Group: The APMG Public-Private Partnership (PPP) Certification Guide, 2016
- [83] 赤井伸郎: 第三セクターの経営悪化の要因分析－商法観光分野の個票財務データによる実証分析, 2003
- [84] 産経 WEST: 関空運営権売却：入札参加は一連のみ、企業をおよび腰にさせた運営リスク,
<https://www.sankei.com/west/news/151110/wst1511100066-n1.html>, 2015年11月10日 18:58
- [85] 福島隆則: 日本のインフラ投資市場の可能性－従来型 PFI の課題を克服する－, 土木學會誌 Volume 104, No.5, 2019
- [86] 内閣府 PFI 推進委員会事務局: 第 22 回計画部会各委員からのご意見及びご対応 (資料 1-4), 2020 年
- [87] Stiglitz, J.E.: The Theory of "Screening" Education and the Distribution of Income, The American Economic Review, Volume 65, No.3, pp. 283-300, June 1975
- [88] Williamson, O. : The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting, The Free Press, 1985
- [89] 内田貴: 契約の時代 日本社会と契約法, 岩波書店, 2000
- [90] 石磊, 大西正光, 小林潔司: PFI 事業権契約と保証金, 土木学会論文集 D 2006 年 62 巻 3 号 pp. 383-400, 2006
- [91] K. アロー, 組織の限界 (村上泰亮訳), 岩波書店, 1976
- [92] 新関西国際空港株式会社: 関西国際空港及び大阪国際空港特定空港運営事業等募集要項, 2014 年 11 月 22 日
- [93] 最高裁民集: 最高裁大法廷判決 民集 24 巻 6 号 625 号, 最高裁, 昭和 45 年 6 月 24 日
- [94] 金融庁: 平成 30 年 9 月期における金融再生法開示債権の状況等,
<https://www.fsa.go.jp/status/npl/20190208.html>, 2019 年 2 月 13 日
- [95] 星岳雄: 戦後日本の金融機関と企業の再建整備, 経済研究 Vol 46, No.1, 1995
- [96] 黒田晃生: 戦後復興期における日本銀行の金融政策, 政経論叢, 2009
- [97] 経済企画庁: 年次経済報告 (平成 8 年), 1996

- [98] 日本銀行金融市場局: クレジット市場改革と日本銀行の取り組み, 日本銀行金融市場局, 2003年6月
- [99] 淵田康之: ローンは変わる? 銀行は変わる?, 野村資本市場研究所, 2007 Spring, 2007
- [100] 内閣府: PFI 推進委員会報告(3-(2), 7) (2) 地域金融機関活用必要性, 2007年11月15日
- [101] 財務省: アジア債券市場育成イニシアティブ, 財務省:
https://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/abmi/index.html
- [102] 佐藤淳: 活性化の余地を残す社債発行市場, 野村資本市場クォーターリー 2018 Spring, 2018
- [103] 金子憲治: 第1回: プロジェクトファイナンスを甘く見ない, 日経BPクリーンテック研究所,
メガソーラー事業のためのファイナンス講座:
<https://tech.nikkeibp.co.jp/dm/article/.../20140213/333887/>, 2014.02.17
- [104] 日本PFI協会: PFIの資金調達, pp. 68-69, 日刊建設工業新聞社編集局, 2006

付録 用語一覧

- (1) この付録では、本論文で特に定義された用語、PPP および金融に関連した頻出する専門用語をとりまとめて解説する。
- (2) 用語の掲載順は、最初に和文 50 音順に続き、次に英文アルファベット順とする。
- (3) 本論文だけのために特に定義された用語についてはハイライトしている。

1. **アベイラビリティ契約** : Availability Contract を参照。
2. **アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)** : 2003 年第 6 回 ASEAN+3 財務大臣会議 (於 : フィリピン・マニラ) で決定された ASEAN プラス 3 諸国によるイニシアティブ。アジア通貨危機の経験を踏まえ、現地通貨建ての債券市場を育成せんとするアジア地域における債券市場の育成プログラムを言う。アジア債券市場イニシアティブ [101]を参照。
3. **アンバンドリング (unbundling)** : 施設の設計・施工と運営・維持管理の統合・最適化 (バンドリング) を不可欠な要素とする本来の PPP において、スポンサー間の業務・リスク分担の厳格な切り分けが行われたことなどの理由により、統合化を通じて最適化されるべき一連の業務が、実質的に分離・分割されて最適化できなくなっている状態を指す。第 5 章第 2 節第 4 項参照。
4. **インフラ施設** : 経済・社会を支える基盤施設, あるいは広く公共施設のことをいう。
5. **インフラファイナンス中銀指針** : 1999 年 4 月 23 日にインドの中央銀行 (RBI) が商業銀行に対して策定したもので、インドの PPP 事業に対する銀行与信の在り方を定めた指針のことを指す。基本的にプロジェクトファイナンスでの融資の実務指針を示しているほか、大口与信規制上の例外措置や BIS のリスクウエイトに関する適用規定も含まれている。第 4 章第 3 節第 1 項参照。
6. **請負契約** : 請負契約とは、契約当事者の一方がある仕事を完成することを約し、相手方がその仕事の結果に対してその報酬を支払うことを約する契約である (民法第 632 条)。この場合に「仕事」とは労務の結果により発生する結果をいい、有形・無形を問わない。「完成」とは労務によってまとまった結果を発生させることをいい、原則として自由に履行補助者や下請負人を使うことができる。「報酬」は必ずしも金銭による必要はなく、また、仕事の目的物の引渡と報酬の支払いは原則として同時履行の關係に立つ。以上、国土交通省の資料「請負契約とその規律」による。このように請負人の責任は重く、仕事を完成できない場合には結果責任を取り損害賠償しなければならない。なお、委託契約の場合は、受注した業務の行為の遂行を目的とした契約で、結果責任を取る必要が無い点が請負契約と異なる。また、請負契約では請負人からの解除には制限があり、例えば、注文者による契約違反、注文者の破産、注文者との解除の合意に限られる。このため、請負契約では、請負人に有限責任性が認められない。
7. **エコノミック・キャピタル・マネジメント** : 金融機関で行うリスク管理を「統合リスク管理」と呼ぶことが多いのに対して、「津森・大石」 [20]は、事業会社が、自社の事業活動に伴うすべてのリスク量を会社全体で把握し、自社の財務体力 (株主自己資本) にあった適正な範囲内に管理することを、「エコノミック・キャピタル・マネジメント」 (ECM) と呼んでいる。望ましいリスクマネジメントのあり方としては、毎年平均的に発生すると考えられるリスク事象の損失については毎年の期間利益の範囲内で吸収できるように管理し、100 年に一度、あるいは 1000 年に一度発生するような限界的な大きなリスクに対応する損失については、自己資本の範囲内で吸収できるように管理することが求められる。第 2 章第 6 節第 2 項参照。
8. **英米豪等** : 本論文では、英国、米国、豪州および世界銀行の PPP ガイドラインの採用国のことを言う。本論文では、第 6 章第 4 節に記載の通り、PPP 契約における賠償責任額の限度化の原則が、それぞれの国・機関間で文書化されたガイドラインとして確認できた国・機関のことを指している。
9. **エージェンシーコスト** : 依頼主と代理人の間で、異なるインセンティブを持つことに伴い発生する費用もしくはその利害の不一致を解消するために必要な費用。
10. **ウォーターフォール (waterfall)** : プロジェクトファイナンスにおいて、対象プロジェクトからの収入

CFがどのような優先順位で操業費用、修繕積立金、金融機関への返済、配当金に充当されていくのかを決める仕組みのことをいう。一般に、優先充当順位は、対象プロジェクトのCF創出に必要な重要度に基づき決められ、かつ配当金の支払いは最劣後となる。一般的には、操業に必要な直接費用（維持管理費を含む）、修繕積立金、元利返済、配当金の順になる。

11. 関係特殊の投資：特定の取引先との契約やその要請に基づいて行われる特殊な投資であって、当該取引先からの需要がなくなってしまう、取引先が倒産した際には、別の用途に適した利用が行えず、投資した資産そのものが価値・収益を生まなくなる投資をいう。

12. 基幹3要素審査：「プロジェクトファイナンスの基幹3要素の審査」参照

13. 厳しい資金制約下での精度の高いキャッシュフロー審査：ROEを高めようとするスポンサーの強い要請でノンリコース性が高く、かつ、予備費の設定において厳しい資金制約の前提のもとで行われるCFの分析を通じた審査を言う。小さなCFの変化が配当の抑制や債務不履行事由に繋がるため、銀行とスポンサーの両方から厳しい審査と折衝が行われる。第3章第5節参照。

14. キャッシュフロー（CF）：現金の流れのことを意味する。財務会計上の認識としての収益・費用の認識としてではなく、現金ベースで把握した企業における資金の流れのことを指す。

15. 契約規定可能性（Contractibility）：PPP契約において、民間事業者が提供するべきサービスの品質の要求水準を契約上に規定することが可能であって、当事者間で疑義が生じ、紛争が起きても裁判所に持ち込めば強制執行可能な状態にまで契約文言に客観性が保たれていることを指す。Engel et al [1] [2]を参照。なお、学校における教育サービス、刑務所における刑務業務、病院における診断・医療行為などはいずれもサービス水準の仕様設定の複雑さ・曖昧さから契約規定可能性の確立が困難とされるため、PPPの適用が難しいとされる。

16. 契約上の有限責任性：企業の事業活動において発生する債務のすべての債権者に対して、少なくとも法律上は債務（保証債務を含む）を負わないこと。序章第2節参照。

17. 契約の不完備性：契約において、理論的に起きうるすべての事態を想定して契約が作成されていることを完備契約という。しかしながら、実際には、あらゆる事態に対応して契約を完備しておくことは不可能であり、契約には想定外の事象に対応して再交渉が起きるのが普通である。このような契約の性格を称して契約の不完備性という。

18. 契約を通じた有限責任化：締結する契約の規定を通じて、個別に、有限責任性を実現することを指す。典型的には、債務不履行に伴う相手方への賠償責任額の限度額をその相手方との契約で合意することなどを指す。序章第2節参照。

19. 国際標準的なプロジェクトファイナンス：ニューヨーク、シンガポール、ロンドンなどの国際的な主要金融都市に本拠を置く金融機関においてストラクチャリングされている標準的なプロジェクトファイナンスのことを言う。ちなみに、かかる金融機関においては、主要な国際金融都市に配置されたプロジェクトファイナンスの専門家がグローバルにネットワーク化された会議体を持っており、審査の方針やリスクテイクのあり方について、横串を入れた品質管理を行う仕組みがある。また、プロジェクトファイナンス案件は多数の銀行が参加することで組成されるシンジケートローン形式によるため、プロジェクトファイナンスのリスクテイクの品質は、そこに参加する銀行間で違いがあるわけではなく、仮にあってもシンジケートローンの組成プロセスを通じて収斂していくことが特徴的である。つまり、この2つの特徴から、プロジェクトファイナンスは、グローバル市場において標準化が進みやすい。なお、発展途上国の現地通貨で供与されるプロジェクトファイナンスあるいは我が国の国内において日本円を使って提供されるプロジェクトファイナンスにおいては、参加金融機関は国内資本の金融機関に限られているため、国際標準的なものにはなりにくい。

20. コーポレートファイナンス：本論文では、特定プロジェクトから生まれるキャッシュフローに着目したプロジェクトファイナンスを主として取り上げているが、これと対比して、スポンサーとなる企業が銀行等の金融機関からの借入や社債市場における債券発行によって、企業のバランスシートを通じた資金調達手法のことをコーポレートファイナンスとしている。コーポレートファイナンスあるいはその理論は、より一般的には、株主にとっての企業価値を最大化するために必要となる資金調達手法、資本・負債構成の最適化、その他の経営者の取るべきアクションを扱う枠組みである。

21. 公共主体：本論文では、政府、地方公共団体もしくはその他の公共団体のことをいう。

- 22. コベナンツ**：貸付契約書において、借入人が貸付人に対して約定している約束（条項）のことをコベナンツと呼ぶ。プロジェクトファイナンスにおいては、借入人たる SPC に、プロジェクトの適切な実施を促し、貸付人の権利を保全するために、多数のコベナンツ条項が課されている。代表的なものとしては、対象事業の実施に必要な政府・自治体から許認可を取得する義務、PPP 契約を銀行団の事前承諾なく変更してはならない義務、債務返済に支障をきたすような事由を銀行団に通知する義務などがある。
- 23. コンセッション**：PPP の事業類型のひとつ。公共主体が公共施設の長期にわたる運営権を民間事業者のために設定し、当該事業者が利用者から利用料を直接に徴収して独立採算で運営する PPP 事業のことをいう。我が国では、空港、上下水道、県営の有料道路、公共展示場施設などで実施されている。公共主体がサービス対価を払うサービス購入型と対比される。
- 24. サービス購入型 PPP**：PPP の事業類型のひとつで、民間事業者が提供するサービスに対する対価を公共主体が支払う事業の形態のことを指す。あくまでも事業者が受け取る収入は、サービス提供への対価であることから、需要リスク（利用者数や利用料水準に伴う変動）の影響を受けない。
- 25. 事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査**：PPP 契約における官民間のリスク分担の適切性に関する審査のことを言う。特に、リスクコントロールの難易度の高い、用地取得リスク、需要・収入リスク、法律・規制変更リスクなどの取り扱いが重要となる。第 3 章第 5 節参照。
- 26. 自己資本利益率 (Return on Equity, ROE)**：出資金（自己資本）に対する利益率をいう。例えば、ある事業会社に出資金を投じてそこで銀行借入を行って資金調達を行って、毎年配当金を得たとする。その時、その事業の将来配当金 CF の現在価値を出資金で除したものが自己資本利益率となる。
- 27. 資産代替 (Asset Substitution)**：事業者がより高いリターンを獲得を目的として、リスクがより高い事業実施手法を選好してしまうものの、投資家側が情報の非対称性から事業者の選択を観察できないため、本来望ましいより安全な事業実施が選択されないことをいう。
- 28. 事前の非効率性の問題**：投資実行前の問題、例えば契約の不完備性や情報の非対称性によって、社会的に実行されるのが望ましい投資が実行されない問題をとらえて、事前の非効率性の問題という。
- 29. 資本コスト**：企業による資金調達コストのことを指す。但し、資本コストとは、株主資本と負債では異なることに留意する必要がある。株主資本の資本コストとは、企業が株主や株式市場から資金を調達するのに必要なコストのことを言う。一方、負債の資本コストとは、銀行融資および債券発行を通じた資金の調達コストであり、株主資本の資本コストよりも相当程度に低い。これは、株主資本の償還は、負債の償還よりも構造的に劣後することから、より高いリスクを取っていること、かつ、償還原資となるキャッシュフローのヴォラティリティが負債の償還原資となるキャッシュフローよりも高いことによる。
- 30. 社会的価値**：「プロジェクトファイナンスが齎す社会的価値」を参照。
- 31. 情報の非対称性**：市場において取引される商品の品質や経済主体の行動に関して、取引に参加する経済主体の間で、各自が有する情報の質や量に差異が生じていることを言う。このことにより、市場では本来成立するのが望ましい取引が成立しなくなることがある。本論文においては、PPP 事業において、公共主体が民間事業者の能力・コミットメントに関して十分な情報を持ち合わせていないがために、十分な信頼を持たないままに民間事業者との間で特殊な条件付の契約を締結していることなど、情報の差異の解消ではなく別の方法で克服しようとする結果生じる課題を取り上げている。
- 32. 信頼 (信頼性)**：本論文においては、PPP における公共主体に対する民間事業者の信頼を問題にしている。ここで言う信頼とは、任せられた事業を契約通りに実施できる契約者の「能力」と何か予期せぬ問題が生じても事業を完遂しようとする契約者の強い意志「コミットメント」から成り立つと説明している。第 6 章第 7 節第 2 項参照。
- 33. 債務不履行 (Default, デフォルト)**：契約当事者が、契約書の重大な義務に違反することを債務不履行といい、その具体的事象を債務不履行事由と呼ぶ。貸付契約書において定められた所定の重大事由が発生し一定の期間継続すると、銀行団が債務不履行事由の発生を宣言し、貸出残高の即時償還を求め、担保実行を行う権利が契約書上発生する。かかる重大な事由のことを債務不履行事由と呼ぶ。典型的には、元利支払いの遅延や PPP 契約上の義務不履行に伴う解約事由発生を指す。なお、「戦略的デフォルト」とは、自らの利益のために、あえて債務不履行を回避する行動をとらず、意図的に自ら債務不履行を招くことを言う。「デフォルト率」とは、通常は、特定された債務者・あるいは債務者群が金銭債務で延滞事象を起こした実

績の発生確率のことを指す。

34. 実質的有限責任性：明示的に契約において設定される債務や保証債務の有無に関係なく、企業の投資責任額が実質的に影響を受ける事態を勘案し、真に実質的な意味で当該企業の投資責任額が限度化されているこという。PPP においては、契約上の有限責任性にくわえて、PPP 契約における賠償責任額の限度化がなされていることで、このような実質的な意味での有限責任性が達成されると考えられる。序章第2節参照。

35. 事業当事者間のインセンティブ構造の審査：SPC を構成するスポンサー企業や、SPC が契約を締結する相手方企業を含めた、民間事業者のコンソーシアムを形成に参画した企業間の利害関係やインセンティブの構造が、PPP 事業における CF の最大化に向けて利害が調整・統一されているかどうかを確認するための銀行によるプロジェクトファイナンス上の審査。第3章第5節参照。

36. シンジケートローン：複数の銀行が協調して協調融資団（シンジケート）を組成し、ひとつの融資契約書に基づき同時期・同一条件・同一リスク（担保・保証）で同一の借入人に融資を行うことをいう。

37. スクリーニング：本論文では、経済学での「スクリーニング」の概念として使っている。経済学のスクリーニングとは、情報の非対称性を伴う取引において、一方の当事者が他方に対して秘匿された情報の開示を行うように促し、相手方もインセンティブをもって求めに応じ、一定の情報を相手方に開示することにより、情報の非対称性が解消もしくは削減されて取引がより好ましい状態で成立する仕組みを指す。第6章7節参照。

38. スポンサー：子会社が主体となって事業が営まれているときに、その株主のことを指す。本論文では、特に PPP 契約の契約者となる SPC の株主のことをいう。

39. スポンサー・フルコミットメント：事業に関して、自らの有責事由に起因する契約不履行やその損害賠償に関して、スポンサーとして必要な資金投入をしてでも損害額を賠償しかつ当該事業を完遂する意思があることをいう。第6章第7節第1項参照。

40. ステップイン：プロジェクトファイナンスの融資対象となる事業が破綻する際には、公共主体によって PPP 契約が解除される前に、金融機関が迅速に新たに代替となる新スポンサーを見つけたうえで、事業再開に必要な資産・契約を旧スポンサーから新スポンサーに移転し、事業を再構築することが必要となる。このように、新スポンサーをして事業の再構築を行う、あるいは、新スポンサーが見つかるまでの間、当該金融機関が、債務不履行をした借入人に替わり暫定的に事業を運営することをステップインという。プロジェクトファイナンスを行う銀行は、徴求した資産と契約をすべて担保実行して自らの所有名義に書き換え、新たな能力ある第3者に業務委託して事業継続と債権回収を図る、あるいは、新たな第3者のスポンサーに当該資産と契約を譲渡したうえで、事業および債務の継承を請け負ってもらうことで銀行団が債権回収を図ることを想定している。第2章第4節参照。

41. セキュリティパッケージ：プロジェクトファイナンスにおいて貸付を行う銀行団が借入人より必要とする担保設定条件や融資契約におけるコベンツの条件について合意した内容を指す。債務不履行事由が発生しないように様残な仕掛けがその条件に織り込まれているほか、特に債務不履行事由の発生した場合の実際の担保実行において、銀行団が第三者から邪魔されることなく、事業に必要なすべての資産・契約関係を完全に銀行団の支配におくことができるようにし、銀行団によるステップインの実行を円滑に行えるように策定されている。

42. 施工会社：本論文では、施設整備事業において計画された工事を行う事業者のことを指して施工会社と呼ぶ。日本の施工会社は、多くの公共事業において、公共主体が作成した設計をもとに施工を行うことを念頭においている。しかし、日本でも PPP においては多くの場合、施工会社が設計と施工の両方を行うことが多い。海外では、公共事業・PPP のいずれにおいても設計と施工がともに民間事業者の業務となることが多い。

43. 選択的事後の情報開示機能：本論文では、スポンサーの選択的な判断により、債務不履行に陥った SPC に対して追加的資金を投入する決断を行う、もしくは、行わない行動を通じて、スポンサーの当該事業を完遂しようとする意欲の度合が、事後的に発信されることで、それまで隠されていたスポンサーのコミットメントの度合が、外部に開示される機能のことを指している。第6章第7節第1項参照。

44. 戦略的デフォルト：自らの利益のために、あえて債務不履行を回避する行動をとらず、意図的に自ら債務不履行を招くことを言う。

45. **損害賠償の予定**：契約当事者間で、予め契約において、債務不履行に伴う損害賠償の金額や計算・支払いの方法について合意しておくことを言う。これを定めておかない場合には、損害賠償の金額について係争が生じ、金額を固めるためには仲裁や裁判に依拠しなければならない可能性があり、企業はかかるリスクを忌避する傾向が強い。
46. **対公共損害賠償条項**：我が国の PPP 契約に存在する規定。民間事業者（SPC）が義務不履行を起こした際に、公共主体が被った損害については、公共主体に対して損害賠償しなければならないことを定めた条項のことを言う。第 5 章第 2 節第 3 項の表 12 にその典型文言が記載されている。
47. **対 SPC 損害賠償条項**：我が国の PPP 事業において、SPC と構成企業であるスポンサーとの間で締結される O&M 契約や EPC 契約で規定される条項。構成企業が分担して請け負った業務に関して構成企業の故意・過失により債務不履行が発生し、損害を生じた場合には当該損害を当該スポンサーが賠償する旨の特約。第 5 章第 2 節第 1 項の表 8 にその典型文言が記載されている。
48. **中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査**：SPC の株主となるスポンサーのうち、事業活動において最も中核的な価値創造の役割を担うスポンサー（多くの場合には最大株主）のプロジェクトマネジメント能力を、プロジェクトファイナンスで融資する銀行が審査することをいう。第 3 章第 5 節参照。
49. **トラックレコード**：一般に過去の活動の履歴のことを言う。本論文では、スポンサーのトラックレコードとして頻繁に使う。プロジェクトファイナンスにおいては銀行が最も重視する論点である。これはスポンサーが、現在取り組まんとしている事業とほぼ同種の事業に関してどのような成功・失敗の履歴を有しているかという観点で使う。過去に成功体験が積みあがっておれば、少なくとも全く経験のないスポンサーに比べれば、成功する確度は高いと考えるのが普通である。一方で、過去に大きな失敗をした企業が取り組むのであれば、どのような対策を講じて今回臨むのかを質問するところから審査が始まる。
50. **デフォルト**：債務不履行を参照。
51. **デフォルト率**：特定された債務者、あるいは特定の債務者群が、金銭債務に関して支払遅延を起こす発生確率（実績もしくは予想）のことを指す。債務不履行を参照。
52. **導管化**：本論文では、SPC において具体的な業務を行うために必要な実体のある組織・常駐人員の配置がなく、業務そのものは下請け契約等を通じて SPC の外で行われている状態を言う。ペーパーカンパニー化にもほぼ近い概念。第 5 章第 2 節第 4 項参照。
53. **統合リスク管理**：事業会社や金融機関が、自社の事業活動に伴うすべてのリスク量を会社全体で把握し、自社の財務体力（株主自己資本）にあった適正な範囲内に管理することを、「統合リスク管理」（もしくは「エコノミック・キャピタル・マネジメント」（ECM））という。第 2 章第 6 節第 2 項参照。
54. **能力審査**：中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメント能力の審査を参照。
55. **ノンリコースからの乖離**：プロジェクトファイナンスにおいて、本来既に成立している契約上の有限責任性に拘わらず、銀行が、スポンサーに対して持っている強い影響力を行使することなどを通じて、返済原資を対象事業の CF 以外に求め、スポンサーに対する実質的なリコースを回復し、ノンリコースから乖離してしまうことを言う。第 4 章第 3 節第 7 項参照。
56. **ノンリコース・ファイナンス（Non-Recourse Finance）**：融資する銀行や投資家が、借入人となる SPC のスポンサーに対して一切の担保・保証の提供や、SPC への追加出資義務を求めない条件でのプロジェクトファイナンスのことをいう。
57. **バーゼル基準**：バーゼル銀行監督委員会の定めた基準に拠る、という意味。
58. **バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委員会）**：G20 や金融安定化理事会の指示のもとで、金融システムの安定と公平な競争環境の確保のために銀行の健全性に関して国際的な規制を策定する国際的な委員会で、G20 諸国およびその他にも欧州・アジアの一部の国が参加している。その規制の代表的なものが銀行に課される最低自己資本比率規制である。各国はバーゼル委員会が定めた基準をもとに国内の具体的な規制を定める。リスクウエイトの項目参照。
59. **バーゼルⅢ**：2017 年 12 月に、G20 諸国を中心に構成されるバーゼル銀行監督委員会（バーゼル委員会）が定めた基本合意。2022 年～2027 年にかけて段階的に実施される。

60. **バンドリング (bundling)** : PPP において民間事業者が、施設的设计・施工と運営・維持管理のそれぞれの業務について分断化された部分最適を求めるのではなく、PPP 事業のライフサイクル全体を通じて、費用効率化や品質向上を目的とした全体最適化を行うことことを言う。最も分かり易い事例としては、運営段階における維持管理費用削減を通じてライフサイクルコストの最小化を実現するために、施設整備の施工に関して従来よりも高い費用をかけてでも、施設的设计上の工夫を行うことなどがあげられる。PPP におけるVFM 向上の源泉となる重要な要素である。
61. **非ヘッジ・パススルー分析 (非 HP 分析)** : 中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメント能力の審査と、プロジェクトのインセンティブ構造の審査を合わせたものを言う。第5章第1節参照。
62. **標準的サービス購入型 (PPP) 案件** : 本論文では、我が国のサービス購入型 PPP のうち、SPC に事業運営の実体がなく、SPC が構成企業との間で締結した下請契約を通じて、実質的には構成企業が分担された業務を SPC に対して提供することを通じて成り立っている事業のことをいう。第5章第2節参照。
63. **ファイナンスクローリング** : 貸付契約が締結されることを指す。例えば、PPP においてはプロジェクトファイナンス融資をはじめとして、事業実施に必要な資金調達の契約が締結されることを指す。
64. **複数の銀行によるシンジケートローン方式による審査** : 基幹3要素の審査とCF 審査を終えた後に、シンジケートローンに参画する金融機関によってセキュリティパッケージ全体について再確認がなされる。この全参加行を通じて行われる最終的なダブルチェックの審査のことをいう。第3章第5節参照。
65. **不良債権 (Non-Performing Asset: NPA)** : 利息・元本の返済遅延が生じた債権もしくは返済の繰り延べがなされた債権など、金銭債権に基づく債務履行が現に行われてない、もしくは、今後の債務履行の確実性が危ぶまれる債権のことを指す。国ごとに不良債権の定義は少しずつ異なるが、例えばインドの場合には、不良債権とは、元本もしくは金利が3か月以上延滞している相手先への貸付債権を指す。不良債権比率は、その対融資残高比率を指す。
66. **プロジェクトのインセンティブ構造の審査 (誘因構造分析)** : プロジェクトファイナンスの銀行による審査において、対象プロジェクトに債権回収上の懸念となるリスクが見つけれられた際に、そのリスクを適切にコントロールするために、プロジェクトに参画する関係当事者のインセンティブがプロジェクトの目的と軌を一にしており、返済原資となる事業 CF の創出に向けた適切なインセンティブ構造が保たれているかどうかを審査することを言う。参加企業間の利益相反の解消や利害一致の確認が主な具体的な審査対象であるが、必要に応じて、SPC のスポンサー資本構成や契約条項の修正がなされることもある。第5章第1節参照。
67. **プロジェクトファイナンス** : 本論文では、加賀 (2007) [4]による。①特定されたプロジェクトが対象で、原則として、②主たる返済原資が当該プロジェクトの CF に依拠し、③担保が当該プロジェクトの資産に限定されるファイナンスのことを指す。プロジェクトファイナンスによる融資の最大の特徴は、事業から生まれるのキャッシュフローを唯一の返済原資とすることにある。
68. **プロジェクトファイナンスの基幹3要素審査** : 本論文では、プロジェクトファイナンスの審査において、もっとも重要な3つの要素の審査を指す。具体的には、「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査」、「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」、「事業当事者間のインセンティブ構造の審査」を指す。第3章第5節参照。
69. **プロジェクトファイナンスの基幹3要素審査抜きの審査** : 本論文では、プロジェクトファイナンスの審査において、もっとも重要な3つの要素の審査が適切に行われていない審査を指す。具体的には、「中核的なスポンサーのプロジェクトマネジメントの能力審査」、「事業のリスクの移転とリスク分担の適正に関する審査」、「事業当事者間のインセンティブ構造の審査」のいずれかもしくはそのすべてが行われていないものをいう。第3章第5節参照。
70. **プロジェクトファイナンスが齎す社会的価値** : 本論文では、貸付を通じた金融機関自らの利益の最大化のためだけでなく、その融資の前提となる審査が公共主体の計画する PPP 事業の設計の妥当性に関して齎しうる社会厚生上の価値のことであり、効用の測定可能性・効用の個人間比較を排除した新厚生経済学の立場から、資源配分の効率性により生産者余剰と消費者余剰を最大化する観点で、社会厚生ということばを使っている。第3章冒頭参照。
71. **プロジェクトボンド (PB)** : SPC を発行体とし、プロジェクト資産を担保にとり、プロジェクトからの

収入キャッシュフローだけを返済原資としたノンリコース型の債券のことをいう。銀行融資を通じたプロジェクトファイナンスを SPC が発行する社債として実現したもの。基本的なセキュリティパッケージの構造は同じであるが、債務不履行事由が発生した際の救済策は、比較的柔軟な条件変更に応じられる銀行融資の場合とは異なり、より即効性のある救済策を要求する投資家向けに設計されている。

72. ヘッジ・パスルー分析 (HP 分析) : プロジェクトファイナンスの銀行による審査において、対象プロジェクトに債権回収上の懸念となるリスクが見つけれられた際に、そのリスクを受け止めて必要に応じて債務返済原資となるキャッシュフローに悪影響が生まれないように対処してくれる契約の相手方を見つけて、そこにリスクを吸収させることで、銀行としての債権回収の確実性を維持する手法のことを言う。第 5 章第 1 節参照。

73. 埋没投資 : 一度投資してしまったら、それを取りかえすことが不可能な費用を伴う投資のことを指す。PPP は社会基盤施設のための投資であって、投資した民間事業者がそのコストを回収することは、PPP 契約に基づく事業の成功に拠るしかなく、転用や売却が行えないことを意味している。

74. 民間事業者提案 (unsolicited proposal) : PPP において、公共主体が自ら PPP 事業計画の概要を決めて入札に付すのではなく、民間事業者に事業の内容を提案してもらい、それに基づいて公共主体が PPP 事業の計画を改めて決める制度のことをいう。この制度の最大の課題は、提案内容が提案者を含む特定の事業者の利益に結び付いたものになっていないかを確認する必要がある、提案を受けて採用する場合に事業者の選定をどのように行うべきなのか、あるいは提案者の費やした時間やコストにどのように報いるべきなのかを定めることである。

75. メインバンク制度 : 特に日本において特徴的にみられる銀行と融資先の企業との関係性を指して言う。企業に対する銀行の融資取引において、単一 (メインバンク) もしくは複数の銀行 (準メインバンク、コアバンク) が取引先の融資取引に関して特別に密接な関係を構築している状態をいう。多くの場合、メインバンクは当該企業に対して最大の貸付残高シェアをもっているが、それだけでなく、事業活動に関する情報の収集や担保の徴求に関しても他の金融機関よりも優位性のある地位を確立しているほか、役員の派遣や出向者を送ることを通じて経営や人事にも多大な影響力を有している。一方で、取引先の信用力が悪化した場合には、メインバンク以外の銀行が短期融資の折り返しに応じずに融資残高を削減する厳しい状況においても、資金繰り支援に応じるなどして、他行よりも支援を行うことが期待されている。

76. 有限責任性 : 企業の事業活動に伴って、企業がリスクをとって負担しなければならない責任金額 (想定損失額) が、個別の契約あるいは事業の構造等を通じて、一定の金額を上限に限定されていることを言う。

77. 誘因構造分析 : プロジェクトのインセンティブ構造の審査を参照。

78. リコース : 一般的には償還請求権あるいは償還請求することをいう。償還請求権は手形・小切手の支払いがされないときに、振出人や裏書人などに支払いを請求できる権利を指す。本論文が対象とするプロジェクトファイナンスでは、銀行が、借入人である SPC の債務に関して親会社に対する償還請求可能な状態のことを指して、リコースと呼ぶ。

79. リスクウエイト : G20 諸国を中心に構成されるバーゼル銀行監督委員会 (バーゼル委員会) は、金融システムの安定と公平な競争環境の確保のために銀行の健全性に関して国際的な規制を策定してきているが、その代表的なものが銀行の自己資本比率の最低値を定める規制である。自己資本比率の計算上の分母は、貸付金の金額に資産種類毎に決められたリスクウエイト乗じて計算される。事業法人向け貸付は、特に格付けの高いものを除き一般的には 100%となる。これを低めると必要な自己資本額は少なくなり、銀行は融資が行いやすくなる。

80. リスク管理債権比率 : インドの不良債権 (NPA) には条件緩和債権 (原債権の返済期日等の条件を変更 (緩和) することで延滞を回避した債務者向けの債権) を含んでいないが、インド中央銀行定義の Stressed Advances Ratio (SAR) の分子には条件緩和債権を含んでいるため、日本のリスク管理債権の定義とほぼ同じである。したがって本稿では、SAR をリスク管理債権比率と訳している。

81. リスクプレミアム : 事業活動において、企業が何らかのリスクを取ることに伴って取引の相手方に要求する対価のことを言う。例えば、PPP 契約における対公共損害賠償条項の存在は、スポンサーに対して将来の追加資金投入の必要性を高めるが、スポンサーがその蓋然性が高いと考えれば、予めリスクマネー投入に伴う必要な対価を織り込んだうえで、事業権獲得に向けて投資に必要なコストの算定を行うこととなる。

82. **リファイナンス**：すでに借り入れた債務を、当該債務の満期となる最終償還期限までに、新規借入を行って既存債務を返済するとともに、従来の返済期限よりもより長期の返済計画に組み替えるために行われる融資のことを言う。
83. **リミティッド・リコース・ファイナンス (Limited Recourse Finance)**：原則として完全なノンリコースの融資に、一部限定的なリコースの要素が付加された融資のことを言う。例えば、スポンサーと銀行団とが合意した一定上限金額の範囲内で、スポンサーが特定事由（例えば完工のための資金不足の発生）発生時に、銀行団の請求に応じて追加出資に応じる条件がついたプロジェクトファイナンスの融資のことを指す。
84. **レバレッジ**：スポンサーの出資金と銀行の提供する PF による融資は、同じ SPC に対するリスクマネーではあるが、破綻前・破綻時ともに、構造上もしくは法的に優先弁済順位が異なり、シニアデットがイクイティ資金に優先するため、シニアデットの受け取るリターンもイクイティに比べて低くなる。このように、リスク/リターンの異なる外部資金を取り入れることで、プロジェクト IRR（事業に投下された全資金に対する利益率）よりも高いイクイティ IRR（スポンサー出資金に対する利益率）を高めることを「レバレッジ」と呼ぶ。
85. **ABMI**：アジア債券市場育成イニシアティブを参照。
86. **Agency cost**：エージェンシーコストを参照。
87. **Arm's length contract**：契約当事者間が相互に資本関係を有するなど、利害関係のある当事者の間で締結される契約において、当事者双方の立場が互いに中立かつ独立性の高い関係性を有することを前提に契約上の条件が設定される契約のことを指す。プロジェクトファイナンスにおいては、SPC がスポンサーとの間で締結する契約や SPC とスポンサーの子会社との間で締結する契約においてこのような契約の条件設定を求める。
88. **ACFDS**：Available Cash for Debt Service を参照。
89. **Availability Contract**：公共主体が払う Availability Payment の支払いを民間事業者に対するサービス対価としている PPP 契約のことを指す。この契約の下では、需要・収入のリスクは、民間事業者ではなく、公共主体が取ることになる。
90. **Availability Payment**：PPP における支払い方法のひとつ。民間事業者がある期間中に公共サービスを提供可能な状態にできた結果に対応してサービス対価が支払われる PPP の仕組みのことを Availability Payment 方式という。この支払のなかには、施設整備に必要とされる資本コストの回収部分が実質的に含まれるが、対価の支払いは、確定日付の延払いでないことにくわえて、その支払いが施設の完工に紐づけられているのではなく、完工後の毎期のサービスの提供可能性の確認をもってその都度行われることに留意が必要である。
91. **Available Cash for Debt Service (ACFDS)**：プロジェクトファイナンスのキャッシュフローモデルにおける毎期の返済原資としてカウントされるキャッシュフローのことを指す。具体的には、SPC が受領するグロス収入から、毎期の経常的な費用である操業・維持管理費用を除いた残額のことを指す。
92. **BOT 型**：Build-Own-Operate 型の PPP。民間事業者が施設の設計・施工を行ったうえで、契約期間中に施設を所有し自ら運営・維持管理も行う。我が国の PPP では、サービス購入型のものが多い。しかしながら、Unitary Payment の仕組みが採用されていないとされる。つまり、施設整備対価相当の支払いは完工後には減額される可能性は損害賠償請求以外にはなく、サービス対価の減額は運営・維持管理対価に限定される。
93. **BTO 型**：Build-Transfer-Operate 型の PPP のことをいう。民間事業者が施設の設計・施工を完了した段階で、施設の所有権は公共主体に移管するが、その後の契約期間中には、民間事業者が施設の運営・維持管理を行う。施設の完工に伴い、施設整備対価は、確定日付の長期延払い債務となり確定する。したがって、契約解除時の損害賠償請求等が無ければ、施設整備対価が減額されることはない。
94. **Bundling**：バンドリングを参照。
95. **Cash Flow (CF)**：キャッシュフローを参照。
96. **Contractibility**：契約規定可能性を参照。
97. **Covenants**：コベナンツを参照。

- 98. Debt Service Coverage Ratio (DSCR) :** プロジェクトファイナンスの審査や債権管理で使われる財務指標のひとつ。銀行が管理しているプロジェクトの予定キャッシュフローモデルにおいて、各期（6 か月なり 3 か月毎）において創出されるグロスの事業収入 (X) から、操業・維持管理にかかる費用 (Y) を差し引いた後の数字を、当該期の元利債務返済必要額 (Z) で除した数字 $(X-Y)/Z$ のことをいう。例えば、グロス収入が 160 で、操業・維持管理費が 30 で、当該期の債務返済総額が 100 であれば、この期の DSCR 比率は、1.30 となる。プロジェクトファイナンスにおいては、すべての融資期間中において、当該 DSCR の最低値が一定の水準以上となるように返済予定計画を策定したり、融資額を調整したりする。また、最低 DSCR を貸付契約に規定したうえで、当該数字を下回った場合には、当該期において配当支払いを認めないための基準としても使われることがある。
- 99. Default :** 債務不履行を参照。
- 100. Dry Closing:** プロジェクトファイナンスの貸付契約書が締結されたものの、過失系契約書に定められた、貸出開始に必要な書類・その他の要件が整っていない状況のことを指す。要件が整っていない事由としては、法律意見書や担保の対抗要件が具備されていないことが考えられる。
- 101. DSCR :** Debt Service Coverage Ratio を参照
- 102. EPC 契約 :** Engineering, Procurement & Construction Contract のこと。施設の設計施工をおこなうためのコントラクターと発注者の契約。
- 103. EPC コントラクター :** PPP 事業において、SPC との間で EPC 契約を締結して、施設の設計・施工サービスを提供する契約者のことを言う。
- 104. Equity leakage :** O&M コントラクターや EPC コントラクターが SPC のスポンサー（あるいはその子会社）である場合において、SPC が O&M 契約や EPC 契約を通じて支払う対価額が不適切に高く設定されている結果、当該スポンサーにのみ不当な配当が支払われている状態を指して言う。これを防ぐために、arm's length contract が使われる。
- 105. HP 分析 :** ヘッジ・パススルー分析を参照。
- 106. Limitation of Liability :** 英文契約書に見られる条項名のひとつ。契約者が相手方に負うリスク負担の総額を限度化する取り決めがここでなされる。例えば、複数の条項で定められたペナルティ条項や損害賠償責任額の金額が総額として一定金額を超過しないことを定めておくもの。
- 107. Limited Recourse Finance :** リミテッド・リコース・ファイナンスを参照
- 108. Liquidate Damage (LD) :** 「損害賠償の予定」を参照。
- 109. LLCR :** Loan Life Coverage Ratio を参照
- 110. Loan Life Coverage Ratio (LLCR) :** プロジェクトが融資期間中にベースケース・シナリオとして生み出す各期の予想収入から事業にかかる想定費用を差し引いたネットキャッシュフロー (ACFDS) を現在価値で表した総和の数値が、銀行団に返済する予定の元利支払い予定額の現在価値の何倍あるかを示した数値。
- 111. Lump sum contract:** 原則として契約上の対価（価格）が固定されている契約。原材料の価格変動や、下請け契約価格の変更に伴っても価格は変更されない。これと対照的なものが **Cost plus fee** の契約で、かかった原材料調達費用と一定の利益率が契約に基づき発注者にチャージされる。
- 112. Minimum DSCR :** プロジェクトファイナンスの審査段階において、銀行が求める最低 DSCR の値（絶対値）をいう。審査段階の CF 表において、返済が 6 か月おきに行われる場合には、返済年数の二倍の数だけ DSCR を計算する機会がある。この時、ベースラインの CF 表において、どの期(i)においても $DSCR(i)$ が当該絶対値を下回るべきでない数値として銀行側が示すものである。これを満たせない場合には、返済計画や融資額の変更が求められ、スポンサーとの交渉となる。
- 113. Name Lending:** 銀行が、厳密な借入人の事業能力や CF の審査を行うことなく、借入人の名前や、事業を実施する主要な株主スポンサーの知名度やブランドだけに頼りながら、実際は形式要件だけで判断を行っていた融資を指して言う金融業界の用語。
- 114. Non-Recourse Finance :** ノンリコース・ファイナンスを参照。

- 115. O&M 契約** : PPP において、SPC が O&M コントラクターと結ぶ操業・維持管理契約のことを指す。
- 116. O&M コントラクター** : PPP 事業において、SPC から操業・維持管理に関する業務を請け負って、必要なサービスを SPC に提供する。我が国では多くの場合に構成企業となるスポンサーが自らその役割を引き受ける。有限責任性に関して意識の高いスポンサーの場合には、SPC と契約を締結するのはスポンサーが別途に設立する当該事業のための O&M 子会社となることが多い。
- 117. PFI 法** : 我が国で 1999 年 6 月に施行された「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」のことをいう。
- 118. Private Finance Initiative** : 英国を起源とする公共事業を実施するための手法のひとつ。民間の資金と経営能力・技術力（ノウハウ）を活用し、公共施設等の設計・建設・改修・更新や維持管理・運営を行う公共事業の手法である。我が国でも Public-Private Partnership と同じ意味でつかわれることも多い。英国ではサービス対価を公共主体が払うものに限定した PPP のことを指すこともある。
- 119. Project Bond (PB)** : プロジェクトボンドを参照。
- 120. PFI : Private Finance Initiative** を参照。
- 121. Public-Private Partnership** : 政府・地方公共団体・その他公共団体が、民間事業者との間で有期・長期の契約を結び、民間事業者が社会基盤施設の新規整備もしくは更新および運営・維持管理を行って、それに対して公共主体もしくは利用者から対価を得る仕組みのことを言う。我が国では、PPP を推進する法律の趣旨を踏まえ、民間の資金と経営能力・技術力（ノウハウ）を活用し、公共施設等の設計・建設・改修・更新や維持管理・運営を行う公共事業の手法として定義されることも多い。
- 122. PPP : Public-Private Partnership** を参照
- 123. PPP 契約** : PPP 事業を実施するために公共主体と民間事業者との間で締結される有期・長期の契約で、民間事業者の果たすべき履行義務や民間事業者がその対価を受け取る権利、その他、PPP の実施もしくは解約時に必要な官民の双方の権利と義務などが規定されている。PPP 事業を規定する最も基本的な契約である。
- 124. PPP 契約における賠償責任額の限度化** : PPP 契約において、SPC の義務不履行に伴う公共主体に対する損害賠償責任を、一定の金額の範囲内に限定することを指す。英米豪等の公共主体は、債務不履行に伴う民間事業者の損害賠償責任額をサービス対価の受取額の範囲に止めることを積極的に行っている。序章第 2 節参照。
- 125. Project Information Memorandum (PIM)** : プロジェクトファイナンスにおいて、スポンサーが金融機関のために作成・提出するプロジェクトに関する資料である。そこには、プロジェクトの事業計画、スポンサーの概要やそのトラックレコード、チーム編成、主要なリスクとそれに対応する対策、初期的なキャッシュフロー分析などが記載されている。ここに書かれた情報は審査の経過とともにアップデートされ、最終的なファイナンシャルクロージングにおいて、その全体もしくは一部が、スポンサーの表示・保証の対象となる。
- 126. RBI** : Reserve Bank of India を参照。
- 127. Reserve Bank of India** : インドの中央銀行の正式名称。
- 128. Return on Equity** : 自己資本利益率を参照。
- 129. Ring-fenced** : 金融の世界では、「隔離された」あるいは「別会社化された」という意味で使う。プロジェクトファイナンスにおいては、SPC が多岐にわたる複数の事業を行うのではなく、特定の単一事業のために専念することをいう。
- 130. ROE** : 自己資本利益率を参照。
- 131. Special Purpose Company** : 単一の事業目的のために特別に設立された法人格のことを指す。プロジェクトファイナンスでは借入人の法人格として利用される。
- 132. SPC** : Special Purpose Company 参照
- 133. SPC 設立を通じた有限責任化** : 企業が SPC 設立を通じて事業活動を行い、事業活動に伴って発生する債務を SPC の債務に限定し、構造的に有限責任性を成立させる方法のことを指す。序章第 2 節参照。

134. Special Purpose Vehicle : Special Purpose Company と同じ意味で使う。

135. SPV : Special Purpose Vehicle を参照

136. Track Record : トラックレコードを参照。

137. Unitary Payment: 「一元的支払い」と呼ばれる PPP における支払いの仕組みのことをいう。PPP において、施設整備の対価と運営・維持管理の対価をそれぞれに異なる基準（例えば完工と運営状態）に紐づけて払うのではなく、同一の基準で支払うことを言う。特に英国ではサービスが供給可能な状態となっていることを基準として単一使用料を払うと決めているため、施設が完工していたとしても、サービス水準が未達である場合には、施設整備対価に相当する支払いが満額払われることにはならない。

138. Unsolicited Proposal : 民間事業者提案を参照。

139. UPA : インドの政党連合である United Progressive Alliance の略称。日本語訳は「統一進歩同盟」。2014年までマンモハン・シン政権を支える与党の地位にあった。

Value for Money: 公共主体の支払い金額(Money)に対して最も価値の高いサービス(Value)を供給するという考え方のことを、Value for Money (略称: **VFM**) という。VFM は、従来の方式（公共主体自身が公共施設の施設整備と運営・維持管理を行う方式）と比べて、PPP の方がライフサイクルコストとしての総事業費をどれだけ削減できるかを示す率 (%) で測る。

140. VFM : Value for Money 参照

141. Waterfall: ウォーターフォールを参照。

142. Wet Closing : プロジェクトファイナンスの貸付契約が締結されたことにくわえて、当該契約書上で必要とされている貸出開始要件がすべて充足されて貸出が可能となった状態のことを指す。

(丁)

謝辞

本論文の作成にあたり、多くの方にご指導、ご助言、ご協力を頂きました。ここに御礼申し上げます。

私が 60 歳になった 2020 年 1 月、東京大学大学院工学系研究科の堀田昌英教授の本郷のオフィスに伺いました。堀田先生は博士論文の作成に向けた指導をその場で引き受けて下さいました。それまで土木学会の委員会活動ではご一緒しておりましたが、ご指導をお願いできる関係性はありませんでした。しかも、研究への取り組み方ひとつわかっていない実務家の私がお願いしたにもかかわらず、堀田先生からは快諾を頂きました。研究科を異動されるご多忙な時期にも拘わらず原稿作成の前から論文の完成まで、研究の在り方および論文執筆の基礎・作法について根本からご指導を頂きました。査読論文と博士論文との水準の違いに始まり、論理的な文章の書き方など、最後の最後まで丁寧に教えて頂きましたことを、心より感謝申し上げます。

この論文の内容は金融にも関わるものであったことから、経済学の観点からも専門性のある指導を受ける必要があるという堀田先生のご指導で、京都大学経済学研究科の岡敏弘教授にお願いし、最初の段階から堀田先生とともにご指導を頂くことになりました。本論文の中核部分である第 6 章の分析は、岡先生からの数次にわたるダメ出しがあって生まれたものです。その厳しいご指導があったからこそ構想段階で悶々とし、小石川植物園の周りを何度も散策しながら幾つかの閃きも生まれてきました。経済学の既往研究への深い理解をもとに、ここまで導いて頂いたことに深く感謝しています。

東京大学大学院工学系研究科の小澤一雅教授、加藤浩徳教授および東京大学生産技術研究所の野城智也教授には、ご多忙にも拘わらず貴重なご指導ご助言を頂きました。予備審査の段階から多数の重要な意見を頂戴し、特に博士論文全体としての論理的一貫性、本論文の結論の明確性および政策的インプリケーションや具体的な提言の書きぶりにつきご指導を頂戴いたしました。3 人の審査員の先生に心から感謝申し上げます。

2020 年に本論文の執筆を開始するまでには長い時間がかかりました。2010 から 2018 年まで京都大学経営管理大学院においてプロジェクトファイナンスの講義を行うため客員教授（非常勤）を務めながら、その間に小林潔司教授が主宰されている建設マネジメント研究会に出席させて頂き、インフラに関する様々な議論に接することができたことに深く感謝しておりますが、偏に私の努力不足で研究を始められませんでした。

一方、京都大学防災研究所の大西正光准教授、長嶋・大野・常松法律事務所の樋口孝夫弁護士、澤山啓吾弁護士、京都大学経営管理大学院の金広文特命教授、大連理工大学建設工学部の石磊准教授、マニラ所在の国際機関である信用保証・投資ファシリティ（CGIF）CRO の職に就かれている山脇光洋氏、新潟県立大学の伊藤晋教授との間では、PPP を共通のテーマとした非公式な勉強会（PPP 研究会）が今に至るまで 10 年間

近く定期的に開催され、その場では研究の題材となりそうな話題が豊富に提出されました。本論文のベースとなった3つの論文（土木学会論文集）は、この勉強会での議論が契機になっています。特に、発足当初からのメンバーである樋口弁護士・大西先生には常に議論のお相手をして頂き、心から感謝しています。

宮本和明先生・北詰恵一先生の歴代委員長による土木学会インフラ PFI/PPP 研究小委員会の議論は、日本の PPP を考えるうえで大変参考となりました。学会論文と一緒に執筆頂いた大和総研の鈴木文彦さんに御礼申し上げます。最初の学会発表では、東北大学大学院国際文化研究科准教授の大窪和明先生から丁寧に指導を頂きました。2019年に設立したインフラファイナンス研究小委員会で頂いた議論も大変有益でした。2021年5月に出された土木学会声明「海外インフラ展開に向けた変革のための提言」作成のために、当時の土木学会会長であられた家田仁先生（政策研究大学院大学教授）が主宰された検討会での議論は、PPP におけるファイナンスの重要性を改めて考えさせられる機会となり、本論文の完成意欲をかきたてて頂きました。

元勤務先の先輩の工藤克典氏とそのご友人の山村尊房両氏が主宰する海外水ビジネス研究会でも、GWJ の吉村和就さんをはじめ研究会メンバーからのたくさんの知的刺激を頂き大変感謝しております。

チリ大学エンゲル教授、フィッシャー教授および同じくチリのロスアンデス大学のガレットビッチ教授にも感謝しています。3人の共著書「Economics of Public-Private Partnership」[1]には、2016年4月の京都宇治での PPP 研究会で出会いました。勤務先で輪読会を開催し、ガレットビッチ教授には来日して頂きセミナーを開催した後、翻訳書を出版しました。また、土木学会で2018年4月に開催した同訳書の紹介セミナーにパネリストとしてご参加頂きました東京大学経済学研究科教授の柳川範之先生にも感謝を申し上げます。

本論文の作成過程では、日本リアルオプション学会の小川康さんをはじめ、PPP に出資参画されている日系スポンサー企業のほか、国土交通省、内閣府、弁護士、コンサルタント、金融機関、国際機関、格付機関の方々にヒアリングをさせて頂きました。改めてヒアリングにご協力頂きました方々に感謝申し上げます。

複数の方から執筆に向けての応援を頂きました。お会いする度に早く行動を起こしなさいと背中を押してくれたのは金井達也さんでした。2019年の土木計画学研究発表会秋大会では東京大学大学院新領域創成科学研究科の本田利器教授からも後押しを頂きました。そのほか、大学院でのオムニバス講義にお手伝い頂いた方をはじめ、多くの方に個人的に励まされました。お名前は記しきれませんが感謝をお伝えしに参ります。

最後に家族に感謝します。論文執筆を身近で支えてくれた妻および大学での講義・研究を含め父親の学術・公益的な活動をいつも喜んでくれた子供たち3人、そして両親に感謝したいと思います。

2022年1月

小石川にて 安間匡明