

# 寄稿 日本版PFIの実現に向けて



## 広井 友水(ひろい ともみ)

(株)みずほコーポレート銀行  
プロジェクトファイナンス部長

### 1. プロジェクトファイナンスとは

「プロジェクトファイナンスって何ですか?」と聞かれることが多くなりました。わが国でも、この数年の急成長によって特殊な金融手法でもなくなりつつあるようです。IPP(Independent Power Producer = 卸電力事業)、環境関連(廃棄物処理、汚泥処理、風力発電など)、そしてPFIへの適用で、ますます成長が見込まれます。どういうものかまとめてみましたが、お分かりの方はこの章を飛ばしていただくようお願いします。

相対するものとしてコーポレートファイナンス(あえて言えば「企業金融」というものがあります。融資を受けて事業を始めて、順調であれば元利金の支払いは問題なく行われるでしょうが、うまくいかない場合でも、他の事業の収入、預金の引き出し、不動産の処理で得た資金など、捻出できる金をかき集めて支払います。われわれの頭の中にある常識的な借り入れの概念です。

これに対し、プロジェクトファイナンス(あえて言えば「事業金融」とは、その事業のキャッシュフローだけで元利金の返済を行うもので、仮にその事業がうまくいかなくても、他の部門の収益や資金を使いたくない場合、金融機関には対象の事業が立ち行くか否かに立脚した判断による融資を求めます。他の事業との資金の混合を避けるため、その事業だけを行う独立した会社(SPC: Special Purpose Company)がつくられるのが普通で、金融機関はこの新しくつくられた“SPC”に融資を行うことになります。

融資を行う金融機関にとっては、長年の実績を持つ事業、しかも複数を扱う会社の方が、まったく新

しいひとつの事業に頼る会社よりも安心かもしれません。前者では会社の総合力が融資の大きな判断基準となり、後者のプロジェクトファイナンスでは、事業そのものが成り立ち続けるかの判断によります。競争力ある製品であるか、サービスを持続できるかが真っ先に思い浮かぶ事項でしょう。しっかりしたところが長期間にわたって製品を引き取るという契約があれば、マーケット状況次第という形態よりも安心です。材料の入手が確保されているかについても同じことが言えます。また、運営は信頼できるところが行うか、機械の毀損・故障に対して、あるいは天変地異に対する保険はあるのか、短期的な資金ショートに備える手段を講じているか、行政の許可是、住民問題は、などなど詰めていく必要があります。そもそも事業を始めるスタート時点（工場、発電機、建築物、道路などの完成

「完工」）に立つことができるか、具体的には、工期の遅れ、費用の予定オーバー、性能の未達などを克服して、事業を始めることができるか、ということです。こんな場合は、信用ある会社が要求水準を満たす完成まで責任を負うという契約があれば、融資が受けやすいでしょう。

なにしろ、過去に何の実績もないオギャラッと生まれたに等しい赤ん坊の会社ですから、融資にあたり金融機関は慎重にならざるを得ません。この赤ん坊のまわりの人たちが寄り集まって、自分の得意な分野を引き受けて、それぞれの責任が契約書の中で明示され、拘束を受けるようにします。それぞれの責任が遂行されていれば事業は順調に進んでいることになるし、どこか不都合が出れば白日の下にさらされることになるので、すぐに関係者は対策を練ることができます。あらかじめ決められた水準以上の不都合が出れば、金融機関からの融資が引き上げられるという大変なことになりますから、先延ばしをすることができません。手当とした各種契約の遂行状況が厳守されているかどうかは、キャッシュフ

ローを実現させるために重要なことであり、注意深く見ている（モニタリング）役割を金融機関が担っています。金融という切り口から事業を成り立たせている契約を見張っているとも言えます。大切なことは、あらを探して潰してしまおうということではなく、必要があれば修復し、軌道修正を図るということです。極端な場合では当事者を取り替えてしまうという荒っぽいことをもちろん事前の取り決めがあつての場合ですが、行う場合もあります。これは二束三文で担保処分を行うよりも、事業を継続させて融資した元利金の回収を図る方が得策だということです。

特定のリスクに最適の人がその責任を持つという観点から、事業を始めようとする人も事業にかかる全リスクを負うのではなく、例えば、出資、企画、資材の調達、工事の完成、運営などのうち一部だけを担い、それぞれ得意な関係者を集めて残りの分野を割り当てることになります。リスクの分散という観点と同時に、限定されたリスク負担ということも重要な要素です。つまりSPCへの出資分だけのリスクで、SPCの債権者からSPCの債務に対する訴求はされない（non-recourse）という特徴も持ちます。

## 2. PFIを プロジェクトファイナンスで

PFI法は冒頭で、第一条（目的）として、「……民間の資金、経営能力及び技術的能力を活用した公共施設の建設、維持管理及び運営（これらに関する企画を含む。）の促進を図るための措置を講ずること等により、効率的かつ効果的に社会資本を整備し、……」と定義しています。PFIが語られるとき、第三セクター方式がよく言及されますが、先日の新聞報道によると、全国の6,834社のうち約35%が経常赤字の状態だそうで、残念ながら学ぶところが多いようです。まず、対象事業は必要不可欠な公共事業に限るべきです。そして、

民活（資金、経営能力、技術的能力）が公共サービスの質の向上に資するものでなくてはなりません。民にとってはハイリスクを背景にしたハイリターンである必要はなく、むしろ安定した収益をあげられる分野、あるいは、そうなるような仕組みにしていくべきと考えます。なぜなら対象は元来、公共事業であるため、質の安定と持続性を第一に考慮すべきだからです。一方、利潤は、民にインセンティブを与える最大の要素となります。「公共サービスの質」と「利潤」の調和こそ、官民の協調の源泉で、この目的の達成のための手段として重要なことは、官民のリスク分担の明確な規定です。

PFIは効率、効果的であることを求められます。よって、施設の設計、建設、維持管理、運営までを含むトータルなコンセプトから生まれる効果を求めて、一括して発注されることから、さまざまな業種の会社がコンソーシアムを組むことが通例です。ほとんどの場合、事業はもっぱら特定事業のための会社（SPC）を設立して行いますから、事業を始めようとする人（会社）は、出資分の限定責任となります。資金の調達にあたって、プロジェクトファイナンスを導入すると、それぞれ得意とするところのリスクを取った関係者の責任が契約によって明確となり、遵守の姿勢が強化されるという効果が得られ、事業の安定を促します。しかし、リスクの分担が適切に行われなければ、事業の遂行上、問題となるでしょうし、さらに事業のコスト要因となってキャッシュフローを圧迫し、破綻の遠因になります。そして結局は、公共事業において公民ともに不幸だということになってしまいます。

PFIを採用するか否かはVFM（Value For Money）の評価によって行われます。従来どおりの公共事業に比し、PFIを実施した場合のコストが有利（＝低い）なとき、「VFMが出る／ある」といい、PFIの採用の大きな基準のひとつをクリアすることになります。計算方法は、基本的にはキャッシュフローの現

在価値を主として、定性的なリスクやメリットを勘案して決めます。

このような分析が実現するか否かは、将来にわたり安定的に事業が推移する仕組みとなっているかが重要です。金融機関は、新しく事業を始めるSPCに融資をするに際し、事業の収益性については当然ですが、関係者間でのリスクの分散と責任の仕組みや、さらに、問題が起きた場合の対処方法の規定の存在・内容まで精査します。SPCを支える民の関係のみならず、公との関係も避けることはできません。公の裁量権や、民の甘え・暗黙の了解への期待などは、はっきりと排除される必要があります。関係者間の権利義務が確実な契約で明らかになっていなければ、金融機関の融資の実行は難しくなるでしょう。実は、この手法は、先に見たプロジェクトファイナンスそのものです。政策手法としてのPFIを推進するにあたって、金融手法としてのプロジェクトファイナンスが取り上げられるのは、この故なのです。PFIにFinanceの文字が掲げられているのは、こうした金融手法の導入を重視しているからなのです。

### 3. PFIにおけるリスクの移転

#### （1）税制上の問題点

PFIにおける公民の関係をプロジェクトファイナンスの手法を通して見ると、時にリスクやコストの負担にバランスを欠く場合があります。力関係や意図によるというよりも、歴史が浅い故の体制の未整備によるものが多いようです。例えば、従来型の公共事業で官が負担していたリスクやコストが、PFIの採用によって官から民に過度に移転することがあります。民が、本来負担できないようなリスクやコストを負担しつつVFMを出すのは非常に困難なことで、せっかくの民の活力の評価が低いものとなってしまいます。概論も大ですが、同時に具体例を見ることは全体像の把

握に役立つと思いますので、いくつか例をあげてみましょう。

SPCが施設を保有すると、都市計画税、固定資産税などを支払う必要が出てきますし、補助金を受けにくくなることがあります。ともに従来型の公共事業では何ら問題が起きたことなく、この問題は、民間事業者（SPC）が施設を建設し（Build）、施設完成後に公に所有権を移転し（Transfer）、SPCが維持管理および運営を行う（Operate）という官からの受託（“BTO”）という形で運営すれば、ある程度は避けられますが、SPCは収入の微収代行を行うにとどまり、価格の決定権もない中での運営という経営の自由度を欠くことになります。

一方、SPCが施設の建設（Build）に続いて維持管理および運営を行い、事業期間終了後に施設を公に無償譲渡する場合（“BOT”）があります。通常、税法上の減価償却期間よりもPFI事業の期間の方が長いことが多いため、民間事業者（SPC）は、毎年、税法上の減価償却額を超えた収入を得て、累積のうえ、事業期間終了時の残存簿価相当分に備えようしますが、この部分は年ごとに見かけ上の利益として法人税の対象となる場合もあります。同じように、現行制度ではPFI事業にかかる修繕積立金が認められていないので、例えば10年ごとに発生する大規模修繕に備えるため、前倒しで年々積んでいく収入についても法人税の対象として課税されることになります。

これらは、過去のPFIの経験からすでに問題点として指摘されていて、制度改革による支援が待たれるものです。

## （2）その他のリスク

金融機関が留意するポイントにはいろいろなものがあります。限られた誌面で多くを語れないものなどがありますが、いっそ目立たない事例を挙げてみましょう。

「支払い減額プログラム」というものがあり

ます。事業者（SPC）による公へのサービスの提供に対して公がサービス購入料を支払う仕組みの事業で、水準を満たさないと判断された場合、公は是正勧告などを経てサービス購入料を減額、そして最終的には契約の解除に至らしめる手続きのことです。事業者（SPC）があらかじめ定められた水準をまとうするのは当然ですが、厳しすぎる内容の場合、キャッシュフローへの影響は大きく、事業の破綻の可能性が高いということで融資の条件は厳しい（借入側に不利）かもしれません。事業が中途で頓挫することを考え合わせると、公にとっても不利益となるでしょう。

例えば、減点の積み上げ方式に基づいて復活も許さないという事例がありました。また、その内容案が事業契約締結の日の直前に公表されて、変更のための交渉の余地がほとんどない事例もありました。最近でこそ、早めに、実施方針の公表時に案が示されることがありますが、事業者は（金融機関も含めて）なるべく早く知りたいし、必要あらば変更の申し入れ、交渉ができる余裕がほしいものです。妥当な内容でこそ、事業継続性が確保されるものであり、妥当な融資条件も可能となるからです。

次に、固定金利での資金調達についてです。事業会社（SPC）は将来のキャッシュフローを確定させるために資金調達（借り入れ）のコストを固定金利として確定させたい場合があります。半年後のA月B日に20億円を10年間C%の固定レートでの融資があるとします。借り手は何の手段も講じなければ、金利が上がれば損をするし、下がれば得をするということになります。これを避けるためには、スワップなどでヘッジ手段を講じる必要があります。上記の場合、A月B日にその条件どおり確實に実行されるのであれば、事業会社はスワップ等で金利のリスクの回避手段を講じ、そのコストを勘案したうえで対応することができます。しかし、実行がキャンセルになったら、金額が変わったら、期間の変更があったら、

実行日が変更になったら、返済条件が変わったら、先ほどのヘッジ手段は宙ぶらりんとなり、これを解消するにはコストがかかる場合があります。極端な場合、事業会社（SPC）の設立の前（複数の応募者が選定されるために競争している時点）に、あるいは仮契約締結日に、この固定金利を確約せよという事例がありました。選定されなかった場合や、仮契約が条件変更されたりキャンセルになる場合は十分に考えられます。ヘッジを行って応じるのか、先行きの予想の下に「えいやっ」で将来の固定金利を提示するのか、ともに大きなリスクを覚悟しなければなりません。事業そのものへの影響が心配されますし、公民双方にとって決して良いことではありません。

従来の公共工事では、公は何年かにわたる工事期間の間に毎年自ら債券（固定金利）の発行による資金を当ててきた、つまり上記のような金利のリスクを取っていたわけですから、このようなケースはPFIを導入する際に民に不条理に移転されたリスクと言えましょう。

#### 4. むすび

金融機関は、仕組みに綻びが起こる可能性やキャッシュフローが回らなくなるおそれには敏感です。高いコストが要求されるかもしれませんし、融資ができないかもしれません。

公民の力関係で、公民のリスクの分担に歪みがあつてはなりません。PFIの発想は、民の公に対して優れているところ、活力を利用するということからきてるのであって、公による民への片方向の恩恵の付与ではないのです。

過度の民へのリスク移転は、表面化しない状態のままでVMFが達成されたとしても、将来に事業の健全性を阻害するおそれがあります。もしそうなれば、対象事業はあくまで公共事業ですから公共の益に反することになります。

PFIの先輩国である英国では、導入の決定

から10年を経ていまや公共事業の約20%がPFIで行われているようです。そして、ある分野ではPFI専門の会社も現れています。わが国でも、1999年のPFI法の公布以来、検討されている案件は約300件、実施方針が公表されたものも60件を超えました。最近では、地方自治体中心のものに統いて、国の案件も出てきました。第二期PFI興隆期の感があります。ここに至るまで、PFIに関わる問題点は、先のいくつかの例をはじめとして多くが指摘されていますが、早い解決が望れます。

プロジェクトファイナンスという金融手法は、リスクの所在の明確化とその負担者の特定、問題時の対処方法などの仕組みを作り、事業期間中のモニタリング機能によって、事業継続に大きく役に立つことを述べました。ここからは宣伝じみた言い方で申し訳ないのですが、仕組みをほぼ完成させてからお金の手配を考えるよりも、仕組みを作るときに金融のことを同時に考えると、そういった効果が享受できますし、加えて、金融機関からの資金調達もやりやすくなることになる、ということを申し上げたいと思います。実は、早い段階から金融という視点で仕組み作りに参画する業務は、フィナンシャルアドバイザーという形で存在していて、海外では、クロスボーダーでの資金調達の円滑を図るためによくみられます。最近では、国内でも認知、利用されるようになっています。

PFIもプロジェクトファイナンスもわが国での歴史は浅いのですが、急成長の兆しを見せています。PFIという政策手法が、プロジェクトファイナンスという金融手法を有効に利用することで、官民のスムーズな協調による質の高い公共事業が安定的に持続することを願ってやみません。

なお、本稿では、金融機関の視点からいくつかの例を述べましたが、全体を俯瞰したわけではなく、あえて、アトランダムの切断面から私見として試みたことをお断りしておきます。