

総合部会資料「PFI事業における金融に関する調査」の趣旨について

今回のPFI推進委員会総合部会にて提出した「PFI事業における金融に関する調査」は、PFI実務に携われ、金融に精通している皆様方にご参集いただき、そこで出された忌憚のない意見交換の結果をとりまとめ、PFI推進委員会総合部会に報告したものです。

したがいまして、この資料は会合にご参集いただいた金融関係者からの意見をとりとまとめたものであり、PFI推進委員会総合部会としての見解ではないことを予めお断りいたします。

P F I 事業における金融に関する調査について

1. 趣旨

P F I は、二度にわたる P F I 法の改正を経て着実に進展しており、本年 3 月末現在 2 3 0 件の事業実績があり、既に相当程度の事例の集積がみられる。また、運営段階に移行した事業も 9 3 件に上り、病院、刑務所など、より運営段階を重視した事業も増加傾向にある。このような状況のもと、P F I における金融機能の重要性についてはかねて指摘のあるところであり、早急に現状等について把握をする必要があるとの認識に至った。当検討会は、このような認識を踏まえ、今後の P F I の発展のための議論に資する目的の下に、P F I 及び金融に精通している専門家・関係者による意見交換を通じ、P F I 事業における金融の現状及び課題等について整理することを趣旨として立ち上げたものである。

2. 検討会メンバー

(敬称略 委員長以外は五十音順)

委員長 高橋 良和	グローバル・インベストメント・アドバイザーズ株式会社 代表取締役
委員 青木 文哉	デプファ・バンク・ピ-エル(デプファ銀行)東京支店 副支店長
委員 赤羽 貴	アンダーソン・毛利・友常法律事務所 パートナー弁護士
委員 園山 俊雄	野村證券株式会社 アセット・ファイナンス部 部長補佐
委員 田中 英隆	株式会社格付投資情報センター 取締役 ストラクチャード・ファイナンス本部長 株式会社金融工学研究所 代表取締役社長
委員 錦織 雄一	オリックス株式会社 プロジェクト開発本部 マネージングディレクター
委員 松本 俊彦	株式会社みずほコーポレート銀行 プロジェクトファイナンス営業第二部部長
委員 山内 弘隆	一橋大学大学院商学研究科長 一橋大学商学部長

3. 討議テーマ

P F I 事業における金融に関する主な議論としては、A. 事業計画検討段階での金融機関の役割(計画についての分析評価、資金調達及びモニタリング等に関する助言機能)、B. 事業開始段階での金融機関の役割(審査機能、資金提供機能、資金調達手法の多様化と資金調達市場の拡大)、C. 運営段階での金融機関の役割(モニタリング機能、早期治療対応、リファイナンス機能)、D. リスク事象発生・事業破綻時の役割(ステップ・イン、リスク処理、事業再生・清算処理)、E. 金融に密接に関連する諸制度の整備(担保制度、モノライン・インシュアランス、証券業務、信託制度等)、といった点が挙げられる。【別

添資料 1】

これを踏まえ、本検討会では、時間的制約のある中で、資金調達が多様化の状況、今後の方向性について現時点においてどのように捉えられるか、P F I 事業における金融機関の役割はどうあるべきかについて考察する観点に立ち、先ず以下の二点を主要テーマとして 2 回に亘り討議を行うこととした。

(1) 資金調達手段の多様化について

(2) P F I 事業における金融機関によるモニタリングについて

4 . 現状説明の概要

上記 3 . の討議テーマに係る現状について、委員及び事務局より概ね以下の説明があった。

(1) 資金調達手段の多様化について

- P F I 事業の案件数が増加するとともに大型の事業が増えつつあるなど、P F I に関する民間資金の需要は、旺盛な状況にある。一方で、P F I 事業に対する融資やプロジェクトファイナンスの経験を有する金融機関は、地方公共団体による P F I 事業の増加を背景に、信用金庫を含む地方の銀行が増加しており、参画件数ベース(合計)では、いわゆるメガバンクなどを凌駕するまでに至っていると見られる。しかしながら、地方の金融機関には個々の取扱実績は 1 ~ 2 件に留まるところが多く、ノウハウの定着化という観点からは、現段階では限定的な状況にあるのではないかと、この見方もある。
- 資金供給のキャパシティー拡大の観点から、今後、債券等の仕組みを利用した新たな資金調達手法が広がる可能性がある。英国では、P F I の導入当初から債券発行による初期投資費用の資金調達が行われているほか、債券は、S P C の金融費用(主に金利負担)の軽減を図る観点から、事業安定化後(維持管理運営期間において数年経過後)のリファイナンスの有力な手段となっている。【別添資料 2】
- 債券発行による資金調達は、融資(ローン)による資金調達とは異なる特性を有する。具体的には、債券の場合には、資金提供者は投資家であって不特定多数となり得ることを前提とする必要があること、投資家が潜在的に多数であることを背景に多額の調達が比較的容易とされていること、ローンよりも長期対応が可能であるが一般的には柔軟な対応には難があるとされていること、融資におけるリスク管理・対応機能を果たす金融機関に替わるリスク管理機関が必要となること、などが挙げられる。【別添資料 3】
- 我が国では、融資債権の流動化を前提とした融資スキームが P F I 事業に導入され

た事例が見られる。当該事例は、債権流動化を前提に関連契約などの標準化を進めることによって参加金融機関の裾野を拡大し、資金調達の安定化及び低コスト化の可能性を高めようとしたものである。また、多様な金融機関の参画を容易にする観点から、通常のローン債権について、債券と同様に格付けを取得した事例もある。

【別添資料4】

(2) PFI事業における金融機関によるモニタリングについて

- PFI事業において、金融機関は、SPCの財務状況や業務遂行状況のモニタリング実施に加えて、PFI事業契約の変更契約に対する承諾（融資契約に基づく。）といった形態により、広義のモニタリングを行っている。また、海外のプロジェクトファイナンスや英国におけるPFI事業に対する融資では、金融機関に対して技術や法務などの専門的な事項に関する助言を行うアドバイザーが、金融機関と各アドバイザーとの契約によって確保されているケースも多い。【別添資料5(1頁)】
- 金融機関によるモニタリングは、融資実行のための前提条件充足の確認に始まり、建設段階における施工の進捗状況や諸費用の発生及び支払状況の確認、維持管理運営段階におけるSPCの業務実施状況、及び財務報告の確認など、事業の段階に応じ多岐にわたり実施される。また、融資契約などに基づきエージェント機能を担う金融機関は、SPCの銀行口座及び資金移動の管理に加えて、融資代わり金及び返済資金の移動管理、SPCの資産に対する抵当権・質権設定手続など、融資団の債権保全のために様々な業務を行っている。【別添資料5(2頁・3頁)】
- 金融機関によるモニタリングは、PFI事業の安定性、継続性確保の上で重要な要素となるため、例えば事業者選定過程において、金融機関の実績やモニタリング手法などについて提案を求め、これを評価の対象とすることも考えられるが、現状では具体的な事例は限定的である。但し、近時モニタリング機能の重要性に対する認識が深まっており、今後は、モニタリング機能に関する提案を求める事例が増加していくものと考えられる。【別添資料6】
- モニタリングが有効に機能するか否かは、事業が難航した場合の治癒期間において関係者がどう行動するのか、という点にかかっている。したがって、公共施設等の管理者等と金融機関との間で交わされる直接協定における、管理者等及び金融機関の相互通知義務規定や、事業契約の解除に先立ち設定される治癒期間（事業継続のために管理者等及び金融機関が協議を行う期間）における関係者の行動に関する規定は、重要な意味を有する。【別添資料7、別添資料8】

5．討議の概要

上記4．の現状説明に対する検討会メンバーの主な指摘、意見は、以下のとおりである。

(1) 資金調達手段の多様化について

- 債権流動化の推進には、関連諸契約の標準化が必要であり、これは、資金調達の安定化、低コスト化につながるものであって、P F Iの将来的展望という観点から、官民双方に資すると考えられる。
- 債券発行による資金調達については、格付取得に要する費用が発生するという側面があり、融資による資金調達と比べて金利負担が軽減されるなど、かかる追加費用を上回るメリットが生じない限り、債券発行による資金調達が急速に拡大することは、少なくとも現状では考えにくいのではないかと考えられる。また、債券発行による資金調達の場合には、P F I事業契約の条件変更に対する債権者の同意取り付けや、事業契約の変更に起因する返済方法の変更といった柔軟な対応が容易でないと考えられる。さらに、リファイナンスについても、現状の低位の金利水準に基づいて既にS P Cの借入金利がスワップ契約により固定化されていたり、金融機関の収益であるスプレッドが薄い事例も多いことから、今後リファイナンスに対する需要が急速に拡大することもあまり想定されないのではないかと考えられる。
- 債券発行による資金調達の今後の展開については、リスクマネーを提供することができる投資家層が今後いかに広がりを見せるかということによる部分も大きいと考えられる。更には税制の問題もある。
- 多様な資金調達を可能とするためには、金融に明るいアドバイザーの確保など、金融機関と柔軟な対話ができる体制を整えられることが公共側に求められ、この点は今後の検討課題と考えられる。
- 新たなB I S規制ルール()が金融機関に対して全面的に適用になる来年3月末以降は、融資債権に係る「リスクウェート」評価の観点から、P F I事業に対する融資に関しても外部格付の取得が金融機関にとって重要な課題となる。すなわち、新B I S規制のもとでは、個別の融資債権について外部格付を取得し、債権回収に係るリスクをより一層明確化することは、金融機関の自己資本比率算定上、当該債権を、分母を構成する総資産に算入する際に、掛け目を低くすることが可能となるため、自己資本比率を高める効果につながる。したがって、一般的には、P F I事業の内容が健全である限り、外部格付取得による適切なリスクウェート評価を導入することにより、より多くの金融機関が、より多くのP F I事業に対して融資を行うことが従来に比べて容易になると考えられる。このため、格付取得に必要な、格

付会社への情報公開に対する公共及び民間事業者の理解は、今後一層重要になると考えられる。

()：国際決済銀行(Bank for International Settlements)が定める、国際業務を行う民間金融機関の自己資本比率等に関する国際的な統一基準について、リスク管理の厳格化の観点から、金融機関の保有資産である融資債権等に対してより一層精緻なリスク計測を求めることなどを含む新たな規制をいう。

(2) PFI事業における金融機関によるモニタリングについて

ア．金融機関によるモニタリングの位置づけ及び内容

- 管理者等やSPC、金融機関など、いかなるプレーヤーの視点に立つかによって、モニタリングの位置づけや内容が大きく異なる点をまず認識すべきと考えられる。
- 我が国におけるPFI事業においては、プラントの整備運営に関する事業などを除き、金融機関が技術分野などの専門的なアドバイザーを独自に登用することは、現状では一般的とは言えないと考えられる。これは、SPCの予算上の制約がネックになっていると考えられる。
- 資金調達に格付会社が関与する場合には、格付会社がモニタリングを行うことがある。海外では、モノライナー(高い信用力に基づき債務保証を専門的に行う会社)がSPCの債務保証を行うケースでは、一般的に当該モノライナーがモニタリングを行っていると考えられる。
- 地方公共団体の信用格差が開きつつあるとされている中、将来的には、資金調達コストについても差異が拡大し、PFIとの関連においては、SPCについてのモニタリングだけでなく、原債務者としての地方公共団体の財務状況に対するモニタリングが必要になっていく可能性があると考えられる。
- モニタリングの意義を一層高めるためには、債務の返済能力だけなのか、事業の遂行についてなのかなど、モニタリングの目的や対象を明確にする必要があるのではないかと、また、モニタリング行為の主体は、セルフモニタリング、発注者である管理者等によるモニタリング、金融機関によるモニタリングがあり、これらをどう有機的に組み合わせるかという仕組み作りが重要であると考えられる。一方、金融機関のモニタリングのみに、事業の全ての要素に関する監視が含まれることを期待するのは無理があるのではないかと考えられる。
- モニタリングや入札段階における事業者提案を求める内容及び事業スキームのあ

り方に関して、運營業務に係る事業リスクが高いP F I事業と、事業構造が比較的シンプルな、いわゆる“ハコモノ”の事業を分けて議論すべきではないか、すなわち後者については、官民双方の実質的なコスト回避の観点から、一定の簡便化を前提とした標準化を図ることが可能ではないか、という考えがある。但し、この点に関しては、現状ではP F Iとして事業の質を一層高めるために必要なコストが適切に投入されているとはいえず、この点が解決されない限り、公共部門全体の調達マーケットを健全化する方向性は見えず、モニタリングに係る議論についても、このような視点に立って掘り下げていかなければならない、との考えもある。

イ．直接協定及び金融機関によるステップイン

- 管理者等やS P C、金融機関は、それぞれの立場でモニタリングを行うため、モニタリングの目的はそれぞれ異なる部分があるが、事業契約で足りない部分、具体的には関係者が協議や必要な手続きに速やかに入れるような状況を作り出すために必要な条項が、直接協定において規定されると考えられる。即ち、管理者等と事業者、事業者と金融機関との関係を規定する契約として、P F I事業契約と融資契約が締結されるが、残る管理者等と金融機関との間を埋める規定として直接協定が締結され、P F I事業の継続性をより強めることが期待されることになる。
- 直接協定における重要な項目の一つに、相互通知義務に関する規定がある。但し、通知義務は、基本的には問題が発生した場合又は発生しそうな状況を把握した場合に限られており、定常的な通知、報告義務がないという意味において、一定の限界があると考えられる。
- 直接協定に規定されるステップインは、管理者等と、金融機関それぞれにとって意味合いが異なる点に留意しつつ、事業承継者の選定手続については、法制度上の問題点及び留意点を踏まえた議論を重ね、方向性と手続きを確立していくことが求められると考えられる。
- 海外の事例を含め実際にステップインが行われたケースは極めて少ないのではないかと考えられる。ステップインに関する規定を直接協定に含める実質的な目的と効果は、関係者で協議するとき、金融機関がステップインを行う可能性もある、ということ踏まえた上で協議を進めることができる点にあると考えられる。
- 事業に問題が発生した場合に、金融機関及びS P Cの株主との間の協議の結果、現実的な治癒的行為として、株主が追加的な資金を拠出することがある。この背景として、P F Iの議論の中で、プロジェクトファイナンスは何か、コーポレートファイナンスとは何か、その間にはどのような相違点が存在するのか、といった論点に

ついて議論があまり進んでいないことがあると考えられる。

- スポンサーが出資又は劣後ローンとして負担する資本部分が、形式的といえるほど僅かであることも多く、その場合には、最終的に出資者に損害が生ずるとしても、その度合いが限定的になることから、事業に問題が発生したときに金融機関から出資者に対して協議を申し入れようにも実効性が乏しいといわざるを得ないという意見、及び反対に、それはあくまでもPFIのごく一部のケースと見なすべきもの、という見解の双方がある。

(3) 破綻法制の導入との関係について

- 一般的なプロジェクトファイナンスにおいては、金融機関に対する直接の債務者はSPCであるが、SPCに対してモノやサービスの対価を支払う主体の信用リスクも、金融機関の与信判断上、最も重要な要素の一つと考えられる。いわゆる“サービス購入型”のPFI事業では、当該主体は発注者たる管理者等であるが、これまでは、地方公共団体の信用リスクは極めて限定的であり、サービス対価の不払い(公共のデフォルト)リスクは考えにくい、したがって当該リスクの顕在化は想定されないという見方が、これまで事実上支配的であったと考えられる。しかしながら、地方公共団体の破綻法制の創設()が検討されている中、PFI事業等における債権・債務の関係が今後どうなっていくか等の課題について考える必要があるだろう。すなわち、信用リスクについて厳しい眼が向けられるという点については、発注者である管理者等についても同様となっていくと考えられる。具体的には、破綻法制が施行された場合には、PFIに係る債権の保全が図られることになるのか否かについて検討する必要があるのではないかと考えられる。また、特段の保全措置がなされない場合には、PFIに対する民間事業者の参画意欲及び金融機関の融資姿勢に対して悪影響が出ることは避けられないのではないかと懸念がある。

(): 本年7月に公表された総務省「地方分権21世紀ビジョン懇談会報告書」によると、いわゆる“再生型破綻法制”の検討に早期に着手し、3年以内に整備すべきこと、その際、透明なルールに基づく早期是正措置を講じ、それでもうまくいかなかった場合に再生手続きに入るという2段階の手続きとすべきこと等が提言されている。

- 諸外国の中には、公共部門の財政破綻リスクが顕在化した場合において、債務償還の優先順位など、当該公共部門が抱える既存債務の破綻後の取扱いについて一定の区別をする考え方をとる国があるという。仮に我が国でもこうした考え方に立つた場合には、PFI事業に係る管理者等の債務はどのような扱いになるのか、こ

れは、事業内容に真に公共性が認められるか、というP F Iの本質にかかわる問題でもあると考えられる。

- 公共の信用リスクの差別化という点においては、我が国においても地方債市場では、調達コストの差異として、既にその兆しが現れてきている。こうした動きが、今後より一層顕著になる可能性があると考えられる。

(4) その他

- 現状では、金融機関に発生するコストに対する認識が必ずしも十分とはいえず、正当な根拠があるのであれば必要な費用は支払われる仕組みを構築していくことは合理的であるとの見方がある。特に、多様な資金調達スキームを作り上げていくためにはコストが必要であるほか、金融機関によるモニタリングについても、その効果を一層向上させるためには、必要かつ適切なコストはP F I事業費により賄われるべきと考えられる。
- P F I事業費のうちS P Cの資金調達に係る支払利息相当分の金利確定時期について、金融機関側でリスクヘッジが可能な期間以上に前倒しの条件設定になっている事例が、特に国の事業において見られる、と考える。但し、これに関しては、発注者側での予算措置のタイミングとの関係上ある程度やむを得ないという考え方もある。
- 我が国では、特に地方自治体によるP F I事業において地方金融機関が重要な役割を担っている。融資団における主幹事やエージェント業務に関するノウハウを補完し合っていくという観点からは、金融機関のネットワーク化は重要なテーマとの考え方があられる。
- P F Iにおける金融のあり方について、これまでは、英国での先行事例などをもとに「ねばらなぬ」といった観点からの議論が多かったが、今後は、事業規模や内容といった案件の独自性を重視し効果的なファイナンススキームを追求する動きになると考えられる。

以上