

PPP 事業契約の設計と資産代替

安間匡明

正会員 福井県立大学 (〒910-1142 福井県吉田郡永平寺町松岡兼定島 4-1-1)

E-mail: masaakiamma@gmail.com

PPP 事業においては、民間事業者は高い利潤を求めるあまり、公共主体からは正当化できないリスクの高い技術やビジネスモデルが選択され事業破綻する可能性があり、資産代替の問題として認識されている。民間事業者が過度のリスクを取ろうとする計画は、プロジェクトファイナンス (PF) を提供する金融機関の審査において否認されることが多いが、PF でない場合もしくは PF による審査を潜り抜けてリスクが発現した場合の最大の問題は、官民間で PPP 契約の再交渉が行われ、公共主体の VFM が大きく削減されることにある。本稿では、公共主体が金融機関と連携して、PF におけるステップインの仕組みを活用して PPP 契約の設計を工夫することで資産代替や機会主義的な行動を制御する制度を提案する。

Key Words: *Public Private Partnership, Project Finance, Asset Substitution, Opportunistic Behavior, Lenders' Step-in Right,*

1. 序論

(1) 研究の背景

公共インフラの建設・運営・維持管理を対象とする Public Private Partnership (以下「PPP」と略する) 案件では、政府・自治体などの公共主体は、国民・住民が必要とする公共インフラ施設の整備とそれに基づいた公共インフラの適切な供給を求めて対価を支払う。一方、民間事業者は、利潤獲得目的に公共主体からの求めに応じて PPP 事業の実施を行う。つまり、官と民の PPP に関わるそれぞれの利害 (インセンティブ) は異なる。したがって、PPP において官民間で締結される PPP 契約が、官と民の異なる利害を適切に調整・合致させることができるのであれば、官は民による優れた技術力やビジネスモデルを利用して、公共インフラサービスをより効率的に供給することができる。

一方、官と民の間の契約からなる PPP は、まさにプリンシパルとエージェントの関係にあり、官と民はそれぞれの相手方の情報を完全に共有しているわけではない。官は、民の能力や契約後の行動に関する情報を予め知ることはできない。また民は、官が PPP 事業に関して持っている情報をすべて共有できているわけではないし、受注後に官がどのような行動をしていくのかも知ることができない。ここで生じるのは逆選択とモラルハザードの問題である。

第 1 に、PPP として提供される事業は、完工して操業開始さえすれば需要が確実に発生して誰にでも簡単に利益が発生するような単純な事業ではない (もしそうであ

れば公共主体も収入豊富なドル箱収益事業を PPP に出さない可能性も高い)。つまり公共主体が入札に付す事業は、それ相応に難易度が高い案件である。第 2 に、公共主体自身も、自らが対応不得意なリスク (需要リスクなどが典型的) については、官民のリスク分担において民間企業にできるだけ多くのリスクを移転しようとすることが多い。ただ、鉄道や道路では、需要リスクのコントロールは、民間事業者でも困難なことが多い。第 3 に、一部の民間企業は、多少リスクが高くともできるだけアップサイドの高い収益の得られる技術やビジネスモデルを選択して収益をできる限り最大化しようとする。かかる行動の結果、リスクの高いアプローチが採られることを資産代替と呼ぶが、公共主体からは、かかる企業の行動は十分にモニタリングできないため制御できない。その結果、PPP 事業のリスクはより高まる。

一方で、スポンサーと異なり、PPP 事業のアップサイドリターンを享受できない金融機関は、プロジェクトファイナンスを通じて、独立・中立な技術者 (コンサルタント) を雇って綿密な PPP 事業審査を行うので、リスクの高い技術やビジネスモデルをできるだけ回避しようとする。実際のところ、Moody' (2020) によれば、プロジェクトファイナンスの審査を受けた PPP 案件のデフォルト率は、先進国・開発途上国を問わず、投資適格と同等の一流企業格付並みに低いことが確認されている。しかし一方では、民間事業者の有責事由で PPP 事業が破綻しても金融機関の債権が全額回収されるような仕組みの PPP も存在し (タラソ福岡の事例など、日本の PPP でもかかる事例が見られる)、このようなケースでは金融機関によ

る事前事後のモニタリング機能は適切に機能しえない。

第 4 に、Guasch (2004) が指摘するように、適切に抑制されていないスポンサーの行動は、単純な事業停止で終わるのではなく、多くの場合、PPP 契約の再交渉に繋がることが確認されている。Engel et al (2014) によれば、スポンサーは、公共主体によってリスクの相対的に高い事業が事業権入札に付された場合、自社にそのリスクをマネジメントする能力に不安がありつつも、安値で入札に参加して事業権を獲得し、事業継続が困難となつてからは、有限責任性を理由追加資金投入を削ったうえで、PPP 契約の再交渉において採算のつじつまを合わせれば良いと考えるなど、事業権入札の応札段階からの機会主義的行動が知られている。但しこのように、公共主体が実質的な事業破綻に直面して、民間の再交渉に応じるのは、我が国では問題となった前例は少なく、むしろ日本以外の海外（先進国を含む）で頻繁に起きている。

この時、公共主体側も契約を履行できなかった民間事業者に対して、本来は契約の再交渉に応じる義務はないが、いくつかの理由から契約の再交渉に応じることが多い。第 1 には、本来は民間事業者の債務不履行に対して、契約解除して契約相手先を新たな民間事業者に変更してもよいのであるが、新事業者を新たに選定することに時間がかかるほか、新事業者のほうが新たに着任して事業の問題を修復しサービスを再開するまでにより長い時間がかかると考えて、既存の事業者による問題の修復とサービス再開の近道をとろうとする。第 2 に、既存の事業者との間では契約後から事業破綻に至るまでの間に事業実施に向けた協働が行われ、必要な情報が共有され一定の信頼関係も生まれているはずであり、これと同じプロセスを新事業者との間で行うことには公共側の時間・コスト・手間がかかる。第 3 に、これも重要であるが、事業者を変更して新たな事業者を選定することは、公共主体が自らの事業者選定が過ちであったことを認めることになり、議会に対して説明が必要となる。しかも問題は、民間事業者は、このような公共主体のポジションをあらかじめ知っているからこそ、一部の事業者は、機会主義的な行動をとる。

以上の通り、①PPP の対象案件は素より相対的に難易度の高い事業が公共主体により選択された傾向にあり、②公共主体自身も、民間にできるだけ多くのリスクを移転したいと考えていることが多く、③民間事業者はよりアップサイドリターンを求めるあまり、リスクの高いアプローチをとるインセンティブ構造があり、④資力の限られた SPC が契約者となるに伴い民間事業者からは PPP 契約の再交渉を求めるインセンティブが強くなるなど、スポンサーによる機会主義的な行動に晒され、公共主体が最大化したい VFM が低下するリスクが高い。以上の

リスク増加要因は、図 1 を参照。

リスクの高い事業であったとしても、その事業に応札して事業権を獲得したのは民間事業者であり、かつ、その事業にリスクの高い技術やビジネスモデルを選択するのも民間事業者の意志である。その事業者が、リスクコントロールに失敗したとすれば、本来はその代償は、民間企業者が被らなければならないはずである。しかしながら、有限責任性原則のもとで設立され資金調達を行っている SPC としては、自力で事業の回復を行う資金力を持たない。また SPC の親会社たるスポンサーは、追加資金投入をする義務がないため、事業継続の意思がある場合でも、できるだけ追加資金投入額を減らし、むしろ PPP 契約の再交渉を通じて、事業計画を再構築しようとする。この結果、コントロールの難しいリスクをとった基本的な責任は民間事業者にありながら、不相応に公共主体側がそのコストを負担することが頻発している。

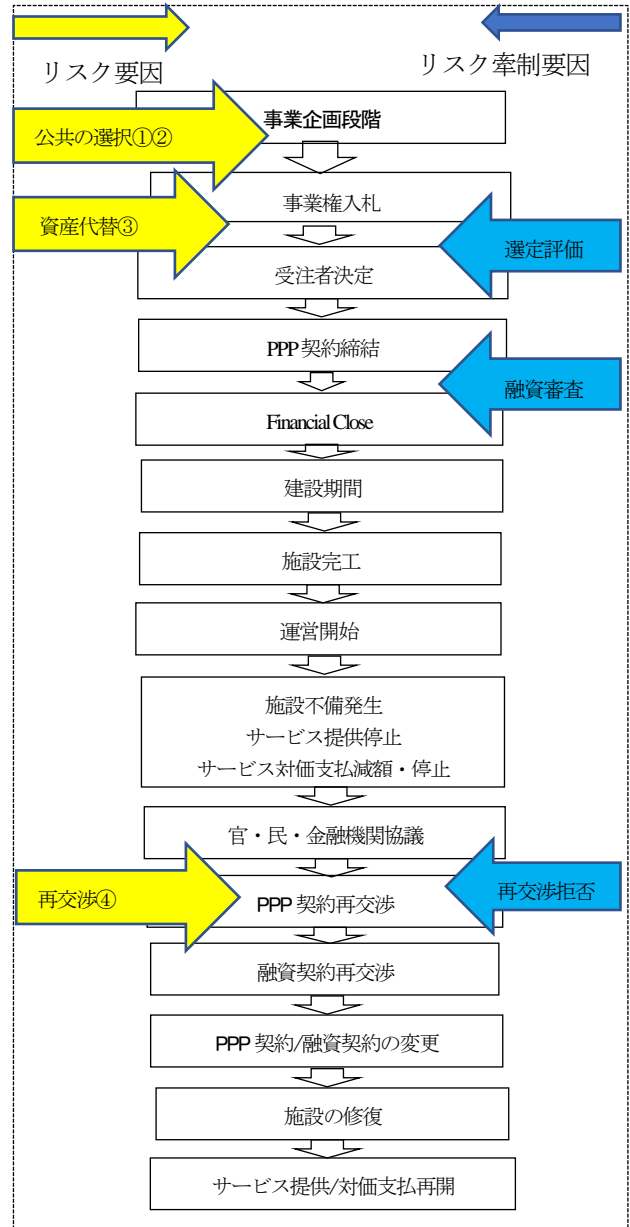


図 1 PPP 事業の契約再交渉への流れ

本稿では、民間事業者による資産代替や機会主義的な行動の抑制をするにはどうすべきかを考える。

(2) 既往研究と本稿の位置づけ

これまでの研究の前提では、仮に PPP 事業でサービス提供の一時的な中断などの重大な問題（重大とは PPP 契約の解除事由にもなりうる重大な債務不履行を伴う事由を指す）が生じた場合でも、既往の SPC は事業実施主体として引き続き事業継続にあたるのが当たり前のように期待・想定されていた。この場合、有限責任性のもとで設立された SPC は、事業を立て直すための追加資金を有していないため、SPC は公共主体と PPP 契約を再交渉せざるを得ない。これによって収入 CF も変更されるため、並行して金融機関とも負債契約を再交渉せざるを得ない。もちろん、スポンサーが追加資金を投入することはあり得るが、それはあくまでも自発的なものであり、公共主体が強制できるものではない。また、仮に自発的にスポンサーによる追加資金が投下されたとしても、その金額は事業の遅延や修正によって生じて失われた公共主体の損失と見合っているとは限らないため、公共主体の利害は適切に守られない可能性がある。このような PPP 契約と負債契約の不完備性に起因して、SPC が機会主義的行動を選択するという非効率性が発生する可能性が指摘されていた。

石磊（2009）は、民間事業者（SPC の出資親会社たるスポンサー）が、有限責任性のある銀行融資をもとに資金調達してリスクの高い資産代替を起越す問題について考察し、スポンサーに公共主体に預託する保証金の導入が、資産代替を制御できることを説明した。また、当該保証金は、事業破綻の際には金融機関の返済に充てられると設計することで、金融機関に対するリスクプレミアムを削減することができるとした。しかしながら、石磊の研究では、スポンサーによる出資金がゼロで、事業資金全額が金融機関による融資によって賄われることになっている点が現実では起こりえない前提となっている。また、事業が破綻した際に保証金が債務返済に使われると債務が完済するのであれば、金融機関の事前のモニタリングが機能するインセンティブがなくなり、むしろ事業者の資産代替が抑制されなくなる。

本稿では、PPP が事業破綻した場合において、既存民間事業者による PPP 契約再交渉の可能性を事実上無くすべく PPP 契約設計をすることで、事業権入札の応札段階におけるスポンサーの資産代替も合わせて抑制し、その後の機会主義的行動をとりうる余地を無くすることを提案し、専門家へのヒアリングを通じてその現実性を検証する。

2. プロジェクトファイナンスに固有の仕組み

(1) 全資産・契約担保とステップイン

PPP 事業では、ほぼ例外なくプロジェクトファイナンス（PF）で融資が行われる。PF の仕組みでは、金融機関は、借入人たる SPC の有するすべての事業資産（投資した有形固定資産のみならず銀行口座を含む）および事業に必要な契約（PPP 契約のみならず、EPC 契約・O&M 契約などすべての事業契約）を担保に取る。くわえて、SPC の株式を share pledge という形で担保設定する。

PF においてこのように全資産・契約の担保化があえて行われるのは、借入人たる SPC が重大な融資契約上の債務不履行（デフォルト）を起こし、金融機関が当該デフォルトは治癒不可能であると判断した場合には、当該資産・契約の担保実行を行って、SPC が有する事業実施・継続に必要な資産と契約を一時的に金融機関のものとしたうえで、新たなスポンサーに対してこれを移管し、それと引き換えに既往の SPC 債務の引受を要請し、新たなスポンサーが株主となった SPC のもとで創出される事業 CF によって、PF 債務の返済を図るためのものである。PF において金融機関によるかかる債権回収に関する一連の行動を「ステップイン」と称する。

ここで、ステップインの仕組みの注目すべき点は、金融機関が PPP 事業に必要なすべての事業資産・契約をまとめて担保にとっているのは、担保を売却して債権回収するためではないということである。PPP の事業資産は、事業を発注した公共主体にとってのみ価値のある投資（関係特殊の投資）であり、市場での売却価値はない。市場価値はゼロである。ステップインの仕組みは、担保としてとった一連の資産・契約を無償で別の事業者へ提供して、事業の再生を図ってもらい、事業 CF の創出を通じて既存債務の返済を請け負ってもらうことに目的がある。つまり、ステップインは貸手にとっての究極的な債権回収手段であって、この手段に頼る場合、貸手側は融資契約の再交渉はしていない。

(2) 融資契約の再交渉

ところが実際には、PF の貸付人によるステップインの仕組みは、ごく稀にしか適用されていない。それは、借入人たる SPC が、金融機関との間で融資契約の再交渉（元利返済のリスケジュール）を行うことが多いからである。金融機関にとっては、融資契約上に債務不履行事由が発生すれば一義的には融資契約の再交渉に応じる義務はないので、本来は担保実行してステップインしても良い。しかし、通常は、既存の事業者に代わる新たな事業者はすぐには現れず、仮に決まっても新たに策定され

る事業計画に関して改めて審査をしなければならない。既往の SPC が提案してくる変更計画に一定の信頼性があると判断すれば、これに応じることが多い。

融資契約の再交渉は、融資契約の締結時の筋書きには一切なく、契約当事者間での新たな交渉であるから、その交渉の帰結はスポンサーと金融機関の力関係にも左右される。しかしながら、融資契約の再交渉が行われるのは、返済原資となる CF の創出が当初の計画通りでないことから生じており、基本的には借り手側の責任であるから、スポンサー側が対応策を策定・提案する。この時、対応の選択肢は 2 つある。ひとつは、親会社から自発的に追加資金を投じ、対象施設の故障を修復するなどして早急なサービス再開を行うことで、PPP 契約上の債務不履行事由を治癒することである。スポンサーは、既存投資事業から生まれてくる将来の収入を守るためには、些細な追加資金投入を逡巡しては、金融機関に担保実行されてしまい、既存の投資を全額失ってしまうことになる。追加資金投入のインセンティブはある。一方で、もう一つの方法は、収入の源泉となる PPP 契約の条件を公共主体との間で再交渉することで、返済に必要となる収入 CF の計画を作り直すことである。第 1 章で公共主体が契約の再交渉に応じやすい要因について触れたが、まさにその点を突いて提案・交渉することになる。

特にここで問題となるのは、スポンサーは第 1 の自己資金投入の額を削り、できるだけ第 2 の公共主体との再交渉を通じて、当初計画の CF の回復を図ろうとすることである。もちろん、追加資金投入に必要とされる金額の大きさによっては、新たな追加資金投入を行わずに、プロジェクトから撤退した方がリスク管理上は良い場合もあるため、有限責任性を前提とした PF には依然として意味があることは言うまでもない。

(3) ステップインの PPP への活用

以上のように、PPP 契約上の問題発生に応じて PPP 契約の再交渉が生じやすい理由には、SPC には問題解決に必要な追加余裕資金がなく、自己完結的な対応能力を持たないという有限責任性に起因している。そして、スポンサーの追加資金投入はあくまでも義務ではないため、どうしても自発的な資金投入の金額を削ろうとするため、官民間の契約の再交渉も併せて始まらざるを得なくなる。そして民間事業者は追加資金投入の見返りとして契約の再交渉を要求することが多い。自らの過ちとは言え、追加資金投入という義務のないことをあえて行うのだから、官にも対応してもらいたいという理屈になる。だが、再交渉で協議・交渉される合意の選択肢の幅は無限に大きく、このことこそが民間事業者によるさらなる機会主義的な行動を誘発する原因でもある。ここで公共

主体が、事業者との再交渉の合意にかかる選択肢を大幅に狭めることができれば、公共主体は自らの利益を守る可能性が高まる。特に、公共主体が、既存の PPP 契約の再交渉を一切行うことなしに、スポンサーによる自発的な追加資金投入による債務不履行状態の解消（＝事業の再開）という選択肢と、スポンサーが事態を放置した結果の PPP 契約解除という選択肢との、2 者択一を迫ることができれば、事業者による機会主義的行動を通じた契約再交渉の余地はほぼなくなる。次章では、PF におけるステップインの仕組みを利用して、民間事業者による機会主義的行動を制御する仕組みを提案する。

3. 新たな契約の提案

(1) 検討の前提

第 1 に、典型的な PPP 契約を想定する。建設予定期間は 2 年間、その後の運営予定期間は 20 年間とし、需要・収入リスクは公共主体がとる、アベイラビリティ・ペイメント型の事業とする。

第 2 に、建設コストは C で、出資金 (E) と PF の融資 (D) によって賄われる。完工後は、毎年の操業費用 (OC) に対して収入 (R) が支払われる ($R > OC$)。

第 3 に、PPP 契約上は、SPC によるアベイラビリティ停止の期間が 6 か月継続した時点で、公共主体は PPP 契約の解除権を有する。

第 4 に、アベイラビリティ停止継続を理由に PPP 契約が解除された場合において、公共主体から契約に基づいて支払われることとなる精算金額 (Early Termination Payment : ETP) は、 D よりも相当程度に低い金額で設定されている。つまり、契約解除時に払われる ETP だけでは、PF の融資債権額 (D) の全額回収は不可能であるとする。

第 5 に、PPP 契約上でアベイラビリティ停止が 6 か月継続した時点で (延滞金の有無に関係なく) 融資契約上の債務不履行事由となり、金融機関は SPC に対して担保実行を行う権利を有するものとする。

(2) 具体的な仕組み

a) 概要

公共側は、既存事業者の有責事由で事業破綻しても、契約の再交渉は一切行えない仕組みとする (事業者有責事由では PPP 契約再交渉できないことを入札時に宣言する)。但し、有限責任性は認めるため、事業破綻した場合に追加資金投入をするかしないかの判断は、従来通り民間側で行うことができる。既存事業者が自発的に資金投入するなどして問題を治癒する (契約解除権発生に至らない) のであれば、PPP 契約は維持される。

一方で、公共側と金融機関で事前に直接契約を結んでおき、PPP 契約上で公共側の契約解除権が発生したら、公共主体と金融機関は次点事業者との協議に入り、既存 PPP 契約および既存債務を承継できるか否か次点事業者に判断を求められるようにする。仮に、次点事業者がこれを承諾した場合には、金融機関は担保権を実行し、資産と PPP 契約を含むすべての契約を次点事業者に移転し、債務についても債務承継のための契約を結ぶ。

仮に、次点事業者が事業・債務の承継を受けない場合には、契約をいったん解除し、事業を一から改めて再構築する。この場合は ETP に不足があるため、金融機関には元本毀損が生じる。

b) 次点事業者への通知

公共主体が契約の解除権を有するに至った場合には、既存事業者との契約再交渉を行うことは選択肢はなく、自動的に次のプロセスに入ることをルールとする。当初の事業権入札において次点で評価された事業者（次点事業者）は、公共主体が契約済事業者（受注事業者）の SPC に対して契約を解除する権利を有するに至った時点で、公共主体からの通知を受ける。当該通知には、次点事業者が、当該 PPP 事業の契約者たる地位（PPP 契約に関し条件変更はできない）および受注事業者の借入債務金額（金額は変更不可なるも返済計画については協議できる）を引き継ぐか否かの検討依頼を受け、6 か月以内にその諾否を決定することが依頼される。なお、通知を受けた次点事業者は、PPP 契約の履行状況、受注事業者たる SPC の状況、その他 SPC が結んでいるすべての契約や口座に関する情報にアクセスすることができるようになっている。

c) 事業に関する情報の共有

金融機関は予め直接契約を結んでおり、公共主体からの通知を受けて第 2 位事業者が事業承継につき合意する意向を示し、既往債務の承継計画案に関しても金融機関との協議が整うと見込まれる場合には、既往債権の担保実行を行い、資産・契約をそのまま第 2 位事業者に速やかに引き渡さなければならない。

d) PPP 契約および債務の承継

次点事業者は SPC の株主をとなり、新たな契約者として PPP 契約者としての地位を承継し、早期にアベイラビリティの回復に努めるとともに、金融機関との間で合意した新たな債務返済計画の下でその返済に努める。

e) 次点事業者が承継に同意しない場合

万が一、第 2 位事業者が事業および債務の引受に同意しない場合には、公共主体が議会に対して特別に付議したうえで契約の再交渉の案が承認されない限り、既存の受注事業者との再交渉を行うことなく PPP 契約を解除

し、ETP を払っていったん事業を整理しなければならないものとする。この場合には、新たに事業計画を設計しする必要がある。

(3) 受注事業者への効果

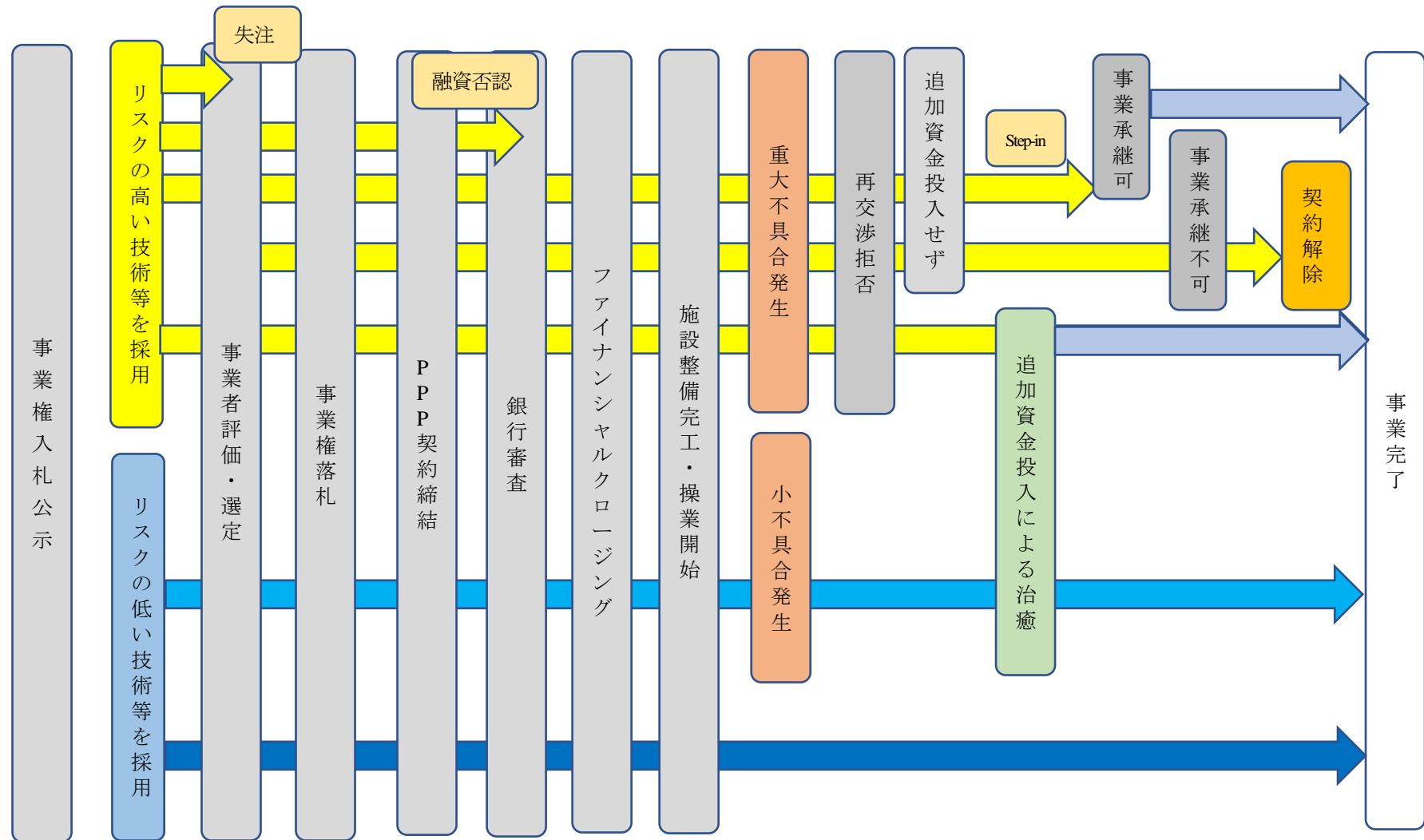
以上の仕組みが導入されることで、受注事業者の行動はどのように変わるかについて分析すると以下の通りとなる。

a) 軽度の契約不履行状態

提供するサービス内容が性能基準を満たさず、サービス対価の減額などは一部生じているが、このままの状態が継続しても、公共主体側による契約解除権が発生しない程度の契約不履行状態の場合には、事業者にとってはまださほどに深刻な状況ではない。但し、当初予定していた収入は実現せず、場合によっては、収入の不足等により融資契約上の延滞が発生する危険があるため、放置することはできず、早めに何らかの対策をとる必要がある。しかしながら、SPC には余資がないため、親会社に追加資金投入の検討を依頼するなどの準備を開始する必要がある。

b) 重度の契約不履行状態

さらに状態が悪化し、アベイラビリティの停止など、PPP 契約上の重大な契約不履行の状態がそのまま継続すると契約解除事由となるような場合には、事態は深刻である。なぜなら、本章第 2 節の仕組みでは、公共主体の選択肢にあるのは、契約解除事由が事業者によって治癒されることを期待するか、もしくは、契約解除権の行使のどちらかであり、契約の再交渉の選択肢は与えられていない（ここでは契約再交渉は議会承認を必要とするものと仮定）。かかる状況では、PPP の債務不履行状態を契約解除期限までの追加資金投入を行うことを含めて自発的に解消しなければ、この PPP に関して事業権を完全に失ってしまい、かつこれまでに投下した資金のうち、SPC の出資金は全額毀損する。また、公共主体から払われる精算金（ETP）は、金融機関の返済必要額に達しないため、この SPC の親会社スポンサーは、金融機関に対してもスポンサーとしてのトラックレコード（評判）に大きな傷をつけることになる。したがって、スポンサーとしては、できるだけ契約解除を避けるべく、契約解除権発生までの自発的追加資金投入を行うのが合理的である。もはや、資金の有限責任性を理由に、追加的資金投資を渋り、解除事由の早期の治癒を怠るインセンティブは大きく失われる。



民間側有責事由においては再交渉の余地がないこと（追加資金投入と契約解除の二者択一）をルール化

c) 契約を放置する場合

一方で、重大な契約不履行事由を治癒するために将来の収入見込みを上回る費用を必要とする場合には、自発的な追加投資を経営判断として容認できない場合もある。この場合には、追加投資を一切行わずに公共主体による PPP 契約解除を受け入れる。まさに、このことにより、有限責任性の原則は担保されていると言える。

d) 応札段階での効果

本件でより重要なのは、応札段階におけるスポンサーの行動への影響である。よりリスクの高い技術やビジネスモデルを採用した場合には、事業が破綻するリスクが高まるが、実際に事業破綻した後に、契約の再交渉をすることができず、かつ契約解除された場合には出資金を全額失うと判断すれば、リスクの高い投資を行うインセンティブは大幅に削減される。結果としては、資産代替が起きる可能性や、とりあえずリスクをとって後から交渉するという機会主義的行動が大幅に削減される。

(4) 金融機関への効果

既往の受注事業者に対して貸付を行っていた金融機関にとっては、第 1 位事業者が追加資金投入して再び事業を軌道に乗せる場合と、第 2 位事業者が新たに事業承継する場合で、どちらが事業 CF の確度が高く、それによって債務返済の確実性が高くなるかに関心がある。仮に前者の能力がより高いと考える場合には、金融機関は既往スポンサーに追加資金投入を行うように働きかけると考えられる。一方、後者の能力がより高いと考える場合でも、次点事業者との間では、当初より遅延した CF 発生予定に沿って、新たに返済計画を組みなおす必要が生じる可能性が高いため、どちらかと言えば、既存事業者が自発的に事業を修復することを期待している。

ただ、金融機関にとっての最悪のシナリオは、受注事業者が追加資金を投下せずに重大な契約不履行状態の解消に応じず、かつ、次点事業者が事業・債務の継承を行わないことを決定した場合であって、この時は PPP 契約は解除され金融機関の債務の一部回収できずに終わる。このため、金融機関は、次点事業者が事業承継の意向を持っている場合には、できるだけ次点事業者の意向に沿う形で、返済計画の策定協議に応じるインセンティブを持つことになる。

(5) 次点事業者への効果

これまでは、次点事業者は失注した案件に関して、何らのビジネス機会を持つ可能性はなかった。しかしながら、受注事業者の事業失敗を受けて、改めて当該事業へのビジネス機会の可能性が生まれる。

第 2 位事業者は、公共主体からの通知を受けて、SPC の新たなスポンサーとなり、SPC の既往債務を継承するか否かにつき検討する。この検討にあたっては、第 2 位事業者は、追加でいくらの自己資金投入すれば、既往事業者が起こした目の前の問題を完全に修復し PPP 契約上のサービス対価支払を受取るようになれるかを見極め、採算をはじくことになる。この時、第 2 位事業者にとって魅力的となるのは、既往スポンサーが丸ごと失った SPC への出資額の分だけより安く、本 PPP に必要な既存の事業資産を受け継ぐことができることになるため、単純な比較としては、追加資金投入必要額が、前スポンサーの出資額を下回るのであれば、新スポンサーによる本件への事業参画は有利になる。なお、既存 SPC の借入債務についてはこれを承継することになるが、先に述べたように、金融機関も次点事業者による債務引受協議に応じた方が回収率は高まるため、債務の承継にかかる協議は円滑に進む可能性は高い。

(6) 公共主体にとっての影響

公共主体にとっては、SPC の契約不履行に対して毅然とした対応ができるようになるメリットがある。既存のスポンサーは、自発的に債務不履行状態を解消しなければ、契約を打ち切られ、第 2 位事業者に事業権は移転してしまう。受注事業者は、事前に文字後にも機会主義的な行動をとれなくなり、契約を再交渉する必要がなくなる。一方で課題もあるが、その点は次章で説明する。

なお以上の分析においては、以下のことを前提としている。第 1 に、PPP 事業破綻の原因は SPC 側の有責事由に限定し、公共主体の有責事由は想定しない。第 2 に、本稿では完工後・操業開始後の状態に限定して考える。完工前でも分析は可能であるが、事業の精算がより複雑となるためここでは割愛する。

4. ヒアリング

以上のようなスキームを前提に別添を説明したうえで、内外の業界の有識者に意見を求めたところ以下の通りであった。

ヒアリング先	コメント・意見
A (弁護士, 国内外の PPP に精通)	①本提案をみて思うのは、海外での頻繁な再交渉実態と対比すると、日本の PPP では公共主体が事業者の有責事由による破綻の場合には再交渉を行わないのが一般的であり、そのこと自体は重要な規律である。②PPP が成功するための仕組みとしては、再交渉の回避・抑制だけが問題なのではなく、適切な官民リスク分担、能力のある事業者選定、金融機関の事前事後の綿密なモニタリングなどが必要。③PPP 事業を企画・設計する段階で、事業破綻時にステップインが機能するように、受注企業とは別に、事業承継可能な事業者の存在が確認されていることが、この提案に関わらず、本来の前提であるべきである。④我が国のように、事業者の有責事由を通じて事業破綻した場合でも、金融機関の融資が返済される日本の PPP の仕組みのもとでは、金融機関のモニタリングは機能しない点に留意が必要。⑤スポンサーに自発的な追加資金投入を期待するのであれば、スポンサーの財務能力評価が必要。
B (PPP 専門コンサルタント, 国内外の PPP に精通)	①民側の有責事由に基づく安易な契約再交渉はモラルハザードを生むので好ましくないため、再交渉を認めないとする仕組みは重要。②プロジェクトファイナンスの仕組みが発達しておらず、公共主体と金融機関間の直接契約が締結されない国では提案の仕組みは困難である。③事業承継先の決定にあたっては、まず最初に金融機関がリスクの取れる事業者に移管できることを確保することがより重要である。④採用されている技術・設備仕様・工事の質によっては事業承継が不可能な場合があることに留意が必要。⑤スポンサーに自発的な追加資金投入を期待するのであれば、スポンサーの財務能力評価が必要。
C (国際機関 PPP 担当職員)	①民側の有責事由で再交渉を認めないとする公共主体による規律はとても重要である。②事業承継先の決定にあたっては、公共側の意向もさることながら、金融機関が同意できる事業者に移管できることを優先的に確保することが重要である。③また、当初の入札時からの時間経過とともに、公共側にとっても、入札当時の次点事業者の事業承継者としての適格性は時間とともに薄れる点にも留意が必要。④資産・契約の移管だけでなく、公共側が事業承継が円滑に進むように、必要な協力を行う必要がある。⑤スポンサーに自発的な追加資金投

	入を期待するのであれば、スポンサーの財務能力評価が必要。
D (国際機関 PPP 担当職員)	①民間側の有責事由に基づく再交渉を防ぐという観点からは、提案の趣旨は理解できる。②一方で、契約の再交渉が必要となるのは、民間側の有責事由だけではなく、公共側の事由で（例えば公共側が PPP 契約に沿った適正なモニタリング義務を怠り、結果として過去に料金値上げなどを無造作に認めてきてしまった場合などに）再交渉を求める場合もあるため、民間に再交渉を認めないことは、公共側の再交渉も認めないこととなり、自らの首を絞めることにもなる点に留意が必要である。③採用されるべき技術の前提が大きく変わるような案件の場合には、技術の進歩に沿った契約の柔軟性が必要となるが、そもそも PPP の適用が妥当でない場合（通信など）もある。④前提条件の通り、民間有責事由における EIP が銀行融資残高をカバーするのは銀行審査にモラルハザードを招き好ましくない。⑤ただし、一番重要なことは公共側による民間事業者のモニタリング機能である。
E (国際機関職員, 海外の PPP に精通)	①資産代替や機会主義的行動（再交渉）を抑制する何らかの仕組みは確かに極めて重要である。②一方で、公共側に価値のある再交渉までを予め否定する必要性はなく、いざとなれば再交渉をする権利を持っていても良い。③破綻に至りうる重大な事案については、まずは事業者と金融機関に対応を考えさせることが先決。④ただし、一番重要なことは公共側による民間事業者のモニタリング機能である。
F (国内 PPP に精通)	①国内案件では、サービス提供停止になるような重大な問題の発生は稀である。民間事業者に過度なリスクを押し付けていないことが多いことも背景にある。②頻繁にある官民間の交渉とは、ペナルティー課金有無をめぐる議論である。しかし、双方の言い分を踏まえて無難な着地に落ち着くことが殆どである。③一方で、文字通りサービス停止を伴う重大事例では、我が国の公共主体は再交渉を認めない規律を有していると言えるだろう。

5. 課題

(1) 第 2 位事業者への迅速かつ円滑な移転

公共主体が、契約解除した際に、事業権者を既従事業者から新事業者に変更する際に、迅速かつ円滑な事業移

管が行えるのかが、一番の大きな課題である。PF のセキュリティパッケージの仕組みを通じて、事業に必要な資産と契約については、金融機関が第 1 順位の担保権を有しているため、新事業者に対しての資産・契約の移管には特段の大きな問題は生じない。しかしながら、既往の SPC が有する人員やその人員が有している知識・ノウハウが新たな事業者適切に移管できるかが課題である。そして、そうした SPC を受け継いで、新しいスポンサーが迅速に事業を再開できるかが大きな課題である。

この時、既往スポンサーから派遣されていた出向社員の幹部などは、スポンサー会社に戻ることを考えるのが妥当であるが、SPC が本事業のために独自に雇った人員はそのまま新事業者には雇用される余地を残すことが必要である。また、既往の SPC が記したあらゆる業務上の記録が適切に補完されそのまま新スポンサーに引き継がれることも必要である。

(2) 公共主体としての説明責任

本件においてもひとつの論点は、PPP 契約上の重大な契約不履行事由が発生した場合において、公共主体が、2 者相対の不透明な交渉とならざるを得ない PPP の契約の再交渉を選ぶことを良しとするのか、それとも、契約解除と次点事業者への事業移管という最終手段をとることを良しとするのか、ということである。しかしながら、後者の仕組みの本来の目的は、契約解除や事業移管を可能とすることにあるのではなく、当初の事業権入札の応札段階において、応札事業者による将来の機会主義的行動を排除し、できるだけ自らの事業運営失敗は自発的な追加投資で治癒することを促すための仕掛けであることに留意する必要がある。

一方で、民間事業者に対して、自己の有責事由については、いかなる場合でも無制限に追加投資をさせるべく誘導するのは適切ではない。本仕組みは、有限責任性にも配慮する観点から、契約解除と事業移管の途を残していると理解するのが妥当だと思われる。

6. 結論

PPP のスポンサーによる資産代替や機会主義的な行動を制御するには、潜在的にいくつかの方法がある。①スポンサーのイクイティ資金の額を増額させること（保証金も同じ）、②さらに進んでスポンサーの有限責任性を改め SPC の履行義務スポンサーに保証させること、③金融機関の事前の審査機能の質を高める、④金融機関が融資前審査に雇った独立エンジニアコンサルタントを融資決定後のモニタリング機能でも継続的に雇用し、かつ、その机上審査だけでなく、プロジェクト実査や詳細ヒア

リングなどのモニタリング度をより詳細綿密にするなどの案が考えられる。

しかしながら、①や②の方法は、スポンサーのとりリスク量を高め、リスク量に応じたより多くのリスクプレミアムを生じるために、結果的に公共主体にとっての VFM を引き下げることになる。また、③は、金融機関が技術的なコンサルタントを駆使して、スポンサーの取る技術やビジネスモデルを保守的に検証することを可能とするが、その審査は、事前の審査機能であり、プロジェクト実施中の事業者の隠された行動に関しては有効に機能しない。④についてはコストがかかることやスポンサーが受け入れるどうかの問題もある。

一方で、提案の仕組みにおいては、予め第 2 順位の民間事業者を予め指定しておき、当初の民間事業者が契約解除事由を起こした際には、できるだけ早期・円滑に公共主体が第 2 順位の事業者に移管させる自動的な仕組みがあれば、スポンサーは自らの事業権を失う事態を引き起こさないように最大限の努力を行うことになる。そもそも、リスクの高い投資計画を仕組んだり、機会主義的な行動で利益を高めようとするのは、自らの契約が解除される可能性が低いと考え、かつ、事業がうまくいかなくとも契約を再交渉できる考えているからである。スポンサーは、自らの SPC の債務不履行が原因で SPC が契約者の立場から排除された瞬間から、機会主義的な行動も行えなくなる。また、こうした契約を設計することにより、潜在的な機会主義的なスポンサーはこうした案件に応札することが大幅に減ることが期待される。

問題は、実際に事業者交替が必要となった先に、早期かつ円滑な事業者交替が可能であるかである。しかしながら上記のように一定の工夫をすることで、事業者の変更は比較的迅速に可能である。したがって、相対的にリスクが高い事業であって、民間事業者による機会主義的な行動が潜在的な問題となりうる案件などでは、こうした仕組みも検討すべきである。

一方で、この提案の前提としては、公共主体側も自らの義務不履行事由に関して機会主義的な行動をとらないことが重要であるが、この規律は開発途上国によっては簡単ではない。

参考文献

- 1) Moody's Investor Service, (2020): "Default and recovery rates for project finance bank loans, 1983-2018", March 9, 2020
- 2) Guasch, J.L., 2004, Granting and Renegotiating Infrastructure Concessions, Doing it Right, Washington D.C. World Banks

- 3) Engel. E. , R. D. Fischer and A. Gale-
tovic: *The Economics of Public-Private Part-
nerships: A Basic Guide*, Cambridge Univer-
sity Press, 2014. (同書邦訳「インフラPPPの
経済学」拙訳;金融財政事情研究会, 2017年) Re-
serve Bank of India (RBI), Financial Stability Re-
ports(半期毎), 2010~2019, RBI Quarterly Data Statis-
tics (四半期毎), 2000~2019
- 4) 石磊, 大西正光, 小林潔司: PFI 事業権契約の効率性と
保証金, 土木学会論文集, 土木学会論文集D, Vol. 62,
No. 3, pp.383-400, 2006.
- (2020. 10. .02 受付)

Designing PPP Contracts to Avoid Asset Substitution and Opportunistic Behavior

Masaaki AMMA

Under PPP projects, private developers have strong incentives to seek higher upside return by utilizing the technology and/or business models which might be considered to be riskier than the normally applied conservative and proven technology. It may result in project failures known as the problem of asset substitution. Such aggressive business approaches are often unable to obtain project financing under the strict due diligence by financial institutions. But once they obtain the financiers' credit approval, the failed projects may encounter the opportunistic behavior of the developers and lead to renegotiation of PPP contracts, resulting in the lower VFM for public entity. This paper presents PPP contract model to effectively control asset substitution and opportunistic behavior in PPP by applying the step-in rights under the project financing mechanism.

別添

PPP における資産代替・機会主義的行動の抑制策検討ヒアリングシート

1. PPP 対象事業のリスク

- (1) 官が自ら運営しても特段の問題が無く、かつ、潤沢な収入(CF)が得られ、ドル箱となるような事業なら、あえて PPP の対象にはならない。相対的には難しい事業が PPP に付される。
- (2) 官は、できるだけ民間事業者にリスクを移転したいインセンティブがある。典型的には、需要リスクなど。
- (3) 民間事業者としては、リスクをとって取り組む以上はできるだけアップサイドリターンを狙いに行く傾向があり、リスクの高い技術やビジネスモデルへの取組を志向する傾向にある。この現象を経済学では「資産代替」と呼ぶ。
- (4) 民間事業者は、SPC を通じて有限責任性原則のもとで PPP 契約を結び、かつ、プロジェクトファイナンスで有限責任の融資契約を結ぶため、非有限責任の場合に比べても、資産代替は助長される。
- (5) 以上に比べて、筋の悪い事業者は、高いリスクをとって一時的に事業破綻したとしても、その時点で(有限責任を理由に自らの追加資金投入は最小限に留めつつ)公共主体と契約を再交渉して、事業を立て直せば良いと考える。この時、民間の追加資金投入額は1で、公共側が譲る CF 額が2となることさえ起こりうる。これが、スポンサーの機会主義的行動と呼ばれるもので、民間事業者の策定した有責の事業破綻であるにも関わらず、いつの間にか、公共側が、よりリスクを取られる結末になる最悪のシナリオ。

2. なぜ公共側はかかる事態を制御できないのか。

- (1) 本来は、民側の事業計画の不備に基づくものであれば、民間側の有責事由。サービス提供の停止が一定の期間継続に至れば、本来は公共側が、PPP 契約を解除できる。ではなぜ契約解除しないのか？
- (2) 第 1 に、本来は民間事業者の債務不履行に対して、契約解除して契約相手先を新たな民間事業者に変更してもよいのであるが、新事業者を新たに選定することに時間がかかるほか、新事業者のほうに新たに着任して事業の問題を修復しサービスを再開するまでにより長い時間がかかると考えて、既存の事業者による問題の修復とサービス再開の近道をとろうとする。
- (3) 第 2 に、既存の事業者との間では契約後から事業破綻に至るまでの間に事業実施に向けた協働が行われ、必要な情報が共有され一定の信頼関係も生まれているはずであり、これと同じプロセスを新事業者との間で行うことが面倒である。
- (4) 第 3 に、最も重要であるが、事業者を変更して新たな事業者を選定することは、公共主体が自らの事業者選定が過ちであったことを認めることにな

り、議会に対して説明が必要となる。しかも問題は、民間事業者は、このような公共主体のポジションをあらかじめ知っているからこそ、一部の事業者は、機会主義的な行動をとる。

3. PPP の融資契約ではどうか。

- (1) PF の融資契約においては、すべての仕組みはステップインを念頭に構築されている。全資産・契約担保に基づくセキュリティパッケージ。
- (2) しかしながら、実際にはステップインは多用されていない。例外的。
- (3) そもそも、PPP 契約が官民間で既往事業者との間で再交渉されるのであれば、その変更計画に沿った CF に合わせて、融資契約を作り直すことが、債権回収を確実にするものと、金融機関も考える。
- (4) しかも、PPP 契約が解除されてしまえば、Early Termination Payment は債権回収に充てられるとは言え、一般的には、それだけでは、与信額の全額回収は困難。
- (5) しかしながら、金融機関としても、スポンサー企業による過度のリスクテイクや、機会主義的行動を抑制する仕組みが構築できるのであれば、本来望ましい。

4. 検討案の前提

- (1) 第 1 に、典型的な PPP 契約を想定する。建設予定期間は 2 年間、その後の運営予定期間は 20 年間とし、需要・収入リスクは公共主体がとる、アベイラビリティ・ペイメント型の事業とする。
- (2) 第 2 に、建設コストは C で、出資金(E)と PF の融資(D)によって賄われる。完工後は、毎年の操業費用(OC)に対して収入(R)が支払われる($R > OC$)。
- (3) 第 3 に、PPP 契約上は、SPC によるアベイラビリティ停止の期間が 6 か月継続した時点で、公共主体は PPP 契約の解除権を有する。
- (4) 第 4 に、アベイラビリティ停止継続を理由に PPP 契約が解除された場合において、公共主体から契約に基づいて支払われることとなる精算金額(Early Termination Payment : ETP)は、D よりも相当程度に低い金額で設定されている。つまり、契約解除時に払われる ETP だけでは、PF の融資債権額(D)の全額回収は不可能であるとする。
- (5) 第 5 に、PPP 契約上でアベイラビリティ停止が 6 か月継続した時点で(延滞金の有無に関係なく)融資契約上の債務不履行事由となり、金融機関は SPC に対して担保実行を行う権利を有するものとする。

5. 具体的な仕組(案)

- (1) 公共側は、既存事業者の有責事由で事業破綻しても、契約の再交渉は一切しない仕組みにする（事業者有責事由では PPP 契約再交渉できないことを入札段階から宣言する）。
- (2) 一方で、SPC の有限責任性は認めるため、事業破綻した場合に、追加資金投入をするかしないかの判断は、従来通り民間側で行うことができる。
- (3) 既存事業者が自発的に資金投入するなどして問題（PPP 契約義務不履行事由）を治癒する（契約解除権発生に至らない）のであれば、PPP 契約は維持される。
- (4) 一方で、公共側と金融機関で事前に直接契約を結んでおく。PPP 契約上で公共側の契約解除権が発生したら、公共主体と金融機関は次点事業者との協議に入り、既存 PPP 契約および既存債務を承継できるか否か次点事業者に判断を求める。
- (5) 仮に、次点事業者がこれを承諾した場合には、金融機関は担保権を実行し、資産と PPP 契約を含むすべての契約を次点事業者に移転し、債務についても債務承継のための契約を結ぶ。
- (6) 仮に、次点事業者が事業・債務の承継を受けない場合には、契約をいったん解除し、事業を一から改めて再構築する。この場合は ETP に不足があるため、金融機関には元本毀損が生じる。

6. 期待される効果

- (1) 受注事業者は、一度受注して契約したら、再交渉の途はないことを認識せざるを得ない。
- (2) 仮に事業破綻すれば、自発的に追加資金投入して PPP 契約を維持しながら事業を立て直すか、あるいは、追加資金必要額が大きすぎてもはや採算が採れないと判断したら、その時点で、既投資額をすべて捨てて契約解除されてもやむを得ないと考える、そのどちらかしかない。
- (3) 金融機関も既往事業者に対して、可能な限り自発的な資金投入による問題の治癒を慫慂することになる。ただ、万が一これに従わない場合には、予め指定されて次点事業者による、ステップインを予め公共側と合意しておくことで、債権回収の途が確実に開ける。
- (4) いずれにしても、このような仕組みであれば、民間事業者が応札段階から資産代替の行動を起こしたり、受注後に機会主義的な行動をとることを抑制できる。

7. 課題・問題点

- (1) 迅速かつ円滑な事業移管が可能であるかどうか？
一方では、契約の再交渉にも相当の時間はかかるのでそのこととの差異があるのか。
- (2) 資産や契約の移転は比較的簡単であるが、人員や集積された現場ノウハウの移管は可能か？
- (3) あまりリスクのない事業であれば、むしろ契約の柔軟性（契約の再交渉の余地）を認めておいた方が、よいか。