

PFI 事業における融資者の事業継続インセンティブに関する一考察 — タラソ福岡事業の経営破綻に伴う事業中断を踏まえて —

道路保全技術センター 小路泰広*1

By Yasuhiro SHOJI

福岡市によるPFI事業であるタラソ福岡事業が経営破綻し、事業が中断するに至った。施設供用後の事業中断は、特に土木インフラでは社会的影響が甚大であることから、安定的な事業継続という視点から原因を分析し、今後の教訓とすることが重要である。幸い、福岡市PFI事業推進委員会が精力的に検証を行い、報告書をまとめた。本稿では、この報告書に基づき、経営破綻や事業中断の原因を整理するとともに、事業中断の主な原因と見られる融資者の行動に焦点を当て、事業中断に対するペナルティを中心とした事業継続インセンティブの提案を試みる。

【キーワード】タラソ福岡事業、事業継続、インセンティブ、プロジェクトファイナンス

1. はじめに

福岡市による PFI 事業であるタラソ福岡事業が経営破綻し、事業が中断するに至った。施設供用後の事業中断は、特に土木インフラでは社会的影響が甚大であることから、安定的な事業継続という視点から原因を分析し、今後の教訓とすることが重要である。幸い、福岡市 PFI 事業推進委員会が精力的に検証を行い、報告書をまとめた。本稿では、この報告書に基づき、経営破綻や事業中断の原因を整理するとともに、事業中断の主な原因と見られる融資者の行動に焦点を当て、事業中断に対するペナルティを中心とした事業継続インセンティブの提案を試みる。

以下、2. ではタラソ福岡事業と報告書の概要を整理し、論点を絞り込む。3. では、報告書における分析や提案を検証しながら、プロジェクトファイナンスの意義や融資者の役割を踏まえながら、融資者による事業継続インセンティブを簡単なモデルにより分析し、その方策について提案を行う。最後に4. では以上をまとめ、今後の課題を示す。

2. タラソ福岡事業の概要と調査報告書の論点

(1) タラソ福岡事業の概要

タラソ福岡事業は平成 14 年 4 月の施設供用後、利用者数の伸び悩み等により事業主体の㈱タラソ福岡の経営状況が悪化し、平成 16 年 11 月末に一旦閉鎖された。その後、17 年 4 月から新しい事業主体である福岡臨海 PFI㈱による引継ぎが決定し、事業が再開されたが、約 4 ヶ月サービスが中断する事態となった。

(2) 調査報告書の概要

福岡市PFI事業推進委員会(委員長:宮本和明武蔵工業大学教授)は、タラソ福岡事業の経営破綻と事業中断の原因を把握し、今後のPFI事業における留意事項を提示するため、次に示す見解(以下、報告書)をまとめた。

- 1 事業者の経営破綻と事業中断に至る事実関係
- 2 PFI事業としての評価
 - ① 問題点として検討すべき項目
 - (1) 事業者の経営破綻
 - (2) 事業中断
 - ② 積極的に評価すべき項目
- 3 事業者の経営破綻と事業中断の本質的な原因
 - ① 需要リスクに関する意識と審査・評価
 - ② 事業推進における福岡市の行動
 - ③ 事業者の経営破綻リスクのマネジメント
 - ④ PFI事業におけるプロジェクトファイナンスの役割
 - (1) プロジェクトファイナンスの役割
 - (2) 施設買い取り義務条項
 - (3) プロジェクトファイナンスについての3大プレーヤーの認識
- 4 【提言】PFI事業の推進のために
 - ① 【提言1】事業特性を考慮した明確なリスク認識
 - ② 【提言2】事業特性に配慮した審査・評価
 - ③ 【提言3】事業推進に対する管理者としての適切な行動
 - ④ 【提言4】事業者の経営破綻リスクのマネジメント
 - (1) リスク発生の危険性を早期に発見するための方策
 - (2) 切れ目のない事業継続の枠組みづくり
 - (3) 事業者等の変更手続きの整備
 - ⑤ 【提言5】融資者との役割分担
 - (1) 融資者の事業性認識の共有に基づく事業者選定
 - (2) 融資者の事業性認識を踏まえた事業監視
 - (3) 融資者の事業性認識に係る管理者としての対応
 - ⑥ 【提言6】PFIの本質的な理解
 - ⑦ 【提言7】適正なプロジェクトファイナンス市場の育成
 - ⑧ 【提言8】民間事業者の事業参加

*1 防災技術部 03-5803-7202

※小項目は抜粋。下線は本稿で言及した項目。

(3) 経営破綻と事業中断に係る問題点

報告書が言及している本事業の問題点は多岐に渡るが、特に着目されているのは、①需要リスクの顕在化(要因)、②事業者の経営破綻(出来事)、③サービスの中断(影響)、である。これらの3段階のプロセスを経て管理者による事業継承に至った様子を図-1に示す。また、それぞれの段階における問題点について以下に考察する。

① 需要リスクの顕在化

タラソ福岡事業の経営破綻の直接の原因は需要リスクの顕在化であるとされ、その分析や対応について述べられている。しかし、経営破綻に直結するリスクは様々であり、タラソの場合は需要リスクが引き金になったということである。土木インフラの特性を考慮すれば、需要リスクの他にも、地盤リスクや自然災害リスクなど、その顕在化が経営を揺るがす恐れがあるリスク要因も多いと思われる。個別のリスク要因を対象としたリスクマネジメントは重要であるが、本稿ではそのような議論は行わない。

② 事業者の経営破綻

事業者の経営破綻が問題であるとされている。確かに経営破綻は民間事業者にとってリスクの顕在化を意味するが、PFIの目的である公共サービスの提供という視点からは、事業者の経営破綻自体は問題にならない。また、プロジェクトファイナンスの仕組みには事業者の経営破綻が当初から想定されており、それが事業の中断や解除につながらないための対応策が組み込まれている。

③ サービスの中断

報告書はサービスの中断に対し次のように述べている。
「年13万人の利用者を集めた本施設のサービス提供の中断は、管理者である福岡市が最も避けなければならない事態であり、それが4ヶ月もの長期にわたったことにより利用者は深刻な影響を受けた」(報告書P11)

確かに、サービスの中断は市民生活に影響を及ぼすものであり最も避けなければならないものである。ただし、タラソ福岡事業は余熱を利用した健康増進施設という性質上、事業中断による市民生活への影響が多少はあったとはいえ、その影響は甚大だったとまでは言えない。しかしながら、事業者の経営破綻を想定したうえで事業契約や直接協定を構築し、サービスの中断に至ることのないように対策が採られたはずなのに、それらの仕組みが機能しなかったことに本質的な問題点がある。図-1で、サービスの中断に至らずに、破綻に従って事業継承ができていれば、市民生活に影響は出ず、大きな問題とはならなかったは

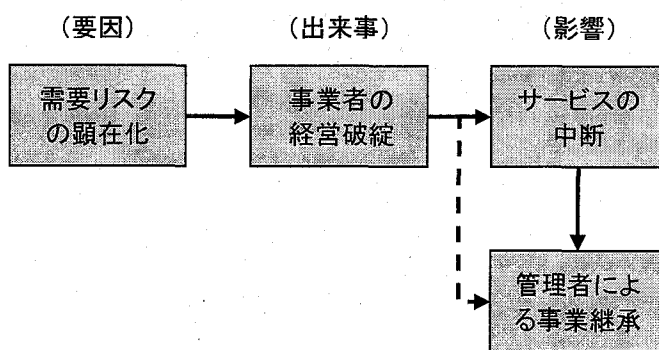


図-1 リスクの発生と波及

ずである。この点が、今後の土木インフラ PFI の導入に向けて教訓とすべき点であろう。

(4) 検討対象とすべき事業継続パターン

以上より、検討対象とすべき事業継続パターンを整理すると、図-2に示す4つにまとめることができる。

パターンA: 今回のタラソ福岡事業のケースで、事業者の破綻に伴い融資者が事業を継続せず、管理者が継承するまでに手続き面で時間がかかり事業が中断した。

パターンB: プロジェクトファイナンスが想定している理想的なケースで、事業者が破綻しても融資者が別の事業者を迅速に手当てして事業の中断なく継続される。

パターンC: 報告書でも言及している管理者による事業継承を迅速に行うケースで、事業中断を最小限に抑える。

パターンD: 事業者が破綻し事業継続が困難と判断されて管理者による事業継承を行うが、管理者の手続きが完了し事業継承が開始するまでは、融資者が暫定的な事業者を手当てし、事業中断を回避するケースである。

以上のケースのうち、プロジェクトファイナンスを採用する主要な目的である融資者の審査・モニタリング能力を活用する方法として、パターンBとパターンDを想定した事業スキームの構築を目指すべきと思われる。

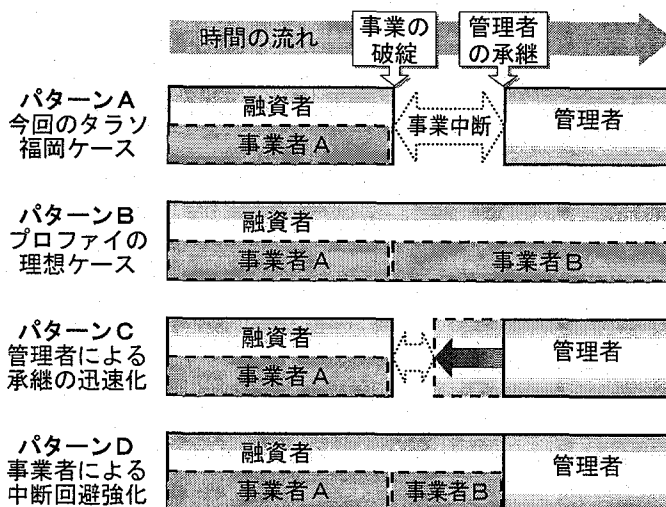


図-2 事業者破綻後の事業継続パターン

3. 融資者による事業継続インセンティブの分析

前述のパターンBに対応した事業継続のための対応として、融資者による事業継続のインセンティブを阻害している要因とされる「施設買い取り義務条項」に焦点を当て、またパターンDに対応した事業中断回避のための対応として、そのための仕組みが不在であることに焦点を当てて分析する。

(1) 施設買い取り義務条項の課題とその対応

報告書で度々指摘されているとおり、タラソ福岡事業では「施設買い取り義務条項」が設けられ、これが融資者による事業継続インセンティブを阻害したことが示唆されている。これは、「買い取り価格」が設定された状況での融資者の行動としては、当然の帰結である。このことを、簡単なモデルで再現してみる。

図-3は、プロジェクトファイナンスにおける資金調達の仕組みを単純化したものである。建設費相当額を資金調達し、事業収入で返済していく事業を考えると、事業収入には不確実性が存在し、ある確率分布を持つと考えられる。融資限度額は、事業収入が下振れしても概ね返済可能な額に設定され、残りは出資金で賄われる。このとき、事業者と融資者の利得はそれぞれ図中の曲線ようになる。事業収入が十分にあれば、融資者からの負債を返済しながら事業者も利益を得ることができるが、事業収入が融資額を下回った場合には、負債を返済することができず、事業者は破綻する。融資者は融資を全額回収することができない恐れがある。そうならないように融資者は、事業収入の確率分布を分析し、下振れリスクを厳しく精査して確実に返済が行われる額を融資しようとする。また、融資後も事業をモニタリングし、融資が回収困難に陥らないように必要に応じて先手を打つインセンティブを持つ。

一方、タラソ福岡事業では、買い取り義務条項により、事業者の責に帰すべき事由により事業契約を終了する場合でも、一定金額で買い取られることになっていた。この場合、融資額の設定によっては、融資が返済されない恐れもあり、事業収入の確率分布の精査を踏まえた融資額の設定が必要になるが、融資額を買い取り額と同額かそれ以下に設定してしまえば、事業収入が融資額を下回ったときには補助金が支給されること同値となり、融資は必ず回収できることになる(図-4)。これによって融資が事実上リスクフリーとなり、事業継続のためのモニタリングや修復措置などの面倒でコストのかかる手続きを省略することができると同時に、そもそも事業収入の不確実性を検証す

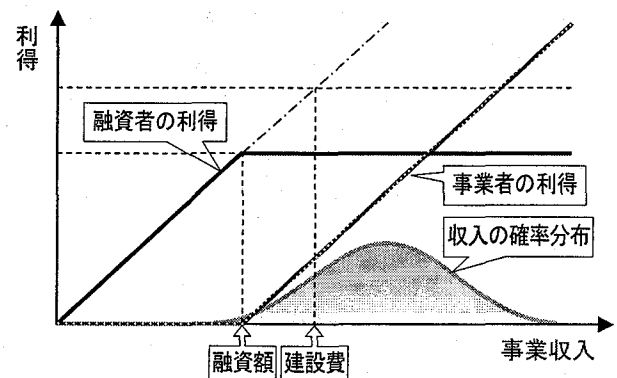


図-3 事業収入と各プレイヤーの利得

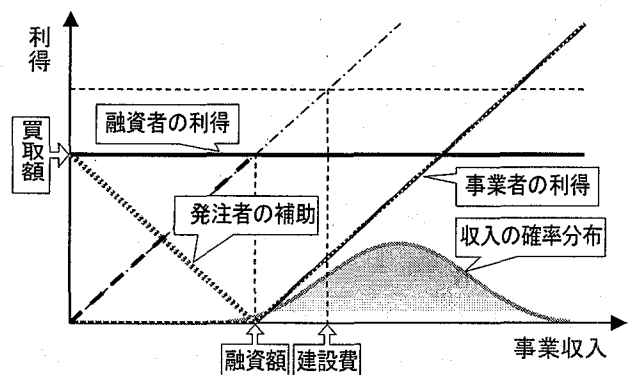


図-4 施設買い取り義務(=補助)の影響

る作業さえも不要になり、融資者にとっては大きなメリットとなる。

また、報告書では、融資者のこのような行動を防ぐために、次のような対応の必要性を述べている。

「両者が満足する出資と融資の割合を、専門家の助言などを活用して予測し、その想定される出資割合以上のペナルティをあらかじめ決めることにより、融資者に一定のリスクを負わせる必要があった。」(P19)

しかしながら、融資額が、施設買い取り義務条項に基づく買い取り価格に合わせて設定されたことを考えると、出資と融資の割合を予測して出資割合以上のペナルティを課そうとしても、その結果を受けて融資が満額返済される融資額が設定されると考えられるため、この方法では融資者に一定のリスクを負わせることは不可能である。

なお、融資者がプロジェクトファイナンスの意義を理解していなかったとの記述があるが、融資者の行動からはそのような形跡は見られない。

(2) 事業中断を回避する仕組みの不在とその対応

報告書では、事業の中断を回避する対応の具体例として、「事業契約の解除を行わずに福岡市が施設運営を自ら代

行又は別の民間事業者に委託できる規定を事業契約で規定するなど、暫定的な代替手段を講じ得る仕組み」(P23)

が述べられており、これは図-2におけるパターンCに該当する。しかし、民間の創意工夫、特に融資者の審査・モニタリング能力を最大限に活用するためには、

「福岡市が民間事業者の事業継続に懸念をもった場合、プロジェクトファイナンスの融資者による民間事業者への働きかけやPFI事業自体を新スポンサーに譲渡することを促すことが第一」(P24)

と述べながらも、それを促進する具体的な提案はなされていない。融資者の事業継続インセンティブを確保する仕組みを明示的に導入することが先決であると考ええる。

そのための仕組みとして、サービスの中断そのものに対するペナルティが考えられる。例えば、図-5 は事業中断期間に応じて買い取り価格が減少する仕組みを示している。ただし、管理者側も事業の中断リスクを分担することが必要であり、ある一定期間内に事業を継承する義務を負うのが現実的であろう。そのため、予め定めた継承準備期間を過ぎれば、買い取り価格はそれ以降は減少しない仕組みが望ましいであろう。

4. まとめと今後の課題

本稿では、タラソ福岡事業の経営破綻と事業中断の事例及びその原因を分析し対応策をまとめた報告書を踏まえて、融資者による事業継続インセンティブを確保する方策について簡単なモデル分析を行ったうえで、融資者に対するペナルティを中心とした事業継続インセンティブの確保策の提案を試みた。結果は次の2点にまとめられる。

[A] 融資者にとって、事業の継続価値よりも買い取り価格が低くなるように設定する

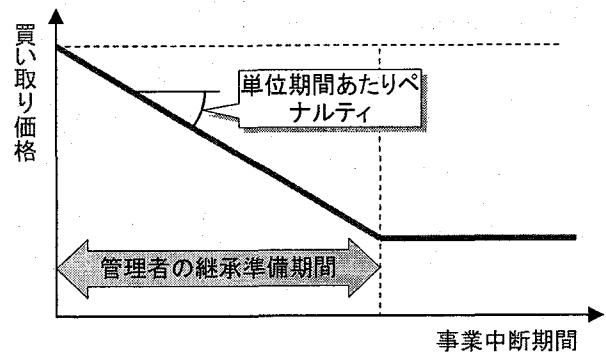


図-5 事業中断に対するペナルティ

[B] サービスが中断された場合は、その期間に応じて買い取り価格を低減させる仕組みとする

タラソ福岡事業は、余熱利用の健康増進施設という性質上、事業中断による影響が多少はあったとはいえ、市民生活に与える影響は甚大なものではなかった。このことを十分に勘案した上で、厳密な事業継続性を求めるよりもリスク負担の軽減による事業成立を優先させたとしても不思議ではない。もし仮に事業の中断による影響が甚大な施設なら、それに対応した事業継続性の確保策が検討され、採用されたのかもしれない。PFI 事業にどの程度の安定的継続性を求めるかは事業の特性によって異なるであろうが、重要なことは、事業継続性が強く要請される土木インフラへのPFIの導入に向け、タラソ福岡事業をはじめとする事例を分析し、教訓として活かしていくことであろう。そのための課題はまだ残されており、今後も引き続き取り組んでいく必要がある。

【参考文献】

- 1) 福岡市 PFI 事業推進委員会:タラソ福岡の経営破綻を超えて～PFI 事業の適正な推進のために～(タラソ福岡の経営破綻に関する調査検討報告書), 平成 17 年 5 月 12 日

On the Lender's Incentive for Project Continuity in PFI Projects

By Yasuhiro SHOJI

Fukuoka city's first PFI project "Thalasso Fukuoka" has bankrupted and the service has suspended for four months. It is important to assess and discuss the case for the future infrastructure PFI projects. In this paper how to make project finance work properly to ensure project continuity is discussed. The lender's action under the purchase commitment and is analysed and how to reinforce the incentive for continuing the project and avoiding the service suspension are discussed.