

## 英国PFIファイナンスの現況

- ファイナンス手法の向上を通じたバリュー・フォー・マネーの追求 -

2005年3月  
ロンドン駐在員事務所  
日本政策投資銀行

## 英国PFIファイナンスの現況

- ファイナンス手法の向上を通じたバリュー・フォー・マネーの追求 -

### 要 旨

1. Private Finance Initiative ( P F I ) は「公共プロジェクトに資金を投下した第三者である金融機関が、その資金を適切に回収するため、あるいは期待通りの投資利回りを得るためにプロジェクトに積極的に関与し、その結果高い公共投資の成果が得られる」というコンセプトである。本稿は、P F I 政策で先行する英国において政府が新たに試みているP F I ファイナンス手法改善の試みと、それらを巡るファイナンス市場全体の動向についてまとめたものである。
2. P F I を通じて政府は公共サービスの向上成果=バリュー・フォー・マネー ( V F M ) を得ること目指しているが、英国ではP F I 導入のメリットを認めたとうえで、それでもなお「民間へのリスク移転の対価であるファイナンス・コストが必要以上に高いのではないか」との疑問が呈されている。
3. その疑問に真摯に答えようとする政府・公的セクターの努力が、現在 Credit Guarantee Finance ( C G F ) や Funding Competition ( F C ) という新たなファイナンス・スキームをP F I に適用するかたちで徐々に結実しつつある。また、プライベート・エクイティ・ファンドによるP F I 事業への投資やプロジェクト・ボンドを通じた債券市場からの資金調達など、P F I ファイナンス市場の裾野が着実に広がっており、プロジェクト事業の一層の効率化やP F I セクターへの資金供給能力の拡大に繋がっている。
4. P F I は静態的な概念ではなく、将来に亘って新しい方法論や事業モデルが採用され、試行錯誤を続ける中でより進化していく動的プロセスとして捉えるのが適当である。日本でもP F I を通じて民間の創意工夫による価値創出を維持しつつ、コスト効率を高めるための不断の努力と新たなP F I の資金ニーズへのマーケットの柔軟な対応力が求められる。そしてそれらを更なる原動力としてP F I の推進が図られるべきものと思われる。

日本政策投資銀行  
ロンドン駐在員事務所  
駐在員 武者秀明

## 目次

	ページ
はじめに	4
1. 英国 P F I プロジェクトにおける資金調達	
( 1 ) 民間資金調達とバリュー・フォー・マネー ( V F M ) の追求	5
( 2 ) P F I への政府のコミットメント	5
( 3 ) P F I ファイナンスの方向性	8
2. P F I ファイナンスにおける英国政府の最近の試み - Credit Guarantee Finance ( C G F ) -	
( 1 ) Credit Guarantee Finance の概要	1 0
( 2 ) C G F パイロット・プロジェクトの現況 ( 参考 ) Leeds プロジェクト	1 5
( 3 ) C G F プロジェクトの今後の課題	2 3
3. P F I ファイナンスにおける英国政府の最近の試み ( 2 ) - Funding Competition -	2 6
4. P F I ファイナンスの動向	
( 1 ) エクイティ・ファンドによる投資動向	2 9
( 2 ) デット・ファイナンスの動向	3 2
むすび	3 6

## はじめに

英国では政府が担ってきた公共投資と公共サービスの提供を民間の資金・ノウハウを活用して整備する仕組みとして、1992年にPFI(Private Finance Initiative)の政策コンセプトが導入された。

現在はPFIのほか、公営事業の民間委託、官民ジョイント・ベンチャーなど官民協力事業全般を含む広い概念としてPPP(Public Private Partnership)という用語が一般的に使用されるようになり、特にブレア政権以降はその傾向が顕著である。PFIとPPPの分類・概念規定については様々な定義があるようだが、政府の公式見解とは別に「親しみやすいPublicの単語を使い、金融界に支持基盤を有する前政権の保守党を連想させるFinanceという用語を削除したPPPの呼称の方が、労働党の現ブレア政権では好まれる」という穿った見方もある<sup>1</sup>。

本来の語義でのPFIとは、「第三の資金提供者である金融機関が公共プロジェクトに投下した資金を適切に回収するため、あるいは期待通りの投資利回りを得るために、プロジェクトの管理に積極的に関与し、その結果として高い公共投資の成果(=良質な公的サービスの提供)が得られる」というコンセプトである。こうした手法を使うことによって、政府はより高いバリュー・フォー・マネー(VFM)<sup>2</sup>を追求しているわけだが、一方では、PFIのメリットを認めただうえで「民間へのリスク移転の対価であるファイナンス・コストが必要以上に高いのではないか」との疑問も呈されてきた。

政府に代わって資金を提供する金融機関が得る利益が適当な水準であるか、民間が資金を調達したうえでプロジェクトへ融資する過程で無駄なコストが生じていないか、その無駄を如何に縮減できるか、という問いに真摯に答えようとする政府・公的セクターの努力が、現在Credit Guarantee Finance(CGF)やFunding Competition(FC)という新たなスキームをPFIへ適用するかたちで徐々に結実しつつある。一方、プライベート・エクイティ・ファンドによるPFI事業への投資やプロジェクト・ボンドを通じた債券市場からの資金調達など、PFIファイナンス市場の裾野が確実に広がっており、それが更なるプロジェクト事業の効率化や伸張するPFIセクターへの資金供給能力の拡大に繋がっている。

本稿は2004年秋に開催された「PPP Financing Conference」で政府のPFI担当者や市場関係者によって示されたPFIファイナンス市場の現状評価・動向分析を中心に、新たな手法であるCGFを適用したパイロット・プロジェクトの進捗状況など、英国に於けるPFIファイナンスの現況についてまとめたものである。

---

<sup>1</sup>Christian Wolmar, Down the Tube, 2002, P95

<sup>2</sup>公共資金(すなわち財政負担=税金)の対価として得られる効用水準を示す考え方。

## 1. 英国PFIプロジェクトにおける資金調達

### (1) 民間資金調達とバリュー・フォー・マネー (VFM) の追求

PFI事業では、別事業からのリスク分離の観点から一般的に当該事業のみを行う特別目的会社 (SPC) が設立され、その会社は事業に要する資金をプロジェクト・ファイナンス<sup>3</sup>により調達する。PFI事業のリスクは出資、融資もしくは債券投資のかたちで資金を提供した者が最終的に負担することになる。

公共部門に比べて民間部門のほうがより適切に管理できるリスクは民間に移転する、というのがPFIの核となる概念である。民間ファイナンスの利点は金融審査 (デュー・デリジェンス) を通じてリスクの適切な配分、契約履行能力に対する改善などを関係者間で調整する能力に優れているところにある。金融機関の介在によって事業費の増嵩や建設期間の遅延を回避できたり、サービス供給インセンティブが向上したりするプラス要素が、民間資金調達にかかる金融コスト増というマイナスを上回るとき、ネットの効用水準が高まって、バリュー・フォー・マネーが達成されるのである。

#### PFIにおけるファイナンス・コスト

PFI事業の全体プロセスの中で重要なのは、施設建設および管理サービス等の供給であり、資金調達の位置づけは二次的なものにとどまるといわれる。すなわち政府の入札審査で重視されるのは建設業者やサービス提供者の見積もりコストであり、ファイナンス・コストの影響は大きなものではない。実際に多くの入札では上下で20 - 40%の価格 (NBV) の開きがあり、プロジェクトを資金面で支えるファイナンス・パッケージ (資金調達スキーム) の違いによる小さなコスト差が決定要因となることは稀である。

PFIにおける民間資金の調達は相対的に大きなコスト要因ではなく、一方で「民間ファイナンスがもたらすリスクの分担調整とインセンティブ形成の枠組み作りこそがPFIにとって重要なものだ。」という金融機関の役割に対する評価は一般的に高い。にもかかわらず金融機関に支払うファイナンス・コストは、事業会社の株主の利益を高めるうえで、あるいは公的セクターの予算管理のもとで、逆に他のコストに比べて相対的に高い削減圧力がかかりやすい項目になっている面がある。

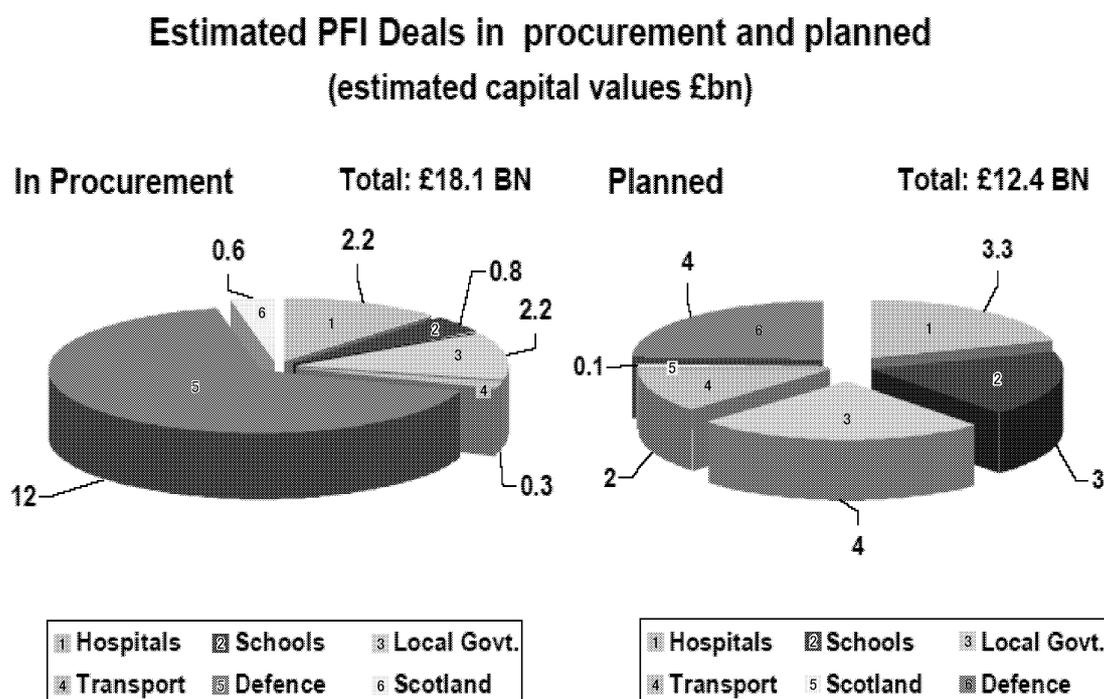
### (2) PFIへの政府のコミットメント

下記グラフは2002年度時点に於ける現在進行中のPFI (契約額ベース) と以降3

<sup>3</sup> あるプロジェクトの資金調達において、返済原資をその事業から生み出されるキャッシュフローのみに依存するファイナンスのこと。

年間で見込まれる新規契約額、およびそのセクター毎の内訳である。向こう5年程度の期間に約300億ポンド（既契約181億ポンド、未契約124億ポンド）、円換算で約6兆円のPFI官公需が見込まれており、民間セクターにとって大きなビジネス市場となっている。

(図1 英国PFIによる政府調達状況)

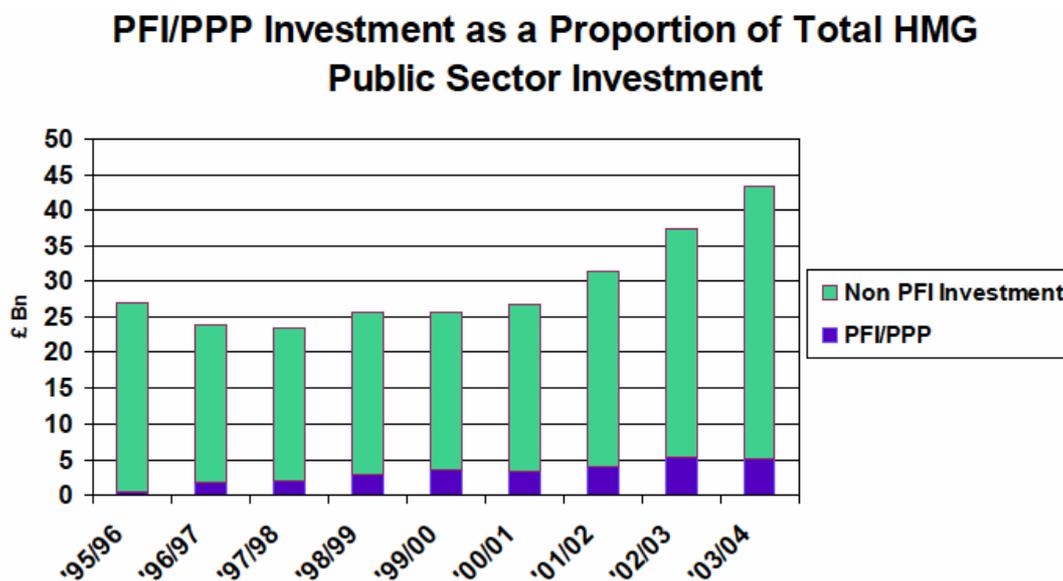


(資料：英国大蔵省)

しかし次の図2に示されるように、全体の公共投資額にしめるPFI/PPPの比重は依然1割強にとどまっており、大多数の事業は従来型の公共投資の形態をとっている。これはPFIの適用が、例えば複合施設のような複雑な投資プロジェクトや、工事期間が学期の関係で限られる学校PFIなどのように他の投資形態ではもたらされないVFMの向上が見込まれる公共プロジェクトを中心に選択して行われているためである。どのセクターがPFIに適しているかについては、先験的ではなく実際に判断されるべきものとされている。

英国政府のPFIやPPPへの積極的な取り組み姿勢に今後も変化はないと考えられるが、PFI自体は静態的な概念ではなく、将来に亘って新しい方法論や事業モデルが採用され、試行錯誤を続ける中でよりよい結果をもたらすものへと進化する動的プロセスとして認識されている。

( 図 2 P F I / P P P の政府公共投資に占める割合 )



( 資料 : 英国大蔵省 )

#### 政府にとっての P F I の意義

英国政府にとって P F I の目的は政府のバランス・シート対策ではないので、会計上の理由により P F I が採用されることは容認されていない。「 P F I プロジェクトの大多数は政府債務として会計されており、債務の繰り延べ効果を意図するものではない」というのが政府・大蔵省の見解である。また、英国の P F I は公共施設の整備ではなくサービスの購入を主眼としている。当初の設備投資は公共サービスを提供するための手段であると見なされるのである。

P F I では、プロジェクトのリスクを分担させることを通じて民間セクターから優れた事業管理・運営能力を導き出すべく、行政府は事業者に対して一括発注を行い、長期契約を締結する。通常の請負契約でも民間セクターは公的施設の建設や管理に関与するが、 P F I では事業者は契約の下で自らが提供する「サービスの質」にも責任を負う。こうして表向きは公的セクターが公共サービスを提供しつつも、よりよいサービスが民間から引き出されることになる。

政府は公共投資計画から国民へ最大の価値をもたらすために、建設コスト及び長期運営コストからなるライフタイム・コストを比較審査し、 V F M が見込まれる案件についてのみ P F I を適用する。

### (3) PFIファイナンスの方向性

#### 民間資金調達の特長

政府は、民間資金調達（プライベート・ファイナンス）を「事業の適切な仕組作りを行うことによって効率的な結果をもたらす強力な誘因力」と位置づけている。例えば銀行の審査や格付け機関の格付け査定を受けることにより、プロジェクトに対するデュー・デリジェンスの水準は大きく向上する。また、プロジェクトに対する金融審査は事業開始以前になされるので、公的セクターの早期の意思決定を促し、資金が実際に投下されてしまう前に対策を立てることができる。

金融機関から借入れを行う方が、事業リスクの配分面でもよい結果を生むと期待される。政府は単にすべてのリスクを民間に移転することをPFIの目的としているわけではなく、リスクは官民で適切に分担していくことが必要と考えている。金融機関は想定されるリスクをコンソーシアム（民間の共同事業主体）と政府とで常にうまく分担するための調整役を果たす。さらに残るリスクを保証会社や他の機関に移転させるものの、金融機関自身も最終的に残余する一定のリスクを負担せざるを得ず、事業への関与が継続される。

民間ファイナンスを公共的な事業に入れることで高いバリュー・フォー・マネー（VFM）を生むことになるわけだが、それはすべての公共事業にあてはまる訳ではなく、民間セクターに誘因を生じさせる適度なリスクがあり、それを民間セクターならではの適切な管理によって高いVFMをもたらせるプロジェクトのみPFIに適したものと見える。

#### 政府が示すPFIファイナンスの方向性

「PFIはスポンサーに利益を生みすぎすぎではないか？」「セカンダリー・マーケット・ファンド<sup>4</sup>は善か悪か？」「銀行は利益に見合ったリスクを負っているのか？」というようなPFIのファイナンスのあり方に近時マスコミを中心とする国民的な関心が集まった。しかし、これらの疑問への回答は、「いかにうまくPFIプロジェクトを運営していくかということであって、公共事業の手法としてPFIが存続すべきかどうかの問題ではない。」というのが英国政府の基本的な認識である。

英国政府のPFIファイナンスを所管する大蔵省PFIユニットの責任者によれば、PFIプロジェクトに関する民間からの資金調達の基本条件は下記の通りである。

---

<sup>4</sup> 事業が開始されたPFI事業会社の株式を流通市場にて投資するファンド

(基本条件)

1. VFMを高めるために、異なる資金提供者間の適切な競争が行われること。
2. 大規模なPFIプロジェクトのリスクが特定の金融機関に集中することなく、様々な主体に配分されることによって、プロジェクトの持続可能性を高められること。
3. 政府も特定の資金供給源に依存することで市場のシステミックな(連鎖的な)リスクに晒されることがないこと。

その詰まるところの目的はファイナンスにおける「多様性から生まれる経済性(mixed economy)」を追求することである<sup>5</sup>という。政府は2003年以降、PFIのファイナンス状況を個別案件毎でなく総体として把握していきたいと考えようになった。従って個々の融資条件のほか、多様な資金調達先からの資金供給があるかどうかも重要な審査の加点項目になっているとのことである<sup>6</sup>。

概念のうえでは、最もVFMが高いプロジェクトが必ずしも最も低コストのファイナンス手段を備えたものになるとは限らない。金利条件に劣るが柔軟な対応力がある銀行がPFIプロジェクトに参加するほうがよい場合もあれば、他方で高い信用補完力のあるモノライン保険会社が開与するほうがよい場合もある。それ故、様々なケースに柔軟に対処できる資金調達手段の多様性と資金のアベイラビリティ(調達可能性)の維持が重要であり、PFIのファイナンス市場を活性化するためには、PFIをポートフォリオのレベルで(全体像として)見ていく必要があるという。

## 2. PFIファイナンスにおける英国政府の最近の試み

### - Credit Guarantee Finance (CGF)

インフラが未整備な発展途上国はもとより、先進国においても人口高齢化に伴う保健・医療をはじめ、教育、防衛などの社会資本整備にかかる資金ニーズはますます高まりを見せている。今後公的資金だけでは賄えないインフラ整備資金を民間セクターが埋めていく必要がある。PFI/PPPプロジェクトのスポンサーはSPCへの出資を通じた重要な資金提供者であるが、参画するプロジェクトが増加するのに従い出資件数が累積し、投資できる資金には自ずと限りが生じる。政府系金融機関あるいは欧州投資銀行(EIB)などの国際金融機関は安定した資金提供者であるが、総量的に大きくは依存できない。従って、各国ともインフラ整備資金を民間銀行及び資本市場からの調達に求める方向にある。

しかるに、英国では財政赤字を対国内総生産(GDP)比3%以内に抑えるユーロ圏の

---

<sup>5</sup> PFI: meeting the investment challenge, HM Treasury, July 2003

<sup>6</sup> 特定の金融セクターに偏らない多様な資金調達源を確保したいという趣旨。

「安定・成長協定」に今のところ縛られず、かつ好景気を背景に他の欧州諸国と比較してまだ財政面で余力があるため、PFIに政府資金を活用することを検討している。具体的には、国債資金を原資にPFI事業に対して融資することで直接的に資金コストを引き下げようとする新たなスキームを政府自らにより提案しているのである。

PFIには、政府の公共政策 vs 投資家の権利、あるいは、社会資本への自由なアクセス vs 投資家の投下資本に対する適切な利回りの相克という課題がある。公共性に優れ、かつ商業採算が可能なプロジェクトの実現には高い金融スキーム作りの技能が求められる。元来それは民間部門が提供してきたが、英国では政府が自ら技術革新者としての役割を果たす努力を続けている。

### (1) Credit Guarantee Finance (CGF) の概要<sup>7</sup>

PFIに対する最大の批判は従来型の公共事業に比べ金利コストが高いということである<sup>8</sup>。CGFのスキームは2002年に起こったマスコミ等によるPFI批判に応えるべく政府が2003年7月に発表したレポート「PFI: Meeting the Investment Challenge」のなかでの新機軸として提案されている。発表された時点で市場関係者の大きな関心を惹いており、当該スキームはこれまでのPFIプロセスの変更のなかで最も大きいものの一つと見なされている。

PFIにおける民間資金調達、優先債務、メザニン、劣後債務、出資金等に分けられるが、CGFはこのうちの優先債務調達に対して行うコスト低減の試みである。

政府は国債を通じて民間のPFI事業者が調達できるより遥かに安い資金調達をすることが可能であり、その資金を事業者に貸し付けることができる。しかし、その結果、政府が本来避けようとしているPFIプロジェクトのリスクを直接負うことになる。

CGFスキームでは、政府が国債を通じて調達した資金をPFIプロジェクトに優先債務として貸し付けるが、その際に銀行やモノライン保険会社<sup>9</sup>などの金融機関に政府に対する保証を求めため、フィナンシャル・リスクを依然として民間セクターに残すことができる。それによって金融機関が引き続きプロジェクトのリスクを引受け、配分し、管理する役割を負うという仕組みである。

---

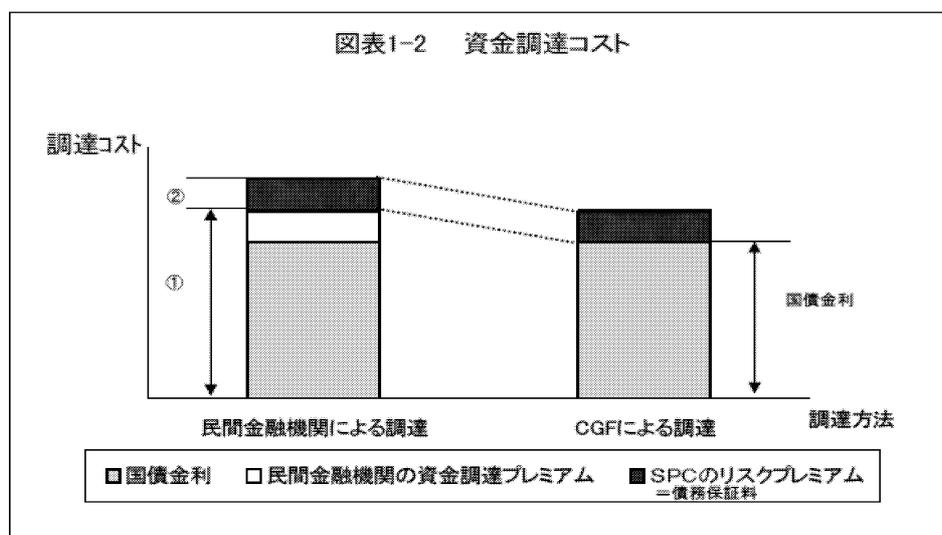
<sup>7</sup> 英国大蔵省CGF Technical Note 1 を参照。

<sup>8</sup> 金子・岡田(2003)

<sup>9</sup> モノラインとは、英語の直訳で「単一の事業」を意味するが、欧米では金融保証保険業務を専門に行う保険会社を一般にモノライン保険会社という。モノライン保険会社業界については日本政策投資銀行ニューヨーク事務所レポート(2004)に詳しい。

## クレジット・ギャランティ・ファイナンス(CGF)の仕組み<sup>10</sup>

PFIにおいてSPCは、民間金融機関から資金の調達を行うが、その調達コストは、①民間金融機関の調達コスト（リスクフリーである国債金利に民間金融機関のクレジットコストである民間金融機関資金調達プレミアムを加えたもの）及び②SPC自体のリスクプレミアムから構成されている。（図表1-2）

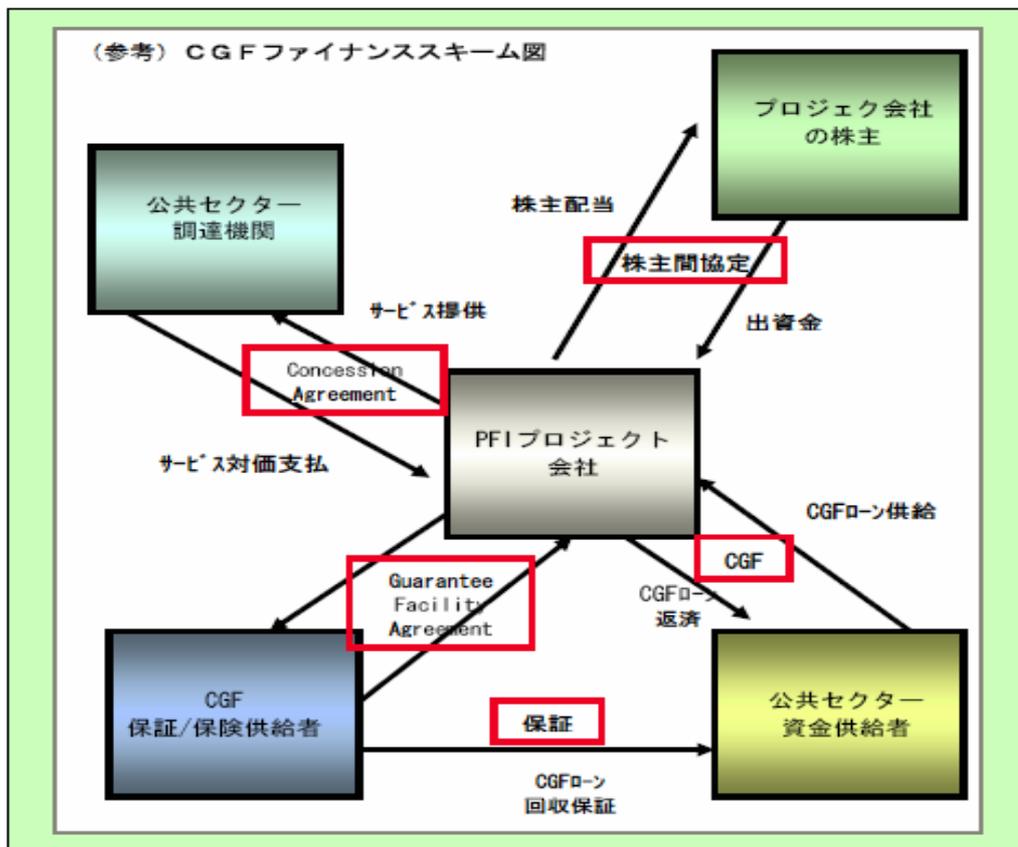


CGFは、SPCが、政府が国債によって調達した資金を銀行や保険会社等の民間金融機関による100%債務保証の下で借入れることにより優先債務部分の資金調達を行う仕組みである。このため、CGFでは、民間金融機関からの借入れに比べ（通常のPFIの資金調達に比べ）、民間金融機関資金調達プレミアム分だけSPCの資金調達コストは低下する。他方、CGFでは、SPCは、債務保証をする民間金融機関に対して信用保証料を払う必要があるが、これはSPCのリスクプレミアムに等しい。しかしながら、このリスクプレミアム分は、通常のPFIの資金調達コストにも含まれているので、結果として、CGFにおいては、民間金融機関プレミアム分だけSPC資金調達コストが削減され、ひいては、政府のPFIコストが削減されることになる。

しかも、CGFは、リスクプレミアムに等しい債務保証料の支払いを通じて民間金融機関にリスクの引受・配分・管理を行わせることにより、PFIプロジェクトの時間内・予算内の完工及びPFI投資の効率性の向上を確保するという通常のPFIの持つ金融機関のガバナンス機能は保持できる。したがって、CGFは、資金調達コストの低減を通じてPFIプロジェクトの費用総額を節減することにより、より高いVFMを生み出す。

<sup>10</sup> 当該CGFの説明部分は、金子・岡田(2003)より転載。

伝統的な公共事業を国債発行による資金調達で実施する場合にはこのリスクプレミアムの支払を行う必要はないが、民間金融機関のガバナンス機能は活用できず、また、建設予算の超過や事業完工の遅延といったリスクが顕在化した時には、公共部門がその対価を100%支払うことになる。



(出所: hm-treasury.gov.uk 「technicalnote1」)

## 政府の C G F への政策スタンス

英国財務省が挙げる C G F 導入のメリットは以下の通りである。

1. ファイナンス・コストを低減できる。
2. P F I への資金流入の全体のキャパシティを増加させることができる。
3. 銀行のリスク負担への対価が明示され、責務に対する対価が明確になる。
4. 付随的な利点として P F I が政府のバランス・シート対策ではないことが示せる。(国債を発行することになるため)

当該スキームは大きな P F I 政策の枠組みのもとで導入されるが、細かな仕組み作りについての政府の方針設定スタンスも問われるところである。様々な官民の意見交換の場や後述のパイロット・プロジェクトの実施を通じて、当該スキームに係る市場関係者の技術的な関心事にかかる政府の方針が徐々に具体的に明らかにされてきている。

### (政府によるプロジェクト審査)

政府が債権者として独自に追加的な与信審査を実施するつもりはなく、銀行やモノライン保険会社が保証する限り、それで充分であるとの考えを変えることはない。

### (適用するプロジェクトのタイプ)

現状からすると比較的シンプルなサービス購入型のプロジェクトに適した手法であるように思われるが、C G F を適用する P F I プロジェクトのタイプを当初から限定することは政府としては考えていない。大型プロジェクトでは市場の資金供給能力が追いつかない可能性があり C G F が特に有効に機能するものと期待されるが、必ずしも大型に限定せず、小さなプロジェクトにも適用は可能と考えている。V F M の改善の度合いを重要な基準として、選択的に利用していくというのが基本的な姿勢である。

また、他のファイナンス手段との同時併用も可能とする。C G F を一部に交えることで資金調達の量的な補完とコストの低減を図ることができると思われる。

なお、病院 P F I などではインフレに連動した債務の返済ができることが望まれるが、現状ではインフレ指標に連動した利回りを持つ民間の資金調達は限定的である。しかし英国政府にとってインデクス・リンク国債(インフレ連動債)での資金調達は容易なものとなっており、大型の病院プロジェクトなどは C G F を活用して最適なタイプの資金を得ることが可能になるものと考えられる。

### (銀行保証、モノライン保証)

協調融資の形態をとるのが一般的な銀行 P F I において、C G F の保証提供については、

幹事銀行が他のシ団メンバーの信用を政府に対して包括的に保証する「フロンティング・バンク（代表保証銀行）」になるという案が当初は検討された。しかし、重層的な保証料が発生するなどコスト的な観点から、最終的に複数の融資行から融資シェアに応じて相対で保証を受け入れることに落ち着いた。

また、モノライン保証は比較的規模のまとまった債券発行で利用されるのが通例であるが、20 - 100百万ポンド程度の比較的小型の案件に対してもモノライン保証のCGFを活用することを検討する方針である。

保証する個別金融機関に対する政府の与信リミットは当面設定しないとのことである。しかし、今後CGFのプロジェクトが増えれば必然的に民間金融機関の信用リスクへのエクスポージャーが増大していくので、何れ導入は不可避であろうと関係者は見ている。

#### （政府間の利益相反）

政府はPFI事業への債権者であり、かつ契約委託者になるため、利益相反が生じる可能性があるとの指摘がある。その疑念を払い、コストメリットのあるCGFを推進すべく政府は「基本的に保証金融機関が間に入ることで問題は生じない」という見解を示している。さらに、政府は不合理にPFIプロジェクトを自ら撤収しないというコンフォート・レター（念書）を発出する用意があるとも表明している。しかし、「それは必ずしも契約上の義務になるわけではない」として、関係者の政府に於ける利益相反への疑念は依然として払拭されていない模様である。

#### CGFスキーム導入案に対する市場関係者の事前評価

#### （コスト低減見通し）

英国大蔵省はCGFスキームによって、従来通り工事期間の短縮と建設価格の不確実性を低下させることができるうえに、金融コストを7 - 10%節減できると見込んでいる。しかし、市場では借り入れコストの低下幅に懐疑的な見方が多い。結局のところ銀行やモノライン保証会社がどの程度の保証料を求めるか次第<sup>11</sup>であり、従来の調達に比べてCGFが代替手段としてどの位の比重を占めるのかにもよる。

また、PFI事業会社が事業権契約（コンセッション）のもとで受け取る収入は消費者物価指数（RPI）に連動する割合が高い一方で、約定元利金の支払いや施設維持費の支払いは不況時でも連動して下がらない。そのデフレリスクの一部をヘッジすることを目的に事業会社が銀行との間で固定金利とRPIのスワップ取引を結ぶことがある。しかし、

---

<sup>11</sup> 「一般的なPFIプロジェクトの優先債務の金利はおおよそ6% - 6.15%程であるので、政府のターゲットは60bpの削減といえる。政府が国債を4.7%で発行できるとすれば、保証銀行のマージンは70 - 80bpということになる。」 Public Private Finance (Issue82)

CGFスキームでは政府自らがRPI連動金利で資金を提供できるのでRPIスワップを提供していた銀行の収益機会が失われることになる。その逸失利益は結局保証料の上乗せとして転嫁される可能性がある、とCGFの拡大を牽制するような市場関係者もいる。

(資金供給源の変化)

英国では学校施設の建設と運営を担う Building Schools for Future プログラムや地域レベルの病院整備を行う NHS LIFT プログラムなどPFIの拡大が予定されており、多くの資金をPFIに呼び込む必要を生んでいる。政府は競争を維持し、かつ、特定のセクターに対する信用リスクの総量を押さえる観点から、多様な資金提供先を確保したいと考えている。

CGFは優先債務の提供者セクター間の競争においてモノライン保険会社に有利に働くのではないかという見方が多いようである。この数年間でPFIセクターへの参加銀行の数は減少しており、そのような状況のなかで公的セクター側は銀行のみでは十分な金融技能を提供したり、アレンジャー能力を発揮したりすることが次第に難しくなっているのではないかという懸念を抱いている。相対的に債券市場の方に資金供給余力があり、かつ、モノラインの債権管理への信頼も高いため、CGFによってモノライン保険のPFIへの参入を促しているという面もあるかと思われる。

なお、CGFは向こう数年間でPFIの各セクターに広く適用されていく予定であるが、全体シェアとしてはPFIプロジェクトの15%ないし最大でも50%以下の範囲になるとされている。英国大蔵省はPFIファイナンスの多様性を維持することが理由であるとしているが、実際には資金供給から閉め出されるおそれがある金融機関への配慮ともいわれる。

(2) CGFパイロット・プロジェクトの現況

現在試験的に行われているCGFのパイロット・プロジェクトは、表1の通りである。

(表1 Pilot Project 一覧)

プロジェクト名	セクター	当初ファイナンス予定	優先交渉権者決定	事業規模
Leeds St.James's Hospital New Oncology Wing Development	医療	銀行借り入れ	2003/3Q	220 百万ポンド
Portsmouth Queen Alexandra Hospital Redevelopment	医療	モノライン保証 債券発行	2003/4Q	210 百万ポンド
North Swindon Schools Development	教育	銀行借り入れ	2004/2Q	97 百万ポンド

資料 英国大蔵省他

2つの病院プロジェクトで同時にC G Fの適用可能性が検証されている点が注目されるが、一方は昨年10月に調印（フィナンシャル・クローズ）したリーズ市所在のセント・ジェームズ病院の新ガン・センター病棟で、銀行による保証提供のケースを試みるものである。他方は、ポーツマスのクイーン・アレキサンドラ病院プロジェクトで、モノライン保険会社が保証するケースとして位置づけられており、現在、クローズに向けての最終交渉が進行中である。

第3のプロジェクトはノース・スインドン地区の学校P F Iで、教育PFI プロジェクトでのC G F適用の可能性を確認するものである。現状ではまだC G Fスキームが最終的に採用されるかどうか明らかになっていない<sup>12</sup>。

何れもパイロットとして選定された時点では、優先交渉権者(Preferred Bidder)が既に決まった段階にあった。プロジェクトの選定タイミングについては当段階では遅すぎるとの評価もあるが、パイロット・プロジェクトからのフィードバックを得るために確実にクローズされると予想されるP F Iプロジェクトを優先したためである。

英国大蔵省はC G Fを適用することがプロジェクトの遅延をもたらさないよう最大限配慮した。政府によるパイロット選定以前になされた合意事項は尊重され、大幅な遅延を回避すべく政府側が大きく譲歩しているとのことである。また、Linklaters 法律事務所への委託により保証者と政府に関わる契約条項の草案作成も早期から着手されてきた。

現在のパイロット・プロジェクトにひきつづき選定されるプロジェクトは、当該C G Fコンセプトをより早期段階（入札公示段階）にて試みるものになるといわれている。

## パイロット・プロジェクトにおけるC G Fの実務

### （基本契約書）

C G Fにかかる追加的な契約書類は以下の2つである。Linklaters 法律事務所が作成した各種ひな形が公開されている。

#### パブリックセクター・ローン・アグリーメント

政府の融資に関連する資金交付、金利条件、保証契約と関連する幾つかのデフォルト条項などを規定する。

#### 保証ファシリティ・アグリーメント

カバー・レシオなどプロジェクト関連のコベナンツ（財務制限条項）が含まれており、保証者である金融機関とプロジェクトとの関係を規定する。

---

<sup>12</sup> [Public Private Finance Issue89](#)

#### （プロジェクトへの融資実行）

パイロット・プロジェクトにおける融資はそれぞれの政策分野を管掌する行政部門によって実行される。C G Fの融資はプロジェクトに適した返済スケジュールとなるよう、柔軟な条件を組むことが可能である。資金の交付や返済などの条件、また資金繰りのための借り換え等付加的な資金調達に関しても適応できるよう配慮されている。

現在、残されたテーマとして保証履行の仕組み作りの議論が中心となっている。

#### （パブリックセクター・エージェントの設置、官庁間の役割分担）

将来的にC G Fの管理業務を委託する民間のエージェント（代理人）を設置することが検討されているが、行政府がプロジェクトのデュー・デリを直接実施することは想定していない。エージェントは保証者の信用状況のモニタリングと保証履行の請求という限定的な役割を持つことになり、プロジェクトとは直接関与しない。ただし、保証者の格下げなどによる交替の局面、保証履行請求の局面などで事業遂行者と直接関わる可能性は想定されている。

パイロット・プロジェクトは英国大蔵省と他の行政官庁との共同作業であり、プロジェクト所管部門は個別の融資事務にかかる責任を有しており、英国大蔵省は全体のP F I政策とC G F政策を管掌している。複雑な仕組み部分のチェックについては将来的に専門機関に委託する可能性もあり得る、とのことである。

#### （保証者の格付け基準）

保証金融機関の個別信用審査と総与信量の管理を行うために、保証金融機関の「最低格付け基準」を導入する。客観性を確保するために外部の格付け会社の格付けを利用する。パイロット・プロジェクトで行われている議論はその水準の設定と格下げ時の対応に集中している。

格付け基準は、当初レベル(initial level)と最低維持レベル(minimum level)の2つが設けられている。格下げ自体が保証履行の引き金となることはないが、最低維持レベルを下回ると保証提供者は保証契約を解除され、プロジェクトからの退出を迫られることになる。

銀行が保証するリーズのプロジェクトでは、最終的に当初レベルはシングル A プラスとされ、BBB プラスが交替要求格付けレベルとされた。事業者も含めた協議の結果を踏まえて、比較的厚いレンジを設定することになった模様である。なお、モノライン保険会社が保証を提供するポーツマスのケースでは、格付け基準は数ノッチほど銀行への適用基準より高くなる見込みである。

格付けの低下を理由に早期に保証者を交替させられることがC G F保証のポイントとなっており、信用悪化が見込まれる保証者を破綻が起る前に入れ替えることで全体のプロジェクトの安定性を維持できると考えられている。

(借入人・保証人に対するインパクト)

C G Fでは財務制限条項やデフォルト条項は一般的なものに限定し、極力少なく設定している、と英国財務省は述べている。パイロット・プロジェクトの検討過程で当初の案よりさらに条項が削減された結果、かなり簡素な契約になったとのことである。

財務制限条項違反は、事業会社にかかるコーポレート・コベナンツ違反と保証機関にかかるギャランティ・コベナンツ違反の2つに分けられる。コーポレート・コベナンツ違反に対する措置として、プロジェクトの遂行自体に影響を及ぼさないという点で配当停止(lockups)が最も効果的と考えられている。また、ギャランティ・コベナンツ違反は、C G Fの核心部分であるのでデフォルト事由とされている。

その他、保証者のデフォルト事由として、保証者の不払い、コンセッション契約の終結、保証者の支払不能を規定に入れることは避けられない。但し、一定の履行猶予期間を設けることは許容される。

#### C G Fスキームの今後の洗練

先般新たに英国大蔵省のP F I企画を担当するPrivate Finance Unitのヘッドに就任したMr. D. Danielsも、「プロジェクトの所要資金の90%を政府が供給するC G Fは、パイロット・プロジェクトによって銀行ローン、モノライン保険のケースとも有効性が示されつつある」と前向きに評価している。進行中のパイロット・プロジェクトでは、当初目論んだ7-10%のファイナンス・コストの削減が達成可能であるとしており、近いうちに広汎なプロジェクトへ適用することを発表するとの見通しを示しており<sup>13</sup>、政府の当該スキームへのコミットメントには変化はない模様である。

3つのプロジェクトによる試験段階が終了した後に、英国大蔵省では先に発表されたC G Fの「テクニカル・ノート」の改訂を行い、さらに標準契約のひな形を改めて公示する予定である。既に英国大蔵省内でC G F政策の精緻化に係る検討作業が着手されており、P F Iに関する政府部門へのアドバイザーであるPartnerships UK(P U K)も政策の検討過程に深く関与しているとのこと。

パイロット・プロジェクトでの経験を通じて、大蔵省はC G Fが実行可能な調達の仕組みであるとの確信を得ている。C G Fの契約関連文書も複数の法律事務所のチェックを受けているが現状特段の問題点は指摘されていない。従って、最終的に決定されるC G Fの政策パッケージはかなり単純で、かつ、異なるタイプのP F Iプロジェクトへの適用についても均一な仕組みになると考えられている。

---

<sup>13</sup> [Public private Finance Issue82](#)

## 欧州投資銀行（E I B）との分野調整

民間資金調達にかかるプレミアムを排除するという意味で、C G FはP F Iプロジェクトに対するE I Bのローンと違いがないのではないが、あるいはむしろE I Bのローンを使えば政府が信用リスク管理を必要とするような新たな仕組み作りは不要ではないかとの疑問も生じるが、当該質問に対する英国大蔵省の担当官のコメントは、「E I BはE Uの政策に基づく国際金融機関であり、英国国内のすべてのP F Iプロジェクトに資金提供できる訳ではない。英国大蔵省はE I Bとも協調してP F Iに取り組んでおり、その意味でE I BローンとC G Fは競合関係ではなく補完的な関係と言える。」とのことであった。

### 「融資資金・保証の与信管理」の民間委託

またC G Fの案件数が増えれば、政府の融資資金・保証の信用リスク管理業務が煩雑になることが見込まれる。同じ担当官によれば、当該業務については当面大蔵省の内部（P F IのPrivate Finance Unitの人員は約15名）で行う予定であるが、将来的には民間銀行などを前述のPublic Sector Facility Agentに指名し、C G Fの管理業務を移管していく見通しとのことである。

### （参考）Leeds プロジェクト\*\* C G F 第一号案件\*\*

キャッシュを提供しない保証業務という点ではモノライン保険会社の方がC G Fへの親和性が高い。しかし、パイロット・プロジェクトでは保証者の格付け低下にかかる問題が焦点となり、格下げ時に交替を強いられるという事象が保証専門のモノライン保険会社にとってビジネスモデルの根源に関わるものであったため、銀行保証の案件の方が早く柔軟に対処できたようである。結果的に、銀行保証C G Fであるリーズ・プロジェクトが契約調印の第一号案件となっている<sup>14</sup>。リーズ・プロジェクトでは総費用の約90%が英国債でファイナンスされ、残りをリスク・キャピタルとしてコンソーシアムが出資した。

C G Fスキームは、政府の他省庁や地方レベルのP F I事業発注者である行政担当者からは当初冷ややかな反応を受けてきたようである。英国大蔵省はファイナンス・コストを削減できることを見込んでいるが、発注側の政府部門には事務煩雑化の見返りとなるようなメリットが何もないためである<sup>15</sup>。しかし、当該プロジェクトの成功はC G Fが関係者に

---

<sup>14</sup> 当該プロジェクトはP F I誌のyearbook2005でPPP Deal of the yearにも選定され、関係者からの評価が高いものとなった。

<sup>15</sup> 一方で英国財務省はこうした批評に対して「CGFは各省の大臣(minister)レベルの意見

とって受入可能な仕組みであることを示すことになった。

#### Leeds プロジェクトの進捗状況

リーズ・ティーチング・ホスピタルズNHSトラストは、CGFスキームを取り入れた初のPFI事業として、地域ガン・センターの建設に着手した。総事業費220百万ポンド(約440億円)、うち建築費170百万ポンド、11階建て、のべ床面積67千平方メートル、ベッド数300以上、1200台強収容可能な立体駐車場を備えた医療棟で、2004年11月に工事が始まっている。これは医療PFIとしては最大規模のプロジェクトでもある。当該リーズ・プロジェクトはCGFが新たなスキームとして有効かどうかを検証する役割を与えられている。

(図3 ガン病棟完成予想図)



資料：リーズ・ティーチング・ホスピタルズNHSトラスト

建設されるのは英国ヨークシャー地方の中核都市リーズ市にあるセント・ジェームズ大学病院の新ガン・センター病棟。建設期間は約3年半、2007年末完成、2008年初の開業を見込む。このプロジェクトはヨークシャー地方の病院プロジェクトで過去最大級のものであり、また、ガン・センターとして欧州最大となる。リーズ市周辺に分散しているガン治療施設を集約化し、入院・外来患者に対する一般外科治療以外の放射線治療、化

---

から生じたものである。」と反論している。

学治療、血液ガン治療、苦痛緩和診療などの総合ガン治療サービス、デイ・ケア・サービス等を提供する。このプロジェクトによって工事期間の雇用にとどまらず完成後も医療及びサポート・サービスのスタッフ約1600人の雇用（うち、その40%がトラスト外部からの新規雇用）がもたらされ、地域経済に大きな活性化効果が期待される。PFIプロジェクトとして、当該病棟は医療に必要な世界水準の施設機能を備えつつ、斬新な建築設計デザイン、環境配慮技術も導入されている。

（図4 建築デザイン）



資料：リーズ・ティーチング・ホスピタルズNHSトラスト

当該プロジェクトは地方NHSトラストの案件のなかでも非常に上手く纏められたものとして評価された。CGFスキームの導入により建設リスクとメンテナンス・リスクを民間セクターに移転しつつ、純粋に民間金融セクターからの借入れを行った場合に比べて、資金調達コストを低減するものとなった。

#### 事業関係主体

当該事業では、HBOS（スコットランド銀行）とBovis Lend Lease社のコンソーシアムであるカタリスト・ヘルスケア社（50/50出資）が資金調達、設計、建設、施設運営の事業を担う。建設工事はハリファックス他2カ所の病院PFIを手がけた実績を有するBovis Lend Lease社が担当。受託業務には30年の施設運営およびライフサイクル・メンテナンス契約のほか、10台のリニア加速器を含む先端の専門医療機器を15年間に亘り提供する契約も含まれる。当社は必要となる資金の大半をCGFによって政府の国債調

達資金からの融資により得ており、政府の信用を背景に有利な資金調達を行いながら、一方で政府はコンソーシアムに事業運営リスクを移転している。当該資金調達についてはスポンサーであるスコットランド銀行がストラクチャリング、アレンジ、引受を担当した。

#### 借り入れ、保証条件交渉

資金調達は当初スコットランド銀行からの借り入れとAmbac社（モノライン保険会社）の保証による債券発行の両方の案について検討されたが、結局銀行借り入れが選ばれている。当該ディールはまずLiborに銀行のマージンを上乗せした通常の銀行借入れ通りのかたちでプライシング（条件決定）された。その後、銀行のマージンはそのままとしたうえで政府が資金を提供している。政府資金のコスト（国債レート）とLiborとの差額であった60bpがCGFのコストメリットになるが、それは行政部門であるNHSトラストの手には残らず、大蔵省の歳出が見合いで削減されることになる<sup>16</sup>。

政府への保証は一旦スコットランド銀行が引き受けた後、シンジケート参加行のアイランド銀行、パークレイズ銀行、デクシア銀行と政府との相対でのプロラタ保証に振り替えられた。保証は当初想定された幹事銀行（フロンティング・バンク）が包括的に提供するのではなく、個別の銀行が個々別々に政府と直接保証契約を結んだ。当初は銀行毎に格付けが異なることから保証コストに差が出るとの理由で他行の信用リスクを取るフロント・バンクを設置することが検討されたが、重層的な保証を行うことになり、コストが高くなるため見送られている。さらに個々の銀行が信用リスクを補完するために共同して担保を提供する案が政府から提示されたが銀行側により拒絶されるなどの交渉過程を経て、結果的に各行が個別に保証を提供するという事で決着したとのことである。

CGFに参加するには、銀行は最低シングルAプラス以上の格付けを有することが要件とされ、トリプルBプラスに格下げになった場合には、復元期間として6ヶ月の猶予を与えられた後（この間保証料は支払われない）、大蔵省がその銀行との保証契約を継続するかどうか判断を下すことになる。

当該ローンのマージンは、建設期間はLibor + 100bp、完工後 + 90bpに引き下げる。保証提供期間はコンセッション期間と同じ31年間とされた。コベナンツは、平均デット・サービス・カバレッジ・レシオ(ADSCR)が1.2倍、ローン・ライフ・カバレッジ・レシオ(LLCR)が1.25倍である由。

なお、当プロジェクトではスコットランド銀行がRPIスワップを提供したが、今後インデクス・リンク・スワップは政府が直接提供する見通しである。従って上記マージンを引き上げない限りアレンジ銀行が受け取れる全体の手数料はCGFスキームになることによって減少することになる。

---

<sup>16</sup> 金融コストが低下した分、大蔵省から関係省庁経由で交付されるPFIクレジット（PFI事業の資本費用を長期に亘り補填する交付金）が削減される。

## 医療機器リース契約条件

当該プロジェクトでは医療機器の調達額が全体の事業費の1割近い1千8百万ポンド（約36億円）に達する。Bovis 社の子会社である HTI 社とのリース契約は15年間に亘り、期間満了時に契約更改かトラストに機器を引き渡す。15年間の技術陳腐化による機器更新リスクは民間セクターが負うべき、とNHSトラスト側は説明する。この更新ニーズに備えるためメンテナンス・リザーブ（管理準備金）口座に資金を準備することになっているものの、想定外の大きな問題が生じれば最終的にトラスト側が対処を求められるだろうといわれている。

## その他2つのパイロット・プロジェクトの状況

### Portsmouth プロジェクト

ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）銀行と Carillion 社のJVである The Hospital Company（THC）が優先交渉権者に選定されたのち、NHSトラストは銀行ローンと債券発行の2つの選択肢のなかから、ファンディング・コンペティション方式により債券発行を選んでいる。

FSAモノライン保険会社が保証を提供し、RBSが債券を引受ける。当該ディールに導入される格付けのダウングレード条項に関しては、依然他のモノライン業界が懸念を表明している模様。

### Swindon プロジェクト

当該プロジェクトはまず通常のかたちで借り入れ契約が締結されたが、その後CGFスキームに変更される見通しであり、変更が上手く機能するかどうかに関心が集まる。スポンサーはEquion。ドレスナー・クラインウォート・ワッサーシュタインが優先債務及び劣後債務の一部を引き受ける。当該事業の委託期間は建設期間+25年で、2つの小学校、3つの中学校、2つの特殊学校を束ねたプロジェクトである。Equion社が施設管理サービス（FM）を提供する。

## （3）CGFプロジェクトの今後の課題

リースを始めとするCGFパイロット・プロジェクトに対してこれまで指摘を受けている事項及び今後の課題を列挙すると下記の通りとなる。

### 公的セクターのデメリット

- ・ 契約を結ぶ行政府はC G Fによるコスト・メリットは得られず（金融コスト削減分は大蔵省からの交付金削減になる）、新しく複雑な仕組みの導入は契約遅延や追加のアドバイザー・コストを要し、担当行政府レベルで損失を被る潜在率が高まる。
- ・ 学校プロジェクトの場合、学期休み期間を念頭に工期を設定する必要があり、C G F導入により交渉遅延が生じると請負価格や仕様の低下に直接的に影響しやすいため、上記の問題がさらに大きくなるおそれがある。

### 民間セクターのデメリット

- ・ 政府が利益を得ることは、逆に民間セクターにとっての不利益に繋がりがねない。複雑な事務負担の増加は利益の増加があればこそ叶うが、プロジェクトへのC G F適用が決まっても民間側には負担が増えるだけで特に得るものがない。
- ・ 現在のガイダンスでは、保証者の格付けが一定基準を下回った場合、代替保証者を探すことを義務づけられており、そのプロセスにかかるコストは当該保証者が負担することになっている。これに対して銀行業界やモノライン保険業界は指針の変更を求め続けている。

以下、セクター毎のC G Fスキームに対する不満を詳述する。

#### 利用者・公的セクターの不満

事業出資者であるLend Leaseの医療ユニット責任者は「借り入れ交渉は迅速に行われた」と語っているものの、実際に2004年10月の借り入れ契約締結までに12ヶ月を要した。このことによって完成が数ヶ月遅れ、その煽りを患者が受けることになったと批評する向き<sup>17</sup>もある。

また、C G F適用が予定されている学校プロジェクトでも、工事は新学期が始まる9月に完成する必要があるため、工事の速やかな着工・完成という時間制約が重要な要素になっている。新スキームの採用により、場合によっては契約が締結される前に工事を着工せざるを得ないという事態もありえるが、そうした場合、一般に公共側が発注価格や工事仕様面で譲歩が迫られるおそれがある。

さらに、交渉の長期化は民間セクターの法律顧問料の増嵩に繋がり、結局入札価格の上乗せになって公共側に転嫁される。契約主体の行政府がC G Fの直接の受益者であるならばこのような不都合も許容できようが、そうではないところから隠れた批判が依然くすぶ

---

<sup>17</sup> Public Finance (2004/6/25)

っている。

#### 銀行の不満

銀行は30年以上の長期に亘る貸付や保証を永続的に行うことには難があり、CGFはモノライン保険会社に有利な仕組みであるとの不満がある。契約上保証にかかる権利義務を第三者に譲渡することはできないため、保証債権の流通市場の形成は阻まれる。「銀行は信用状を発出するなどの保証行為には慣れているが、25年以上の期間に及ぶのは一般的ではなく、契約期間の途中で保証を第三者に譲渡できることが望まれる。それには例えばEIBのローンに対する保証の事例がある。」との意見がある。

格付けの安定性の面でも銀行にとって不利なようである。前述の通り現行では保証銀行が格下げになった場合、格付けの回復を図るか保証者を交替するための猶予期間が与えられるが、最終的に条件が満たされなければ公的セクター側がその保証契約を解除できるという厳しい規定がある。

多くの銀行の参加を促すための策として政府は「フロンティング・バンク」の導入を検討したが、結局適用が見送られた。Leeds プロジェクトにかかる保証提供を行ったスコットランド銀行の担当者は、「CGFは一つの銀行が保証することを前提として考えられた。しかし、一つの銀行が取れる総与信量には限度があり、一定額を越える場合はシンジケート・ローンになるのが一般的である。リーズ・プロジェクトでは、結局フロント・バンクが保証を提供するのではなく、それぞれの参加銀行がそれぞれの保証額をプロラタ保証することになった。」と交渉に紆余曲折があったことを語っている。

また、保証債務が政府の国債資金であり、銀行が保証の履行によって求償権を得た場合「バック・ファイナンスとの間で逆ざやになってしまう」という問題点も指摘されている。

さらに保証者側のリスク許容量に加えて、政府側にも銀行の信用リスクに係る許容量管理の問題がある。現時点ではまだこの問題に対する大蔵省の方針ははっきりしていない。銀行のリスクはプロジェクト自体のリスクより格段に低いが、保証銀行の信用度が長い時間の経過とともにどう変わるか判らない。何れにしても政府側に許容量を定め、管理する責務が生じることになる。

#### モノライン保険の不満

政府への法務アドバイザーを務める Linklaters 法律事務所によって、2004年2月にCGFの標準契約書のひな形が公開されているが、モノライン保険会社各社はダウングレード条項に対して強い抵抗感を示している。

Portsmouth プロジェクトにかかる保証提供モノラインFSA社の担当者のコメントによれば、「CGF自体はモノラインにとって目新しいものではない。元利金に対する無条件

かつ取り消し不能な保証を提供する相手の投資家が「政府」であるということに過ぎない。また、社債の場合と同様に債権管理に必要な権限を保持することができた。」としているものの、一方で「唯一の違いは当社がダウングレードされた場合に、政府が今の保証契約を保持するか、新たなモノラインに乗り換えるかを定めることができるということ。政府は特別の投資家であるがゆえにダウングレード条項などの特定のコベナントを要求できる。従ってC G Fのストラクチャーを他の案件一般に適用することはできない。また、C G Fはモノラインの格付けに影響を及ぼすほどポートフォリオ全体でのシェアを占めることはないであろう。」と述べており、モノライン保証の全体に当該条項の導入が広がらないよう、あるいは自己の格付けに悪影響が及ばないように、予防線を張っている。

### C G Fの将来性

政府による今後の新たな病院建設計画では1プロジェクトあたり平均3億5千万ポンドの工事費が見込まれている。これは従来の計画の平均を1億ポンドも上回る。またB S F計画も同様に8千万～1億4千万ポンド/プロジェクト規模へと大型化する。C G Fは、今後のP F Iプロジェクトの規模拡大に従い民間金融機関がまかなえない資金ギャップを埋める有効な手段になり得ると考えられる。

現在様々な問題点が指摘されているが、技術的なレベルが中心であり、致命的な問題となるものは少なそうである。C G Fの利用促進という政府の政策的な意思がある限り、複雑なスキームであっても定着化の途は開けていくものと予想されている。

## 3. PFIファイナンスにおける英国政府の最近の試み(2)

### - Funding Competition

ファンディング・コンペティション(F C)は資金調達にかかる競争入札を建設・設計・管理などの他の入札項目から除外して、最後に別の競争入札として実施する手法である。F Cはプロジェクト・ファイナンスが利用されるP F I以外のセクターでは既に一般的に採用されており、例えば1990年代の電力セクターの資金調達はすべてF Cにて行われている。

P F I分野では、英国官庁街のホワイト・ホールにある大蔵省ビルの改築P F Iがこのスキームの代表的な成功事例である。政府はこの手法を当該P F Iプロジェクトに用いることによってライフタイム・コストの約7%相当となる1千3百万ポンド(約26億円)を節約することができた。

2002年に発表されたOGC<sup>18</sup>のガイダンスではFCは例外的な手法と述べられているが、今では多くの事例でファイナンス・コストを引き下げること成功している。このため一定の基準以上の調達については将来的にFCが基本になるともいわれている。

多岐に亘るPFIプロジェクトへの適用期待が高まる一方で、適当な運用規則が存在しないため、具体的かつ適切な手法を規定していくことが政府に求められている状況である。

## FC活用のメリット

### 1. コスト圧縮の効果

FCの導入によって具体的にどの程度利益があがっているかは明らかになっていないが、モノラインが保証する債券市場からの調達ケースでは金融コストが大幅に削減されているといわれる。その一方で、銀行ローンに関しては同様の効果が得られていない模様であり、各金融セクター間に競争力レベルの差があるようだ。

### 2. 透明性

公共セクターにとって、ファイナンス・コスト決定の透明性を確保することは重要である。National Audit Office（英国会計検査院）の検査などを通じた透明性のチェックも重要であるが、FCを採用すれば自ら透明性を示すことができる。

銀行などの金融機関が過度の利益を得ていないか、もしくは調達条件決定に際して適切な競争があったかということに世論は敏感になっている。そのため、なかには「たとえ結果として高コストになったとしても透明性の観点からFCの利用を是認し得る」という極端な意見まであるようである。

### 3. 資金調達時点の市場レートでの資金調達

FCの場合、資金調達に係る入札は他の入札と切り離して最後に行われ、調達時点の市場レートに基づく条件決定がなされる。たとえばプロジェクトに大幅な遅延が起こった場合、事業会社は何年も前の交渉で決められた条件に基づいて資金を調達しなければならないリスクが伴う。調達側だけでなく融資を行う金融機関にとってもリスクは同じといえる。協調融資のシンジケートを組成する場合も、実際にシ団を組成する時点で条件決定を行うことが望まれる。

FCにより調達条件の交渉が短期間で済むことに加えて、ファイナンス・クローズが近くなるにつれ一般にプロジェクトの不確実性が小さくなっていくので、理屈の上では融資金利は低下すると考えられる。

---

<sup>18</sup> Private Finance Unitは大蔵省に移管される以前は副首相所管のOffice of Government Commerce（OGC）に所属。

## F Cにおける金融機関選定の原則

英国大蔵省はF Cにおける入札参加金融機関の選定について、以下のような考え方を示している。

1. スポンサーとその財務アドバイザーが調達に関する基本的な責任を有する。
2. 但し、入札者のショート・リスト<sup>19</sup>作成においてスポンサーおよび公的セクターは共に互いの金融機関との継続的な取引関係を反映できる必要がある。
3. 特に優先交渉権者決定前の段階でプロジェクト形成に重要な貢献をした金融機関は入札に参加する権利を有すべき。
4. 公的セクターがF Cのプロセスを効率的に管理し、大蔵省もしくは適当なアドバイザーが監督的な役割を果たす必要がある。

裁量的な入札参加機関の指名をある程度許容しているところは公的セクターの考え方としてはやや奇異な印象もあるが、背景としては「入札による競争を導入しながらも、P F Iに不可欠な金融機関の積極的な関与を優先交渉権者決定以前の段階で阻害しない」という配慮があるようである。

但し、上記の方針は依然一般論の域を出ないため、英国大蔵省は現在P U KとP w Cに対してF Cガイダンスの原案作成を委託しているところである。政府内での審議が終われば、民間セクターへの公聴会が開かれ、内容にかかる協議の場が設けられる見通しである。

## 今後のP F Iへの適用方針

英国大蔵省は、基本的に費用削減効果が大きい大規模なP F Iプロジェクトを中心にF Cの活用を考えている。また、タイミングについては優先交渉権者決定後の段階で入札を行うことが適当としている。但し、標準的なプロジェクトと複雑なスキームのプロジェクトではF C実施に適切なタイミングに相違がある。標準的なプロジェクトではフィナンシャル・クローズ直前の入札実施でも問題は少ないが<sup>20</sup>、非定型プロジェクトでは金融機関の調整的な役割がより一層重要になるため早期段階（I T N段階等）での適用が望ましい場合があるので、柔軟な対応が必要であることが認識されている。

---

<sup>19</sup> 多くの候補者から絞り込まれた最終的な入札者リスト。

<sup>20</sup> その場合でも、デュー・デリジェンスを行うことによってリスク調整を図る金融機関の役割が発揮される余地を残すべきなのはいうまでもない。

## 4. PFIファイナンスの動向

### (1) エクイティ・ファンドによる投資動向<sup>21</sup>

2004年における標準的なPFIプロジェクトのデット・エクイティ比率は92：8程度であり<sup>22</sup>、エクイティは重要なPFIの資金源となっている。

PFIのエクイティ・ファンド（株式投資ファンド）はプロジェクトの事業会社（SPC）の出資金（株式）に対して投資を行うが、エクイティ・ファンドはPFIの概念が導入された当初から主要な投資家であった。現在PFIプロジェクトに対して累計で7億5千ポンド（1500億円）以上の投資を行っており、PFIマーケットの発展に寄与してきている。流通市場で株式取得を行うセカンダリー・ファンドもおよそ10億ポンドの投資資金を有している。ファンドは資金提供者である機関投資家とPFIプロジェクトを繋ぐ重要な「導管」の役割を果たしている。

セカンダリー・ファンドであるI2(Infrastructure Investors)社では、ファンドの設定期間は通常10年程度（延長可能）、目標リターンは年10%台後半から20%台前半にしている。しかし、「当該リターンを得るためには向こう4～5年のうちにいくつかの案件売却や証券化を図ったりする必要がある。」とのことであり、PFIへの出資のアン્યUAL・リターンは比較的低め（10%台前半程度）である模様。

表2 PFIの代表的投資ファンド

投資ファンド類型	
大手ファンド（10年以上の投資実績）	Innisfree, Barclays, HSBC
小規模（ニッチ）ファンド	Mill Group, Noble PFI Fund
セカンダリー・ファンド	I2(Infrastructure Investors), SMIF, Prudential/Innisfree, Hendersons

#### エクイティ・ファンドの利点

PFIにおけるエクイティ・ファンドの関与に係る利点をまとめると以下の通りとなる。

#### ポートフォリオの分散効果

ファンドの経済メリットは、一般の機関投資家が直接投資判断できないPFIプロジ

<sup>21</sup> 主にMr. Michael Ryan, Infrastructure Investors Ltd.による。

<sup>22</sup> みずほコーポレート銀行資料。Availability Payment型でボリュームリスクを取らない案件について集計。

エクトの複雑なストラクチャーを分析する専門能力があることのほか、多数のプロジェクトに投資を行うことでリスク管理上のポートフォリオ分散効果があること、そしてそれらの結果として高い投資リターンが期待されること等である。

#### 金融ノウハウの提供

ファンドによる金融ノウハウの供与は、事業主体であるスポンサーにとっての利点にもなる。特にPFI黎明期においてエクイティ・ファンドは他の金融機関とともにスポンサーと提携し、金融・法務などの技術的側面に係るノウハウを提供してきた功績がある。ただし、現在はスポンサーが自ら専門知識を備えるようになり、かつてのようなプロジェクト形成へのファンドの関与度合いは低下してきているといわれている。

#### 独立の立場からの利害調整

ファンドのPFIにおける強みはその中立性にある。まず、建設契約や施設管理契約との利益相反がない。ファンドの投資家としての視点は最終的なプロジェクトの成功であり、その意味で公共セクターの視点に近い。建設フェイズはプロジェクトの最も大きな山場であるが、投資に対する高いリターンを得るためにはその局面を乗り越えるだけでなく、むしろ完工以降のプロジェクトのパフォーマンスがより重要であり、ファンドの関心はそこにある。従ってプロジェクトの運営に何か問題が生じれば公共セクターと利害を共にすることが多い。

PFIプロジェクトのおよそ4分の1では、施設運營業者の業績悪化や杜撰な経営管理が潜在的に問題になる可能性があるといわれる。多くの投資対象PFIプロジェクトが未だ事業開始後の日が浅いので問題は顕在化していないが、プロジェクトの長期の運営管理はPFIの大きな課題である。事業運営リスクは一般に軽視されがちであるが、今後その重要性に関係者は気づくことになる。5～6年先に迎える設備更新期がポイントになるが、エクイティ・ファンドは事業の継続に必要な「マネジメントの再構築」を支援する役割を担うことが期待されている。

#### エクイティ・ファンドに今後期待される付加価値

エクイティ・ファンドに期待される付加価値としては、

#### ワーク・アウト（事業再生）への関与

例えば建設期間中、経験的に約10%のPFIプロジェクトは何らかのトラブルを発生するといわれるが、法的手続きまで進むものは少ない。法的手続きは時間と費用を要するため、あくまで最後の手段である。ファンドは前述の通り中立の主体であるが故に、関係当事者間の利害調整の仲介役、あるいは打開策の提案役になり得る。

また、事業運営開始後に施設管理会社と事業会社との間で生じる利害の調整も期待されている。その事例の一つとして East Lothian School プロジェクトがある。当該プロジェクトでエクイティ・ファンドである I2 社が果たした役割は以下の通りである。

表3 エクイティ・ファンドの関与

East Lothian School プロジェクトでファンドが果たした役割
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 支援策のコーディネーション</li> <li>・ 建設業者、施設運営者の交替交渉</li> <li>・ 契約後の再交渉によるリスク配分の変更交渉</li> <li>・ 新たな資金調達への助言</li> <li>・ 迅速な事業再構築手続きの補助</li> </ul>

資料：I2

#### セカンダリー・マーケットを通じた株式集約化

プロジェクト会社（SPC）の株式セカンダリー・マーケット（流通市場）の拡大は、細分化された株式保有を集約化していく効果がある。例えば I2 では 24 のプロジェクトに投資を行っているが、そのうち 8 件は既に SPC の 100% の株式を保有しており、プロジェクトを効率的に管理するための主導権を手に入れている。施設管理会社がスポンサーとして株式を保有する場合に受けるような影響がなくなることで、事業運営のリスクを低減させることができる。

また、個々のプロジェクト毎に必要な出資者の準備資金（キャッシュ・リザーブやデット・サービス・リザーブ）もファンドの下で複数のプロジェクトを集約すれば全体として必要額を節約でき、社会的な無駄を排除できるといえる。

さらに、ファンドを通じてスポンサー以外の新しいエクイティ投資家（機関投資家等）を PFI プロジェクトに呼び込める点も PFI セクターにとって有益である。

#### セカンダリー・マーケットでのエクイティ売却にかかる政府の見解<sup>23</sup>

政府・大蔵省はリファイナンスの問題と流通市場でのエクイティの売却とを同一視すべきではないと考えている。リファイナンスの利益は、主として外部環境である金利水準の低下や、PFI としての政府の信用があればこそできる多額の借り入れ・超長期のファイナンスから生じるものであり、当該利益は公的セクターと折半されるべき理由がある。

一方で、株式に関しては完工までの間の株式売却には通常制限があるが、安定稼働開始が認められた後は売却可能である。建設完遂後に見込まれる低リスク低リターンを受け入

<sup>23</sup> Head of Private Unit, HM Treasury のコメント他。

れるような投資家がいる限り売却することに問題はないと考えられている。すなわち一般の事業会社が投資を行い、その事業を売却するのと違いはないとされる。

## (2) デット・ファイナンスの動向<sup>24</sup>

### PF I 資金調達市場の最近の動向

#### 銀行セクター

1990年代半ばにほぼゼロから始まったPF Iの資金調達市場はめざましい拡大を遂げている。その過程で銀行ローンは競争激化によって利ざやが低下し、カバー・レシオなどの財務制限条項の規定も大幅に緩和された。銀行には信用リスク委員会のような自己管理組織があるものの、年々その内部基準は甘くなっていった。そのうえ住宅ローンの提供を主としていた金融機関であるビルディング・ソサイエティがPF Iローン市場に参入し、競争はさらに激化していった。

このような融資競争の激化は2001 - 2002年頃にピークアウトし、PF I市場から撤退する銀行が現れ、貸し出し条件も借り手側にきつめに転じている。しかし、依然として得られる利ざや（現状90～100bp程度）は充分ではなく、各行のPF Iへの与信エクスポージャーも過大になってきているために、3～4年前に比べて大規模なローンの引受リスクを負える銀行は少なくなっている。

#### 債券市場

一方で債券市場は順調に拡大を続けている。債券発行のアレンジャーとして英国外の欧州金融機関の新たな参入も目立ってきており、調達条件が緩和傾向にあるほか、調達期間も長期化している。

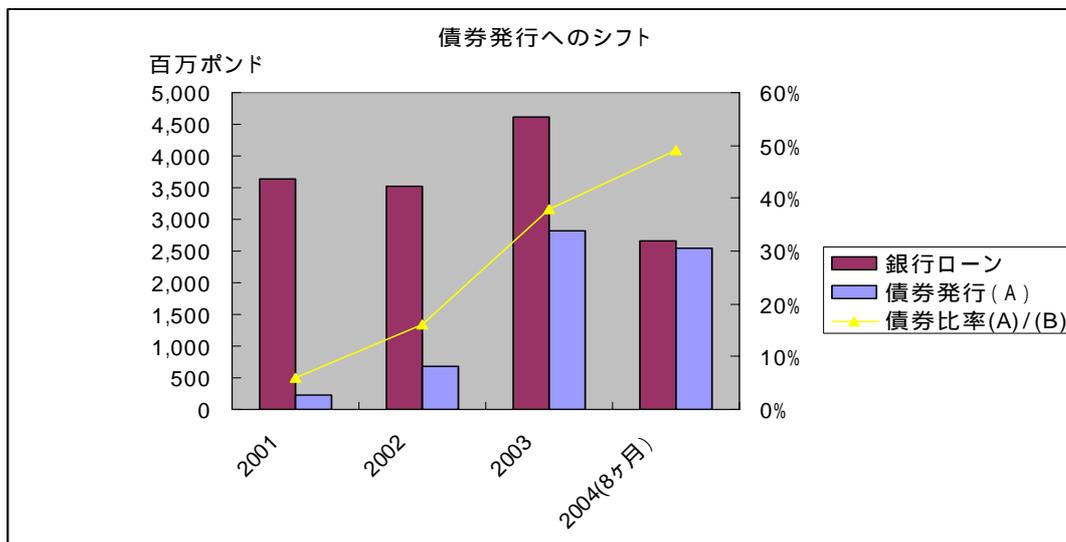
債券市場の機関投資家はPF Iのリスクに対する理解を深めつつあることから、広い範囲のPF Iプロジェクトに対して関心を示すようになってきている。35年に亘る委託契約があるようなPF Iでは長期の資金調達が必須であり、もともと銀行借入れよりも債券調達の方が選好される面がある。

債券は条件変更や期日前返済が難しいため当初の建設期間は銀行ローンが利用されるが、その後債券にてリファイナンスされる事例が多く見られる。また、公募債市場に加えて私募債発行も増加している様子である。これらの要因もあってPF Iの資金源として債券市場の比重が増しつつある。

---

<sup>24</sup> 主にMr. Paul Cleal, Partner, PricewaterhouseCoopersによる。

( 図5 P F I 資金調達の銀行ローンから債券発行へのシフト )



資料 : Dealogic Project Ware

### 株式投資

Building Schools for the Future ( B S F ) のような特定のプログラムを中心に、 P F I 事業の運営に直接携わらない中立のエクイティ・ファンドによる投資が増加している。ファンドによる投資は設立時の出資ではなく流通市場での株式取得を主体としているが、株式の売却によってスポンサーは当初行った出資を早期に回収し、また新たな P F I プロジェクトに再投資できるようになる。これにより新規プロジェクトを手がける能力が再び高まることになる。

### P F I プロジェクトの変質とファイナンス

英国の P F I 政策は 1 9 9 2 年 1 1 月に初めて発表されたが、実際に政策が軌道に乗るにはかなりの時間を要してきた。初期のプロジェクトの大半は有料道路・橋梁などのインフラ・プロジェクトに限られていたが、このようなプロジェクトは P F I 政策以前から存在しており、既存の事業を P F I に衣替えしたに過ぎなかったといえる。しかし、その後加速度的にプロジェクトの範囲と規模は拡大し、ロンドン地下鉄などの運輸関係を中心に P F I プロジェクトの累計総額は 5 0 0 億ポンド ( 1 0 兆円 ) 規模までに拡大しつつある。

しかるに今後は官公庁舎建て替えのような大型の箱もの P F I プロジェクトが一巡したことから、案件の小ロット化、標準化されたプロジェクトの増加が見込まれる。内容が標準化された中規模タイプの P F I プロジェクトが毎年コンスタントに行われていくような変化は、拡大基調にある P F I 債券市場には逆風かもしれないが、 P F I のプロジェクト・タイプに変質が生じて、また新たな資金ソースが柔軟にニーズに応えていくであろう。

政府・大蔵省としても多額のPFIへのファイナンスを今後も円滑にすべく、マーケットとの対話を重視していく必要を強く感じている。VFMを向上すべき公共側と投資へのリターンを得る必要のある民間側の双方にとって、共に適正な条件が満たされなければファイナンスを維持できないことは言うまでもないからである。

#### PFIファイナンス市場の変化

政府はPFIファイナンスの資金供給能力とVFM（調達コスト）の両面での向上を目指しており、その自己変革の好例が前述のようなCGFなどの新たな手法導入の試みである。

一方民間のPFIファイナンス・セクターでも、以下のような変化が見られている。

#### 引受手数料の競争激化

債券市場では数年前までは多くの引受主幹事は62.5bpの手数料を要求していたが、ファンディング・コンペティションが導入されて以降、幾つかの取引ではそれが1桁台まで引き下げられている。また同様にモノライン保険が得る保証料の引き下げも起きている。これらはひとえに債券市場内での競争激化<sup>25</sup>を物語っている。

#### CDO債券の活用

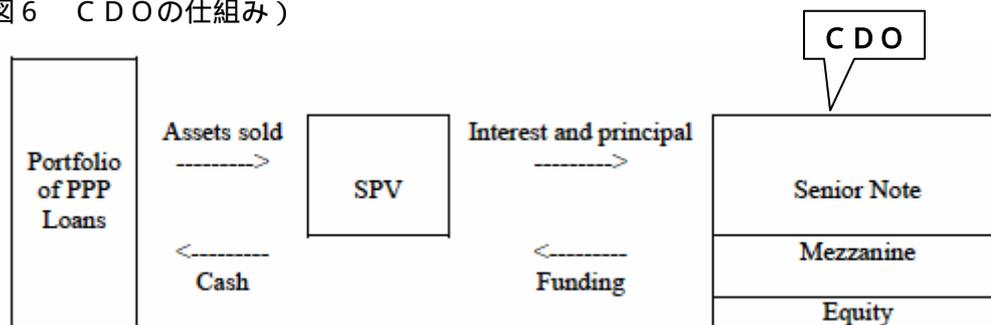
今後Collateralized Debt Obligation（CDO）の普及によりPFIセクターへの新たな資金流入が期待される<sup>26</sup>。CDO債券によって金融機関はPFIの貸付債権を一つに纏めて売却し、また新たなプロジェクトに資金を回すことができる。そのうえ、こうした合成商品に馴染んでいる米国の投資資金など、より多くの資金を英国のPFI市場に流入させることができる。

CDOは、ポートフォリオ効果を通じて投資家が個別のPFIプロジェクトのリスクを気にせず投資できる商品として仕立てられる。（図6参照）例えば100個のPFIプロジェクトを束ねたCDOで10%のエクイティ・ポーションがあるとすれば、シニア（優先）債券では15ないし20個のプロジェクトが破綻しない限り、損失を被ることはない。これらの債券は格付け会社の格付けを受け、またモノラインの保証を受けたりするものもあるので、投資家はあえて原資産である個々のプロジェクトの中身にまで関心を払う必要がない。

<sup>25</sup> 例えばモノラインの市場参入数は数年前の3社程度から現在は7社になっている。

<sup>26</sup> 2004年11月、Depfa銀行による初の英国PFIのシンセティックCDO（4億ポンド）が発行されており、今後同様のスキーム導入を検討している金融機関が複数ある模様。

( 図 6 C D O の仕組み )



資料：P W C

今後 P F I プロジェクト・サイズの小型化が生じるとしても、たとえば C D O を利用することで個々のレベルでは債券調達に小さすぎる規模の P F I プロジェクトにも機関投資家の資金を環流させることが可能になると考えられる。

#### その他の市場の発展

##### ( 1 ) R P I スワップ取引の規模拡大

かつて Retail Price Index ( R P I ) に連動するインデックス・リンク債を適正な条件で発行することができずに資金調達が頓挫した P F I プロジェクトが見られたが、債券市場の消化能力を越えるような大型のインデックス・リンク債の発行を P F I 事業会社が行うことは難しかった。しかし、R P I スワップ取引の拡大によって、固定利付き債の発行と R P I スワップとを組み合わせることで全く同様の経済効果をより有利な条件で得ることが可能になっている。

##### ( 2 ) Residual value tranches

不動産価格の変動にかかるリスクまで負えるプロジェクト・ファイナンスの貸し手は 5 年ほど前にはまだ少なく、従って、事業会社は不動産ローンかプロジェクト・ファイナンスかの二者択一しかなかった。しかし例えば、不動産残価リスクに対して残存価値トランシェをつくることによって、不動産のリスクを従来のプロジェクト・ファイナンスの中に組み入れることが可能になっている。

#### ファイナンス市場の柔軟性

ファイナンスの問題は、契約条項等の法律問題や保険に係る問題などに比べて、P F I のニーズに最終的に対処できるような柔軟性を有している。マーケットは常に「必要があればそれに応えるべく発展してきた」という歴史がそれを物語っている。

## むすび

以上、英国におけるPFIのファイナンスの現況について概観してきたが、日本でも、PFI金融・法務プラットフォーム協議会の中間報告書等においてファイナンスを提供する金融セクターの発展を促すことの重要性が強く認識されているところである。さらにまた同報告書では「日本では現状、公共施設の建て替えによるファイナンスリース型のPFIが主体であるが、運営を重視し、民間へのリスク移転によりVFMの最大化を図る本来のPFIを実現するために必要な課題の整理と対応策が求められている。」との指摘がなされており、あらたなPFIのフェイズ移行を円滑にするためには金融セクターにおいてもPFIプロジェクト形成への積極的関与に不可欠なノウハウの蓄積や金融技術の向上に努めていくことが必要である。

さらに政府や関連する行政部門が民間金融セクターを補完すべく、PFIファイナンスの新たな仕組み作りを積極的に提案している点について、英国に学ぶべきところがある。民間金融機関によるプロジェクトのリスク・マネジメント能力を最大限に引き出しながら、政府が資金の量的・質的補完を行うCGFなどPFIのファイナンス手法の改善を講じることで、英国は大規模プロジェクトの資金調達を円滑にし、さらに資金コストを引き下げる道筋を新たに見いだしている。

PFIは静態的な概念ではなく、将来に亘って新しい方法論や事業モデルが採用され、試行錯誤を続ける中でより進化していく動態的プロセスとして捉えるのが適当である。日本でもPFIを通じて民間の創意工夫による価値創出を維持しつつ、コスト効率を高めるための不断の努力、さらに、新たなPFIの資金ニーズへのマーケットの柔軟な対応力が求められる。そしてそれらを更なる原動力としてPFIの推進が図られるべきものと思われる。

以 上

(参考レポート)

- HM Treasury (2003) PFI: meeting the investment challenge  
同 CGF Technical Note 1
- National Auditing Office (2001) Innovation in PFI Financing: The Treasury Building Project
- 金子孝文・岡田拓也(2003) 英仏におけるPPP / PFI 動向調査  
日本政策投資銀行 地域政策センター
- 日本政策投資銀行ニューヨーク事務所(2004) 金融保証(モノライン) 保険業界の概要  
PFI 金融・法務プラットフォーム協議会 中間報告

(参考文献・雑誌・資料)

- Christian Wolmar DOWN THE TUBE Aurum
- 柏木昇監修 美原融・赤羽貴・日本政策投資銀行 PFI チーム編著(2004)  
PFI 実務のエッセンス 有斐閣
- 日本開発銀行PFI研究会編著(1999) PFI と事業化手法 金融財政事情研究会  
Public Private Finance誌
- Project Financial International誌
- みずほコーポレート銀行ロンドン支店資料(2005) 英国 PFI の現況

(参考URL)

- HM Treasury <http://www.hm-treasury.gov.uk/>
- National Auditing Office <http://www.nao.org.uk/home.htm>
- Leeds Teaching Hospitals NHS <http://www.leedsth.nhs.uk/>
- HBOS plc <http://www.hbosplc.com/home/home.asp>
- PrivateFinance-i.com <http://www.privatefinance-i.com/>
- Public Finance.co.uk <http://www.cipfa.org.uk/publicfinance/>