

# PFIにおける特別目的会社（SPC）についての一考察

—なぜSPCが設立されるのか—

水島 治<sup>a</sup>

## 要 旨

現在、わが国のPFI（Private Finance Initiative）においては、複数の企業がコンソーシアム（consortium）を組成して案件へ応札する。しかし、落札したコンソーシアムがみずから選定事業者とならずに、特別目的会社（Special Purpose Company, 以下、「SPC」という。）を別途設立して、これを選定事業者とするのが一般的である。本論文は、こうした実務を前提として、「なぜPFIにおいてSPCが設立されるのか」という問題についての理論的説明を整理した上で、SPCの設立の理論的枠組みを確認し、変則的なSPCを分析するものである。

キーワード：PFI, 特別目的会社（SPC）, プロジェクトファイナンス, 資金調達

## 1. はじめに：PFIにおけるSPCの設立の基本的枠組み

### 1.1. SPCの設立

PFIとは、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等の整備等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する手法である（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律（以下、「PFI法」という。）1条<sup>1</sup>）。PFI法は、その性質として政策方針を示す法律であるとされ（赤羽（2011）3頁）、PFIにおいて採用すべき具体的スキームやSPC<sup>2</sup>についての規定は置かれていない。この結果、PFIにおいて、SPCの設立は任意であり、SPCを設立しないPFI<sup>3</sup>も可能であると解されている<sup>4</sup>。ただし、民間資金等活用事業推進委員会『契約に関するガイドライン—PFI事業契約における留意事項について—』（以下、「契約ガイドライン」という。）は、案件の落札者が選定事業を行うことのみを目

的とするSPCを設立して当該SPCが選定事業者となることを想定しており（契約ガイドライン1-2頁、西村あさひ法律事務所編（2015）35頁）、ほとんどのPFIにおいて、公共から提示される条件等の形でSPCの設立が要求されている（民間資金等活用事業推進室『PFI事業導入の手引き』（以下、「手引き」という。）実務編59頁）<sup>5</sup>。

PFI法にSPCについての規定が置かれていないということは、SPCが組織として備えるべき具体的な性質についても特段の制約がないことを意味する。実務上は、会社法上の会社（とくに株式会社）が利用されることが多い（柏木監修（2004）90頁、樋口（2014）56頁）。本論文も、SPCが株式会社である場合を前提とする。

### 1.2. SPCの設立までの流れ

多くのPFI事業においては、建設業務を担当する能力を有する者と管理・運営業務を担当する能力を有する

a 武蔵大学経済学部 教授 〒176-8534 東京都練馬区豊玉上1-26-1

1 PFIは、選定事業者の事業費の回収方法によって、サービス購入型と独立採算型に分類されることが多い（加藤（2013）73頁）。本論文は前者を前提として議論する。なお、この分類に対しては、その内容が不明確であるとして、選定事業者がマーケットリスクをとるか否かで「マーケット・リスク・テイク型」と「利用可能状態に対する支払型」とに分類する見解（樋口（2014）93頁）もある。

2 一般論としては、会社以外の組織形態の利用も可能であり、これらを総称して特別目的事業体（Special Purpose Vehicle, SPV）あるいは単にピークルという。ピークルの種類については、Vinter et al. (2013) at 63以下参照。

3 たとえば、案件の落札者がみずから選定事業者となるPFIも可能である（柏木監修（2004）89頁）。

4 Vinter et al. (2013) も、ピークルはプロジェクトに不可欠なものではないとする（Vinter et al. (2013) at 58）。

5 公共が資金調達を行い、対象施設の建設や維持管理等を民間に一括委託する事業方式（DBO方式）は、PFIとは異なるものであるが、実務上、DBO方式においてもSPCの設立が要求されるようである（丹生谷ほか（2010b）48-49頁は、DBO方式におけるSPCの設立の必要性には疑問を呈する。）。PFIとDBO方式の具体的な状況については、総務省地域力創造グループ地域振興室『地方公共団体におけるPFI実施状況調査報告書（平成23年12月）』参照。

者とが異なっており<sup>6</sup>、PFI事業の全部を単独かつ一括で請け負うことのできる事業者が存在しない（柏木監修（2004）10頁）。このため、複数の企業がコンソーシアム<sup>7</sup>を組成して案件に共同応札するのが通例とされる（柏木監修（2004）10、53-54頁）。

特定のコンソーシアムが案件を落札した場合（以下、案件を落札したコンソーシアムのことを単に「コンソーシアム」という。）、公共はコンソーシアムとの間で基本協定を締結し（柏木監修（2004）57、80頁、杉本監修（2012）110頁）、SPCの設立義務、コンソーシアム構成企業<sup>8</sup>の出資義務、出資割合、株式の譲渡制限等を定める（杉本監修（2012）110-115頁、契約ガイドライン別紙「基本協定」参照<sup>9</sup>）。SPCとコンソーシアム構成企業の出資関係については、SPCに出資するコンソーシアム構成企業もあれば、SPCに出資せずにSPCからの業務を受託するだけに留まるコンソーシアム構成企業も

あるとされる（柏木監修（2004）54-55頁、Vinter et al.（2013）at 58）。いずれにしても、コンソーシアム構成企業ないしSPCからの業務受託者がSPCの株主であるという枠組み<sup>10</sup>を原則としており（丹生谷ほか（2010a）24頁、杉本監修（2012）427頁、西村あさひ法律事務所編（2015）7頁）、コンソーシアムがSPCの支配権を保持するのが基本的な形である<sup>11,12</sup>。SPCが設立されると、公共とSPCとの間でPFI法10条1項に定める協定（以下、「事業契約」という。）が締結される（柏木監修（2004）10頁、西村あさひ法律事務所編（2015）35頁、〈図1〉参照）。コンソーシアムと選定事業者とが形式的に分離する点が、SPCを設立するPFIの特徴である<sup>13</sup>。事業契約の機能は一般的には公共とSPCとの間におけるPFI事業についてのリスクの振分けにあるとされる（柏木監修（2004）84頁、杉本監修（2012）116頁<sup>14</sup>）。わが国のPFIの場合には、SPC側に振り分けられたプロジェ

〈図1〉

- 
- 6 建設の段階と管理・運営の段階とはキャッシュフローやリスク状態が異なるが、本論文は管理・運営の段階を前提とする。
- 7 コンソーシアムとは、契約ガイドラインでは、民間事業者の公募にあたり組成される法人格のない共同企業体と定義される（契約ガイドラインV頁、Blackwell（2002）at 35参照。）、本論文もこの定義に従う。コンソーシアムの法的性質は必ずしも明確ではないが、民法上の組合が想定されているものと思われる。
- 8 コンソーシアム構成企業とは、契約ガイドラインでは、コンソーシアムの構成企業であり、選定事業の落札者となる企業のことと定義される（契約ガイドラインV頁）。
- 9 たとえば、①コンソーシアムが総株主の議決権の過半数を保有し、かつコンソーシアム構成企業のいずれかが筆頭株主であること、又はSPCの総株主の議決権の3分の2超を保有すること、②コンソーシアムの保有するSPCの議決権の割合が維持されるように、コンソーシアムの有するSPCの株式の譲渡、担保権の設定その他の処分を行う場合には、公共に対する事前申請や承諾を得ること等の規定が設けられることが多いとされる（柏木監修（2004）91-92頁）。
- 10 コンソーシアム構成企業でない者及びSPCの業務受託者でない者がSPCの株式を取得することが禁止されているわけではない。しかし、SPCの事業ポートフォリオ構造上、SPCへの出資は株主にとって特定のPFI事業に係る事業リスクを直接的にとる行為であるから、事業に関与していない者がSPCに出資するのは実質的に難しいものと思われる。
- 11 SPCは、基本的に所有と経営が一致しており、（具体的な出資割合にもよるが）コンソーシアム構成企業の子会社に近い状態となる。
- 12 プロジェクトファイナンスにおいて、プロジェクトに係る資金（の一部）を提供するとともにSPCを通じて当該プロジェクトを実質的に保有及び運営する者のことをスポンサーという（樋口（2014）10頁）。PFIの場合には、本文のような関係から、コンソーシアム構造企業が基本的にスポンサーとなる。
- 13 落札者と選定事業者の不一致の調整については、柏木監修（2004）56-57頁参照。
- 14 PFIの場合、民間事業者で対応できないリスクについては公共の負担とされることが多く、PFIのプロジェクトファイナンスはコモディティ化の方向に進んでいるという指摘（西村あさひ法律事務所編（2015）41頁脚注34）もある。

クトに係るリスクはSPCに残さないことがいいことであると信じられているとされ（樋口（2014）178頁）<sup>15</sup>、SPCの負担したリスクは、事業の遂行に係るリスクは業務受託者に、資金調達に係るリスクはコンソーシアム及び融資金融機関（以下、「レンダー」という。）にそれぞれ移転される。

### 1.3. SPCによるPFI事業の遂行及び資金調達

#### 1.3.1. PFI事業の遂行

SPCは、事業契約で定められたPFI事業を実施する目的に特化して設立された株式会社である。SPCの事業ポートフォリオはPFI事業のみから構成されている。このため、SPCのキャッシュフロー（cash flow）<sup>16</sup>は当該PFI事業から生み出されるキャッシュフローに限定され、この点でSPCは会社法が念頭に置くような一般事業会社とは異なる側面を有する。

形式的にみると、SPCは事業契約で定められたサービスを公共に提供するという現実の事業を行う会社である<sup>17</sup>。しかし、SPCはPFI事業から生み出されるキャッシュフロー以外に特段の財産を有しておらず、使用人も0又は数人のみであることが多い（杉本監修（2012）286頁）。このため、SPCは事業契約で定められたサービスの提供義務を独力で履行する能力を有しておらず、

公共に対するサービスの提供はコンソーシアム構成企業等への業務の委託によって初めて履行されるのが通常である（柏木監修（2004）79頁、杉本監修（2012）286頁）。SPCからの業務受託者は、1.2で先述したようにSPCの株主であるという枠組みが原則であるが、コンソーシアム構成企業でない者及びSPCの株主でない者が業務受託者となることも可能である<sup>18</sup>。ただし、本論文では、便宜上、コンソーシアム構成企業がSPCの株主であり、かつSPCからの業務受託者であることを前提とする。

#### 1.3.2. 資金調達

PFIの目的からすると、PFIにおける資金調達は、SPCの責任で行うことが基本となる（契約ガイドライン17頁、西村あさひ法律事務所編（2015）33頁）。SPCの資金調達手段としては、一般事業会社と同様、株式（エクイティ）と負債（デット）が基本となり、コンソーシアムによる出資とレンダーによる融資が併用される（契約ガイドライン18頁、〈図2〉参照）。しかし、現在のPFIではレンダーからの借入れが資金調達の太宗を占める（柏木監修（2004）93頁）。PFI法上、コンソーシアムが事業資金の全額を出資することが禁止されているわけではないが、事業規模が相対的に大型でかつ事業期間が長期<sup>19</sup>となることの多いPFIの場合、コン

〈図2〉

15 PFIの業務の遂行及び資金調達に係るリスク以外のリスクは、保険等の利用によってSPCからリスクを移転することが想定されている（契約ガイドライン126頁以下参照）。

16 PFIの文脈において「キャッシュフロー」という場合、支払いのタイミングの重要性やノンキャッシュ要因を完全に排除するという観点から、直接法によるキャッシュフローが前提とされる（樋口（2014）192-193頁）。

17 この点で、SPCはみずから事業活動を行わない純粋持株会社とも異なる。

18 契約ガイドラインでは、選定事業に係る業務を選定事業者から委託を受け、又は請け負う企業（コンソーシアム構成企業を除く。）のことが受託・請負企業と定義している（契約ガイドラインV頁）。

19 PFI事業の多くは、事業期間が15年以上とされる（丹生谷ほか（2010b）47頁、高橋（2012）96頁）。なお、コンセッション型のPFIである愛知県有料道路運営等事業では最長30年（愛知県道路公社『愛知県有料道路運営等事業実施方針（平成27年10月）』6頁）、高松空港特定運営事業では最長55年の事業期間が設定されている（国土交通省航空局『高松空港特定運営事業等実施方針（平成28年7月）』11頁）。

ソーシアムがPFI事業に必要な資金の全額についてリスクを負担することが事実上難しいという点（西村あさひ法律事務所編（2015）33-34頁参照）が融資の利用を促す背景にあるものと推測される。SPCへの融資は、レンダーがその回収を当該SPCのキャッシュフローのみに依拠する構造となっている（契約ガイドライン18頁、柏木監修（2004）89頁）。このような融資構造が、いわゆる「プロジェクトファイナンス（Project Finance）」<sup>20</sup>といわれるものであり<sup>21</sup>、レンダーの置かれる状況は通常の融資とは異なる。

なお、コンソーシアムの出資とレンダーの融資だけでは必要な資金調達に困難となる可能性がある点や事業期間におけるリファイナンス（refinance）の必要性の観点から、両者の併用からさらに進んで、社債や種類株式等の資金調達手段<sup>22</sup>の必要性を示唆する見解（柏木監修（2004）93頁）もある<sup>23</sup>。しかし、本論文においてはSPCの資金調達手段として株式と融資の併用型を前提とする。

## 2. SPCが設立される理論的説明

### 2.1. プロジェクトファイナンスの観点からの説明

これは、PFIにおいてプロジェクトファイナンスが採用される観点から、事業資金の借入人をSPCとしなくてはならないことをSPCの設立理由とする説明である（樋口（2014）50頁）。プロジェクトファイナンスにおいては、PFI事業から生じるキャッシュフローのみを分離してレンダーの融資と結びつけることが必要であり、この融資構造それ自体にSPCの設立理由を見出す。

しかし、プロジェクトファイナンスの観点からの説明には問題もある。第一は、PFIにおいてプロジェクトファイナンスが採用されることの法的担保がないことと

の整合性の問題である。PFI法上、選定事業者は資金調達にプロジェクトファイナンスを採用する義務はなく、プロジェクトファイナンスが常に選択されるものでもない（樋口（2014）50頁）。少なくともPFI法の制度的枠組みを前提とすれば、PFIの資金調達においてプロジェクトファイナンスが採用されるのはいわば結果論にすぎない。このため、SPCの設立理由をプロジェクトファイナンスの採用に求めるのは、いわば結果先取りのような議論といえる。第二は、PFI法における資金調達手段の決定権との整合性の問題である。PFIの資金調達は民間事業者がその責任において行うが、これは資金調達においてプロジェクトファイナンスを採用するか（借入人をSPCにするか）否かの決定権は形式的にも実質的にも民間事業者にあることを意味している。しかし、プロジェクトファイナンスにSPCの設立の理由を求める説明を前提とすると、SPCの設立を求めることとプロジェクトファイナンスの採用を求めることは実質的に同義的な関係となる。このため、公共がPFIの条件としてSPCの設立を求める行為は、公共が民間事業者にプロジェクトファイナンスの利用を事実上強制するような状態になり、PFI法における資金調達の決定権との整合性の観点からすると必ずしも適切な説明ではないように思われる。

### 2.2. コンソーシアムの観点からの説明

これは、PFIにおいてコンソーシアムが組織されるといふ観点から、PFI事業を実施するためにコンソーシアム構成企業の合弁会社として設立されたものがSPCであるとする説明である（樋口（2014）49頁）。1.2で先述したように、一般論としていえば、コンソーシアムが公共と事業契約を直接に締結することも不可能ではないが、この場合にはPFI事業をめぐる対内的・対外的法

20 法令上、プロジェクトファイナンスの定義は存在せず、論者により微妙にニュアンスが異なる。たとえば、二次証券（secondary security）又は担保権設定されたプロジェクトの資産、権利及び利益と併せて、返済の大部分をプロジェクトのキャッシュフローによって行うローン構造という定義（Delmon（2005）at 494）や、プロジェクトのみから生じるキャッシュフローに対する融資を基礎とする金融技術を通じて大型プロジェクトに対するデットファイナンスを行う資金調達手法という定義（Yescombe（2007）at 345-346）がある。プロジェクトファイナンスの定義については、Yescombe（2014）at 5-8、柏木監修（2004）271頁、杉本監修（2012）287頁以下参照。

21 ファイナンス・マーケットにおいては、サービス購入型PFIに対するプロジェクトファイナンスは、プロジェクトファイナンスではあるが、リスクが比較的低い特殊なストラクチャーと整理される（橋本ほか（2011）8-9頁）。

22 たとえば、劣後債や種類株式等のいわゆるメザニン（mezzanine）の利用が想定される。しかし、これらの資金調達手段の利用が法的に制限されていないことと実際の利用が可能であることは別問題であり、法的課題も少なくないとされる（赤羽・加畑（2005）、大矢ほか（2011）、福島・中内（2012）参照）。

23 従来のPFIにおいては事業期間全部にわたりSPCの株式の保有義務が課されることが多かったが、これはSPCの株主に過度な負担となりうるとされ（丹生谷ほか（2010a）24頁、西村あさひ法律事務所編（2015）26頁脚注14）、平成25年の契約ガイドラインの改定では、優先株式の譲渡は原則として自由とし、普通株式の譲渡制限も緩和されている（契約ガイドライン119-120頁、福田（2013）62-63頁）。



律関係が複雑化しやすい<sup>24</sup>。また、2.3及び2.4で後述する倒産隔離や有限責任といったリスク遮断も実現しない。こうした不都合を回避するため、コンソーシアムは、みずからが選定事業者となって公共と直接に事業契約を締結せずに、合弁会社としてSPCを設立して当該SPCが公共と事業契約を締結する形式をとる点にSPCの設立理由を見出す<sup>25</sup>。

しかし、コンソーシアムの観点からの説明には問題もある。第一は、この説明はコンソーシアムであるからSPCを設立するというものであって、PFIにおいてSPCを設立する説明には必ずしもなっていない点である<sup>26</sup>。第二は、この説明を前提とすると、公共はコンソーシアム構成企業よりも一般にリスクが高い（詳しくは、2.3で後述する。）SPCと事業契約を締結しなくてはならないという点である（樋口（2014）49頁）。もちろん、公共のリスク負担の観点からすると、SPCが公共に対して負う事業契約上のすべての債務をスポンサー及びSPCからの業務受託者が保証するならば、SPCとの事業契約の締結とコンソーシアムとの事業契約の締結は実質的に同じということになる。しかし、こうした保証については、民間のPFIに対する参加意欲を低下させる可能性があるとして消極的に解されている（柏木監修（2004）56頁脚注50）<sup>27</sup>。

### 2.3. 倒産隔離の観点からの説明

これは、コンソーシアムが公共と事業契約を直接に締結してPFIの事業主体となると、コンソーシアム構成企業が行っているPFI以外の事業がPFI事業にも影響する可能性があり、そうしたリスクを遮断する観点からSPCの設立理由を説明する（手引き実務編59頁、杉本監修（2012）291頁、樋口（2014）50-51頁、西村あさひ法律事務所編（2015）6頁）。この説明は、SPCの設立理由としては最もよくいわれるものと思われる。PFIは、一般に長期間にわたる継続的契約を前提としているため、権利義務関係の時間的スパンが極度に長く、民間事業者が担当する所掌・責任の範囲も広い（柏木監修

（2004）26頁）。コンソーシアム構成企業はPFI以外の事業も行っているのが一般的であることからすると、コンソーシアム構成企業の倒産等によってPFI事業の円滑な遂行が害され、公共は事業契約で定められたサービスの提供が受けられなくなる可能性がある。そこで、コンソーシアム構成企業の倒産等の影響からPFI事業を法的に分離する手段としてSPCの設立理由を見出す。

PFI法上の概念ではないが、PFIの領域では、コンソーシアム構成企業の事業から特定のPFI事業を分離することは「倒産隔離（bankruptcy remoteness）」といわれる（樋口（2014）50頁、西村あさひ法律事務所編（2015）6頁）。倒産隔離は資産流動化においてもいわれるが、資産流動化における倒産隔離は原資産の所有者（オリジネーター）に倒産等が生じた場合においても当該原資産に当該所有者の債権者や管財人等からの影響が及ばないようにすること（小林編（2010）5頁）という意味で用いられる<sup>28</sup>。資産流動化における倒産隔離は隔離の対象が原資産であるのに対して（樋口（2014）52頁）、PFIにおける倒産隔離は隔離の対象がPFI事業であり、この差異は設立されるSPCの性格の差異として現れる。資産流動化における特定目的会社（資産の流動化に関する法律2条3項。以下、「資産流動化におけるSPC」という。）は、原資産の生み出すキャッシュフローが資産流動化におけるSPCのキャッシュフローとなり、当該キャッシュフローは原資産の性質に依拠する。これに対して、PFIにおけるSPCは、特定のPFIの事業の生み出すキャッシュフローがSPCのキャッシュフローとなり、当該キャッシュフローはコンソーシアム構成企業及びSPCからの業務受託者の個性や事業遂行能力に依拠する（樋口（2014）52、143頁、〈図3〉参照）<sup>29</sup>。資産の生み出すキャッシュフローのボラティリティは事業の生み出すキャッシュフローのボラティリティよりも相対的に低いことからすると（樋口（2014）52、143-144頁）、資産流動化におけるSPCは倒産しないことが前提であるのに対して、PFIにおけるSPCは倒産する（又はその可能性がある）ことが前提となる

24 ビーグルとしての無限責任組合（general partnership）の利用については、Vinter et al. (2013) at 71-76参照。

25 たとえば、コンソーシアムと公共とが事業契約を締結する場合、コンソーシアム構成企業が契約締結後に変動すると事業契約上の法律関係も変動するが、SPCと公共が事業契約を締結する場合には、コンソーシアム構成企業の契約締結後の変動は事業契約上の法律関係に影響しない。

26 この説明を前提とすると、（コンソーシアムではなく）1社単独で案件を落札したPFIにおいてはSPCを設立する必要はないということになるが、2.3及び2.4で後述する倒産隔離や有限責任という観点からは、その妥当性については疑問がある。

27 Standardisation of PF2 Contracts (2012) § 8.1.4も、このような保証に対しては消極的な立場をとる。

28 広義では、資金調達主体を中心とするすべての資産流動化の関係者の恣意性を排除することと定義される（小林編（2010）150、165頁）。

29 本文の意味において、PFIの場合には、倒産隔離のみでSPCのキャッシュフローが当然に確保されるわけではなく、倒産隔離後における適切な事業遂行が不可欠となる。

(樋口 (2014) 52頁)<sup>30</sup>。

倒産隔離の観点からの説明は、公共がSPCの設立を条件とする実務との整合性をよく説明することができるが、問題もある。第一に、公共は倒産隔離という直接的な利益を受けるとしても、倒産隔離の直接的な利益を受けないコンソーシアムがなぜSPCを設立するのかという問題である。1.2で先述したように、SPCの設立コストはコンソーシアムが負担するが、倒産隔離の直接的な利益を受けないコンソーシアムにSPCを設立するインセンティブが生じることの説明は難しい。第二は、PFIにおける倒産隔離それ自体の問題である。PFIの場合、仮に倒産隔離を行ったとしても、コンソーシアム構成企業に倒産等が生じれば、SPCの事業も早晚行き詰まるという関係にあり<sup>31</sup>、逆に、PFI事業に追加費用<sup>32</sup>が生じた場合には、SPCに増加費用を追加負担（追加資金調達）する余力はないため、コンソーシアム構成企業に倒産等が生じないとしても、（SPCが増加費用を追加負担できなければ、）SPCの事業も早晚行き詰まるという関係にある（樋口 (2014) 51頁）。このため、倒産隔離のみからSPC設立理由を説明するのは理論的に弱い。また、SPCの格付けはコンソーシアム構成企業の格付けよりも高くなることはないから、公共がコンソーシアム構成企業の倒産等を懸念してSPCと事業契約を締結するのは、2.2において指摘したのと同様に矛盾しているという指摘（樋口 (2014) 51頁）もある。

## 2.4. 有限責任の観点からの説明

これは、コンソーシアム構成企業の有限責任の観点から、SPCの設立理由を説明するものである（樋口 (2014) 56頁）。SPCを設立せず、コンソーシアムが選定事業者となる場合には、PFI事業に係るリスクは（公共負担とされる部分を除くと）コンソーシアムが直接的に負担する。これに対して、コンソーシアムがSPCを設立する場合には、PFI事業に係るリスクを直接的に負担するのはSPCであり、コンソーシアム構成企業はSPCへの出資を介してPFI事業に係るリスクを間接的に負担するにすぎない。そして、SPCの出資者の有限責任<sup>33</sup>が法的に担保されれば、コンソーシアム構成企業はPFI事業に係るリスクの負担を一定の範囲に限定することができるという点にSPCの設立理由を見出す（樋口 (2014) 56頁）<sup>34</sup>。この説明は、（民間の観点からすれば、）PFIといえども本質的にはリターンとリスクから構成される投資の1つであり、SPCはリスク遮断というコンソーシアムの利益のためのものであるという理解が前提となる（樋口 (2014) 56頁）。Vinter et al. (2013) は、ピーグルを選択する場合の考慮要素の最初に「スポンサーが、プロジェクトに内在するリスク及び責任から隔離されるべき程度」をあげており（Vinter et al. (2013) at 58）、有限責任を当該リスク及び責任からスポンサーを高度に隔離するものと評価している（Vinter et al. (2013) at 79）。

〈図3〉

30 PFIの破綻事例の分析については、岩田 (2011) 参照。

31 本文の意味において、PFIにおける倒産隔離は、少なくとも経済的観点からは資産流動化における倒産隔離とは隔離水準が異なる。

32 いわゆるオペレーショナルリスクだけではなく、対象となる公共施設等の修繕や更新費用等が当初見込額を超過するリスク（大規模修繕リスク）がある（高橋 (2012) 96頁）。

33 有限責任が認められるとして、その限界をどこに求めるかという問題は法人格否認の法理（piercing the corporate veil）との関係で整理されるべき問題である（Vinter et al. (2013) at 79参照）。わが国の判例では、一般論としては一定の要件の下で法人格否認の法理によって有限責任が排除される余地を認める（最判昭和44年2月27日民集23巻2号511頁、最判昭和48年10月26日民集27巻9号1240頁、江頭 (2015) 44-46頁参照）。

東京地判平成22年9月30日判時2097号77頁は、ファンドによる出資のためのSPCについて、「特定のプロジェクト資産の保有及び投資プロジェクト事業の運営以外の事業を行わせないことにより、特別目的会社の倒産のリスクを当該プロジェクトの不成功の場合に限定し、他の事業の失敗のリスクによる悪影響を排除し、倒産の危険から隔離し、投資家に不測の損害を与えることを防止し、新規事業等への投資を容易にさせる仕組みである」として、従業員が1人もおらず、営業所としての実体を有していない等の事情がある事案で法人格否認の法理の適用を否定している。

34 Dewar eds. (2015) は、SPCのメリットとして有限責任をあげる（Dewar eds. (2015) at 51）。なお、Fox & Tott (1999) は、コンソーシアム構想企業の目的の1つは、「プロジェクトに対するエクスポージャー（exposure）を制限する」ことにあるとし、その手段として有限責任型のピークルの利用をあげる（Fox & Tott (1999) at 30）。

有限責任の観点からの説明は、2つの点で有益である。第一は、コンソーシアムがSPCを設立するインセンティブを説明しやすいという点である。第二は、SPCが組織として法的に満たすべき条件がより明確になるという点である。倒産隔離の観点からすれば、SPCは基本的に法人格を有していれば足り<sup>35</sup>、出資者の責任範囲は本質的な問題ではない。しかし、逆にいえば、株式会社を利用するSPCがどうして一般的なのかを整合的に説明できない。これに対して、SPCの設立理由を有限責任に求めると、SPCは法人格を有しているだけでは足りず、その出資者の責任範囲こそが重要となる。合名会社や合資会社を利用したSPCの設立は、付加的スキーム<sup>36</sup>を別途追加しない限り、（仮に公共が求めたとしても）コンソーシアムにとっては基本的に難しいということになる。

反面、有限責任の観点からの説明には問題もある。第一は、この説明では、コンソーシアムは公共が要求しなくともSPCを設立するはずであり、公共がSPCの設立を要求する実務の合理性を十分に説明できない。公共がそもそも合理性の乏しい要求をしているという説明や基本協定の締結交渉の短期化のために公共としての意向を事前に示す趣旨と解する余地もあるかもしれない。しかし、前者ならそもそも意味がなく、後者ならば公共がどうして有限責任を受け入れるのかが問題となる。後者の問題が第二の問題である。この問題は、有限責任がコンソーシアムに直接的な利益をもたらすとして、公共にどのような直接的な利益をもたらすかという問題でもある。有限責任が公共に特段の利益をもたらさないとすると、仮に民間事業者がSPCの設立を求めたとしても、公共は拒否するはずではないかということになる。

## 2.5. モニタリングの観点からの説明

### 2.5.1. PFI事業のモニタリング

PFI事業の主体はSPCである。このため、PFI事業のモニタリングの問題は基本的にはSPCのモニタリング（SPCが株式会社である場合には株式会社のモニタリング）の問題に収斂させることができる<sup>37</sup>。一般に株式会社のモニタリングとしては、株主と債権者によるモニタリングが想定される。しかし、SPCの株主は基本的にコンソーシアム構成企業であり、彼らはSPCからの業務受託者でもあるから、SPCにおける株主のモニタリングは株主がみずから受託するPFIの業務をモニタリングするような状態となるため<sup>38</sup>、債権者（公共、レンダー）のモニタリングへの依存度が相対的に高まる。

会社法上、株主のモニタリング手段は多岐にわたるのに対して、債権者のモニタリング手段は限定的である<sup>39</sup>。このため、上記のようなSPCのモニタリング構造（債権者中心のモニタリング）と会社法が想定する一般事業会社のモニタリング構造（株主中心のモニタリング）との間にはある種のずれが生じている。また、債権者のモニタリング手段の拡張は個別の契約によって定められるため、債権者ごとにモニタリング手段の内容が異なる余地が生まれており、この点に着目すると、SPCのモニタリング構造は会社法によって株主に集約されたモニタリング権限を契約を通じて債権者に再分配したような構造となっている<sup>40</sup>。

### 2.5.2. 債権者によるSPCのモニタリング

#### (1) 公共によるモニタリング

公共によるモニタリングとは、「選定事業者による公共サービスの履行に関し、約定に従い適正かつ確実なサービスの提供の確保がなされているかどうかを確認する重要な手段であり、選定事業の公共施設等の管理者等

35 SPCの利点として、SPCがその名義で契約の締結や訴訟の提起ができる点をあげるものもある（Dewar eds. (2015) at 51）。

36 たとえば、コンソーシアムが株式会社型のSPCを設立して、当該SPCが無限責任社員として出資することで実質的な有限責任化を実現することが考えられる（樋口（2014）56頁参照）。

37 PFI法にPFI事業やSPCのモニタリングについての規定がないのは、おそらくSPCの根拠法が定めるモニタリング構造を利用することが想定されるためと思われる。

38 民間資金等活用事業推進室『モニタリングに関するガイドライン』（以下、「モニタリングガイドライン」という。）では、選定事業者の自己監査として、業務受託者によるSPCへの業務報告とそれに基づくサービスの履行状況についての確認をあげる（モニタリングガイドライン12-13頁）。

39 議事録の閲覧謄写請求権（会社法81条3項、318条4項、371条2項、394条3項、399条の11第3項、413条4項、731条3項）、株主名簿及び新株予約権原簿の閲覧謄写請求権（会社法125条2項、252条2項）、計算書類の閲覧謄写請求権（会社法378条2項、442条3項）、といった開示請求権、役員等に対する損害賠償請求権（会社法429条）等がある。

40 このことは、組織法的なモニタリング構造が契約法的なモニタリング構造として複数の債権者に分散的に帰属しているような状態と評価することができるかもしれない。



……の責任において、選定事業者により提供される公共サービスの水準を監視（測定・評価）する行為」とされ（モニタリングガイドライン1頁）<sup>41</sup>、その目的はSPCにより提供されるサービスの水準及び事業の継続性が担保されているかの確認にあるとされる（モニタリングガイドライン4頁、松本（2012）35頁）<sup>42</sup>。公共はSPCに対してサービスの提供請求権を有する債権者であるが、同時に提供されたサービスを国民に供給するという点で国民との関係では債務者である。このため、公共はPFI事業が安定的かつ継続的に実現されることに強い利害を有しており（柏木監修（2004）91頁）、この点にモニタリングのインセンティブが認められる<sup>43</sup>。

モニタリングの内容は事業契約で定められ、技術面のモニタリングと財務面のモニタリングに大別される。前者は、提供されるサービスの内容と質についての要求水準と当該要求水準を満たしていることを確認するための測定指標（測定基準）を作成し、当該基準に基づく測定及び評価を行うことである（モニタリングガイドライン4-5頁）。後者は、①定期的にSPCから提出される監査済の財務諸表について、事業の健全な運営を阻害するおそれのある事象あるいは原因がないか確認すること、②事業の実施に重大な悪影響を与えるおそれがある事態が発生した場合には、SPCに対して追加の財務資料の提出、特定の事項についての報告、事態の説明を求め、あるいは必要に応じ専門家による調査等を実施することがあげられる（契約ガイドライン121-122頁、モニタリングガイドライン24-25頁）。

## （2）レンダーによるモニタリング

レンダーによるモニタリングの定義は必ずしも明確ではないが、公共のモニタリングとの対比でいえば、SPCが融資契約の約定に従い適正かつ確実に返済するかを監視することといえ、SPCからの融資債権の回収の確実性及び継続性が担保されているかの確認を主たる目的と

しているものといえることができる<sup>44</sup>。レンダーは、SPCのキャッシュフローのみから債権回収を図らなくてはならない関係で、SPCの事業継続性に大きな利害を有しており（手引き実務編128-129頁、柏木監修（2004）11-12、183頁、杉本監修（2012）302頁、松本（2012）34頁）<sup>45</sup>、この点にモニタリングのインセンティブが認められる。

モニタリングの具体的な内容は融資契約で定められ、財務面のモニタリングだけでなく、技術的なモニタリングも含まれる（樋口（2014）177頁）<sup>46</sup>。モニタリング手段としては、財務制限条項（コベナンツ）によるものと資金収支状況の直接監視によるものがある。前者は、SPCに対するDSCR（Debt Service Coverage Ratio）等の財務指標の設定と遵守状況の監視を通じたSPCの財務状態のモニタリングがある（松本（2012）36頁）。後者は、ウォーターフォール規定（water fall rule）によるSPCの口座管理がある（柏木監修（2004）291-293頁、杉本監修（2012）316-321頁、松本（2012）36頁、樋口（2014）183-184頁）<sup>47</sup>。

## 2.5.3. モニタリングの観点からの説明

これは、PFI事業に対するモニタリング（又はその透明性の確保）の観点から、SPCの設立理由を説明するものである（樋口（2014）53頁）<sup>48</sup>。公共及びレンダーによるモニタリングの関係について、モニタリングガイドラインでは「選定事業者がプロジェクトファイナンス方式による資金調達を行い、仮に選定事業者の財務状況が悪化した場合には、融資契約上の財務制限条項に抵触し、問題を修復する仕組みが働くこともある。このような融資契約を行っている場合には、管理者等と目的は違うが、金融機関による事業の監視が行われるため、一定の効果を得ることも期待できる」（モニタリングガイドライン24頁）とされている<sup>49</sup>。これは、事業期間を通じてサービスの提供が確実に遂行されるための手段として

41 Fox & Tott (1999) at 175-176参照。

42 公共のモニタリングは、サービス対価の減額構造と併せて導入されるのが一般的である（柏木監修（2004）130頁）。

43 PFIは公共がサービスの消費者である点で第三セクターの場合と異なる構造を有しており、それがモニタリングのインセンティブに差異を生じさせている。

44 レンダーのモニタリングは、ステップ・イン（step-in）と併せて導入されることが多い。これは、レンダーが日常的な融資活動を通じて民間事業者の情報を有しているから、より適切な代替事業者の選定能力が認められるからである（柏木監修（2004）183頁）。

45 レンダーにとってSPCに対する融資はSPCの事業リスクを直接的にとる行為とみられることでもある。

46 ただし、レンダーが金融機関であることからすれば、財務面のモニタリングが中心となるものと思われる。

47 本文のほかにも、幅広く関係企業の業況等に関するモニタリングを担うこともある（松本（2012）36頁）。

48 この説明では、PFI事業のモニタリングが株主と債権者のいずれのモニタリングを意味するのか必ずしも明確ではない。しかし、PFIのモニタリングが債権者を中心としたものになる点からすると、債権者のモニタリングが念頭に置かれているものと思われる。

49 管理者と金融機関との協調関係は直接協定（Direct Agreement）によって規律される（柏木監修（2004）183頁、杉本監修（2012）447頁、松本（2012）37頁）。



レンダーのモニタリング機能が役立つことを示唆したものとされる（松本（2012）34頁）。2.5.2で先述したレンダーのモニタリングと併せてみると、モニタリングの観点からの説明は、レンダーに対してPFI事業のモニタリングのインセンティブを付与すると同時に公共によるモニタリングをレンダーによるモニタリングで実質的に代替させる点にSPCの設立理由を見出すものといえる。

モニタリングの観点からの説明は、2つの点から有益である。第一は、財務面のモニタリングの実効性の確保という点である。SPCの設立によってPFI事業から生じるキャッシュフローを分離した場合、SPCへの財務指標の設定や監視は相対的に容易となる。また、口座管理についても、同様である。第二は公共がSPCを設立するインセンティブを説明しやすいという点である。財務面のモニタリングといっても、単に計算書類や財務指標の数値のみでは十分ではなく、キャッシュフローのボラティリティー、発生時期、持続性等も加味しながら総合的に評価することが必要となり、モニタリングのノウハウや体制が必要になることが予想される。このため、レンダーによるモニタリングによって公共のモニタリングコストの低下や実効性の向上が期待される<sup>50</sup>。

反面、モニタリングの観点からの説明には問題もある。第一は、この説明のみからでは、公共にはSPC設立のインセンティブがあるとしても、コンソーシアムのインセンティブを説明することは難しい。第二に、財務面のモニタリングはともかく、技術面からのモニタリングのためにSPCを選定事業者とする必要は必ずしもない（樋口（2014）53頁）。第三は、そもそも財務面からのモニタリングが何を意味するのかが不明確であるという点である（丹入谷ほか（2010a）25頁）。PFIは、レンダーに財務面のモニタリングを期待するという建付けを採用しており、公募書類にそのように記載されることも多いが、モニタリングの具体的な内容が明示されず、公共とレンダーとで理解の相違が生じることもあるとされる（丹入谷ほか（2010a）25頁）。このため、公共とレンダー間の認識の齟齬によって公共が期待する財務面のモニタリングが現実に行われない場合やレンダーの行う財

務面のモニタリングが公共のニーズを満たす水準のものでない場合には、SPCは公共の期待するようなモニタリングの代替機能を果たさないことになる<sup>51</sup>。また、SPCにリスクを残さないわが国のPFIの場合、財務上の問題がSPCの財務諸表に現れることはないから、SPCの設立理由を財務面のモニタリングに求めるのは本質的な説明とはならないとの指摘（樋口（2014）53頁）もある。第四は、SPCによってモニタリングが代替されるとしても、公共のモニタリングコストは本当に低下するのかという点がある。SPCを設立せずに、コンソーシアムを選定事業者とする場合、コンソーシアム構成企業の株主がPFI事業をモニタリングするため、モニタリングのために特別な契約は必要ない。これに対して、SPCを設立する場合、コンソーシアム構成企業の株主による直接的なモニタリングは行われず、モニタリングを確保するために融資契約や直接協定が必要となるため、追加的なコストが生じる。レンダーがSPCへの融資金利を介して公共にモニタリングコストを転嫁する場合、公共はレンダーのモニタリングを利用して割安なモニタリングを享受できるとは限らない<sup>52</sup>。

### 3. 考察

#### 3.1. SPCの設立の理論的枠組み

公共が公募時にSPCの設立を条件とするPFIの実務からすると、SPCの設立は公共の利益のためのものとみる余地もある。しかし、SPCの設立が、公共にしか利益をもたらさず、民間事業者に利益をもたらさないとすると、案件への応札者が出現せず、PFIが成り立たない。公共と民間が協働して公共施設等を整備するというPFIの趣旨や基本協定という合意によってSPCが設立されるという法的構造からすると、SPCの設立は、公共又はコンソーシアムのいずれかの利益に収束させる理解は必ずしも適切ではなく、基本協定という合意（利益の合致）にその理由が求められるべきである。そして、2において先述した説明は、公共とコンソーシアムがそれぞれ合意の意思決定を選択するための要素として位置づけられるべきである。

これを前提とすると、2において先述した説明のう

50 熊谷（2007）も、PFIにおいて民間資金を利用する理由として、レンダーが公共では困難であろうと考えられる事業審査と事業遂行のモニタリングの役割を果たす点を指摘する（熊谷（2007）45頁）。

51 財務面のモニタリングによって何らかの問題が発見されたとしても、コンソーシアムがSPCの事業契約上のすべての債務を保証しない限り、公共の利益が確保されるとは限らず（樋口（2014）53頁）、2.2で指摘した問題と同様の問題が生じる。

52 資金調達コストが相対的に高いことを理由として、PFIが割高となるという指摘は以前からある（岸（2011）280頁）。PFIが割高になる原因は、単に資金調達主体の信用リスクのみに由来するものではなく、公共がレンダーのモニタリングに依存するモニタリング構造に伴う契約コストにも由来しているといえるかもしれない。

ち、倒産隔離とモニタリングは公共が合意の選択をする要素、有限責任はコンソーシアムが合意の選択をする要素、コンソーシアムを選定事業者とすることの煩雑さの回避は双方に共通する要素として整理することができる。そして、モニタリングは、SPCの設立のみで確定せず、これに加えてレンダーの確定が不可欠である点からすると、公共が合意の意思決定を選択する直接的な要素ではないとみるべきである<sup>53</sup>。このように考えると、基本協定という合意は、公共は倒産隔離、コンソーシアムは有限責任を通じて自己の利益の最大化を図った結果として理解することができる<sup>54</sup>。

このような理論的枠組みは、2つのことを意味する。第一は、SPCの設立はそれ自体が公共とコンソーシアムとの間におけるPFI事業のリスク分担の機能を果たしているという点である。倒産隔離及び有限責任はPFI事業に対するリスク遮断の手段であるから、基本協定は公共とコンソーシアムとがそれぞれ負担できる最適リスク水準を選択した結果といえる。その意味で、事業契約には公共と選定事業者とのリスク分担機能があるのに対して、基本協定には公共とコンソーシアムとのリスク分担機能があるといえる。第二は、公共とコンソーシアムが分担するリスクの水準についてである。コンソーシアムが有限責任を通じて負担するリスクは、有限か無限かの二者択一で、中間的な水準を選択する余地はない。他方、公共の倒産隔離を通じたリスク負担は、倒産隔離の有無の二者択一ではなく、中間的な水準を選択する余地がある。

### 3.2. 変則的なSPCの利用

倒産隔離の観点からすると、SPCに隔離されるキャッシュフローは、1つの公共施設等を対象とする単一のPFI事業のみから生じるもので、他のキャッシュフローが混入しないものが最も望ましい。このため、SPCの理念型は、1つの公共施設等を対象とした単一のPFI事業のみで構成され、他の公共施設等に係る事業が当該SPCに帰属しないものである<sup>55</sup>。しかし、3.1で先述し

たように、有限責任とは異なり、倒産隔離は中間的な水準の選択が可能であるため、理念型とは異なる形態のSPCが設立される余地が生まれる。

たとえば、PFI事業を1つのSPCが行っていれば足りると解して、1つのPFIに複数の公共施設等に係る事業を組み入れて、1つのSPCを選定事業者とする事業形態がある。この場合、SPCは実質的には複数のPFI事業を同時に行っているような状態となる。たとえば、まんのう町立満濃中学校改築・町立図書館等複合施設整備事業の場合、学校、町立体育館、町立図書館という複数の公共施設等の整備を1つのPFI事業とし<sup>56</sup>、1つのSPC(株式会社まんでがんパートナーズ)が選定事業者となっている<sup>57</sup>。また、複数の地方公共団体が共同でPFI事業を発注することも試みられているようである(丹生谷ほか(2010b)50頁)。こうしたPFIは、単独では小規模でPFIに適さない事業であっても、それを複数組み合わせることによってPFI事業として成立させようとするものである。しかし、このようなPFI事業の場合、ある公共施設等に関する事業の採算性の悪化等によって他の公共施設等の事業が困難となる可能性があるという意味でSPCの倒産隔離の水準は相対的に低下する。また、PFI事業についての責任の所在が不明確になる可能性も指摘される(丹生谷ほか(2010b)50頁)。このため、モニタリング体制の確保を含めた追加的な補完措置が必要となる可能性がある。

他方、単一の公共施設等についてPFI事業と民間収益事業が併存している事業形態もある。いわゆる「合築方式のPFI」といわれるものである(PFI法69条、柏木監修(2004)94, 101, 219頁以下、樋口(2014)68頁)。たとえば、神宮前一丁目民活再生プロジェクトの場合には、警察施設(原宿警察署、单身待機宿舎)の整備をPFI事業とし、事業用地内で利用可能な用地を活用して定期転貸借地権付分譲マンション及び商業施設の整備を民間収益事業としている<sup>58</sup>。また、安城市中心市街地拠点整備事業の場合には、図書情報館、公園、駐輪場等の整備をPFI事業とし、中心市街地の活性化やにぎわい

53 3.2で後述する変則的なSPCからすると、モニタリングは倒産隔離を補完する要素として位置づける方が適切であると思われる。

54 Yescombe(2007)においても、SPVを利用する理由として、異なる法人格でプロジェクトを隔離することでスポンサーのノンリコースを確保する点とプロジェクト会社の事業が当該事業と関連性のない事業の問題によって影響されない点を並列的にあげている(Yescombe(2007)at 109)。

55 1つのプロジェクトは1つの事業に限定するべきであるという原則のことを事業の単一性の原則という(樋口(2014)72頁)。

56 まんのう町『まんのう町立満濃中学校改築・町立図書館等複合施設整備事業 募集要項(再修正版)』7-8頁参照。

57 なお、愛知県有料道路運営等事業では、知多半島道路、南知多道路、知多横断道路、中部国際空港連絡道路、衣浦トンネル、猿投グリーンロード、衣浦豊田道路、名古屋瀬戸道路を対象とするPFIであり、1つのSPC(愛知道路コンセッション株式会社)が選定事業者となっている(<http://www.pref.aichi.jp/soshiki/douroi/0831concession.html>)。

58 東京都『神宮前一丁目民活再生プロジェクト実施方針(平成16年11月)』2-3頁、国土交通省総合政策局『公的不動産の有効活用等による官民連携事業事例集(平成26年7月)』12頁参照。

の創出に寄与する施設（スーパーマーケット、カルチャースクール）及び駐車場の整備を民間収益事業としている<sup>59</sup>。合築方式のPFIの場合、SPCがPFI事業及び民間収益事業の主体を単純に兼ねると、民間収益事業の採算性の悪化等によってPFI事業の継続が困難になる可能性があるという意味において（柏木監修（2004）220頁、樋口（2014）69頁）、倒産隔離の水準は相対的に低下する。このため、SPCを設立してコンソーシアムからの倒産隔離を行うだけでは足りず、民間収益事業からの倒産隔離等の追加的な補完措置が必要となる<sup>60</sup>。手引き実務編では、①SPCは民間収益事業の経営を行わないこと、②SPCに経営悪化の責任が及ぶ契約を締結しないこと、③SPCが民間収益施設を所有しないこと、④民間収益施設相当敷地の借地契約はSPCを介さないことをあげている（手引き実務編58-59頁）。神宮前一丁目民活再生プロジェクトの場合には、PFI事業の敷地の一部をSPCが一般定期借地権契約で借り受け、民間収益事業をPFI付帯事業として実施しており<sup>61</sup>、安城市中心市街地拠点整備事業の場合には、PFI事業は安城情報拠点施設サービス株式会社を、民間収益事業は安城民間収益サービス株式会社をそれぞれ選定事業者として法人を分離している<sup>62</sup>。ただし、合築方式のPFIの場合、PFI事業の対象となる公共施設等と民間収益事業の対象となる施設が物理的・機能的に一体となっていることが多いため、追加的な倒産隔離措置を講じたとしても、PFI事業に対する「民間収益施設の経営リスクの影響度を軽減」（手引き実務編58頁）できる程度のものにすぎない<sup>63</sup>。

#### 4. 結語

PFIにおけるSPCが公共の倒産隔離という利益とコンソーシアムの有限責任という利益の合致点として設立されるとするならば、SPCの多様性は倒産隔離の水準の多様性に依拠したものとすることができる。ただし、

倒産隔離の水準を低下させて変則的なSPCを設立する場合、倒産隔離の水準の低下を何らかの形で追加的に補完する措置が必要となる。それがSPCの業務範囲や締結可能な契約や権利取得の範囲の限定、SPCやPFIの運営についての責任の所在の明確化、SPCに対する実効性あるモニタリング体制の確保ということになる。

しかし、こうした追加的な補完措置は、契約に依拠するPFIの複雑なモニタリング構造をさらに複雑化させることでPFI事業のコストをさらに増加させる可能性がある。また、公共が倒産隔離の水準の選択権をもつことと公共がそれを適切に行使できることは異なるものである。とくに事業期間が長期にわたることの多いPFIの場合には、倒産隔離の水準の引下げは事業期間内における政治的リスクも含めた多岐にわたる要素を総合的かつ慎重に考慮する必要がある。

#### 【参考文献】

- 赤羽貴（2011）「改正PFI法の意義と課題」地方財政687号2-13頁。  
 赤羽貴・加畑直之（2005）「プロジェクト・ボンドによるPFI事業資金の調達〔上〕〔下〕—わが国への導入可能性と法的諸問題の検討」旬刊商事法務1734号29-36頁、1735号26-33頁。  
 岩田智（2011）「PFI事業における失敗事例の類型化の試み—最近の失敗事例から—」経営会計研究14号63-71頁。  
 江頭憲治郎（2015）『株式会社法〔第6版〕』（有斐閣）。  
 柏木昇監修（2004）『PFI実務のエッセンス』（有斐閣）。  
 熊谷弘志（2007）『脱「日本版PFI」のススメ』（相模書房）。  
 大矢一郎・福田政之・柳川元宏・月岡崇（2011）「震災復興・日本再生のための証券化取引の可能性—レベニュー債、事業証券化、中小企業向け貸付債権・PFI貸付債権の証券化—」旬刊商事法務1939号45-58頁。  
 加藤恵美（2013）「地方公営企業におけるPFI事業」公営企業529号72-91頁。  
 岸道雄（2011）「PFI（Private Fund Initiative）の有効性に関する一考察」政策科学18巻3号277-288頁。  
 小林秀之編（2010）『資産流動化・証券化の再構築』（日本評論社）。  
 杉本幸孝監修（2012）『PFIの法務と実務〔第2版〕』（きんざい）。

59 安城市『安城市中心市街地拠点整備事業実施方針（平成24年12月）』1-2頁参照、『安城市中心市街地拠点整備事業に係る優先交渉権者の決定について（平成25年12月11日公表資料）』参照。

60 具体的な方法としては、①民間収益施設の部分をマスターリースによりスポンサーである特定の委託先企業に一括転貸し、その運営を委託する方法、②PFI事業向けの融資と民間収益施設向けの融資に分けて資金調達を分離する方法がありうる（柏木監修（2004）220頁）。

61 東京都『神宮前一丁目民活再生プロジェクト実施方針（平成16年11月）』2頁、国土交通省総合政策局『公的不動産の有効活用等による官民連携事業事例集（平成26年7月）』13頁。

62 両者は別法人であるが、主要な株主は実質的に共通している。

63 樋口（2014）は、公共施設等の「余剰部分を民間事業者が有効利用することにより民間事業者が満足する利益を得て、かつ……施設等の費用を安くするだけの利益も得られるプロジェクトは例外的なプロジェクトであると思料される」とする（樋口（2014）69頁）。



高橋啓 (2012)「日本におけるPFI事業の歩みと今後の課題」  
金沢学院大学紀要10号89-99頁。  
丹生谷美穂・濱須伸太郎・吉沢園子 (2010a)「PFIをめぐる今  
日的課題 (上)」NBL932号20-25頁。  
丹生谷美穂・濱須伸太郎・吉沢園子 (2010b)「PFIをめぐる今  
日的課題 (下)」NBL933号46-50頁。  
西村あさひ法律事務所編 (2015)『新しいファイナンス手法〔第  
2版〕』(きんざい)。  
橋本守・足立慎一郎・外間政貴 (2011)「金融実務家からみた  
コンセッション方式」銀行法務21 736号 8-11頁。  
樋口孝夫 (2014)『資源・インフラPPP／プロジェクトファイ  
ナンスの基礎理論』(きんざい)。  
福島隆則・中内康浩 (2012)「PPPにおける資金調達ストラク  
チャー」ARES不動産証券化ジャーナル5号90-96頁。  
福田隆之 (2013)「新PFIガイドラインの概要と注目6項目」  
旬刊経理情報1355号60-63頁。  
松本俊彦 (2012)「事業金融再考第3回 PFIと事業金融②」  
New finance 488号33-39頁。

E. R. Yescombe (2007), *Public-Private Partnerships* (First  
Edition), Butterworth-Heinemann.  
E. R. Yescombe (2014), *Principles of Project Finance* (Second  
Edition), Academic Press.  
Graham Vinter, Gareth Price, David Lee (2013), *Project  
Finance (Fourth Edition)*, Sweet & Maxwell.  
Jason Fox, Nicolas Tott (1999), *The PFI Handbook*, Jordan  
Publishing Limited.  
Jeffrey Delmon (2005), *Project Finance, BOT Projects and  
Risk*, Kluwer Law International.  
John Dewar eds. (2015), *International Project Finance (Second  
Edition)*, Oxford University Press.  
Martin Blackwell (2002), *The PFI/PPP and Property*, Estates  
Gazette.

**【付記】**

本論文は、平成28年度総研プロジェクト研究助成の成  
果の一部である。