

# 米国PPP制度の特徴と最新動向——本邦PPP制度との比較を踏まえて<sup>注1</sup>

ベーカー&マッケンジー法律事務所（外国法共同事業）（パートナー） 鷹取 康久  
ベーカー&マッケンジー シカゴオフィス（アソシエイト） 玉川 雅文



米国におけるインフラ再整備の必要性和財源不足の問題はかねてより指摘されているところであり、同国にとっては比較的新しい手法であるPPP（Public-Private Partnership）のスキームを通じたインフラ事業への民間参入に対する期待は高い。現時点においては、トランプ政権の政策の内容や実現可能性がひとつの不確定要素となっているが、その膨大な需要や先進国ビジネスであることに鑑みれば、国外インフラ事業の拡大を目指す本邦企業にとって米国PPP市場は非常に魅力的なマーケットといえる。PPP制度に関していえば、本邦においても英国の例を参考にしたモデルが導入されてから18年以上が経過し、一定の課題を抱えつつもインフラ整備の手段として広く認識されるに至っている。適切な官民リスク分担や民間の創意工夫を通じたバリューフォーマナーの達成などPPPの基本理念は日米で共通するが、両国の法制度やインフラビジネスを取り巻く環境の違いからいくつかの重要な相違点も指摘できる。そこで本稿では、本邦PPP制度との比較を織り交ぜつつ、米国PPP制度の主な特徴を取り上げて整理することとしたい。本稿が来るべき商機に向けた準備の一助となれば幸いである。

注1：米国ではPPPをP3と称することが通常であり、本邦では英国モデルの影響からPFIが呼称として定着しているが、本稿では統一的にPPPと称することとする。なお本稿の準備にあたり、ベーカー&マッケンジーの北米オフィスの専門家の協力を得ている。

## 1. PPPのリーガルフレームワーク

### (1) PPPの基本法

本邦のPPP制度は1999年に施行されたPFI法（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）を軸として整備されており、対象セクターや公共調達主体などの基本的な事項がこれらのなかで規定されている。そのほかに公共調達の観点から、会計

法（国の事業の場合）や地方自治法（地方自治体の事業の場合）に留意する必要があることに加え、事業内容に応じて道路法や下水道法などさまざまな法律の適用があるが、いずれにしても制度の中心部分はPFI法によって全国共通の枠組みとして形成されている。

これに対して、米国では、連邦政府が定める全州横断的なPPP法や制度は存在しない。現時点において全米で37の州・地域（プエルトリコおよびワシントンDCを含む。）でPPPの基本法といえるものが制定されており、事業スキーム、資金調達方法、対象セクター、事業選定プロセスや公共側によるサポートメニューなどが州ごとに定められている。これらの基本的な枠組みには共通点も多いが、詳細については州やその自治体によって異なる点に注意が必要である。一方で、連邦政府が全国共通のプラクティスを整備する動きもあり、たとえば運輸セクターについては、連邦運輸省の主導により高速道路事業向けのPPP事業契約ガイド（Public-Private Partnership Availability Payment Concessions Model Contract Guide（December 2016）（以下「AP事業契約ガイド」という。）およびPublic-Private Partnership Toll Concessions Model Contract Guide（December 2016）（以下「Toll事業契約ガイド」という。））を含む各種ガイドラインや実務情報が公表されている<sup>注2</sup>。各州やその自治体は、個別の事案において、これらの内容に従うことが強制されるものではないが、全米のデータに基づいて連邦政府機関が取りまとめているものであり、実務上参考になると思われる。

### (2) トランプ政権のインフラ整備推進策

米国PPP事業に関する連邦政府の重要な役割としては、後述するTIFIA/WIFIAプログラムや私的活動債（PABs）などの公的資金援助制度や、国家環境政策法（NEPA）などに基づく環境関連許可を含む許

認可制度の整備や運用があげられ、これらが連邦政府のインフラ整備推進政策の主な対象となる。この点、公的資金援助に関する動きとして、本年5月に、米国内におけるインフラ事業向け投資の促進のために、向こう10年間で2000億ドル（民間や地方政府による部分と合算で1兆ドルの投資を想定）の連邦予算が計上された連邦予算教書が公表された。そのなかでトランプ政権は、陸上交通修繕法（FAST法：陸上交通インフラ向けの長期資金援助などを定めた2020年までの時限立法）の更新を行わない考えを打ち出す一方、TIFIA/WIFIAプログラムなどのインフラ事業向け連邦補助制度の資格要件の緩和と予算枠の拡大や、現在150億ドルとされている陸上交通インフラ向けの非課税私的活動債（PABs）の発行上限の撤廃など、米国PPP事業を大きく後押しする促進策に言及している。また、許認可制度に関する動きとして、本年8月に、主要プロジェクトの環境影響評価の終了期限を2年以内とすることや、環境影響評価や許認可取得に必要なプロセスを主導する政府機関を一本化することなどを盛り込んだ大統領令が発令されるなど、トランプ政権のインフラ整備推進に向けた政策の一部が明らかにされつつある。

### （3）バイアメリカン関連法令

上記のほか、米国PPP事業への参入を図る米国外企業にとって関心の高い法制度がバイアメリカン関連法令（連邦調達にかかるいわゆるバイアメリカン法および連邦支援事業にかかるいわゆるバイアメリカン要件）であろう。これは連邦政府が関与する公共調達において鉄鋼製品などのローカルコンテンツの組み入れを義務づけるものであり、連邦政府による資金援助を受ける陸上交通関連のPPP事業なども対象となる。これに対する米国外企業の対応としては、現地企業との連携による米国内製品の使用のほか、同使用義務の免除規定の適用を受けることが考えられる。免除規定の内容は事業内容や監督省庁のポリシーによっても異なるが、連邦資金を利用した事業についていえば、おおむね①米国内製品の使用が公共の利益に反する場合、②事業に必要な品質および量の米国内製品が入手できない場合、または③米国内製品を使用することによって事業コストが著しく増加する場合<sup>注3</sup>には、米国内製品の使用義務を免除することができる<sup>注3</sup>とされる。かかる免除規定の適用は最近まで比較的柔軟に認められてきたともいわれているが、トランプ大統領は、本年4月に免除規定の限定的な適用を含むバイアメリカン関連

法令の強化を求める大統領令に署名していることに注意を要する。同大統領令では、Section 3において、免除規定の適用は法令の規定に沿う限りにおいて最小限に抑えられるべきとされ、さらにSection 4において、米国内製品の使用が公共の利益に違反することを理由とする免除規定（“public interest waiver”）の慎重な解釈や適用判断について別途規定されている。いずれにしても、同大統領令は免除規定の具体的な適用基準を示すものではなく、また、公共の利益への影響も一概に判断できるものではないことから、現時点でその射程や影響を正確に予測することは困難である。今後免除規定の適用を検討する場合は、以前にも増して実際の運用動向に注意する必要がある。

注2：<https://www.transportation.gov/buildamerica/library/p3>

注3：たとえば米国高速道路庁（FHWA）が管理する高速道路事業の場合、③の上昇率は25%とされる。

## 2. 事業スキームおよび主要セクター

### （1）PPP事業のスキーム

PPP事業のスキームの分類として、本邦では民間事業者が整備した施設の公共調達主体への所有権移転や運営の順序に応じた、BTO（Build-Transfer-Operate）方式やBOT（Build-Operate-Transfer）方式といった区別が定着しており、運営よりも施設整備に重点が置かれるBTO方式が多いとされる。

米国では、民間事業者が実施する事業内容に応じてDBF（Design-Build-Finance）方式やDBFOM（Design-Build-Finance-Operate-Maintain）方式といった分類が一般的であり、セクターを問わずDBFOM方式により、同一の民間事業者（コンソーシアム）が、施設の設計・建設・維持管理・運営から事業資金の調達まで実施するケースが多数を占める（運輸セクターに関して表1参照）。

また、米国PPP事業のスキームのひとつとして、既存の公共施設を長期リースすることを通じて当該施設を運営する権利を民間事業者に付与する方式があり、これは本邦でいうコンセッションに類似する。同方式では75年や99年など超長期のリース期間（運営期間）が設定され<sup>注4</sup>、民間事業者が公共調達主体に対して支払うリース料が当該運営権の実質的な対価となる。公共調達主体は、これを自らの負債の返済などに充て、民間事業者は当該施設の利用料を直接利用者から徴収することによりかかる投資を回収する。米国では金

融危機以前に、インディアナ有料道路やシカゴスカイウェイなど複数の有料道路事業において長期リース方式が利用されたが、近時の採用例はみられない。

## (2) 主要セクターおよび投資回収方式のトレンド

PPP事業の主要セクターおよび民間の投資回収方式については、日米間で対照的な傾向がみられる。本邦では、PFI法上、運輸セクターも含めて広範なセクターがPPPの対象事業としてカバーされているが、同法の施行以来、PPP事業の実績の大半はサービス対価方式（公共調達主体が需要リスクを負担し、民間事業者に施設整備や維持管理・運営の対価を支払う方式）による文教施設や庁舎などの社会インフラ施設の整備に集中してきた。かかる状況下、本邦においても、空港、有料道路、上下水道施設といった利用料金の収受を伴う既存の公共施設を民間事業者が独立採算方式（民間事業者が需要リスクを負担し、施設の利用者から直接利用料金を徴収する方式）で運営するスキーム（コンセッション）が2011年に導入された。現在のところ、本邦でのコンセッションの利用は限定的であるが、

サービス対価方式に伴う税金支出の軽減や民間の創意工夫の促進などの観点からコンセッションを含む独立採算型PPP事業の増加が期待されており、内閣府がとりまとめているPPP/PFI推進アクションプランにおいても重点的な推進項目とされている。

一方、米国のPPP事業は運輸セクターを中心に展開してきており、比較的最近まで独立採算方式の有料道路事業が多数を占めてきたが（長期リース方式を含む）、近年はアベイラビリティペイメント方式（公共調達主体が需要リスクを負担するサービス対価方式と類似の方式）が増加している（運輸セクターにつき表1参照）。これにはいくつかの理由が考えられるが、金融危機の影響により民間事業者や資金提供者の需要リスクの許容度が減少したことの影響も大きいといわれている。かかる状況で独立採算方式のPPP事業を実施しようとしても、民間事業者によって相応のリスクプレミアムが織り込まれることとなり、この点はバリューフォーマネーの観点からマイナス要因となる。また、実際に上記のインディアナ有料道路やシカゴスカイウェイといった長期リース事業を含む複数の独立採算方式の有料道路PPP事業の経営が悪化したこともかかる傾向に拍車をかけたものと考えられる。なおアベイ

表1 米国運輸セクターにおける主要なPPP事業

事業名	州	事業費 (\$百万)	クローズ	スキーム	投資回収
Chicago Skyway	IL	1,830	2005	長期リース	Toll
Indiana Toll Road	IN	3,948	2006	長期リース	Toll
I-495 HOT Lanes	VA	2,069	2007	DBFOM	Toll
SH 130 Segments 5-6	TX	1,336	2008	DBFOM	Toll
I-595 Managed Lanes	FL	1,834	2009	DBFOM	AP
North Tarrant Express, ph. 1	TX	2,122	2009	DBFOM	Toll
Denver Eagle P3 Rail	CO	2,047	2010	DBFOM	AP
I-635 LBJ Managed Lanes	TX	2,645	2010	DBFOM	Toll
PR-22 and PR-5	PR	1,146	2011	長期リース	Toll
Midtown Tunnel, Norfolk	VA	2,088	2012	DBFOM	Toll
Goethals Bridge	NY/NJ	1,526	2013	DBFOM	AP
North Tarrant Express, ph. 2	TX	1,641	2013	DBFOM	Toll
I-4 Ultimate Managed Lanes	FL	2,878	2014	DBFOM	AP
Rapid Bridge Replacement	PA	1,117	2015	DBFOM	AP
Ohio River Bridges- East End Crossing	IN	1,319	2015	DBFOM	AP
SH 288 Toll Lanes	TX	1,064	2016	DBFOM	Toll
Purple Line Rail Transit	MD	2,650	2016	DBFOM	AP
LaGuardia Airport Central Term	NY/NJ	3,910	2016	DBFOM	AP

出所：連邦運輸省資料などをもとに筆者ら作成（Toll：独立採算方式、AP：アベイラビリティペイメント方式）

ラビリティペイメント方式の場合、支払義務を負う公共調達主体の多くは州やその自治体の関連主体であり、その支払能力や当該支払義務の位置づけ（優先性）の問題もあるが、これまでのところ、こうした問題が、当該事業の事業性やバンカビリティに著しく影響した事例はあまりないようである<sup>注5</sup>。

また米国では、ここ最近では運輸セクターに加えて、水インフラ施設や公立大学施設などの社会インフラ施設がPPP事業の新たなアセットクラスとして期待されている。水インフラ施設については後述のWIFIAプログラムの創設など、連邦政府のサポート体制が整備されつつある。また社会インフラ施設については、総工費10億ドル規模のカリフォルニア大学マーセド校キャンパス拡張事業（2016年）のような大型案件もみられるなど、米国PPPにおける新たなトレンドとして注目されている。

### （3）本邦サービス対価方式と米国アベイラビリティペイメント方式の比較

公共施設やサービスの実際の利用量にかかわらず、公共調達主体が当該施設の利用可能性や民間事業者によるサービスの質に応じて算定される対価を民間事業者に支払うという点で、本邦のサービス対価方式と米国のアベイラビリティペイメント方式は類似するが、両者の内容にはいくつかの相違点がみられる。

まず、施設整備費相当額の取り扱いにおいて大きな違いがある。本邦PPP事業につき内閣府が作成した契約に関するガイドラインおよびモニタリングに関するガイドラインにおいては、公共調達主体が支払うサービス対価を施設整備費相当額と維持管理・運営相当額に分けて、施設完工後は維持管理・運営にかかるサービス水準が基準に満たない場合でも、施設整備費相当額は減額しないというアプローチがひとつの考え方として示されており、実際に多くの本邦PPP事業がこの例によっている。この場合、サービス対価の支払いは実質的には公共調達主体による施設整備費の延べ払いに近いかたちとなり、民間事業者としては施設を完成しさえすれば、公共調達主体からの施設整備費相当額の支払いによる投資回収が可能となる。このため、本邦で定着しているサービス対価方式では、維持管理・運営段階における民間の創意工夫に向けたインセンティブを維持できなくなり、公共サービスの質や効率性の向上というPPP導入の目的が達成できないとの批判もある。

一方、米国においてかかる考え方は一般的ではな

い。同国のアベイラビリティペイメント方式は、施設整備や維持管理・運営を含めて一体として行われるサービスの対価であり（ユニタリーペイメント）、施設完工後であっても、施設の利用可能性やサービスの水準に問題があればアベイラビリティペイメント全体が減額対象となることが通常である。このことは、AP事業契約ガイドでも明記されており<sup>注6</sup>、本邦のサービス対価方式に対する上記のような批判は当たらない。

また、事業期間における物価上昇リスクを一定程度公共側が負担するという考え方は日米共通であるが<sup>注7</sup>、本邦PPPの場合は、物価変動を踏まえたサービス対価の見直しを毎年実施する例のほか、見直しを3年周期とする例や、基準指標の一定以上の変動が認められる場合に限って見直しをする例などいくつかの規定例があるのに対して、米国PPPの場合は、基準指標の変動の多寡にかかわらず、毎年アベイラビリティペイメントの見直しを実施することが標準的な扱いとなる。アベイラビリティペイメントの支払は、毎月払いや四半期払いとなることが多いが、AP事業契約ガイドによれば、たとえば、四半期払いのアベイラビリティペイメントの算式はおおむね以下のとおりとなる。

<p>● 四半期アベイラビリティペイメント</p> $= A \times 25\% - B$ <p>A : <math>MAP_y = ((a)MAP \text{ base} \times K\% \times CPI_y / CPI_{\text{base}} + (b)MAP \text{ base}(1 - K))</math></p> <p>B : <math>QPA = QUA + QVA</math></p>
--

出所：AP事業契約ガイドをもとに筆者ら作成

このうち、A :  $MAP_y$ はy年度のアベイラビリティペイメントの最大額であり、(a) 起算日 (base) におけるアベイラビリティペイメントの最大額 (Maximum Availability Payment) として入札で決定される金額 (MAP base) のK%にy年度開始時点までの消費者物価指数 (CPI) の上昇率を乗じて算出された金額と、(b) かかる金額をMAP baseから差し引いた残額の合計額となる。Aを四等分した金額から、B : 四半期調整額 (QPA : Quarterly Payment Adjustment) を差し引いた金額が四半期のアベイラビリティペイメントの金額となる。四半期調整額は施設の利用不能状態 (Unavailability) を原因とする調整部分 (QUA : Quarterly Unavailability Adjustment) とオペレーターの契約義務違反 (O&M Violation) を原因とする調整部分 (QVA :

Quarterly Violation Adjustment) から成り、利用不能となった箇所や義務の内容、発生した場所や時間帯および修復期間や発生頻度などを考慮して事象ごとに定められたポイント基準に応じて算定される。またアベイラビリティペイメントの下限はゼロとされるのみであり、前述のとおり民間事業者への施設整備費相当額の支払いを確保する枠組みは用意されていない。

注4：主に税制上の要請やリース料（運営権対価）の算定の都合を勘案して、実質的な運営期間よりも長期の期間が設定されるケースが多い。

注5：アベイラビリティペイメントの支払原資としては、税収入その他の一般財源、プロジェクトキャッシュフロー、連邦政府や州政府の補助金などさまざまなものが考えられ、公共調達主体の支払能力も事案に応じて検討されることとなる。

注6・注7：英国モデル（PF2）でも採用されているアプローチである。

### 3. PPP事業における官民リスク分担

#### (1) 需要リスクの分担

適切な官民リスク分担がPPP事業成功の要であることは日米共通の認識であり、完工リスクや運営リスクなどの商業リスクを民間負担とし、需要リスク、物価変動リスク（上記2.（3）参照）、法令変更リスク、不可抗力リスクなど民間側でコントロールできないものについては、事案に応じて公共側が一定のリスクを負担するという考え方も同様である。

たとえば、需要リスクについては、前述のとおり日米ともに、①民間事業者が負担するスキーム（独立採算方式）と②公共調達主体が負担するスキーム（サービス対価方式／アベイラビリティペイメント方式）に大別できるところ、本邦ではここ最近①のタイプが注目されており、米国では逆に①から②へのシフトがみられる点は2.（2）に記載のとおりである。もっとも、需要リスクのプロファイルや民間事業者のリスクテイクに対するスタンスも事案によって異なることに鑑みれば、官民のどちらか一方にすべての需要リスクを負担させる二者択一的方法が常に適切な方法とも限らない。実際に日米両国において①②の中間型として、③官民双方が一定の需要リスクを分担しあう混合方式の例もある。本邦では、愛知県有料道路コンセッション事業において公共調達主体が最低限の施設利用量を保証する一方、利用量が一定値を超えた場合は当該超過部分は公共調達主体が取得することで、需要リスクを官民で分担する方式が採用されている<sup>注8</sup>。米国においても混合方式の活用に向けた議論が活発化しており、たとえば、連邦運輸省のレポート（Revenue Risk Sharing for Highway PPP Concessions

(December 2016)) では、他国の例も参照しながら、バリューフォーマネーへの影響や実現可能性の観点から7通りのアプローチが検討され、これらのうち、独立採算方式を前提としつつ、民間事業者の収入が、入札で提案された一定レベルに達するまで事業期間が継続する仕組み（Present Value of Revenue Mechanism）や、公共側が民間事業者に対して最低収入保証（Minimum Revenue Guarantee）を供与する仕組みが、米国においてももっとも推奨し得るとされている。いずれにしても、混合方式はさまざまなバリエーションが考えられ、需要リスクの分担にかかる交渉の複雑化は避けられないものの、今後米国PPPにおいてかかる方式を採用する事業が増加する可能性がある。

#### (2) 不可抗力リスク・法令変更リスクの分担

不可抗力や法令変更の発生については、官民双方に帰責性がないため、そのリスク分担はPPP事業契約上の大きな交渉ポイントとなるが、日米ともにおおよそのリスク分担モデルが存在する。まず不可抗力に関して、本邦PPPにかかる事業契約では、大規模な自然災害やストライキなど当事者に帰責性がなく予見やコントロールが不可能な事象を一律「不可抗力」と規定し、当事者の義務の免責のほか、当該事象に起因する損害や増加費用の大部分を公共側が負担することや、長期化した場合は事業契約の解約事由となり、民間事業者が公共調達主体から出来形の評価額や施設整備費相当額をもとに算定される解約清算金を受領できることなどが規定される。

これに対して、AP事業契約ガイドやToll事業契約ガイドでは次のとおり規定される。まず、不可抗力事由に加えて公共調達主体の事業契約上の義務違反やその都合による発注条件の変更などを含めて、民間事業者に帰責性のない事由が後発事象（Supervening Event）と総称される。これらが適正な官民リスク分担の観点から公共補償事由（Compensation Event）、延期事由（Delay Event）および不可抗力事由（Force Majeure Event）に分類され、それぞれの事由に応じた効果が規定される（表2参照）<sup>注9</sup>。後述の特定法令変更（Discriminatory Change in Law）およびその他の法令変更も、後発事象（Supervening Event）の一類型としてこのなかに組み込まれる。また、不可抗力事由（Force Majeure Event）は事業存続が困難となる重大な事象に限られ、延期事由（Delay Event）に含まれるほか、これが一定期間継

続した場合は官民の双方に事業契約解約権が付与される。事業契約が解約された場合、公共調達主体から解約清算金が支払われ、これによりプロジェクト会社の金融機関向け債務の残額、回収未済のエクイティ投資やスポンサーローンおよび業務委託の途中解約コストから、プロジェクト口座の残高と保険金を差し引いた金額がカバーされる（つまり、解約清算金は民間の投融资残高を基準に定められる<sup>注10</sup>）。

法令変更リスクについていえば、日米両国において、特定の事業にのみ影響を及ぼす法令変更を原因として発生する増加費用などは、公共側による金銭補償の対象とし、その他の一般的な法令変更に伴う増加費用などは民間事業者が負担するという考え方が原則となる<sup>注11</sup>。この点、AP事業契約ガイドおよびToll事業契約ガイドでは、高速道路事業を念頭に、公共補償事由（Compensation Event）となる特定法令変更（Discriminatory Change in Law）は、①当該事業またはその事業者もしくは主要な業務委託先や、当該事業と類似する交通施設の民間の運営会社のみにて特段の影響がある州や地方自治体の法令の変更、または②（特定事業にのみ影響するものであるか否かにかかわらず）追加的な資本的支出を伴う法令変更とされている。①は上記の原則に従うものであるが、高速道路事業が主に州法によって規制されるという米国高速道路事業における特有の事情を前提に、連邦法とその他の法の取り扱いを区別する点に特徴がある。②は上記の原則の例外といえ、本邦PPPにおいては一般的ではないが、バリューフォーマネーの達成などの観点から、法令変更を原因とする追加的な資本的支出は全般的に公共側負担とされているものと考えられる<sup>注12</sup>。

注8：http://www.pref.aichi.jp/soshiki/douroiji/0831concession.html  
 注9・注10・注11・注12：英国モデル（PF2）でも採用されているアプローチである。

## 4. PPP事業の資金調達

### (1) 民間資金による調達

本邦の場合、当該PPP事業のために設立されたプロジェクト会社に対する民間銀行によるバンクローン（プロジェクトファイナンス）とスポンサーによる出資や劣後ローンによって事業資金の大半がカバーされる。この場合、バンクローンは、当初から建設期間および維持管理・運営期間をカバーするパーマネントローンのかたちをとることが通常である。本邦ではPPP事業向けの民間銀行のバンクローンの供給が十分に行われてきたことや、担保付社債信託法上の取り扱いなどの一部の法的な問題が完全にクリアにされてこなかったことなどから、プロジェクトボンドの利用は定着していない。こうした状況に、本邦で主流の施設整備型のPPP事業においては施設完工後にバンクローンが実行される例が多いことや、バンクローンの金利水準が低いことなども相まって、完工後のプロジェクトボンドによるリファイナンスは、本邦では一般的には行われていない。また、スポンサーは多くの場合、建設会社など自ら業務受託を行う事業会社であり、事業期間を通じてプロジェクト会社への出資持分を保有するケースが多い。

米国においても、プロジェクト会社向けの民間銀行によるバンクローン（プロジェクトファイナンス）が重要なデット性の資金調達ツールである点は本邦と同様であるが、これに加えてプロジェクトボンドの利用が定着している点が本邦と大きく異なる。特に、施設の建設期間中は施設整備費などの支払いのマイルストーンに合わせてバンクローンで柔軟に対応し、施設整備が終了して完工リスクが解消した段階で生命保険会社や年金基金などの機関投資家向けに発行されるプロジェクトボンドでリファイナンスを行うパターンも多く

表2 米国PPPにおける後発事象（Supervening Events）の官民リスク分担

	事象の例	効果
公共補償事由（Compensation Event）	公共調達主体の事業契約上の義務違反・競合施設の建設（独立採算方式の場合）・特定法令変更・公共都合による発注条件変更など	義務の免責・履行期限延長 公共調達主体による金銭補償
延期事由（Delay Event）	不可抗力事由・事業用地の問題（状態・有害物質など）・特定法令変更以外の法令変更・許認可不発行など	義務の免責・履行期限延長
不可抗力事由（Force Majeure Event）	戦争・テロ・核汚染・化学汚染・重大なストライキなど	延期事由としての効果 官民双方に事業契約解約権 公共調達主体による解約清算金支払

出所：AP事業契約ガイドおよびToll事業契約ガイドをもとに筆者ら作成

みられる。なお、米国PPP事業向けのデットのリファイナンスが行われる場合、スポンサーがこれにより得る利益（リファイナンス・ゲイン：典型的には金利の低下などファイナンスコストの減少に伴って増加するスポンサー向けの配当など）を官民で一定の割合で分担するという考え方が普及している。これはリファイナンスによる金融条件緩和の前提となるPPPの事業性について、公共側が一定程度寄与しているとの発想をひとつの背景とするものであり、たとえばAP事業契約ガイドでは、以下の算式により算定されたリファイナンス・ゲインを所定の割合で官民で分担する旨の規定が置かれている<sup>注13</sup>。

● リファイナンス・ゲイン=A-B-その他調整額

A: Post Refinancing Base Case Financial Model (リファイナンスの効果を考慮してアップデートされたベースケースモデル)に基づいて算出されたリファイナンス日以降の配当の現在価値\*

B: Pre Post Refinancing Base Case Financial Model (リファイナンスの効果を考慮せずにアップデートされたベースケースモデル)に基づいて算出されたリファイナンス日以降の配当の現在価値\*

※割引率はともに事業開始当初予定されたエクイティ内部収益率

出所：AP事業契約ガイドをもとに筆者ら作成

米国PPP事業向けのエクイティ投資については、建設業務などを受託する事業会社（戦略投資家）のほか、投資銀行、生命保険会社や年金基金といった機関投資家（金融投資家）の参入もみられる。特に最近では、経営の悪化した事業を機関投資家を買収する動きも出はじめており、2015年5月に年金基金が資金拠出するIFMインベスターズがインディアナ有料道路事業の運営会社を約57億ドルで買収した例や、同年11月にカナダの年金ファンドがシカゴスカイウェイ事業の運営会社を約29億ドルで買収した例がある。かかる状況の背景として、米国のキャピタルマーケットの厚みや成熟した機関投資家の存在もあるが、PPP事業における出資持分の譲渡制限のあり方の影響もあろう。これが厳格に制限されることはエクイティ投資の阻害要因になると考えられるが、AP事業契約ガイドやToll事業契約ガイドでは、①完工後、<sup>かし</sup>瑕疵担保期間終了までの間（通常は実質完工後2年程度とされる。）は、出資持分の譲渡は原則として禁止されるものの、その後は、プロジェクト会社の契約上の義務履行能力に重大な悪影

響を及ぼすと合理的に考えられる場合に限ってこれを制限することや、また②出資者の関連主体（例えば運営主体が同一であるファンド）への出資持分譲渡は（瑕疵担保期間終了前であっても）原則として可能することなどが提案されており、出資持分の譲渡に対する相応の配慮が見受けられる<sup>注14</sup>。

## （2）公的資金による調達

PPP事業の資金調達ツールとしては、民間資金に加えて、公的資金の利用も考えられる。これには公共側によるプロジェクト会社向けの直接投融资、各種補助金や施設整備費の前払いなどさまざまな形態が考えられるが、いずれにしても、資金調達の量的補完やリスクマネーの投入、あるいは金利や期間などの条件緩和を通じた民間参入の呼び水としての側面も重要となる。この観点からいうと、本邦においても独立採算型のPPP事業に対する出資や劣後ローンによるリスクマネーの供給を念頭に置いた官民インフラファンド（株式会社民間資金等活用事業推進機構）が2013年に設立されており、関西国際空港および大阪国際空港コンセッション事業や愛知県有料道路コンセッション事業など複数の独立採算型事業への資金供与が行われている。

一方、米国の公的資金調達メニューは多岐にわたるが、PPP事業の資金調達において重要な位置を占めるのが、連邦政府による個別事業向けの資金援助制度と非課税地方債であろう。これらのうち特に利用頻度が高いのがTIFIAプログラムに基づく有担保劣後融資と私的活動債（PABs）であり、連邦運輸省の公表資料によれば、大半の運輸セクターにかかるPPP事業において、その双方または一方が利用されている。また、2014年にTIFIAプログラムの水セクター版といえるWIFIAプログラムが創設された。これらのメニューの概要は以下のとおりである。

### ①TIFIAプログラム

道路や港湾、鉄道整備事業などの運輸インフラ事業を対象として、交通社会資本資金調達及び革新法（TIFIA：Transportation Infrastructure Finance and Innovation Act）に基づいて連邦運輸省が運営する制度で、（i）有担保融資、（ii）債務保証、（iii）クレジットラインの供与という複数の資金調達支援メニューが用意されている。これらのうち圧倒的に利用頻度が高いのが（i）の有担保融資であり、従前、独立採算方式の事業で活用されてきたが、今般はアベイ

ラビリティペイメント方式の事業での利用例も増加している注15。同融資は、超長期・低金利の公的金融であり、シニアレンダーなどの上位債権者に対する劣後条件が付されるため、民間投融資の呼び水として活用されている。なお、連邦運輸省よりTIFIA有担保融資の融資契約のひな型が用意されており、下記の主要条件を含めて、多くの融資条件は標準化されている。

融資期間	(a) 実質完工後35年または (b) 事業の対象資産の利用可能期間 (useful life) のいずれか短い期間
資金使途	プロジェクトコストまたは既存借入のリファイナンス資金
利用上限	他のTIFIAプログラムのメニューと合わせて総事業費の33% (場合により49%)
金利	TIFIA有担保融資契約の締結時における、融資対象事業の事業期間満了と満期時期が近い米国財務証券の利回りと同等かまたはそれ以上 (通常は民間借入より低金利でかつ固定)
劣後条件	TIFIA有担保融資の担保権はシニア債権者の担保権に劣後し、かつ、キャッシュウォーターフォール上の取り扱いもシニア債権者に劣後する。ただし、借入人の倒産等を理由とするTIFIA有担保融資契約上のデフォルト事由が発生した場合、原則としてTIFIA有担保融資の担保権はシニア債権者の担保権と同順位となる。

出所：TIFIA有担保融資契約のひな型などをもとに筆者ら作成

## ② 私的活動債 (PABs : Private Activity Bonds)

特定の事業を行う民間主体の資金調達支援を目的として発行される地方債の一種である。米国税法上、空港、道路、港湾などの運輸セクターや水セクターなどの特定の事業支援を目的として発行される私的活動債 (PABs) について、起債収入の95%以上を発行日から5年以内に当該特定事業のために使用することなどの条件を満たす場合には、投資家は投資配当への非課税措置を受けることができる。その結果、発行体としても利回りを低く抑えることが可能となり、実質的に民間投資の取り込みと民間事業者の資金調達コストの低減に寄与している。かかる非課税の私的活動債 (PABs) の発行上限額は連邦政府が管理しているが、前述のとおり、陸上交通インフラ向け私的活動債

(PABs) の現行の上限 (150億ドル) の撤廃が検討されている。

## ③ WIFIAプログラム

水インフラ事業を対象として、水インフラ資金調達及び革新法 (WIFIA : Water Infrastructure Finance and Innovation Act) に基づいて米国環境保護庁が運営する制度であり、TIFIAプログラムをモデルとして2014年に創設されたものである。同プログラムにおける有担保融資の条件はTIFIA有担保融資とおおむね同様であり、水インフラ事業における民間投融資の呼び水として期待されている。

注13：英国モデル (PF2) でも採用されているアプローチである。

注14：英国モデル (PF2) でも採用されているアプローチである。なお、本邦PPPの契約に関するガイドラインでも、2013年の改正時に、完工から一定期間経過後の建設会社による出資持分の譲渡制限や、(金融投資家呼び込みの観点から) 無議決権株式の譲渡制限を緩和する考え方が導入されているが、実務上必ずしも定着していない。

注15：連邦資金による補助を受けるアベイラビリティペイメント方式の事業でTIFIA有担保融資を利用する場合、実質的に連邦融資の返済原資に連邦補助金が含まれる点が問題となり得るが、アベイラビリティペイメント自体は民間事業者のサービスに対する正当な対価であることなどに鑑み、許容可能と整理されているようである。

## 5. まとめ

トランプ政権の動向については依然として不透明な部分が少なくないが、米国においてインフラ整備は超党派での取り組みが期待できる分野といわれており、その有力な推進ツールとして、同国におけるPPPの重要性に今後も揺るぎはないと考えられる。また現時点においてもすでに、アベイラビリティペイメント方式の定着、対象セクターの広がり、豊富な資金調達メニューや英国モデルの取り込みなど、同市場参入に向けた好材料が見受けられ、実際に欧州やカナダ、オーストラリアなど米国外の事業者や機関投資家の参画も活発化している。筆者らも引き続き米国PPP市場の動向を注視し、微力ながら本邦企業の同市場への進出をサポートしていきたいと考えている。

\*本稿は2017年8月29日開催のJOIセミナーを、一部加筆のうえ記事化したものです (共催：パーカー&マッケンジー法律事務所 (外国法共同事業)、後援：JBIC)。