

PFIにおけるファイナンス的側面について

～インセンティブとしての役割～

はじめに

PFI (Private Finance Initiative) は、その名称が示唆するように、公共サービス提供に際して民間資金を利用することが特徴の一つとされている。しかしながら、PFIの他の特徴－リスク移転や一括発注－に比べ、その理論的根拠は必ずしも明確ではない¹。このような状況下で、11月15日に内閣府より公表された「PFI推進委員会報告－真の意味の官民のパートナーシップ（官民連携）実現に向けて－」は、金融機関のモニタリング機能の重要性を明示的に位置づけている。本稿ではこの考え方の妥当性も含め、PFIにおけるファイナンス的側面について考察する。

1. PFIの特徴

PFI（あるいはPPP）の特徴については以下のように要約できる²。第一に、PFIは公共部門から民間主体への業務委任というPrincipal-Agent関係を基本としている。公共部門は民間主体の行動を直接コントロールできないため、ゲーム理論／契約理論的なモラルハザード問題が生じていると考えられる。このような状況において、民間主体へのリスク移転は、業績に応じた報酬と共に、民間主体が適切な行動を選択するためのインセンティブとして機能していると解釈できる。第二に、PFIは該当の公共施設について民間の事業主体への所有権の移転を伴う。これは、明示的に契約に記述不可能な事象について

も、所有権を通じてインセンティブをコントロールするものだと解釈できる³。第三に、PFIは長期に渡る一連の業務を含んでおり、複数の業務間において外部効果が発生していると考えられる。このような状況において、建設・運用に係る一括発注は両業務間の外部効果の内部化であると解釈できる。第四に、PFIにおいては事業は専ら民間資金によってファイナンスされる。本稿は最後の点の理論的基礎を考察する。

2. 民間資金の活用のネガティブな効果

直観的な議論に基づけば、PFI事業主体による資金調達にはむしろネガティブな効果をもたらすと考えられる。

2. 1 公債との比較

公共施設建設における資金調達手段として伝統的手法である公債発行との比較が議論の出発点となる。一部の自治体に例外はあるにせよ、一般的に、公債による資金調達コストの方が、民間主体であるPFI事業主体による資金調達よりも低いと考えられる。従って、「民間資金の活用」それ自体には調達コストの優位性は存在しない⁴。

2. 2 外部主体へのリスク移転

さらに、伝統的な企業金融理論に従えば、以下にみるようにPFI事業主体が直接的に民間資金をファイナンスすることは正当化されない。一般にPFI

¹ 最近ではむしろPPP (Public Private Partnership) の用語が多用されるのはこのことと整合的である。

² 初めの3点については、過去の本欄 (2007年1月号、7月号) において議論している。

³ 契約理論における「不完備契約」の一例だと考えられる。

⁴ なお、PFI導入当初の英国では、公的債務の水準低下が「政治的に」重要であったという説はある。しかし言うまでもなく、これは経済学的議論とは無関係である。

事業主体が資金調達を行う場合、資金供給者である外部主体に PFI 事業主体が負うべきリスクの一部が移転すると考えられる。例えば、株式を通じて資金調達した場合は、配当として利益の一定比率が株主へ支払われる。これはリスクの一定比率が株主へ移転することに他ならない。一方、負債を通じて資金調達した場合は、倒産時のリスクが債権者へ移転すると考えられる⁵。従って、外部資金の調達は一般に借り手が適切に行動するインセンティブを歪める方向に機能する。

3. 民間資金の活用のポジティブな効果

より最近の企業金融理論は、債権者の行動も明示的に考慮した上で、そのインセンティブを議論するようになっている。Principal-Agent 関係を内包する PFI においては、第 1 章で言及したものも含め種々のモラルハザード問題が生じる可能性があるため、債権者の行動に対するインセンティブにも注意を払うべきである。このような場合は、PFI 事業者による資金調達はインセンティブの観点からポジティブな効果をもたらし得る。

3. 1 モニタリング機能

銀行等の債権者によるモニタリングは実務的にもしばしば言及される。しかしながら、一般に複数の債権者が存在する場合は、ある債権者は他の債権者のモニタリングの結果にフリーライドすることが合理的であるため、適切なモニタリングを行うインセンティブをもたない。しかしながら、債権者を少数に集中させたり、担保の優劣構造を適切に設計することにより、債権者にモニタリングを行うインセン

ティブを与えることが可能である⁶。このような場合は、1 章で言及した PFI におけるモラルハザード問題の対処を補完することになる。

3. 2 Soft-Budget Constraint 問題の緩和

対象とする公共事業の運営は長期に渡るため、事業の不調が明らかになり次第、早急に清算することが社会的に望ましい状況があり得る。しかし、債権が少数の金融機関等に集中している場合は、少ない確率であっても事業が再生した時に債権者が得るリターンが大きいと、非効率な救済を実施する誘引が存在することがある。特に公共事業の文脈においては、事業が失敗したとしても、公共部門は救済を図る可能性が高いと考えられる。更に、事業主体も、このような非効率な救済が行われることを予期して、事前の段階で不適切な行動を取る可能性が生じる。この問題を Soft-Budget Constraint 問題と呼ぶ。

公共事業における Soft-Budget Constraint 問題の緩和のためには、事業主体は、多数、かつ、民間の主体から資金調達を行うことが有効である。多数の債権者の存在は、救済のための合意を困難とするコミットメントとして機能し、また、民間主体の方が公共事業の清算に対してより中立的な判断が可能となると考えられるためである。

以上、債権者の行動を通じた、二つの異なるモラルハザードへの対処を概観したが、前者においては一般に少数の集中した債権者が望ましく、後者においては、多数の分散した債権者が望ましいという結果になっており、状況に応じて適切な選択が必要である。

⁵ なお倒産が生じない場合は、PFI 事業主体は固定額である利子を支払った後も依然として「残余請求者」であるため、インセンティブは歪まない。

⁶ ただし、経済全体としてリスク分散化の不徹底というコストを負担することになる。

4. 結論

- PFIにおける民間資金活用は他の諸特徴に比べて理論的基礎が明確化されていない。
- PFI事業主体による資金調達は、良い面と悪い面の両方をもつ：
 - (1) 公債による場合と比較して、それ自体では調達コストを増加させる
 - (2) 外部主体にリスクを移転するため、インセンティブ構造を歪める

(3) 債権者が少数の場合は、債権者がモニタリングを行う効果をもつ

(4) 債権者が多数の場合は、Soft-Budget Constraintを緩和する効果をもつ

- 民間資金活用の是非は状況による。また、活用する場合においても、資金調達方法は、状況に応じて適切なものを選択する必要がある。

(日本経済研究所 経済調査部長 小田圭一郎)