

## 自治体財政 改善のヒント 第102回

# 公民連携ファイナンスを銀行はどう見ているか 無担保・無保証に代わる信用補完が関心事

大和総研政策調査部 主任研究員 鈴木 文彦

### 公民連携ファイナンスとSPC

公民連携ファイナンスの基本形を図に示した。海外プラント整備等で登場するプロジェクトファイナンス（以下「PF」）と骨格は同じである。コーポレートファイナンスが会社に対する投融資であるのに対し、PFは会社が個々に取り組むプロジェクトに対する投融資である。投融資先はプロジェクト別に立ち上げたSPC（特別目的会社）となる。SPCは会社から独立しており、仮に会社が破たんしてもSPCに累が及ぶことはない（倒産隔離）。またSPCが破たんしても会社に求償されることはない。SPCに対する貸し出しをノンリコースローンという。ひらたく言えば無保証人の貸し出しであり、プロジェクトの収益が唯一の償還原資となる。

公民連携ファイナンスの当事者は会社ではなく自治体である。いわゆるPFと異なりプロジェクトより自治体の信用力が高いので倒産隔離ニーズはない。プロジェクトとはいえ案件の内容は不動産（アセット）が多く、主な収益源は賃貸料だ。公共施設なので、公共性を棄損しないよう運営に自治体の意向を反映させないわけにはいかない。完全なオフバランスにはなりえない点で不動産流動化とも異なる。

公民連携ファイナンスにおいてSPCは、自治体と民間事業者、特にスポンサーとの連携の紐帯と

なる。スポンサーとは、自ら資金拠出してプロジェクトを主導する役職で、施設整備や維持管理を担う会社が兼務するケースが多い。SPCを立てるのは分離分割発注や一般競争入札など自治体の発注原則から切り離すためでもある。

自治体とスポンサーを主軸に、建設、維持管理、資金調達など様々な役割からなるプロジェクトチームが結成されるが、これも各当事者とSPCとの契約を通じて結びつく。SPCはプロジェクトの「依り代」でもある。建設事業の共同企業体（JV）やコンテンツ制作の製作委員会にも似ているが、公共施設プロジェクトは整備して終わるのではなく完成後も継続して運営を担う。

### 銀行からみた公民連携案件のリスク

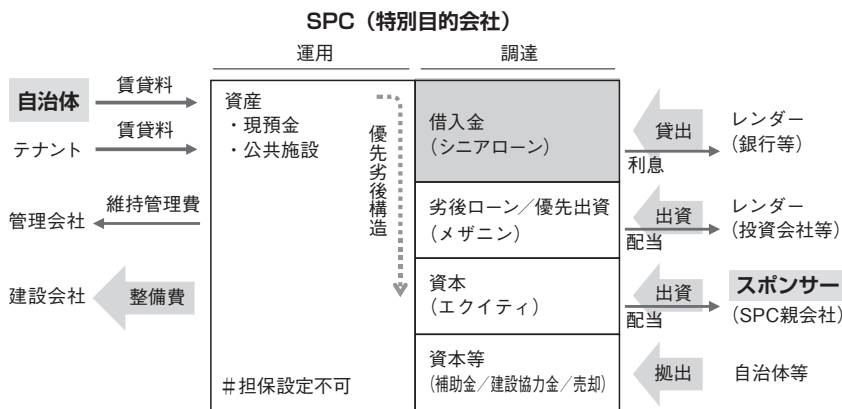
図で、SPCの貸借対照表の貸方（右側）は資金調達を意味する。上階の銀行借入から下階の資本受入に至る「優先劣後構造」が特徴だ。ここで、銀行の視点から公民連携ファイナンスを考察する。

90年代、観光開発のため第三セクターが自治体の債務保証を後ろ盾に借入を膨らませて社会問題となった。このため自治体が公民連携において債務保証をすることはない。公民連携ファイナンスはノンリコースだけでなく、公共施設への担保設定も原則不可能である。それだけに、返済可能性の評価において公共施設によるキャッシュフロー創出力の重要性は高い。

他方、銀行はじめ預金金融機関はリスクを取らない。貸出原資が預金で、公共インフラとも言える決済ネットワークを危険にさらすわけにはいか

すずき・ふみひこ 1993年立命館大学卒、七十七銀行入行。財務省出向（東北財務局上席専門調査員、2004-06年）等を経て08年に大和総研。単著に「自治体の財政診断入門」、「公民連携パークマネジメント」（いずれも学芸出版社）。中小企業診断士

図 公民連携ファイナンスの基本形とキャッシュの流れ



出所：大和総研作成

ないからだ。よって、銀行が公民連携ファイナンスに取り組む場合、担保や保証に代わる信用補完策に知恵を絞ることになる。

頭金など様々な信用補完策

具体的にどう考えるか。第1の信用補完策は「頭金」だ。総事業費に対する自己資金を増やし、不測の資金流出に備えるバッファとする。頭金を自治体が拠出した場合、SPCは公民出資の第三セクターに分類されることになる。同じ資金拠出とはいえ、かつて問題になった三セクの放漫経営に対する赤字補てんと異なる点に留意が必要だ。

自己資金を増やすことは借入額を減らすことでもある。貸し手にとって保全の常道は担保評価額を貸出上限とすることだ。担保物件の売却可能額に6～7割程度の掛け目を反映したものが担保評価額となる。担保設定できない公共施設とはいえ、これまでの事例を見ると貸出額は担保評価額以内に抑えられていることがうかがえる。

優先劣後構造も信用補完策の1つである。プロジェクトから得られる収益を享受する順序に差をつけることだ。もっとも早く受け取るのがシニアローン、銀行貸出金である。優先的に充当されるが利回りは低い。劣後ローンや優先出資のメザニンがこれに次ぎ、余剰をエクイティたるスポンサーが受け取る。メザニンはエクイティとシニアローンの間の「中2階」を意味する。メザニン、エ

クイティの利回りは高いが収益次第で配分ゼロとなるリスクもある。銀行の返済期間が終了してから償還が始まるという順序のつけ方もある。いずれにせよ、銀行の元利償還はメザニン、エクイティを担う資金提供者に「守られる」のが特徴だ。

公民連携ファイナンスの資金調達といえば、補助金は返済や配当の必要がない低コスト資金である。貸借対照表の

純資産に計上されるので資金調達手段の1つに違いない。図書館や保育園など自治体の直営施設の場合は、将来の店子からは敷金や建設協力金名目の資金調達が可能だ。自治体による床の引受（自治体への売却）も資金調達策の1つである。

収益担保による二重三重の保全策

銀行から見れば、公共施設が生み出すキャッシュが唯一の返済財源だ。他の利害関係者に先んじて回収すべく優先劣後構造に実効性を持たせる必要がある。公共施設の賃料債権を譲渡担保の方法で担保取得するようなことだ。事業性の評価次第だが、償還に万全を期すためなお一層の保全を固めるケースもある。賃貸料が入金される普通預金通帳を銀行が占有するのは、SPCのスポンサーによる資金繰り流用を予防する意味もある。「代理受領」という非典型担保を取るケースがある。賃貸料をSPCを通さず銀行が直接受領する保全策だ。

返済財源の出元をおさえる方法、すなわち賃貸料の支払いを予約できればなお安心だ。相場に多少上乗せした坪単価、返済期間中の満室を想定した金額で債務負担行為を設定させる手法である。アパート経営という満室保証と同じで、稼働率の上下に関わらず返済財源を確保でき、銀行は償還リスクをほとんど取らずに済む。一方、自治体からみれば自らの信用に依拠する固有の負債と変わらなくなってしまうのが課題だ。

G