

## 日本型 PPP/PFI 制度における資産流動化の制度的課題と再設計可能性の研究

鈴木 智子

東洋大学大学院 経済学研究科 公民連携専攻 修士課程

【目次】	頁
第1章 問題設定と研究目的	1
1 問題設定	
2 本稿の目的	
3 本稿の構成	
第2章 既往研究の整理と研究動向	2
1 PPP/PFI 研究の展開と金融化の視点	
2 国内研究と日本の制度的特質	
3 本研究の視点と位置づけ	
第3章 分析の視点と理論的整理	4
1 エクイティ流動化をめぐる従来の説明と課題	
2 本稿の主要概念：制度・運用・蓄積	
3 分析枠組み	
第4章 日本型 PPP/PFI における株式譲渡制度と運用構造	6
1 SPC 株式譲渡に関する制度的位置づけ	
2 承認制度と行政裁量の構造	
3 情報開示・ガバナンス構造の特徴	
4 制度運用の蓄積が市場形成に与える影響	
第5章 海外における PPP/PFI 資産の流動化と資本市場活用	9
1 比較の枠組みと分析視点	
2 ケース1：英国	
3 ケース2：インド	
4 ケース3：韓国	
第6章 比較制度分析：エクイティ流動化をめぐる制度構造の類型化と示唆	22
1 制度構造の類型化	
2 公共性と流動性の機能分離という制度原理	
3 行政裁量・予見可能性・制度運用の蓄積	
4 日本型 PPP/PFI 制度の相対的な位置づけ	
第7章 研究の結論と今後の展望	25
1 本研究の目的と主要成果の総括	
2 本研究の理論的・政策的意義	
3 今後の課題と結論	

# 第1章 問題設定と研究目的

## 1 問題設定

日本における PPP/PFI 制度は、公共主体による監督・管理の下で民間の資金・ノウハウを活用し、公共性と効率性の両立を図る長期契約型の公共サービス提供手法として発展してきた。しかし、日本型 PPP/PFI 市場では、事業成立後の SPC 株式譲渡やエクイティの二次取引が継続的な市場として定着しているとは言い難い。すなわち、投資家の参入・退出が制度的に予定された形で一般化・慣行化している状況にはない。

制度上、日本の PFI 事業において SPC 株式譲渡は一律に禁止されておらず、公共主体の承認を前提として一定の条件下で認められる構成が一般的である。しかし、運営段階での株式譲渡は実務上公共サービスの継続性維持の観点から慎重に扱われやすく、投資家が将来的な株式譲渡の可否や条件を合理的に見通すことが困難な構造にある。

これに対し、英国では上場インフラファンド等が多数の PFI 事業の SPC 株式（エクイティ持分）を取得し、建設完了によりリスク構造が安定化した案件を対象とした二次取引市場が形成されている（NAO 2012; 2018）。英国の事例は、案件規模や収益性が必ずしも突出していない事業であっても、制度設計及び運用次第でエクイティ取引が市場として成立し得ることを示している。この事実は、日本における流動化の停滞が、単なる経済的条件だけでなく、制度運用に内在する構造的要因に起因している可能性を示唆している。

日本の PPP/PFI 制度では、公共サービスの安定性を最優先とする運用が広く共有されてきた。個別案件における承認判断や行政裁量は、公共性確保の観点から一定の合理性を有するものと解釈できる。その一方で、こうした実務の蓄積は「前例・慣行」として制度全体の運用様式に影響を与え、結果として投資家の予見可能性や退出可能性を低下させる構造を形成しうる。

すなわち、日本型 PPP/PFI 制度におけるエクイティ流動化の停滞は、制度上の明文規定の有無のみでは十分に説明しきれない側面を有している。本稿では、制度が実務上どのように運用され、その判断が反復・共有されることを通じて、どのような運用上の期待や行動規範が形成されてきたのかを分析対象とする。なお、本稿において「エクイティ流動化」とは SPC の株式譲渡等を通じた出資持分の移転に加え、インフラファンド等の投資ビークルを介した取得・保有・売却を通じて、回収資金が再投資へ接続される資本循環の過程を含む概念として用いる。

## 2 本稿の目的

本稿の目的は、日本型 PPP/PFI 制度におけるエクイティ流動化の停滞要因を、制度設計と制度運用の相互作用に着目して解明することにある。具体的には、株式譲渡に対する承認制度や行政裁量のあり方、および情報開示やガバナンス構造がいかにかまって、現在の限定的

な市場構造を形作ってきたのかを検討する。

本稿では、明文化された制度規定と実務における判断基準・運用慣行との関係構造を分析の柱に据える。それらが投資家の意思決定（参入・退出行動）に与える影響を検討することで、流動化停滞の構造的要因を明らかにする。最終的には、その帰結を「制度—制度運用—市場構造」という三層の分析枠組みとして整理し、日本型 PPP/PFI の制度的特性を明確化することを目指す。

### 3 本稿の構成

本稿の構成は以下のとおりである。第2章では、PPP/PFI およびエクイティ流動化に関する既往研究と国際的動向を整理し、本研究の位置づけを明確にする。第3章では、本稿の分析視点として、制度設計と制度運用の相互作用に着目し、「制度—制度運用—市場構造」の分析枠組みを提示する。第4章では、日本型 PPP/PFI 制度における株式譲渡制度の位置づけ、承認制度と行政判断、情報開示・ガバナンス構造を整理し、制度運用の蓄積が市場形成に与える影響を検討する。第5章では、比較制度分析として、流動化市場が先行する英国に加え、独自の発展を見せるインドや韓国の事例を対象とし、日本制度の特徴を相対化する。第6章では、これまでの分析から得られた知見を総括し、日本におけるエクイティ取引活性化に向けた制度再設計への政策的含意を提示する。第7章では、本研究の成果と意義をまとめ、今後の課題を整理して結論とする。

## 第2章 既往研究の整理と研究動向

本章では、PPP/PFI 制度における資金調達および資産流動化に関する既往研究を整理する。あわせて、海外における PPP/PFI 制度および関連研究を参照し、制度比較において検討すべき論点を抽出する。既往研究の整理を通じて、日本においてエクイティ流動化や資本市場を通じた資金循環が十分に進展していない要因を明らかにし、本研究の分析視点と位置づけを示す。

### 1 PPP/PFI 研究の展開と金融化の視点

PPP (Public-Private Partnership) および PFI (Private Finance Initiative) は、1990年代の英国を起点に制度化され、公共インフラ整備における官民連携の主要手法として発展してきた。英国の PFI では、契約の標準化や情報開示の進展を背景に、事業期間中の株式譲渡が制度的に許容され、エクイティ取引が市場慣行として定着している。

既往研究では、SPC のエクイティが一定の流動性を有する投資対象として機能してきたことが示されている。その際、エクイティ取引の成立や収益性は、案件固有の条件のみならず、

株式譲渡に関する契約上の規律、情報開示の水準、参入主体の特性といった制度的・構造的  
条件とも関連して分析されてきた (Vives et al., 2006 ; NAO, 2012 ; Stafford et al.,  
2022)。

さらに近年では、PPP/PFI の展開を「金融化 (financialization)」の視点から捉える研究  
も蓄積されている。これらの研究は、公共インフラが長期・安定的なキャッシュフローを生  
む資産として金融市場に組み込まれていく過程を分析し、エクイティ流動化や二次市場の  
拡大を、契約設計、制度的枠組み、投資ビークルの構造、資本市場の動向と結びつけて説明  
している。

このように、PPP/PFI 研究はリスク配分論や不完全契約理論を基礎としつつも、近年では  
契約構造にとどまらず、制度設計や市場構造を含むより広い分析枠組みへと展開している。  
本稿は、こうした研究潮流を踏まえ、エクイティ流動化を「制度—制度運用—市場構造」の  
相互作用として捉える視点を採用する。

## 2 国内研究と日本の制度的特質

日本の PPP/PFI に関する国内研究は、主として公共財政および資金調達構造の観点から  
制度の特質を分析してきた。既往研究では、その帰結として、日本の PFI が銀行融資に強く  
依存し、資本市場を通じた資金循環が限定的である点が指摘されている (国土交通政策研究  
所 (2005))。

2011 年の PFI 法改正により導入されたコンセッション制度は、運営権の譲渡や担保設定  
を制度上明確化させた。しかし、これらは主として運営権型事業を対象とした特例的な整備  
であり、所有権移転を伴わない従来型 PFI におけるエクイティ流動化を一般化・促進する枠  
組みには必ずしも接続していない。

近年では、日本型 PPP/PFI の制度構造を公共財政とファイナンスの両面から再評価する  
研究がみられる。中村 (2025a, 2025b) は、公共財政構造が PFI を通じた市場型資金調達の  
必要性を相対的に低下させている点を指摘するとともに、従来型 PFI とは異なるファイナ  
ンス構造の可能性として、SPC スキームの簡素化や新たな資本参加手法を提示している。

以上の国内研究を総合すると、日本の PPP/PFI においてエクイティ流動化を中心とする  
資産流動化が進展していない背景には、案件規模や収益性といった経済条件に加え、公共財  
政制度、資金調達に係る国内慣行、SPC スキームを含む制度設計上の要因が重層的に作用し  
ていると整理できる。一方で、エクイティ譲渡や二次市場形成を制度横断的に検討し、承認  
基準、情報開示、評価体制を通じて投資家の参入・退出の予見可能性を分析した研究は依然  
として限られている。

### 3 本研究の視点と位置づけ

既往研究を踏まえると、日本における流動化の停滞は、マクロ的な財政構造のみならず、株式譲渡を規律する契約・制度設計と、公共側の承認・監督というミクロな運用の相互作用として捉えることが有効である。

とりわけ日本においては、株式譲渡が「行政の承認対象」であるという制度的特徴の指摘にとどまり、その具体的な承認判断や情報管理が、いかに「前例・慣行」として蓄積され、投資家の期待形成を拘束してきたのかを解明した研究は少ない。

本研究は、制度設計と制度運用の相互作用、ならびに判断の反復が市場構造として定着していく過程に着目し、日本型 PPP/PFI における流動化停滞の要因を構造的に検討する。

次章では、この分析のために用いる概念定義と枠組み（制度—制度運用—市場構造）を提示する。

## 第3章 分析の視点と理論的整理

### 1 エクイティ流動化をめぐる従来の説明と課題

第2章で概観した既往研究に基づけば、エクイティ流動化の規定要因に関する議論は、大きく二つの視点に整理できる。

一つは、案件規模や収益性、需要リスク等の「経済条件」に着目し、投資対象としての魅力が市場形成の成否を決定づけるとする立場である。この視点は、投資家が意思決定を行う際の基礎的要因を的確に捉えている。しかし、海外では必ずしも高収益ではない案件でも市場が成立している事例を鑑みれば、日本における停滞を経済的側面のみで説明することには限界がある。

もう一つは、契約構造やガバナンスといった「制度設計」が投資家行動に与える影響を重視する制度的アプローチである。これは長期的な契約構造や情報の非対称性を前提に、市場形成との相関を分析しようとするものである。

本稿はこれらの知見を踏まえつつ、明文化された制度の背後にある「制度運用」の観点を理論的に位置づける。すなわち、制度が実務においてどのように解釈・適用され、その判断の反復がいかなる市場帰結として定着するのかを分析する。

### 2 本稿の主要概念：制度・運用・蓄積

本稿の分析を精緻化するため、以下の通り概念を定義する。

まず、「制度」とは、法令、ガイドライン、標準契約等により明文化されたルールを指す。また「制度運用」とは、それらが個別案件においてどのように解釈・適用され、行政判断として行使されるかという実務プロセスを指す。

本稿が特に重視するのは、これら実務の積み重ねである「制度運用の蓄積」である。これは、個別案件における合理的な判断が反復され、前例や慣行として共有されることで、制度の運用様式が一定の方向へ収斂していく過程を意味する。こうした蓄積は、明示的な制度改正を伴わずに進行するが、市場参加者は過去の判断傾向から「将来の退出可能性」を予測する。そのため、運用実態が退出に対して慎重な傾向として蓄積される場合、投資家は将来的な承認取得の不確実性を織り込まざるを得ない。その結果、退出に伴うリスクプレミアムや交渉コストが上昇し、実質的な取引コストとして作用することで、流動性を抑制する要因となる。さらに本稿では、SPC/SPVの株式・持分の移転（出資者変更）や支配権変更（Change of Control）、リファイナンス等、事業の資本関係または意思決定主体に影響を与える一連の事象を総称して、「資本・支配構造の変更」と呼ぶ。

なお、本稿では、資本・支配構造の変更を分析上の二類型に区分する。第一は、実質的支配の移転を伴わない持分の移転一般（株式譲渡・出資者変更）である（以下、(i) という）。第二は、事業運営に対する実質的な支配主体が移転する支配権変更（Change of Control）である（以下、(ii) という）。ここでいう「支配権変更」とは、一定比率以上の議決権移転、取締役選任権の移転、最終受益者の変更等により、プロジェクト会社の意思決定に対する実質的支配が移転する事象をいう。比較制度分析（第5章）では、各国の文献上の用語（出資者変更、持分変動、株主変更等）を尊重しつつも、最終的には当該事象が（i）にとどまるのか、（ii）に該当するのかという分析軸に基づき整理する。

加えて、日本で一般に用いられるSPC（Special Purpose Company）と、諸外国で用いられるSPV（Special Purpose Vehicle）は、法形式や呼称に差異がある。本稿では、PPP/PFI事業を専属的に担うプロジェクト会社という機能に着目し、これらを同一の分析単位として扱う。各国の記述においては原文の用語を尊重するが、分析上は同義として整理する。

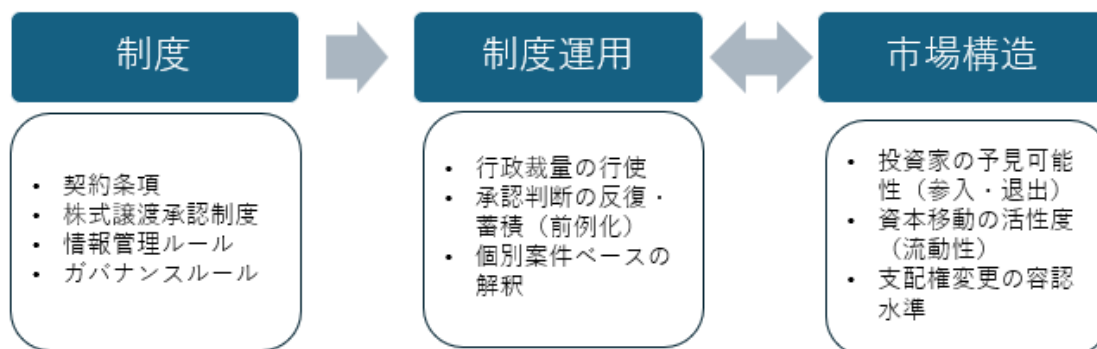
### 3 分析枠組み

以上を踏まえ、本稿では、日本型PPP/PFIにおけるエクイティ流動化を、「制度」「制度運用」「市場構造」という三層の関係として整理する分析枠組みを提示する（図1）。これは、PPPを制度・契約・金融手段の組合せとして統合的に捉える既往研究の視点（Vives, Paris, & Yescombe, 2006）を参照しつつ、日本型PPP/PFIに特有の制度運用の蓄積と市場帰結の関係を明示化するために再構成したものである。

図1に示すとおり、本稿の枠組みは次の三要素の相互作用に着目する。

1. 制度（契約構造）：株式譲渡や承認に関する明文規定
2. 制度運用（行政裁量・慣行）：行政による監督・承認判断の具体的なプロセス
3. 市場構造（参入・退出条件）：投資家の予見可能性に基づく、実際の資本移動の実態

図1 分析枠組み：制度—制度運用—市場構造の相互作用



(Vives, Paris, & Yescombe, 2006 のフレームワークを参考に筆者作成)

本枠組みは、不完全契約理論が前提とする契約の不完全性および行政裁量の存在を出発点としつつ、制度文言と制度運用の反復が市場参加者の期待形成を通じて市場構造を規定する過程を説明する中範囲的分析装置として位置づけられる。理論構築そのものを目的とするものではないが、「制度運用の蓄積」という概念を導入することで、制度変更を伴わない市場構造の形成過程を説明する視角を提示する。

本枠組みの特徴は、合理的な行政判断の蓄積が、明示的な制度改正を経ることなく、制度運用の蓄積が期待形成を通じて市場構造を変化させる可能性を示す点にある。次章以降では、この三層構造に基づき、日本型 PPP/PFI の制度・運用・市場構造の連関を分析する。

## 第4章 日本型 PPP/PFI における株式譲渡制度と運用構造

### 1 SPC 株式譲渡に関する制度的位置づけ

第3章で示したとおり、本稿は制度運用の蓄積が市場構造に与える影響を分析の起点とする。本章では、その蓄積がいかなる制度的前提および運用構造の下で形成されてきたのかを明らかにするため、まず株式譲渡に関する制度的位置づけと承認構造を整理する。

日本型 PPP/PFI 制度は、民間資金の調達それ自体を主目的とするというより、公共主体が最終責任を担保しつつ、民間の技術や運営ノウハウを導入することで公共サービスの効率性を追求する手法として発展してきた。こうした制度設計の背景には、日本の公共財政構造および資金調達慣行（第2章第2節参照）がある。

この文脈において、民間資本は主として効率性向上の手段として位置づけられ、市場型資金循環を前提とする制度設計とは異なる発展を遂げてきた。したがって、諸外国の PPP/PFI に見られるような、事業期間中の出資者交代やリファイナンスを制度上の前提として積極的に受容する構成は、必ずしも想定されてこなかったと解釈できる。

このような制度的背景の下、第1章で述べたとおり、日本のPPP/PFI制度ではSPC株式譲渡は承認制度の対象として位置づけられている。株式譲渡は資本効率を追求する「金融取引」としてではなく、事業の安定性に影響を及ぼし得る「運営主体の変更」として整理され、公共主体による個別的な承認判断の対象とされてきた。

## 2 承認制度と行政裁量の構造

株式譲渡に関する承認制度は、公共サービスの継続性確保という観点から、個別案件においては一定の合理性を有する。しかし、その承認基準や判断プロセスが全国的に標準化されているとは言い難く、実際の判断は各自治体の運用実務に強く依拠する構造となっている。

PFI法や標準契約書において承認の必要性は示されているものの、具体的な審査項目や判断基準については明確な全国統一基準が提示されているとはいえず、個別案件の契約内容や自治体の内部運用に委ねられる側面が大きい。その結果、承認判断は形式的要件の確認に加え、個別事情を考慮し得る構造となっている。このような制度設計は柔軟性を確保する一方、投資家にとっては承認可否の予見可能性が必ずしも高いとはいえない。

## 3 情報開示・ガバナンス構造の特徴

前節で整理した制度理念の下では、株式譲渡は市場取引というよりも事業統治の問題として扱われる。その結果、情報開示およびガバナンス設計は、外部投資家による価値評価よりも行政監督を主目的として構築される傾向にある。公共主体は契約当事者として運営権者（SPC）から運営・財務情報の報告を受けるが、これらは主として行政による監督を目的として設計されている。

モニタリングに関するガイドライン（平成30年）においても、要求水準の履行確認やサービス対価支払との連動が強調されており、外部投資家による事業価値評価を支援する視点は限定的である。そのため、投資家による案件間の横断的比較を可能にする体系的な情報公開は未だ途上にある。こうした設計思想の差異は、投資家の参入・退出を前提とする市場形成を阻害する制度的障壁として機能し得る。

## 4 制度運用の蓄積が市場形成に与える影響

前節までの検討から、日本型PPP/PFIの流動性が制度設計および運用慣行により制約されている可能性が示された。本節では、これら「制度運用」の実態をより具体的に解明するため、事業経験者への半構造化インタビュー調査の結果を整理・分析する。なお、本調査は6名を対象とした補助的なインタビューであり、そのサンプル数には限りがある。したがって、本調査の結果をもって日本全体の動向を統計的に一般化することは困難であるが、制度運用の現場における具体的な論点や、実務者の認識の傾向を抽出する質的知見として位置

づけるものである。

### (1) 調査の概要

2025年8月から11月にかけて、民間事業者、金融機関、有識者の計6名を対象にヒアリングを実施した。調査の詳細は表1の通りである。

表1：インタビュー調査の概要（サマリー）

立場・所属	主な関与領域	実施方法	実施時期	主な論点
有識者 制度・政策経験者	制度・政策	対面	2025年9月	制度設計
有識者 制度運用関係者	制度設計・運用	対面	2025年8月	承認運用、裁量
民間 事業会社	運営・投資	対面	2025年8月	収益性、契約
金融 金融機関	ファイナンス	オンライン	2025年9月	投資判断、流動性
金融 金融機関	ファイナンス・二次市場	対面	2025年11月	投資判断、流動性
有識者 業界団体	制度・政策	対面	2025年9月	制度設計

### (2) ヒアリング結果の分析と考察

インタビュー結果から、制度運用の蓄積に関して以下の四つの特徴が確認された。

#### ① 行政主導の保守的運用

自治体側の専門知識の不足から、モニタリング判断が保守化しやすく、事業者側の創意工夫が実務レベルで抑制される傾向が指摘された。これは、第3章で定義した「行政裁量」が、リスク回避的な方向で「運用慣行」として蓄積されていることを示唆している。

#### ② 承認プロセスの不透明性と予見可能性の低下

株式譲渡や事業主体変更に関する承認基準の曖昧さや、自治体ごとの判断の差異が、実務上の不確実性として認識されていることが示された。特に、譲渡実績が乏しいことがリスク評価を困難にし、将来的な退出の見通しを立てにくくしているとの指摘があった。このような不確実性は、投資家の参入・退出判断を慎重化させ、市場形成を抑制する一因となっている。

#### ③ 情報開示の行政偏重と標準化の欠如

金融機関等からは、案件ごとに情報管理の方法や開示形式が異なることが、PFI 資産の投資対象化を妨げているとの指摘がみられた。情報が個別管理され、様式も統一されていないため、外部投資家が事業価値を横断的に比較・評価することが困難となっている。その結果、必要な情報を収集・整理するためのコストが高止まりし、ポートフォリオ投資の成立を阻害する要因となっている。

#### ④ 実務的論点の複合性と人材の制約

支配権変更の際には、承認手続にとどまらず、会計上の支配権判定や連結範囲の整理、O&M体制の維持など、複数の実務課題が同時に生じることが示された。これらは相互に関連しながら処理される必要があり、実務上の負担は小さくない。加えて、行政・民間の双方における専門人材の不足と属人的な運用への依存が、判断の一貫性や予見可能性をさらに低下させる要因となっている。

### (3) 小括

本節のヒアリング調査により、制度構造上の課題（行政裁量の強さ、承認制の不透明性、情報の非対称性等）が、運用レベルにおいて市場参加者の行動を具体的に制約している実態が確認された。とりわけ、承認判断の基準や手続の不透明性、属人的な運用への依存、情報管理の非標準化といった要素は、第3章で整理した「制度運用の蓄積」が期待形成を通じて市場構造に影響を及ぼす過程を実証的に補強するものである。

これらの運用慣行は、明示的な制度改正を経ることなく、実務上の前例や判断傾向として内在化され、市場参加者の退出判断やリスク評価に織り込まれていく。その結果、日本におけるエクイティ流動化の停滞は、単なる経済条件の不足のみならず、制度設計と制度運用の連関構造に根ざす問題として理解することが可能となる。

以上の知見は、次章で行う国際比較分析において、日本制度の特徴を相対化するための重要な評価軸を提供するものである。

## 第5章 海外における PPP/PFI 資産の流動化と資本市場活用

### 1 比較の枠組みと分析視点

本章では、日本の PPP/PFI におけるエクイティ流動化の停滞要因を構造的に把握するため、英国、インド、韓国の3カ国を対象に比較分析を行う。分析の柱は、①支配権変更をめぐる制度設計、②承認・監督プロセスの構造、③情報管理・透明性の確保、④二次市場形成および投資家行動への帰結、の4点である。

第3章の分析枠組み（制度—制度運用—市場構造）に基づき、これら4点を「契約構造」「監督・裁量構造」「市場構造」の三層に接続して点検する。あわせて、第4章で抽出した

日本の実務上の論点（承認基準の不透明性、情報の非標準化、属人的運用等）を参照軸として、各国がどのように“予見可能性”と“公共性”を両立させているかを検討する。

#### （１） 分析対象の定義と区分

各国の法令・契約では、株式・持分の移転が多様な用語で規定されている。本章では比較の統一軸を確保するため、第 3 章第 2 節で定義した資本・支配構造の変更に関する二類型を参照する。すなわち、

- （i） 実質的支配の移転を伴わない持分移転
- （ii） 実質的支配主体が移転する支配権変更（Change of Control）

である。

ただし、本章の比較分析は主として（ii）支配権変更を対象とする。（i）は、制度の全体像を把握する補助的概念として位置づける。各国の制度記述においては現地の用語を尊重するが、最終的には当該事象が（ii）に該当するか否かを基準として整理する。

#### （２） 比較対象国の選定理由

比較対象国の選定理由は次のとおりである。

- ① 英国：標準契約を基盤に早期に二次市場形成を実現した先駆的事例である。
- ② インド：標準契約（MCA）による規律明示に加え、InvIT 制度を通じて資本市場との接続を制度化している。
- ③ 韓国：行政主導型の構造を持ちつつ、専門機関（PIMAC）の関与とインフラファンド制度により資本循環を制度化している。

#### （３） 分析の観点

比較にあたっては、第 3 章の分析枠組み（図 1）に基づき、「契約構造」「行政による監督・裁量構造」「市場構造」の三層から各国制度を点検する。

#### （４） 分析手法

各国の支配権変更に関する承認ルールの標準化、予見可能性の確保、ならびにエクイティ流動化を再投資へ接続する制度的位置づけを比較し、日本型制度の構造的特徴を相対化する。

## 2 ケース 1：英国

英国は PFI の発祥国として、標準契約を基盤に PFI 事業を拡大し、早期から PFI エクイティの二次取引が成立したとされる。本節では、5 章 1 節で提示した分析枠組みに沿って、PFI（SoPC4）および PF2 の制度構造を整理する。

(1) 支配権変更 (Change of Control) 規律：標準契約による統一と PF2 での公的な関与

英国では、支配権変更の扱いは標準契約により一貫して規定され、案件ごとに運用差を発生させない構造となっている。PFI (SoPC4) では、建設・工事瑕疵担保期間までのロックイン（この期間は原則譲渡ができない）を基本としつつ、一定の条件下で支配権変更（または一定割合以上の株式移転）を可能としている。その際は所管官庁（Authority）への通知・承認が求められている。なお、承認拒否を恣意的に行う前提とせず、投資家の適格性や公共サービス継続性といった合理的理由に基づく枠組みが条項上で示される。

2012年に導入されたPF2では、政府の少数株主参加を前提に、株主間契約（SHA）を通じて株主ガバナンスと情報提供義務が組み込まれ、支配権変更の把握・関与が強化された（表2）。

表2 英国におけるPFI (SoPC4) とPF2の支配権変更<sup>1</sup>とガバナンス構造の比較

項目	PFI (SoPC4)	PF2 (標準契約+株主間契約 (SHA))
制度の基本構造	契約中心型ガバナンス	契約+株主ガバナンス一体型
公共の立ち位置	契約当事者 (Authority)	契約当事者+株主 (公共部門出資) (Public Sector Equity)
支配権変更の位置付け	契約関係の安定性確保を目的とした契約管理の一環	契約管理に加え、公共部門の株主参加を通じたガバナンスの強化
支配権変更の定義	SPCの株式の法的・実質的移転、議決権、配当、取締役選任権等を広く包含	SoPC4の考え方を基本としつつ、株主間の権利義務と連動する形で明確化
ロックインの考え方	建設完了+瑕疵担保期間までは原則譲渡禁止	同左。ただし公共団体出資者の関与を前提に設計
譲渡に対する公共の関与	Authorityによる事前承認 (不合理な拒否不可)	Authorityの承認+株主としての意思決定参加
株主構成の透明性	事後通知・情報提供義務が中心	事前通知、価格、最終受益者の開示を明示

<sup>1</sup> 英国標準契約 (SoPC4、PF2標準契約、株主間契約) では、本稿の「支配権変更」に相当する事項が“Change of Ownership”として規定される。

不適切な株主への対応	契約違反として是正要求・最終的には契約解除 (SPC 単位での処理)	株主間契約に基づく株主デフォルト事由として、株式の強制移転等により是正 (株主レベルでの処理)
投資家交代の想定	契約安定性を前提に、一定条件下で容認 (運営移行後に実務上拡大)	長期投資家への入替を制度設計上明示的に位置づけ

(出典：Standardisation of PFI contracts: Version 4 (SoPC4)及びStandardisation of PF2 Contracts(Draft)、PF2: HoldCo/SPV shareholders' agreement より筆者作成)

### (2) 承認プロセス：契約条項による裁量の外形的拘束

エクイティ譲渡および支配権変更に関する承認は、形式上は所管官庁 (Authority) の判断事項である。しかしその判断は、標準契約 (PF2 においては Shareholders' Agreement を含む) に明示された条項に基づき処理される構造となっている。すなわち、Change of Control 条項や Authority consent 条項において、譲渡の対象範囲、通知義務、承認要件、さらには「不合理に承認を拒否しない (not unreasonably withheld)」といった裁量の限界が契約上規定されている。

このため、承認判断は行政内部の広範な裁量に委ねられるというより、あらかじめ定義された契約上の要件を充足しているか否かという観点から行われる。標準契約および関連ガイダンスが承認の前提条件と拒否事由の枠組みを明示していることにより、案件ごとの判断は契約解釈の範囲内で処理される構造が形成されている。

このような設計は、行政裁量を完全に排除するものではないが、その行使範囲を契約条項によって外形的に拘束する機能を果たしている。その結果、投資家にとっては、承認がどのような要件の下で判断されるのかについて一定の予見可能性が制度的に確保され、支配権変更が契約安定性と両立し得る財務取引として位置づけられることとなる。

### (3) 情報開示：官民の情報の非対称性の解消

PFI では、契約書・VfM 評価等の公開と、事業実績データの集約・公表によって透明性を担保していたが、個別案件の投資条件や株主リターンの可視化には限界があった。そのため PF2 では、政府出資をてこに、財務情報へのアクセスと情報提供義務を株主間契約に組み込み、継続的に把握可能な構造を強めた。

PFI では、事業会社 (SPC) から契約に基づき提出される運営・財務情報が、所管官庁 (Authority) を通じて中央政府 (HM Treasury 等) に集約され、政府主導で一定の情報が公表される。PF2 では、政府の株式出資により、株主リターン等の詳細情報に直接アクセスできる構造となり、官民の情報の非対称性が軽減された点に特徴がある。

#### (4) サービス水準の担保：標準契約に内在化された支払メカニズム

PFI におけるサービス品質の担保は、標準契約に体系化された KPI およびそれに連動する支払減額メカニズム (Payment Mechanism) を中心として機能する。建設段階では Independent Certifier (IC) が完成確認や技術的検証を行い、運営段階では KPI 測定と支払調整を通じて履行状況が契約上の算定式に基づき管理される。

この減額メカニズムは契約条項としてあらかじめ明示されているため、スポンサーが株式譲渡により交代した場合であっても、その適用は継続する。すなわち、サービス履行の確実性は特定出資者の属性に依拠するものではなく、契約構造に内在化された数値的・手続的枠組みによって担保される。

その結果、支配権変更やエクイティ譲渡は、サービス水準の確保と理論的に分離可能となり、契約安定性を前提とした財務取引として制度内に位置づけられ得ると整理できる。

#### (5) 二次市場：上場インフラファンド等による買い手形成

PFI 市場では、標準契約の普及と案件情報の蓄積により、契約構造およびリスク配分が市場で共有されるようになった。特に建設段階終了後に運営フェーズへ移行した案件は、リスクが相対的に低減した長期安定資産として評価される傾向が強まった。このような環境の下で、上場インフラファンド等の長期投資主体が PFI エクイティの取得主体として参入した。PFI エクイティの二次取引は継続的に行われ、専門のインフラ投資ファンドが主要な取得主体として参入する市場が形成された。ロンドン市場上場のインフラファンド (例：HICL Infrastructure、International Public Partnerships) は PFI 持分を多数取得し、ポートフォリオを拡大してきたことが報告されている (NAO, 2012; NAO, 2018)。PF2 はガバナンス構造の点で従来の PFI とは異なるが、既存 PFI 資産の二次取引自体は継続している。

#### (6) 資金循環：民間主導の回収・再投資と、PF2 での公共側への利益分配の制度化

PFI においては、建設リスクが低減した運営段階においてエクイティの持分譲渡が可能となる制度設計の下、初期出資者が持分売却を通じて投下資金を回収し、新規案件へ再投資するという資金循環が実務上定着した。NAO (2012) は、運営段階におけるエクイティ売却益が入札時想定を上回る事例を報告しており、これはエクイティの二次取引が市場慣行として機能していたことを示唆している。一方、こうした過度な民間利益に対する批判を背景に導入された PF2 では、政府自らが SPC の少数株主として参画し、一定の配当やリファイナンス益等を公共側に還元する利益分配 (プロフィット・シェア) の仕組みが制度面で明確化された。

#### (7) 制度的示唆

英国の事例における最大の特徴は、支配権変更を標準契約の枠内で反復的に処理され得る市場取引として位置づけた点にある。

第一に、「行政裁量の不確実性の低減」である。SoPC4において、支配権変更の定義、承認要件、および「不合理な拒否の禁止」といった規律を条項として明示した。これにより、当局の承認判断を個別裁量から契約解釈の範囲内へと限定し、民間側の予見可能性を制度的に確保した。

第二に、「公共性と流動性の両立」である。サービス品質の担保を特定主体の属性に依存させず、契約上のKPIと支払減額メカニズムに内在化させている。このため、スポンサー交代が生じても公共サービスの履行確実性が損なわれない構造となっており、エクイティ譲渡を、公共性と両立し得る契約安定性を前提とした財務取引として制度内に組み込んだ。

その結果、建設リスクが低減した案件は「長期安定資産」として評価され、上場インフラファンド等の専門投資主体による二次市場の形成を促した。すなわち、流動化は標準化された契約と市場参加者の蓄積に支えられた市場慣行として定着したといえる。

また、2018年のPFI/PF2新規採用停止は、制度の費用対効果や利益分配の透明性に対する批判に起因するものであり、エクイティ流動化そのものが制度的欠陥として否定されたわけではない。むしろ、新規案件の停止後も膨大なストック資産の管理や二次取引の規律として、SoPCの標準条項は依然として重要な役割を果たし続けている。この事実は、契約に基づく流動化の枠組みが、持続的なインフラ管理の一環として有効に機能し得ることを示唆している。

以上の構造を(i)(ii)の分析枠組みに沿って整理すれば、英国は(ii)に該当する支配権変更を標準契約で明確に規律しつつ、運営移行後には(i)として整理され得る投資家の入替が反復可能となるよう、予見可能性と情報基盤を整備することで二次市場を成立させた事例と位置づけられる。

### 3 ケース2：インド

英国が標準契約と市場の蓄積を通じて二次市場を形成したのに対し、インドでは、モデルコンセッション契約(MCA)において支配権変更を制度内で明確に位置づけた上で、近年はインフラ投資信託(InvIT)制度を通じて資本市場との接続を制度的に補完している点に特徴がある。道路PPPを中心に整備されたMCAとInvIT制度により、支配権変更・エクイティ流動化・再投資が制度内で想定されている。

#### (1) 支配権変更(Change of Control)に関する制度設計：MCAの二層構造

インドの道路PPPでは、BOT、HAM等の方式別に複数のMCAが整備されているが、株式譲渡・支配権変更に関する基本的な規律は概ね共通している。MCAの特徴は、①支配権変更を把握・統制するための「承認ルール」と、②入札時に評価された主要出資者の関与を確保す

る「ロックイン（継続保有）ルール」を、制度目的の異なる二層の規律として分離している点にある。

具体的には、SPV 株式の 25%以上の取得、または取締役会支配の変更が生じる場合には所管当局の事前承認を要する一方、25%未満の持分移転は原則として承認不要とされ、一定の市場取引が許容される。他方、入札時に評価対象となった主要出資者には、建設期間および商業運転開始後の一定期間、最低 26%の持分維持義務（ロックイン）が課される。すなわち、25%基準は支配権変更の統制（承認対象）に関する閾値、26%要件は主要出資者の継続関与に関する要件であり、両者は制度目的が異なる。

この二層構造により、インドの PPP 制度は、早期退出を抑制しつつ、一定条件下での出資構造変更と資本循環を制度的に許容している（表 3）。

**表 3 インド道路 MCA における支配権変更（Change of Control）に該当し得る事象と承認要否**

区分	承認要否
25%以上の株式取得 (支配権変更)に該当)	必要
25%未満の株式移転 (原則、支配権変更)に非該当)	原則不要 ただし、任意通知が望ましい。
取締役会支配権の変更	必要
親会社・海外会社を通じた支配権移転	必要
コンソーシアム構成員が 26%未満に低下	違反
Lenders による代替 (Substitution)	必要

(出典：Model concession agreement for national highways. Ministry of Road Transport and Highways より筆者整理)

## (2) 承認プロセスとガバナンス：手続の標準化

支配権変更を伴う持分移転については、MCA に加え、インド政府が公表した Post-award Contract Management for Highway PPP Concessions (Government of India, 2015) 等により、契約締結後の管理手続が体系化されている。同文書では、契約変更、出資構造の変更等に関する処理手順が整理され、申請受理から審査、専門家評価、所管機関の承認に至るプロセスが明示されている。

このように、資本・支配構造の変更は、あらかじめ定義された行政手続の枠内で処理され

る構造が採られており、承認判断が個別担当者の裁量に過度に依存しない制度設計となっている。結果として、投資家にとっては一定の予見可能性を有する承認環境が形成されると整理できる。

(3) 国家レベルの PPP Appraisal と承認判断の一貫性

インドでは、PPP 案件は採択段階で中央政府の審査を受け、財務構造や公共負担の妥当性が検証される。支配権変更の承認判断も、この初期評価と切り離されることなく、当初の公共性・リスク分担・財務前提が維持されているかという観点から行われる。その結果、契約後の承認判断においても、案件形成段階からの評価ロジックとの一貫性が保たれ、恣意的判断が抑制される制度構造となっている。

(4) 情報開示：PPP 制度と資本市場規制の二層構造

インドにおける情報開示は、①PPP 契約に基づく行政的な情報管理と、②InvIT (Infrastructure Investment Trust) を通じて資本市場に接続される際の証券規制上の開示という、二層構造によって構成されている。

PPP 制度の枠内では、契約条件、リスク分担、運営状況等に関する情報が、主として行政監督および公共負担管理の観点から管理される。他方、PPP 資産が InvIT に移転され、資本市場で運用される場合には、証券規制に基づく継続的な開示義務が適用される。これにより、投資家に対する定期的な財務情報や運営状況の開示が制度的に求められる構造となっている。

ここでは、証券取引委員会 (SEBI) による資本市場規制が、結果として PPP プロジェクトのガバナンスを外部から規律する機能を果たしている点に注目する。すなわち、行政による直接的な契約管理に加え、InvIT を通じた市場規律が情報の透明性を強制的に高める仕組みとなっており、これが投資家交代時における公共側のリスクを間接的に低減させる装置として機能していると解釈できる。

このように、PPP 制度内部の行政的情報管理と、資本市場規制に基づく開示義務とは、単に並立するのではなく、流動化が進む局面において制度的に接続される構造を形成している。すなわち、エクイティの移転や資産の証券化が行われる場合には、証券規制に基づく継続的な開示義務が発動し、市場規律を通じた透明性確保が追加的に作用する設計となっている。この点に、インド制度の特徴がある (表 4)。

表 4 インドの公開情報

観点	PPP 制度 (MCA)	SEBI 制度 (InvIT)
----	--------------	-----------------

制度の性格	公共契約に基づく行政的情報管理	投資商品としての証券規制
開示の主目的	公共性・契約遵守の確保	投資家保護・投資判断支援
主な開示対象	行政・公共	投資家・証券市場
財務情報の公開範囲	契約履行確認を目的とした提出中心	定期的・市場向け開示義務
資産評価	明示的規定なし	独立評価者による評価義務
制度間の関係	行政監督	流動化時に市場規律が追加的に作用

(出典：MCA 及び SEBI の InvIT Regulations & Master Circular より筆者整理)

#### (5) サービス水準の担保：第三者評価と契約メカニズム

道路 PPP では、Independent Engineer (IE) と呼ばれる第三者評価者が官民両者の費用負担で雇用され、建設・運営段階を通じて技術的確認を行い、サービス水準は仕様書と契約に基づき検証される。基準未達の場合には、是正措置や支払調整が契約上発動されるため、投資家交代が生じてもサービス水準は制度的に担保される。

#### (6) InvIT 制度と二次市場の形成

InvIT は、PPP 資産を投資家が取引可能な形で保有する制度的ビークルであり、完成済みインフラを中心に、分配規律と上場による流動性付与が組み込まれている。英国のように SPC 株式の移転を通じて二次市場が形成されたのに対し、インドでは、MCA に基づく SPV 株式譲渡という PPP 契約の枠内での持分移転に加え、InvIT を通じて資産を上場ビークルへ移転することで、スポンサーの退出が資本市場取引として実現され得る点に特徴がある。

#### (7) 制度的示唆

インドの事例から得られる示唆は、単に支配権変更を容認している点にあるのではない。本質的な特徴は、契約、行政手続、および証券規制という複数の制度層を相互に接続させ、流動化を「制度内で完結する資本・支配構造の変更」として構築した点にある。

第一に、「主要出資者の継続関与と流動性の機能分離」である。MCA (標準契約) では、ロックイン規律と支配権変更規律を明確に区別している。入札時に評価された主要出資者の

関与継続を義務付けつつ、一定範囲内での持分移転を制度的に許容するこの構造は、(i) に相当する小規模な持分移転の自由度を確保しながら、(ii) に該当する支配権変更は承認対象として統制する、二層の管理設計を実現している。

第二に、「行政判断の一貫性と予見可能性の確保」である。承認判断は個別当局の裁量に委ねられず、中央政府が策定したガイドラインおよび標準契約 (MCA) に基づき処理される。また、案件形成段階から中央レベルの PPP 審査を経ることで、契約締結後の承認判断においても当初のロジックが一貫して維持される構造となっている。これが、投資家にとっての「退出の予見可能性」を支える基盤となっている。

第三に、「資本市場との制度的接続」である。InvIT 制度の導入により、PPP 契約の枠内にとどまらない流動化の経路を、証券市場という別の制度空間へ接続させた。契約内での持分移転と、市場型ビークルを通じた資産移転という複数の流動化経路が制度上用意されており、とりわけ後者の場合には証券規制が適用されることにより、流動化と情報公開が制度的に接続される結果をもたらしている。

このように、インドの制度設計は、流動化を「一定条件下で反復され得る資本・支配構造の変更」として位置づけている。これは、株式譲渡が承認制度の対象として存在するものの、判断基準の標準化や資本市場との接続が未整備である日本型 PPP/PFI 制度の現状と、極めて対照的である。

#### 4 ケース 3 : 韓国

韓国を比較対象とする理由は、英国に見られる市場を通じた規律形成と、インドに見られる契約と資本市場の制度的接続の双方とは異なる、行政内部に専門的評価機能を集約する構造を観察できる点にある。

韓国では、PIMAC (公共投資管理センター) を核とする行政内部での情報集約と専門的審査を通じて、出資者変更やリファイナンス等の財務変更を管理する体制が整備されている。情報管理の重心は、市場への広範な公開よりも、行政内部での専門的評価と統制に置かれている点に特徴がある。

こうした行政内部での集約的管理の下で、インフラファンドを通じた資金循環が機能しており、この点は日本の制度再設計を検討するうえで重要な参照枠となる。

韓国の PPP 制度は、1990 年代後半のアジア通貨危機後、財政制約下でのインフラ整備を継続する手段として本格化し、PPI 法 (社会基盤施設に対する民間投資法) 体系の下で BTO (Build-Transfer-Operate) 等のスキームが制度化された。その制度運用を支える中核が、KDI (韓国開発研究院) 内に設置された PIMAC である。PIMAC は、政府出資の研究機関に属する高度な専門支援組織として、独立性と中立性を保ちながら案件評価、契約変更、リファイナンス、出資者変更の審査を一元的に担っている。この『行政の意思決定を専門性によって補完する体制』が、韓国型 PPP のガバナンスにおける大きな特徴である。

### (1) 支配権変更の制度設計

韓国では、出資者構成の変動に関する規律として、PPI 法、民間投資事業基本計画、標準 RFP および標準コンセッション契約等が整備されている。これらは、①形式的な持分変動を把握するための承認対象基準、②スポンサーの継続関与を確保する最低保有比率、③入札段階での責任ある出資構造の確保という、異なる制度目的に基づく基準として整理されている。

継続関与の確保の面では、民間投資事業基本計画第 25 条において、事業実施者に対し自己資本比率の最低水準が義務付けられている。具体的には、建設期間中は総民間投資額の 15%以上、運営期間中は監査報告書上の政府補助金を除いた管理運営権残額の 10%以上の自己資本比率を維持しなければならないと規定されている。

この最低自己資本比率は、出資比率 5%以上の変動を承認対象とする規律とは性質を異にし、事業リスクの一定部分を民間側に留保することにより、過度なレバレッジや早期退出を抑制する関与維持要件として機能している。

### (2) 承認プロセスと PIMAC による第三者的機能

支配権変更を伴う出資者変更は、民間投資事業基本計画に基づき主管官庁の承認を要するが、実務上は PIMAC による事前審査が組み込まれている。主管官庁は、財務モデルの妥当性、リスク構造、公共性への影響について PIMAC に評価を委託し、その結果を踏まえて最終判断を行う二層構造が採られている。

この仕組みにより、承認判断は個別担当者の裁量に依存せず、専門的評価を介した一貫性ある判断が可能となっている。承認後も、リファイナンスや条件変更案件については継続的なモニタリングが行われ、PIMAC が助言機能を果たしている。

### (3) 中央集約型ガバナンスと情報管理

韓国の PPP 制度では、案件形成から契約変更、リファイナンス、株式譲渡に至るまで、PIMAC を中心とする技術的・財務的レビュー体制が制度化されている。最終的な承認権限は主管官庁に属するものの、PIMAC による事前審査・助言を通じて、案件ごとの判断が一定の専門的基準の下に整理される構造が採られている。

標準コンセッション契約においては、株式譲渡、担保設定、リファイナンス、情報開示等に関する共通ルールが明文化されており、標準契約を基礎とした全国的な枠組みの下で運用されている。この点において、制度文言と実務運用の間に一定の整合性が確保されていることが特徴である。

情報管理については、英国のように市場に向けて広範な情報公開を行う設計とは異なり、行政内部でのモニタリングと統制に重点が置かれている。財務モデル、資金調達条件、出資

者構成等の重要情報は主管官庁および PIMAC に集約され、リファイナンスや出資者変更といった資本・支配構造の変更について重点的な検証が行われる構造となっている。

したがって、韓国の制度は行政内部での情報集約と専門的審査を通じて、株式移転を統制可能な範囲で許容する制度設計であると整理できる。

#### (4) サービス水準の担保

サービス水準は、契約上定められた性能基準および行政による契約管理を通じて担保される。中心となるのは、性能基準未達時に是正措置や支払調整を発動する契約メカニズムである。出資者交代が生じた場合であっても、契約上のサービス提供義務および減額ルールは維持される構造となっており、サービス水準の確保は契約規律の内部に組み込まれている。

#### (5) インフラファンド制度と資金循環

韓国では、PPI 法体系と資本市場法制との接続により、いわゆる SOC ファンド<sup>2</sup>が制度的に位置づけられている。代表例である Macquarie Korea Infrastructure Fund (MKIF) は、PPP 案件への投資を通じて上場市場で流動性を提供し、民間資金の出口ビークルとして機能してきた。

他方、KDB Infrastructure Fund 等の政策系ファンドは、リファイナンスや事業再構築を通じて PPP 資産の安定化を図る役割を担う。市場型ファンドと政策系ファンドが併存することで、資産売却による流動化と、事業再編による安定化の双方が制度的に支えられている。

このように韓国では、行政による専門的統制の枠組みの下で、上場インフラファンドを活用した資金循環が制度的に組み込まれている点に特徴がある。

表 5：韓国 PPP における行政集約型ガバナンスの構造

観点	韓国の制度
ガバナンスの基本構造	行政集約型
支配権変更の把握方法	出資比率 5% 以上の変動を承認対象
継続関与要件	建設期 15% 以上、運営期 10% 以上（自己資本比率）
承認判断の主体	主管官庁（PIMAC の事前審査を経て判断）

<sup>2</sup> ※SOC ファンドとは、韓国において「社会間接資本 (Social Overhead Capital)」を投資対象とする公募型または私募型のインフラファンドを指す。PPI 法および資本市場関連法制の下で制度化され、上場を通じて PPP 資産への投資機会を提供する仕組みである。

第三者評価	PIMACによる財務・法務・公共性評価
情報の集約先	行政内部（主管官庁・PIMAC）
市場向け情報公開	限定的（行政内部中心）
リファイナンス・譲渡益の扱い	公共還元ルールあり
資金循環の担い手	上場インフラファンド（MKIF）＋政策系ファンド

（出所：2025 社会基盤施設に対する民間投資法・施行令民間投資事業基本計画より筆者作成）

#### （6） 制度的示唆

韓国の事例から得られる示唆は、エクイティ流動化を行政内部に専門的評価機能を集約する仕組みと結び付け、統制可能な範囲で制度内に位置づけている点にある。

第一に、「資本・支配構造の変更の制度内への組み込み」である。韓国では出資者変更やリファイナンスを制度上想定される管理対象として明示し、5%以上の持分変動を把握対象とするとともに、最低保有比率を設定している。これにより、(i) の実質的な支配を伴わない持分変動の早期把握と、(ii) の支配権変更に伴うスポンサー責任の維持を制度的に区分している。流動化は前提とされつつも、一定の管理基準の下で処理される構造となっている。

第二に、「専門的審査による判断の一貫性の確保」である。承認プロセスでは、PIMAC による事前審査が組み込まれ、財務モデル、リスク配分、公共性への影響について専門的な評価が行われる。これにより、個別自治体の裁量や専門性のばらつきに左右されにくい判断枠組みが形成されている。予見可能性は、市場への広範な情報公開だけでなく、専門機関による客観的評価の継続によっても支えられていると整理できる。

第三に、「公共側への利益還元の制度化」である。リファイナンス等による超過収益について公共還元ルールを明文化することにより、流動化に伴う利益の帰属を制度内で整理している。これは、資本循環を許容しながら、公共性との整合を制度的に担保する仕組みといえる。

以上のように、韓国の制度は、行政内部に専門的審査機能を備えつつ、流動化を条件付きの資本・支配構造の変更として制度内で処理する構造を有している。この点は、承認判断が分散しやすく、専門的な評価機能の集約が限定的である日本型 PPP/PFI の現状と対照的である。

## 第6章 比較制度分析：エクイティ流動化をめぐる制度構造の類型化と示唆

### 1 制度構造の類型化

各国の差異は、エクイティ流動化に伴う資本・支配構造の変更を、①契約規律に内在化するか、②制度的に市場へ接続するか、③行政内部で統制するかという処理構造の相違として整理できる。

第4章では、日本において承認基準の曖昧さや情報開示の行政偏重が制度運用として蓄積され、投資家の予見可能性を制約している構造を明らかにした。第5章では、英国、インド、韓国の制度が資本・支配構造の変更をどのような規律と手続の下で処理し、それを市場形成へと接続しているかを検討した。本節では、これらの分析を踏まえ、三層の分析視点に基づき各国制度を制度構造として類型化する。

第一に英国は、標準契約（SoPC4等）により支配権変更の定義、承認要件、「不合理な承認拒否の禁止」を明文化し、承認判断を契約解釈の枠内に位置づけることで、行政裁量に伴う不確実性を低減している。サービス水準はKPIとそれに基づく支払減額メカニズムにより契約に内在化され、スポンサー交代が生じても履行確実性は契約構造によって担保される。その結果、建設リスク低減後の案件は評価可能な長期安定資産として市場に位置づき、上場インフラファンド等が買い手となる二次市場が形成された。以上より英国は、資本・支配構造の変更を契約規律に内在化する「契約内在型」の制度構造として整理できる。

第二にインドは、MCAにおいて支配権変更規律とロックイン規律を機能分離し、流動化を制度内で予定する設計を採用している。さらにInvIT制度により、PPP資産を資本市場へ接続し、流動化の進展に応じて証券規制上の情報開示と投資家保護が連動する枠組みを整備している。したがってインドは、契約規律と市場制度を接続させる「制度接続型」の制度構造として位置づけられる。

第三に韓国は、PIMACを中心とする中央集約型の専門審査体制により、出資者変更やリファイナンス等の資本・支配構造の変更を行政内部で把握・評価し、統制可能な範囲で処理する構造を採る。市場型インフラファンド（MKIF等）は存在するが、情報は主として行政内部に集約され、流動化は行政統制と補完関係の下で管理される傾向が強い。以上より韓国は、資本・支配構造の変更を行政的統制の枠内で処理する「行政統制型」の制度構造として整理できる。以上の各国における制度構造の特質と、日本型PPP/PFI制度における現状との差異を表6に整理した。

表6 各国におけるエクイティ流動化の処理構造比較

観点	日本	英国	インド	韓国
資本・支配構造の変更	自治体ごとの承認判断に依拠	標準契約により契約規律内で処理	契約規律+市場制度で処理	中央専門機関を通じ行政内部で処理
承認裁量の構造	個別判断中心、基準共有は限定的	承認要件・手続を契約に明示	MCAで規律明示、中央審査で一貫性確保	PIMAC等による統一的審査
サービス水準の担保	契約上はKPI・減額規律あり（運用は自治体依存）	KPI・減額規律を契約内に内在化	契約規律+監督体制	契約規律+行政審査による履行確認
情報基盤	案件単位で分散、公表形式は限定的	契約標準化と市場開示により蓄積	PPP制度+InvITによる二層開示	行政内部集約型、限定的市場開示
市場接続	上場インフラ市場は未成熟	上場インフラファンドによる二次市場形成	InvITにより資本市場へ制度接続	市場型ファンドは存在するが行政補完的
制度運用の共有度	自治体単位で分散	標準契約を通じて高い	契約・制度体系により比較的高い	中央審査体制により一定程度確保

（出典：英国：HM Treasury SoPC4、NAO, 2012；NAO, 2018等、インド：MCAおよびInvIT制度、韓国：PPI法およびPIMAC関連資料、日本：PFI法・標準契約等に基づく）

## 2 公共性と流動性の機能分離という制度原理

前節の類型整理を踏まえると、各国制度の相違の背後には、公共性の確保と資本流動性という二つの要請を、制度上いかに異なる機能として整理し、相互に調整するかという共通課題が存在することが確認できる。比較分析を通じて示唆されるのは、英国、インド、韓国の制度においては、「公共性の確保」と「資本の流動性」を単純な対立関係としてではなく、制度設計上の機能分離によって調整しようとする構造が確認できる点である。

第一に、主要出資者の継続関与と支配権の分離である。インドのMCAにみられるロックイン規律と支配権変更規律の二層構造は、入札時に評価された能力の継続性を担保しつつ、所

有構造の変更を一定条件下で制度内に位置づけるものである。日本においても、入札時の構成員維持要件と譲渡承認規定は併存しているが、インド等の事例との差異は、それらが「流動化を前提とした調整メカニズム」として実務上機能しているか、あるいは「例外的な禁止規定」として運用されているかという、制度の実務的な運用構造の差異に求められる。

第二に、サービス水準の担保を、契約メカニズムに内在化させる設計である。英国のように、サービス水準を KPI および支払調整規律により担保することで、スポンサー交代が生じて品質低下リスクを契約内部で吸収している。なお、これらの契約メカニズムは日本の PPP/PFI 制度においても制度上は整備されている。ただし、実務上の承認判断や運用の蓄積との関係において、その機能がどの程度市場における予見可能性として共有されているかという点に差異が生じている。

第三に、承認判断の構造化である。承認要件・手続・判断枠組みを標準契約や専門審査体制の中で明示することにより、流動化は反復可能な資本・支配構造の変更として処理される。

### 3 行政裁量・予見可能性・制度運用の蓄積

本稿の主眼である「制度運用の蓄積」の観点からみると、各国の差異は制度文言の有無それ自体よりも、運用が反復される過程で投資家の期待形成と市場における評価可能性がいかに形成されているかという点にある。

英国では、標準契約を基礎として承認判断が契約解釈の枠内で処理されるため、判断の反復可能性が高く、これが市場慣行の形成を支えている。インドでは、標準契約と行政手続の体系化により承認処理の枠組みが明示され、さらに InvIT を通じて情報開示と投資家保護が制度的に接続されている。韓国では、市場における全面的な透明性よりも、行政内部での情報集約と専門審査の一貫性によって、実務上の予見可能性が確保されている。

これに対し日本では、承認判断が自治体単位で分散して行われるため、判断の論理や処理実績が制度的に共有されにくい。その結果、合理的判断であっても投資家側からは「退出の不確実性」として認識されやすく、制度文言と制度運用の間のずれが反復されることで、流動化を抑制する方向に作用しうる。本稿の比較分析は、このような制度運用の蓄積構造の差異を明らかにするものである。

### 4 日本型 PPP/PFI 制度の相対的な位置づけ

以上の整理を踏まえると、日本型 PPP/PFI 制度は、株式譲渡が承認制度の対象として制度上位置づけられている点では他国と共通するものの、承認基準・手続・情報基盤の標準化や判断実績の共有が十分に進んでいない構造を有していると整理できる。

すなわち、流動化の可否は制度上の形式的条件だけでなく、自治体ごとの運用実務に依存する度合いが相対的に大きく、投資家にとっての予見可能性が市場形成の前提として確立

しにくい状況が生じていると考えられる。

本章で示した制度構造の類型整理は、日本制度の特徴を、契約規律により処理を明確化する構造、制度と市場を接続させる構造、行政内部で統制する構造との対比の中で相対化するものであり、次章における結論整理の前提を与えるものである。

## 第7章 研究の結論と今後の展望

### 1 本研究の目的と主要成果の総括

本研究は、「日本の PPP/PFI 制度において、制度上は株式譲渡が可能とされているにもかかわらず、なぜエクイティ流動化が市場として定着していないのか」という問いに対し、制度設計と制度運用の相互作用、ならびに制度運用における判断の反復が市場参加者の予見を形成し、その結果としてエクイティ流動化を前提としない市場構造が定着していく過程に着目して検討した。

第4章の制度分析と実務者インタビューにより、株式譲渡が公共性確保の観点から承認対象として運用されること自体は合理性を有する一方、承認基準・判断プロセス・情報提出の設計が自治体単位で分散し、判断の蓄積が制度として共有されにくい状況が、投資家にとっての予見可能性を低下させ、退出可能性を抑制する構造に結びつき得ることを示した。すなわち、流動化の停滞は、制度の欠如というより、公共性重視の運用が長期に蓄積された帰結として説明する余地がある。

さらに第5章、第6章の比較制度分析により、英国・インド・韓国では、承認裁量を認めつつ、裁量の行使条件を標準契約・標準手続・専門審査体制によって明確化し、投資家が評価可能な情報環境を制度的に整備することで、公共性と流動性の両立を図っていることを示した。本研究は、これらを「契約内在型（英国）」「制度接続型（インド）」「行政統制型（韓国）」として類型化し、各国の制度構造を比較表（表6）として整理することで、日本制度の特徴を相対化した。このプロセスを通じて、日本の流動化停滞が単なる経済的要因に加え、制度運用の蓄積による予見可能性の問題であることを浮き彫りにした点に、本研究の主要な貢献がある。

### 2 本研究の理論的・政策的意義

理論的意義として、本研究は、不完全契約環境下の PPP/PFI において、制度（ルール）だけでなく、運用判断の反復と期待形成が市場帰結を規定し得る点を、「制度—制度運用—市場構造」の三層枠組みとして整理した。これにより、エクイティ流動化の停滞を経済条件の不足のみで説明せず、承認・情報管理・評価体制といった制度運用の連動構造として説明する視角を提示した。

政策的含意としては、海外事例の比較から、公共性と流動性が対立するものではなく、制度設計の工夫によって調整し得る関係にあることが示唆される。具体的には、①出資者の継続関与と支配権変更の規律の明確化、②サービス品質の契約構造への内在化、③承認判断の構造化（標準化や専門審査体制の整備）といった要素が、流動化と公共性の両立を支える制度的条件として整理される。

### 3 今後の課題と結論

本研究にはいくつかの課題が残されている。第一に、株式譲渡や再投資に関する定量データが十分に整備されておらず、制度間比較の量的検証には制約がある。今後は、譲渡件数や再投資の循環状況、財務パフォーマンス等に関するデータの蓄積を通じて、制度設計と市場帰結の関係をより実証的に検討することが求められる。第二に、制度再設計に関しては、標準契約条項、承認プロセス、情報基盤整備、第三者評価の運用設計等、実務レベルでの実装可能性の検証が今後の課題である。第三に、インタビュー対象は限定されており、地方自治体担当者や資金供給者等、より幅広い主体の認識を追加的に調査する必要がある。

以上を踏まえると、日本型 PPP/PFI 制度におけるエクイティ流動化の停滞は、制度上の可否の問題にとどまらず、公共性を重視する運用の蓄積が予見可能性の形成に影響を及ぼしてきた構造として理解される。本研究で整理した比較枠組みは、制度文言のみならず制度運用の蓄積に着目する視点から、日本型 PPP/PFI 制度の再設計可能性を検討するための理論的基盤を提示するものである。

## 参考文献

- Government of India. (2015). Post-award contract management for highway PPP concessions. Public Private Partnership in India, Ministry of Finance.  
[https://www.pppinindia.gov.in/report/Post%20Award%20Contract%20Management%20for%20Highway%20PPP%20Concessions.pdf\\_1685082971.pdf](https://www.pppinindia.gov.in/report/Post%20Award%20Contract%20Management%20for%20Highway%20PPP%20Concessions.pdf_1685082971.pdf) (2025年12月26日)
- Government of India. (2017). Model concession agreement for national highways. Ministry of Road Transport and Highways.  
<https://morth.nic.in/sites/default/files/tot.pdf> (2025年12月26日)
- HM Treasury. (2007). Standardisation of PFI contracts: Version 4 (SoPC4).
- HM Treasury. (2012a). A new approach to public-private partnerships (PF2).  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/205112/pf2\\_infrastructure\\_new\\_approach\\_to\\_public\\_private\\_partnerships\\_051212.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/205112/pf2_infrastructure_new_approach_to_public_private_partnerships_051212.pdf) (2025年12月26日)
- HM Treasury. (2012b). Standardisation of PF2 Contracts (Draft).  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/207383/infrastructure\\_standardisation\\_of\\_contracts\\_051212.PDF](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/207383/infrastructure_standardisation_of_contracts_051212.PDF)  
(2025年12月26日)
- HM Treasury. (2012c). PF2 : A User Guide.  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7c7472e5274a5255bcec2e/pf2\\_userguide.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7c7472e5274a5255bcec2e/pf2_userguide.pdf) (2025年12月26日)
- HM Treasury. (2013). PF2: HoldCo/SPV shareholders' agreement (standard form).  
[https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7c7dc5ed915d48c241018a/PU1572\\_PF2\\_shareholders\\_agreement\\_p02.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7c7dc5ed915d48c241018a/PU1572_PF2_shareholders_agreement_p02.pdf) (2025年12月26日)
- Korea Development Institute, & Ministry of Land, Infrastructure and Transport. (2020). *Model concession agreement for build-transfer-operate (BTO) projects*.  
[https://www.kdi.re.kr/kdidata/departments/pimac/bto\\_standard\\_concession\\_agreement.pdf](https://www.kdi.re.kr/kdidata/departments/pimac/bto_standard_concession_agreement.pdf)

Korea Development Institute, Public and Private Infrastructure Investment Management Center. (2014). 자금재조달에 관한 세부요령 [資金再調達に関する細部要領] [韓国語]. [https://www.kdi.re.kr/research/reportView?pub\\_no=13955](https://www.kdi.re.kr/research/reportView?pub_no=13955) (2025年12月26日)

Korea Development Institute, & Public and Private Infrastructure Investment Management Center. (2024). *PIMAC annual report 2024*. <https://www.kdi.re.kr/kdidata/departments/pimac/2024.pdf> (2025年12月26日)

Macquarie Korea Infrastructure Fund. (2024). *Annual report 2024*. <https://www.mkif.com/assets/mkif/en/investor-centre/public-filings-and-reports/2025/mkif-audit-report-2024-eng.pdf> (2025年12月26日)

Ministry of Economy and Finance (Republic of Korea). (2025). Basic plan for public-private partnership projects in infrastructure.

National Audit Office. (2012). Equity investment in privately financed projects. The Stationery Office. <https://www.nao.org.uk/reports/equity-investment-in-privately-financed-projects/> (2025年12月26日)

National Audit Office. (2018). PFI and PF2. National Audit Office. <https://www.nao.org.uk/wp-content/uploads/2018/01/PFI-and-PF2.pdf> (2025年12月26日)

Republic of Korea. (2025). Act on public-private partnerships in infrastructure (as amended 2025).

Republic of Korea. (2025). Enforcement decree of the Act on public-private partnerships in infrastructure (as amended 2025).

Republic of Korea. (2017). *Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA)*.

Securities and Exchange Board of India. (2014). *Infrastructure investment trusts regulations, 2014 (as amended 2023)*. Retrieved December 26, 2025, from URL <https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/feb-2023/securities-and-exchange-board->

[of-india-infrastructure-investment-trusts-regulations-2014-last-amended-on-february-14-2023-\\_68062.html](https://www.sebi.gov.in/legal/master-circulars/jul-2025/master-circular-for-infrastructure-investment-trusts-invits-95233.html) (2025年12月26日)

Securities and Exchange Board of India. (2025). Master circular for InvITs. SEBI. <https://www.sebi.gov.in/legal/master-circulars/jul-2025/master-circular-for-infrastructure-investment-trusts-invits-95233.html> (2025年12月26日)

Vives, A., Paris, A. M., & Yescombe, E. R. (2006). Financial structuring of infrastructure projects in public-private partnerships. Inter-American Development Bank.

<https://publications.iadb.org/en/financial-structuring-infrastructure-projects-public-private-partnerships-tool-designing-feasible> (2025年12月26日)

国土交通政策研究所. (2005). 『国土交通政策研究第45号：社会資本整備等における資金調達に関する研究 (Phase 2)』.

内閣府. (2022). 『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 (平成11年法律第117号、2022年改正)』.

内閣府. (2018). 『モニタリングに関するガイドライン (2018年)』.

内閣府. (2020). 『PPP/PFI 推進アクションプラン (2020年改定版)』.

内閣府. (2021). 『PFI 事業におけるリスク分担等に関するガイドライン (2021年)』.

内閣府. (2023). 『公共施設等運営権及び公共施設等運営事業に関するガイドライン (2023年)』.

内閣府. (2025a). 『PFI 事業実施プロセスに関するガイドライン (2025年改正)』.

内閣府. (2025b). 『契約に関するガイドライン (2025年改正)』.

内閣府. (2025c). 『PFI 標準契約1 (2025年改訂)』.

内閣府 (民間資金等活用事業推進室). (2024). 『令和6年度 PFI 事業の実施状況の取りまとめ』.

水島治. (2017). 「PFI における特別目的会社についての一考察」『武蔵大学論文集』64 (3・4), 1-12.

## 英文要約

**Title: Institutional Constraints and Reconfiguration Possibilities of Equity  
Liquidity in the Japanese PPP/PFI Framework**

Tomoko Suzuki

Master' s Program in Public-Private Partnership Studies,  
Graduate School of Economics, Toyo University

This paper examines why equity transfers of Special Purpose Companies (SPCs), although formally permitted under Japan' s PPP/PFI framework, have not led to an active secondary equity market. While the system combines public oversight with private participation in long-term infrastructure provision, investor entry and exit during the operational phase remain limited in practice.

The study focuses on the interaction between institutional design and institutional operation. It analyzes approval mechanisms for share transfers, administrative discretion, and information-disclosure arrangements. Although approval decisions are generally made to ensure service continuity and protect the public interest, repeated case-by-case judgments accumulate into shared operational expectations. This reduces predictability for investors and constrains equity liquidity.

A comparative analysis of the UK, India, and South Korea shows that ownership changes are addressed through clearer contractual or procedural criteria and more structured review frameworks. In contrast, Japan tends to treat equity transfers as exceptional events closely tied to project stability. Clarifying approval criteria and disclosure practices could enhance capital circulation while preserving public service stability.