

# 借手の立場から考える プロジェクトファイナンス

中国電力株式会社  
国際事業部門  
堀切 聡



## 1. プロジェクトファイナンスとは

プロジェクトファイナンスは主に海外のインフラ・エネルギー事業で利用されている融資手法です。最近では国内の再生可能エネルギープロジェクトや卸電力事業、公共施設などの日本版PFI（Private Finance Initiative：民間資金など活用事業）、空港ターミナルなどのコンセッション（公共施設など運営権）事業などにおいても、プロジェクトファイナンスが利用されるようになっていきます。

プロジェクトファイナンスとは、プロジェクト自体が借入人となる借入形態のうち、債務返済のための原資が当該プロジェクトから生み出されるキャッシュフロー（現金収支）に依拠し、担保は借入人の資産に限られ、原則としてプロジェクトの株主による債務保証を必要としないメリットをもつ融資のことです。

株主による債務保証を必要としないことで、株主は自らの投資効率を向上させることができます。

一方、プロジェクトファイナンスには債務保証がないため、プロジェクトに潜在するリスクが発現すると融資の返済に直接支障が生じるため、貸手の銀行は、プロジェクトの建設や操業が計画通りとなり、キャッシュフローが予定通りに生まれるかどうかの「リスク」に強い関心をもちます。

## 2. 銀行に相談するタイミングはいつか

銀行からの資金調達をプロジェクトファイナンスで計画する場合、プロジェクトを組成する過程のどの段階で銀行に融資の相談をするかがひとつのポイントとなります。

プロジェクトの組成とは、共同株主となるパート

ナーや、施工を受け持つ建設会社、原料を購入する仕入先、製品の販売先などのプロジェクトの関連当事者を決めて各種契約を結んでいくことです。

プロジェクトファイナンスではない（株主による債務保証を必要とする）借入の場合、主要な関連当事者や契約が決まり、株主による事業性評価を実施し、プロジェクトへの投資を決定した後に、銀行へ相談に行くのが一般的です。

なぜなら銀行はプロジェクトの事業性（プロジェクトの関連当事者や損益計画、キャッシュフロー）の審査を通じて、株主の債務保証や担保提供などの融資条件を決めていくからです。つまりプロジェクトの骨格が全部固まってから銀行へ相談に行くのが原則です。

## 3. プロジェクト組成時から相談

しかし、銀行からの資金調達をプロジェクトファイナンスで計画する場合、プロジェクトを組成する段階で銀行に事前に相談を始めるケースが多いのです。なぜならプロジェクトファイナンスでは、銀行が「リスク」と判断する箇所を必ず考慮してプロジェクトを組成せねばならないからです。

裏返して言えば、その「リスク」の発現可能性が抑えられていないと、銀行はプロジェクトファイナンスの検討をしてくれません。プロジェクトファイナンスによる借入ができないと、株主による債務保証が必要となってしまいます。またプロジェクトファイナンスにするために、銀行からの指摘に従って関連当事者や各種契約を「後から変更する」のは、大変困難なことです。

## 4. 銀行が想定するリスクとは何か

このように銀行からの資金調達をプロジェクトファ

イナンスで計画する場合、銀行がプロジェクトの「リスク」と判断する箇所を「リスク」とならないように、プロジェクトを組成していく必要があるのです。

ところが、

- ① 銀行は、「何を」プロジェクトのリスクと考えるのか、
  - ② 銀行は、そのリスクを「どのような方策（手段）で」減少させれば良いと考えるのか、
  - ③ 銀行は、そのリスクを「どの程度減少させればリスクがなくなった」と考えるのか、
- を、借手側から推測することはなかなか難しいことなのです。

## 5. リスクに対する見解の相違を克服する

銀行はプロジェクトに網を掛けて、リスクの拾い漏れのないよう「リスク分析」し、そのリスクの発現する頻度・確率を考察したうえで、リスクが発現した時にそのリスクの穴をなるべく塞ぐ対処策（リスクコントロール）を借手に求めます。

一方、借手はプロジェクトの中に種々のリスクが存在することは重々承知したうえで、プロジェクトを組成していきます。また、銀行からリスクが潜在していると指摘されても、借手はそのリスクの発現確率が低いこと、さらにそのリスクが万一発現しても、キャッシュフローに影響が及ぶことがない、と銀行を説得することでしょう。

それでも銀行は、リスクの穴が塞がれていないと考える限り、借手にリスクへの対処策を求めてくることになります。このように銀行と借手との間でリスクに関する見解が異なるため、リスク分析とリスクコントロールは両者間で粘り強く協議を行う必要が出てきます。

しかし、借手が銀行のリスクの目線とリスクコントロールの手法を「予め」熟知したうえでプロジェクトを組成していれば、延々と協議することなく、プロジェクトファイナンスを構築することが出来るでしょう。

銀行が重視する主なリスクとその論点の例は、表1の通りです。個々の論点の詳細は紙幅の都合上省略します。

表1 銀行が重視する主なリスクとその論点の例<sup>※</sup>

| 検討項目                    | レンダーとの論点                   |
|-------------------------|----------------------------|
| コマーシャルリスク               |                            |
| スポンサーリスク                | (1) 出資維持義務                 |
|                         | (2) 出資金などの資金拠出義務           |
|                         | (3) 出資金拠出方法                |
|                         | (4) 株主意思決定メカニズム            |
| 完工リスク                   | (1) 建設契約の構成・内容             |
|                         | (2) コントラクターの実績             |
|                         | (3) 完工認定                   |
|                         | (4) 予備費                    |
| 技術リスク                   | (1) 新技術リスク                 |
| 操業リスク                   | (1) 操業体制                   |
|                         | (2) オペレーターの実績              |
|                         | (3) メンテナンス体制               |
| オフテイクリスク                | (1) オフテイク契約条件              |
|                         | (2) オフテイク信用力               |
| 原燃料供給リスク                | (1) 供給能力                   |
|                         | (2) 供給期間                   |
|                         | (3) 供給条件、値決め、支払通貨          |
| 環境社会リスク                 | (1) ESIA(環境社会影響評価)の実施など    |
| ポリティカルリスク               |                            |
| 接収・収用・国有化リスク            | (1) 接収・収用・国有化時の対応          |
| 戦争・内乱・暴動・テロリスク          | (2) 戦争・内乱・暴動・テロ発生時の対応      |
| 法制・許認可変更リスク             | (3) 法制・許認可変更時の対応           |
| 政府・国営企業等による債務(義務)不履行リスク | (4) 政府・国営企業等の債務(義務)不履行時の対応 |
| 外貨交換・外貨送金リスク            | (5) 外貨交換・外貨送金規制時の対応        |
| フォースマajeールリスク           |                            |
| 損害保険付保                  | (1) 事故・災害発現の蓋然性、脆弱性        |
|                         | (2) 保険の付保内容                |
|                         | (3) 保険会社信用力                |

## 6. 投資リターンを上げるために

論点を変えて、借手の株主からみた投資リターンをあげるためには、プロジェクトファイナンスの借入条件をどうすればよいかを考えてみましょう。

プロジェクトファイナンスが成立するためのポイントのひとつに、プロジェクトが生み出す「キャッシュフローの安定性が長期的に予見できるようにする」ことがあります。

図1は、プロジェクトのキャッシュフローを安定させると同時に、投資リターンを極大化する仕組みを表したものです。破線で囲まれた箇所は借手の株主によるサポートを、点線で囲まれた箇所は融資契約上で規

定されたメカニズムを表しており、キャッシュフローの不足時や余剰時の対処策を示しています。

このようにプロジェクトのキャッシュフローをコントロールするさまざまな仕組みをビルトインし、キャッシュフローを長期的に安定かつ予見できるものにすることで、融資の返済と投資リターンの確実性が増すことになります。キャッシュフローを「安定したもの」としたうえで、銀行との交渉により、プロジェクトファイナンスの借入条件を工夫すれば、投資リターンを上昇させることができます。

その工夫とは、

- ① 最低DSCR（元利金返済カバー率）を低くする
  - ② 返済期間を延長する
  - ③ 借入金利を低下させ、Feeを抑える
- の3つです。

通常、投資リターンは、プロジェクト収入の増加およびコストの低減による「キャッシュフローの増加」によって、高めることができます。しかし、プロジェクトファイナンスではキャッシュフローの「増加」よりも「安定」を求めますので、投資リターンを高めるには、最低DSCR、返済期間、借入金利の3つの借入条件による効果が大事になります。

## 7. 最後に

プロジェクトファイナンスはメガバンクなどでは専門部署が担当しています。プロジェクトファイナンス専門部署と聞いただけで、敷居が高いと感じるかもしれませんが、プロジェクトファイナンスは専門性をもちつつも、柔軟性や発展性が必要となる業務であり、銀行担当者は前広な相談をウェルカムと考えていますので、構えずに相談されればよいかと思います。

プロジェクトファイナンスといっても、通常の融資を複雑な形態にしたものに過ぎませんので、融資の概念は基本的に変わりません。しかし最初に面食らうのがプロジェクトファイナンスの専門用語だと思います。暫くは全く意味がわからず、銀行担当者との会話で冷や汗をかくことになります。決して難しくいつていわけではなく、適切な日本語訳がないためであり、慣れば実に便利な専門用語であることが多いです。アレルギーを感じることなく、慣れるようにしてください。

注：表1・図1は、拙著『わかりやすいプロジェクトファイナンスによる資金調達』（税務経理協会）より引用し、一部修正したもの

図1 投資リターンを高めるために<sup>注</sup>

