

プロジェクトファイナンス

1. プロジェクトファイナンスとは

事業(プロジェクト)の資金調達において、特定の企業の信用力や担保に依存するのではなく、当該事業の将来性、当該事業から生み出される将来のキャッシュフローを拠り所とする金融手法です。日本の金融機関がプロジェクトファイナンスに本格的に取り組み始めたのは、1990年代以降のアジア諸国のインフラ整備事業への融資と言われていますが、90年代後半より日本国内でも、例えば廃棄物処理事業、風力発電事業、病院、有料道路、空港設備、工場建設等に活用されるようになり、浸透してきました。また、上記と一部重なりますが、英国で誕生したPFIが90年代後半に国内に導入され、この中でもプロジェクトファイナンスが資金調達手法として活用されています。

「企業(コーポレート)」でなく、「事業(プロジェクト)」に対するファイナンスとして、プロジェクトファイナンスは、以下のような特徴があります(エドワード・イエスコム(2006)「プロジェクトファイナンスの理論と実務」金融財政事情研究会 pp11 より一部引用。但し、プロジェクトファイナンスの特徴は以下のものに限りません)。

- ①案件毎にオーダーメイドで組成され、個別性が極めて強い。
- ②事業主体は自らに対する様々な法的、経済的制限を受容するという意味で、「塀に囲まれた」金融手法。
- ③ノンリコース(事業ごとに組成され、出資者(スポンサー)等への貸手(レンダー)からの請求は通常は出来ない)。
- ④貸手は、事業の実施を通じて生み出される将来のキャッシュフローの評価に基づいて与信判断を行う。
- ⑤通常は、高いレバレッジ(レバレッジ効果、タックスメリットの追求)。
- ⑥借入は、予め定められた事業期間内において全額返済(フルペイアウト)されるように仕組まれる。
- ⑦プロジェクトカンパニーが締結する種々の契約、許認可、天然資源の所有権などが主な担保であるが、融資契約上のデフォルトに陥った場合、その保有資産を売却したとしても、得られる売却金額は債務の総額をカバーするには遠く及ばない金額である可能性が高い(事業の円滑な運営と資産価値が不可分であり、事業運営が停止すると資産は無価値となる可能性が高い)。
- ⑧Going Concern、借換による弁済とその継続を暗黙の前提としない。

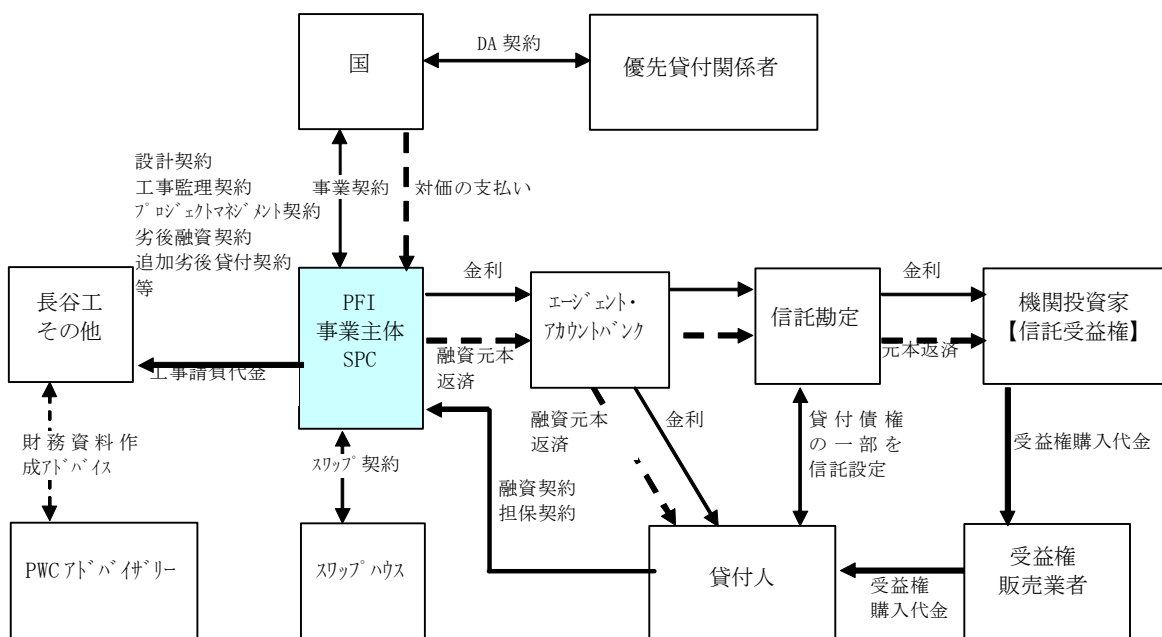
なお、プロジェクトファイナンスは、上述のように、「企業(コーポレート)」でなく、「事業(プロジェクト)」に対するファイナンスですので、長期優先債務格付は付けられずに、ローン、ボンド(プロジェクトボンド)等に対して格付けがなされます。

2. 一般的なスキーム

スポンサーが中心となって、プロジェクトを遂行する特別目的会社(SPC)を設立し、このSPCを事業者とし、スポンサーからは独立した形でSPCが資金調達をして、事業から発生するキャッシュフローで

10～30年前後の長期間にわたって返済(フルペイアウト)を行っていくスキームが一般的です。なお、プロジェクトや資金用途等によっては、3～5年程度の期間で組成されるものもあります。返済原資は、プロジェクトからのキャッシュフローであり、特別目的会社のキャッシュフローは予め契約に定められた支払順序に従って債務の弁済を含む諸々の支払に充当されていきます。中長期にわたるプロジェクトの事業性、リスクを予め評価、考慮して、当事者間(納入業者、販売先、オペレーター、保険会社、銀行団等)でリスクシェアをして事業が円滑に進むように、当事者間で事前協議をしながら組成が進められていきます。また、プロジェクトは中長期に渡るため、組成だけでなく、事業開始後のモニタリング、事後管理も極めて大切な要素です。プロジェクトに必要な施設の建設から始まる場合は、着工、建中、完工、稼動、・・・という、プロジェクトの各ステップ毎に、その時点でのリスクプロファイルや参加者が変化していくこともあります。

公務員宿舍綾瀬川(仮称)整備事業の例(出所: JCR ニュースリリース)



3. 分析のポイント

一部重複するところもありますが、以下のような要素から分析が構成されます。定性、定量の両方から分析を行うとともに、案件の個別性を重視して、総合的な判断を行っていきます。例えば、DSCR(Debt Service Coverage Ratio)、ICR(Interest Coverage Ratio)といった数値はプロジェクトファイナンスにおいて重要な指標ですが、キャッシュフローの変動性(ボラティリティー)や持続性とあわせて

数値をみないと、意味がありません。分析の第一歩としては、事業性の精査が大きなウェートを占めます。

(1) 事業性の精査

ファイジビリティ（市場、競合、代替品、技術評価、立ち上がりから一貫してみたビジネスフローの確立、法務、政情、ユーザーの状況等。また、収益性(IRR等)とその安定性・持続性)

(2) スポンサーの評価

スポンサー固有の運営ノウハウ、特許、販売チャネルの支配力、顧客との関係。万一の場合に、当該事業に対して支援を行う意思、能力があるのかも含めて検討します。代替オペレーターについての候補となる事業者の存在の有無とその能力について上記同様の視点からチェックをします。ただし、代替オペレーターを予め決めておくことが不可欠とは限りません。

(3) ステージ毎のリスクプロファイルとリスクに対する手当ての精査

リスクを例示すると、工事完成遅延リスク、工事費増加(オーバーラン)リスク、運営リスク(施設の運営、施設の補修・維持)、廃棄物により発生するリスク、マーケットリスク(原材料価格、製品価格の変動、製品需要の変動)、プロジェクトの経済性にかかるリスク(キャッシュフローの見通し、金利・元本の支払能力)、不可抗力リスク(Force Majeure Risk)などが想定されます(ただし、上記に限定されません)。

① 立ち上がりのリスクと対策

事業立ち上げ当初数年間のキャッシュフローが不安定であったり、多額の追加投資を必要とする場合に備えた弁済スケジュール、現金準備勘定の設定、運転資金借入枠の確保、保険等の手法により、財務の柔軟性が確保されていくかどうかを検討します。

② 立ち上げ後の事業の継続性の確保

当初のオペレーターによる運営が想定を下回った場合に、早期に是正していくためのモニタリング、レンダーからのコントロールの強化(経営改善計画の策定、配当停止、設備投資等の制限、オペレーター交代、・・・)、流動性確保や増加運転資金に備えるための資金枠の準備等が検討対象になります。

③ 案件の性格、事業特性に照らした、トリガー水準とコバナンツの設定の検証

個別の案件の特性を踏まえて、検討を行います。

(4) セキュリティパッケージ

① 責任分担(リスクアロケーション)

② ファイナンスプラン(ストラクチャリング)・・・後述(5)

③ 契約

④ セキュリティパッケージの保全

全体の整合性・統一性の維持、モニタリング、担保設定(CF、契約、物的資産等、SPC(事業体)の経営権など)、対象プロジェクト以外のリスクからのSPCの隔離措置

(5) ファイナンスのストラクチャー、フィナンシャルモデルの分析

フィナンシャルモデル(資金収支計画表)に基づき、キャッシュフローの創出力、想定されるリスクファクターとキャッシュフローとの対応関係や影響度等を分析します。案件ごとの個別性が強いいため、最も相応しいと思われる指標の組み合わせの選択にも留意が必要です。

- ①リスクとファイナンスの構成(シニア、メザニン、エクイティ)の対応、バランスの検討。
- ②フィナンシャルモデル(資金収支計画表)に基づく、キャッシュフローの検討。
- ③過去に生じた事例、あるいは、仮想に基づく事例によりストレスを加えた状態を考慮します(ストレステスト)。ストレスのかかった状況のもとで、キャッシュフロー、リザーブ勘定や各指標への影響度をみます。
- ④シナリオが複数想定される場合は、シナリオ毎にフィナンシャルモデルの分析を行います。
- ⑤指標による分析。

- (i) IRR、DSCR、ICR、LLCR
- (ii) EBITDA、FCF、Capex の絶対値とそれらの推移
- (iii) Debt / EBITDA, Debt / FCF、DER
- (iv) 単価、数量の分析
- (v) 操業度、損益分岐点
- (vi) 資産価値と LTV について、その水準と推移、変動性

(6) モニタリング

事業の立ち上げが遅延すると、後で回復させるのは困難であり、大変な労力や資源の追加投入を要することになりがちです。従って、事業(プロジェクト)の立ち上がりは大切(「始め良ければ、終わりよし」)です。継続的にモニタリングを行っていきませんが、ステージの節目ごとに、格付会社を含む、中立的な第三者がモニタリングをしていくことの重要性は高いと考えられます。

4. 格付のプロセス

- (1) アナリストのチームを案件ごとに編成します(事業の評価、市場の評価、仕組みや法務、税務の評価、資産評価、クロスボーダー等)。
- (2) 事業特性の評価、スポンサーの能力の評価。各シナリオ毎のキャッシュフローモデルの分析。
- (3) 建設期間、当初(立ち上がり)、期中、期日といった、各段階におけるリスクの想定と対策の検証。
- (4) 仕組み、法務、税務面の頑固性の検討。
- (5) 事業特性を踏まえた仕組み、トリガー等の有効性の検証、ストレスシナリオの分析。
- (6) 必要に応じて製造設備などの実査や関連当事者へのインタビュー。
- (7) 格付委員会における、総合的な評価とモニタリング内容の決定。個々の案件の特性を踏まえて、定性評価、定量評価を適切に組み合わせて評価を行います。
- (8) モニタリングの開始、必要に応じて実査や関連当事者へのインタビューを実施。レビューのための格付委員会の実施。

以下余白