

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ある。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るが、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、浸透してきた。また、上記と一部重なるが、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る。

「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る（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に限らない）。

- 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）。
- ⑧ Going Concern、借換による弁済とその継続を暗黙の前提としない。

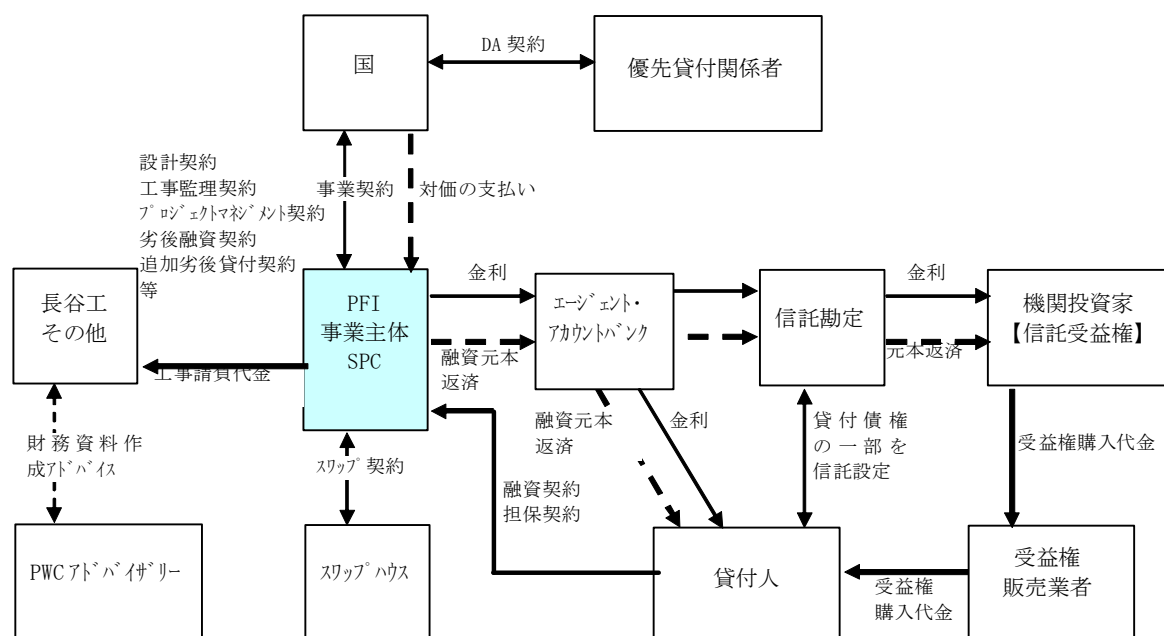
なお、プロジェクトファイナンスは、上述のように、「企業（コーポレート）」でなく、「事業（プロジェクト）」に対するファイナンスであるため、長期優先債務格付は付与されず、ローン、ボンド（プロジェクトボンド）等に対する格付がなされる。

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ある。なお、プロジェクトや資金使途等によっては、3～5 年程度の期間で組成されるものもある。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る。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る。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ある。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る。

公務員宿舎綾瀬川（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るが、以下のような要素から分析が構成される。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、総合的な判断を行う。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はあるが、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、分析として十分ではない。分析の第一歩としては、事業性の精査が大きなウェイトを占める。

(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する。また、スポンサー以外の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行う。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らない。

(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）などが想定される（ただし、上記に限定されない）。

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する。

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る。

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、検討を行う。

(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する。案件ごとの個別性が強い
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ある。

- 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する（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
の影響度をみる。
- 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う。
- 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ある。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」）である。格付を付与した案件については、継続的にモニタリングを行うが、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
いと考えられる。

4. 格付のプロセス

- (1) アナリストのチームを案件の特性に応じて編成する（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、税務面の頑強性の検討。
- (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う。
- (8) 格付の付与の後、モニタリングを開始し、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 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル