

インフラストラクチャー向けシニアローンの特徴

目次

- I. はじめに
- II. プロジェクトファイナンスとは？
- III. プロジェクトファイナンスにおけるシニアローンの特徴
- IV. 終わりに

オルタナティブアセット運用部 インフラ運用課
調査役補 田中 允丈

I. はじめに

日銀のゼロ金利政策等で運用難が続く機関投資家にとり、足元ではオルタナティブ資産が有望な投資先として注目を浴びている。中でもインフラストラクチャー(以下「インフラ」)は、景気変動の影響に左右されづらい安定的なインカム収入が期待できることや、株式・債券などの伝統的資産と相関が低い等の理由から、投資対象として存在感が高まっている。

既に多くのレポートで紹介されているように、インフラ投資を行うファンドは大別してデット・ファンドとエクイティ・ファンドがあり、リスク・リターン特性が大きく異なる。

エクイティ・ファンドの投資対象となる「インフラ・エクイティ」は一定期日までの元本返済義務がない出資金で、議決権行使等を通じて投資先企業の経営に関与できる権利を有する一方、事業の生み出すキャッシュフローの充当順位は最劣後するため、エクイティ・ファンドは比較的高リスクだがハイリターンを期待できる運用商品といえよう。国内では太陽光発電施設を対象としたエクイティ・ファンド5銘柄が東証に上場している(2019年1月現在)等、既に世間に認知されている投資セグメントといえる。

他方の「インフラ・デット」は予め定めた条件に基づいて元本返済を行う債務であり、事業キャッシュフローの充当順位はエクイティに優先する。その比較的安定した利回りが着目され、足元ではインフラ事業主体(インフラ運営企業、建設企業、特定のインフラを運営することのみを目的に設立されたSPC(特定目的会社)等)に対して、レンダーが融資や債券の形態で拠出した貸付金(デット)を投資対象として商品組成する、いわゆる『インフラ・デット・ファンド』が増加している。但し、「デット」においても、事業主体による債務の返済順位が高い所謂「シニアデット」(シニアローンや社債等)と、返済順位が劣後する「劣後デット(メザニンデット)」(メザニンローン)に分類されるところであり、現状のインフラ・デット・ファンドの多くは劣後デットを中心に投資されている。

資産運用情報 2019年1月号では足元の資産運用環境の現状認識に加え、インフラ・ファン

ドの中で最も安定的なリターンを狙う「インフラ・シニアデット・ファンド」の概要・特性について簡単にご案内した。インフラ投資におけるデットの資金調達手法としては、事業が生み出すキャッシュフローのみを返済原資とする手法「プロジェクトファイナンス」が代表的なものであるところ¹、同ファイナンス手法は国家事業規模を含む大型設備に関するものが多く、調達額も必然的に多額となるケースが大宗である。プロジェクトファイナンスは複数の銀行が協調し同一条件で貸出を行うシンジケート形態によるもので、貸付金回収の蓋然性を高めるために様々な方策が講じられている。尚、同ファイナンス手法は、2017年には全世界で約2,300億ドルが組成される等、確立された手法として認知されている。

本稿では「プロジェクトファイナンス」に関する概要、歴史的背景や市場動向、及び同ファイナンスにおける「シニアローン」等で、貸付金回収の蓋然性を高めるために手当てされる方策を紹介することで、プロジェクトファイナンスのシニアローンを投資対象とする運用商品の理解に役立てば幸いである。

II. プロジェクトファイナンス(インフラ向け貸出)とは？

まず本章において、プロジェクトファイナンスの基本的なスキームや対象となるインフラ事業の概要、考慮しなければならない諸リスク、歴史的背景や市場動向等について説明する。

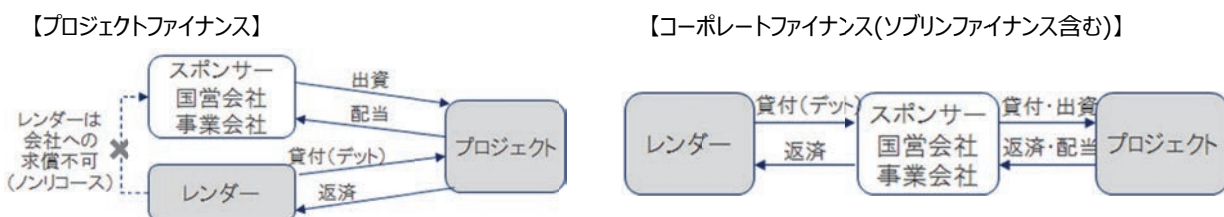
1. プロジェクトファイナンスの概要

(1) 資金調達手法

プロジェクトファイナンスとは、特定の事業に対する借入であって、原則として返済原資は当該事業から生み出されるキャッシュフローに限定され、また担保もその事業に紐づく資産や契約書に限定される資金調達手法である。

プロジェクトファイナンスの債務者(借入人)は、融資対象となる事業のみを運営するスポンサー(事業出資者)が設立するSPCであり、原則として事業が不芳となった場合でもレンダー(デットの貸付人)からの請求はSPCで留まり、出資者への求償は原則不可※となるスキームとなっている(図表1)。 ※スポンサーによって保証が付されているケースを除く。

図表1 プロジェクトファイナンスのスキームイメージ図



出所：三菱UFJ信託銀行作成

¹ 他の主な調達手段としては、インフラを手掛ける運営企業や建設企業へのコーポレートファイナンスが挙げられる。

(2) 主な対象インフラ事業

プロジェクトファイナンスでは、長期(概ね10~30年)の経済耐用年数・償却期間を必要とする大規模インフラ設備が融資対象として適していると考えられ、返済期間も長期間(典型的には15~25年)に亘ることが多い。具体的なインフラ設備として、電力、資源、経済・交通インフラ、社会インフラ等が主な融資対象となる。

これらのセクターでは、長期の需要と一定の収入を見込みやすいことが一般的であるため、事業計画を立てやすく、貸付金回収の蓋然性を高めることが可能と考えられている。詳細な分類を図表2にまとめる。

図表2 プロジェクトファイナンスの対象セクター

大セクター	中セクター	小セクター
電力	ベース電源	ガス火力、石炭火力
	再生可能エネルギー	風力、太陽光、地熱、バイオマス、廃棄物処理
	供給システム	送電・配電網
資源	上流	石油・ガス開発
	中流	パイプライン、LNG 液化・受入基地、LNG 船、FPSO(浮体式海洋石油・ガス生産貯蔵積出設備)
	下流	石油精製、石油・ガス化学
	マイニング	鉄鉱石、石炭、銅
その他 インフラ	経済・交通インフラ	鉄道、橋梁、有料道路、港湾、空港
	社会インフラ	学校、病院、刑務所、公共住宅、政府施設

出所：三菱UFJ信託銀行作成

詳しくは後述するが、これまでプロジェクトファイナンスが多く活用されてきたセクターは電力及び資源セクターである。足元では、電力セクターの中でも欧州を中心した地域における再生可能エネルギーや、資源セクターの中でも米国でのシェール・オイルガス産出・精製事業、米国や豪州でのLNG(液化天然ガス)の産出・精製事業が活況を呈しているようである。なお、近年では日本でも太陽光や風力といった再生可能エネルギーを対象とするプロジェクトファイナンスが多く組成されている状況である。

(3) 融資形態

プロジェクトファイナンスでは、シンジケートローン(協調融資)と呼ばれる複数レンダーによる融資形態をとることが一般的である。この融資形態により、スポンサーは大規模なインフラ事業において、複数の銀行から一度に巨額な資金を一律の条件もしくは一定の条件で調達することが可能となり、また、レンダーは複数金融機関の審査を経た上で融資が実行されることでスキームの安定性を確保することができる。

なお、詳細は次項に記載するが、プロジェクトファイナンスでは多岐に亘るリスクの精査・分析を行うため、深い知見や経験が必要となり、期中管理も相応の負担となる。また、海外のプロジェクトでは大規模かつ重要な国家事業となる案件も多いことから、事業者がレンダーに対して迅速・円滑な意思疎通を要求すること等も相俟って、レンダーは相応の人員を要する銀行などの限られたプレイヤー(グローバルで30~50社程度)となるケースが殆どである。

(4) プロジェクトファイナンスのリスク

プロジェクトファイナンスに関するリスクは、主に以下3類型に大別される。

- ① コマーシャルリスク：事業自体や事業を行う市場に内在するリスクで、事業リスクとも呼ばれる。
- ② 規制・政治リスク：事業所在国における法令変更、政府行動に由来する影響、戦争やテロなどの政治不可抗力に関連するリスクで、カントリーリスクとも呼ばれる。
- ③ マクロ経済リスク：物価変動、金利変動、為替変動等の外的要素が事業に与えるリスク。

本項では、最も重要なコマーシャルリスク(事業リスク)について、更に細分化されたリスク種類、分析の視点及びリスク対応策の例を図表3に整理する。

図表3 コマーシャルリスクの種類と分析の視点

種類	分析の視点	リスク対応策(例)
完工リスク	事業施設を定められた工期と予算内で完成させることができるか	<ul style="list-style-type: none"> 外部コンサルタントによる検証 実績のある建設企業の起用 建設企業と固定価格で完工日迄に操業可能な状態で施設を引き渡す旨の契約を結ぶ(フルターンキー契約)
スポンサーリスク	事業を遂行するに相応しい経験・信用力の企業が参加しているか	<ul style="list-style-type: none"> 類似実績及び長期事業戦略の確認 財務体力(格付等)の検証
技術リスク	事業で採用する技術は実証化されており、予見可能なものか	<ul style="list-style-type: none"> 外部コンサルタントによる検証 メーカーによる性能保証
運営リスク	定められた性能と費用の水準で事業運営を行うことはできるか	<ul style="list-style-type: none"> 操業者の実績確認 有事の代替操業者の可能性検証
原料供給リスク	原料を予定通りの費用で調達できるか	<ul style="list-style-type: none"> 外部コンサルタントによる検証 長期供給契約の締結
製品・サービスの販売・引取リスク	必要なキャッシュフローを生み出すに十分な量や価格で引取が行われるか。引取手の信用力は十分か、販売市場が十分に形成されているか。	<ul style="list-style-type: none"> 長期引取契約の締結 引取者の長期信用力の確認 製品サービスの価格競争力の確認
環境リスク	事業が自然・社会環境に与える影響は測定可能かつ許容できるか	<ul style="list-style-type: none"> 外部コンサルタントによる検証 現地実査による確認
許認可リスク	事業運営に際して必要な許認可は関係省庁等から取得できるか	<ul style="list-style-type: none"> 外部コンサルタントによる検証 実績のある事業関係者の起用

出所：三菱UFJ信託銀行作成

例えば、天然ガス液化設備(LNGプラント)など設備が巨大かつ複雑となる事業では、複数の建設業者が関与して長期の建設(5年程度)が行われるため、完工前に問題が発生することも多い。この場合、完工リスクを軽減すべく、各建設業者の責任範囲を明確にした上で、比較的信用力の高い建設企業1社(もしくは各建設業者が設立した合弁会社等)を代表としてフルターンキー契約(図表3参照)を締結することが多い。

その他の例として、国家事業として建設・運営される発電所設備の場合に、プロジェクトファイナンスの融資期間より長い期間の電力引取契約を国営電力公社と締結(製品・サービスの販売・引取リスクの軽減)したり、国営資源公社と電力引取契約と同等もしくはそれ以上の期間で石炭やガス等の原料供給契約を締結(原料供給リスクの軽減)することが一般的である。

実際には各種リスク項目についてリスクの内容・量を分析し、契約の条件により軽減策が図られているか、SPCが負担するリスクは合理的かつレンダーにとって受け入れ可能なものなのか、などの点を精査する。上述の発電所設備の例でいえば、電力の引取手である国営電力公社の信用力や電力価格の妥当性、原料として供給される石炭やガス等の埋蔵量や輸送ルート等が調査・検証項目に含まれてくる。リスク精査の結果、レンダーとして許容し難いリスクが残留する場合には、スキームの変更要請や保証・保険などの方策を用いてリスクの潰し込みを行うことになる(詳細は後述)。

これらを踏まえたプロジェクトファイナンスの特徴を図表4にまとめる。スポンサーとしてはコマーシャルリスク(事業リスク)に限定した巨額の借入を複数レンダーから行える一方、レンダーとしては複雑な分析の対価として比較的高いプレミアム(金利)や手数料を徴求できる、等のメリットがある。なお、レンダーは契約書等で事業計画の自由度²を限定するなど、貸付金回収の蓋然性を高めるスキームを構築する必要があり、それら方策の詳細については後述する。

図表4 プロジェクトファイナンスの長所と短所

	スポンサー(事業出資者)	レンダー(デットの貸付人)
長所	<ul style="list-style-type: none"> ■ リスクの限定 ■ レバレッジ(巨額の借入) ■ オフバランス 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 事業計画のコントロール ■ 高いプレミアム ■ 手数料収入
短所	<ul style="list-style-type: none"> ■ 事業計画の自由度の限定 ■ ファイナンスコスト(金利・手数料) ■ 検討コスト(費用・時間) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ スポンサーリコース(請求権)の限定 ■ 検討コスト(費用・時間・人員) ■ 長期の貸出(長期に亘るリスクテイク)

出所：三菱UFJ信託銀行作成

2. プロジェクトファイナンスの市場動向

(1) プロジェクトファイナンスの歴史と金額推移

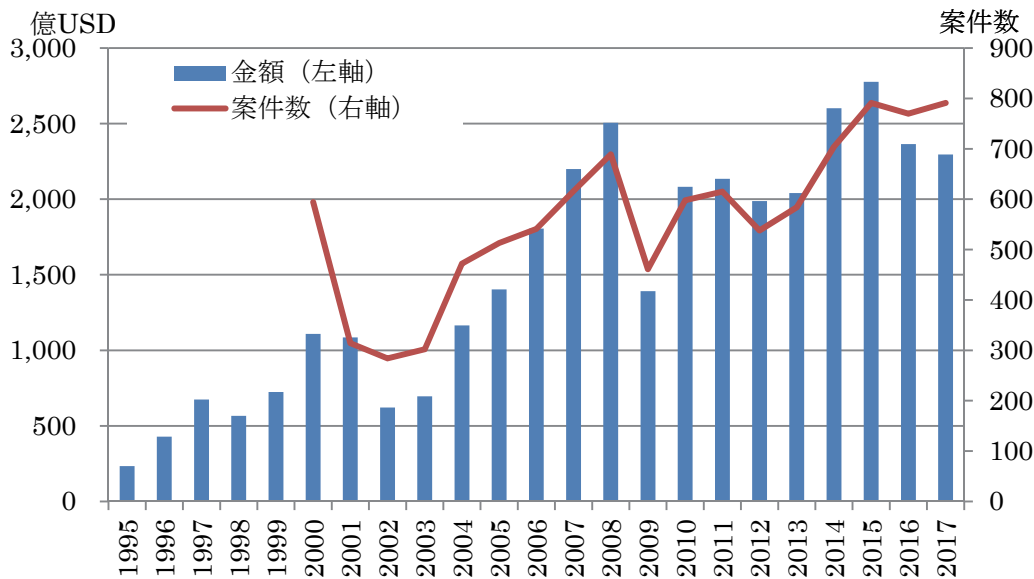
プロジェクトファイナンスは、天然資源開発の分野で長く活用されてきた調達手法である。古い例では、1880年代に仏系銀行が露バクー油田開発に用いた記録が残っている。その後、1930年代に米テキサス州での油田開発においてそのスキームは発展し、1970年代に入るとオイルショックによる石油価格高騰を背景に北海油田開発で多く活用されるようになった。1980年代には主に途上国におけるLNG(液化天然ガス)・銅といった資源開発全般において市場の拡大が進んだ。日本の金融機関が本格的にプロジェクトファイナンスに参入したのは、1990年以降の東南アジアを中心とした途上国での発電事業民営化といわれている。同時期には英

² SPCが当初行っている事業以外を担うことを禁止する他、一定期間以上の契約義務不履行が発生した場合、レンダーが既存スポンサーから事業運営権を剥奪する権利を規定することがある(詳細はIII.4参照)。

国でのPFI(公共サービス提供に際して、民間に施設整備と公共サービスの提供を委ねる手法)や日本国内でも公共インフラ事業の資金調達手法として広がりを見せた。2000年代に入ると、再生可能エネルギー案件向け、小型開発案件向けにも導入が進んだ。

大規模インフラ設備開発の市場成長に合わせ、プロジェクトファイナンス市場は1990年代以降右肩上がりに成長しており、2008年のリーマンショックを機に組成金額は一度落ち込んだものの、2017年は約2,300億ドルと約20年前の1995年(約250億ドル)の凡そ9倍以上の規模にまで成長している(図表5)。

図表5 プロジェクトファイナンス市場規模の推移



出所：Project Finance International 誌のデータを基に三菱UFJ信託銀行作成

(2) 国別・セクター別での市場動向

2017年のプロジェクトファイナンス組成額について、国別の上位10か国に着目すると、北米、欧州、アジアが大宗を占めていることが分かる。以下、国(地域)別に考察する。

図表6 国別プロジェクトファイナンス組成額(2017年)

順位	カントリー	USD, m	%	PJ件数
1	米国	42,506	18.5	131
2	オーストラリア	24,568	10.7	66
3	英国	21,159	9.2	58
4	インド	17,933	7.8	96
5	インドネシア	13,814	6.0	12
6	日本	8,538	3.7	50
7	モザンビーク	7,665	3.3	3
8	カナダ	7,466	3.3	28
9	スペイン	5,384	2.3	37
10	フランス	5,294	2.3	42

出所：Project Finance International 誌のデータを基に三菱UFJ信託銀行作成

北米では、2010年初頭から始まったシェールオイル開発によって副産物である天然ガス生産が大幅に伸長し、国内価格の低下及びLNGの輸出事業が拡大する結果となった。加えて、価格競争力の高いガス火力発電所の案件も増加したことから、これらの事業に関連するプロジェクトファイナンスが多く組成されている。

オーストラリアにおいては、英国PFIと類似する手法でインフラ開発・プロジェクトファイナンスが活発に組成されており、同国は融資組成額で毎年上位に位置する。

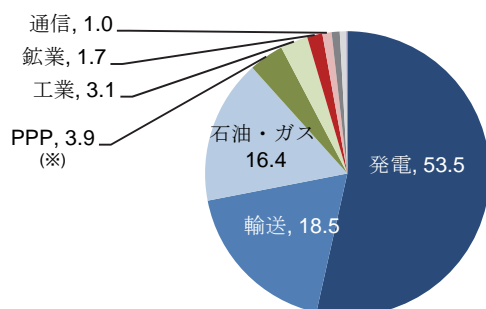
欧州では、既述の英国PFIに端を発したインフラ向けや、洋上風力発電所、及びこれに紐づく海底送電事業等の再生可能エネルギー事業向けのプロジェクトファイナンスが多く組成されている。

アジアにおいては、インドにおける経済・交通インフラ事業に向けたプロジェクトファイナンスの組成、インドネシアをはじめとした東南アジア諸国における火力発電所やLNG関連事業に向けた融資組成が活発に行われている状況である。

上位にランクインしている地域以外では、中東産油国においてLNG事業、石油精製事業や、人口増加等に伴って計画される発電・造水事業において定例的にプロジェクトファイナンスが活用されており、ブラジルでは1990年代の深海油田発見以降に海洋開発案件向けのプロジェクトファイナンスが多く組成されている。

なお、全世界でのプロジェクトファイナンスのセクター別組成シェアを図表7に示す。発電及び石油・ガスといったエネルギーセクターが大宗を占め、輸送(鉄道、有料道路等)セクターが次に続いている。これらは、既述のとおり大規模かつ償却年数が長期に亘る典型的な事業であり、融資組成も過去から盛んに行われていたことから、これらのプロジェクトリスクを許容できるレンダーが多く存在するセクターといえよう。

図表7 セクター別プロジェクトファイナンス組成シェア(2017年)



(※)従来は地方自治体が公営で行ってきた事業に、民間事業者が事業の計画段階から参加し、設備は官が保有したまま、設備投資や運営を民間事業者者に任せる民間委託などを含む手法。水道・ガス・交通等で活用されることが多い。

出所：Project Finance International 誌のデータを基に三菱UFJ信託銀行作成

(3) 主要レンダーの変遷

2000年代までのプロジェクトファイナンス市場においては、米系や欧州系金融機関が中心となって融資が組成されていた。その後、米系は米国における金融規制強化等を背景に、自己資本を使用せずに収益を上げる投資銀行業務へ注力すべく、融資を行わないビジネスモデルへシフトし、更に欧州系はリーマンショックに端を発したユーロ危機によって貸出余力が縮小したことから、ここ数年間は邦銀が存在感を増しており、2012年以降は6年連続で三菱UFJフィナンシャルグループがプロジェクトファイナンス組成額で首位の座を獲得している。

図表8 金融機関別プロジェクトファイナンス組成額順位の変遷(2008～2017年)

順位	2017	2016	2015	2014	2013
1	MUFG	MUFG	MUFG	MUFG	MUFG
2	インド国営銀行	中国開発銀行	SMBC	SMBC	インド国営銀行
3	SMBC	SMBC	台湾銀行	Mizuho	中国開発銀行
4	BNP Paribas	みずほ	インド国営銀行	BNP Paribas	SMBC
5	中国開発銀行	Credit Agricole	みずほ	Credit Agricole	みずほ
6	Credit Agricole	Societe Generale	Credit Agricole	ING	韓国産業銀行
7	ICBC	BNP Paribas	ING	CBA	Credit Agricole
8	みずほ	ING	Santander	HSBC	Barclays
9	ING	インド国営銀行	BNP Paribas	SG	HSBC
10	Societe Generale	Natixis	Societe Generale	インド国営銀行	ING

順位	2012	2011	2010	2009	2008
1	MUFG	インド国営銀行	インド国営銀行	インド国営銀行	RBS
2	インド国営銀行	MUFG	台湾銀行	Calyon	BNP Paribas
3	SMBC	SMBC	IDBI	BNP Paribas	インド国営銀行
4	みずほ	Credit Agricole	Axis Bank	Societe Generale	SMBC
5	韓国産業銀行	みずほ	BNP Paribas	SMBC	Calyon
6	HSBC	Societe Generale	Credit Agricole	IDBI	Dexia
7	Credit Agricole	BNP Paribas	IDFC	MUFG	MUFG
8	Societe General	Axis Bank	MUFG	BBVA	WestLB
9	BNP Paribas	IDBI Bank	Societe Generale	Santander	ING
10	BBVA	ING	SMBC	みずほ	Fortis

出所：Project Finance International 誌のデータを基に三菱UFJ信託銀行作成

この背景として、既述のとおり、米系・欧州系金融機関など有力レンダーのビジネスモデル転換・業務縮小といった外部要因の中、邦銀メガ3行が2008～2009年における金融危機の影響を比較的受けにくかったことを契機に、海外の優良企業との取引を拡大させていったことが挙げられよう。なお、インドにおけるプロジェクトファイナンスを通じた資金調達ニーズの高まりから、インド国営銀行は常に上位にランクインしている。

国際的な金融機関が好まれる理由としては、多くの新興国において地場金融機関が十分なプロジェクトファイナンスのノウハウを有していないことや、国際的な金融機関は世界各地に拠点を有しており幅広い見識を持ち合わせていること、インフラ投資を行うような有力企業と強いリレーションを有していること等が挙げられる。

Ⅲ. プロジェクトファイナンスにおけるシニアローンの特徴

Ⅱ章で述べたように、プロジェクトファイナンスには対象とする事業毎に異なるリスクが複数存在する。そこで、同ファイナンスにおけるレンダーは、ローンの対象となる個々の事業特性を踏まえ、貸付金の回収蓋然性を高めるための方策を多面的に実施することでそれらのリスクの軽減を図っている。

本章では、各種方策の具体例として、プロジェクトファイナンスの融資関連契約書に規定されるSPCやスポンサー等の事業主体に対するコベナンツ(誓約条項)、事業が生み出すキャッシュフローの資金用途別の充当順位(キャッシュウオーターフォール)、担保取得方法やレンダーの事業介入権(ステップ・イン)等、レンダーとしての貸付金保全措置を説明する。なお、レンダーは案件によってシニアレンダーとメザニンレンダーに分かれるところ、返済順位の優劣、担保の取得順位等でシニアレンダーが優位な条件を享受しており、特に安定した貸付金回収を図ることが可能となっている。

これら一連のプロジェクトファイナンスの構造が、資産運用情報1月号でご紹介したとおり、インフラ・デット・ファンドの中でも、特にプロジェクトファイナンスのシニアローンを運用対象とするものがローリスク・ローリターン特性であることの背景となっているといえよう。

1. コベナンツ(誓約条項)

Ⅱ章でも触れたとおり、プロジェクトファイナンスにおける借入人は単一事業を行うSPCであることから、融資を行うレンダーは事業計画を多面的な観点で分析することに加え、様々な方策を通じて貸付金回収の蓋然性を高めるスキームを構築する必要がある。

まず挙げられる事項は、単一事業からの返済に依拠することの裏返しとして必要となる、経営の自由度や事業の柔軟性を縛るコベナンツ(誓約事項)である。このコベナンツを融資契約に規定することで、レンダーとして事業関与を高める方策が確保される。具体的には、SPCが保有する資産の売却や、追加での借入実施等を行う場合、レンダーの事前承認が必要となる旨が規定されている。また、事業の建設・操業状況、スポンサーやオフテイカー(サービスの引取手)といった事業関係者の財務状況を報告させる義務を課すなど、レンダーとして事業状況を定期的にモニタリングできる体制構築が図られることが一般的である。

なお、コベナンツに違反した場合、借入人たるSPCは借入に係る期限の利益を喪失することとなるが、直ちに融資返済を迫られることは例外的であり、通常はレンダーと改善策等を協議することになる。具体的には、DSCR値(図表9参照)が契約規定値を下回る事象が発生し、財務制限条項に抵触した場合、どのような事象が原因で収入が減少(もしくは費用が増加)したかを洗い出し、改善策を策定・実行する。例えば、発電所設備で事故が発生したために電力販売収入が減少、修繕費用が増加してDSCR値が規定値に抵触したケースでは、事故原因の究明と運営・保守計画の見直しによって、将来の収入安定化を図ることになる。

代表的なコベナンツの具体例は、以下図表9のとおり。

図表9 コベナントの具体例

種類	具体的内容
肯定的誓約条項	<ul style="list-style-type: none"> ■ 事業関係者の決算書の定期的な提出 ■ 建設・操業状況の定期的な報告 ■ 法令・環境規制・コンプライアンスの遵守状況の報告 ■ 事業継続に必要な許認可の維持
否定的誓約条項	<ul style="list-style-type: none"> ■ 追加での借入、投資、保証の制限 ■ 契約書で規定された以外の新たな口座開設の制限 ■ レンダー以外の第三者への新たな担保設定の制限 ■ 事業として重要な資産・権利等の売却・処分の制限
財務制限条項	<ul style="list-style-type: none"> ■ DSCR (Debt Service Coverage Ratio、元利金の返済余裕度を測る指標)を一定値以上に維持 ■ DE レシオ (Debt Equity Ratio、借入金と出資金の比率を測る指標)を一定値以上に維持

出所：三菱UFJ信託銀行作成

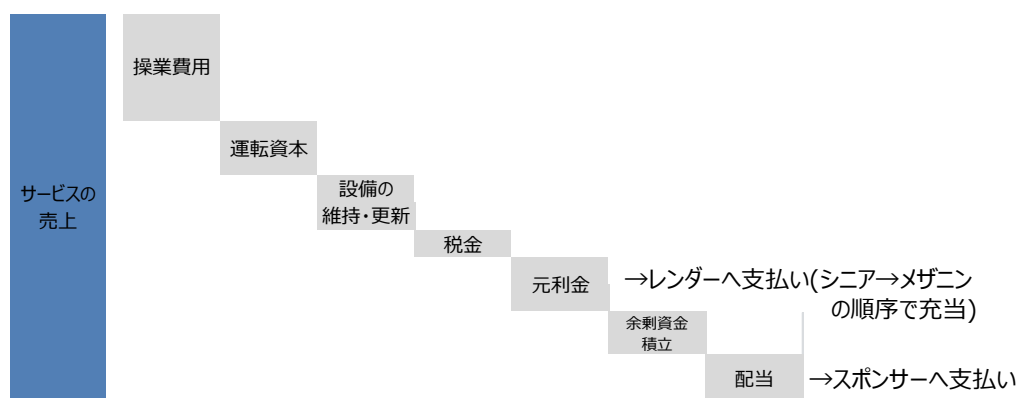
2. キャッシュウオーターフォールについて

プロジェクトファイナンスでは、事業収入が唯一の収入源となることから、事業が生み出すキャッシュフローが事業運営を行うに十分な水準にあるかを分析することが重要となる。これを実現する為、事業が生み出すキャッシュフローに関する資金使途や支払優先順位を予め融資契約書で規定することとなる。これを「キャッシュウオーターフォール」と呼び、そのイメージを図表10に示す。この厳格な資金管理の方策により、不要不急の支払を厳しく制限し、融資の元利返済が滞りなく行われる蓋然性を高めることに繋げている。

これらの管理を実現するため、レンダーはSPCに対して様々なプロジェクト関連口座の開設を求める。具体的には、収入管理用の口座、運営費や資金調達費の支払管理用の口座、準備金の保管のための口座、等々である。準備金口座は、短期的な資金不足に対して保険的な機能、もしくは将来的に発生する費用に充当する為の蓄えとしての機能を果たす。例えば、次回分の借入金の元利払いに相当する金額を積み立てる口座や、対象事業が周期的に大規模な修繕を要する場合には修繕用資金を積み立てるための準備金口座を設定することが一般的である。

なお、これら独立した口座の名義はSPCとなるが、各種口座からの預金の引き出しについては、資金管理を行う銀行であるいわゆる「エージェント銀行」の承諾が必要とされ、更に、既述のとおり、各口座についてはレンダーによる担保権が設定されることが一般的である。

図表 10 キャッシュウオーターフォール(支払順序)のイメージ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

図表 10 のとおり、スポンサーへの配当は、操作費、レンダーへの元利金支払い、各種準備口座への積立等に劣後し、キャッシュウオーターフォールの最下位に位置付けられる。また、財務制限条項が一定の閾値を下回った場合には、配当が実施できない旨、規定されることも多い。加えて、他にも多くの条件が配当実施の前提条件として課せられており、例えば事業関連契約や融資契約書上の不履行が発生していない旨、規定されることが一般的である。

このように、キャッシュウオーターフォールやスポンサーへの配当制限等、厳格な運営を行うことで、レンダーへの元利払いの蓋然性を高めている。

3. 担保について

プロジェクトファイナンスでは、通常の与信と同様に、担保を徴求することが一般的である。

但し、担保を設定するに際し、資産の物理的価値(単体の経済性)に着目するのではなく、SPCの事業譲渡によって資金回収を図ること前提とし、その場合に必要となる一切の資産を纏めて処分することを想定している。従って、物理的な資産だけでなく、インフラ事業において締結されている契約(サービス販売契約、インフラ設備建設契約、インフラ設備保守・運営契約、融資契約等)や、SPCが保有する全ての口座、SPCの株式等に対して、担保や質権を設定することが通常行われている。発電所設備に対するプロジェクトファイナンスであれば、電力販売契約、プラント建設契約、発電所保守・運営契約、融資契約といった各種契約、電力料金受取用口座、保守運営費用支払用口座、元利返済用口座などの各種口座、発電所運営に参画する各スポンサーのSPC出資持分等、について担保権・質権を設定することになる。

4. ステップ・インについて

これまで述べた担保、コベナンツ、キャッシュウオーターフォール管理といった方策により、レンダーはプロジェクトファイナンスでの事業管理を厳格化している。他方、中でも重

要なのがレンダーによる「ステップ・イン(Step-in)」と呼ばれる事業への介入権である。既述のとおり、レンダーはSPCが締結する契約、SPCの株式、SPCの口座等に担保権を設定しているが、このステップ・インは債権保全を目的とするだけでなく、有事の際にレンダーが事業自体へ介入することを可能にするために設定される権利である。

具体的には、事業において経済的な不履行(借入金の元利払いが行えない状態等)や非経済的な不履行(法令不順守等)が一定期間経過した際、レンダーはSPCが有する権利や契約上の地位を現行のスポンサーから剥奪し、新たなスポンサーを指名・招聘することができる。但し、ステップ・インを行使できる状態になったとしても、実際にレンダーは問答無用で現行のスポンサーから各種の権利・地位を剥奪するのではなく、まずは全ての事業関係者が一つのテーブルに着き、問題の解決策を立案するべく努力することが現実的な対応であろう。他方、レンダーがステップ・インという伝家の宝刀を有しているからこそ、スポンサーを始めとする事業関係者には常日頃からプレッシャーが掛かることになり、良好な事業運営を遂行するモチベーションの一つになると考えられる。

なお、蛇足にはなるが、ステップ・インを迅速に実施することができるよう、レンダーはSPCと融資契約を締結するだけでなく、オフテイカー(サービスの引取手)、建設会社、原料供給会社、操業・保守会社といった、プロジェクトの重要関係者との間で直接協定(Direct Agreement)を締結することが求められるのが通例である。

5. その他信用補完手法(保険・保証)

これまで紹介した各方策を駆使しても、事故や災害の発生、工事の遅延や所在国における暴動の発生等、回避・軽減することが難しいリスクが残存する。これらのリスクについては、民間保険会社によって提供される保険や、スポンサー及び公的金融機関による保証等を活用し貸付金の回収蓋然性を高める方策がとられており、以下に解説する。

(1) 保険

プロジェクトファイナンスにおいては、保険の加入が必須要件とされている。必然的にリスクの大きさから保険費用が高くなるものの、万が一、事故等が発生しスポンサーやレンダーからの資金投入が無くなった場合でも、当初設備と同水準まで損害を復旧する費用や、復旧期間中の事業運営費用を保険金によって賄うことが可能となり、円滑な事業運営を継続できるようになる。

なお、必要な保険を全て考慮しなかったことで事業費が過少に見積もられたり、レンダーが要求する保険を付保しなかったりすることが無いよう、保険ブローカーを起用して保険内容の精査を行う。また、保険は事業施設の建設期間に一括して付保するものと、事業運営期間中に毎年定期的に見直しを行うものに分けて管理する。それらの詳細を図表11にまとめる。

図表 11 保険種類の具体例

	種類	具体的内容
建設 期間 中	建設・組立 オールリスク保険	建設中の事故によって工事対象物に生じた物理的な損失・損傷を補填。対象事例には、設計瑕疵や運営開始・試運転時における手順ミス等のほか、戦争、火災、自然災害といった不可抗力も含まれる。
	海上貨物保険	機器・資材等の運搬中、運搬前の保管期間における事故によって被った物的損害を補填。
	運営開始遅延保険	上記2つの保険によって補填される損失等によって生じた事業の運営開始遅延の結果、事業に生じた損失(事業運営に必要な固定費相当分)を補填。
	第三者 賠償責任保険	事故等に起因して第三者を死傷させたり、器物を損壊したりした結果、事業として法律上の賠償責任を負担する際に被る損害を補填。
運営 期間 中	オールリスク保険	事故等によって事業に生じた物的損害を補填。
	事業中断保険	事故等で事業操業が中断した際に生じる事業損失(固定運営費用相当分)を補填。
	一般賠償責任保険	建設期間中の第三者責任保険に類似した内容。

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(2)保証

事業によっては、スポンサーが自己の責任で、事業施設の建設費用やキャッシュフローの不足を補填するための保証をレンダーに対して提供することがある。例えば、設備の建設難易度が高く、期日通りに完工するかどうか、レンダーとしてリスク判断が難しい場合、スポンサーが完工保証を提供するケースが散見される。これにより、建設コストが増加した場合の追加費用がスポンサーによって賄われたり、完工遅延で事業収入が得られない場合に、スポンサー資金を原資に元利金の返済がなされたりする。

他方、保証形態をとる代表的なスキームとして、公的金融機関(日本では、国際協力銀行、日本貿易保険(NEXI))による保証(NEXIのような保険機関の場合には保険)の付保が挙げられる。プロジェクトファイナンスの主要リスクとして、事業が所在する国のリスクが挙げられるが、途上国におけるプロジェクトファイナンスでは、公的金融機関が所在国に起因するリスクを補填(当該リスク分が公的金融機関のリスクに振り替わる)するケースが多い(具体的な補填事由としては、①当該国における外貨交換・送金禁止、②当該国における事業施設等の収容・国有化、③暴動・内乱等の政治的騒乱、④当該国政府・政府機関による事業関連契約における義務履行違反、である)。

なお、これらの公的金融機関による保証(保険)に応じて同機関へ支払う保証料はSPC負担となる。

6. 他の調達手法との違い

これまでは、プロジェクトファイナンスにおけるシニアデットに焦点を当てて説明してきたが、プロジェクトファイナンスの資金調達手法には、シニアデットとは返済順位や調達形態が異なるものが存在するため、以下に簡単に紹介する。

(1) 劣後デット

I章でも触れたが、プロジェクトファイナンスには、事業主体による債務の返済順位が高い所謂「シニアデット」(本稿で取り上げている内容)に加え、デットの中でも返済順位が低い「劣後デット(メザニンデット)」がある。

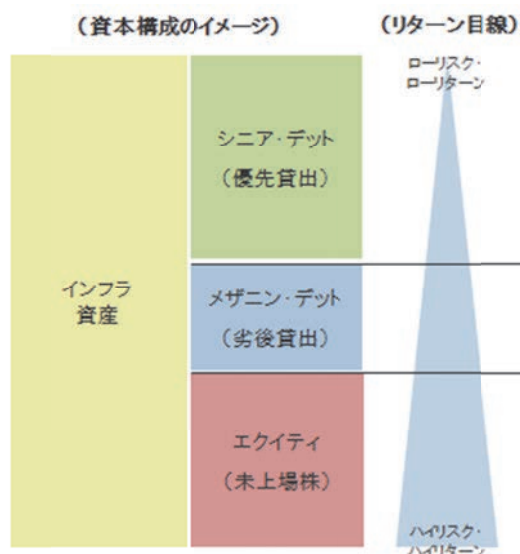
事業スポンサーとしては、自分が目標とする投資収益を得るべく借入金を多く集めようとするが、事業キャッシュフローには限りがあるためにシニアデットの調達額にも限界がある。そこでスポンサー自身の出資金とシニアデット以外の不足分を埋め合わせるために調達されるのが、劣後デットである。

劣後デットはシニアデットと併存するが、貸付金であることに変わりはないことから、劣後デットの貸付人は、これまで記載した各種の貸付金保全措置を基本的には享受することができる。他方、財務制限条項(図表9参照)がシニアデット比で緩やかなものであったり、担保の設定順位がシニアデットに劣後したりする。その性格ゆえ、劣後デットはシニアデットよりも高いリターン目線が設定されるのが一般的である。

また、プロジェクトファイナンスで既に資金を調達している案件の買収を企図した場合においては、劣後デットを用いた資金調達が行われることが多い。これは、新たなレンダーを既存レンダーと同列に扱おうと、既存レンダーが保有している担保がレンダーの増加によって希薄化してしまうことや、異なるリスクを享受する金融機関を招聘する必要があるためである。欧米では資源開発案件に関する買収案件で劣後デットが多く活用されている印象があるが、アジア・中南米・アフリカのような発展途上地域では電力、通信、運輸、上下水道といったインフラ分野にかかる買収案件でも劣後デットが多く組成されているようである。

劣後デットのレンダーは、先進国の民間金融機関やリース会社、ファンドに加え、国際開発金融機関等が挙げられる。特に、出資やプロジェクトファイナンスに積極的な金融機関は、リスク・テイク機能の一手段として劣後デットの供与を行っているところが多い。

図表 12 資本構成イメージ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

既述のとおり、劣後デットのキャッシュフローの充当順位はシニアデットに劣後するものの、返済はシニアデットと同時に行われることが一般的である。但し、シニアデットが返済されるまでは劣後デットにも一切返済がなされないスキームや、シニアデットより返済期間が長い劣後デットも存在する。よって、担保については、シニアレンダーに劣後する第2順位の担保設定を認めるよう求めることが一般的である。

事業スポンサーにとって劣後デットを導入する意義としては、一般的に出資額を減らすことで期待リターンを向上させることができること、金利支払い分を損金扱いにすることで普通に配当とする場合より税務面で有利になること、等が挙げられる。他方、貸付人の側からするとミドルリスク・ミドルリターンのファイナンスに参画することが可能となる。

(2) プロジェクト・ボンド

プロジェクトファイナンスのシニアデットでは、これまで論じてきたローンだけでなく、SPCが発行するボンド(社債)による調達も採られることも多い³。このプロジェクト・ボンドの主な仕組みはシニアローンと同等であるが、ローンと違って迅速に売買可能な債券商品の形態をとる点が大きく異なる。また、プロジェクト・ボンドの購入者は長期固定収入を求める保険会社等の機関投資家であることから、そのクーポンは国債利率にリスクマージンを加えた固定利率で決定されることが多い。

実際、米国を中心とした先進的なプロジェクトファイナンス市場では多くのプロジェクト・ボンドが発行されている。他方、①ボンドは貸付金の全額が期限に償還されることが多いが、プロジェクトファイナンスの場合は設備が完工し運営が開始されると元本償還が開始される

³ シニアデットは主に、シニアローンおよびプロジェクト・ボンドから成る。

ことが一般的であるため、当該仕組みが債券投資家の嗜好にそぐわないこと、②プロジェクト・ボンドの信用リスク分析やモニタリング方法は一般的な社債と比較して複雑であり、得られるリターンに比して手間が掛かること等の理由から、今日現在ではプロジェクト・ボンドによる調達額はローンに比べて小さい。

このように、プロジェクト・ボンドはローンと違って固定利率で調達されることが多いため、投資家にとってみればインフレーションリスクをヘッジすることが難しい商品であるが、長期固定収入を求める生命保険会社等はプロジェクト・ボンドへの投資を増加させており、今後市場拡大が見込まれる。

IV. 終わりに

資産運用情報1月号でもご案内したとおり、オルタナティブ投資への関心が高まる中、インフラ・ファンドが注目を浴びているが、これらの多くはエクイティや劣後ローンを対象とした比較的ハイリスク・ハイリターンを狙った商品である。

他方、インフラ向けプロジェクトファイナンスにおいては、シンジケート形態によるシニアローンが一般的な手法として確立しており、担保取得、コベナンツ設定、キャッシュウオーターフォールの構築、保証・保険の活用といった方策を駆使して、リスクの軽減が図られている。結果、ここ数年はシニアローンを主な調達手段として2,000億ドルを超えるプロジェクトファイナンスが安定的に組成されており、地域・セクターともに幅広い事業に対象が拡大している。

但し、プロジェクトファイナンスの多くは、その専門性の高さやスポンサーの要請等に起因して大手金融機関(特に銀行)によって寡占化されたマーケットとなっており、多くの投資家にとってはアクセスが難しい金融商品に位置付けられている。係る環境下、ここ数年はプロジェクトファイナンスを投資対象とするファンドが立ち上げられたことで、機関投資家がアクセス可能な環境が整えられつつあり、特にシニアローンやメザニンローンを対象としたファンドが増加傾向にある。

本稿で紹介してきたとおり、プロジェクトファイナンスのシニアローンは、様々な方策によって貸付金回収の蓋然性を高めていることから、投資商品としてはオルタナティブ運用の中でも安定したインカムゲインを追求する領域に位置すると考えられる。伝統資産を中心とした運用ポートフォリオの多様化や、絶対収益を追求する中でより安定した運用成績を求めるニーズ等がある場合、足元でプロジェクトファイナンスのシニアローンを対象としたファンドが増加している状況も踏まえれば、同ローンを対象とした運用商品が選択肢の一つになり得えよう。こういった点も踏まえつつ、本稿がインフラを投資対象とする資産運用の一助となれば幸いである。

(2019年1月24日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 『プロジェクトファイナンスの実務』 金融財政事情研究会 [2007]
- ・ 『実践プロジェクトファイナンス』 日経 BP 社 [2011]
- ・ 『プロジェクトファイナンスの理論と実務 第2版』 金融財政事情研究会 [2014]
- ・ 『プロジェクトファイナンスに関する一考察』 石油天然ガス・金属鉱物資源機構 [2018]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）