

PPPのファイナンス-上級編-

2023年11月17日



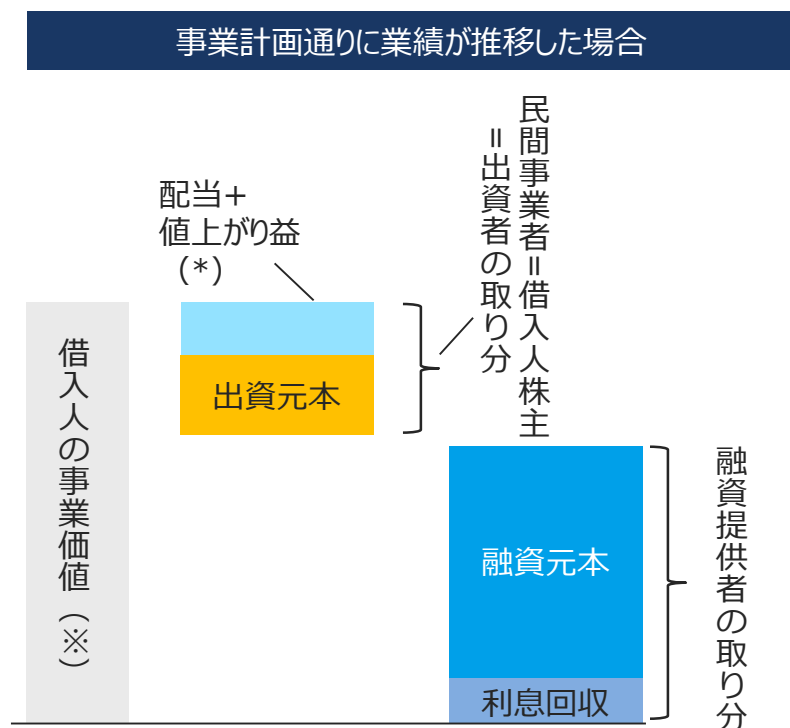
地域調査部・PPP/PFI推進センター
赤津 光優

- 1 一般的な金融機関の審査目線**
- 2 プロジェクトファイナンスにおける審査目線
- 3 資金提供の手法
- 4 資金調達にあたり注意すべきポイント
- 5 まとめ

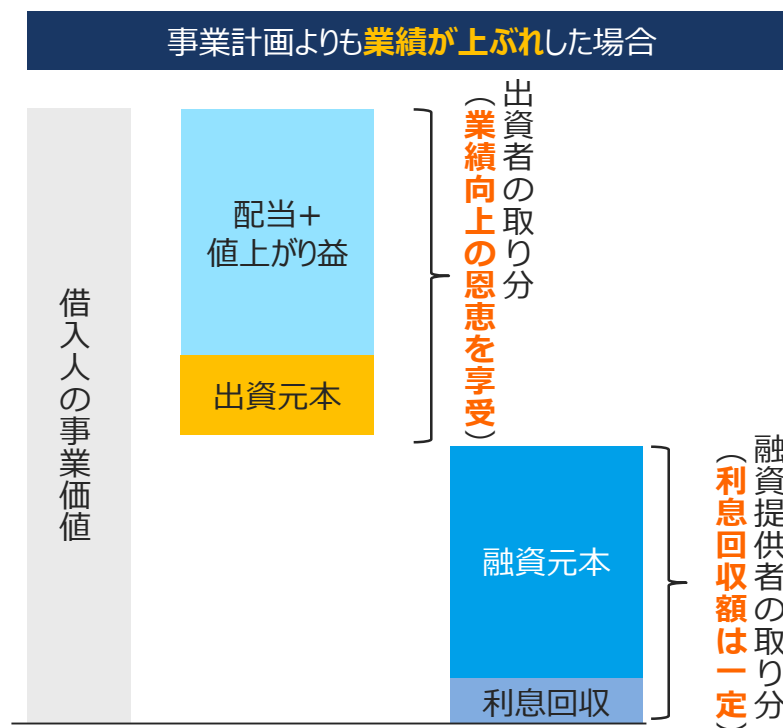
金融機関の審査目線①

- 資金の提供、特に融資の提供にあたって、**金融機関は事業に対して、最も保守的な目線を提供し得る**

【融資・出資の一般的な特徴①業績上ぶれ時】



※借入人の事業価値
≡借入人から每期生み出されるキャッシュフロー（給料等は控除後）の束



* 値上がり益 = 株価（借入人の株式価値）の値上がり益

金融機関の審査目線②

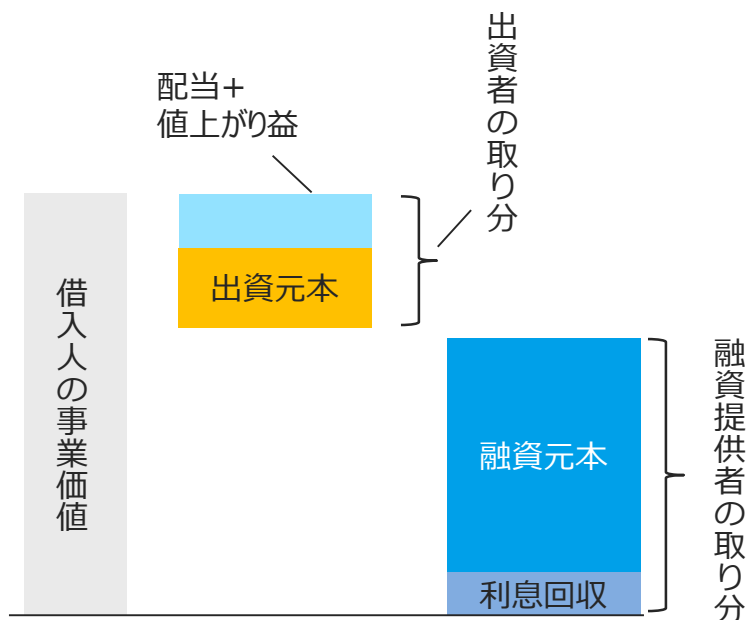
- 利幅の薄い融資業務では、**より事業の安全性が求められる**

→融資元本の毀損を避けるべく、金融機関は借入人の事業計画に対して積極的に意見を提示。また、独自の分析を行ったうえ、リスクシナリオ・ストレスケースを想定。

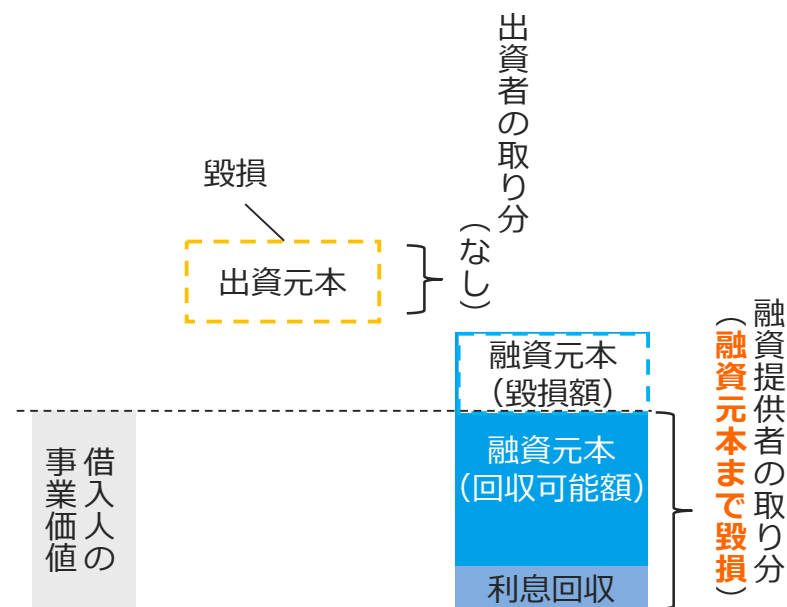
→金融機関による融資の審査を通った借入人の事業計画には、相応に実現の蓋然性がある（と第三者からもみなされやすい）

【融資・出資の一般的な特徴②業績下ぶれ時】

＜再掲＞ 事業計画通りに業績が推移した場合



事業計画よりも業績が（大きく）下ぶれした場合



(出所) DBJ作成

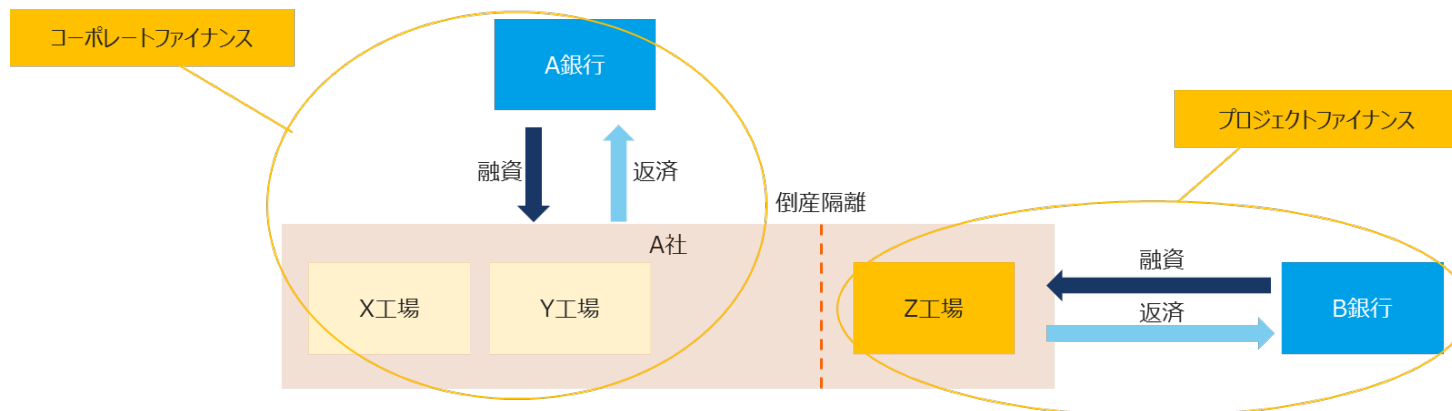
- 1 一般的な金融機関の審査目線
- 2 プロジェクトファイナンスにおける審査目線**
- 3 資金提供の手法
- 4 資金調達にあたり注意すべきポイント
- 5 まとめ

プロジェクトファイナンスの概要

- プロジェクトファイナンス：事業の生み出す収益そのものを償還原資とし、株主への遡及が無い(ノンリコース) ローン
- 金融機関は、当該事業遂行のために設立された特別目的会社（SPC）に対して融資を実行
- 償還原資（責任財産）は、当該事業の生み出す収益に限定
- 担保は当該事業に係る資産・権利・契約上の地位等 ⇒ **融資返済は、企業信用ではなく事業性に依存**
- 親会社への遡及は限定的

【コーポレートファイナンスとプロジェクトファイナンスの比較】

	コーポレートファイナンス	プロジェクトファイナンス
事業主体	借入人	スポンサー
借入人	既存事業会社	特別目的会社（SPC）
返済財源	企業全体のキャッシュフロー、所有資産	プロジェクトのキャッシュフロー
担保	企業の所有する財産	プロジェクトの全資産及び権利
銀行の審査ポイント	企業全体の財務分析・収支予想	プロジェクト採算・事業リスク分析



(出所) DBJ作成

プロジェクトファイナンスのメリット・デメリット

- プロジェクトファイナンスにおけるスポンサーのメリット及びデメリットは以下の通り

メリット	<ul style="list-style-type: none">● 資金調達可能性の拡大 プロジェクトファイナンスを使えば、事業の計画・採算性等が安定的であれば、事業者は自らの財務内容や信用力に左右されない資金調達が可能となり、資金調達可能性の拡大及び長期資金の調達が実現できる。● 財務負担の軽減 コーポレートファイナンスにより資金調達した場合、貸借対照表上、負債の比率が増加するため、財務内容が悪化してしまう。一方、プロジェクトファイナンスによるノンリコースやリミテッドリコースとする事により、原則としてSPCの借入金とはスポンサーの貸借対照表に債務として計上されず、スポンサーは財務の健全性を維持することができる。● リスクの軽減 プロジェクトファイナンスを使えば、プロジェクトに内在するリスクをプロジェクト関係者間でリスク分担し、リスクを適切に管理できる者がそれぞれの責任でリスクを負うことになることから、スポンサーはリスク量の低減を図ることができる。
デメリット	<ul style="list-style-type: none">● 一定のコスト負担 SPCの設立コスト・スキーム組成・管理に要する一定のコストを負担する必要があることから、特に小規模案件等、常にプロジェクトファイナンスが適切とは限らない点には留意する必要がある

→ PFIとプロジェクトファイナンスは車の両輪とも言える関係

プロジェクトファイナンスにおける金融機関の主な審査ポイント①

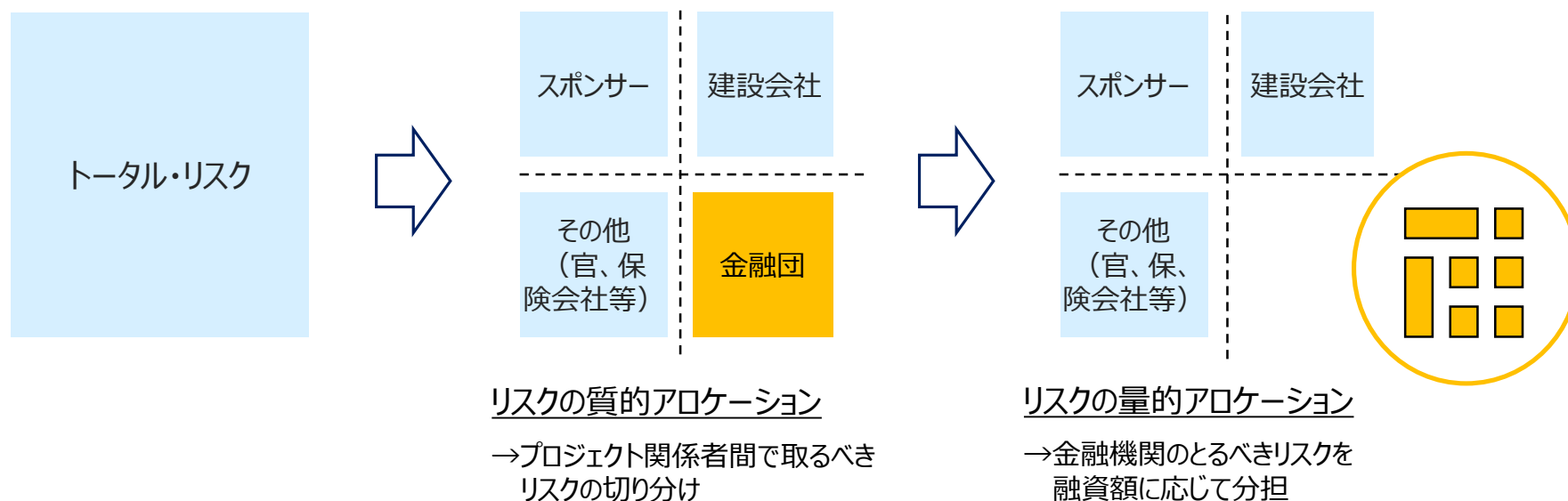
- プロジェクトファイナンスでは、プロジェクトから生み出されるキャッシュフローのみを返済原資とするため**安定的なキャッシュフローを確保することが不可欠**
- 以下のようなリスクの発現によりキャッシュフローが計画から下振れた場合、債務の返済が出来なくなる（債務不履行）恐れがある

想定されるリスク（例）	リスクの概要	金融機関の審査ポイント
建中リスク	工事完成リスク、性能未達リスク、工事遅延リスク、工事費増加リスク	建設請負会社の能力（過去の実績、信用力）、建設請負契約における建中リスクの建設会社への移転
運営リスク	運営会社が十分な能力・経験を有しない結果、運営が不能となるリスク	運営会社の能力（過去の実績、信用力）、運営委託契約における運営リスクの運営会社への移転
収入リスク	サービスの販売・提供が、必要なキャッシュフローを生み出すのに十分な量・価格で行われないリスク	サービス対価を支払う官の信用力 長期契約（テナントとの長期契約等）の有無
マクロ経済リスク	金利変動リスク、物価変動リスク、為替変動リスク	金利ヘッジ、為替ヘッジの有無 物価変動発生時の官とのリスク分担
不可抗力リスク	自然災害、政策変更、戦争等により、プロジェクトの実施に影響が及ぶリスク	不可抗力事象発生時の官とのリスク分担 保険、積立金の有無

このように、プロジェクトに存在するリスクを特定し、事業契約に基づきSPCが負担することとなったリスクを、業務委託契約を通じて最も適切にコントロールできるプロジェクト関係者に再配分することで、SPCのリスク負担を軽減

プロジェクトファイナンスにおける金融機関の主な審査ポイント②

- SPC自身は、業務遂行能力及びリスク負担能力が限定的であるため、PFI事業に伴う様々なリスクを分解して捉え、それぞれのリスクに最も関与が深い者や最も多くの情報を有する者、言い換えれば当該リスクを相対的に最も適切にコントロール可能な者に分担させることが重要

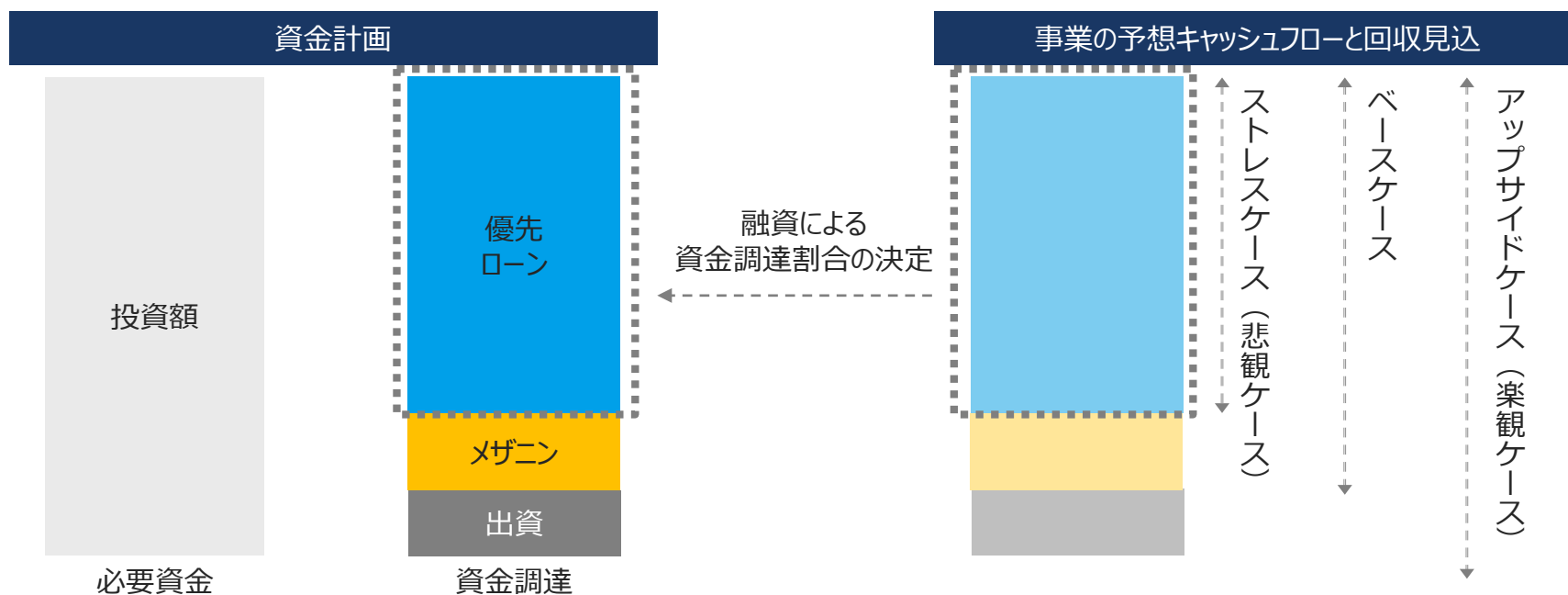


- 1 一般的な金融機関の審査目線
- 2 プロジェクトファイナンスにおける審査目線
- 3 資金提供の手法**
- 4 資金調達にあたり注意すべきポイント
- 5 まとめ

SPCの資金調達方法・融資と出資のバランス

- PFI事業の運営に必要となる資金の調達は、金融機関とスポンサーからの資金拠出によりSPCが調達
- 金融機関は、**ストレスケースにおける**事業の予想キャッシュフロー、借入金の返済余裕度（DSCR※1）に基づいて、融資による資金調達割合を決定

→資金調達における融資と出資のバランス（Debt/Equityレシオ※2）は、対象となる事業が有する事業リスクの多寡、事業の類型（対価の支払形態）、プロジェクト関係者の業務遂行力及び信用力によって異なる



※1 DSCRとは、各年度の元利金（元本、利息）返済前キャッシュフローが、当該年度の元利金支払額の何倍かを示す比率であり、元利金支払の余裕度を見る指標のこと。

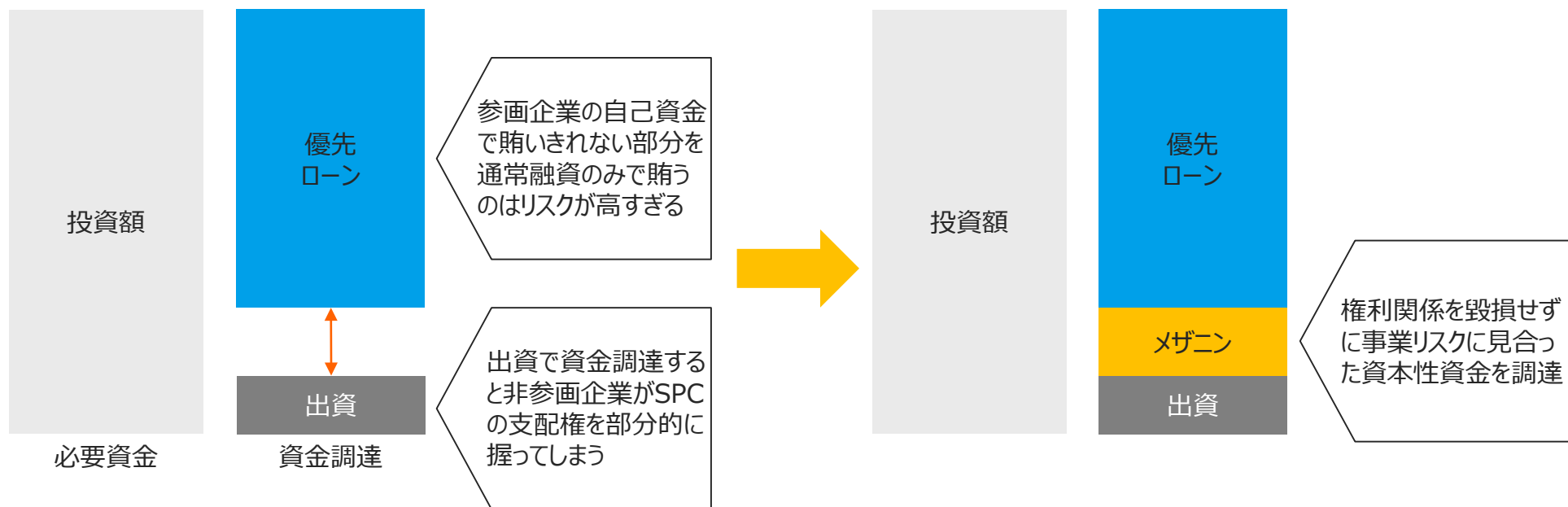
※2 Debt/Equityレシオとは、負債（Debt）が株主資本（Equity）の何倍に当たるかを示す指標のこと。

（出所）DBJ作成

(参考) メザンファイナンスについて

- メザンファイナンスとは、**融資と出資の中間的な性格**を持つファイナンス手法のこと（「メザン」は英語で「中二階」の意）
- プロジェクトファイナンスにおいては、通常のローンよりも返済順位が劣後する代わりに金利水準が高い「**劣後ローン**」、通常の株式より配当順位が優先される代わりに議決権が与えられない「**優先株**」が主に該当
- メザンファイナンスを活用することにより、**SPCの権利関係を崩すことなく資本性の資金を調達**することが可能になる

メザンファイナンス活用のメリット



(出所) DBJ作成

- 1 一般的な金融機関の審査目線
- 2 プロジェクトファイナンスにおける審査目線
- 3 資金提供の手法
- 4 資金調達にあたり注意すべきポイント**
- 5 まとめ

担保権の設定とコベナンツ条項

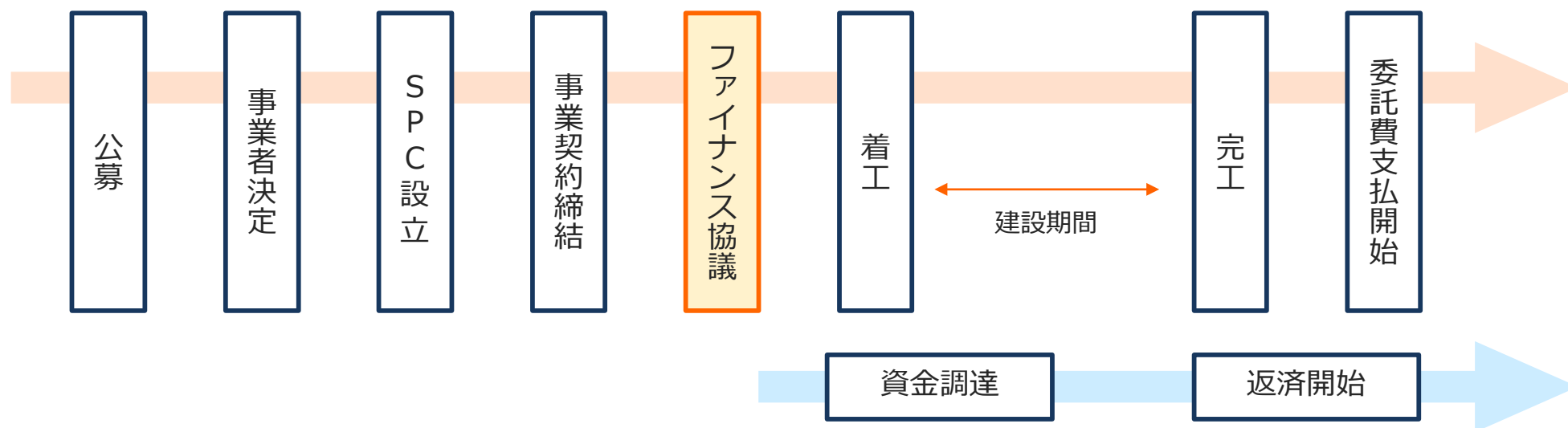
- 金融機関はプロジェクトファイナンスにおいてローンで資金を提供する際、プロジェクトにかかる全権利・資産に対して担保権を設定することが多い
- 担保権の設定範囲はあくまでプロジェクトに係る資産に限定され、設定目的としては債権保全と事業不調時の治療にある
- 金融機関はプロジェクトの進捗と健全性を定性的/定量的に把握するため、融資契約においてコベナンツ条項（借入人誓約事項）を設定する
- コベナンツ違反が見られた場合、借入人は期限の利益を喪失し、金融機関は借入人に対し一括弁済を請求する場合がある

プロジェクトファイナンスにおけるコベナンツ条項の例

前提条件の維持	法人格の存続、法令遵守、契約遵守、担保権設定、表明保証 etc.
財務情報等の開示	財務諸表の提出、長期事業計画の提出、借入残高表の提出 etc.
財務制限条項	利益維持、DSCR（元利金返済前のキャッシュフロー/返済総額）の下限設定 etc.
経営方針制限	組織再編の禁止、資産売却制限、経営陣/株主変更制限 etc.
事業維持	関連契約の変更制限、許認可維持 etc.

ファイナンスを見据えた検討期間の確保

- 金融機関から資金を調達する上では、何行から借り入れるのか、どの調達手法をどの割合で用いるのか、金利条件、契約調整等に協議が必要となるため、事業契約締結後、もしくはそれ以前から**詳細な協議のための期間を準備する必要がある**
- 特にシンジケート・ローン（協調融資）で資金調達を行うほど規模が大きなプロジェクトにおいては、金融機関の間でも調整が難航する可能性があるため、相応のバッファを持ったスケジュールが組まれることが理想的となる
- 調達先の金融機関が決まっても具体的なファイナンスのアレンジメントにかかる時間を考慮できていないケースも多いため、円滑に事業を遂行する上で**金融機関との協議を考慮に入れたスケジュール設定は重要**



(出所) DBJ作成

- 1 一般的な金融機関の審査目線
- 2 プロジェクトファイナンスにおける審査目線
- 3 資金提供の手法
- 4 資金調達にあたり注意すべきポイント
- 5 まとめ**

まとめ

- PFIで用いられる資金調達手法はプロジェクトファイナンス
- SPCを組成することで自治体・各事業者間の適切なリスク分担が可能に
- 金融機関はモニタリング機能も担い、単なる貸し手に留まらない幅広い役割が期待される
- 一方、プロジェクトファイナンスは通常のコーポレートファイナンスと比べ調整事項が多く、リソース・時間的なコストも必要となる
- 円滑な事業遂行のため、着工までバッファを持ったスケジュールを組むことが望ましい

お問い合わせ先

ご質問、ご相談等がございましたら、何なりと下記連絡先にお問い合わせください。

連絡先

株式会社日本政策投資銀行 地域調査部・PPP/PFI推進センター 赤津 光優

 TEL: 03-3244-0032  E-mail: miakats@dbj.jp

著作権 (C) Development Bank of Japan Inc. 2023

当資料は、株式会社日本政策投資銀行（DBJ）により作成されたものです。

当資料に記載された内容は、現時点において一般に認識されている経済・社会等の情勢および当行が合理的と判断した一定の前提に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、ここに記載されている内容は、経営環境の変化等の事由により、予告なしに変更される可能性があります。

当行の承諾なしに、本資料（添付資料を含む）の全部または一部を引用または複製することを禁じます。