

## 海外インフラ輸出 シリーズ第3回

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

インフラ・PPP アドバイザーサービス

ヴァイスプレジデント 海老原智哉

### I. はじめに

前回(海外インフラ輸出 シリーズ第2回)は、インフラ輸出のパターンについて、機器輸出型・EPC(Engineering, Procurement and Construction)型・スポンサー型があること、またそうしたプロジェクトにおいて、さまざまな複雑なリスクがあることを述べた。一方で、海外インフラ輸出の市場は、景気変動の影響を受けやすく、世界金融危機および欧州危機後に縮小しているが、今後の景気回復基調のなかで市場拡大が予想されること、セクター別では、これまでの傾向どおり、資源・エネルギー(石油・ガス、再生エネルギー、電力)・交通がその多勢を占めること、地域別では、欧州、米州、アジア・大洋州が市場のほとんどを占めることを確認した。

第3回となる今回は、インフラ輸出の主要なスキームとなるプロジェクトファイナンスについて述べる。

### II. 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の一般的な定義は、ある特定の事業からあがる予想収益やプロジェクト資産を担保に融資を行うことで、スポンサーからは追加の担保を取らない、いわゆるノンリコースローンの形態をとる融資のことを言う。コーポレートファイナンスが、企業の信用力もしくは企業の資産を担保に融資を行うリコースローンの形態をとる融資と区別される。

以下、典型的なスキームとその参加プレイヤーを例示する。

#### 1) 事業会社(SPC(Special Purpose Company)、SPV(Special Purpose Vehicle))

プロジェクトを実行する事業の実施主体で、スポンサーの子会社。設備の建設、事業の運営、プロジェクトファイナンスなどの中心になる会社。株式会社、LLC(Limited Liability Company、有限責任会社)など形態は現地の会社法、税メリット、倒産隔離などの要因によりさまざまあり、設置場所も対象国に限らず、税制上有利な国に設置する場合がある。日本からの参加プレイヤーとしては、商社、EPC コンストラクター、輸出者などが参画し、現地の政府、有力企業と合併の形をとることも多い。

## 2) スポンサー

事業会社への出資者。EPC コンストラクター、対象国政府・企業、外国企業、インフラファンド、公的金融機関などが担い、日本からは、商社、エンジニアリング会社、建設会社、ユーティリティー会社(電力、ガス会社など)が出資することが多い。

## 3) オフテイカー

事業会社が産出するアウトプットを買い取る先。電力の場合は、国営・公営の電力公社や政府機関がなることが多い。プロジェクトファイナンスは、長期に安定した買い取り先がいて初めて成立するため、4)対象国政府、と並び、非常に重要な位置づけになる。

## 4) 対象国政府

対象国政府は、プロジェクトファイナンスにおいて、実に多くの役割があり、非常に重要な位置づけになる。その国のインフラ開発であるため、国の強いコミットが大前提であり、コミットが強い場合には事業会社に出資を行う場合もあるし、オフテイカーになる場合もあり、その場合はプロジェクトの直接的当事者となる。また、事業の開始には、一般的に、事業権(コンセッション)、許認可(ライセンス)の供与、運輸・交通など需要予測が必要な場合には需要に対する保証、現地通貨でのサービス収入がある場合には為替リスクへの保証、さまざまな規制(土地、会計、税金、外貨規制など)がボトルネックになる場合は、規制緩和や例外的措置を認めてもらう調整が必要になり、さまざまな局面で政府の役割は極めて重要である。

## 5) EPC コンストラクター

プロジェクトのアウトプット産出に必要な設備・施設の設計、調達、建設を請け負う会社で、一般的には、建設会社、エンジニアリング会社が担う。EPC 事業者が、スポンサーになり、事業会社へ出資を行う事も多い。

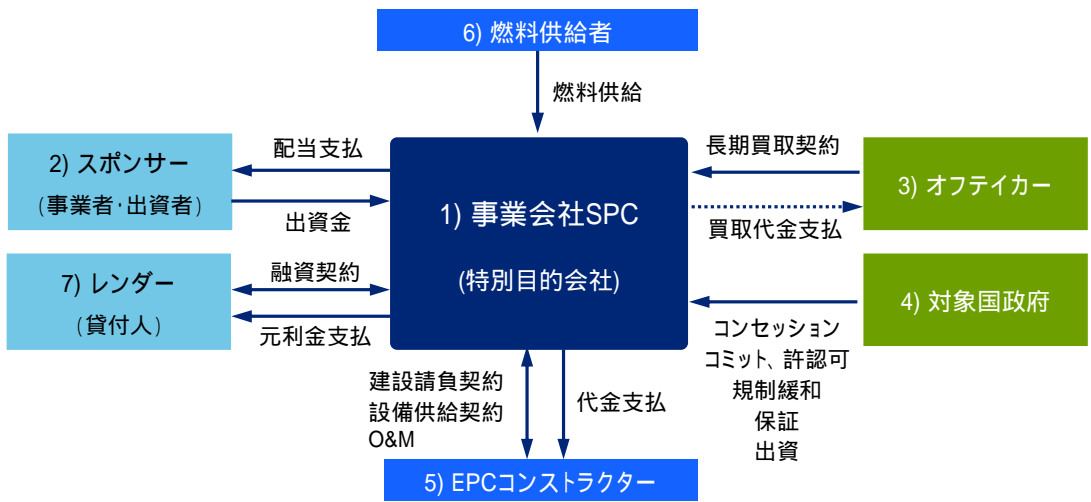
## 6) 燃料供給者

プロジェクトに必要なインプットの供給者。電力事業であれば、石油、ガス、石炭などを長期間に渡って安定価格で供給する必要があるため、政府機関や国営企業がなることが多い。

## 7) レンダー

事業会社に資金の貸付を行う機関。銀行(邦銀、外銀、現地銀行)、公的金融機関など(Export Credit Agency (ECA)や、開発銀行など)、プロジェクトリスクを分散するため、複数の金融機関が参加することが多い。日本からは、邦銀・外銀、日本国際協力銀行(JBIC)、日本貿易保険(NEXI)が参画する事が多い。

### プロジェクトファイナンスのスキーム例



\* SPC: Special Purpose Company  
 \* EPC: Engineering, Procurement and Construction  
 \* O&M Operation and Maintenance  
 出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが作成

### III. プロジェクトファイナンス要諦と傾向

上記スキームに参加する各プレイヤーはいずれも欠かせない要素で、各プレイヤーがそれぞれの役割を果たして初めてプロジェクトファイナンスが成立するが、プロジェクトファイナンスを組成する上で、絶対に外せない要諦というものも存在する。プロジェクトファイナンスは、与信の拠り所をプロジェクトから生じるキャッシュフローに求めるため、プロジェクトが産出するアウトプットに変動がほとんど無く、絶対的に安定しているオフテイカーが買い取ることによって、収益が長期間(事業期間もしくは融資期間)に亘って安定していることが、そのプロジェクトがプロジェクトファイナンスの対象となりうるかを判断する重要な材料になる。

#### プロジェクトファイナンス組成に必要な条件

長期安定的アウトプット	事業会社が、長期に亘ってコンスタントに安定したアウトプットが出せるかどうか。原材料が安定供給されること、生産設備が断続無く、常に一定以上稼働していることが重要になる。
オフテイカー	プロジェクト期間や融資期間に亘って、事業者が産出するアウトプットを固定した価格で買い取ることができるかどうか。プロジェクト期間に亘って存在し、購入能力があることが求められるため、通常オフテイカーは、リスクテイクが可能なソブリン格付けを持っている政府もしくはそれに準ずる機関であることが多い。
長期収益安定	原材料のコスト、売価が変動しにくいかどうか。すなわち、市場の影響を受けないか。競合参入による市場価格の変動、物価変動、金利変動、為替変動など市場の影響を受けやすいかどうか。

出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーが作成

第2回で、海外プロジェクトファイナンスの市場規模に触れたとおり、セクター別割合を見ると、エネルギー・資源(石油・ガス、再生エネルギー、電力)が全体の約60%、運輸・交通が20%と、プロジェクトファイナンスの大部分が、この二つのセクターである。なぜ、資源・エネルギーと交通なのかというと、上記の「必要条件」を満たしやすいセクターだからということができる。例えば、同じユーティリティーでも通信セクター向けは、あまり例が多くない。通信セクターでは、下記の特徴があり、上記の条件を満たすことが難しく、一般的にはプロジェクトファイナンスに馴染まない。

- 1) 安定したアウトプットの産出は可能だが、技術革新が著しく、比較的短時間で次世代のサービスが出現する(上記長期アウトプットが実現しづらい)
- 2) オフテイクにあたる通信事業者は、ほとんどの国で民営化されており、事業再編や M&A も盛んで、事業体の永続性が確保しづらい。また、エンドユーザーの料金を長期固定することが難しいため、安定した価格の転嫁が難しい(上記に該当するオフテイクが希少)
- 3) 原材料コストの変動、技術革新、価格の継続的低下、激しい競争環境、などから収益の安定を長期に予測することが難しい

一方で、上記条件を完全に満たすプロジェクトはむしろ少ない。そもそもプロジェクトの収益を長期に亘って評価するには、その国の制度の透明性(規制、会計、税金など)があって初めて、事業性を見通しを可視できる。仮に事業を正当に評価できる環境があったとしても、評価にはそれだけの専門的知見が必要なうえ、机上では条件を満たすように見えても、事業の不確実性を完全に排除することは現実的には難しい。そこで、多くのプロジェクトでは、「プロジェクト収益」を担保するだけでなく、信用補完を行う。プロジェクトにおける土地、設備に対する担保、信用力がある企業(多くはスポンサーや EPC コンストラクター)からの保証、政府保証などの手段がとられる。例えば、JBIC のプロジェクトファイナンスの代表的なスキームとして、1)輸出金融、2)投資金融、3)保証、があるが、輸出金融は現地有力企業の企業信用や国の信用、投資金融の場合は日本企業の信用、政府保証については対象国の信用に依拠している。

#### IV. 日本の海外事業におけるプロジェクトファイナンスの課題

新興国向けを中心にパッケージ型輸出や Public-Private Partnership (PPP) などが注目されて久しい。政府主導でさまざまな施策が検討されており、日本企業の取り組みも非常に熱心である。一方で、新興国で PPP を成功させたという事例は未だ少なく、多くの企業が苦労されている。それは、文化の違いであったり、行政、規制の問題であったり、さまざまな要因があるが、プロジェクトファイナンスに関して、III で説明した必要条件を満たしていないケースが多い。プロジェクトを進めるためには、条件を満たすか、信用補完の手段を探す必要があるが、この作業が、プロジェクトファイナンスの成否を左右すると言っても過言ではない。

一方で、信用補完をすべく、プロジェクトオリジネーターが必死に現地政府に働きかけるが、責任や意思決定の不在、省庁間の縦割りや規制の問題等がある、なかなか前に進まない、というような話はよく聞くことである。例えば、事業収入がローカル通貨の場合は、誰かが為替による変動リスクをとる必要があるが、現地政府を含めて、インフラが産出するアウトプットを享受するプレイヤーがリスクをとれない場合は、プロジェクトファイナンスにとって、極めて大きな障害になる。

もっとも民間が、上記のような交渉を相手国政府とするのは限界があるため、必然的に政府の役割が重要になる。そこで、政府は、「パッケージ型インフラ海外展開関係大臣会合」（なお、自民党に政権交代後は「経協インフラ会議」に変更）などを通じて、現状の課題を検討し、さまざまな施策を打ち出している。以下、JBIC、NEXI、JICA の最近の施策について概略を示す。

	JBIC	NEXI	JICA
2011	<p><b>「株式会社国際協力銀行法」が成立。新 JBIC 誕生。</b></p> <p>新 JBIC の新たな施策開始</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 先進国向け輸出金融</li> <li>• 短期のつなぎ資金を供与する投資金融</li> <li>• 日本企業が外国企業を買収するための資金等を供与する投資金融</li> <li>• 中小・中堅企業を含む日本企業の積極的な海外事業展開支援のためのツール・ステップ・ローン</li> <li>• 通貨スワップに対する保証</li> </ul>	<p>機能強化</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 現地通貨為替リスクへの対応強化</li> <li>2. 国際協力銀行との協調融資に対する付保率の引上げ</li> </ol>	
2012	<p><b>「株式会社国際協力銀行法」が施行。JBIC が株式会社日本政策金融公庫から独立。</b></p>		<p><b>海外投融資の本格再開の決定</b></p>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「海外展開支援出資ファシリティ」創設</li> <li>• 日本企業の海外拠点の取引支援に向けた融資制度の拡充</li> <li>• 輸出金融における 3 割ルールの柔軟化</li> <li>• ローカル・バイヤーズ・クレジット(ローカル・バイクレ)</li> </ul>		<p>民間企業との連携強化等に向けた組織の改編</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 中小企業等の調査等を支援すること。</li> <li>• 開発途上国において事業を行おうとする民間企業等に対し、出資と融資という二つの資金面で支援すること。</li> <li>• 海外の販売拠点を通じた取引に伴うリスクのてん補</li> </ul>
	<p><b>「海外展開支援融資ファシリティ」の創設</b></p>		

通貨の課題についてだけ触れると、JBIC が「通貨スワップに対する保証」、NEXI が「現地通貨為替リスク」に対応したことで、サービスメニューとしては拡充した。実際、JBIC は、タイバーツ、インドネシアルピア、カナダドル、イギリスポンドなど幾つかのプロジェクトで、現地通貨建ての融資を行っており、制度面では少しずつ前進している感がある。しかし、一方に対応可能通貨の数はまだまだ少なく、今後益々の拡大が期待される。上記一連の施策は、政府が主導した一面もあるが、経団連を初めとして、多くの民間企業の声が反映された結果でもあり、プロジェクトファイナンスの環境が新興国を初めとして十分整っていない以上、現地政府を巻き込むことは勿論のこと、日本企業も日本政府をうまく活用することが、重要になる。

今回はプロジェクトの Debt の部分であるプロジェクトファイナンスについて述べたが、次回は Equity 部分へ投資を行うインフラファンドを解説する。

なお、本文中の見解にかかわる部分は、筆者の私見であることをあらかじめご了承ください。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 6,800 名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト([www.tohmatsu.com](http://www.tohmatsu.com))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 カ国を超えるメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 人におよぶ人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)およびそのネットワーク組織を構成するメンバーファームのひとつあるいは複数指します。デロイト トウシュ トーマツ リミテッドおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。その法的な構成についての詳細は [www.tohmatsu.com/deloitte/](http://www.tohmatsu.com/deloitte/) をご覧ください。