

ファイナンス面から見た PFI導入のポイント

2003年2月12日
日本政策投資銀行
東海支店 塩野谷毅

1. プロジェクトファイナンスについて

一般的な定義 (米国財務会計基準書第47号)

「大規模資金プロジェクトへの金融であって、貸手が原則としてそのプロジェクトの資金繰り及び収益を返済財源とし、またそのプロジェクトの資産を融資の担保として行うものを言う。当該プロジェクトの事業主体の一般的な信用力は通常重要な要素ではない。なぜなら、その事業主体が他に資産を保有しない企業であるか、又は、当該金融が、その事業主体の所有者(親企業)に対して直接遡求のできないものであるか、のいずれかであるからである。」

*プロジェクトのキャッシュフローを生み出すための事業遂行に必要な諸契約を含む

発展の歴史

世界の歴史

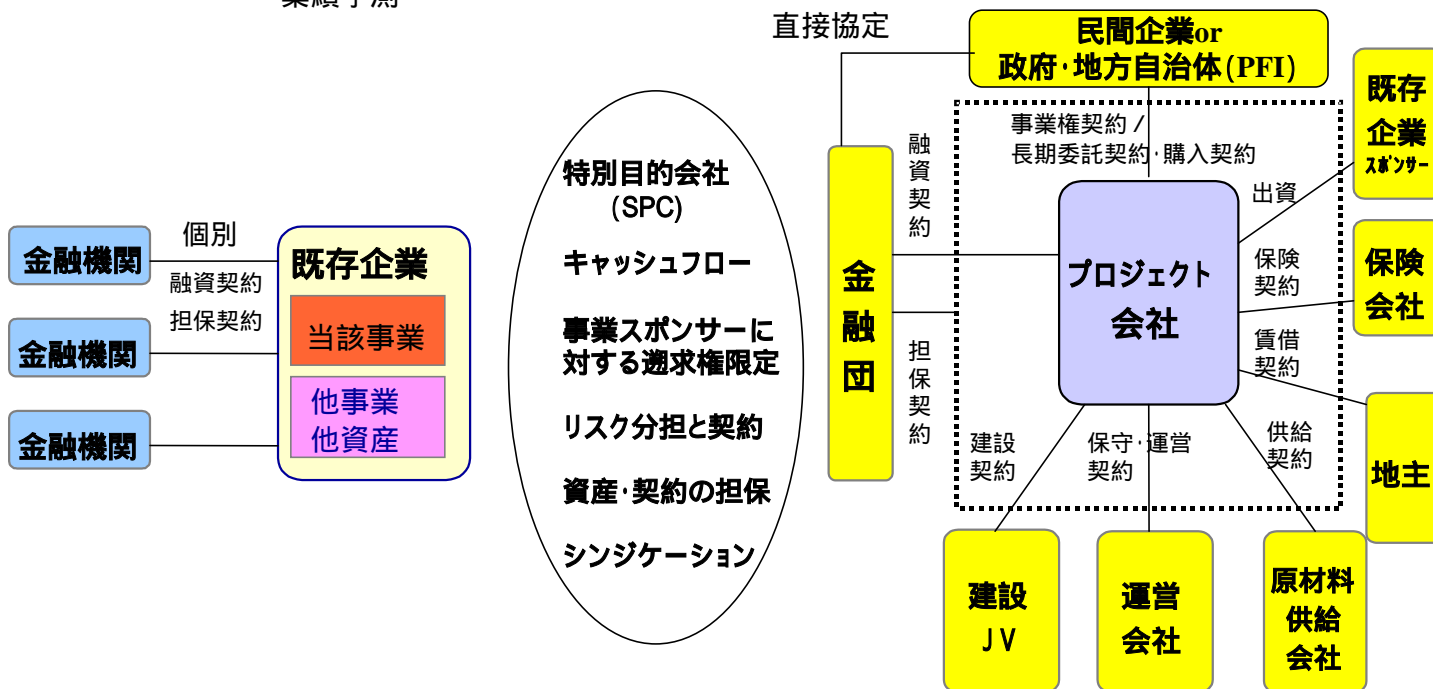
- ・1930年代 大恐慌時の信用収縮下での米国油田開発
- ・1970年代 北海油田開発への資金調達手法
- ・1978年～ 米国発電事業
- ・1980年代 東南アジア諸国での社会資本整備手法
- ・1992年 英国PFIスタート

日本の歴史

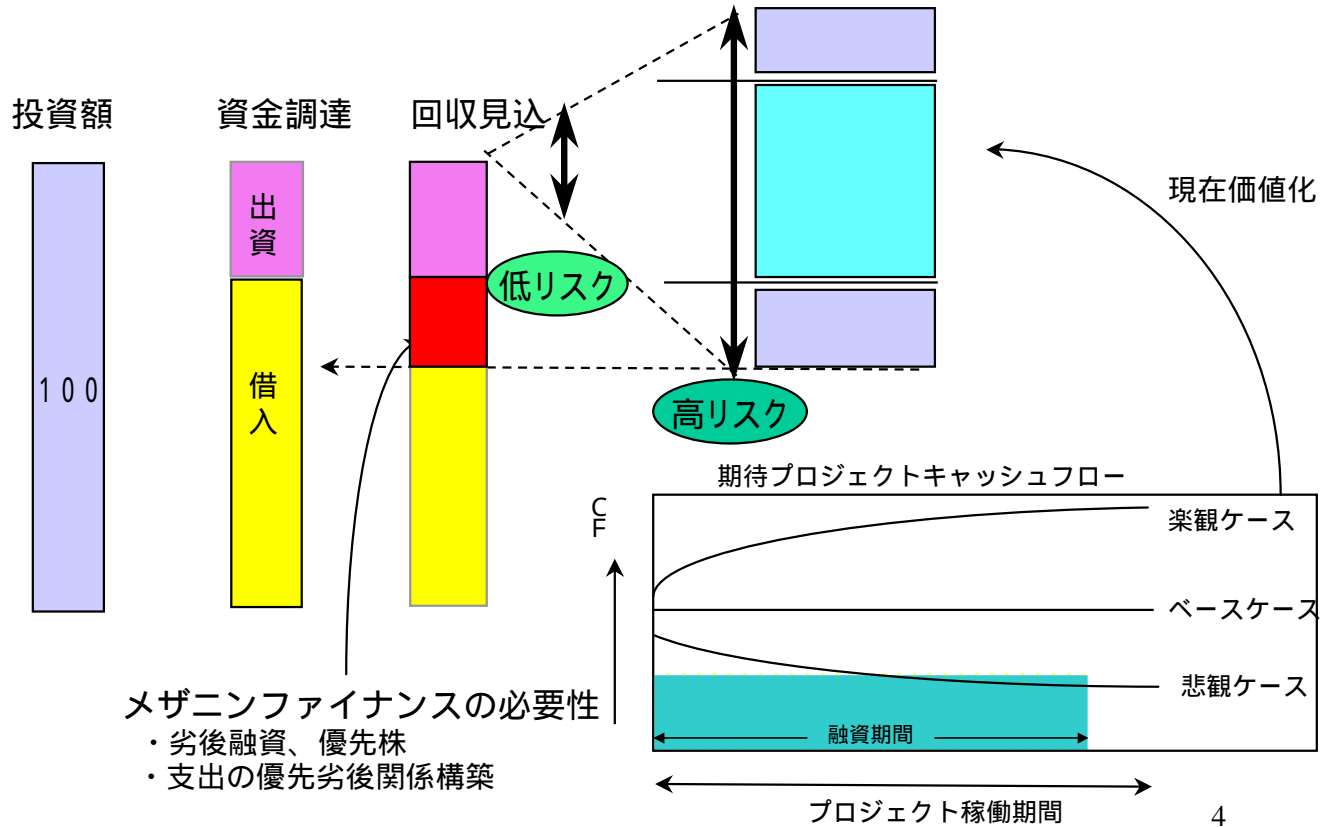
- ・1998年 中山共同発電(本社:大阪市)のIPP事業に対し、日本国内で初めてプロジェクトファイナンスを適用(三和、開銀が共同幹事)
- ・1999年 「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律(PFI推進法)」成立
- ・2000年 日本国内初のPFI向けプロジェクトファイナンスを実行(かずさクリーンシステム、金町浄水場常用発電)

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

	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	出資者
借入人	既存企業	特別目的会社
返済財源	企業全体の事業収益	当該事業収益のみ
担保	企業信用力及び所有財産	当該事業資産及び権利
審査	企業財務分析・ 業績予測	事業採算・事業リスク



デットとエクイティの考え方



2. あるべきPFIの構築はファイナンスの円滑化に寄与

事業期間にわたる安定的な公共ニーズが不可欠

【公共サイドの支払い履行に対する見方】

「公共サイドの信用力」+ 「事業の公共ニーズの明確性、継続性」

民間の工夫の余地が高いもの

民間事業者の参画による、運営面での効率化の可能性が大きいもの
今後公共サービスの運営部分まで含めたPFIをどこまで進めるか。

例：自治体立病院における政令8業務等

VFMの最大化に軸足を置く事業構築は関係者(公共、

民間事業者、金融機関)全員の利益に寄与

PFI手法により達成すべき公共施設運営の「形」に対する明確な理念

(公共サイドの前向き、かつ戦略的発想が出发点)

民間の創意工夫を喚起する発注

性能発注、運営重視、適切なリスク分担

VFMの拡大

財政負担の軽減

民間が適正報酬を得やすくなる

民間事業者のモチベーション向上、事業安定

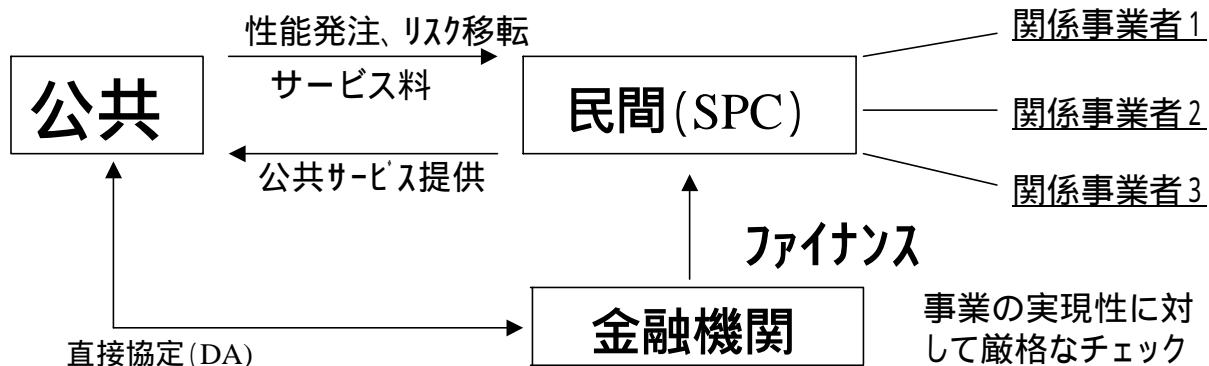
リスクに対応した適切な

金融機関によるファイナンス組成が円滑化

融資条件設定が可能

良質の公共サービスを効率的に提供することが可能(PFIへの更なる取り組み)

3. プロジェクトファイナンスを活用する意義



公共サイドは、

最適リスクアロケーションの達成による事業効率性の向上

長期事業継続の安定性向上 (長期間の企業信用力の制約からの開放)

金融機関によるモニタリング機能の発揮が期待可能

民間サイドは、**オフバランス、最適リスクアロケーションを達成**
より「Comfortable」な事業参画機会を追求可能

Step-in Rightの必要性について

事業に支障が発生した際の修復措置

事業権契約、DA等に基づく協議

事業が治癒されない場合、金融機関がStep-in Rightを行使

(金融機関が、予め担保取得したSPCの株式、事業契約上の地位・全ての債権、その他関連諸契約上の全ての権利、資産に関する担保権等を実行することにより、第三者に事業を引き継がせ、事業(公共サービス)の継続を図るための措置)

Step-in Rightの確保は、金融機関及び公共にとって必要かつ有益

プロジェクトファイナンスは、事業の継続性に依拠したファイナンス

公共は要求サービス水準にかなう公共サービスが提供されることが最大

の関心事

Step-in Rightを行使する際には、DAを通じて公共と協議を行うが、公共サイドにとって合理的な拒否理由がなく、当初設定した要求サー

ビス水準が満たされるのであれば、行使に関する承諾を行うとのフレームワークの確保が必要。

4. 資金調達円滑化を踏まえたPFIプロセス上の留意点

- **適切な官民リスク分担を十分な事前対話を通じて確保することが資金調達面からも極めて重要**

しかしながら、現状のQ&Aプロセスにおいては、十分な対話が尽くされていないとの不満も多い。

契約書案を極力早期に公開した上で、官民の実質的な対話を尽くすことが最も重要(対話を通じて公共サイドが契約書案を見直す柔軟な姿勢を持つことが必要不可欠)

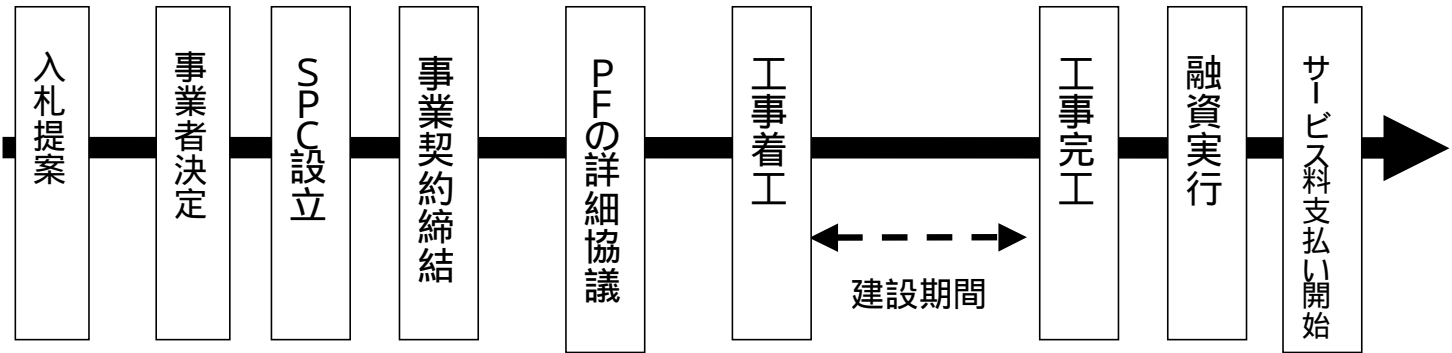
例: 寒川浄水場PFI(神奈川県)

実施方針と同時に契約書案を公表。契約書案を前提として、民間事業者

ともインタラクティブな意見交換会を実施。

- **事業者決定後においても事業契約の細部の詰め(他の入札者との公平性を損なわない範囲での合理的な詰め)の必要性、有効性について広く認知されるべき。**

5. 契約ベースで事業ストラクチャ - を構築するための 時間が必要



事業者選定から事業権契約締結及び工事着工までの期間が短く、ファイナンスアレンジメントに要する時間が考慮されていない案件が多い。

この時期は、事業権契約の最終的な詰め、及びローン契約の前提となる事業の関連諸契約が作成され民間内の詳細なリスク分担が契約ベースで決定される極めて重要な時期。長期の事業の安定化を図る上でも関係者間の十分な協議のための時間が必要。

まとめ (PFI成功の要諦)

- 官民の適切なリスク分担
安易な民間へのリスク押しつけはリスクプレミアムの上昇、VFMの低下を招くのみ(最悪資金調達失敗 破綻)
- 手続きの透明性、公平性が生命線(手続きには十分な時間も必要)
「独りよがり」の事業構築は自殺行為
- PFIの目的は「公共サービス」の効率化と確実な実施
需要リスク軽減策が講じられていない収益施設の併設、利益の一部の公共への還元は慎重であるべき
安値入札競争に陥らない入札基準(事業の安定性確保が先決)
- PFIは「金融(プロジェクトファイナンス)」まで含めたパッケージ
金融調達をにらんだ事業構築が必須(「金融が判る」適切なアドバイザーの確保が重要)