

ファイナンス面から見た PFI導入のポイント

日本政策投資銀行 東海支店

企画調査課長 横山 純一

juyokoy@dbj.go.jp

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



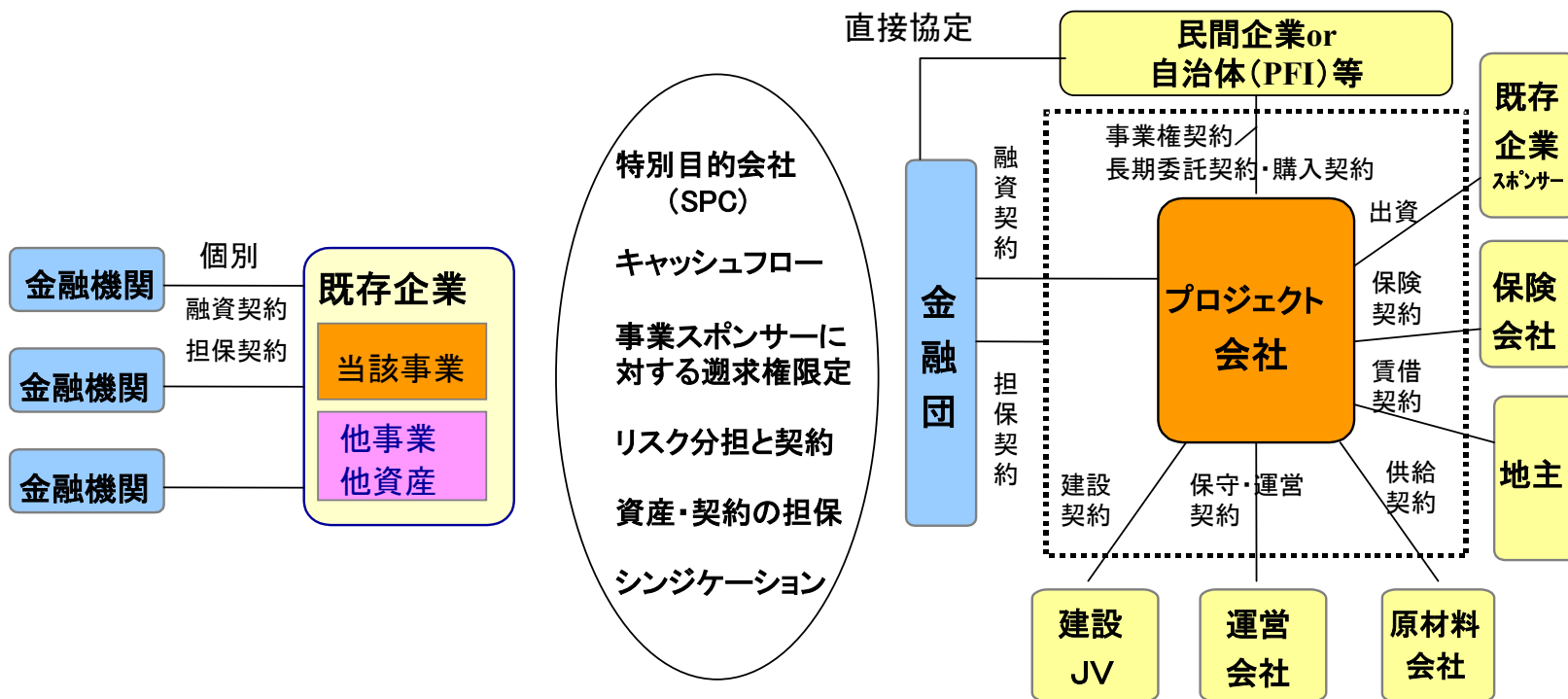
日本政策投資銀行
Development Bank of Japan

コーポレート
ファイナンス



プロジェクトファイナンス

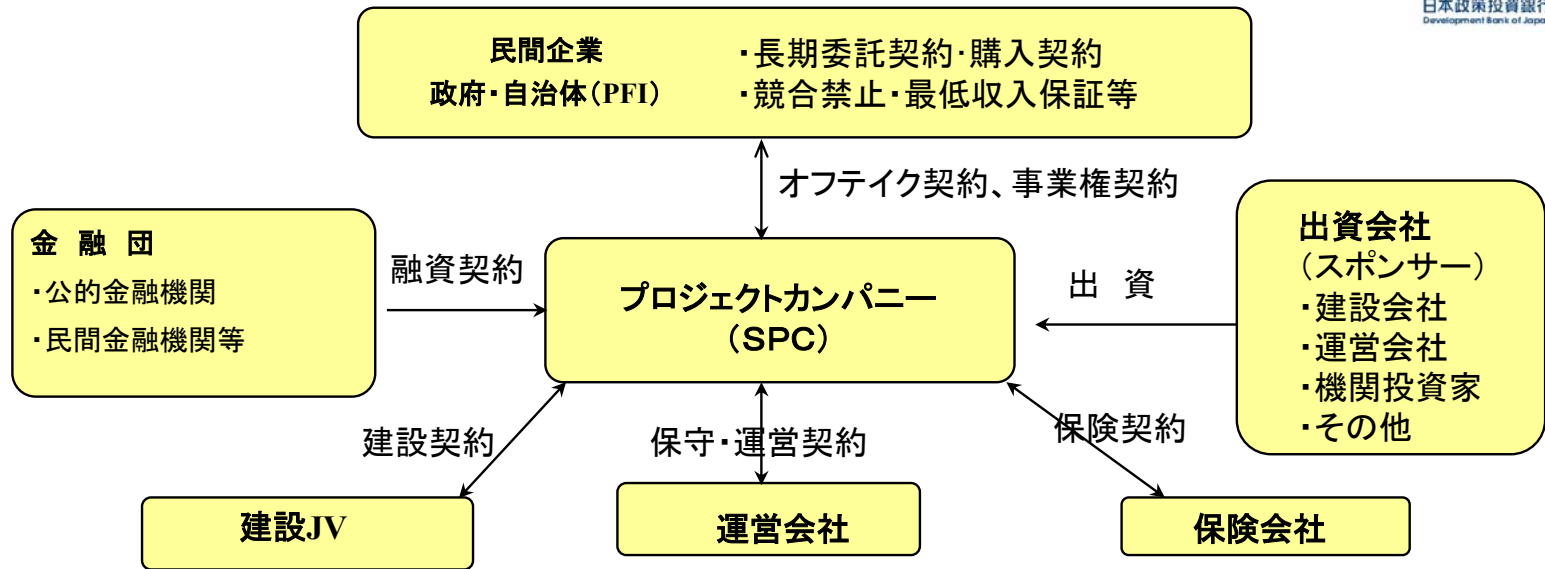
事業主体	借入人	出資者
借入人	既存企業	特別目的会社
返済財源	企業全体の事業収益	当該事業収益のみ
担保	企業信用力及び所有財産	当該事業資産及び権利
審査	企業財務分析・業績予測	事業採算・事業リスク



プロファイのメリット・デメリット



日本政策投資銀行
Development Bank of Japan



「プロファイ」のメリット

最適なリスク配分

- 関係者への最適なリスク配分による事業価値向上
- 事業者にとり従来に比べリスク限定
- (PFIの場合) 事業継続可能性の向上

資金調達手段の多様化

- 保有資産の収益力を活用した調達が可能
- コーポレート信用力に基づく取引銀行借入枠の温存

「プロファイ」のデメリット

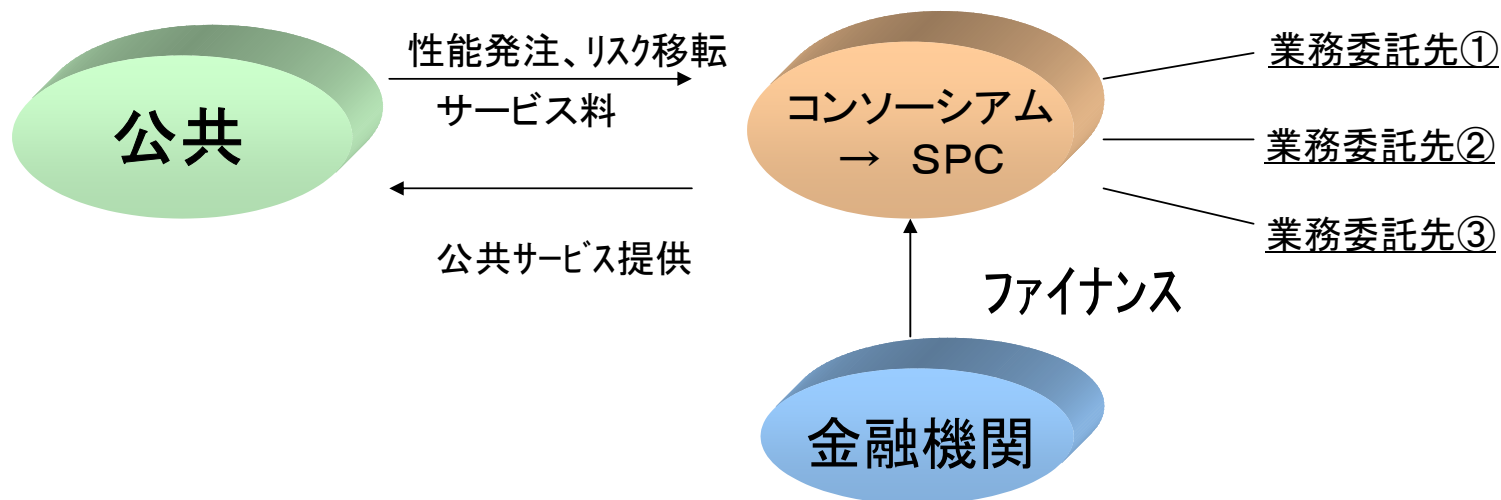
スキーム関連コスト

- 複雑なスキーム、設立コスト・スキーム維持コスト 負担

PFI事業における金融機能活用について

(PFIにプロジェクトファイナンスを活用する意義)

ー公共から民間へのリスク移転を担保するためのメカニズムー



- ① SPCの詳細な資金収支メカニズム、契約上のリスク分担を、金融機関がアレンジメント。
事業開始後も金融機関は、SPCの財政、収支状況をモニタリング。
- ② 公共側にとっての将来債務は、民間への移転リスクを金銭面で「担保」

プロジェクトファイナンス形態をとるメリット

公共サイド

- ・金融機関によるアレンジメント、モニタリング機能の発現に期待可能
- ・長期事業継続の安定性向上（超長期間の企業信用力の制約からの開放）
- ・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

事業者サイド

- ・多種多様なリスクを特定の者が全面的に抱える負担を回避
- ・当該事業の信用力に依拠した事業参画が可能

金融機関

- ・事業リスクの個別精査によってリスクに応じた合理的な融資条件設定⁵

キャッシュフロー検証(簡易イメージ)



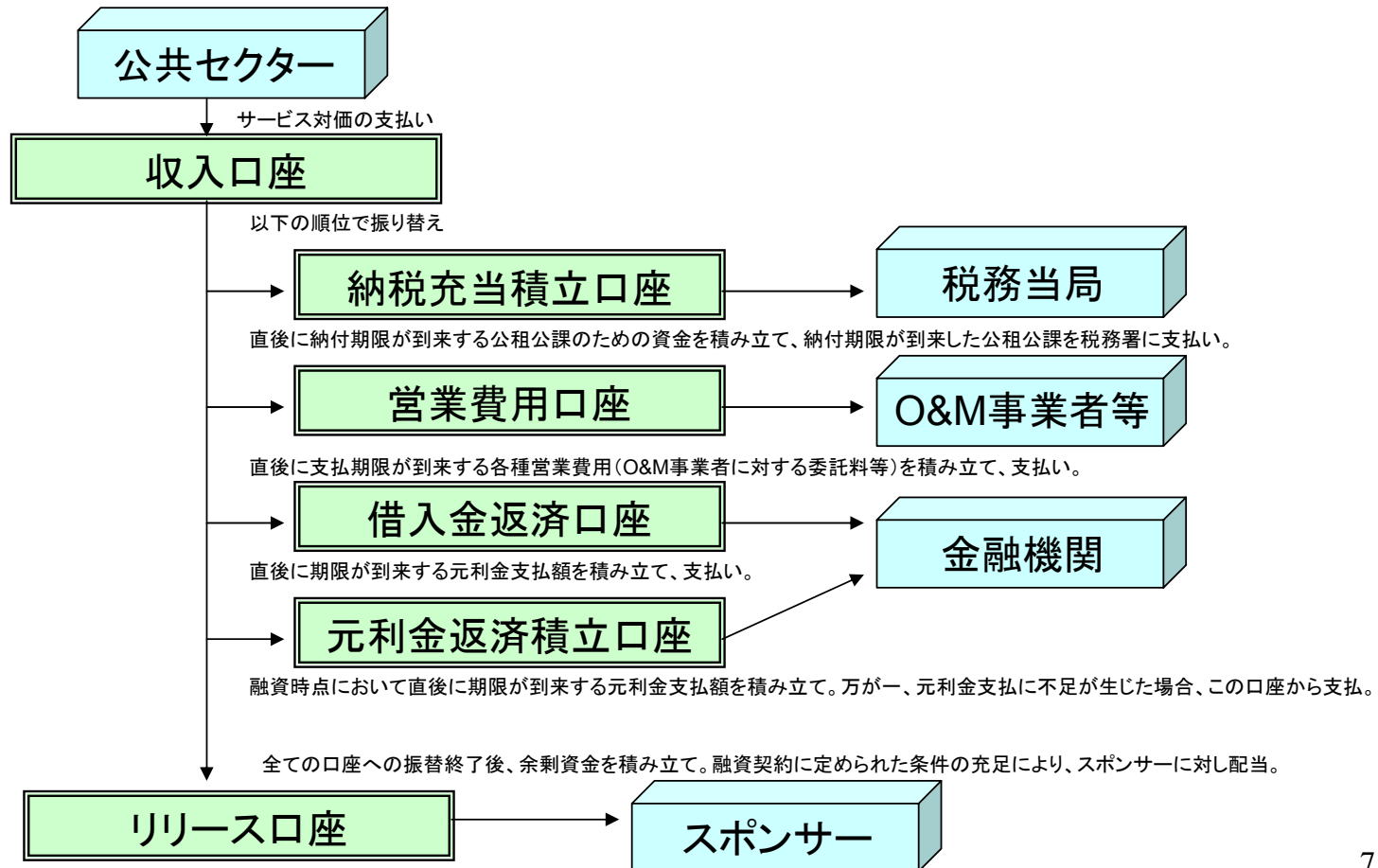
日本政策投資銀行
Development Bank of Japan

営業収入 (A)	
サービス料収入(1)	
サービス料収入(2)	
附帯事業収入	
営業支出 (B)	
法人税等	
O&M委託費用	
附帯事業費用	
SPC維持費	
借入金調達	
建設代金充当等	
開業融資元利返済	
元利金返済前CF (A) - (B)	
元利金返済額 (C)	
優先ローン利息支払	
優先ローン元本返済	
Lender1	
Lender2	
元利金返済後CF	
劣後ローン利息支払	
劣後ローン元本返済	
配当	
期末CF(除くリザーブ)	
期末現預金	
DSCR	
LLCR	

キャッシュフローの妥当性(含む 余裕度、各種リザーブの必要性等)を、プロジェクトの性格、事業契約の内容、プロジェクト関連契約の内容等を踏まえて検証



キャッシュ・ウォーターフォールのイメージ(プロジェクト完工後、簡易イメージ)



セキュリティパッケージ ～プロジェクトファイナンスの担保等～

SPCの持つすべての権利・資産及び発行株式に担保権を設定※

(∴ プロジェクト不調時に事業治癒に向け関与)

※対抗要件具備

1. 資産

抵当権(土地・建物・工場財団)、動産質権(原材料等)、預金質権

2. 権利

関連契約(※)に基づきSPCが有する権利に対する質権(または譲渡担保)

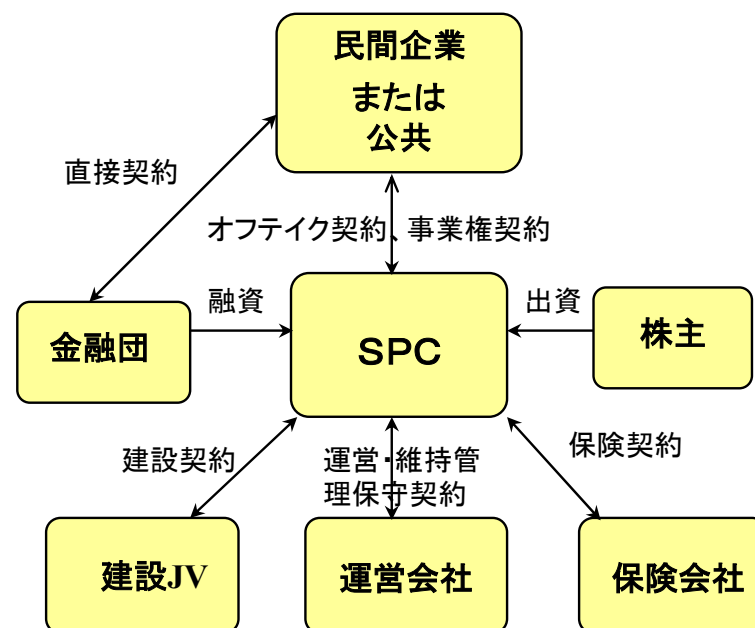
3. 契約上の地位

関連契約(※)上のSPCの地位譲渡予約

※事業権契約・オフテイク契約、建設契約、運営・維持管理保守契約、原材料供給契約、土地の賃貸借契約、保険契約、劣後融資契約等

4. 株式

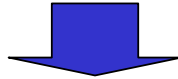
株主の所有するSPC株式



PFI事業 Step-inの考え方

事業が不調となるのは大きく以下の2ケース

1. 委託先(≡株主)の業務パフォーマンスの悪化
2. 委託先(≡株主)の倒産 (実際には両者は相互に関連しようが)



建て直しの方法は以下の2つ

(※もちろん、この前段の業務改善努力等が大前提)

1. (原則)

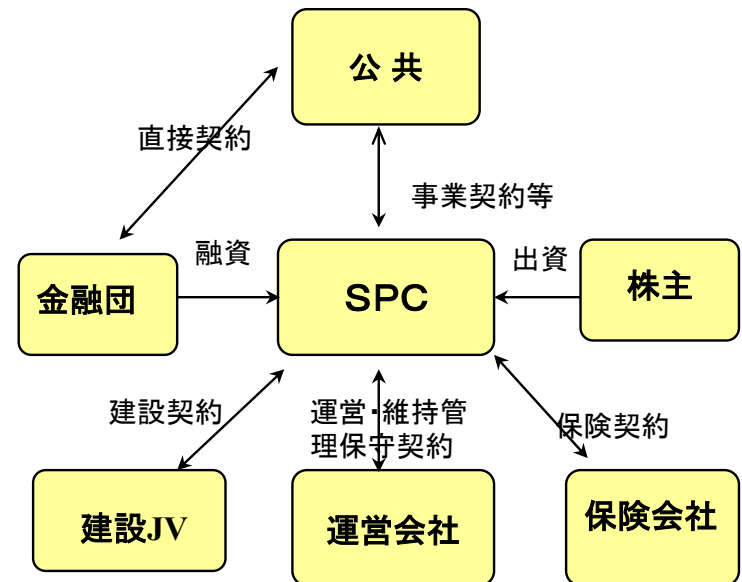
- ①旧委託先との契約を解除
- ②新委託先と契約を締結
- ③旧委託先の保有する株式を新委託先に売却

→必要な担保権＝株式の担保権

2. 委託先(＝株主)の倒産時で会社更生手続を申請した場合、更生計画認可まで株式の担保実行が不可となる。この場合は、

- ①他の株主や新委託先とともに新SPC設立
- ②旧SPCの各種契約地位を新SPCに譲渡

→必要な担保権＝各契約の地位の譲渡予約権

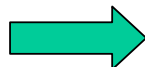


今後のPFI市場発展のポイント

- ◎ PFI手法により達成される「価値」に対する明確な理念が必要
(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 ← ①性能発注、②運営重視、③大胆かつ適切なリスク移転

↓
VFMの拡大



サービスの質向上 or 財政負担の軽減

↓
民間が適正報酬を得やすくなる



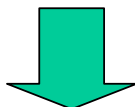
民間事業者のモチベーション向上、事業安定

↓
リスクに対応した適切かつ柔軟な



ファイナンス組成の円滑化・多様化

融資条件設定が可能



成功事例の創出 (→PFIへの更なる取り組み)

PFIファイナンスの主要チェックポイント (金融機関の視点)

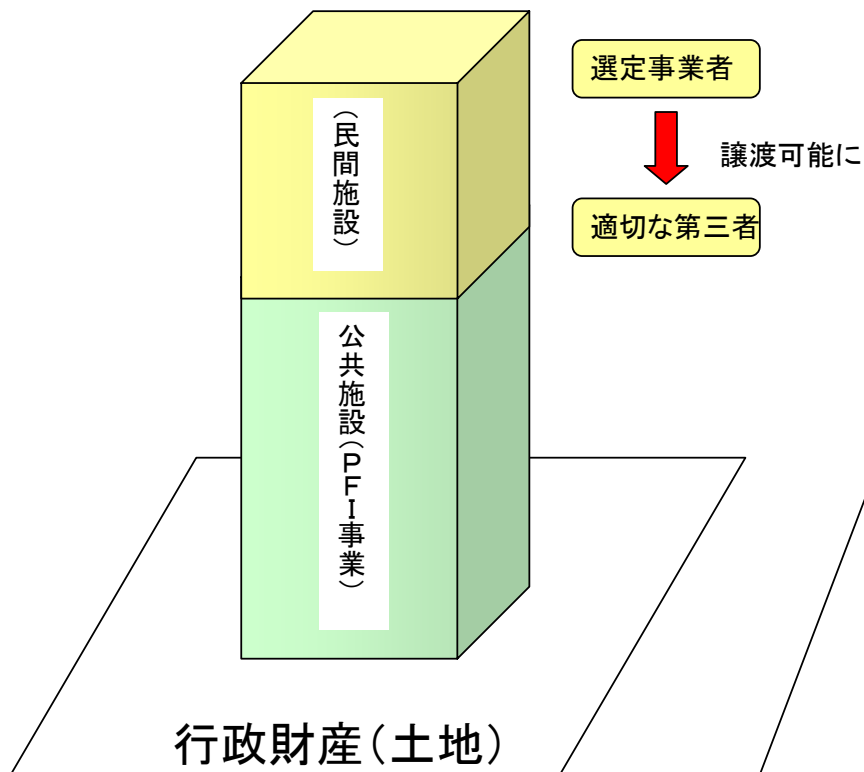
1. 官民リスク分担は適切か。
⇒民間に過剰なリスク移転がなされていないか、もしくは十分なリスク移転がなされているか
2. 民間に移転されたリスクはコンソーシアムの中で適切にアロケーションされているか。
⇒SPCに残存するリスクはあるか
3. 事業に内在するリスクは十分に抽出され、リスク分担及び対応策は具体的かつ明確になされているか。
⇒誰が、どのように(適切に)リスクを分担しているか
4. プロジェクトに関係する各主体は、自らの業務を担う能力を有しているか。
⇒事業運営が円滑に遂行できる体制となっているか
5. プロジェクト・キャッシュフローに余裕があるか。Volatilityはどうか。
⇒需要変動(ダウンサイド・リスク)に耐えうるか
6. プロジェクトに関係する各主体は、事業期間にわたって事業を継続する経済的モチベーションを有しているか。
⇒適切なリターンが確保されているか
7. プロジェクトに関係する各主体は、代替可能か。
⇒万が一の際のバックアップ・サービサーは確保されているか＝事業継続が可能か
8. Step-inを含め事業治癒、事業継続に対する公共サイドと金融機関の間の共通認識が形成されているか(DA等)。
⇒事業の必要性が十分に議論されているか(公共サイドにとって必要な行政サービスか)

(参 考)

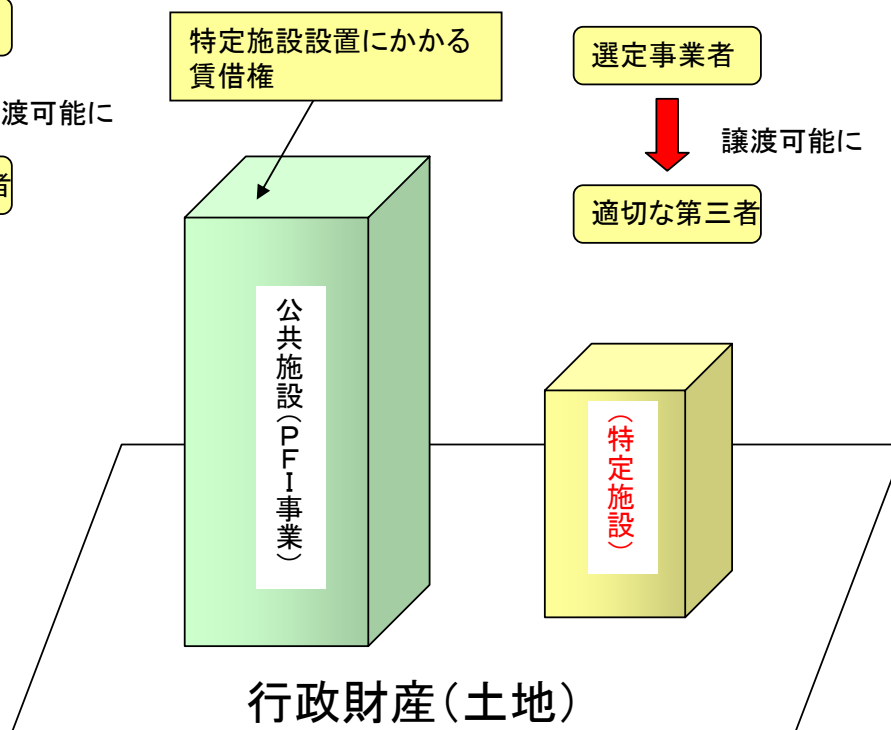
概念図

PFI法改正について(第11条の2、3関連)

① 官民合築建物のケース(11条の2)



② 官民合築以外のケース(11条の3)



本件改正により達成される効果

(公共サイド)

行政財産土地上の余剰容積部分(民間収益施設分)について、民間の自由な裁量に委ねることにより、公共側は以下事項を達成。

- ① 追加的な地代収入の獲得
- ② 民間収益施設の破綻リスクの影響回避
- ③ 「不要であるにも拘わらず民間施設部分の買取義務が発生するリスク」回避
- ④ PFIによる創意工夫の発現による施設機能全体の高度化
- ⑤ 入札参加インセンティブ増大によるVFM増加可能性

(民間事業者サイド)

民間収益施設分について、事業遂行上のオプション拡大。ファイナンスによるレバレッジ効果等により、リターンの増加可能性。PFI事業に参加するインセンティブ増大。

(金融機関サイド)

融資対象不動産のValue(資産価値)の予見可能性が高まり、ファイナンスが円滑化。