

プロジェクト・ファイナンスと収益担保

大 庭 清 司

目次

はじめに

- I. 増加するプロジェクト・ファイナンスの活用
 - 1. プロジェクト・ファイナンスの歴史
 - 2. 1998 年～2002 年間のプロジェクト・ファイナンス動向
- II. プロジェクト・ファイナンスのケース
 - 1. プロジェクト・ファイナンスの構成要素
 - 2. プロジェクト・ファイナンスのケース・スタディ
- III. プロジェクト・ファイナンスのリスク配分関係
 - 1. スポンサー側の考え方
 - 2. 銀行・社債投資家等貸手側の考え方
 - 3. キャッシュフロー不足要因とそのカバー策
- IV. 担保制度の発展とプロジェクト・ファイナンス
 - 1. プロジェクト・ファイナンスと担保
 - 2. 収益担保化の流れとプロジェクト・ファイナンス

おわりに

はじめに

1973 年の変動為替相場制移行後、アメリカを中心にプロジェクト・ファイナンスの発展が続いている。また後述するように、これらの潮流は、80 年代から 90 年代へと進むにしたがって、日本、欧州、中東、アフリカなどの地域へも波及し、そこで新たなプロジェクト・ファイナンスの市場が形成されつつある。

70 年代以降、多くの民間企業がプロジェクト・ファイナンス手法を活用するようになった切っ掛けは、BP の北海油田フォーティーズの開発といわれている。BP は、このリスクの高い油田開発を自己の負債調達で行った場合、財務制限条項へ抵触する恐れがあるため、ファイナンスを自己の金融と切離して、プロジェクト

の生み出すキャッシュフローとその資産だけをベースとするプロジェクト・ファイナンス方式で実施したのである。手本は、1930 年代にアメリカで多用されたプロダクション・ペイメントの手法であった。

このように、民間企業にとって、プロジェクト・ファイナンスは親会社（スポンサー）の財務政策と大きな関連をもっている。とくに、アメリカ企業の場合には、社債格付け、財務制限条項を意識した戦略となっている。BP プロジェクトを端緒に始まった民間企業のプロジェクト・ファイナンスの利用範囲は、その後、電力、道路などのインフラ整備関係プロジェクトなどへと拡大している。

また、この手法は、民間企業だけではなく、アジア、アフリカ、東欧、中東などの地域で、

財政難に陥っている政府や、公営企業にも利用されるようになった。

もちろん、プロジェクト・ファイナンスが発展するには、需要側の事情だけではなく、資金供給側の事情もある。高度な金融技法に関しノウハウを持つ国際的な銀行が、過剰ドルを広義のユーロ市場で入手し、一般の融資よりも高い利鞘と手数料を得られるこの分野に積極的に参入している。これらの銀行は、プロジェクト・ファイナンス業務を、差別化戦略の一貫と捉えている。また90年代に入って国際債券市場でも、プロジェクト・ファイナンスを熟知する投資家が資金を提供するようになった。

さて、プロジェクト・ファイナンスの構成要素を分析すると、担保の特異性とリスクの複雑な転嫁関係が明らかになる。

すなわち、プロジェクト・ファイナンスでは、一般的にプロジェクト開発会社が設立され、原則として、プロジェクトから生まれるキャッシュフローとその資産が担保とされる。プロジェクトのもつリスクが大きいと、親会社(スポンサー)は自己のコーポレート・ファイナンスの範疇ではなく、それと切離してプロジェクト開発金融を遂行したいという意向をもつ。

このようなしくみでプロジェクト・ファイナンスが実施されるには、時代背景として、キャッシュフローの担保化が可能な状態がなければならない。金融技法でいうと無担保融資、無担保社債、あるいは長期購入契約の担保化(譲渡担保)などが市場で理解し採用されている必要がある。

つぎに、プロジェクト・ファイナンスには、高いリスクを参加者に転嫁しつつ、最終的にフィナンシャル・パッケージを組み立てるという「仕組み金融」の要素が存在する。リスクの転嫁は諸種の契約をベースに行われる。上述の産出物の長期購入契約、建設工事完成までのコンプレッション・ギャランティー、石油開発にお

けるプロダクション・ペイメント、テイク・オア・ペイ契約などは、その代表例である。キャッシュフローの担保化には、これら諸契約が、重要な役割を果たすことになる。

本稿では、まず、ケース・スタディをもとにプロジェクト・ファイナンスの構成要素を分析すること、中でもプロジェクト・ファイナンスのリスク転嫁と担保設定との関係を洗い出し、収益(キャッシュフロー)担保の実態を解明することを目的としたい。ついで、プロジェクト・ファイナンスのもつ収益担保概念を、欧米における担保制度発展の歴史の中でどのように位置づければよいのかという点を、検討したい。

巷間、プロジェクト・ファイナンスの手法を説明した論文や書籍は多い。プロジェクト・ファイナンスを理解するには手法の理解は欠かせない。しかし本稿ではその説明を最小限にとどめ、以上指摘した論点について、プロジェクト・ファイナンスを再検討することにした。

I. 増加するプロジェクト・ファイナンスの活用

1. プロジェクト・ファイナンスの歴史

プロジェクト・ファイナンスの定義には2通りある。1つは大型プロジェクトのファイナンス、他の1つは資金投下するプロジェクトの生み出すキャッシュフローとその資産を担保とするファイナンスをいう。ここでの研究の対象は、後者に絞ることにしたい。後者においては、プロジェクト・ファイナンスとコーポレート・ファイナンスとの領域が明確に分けられる。

プロジェクト・ファイナンスについては、古くは1299年英国王室が、Devon 銀鉱開発プロジェクトのために、Flescobaldi 家(イタリアの銀行)提供のプロダクション・ペイメント・ローンを利用したと伝えられている。17~18世紀における資本主義企業成立の初期段階では、

コーポレート・ファイナンスより個別プロジェクト毎のファイナンスの方が、むしろ一般的であった⁽¹⁾。

それより後の1856年に実施されたスエズ運河会社の金融が、今日のプロジェクト・ファイナンスの嚆矢とされることもある。

しかし、より高度な金融技法にもとづいた現代的なプロジェクト・ファイナンスは、1930年代のアメリカ油田開発にその原型が求められる。1929年恐慌後のアメリカの石油産業は、不況と新油田開発の多発に起因した価格低下により大きなダメージをうけ、企業金融の対象にならないほど石油会社の経営は不安定であった。

このため、銀行を始めとした金融界は、石油開発企業に融資するのではなく、プロジェクトそのものを切離して金融を行なう方向に向かった。プロジェクト・ファイナンスとコーポレート・ファイナンスの分離である。

この流れの中で、1950年代から60年代にかけて、石油産業にプロダクション・ペイメントという金融技法が定着する。

1970年代には、資源開発や石油高騰から代替エネルギー開発プロジェクトが盛んに行われた。BPが北海フォーティーズ油田開発のために9.45億ドルのプロジェクト・ファイナンスを実施した。

またインドネシア西イリアンにおいてアメリカ企業 Freeport Sulphur がエルツベルグ (Ertsberg) 銅鉱山開発で1.2億ドルを、オーストラリア企業 Conzinc Riotinto がパプアニューギニアのブーゲンビル (Bougainville) 銅鉱山開発で約4億豪ドルを、プロジェクト・ファイナンス方式で調達した。

1980年代から90年代前半にはアメリカで、1978年 PURPA 法の成立を背景に、コジェネレーションのための新電力プラント建設が積極化し、これにプロジェクト・ファイナンス手法が適用された。

2. 1998年～2002年間のプロジェクト・ファイナンス動向

Benjamin C. Esty 著 “Modern Project Finance” に、最近のプロジェクト・ファイナンス関係統計にもとづく分析がある。しばらく、この分析を参考に最近のプロジェクト・ファイナンスの特色を見ることにしよう⁽²⁾。

1990年代には、プロジェクト・ファイナンス手法を活用したプロジェクトが急増している。付表1には、1994年から2002年までの期間の、同手法を活用したプロジェクトに対する資金供与額の推移が示されている。1998年には、アジア通貨危機の影響で途上国向けプロジェクト・ファイナンス供与額が減少したが、その後危機からの回復を契機に、再び2000年まで供与額が急増している。ちなみに、1994年から2000年までにプロジェクト・ファイナンス関連の銀行ローン額は8.1倍、債券発行額は5.2倍となっている⁽³⁾。

同期間のプロジェクト・スポンサーの出資推定額は、5.1倍、政府開発援助関係制度金融の供与額は、1.6倍であった。以上から判断すると、プロジェクトに占める政府開発援助関係の資金供与の伸びは相対的に鈍く、民間資金が積極的に活用されていることがわかる。

その後2001年、2002年には、アメリカの経済成長の停滞や、プロジェクト・ファイナンスを積極的に活用した電力業界等の過剰投資と関連企業の倒産を背景に、ファイナンス額は横ばいから減少に転じている。

この期間に調達された資金の特徴を見ていくと、銀行ローンと債券発行の金額的ウエイトは、概ね80:20である。債券発行の時には、公募の場合投資適格 (BBB) 以上の債券格付けが望ましいとされているので、利用プロジェクトは限定される。スポンサーの出資額が全調達額に占める割合は、約30%と推定されている。

付表2と3に、プロジェクト・ファイナンス

に導入された銀行ローンの地域別ならびにセクター別内訳が示されている。

プロジェクト・ファイナンス額の導入が多かった地域は、イギリス、ドイツ、フランス、イタリアなどに代表される西ヨーロッパと、アメリカを含む北米、それにアジア・大洋州であった。中南米地域では政治経済不安の都度ファイナンスの規模が変動する。ここ数年では、北米地域の電力、通信プロジェクトが不振なこともあって、アジア・大洋州のシェア上昇が目立つ。

セクター別に見ると、電力、通信、インフラ関係のプロジェクト・ファイナンスの金額シェアが大きい。しかし、2000年頃から北米における電力、通信プロジェクトの落ち込みが激しいため、途上国を中心としたインフラ関連のウエイトが増加している。

付表4は、地域別・セクター別に見た1998～2000年間の銀行ローン額を示している。これによって、アメリカを含む北米地域が電力プロジェクトの中心になっていること、通信では北米とヨーロッパ・中東・アフリカ地域、インフラではヨーロッパ・中東・アフリカとアジア・大洋州地域が主体であることが明らかとなる。

付表5と6から、債券発行における資金調達では、アメリカの電力プロジェクトが圧倒的に多いことが読み取れる。

以上の統計分析から、1930年以来、石油、石炭、非鉄金属などの鉱山開発に多用されたプロジェクト・ファイナンス手法が、先進国と発展途上国双方のインフラ整備プロジェクトにまで拡大適用されていることがわかる。

1990年代に、この手法が活用され、ファイナンス総額が増大した背景には、先進国と発展途上国双方における公企業の民営化や電力、通信を始めとする規制緩和の動き、それをベースにしたグローバリゼーションという名の資本、技術、人、ノウハウの国際間移動の活発化がある。

国家財政の悪化が、政府をして、本来国家が担わなければならないインフラ整備などのプロジェクト分野で、民間を巻き込んだプロジェクト・ファイナンスという新手法の採用に向かわせたという事情もある。この手法を使えば、政府は、プロジェクト遂行に際し、企業を新設し、政府債務にならない形（ノンリコース）でファイナンスを実施できる。

国際通貨ドルの過剰が、ユーロシンジケートローンによる資金提供やユーロ債券への投資の拡大を可能にしたという側面もある。同時に、金融市場のグローバリゼーションの中で、シティ・グループなど国際的な金融グループが、先進国で培ったプロジェクト・ファイナンスのノウハウを発展途上国のプロジェクトに応用し利益増大を図りつつある⁽⁴⁾。

プロジェクト・ファイナンスの新形態ともいえるBOT（Build-Operate-Transfer）は、特に発展途上国にとって都合のよいファイナンス手法となっている。高速道路等の公共事業プロジェクトで、民間の開発業者によって建設、運営され、一定期間後政府にプロジェクトを移転するもので、民間は収益確保、政府は財政負担もなく、移転後にインフラを保有できるという点で、双方にメリットがある。

イギリスで公的施設の建設に使われ始めたPFI（Private Finance Initiative）も、プロジェクト・ファイナンスの発展系として捉えることができる。

Ⅱ. プロジェクト・ファイナンスのケース

1. プロジェクト・ファイナンスの構成要素

通常、民間企業の推進するプロジェクト・ファイナンスは、主として次のような場合に実施されている。すなわち、①プロジェクトの資金投下額が巨大であり、しかもリスクが大きいため、

企業が自己のコーポレート・ファイナンスの範疇で新たな債務を追加することは困難と判断した時、または自己では背負いきれないリスクを共同事業体を形成して分散したいと思った時（株式会社での共同出資、パートナーシップなどの会社形態が多い）、あるいは、②電力、通信、水道、道路などインフラ整備プロジェクトに関し、国家・地方自治体財政上の問題から、民間企業にその遂行を委ねたいと考えた時、③企業が債券格付けや財務制限条項を意識して、財務政策上、オフバランスシート技法を選択する時、である。

プロジェクト・ファイナンスの対象となるプロジェクトの性格は、コーポレート・ファイナンスの範疇で行われるプロジェクトと比較して、収益性が劣るとか、負債元利金支払いに懸念があるというわけではない。融資銀行や債券投資家は、当然、複雑で高度な判断を要するプロジェクト・ファイナンスからは、通常より高いリターンを得ることができると考えているから、これに取組むのである。

以上のような考えから遂行されるプロジェクト・ファイナンスは、基本的に次のような構成要素からなっている。①プロジェクト開発子会社が設立される、②開発子会社のファイナンス（主体は負債調達）は、そのプロジェクトより生まれるキャッシュフローとプロジェクトの持つ資産のみを担保として実行される、したがって、③スポンサーあるいは政府に対してプロジェクト開発子会社の負債は、ノンリコース（Non-Recourse；求償権なし）あるいはリミテッド・リコース（Limited Recourse）となる、④プロジェクトのリスクとリターンが、プロジェクト参加者の間で適切に分配（分散）されるよう計画される。

民間企業とは異なり、発展途上国においては、累積債務問題解決のために付与されたIMFのコンディショナリティや国際融資銀行下の債務

救済計画などの制約から、政府や公営企業が資金調達ができず、石油開発、インフラ整備などのプロジェクトを、ノンリコースでファイナンスしたいというニーズが存在する。リスク回避の観点から、貸手が政府や公営企業に直接資金を提供するよりも、プロジェクトを切離し独立させてファイナンスするプロジェクト・ファイナンス方式を選択する場合もある。

2. プロジェクト・ファイナンスのケース・スタディ

1) プロダクション・ペイメント

先述のように、1930年代に世界大恐慌で財務体質が弱ったアメリカの石油企業が、石油掘削事業にプロダクション・ペイメント手法を利用したが、この手法は税制面での優遇措置も手伝って、1960年代まで盛んに活用された。

プロダクション・ペイメントには、ABC, ACB, Reserved, Curved-Out, Advancedなどのタイプがあるが、ここでは、Reserved, ABCタイプのしくみを見てみよう。なおプロダクション・ペイメントは、対象鉱区から将来産出される石油を取得できる権利である⁽⁵⁾。

(1) Reserved Production Payment

ガスや石油の鉱区の所有者が、この鉱区の開発希望者に採掘権を売却する時に、一部（例えば35%）を現金で、残額（65%）と金利とを合計した金額をプロダクション・ペイメントの形で、将来の産出物の売却代金から受けるしくみである。このしくみであれば、買手は一部の資金を当初支払うだけで採掘が可能となり、また残額も産出に成功した時に支払えばよく、成功しなければ支払いの義務はないので（プロダクション・ペイメント方式）、リスクは売手に分散できる。

売手は、採掘権は売るが、プロダクション・ペイメントの形で権限を留保しているので、資

金力がなくても買手に融資を行った形となり、完成すれば自ら開発したかのように残額を入手でき、しかも貸付金利まで得ることができる。

買手（スポンサー）にたいしてこのプロダクション・ペイメント・ローン（Purchase Money Mortgage Loan）扱いになっており、売手に対し受取金利相当分が課税される。また税制上、買手の産出物売却代金は営業収入扱いであり、減耗控除も買手が行う。

プロダクション・ペイメントは、税法上、売手の賦払いローン（Purchase Money Mortgage Loan）扱いになっており、売手に対し受取金利相当分が課税される。また税制上、買手の産出物売却代金は営業収入扱いであり、減耗控除も買手が行う。

(2) ABC Production Payment

鉱区の所有者Aが、この鉱区の開発希望者Bに採掘権（資産）を、一部（例えば35%）現金支払いで、残額（65%）については生産物支払と生産物支払の未清算残高に対する金利相当分を購入者から生産物支払を受けることを留保条件として、売却する（ここまでは、Reserved Production Paymentと同じ）。

Aは、この留保したプロダクション・ペイメントの権利を、このプロジェクト遂行に限定して設立されたペーパーカンパニーCに売却する。Cはこのプロダクション・ペイメントの権利を担保に銀行からノンリコース・ベースで資金を借入れ、同額をAに支払う。

ABCの関係は契約の複雑さから表面上分かりにくくなっているが、このメカニズムを実態的に捉えれば、BはAからの購入代金の65%を、銀行からプロダクション・ペイメントの方式で融資されたことになる。そしてBは、当初の契約にしたがって、銀行に対して融資元本と利息相当分をプロダクション・ペイメントで支払う。

このC宛てのプロダクション・ペイメント契

約担保融資は、Bにとってノンリコースであり、財務諸表上も繰延資産扱いとなり借入債務扱いではないため、財務制限条項や社債格付け上不利とならない。

税制上のメリットから、1969年税制改正までこのABCタイプは相当に利用された。すなわち、1969年以前には、プロダクション・ペイメント関係の所得はCの段階で課税されたが、Bは、プロダクション・ペイメント関係経費を全額税控除できた。税改正後はBによるプロダクション・ペイメント契約にもとづく支払いは、CのBに対するPurchase Money Mortgage Loanの返済とみなされるようになり、その結果、従来のCの所得部分とされていた収入がBの所得となり課税されることとなったため、節税メリットがなくなり、ABCタイプの活用は下火となった。

このように、プロジェクト・ファイナンスでは、節税効果があれば、前述の目的以外に税制上の有利さを獲得する目的が加味されるので、より一層当該手法の利用が促進される。

(3) BP フォーティーズ油田開発

アメリカのプロダクション・ペイメントの手法が、国際プロジェクトに利用された例が、1970年代の北海油田開発であった。BPは、1970年10月に北海のイギリス領海で推定可採埋蔵量18億バレルのフォーティーズ（Forties）油田を発見した。この油田の開発費用は6.5億ポンドと推定され、当時のBPの財務状態では、この費用をコーポレート・ファイナンス形態で調達するのは無理であった。そこで、BPは、鉱業権をもつ開発子会社BP Oil Developmentの資金調達をプロダクション・ペイメント方式で行うことに決定した。そのしくみはつぎのとおり。

英米銀行を幹事とする銀行シンジケート団からの貸付3.6億ポンドは、1972年に銀行のコン

トロール下に名目的に設立された石油販売会社 NOREX トレーディング宛てに行われた。資金を取得した NOREX トレーディングは、BP Oil Development に対して、将来フォーティーズ油田から生産される石油の前払い（プロダクション・ペイメント）資金の支払に充当した。NOREX は、石油の生産が開始されると、前払い分と金利相当分を受取り、それを石油販売契約にもとづいて BP トレーディング（BP 子会社）に売却し、その代金を銀行向け元利金支払いに充てた。

シンジケートローンの条件は、借入枠 3.6 億ポンド、使用通貨は 1.8 億ポンドと 1.8 ポンド相当のドル、金利は LIBOR にリスク相当額のスプレッドを上乗せ、借入時期は費用発生に限り 1973 年初から 78 年末まで、であった。

この油田には、海底に豊富な原油があるが、それを実際に商業生産することに技術上の困難が伴うことが確認されていた。このような背景の下で、商業生産ができないという技術上のリスクを BP が、原油埋蔵量が予想より少ないリスクを貸手が取る契約を締結した。このような前提で取り決められた融資返済条件は、商業生産が 1978 年末までに開始された場合には石油売却代金で支払うが、同年末までに生産開始されなかった場合には、BP 本体（親会社）が、一定期間内に返済するというものであった。

BP の連結財務諸表上は、前受金の受取であるため借入債務とはならない。BP 本体は、1978 年末までに商業生産が開始されない場合のみ、融資返済の義務があるだけで、全面的に債務保証を行ってはいない（リミティッド・リコース扱い）⁽⁶⁾。

2) POGO プラン

PENNZOIL OFFSHORE GAS OPERATION INC. の行った大規模資源開発プロジェクトのファイナンスを称して、POGO プランという。

PENNZOIL は、1970 年に、アメリカ政府がもつメキシコ湾沖の天然ガス鉱区の長期リースを受けるべく入札の準備をしていたが、入札金額が 1 億ドルを上回る予想であり、その資金調達に苦慮していた。なぜならば、同社の年商は 7 億ドル、総資産 14 億ドルであり、しかも株式市場は低迷しており、増資等のエクイティ関連の資金調達は困難と思われた。社債格付けは Baa であり、巨額の借金は格下げによる金利上昇につながる可能性があった。

これを解決したのが、POGO プランであった。その概要は、以下のとおりである。

①プロジェクト子会社を設立する。要資金額は 1 億 6500 万ドル。

②そしてこの会社は、クラス A、クラス B の 2 種類の普通株を発行する。—— PENNZOIL は資本金のうち 3500 万ドル（20%）を出資し、クラス A 株を取得する。残りの 1 億 3000 万ドルは、クラス B 株と転換社債を抱き合せで個人や機関投資家に売却し調達する。

③2 種類の株式を発行したのは、親会社である PENNZOIL が有利な数の議決権を得るためであった。このプランでは、同社は 20% の出資しかしていないのに、80% の議決権を取得できるように取り計らわれていた。80% の議決権の取得は親会社との連結納税申告ができる要件であった。プロジェクト開発時には収入がほとんどなくコストが大きいため、この損失を連結納税で活用しようというわけである。完成後は収入が増加しこのメリットがなくなるため、親会社の議決権株式比率を引下げて、40% になるようにしくまれていた。

④転換社債金利は当初年 1 % で、時間が経過しプロジェクト子会社の利益が上がるにしたがって、それにスライドし、最終的には年 6 % になるように設定されていた。また、5 年経過しても石油産出量が想定された数値を下回った時には、親会社が元本部分を現金で返済するか、あ

るいはその時の時価にもとづき親会社普通株を交付するという特殊な保証がついていた。これは、一般投資家にとって、魅力的な条件だった。⑤親会社は、一部出資と転換社債に特殊な保証をつけているが、これ以外の子会社の債務については親会社にはノンリコースとなっている。また、保有する議決権が50%以下にまで下がれば、連結対象から外れ、子会社債務はオフバランスシートの扱いになる。

POGO プランは、親会社の債務保証を最小限に限定している点やオフバランスシート扱いとなる方策が採られている点は、BP のフォーティーズ油田開発と類似しているが、A、B クラス株を利用して、少ない出資で大きな議決権を得るしくみとなっていること、連結納税制度を活用し節税を計っていること、5年後石油産出量が計画量以下であった時には、転換社債を親会社が支払うかあるいは親会社株式を交付するという提案を折込んだ上で、「私募」が一般的な債券市場で、クラスB株と転換社債とを抱き合せて「公募」したことなど、証券市場を熟知したアメリカの一流投資銀行のアイデアが際立ったプロジェクト・ファイナンスであった⁷⁾。

3) エルツベルグ (Ertsberg) 銅鉱山開発プロジェクト

1970 年に、世界最大の硫黄生産会社であるが、銅の分野では中堅クラスであった Freeport Sulphur Co. がインドネシアで同プロジェクトを実施した。そのプロジェクト・ファイナンス上の特徴は、以下のとおり。

① 100% プロジェクト子会社である Freeport Indonesia Inc. (デラウェア) は、「海外子会社」であり、しかもインドネシアのカントリー・リスクが高いという理由で、親会社の連結財務諸表に連結されていない (オフバランスシートの扱い)。

② 必要資金 1.2 億ドルの資金調達方法は、(ア)資

本金 (AID 投資保証付き) : 2000 万ドル、(イ)米銀行 7 行の融資 (米輸出入銀行保証輸出金融) 1800 万ドル、(ウ)米生命保険会社の長期貸付 (AID 保証付き) 4000 万ドル、(エ)西独復興金融公庫 KfW の長期貸付 2200 万ドル、(オ)日本の大手商社 5 社の劣後貸付 2000 万ドル (背後に日本輸出入銀行協調融資あり)、となっている。

日本の商社は銅鉱石の輸入が最大の目的であり、日本の輸銀協調融資が得られることもあって、米生命保険の長期貸付導入を成功させるために、敢えて劣後貸付を行っている。

③ このプロジェクトの特徴は、多くの制度金融が利用されていることである。とくに海外プロジェクトのファイナンスでは、このように可能な限りの低利資金を導入することがポイントとなる。プロジェクト主体会社は、まず、(ア)輸入企業との関係で、日本の輸銀協融および西独 KfW から輸入金融 (制度金融) を活用している。なお、生産物は、日本に 3 分の 2、ドイツに 3 分の 1 輸出される契約となっている。これに加え、(イ)米輸銀 (EXIM) 保証で米 7 行から機械延払輸出金融を得ている。さらに、(ウ)アメリカの国際開発局 (AID ; OPIC の前身) の債務保証で、米生命保険会社 5 社から開発資金融資を受入れた。また出資についても、AID 投資保証が付けられている。

④ このプロジェクトでは、金融リスクの分散という点で、興味深いフィナンシャル・パッケージが構築されている。すなわち、(ア)スポンサーは子会社を新設し、自ら保証を行わないことで、債務負担を免れている (ノンリコース)、しかも、(イ)その出資金は AID の投資保証付きである。(ウ) 1.2 億ドルの資金調達のうち、資本金はわずか 2000 万ドルであり、リスクは大半債権者に転嫁してある。(エ)アメリカの生保 5 社並びに 7 商業銀行の融資には、それぞれ、AID 保証と米 EXIM 保証が付されている。しかもこれら融資は、日本の商社貸付に優先する債権となって

いる。

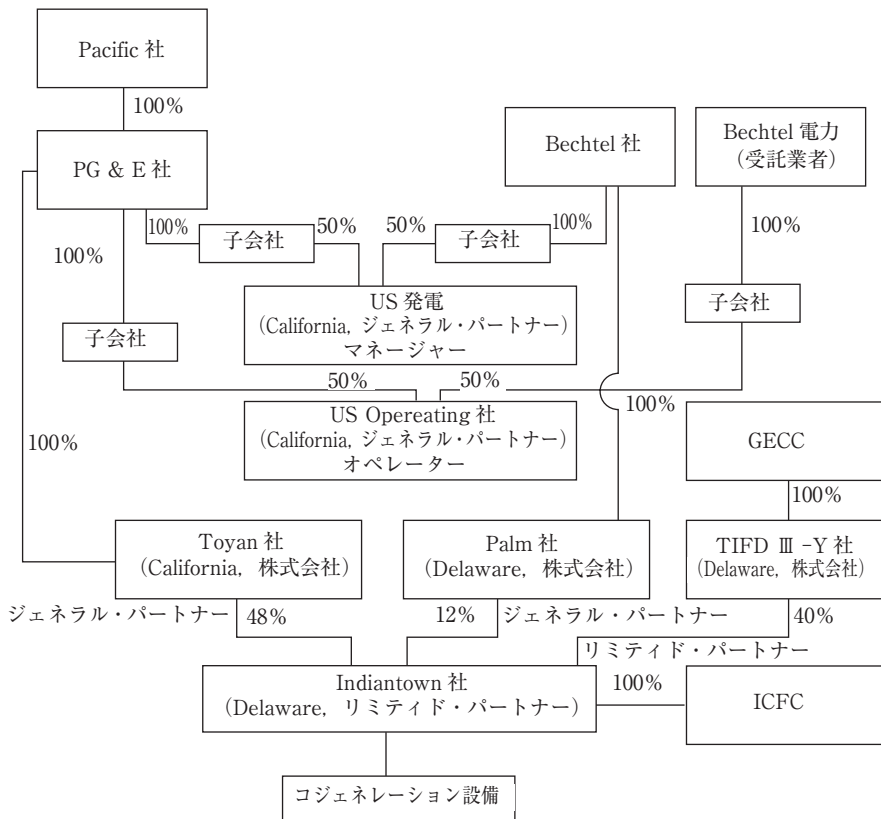
4) インディアンタウン・コジェネレーション・プロジェクト⁽⁸⁾

これは、フロリダ州マーチン郡における石炭火力コジェネレーション施設の建設と運営に係わるプロジェクトである。このプロジェクトは、第一次石油危機後に省エネルギーと資源の有効利用を目的とした米 PURP 法 (Public Utility Regulatory Policies Act of 1978) を契機に実現した。このプロジェクトの内容は、33 万 kW/時の電力供給ならびに 17 万 5000lb/時の蒸気供給能力施設建設である。以下、このプロジェクト・ファイナンスにおける重要項目を掲げる。

- ・スポンサー：スポンサーは GECC, Pacific Gas & Electric, Bechtel であり、GECC は、リミテッド・パートナー、PGE と Bechtel は、ジェネラル・パートナーの形態での参加であった（実際はその子会社）。PGE と Bechtel は、1989 年 1 月から電気設備開発で提携している。なお、各パートナーの出資割合 PGE48%, Bechtel12%, GECC40% であった。
- ・プロジェクトの推進母体：1991 年にスポンサーはデラウェア州にリミテッド・パートナー会社 Indiantown Cogeneration, L. P. というプロジェクト推進母体を設立した。出資関係は相当複雑に入り組んでいるが、図表 1 のようになっている。
- ・建設期間：1992 年 10 月から 96 年 1 月。コジェネレーション・プロジェクトについて長年の実績を持つ Bechtel 電力が建設をフルターンキーベースで請負った。完成が遅延した場合には、1 億ドルを限度として損害賠償責任を負う。
- ・利用技術：コジェネレーション技術は業界では確立された技術であり、設備の耐用年

数も債券の償還期間を超えることが専門機関に確認されている。

- ・資本費用：このプロジェクトの総費用額は、5.88 億ドル、金融費用 1.82 億ドル、合計 7.7 億ドルであった。
- ・資金調達：つぎのように、完成までに何段階かに別れて資金調達されている。
 - ① 1994 年 6 月までの資金調達額は、初期建設要資金額約 4.55 億ドルに対し、クレディスイス、クレディリオネ両銀行幹事のシンジケートローン 2.03 億ドル、クレディスイス保証の免税債券 1.13 億ドル、スポンサーである GECC からのローン 1.39 億ドル、それにパートナーの出資金 10 万ドルであった。
 - ② 1994～95 年における資金調達は、5.05 億ドルの第 1 順位モーゲージ証券と 1 億 2501 万ドルの免税債券発行（実際には、マーチン郡工業開発局の 31 年満期債発行によって得た資金の Indiantown へ向けた貸付）に依存した。資金使途は、銀行借入返済、既発行の免税債券の償還と GECC からのスポンサー・ローンの返済であった。残金は一部建設費用に回された。
 - ③ 5.05 億ドルの第 1 順位モーゲージ証券は、10 回に分けて公募発行され、満期も 1996 年と短期のものから 2020 年という長期のものまで分散されている。金利もこれにスライドして、7.38%から 9.77%まで上昇しているが、満期構成では、2010 年物 1.98 億ドル、2020 年物 2.68 億ドルとこの 2 回の長期物のウェイトが 92%となっている。
 - ④ 94 年発行の免税債券の金利は、1.13 億ドルに対し年 7.875%、残りの 1201 万ドルに対して年 8.05%。
 - ⑤ GECC はスポンサー・ローンの返済を受けた後にも、建設費用 1.4 億ドルを貸出し



図表1. インディアンタウン・コジェネレーション・プロジェクトの出資構造

(原点) Indiantown Cogeneration, L. P., ICFC, "Prospectus for \$505,000,000 First Mortgage Bonds" (1994年11月9日, pp. 5, 69-71).

(出所) J.D. フィナーティ著, 浦谷規訳『プロジェクト・ファイナンス』朝倉書店, 2002年, 166ページの図11.1

ている。これは、95年11月までに出資金に振替えとなる。

- ・販売契約：プロジェクト推進母体は、電力会社 Florida Power & Light (FPL) と1990年3月から30年間の電力販売契約を締結、また柑橘類ジュースの卸売業者 Caulkins Indiantown Citrus と15年のエネルギー（蒸気）販売契約を結んだ。FPLの長期買電契約は推進母体の収入の99%を占める。買電契約では、FPLが支払うべき電力料金は、借入の元利金支払い、固定費用と維持管理費のインフレ変動費用をカ

バーするキャパシティ・ペイメントと、燃料費をカバーするエナジー・ペイメントより構成されている。キャパシティ・ペイメントに関しては、FPLは実際の電力消費量に関係なく、発電能力に対して支払を行う義務を負っている。

- ・PURP法：PURP法が、適格認定施設から電力会社が電力を購入する義務を定めている。このプロジェクト施設も適格認定されており、これが、売上の安定性を高め、ファイナンスを容易にしている。
- ・石炭購入契約：Costain Coal との間で、

1992年4月に瀝青炭の長期購入契約を結んだ。Indiantownには、最少購入義務数量はなく、電力需要に応じて石炭の購入を決定できる。

以上のような内容を持つプロジェクトであったが、スポンサー3社の信用度の高さ、発電設備、コジェネレーション施設建設、施設の維持管理を担当するそれぞれの会社の業務遂行能力の高さ、PURP法で守られた長期買電契約と長期原料仕入れ契約の安定性などが評価されて、プロジェクト完成前に発行計画された最長30年満期の5.05億ドルのモーゲージ証券が、Baa, BBB——の格付を得て公募され、消化された。また、マーチン郡工業開発局から、対投資家非課税（所得税）扱いの免税債券発行取得金を借入れてきたこともプロジェクト全体の低利資金調達に役立っている。もちろん、両債務とも親会社保証はなく、スポンサーにとって、ノンリコース、オフバランスシートのファイナンスになっている。

ただし、債券発行時になされた、プロジェクト完成時のスポンサー出資契約1.4億ドルは、モーゲージ証券5.05億ドル発行に際しての担保的役割を果たしており、債券格付け評価の上で好影響を与えたと推測される（完成時の資本構成は、長期債務81.8%、パートナー出資金18.2%）。

長期買電契約の価格は、PFLの提供する電力料金が買電コストをカバーできなくなった時にPFLの主導権で変更されることになっているが、この条項はプロジェクトの評価に大きな影響を及ぼしていない。

Ⅲ. プロジェクト・ファイナンスのリスク配分関係

プロジェクト・ファイナンスには、「債務返済

の原資をプロジェクトが生み出すキャッシュフローのみに限定し、プロジェクト資産だけを借入れの担保とする」という側面と、「プロジェクトの各種リスクを、スポンサー、債権者、その他プロジェクト関係者の間でいかに相互に転嫁し、最終的にどのように配分するか」という側面を持つ。後者は、プロジェクトの生み出すキャッシュフローの安定性を高めるために行なわれる調整であり、またプロジェクトを融資可能（bankable）なレベルに引上げる過程であるので、前者の側面と裏表の関係にある。このように、コーポレート・ファイナンスに比べ、プロジェクト・ファイナンスの場合には、幹事となる銀行や投資銀行などの、bankableな条件を整えるための努力に依存する部分が大いのである。以下、プロジェクトのリスク転嫁・配分関係について述べる。

1. スポンサー側の考え方

コーポレート・ファイナンスではなく、プロジェクト・ファイナンスを選択するスポンサー＝プロジェクト推進者は、次のような動機を持っている。

(1)資金のアベイラビリティとできるだけ低利な資金の確保：これは通常の企業金融でも同じ。インドネシア・エルツベルグ鉱山開発のように、とくに海外で実施するインターナショナル・プロジェクト・ファイナンスでは、各国の制度金融を利用し、低利安定資金を導入するケースが多い。また、国内プロジェクトでも、アメリカにおける免税債券発行資金の活用など制度金融、優遇税制を使ったケースが、しばしば見受けられる。インディアンタウン・プロジェクトがその良い例である。

(2)プロジェクトに伴うリスクの分散：スポンサーは、基本的には自分でリスクを負わずにプロジェクトを遂行し、利益を得ること

を考えている。したがって、スポンサーは、ファイナンス面では、出資額はできるだけ小さく、負債額を大きくしたい。また通常、プロジェクト開発子会社を設け、債務保証はせず、自己のバランスシートとは切離して（ノンリコース、オフバランスシート）、資金調達を行うことを目的とする。この目的達成のために、別に述べるような各種のリスク分散手段を用いる。なお、工事完成リスクやコスト・オーバーランなど基本的にスポンサーに帰属するリスクの分散方法として、共同出資（株主分散等）がある。

(3)オフバランスシートの要請：特にアメリカ企業がスポンサーとなる場合、自己の社債格付けを悪くする財務活動は避けたいので、連結ベースで（アメリカでは連結ベースで社債格付けがなされるのが一般的）オフバランスシートになる負債調達を好み、債務保証もできるだけ回避したいと考える。また、当該資金調達が、過去の債務に付されている財務制限条項に抵触しないことも頭に入れておかなければならない。アメリカ企業以外でも、英フォーティーズ油田開発プロジェクトにおけるBPのように、財務制限条項抵触回避を目的としたケースもある。オフバランスシートとするために、スポンサーは正式な債務保証を行わず、Take-or-Pay, Through-Put Agreementなどの間接保証を活用する。

(4)税務コストの低減：スポンサーは、プロジェクトを遂行するに際し、節税効果を考慮することも多い。例えば、アメリカ企業の場合、POGOプランで見たように、国内開発子会社の持株比率を80%以上として連結納税申告を行い、開発初期段階の営業赤字や減価償却の権利を利用することなどがある。また、開発会社をパートナーシップ形態とし、同様な効果を狙う場合もある。

2. 銀行・社債投資家等貸手側の考え方

(1)スポンサー側の負担を大きく：基本的に貸手は、貸付債権保全のために、開発子会社のみならず、親会社＝スポンサーに対して、確実な元利金の支払を保証させたいと考えている。とくに、プロジェクト自体から発生する収益（キャッシュフロー）が十分でないか、その収益の変動が大きく元利金不払いとなるリスクが存在する場合には、プロジェクト以外の保証、副担保が必要と考える。さらに親会社保証でも不安がある時には、その他の第三者保証を要請する。第三者保証としては、エルツベルグ鉱山のケースで見たように、アメリカのAID（現OPIC）や輸銀など公的機関の保証が有効である。

(2)元利金支払いキャッシュフロー確保のための各種方策：貸手は債権保全のために、元利金支払いに充当するキャッシュフローが不足することを避けたい。キャッシュフローが不足する要因は多様であるが、貸手は債権保全のために契約によってこれを十分なレベルにまで引上げる方策を講じる。詳細はつぎの3.で述べるが、例えば、工場建設プロジェクトであると、貸手は建設会社あるいはスポンサーの完成保証（Completion Guarantee）、生産物のエンドユーザーとの長期購入契約の締結などを要請する。

3. キャッシュフロー不足要因とそのカバー策

プロジェクト・ファイナンスの遂行に際しては、とくに貸手側は、プロジェクトのキャッシュフローに影響を及ぼす要因の分析、元利金支払いに対しキャッシュフロー不足が発生する懸念がある時には、それをカバーする方策を検討しなければならない。ここでは、キャッシュフローに影響する主な要因とキャッシュフロー不

足をカバーする方策についてふれる。

1) プロジェクト完成までのリスク

資源開発、工場建設プロジェクトなどの場合には、工事完成リスクに配慮しなければならない。工事が完成しなければ、収益が発生せず、負債元利金の支払いが始まらない。工事完成リスクは、計画の甘さ、スポンサーの管理能力欠如、施行業者の能力不足、予想外の経済や社会的変化などによって発現する。コスト・オーバーランやプロジェクト中止などという結果を招来することがあるのでこれを避けなければならない。

工事完成リスクは、本来スポンサーの責に帰する部分が大いなので、貸手は、スポンサーから工事完成までの元利金支払保証を取り付けるとか、インディアンタウンのケースで見たように、コストが予定以上に嵩んだ時のバッファになるスポンサー・ローン（通常劣後条件）の引出しを図るとか、といった諸方策を講ずる。

また、スポンサーが、工事施工業者にリスクを負担させる契約を締結する場合がある（ランプサム契約やフルターンキー契約）。しかし、これでも免責条項などがあり完全ではないと判断する場合には、スポンサーは施行業者の完成保証を徴求する。この時にはスポンサーが貸手にこの完成保証契約（工事完成と性能保全）を譲渡する。もちろん、工事中の事故発生リスクあるいは、火災など想定される損害に対してスポンサーや建設会社などによって保険が掛けられ、その保険証書が貸手へ担保として差入れられる。

2) プロジェクト収入（キャッシュ・インフロー）にかかわるリスク

工事が完成し、操業が始まっても、プロジェクトのキャッシュ・インフローは多くの要因によって影響を受ける。主な要因の1つは、マー

ケット・リスクである。石油掘削プロジェクトでは産出物の販売価格と販売量の変動が、また高速道路プロジェクトでは、交通量と高速料金水準設定が、プロジェクト遂行主体のキャッシュ・インフローに大きな影響を与える。資金の出し手にとって、返済の原資となるこれら収入の安定性を維持する方策が必要になる。

マーケット・リスク軽減のためのいくつかの方策が存在する。その1つが、(ア)産出物の長期購入契約の締結である。インディアンタウンのケースにおける長期買電契約はその典型である。また、(イ)スポンサー（親会社）が産出物の購入者になっている場合に多いが、石油開発プロジェクトなどでは、最低限のキャッシュフローを開発者（販売者）に保証するために、販売者からの産出物（石油など）の販売の有無、多寡にかかわらず、購入契約者が一定の金額を支払うことを約束する“Take or Pay”契約が締結されることがある。石油・ガス・パイプライン敷設プロジェクトなどでは、同種の内容の“Through-Put”契約が見受けられる。このような契約は、プロジェクトが生み出すキャッシュフローの変動幅を小さくする効果をもっており、実質上貸手の債権に対する間接的保証となっている。

この他、プロジェクトには、操業リスク、技術リスク、金利リスク、為替リスクなど諸種の経済的なリスクと海外プロジェクト特有の戦争、国有化、収用、忍びよる収用、トランスファーリスクなどのカントリーリスクが付きまとう。これらのリスクもプロジェクトのキャッシュフローの変動に影響を与えるため、参加者間のリスク転嫁・調整が必要になる。

なお、リスク転嫁・配分のプロセスは、スポンサーや保険会社、施行業者のみならず、貸手間でも行なわれている。シンジケート・ローンや債券引受・販売団の組成は、貸手間のリスク分散の典型例である。

図表2に、プロジェクト・ファイナンスの特色を、アメリカ国内でのプロジェクト・ファイナンスとインターナショナル・プロジェクト・ファイナンスに区別してまとめた。基本的な思想は変わらないが、前者では、債券格付け、財務制限条項を強く意識するアメリカ企業の財務政策が色濃く投影されているし、後者では、カントリーリスク回避のための方策が強調されている。

Ⅳ. 担保制度の発展とプロジェクト・ファイナンス

1. プロジェクト・ファイナンスと担保

これまで見てきたように、プロジェクト・ファイナンスでは、実物資産に対する担保権それ自体よりも、プロジェクトに関する全体的な契約的仕組みの構築の方が重要性を持つ。ノンリコースのファイナンスであるので、原則的にはプロジェクト開発子会社に対する親会社保証（人的担保）はない。土地、建物などのプロジェクトの実物資産だけではなく、当該プロジェクトの開発に限定して設立された会社の保有する物権、債権、無体財産などのすべての財産が、担保となっているのである。

実際のプロジェクトでも、土地や建物などの実物財産、機械その他のリース権、鉱山開発における採掘権、石油開発の鉱区権、長期販売契約にもとづく販売代金請求権、保険金請求権、プロダクション・ペイメント、それ以外の契約上の権利などが、担保となっている。

収益担保との関連では、プロダクション・ペイメントに注目すべきであろう。石油開発プロジェクトで見たように、プロダクション・ペイメント契約は、将来の産出物で融資を返済する契約であり、融資銀行はプロダクション・ペイメントを受ける権利の担保差入れを条件に融資を行なう。万一産出物の量と価格が予定額を下

回れば、銀行はリスクを被る。担保差入れはあるが、銀行は真の意味で将来収益のみに依存して、融資を行なっているのである。

プロジェクトのもつ工場や建物、パイプライン、海底油田の掘削設備などの実物資産に担保権を設定しても、プロジェクトがうまく稼動していない段階では担保価値は債権保全に役立つほど大きくはないといわれている⁽⁹⁾。したがって、この点からもプロジェクト・ファイナンスは、収益担保に大きく依存したファイナンス方法といえよう。

その他、諸種の契約にかかわる担保権の設定もある。例えば、プロジェクト開発会社と産出物購入者との間で締結される長期販売契約が存在する場合、販売契約上の権利や売掛金債権が貸手に譲渡される。譲渡された売上債権の回収金すなわち販売代金は、プロジェクト実施国でのカントリーリスク回避や資金流用防止目的もあって、アメリカ、イギリスなど金融センターにある第三者＝受託者（トラスティー）名義の勘定（エスクロウ勘定）に入金され、ここから融資元利金が優先的に支払われるのが一般的である。

プロジェクト・リスク回避のために掛けられた保険の受領権や請求権も、貸手に譲渡される。その他、建設業者のパフォーマンス・ボンドの受益権、マネジメント契約上の権利、ライセンス契約上の権利など、将来キャッシュフローを左右するさまざまな契約は、すべて貸手に譲渡される。

プロジェクト・ファイナンスは、そのリスクをスポンサーと貸手のみならず、建設業者や産出物購入者、原料供給者、保険会社などプロジェクトの種々の参加者へ分散するしくみであり、その各々に契約書が存在する。

そして、これらの契約書の山を築くことによって、将来キャッシュフローを安定させながら（変動幅を小さくする）、bankable な状態に

比較項目	国内（アメリカ）プロジェクト・ファイナンス	国際プロジェクト・ファイナンス
企 業 形 態	100%子会社が主	・先進国でのプロジェクト……51%～100%子会社が主 ・発展途上国でのプロジェクト……合弁形態で なるだけ出費比率を落とす
出 資 者 の プ ロ ジ ェ ク ト ・ フ ァ イ ナ ン ス 利 用 動 機	・ 出資会社の借入能力（含社債格付け）維持 ……Off or Down B/S, Non or Limited Re- course ・ 既存の財務制限条項に抵触することを避ける	・ リスク分散 ・ 低コスト資金の調達 ・ 国内プロジェクト・ファイナンスの利用動機 は二義的……アメリカ、ユーロ市場での資金 調達する企業にとっては重要
プ ロ ジ ェ ク ト の も つ 主 な リ ス ク	・ 建設リスク（construction risk） ・ 技術リスク（technical risk） ・ 原材料供給リスク（supply risk） ・ 市場リスク（market risk）	・ 国内プロジェクト・リスクにカントリー・リ スク、為替リスクが加わる。 ・ 国内プロジェクト・リスクが、原材料供給者、 技術者、マネジメント・エージェント、建設 業者、生産物購入者が多国にわたるため増幅 される。 ・ キャッシュフローが多国にまたがるためのリ スク
プ ロ ジ ェ ク ト ・ フ ァ イ ナ ン ス の 主 な テ ク ニ ッ ク	・ Production Payment……油田、鉱山開発 ・ Take or Pay……原油、LNG開発 ・ Through-Put……パイプライン敷設	・ アメリカ企業で、借入能力維持、財務制限条 項抵解回避を主目的とする企業は、国内プロ ジェクトで掲げたOff or Down B/S, Non or Limited Recourseのためのテクニックを使用。 また、合弁会社への出資比率も、非連結、 エクイティ・メソッド利用な範囲内に止める。 ・ なるべく低利の各国制度金融、国際金融機関、 現地開発銀行融資を利用。また、リスク回避 のため各国の各種保証、保険制度を使用。
資 金 源	・ 国内資本市場が主 ・ 資金調達上の優先度は、アベイラビリティよ りコストに ・ 制度金融よりコマーシャル・ファンドが中心	・ できうる限りの国内外資金 ・ 資金調達上の優先度はコストよりアベイラビ リティに ・ 相対的に短期、高利、できうる限りの保全を 要求されるコマーシャル・ファンドの利用は 最後位
リ ス ク 分 担	・ 出資者が中心	・ リスクが大きければ大きい程、出資者、貸手、 第三者に分散
法 律 関 係	国内法	関係各国
プ ロ ジ ェ ク ト ・ フ ァ イ ナ ン ス の 幹 事 会 社	・ インベストメントバンクが主 ・ 一部商業銀行も	・ マーチャントバンク、国際的商業銀行が主

図表2. プロジェクト・ファイナンスの概要

まで持っていくことがプロジェクト・ファイ
ナンスの要諦なのである。したがって、プロジェ
クト・ファイナンスとは、このような諸契約が
担保になっている収益担保ファイナンスという

ことができる。

2. 収益担保化の流れとプロジェクト・ファイナンス

つぎに、この収益担保、キャッシュフロー担保を基盤としたプロジェクト・ファイナンスは、担保制度の発展の歴史から見た場合、どのように位置付けられるかという点を考えて見たい。じつは、『名城論叢』第2巻第4号「信用制度の発展と担保」で、担保制度の発展についてつぎのように説明したことがある。

資本主義が独占資本主義段階に入って、設備投資や企業の新設、買収などを目的とした長期資本に対する資金需要が巨大になってきた。また信用制度は自律的・拡大的發展を遂げ、信用供与力を増してきたが、借手と貸手の間をつなぐ有効な手段がなければ必ずしも相互のニーズは満たせない。このための重要な手段こそが、担保制度である。

歴史的に見て、担保制度は環境の変化に適應するために、大きな変革を遂げてきた。ひとつのトレンドは、実物資産担保から金融資産担保、無担保（収益力担保）の動きである。もうひとつは、物的担保の中での担保の分化、すなわち債権者の占有・所有を前提とした担保から質権、抵当権の分化、さらに集合物担保、財団抵当、企業担保への発展、そして無担保へとつながって行く流れである。もちろんこの二つの流れは別々のものではなく、錯綜しながら変化してきた。

二つの流れを総括し貫くものは、実物資産担保がその「一物一権主義」と「実物性」を希薄化させ、企業の集合資産あるいは全資産を担保とする方向へ進み、最終的に企業収益力を担保とした無担保に達着する方向性である。このことは、工場財団や軌道財団担保の場合、企業の返済能力が劣化したり、返済不能に陥った時に、構成された個々の担保物件が無価値に等しくなることを想定すれば理解できるであろう。既にかかる財団担保では企業の収益力による返済能

力が重要になっているのである。

また、金融資産担保においても、物品の取引にもとづく売掛債権担保などを除けば、証券の表象する株主権は株式発行企業の将来収益力によって担保され、社債権は上記の二つの流れの中のいずれかの発展過程にある形態によって担保されている。そして歴史的には金融資産担保も収益力担保に近いものになってきているのである⁽¹⁰⁾。

このように時々、顧客である企業（時に消費者）のニーズ、それに応えようとする商業銀行や証券市場の信用拡大を支えてきたのが担保制度の発展であった。

プロジェクト・ファイナンスを以上の流れの中で、どのように位置付けばよいのであろうか。1930年代以降に盛んになったプロジェクト・ファイナンスは、プロジェクト開発を計画する企業が、そのファイナンスを、自己のコポレート・ファイナンスの枠内で実施するのか、あるいは債券格付けや財務制限条項抵触の回避等財務政策の都合上、これとは切離して行なうのかという選択の中から生まれたものである。プロジェクト・ファイナンスの対象となるプロジェクトは、初期資本主義時代における、冒険商人の一回切りの航海による出資者への収益清算分配を前提としたものではない。株式会社であれ、パートナーシップであれ、プロジェクトを推進する経営母体が出資によって新たにつくられ、それがゴーイング・コンサーン企業として独立して、自らの収益を担保として、プロジェクト・ファイナンスを遂行しているのである。したがって、プロジェクト・ファイナンス手法は、方向性としては担保制度の発展と軌を一にしたもの、すなわち「一物一権主義」から工場財団担保、企業担保といった企業の収益力に依存した収益担保の流れのなかで位置付けることができる⁽¹¹⁾。

おわりに

これまでの検討で、現代的プロジェクト・ファイナンスは、初期資本主義時代の冒険商人が行なった一回切りのプロジェクトのファイナンスではなく、ゴーイング・コンサーン企業が行なうコーポレート・ファイナンスの手法が確立された現代において、規模やリスクの点で、その範疇では遂行が困難なプロジェクトをファイナンスするために出現した、高度な手法であるということが判明した。

プロジェクト・ファイナンスは、原則として自ら生み出すキャッシュフローとその資産を担保とする、いわば収益担保ファイナンスである。しかし、そのファイナンスの返済原資は親会社

（スポンサー）とは切離され、プロジェクトに限定されてはいるが、開発子会社が設立され（時にパートナーシップのような形を採るが）、コーポレート・ファイナンスを遂行する形態をとっている。発展途上国でのプロジェクト・ファイナンスも、この点では同様である。

歴史的に、コーポレート・ファイナンスは、信用制度の発展とともに培われた個別物権担保から収益担保への担保制度の変化とともに歩み、多様性を増してきたが、プロジェクト・ファイナンスの収益担保金融としての性格も、上で指摘した事実から見る限り、この担保制度発展の流れのなかで生み出されたものといえるのである。

付表1. プロジェクト・ファイナンスの規模（単位：10億ドル）

	1994年	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
銀行ローン	13.68	23.33	42.83	67.43	56.65	72.39	110.89	108.48	62.20
債券発行	3.99	3.79	4.79	7.50	9.79	19.97	20.81	25.00	13.80
合計	17.67	27.12	47.62	74.93	66.44	92.36	131.70	133.48	76.00
増減		53%	76%	57%	-11%	39%	43%	1%	-43%
政府開発援助	11.25	17.59	18.96	22.05	20.97	16.62	17.69	18.75	18.75
株式	12.39	19.16	28.54	41.56	37.46	46.70	64.02	65.24	40.61
総計	41.31	63.88	95.12	138.54	124.87	155.68	213.40	217.47	135.36

負債の内訳

	1994年	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
銀行ローン	77%	86%	90%	90%	85%	78%	84%	81%	82%
債券発行	23	14	10	10	15	22	16	19	18
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

(原典) “Project Finance International” 各年1月号。

(出所) “Benjamin C. Esty “Modern Project Finance”, 2004, pp. 30-35

付表2. 地域別にみたプロジェクト・ファイナンス（銀行ローン）（単位：10億ドル）

地域	1998年		1999		2000		2001		2002	
	\$ B	%	\$ B	%	\$ B	%	\$ B	%	\$ B	%
西ヨーロッパ	14.67	26%	15.76	22%	33.61	30%	37.35	34%	23.36	38%
北米	12.66	22	30.69	42	36.10	33	31.88	29	10.32	17
中南米	12.46	22	6.84	9	16.70	15	15.60	14	6.22	10
アジア	3.67	6	4.40	6	7.79	7	7.17	7	10.61	17
オーストラリア／ ニュージーランド	6.16	11	8.05	11	4.30	4	4.17	4	6.06	10
中東	3.26	6	3.95	5	6.25	6	8.28	8	2.75	4
東欧	2.13	4	0.62	1	4.59	4	1.06	1	1.32	2
アフリカ	1.65	3	2.07	3	1.56	1	2.97	3	1.54	2
合計	56.65	100%	72.39	100%	110.89	100%	108.48	100%	62.18	100%

(出所) 付表1に同じ。

付表3. セクター別にみたプロジェクト・ファイナンス（銀行ローン）（単位：10億ドル）

セクター	1998年		1999		2000		2001		2002	
	\$ B	%	\$ B	%	\$ B	%	\$ B	%	\$ B	%
電力	17.21	30%	29.99	41%	44.59	40%	47.26	44%	20.20	32%
通信	14.06	25	19.70	27	34.70	31	23.96	22	7.29	12
インフラ	7.70	14	9.00	12	13.36	12	11.28	10	14.20	23
石油・ガス	9.34	16	4.97	7	9.27	8	8.83	8	6.44	10
石油化学	3.13	6	4.68	6	3.34	3	3.90	4	5.71	9
レジャー・不動産	0.37	1	1.27	2	1.64	1	6.53	6	4.76	8
工業	2.64	5	1.40	2	3.36	3	3.65	3	0.82	1
鉱業	2.21	4	1.38	2	0.63	1	2.32	2	1.00	2
その他	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.76	1	1.75	3
合計	56.65	100%	72.39	100%	110.89	100%	108.48	100%	62.18	100%

（出所） 付表1に同じ。

付表4. 地域別，セクター別にみたプロジェクト・ファイナンス（1998-2000年の銀行ローン合計）
（単位：10億ドル）

セクター	北米 (含アメリカ), 中南米	ヨーロッパ, 中東, アフリカ	アジア, パシフィック	1998-2002年 合計	構成比
電力	100.84	38.35	20.06	159.25	38.8%
通信	27.52	62.67	9.52	99.71	24.3
インフラ	7.36	35.62	12.56	55.54	13.5
石油・ガス	19.87	10.67	8.30	38.84	9.5
石油化学	7.69	8.46	4.60	20.76	5.1
レジャー・不動産	6.14	6.96	1.48	14.57	3.5
鉱業	5.32	3.09	3.46	11.87	2.9
工業	4.46	1.32	1.74	7.53	1.8
水処理	0.01	0.35	0.56	0.92	0.2
その他	0.25	1.30	0.05	1.60	0.4
合計	179.46	168.78	62.33	410.58	100.0%
構成比	43.7%	41.1%	15.2%	100.0%	

（出所） 付表1に同じ。

付表5. 国別にみたプロジェクト・ファイナンス（債券発行）（単位：100万ドル）

国名	1998年	1999	2000	2001	2002	1998-2002 年合計	構成比
アメリカ	4,018	11,944	11,313	16,334	3,422	47,031	52.6%
メキシコ	770	892	1,831	1,250	2,966	7,709	8.6
イギリス	1,034	1,212	2,498	240	1,330	6,314	7.1
オーストラリア	1,160	492	1,293	460	2,884	6,289	7.0
マレーシア	0	0	0	1,709	1,904	3,613	4.0
カナダ	335	1,863	489	0	0	2,687	3.0
チリー	362	0	430	1,289	405	2,486	2.8
ブラジル	0	0	875	1,050	250	2,175	2.4
アルゼンチン	513	296	625	363	0	1,797	2.0
ベネズエラ	850	0	200	500	0	1,550	1.7
プエルトリコ	0	1,000	195	0	0	1,195	1.3
スペイン	0	728	0	340	0	1,068	1.2
韓国	0	132	0	652	0	784	0.9
イスラエル	0	250	175	0	104	529	0.6
その他	750	1,157	887	816	523	4,133	4.6
合計	9,792	19,966	20,811	25,003	13,788	89,360	100.0%
国の数	12	16	16	17	9		

（出所） 付表1に同じ。

付表6. セクター別にみたプロジェクト・ファイナンス（債券発行）（単位：100万ドル）

セクター	1998年	1999	2000	2001	2002	1998-2002年 合計	構成比
電力	4,458	7,270	11,920	17,273	4,315	45,236	50.6%
インフラ	1,307	3,676	3,394	2,430	6,471	17,278	19.3
石油・ガス	1,330	2,822	3,285	3,813	2,632	13,882	15.5
通信	2,212	5,227	2,036	1,487	0	10,962	12.3
石油化学	0	672	0	0	0	672	0.8
鉱業	485	0	0	0	0	485	0.5
レジャー	0	299	0	0	120	419	0.5
工業	0	0	176	0	250	426	0.5
合計	9,792	19,966	20,811	25,003	13,788	89,360	100.0%

（出所） 付表1に同じ。

注

- (1) Benjamin C. Esty “Modern Project Finance”, 2004 年, p. 26. 歴史的に、企業は単独プロジェクトを担う機関から発展して、多くのプロジェクトを併行して遂行するようになり、そのプロジェクト全体を統合した収益をベースに、コーポレート・ファイナンスが実行されるに至っている。
- (2) Benjamin C. Esty, “Modern Project Finance” John Wiley & Sons, Inc., 2004, pp. 29-45.
- (3) 高速道路や電力などの現地通貨収入をベースにしたプロジェクトの場合、アジア通貨危機で見られたように、対ドル自国通貨大幅安となれば、即座には現地通貨建て収入をドル価値にスライドして増加できないので、ドル建て借入の返済が困難になるケースが出てくる。
- (4) 深町郁彌『国際金融の現代』有斐閣、1999 年、の第 3 章には、ドルの過剰と第一次石油危機を契機とした先進国の物価高騰、不況への移行ならびにその打開のための経済政策の民営化、規制緩和による自由競争政策への転換が、プロジェクト・ファイナンス市場の拡大と深く結びついていることが指摘されている。
- (5) Esteban C. Buljevich, Yoon S. Park, “Project Financing and the International Financial Market”, Kluwer Academic Publishers, 1999, p195. の説明によれば、「プロダクション・ペイメント・ローンでは、買手は将来の産出物の特定比率を得る権利、または当該産出物の販売から支払いを受ける権利と引き換えに、売手に現金を前払いする。換言すれば、買手はプロジェクトへ融資する代わりに、プロジェクトの産出物に対する一定比率の参加権を、ある割引価格で購入し、同時に一部の鉱物埋蔵量を担保として受取る」ことになる。
- (6) 横井士郎『プロジェクト・ファイナンス』有斐閣、1985 年、40-43 ページの説明を参考にした。なお、フォーティーズ油田融資のしくみは、同書 41 ページの図 2 に詳しい。また、小原克馬『プロジェクト・ファイナンス』金融財政事情研究会、1998 年、233-234 ページにも、同プロジェクトについての説明がある。
- (7) 井手正介・高橋由人『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社、1977、101-106 ページを参考にした。
- (8) J. D. フィナーティ著、浦谷規訳『プロジェクト・ファイナンス』朝倉書店、2002 年、162-182 ページから必要な部分を抜粋し、コメントを追加した。
- (9) 西川永幹、大内勝樹『プロジェクト・ファイナンス入門』近代セールス社、1997 年、138 ページ。
- (10) 拙稿「信用制度の発展と担保」『名城論叢』名城大学経済・経営学会、第 2 巻、第 4 号、2002 年 3 月。
- (11) 深町郁彌氏は『国際金融の現代』有斐閣、1999 年、の第 4 章で、US スチールの財務政策、ヴェブレンの思考の中に、プロジェクト・ファイナンスのベースである収益担保の思想が見られることを指摘しておられる。