

SRID 設立 50 周年記念エッセイ

プロジェクト・ファイナンスの Myths and Truths 途上国民間投融資促進の為に

小林 文彦
元 IFC 首席特務担当官
名古屋工業大学大学院非常勤講師

はじめに

SRID は 2024 年で 50 周年を迎えます。この 50 年間の国際協力の世界での最も大きな変化の一つが、先進国から開発途上国への資金の流れが ODA から民間資金への大きくシフトしたことであり、将来もこの趨勢は続くものと考えられます。

2024 年の世界銀行・IMF 合同 Spring Meetings の期間中に国際金融公社 (IFC) の Makhtar Diop 長官が投稿した記事¹によれば、貧困削減と気候変動対策の為に途上国に対して毎年数兆ドル規模の資金が必要であるとしています。そして、途上国におけるクリーン・エネルギー・プロジェクト向け資金の 3 分の 2 が、民間資金であることが必要だとし、その額は今後 10 年で現在の年間 1,350 億ドルから、年間 1.1 兆ドル程度に引き上げられる必要があるとしています。

この記事には、世界銀行グループや他の開発パートナーが取り組んでいる、複数の民間資本動員 (Private capital mobilization) 手法が述べられており、IFC のこれまでの業務の漸増を超えた取り組みが進められています。その中で、例えば Originate-to-distribute program という、IFC や他開発金融機関の途上国プロジェクト債権の証券化による民間機関投資家資金の取り込みは、新しい資本市場をも創出する取り組みです。しかし、IFC の現場で首席特務担当官 (Chief Special Operations Officer) として多くの問題投融資案件の解決に携わってきた私には、バンカブル (融資可能) な途上国民間プロジェクト (特に PPP インフラ・プロジェクト²) を飛躍的に増やしていくことへの期待感が膨らむ一方で、投融資案件の粗製濫造につながる危うさも感じます。

多くの途上国民間プロジェクトの資金調達には、プロジェクト・ファイナンス手法が活用されていますが、その案件組成は、文化・法制度・ビジネス環境等を含めて案件毎に固有な状況がある為、テイラーメイドの一品料理が必要です。IFC では多数の知識経験豊富なバンカーが、法務・審査・経理・E&S などのスタッフと共に日夜奮闘して取り組んでいます。本稿の「Myths and Truths」というタイトルは読者の注意を引いたかもしれません。私は IFC での業務を通じて、プ

¹ Relentless Resolve: Overcoming Barriers to Private Investment in Emerging Markets, Makhtar Diop, Managing Director at IFC - International Finance Corporation, April 18, 2024, <https://www.linkedin.com/pulse/relentless-resolve-overcoming-barriers-private-investment-diop-alkue/>

² Public-Private Partnership (官民連携) によるインフラ・プロジェクト

プロジェクト・ファイナンスには多くのMythsがあり、その中には Truths でないものもあることに直面しました。その Myths and Truths のいくつかを紹介することで、途上国プロジェクト・ファイナンスに取り組む方々が、よりバンカブルな案件を組成することの一助となつたらと考えました。



IFCが融資した屋根材工場を訪問 中央が筆者

本稿では、途上国民間投融資にあまり馴染みのない読者もいることを考慮して、まず世界銀行グループと IFC の活動とプロジェクト・ファイナンスの概要を再確認

します。そして本題の「Myths and Truths」の事例を3件紹介します。そして最後のまとめでは、私がストレスの多い業務を通じて体得した仕事のコツを披歴すると共に、プロジェクト・ファイナンスと PPP の参考書籍も紹介します。

1. 世界銀行グループと IFC

1-1 世界銀行グループの概要³

世界銀行グループは、2030年までに達成すべき2つの目標を掲げています。

- ・ 極度の貧困を撲滅：1日1.90ドル未満で暮らす人々の割合を2030年までに3%以下に減らす
- ・ 繁栄の共有を促進：各国の所得の下位40%の人々の所得を引き上げる

世界銀行は、世界中の途上国にとって欠かせない資金源、技術援助機関です。世銀は普通の銀行とは異なり、貧困削減や開発支援を目的とした他に例のないパートナーシップです。世銀グループは5つの機関（IBRD、IDA、IFC、MIGA、ICSID）で構成されており、その重要意思決定は加盟国が行います。世界銀行グループ（本部所在地：米国ワシントンD.C.）は1945年に設立され、1万人以上の職員が世界120か国以上で業務にあたっています。

1-2 私が考える IFC のビジネス・モデル

IFCはその設立合意書で、投融資に対して政府保証を取ることを禁じられていますが、毎年10-20億ドル程度の純利益を計上しており、私は、これを「利益のでの開発援助」と呼んでいます。民間セクターへの投融資で利益を出すということは投融資先企業が、資機材納入業者に代金を支払い、従業員に給与を支払い、輸送料・家賃・保険料・電気水道料金などの諸経費を支払い、さらに、国や自治体に税金を納めながら、融資元本返済と金利支払をし、株主に配当することを継続的に実現できているということです。つまり、IFCが利益を上げているということは、投融資先企業が、それに関わる全てのステークホルダーと Win-Win の関係を作れている証です。

IFCは資金ソースも豊富です。IFCは1956年に加盟国からの出資金で創立されましたが、現在その主たる資金ソースは利益剰余金と格付けがAAAの社債です。それらに加えてB loan programやParallel loanというシンジケーション・プログラムを使って、民間金融機関によるIFCプロジェクトへの参加を促進しています。さらに2009年に設立されたIFC Asset Management Companyという

³ <https://www.worldbank.org/ja/about/what-we-do> より抜粋

ファンドを通じて官民の投資家から、equity 投資の為の資金も集めています。これらは IFC の中で言えばメインストリームの資金ソースですが、それら以外にも案件ごとにテイラーメイドの資金も組成されています。例えば当該国の現地通貨建て年金基金の資産をインフラ投資に回せるスキームを組成するようなこともしています。

IFC には 100 以上の現地事務所と 4,000 人程のスタッフがおり、投融資担当官のほとんどは、MBA を持つバンカーであり、途上国民間投融資の豊富な知識・経験と世界銀行グループのクラウド（影響力）により、高度なプロジェクト組成力とリスク・マネジメント力を持っています。そして、スタッフの半分は現地事務所におり、地理的にもクライアントに近い場所で業務を遂行しています。IFC は、さらに、プロジェクト事業者に契約遵守と E&S などの各種コンプライアンスを要求し当該国のビジネス・スタンダードの向上を促進しています。IFC 自身のガバナンスやコンプライアンスについても、様々なルール⁴を採用して透明性を維持した業務を厳正に行なっています。しかし、そのような IFC でも組成の比較的容易な電力プロジェクト以外には途上国でバンカブルな PPP インフラ・プロジェクトの形成は容易ではないというのが実情です。別の言い方をすれば、資金はあってもその資金を投資できる案件を形成することが十分には実現できていないという現実があります。

2. プロジェクト・ファイナンスの概要

2-1 プロジェクト・ファイナンスとは何か？

プロジェクト・ファイナンスは、借り手の信用基盤 (Borrower's general credit base) に基づく融資であるコーポレート・ファイナンス⁵とは対照的に、プロジェクト自体の信用力に基づいた融資です。銀行や投資家が特定のプロジェクトのために資金を投融資し、その債務をプロジェクトのキャッシュ・フローを原資に返済する場合、それがプロジェクト・ファイナンスです。プロジェクト・ファイナンスは Limited recourse financing とか Non-recourse financing とも呼ばれます。

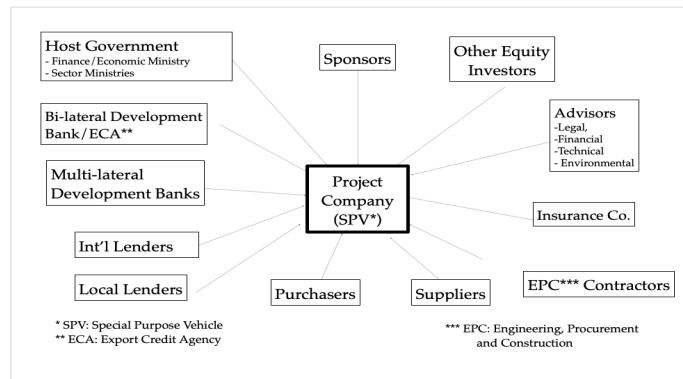
例えば、好業績の自動車会社である T 社が、T 社名義で銀行融資を得た場合や、T 社の子会社の銀行借入に対して T 社が返済保証を銀行に差し入れた場合、その融資はコーポレート・ファイナンスによるリコース・ローンとなります。そして、銀行は融資を決定するにあたり、T 社の信用状況を十分に審査した上で、融資を実行します。一方、T 社が、海外で現地企業と合弁会社を新設し、その合弁会社が自動車工場建設の為に銀行融資を受ける場合、T 社が返済保証を差し入れないのであれば、プロジェクト・ファイナンスとなります。この場合、銀行に対する融資の返済や金利支払は、合弁会社の事業が生み出すキャッシュ・フローが原資となるため、銀行は、事業の実現可能性とリスクを注意深く検討する必要があります。

⁴ Governance & Compliance : Board of directors, IEG (Independent Evaluation Group), INT (Integrity Vice Presidency), AML/CFT (Anti-Money Laundering/Combating the Financing of Terrorism), KYC (Know Your Customer), PEP (Politically Exposed Person), etc.

⁵ コーポレート・ファイナンスは企業財務の総称でもあるが、本稿ではコーポレート・ファイナンスにおけるリコース・ローンを意味する。

2-2 プロジェクト・ファイナンスの参加者

プロジェクト・ファイナンスには、右図の様に、様々な参加者が想定されます。



プロジェクトファイナンスの参加者 筆者作成

a) **Project Company** : プロジェクトの主体ですが、通常、特定目的会社 (SPVまたはSPC) という、プロジェクトの為に新設されたプロジェクト・カンパニーです。

b) **Sponsors** : SPV の設立主体はスポンサーと呼ばれ、企業や個人が株主となります。

c) **Other Equity Investors** : 株主に

は、スポンサー以外に、投資目的で参加する企業や個人もありえます。

d) **Host government** : 当該国政府は、案件に応じて法制度整備、コンセッション契約、優遇税等の手配を行うこともあります。

e) **Banks and Lenders** : レンダーとしては、バイラテラルやマルチラテラルの開発金融機関、国際商業銀行や地場の銀行などがあります。

f) **Advisors** : 法務・財務・技術・環境などの様々なアドバイザーが必要に応じて SPV に起用されます。

g) **Insurance Co.** : 海上火災保険・第三者賠償保険・投資保険などを供与する保険会社もプロジェクト・ファイナンスにおいて重要な役割を果たします。

h) **EPC Contractors** : 工場等の建設工事には EPC Contractor が必要となってきます。EPC とは Engineering, Procurement and Construction のことですが、一つの契約者が工事の完成まで請け負うターンキー契約と、SPV がバラバラに資機材を購入し、各種建設工事を個別発注するという契約手法があります。実績豊富な信用できる契約者とターンキー契約を結ぶことは、工事遅延や性能などに関する完工リスクが軽減できますが、表面的な契約額が増大する可能性があります。

i) **Suppliers** : 資機材や原材料の Supplier とは長期契約により価格変動や調達リスクが軽減できる可能性があります。

j) **Purchasers** : 最終製品の Purchaser とは、オフテイク契約などの長期契約を結ぶことで、市場リスクを軽減できる可能性があります。

2-3 主要なプロジェクト・リスク

プロジェクト・ファイナンスは、様々な参加者にプロジェクトのリスクを割り当てる手法でもあります。これにより、プロジェクトのスポンサーは自身の財務能力を超えたプロジェクトを実現できる可能性があります。リスク割り当ての基本ルールは、特定のリスクを最も競争力のある価格で管理できる会社はそのリスクの責務を負うべきということです。しかし、忘れてはならないのは、リスクがどのように割り当てられても、そのリスク自体は存在し続けます。特

⁶ Special Purpose Vehicle または Special Purpose Company

にプロジェクトのスポンサーやレンダーは、プロジェクトを仔細に管理やモニタリングをする必要があります。下記は、主要なプロジェクト・リスクです。この中で h) カウンターパーティー・リスクは私が特に重要視するものです。これは、契約相手先が、その責務を果たすかどうかに関するリスクです。表面的な契約額が高くなっても、信頼できる契約相手を選ぶことが、得策であることが多いです。

- a) 建設/完工リスク
- b) 運転リスク
- c) マーケット・リスク
- d) 金融リスク
- e) 政治リスク
- f) 環境リスク
- g) 法的小よび構造的リスク
- h) カウンターパーティー・リスク

2-4 バンカビリティー

対象とするプロジェクトが、銀行や投資家などから資金が集まる要件を満たすことを、プロジェクトがバンカブルであると言います。バンカビリティーはプロジェクト・ファイナンスを成功に導く指針でもあります。一般的なバンカビリティーの要件を以下に示します。

- a) 技術・経済・政治・E&S 等に関するプロジェクトの実行可能性が十分に検証されていること。
- b) 収益・費用・経費・税金・債務返済・配当等の財務計画が現実的で実現可能であること。
- c) プロジェクト・リスクが合理的に割当・分配されていること。
- d) すべての取引関係が法的小よび商業的に強制可能な契約や保証・保険・担保等として明確に文書化されていること。
- e) 全てのプロジェクト参加者がリスクとリワードを明確に理解した上で、誠意を持って各々の責務を果たすこと。

上記のポイントはすべて重要ですが、特に注目すべきはe)のポイントです。最初の2つのポイントは将来のことなので、完璧に予測するのは不可能です。c)のポイントは、リスクをどのように分配しても、そのリスクは存在し続け、また、リスクを負うことを合意した当事者が不履行を起こすこともあります。d)のポイントは、いかに用意周到な契約書を作成しても、契約相手が契約不履行を起こす可能性があります。プロジェクトでは常にさまざまな問題が発生します。しかし、e)のポイントのように、プロジェクトの参加者が誠意を持って緊密に連絡を取り、予期せぬ事象を含めて課題に対処すれば、プロジェクトの成功確率は高いと言えます。

3. Myths and Truths

本稿の本題である Myths and Truths です。ここでは、私が実際に問題解決に携わった IFC の三つのプロジェクトにおける、プロジェクト・ファイナンスの Myths and Truths と思えるものを振り返ってみます。

3-1 バランスの取れた契約ストラクチャー

最初の事例は、東アフリカの国有鉄道の民営化という PPP インフラ・プロジェクトです。PPP の場合、官民の複数のパーティーが契約当事者としてプロジェクトに参加して、公共が必要とするインフラ・サービスを間断なく提供する為に、適切な契約の行使力とチェック・アンド・バランス機能を備えた契約ストラクチャーとする必要があります。本事例の国有鉄道は単線の鉄道で、設備や車両のメンテナンスが不十分であった為に運行頻度が低く、公共交通機関としての機能を十分に果たせていなかったものを、民営化により根本的な改善を図るという、野心的なプロジェクトでした。そして、国際入札で選定された経験豊富な民間スポンサーが参加して、バランスの取れた契約ストラクチャーを達成すべく、全ての契約が締結されました。

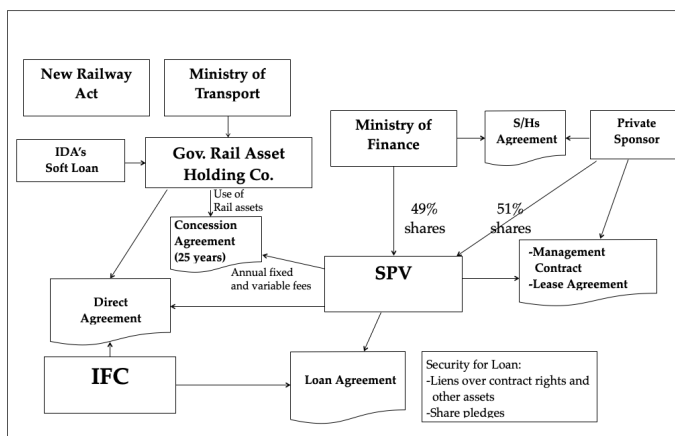


単線の鉄道 筆者撮影

a) 契約ストラクチャー（下図参照）

PPP インフラ・プロジェクトを組成する上での必須条件の一つとして、関連法制度整備と政府側のキャパシティー・ビルディングがあげられます。本件では、世界銀行も支援して、民営化の為に新しい鉄道法（New Railway Act）が施行され、国有鉄道の全資産が新設の国有鉄道資産保有会社に移管されました。民間スポンサーは国際入札で選定され、新しい鉄道会社が SPV として、民間スポンサーが 51%株式、ホスト国財務省が 49%の株式を保有して設立されました。この株主構成は、民間主体の SPV ではあるものの、官側も SPV 経営に参加して、公共サービス提供の為にバランスの取れた運営を目指すものです。そして、SPV は、民間スポンサーとの間で、民間スポンサーから経営陣を派遣するためのマネジメント契約と、必要資機材のリース契約を、アームズ・レンダリング契約⁷として締結しました。

IFC は SPV との間で、新規設備投資と既存設備の保守や、運転資金の為に融資契約を締結し、SPV の動産および新たに取得する資産への担保権設定や、SPV の株式担保を確保しました。さらに、世界銀行グループの IDA⁸が鉄道資産保有会社に対し線路資材購入用にソフトローンを供与して、本件を支援しました。鉄道資産保有会社は、鉄道資産のリースと鉄道運営のコン



国有鉄道民営化プロジェクト契約ストラクチャー 筆者作成

⁷ 企業が親会社や関連会社との間で不当に利益を移転させることなく、独立した企業間の取引と同様の条件で行われている契約。

⁸ International Development Association (国際開発協会) ; 1-1 項で述べた世界銀行グループの 5 機関の一つで、低所得国に対して低利もしくは無利子の長期融資や助成金を供与する。

セッション契約を SPV と締結しました。そして、鉄道資産保有会社・SPV・IFC の 3 者間契約 (Direct Agreement) が締結され、IFC は政府の鉄道資産保有会社と直接の契約関係を持ち、SPV のデフォルト時のステップ・イン権利を確保しました。これらの契約ストラクチャーは、ある意味教科書通りのベストのものと思えました。

b) 想定されたプロジェクトの強み

IFC の融資決定にあたって、プロジェクトの強みとして、下記が想定されましたが、いずれも的確なものと思えました。しかし、政府側のキャパシティー・ビルディングについての言及がなされていませんでした。

- 財政基盤の強い、鉄道運営経験が豊富な民間スポンサー
- 急速に成長している輸送市場
- 十分な改善の余地がある鉄道ネットワーク
- 世界銀行グループの支援

c) 実際に発生した問題：

この野心的な国有鉄道民営化プロジェクトでは様々な問題が発生したのですが、それらは、下記の二点に集約されます。その結果、政府と民間スポンサー間の不信感が増大し、民間スポンサーは、プロジェクト資金不足を自国政府からの借款の導入により補填することでの解決を計りました。しかし、政府と民間スポンサーとの間で、様々な非難の応酬となり、両社間の不信感が増大していきました。

c)-1 国際入札プロセスの遅れと鉄道資産状態の極度な悪化

民間スポンサーを選定するための国際入札プロセスが約3年間遅れました。その間、政府は鉄道資産を保守するための新しい国家予算を割り当てませんでした。したがって、すべての契約が結ばれた時点で、鉄道資産の状態は、国際入札の前提条件よりもはるかに悪化していました。私は、民間スポンサーがこの状況を知り得ていたと考えていますが、彼らは契約条件を修正しようとしませんでした。契約条件変更には、さらに多くの時間が必要であり、場合によっては国際入札のやり直しという懸念があったことも想像されます。IFC がこの状況を知りながら融資を実行したのかは不明ですが、プロジェクトを仔細にモニタリングしていたら、状況を是正する機会があったのではないかと私は考えています。

c)-2 政府による余剰鉄道労働者削減の失敗

コンセッション契約で、余剰な鉄道労働者の削減を政府自身が責任を持って実行することを合意しました。しかし、この責務の履行は容易ではなく、ストライキの多発と、余剰労働者給与の支払いという二重苦が、民営化後の SPV の大きな負担としてのし掛かり続けました。そして、最終的に政府は 3,000 人の余剰労働者を解雇するために 3,000 万ドルを退職割増金として支払いました。これは労働者 1 人あたり 1 万ドルを意味し、この貧困国の労働者には非常に大きな金額です。この措置は、SPV に残ることになった労働者にとっては、国有鉄道の従業員としての雇用保証を失ったこと以上に大きな不満の原因となり、彼らは同等の一時金支払いを要求しました。これらの交渉過程で政府は、SPV に残った労働者の不満を和らげるために、SPV の人件費負担増につながる鉄道労働者の法定最低賃金の引き上げも行いました。

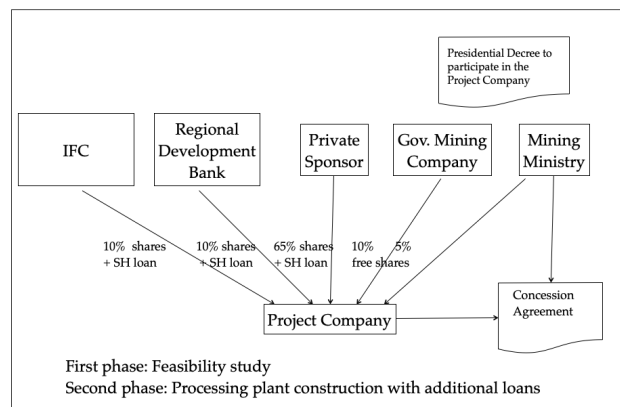
政府と民間スポンサーによる2年に渡る協議の結果、向こう10年間で約3億ドル程度という巨額の追加資金が必要ということになり、世界銀行は、政府向けの追加資金援助の可能性を示唆しました。しかし、政府は民間スポンサー主体のSPVがそれを管理・費消することを望まず、鉄道の再国有化を決定しました。契約ストラクチャーがいかにかにバランスよくできていても、その契約当事者達が、緊密なコミュニケーションと問題解決の為の協力をせず、お互いへの不信感を募らせれば、プロジェクト成功への道は遠のくばかりです。

3-2 政府とのコンセッション契約の信頼度

2番目の事例は、南部アフリカの銅・コバルト選鉱屑プロジェクトです。この地域では、長年に渡り、旧式の銅とコバルトの採掘が行われ、残存ミネラルを多く含んだ選鉱屑が堆積して環境問題も発生していました。そこで、最新技術の精錬工場を建設して、選鉱屑から残存ミネラルを抽出しようというプロジェクトでした。当該国政府は世界銀行の支援により、政府・事業者・住民などが鉱山からの利益を適切に享受する為の新しい鉱山法を施行したところであり、本事例はその適用第一号として関連する大統領令も発令され、コンセッション契約に問題が発生するとは思いませんでした。

a) 契約ストラクチャー (右図参照)

First Phase のフィージビリティ調査の為の契約ストラクチャーはシンプルでした。政府は無償でSPVのマイノリティ株式を取得しました。民間スポンサーがマジョリティ株式を取得し、IFCと地域開発銀行はそれぞれマイノリティ株式を取得しました。鉱山省とSPVの間にコンセッション契約が締結されました。そして、関連する大統領令も発行されました。そして、製錬工場の80%が完成した時に問題が発生しました。



b) 想定されたプロジェクトの強み

鉱山のような Extractive industry のプロジェクトでは、時に政府による接収などの問題が発生しますが、本件では、新鉱山法に基づき周到な準備と手続きが行われており、信頼できる民間スポンサーと共同で、政府や地域住民を含むすべてのステークホルダーとの Win-win の関係が築ける案件と思われました。

- 経験豊富で信頼できる民間スポンサーによる実証された技術
- 新鉱山法に従ったコンセッション契約が政府とSPV間で締結され、必要な登録が完了
- 国有鉱山会社がSPVに参加する為の大統領令が発令
- 地域開発銀行とIFCが参加

c) 実際に発生した問題

コンセッション契約が政府により一方的にキャンセルされました。世界銀行と IFC の経営幹部が当該国の大統領や政府高官と複数回会談し事態の是正を求めましたが、状況は好転せず、IFC は民間スポンサーと地域開発銀行と共に、IFC 史上初めて、その加盟国を告訴しました。裁判は、コンセッション契約の紛争解決条項に従い、パリの国際商業会議所仲裁裁判所で行われました。同時に、IFC は当該国への全ての新規投融资を停止しました。しかし、パリでの裁判が進行中にも拘わらず、当該国地方裁判所の一方的な決定に基づきプロ

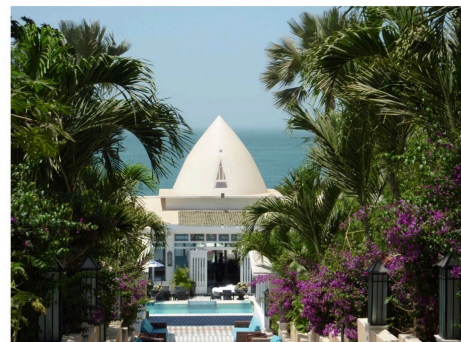


開廷前にパリ国際商業会議所仲裁裁判所法廷を訪れた筆者

ジェクト資産が差し押さえられ、コンセッション契約が、政権に近い第三国投資家に売却されました。そして、この第三国の投資家も巻き込んだ法廷闘争が続きました。最終的に当事者全員による和解が成立し、IFC・民間スポンサー・地域開発銀行側は、和解金を第三国投資家より受け取って、プロジェクトを放棄しました。この和解により、IFC 側は表面的な投資額は回収できましたが、将来の逸失利益の回収は達成できませんでした。完璧な形で締結された契約でも、一方的にキャンセルされる可能性があり、それが発生した場合に、解決の為に「裁判も辞さず」という心構えも必要です。しかし、法廷闘争には多大な費用と時間が必要であり、和解の機会を探る努力もするという、硬軟合わせた対応を忘れてはなりません。

3-3 ローン額を上回る担保価値

最後の事例は、西アフリカの貧困国における五つ星リゾート・ホテル・プロジェクトです。プロジェクトが生み出すキャッシュ・フローをローン返済の原資とするプロジェクト・ファイナンスでは、プロジェクトの不動産や動産等の全ての資産に対して、レンダーが担保権を設定することが多いです。担保は、借り手に融資契約上の様々な責務を果たすことを強制するレバレッジの一つであり、担保物件の価値は、プロジェクト・ファイナンスに於ける重要な要素の一つではありますが、その価値を活かし切るのは容易ではありません。



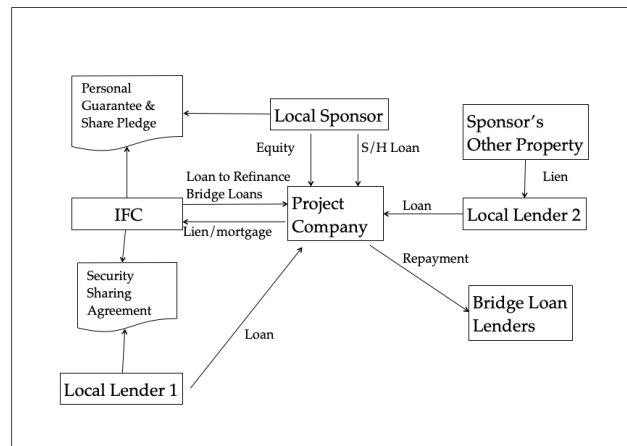
西アフリカの五つ星ホテル 筆者撮影

a) 契約ストラクチャー (次頁図参照)

当該国の地元民間スポンサーは、既に小規模ブティック・ホテルの経営に成功しており、自己資金と地場銀行三行からの中期ローンと短期ブリッジ・ローンを利用して五つ星リゾート・ホテルの建設を開始していました。ホテル建設がほぼ完了した段階で、彼らはブリッジ・ローンをリファイナンスする為に、IFC から長期ローンを借り入れました。IFC はホテル全資産の抵当権を取得し、さらに民間スポンサーの個人保証を取得しました。地場銀行1とIFCはこの担保と保証をシェアしました。他の地場銀行2はすでにスポンサーの小規模ホテル資産を担保に持っていました。

b) 想定されたプロジェクトの強み
プロジェクトの強みとして下記が想定されました。民間スポンサーの五つ星リゾート・ホテルを経営する能力が懸念されます。しかし、当該国は、IFC の投融資実績のない西アフリカの貧しい小国であり、新規案件作りが期待されていたようです。

- 小規模ではあるがホテル経営の実績がある民間スポンサー
- 建設工事はほぼ完了しており、完工リスクは実質ゼロ
- ホテルの資産評価額がローン額の5倍以上
- 当該国の観光業が急速に拡大



5つ星ホテルプロジェクト契約ストラクチャー 筆者作成

c) 実際に発生した問題

建設工事完了直前に世界的金融市場危機（リーマン・ショック）が勃発して当該国の観光業が低迷する中で、民間スポンサーによりホテル設計が変更されて建設コストが増大、さらに工期が遅延して、本格営業開始が遅れました。本格営業開始後も、引き続き低迷するヨーロッパ経済と、アフリカでのエボラ熱流行により、当該国を訪れる観光客数は低迷を続け、平均室料が当初予測の半分程度に下落してしまいました。対策の一つとして、ホテルの転売を模索するも、真剣な買い手は現れませんでした。さらに、熱帯ビーチ・フロント・ロケーションからくる施設劣化スピードの早さとバンダリズム対策の為の高額な保守・警備費により、ホテル営業をストップして施設を温存するという選択肢も現実的ではありませんでした。その為、スポンサーにホテル経営を継続させて、施設の維持管理を続けさせ、余剰キャッシュが発生した場合に、金利や元本の支払いを行うという「時間稼ぎ」のような対応以外に選択肢がありませんでした。ローン額の5倍と言われたホテルの資産評価額は、残念ながら問題解決に全く意味をなしませんでした。

ここで、資産評価について少し述べます。プロジェクト・ファイナンスで担保資産の鑑定を、第三者の資産鑑定士に依頼することがあります。資産鑑定士による評価額の定義には、一般的に Replacement value, Market value, Forced sale value があります。Forced sale value（強制売却価額）とは、所謂叩き売りの価額であり、Fire sale value とも言われ、Market value の25%程度とされています。しかし、私の経験では、途上国での資産売却は、非常に困難な場合が多く、実際の売却価格は強制売却価値よりもはるかに低くなるか、あるいは、買い手が全く見つからないことが多いです。その為、途上国のプロジェクト・ファイナンスにおいては、担保資産の価値は参考値程度にとらえ、経営判断において、それに依存することは勧められません。

4 まとめ

4-1 プロジェクト・ファイナンスの要点

私が考えるプロジェクト・ファイナンスの要点として、次の6点を列記します。

a) Project specific financing

プロジェクト・ファイナンスの成功には万能薬はありません。個々のプロジェクトはユニークであり、あらゆる使用可能な金融エンジニアリング・ツールを駆使しての組成が必要です。

b) Financial modeling: Foundation of project financing

プロジェクト・ファイナンスを目指す方々には、財務と経理を学ぶ重要性を強調したいです。これらは基本的なビジネス・スキルであり、全てのビジネス・パーソンに習得して頂きたいです。IFC で私が投融資担当官を採用面接した際には、十分な財務と経理の知識と経験、さらにファイナンシャル・モデリング・スキルを持っていることを確認していました。

c) Collateral: Good to have it, but

前述3番目の事例でも述べましたが、担保に過大に依存することは危険です。プロジェクト・ファイナンスに於いて担保はSPVのスポンサーや経営者に対するレバレッジ・ツールの一つと見るべきです。

d) Risks and rewards: Most competent party to manage a particular risk takes its reward.

当該リスクを最も経済的に管理できるパーティーが、そのリスクを分担し、その適正な対価を得ることが、リスク分配の原則です。

e) Management, Management, Management

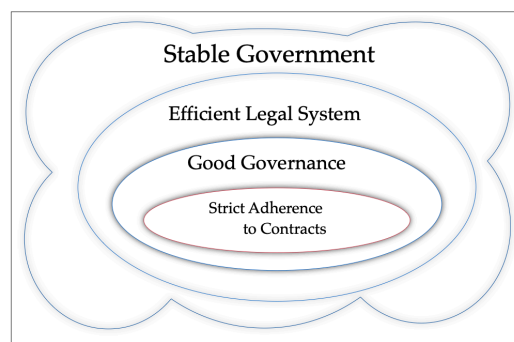
不動産の価値を語るときに”Location, Location, Location”というように、その立地の重要性が強調されます。これと同様に、SPV やプロジェクトの成否や運命は、最終的にはその経営者（マネジメント）にかかっています。

f) Close project monitoring

すべての利害関係者によってプロジェクトが仔細にモニタリングされる必要があります。そうすることで、問題にタイムリーな対処を行うことができます。これにより、様々な問題を克服できる可能性があります。

4-2 より良いビジネス環境

ビジネス環境について簡単に触れます。プロジェクト・ファイナンスに携わる者が必要としているのは、右図の一番下にある、全ての契約当事者による”Strict Adherence to Contracts”です。しかし、ビジネス環境の劣悪な国では、契約条件がしばしば無視されます。それは、経営者や政府関係者が、頻繁に公私混同するというGovernanceの欠如に起因することが多いです。そういった問題は、Efficient Legal System が不在の為に、契約違反、法律違反、横領等がしばしば罰せられません。それらは、不安定な政府により作り出されている、ネガティブな連鎖の温床によることが多いです。言い換えれば、良いビジネス環境のためにはStable Governmentが不可欠であり、その様な政府が存在しない地域でプロジェクト・ファイナンスを組成するのは非常に困難であり、たとえ組成できたとしても、プロジェクトが破綻するリスクが非常に高いと言わざるを得ません。



ビジネス環境の連鎖 筆者作成

4-3 仕事のコツ (Rule of Thumb)

私は、不良債権回収の様なストレスの多い業務を長年こなしてきましたが、そこでたどり着いたのが、ここに列挙する仕事のコツ (Rule of Thumb) です。そして、これらは私の仕事や人生の黄金律でもあります。

- a) **Accept the situation as it is**
 - Cannot change the past
- b) **Get engaged**
 - Visit the site, meet players
 - Understand local conditions: commercial, cultural, environmental, legal, political
- c) **Maintain good communication**
 - Follow up actively and tenaciously
 - Always seek better ideas from all sources
- d) **Take ownership**
 - Think as if it is your money
 - Put yourself in your counterpart's shoes
- e) **Set realistic targets and deadlines**
 - Manage expectations
 - Use time constraint to your advantage

上記の中から、特に a) と e) について補足します。

a) Accept the situation as it is: どんなに厳しい状況に置かれても、そこから始めざるを得ません。不平を言ったり後悔したりしても何も変わりません。冷徹な事実、過去を変えることはできないということです。あなたが唯一変えることができるのは未来です。

e) Set realistic targets and deadlines: 現実的な目標管理が重要です。そして、上司や周囲のあなたに対する期待度を適切に管理する為にも、敢えて低めの目標値で遅めの達成予定を提示して、それをわずかでも上回る結果を出すことも、プロジェクトや組織全体の目標達成の為に必要となります。そして、最も重要なのは、自分自身への期待度の管理です。実現困難な期待を自身に持つと、一日 24 時間、間断なく自分自身にストレスをかけることとなり、不安で睡眠が取れず、精神疾患となります。これは私の実体験でもあります。

4-4 参考書籍

プロジェクト・ファイナンスや PPP についてさらに学びたい方の為に参考書籍を一部列挙します。

井上義明、2011、『実践プロジェクト・ファイナンス』、日経 BP 社。

佐々木仁、2018、『海外インフラ投資入門 - PPP の仕組みと本質』、中央経済社。

Finnerty, John D. 2013. *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering, Third Edition*, John Wiley & Sons, Inc.

Engel, Eduardo., Fischer, Ronald D., and Galetovic, Alexander. 2014. *The Economics of Public-Private Partnerships: A Basic Guide*, Cambridge university Press.