


太陽 Grant Thornton Advisory Insights

M&A アドバイザリー

バックナンバー
はこちらから 

テーマ：財務モデリングの基本 4-M&A モデルとプロジェクトファイナンスモデルの違い (1/2)

財務モデルはさまざまな場面で使われます。その中でも「M&A トランザクションモデル」と「プロジェクトファイナンス (PF) モデル」は、似ているようで設計思想が大きく異なります。違いは、前提条件、資金の見方、重視する指標、リスクの捉え方にあります。本稿では2回に分けてその違いを解説し、第1回ではプロジェクトファイナンスの特徴と PF モデルの重要性を取り上げます。

プロジェクトファイナンスとは？

まず、プロジェクトファイナンスモデルを理解する前提として、プロジェクトファイナンスそのものの特徴を整理します。

1. プロジェクトファイナンスの基本概念

プロジェクトファイナンス (Project Finance、PF) とは、特定プロジェクトから創出される将来キャッシュ・フローを返済原資とするファイナンス手法です。主に再生可能エネルギー・空港・道路・データセンター・PPP/PFI 等の大型インフラ案件で活用されます。

通常のコーポレートファイナンスでは、金融機関は企業全体の信用力や資産を基礎として融資を行います。一方、PF では特別目的会社 (SPC) をプロジェクト会社として設立し、案件単体のキャッシュ・フロー創出能力に基づいて資金調達が行われます。

そのため、PF では「案件そのもの」が返済能力を有しているかが極めて重要となります。

2. ノンリコース/リミテッドリコースとは？

PF では、「ノンリコース」あるいは「リミテッドリコース」という考え方が重要となります。

ノンリコースファイナンスとは、原則として、レンダーの返済請求がプロジェクト資産およびプロジェクトから生じるキャッシュ・フローに限定され、原則としてスポンサーに対する全面的な遡及が認められない融資形態を指します。

一方、実務上は、不測の事態への対応や事業運営の安定化のため、スポンサーに一定の支援が求められることがあります。このように、スポンサーに限定的な責任や支援義務が及ぶ形態を、リミテッドリコースファイナンスといいます。

PF では、一般にノンリコースまたはリミテッドリコースの考え方に基づく融資が採用されます。つまり、レンダーからすると、不測の事態が発生し案件が失敗したとしても、スポンサー企業に対して債務の履行を全面的に請求できるわけではないため、スポンサー企業の信用力よりも、プロジェクトに関する以下の項目を重視します。

- ・ プロジェクトが安定的にキャッシュ・フローを創出できるか
- ・ 長期間にわたり債務の返済が可能か
- ・ ダウンサイドケース (ストレスケース)においても返済継続可能か

そのため、PF ではプロジェクトから創出される将来キャッシュ・フロー分析が極めて重要になります。

3. SPCスキームの活用

PFでは通常、SPCが設立され、SPC自身が借主となります。SPCは特定案件のみを保有・運営するための法人であり、キャッシュは融資契約上のウォーターフォール、各種リザーブ、配当制限条項等に従って管理され、一定の条件を満たした場合にのみ余剰資金が株主へ分配されます。また、SPCはスポンサー企業本体から法的・財務的に切り離される設計がとられます。これにより、スポンサーの信用リスクを案件から一定程度切り分ける、いわゆる倒産隔離の考え方が採用されます。

再生可能エネルギー案件であれば、発電所ごとにSPCを設立し、主に以下の契約をSPCが締結するケースが一般的です。

- ・ 売電契約
- ・ Engineering, Procurement, Construction (EPC)契約
- ・ Operation & Maintenance (O&M)契約
- ・ 融資契約

これにより、案件単位でキャッシュ・フローやリスクを管理することが可能となります。

4. キャッシュ・フローレンディング

PFは、将来キャッシュ・フローを返済原資として融資を行う「キャッシュ・フローレンディング」の一種として整理することができます。

キャッシュ・フローレンディングは、不動産や設備等の担保価値を重視する一般的な担保融資（アセットベースレンディング）とは異なり、将来的に生み出されるキャッシュ・フローの安定性や成長性を基準として行われる融資手法となります。

そのためレンダーは、売電単価・稼働率・利用率・契約期間・OPEX水準等の前提条件を詳細に分析し、案件の返済能力を評価します。PFにおいて案件の返済余力を測る代表的な指標としてDebt Service Coverage Ratio (DSCR)があります。返済に使用できる債務返済原資となるキャッシュ・フロー（Cash Flow Available for Debt Service: CFADS）を約定返済元利金（Debt Service）で除した数値であり、レンダーにとってキャッシュ・フローの安全性を示す重要な指標の一つとなります。

特に近年では、再生可能エネルギー・データセンター・インフラセット等において、「契約に基づき安定的なキャッシュ・フローを創出できるか」がレンダーの重要な評価ポイントとなっています。

5. プロジェクト契約体系（コントラクチュアル・ストラクチャー）

PFでは、「契約」によってキャッシュ・フローが規定されます。契約主体であるSPCは、新設された企業に過ぎず、それ単体では資金力も資産性も信用力も有しません。そのため、PFにおいては、スポンサー・建設会社・オペレーター・オフテイカー等の関連当事者がSPCと各種契約を締結することで、リスク分担が明確化され、プロジェクトのキャッシュ・フローの安定性・予見可能性が高まります。このようなコントラクチュアル・ストラクチャーの内容はレンダーの融資条件にも影響を与えます。

通常の事業会社では、将来キャッシュ・フローは市場環境や経営判断の影響を受けて変動します。一方、PFでは、各種契約によりキャッシュ・フローの安定性や予見可能性が高められるケースが多くなります。

例えば再生可能エネルギー案件では、PPA（Power Purchase Agreement）、EPC契約、O&M契約等によって、収益やコスト構造が規定されます。

このようにPFでは、「事業戦略」以上に「契約構造」が重要となる点が特徴とも言えます。

6. PFにおける主要プレイヤー

上記の通り PF では、多数の関連当事者が SPC を中心としてコントラクチュアル・ストラクチャーを構築します。

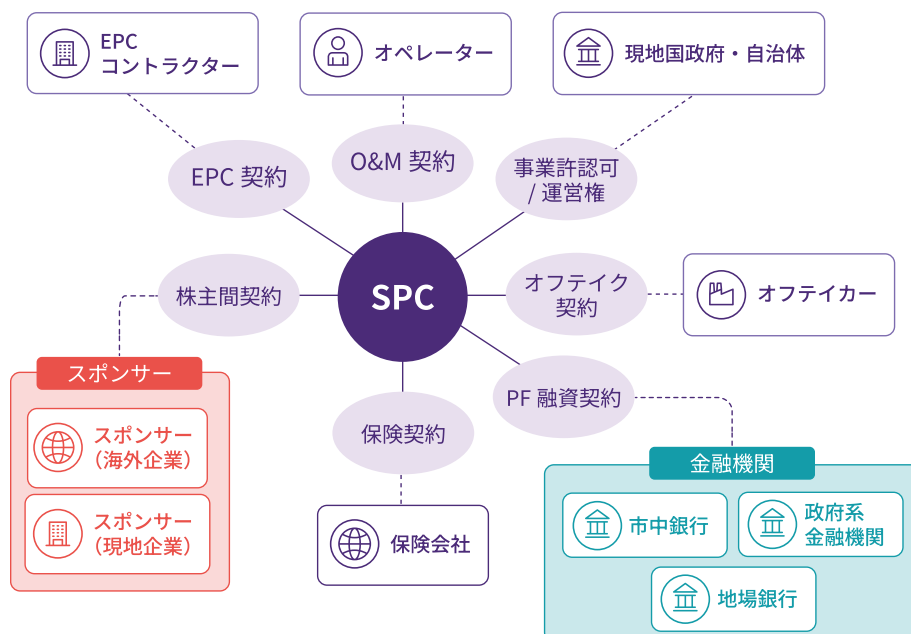
主なプレイヤーについて整理すると以下のとおりです。

【代表プレイヤー一覧】

プレイヤー	プレイヤー具体例	役割	契約
スポンサー	国内企業（総合商社など）、現地企業	Equity 出資、投資判断、案件開発	株主間契約
レンダー	市中銀行、地場銀行、政府系金融機関	融資実行、融資審査	プロジェクトファイナンス融資契約
EPC コントラクター	プラント/建設/エンジニアリング会社	建設工事	EPC 契約
オペレーター	保守会社/スポンサー系の運営会社	運営・保守	O&M 契約
オフテイク	電力会社/総合商社等	電力・商品の購入	オフテイク契約 (PPA、売買契約等)
現地国政府等	政府/自治体	事業権付与、許認可付与、土地使用権設定、制度的支援、公共サービス購入等	コンセッション契約、実施契約、土地リース契約、許認可関連文書 等
保険会社	保険会社	損害発生時の補償	保険契約

PF では、これらのプレイヤーが SPC を中心として複数契約を締結し、リスク配分やキャッシュ・フロー構造を設計します。典型的な PF ストラクチャーを簡略化すると、以下のようなイメージとなります。

【SPC 及び関連当事者間における契約関係図】



PFでは、各プレイヤー間の契約によってキャッシュ・フローやリスク分担が決定されるため、「契約構造」そのものが案件の組成可能性や融資実行可否を左右します。

7. PFの活用局面

PFは、長期かつ大規模なインフラ案件で広く利用されており、代表例としては、再生可能エネルギー、空港、道路、港湾、データセンター、PPP/PFI等が挙げられます。

これらの案件は初期投資額が大きく、また長期間にわたり安定キャッシュ・フローを創出する特徴を有しています。そのため、プロジェクト単位で資金調達を行い、将来キャッシュ・フローを基礎として債務の返済を行うPFとの相性が良いとされています。

なぜPFにおいて財務モデルが重要か？

上記PFの特徴を踏まえ、なぜPFにおいて財務モデルが重要か、説明します。

1. ノンリコース性と将来キャッシュ・フローへの依存

PFでは、債権のノンリコース性からレンダーはスポンサー企業全体ではなく、案件単体のキャッシュ・フローに基づいて融資を行います。不測の事態が発生し、融資額の回収が困難になったとしても、スポンサー企業に対する遡及は限定されます。そのため、レンダーの債権回収原資は、主としてプロジェクトから生じる将来キャッシュ・フローに限定されます。レンダーは、より慎重にデューデリジェンスを実施し、将来キャッシュ・フローの安定性を長期的に検証します。具体的には、ダウンサイドケースでも返済可能か、コベナント条項を遵守できるかを確認します。

結果として、PFでは財務モデルに基づくキャッシュ・フロー分析が融資判断の中心的役割を果たします。

2. PFでは、契約条件が将来キャッシュ・フローを左右する

PFでは、将来キャッシュ・フローの多くが契約によって規定されます。

通常PFでは、例えば、売電価格・稼働率保証・O&M費用・コンセッションフィー等は契約ベースで決定されることが多く、プロジェクトリスクが各プレイヤーに契約を通じて配分されます。

そのため、PFモデルでは、単なる成長率予測ではなく、「契約条件が将来キャッシュ・フローへどのような影響を与えるか」を分析する必要があります。

上記の通り、契約条件によりキャッシュ・フローの安定性や予見可能性が高まるため、精度の高い将来キャッシュ・フロー分析が可能となります。そのため、契約書における諸条件を反映した財務モデルに基づき投資意思決定や融資判断を行うことが、投資家であるスポンサーにとっても、レンダーにとっても、意思決定や融資判断の精度向上に資するため有用です。

3. レンダーモデルの作成

PFでは、スポンサー視点における事業採算性・資金回収期間の観点だけではなく、レンダー視点での融資返済の確実性を検証・確認するため、感応度分析などを用いたキャッシュ・フロー分析が重要となります。スポンサー作成モデルをベースに議論が行われることが多いものの、レンダー側でも独自の前提や検証モデルにより分析が行われます。

事業性評価のタイミングで、SPCまたはスポンサーはプロジェクトのキャッシュ・フローモデル（スポンサーモデルまたはプロジェクトモデル）を作成し、インフォメーションメモランダム¹に添付の上、他の投資家候補・レンダー候補に配布し、レンダーによるデューデリジェンスのタイミングで

レンダーに提出されます。レンダーは、このプロジェクトモデルを参考にレンダーモデルを独自に作成した上で、融資判断を行います。

レンダーは、キャッシュ・フロー分析を通じて、債務返済能力、DSCR、Loan Life Coverage Ratio (LLCR: 借入期間全体を通じた返済余力を示す指標)、計画の下振れ時における耐性等を重視するため、PFモデルではレンダー保護を前提とした構造（キャッシュウオーターフォールⁱⁱやリザーブアカウントⁱⁱⁱなど）が組み込まれます。その結果、PFモデルは単なる事業計画モデルではなく、融資返済分析、コベナント遵守の検証、ストレスケース分析等を行うための「レンダーモデル」としての性格を併せ持つことが特徴となります。

PFモデル構築上のポイント

融資交渉では、キャッシュウオーターフォールの構造、資金調達的方式やリザーブ口座の条件など、レンダーとの交渉を経て各種条件が決まります。時間的制約もあるため、重要な論点をあらかじめ見極めてモデルに組み込むことが肝要です。以下において、PFモデル構築におけるポイントをいくつか取り上げます。

1. キャッシュウオーターフォールの構造

PFモデルでは、案件から生じるキャッシュ・フローが借入返済の主要な原資となります。そのため、融資契約書上では、返済の優先順位やリザーブ積立、配当制限等の資金配分ルールが定められていることが多く、PFモデルではこれらを契約に則した形でキャッシュウオーターフォールとして再現する必要があります。

PFにおいては、資金調達スキームも、スポンサーによる出資やレンダーからの Senior Loan での借入のみに限らず、Shareholder's Loan や Subordinated Loan、Equity Bridge Loan などの活用に加えて、複数の金融機関から借入を行う場合など複雑になります。このような状況においても、契約で定められた優先順位に従い、キャッシュ・フローを各ステークホルダーへ適切に配分することが求められるため、キャッシュウオーターフォールの構造は、PFモデル上、非常に重要となります。

キャッシュウオーターフォールの構造は、DSCR や配当可能額にも影響するため、PFモデルの中核的な構成要素となります。

2. 資金調達方式のパターン

資金の拠出順序についても、複数の選択肢があります。これらをモデル上で切り替えられるようにします。

主な調達方式（案件により拠出順序は異なる）：

- ① Pro-Rata（プロラタ：比例拠出）：スポンサーの出資金（Equity）と融資（Debt）を一定の比率で同時に拠出する手法です。
- ② Equity First（エクイティファースト：資本先行拠出）：融資を実行する前に、スポンサーの出資金をすべて先に拠出する手法です。
- ③ Senior Loan First（シニアローンファースト：融資先行拠出）：レンダーの融資が完了した後に、スポンサーの出資金を拠出する手法です。（呼称は案件により異なる）

3. DSRA（負債弁済準備金口座）の設定とL/Cの検討

レンダーの信用補完となる DSRA（Debt Service Reserve Account）の条件も、Cash Flow（キャッシュ・フロー）や Balance Sheet（貸借対照表）に影響を与える重要な論点です。

積立方法等：

- ① 積立回数とタイミング：融資期間中のどのタイミングで、何回に分けて必要な金額を積み立てるかをシミュレーションします。
- ② L/C（信用状）の活用：現金の積立てに代えて、スポンサー支援に基づき銀行が発行するL/Cで対応する場合のメリットを検証します。

PFモデルは、投資判断や融資判断のツールではありません。双方の交渉を支えるコミュニケーションツールでもあります。実務においては、P&Lのみならず、CFADS、DSCR、配当可能額、コベナント充足状況等への影響も踏まえ主要な交渉項目を柔軟に変更できるモデルを早期に構築することが成功のカギとなります。

お見逃しなく！

PFでは、プロジェクトから生み出される将来キャッシュ・フローが借入返済の主要な原資となるため、財務モデルが重要な役割を果たします。今後、インフラ・エネルギー分野を中心にPF案件の拡大が見込まれる中、PFモデルの構築にあたっては、単なるモデリングスキルに留まらず、各種契約構造を深く理解し、レンダー視点のリスク分析を踏まえて実務上の条件変更に対応できる体制を早期に整えることが肝要です。

ⁱ インフォメーションメモランダムとは、プロジェクトの概要、契約関係、事業計画、リスク要因等を整理し、投資家候補やレンダー候補に提示するための案件説明資料です。

ⁱⁱ キャッシュウォーターフォールとは、プロジェクトから生じるキャッシュ・フローを、融資契約等で定められた優先順位に従って配分・支払する仕組みを指します。通常、O&M費用、税金、シニアローン返済、DSRA積立、スポンサー配当等の順で資金が充当され、レンダー保護及び資金管理の透明性確保を目的としています。

ⁱⁱⁱ リザーブアカウントとは、将来の支払リスクに備えてキャッシュを留保するための口座であり、DSRA（Debt Service Reserve Account）やメンテナンスリザーブ等が代表例として挙げられます。これにより、一時的なキャッシュ・フローが悪化時でも債務返済や必要支出を一定程度維持できる構造となっています。