

アナリストの眼

再生可能エネルギー事業に活用されるプロジェクトファイナンス

【ポイント】

1. 国内では 2050 年カーボンニュートラルを目指す中、再生可能エネルギー電源の需要が高まっている。
2. 再生可能エネルギー事業においては、プロジェクトファイナンスが積極的に活用されている。出資者が特段の保証を提供しないノンリコースローンが基本であるため、プロジェクト毎のリスク精査が肝要である。
3. 持続可能な社会の実現へ貢献が求められる中、プロジェクトファイナンスへは引き続き生命保険会社の積極的な関与が想定される。

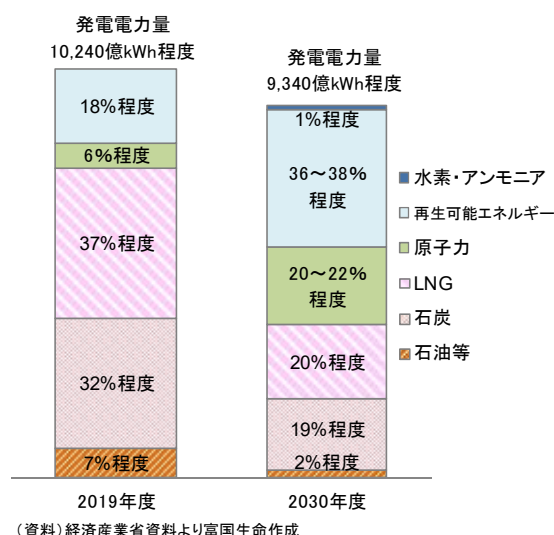
1. 国内の再生可能エネルギー政策

米国、中国、EU、英国等の主要各国が 2050 年に温室効果ガスの排出を全体としてゼロにするカーボンニュートラル目標を掲げる中（中国は 2060 年カーボンニュートラル）、日本においても当時の菅義偉内閣総理大臣が 2020 年 10 月の所信表明演説で 2050 年カーボンニュートラルを表明した。また、2021 年 4 月 22～23 日に開催された米国主催の気候サミットでは、2030 年度において温室効果ガスを 2013 年度対比で 46%削減することを宣言し、同 26%削減という従来の目標から大幅に引き上げ、脱炭素化を強く推進させていく考えを示した。

10 月 22 日には、第 6 次エネルギー基本計画が閣議決定され、2030 年度 46%の削減目標を踏まえたエネルギー需給の見通しとして、再生可能エネルギーの電源構成は 36～38%程度を見込んでいる（図表 1）。政府自ら「野心的な見通し」としている通り、現時点で達成の確度は不透明ではあるものの、グローバルに脱炭素化の潮流が加速する中において、再生可能エネルギーの活用は、従来から推し進められてきたところではあるが今後一層推進され、再生可能エネルギー電源の需要はより高まっていくこととなろう。

再生可能エネルギーの中でも注目を集めている洋上風力発電関連の動向としては、港湾海域では 2016 年の港湾法の一部を改正する法律により港湾における洋上風力の推進が図られ、また、2018 年には海洋再生可能エネルギー発電設備の整備に係る海域の利用の促進に関する法律（以下「再エネ海域利用法」）が成立し、2019 年以降、再エネ海域利用法に基づく導入促進地域の選定がなされ、事業者の公募が開始される等、各種公募手続きが進んでいる。

図表 1. 電源構成見通し

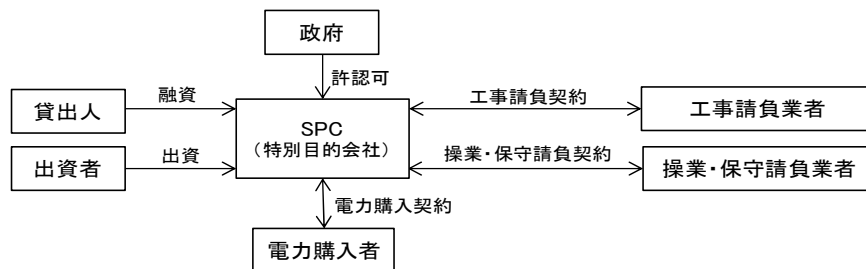


2. プロジェクトファイナンスの特徴および与信判断

国内の再生可能エネルギー分野での資金調達手法としては、通常企業に対する融資、いわゆるコーポレートファイナンスのみならず、プロジェクトファイナンスというファイナンス手法も積極的に活用されてきた。特に 2012 年の再生可能エネルギーの固定価格買取制度の導入により、事業の収入の見通しを立てやすくなったこともあり、とりわけ比較的規模の大きい事業において積極的な活用が図られてきた。以下ではプロジェクトファイナンスの特徴を改めて整理したい。

プロジェクトファイナンスは、特定の事業を対象とし、当該事業から生じるキャッシュフローを返済原資とする資金調達手法のことであり、担保も原則として当該事業の資産に限定する。出資者は、その事業を行うことのみを目的とした会社（以下「SPC」）を設立し、その SPC が資金調達を行うこととなる（図表 2）。

図表 2. プロジェクトファイナンスのスキーム図（例）



（資料）富国生命作成、再生可能エネルギーによる発電事業の場合のスキーム例

まず大きな特徴としてノンリコースもしくはリミテッドリコースである点が挙げられる。出資者は特段の保証を提供せず（ノンリコース）、もしくは一定の状況下においてのみ一部保証をする（リミテッドリコース）。

コーポレートファイナンスの与信判断は、その企業の資産価値や事業内容の将来性等を分析し、信用力を計り、債務償還の確実性を見極めることが重要であるが、プロジェクトファイナンスの場合には、原則プロジェクトから得られる収入によってのみ融資金額が返済されるため、出資者の信用力に依拠することができない。それ故に、そのプロジェクトで想定される各リスクが各当事者に適切に分担されており、SPC にリスクがどの程度残されているのか、またその SPC に残るリスクについてはどのような手当が講じられているのか、という点を確認することが非常に重要である。リスク分担が適切になされていないとリスクが顕在化した際に、SPC がそのリスクを負担することとなってしまい唯一の返済原資であるキャッシュフローの悪化に繋がりがかねない。そのため貸出人としては、プロジェクトに係る各契約において、適切なリスク分担がなされているか確認する必要がある。他にも、各専門家による当該プロジェクトの調査（デューデリジェンス）によってプロジェクトに係る各リスクを精査し、プロジェクトのキャッシュフローの頑健性を推し量る等確認すべき点は多い。

プロジェクトのキャッシュフローを見る上での重要な指標の 1 つとして、DSCR（Debt Service Coverage Ratio）がある。これは各期の元利金返済前キャッシュフローが各期の元利金返済額の何倍かを示す指標であり、この指標が 1 を超えていなければ元利金の返済に支障を来していることとなる。貸出人からすると、唯一の返済原資であるキャッシュフローの変動は極力抑えられている方が好ましいので、変動要素が多いプロジェクトほど基準の DSCR は高く設定されることが一般的である。

また、プロジェクトファイナンスでは、資金用途毎に口座を開設し、支払の優先順位を

予め規定するキャッシュウオーターフォールと呼ばれる管理が一般的であるが、定められた用途以外のことに資金を使用されないように資金の管理をすることによっても、キャッシュフローの散逸を防いでいる。

担保の面でも特徴がある。通常のコーポレートファイナンスで担保を設定する意味としては、万一の場合に担保を換価処分して債権回収に充てるためであるが、プロジェクトファイナンスの場合には、換価処分することが主目的ではない。

プロジェクトファイナンスは、原則として SPC が保有する全ての資産や権利等について、担保権の設定を行い保全を図っている。これは、前述の通り、基本的にはプロジェクトファイナンスはプロジェクトからのキャッシュフローによってのみ債権回収が可能のため、第三者による差押え等により当該プロジェクトの資産が散逸するのを防ぐことや、プロジェクトが円滑に進んでいない場合等において、貸出人主導でプロジェクトの継続を図る権利を確保するところに意味がある。

なお、プロジェクトファイナンスは 10～30 年超と長期の与信であることや、プロジェクトキャッシュフローへの悪影響（収入の流用等）を防ぐ目的で融資契約の誓約事項を細かく規定することから、融資実行後においても適切なモニタリングを図る必要がある。

コーポレートファイナンスでは融資先の企業の業績推移等のモニタリングが重要であるが、プロジェクトファイナンスにおいてもモニタリングの重要性に変わりはない。プロジェクトによっては当初の想定と異なる事象が発生し、事業環境が大きく変化する場合もある。貸出人としては、長期的視野を持ち、プロジェクトの継続を念頭に置いた適切なモニタリングが求められよう。

3. 生命保険会社の投融資環境

国内では日本銀行による 2013 年の「量的・質的金融緩和」導入以降、一段と長期金利が低下したため、運用環境が厳しさを増している。生命保険会社は、国内の長引く低金利環境を背景に相対的に高い利回りが見込める外国証券等の資産割合を増やし、地理的な分散投資や資産の多様化に励むことで利回り確保に努めてきた（図表 3）。

生命保険会社は資産運用によりあらかじめ一定の運用収益を見込み、その分保険料を割り引いている。この割引率を予定利率といい、生命保険会社としては予定利率を上回る利回りを確保することが求められる。プロジェクトファイナンスへの投融資は、①一定程度の利回りが確保できる点、②再生可能エネルギー分野への投融資であればインフラ資産として景気の影響を受けにくいと考えられる点、③生命保険会社の負債のデュレーション（平均回収期間）は長期に亘るため、プロジェクトファイナンスのような長期の資金提供は、負債特性との相性が良い点、④生命保険会社は生命保険業の公共性を踏まえ、資産運用を通じて社会的責任を果たしていくことが求められる中、再生可能エネルギー分野への投融資は、持続可能な社会の実現に向け社会的責任を果たすことが可能である点、等を踏まえ重要な投融資領域になっていると推察する。引き続き生命保険会社の積極的な投融資が期待される。

図表 3. 生命保険会社の主な資産の構成比

