

[岐ベログ]

インフロニア・ホールディングス
取締役 代表執行役社長 岐部一誠

第5回

インフラ投資を阻害する名ばかりノンリコースローン

インフロニア・ホールディングス社長の岐部一誠です。

いつも「岐ベログ」をご覧いただき、誠にありがとうございます。

おかげさまで、インフロニアが進める「脱請負」は徐々に市場でも認知されつつあります。これからも、インフラビジネスのパイオニアとして、建設業界を超えた市場を切り開く所存ですので、引き続きのご支援、どうぞよろしく願いいたします。

「非遡及」ではないノンリコースローンの現実

さて、今回は前回お話しした「セカンダリー市場が開くインフラ投資」の続編として、日本におけるプロジェクトファイナンスの問題点について、私見を述べようと思います。

前回の岐ベログ「セカンダリー市場が拓くインフラ投資」(https://www.infroneer.com/topics/blog_assets/attachments/2/kibelog_vol04.pdf)で申し上げたように、日本のインフラプロジェクト市場が拡大するためには、再生可能エネルギー関連設備など完成後の「事業」を売却するセカンダリー市場が不可欠です。

すなわち、プロジェクトを組成する「起業」の部分はエンジニアリング力をベースにリスクを取り、社会インフラを建設する。そして、長期的に安定したリターンを生み出す事業に仕立て、運営や維持管理を手がけつつ、しかるべきタイミングで年金基金などの投資家に渡していく――。

このサイクルができれば、良質なインフラを社会に供給すると同時に、日本人の老後を支える年金基金が安定的な利回りを確保することができます。多くの人が長期的に利用する社会インフラは、年金基金の運用先として最適な存在です。

ただ、前回のブログでは書ききれませんでしたが、セカンダリー市場を整備するだけでは、実は不十分です。プロジェクトを組成する上で必要な資金調達、具体的に言えば、ノンリコースローンにまつわる問題を解消する必要があります。

「一筆」を求める金融機関の姿勢

インフラプロジェクトを進める場合、実施主体として SPC（特別目的会社）を設立し、プロジェクトに参画する企業が出資するという形を取ることが一般的です。同時に、設備や施設の建設や運営のために、SPC は金融機関から資金を借ります。俗に言う、プロジェクトファイナンスです。

通常、プロジェクトファイナンスでは、ノンリコースローンの形を取ります。「非遡及型融資」と訳されるように、ノンリコースローンは風力発電用タービンや太陽光パネルなど、実際の設備が生み出すキャッシュフローのみを原資にした融資手法です。

債務の対象を限定しているため、SPC が破綻したとしても、融資した金融機関は SPC の参画企業には返済を求めることができません。実際、不動産開発プロジェクトでは、不動産が生み出す収益をベースにしたノンリコースローンが主流です。

もっとも、日本の場合、ノンリコースローンとは名ばかりで、契約の際に「債務の履行が困難になった際には、代表企業が責任を負う」という一筆を入れさせられることがほとんどです。これは、破綻などして SPC が債務不履行になれば、代表企業が返済を求められるということです。これでは、ノンリコースローンとは言えません。

それでは、なぜノンリコースローンかどうかインフラプロジェクトの拡大に重要なのでしょうか。それは、セカンダリー市場で SPC を売却しづらくなるからです。

プロジェクトファイナンスがリコースローン、すなわち会社の資産や経営者の個人保証など、当該資産の範囲を超える

既存の法人融資だった場合を考えてみましょう。

SPC がリコースローンで資金を調達した場合、SPC を年金基金などに売却する際に、ローンを借り換える必要があります。ただ、プロジェクトファイナンスを組む時には、当該資産の価値やリスクなどを詳細に調べる必要があります。弁護士によるリーガルチェックも必要になるでしょう。

借り換えの際にも同様のデューデリジェンスが必要になるため、その分、コストがかかります。当然、売却価格に影響を与えます。

SPC の売却の阻害要因に

そもそも借り換えに応じる買い手が限られる上に、売却時のコストが余計にかかるとなれば、セカンダリー市場での売却を躊躇する企業も出かねません。組成したインフラプロジェクトを売却できず、自社のバランスシートに長期間、乗せなければならないのは企業にとってリスクです。

インフロニアグループはこれまでに、10 件近いインフラプロジェクトを組成していますが、こういった名ばかりノンリコースローンの問題点を認識していたため、すべてのケースでノンリコースローンを採用してきました。

金融機関との融資契約の際に先の一筆を必ず求められましたが、頑としてその要求をはねつけてきました。「入札の際に、ノンリコースローンと説明しましたよね。それを理解して応札したのでしょうか？」と。

前回のブログで書いたように、再生可能エネルギー関連施設を既に別の投資家に売却していますが、それができたのも、SPC のデット部分が正真正銘のノンリコースローンだったからです。

ノンリコースローンは、当該資産の価値や将来にわたるキャッシュフローを正確に弾き出さなければ貸し倒れにつながるため、金融機関にとってはリスクの高い融資です。ただ、それを法人向け融資と同様のリコースローンで貸し出せば、

金融機関の審査能力は上がりません。むしろ発想を転換し、この審査能力を競争力の源泉にするという戦略もあるのではないかと思います。

奇しくも、6月3日に内閣府が「PPP/PFI 推進アクションプラン（令和4年改定版）」を公表しました。コンセッションなど PPP の事業規模目標は 2022 年度からの 10 年間で 30 兆円と、これまでより大きく増える見込みです。この多くが、プロジェクトファイナンスの対象になるでしょう。

不動産融資を中心に、ノンリコースローンは一般的になりました。そろそろ本当のノンリコースローンに転換すべきタイミングではないでしょうか。それがインフラプロジェクトの拡大、ひいては金融機関の競争力向上につながると思います。