

第 7 章

開発途上国における民活インフラ事業の再検討

はじめに

本章では、近年アジアでも隆盛になりつつあった、いわゆる「プロジェクト・ファイナンス」方式（スキーム）によるインフラストラクチャ・プロジェクトの実施について、インドネシアにおける電力事業を考慮しつつ検討する。インドネシアに限らず、アジアにおける「プロジェクト・ファイナンス」方式が注目されたのは、高度成長に伴って顕在化したインフラストラクチャに対する膨大な需要に応え、プロジェクト実施国の資金不足を回避する金融スキームとしてこの方式が有効であったためである。しかし、周知のように、1997年のアジア危機以降、この方式によるプロジェクトも大きな試練に見舞われた。多くのアジア諸国が危機から立ち直りつつある現在、「プロジェクト・ファイナンス」方式について見直すことには大きな意味がある。これが、本章のねらいである。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」について定義するとともに、その実務的な意義を、この方式発生以来の発展の歴史を概観することによって確認する。第2節では、開発途上国のインフラストラクチャ事業等の民活・民営化にあたり、こうした「プロジェクト・ファイナンス」がどのように利用されてきたか、また、その拡大の後に生じたアジア危機の影響がどのようなものであったかを検討

する。ここでインドネシアの電力事業の事例も取り上げる。第3節では、第2節までの議論を踏まえて、開発における民活インフラ事業の位置づけ、特に、政府と民間の責任・リスク分担・対内直接投資の促進効果について一般的に検討する。「おわりに」は、本章の結論である。

第1節 「プロジェクト・ファイナンス」の意義と発生・発展の歴史

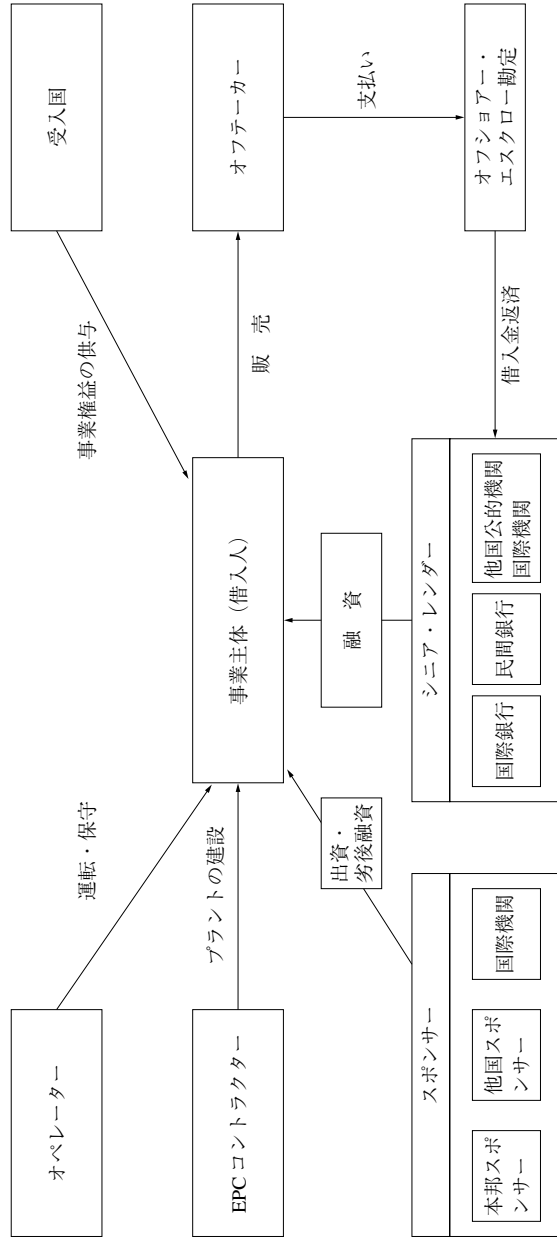
1. 「プロジェクト・ファイナンス」の定義・その意義・メリットとデメリット

(1) 「プロジェクト・ファイナンス」の定義

いわゆる「プロジェクト・ファイナンス」は、開発途上国の膨大なインフラストラクチャへの投資資金をまかなう有力な手段として、近年注目を集めてきた。開発途上国では、インフラストラクチャの整備が十分でないことから、インフラストラクチャ・プロジェクト実施の意欲は旺盛である一方、当該国の保有する資源・資金ではこうしたプロジェクトの資金需要をまかないきれないことも多い。財政資金には限りがあるし、民間の金融資本市場の発達は十分でない。一般的に開発途上国の場合、借入国としての市場評価の点から国際金融資本市場からの調達能力にも限界がある。加えて、インフラストラクチャの場合、プロジェクト自体の収益性が低く、かつ、プロジェクト実施国側に、こうしたインフラ・プロジェクトは当該国の公的セクターが保有すべきプロジェクトであるとの意識が依然として強いために、外国投資家にとってのリスクは過重になる傾向がある (Moran 1998)。

しかし、本章で検討するような「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は、有効に利用されれば、外国投資家のリスクを軽減しつつ、開発途上国側も必要な資金手当てが可能であり、併せて、開発途上国側はプロジェクト実

図1 プロジェクト・ファイナンスの当事者関係図



(出所) 国際協力銀行。

施に必要なノウハウも得られるので、大きな開発促進効果をもつ。

本章で、「プロジェクト・ファイナンス」とは、特定の事業（プロジェクト）実施に必要な資金供与を行なう際に、原則的に、当該事業（プロジェクト）からあげられるキャッシュ・フローのみを、元本返済・利払いに充て、担保としてはもっぱら当該プロジェクトの資産をとることによって、供与される金融形態（融資・保証）のことを指す。金融であるので一義的には、融資に際してのリスクを考える。もちろん外国企業にとってのリスクも検討する必要があるが、これらは次の および 項で行なう。

こうしたリスクの分担を当事者間で行ないつつ、プロジェクトを実現するために、「プロジェクト・スポンサー」（プロジェクトを企画した親会社）、「レンダー」（融資銀行団）、受入国における「プロジェクト事業主体」（「プロジェクト・カンパニー」）、「オフテーカー」（プロジェクトの製品引取り・購入者）、受入国（プロジェクト実施国）政府等の間で契約に基づく複雑なファイナンス・ストラクチャが構成される（図1）。

(2) 「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」
ところで、インフラストラクチャ・プロジェクトの金融には、大きく分けて、「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2種類がある。両者の相違は、融資リスクの取り方の相違である。

後者の「コーポレート・ファイナンス」では、金融機関の融資・保証は、前者同様に、当該プロジェクトを対象にして行なわれるが、プロジェクトの成否にかかわらず、借入人としての親会社の信用力が、元本返済・利払いの裏づけになっている。仮にプロジェクトが成功せず十分なキャッシュ・フローを生み出さなくても、借入人（または保証人）である「親会社」（プロジェクトの企画者。「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の「プロジェクト・スポンサー」に相当）には、100%元本返済・利払いの義務がある。即ち、特定プロジェクト実施にあたり、当該プロジェクトの遂行をもっぱら業務とする「プロジェクト・カンパニー」が設立されても、このプロジェクトに対する

融資・保証は、「親会社」に対し、親会社の信用力を担保として行なわれるか（ケースA）、あるいは、「プロジェクト・カンパニー」に対して直接的に融資・保証される場合にも、親会社の支払保証を要求するか（ケースB）のいずれかであった。この従来型のA、B二つのケースが、「コーポレート・ファイナンス」のスキームである。

さらに、親会社の信用力全体をもってしても十分な担保価値がないと判断され、しかも融資を強く迫られる場合には、追加的な担保（他の金融機関の保証あるいはくまたは、および）プロジェクト実施国の保証等）を要求する場合もあり得る。

これに対して本章の主たるテーマである、「プロジェクト・ファイナンス」の場合には、(1)で述べたように、当該事業（プロジェクト）からあげられるキャッシュ・フローのみ、を元本返済・利払いに充て、担保としてはもっぱら当該プロジェクトの資産をとることによって、供与される金融形態（融資・保証）であるので、当該プロジェクトが十分なキャッシュ・フローを生み出さなければ、元本返済・利払いそのものが、滞る危険性がある。「コーポレート・ファイナンス」とは異なり、「親会社」（「プロジェクト・スポンサー」）には、基本的には、借入人（または保証人）としての直接的返済義務がないためである。投資資金の回収は特定プロジェクトの事業収益によるのみ担保されるのであるから、「親会社」がこのプロジェクトを実質的に推進して、十分な利益を上げるだけの能力をもつことが「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」成功のための大前提となる（D. J. BenDaniel, A. H. Rosenbloom 1998）。

少し見方を変えると次のようにも言える。

「プロジェクト・ファイナンス」は外国企業または輸出者およびこれに融資を行なう金融機関にとってのリスクという点からは次のように位置づけられる。まず、開発途上国が、民間活力をできるだけ活かしつつ、新たにインフラ事業を実施する際の、外国企業のかかわり方としては、一つの極には、外国企業による当該インフラ事業の完全買収があり、もうひとつの極には、

インフラストラクチャ・プロジェクト実施に必要な機器の単純な輸出がある。外国企業およびこれに融資する金融機関にとってみれば、完全買収のリスクは最も大きく、機器売切りのリスクは最も小さい。

完全買収は、100%投資家のリスクによる直接投資事業になるし、このプロジェクトに金融機関が融資する場合、親会社の担保を取る等の措置を講じなければやはりリスクは大きくなる。金融機関の立場に立てば、こうしたケースには、通常は、「コーポレート・ファイナンス」で対応するしかない。なぜなら、次の(3)項に述べるように、一般的に、一つのプロジェクトの担保価値よりは、プロジェクト企画企業（親会社）（「スポンサー」）の保有する担保価値のほうが大きく、返済能力も後者のほうが高いためである。もちろん、キャッシュ・フローのほうが、企業そのものの担保価値より大きな価値をもつと判断される場合もあり得る（本節第2項参照）。そうしたケースこそが「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」発生の経緯でもあった。しかし一般的には、先進国と比べて、発展途上国におけるプロジェクト実施のリスクは非常に大きい。後述するように、プロジェクト自体のリスクに加えて、プロジェクト実施国のリスクも大きいためである。

機器売切りの場合には、通常、輸出代金債権は、輸入国政府の保証、信用力のある銀行保証、輸出保険等によって担保されているので事実上リスクは非常に少ない。金融機関の立場に立てば、こうしたケースには、通常は、「コーポレート・ファイナンス」を要求することは少ない。したがってこれも一種の「プロジェクト・ファイナンス」であると見なせるケースも多い。

本章で検討する「プロジェクト・ファイナンス」は、外国企業または輸出者およびこれに融資を行なう金融機関にとってのリスクという点からみれば、プロジェクトの完全買収と機器売切りとの両極の中間に位置する。即ち、投資資金の回収は回収保全手段の備えられた特定インフラストラクチャ・プロジェクトの事業収益によって担保されるので、一般的に、直接投資事業よりは（関連する外国投資家・輸出者・金融機関にとって）リスクが少ないものの、機器輸出よりはリスクが大きいケースであると考えられる。

直接投資事業よりはリスクが少ないので、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の利用価値は高いが、この場合、十分なプロジェクト履行および支払い能力のある親会社（「プロジェクト・スポンサー」）の確保が必要である。

しかしながら、たとえ十分なプロジェクト履行および支払い能力のある親会社を「プロジェクト・スポンサー」としても、資金供与を行なう金融機関にとってみれば、一般的には、「プロジェクト・ファイナンス」の場合には、明らかに、「コーポレート・ファイナンス」よりも大きな、返済困難または返済不能のリスクを負うことになる。精緻なリスク削減スキームを形成しても、当該国のマクロ経済に大変動が起きるといったリスクが生ずることを考えれば、依然としてある程度のリスクが残るおそれがある。こうした「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」によって消すことのできないリスクは、貸付を行なう金融機関に残る。その場合には、これを補うに足るリターンを得ることが期待される（D. J. BenDaniel, A. H. Rosenbloom 1998 および斎藤祥男、絹巻康史編著 2001）。リスクとリターンのバランスをいかに絶妙にとるかは、まさに至難の業であり、これをもって、「プロジェクト・ファイナンス」は、「科学ではなく、芸術だ」との評言もある（Buljevich and Park 1999）。

（3）ファイナンス・ストラクチャおよびセキュリティ・パッケージ

（1）項の図1で述べたファイナンス・ストラクチャは、事業遂行を円滑に行ない、プロジェクトから生ずるキャッシュ・フローを安全に、元本返済・利払いに充てるための装置である。通常は、複数の「プロジェクト・スポンサー」（スポンサー）の間では、Joint Venture Agreement、原燃料サプライヤーと「プロジェクト・カンパニー」との間では、Supply Contract、建設業者と「プロジェクト・カンパニー」との間で Construction Contract、プロジェクトの製品引取・購入者（「オフテーカー」）と「プロジェクト・カンパニー」との間で Sales/Purchase Contract、融資銀行団と「プロジェクト・カンパニー」との間で、Loan Agreement を締結する。

「レンダー」(融資銀行団)からみて、当該プロジェクトについての直接の借入人は、プロジェクト事業主体(「プロジェクト・カンパニー」)であり、純粋にプロジェクトからあがるキャッシュ・フローのみが元本返済・利子支払いの原資であるので、プロジェクト企画企業(親会社)(「スポンサー」)は、返済に責任をもたず、「レンダー」(融資銀行団)は「スポンサー」に対して返済請求はできない(「ノン・リコース・ファイナンス」non-recourse financing)。

しかし、現実には、「スポンサー」が、当該プロジェクトを実効支配するためには「プロジェクト・カンパニー」に対する出資が必要である。もしも、50%超の出資を行なっていれば連結対象となり、この場合、「プロジェクト・カンパニー」の債務は自動的に「スポンサー」の債務である。また、議決権株式の20%以上を保有していれば、連結の際、持分法が適用される。「スポンサー」にとっては、ノン・リコース・ファイナンスがベストであろうが、現実には、多くのプロジェクト・ファイナンス案件の場合、当該プロジェクトを実効支配するために「スポンサー」はなんらかの形で当該プロジェクトに、ある程度責任をもち、また、「レンダー」に対する責任をもつ(リミテッド・リコース・ファイナンス limited recourse financing)。そうしなければ「スポンサー」は当該プロジェクトをコントロールできないし、金融機関の積極的参加も得られない。受入国(プロジェクト実施国)政府も、プロジェクト実現のために、プロジェクトおよび「レンダー」に対して責任をもつ。

上記のファイナンス・ストラクチャおよびそれを構成する関係当事者間の個々の契約は、プロジェクトに内在するさまざまなリスクをカバーするために、当事者がお互いにリスクをシェアしつつ、各々限られた範囲で責任をとることによって、全体として、「レンダー」に対する返済責任を全うしようとするためのものである。こうした返済を確保するための具体的な一連の諸手段が「セキュリティ・パッケージ」である。

具体的には、当該プロジェクトの成功を脅かし、元本返済・金利支払いを

困難にさせるさまざまなリスクに対応して対応策がとられる。

開発途上国における発電プロジェクトの場合には、三つのリスクがあるとされる。

(1)プロジェクトの設計、エンジニアリング、建設、完成までのリスク
(完工リスク)

(2)工場を稼働させ、予定どおりの品質・数量の電力の継続的産出を達成し得ないリスク (スタートアップリスク)

(3)操業上のリスク

・生産された電力の一定水準以上の価格・一定水準量以上での販売を達成し得ないリスク (電力販売リスク)

・プロジェクトの遂行に必要な燃料の供給を確保し得ないリスク (燃料供給リスク)

・プロジェクトの遂行を妨げるような当該国の、政治・経済不安および、元本返済・金利支払いに必要な外貨獲得・送金を行ない得ない国際収支リスク (カントリーリスク) および為替変動リスク

(1)の完工リスクおよび(2)のスタートアップリスクについては、十分な経験のある先進国の電力会社を含む「プロジェクト・スポンサー」が「プロジェクト・カンパニー」に出資を行ない (スポンサーのエクイティ・コミットメント)、また、資機材の供給・建設・オペレーションを先進国のプラント・メーカーが行なうことによってリスクを最小化する (スポンサーの完成前保証、建設および操業支援)。それでも当初の予想を超えた完工およびスタートアップに要する費用が発生する可能性 (cost overrun risk) は常に存在する。その場合には、「スポンサー」等が増資またエスクロー勘定 (後述) 等を通じて追加資金を供与する、または、「レンダー」(融資銀行団) が追加融資を行なうといった手段を講ずることができる。

(3)のうち、電力販売リスクについては、プロジェクト・カンパニーと引取り手である国営電力会社との間に長期の電力販売契約を締結する。特にテイク・オア・バイ条項を導入することにより、販売数量リスク、価格リスクを

共に購入者である国営電力会社に転嫁する。さらに、プロジェクト収入が預託されるエスクロー勘定の設置を要求する。こうした手段により事実上、「レンダー」への元本・利子は確保されるようにデザインされる。しかしテイク・オア・ペイ条項付きの長期電力販売契約は万能ではない。市場の需要の変動、購入先（引取り手:オフテーカー）のニーズの変化、新技術の創出、新たな競合先の出現等によって、「オフテーカー」の契約履行能力が低下すれば、テイク・オア・ペイ条項付き契約の有効性も薄れるからである (D. J. BenDaniel, A. H. Rosenbloom 1998)。

(3)のうち、燃料供給リスクは供給企業との長期供給契約締結によって対処する。

(3)のうち、元本返済・金利支払いに充当される分の外貨への転換の際の為替リスクについては為替リスクのヘッジを行なっておくこと、あるいは、電力の売買契約 (Sales/Purchase Contract) のなかに為替調整条項を入れて事実上、為替リスクをオフテーカー、即ち、電力の引取り手である国営電力会社に転嫁すること等の手段が考えられる。この場合、電力の売買契約 (Sales/Purchase Contract) 即ちオフテーカーとのアグリーメント (off take agreement) は、外貨建て支払いを事実上保証しているのので、「レンダー」に対する一種の「間接保証」であると考えられる (D. J. BenDaniel, A. H. Rosenbloom 1998)。

最後に、当該国のカントリーリスク一般については、各国輸出信用機関の融資および市中銀行分に対する公的機関の非常危険（政治危険）付保によって対応する。世界銀行グループ（以下、世銀グループ）のうち、IBRDは、商業銀行ローンのうちの一部（多くの場合は、後年の返済期日分）の支払いを保証することがある。これによって外国投資家（親会社）は、世銀グループの交渉力を利用することができるため、「時間の経過に伴う当該国政府に対する交渉力の喪失という一般的なパターン」をある程度回避できる (Moran 1998)。世銀グループのなかでIFCは、同グループ内で、唯一、投資プロジェクトに対する出資機能を持ち、プロジェクトの重要な決定について事実上キャストティング・ボードをもつこともある。加えて、自ら「Aローン」を供与

するとともに、民間銀行団による「Bローン」をコーディネートし、リスク軽減に資することができる。

世銀グループのうちのMIGAは、外国企業の出資分および出資に関連する貸付けに対し、政治リスクをカバーする保険を供与する。通貨交換リスク、収用のリスク、戦争および内乱のリスクをカバーする他、プロジェクト実施国が契約違反を行なった場合、他の手段で解決が不可能な特殊なケースでは、保険支払いに応ずることができる。

上記のファイナンス・ストラクチャおよびセキュリティ・パッケージは、理論的には完璧でないにしても、実務的にはかなりそれに近い状態で、プロジェクトの円滑な遂行および「レンダー」に対する元本返済・金利支払いを保証するものであると考えられる。しかしそれにもかかわらず、もしも当該国のマクロ経済に大変動が起きれば、ミクロ的な個別プロジェクトのファイナンス・ストラクチャおよびセキュリティ・パッケージでは、現実には、これに対応できない。アジア危機後のアジアでは現実にまさにこうした状況が発生したと考えられる。アジア危機そのもの、および、危機後の大幅な電力需給の変動を正確に予想したものはきわめてまれであろう。外貨準備の急減と現地通貨の急落といった事態に立ちいたれば、緊急避難的な外貨管理政策・国際収支対策・外資政策の変更がプロジェクト実施国政府により導入されることは多くの場合、不可避であるが、こうした外貨準備の急減と現地通貨の急落そのものもほとんど予想されていなかった。

即ち、アジア危機以前の通常のセキュリティ・パッケージでは、それがどんなに精緻であっても、こうした緊急事態に対処することは現実には難しい。

さらに、そうした状況ではレンダー（金融機関）の申し出等により外国企業の所在する公的機関が、非常危険保険の事故認定をすること自体が政治問題になり得る。当該プロジェクト実施国への経済的なコミットの度合いは、国によって異なり、投資母国のコミットの度合いが高ければ、劇的な手段はとりにくい。アジア危機のような状況では、当該国のマクロ経済政策のみで

対処できることには限界がある。こうした状況は、投資受入国の突然の一方的接収・国有化を契機として生ずる一般的な投資母国と投資受入国との紛争とは性格を異にするため、一方的に投資受入国の責任追及をするかどうかについては、投資母国の立場はさまざまであろう。接収・国有化の場合には、投資母国は共同歩調をとる可能性はより高いと考えられる。

このように個別プロジェクトのセキュリティ・パッケージではマクロ経済の大変動、それも国際的連鎖で引き起こされたそれには十分対応できない面がある。

(4) 「プロジェクト・ファイナンス」の意義・メリットとデメリット

「プロジェクト・ファイナンス」によるプロジェクト実施が、近年、先進国であると途上国であると問わず盛んになってきているのは、大規模な資本集約的プロジェクトを実施する上で、効率的な金融上のイノベーションだからである。

第1に、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は当該特定プロジェクトを企画する「親会社」(スポンサー)にとって使いやすいことがある。「コーポレート・ファイナンス」のスキームでは、当該プロジェクト企画企業(「親会社」)が、当該プロジェクトの借入人または保証人となることから、必然的に、自社のバランス・シート(B/S)上の債務が増加・累積する結果をまねいてしまう。プロジェクト企画企業(親会社)はできるだけこれを回避しようとする。B/S上の債務の累積は、資本市場における当該プロジェクト企画企業(「親会社」)の信用力評価に悪影響を及ぼし、債券発行の際の格づけを左右するので、当該企業の今後の資本市場における資金調達力に大きな影響を与えるためである。

したがって、こうしたプロジェクト企画企業(親会社)の多くは、できるだけ多くのプロジェクトを、「コーポレート・ファイナンス」ではなく、返済・保証義務が累積しない、「プロジェクト・ファイナンス」方式において行なおうとする傾向がある。加えて、こうした「プロジェクト・ファイナ

ス・スキーム」では、プロジェクト全体のリスク軽減のため、国際機関や各国輸出信用機関が関与し、部分的な保証・保険を供与することも多い。同時に、プロジェクト実施国政府もまた、プロジェクトに対する保証を部分的に行なうことが多い。こうした場合、「プロジェクト・スポンサー」である親会社にとっては、プロジェクト・リスクのかなりの軽減につながる（Moran 1998）。

しかし、(3)項のセキュリティ・パッケージで述べたように、「プロジェクト・ファイナンス」方式においても、現実には多くの場合、プロジェクトを成功裏に実現するためにプロジェクト企画企業（親会社）（「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」における「スポンサー」）はさまざまな義務を負わねばならないし、場合によっては、直接的な保証に近い義務を負うこともあり得る。しかし、一般的には、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」におけるプロジェクト企画企業（親会社）（「スポンサー」）の義務は、直接的な親会社保証よりは小さくてすむ。

第2に、こうしたプロジェクトが開発途上国において着手される場合、当該途上国にとっても大きなメリットがある。途上国においては多くの場合、こうしたスキームによるプロジェクトは、電力開発、電気通信、道路といったインフラストラクチュア部門で行なわれるか、資源開発プロジェクトで行なわれることが多い。「プロジェクト・ファイナンス」が広く利用されれば、第1で述べた事情によって、先進国の資源も動員しやすく、また、プロジェクトを実施する途上国の側でも、プロジェクト・スキームの習熟による学習効果等によりリスクが減るため、従来よりも広い範囲の、数多くのプロジェクトが取り上げられる可能性が生ずる。これは、インフラストラクチュアが未整備で、開発需要の大きい発展途上国の開発に資することは明らかである。

さらに、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」によれば、途上国政府または政府機関が直接の当事者として、ストレートな債務保証を行なわねばならない可能性も減少する。これは対外債務累積に伴う危機を常に警戒し

なければならない立場にある途上国政府にとって好都合なスキームである。もちろん、そうはいつでも、(3)項で述べたように、プロジェクト企画企業(親会社)〔「スポンサー」〕と同様、プロジェクトの立地となる当該国の政府はプロジェクトを成功裏に実現するためにさまざまな義務を負わねばならないし、場合によっては、直接的な政府保証に近い義務を負うこともある。しかし、一般的には、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」におけるプロジェクト実施国政府の義務は、直接的な政府保証よりは小さくてすむ。

第3に、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」に対して、融資を行なう金融機関(レンダー)の立場からみて、一般的に通常の融資案件に比べて、このスキームでは、より高い収益を上げることができるといわれる。しかし、その裏腹の関係として、「プロジェクト・ファイナンス」は「コーポレート・ファイナンス」よりも返済困難・返済不能のリスクが高いことがあげられる。一般的には、先の(2)項で述べたように、一つのプロジェクトの担保価値よりは、プロジェクト企画企業(親会社)〔「スポンサー」〕の保有する担保価値のほうが大きく、返済能力も後者のほうが高いものと考えられる。したがって、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」による融資は、リスクがより高い。先に(2)項の最後で述べたように、当然これに見合った高いリターンを、融資を行なう金融機関は要求することとなる。ただし、債務返済分をカバーするだけのキャッシュ・フローを当該プロジェクトが生み出すことがまず第1の要件であり、これを阻害するような高水準の金利設定は、スキーム上、避けるべきである。

もちろん、金融機関の立場として、本来、当該プロジェクトが、それのみで、元本返済・利払いの十分可能なキャッシュ・フローを生み出すからこそ、融資を行なうわけである。したがって、こうした十分なキャッシュ・フローを生みつつ、安全な返済スキームを実現させるための担保となるセキュリティ・パッケージを慎重に構築して、返済困難・返済不能のリスクをミニマイズする必要がある。

このため、場合によっては、(3)項で述べたように、世銀グループのような

多国間開発援助機関および各国輸出信用機関等の支援を得て、セキュリティ・パッケージを完璧なものに仕上げる必要がある。こうした公的機関は民間企業の肩代わりをしてある程度リスクを取る。

ただし、レンダーがセキュリティ・パッケージだけではどうしても不十分だと評価すれば、保証等を要求する場合もあり得る。即ち、プロジェクト実施国の法制および政治・経済（市場）動向が予見可能なことが「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の基本的な条件であり、それに不確定性があれば、このプロジェクトを成功させるのは困難である。そうした場合には、保証等の補強手段を講じなければならない。

以上これまで述べたように、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」とは、プロジェクト実現に関与する三つの主要当事者、即ち、プロジェクト企画企業（親会社）（「スポンサー」）、プロジェクト実施国政府、および、融資を行なう金融機関（「レンダー」）（ときにより、多国間開発援助機関および各国輸出信用機関等を含む）の各々が、プロジェクト実施に伴うリスクを分担しあうことによって、従来よりも幅広くプロジェクトを取り上げて、安全に高い収益を上げることを実現可能にした、画期的な金融スキームであるといえる。これによって実現可能性のあるプロジェクトの幅が拡大し、「スポンサー」と「レンダー」にとっては、ビジネス・チャンスが広がり、プロジェクト実施国政府にとっては、経済開発促進の可能性が高まった。

ただし、当然のことながら、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」そのものにもメリットの反面、デメリットもある。

デメリットの第1は、必然的に、契約当事者が多数になり利害が錯綜してくるなかで、リスク分担のために、当事者間で複雑な契約関係を構築しなければならないことである。いかに精緻なファイナンス・ストラクチャーおよびセキュリティ・パッケージ契約を作り上げても、利害関係が複雑化すればするほど、プロジェクトの実施過程で係争の発生する蓋然性は高まる。また、複雑な契約書を作り、これを実施すること自体にかなりのコストがかかる。さらに、当事者が多ければ、プロジェクトの実施にかかる意思決定も簡単に

はいかなくなる。こうした「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の本来的な性格に根ざしたデメリットを可能なかぎりミニマイズしていく必要がある。

第2に、再三触れたように、プロジェクト実施国のマクロ経済環境および政治環境が、予見不可能なほど劇的に変わるときには、いかに、精緻なファイナンス・ストラクチャーおよびセキュリティ・パッケージを作り上げても、現実には機能しないこともあり得る。即ち、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」にも限界があることは否定し得ない。したがって、このスキーム適用にあたっては、当該国およびそれを取り巻く国際経済環境についての分析技術を可能なかぎり磨かなければならない。

そうはいつても、さまざまなケースを重ねることによって、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」自体も改良・進化を続けるものと考えられ、長期的には、アジア危機に代表されるような種々の障害を乗り越えて、発展途上国で実現可能なプロジェクトの幅を広げる有効な手段として定着してゆくことが見込まれる。

2. 「プロジェクト・ファイナンス」の発生・発展の歴史

広い意味では、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は欧州では、中世のときから用いられてきた手法であるし、19世紀の、スエズ運河の開鑿やインド・アルゼンチンにおける鉄道建設も、この手法で実施された。

しかし、現代の「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の発生は、1930年代、米国の石油採掘産業において十分な信用力のない中小石油企業に対して、その保有する石油鉱区からの石油受取権を担保として行なわれた融資を起源とするといわれる。借入人である中小石油企業自身よりもその保有する石油鉱区およびそこからあがるキャッシュ・フローのほうが、より大きな価値をもつと判断されたことから開発された手法である。即ち、その発生の経緯として、「プロジェクト・ファイナンス」のほうが、「コーポレート・

ファイナンス」よりも信用力が高い事態があったために開発された手法であるというのには興味深い。

その後、1970年代、北海油田における石油開発をはじめとして、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は、大規模な資本集約的プロジェクトに集中的に使われるようになった。即ち、資源開発プロジェクトのみでなく発電等のインフラ・プロジェクトにも適用されるようになった。米国の電力部門規制緩和により、財務体質の弱い中小規模の独立系電力業者（Independent Power Producer: IPP）が電力事業に参入した結果、石油探査と同様の状況が発生した。こうした電力業者は借入人としての信用力よりも、電力購入契約から生ずるキャッシュ・フローを根拠として融資を受けたためである。

1980年代に入ると、インフラ部門の先進国の規制緩和・制度改革はいっそう進み、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は、電力プラントのみでなく電気通信等のインフラ分野および他の産業プラントにもひろく適用されるようになった。

1990年代になると、長期の特定可能なプロジェクトから生ずるキャッシュ・フローを担保とするプロジェクト・ファイナンス債が発行されるなど、資本市場が「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」に対応するようになった。プロジェクト・ファイナンス債の発行は、当該プロジェクトのリスクが比較的高いプロジェクトの策定段階やプロジェクトの建設・完成段階では行なわれず、シニア銀行ローン（優先的に返済される）を、資本市場で、債券に借り替えるという形で行なわれた。これは、予定水準またはそれ以上の水準の価格・数量での販売が行なわれるようになって初めて可能であった。

また、同じく1990年代、開発途上国のインフラ・プロジェクトにも「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は広く適用されるようになった。この途上国への適用にあたっては、これまでの先進国の経験・ノウハウが活かされているが、開発途上国の場合、先進国の場合に加えて、以下の要件を満たすことが期待される。

- (1) 当該途上国のマクロ経済環境が比較的安定している

- (2)規制・制度の改革により競争が強化されている
- (3)内外民間投資への規制緩和・市場開放が進んでおり、民営化プログラムの推進により投資機会が拡大している
- (4)金融市場の自由化が進んでいる
- (5)法的枠組み・会計基準の改善がみられる
- (6)企業のアカウンタビリティ・透明性の向上がみられる

などである。

仮にこうした要件のすべてが満たされないとしても、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は実施できないわけではないが、未解決の開発途上国特有のリスクに対応するため、第1項(3)で述べたセキュリティ・パッケージによって、完工リスクからカントリーリスクまでを最小化するような対応策を講じると、より有効なものになることが期待される。

第2節 開発途上国の民活・民営化による「プロジェクト・ファイナンス」の利用とその拡大およびアジア危機の影響

1. 開発途上国の民活・民営化による「プロジェクト・ファイナンス」の利用とその拡大

前節の最後に述べた開発途上国における「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」利用の前提となったのは、当該国の経済構造改革の一環として、従来公共部門とされていたインフラ部門へ、市場の力・民間活力の導入、民営化の実施を行なうことである。加えて、外国投資家が、こうした民活・民営化プロジェクトに参加できるように、外資規制を緩和する必要がある。こうした動きに先鞭をつけたのは、中南米諸国であり、電力を例にとれば、1980年代のチリを嚆矢として、アルゼンチン、ブラジルでも、国公営電力の独占を崩し、電力市場を自由化する動きがあった。そこに外国民間投資家も

表1 Privatisation receipt (1988-95年)

(単位:100万米ドル)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1988~95
ラテンアメリカ	2,530	1,436	7,297	1,7989	15,797	10,646	7,818	4,623	68,136
アルゼンチン	28	n.a.	3,841	1,981	5,567	4,732	890	1,208	18,247
ブラジル	n.a.	8	44	1,635	2,564	2,718	1,697	992	9,658
チリ	278	302	98	364	8	106	128	13	1,297
メキシコ	1,915	971	3,160	11,289	6,924	2,132	766	167	27,324
ペルー	n.a.	n.a.	n.a.	2	212	127	2,840	1,276	4,457
ベネズエラ	n.a.	n.a.	10	2,278	140	36	8	39	2,511
その他	309	155	144	440	382	795	1,489	928	4,642
東アジア	21	196	376	835	5,161	7,155	5,507	5,447	24,698
中国	n.a.	n.a.	n.a.	11	1,262	2,849	2,226	685	7,033
インドネシア	n.a.	n.a.	n.a.	190	14	31	1,748	2,031	4,014
マレーシア	16	31	375	387	2,883	2,148	798	2,519	9,157
フィリピン	n.a.	80	n.a.	244	754	1,638	494	208	3,418
タイ	5	85	n.a.	2	238	471	242	n.a.	1,043
その他	n.a.	n.a.	1	0	10	18	n.a.	5	34

(出所) 世界銀行。

参入して、民活・民営化プロジェクト推進の一翼を担った。こうしたなかで、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」も順調に拡大した。

こうした外国投資の参入を利用した、インフラ部門の民活・民営化の推進は、アジア諸国では、中南米諸国よりも遅れて開始された。アジア諸国の場合、インフラ部門への外国投資促進よりも、外国投資の参入を利用した輸出産業の育成がより重視され、より注力されてきたためである。表1にみるように、1990年代半ばに至るまで、中南米諸国の民営化事業規模のほうが東アジア・太平洋地域のそれよりも大きい。

しかし、アジアでも、1970年代末から、香港のゴードン・ウー氏はBOT (Build, Operate and Transfer: 事業の設計・完工から、操業によって十分利益が上がるまで、責任をもって事業を実施した後にプロジェクト事業主体(プロジェクト・カンパニー)に引き渡す)方式によるインフラ事業を先駆的に手がけており(木下 1999)、これを先駆けとして80年代後半以降、アジアの開発途上国

表2 開発途上国向け地域別「プロジェクト・ファイナンス」の推移

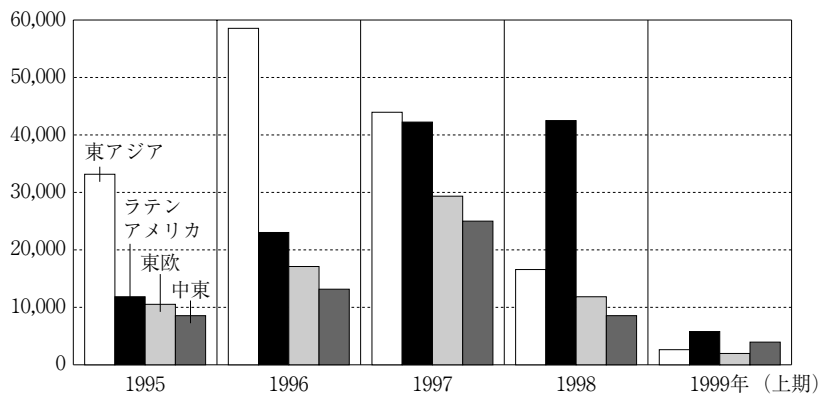
(単位：100万米ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999(上期)
東 ア ジ ア	31,716	56,508	43,756	17,198	1,970
ラテンアメリカ	11,000	21,477	41,763	41,967	4,531
東 欧	9,379	16,662	28,348	11,146	1,724
中 東	7,653	13,190	24,726	8,588	2,891

(出所) 世界銀行。

図2 開発途上国向け地域別「プロジェクト・ファイナンス」の推移

(100万米ドル)



(注) 1995年、96年は、東アジア向けが他の地域向けを圧倒。しかし、通貨危機の勃発した97年に減少に転じ、98年には激減、ラテンアメリカは97年、98年と高水準を維持。

(出所) Project Ware ©1997-99 Capital DATA Ltd.

でも急速に民活・民営化への動きが強まった。これらアジア諸国のアジア危機以前の経済成長は、世銀によって「東アジアの奇跡」と称せられるほど急速であり、深刻なインフラの不足が、持続的な成長のボトルネックになることが強く懸念されたためである(表2および図2)。道路、港湾、電力といった経済インフラの整備を政府資金のみで行なうのは困難であり、また多くの開発途上国政府にとって国際金融資本市場へのアクセスも容易ではない。したがって、開発途上国側の固有の利害・事情として、民間資金の導入が強く

期待された。世銀やアジア銀行等の国際機関も、公的資金によるインフラストラクチュア・プロジェクトの実施から民間資金を利用した民活・民営化方式によるインフラストラクチュア・プロジェクトの実施へのシフトを誘導した。この結果、アジアにおける「プロジェクト・ファイナンス」案件は急激に伸び、95年、96年には中南米を大きく凌ぐにいたった。米国等先進国で激しい競争に直面して、新たなビジネス・チャンスを求めて、開発途上国の新興市場に着目していた欧米の「プロジェクト・ファイナンス」業者とインフラストラクチュア・プロジェクトを積極的に推進したいアジア諸国政府の利害がマッチしたためである。

しかし、こうした「プロジェクト・ファイナンス」案件は、アジア危機を契機に減少に転じ、1998年には激減して中南米に再度凌駕されるにいたっている。アジア危機後に生じた経済・社会の混乱から中止ないしは延期されるプロジェクト、外貨建て債務の償還に懸念のあるプロジェクトが出てきたことが投資意欲を大いに削いだためである（木下 1999）。

電力分野に注目しても、状況はインフラ一般とまったく同じであり、アジア危機前は、1990年代の旺盛な電力需要をまかなうために民活プロジェクト、なかでも「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」によるものが増加した。開発途上国側には、外資によるインフラ投資への強い期待がある一方、早期に「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」によって参入した欧米系および華僑系の企業が高い事業収益を上げたことから、日本企業その他の多くの新規企業が同様の高収益を求めて、この分野に参入し、結果的に、こうした事業の収益率は急速に低下した。

上記で述べたアジア危機以前の、アジアにおける「プロジェクト・ファイナンス」案件急増の陰に一般的に以下のような問題が内在していたとみられる。

- (1) 当該国の法制度の未整備
- (2) 許認可手続きの煩雑さ
- (3) 当該開発途上国政府とプロジェクト・スポンサー、プロジェクト・

カンパニー、レンダー等の責任分担が明確にしきれない。

(4)プロジェクトを実施，運営するに際しての開発途上国側の人材不足

(5)インフラ需給に対する見通しの甘さ

上記のうち，(1)から(4)までは，「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」におけるファイナンス・ストラクチャおよびセキュリティ・パッケージの根幹にかかわるものであり，これが確保されなければ，完璧に近い全体的な「プロジェクト・ファイナンス」ストラクチャおよびパッケージを構成しても，現実にさまざまな支障をきたすおそれがある。また，(5)の問題は，先に前節第1項の(4)の最後で述べたように，アジア危機という大変動を経験してみれば，需給見通しに大きな狂いを生ずるのはやむを得ないこととも思われる。ともかくアジア危機そのものを予測した人間はほとんどいなかったと考えられるので，個別産業部門の正確な需給予測を行なうのはいっそう困難であろう。ただ，「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」そのものが今のところ，このような正確には予測し得ない部分にある程度依拠したファイナンス・スキームであることは，認識されるべきである。こうした大幅な需給変動は，開発途上国ほど，とりわけ，急成長している開発途上国ほど起きやすいので，この問題にどう対処するかは今後の金融的イノベーションの課題である。

2. 「プロジェクト・ファイナンス」案件に対するアジア危機の影響

——インドネシアのケース——

アジア危機の影響を，インドネシアにおける電力部門に焦点をあてて概観する。

アジア危機以前のインドネシア側の問題意識はかなり明確であり，安定した経済成長を達成するなかで，電力需要も1990年代には年率15%で伸びており，今後深刻な電力不足が予想された。ちなみに，インドネシアの発電量は，80年を100として，90年は620，96年は939との報告がある（内藤 2001）。こ

れを実現するための発電設備能力は同じく80年を100として、90年は416、96年は772とされる。これでは、増大する電力需要には追いつかない。また、現在電化率60%と、東南アジアのなかでも電化の遅れているインドネシアでは、これ以上、電力事情を悪化させない必要があり、国営電力会社（PLN）は電力需要の伸びに、設備投資増強で対応する必要があった。しかし、PLNの力のみでこれに対応するのは困難に思われ、当時のスハルト大統領は独立事業体（IPP）による発電プロジェクトを大量に導入、これによって、将来の電力需要の伸びに対応しようとした。導入しようとしたIPPプロジェクトは27件、合計発電容量1100万キロワットに達する。これは、PLNの現行発電能力2000万キロワットの半分以上に相当するものであり、自家発電全体の1000万キロワットにほぼ匹敵する。

問題は、アジア危機の勃発による経済減速に伴い電力需要が停滞したことである。電力需要は1997年には前年比横ばいであり、98年には減少に転じた。PLNの供給予備率は50%を超え、売上げは大幅に低下したとされる。もともとPLNと独立事業体（IPP）（プロジェクト・カンパニー）の間ではかなり高い水準に設定した電力の引取契約を締結している。しかし、電力需要の停滞から、IPPからの買電契約の履行は非常に困難な状況にある。セキュリティ・パッケージの上では、第1節第1項(3)で述べた考え方に従い、電力引取契約上ルピア・ベースの電力料金収入の外貨への転換も含めてPLNに完璧に責任を転嫁しているが、肝心の電力需要が停滞して、PLNが経営困難な状況に立ちいたり（世銀ジャカルタ事務所談）、さらに、周知のようにアジア危機によるルピアの大暴落を経験した後は、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」を機能させるのは容易でなくなる。

電力セクターの困難な状態から脱却すべく、現在、ADBの指導の下に、電力セクター構造改革が着手されている。これは、発電、送電、配電におけるPLNの独占的な役割を改め、できるかぎり競争的な電力市場を導入して、電力部門の効率を上げようとするものであり、発電、送電、配電を分離して、発電と配電については、段階的に競争を導入しようとするものであるとのこ

表3 PROGRESS STATUS OF IPP RENEGOTIATION PROCESS (2001年1月)

IPP	PROGRESS STATUS
PT Energy Sengkang (Sengkang)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on Long-term solution for price and terms & conditions of contract Interim Agreement until 30 September, 2000
PT Tenaga Listrik Amurang (Amurang) & PT Tenaga Listrik Sibolga (Sibolga-A)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project proposal
PT Unocal Geathemal Indonesia (Salak 4,5,6)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on Long-term solution for price and terms & conditions of contract Interim Agreement until December, 2000
PT HI Power Tubanan I (Tj. Jati -B & Tj.Jati-C).	<ul style="list-style-type: none"> Extention of Head of Agreement until December, 2000 Discussion on alternatives project plan
PT Makassar Power (Pare- pare)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on proposal for long term agreement
PT Amoseas (Darajat)	<ul style="list-style-type: none"> PLN and Project company has signed and Amendment Agreement regarding long term solution (May 12, 2000)
PT Mandala Nusantara (Wayang Windu)	<ul style="list-style-type: none"> Interim Agreement until December, 30, 2000 Discussion on long term solution
PT Paiton Energy Co. (Paiton I)	<ul style="list-style-type: none"> Interim Agreement until December, 30, 2000 Discussion on Long Term Agreement
PT Jawa Power (Paiton II)	<ul style="list-style-type: none"> Interim Agreement until December 30, 2000 Discussion on Long Term Agreement
PT Asrigita Nusantara (Palembang Timur CCPP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project planning and proposal
PT East Java Power (Pasuruan CCPP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project plan alternatives
PT Cikarang Listrindo (Cikarang CCPP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project planning and proposal and discussion on Interim Agreement
PT Daya Listrik Pratama (Cilegon Coal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project resolution
PT Power Jawa Barat (Serang Coal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project planning
PT Citra Kartika Daya (Cilacap Coal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Settlement Agreement has been signed on November, 2000 (Contract Close Out)
PT TJ. Jati A Power Co. (Tj. Jati A Coal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Settlement Agreement has been signed on May 11, 2000 (Contract Close Out)
PT Bajradaya Sentranusa (Asahan Hydro PP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project planning and proposal
PT Latoka Bina (Kamojang Geothermal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Correspondence on schedule and project proposal
PT Yala Tekno Geothermal (Cibuni Geothermal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Correspondence and discussion on Confidentiality Agreement and project proposal
PT Bali Energy (Bedugul Geothermal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Correspondence on project termination between IPP and Pertamina
Unocal North Sumatra (Sarulla Geothermal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project planning and proposal
PT Dizamatra Powerind (Sibayak Geothermal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Discussion on project planning and proposal
OPIC for Dieng & Patuha Geothermal Power Plant	<ul style="list-style-type: none"> Correspondence and discussion on project resolution with OPIC and Lenders
Karaha Bodas Company (Karaha Bodas Geothermal PP)	<ul style="list-style-type: none"> Arbitration process between Karaha Bodas Company vs. Pertamina & PLN

(出所) 世界銀行。

とである。このために必要な法整備、電力法の成立を目指して準備がすすめられている由である。

なお、PLNとIPPとの間では日本企業も含め30件近いプロジェクトがあるが(表3)、現在、その各々につき暫定協定を結びつつ、長期的な売買契約の内容、特に電力料金の引下げ等再交渉が行なわれている由である(世銀ジャカルタ事務所等による)。また米国のIPPのなかには、保険事故認定されすでに撤退したものもある(OPIC談)。

第3節 開発における民活インフラ事業の位置づけ——政府と民間の責任・リスク分担・対内直接投資の促進効果ほか

本章で述べてきたように、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」そのものは、プロジェクト実施に伴うリスクを関係当事者間でシェアしつつ、ミニマイズするための一つの洗練された金融技術である。これを適切に運用すれば、プロジェクト実行にあたっての関係当事者のリスクを限定的なものにすることにより、従来よりも幅広いプロジェクトの取上げ・実現が可能となる。これは明らかに、開発途上国にとっても開発促進のためにプラスになる。特に、経済的インフラストラクチュアの供給不足が成長のボトル・ネックとなり、しかも当該途上国政府に十分な設備投資資金がない場合、このスキームによる民活インフラ事業が適切に運用されれば非常に効果的である。

ただし、重大な留意点ないしは教訓がある。前節で述べたように、インドネシアの電力セクターのIPPプロジェクトにおいては、契約上は完璧に近いファイナンス・ストラクチュアおよびセキュリティ・パッケージが用意されたにもかかわらず、現実には困難に直面した。その理由は、これも前節で述べたように、電力の需給見通しが大きく狂ったことである。もしも従来どおり12~20%のペースで毎年電力需要が伸びていれば、各IPPとも、今回のような状況には立ちいたらなかったかもしれない。その意味では、これも再三

述べているように、マクロ経済の大変動には、今のところミクロの個別契約のセキュリティ・パッケージは対応し得ない面がある。ここに民営化プロジェクトを、民間企業（IPP）および民間銀行の立場で取り組む際の難しさがある。

個別発電プロジェクトの需給見通しを可能なかぎり正確に行なうことは、プロジェクトの成功のための必要条件であることは明らかである。通常は需要の伸びに関して、楽観的シナリオ・悲観的シナリオ等いくつかのケースを想定して、プロジェクトの実現可能性を検討する。需要が縮小して供給過剰になるような状況が想定される場合には、そもそも、プロジェクトとして取り上げられることはない。したがって、最悪でも、ある程度の需要の伸びと、ある程度の内部収益率（EIRRまたはFIRR）を確保したプロジェクトでなければ、初めから、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の対象とはならない。

こうした、個別プロジェクトの需給見通しの完璧を期すためには、第1に、個別プロジェクトの根底にある、一国全体の電力需給見通しが妥当であるか否かを十分確認する必要がある。これは多くの場合、通常ケースについては、十分行なわれている。第2に、アジア危機のような大きな外生的ショックが生ずる可能性・蓋然性と、それらのショックが生じたときの、全体としての電力需給に及ぼす影響および個別プロジェクトの電力需給に及ぼす影響を、十分に調査する必要がある。もちろんこれは言うは易く、行なうに難い作業である。しかし、今後の問題としてマクロ経済分析にかかるあらゆる手法を駆使してもこうした不確実性を可能なかぎり減らす必要はある。さらに、第3に、当該国の電力部門が先進国あるいは他のアジア諸国の基準に比して十分効率的に機能しているかどうかについての客観的な評価と改革の処方箋が必要であろう。これも通常は、国際機関等からのセクター別構造調整融資を受けるのでもないかぎり容易には実施し得ない。しかし、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の完璧性を期すためには、こうした方向での調査・審査・研究の裏づけの努力が必要であろう。

これら3点についての努力は、事実上一種の「間接保証」を行なっている「オフテーカー」（プロジェクトの製品引取り・購入者）であるインドネシア国営電力会社（PLN）が、十分な契約履行能力を維持するためにも必要である。

しかし、「スポンサー」および「レンダー」にとって、こうしたプロジェクト実施国の電力部門開発計画の妥当性評価、電力部門の効率性評価は容易ではない。したがって、こうした評価の正確性を期すためには、プロジェクト実施国と「スポンサー」および「レンダー」、さらに、「スポンサー」および「レンダー」の母国および国際機関等が、意見交換し、適切な情報が「スポンサー」および「レンダー」等「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の当事者に提供されることが望ましい。外国為替レート、外貨準備、対外債務等の動向についても同様であり、より適切に、為替リスク回避、国際収支危機および対外債務危機回避の方途を講ずるために、できるかぎり正確な情報をプロジェクト実施国側から、「スポンサー」および「レンダー」に提供する必要がある。

おわりに

第1節で述べたように、発展途上国のインフラストラクチャに対する潜在需要は非常に大きい。インフラストラクチャ・プロジェクト実施のための発展途上国側の国内および国際資金調達能力には限りがあり、先進国のODA資金協力によるインフラストラクチャ・プロジェクトの実施にも限界がある。このため、発展途上国の民活・民営化プロジェクトへの先進国企業の関与という形での民間資金供給をはかり、インフラストラクチャ・プロジェクトの実現をはからなければならない。その際、関係当事者間でリスクを分担し、薄めあうことのできる「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の役割は今後とも大きい。その重要性は、アジア危機による困難を経験

した後でも変わらない。ただし、こうしたマクロ経済変動リスク回避のスキーム構築には、第3節で述べたように、いくつかの工夫が必要である。

リスクとリターンの関係で留意すべきことがある。一般的には、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」はリスクを軽減させるためのスキームであるが、その構成の複雑さの故に、依然としてある程度リスクを内包する場合もあろう。その場合には、そうしたリスクをカバーするに十分な高いリターンが期待されるのが一般である。しかしながら、実務的には、スポンサーが商談を確保することに主眼を置いて「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」に着手することもあるようである。その場合、商談を確保しプロジェクトは実現できても、十分なリターンまでは確保し得ない可能性がある。

また、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」の今後を考える際の留意点がある。それは、「プロジェクト・スポンサー」の立場からは、自ら直接投資による事業として当該案件を手がける場合に比して、「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」では必然的にリスクが少ないこと（それを目的としているから当然であるが）、また、事業を受け入れる当該開発途上国の立場からは、自ら行なうインフラストラクチャ事業と異なり直接的な資金負担も発生しないばかりか、保証債務も発生しないこと（上記カッコ内と同様）、さらに、「レンダー」（協調融資銀行団）にとっては、セキュリティ・パッケージの個々のパーツは必ずしも完璧でなくても、全体として完璧な担保があるのと同様という安心感をもちやすいこと（上記カッコ内と同様）である。いずれもこのスキームの本来の目的であり、このスキームの優れている点であるが、セキュリティ・パッケージだけでは万全でない。第3節に述べたようにマクロ経済の変動等すべての経済リスクをこのスキームで予測し、回避することは困難であるためであり、このスキームが円滑に機能するためには、スキームの法的効果、プロジェクト管理技術の完璧を期することに加えて、為替レート、外貨準備、対外債務も含めたマクロ経済予測およびセクターの需給見通し、セクターの構造改革の必要性等について、プロジェクト実施国と「スポンサー」および「レンダー」等の「プロジェクト・ファイナ

ンス・スキーム」の当事者と「スポンサー」および「レンダー」の母国および国際機関等が十分意見交換し、精緻な分析と見直しを行なうことが望ましいと思われる。「プロジェクト・ファイナンス・スキーム」は、本章の冒頭で述べたように、開発途上国の膨大なインフラストラクチャ需要と先進国側のビジネス・マインドをマッチさせて、開発に有効に資することのできる、効果的なスキームであるので、上記の方向で、改善していくことが必要である。

〈参考文献〉

- 井熊 均 1998. 『Private Finance Initiative 公共投資の新手法』日刊工業新聞.
小原克馬 1997. 『プロジェクト・ファイナンス』(社)金融財政事情研究会.
木下俊彦 1999. 「アジア民活インフラの現状と将来展望」浦田秀二郎, 木下俊彦
編著『21世紀のアジア経済』東洋経済新報社.
斎藤祥男, 絹巻康史編著 2001. 『国際プロジェクト・ビジネス』文真堂.
内藤能房 2001. 「ASEAN——インドネシアの光と影——」『アジアの経済的達成』
東洋経済新報社.
David J. BenDaniel, Arthur H. Rosenbloom 1998. *International M&A, Joint Ventures & Beyond...Doing the Deal*. New York: John Wiley & Sons Inc. USA.
E. C. Buljevich and Y. S. Park 1999. *Project Finance and International Financial Markets*. Kluwer Academic Publishers, Boston: USA.
International Finance Corporation and Foreign Investment Advisory Service 1997. *Foreign Direct Investment*. Washington, D.C.: USA.
T. H. Moran 1999. *Foreign Direct Investment and Development —The New Policy Agenda for Developing Countries and Economies in Transition*. Institute for International Economics, Washington, D.C.: USA.