

## 都市開発事業におけるプロジェクトファイナンスの動向

株式会社住信基礎研究所  
研究部部長 北村邦夫

ここでは、都市開発事業を PFI によるインフラや公共施設の整備と証券化等による民間施設の整備を含めて広く取り扱い、その開発整備事業に対するファイナンスが大きく構造転換している状況を素描する。

### 1 都市開発事業へのファイナンスを巡る環境変化

従来、民間施設やインフラ・公共施設の開発整備に必要な資金は、その開発主体の信用力に基づいて、直接金融（社債、地方債の発行等）や間接金融（金融機関からのローン等）により調達され、その開発主体が事業収益から長期にわたり返済・分配を行ってきた。

しかし、近時のグローバルな社会経済構造の急速な変革により、都市開発事業に関わる民間・公共の開発整備主体サイド、資金供給サイド、需要サイドの各々で変化が生じている。特に事業や投資に伴うリスクに対する認識とその適切な管理法の洗練に着目することができる。

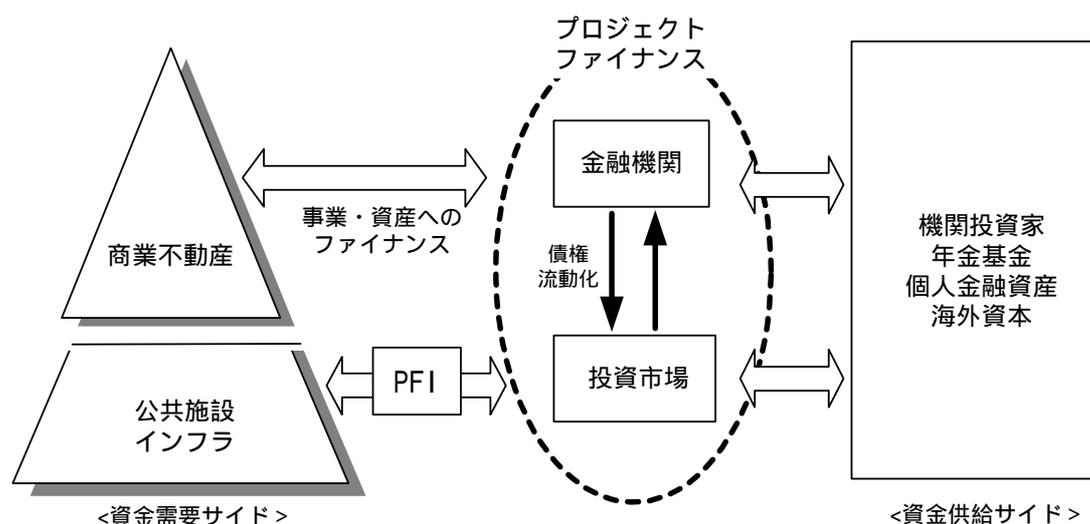
需要サイドでは、都市間格差の拡大、中心市街地の衰退、企業リストラによる雇用・賃貸需要の縮小が進行している。開発整備主体サイドでは、民間も公共も過剰債務と資産デフレの長期化により財務体質の改善が急務となり、もはや単独で新規の事業やファイナンスのリスクを負担・コントロールするビジネスモデルは通用しにくくなっている。資金供給サイドは、金融機関は不良債権処理とリスクアセット適正化のために貸し出しの量と質の再建途上であり従来型のローン提供には慎重になっている。一方、年金等の長期運用資金は所定の運用利回りを確保するためにヘッジファンドや不動産等へ投資対象の拡大を図りつつある。これらの環境変化を背景に、都市開発事業へのファイナンス形態は、主にリスク分散と流動性向上を目指して、企業単位からプロジェクト単位へ、さらに貸出債権等を取引市場で流動化させる方向（市場型間接金融）へと変化しつつある。

### 2 プロジェクトファイナンスの拡大

プロジェクトファイナンスは、一般的に、特定プロジェクトに対するファイナンスで、その元金返済の原資を当該事業から生み出されるキャッシュフローとその関連資産・権利に担保を限定したファイナンスと定義される。発展途上国や一部先進国の巨額のインフ

ラ整備事業に対するファイナンス手法として定着したものである。日本国内では、PFI 事業を除くと、IPP（独立系電力卸供給）事業や大阪の USJ（ユニバーサル・スタジオ・ジャパン）整備など事例が限定されるが、PFI 事業の増加と相まって本格化しつつある。一方、商業用不動産に対しては、特定の独立した資産に対する融資（ノンリコースローン 以下「NRL」）として、1998 年ごろから行われ始め、その後急拡大している。

商業用不動産への NRL は、企業のオフバランスと資金調達のニーズに基づくオフィスや商業施設の流動化の際に、SPC 等のヴィークルに対して供与されるのが一般化している。国土交通省調査によれば、平成 14 年度までに流動化された不動産の資産累計額は 9 兆円を超えており、その際のファイナンスの相当割合が NRL によるものと推測される。これは既に稼働している不動産を対象としているが、近時では新規の開発事業に対してもプロジェクトファイナンスが増加している。当初は、開発後の資金回収期間が短い分譲マンション開発が主であったが、その後、商業施設、オフィスビル、物流施設、駐車場、ホテルなど対象施設の用途が急速に拡大している。



不動産開発事業へのプロジェクトファイナンスの内容も多様化している。例えばデット資金は金融機関による NRL だけでなく、特に分譲マンションや有力な小売事業者がキーテナントとして入居するショッピングセンターの開発事業では、社債発行により市場から直接調達する事例も増えている。さらに優先劣後構造によってリスクの異なる複数のデットに区分する方法や、建設期間中と竣工後と事業段階を区分する方法（コンストラクションローン、パーマネントローン）も一般化している。レンダーのリスク選好度に応じたファイナンスメニューの工夫により資金調達の円滑化が図られている。自治体による公共施設整備の資金調達も、文化会館や公園の整備など、特定の公共事業に用途を限定したミニ地方債の発行が増加している。これ等も広義のプロジェクトファイナンスと解せる。一方、エクイティについても、これまではオリジネーターやデベロッパーによる出資に限定され

ていたが、機関投資家を始めとするエクイティ投資家層も拡大しつつある。また、デットとエクイティの中間のリスクポジションとなるメザニンの商品設計の工夫とメザニン部分に投資するファンド組成により、プロジェクトの所要資金全体のファイナンスの自由度を高める取組みが開始されている。

このようなプロジェクトファイナンスの増勢を後押しするためには、債権等をリパッケージして流動化する二次市場の形成が重要となる。商業不動産に対するNRLを複数束ねて不動産金融商品化したものがCMBS（商業用不動産ローン担保証券）である。エクイティ、デット何れにしても、このような市場取引機能の存在と投資家保護の法制度整備が相まって初めて流動性によるリスク分散が実現し、最終的に全体としてリスクが適正な主体に効率的に配分されることとなる。

### 3 プロジェクトファイナンスの特徴

プロジェクトファイナンスの特徴として、先ず第一に投融資に伴うリスクの範囲が当該事業や資産に特定・限定されることにある。その特定されたリスクを精査して、多数の参画プレイヤーの間でシェアし、負担リスク応分のリターンが配分されるようファイナンスをアレンジしていくことが重要になる。そのために事前に詳細な取り決めを行って契約書化していくプロセスが必要となり、時間と手数料等のコストがかかる。

第二の特徴として、元利返済や配当の原資が特定の事業や資産に限定されることから、資金供給サイドの当該事業への関与が大きくなることである。特にレンダーは、開発事業完成前の担保物件を処分しても債権回収が不可能であるため、一般的に事業者を交代させる等により事業を継続し得る権利を保持する。また、事業の進捗が当初計画と乖離する兆候を早期に把握し、事業の治癒・回復を迅速に図れるよう各種の財務制限条項を付する等の仕組みを構築する。従って、従来のファイナンスに比べて、レンダーによる事業コントロールの度合いが大きくなる。

第三の特徴は、当該事業が生み出すフリーキャッシュフローは基本的に資金供給サイドに分配される仕組みとすることから、フリーキャッシュフローの再投資先の意思決定はすべて資金供給サイドが握っている。従来の企業ファイナンスにおいてフリーキャッシュフローの再投資先を経営者が決定していた構造と比較すると明らかな差異がある。

これらの特徴から、プロジェクトファイナンスは資金供給サイドが当該事業のリスクの見極めやコミットメントを行い、負担リスク応分のリターンを要求するという、資金供給サイドに決定権がシフトしたファイナンス手法とみることができる。

### 4 今後の都市開発事業への影響

プロジェクトファイナンスが主流になると、都市開発事業の実現性は、当該エリアや都市のマーケットの将来性に対する評価に大きく左右されることとなろう。都市開発事業の

成否は都市間で2極化すると予想されるため、地方都市の再活性化に向けた開発事業の推進をどうしていくかが課題となる。事業の規模や内容をマーケットで評価されるよう調整・適正化していくこと、産業政策を含めたポリシーミックスによって地域需要創出に同時に取り組むこと、事業単体での収益管理を厳格にした上で経済波及効果（雇用創出、税収増等）も含めた全体的な収支プランを策定していくこと、匿名の投資家だけでなく身近な投資家の開拓による地域内での資金循環の創出といったことが不可欠となろう。つまり、不動産、金融、政策の3分野に精通するアレンジャーの存在が地方都市での都市開発事業推進において大きな鍵を握っている。

「みんと」2004年1月 第31号（財団法人民間都市開発推進機構発行）掲載