

## 海外水ビジネスの要点を採る

## ③ 信用力と担保

海外水ビジネス研究会、貿易融資センター（伊） 丁藤 克典

## 1. はじめに

海外水ビジネスを資金面から考える場合、必要なのは投資資金の原資です。

通常、投資資金は資本金（3割程度）と借入金（7割程度）が必要ですが、海外水ビジネスは公益性も帯びるため、投下資本の回収期間が長いので、借入金の借入期間も当然10年程度またはそれ以上と長くなります。従って、長期安定的な借入金を検討しなくてはなりません。

長期安定的な借入金を借りるためには、借入人の長期安定的な信用力と担保が必要になります。そのため、銀行が審査する際、債務

の返済能力のベースとなる借入人の「信用力と担保」の理解が不可欠です。

スポンサー（出資者）と現地政府、地方自治体の最大限の協力を引き出すことも事業計画を遂行する上で大変重要ですが、先ずは、借入人の信用力と担保が基本です。

## 2. 銀行融資の原則 償還確実性と有担保原則の多様化、弾力化

かつては、融資の償還を確実にするために、借入人は担保を差し入れるとともに、保証人を連帯保証人とするのが原則でした。債務の返済を確実にするためです。この原則そのものは今も変わりませ

んが、銀行の優越的地位への産業界の見直し要求や担保の種類の見直し、多様化などから、全銀協（全国銀行協会）の銀行取引約定書ひな型の利用廃止など、弾力化の動きが色々見られます。その最も重要な弾力化の例が、借入人の信用力に頼らず、プロジェクトの信用力と担保に頼るプロジェクトファイナンスです。

従来の融資は、個人が組織（法人が政府、コホレイトかソブリン）向けでしたが、これに安定的なキャッシュフローの見込まれるプロジェクトが加わりました（表1 信用力と担保の分類参照）。

## 3. プロジェクトファイナンス

プロジェクトファイナンスは、欧米では、1970年代ぐらいかから、先ず、鉄道案件、石油開発案件でスタートしました。

日本で最初の本格的プロジェクトファイナンスは、1985年、86年の西蔵州LNG（液化天然ガス）プロジェクトでした。西蔵州沖合にはガスの埋蔵量が十分にあり、ガスの生産技術も確立し、信用力のある日本の電力会社、ガス会社が長期引き取り契約（Take or Pay条項付）を結びました。ガスをLNG化する技術も確立し、LNGを安全に仕向け地まで輸送することもできるようになった段階です。国際協力銀行（J BIC、当時日本輸出入銀行）の

表1 信用力と担保の分類

借入人	個人	企業	国	地方自治体	プロジェクト
信用リスク	借入リスク	コーポレートリスク	ソブリンリスク	準ソブリンリスク	プロジェクトリスク
担保・保証	住宅ローンの場合、融資対象の土地・建物・当座預金	信用力があれば未特定物件担保留保(将来信用力が下がれば担保差し入れ)	ソブリンは永遠なり	国が自治体の信用力を補完	プロジェクトのキャピタル・企業資産(埋蔵金、プラント、生産物)
	保証人も要求される 個人の信用力を数値化したものが信用スコア(満点・満額)	信用力がなければ担保差し入れ 担保差し入れ又は担保会社・第三者保証企業格付(財務諸表など)	カントリーリスクとはほぼ同義 財務省・大蔵省が一元的に借入能力を有するばソブリン格付	水道事業はこの分類が多いか? (準ソブリン格付)	セキユリテイーバキケータと呼ぶ (プロジェクト格付)

2019年1月6日 工藤克典作成

表2 プロジェクトファイナンスの種類

リコースローン	ノンリコースローン	リミテッドドリッドロコプロジェクトファイナンス
どのプロジェクトファイナンスはコアポートファイナンス(出資部分はプロジェクトファイナンスの対象にはならず)	ローン部分はすべてプロジェクトファイナンス	ローン部分の一部がプロジェクトファイナンス
プロジェクトファイナンス案件でも、一部の融資はスポンサーが責任を持つリコースローンが多い	あまり例はない(プロジェクトの完工後にはありうる)	プロジェクトファイナンスにならない

2019年1月6日 工藤克典作成

融資では個別に銀行が審査するもので不要です。

アジアで格付け会社のある国は、インド、パキスタン、インドネシア、台湾、フィリピン、日本、韓国、マレーシア、タイ、バングラデシュで、国際都市である香港とシンガポールには地場格付け機関は存在しません。米国の3大格付け会社が日本の格付け会社(R&IとJCR)と提携しています。JCRが中心となったACRAAというアジアの格付け会社の連合組織もあります。

格付け会社により審査基準が異なるので要注意です。自国そのものの格付けをベースとして、その国にある会社の格付けを考えますので、自国の格付けをどのレベルにしているのか、米国の3大格付け会社と比較してどうかのポイントになります。概して新興国の格付け会社の自国企業の格付けは、自国のソブリン格付けを基準に考えるため、甘くなる傾向があります。

## 6. プロジェクトボンド(債券)の登場

プロジェクトファイナンスからプロジェクトボンドへの切り替えも、完工してプロジェクトのキャピタルフローが安定し、返済も順調になれば考えられます。債券が転々流通している、債務不履行が起これにくくなるからです。

なお、2016年には、ADBの信用保証機関であるCGIP初のプロジェクトボンド保証の気候変動債券案件(フィリピンの地熱テイウイ・マクバン案件)がありますが、最近、プロジェクトボンドについてはあまり聞きません。ボンドは転々流通するので、やはりプロジェクトファイナンスにはあまり向かないということでしょうか？

## 7. 水のプロジェクトファイナンスの例

オーストラリア第2の都市メルボルンの官民連携PPP案件の例ですが、最近かつ大型ということで有名です。

メルボルンの需要の3分の1を

賄うR0機タイプの大規模水化プロジェクトです。

2009年に、水メジャーのズエズ、現地セネコンのテイイス、現地投資銀行のマッコリーに加え、伊藤忠商事も出資した2800億円の大型投資案件で、日本の3メガバンクも融資しています。

2012年に完工しましたが、貯水率の上昇により水の引き取りは行われませんでした。Take or Payに基づき、支払いを実行していました。これに対して住民の批判がありました。

電気系統のトラブル(風力発電がうまく稼働せず)などもあり、軌道に乗ったとは言えない状況で、2017年10月にリファイナンス(日本生命の説明では当プラントの安定運営を支える借り換え金の提供)が行われました。日本生命も融資者としてこのリファイナンスに参加しています(全体の2割超の156億円、EIS投資への融資という位置づけ)。

## 8. チーム水・日本の行動チームについて

野村證券、三菱UFJ銀行、野

契約が必要になります。

## 4. 融資と債券発行の違い

融資は貸付人(銀行)と借入人が相対的なに対し、債券発行は発行体と(不特定の)投資家が向き合うこととなります。公募債のみならず私募債もありますが、投資家の数の問題で、基本的には同じです。

セカンダリーマーケットがあるかないかも重要な問題です。債券発行は、株と同じで転々流通していくことを前提としています。プロジェクトのキャピタルフローを基本的な担保とするプロジェクトファイナンスは、一般的には債券発行には不向きです。

## 5. 格付け

格付けは、債券(ボンド)発行には必要なものです。発行者が国であれ、地方自治体であれ、企業であれ、プロジェクトであれ、同じです。投資家が債券を購入する重要な判断基準になるのです。最優良がAAA(トリプルA)で、投資適格と言われるのはBBB以上、BBB以下は投資不適格です。なお、

村総合研究所というのが国超一流プレイヤーで2009年7月27日にスタートしたチーム水・日本の行動チーム「水ファイナンスチーム」ですが、残念ながら、見るべき成果も上がらないまま、行動チームから撤退したようです(最新の行動チームリストから消えました)。資金面からみても、それだけ海外ビジネスは難しいということ。投下資本の回収が見込める具体的プロジェクトが出て来なかったのかもしれない。

海外水ビジネス研究会は、2018年12月27日にチーム水・日本の行動チームとなりました。2018年10月に一般社団法人化した水の安全保障機構の活動にも必要に応じ協力していきます。当海外水ビジネス研究会は、公益事業という名の下、今まで国、地方府の予算に依存していた水のビジネス化の重要性、必要性を意識し、「水ファイナンスチーム」の経験も参考にさせていただきながら活動していきます。

水ビジネスについてのわが国での議論は、1997年アンバーで開催されたG8サミットで橋本首相(当時)が衛生虫害の国際的対策の重要性を訴え、G8各国が協力分担して当たるべきことを強調し、翌1998年に橋本イニシアチブとしてG8サミット宣言がなされたことに端を発し、水をテーマに政策を考案することに繋がったものと推察する。

さて、水ビジネス、と聞いて読者のみなさんは、何をイメージするだろうか。

ペットボトルの水を販売する。水資源を買い付けて売却する。水道事業を自ら起業して生業とする。十人十色のイメージがあるのではないかな。

筆者としてはビジネス⇨商売⇨営利的な事業活動、の方式をイメージするが、この中で、営利の点で

も、各百十人十色の物差しがあると考える。つまり、年間の売上収入から必要な経費等を除して手元に残るお金⇨価値(仮相上の数値)の多寡が、ある人は売上の10%以上で合格とする人もいるし、6%程度でも良いという人もいる。逆に、15%以上が当たり前になって感じている人もいろいろある。

では、営利の水準における正解は、あるのだろうか。否、それぞれがビジネスであるし、どれも正解どれも誤りではないとも言える。

次に、ヒト(経営者)の話である。世界

のビジネスシーンで活躍している、かつ有名な経営者と言えば、ビル・ゲイツ、ステイブ・ジョブズそしてマーク・ザッカーバーグといった方々を思い出す方もいるであろう。わが国では、松下幸之助、本田宗一郎、最近では森正義や前澤友作が有名である。この方達は、優れた経営者と言われている。専門家(スペシャリスト)ではないが、世界的には経営者という職業が一般的に認知されているからであろう。日本では経営者⇨職業というイメージが、それほど浸透していないのではないかな。逆に言うと、日本では経営者が肩ににくい環境にあるとも言えるのではないかな。

では、水ビジネスにおける優れた経営者

## 水ビジネスと経営者

は誰か。今まで、わが国でこの点を論じられた事が無いと思う。水道法が制定された1957年(昭和32年)以降、昨年(2018年)の水道法改正を経て現在も、日本の水道事業は市町村経営が原則とされており、民営水道はとても限定的であった。市町村が経営する水道事業であるから、当然に会社法上の法人ではなく地方公営企業法によって規制された事業となっている。

よって、有名な経営者の名前は、ビジネス誌を含め一般に取り上げられることなど皆無となる。当然、過去の水道事業者の事業管理者や技術管理者といった水道事業者

のトップは、それなりに経営手腕を露呈して事業運営、経営を行ってきたことは言うまでもないが、ここでいう水ビジネスとは全く異なるシーンでのことになる。

海外を含め、日本で有名な水道事業経営者という点では、カンボジアのエクソンチヤン長官が唯一無二の存在ではないかな。

彼は、ボル・ポト時代を生き抜き、プノンペンの水道復興(塞題)を日本の援助のもとで成し遂げ、今では、無取水率10%以下で蛇口から飲める水を利用者に提供できるまでに成長させ、カンボジアで株式会社間までに至っている。昨年(2018年)この功績により、日本国外務大臣義彰およびJICA理事長義彰を受けた。本当に立派な水ビジネスの経営者だと思う。

わが国でも今後、優れた水ビジネスの経営者が現れることを強く期待する。でないとなら、いつの間にか他国の優れた経営者に経営を委ねてしまうことになるかもしれない。今回の水道法改正によって、水道法が管轄される水道サービスの低下を招く、とコジツプ記事になっているが、優れた経営者が出現すれば、そんなバカげた事態には至らない。

水道利用者にとって、より良い水道サービスを提供することが水ビジネスの真の目標・目的である。優れた経営者であるならば決してブレないとの思いを込めて。

平成が間もなく終わり、次の時代に移行する。さて、どんな時代になるのであろうか。

(ギエモン)