



2021年
8月4日号

「養殖漁業ファイナンスに関する法的考察—その3」

執筆者: 杉山 泰成、松本 直己、鈴木 健也

本号においては、養殖事業に対するプロジェクトファイナンスの可能性及び想定されるスキームについて検討します。

プロジェクトファイナンス的アプローチ

1. プロジェクトファイナンスの観点からの海面・内水面養殖と陸上養殖の比較

プロジェクトファイナンスの返済原資はプロジェクトからのキャッシュフローに限定されることから、当該プロジェクトが想定通りの収益をあげることができない場合、金融機関は融資の返済を受けることができなくなります。その意味で、金融機関はプロジェクトに内在するリスク(プロジェクト・リスク)を負担していると言えます。従って、プロジェクト・リスクが、金融機関の許容できる範囲内であることがプロジェクトファイナンスの必要条件となります。

また、プロジェクトファイナンスの特徴の1つとして、プロジェクトの収益が悪化し、借入人がデフォルトとなった場合に、金融機関は必ずしも担保物件を売却・換価することで債権回収を図ることをせず、プロジェクトの権利及び契約関係を全て第三者(金融機関が招聘した新スポンサーの支配下の会社を主に想定)に移して新たなスポンサーの元でプロジェクトを再生・継続させることで債権回収を図ることができる点があげられます(いわゆるステップイン)。従って、円滑なステップインの可否もプロジェクトファイナンスの適否を検討する上で重要な要素となります。

以上の観点を含めて、海面・内水面養殖と陸上養殖を比較するとそれぞれに以下の表のような特徴があげられます。一般的には、陸上養殖については、海面養殖・内水面養殖の場合と比較してプロジェクトファイナンスとの親和性があると考えられますが、海面・内水面養殖においても給餌管理、魚群行動の解析、海洋データ(水温や赤潮等の発生)管理に関する新規の技術開発・導入が進んでおり、プロジェクトファイナンス供与の前提条件が整備されつつあります。

	海面・内水面養殖	陸上養殖
資金需要	先進型・大型の設備を導入する場合には、初期投資コストが高くなることも想定	初期投資コストが高くなることが想定され、プロジェクトファイナンスを利用するの

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: newsletter@nishimura.com)

	される。	資金需要が発生し得る。また養殖施設の建築期間も長期となる場合があり、建中コストをどのように手当てするかが問題となる。
プロジェクト・リスク(キャッシュフローの安定性)	<ul style="list-style-type: none"> ・自然環境(自然災害、赤潮の発生、伝染病拡大等)の影響を受けやすい。 → 海洋データの分析による回避行動の可能性 ・漁獲時期が1年のうち特定の時期に限定される場合がある。 → 給餌の最適化による育成期間の短縮など 	<ul style="list-style-type: none"> ・閉鎖型施設を設立することにより台風や風水害を防止する等、自然災害リスクを回避・軽減できる。 ・生産計画に応じて魚類の孵化、生育、出荷時期を調整することで、キャッシュフローの安定化・平準化が可能。
ステップイン	事業の実施に区画漁業権が必要となり、当該区画漁業権に抵当権を設定する際及び当該抵当権を実行してステップインをする際に都道府県知事の認可及び海区漁業調整委員会の意見聴取が必要となる(漁業法第78条第2項、同第3項及び第79条各項)。	事業の実施に区画漁業権が不要であるため、ステップインに際して許認可を新スポンサーへ承継させるための手続を考慮する必要がない。

2. 投資家が注視すべき各種指標

プロジェクトファイナンスはキャッシュフローに依拠するファイナンス手法となりますので、デット・サービス・カバレッジ・レシオ(Debt Service Coverage Ratio。以下「DSCR」といいます。)が主な財務的指標の一つとして用いられます。

DSCR とは、一定の計算期間におけるプロジェクトの運営キャッシュフローを、同期間中に支払期日が到来するローンの元本及び利息の合計額で除した値をいいます。DSCR が 1.0 を超える場合、当該期間において借入人が取得するプロジェクトから生じるキャッシュフローがローン返済必要額を上回り、借入人による返済が可能であることを意味します。貸付人はプロジェクト毎に想定されるキャッシュフローとプロジェクトリスクを考慮して DSCR の最低要求水準を設け、借入人に対してプロジェクト期間において、DSCR を当該最低要求水準値以上に維持することを誓約させるのが一般的となります。この他に、収益性、支払能力及び流動性を把握するため下記表のような財務指標も財務コベナンツとしたり、報告対象とすることが考えられ、LBO などの買収ファイナンスにおける財務コベナンツ関連条項を参考にすることができると思われます。

Net farm Income
ROA (rate of return on assets)
ROE (rate of return on equity)
Financial leverage ratio (ROE÷ROA)
Operating profit margin ratio (Operating profit ÷ total revenue × 100%)
Debt/asset ratio (Total liabilities ÷ total assets)
Equity/asset ratio (Net worth ÷ total assets)
Debt/equity ratio (Total liabilities ÷ net worth)
Current ratio (Current assets ÷ current liabilities)

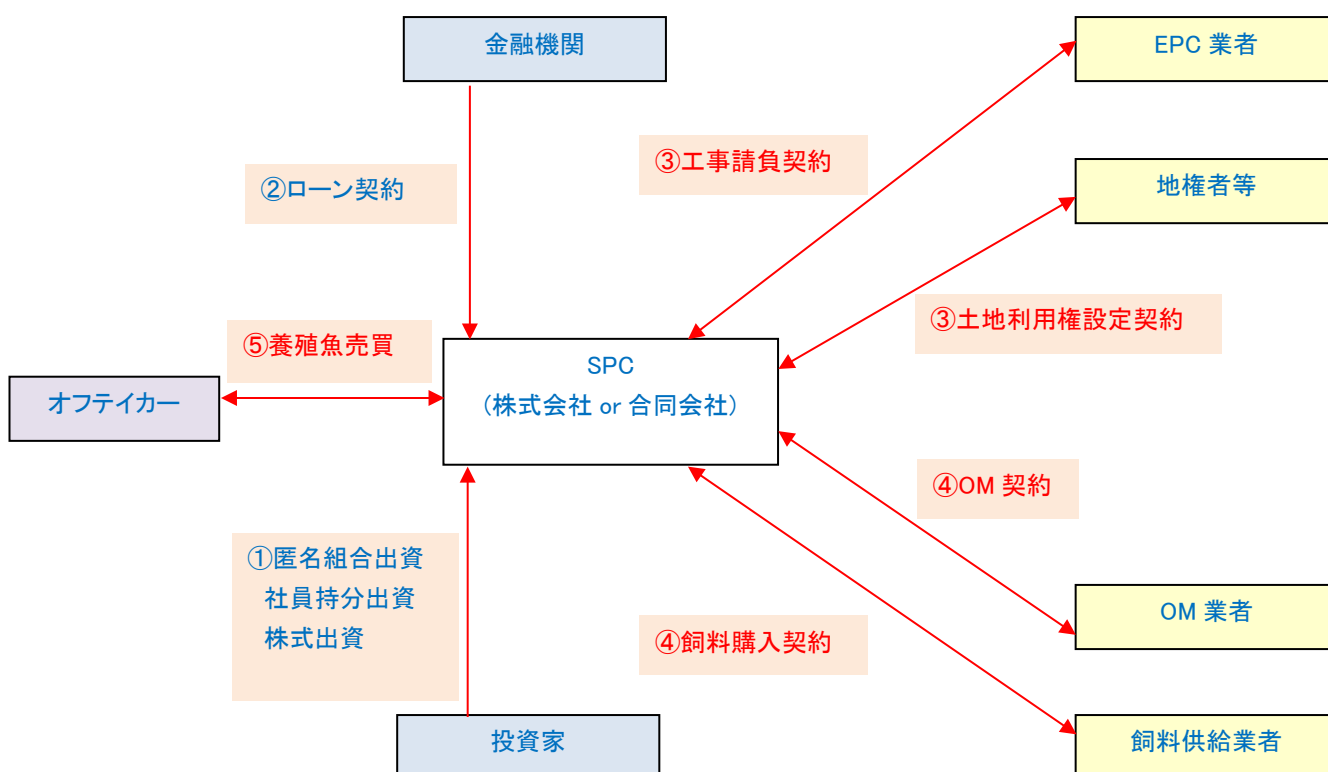
さらに、養殖事業特有の生産効率を把握するための指標として、以下の指標を用いることが可能です¹。

指標	計算式
FCR(feed conversion ratio)	(Weight of feed fed:投与された飼料の重量)÷(Weight of fish sold:販売された魚類の重量)
Fish production per 1,000 fingerlings stocked (fingerling efficiency)	(Weight of fish sold:販売された魚類の重量)÷(number of fingerlings stocked:幼魚ストック数)÷1,000
Fish production per dollar of working capital (operating capital efficiency)	(Weight of fish sold:販売された魚類の重量)÷(working capital:運転資本)
Fish production per worker (labor efficiency)	(Weight of fish sold:販売された魚類の重量)÷(number of acres:面積)÷(FTE of labor) FET=(total months of labor:合計労働月数)÷12
Cost of Production	(Total costs:総費用)÷(Weight of fish sold:販売された魚類の重量)
Stocker turnover ratio	(Total biomass on farm:総生物量)÷(sales:売上高)×365日

3. 事業遂行者向けファイナンスの場合に想定されるストラクチャー

(1) ストラクチャー概要

事業遂行者向けのプロジェクトファイナンスとしての(陸上養殖)ストラクチャーは以下のようなものが考えられます。



¹ Carole R. Engle『Aquaculture Economics and Financing Management and Analysis』142頁以下(WILEY-BLACKWELL社)。

- ① 事業遂行者として特別目的会社(株式会社又は合同会社が一般的)を設立し、エクイティ投資家が事業遂行者に出資を行います。
- ② 貸付人が事業遂行者にプロジェクトファイナンスローンを実行します。
- ③ エクイティ投資家からの出資及び貸付人からのプロジェクトファイナンスローンを原資として、事業遂行者は養殖設備の底地の利用権設定契約、養殖設備の工事請負契約等、養殖設備の建設に必要な各契約を締結し、養殖設備を所有します。
- ④ 事業遂行者は養殖業務委託契約、養殖設備のメンテナンス委託契約、飼料購入契約等、養殖設備の完工後のプロジェクトの運営に必要な各関連契約を締結します。
- ⑤ 養殖魚類が出荷可能となった場合、事業遂行者はオフテイカーに養殖魚類を売却し、当該売却代金を原資としてプロジェクトの運営費用の支払、プロジェクトファイナンスローンの弁済及びエクイティ投資家への配当を行います。

なお、養殖設備の建設期間についてはリードタイムが発生し、養殖設備の建設が遅延するリスクや想定していたプロジェクトコストで設備の建設が完了しないリスクが発生することとなります。また、養殖設備の設置場所は都市部からは遠隔地にあることも多く、(開発型不動産流動化案件のように)敷地価格に依拠しつつ建中ファイナンスを提供するというロジックは難しいと考えられます。現状では、かかるリスクを回避すべく、養殖事業者やスポンサーの信用に依拠したコーポレートファイナンスや、養殖事業者やスポンサーによるエクイティ出資により、建設期間中の資金調達が行われ、養殖設備完成後に融資を実行する例が一般的のようです。但し、養殖設備の建設業者のパフォーマンスや信用力・完工保証、建設期間中の保険の付保、エクイティ投資家のエクイティ出資の割合等を勘案のうえ、個別の案件に応じて建設期間中の融資実行を行うことも考えられます²。むしろ、養殖事業者としては、建設業者への中間前払金など建設期間中に随時発生するプロジェクトコストの支払原資としてプロジェクトファイナンスローンの利用を期待するものと思われれます。

(2) セキュリティパッケージ

プロジェクトファイナンスにおける担保権は、主に①第三者がプロジェクトに必要な資産に担保権を設定したり、差し押さえたりすることによってプロジェクトに必要な資産が散逸し、プロジェクトの運営に支障を来すことを防ぐこと(いわゆる担保権の防衛的機能)及び②ステップインを確保することを目的として設定されます。従って、貸付人は当該プロジェクトに属する全ての重要な資産について担保権を設定することが一般的となります(いわゆる全資産担保の原則)。具体的には、以下の資産について以下のような担保権を設定することが考えられます³。

資産	担保権	対抗要件
事業遂行者の株式	株式質権	株主名簿への記載
事業遂行者の社員持分	債権質権	借入人に対する確定日付のある通知又は借入人の確定日付のある承諾
事業遂行者に対する匿名組合出資持分	債権質権	借入人に対する確定日付のある通知又は借入人の確定日付のある承諾
主要なプロジェクト関連契約に係る債権・オフテイカー向け売掛債権	債権質権	プロジェクト関連契約の相手方に対する確定日付のある通知又はプロジェクト関連契約の相手方の確定日付のある承諾
主要なプロジェクト関連契約に係る契約上の地位	地位譲渡予約 ⁴	-

² 近年、数多く行われている再生可能エネルギー発電事業に係るプロジェクトファイナンス案件においても、建設期間中の融資が行われることが一般的です。

³ 不動産(養殖設備等)、船舶及びその附属設備並びに養殖設備に係る土地利用権をまとめて漁業財団を組成し、抵当権を設定することも考えられます(漁業財団抵当法第2条1項)。

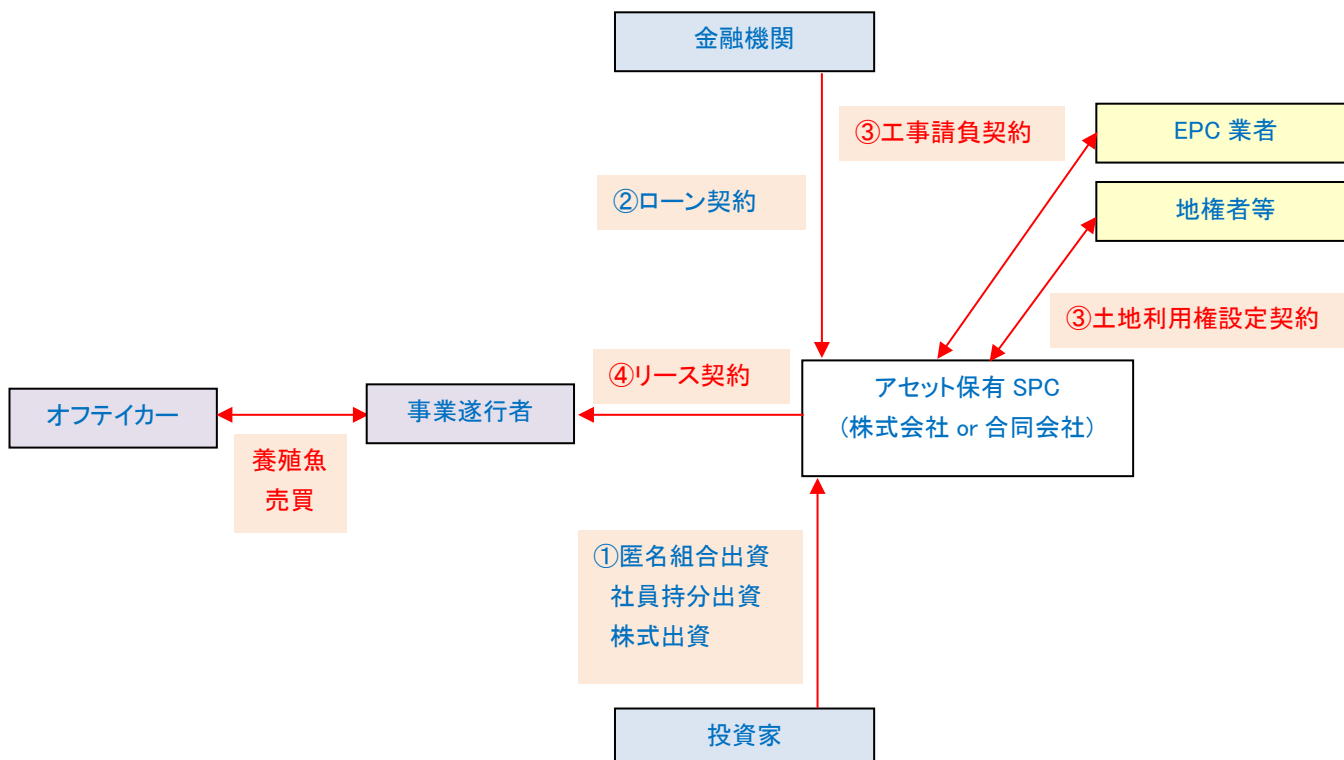
⁴ 地位譲渡予約はステップインのために設定されるものであり、厳密には担保権ではなく、第三者に対抗することもできないと考えられます。実務上、設定の際にはプロジェクト関連契約の相手方の確定日付のある承諾を取得するのが一般的です。

不動産(養殖設備等)	抵当権	登記
動産(養殖設備、養殖魚等)	動産譲渡担保	占有改定又は動産譲渡登記
養殖設備に係る土地利用権	(地上権の場合)抵当権/(土地賃借権の場合)譲渡担保権又は質権	(地上権の場合)登記/(土地賃借権の場合)登記
保険金請求権	債権質権	保険会社に対する確定日付のある通知又は保険会社の確定日付のある承諾
預金債権	債権質権	口座開設銀行に対する確定日付のある通知又は口座開設銀行の確定日付のある承諾

4. アセット保有者向けファイナンスの場合に想定されるストラクチャー

(1) ストラクチャー概要

アセット保有者向けのプロジェクトファイナンスとしてのストラクチャーは以下のようなものが考えられます。



- ① アセット保有者として特別目的会社(株式会社又は合同会社が一般的)を設立し、エクイティ投資家がアセット保有者に出資を行います。
- ② 貸付人がアセット保有者にプロジェクトファイナンスローンを実行します。
- ③ エクイティ投資家からの出資及び貸付人からのプロジェクトファイナンスローンを原資として、アセット保有者は養殖設備の底地の利用権設定契約、養殖設備の工事請負契約等、養殖設備の建設に必要な各契約を締結し、養殖設備を所有します。
- ④ アセット保有者は事業遂行者に対して養殖設備をリースし、事業遂行者は当該養殖設備を利用して養殖事業を行います。アセット保有者は事業遂行者から受領するリース料を原資としてプロジェクトファイナンスローンの弁済及びエクイティ投資家への配当を行います。

このストラクチャーは、レシーである事業遂行者を当該養殖設備を利用した対象養殖事業のみを行う特別目的会社とした場合、プロジェクトファイナンスに非常に近くなりますが、レシーである事業遂行者を他業や当該養殖設備以外の設備を利用した養殖事業を行っている事業会社とした場合には、レシーの信用力に依拠したコーポレートファイナンス寄りの性格を有することになります。また、リースを用いている点でアセットファイナンスにも近い部分もありますが、養殖事業からのキャッシュフローにも着目し、養殖設備の交換価値に依拠した額を超える信用供与が行われている場合には、典型的なリース取引とも異なるファイナンスになると考えられます。

また、レシーが他の事業なども行い信用力のある事業会社であったり、或いはこのような事業会社の関連会社でスポンサーサポートが受けられる場合、①リース料を固定化したり、最低リース料を定めることで、デット投資家及びエクイティ投資家が安定した投資回収を期待できるようにしたり、②逆に、リース料の一部を対象養殖事業の業績連動型とすることで、対象養殖事業のリスクを負担しつつもより有利なスプレッドを求めることができるようにするなど、取引の経済条件にも多くのバリエーションが考えられます。

(2) セキュリティパッケージ

上述したとおり、アセット保有者向けファイナンスはアセット保有者及び事業遂行者の性質や依拠する対象(養殖設備の交換価値かキャッシュフローも含めるか)によってバリエーションが考えられ、セキュリティパッケージもそれぞれの取引に応じたものを検討する必要がありますと考えられますが、以下では、プロジェクトファイナンス的な側面が強く全資産担保が妥当する場合を検討いたします。この場合、①貸付人がアセット保有者に対して有するローン債権を被担保債権とする貸付人の担保権(第1順位)と②アセット保有者が事業遂行者に対して有するリース料債権を被担保債権とするアセット保有者の担保権(第2順位)の2種類の担保権を含めたセキュリティパッケージを構成する必要がある点に留意が必要です。具体的には、以下の資産について以下のような担保権を設定することが考えられます⁵。

資産	担保権	対抗要件
アセット保有者等の有する資産に係る貸付人の担保権(第一順位)		
アセット保有者に係る株式	株式質権	株主名簿への記載
アセット保有者に係る社員持分	債権質権	借入人に対する確定日付のある通知又は借入人の確定日付のある承諾
アセット保有者に対する匿名組合出資持分	債権質権	借入人に対する確定日付のある通知又は借入人の確定日付のある承諾
主要なプロジェクト関連契約(リース契約を含む)に係るアセット保有者の債権	債権質権	プロジェクト関連契約の相手方に対する確定日付のある通知又はプロジェクト関連契約の相手方の確定日付のある承諾
主要なプロジェクト関連契約(リース契約を含む)に係るアセット保有者の契約上の地位	地位譲渡予約	-
アセット保有者の不動産(養殖設備等)	抵当権	登記
アセット保有者の動産(養殖設備)	動産譲渡担保	占有改定又は動産譲渡登記
養殖設備に係る土地利用権	(地上権の場合)抵当権/(土地賃借権の場合)譲渡担保権又は質権	(地上権の場合)登記/(土地賃借権の場合)登記
アセット保有者の有する保険金請求権	債権質権	保険会社に対する確定日付のある通知又は保険会社の確定日付のある承諾

⁵ 事業遂行者向けファイナンスの場合と同様、不動産(養殖設備等)、船舶及びその附属設備並びに養殖設備に係る土地利用権をまとめて漁業財団を組成し、抵当権を設定することも考えられます(漁業財団抵当法第2条1項)。

アセット保有者の有する預金債権	債権質権	口座開設銀行に対する確定日付のある通知又は口座開設銀行の確定日付のある承諾
事業遂行者等の有する資産に係る貸付人の担保権(第一順位)及び事業遂行者等の有する資産に係るアセット保有者の担保権(第二順位)		
事業遂行者に係る株式(事業遂行者が特別目的会社の場合)	株式質権	株主名簿への記載
事業遂行者に係る社員持分(事業遂行者が特別目的会社の場合)	債権質権	借入人に対する確定日付のある通知又は借入人の確定日付のある承諾
事業遂行者に対する匿名組合出資持分	債権質権	借入人に対する確定日付のある通知又は借入人の確定日付のある承諾
主要なプロジェクト関連契約(オフテイクーとの販売契約を含む)に係る事業遂行者の債権	債権質権	プロジェクト関連契約の相手方に対する確定日付のある通知又はプロジェクト関連契約の相手方の確定日付のある承諾
主要なプロジェクト関連契約(オフテイクーとの販売契約を含む)に係る事業遂行者の契約上の地位	地位譲渡予約	-
事業遂行者の動産(養殖魚等)	動産譲渡担保	占有改定又は動産譲渡登記
事業遂行者の有する保険金請求権	債権質権	保険会社に対する確定日付のある通知又は保険会社の確定日付のある承諾
事業遂行者の有する預金債権	債権質権	口座開設銀行に対する確定日付のある通知又は口座開設銀行の確定日付のある承諾



すぎやま やすなり
杉山 泰成

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

y.sugiyama@nishimura.com

1994年早稲田大学政治経済学部政治学科卒業、司法修習修了後(第48期)、1996年4月西村総合法律事務所(現西村あさひ法律事務所)入所。2001年コロンビア大学ロースクール(LL.M.)卒業後、ニューヨークのLatham & Watkins(2001年8月～2002年7月)およびロンドンのNorton Rose(2002年8月～2003年2月)での海外研修を経て、現在西村あさひ法律事務所パートナー。主な業務分野は、工場設備・航空機・船舶等のアセットファイナンス、トレードファイナンス、不動産・債権の流動化及び証券化、アグリ・フードビジネス及び資産への投融資、金融機関の海外進出支援。



まつもと なおき
松本 直己

西村あさひ法律事務所 弁護士

na.matsumoto@nishimura.com

2014年東京大学法学部卒業(LL.B.)、司法修習修了後(第68期)、2016年1月西村あさひ法律事務所入所。主な業務分野は、プロジェクトファイナンス、PFI、航空機・船舶等のアセットファイナンス。



すずき けんや
鈴木 健也

西村あさひ法律事務所 弁護士

ke.suzuki@nishimura.com

2019年中央大学法学部法律学科卒業、司法修習終了後(第73期)、2020年弁護士登録。西村あさひ法律事務所所属。主な業務分野はアグリファイナンス、プロジェクトファイナンス取引、アセットファイナンス取引及びキャピタルマーケット。