

# CSR・SRI とPFI (接点とインターフェース)

## 3つの視点

経済産業省 経済産業研究所

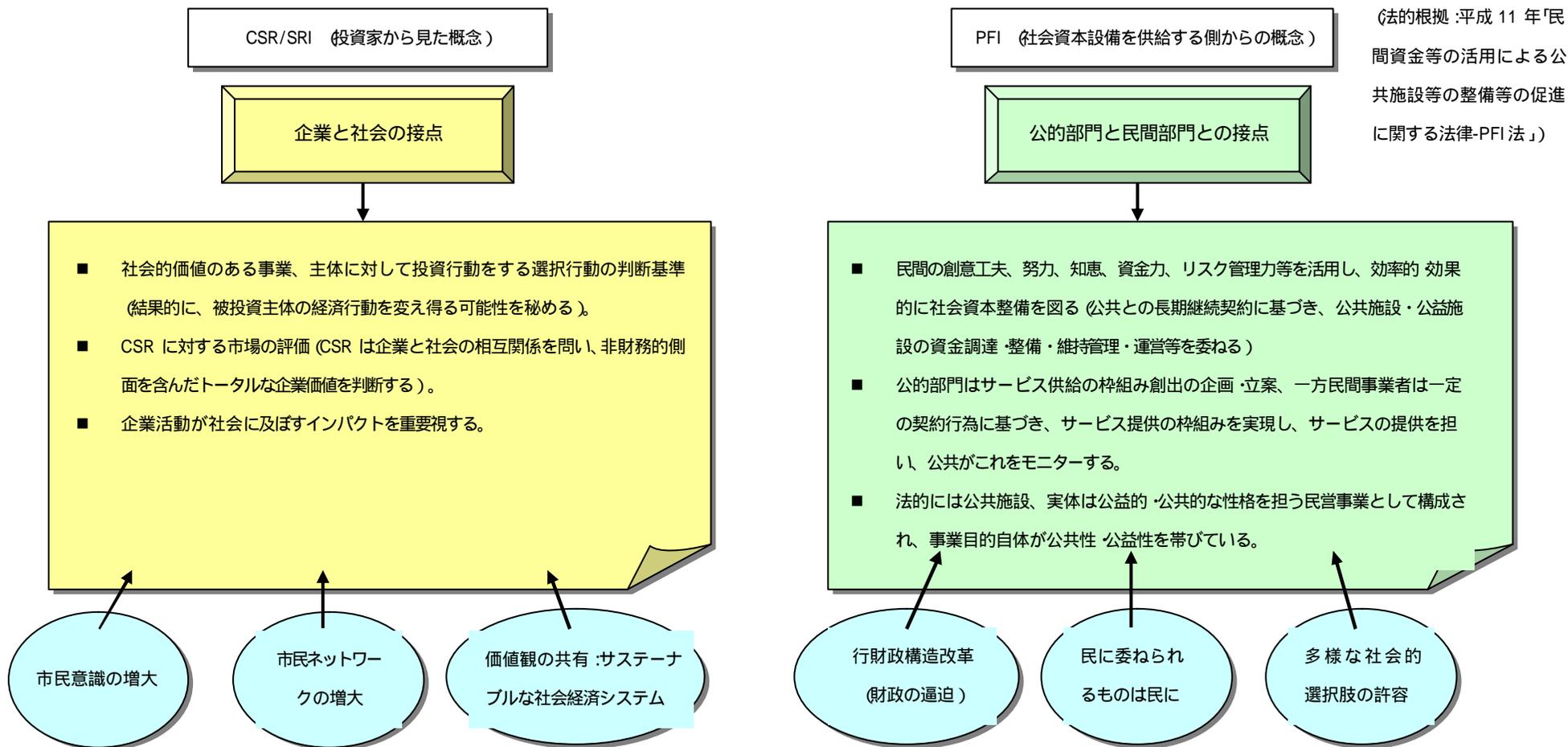
『企業の社会的責任と新たな資金の流れに関する研究会』

7月23日

美原 融 (T.Mihara@mitsui.com)

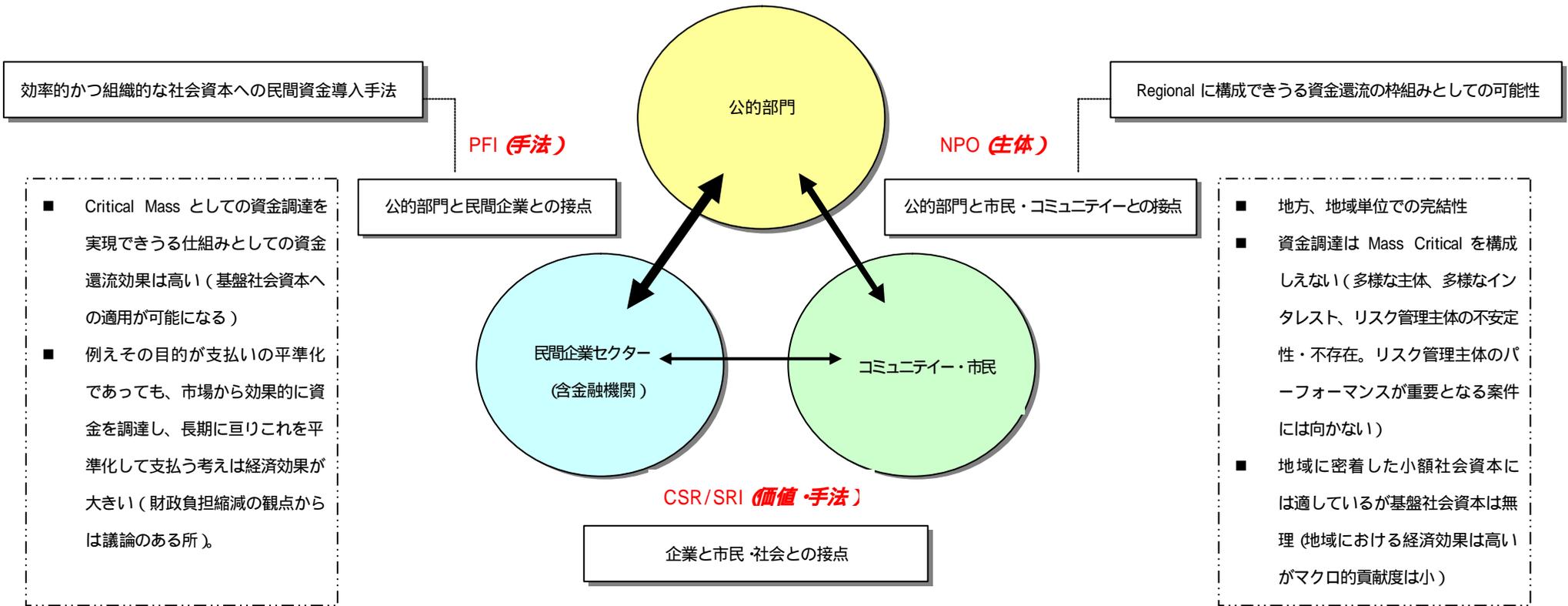
株式会社三井物産戦略研究所  
(プロジェクトエンジニアリング室長)

CSR/SRI とPFI :



PFI 事業は事業の目的、性格、内容より CSR/SRI としての Eligibility は高い。但し単純な形での Concept Linkage はできない。公共性を保持しているだけでは CSR/SRI の必要十分条件は満たさない。また資金を供給する立場の論理と事業の枠組みを創出したり事業リスク管理を担う主体の論理は必ずしも一致しない。

**領域形成とインターフェース (市場全体を見る):**

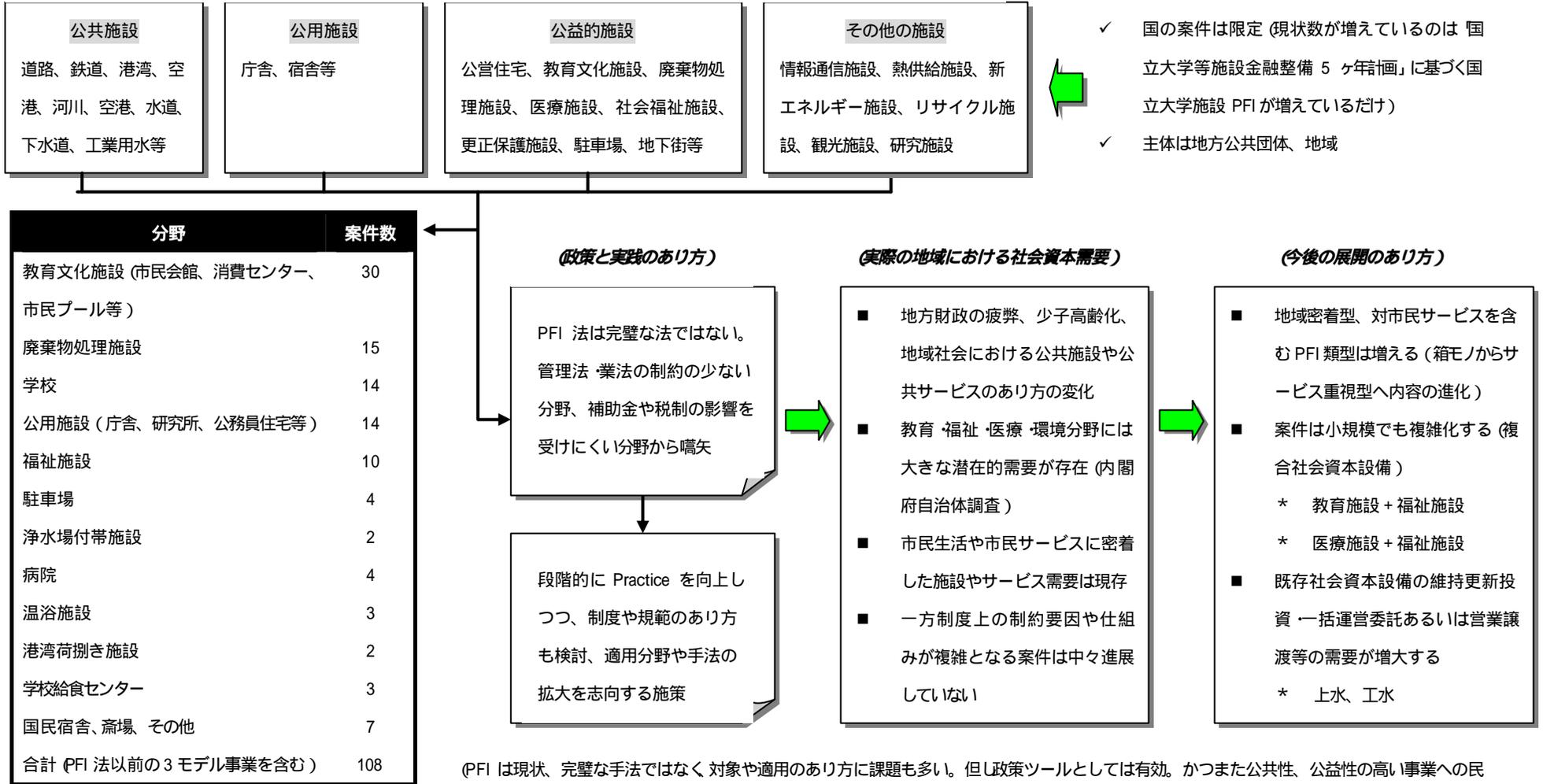


インターフェース領域の発展を期することは重要な施策。現状の政策的志向はインターフェース領域での概念・政策的枠組みを形成、制度を創出し、これら領域の活性化を図ること (経済的・社会的価値は極めて高い)。一方個別要素間の資金の流れのマクロ的効果は異なる。資金を動かすためには Motivation と Incentive が必要、また一定の効果的・効率的な枠組みが必要。一方、社会を構成する三つの要素のリンケージを考慮する枠組みは構造的には安定化し、資金還流のあり方もかかる観点からの考慮が必要になる。

**我が国の PFI 事業 (実際適用例を見る):**

実施方針策定済み (105 事業 国 23、地方公共団体 81、公共法人 1。内、契約済みは 45 事業)。計画中の案件は 300 件以上。

(対象は網羅的 PFI 法第 2 条 1 項)



(PFI は現状、完璧な手法ではなく、対象や適用のあり方に課題も多い。但し政策ツールとしては有効。かつまた公共性、公益性の高い事業への民間資金注入の手法としては、今後共その重要性が減少することは無い)

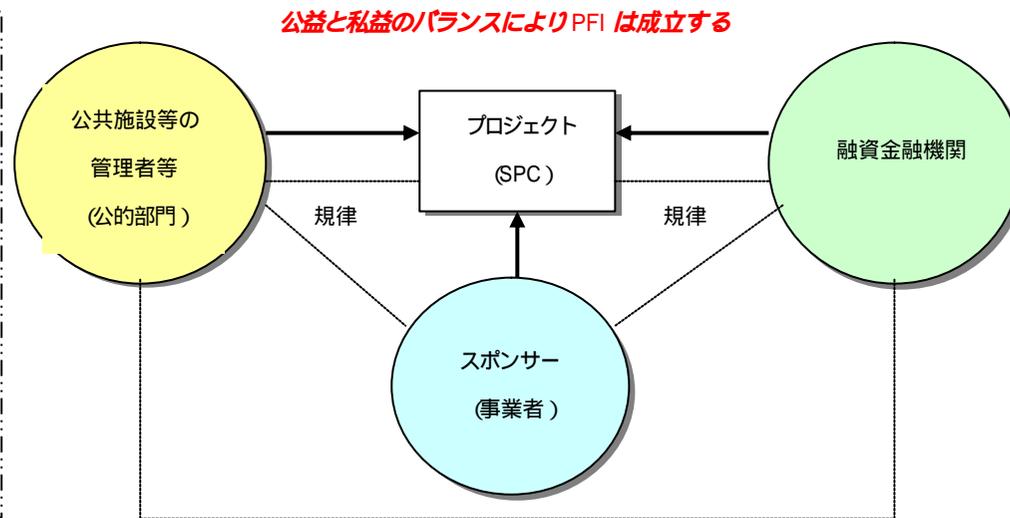
## 我が国の PFI 事業 (課題を考える):

- 平成 11 年法施行後、確実に一定の市場を創出 (財政逼迫のあり、PFI へのニーズは極めて高い、また政策的重要度は今後も増大しうる)。内容的深化は今後の課題。
- 但し、経済実体は、本来法が志向した考え方より Deviate しつつあり、英国的な PFI とは異なる「日本型」PFI に。

### 公的部門の課題

- ✓ 法的な対象は広範囲、実体は公益的施設、公用施設等が主体 (限りなく施設整備を中心とし、サービス要素が少ない案件。基盤インフラへの適用は殆ど無い。税制や管理法・業法上の制約措置が存在)。
- ✓ ハコ物、BTO、割賦リース手法 (施設部分は完工・譲渡後、確定債務) が主流。
- ✓ リスク移転の限定性 VFM は出にくい。
- ✓ 枠組みを創出する主体にとっての制約要因除去や意識改革は今後の重要な課題。

整備部分が確定債務化する構造への傾斜



### 金融部門の課題

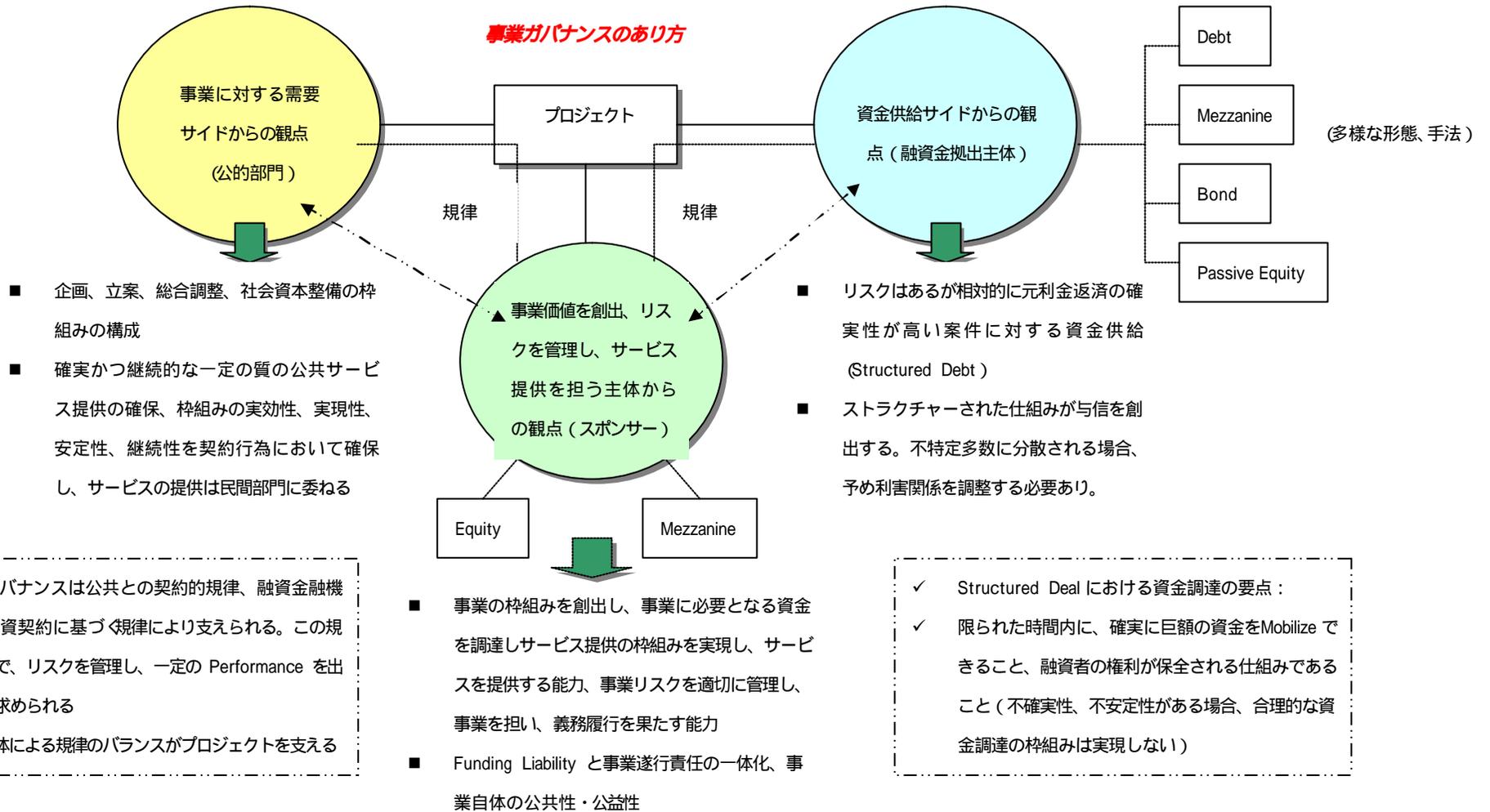
- ✓ 自治体と信に依拠した与信構造 (Credit Substance は事業ではなく自治体)
- ✓ 金融市場の狭隘性: 市場は政策投資銀行 + 4 大銀行が主要プレーヤー (但し、時間の問題で Exposure Limit に)、地銀・信託・機関投資家、ファンド等市場の層を増やす必要性、また直接資本市場にタップせざるを得ないのは時間の問題
- ✓ 一方、Structured Deal への直接金融手法の展開には、まだ多様な課題が存在

### 民間事業者部門の課題

- ✓ 過少資本、High Leverage (負債部分は限りなく自治体と信に依拠したプロジェクトファイナンスの手法だが、Structured Deal であることは事実)
- ✓ 民へのリスク移転は限定、事業リスクも少ない案件が多い (構造としては単純極まりない)。一方、最初から競争市場。事業構造が静的で事業者のパフォーマンスに依拠する要素は少ない案件が多い。
- ✓ 施設 (モノ) への拘泥。ストックではなくフローで設ける企業体質は未だに現存 (Risk Take ではなく Risk Avert)。これが為、市場における資本のコストを反映した案件に必ずしもなっていない。Debt Structuring は進展、Equity Structuring は未発達。市場を支える知的インフラもまだ貧弱。株主への出資配当や株主価値を期待しない案件は資金調達の可能性の選択肢を狭める要因になる。

## 民間資金を活用した社会資本整備の考え方 (基本型を考える):

効率的な資金調達のある方: リスクをとる Equity と相対的元利金償還の確実性を志向する Debt をうまく Structuring する。多様な主体、金融手法を包含することが経済と金融を活性化させる



**投資家にとっての選択肢 (どのレイヤー-に如何なる手法で入るか):**

社会資本整備・インフラ事業

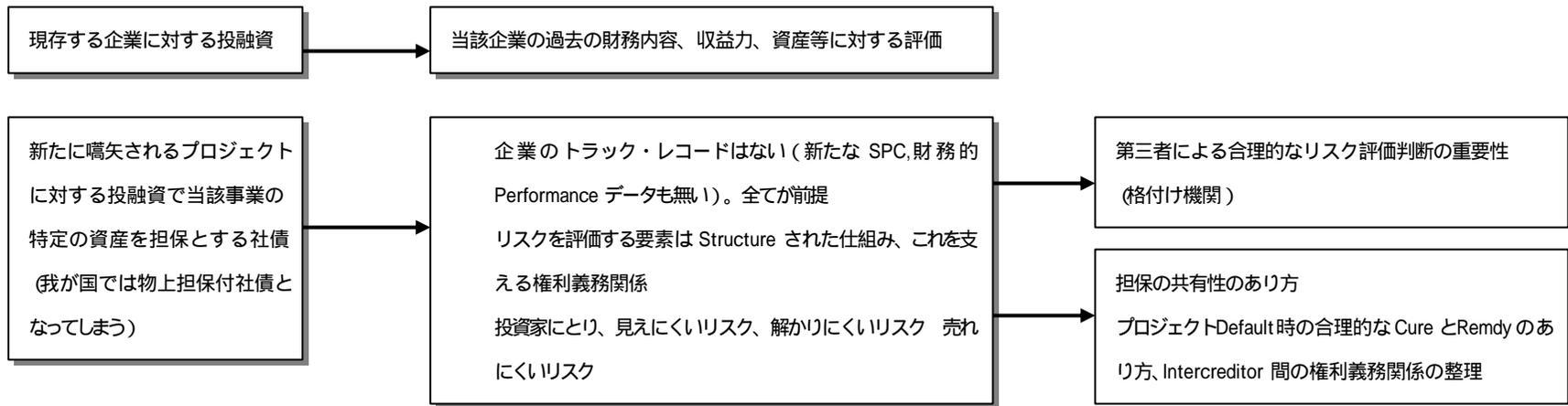
- 資産の有用価値は限られる（残余資産の処分価値は無い。インフラ施設はそのニーズが社会的に認知され、利用されて初めて価値がある）
- 民間事業者がこれを担う場合、優れて契約上の権利と事業を継続することにより生まれるキャッシュフローのみが重要になる。

- キャッシュフローの豊かさ、配当性向に魅力が無ければ魅力は薄い
- PFI企業の Performance は一定の枠の中で大きく変動しない (Up Side Potential は限定、一方 Down Side Risk は現存)。企業価値の創出は一定の枠の中での実現
- Equity を不特定多数者が占める場合、迅速な意思決定はできなくなる（リスク管理対応が弱くなる）



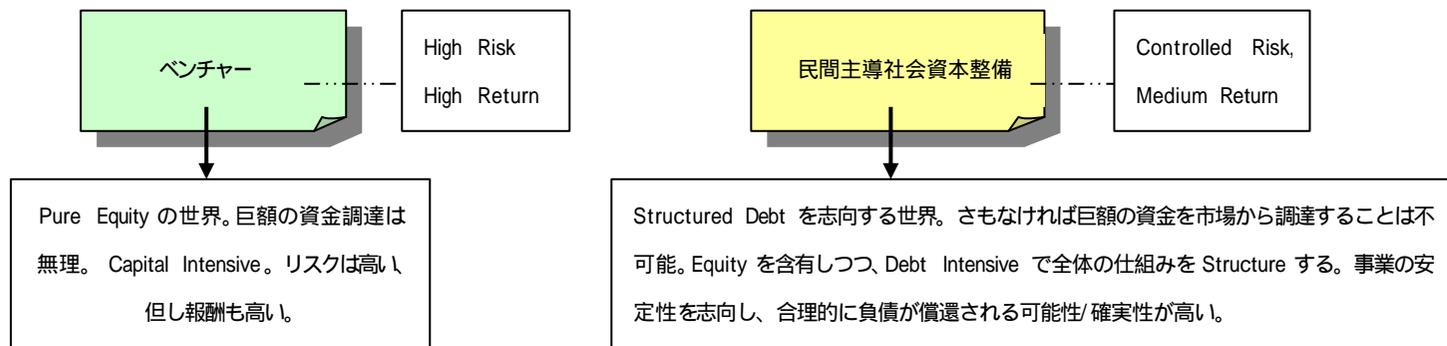
- 規律 (デシプリン) のあり方やリスクを理解しないと入りにくい要素がある（投資判断基準は社会的価値のみではなく、事業性もリスク評価も重要）。
- 基本的には Passive な Money (キャッシュフローへの優先アクセスと全有形無形資産の担保化)
- Monoline Insurer が Credit Wrap を担い、与信補完することにより、Debt や Mezzanine をボンド化し、投資家に売却する可能性はある (但し、費用がかかる為、Credit Wrap をすることの付加価値が無い限り難しい要素が存在)

Structured Deal を構成する上での直接資本市場との係わり方 (プロジェクトボンド):

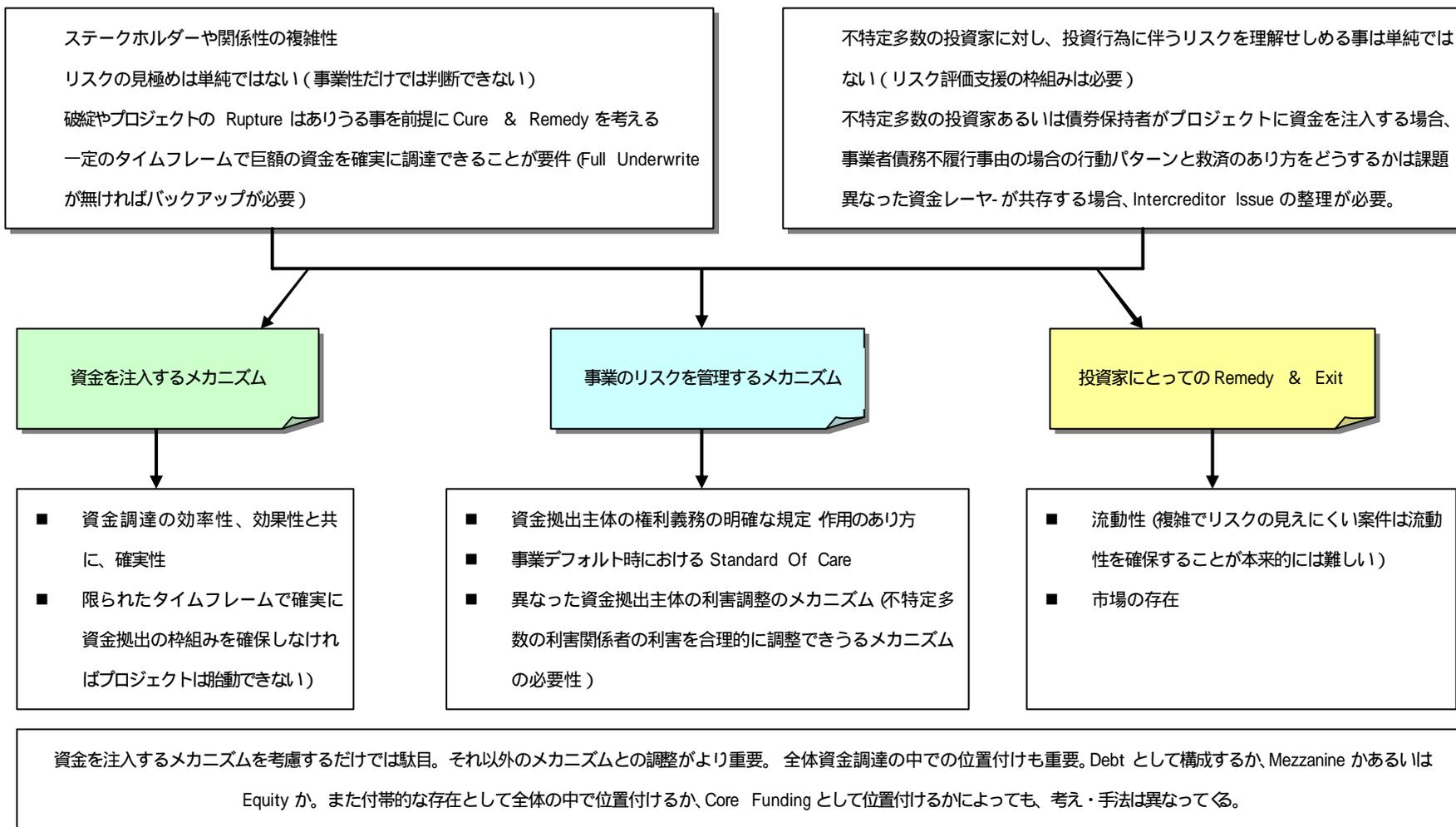


- 通常の株式投資とはリスクのあり方、権利のあり方が異なる
- 一般投資家や機関投資家のリスクの性向は金融機関とは異なる

要件： 投資家がリスクを正確に認識し、適格な投資判断ができること、 リスクに見合ったリターンが存在すること、 リスクが顕在化した場合の措置・Remedy のあり方が明確かつ Fair であり、予め取り決められていること(投資家保護の為の市場環境整備と制度)



**Structured Deal への直接金融市場適用の要件：**



■ **社会資本整備：**

Debt を中心に資金調達をすることが資金コストは安い、また巨額のロットを効率的 効果的に市場から集めることができる。Controlled & Managed Risk Area はより多くのレーヤの資金を募ることのできる可能性は高い。但し、多様な資金が注入できうるような枠組みや市場環境を整備することが要件。

■ **Equity Stake Holder の分散化・多様化：**

事業のリスクが安定化するフェーズでは合理的。リスクが顕在化しうる蓋然性が高いフェーズでは社会資本整備の場合、必ずしも適格的ではない場合もありうる（合理的な債権者としての意思決定ができない場合、債権者としての意思決定が社会資本整備本来の目的とは異なった考えにずれることもある）

デフォルトは起こり得る。資金を集めるためでは駄目で、デフォルト時における合理的な措置の枠組みができうるかを考慮することが全ての前提（さもなければ、モラル・ハザードは起こり得る）

■ **マクロ的な資金還流：**

案件創出の枠組みの多様化、多様な社会的選択肢の拡大（資金拠出の価値、目的を多様化させる）、投資の機会ができうる枠組みを創出する。資金拠出の適切な場を設ける（案件に多様な資金が流れることが重要。但し市場・環境形成と利害関係の調整メカニズム等の工夫が必要）、プロジェクトの Leading Party の必要性（Passive な資金の供給者ではリスク管理の主体にはなりえない）、また効果的な事業遂行を支える規律・ガバナンスの必要性（市場を創出し、市場における規律のあり方を創出する）

■ **政策的課題：**

- 資金を動かすのは Motivation、Interest、Incentive。リスクとリターンを反映した市場における合理的価格形成の仕組みが、資金調達の枠組みを活性化し、資金還流を高める
- 市場創出：直接金融市場インフラの貧弱性（投資家を Structured Deal へ参加せしめる市場インフラの創出が必要）、不特定多数の Voice と権利を集約させる構造、債権者としての権利の保全のあり方、効果的な担保共有手法のメカニズム、リスクを評価する第三者の枠組みや知的インフラの整備等も必要。
- 一定の仕組みに基づくファンド等の資金プールの有効性：不特定多数の資金は一定の枠組みにプールして One Voice にしなければ、異なった資金レーヤ-間の利害調整が難しくなる。
- 効果的 Incentive の必要性。政策と税制を加味した仕組みはやはり効果的。投資家への Incentive 付与は不特定多数の投資家から資金を集める効果的手段となりうる（例：税メリット、金融商品差別化、税優遇で実行金利を高める）