## 令和3年度研究プロジェクト計画概要

研究種別	■自主研究 14	公益目的事業	17
主査名	加藤一誠 慶應義塾大学教授		
研究テーマ	インフラ・ファイナンスの研究*		

本本研究メンバーは、3年にわたってインフラに対する公と民の役割、その評価および所有運営スキームに焦点をあてて研究を続けてきた。そこでわかったことは、組織形態にかかわらず、資金調達手法は多様化しているということである。

そこで、本年度は、新しい道路事業のファイナンスの事例を収集し、そのしくみや考え方を検討する。とりわけ、ESG(環境・社会・ガバナンス)投資の重要性は急速に高まっており、このことは、資金調達側の事業運営にも少なからず重要な影響を及ぼすものであり、有料道路の管理主体も例外ではない。高速道路会社の資金調達は従来から債券が中心であり、ESGとの親和性が高いといえるだろう。たとえば、東日本高速道路や阪神高速道路は2019年以降、災害対応や老朽化対策の資金を調達するため、ソーシャルボンドを発行している。そして、中日本高速道路は2020年12月に4億ドルのグリーンボンド(気候変動適応債:アメリカドル建て社債)を発行した。すでに、本邦地方銀行や世界各地の金融機関が購入することが公表されている。

資金の出し手としての世界の投資家は ESG 投資に傾注しており、わが国でも年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) や生命保険会社などの長期投資を旨とする機関投資家は、経済的なリターンに加えて、環境や社会に対する貢献という視点も投資決定上の重要な基準として考慮している。

他方、公共投資の効率化を目指して導入された事業評価は、導入後 20 年を経て手法や基準が見直されようとしている。これまで公的資金に依存してきたインフラ事業には市場資金が流入しているが、社会的割引率を用いて評価されてきた。しかし、資金調達手法の多様化が進み、機関投資家等、資本市場からの資金流入が拡大すれば、市場金利との関係を含めて制度の見直しが要請されることになるため、企業ファイナンスの分野等の知見を活用することも視野に入れる必要がある。例えば、企業ファイナンス分野では、資本市場における分散投資を前提に、事業が生み出す将来キャッシュフローのリスクを考慮した価格評価(割引率の計測)が行われる。それに対して、経済的評価で用いられる社会的割引率の議論は、リスクを考慮するという視点からの検討が十分に行われてこなかったといえる。

本研究では、第一年目として、今後予想される有料道路の資金調達の多様化の観点から、 資金の出し手に係る論点として ESG 投資を中心とする世界の事例を集めるとともに、新たな インフラ・ファイナンスの観点から事業評価に係る割引率の概念整理を行う。加えて、メン バーによる分析も進める。

研究の方法は、(1)外部の専門家の講演・講義、(2)文献のサーベイやデータの一次分析を中心に進める。