

公的ファンドによるインフラ投資・環境投資の可能性と限界

鈴木 裕

要 約

1. 日本の公的年金積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人は、インフラ投資等の可能性に関する調査を開始した。海外の年金ファンド等の中には1990年代頃からインフラ等へ投資を行ってきたものも少なくないが、ここ数年でその動きは加速しているように見える。
2. 経済開発協力機構等からは、年金ファンドや政府系ファンドの資金をインフラ投資・環境投資に呼び込むことを意図して、多くの政策提言が出されている。
3. 主な障害として、政治的リスク、開示制度、人材調達が指摘されており、それぞれに問題の解決策が検討されている。しかし、それらが問題の解決・緩和に効果的かは疑問が残る。
4. また、海外への投資では、現地コミュニティの弱体化を招く恐れが指摘されるなど、投資収益の現実化とは別個の問題も指摘される。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 年金ファンドや政府系ファンドによる新たなアセットクラスの模索
- 3章 インフラ投資、環境投資の拡大を阻害する要因
- 4章 投資阻害要因の克服策とその限界
- 5章 さらにいくつかの問題

1章 はじめに

長期の投資期間が見込める年金ファンドや政府系ファンドの場合には、時価を管理する必要性は後退し、流動性が低い資産であっても投資対象として考慮できるのではないかという見解が最近、経済協力開発機構（Organisation for Economic Co-operation and Development：O E C D）などから出されている。こうした見解に反応するかのように、これまで株式や債券など流動性の高い資産に投資を集中させていた年金ファンドや政府系ファンドにおいても、従来の投資対象とは異なる新たなアセットクラスを模索する動きが活発化している。

本誌では、インフラ需要の増大と投資資金のマッチングをテーマとして、提言を続けてきた。「今後のインフラ更新費用等への資金としては、これまでも国債等への投資の形で資金提供してきた年金等の長期性資金が期待され、今後は、官民連携のスキーム等へ投資していくことも考えられる。」¹とあるように、インフラ投資に適合すると思える資金がありそうであるのに、実際の投資があまり進展しない現状をいかに変えていくべきかは、関心を引き起こす問題であり続けている。

本稿は、年金ファンドや政府系ファンドが、インフラ投資や環境投資にどのように取り組もうとしているか、最近の動向を概観するとともに、そうした動きを促進しようとする国際機関等の見解について批判的評価を交えつつ紹介するものである。

2章 年金ファンドや政府系ファンドによる新たなアセットクラスの模索

1. 1990年代のインフラ投資等の状況

インフラファンド等、投資商品としてのインフラの歴史は、1990年代の英国やオーストラリアなどから始まるようだ。英国では1992年にPrivate Finance Initiative（以下、P F I）によって、民間の資金や施設運営スキルをインフラに活用する手法が導入された。このころ、オーストラリアでも空港や有料道路に同様の手法で民間投資の導入が進んだ。国内最大手の投資銀行であったMacquarieは、インフラを組み込んだ投資商品を開発し、年金ファンドや保険会社の資産運用に活用された。カナダでは、州公務員年金ファンドの間で、直接投資によるインフラ投資が進んだ。カナダの年金ファンドでは、現在、資産の4%以上をインフラに配分しているようである²。年金ファンド等から契約者に支払われる年金給付は、保険料収入時から相当長期を隔てて発生することから、長期間安定した配当や金利収入が期待できるインフラが、投資機会として好ましいという判断があったと考えられる。

インフラ投資は、他の国々の年金ファンド等にも徐々に広まりつつあり、これまでこうした流動性に乏しいオルタナティブ資産に比較的冷淡だった投資家が、投資の検討を開始する例や、実際に投資に踏み切る動きも現れている。次節から、インフラ投資や環境投資に取り組む年金ファンドや

1) 中里 幸聖「持続可能なインフラ整備に向けて～官民連携の強化と長期資金～」(『大和総研調査季報』2012年夏季号 (Vol. 7))

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12090301capital-mkt.html>

2) Bingham McCutchen “Global Infrastructure” (2012年冬号)

http://www.bingham.com/News/2012/01/~media/Files/Docs/GlobalInfrastructure_volume2_webpdf.ashx

政府系ファンドの最近の動きをいくつか紹介する。

2. 日本における検討の開始

年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund：G P I F）は、2012年度第2四半期末の運用資産額が107兆7,231億円に達する³世界最大級の機関投資家である。資産配分は、国内債券が67%±8%、国内株式：11%±6%、外国債券：8%±5%、外国株式：9%±5%、短期資産：5%±0%⁴と、流動性が高く時価の把握が容易なものにのみ投資している。しかし、運用収益の確保や運用効率化の観点から、新たなアセットクラスの調査は継続して行っており、最近ではエマージングマーケットでの株式運用を開始している。現在は、さらに広いアセットクラスを模索しており、インフラやプライベート・エクイティ、不動産などのオルタナティブ投資についての調査研究を進めているところである。

内閣府に設けられた「不動産・インフラ投資市場活性化方策に関する有識者会議」の報告書では、G P I Fなどからの分散投資を積極化させる上でも、「不動産やインフラの投資市場の商品群を『実物資産』として、アセットクラスとしての理解を得られるような取組を検討すべきである」と記されている⁵。不動産やインフラへの投資は、安定的で底堅いリターンを得ることができ、長期安定したキャッシュフローを享受できるとしており、

G P I Fの資産運用目的にフィットする投資対象であることを強調している。

G P I Fの委託を受けた運用会社等が投資対象アセットクラス拡大の可能性を調査することとなるが、実際にアセットクラスとして採用されるか、また投資額がどの程度になるかは、今後の検討を待たなければならない。しかし、最近新たな投資対象となったエマージングマーケット株式と比較しても、インフラやプライベート・エクイティ、不動産などの時価評価が非常に難しいことは明らかであるし、流動性の制約も大きいように思える。インフラ等新たなアセットクラスへの投資を行う際に、従来の伝統的なアセットクラスに関する知識や経験がどれほど有効かは、あらためて問われることになる。投資対象としての可能性を認めたとしても、投資判断を提供できる専門的な業者を、果たしてどの程度確保できるかも現実的な課題となるだろう。

3. 海外における実施、検討の事例

インフラの建設は、政府が主導して行われ、その所有は政府に帰するのが通常である。したがって、政府そのもの、あるいは政府系ファンドが国内インフラへ投資を行っているという事例ははなはだ多い。これらの事例は、公共事業体が株式会社化した場合を想起すれば、政府がインフラ関連企業の株式を保有しているという絵柄になるわけである。資産の多くが国内インフラ企業の株式となっている政府系ファンドでは、これらを売却し

3) 年金積立金管理運用独立行政法人「平成24年度第2四半期運用状況」

http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h24_q2.pdf

4) 年金積立金管理運用独立行政法人「4. 基本ポートフォリオの考え方」

<http://www.gpif.go.jp/operation/foundation/portfolio.html>

5) 「不動産・インフラ投資市場活性化方策に関する有識者会議報告書」（平成24年12月）

<http://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-syakai/re-infra-invest/shiryou/houkoku/houkoku.pdf>

つつ資産の分散を図ってポートフォリオの組み替えに向かうところもある。しかし、本稿ではこのようにいわば原初的な資産取得ではなく、二次的な投資によってインフラ等を取得しようとする動向を取り上げたい。

1) 英国年金保護ファンド

英国年金保護ファンド（The Pension Protection Fund：P P F）は、2004年年金法改正によって設立されたファンドで、企業年金ファンドのプランスポンサー（企業年金制度を設立した企業）が経営破綻した場合等に給付債務を継承する公的ファンドである。P P Fは、以前から分散投資を進めてきたが、2012年11月に投資方針を改正し、オルタナティブ投資のカテゴリーに農地ならびに森林およびエマージングマーケット債券を加えた。不動産、プライベート・エクイティ、インフラは、以前から投資対象としてきたが、これをさらに拡大するということである⁶。オルタナティブ投資全体のアロケーションは20%を基準として、10%～25%までの変動を許容する。

新たなアセットクラスを採用したとはいえ、全体的な運用はローリスクに抑える保守的な方針であり、P P Fでは地価の変動リスクの管理が重要性を増すとの認識であるようだ。

2) オランダA B Pの国内有料道路投資

オランダ公務員総合年金ファンド（A B P）は、オランダ政府および公的教育機関関連職員が加入

する欧州最大級の年金ファンドであり、加入者数は約280万人、運用資産総額は2,740億ユーロに達する⁷。A B Pは、以前から海外インフラに投資してきたが、新たに国内の有料道路の運用会社の債券を購入することを決めた。これまで、銀行ローンで調達してきた資金をインフレ連動の債券発行によって借り換え、この債券をA B Pが購入する。

3) 中国政府系ファンドの海外農地投資

海外の農地も新たな投資の選択肢となりつつある。中国投資有限責任公司（The China Investment Corporation：C I C）は、世界屈指の資産を持つ政府系ファンドであり、これまでも英国の水道事業会社Thames Water Utilitiesやオーストラリアの有料道路Horizon Roadsなどのインフラに投資を続けていたが、タスマニアなどの農地にも投資を広げようとしている⁸。農地の価値は、そこから生産される農産物価格に依存するが、農産物の価格はインフレーションがあればこれに連動するはずであるし、他の資産との相関は高くないため、分散投資によるポートフォリオのリスク低減を期待できる。しかし、農業収益は気候によって大きな変動を生じるだけでなく、市況のボラティリティも決して小さくない。また、農地は移動できないため、所在国の政策変化は軽視できないリスクとなる。

中国の経済成長によって食生活の変化が起これば、ワインや乳製品等、これまでのなじみの少

6) P P Fのウェブサイト“Revised Statement of Investment Principles”
<http://www.pensionprotectionfund.org.uk/News/Pages/details.aspx?itemID=299>

7) “About ABP”
<http://www.abp.nl/en/about-abp/>

8) Top Investment Fund Discusses Tasmanian Projects
http://www.premier.tas.gov.au/media_room/media_releases/top_investment_fund_discusses_tasmanian_projects

なかった食料品への需要が増大することも考えられ、C I Cによるタスマニアへの投資は、投資収益の獲得という面だけでなく、食糧需要の変化への対応という面でも注目される新動向である。

4) シンガポール政府系ファンドの海外インフラ投資

シンガポールの Temasek も世界有数の資産を持つ政府系ファンドであるが、投資のテーマとして掲げる4つの機会のうちの1つは中国、インド、東南アジア、ラテンアメリカなど新興経済地域の金融、インフラ、物流などである。インドでは、インフラを魅力的な投資機会であると捉えており⁹、これをさらに拡大するようだ。インド経済の将来については、悲観的な見方もあるが、50年程度のスパンで見れば世界第2の経済に成長すると期待する見解もある。

インフラへの投資をどのようにポートフォリオの収益に結びつけていくか、様々な経路が考えられるが、Temasek では、株式投資を用いる方法が主流だ。規制環境等の政治的なリスクは大きいですが、長期的な投資を見込める Temasek では対処可能であると期待しているようだ。

5) ノルウェー政府年金ファンドの低炭素インフラ投資

6,000億ドル超の資産を持つノルウェー政府年金ファンド (Norway Government Pension Fund

Global : G P F G) は、60%を株式に、40%を債券に投資してきたが¹⁰、近年、資産構成の多様化を進めている。地球環境等の長期的変化を視野に入れ、社外の投資コンサルタントとともに新たな投資機会を模索したところ、インフラ、エネルギー効率改善、森林、農地、温室効果ガス排出権などの可能性が浮かび上がってきたという¹¹。

6) カリフォルニア高速鉄道のファイナンス

サンフランシスコからロサンゼルス・サンディエゴを結ぶカリフォルニア高速鉄道は、全米最大規模のインフラ整備だ。2029年の全線開業を予定しており、事業費用は684億ドルを見込んでいる。民間資金の活用は当初から予定されていたが、米国内外の年金ファンドや政府系ファンドの資金を大規模に導入する可能性が州鉄道事業当局から示唆され、インフラ投資への資金流入が加速するかもしれない。民間から最大で551億ドルの投資を募る可能性があるという¹²。

カリフォルニア州は、州公務員年金制度や州教職員年金制度といった、巨大な年金ファンドがあるが、今のところ高速鉄道事業への投資について明確な姿勢を示しているわけではない。今後事業計画通りに進むのであれば、魅力的な投資対象と言えるかもしれない。しかし、事業費用が膨張すれば、投資価値は希薄化するだろうし、事業計画の需要予測が適正かは、現時点では分からない。この事業への資金導入が成功すれば、年金ファン

9) SELECTED QUESTIONS AND ANSWERS FROM TEMASEK REVIEW 2011 MEDIA CONFERENCE
http://www.temasek.com.sg/documents/userfiles/files/tr11_media_conference_selected_qanda.pdf

10) Government Pension Fund Global のウェブサイト “Investment strategy”
<http://www.nbim.no/en/Investments/>

11) Climate Change Scenarios Tailored Report
http://www.regjeringen.no/pages/1934920/GPFG_Mercer_March2012.pdf

12) Bloomberg “Brown Seeks Sovereign Wealth to Back High-Speed Rail Line”
<http://www.bloomberg.com/news/2012-12-03/brown-seeks-sovereign-wealth-to-back-high-speed-rail-line.html>

ドや政府系ファンドのインフラ投資に弾みがつくように思えるが、米国内では高速鉄道事業全般が見直される傾向があり、投資には慎重な姿勢も必要であろう。

7) アラスカ永久ファンドの運用スキーム見直し

アラスカ州で産出する石油・天然ガス収入を原資として1976年に設立されたアラスカ永久ファンド（APF）は、一定の要件を満たした州居住者に定期的に配当を支払うが、保険料収入を原資としていない点で年金ファンドとは異なる。米国には連邦レベルの政府系ファンドは今のところ設立されていないが、州レベルでは複数設立されており、APFは、そのうちで最大のファンドである。2012年6月末で403億ドルの資産を持って

おり、株式、債券などの伝統的資産が中心の運用だが、インフラに資産の4%、プライベート・エクイティに6%、不動産に12%を割り当てており¹³、オルタナティブ投資にも積極的に取り組んでいる。

インフラファンドによる投資と、実物インフラの持ち分を取得する方法による投資の双方を活用しているが、ここ1年ほどの間で、収益率が急激に悪化している。3年程度のスパンで見れば他のアセットクラスに比して決して劣ってはいないが、過去1年程度で見ると、唯一収益率が負であったアセットクラスがインフラ投資である¹⁴。こうしたことからAPFでは、インフラ投資のスキームを改め、共同投資（co-investment）スキームの活用に踏み切ることを決めた¹⁵。

図表1 インフラ投資の経路

インフラ事業主体発行の金融商品	
債権（デット）	融資や債券によって資金を貸し出す。投資家は、固定または変動の金利収入を得る。元本や金利をインフレーション連動とする場合もある。
株式（エクイティ）	株価の変動が投資家の利害となる。非上場株式が上場する場合の流動性プレミアムを獲得できる場合もある。
インフラ事業の所有権等	
実物資産や営業権	資産価値の変動が投資家の利害となる。一般に資産評価は困難である。
インフラファンド	
デット、エクイティ、所有権等のパッケージ	運用会社が、インフラデット、エクイティ、所有権等を原資産として新たな金融商品を組成する。上場ファンドもあれば非上場ファンドもある。

（出所）大和総研作成

13) ALASKA PERMANENT FUND のウェブサイト“ASSET ALLOCATION”
<http://www.apfc.org/home/Content/investments/assetAllocation2009.cfm>

14) Board of Trustees “Monthly Performance Report - October 31, 2012”
http://www.apfc.org/_amiReportsArchive/TRPT2012-10web.pdf

15) FUND NEWS Board reviews Fund’s infrastructure investments and other programs (2012年11月29日)
<http://www.apfc.org/home/Content/pressroom/pressStory2009.cfm?story=Board%20reviews%20Fund%E2%80%99s%20infrastructure%20investments%20and%20other%20programs&s=1>

4. アセットクラス分類についての疑問

ここまで、年金ファンドや政府系ファンドのオルタナティブ投資、特にインフラ投資など新しい投資対象に対する取り組みについてごく最近の動向をいくつか紹介してきた。これまでの説明から明らかのように、例えばインフラ投資でも、エクイティへ投資するのか、デットへ投資するのか、または実物インフラの持ち分を取得しようとするか、様々であり、リスク・リターンのプロファイルは、案件ごとに大きく異なるであろうことが分かる。

インフラ投資の利点として、他のアセットクラスのリターンとの相関が小さいことが挙げられる。そのため、インフラをポートフォリオに組み入れることで、リスク低減や期待リターンの増大が可能になることは確かだ。しかし、ここで相関の低さは市場平均的株式ベンチマークとの対比によって計測される。ベンチマーク構成要素の中でも、業種別にベータ値は異なるのであるから、相関の程度が低いからといって新たなアセットクラスと位置付けるには若干首肯しがたいところがある。

インフラを一つの独立したアセットクラスとすることで、これまで投資対象としてこなかった理由を説明することはできよう。アセットクラスとして認識されていなかったが、新たな検討によって、投資対象として新発見されたということである。しかし、金融商品としての種類として簡潔に考えれば、エクイティとデットに分類される。エクイティとデットでは、企業価値の配分ルールが異なるのであって、金融商品としてみた場合に、果たして一つのアセットクラスとみるような判断

が適切であろうか。インフラを一つのアセットクラスであるとするのは、例えば、電力会社株式と電力債を電力関連というアセットクラスにひとまとめにしてしまうようなものである。

3章 インフラ投資、環境投資の拡大を阻害する要因

1. 投資商品側、投資家側の双方が阻害要因を形成

O E C Dは、年金ファンド・保険・投資信託などの機関投資家は、長期的投資家なのであるから、長期的に高いリターンが見込める投資対象に資金を振り向けるべきであるとの立場から、オルタナティブ資産を中心に投資対象の多様化を提言している¹⁶。とりわけ、長期的投資の対象として、インフラや温暖化対策を挙げる。年金ファンドや保険は、債務（年金給付債務や保険給付債務）が長期的なのだから、債務履行を裏付ける資産側も長期的なものにするべきであり、インフラや温暖化対策といった投資機会がフィットすると説く。投資機会は、今後先進国においては、インフラ更新によって増大するであろうし、新興国では新たなインフラ構築によって、需要が膨らむと期待される、また、温室効果ガスの削減に向けた温暖化対策への投資は大きなポテンシャルがあり、投資を阻害する要因を一つ一つ解決していくことの重要性が強調されている。

Della Croce, R. (2011) は、年金ファンドなどのインフラ投資を阻害する要因を図表2のように整理している¹⁷。投資商品側（The Investment

16) "OECD project on long-term investment"

http://www.oecd.org/document/7/0,3746,en_2649_37467_48244999_1_1_1_37467,00.html

17) Della Croce, R. "Pension Funds Investment in Infrastructure: Policy Actions", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 13, OECD Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/5kg272f9bnmx-en>

図表2 年金ファンドによるインフラ投資を阻害する要因

投資商品側の要因	<ul style="list-style-type: none"> ・長期の政治的保障の不足 ・規制の不安定性 ・多層的統治制度による市場の分化 ・投資商品における不十分な透明性 ・インフラ開発における入札価格の高騰 ・不相当に高リスクであるとの市場の認識
投資家側の要因	<ul style="list-style-type: none"> ・インフラ部門に関する知識の欠如 ・年金ファンドの規模の問題 ・インフラファンドと年金ファンドの利害の不一致 ・投資家側の短期志向 ・規制による障害
投資環境の要因	<ul style="list-style-type: none"> ・インフラの価値に関する消極的評価 ・インフラ部門の不透明性 ・インフラ開発に関するパフォーマンスデータの不足、ベンチマークの欠如

(出所) Della Croce, R. (2011)

Opportunities) には、規制の不安定性や統治制度の複雑性などの政治的リスクの問題が多く指摘されている。投資家側の問題としては、インフラに対する理解が不足しているということ筆頭として、運用規制つまり運用資産の流動性確保や適時の時価評価の可能性などが原因であるから、投資家教育、情報提供と並んで規制改革が必要であるとしている。しかし、こうした様々な障害を取り除くには、かなり大きな困難が伴うだろう。投資の対象として、インフラ投資の内容が不明であるからこそ、これまで投資が拡大しなかった事実を確認するものとなっている。指摘される阻害要因に対する解決策は自明であるが、実際的な対応は難しい。インフラ投資のリスクを計測可能なものにするために、国家的な取り組みを進めることが解決策となろうが、そこにこそ政治的リスクがあるのではないだろうか。

2. 投資商品側の政治的リスク

年金ファンドや政府系ファンドが、インフラや不動産など移動不可能な資産に投資する場合の大きな不安材料は、法的な規制の安定性であろう。特に新興国への投資では、規制環境自体が激変するような政治的リスクが軽視できない。

世界銀行グループの多数国間投資保証機関 (Multilateral Investment Guarantee Agency : M I G A) は、投資家が新興国に投資を行う際の非商業リスク (収用、通貨の兌換停止・送金制限、戦争や内乱、契約不履行など) を保証しており、こうしたリスクに関する投資家の姿勢を継続的に調査している¹⁸⁾。最近の調査では、新興国への直接投資において、今後3年間で最も大きなリスク要因として投資家が注目しているのは、政治的リスクであるという。人材調達の不安やマクロ経済の不安定性以上に、投資家の懸念するところとなっ

18) M I G A “2011 World Investment Trends and Corporate Perspectives”
<http://www.miga.org/documents/WIPR11.pdf>

ている。これは、欧州債務危機に端を発した市場環境の悪化だけでなく、中東の政変による政治の継続性の断絶や資源ナショナリズムの高揚が影響していると思われる。

環境投資の促進策を検討した、OECDの Kennedy, C. and J. Corfee-Morlot (2012)¹⁹ も、図表2を引用しており、インフラ投資の場合と阻害要因は共通しているということであろう。温暖化対策投資については、長期的リスク (longevity risk)、すなわち投資期間を通じて規制が持続的であるのかということが最も大きなリスクとして認識されているという。取引コストや人材調達も、大きなリスクとして指摘されており、インフラ投資の阻害要因と重なり合う。

OECD以外にも、スタンフォード大学 Collaboratory for Research on Global Projects (CRGP)などで、機関投資家によるインフラ投資の可能性を広げる研究が進められている²⁰。CRGPでは、以下に記すように人材調達や情報開示面の制約を指摘している。

3. 投資家側の人材調達リスク

オルタナティブ投資の中でも、インフラ投資や環境投資について、既存の運用会社には知識や経験が不足していることがあるとしても、従来、投資対象としてこなかったのであるから、むしろ当然であろう。しかし、年金ファンドや政府系ファ

ンドがこの分野を期待できる投資対象としているのであるなら、今後この分野での人員拡充が必要になるが、インフラや環境ビジネスの知識を投資に活用できる人材が果たして供給されるか、大きな問題である。

Bachher and Monk (2012) は、インフラ投資や環境投資における人材調達は、現状では非常に困難であるが、発想を変えれば大きな障害ではないのではないかと論じている²¹。

4. 投資家側の情報開示制度

Dixon and Monk (2012) は、長期的投資を行うべき投資家が短期的な投資期間を設定する原因を情報開示規定に求めている²²。これによれば、長期的投資を行うべきであっても、例えば1年ごとや四半期ごとの運用成果を開示するとすれば、運用期間もそれに合わせざるを得なくなるという。つまり、年金ファンドや政府系ファンドが長期的投資を求めたとしても、短期的に運用成果を評価される運用担当者にとっては、運用期間が短縮するということである。

元米国副大統領アル・ゴア氏が創設メンバーとして参加している投資会社ジェネレーション・インベストメント・マネジメントは、温暖化対策への投資を標榜していることはよく知られている。温暖化対策投資を投資業界に広げる方策として、Dixon and Monk と同じく情報開示制度の適正化

19) Kennedy and Corfee-Morlot "Mobilising Investment in Low Carbon, Climate Resilient Infrastructure", OECD Environment Working Papers, No. 46, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/5k8zm3gxxmnq-en>

20) スタンフォード大学 "Global Projects Center"

http://crgp.stanford.edu/research/research_projects.html

21) Bachher and Monk "Attracting Talent to the Frontiers of Finance"

<http://fletcher.tufts.edu/SWFI/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/Monk%20SWF%20Human%20Resources.pdf>

22) Dixon and Ashby Monk "Reconciling Transparency and Long-Term Investing within Sovereign Funds"

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2065542&download=yes

を提唱している。四半期ごとに行われる投資会社の運用パフォーマンス開示を廃止すれば投資判断は長期的なものとなるだろうとし、ファンドマネジャーの報酬も、長期的な実績に基づいたものとするべきであるという²³。

4章 投資阻害要因の克服策とその限界

年金ファンドや政府系ファンドが、インフラ投資、環境投資に消極的な原因として、投資商品側の政治的リスク、投資商品の情報開示制度、投資家側の人材調達を指摘する議論を紹介した。これらの議論の中で、その克服策も検討されているので、次にそれを見たのち、克服策の現実性を考えてみたい。

1. 政治的リスクのヘッジ手段

インフラ投資や環境投資の拡大を阻害する要因の一つは、政治的リスクであると考えられることは、既に紹介した。このリスクを管理することができれば投資家の不安感は減じるので、要求されるリスクプレミアムが低下し、投資対象として検討できるようになる。しかし、政治的リスクは定量的な把握が難しいという点では、リスクというよりも不確実性というべきであるかもしれない。予測の困難な状況の変化によって、資産価値が大きく変動するために投資対象になりにくい現状を変えることができるかもしれない。そのために考えられることは、政治的リスクをヘッジする保険を利用することである。

しかし、これは、既に行われていることであ

る。政治的リスクをヘッジする保険商品は、公的機関だけでなく民間保険会社においても扱われており、海外直接投資ではしばしば活用されている。しかし、これらの政治的リスク保険は前掲、Kennedy, C. and J. Corfee-Morlot (2012) によれば、特定のリスクのみをカバーするものであり、広く政治的リスク全般を付保するものではないことや、保険金の支払いに迅速性を欠くなどの問題があるようだ。また、政治的リスク保険も保険であるから、保険事故の確率等の数理計算に基づく保険料であるからには、実際の保険が利用可能な程度に安価に提供されとは限らないだろう。

前掲M I G A (2011) の調査では、海外直接投資の政治的リスクを管理する方法としては、現地企業との共同や、現地政治当局との連携強化によると回答する企業が多く、政治的リスク保険の利用はさほど進んでいないようである。政治的リスク保険は、比較的小規模な直接投資への適用が多く、規模の大きなインフラなどへ果たして付保されるか不透明であるし、仮に付保されるとしても保険料が十分に低廉であるか、不安は払しょくできない。

保険以外には、国際的仲裁機関の活用による救済も考えられる。国際投資協定 (International Investment Agreement : I I A) は、1950 年代後半から主に二国間で締結される投資保護・投資促進のために締結されてきた。I I Aの中で、トラブルが生じた場合の仲裁につき協定する場合が少なくない。

先進国の企業が新興国に投資する場合に、収益を確保したい先進国企業と自国の経済を管理下に置きたい新興国の間でしばしば紛争が発生する。

²³) Generation Investment Management “Sustainable Capitalism” (2012年2月)
<http://www.generationim.com/sustainability/report/>

新興国側が、国有化や契約の不当解除などを行っても、新興国側の裁判権に服しては利益を侵害される恐れが強いため、先進国企業の権利を保護するために仲裁規定を設けることが多かった。しかし、仲裁手続きに新興国政府が干渉し、手続きが遅延したり仲裁判断が無効化されたりする恐れは残る²⁴ので、仲裁によって政治的リスクを消し去ることはできないだろう。

2. 人材調達源の多様化

インフラ投資や環境投資について、既存の運用会社に専門的知識や経験が不足しているため投資機会を活用できないとすれば、年金ファンドや政府系ファンドにとって得られるはずだった利益を得られないという点で損失をもたらすかもしれない。年金ファンドや政府系ファンドがこの分野を期待できる投資対象としているのであるなら、今後この分野での人員拡充が必要になるが、インフラや環境ビジネスの知識を投資に活用できる人材が果たして供給されるか、大きな問題である。

しかし、前掲 Bachher and Monk (2012) は、インフラ投資や環境投資における人材調達は、解決可能な障害であるという。これによれば、年金ファンドや政府系ファンドは、長期的な資金であるから、短期的リターンを目的とする運用会社とは、異なる人材調達方法が考えられるという。資産運用業界という狭いフィールドで人材を探そうとすれば希少性ゆえに高い対価が必要になるが、資産運用業界から遠い現場の専門家のスキルであれば比較的安価に活用できるのではないかと論じている。また、短期的な成果を目指す資産運用業界でインフラ投資や環境投資のスキルを求めれ

ば、人材のミスマッチが生じる恐れが強いが、インフラや農業に従事し、その成功を導いてきた者であれば、長期的な投資であるインフラ投資や環境投資にフィットするという。

こうした人材による投資判断は、長期的に成功し得るという確証はないが、期待することは可能かもしれない。しかし、インフラ投資や環境投資が長期的投資であるとする、果たしてそうした専門知識の持ち主は、どれほどの実際のプロジェクトの経験を積めるのであろうか。投資の知識は、年金ファンドや政府系ファンドの中で獲得できるかもしれないが、一人ひとりが経験するインフラや農業の知識は果たして十分に多様性を持ち、多くの投資案件を評価する上で有用なものとなるか、筆者には疑問が残る。橋梁プロジェクトの経験の持ち主は、有料道路の収益性を正しく評価できるのだろうか。小麦農地の開発に実績があったとしても、バイオエタノールの市場予測をできるものなのだろうか。インフラ投資や環境投資についての人材は、やはり解決困難な制約要因になるように思える。

3. 情報開示の変更

前述のとおり、短期的な運用成果開示や、短期的運用成果に連動した運用報酬スキームが、投資判断を短期的なものとしており、長期に価値を生むと期待されるインフラ投資や環境投資の拡大を阻害しているという見解がある。これを解決するためのアイデアとして、情報開示も長期的な状況を描写するように行うことが挙げられている。運用成果であれば、5年間平均や20年間平均の運用成果の情報開示を行い、単年度の成果は開示し

24) 法務省・法務総合研究所国際協力部「アジアにおける外国仲裁判断の承認・執行に関する調査研究」
<http://www.moj.go.jp/content/000098011.pdf>

ないという方法（シンガポールの政府系ファンドが実際に行っている²⁵⁾）が示唆されている。

しかし、開示情報を丹念に調べれば短期的成果も推測可能なので、これは解決策とはならないだろう。例えば初年度から5年度までの平均成果と2年度から6年度までの平均成果を比べ、その他の市場情報を加味すれば、かなり正確な数字をそれぞれの年度について得ることは可能になるはずであり、結局のところ推測に基づく短期的成果の情報が独り歩きするようになるのではないか。また、開示自体が運用期間を左右するというのも、違和感がある。むしろ開示される情報（短期的運用成果）に連動した報酬体系こそが、運用者の行動に影響を及ぼすように思える。これを解決するには、運用報酬の算定を長期的成果に連動させる仕組みを作ることが必要になるが、そのような仕組みを作ることが可能だろうか。資金運用者の日々の投資行動に影響を及ぼさないようにし、5年後の運用成果を評価するとすれば、日常的な運用の適正性を外部からチェックすることを諦めるに等しいのではないか。

4. 障害は克服できるか

このように、インフラ投資や環境投資の拡大を阻む壁が何であり、それを取り去るための方策が何であるかについては様々な見解がある。これらの見解が、インフラ投資や環境投資という、年金ファンドや政府系ファンドにとって理想的な投資手法があるのに、それが蔑ろにされているという問題意識から出発しているのは言うまでもない。

しかし、多くの機関投資家がインフラや温暖化

対策を投資対象としてこなかったのは、これらに魅力がないからかもしれない。金融商品としてのインフラ投資や環境投資は、法規制の変化に対して脆弱であるし、特に政治情勢が安定しない地域への投資は、大きな政治的リスクを伴うものとなる。これについてはOECDも、金融商品としてのインフラや温暖化対策の魅力を引き上げるために、公的負担、すなわち税制優遇や自然エネルギーの買取制度、政府保証などによる投資リスクの移転等を検討するべきであると主張する。また、国際機関や民間の保険による政治的リスク保険の役割も大きいという。つまりは、OECDが言うところの長期的投資の具体的商品は、公的負担や保険が不十分な現状のままでは年金ファンドや政府系ファンドにとっての運用目的を達成するための資産とはなり難いということなのではないか。

とはいえ、インフラや温暖化対策が投資対象にならないということではない。インフラは多くの場合独占事業であるから、独占の利益が投資価値に反映されるので、投資対象となり得る。また、温暖化対策が補助金や減税といった公的負担で行われることは珍しくないものであり、関連する財やサービスを扱う企業の業績が公的負担によって上向くことは十分にあり得ることである。一方、インフラには料金や設備に関する規制の不明確さがリスクになるし、温暖化対策であれば、政策変更リスクも軽視できない。インフラ、例えば有料道路への投資であれば、その収益は利用者が支払う利用料に大きく依存するはずであり、利用料を引き下げることが利益となる利用者の政治的な圧力に抗するのであれば、それ自体が政治的摩擦を引

25) Government of Singapore Investment Corporation "Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2010/11"
http://www.gic.com.sg/data/pdf/GIC_Report_2011.pdf

き起こすことになりかねない。環境投資についても、現状の再生可能エネルギーであれば補助金や固定価格買い取り制度なしで黒字化するのは難しいのではないだろうか。一般国民の負担の上に成り立つビジネスが今後も持続可能であるかは疑わしい。OECDなどからの見解は、各国政府の財政事情が苦しい中で、インフラや温暖化対策に対して民間資金を導入するための提言であろうと思われる。インフラや温暖化対策に民間資金を引き入れようとするならば、こうした懐疑的な見方を払しょくする、政治的なコミットメントが望ましいのであるが、どれほどその実効性に期待できるだろうか。

5章 さらにいくつかの問題

オルタナティブ投資の対象としてのインフラや環境、農地などの可能性について考察を加えてきた。ここで言及した投資を困難ならしめる要因をいかに克服するかという点は、今後の実際の投資を考える上で、重要であると思う。しかし、既に実施された投資によって深刻な問題が生じようとしていることも最後に触れなければならないだろう。海外農地投資について、ランドラッシュ(Land Rush) やランドグラビング(Land Grabbing) と

言われる土地の収奪によって、投資受入国の農村が荒廃する恐れが国連食糧農業機関(FAO)から繰り返し指摘されている。最近の報告書²⁶⁾は、「数々の研究が開発途上国での大規模土地買収の悪影響を実証しているが、特に短期的かつ地域レベルの海外投資によって受入国が利益を得たという証拠はほとんど存在しない」「土地の権利が明確ではなくかつ不安定な国での大規模な土地買収を伴う投資は、地域コミュニティに対するメリットよりも、デメリットの方がはるかに大きい」と記されており、増大しつつある農地投資に警鐘を鳴らしている。

政府系ファンド等によるインフラ投資や不動産投資については、投資受入国での感情的な反発を生じさせる恐れがあり、これについては、別稿で既に紹介したとおりである²⁷⁾。最近では、カナダ首相が外国政府系企業によるオイルサンド事業への投資に関して、投資制限を表明した。将来は外国政府系企業によるカナダ国内のオイルサンド事業の権益取得を、私企業による投資とは異なる扱いとして厳格な審査を行う方針であるという²⁸⁾。この方針は現在のところオイルサンド事業のみについて明示されているが、今後適用分野が広がるかもしれない。カナダのオイルサンドには、米国や欧州からの投資も多いが、今回の新たな規制計

26) Trends and impacts of foreign investment in developing country agriculture (2012年11月13日)
http://www.fao.org/fileadmin/templates/est/INTERNATIONAL-TRADE/FDIs/Trends_publication_12_November_2012.pdf

27) ESGレポート「政府系ファンドが株主になる日」(2009年2月26日)
<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/09022601cg.html>

28) <http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTYE8B902M20121210?rpc=188&sp=true>

29) “Statement by the Prime Minister of Canada on foreign investment” (2012年12月7日)
<http://www.pm.gc.ca/eng/media.asp?category=3&featureId=6&pageId=49&id=5195>

30) 菅野泰夫「金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資・バーゼルⅢ実態調査」
http://www.dir.co.jp/consulting/report/consulting_rpt/11112401.html

31) 菅野泰夫「年金運用はどこにいく～オルタナティブ投資アンケート(2012年度)を踏まえて～」(『大和総研調査季報』2012年秋季号(Vol. 8))
<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12120301/capital-mkt.html>

画は、中国とマレーシアからの投資を承認した直後に公表されている。国内資産を海外投資家に安売りするのではないというメッセージを国民に発するためには、保護主義的ともとられかねない投資規制を設けることもあるということである²⁹。海外からの投資は、投資受入国側での警戒感を喚起することもあるので、投資自体が政治的リスクを高める恐れもあるということではないだろうか。

現状、日本国内には、インフラ投資や環境投資の市場がほとんど存在せず、年金ファンド等の機関投資家の取り組みは極めて限られている。日本の年金ファンドや機関投資家の多くが運用難の状況にあり、分散投資の利点を期待できるインフラ投資や再生可能エネルギーをはじめとする環境投資に関心を示す投資家が増えてきているのも事実である^{30,31}。とはいえ、リスク・リターンの特性を読みにくい投資対象であるから、実際に投資に踏み切る投資家が続出するというわけではないだろう。

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



環境調査部
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動