

# 長期投資実現の障害は何か？

金融調査部 主任研究員  
鈴木 裕

## 長期投資を阻むものとは

長期投資とはどのような投資のことであるのか、様々な考え方があることを紹介してきました。証券業界では、株式などの金融商品を長期間保有することや、投資信託などの積立投資を長期間行うことを長期投資といっていますが、最近の政策提言では、異なる意味の長期投資を推進しようとしていることを説明しました。では、そうした長期投資を阻害している原因は何なのでしょう。長期投資が様々なことと同じく、長期投資を阻害しているとされる原因も様々です。

今回は、インフラ投資や環境投資を長期投資であるとする立場からは、長期投資の阻害原因はどのようなものであると考えられているかを説明します。

## インフラ投資・環境投資の阻害要因

このシリーズの第4回で記した通り、OECDでは、長期投資に関する様々な政策提言を続けています。OECDの一連の政策提言は、年金基金・保険・投資信託などの機関投資家は、長期投資家なのですから、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りオルタナティブ資産を中心に投資対象の多様化を進めるべきというものです。とりわけ長期投資の対象として、インフラや気候変動等の環境対策を挙げています。

長期投資促進策を論じるのは、現状でOECDが想定しているような長期投資が活発に行われているとはいえないからなのかもしれません。なぜ、長期投資が広がらないのか、その原因を探り、改善策を検討しています。OECDのリサーチペーパー、Della Croce, R. (2011)<sup>1</sup>は、年金ファンドなどのインフラ投資を阻害する要因を次のページの図表のように整理しています。

1) "Pension Funds Investment in Infrastructure: Policy Actions", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 13, OECD Publishing.  
[http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pension-funds-investment-in-infrastructure\\_5kg272f9bnmx-en](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pension-funds-investment-in-infrastructure_5kg272f9bnmx-en)

投資商品側（The Investment Opportunities）には、規制の不安定性や統治機構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ます。インフラや環境対策に民間の資金を導入するために、例えば税制優遇とか補助金などが使われます。こうした優遇措置などが、長期的に安定していれば、投資家は、安心して投資できるようになります。しかし、政権交代があったり、経済環境の大きな変化があったりすれば、優遇措置の撤廃につながりかねません。特に新興国に投資する場合には、大きなリスクになりますが、日本のような先進国であってもこのリスクとは無縁ではありません。再生可能エネルギーの買い取り制度の見直しがあれば、これに投資をしようとする投資家に損失のおそれが生じるだけでなく、将来類似の制度が設けられた場合に、投資家の信頼を得にくくなるとも考えられます。

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をまずは指摘しています。事業期間が長期に及び、事業化初期には利益を出せないが、将来的には安定的な利益を生むはずだということに理解を求めているのでしょう。また、流動性規制など投資規制も原因であるから、規制改革や投資家教育、情報提供が必要であるとしています。特に、機関投資家や金融機関が保有する金融資産のリスク管理の強化は、インフラや環境対策への投資を躊躇させる原因となるかもしれません。なぜなら、インフラ投資や環境投資など、投資の果実を手にするまで長期間を要する場合には、投資の現在価値の評価が困難になるし、機動的な現金化も難しくなりますから、機関投資家や金融機関にとっては、適正なリスク管理ができなくなるおそれがあるからです。結果的にこうした投資が行われなくなることも考えられるので、機関投資家や金融機関への規制がインフラ投資や環境投資にブレーキを掛けることになりかねません。

年金ファンドによるインフラ投資を阻害する要因

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

出所：Della Croce, R. (2011)

## 改善策の検討

こうした障害を克服するための政策オプションとして、G20/OECD で合意されたハイレベル原則<sup>2</sup>の第 4 原則では、金融機関等の資本規制において長期投資を適正に評価するようにしたり、民間格付け会社への依存を避けたりするなどが提案されています。これは、インフラ投資や環境投資は、リスク・リターンが不透明であり、現状のままでは、投資するにあたり受託者責任との摩擦が生じかねないのですが、この点を適正化することを意味しているようです。透明で標準的で正確な長期投資の資産評価方法を策定すべきとする提言もあり、政策達成のためには、新たな資産評価手法が必要であるということでしょう。また、長期投資を不利に扱う税制を採用すべきではないとも提言しており、長期投資への何らかの優遇策も検討すべきことが示唆されています。長期投資のリスクを過大に見積もるのではなく、リスクを管理しつつ投資の現在価値を評価する手法の策定が期待されています。

このように、長期投資の拡大を阻む壁を取り去るために様々な方策が検討されています。機関投資家の選択肢に入りにくい投資対象であるインフラ投資や環境投資の魅力を引き上げるように、機関投資家向けの保有規制や金融機関の資本規制の変更や税制の見直しまでが視野に入っていることは、逆に言えば現状のままでは、投資対象としての魅力に欠けていることを意味していると言えるのかもしれない。

大規模な年金基金のアセットアロケーションに占める未上場インフラへの投資は 2% 未満であるとの調査結果を OECD は公表しています<sup>3</sup>。インフラは、年金基金にふさわしい投資対象だといわれているにもかかわらず、実際のところなかなか投資対象になりにくいようです。環境投資は、大きな資金を投じている年金基金もあるようですが、環境投資がどのようなものであるか、共通した理解があるわけではありません。統計をつくるための調査票に回答をする年金基金はあまり多くないようです。インフラ投資や環境投資が長期投資として広がりを見せるには、まだまだ時間がかかるのではないのでしょうか。

以上

---

2) OECD "G20-OECD High-level Principles on Long-term Investment Financing by Institutional Investors" <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Report-Effective-Approaches-LTI-Financing-Sept-2014.pdf>

3) OECD "Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds" [http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2014\\_Large\\_Pension\\_Funds\\_Survey.pdf](http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2014_Large_Pension_Funds_Survey.pdf)