

(年金運用)：災害復興への年金資金の活用策

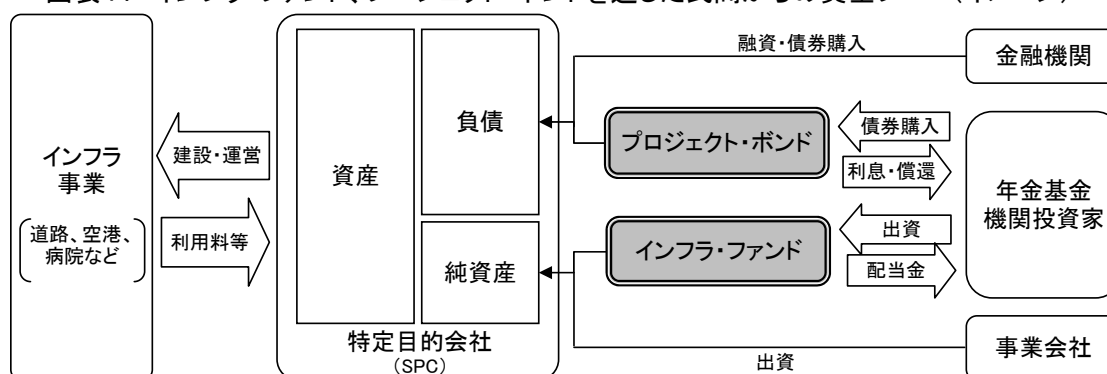
東日本大震災からの復興には多額の資金を要するが、日本の財政は震災以前より厳しい状況であり、このための資金確保は容易ではない。そこで、インフラ・ファンドなどを利用した民間資金の活用が考えられるが、スキームの概要や留意事項などを整理したい。

東日本大震災により失われた各種インフラ設備等の復興には相当の資金が必要であるものの、日本の財政は震災以前より厳しい状況であり、この資金の多くを公的資金に頼ることは、様々な税率の引上げや国債増発による財政破綻リスクを想起させるため限界がある。そこで、インフラ・ファンドやプロジェクト・ボンドを通じた年金資金等の民間資金を活用したPFI事業による復興が検討され始めている。

当該スキームの概要や投資家にとっての留意点、今後の課題などを整理したい。

最初に、PFIやインフラ・ファンドなどの用語を簡単に解説する。PFI (Private Finance Initiative) とは広範な概念であり、政府が税金等で調達した資金を使って整備していた公共事業を、民間資金の活用などのアウトソーシングによって実行する仕組みである。具体的な民間からの資金フローは、以下の図表1のイメージとなる。インフラ事業には、これを推進する事業体(特定目的会社)が必要であり、これの事業基盤・運営資金として、純資産(資本)の調達手段としてインフラ・ファンド、負債の調達手段としてプロジェクト・ボンドなどの組成を含めた様々な手段によって民間資金を取り込む資金フローとなっている。民間資金を活用するメリットは、国の財政負担の軽減に加えて、民間のノウハウ・アイデアを利用した効率性や利便性の向上の期待が挙げられる。

図表1: インフラ・ファンド、プロジェクト・ボンドを通じた民間からの資金フロー(イメージ)



PFIの一層の活用を後押しする動きもあり、PFIを推進している内閣府が提出した「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律(PFI法、概要は以下の通り)」の改正案が5月24日に可決・成立し、PFIの一層に活用に向けた環境整備が進んでいる。

- ① PFIの対象施設の拡大(賃貸住宅、船舶・航空機、人工衛星等を追加)
- ② 民間事業者による提案制度の導入(民間事業者もPFI事業を計画し、行政に提案できる)
- ③ コンセッション方式の導入(サービス内容・施設の利用料金を民間事業者が決定) など

次に、機関投資家等のPFI事業への取組状況を見たい。主に海外のインフラ整備需要を想定したものであることに留意する必要があるが、経済産業省による機関投資家等へのアンケート調査（2009年10月実施）を参考にすると、実際に投資を行った割合は、インフラ・ファンドには3.5%、プロジェクト・ボンドには0%である一方、機関投資家の3~4割がこれらに関心を有していた。この調査の後に投資が増えている可能性はあるが、多くの運用機関にとって情報収集・ノウハウの取得から着手しなければならない状況であると思量される。

そこで、年金資金の運用対象としてのインフラ・ファンド、プロジェクト・ボンドについて考えたい。このような案件は、PFI事業、投資スキームの双方のリスクを負っており、運用対象として考えるためには、以下の図表2にある視点などについての検討や制度等の整備が必要であろう。インフラ・ファンド等についてはオーストラリアや英国などで実例が多く、上場されているファンドがあるなど市場・投資環境の整備が進んでいるので参考となる。

図表2: 運用対象としての検討の視点

視点	具体項目	概要
商品特性	収益性	一般的には長期、安定的な収益が確保が可能との評価
	負債との適合性	
	透明性	ディスクロージャーの内容、方法、時期の確認が必要
	流動性	セカンダリー市場の整備などの流動性向上策が必要
	スキーム	純資産部分と負債部分の分離、優先劣後構造など
	他の資産との相関関係	一般的には株式との相関は低いとの評価
投資スタイル	プライマリー(建設)段階への投資	インフラ設備の完成、オペレーションの開始、料金収納の開始などによる事業価値の増加によるキャピタルゲインに対する投資 (完工遅延、オペレーションの水準、料金等の当初見積もりからの乖離などのリスクがある)
	オペレーション(運営)段階への投資	設備整備、オペレーション、収益が安定した事業から生じるフロー収益に対する投資
その他	会計、税務	会計、税務上の取り扱いの検討、確認が必要
	官民の役割分担	公的資金と民間資金の負うべき責任・リスクの明確化

最後に、東日本大震災の復興資金の調達に関する動きを簡単に紹介する。

東京証券取引所・・・被災企業の上場関連基準の柔軟対応、復興資金を調達する金融商品の上場推進などの方針を発表

国土交通省・・・官民連携事業による震災復興案件の募集を開始

投資信託各社・・・復興支援関係の投資信託の設定

この他にも、かんぽ生命が2012年度にも震災復興資金を含むPFI向け融資に参加する方針を固めたとの報道などがあり、復興資金の効率的な調達、活用に向けて動き始めている。

東日本大震災からの復興に向けたインフラ事業に資金的裏付けは不可欠であり、効率的・実効的な資金調達手段を官民で早急に検討し、必要な制度改正・環境整備を迅速に進めることが肝要である。投資家としての受託者責任・経済合理性に適うスキームであれば、投資対象として検討することも一つの考え方ではないか。

(新美 隆宏)