

インフラファンドについて ～上場市場開設を控えて

平成27年4月1日



株式会社資本市場研究所きずな

上場制度開設の背景とその概要

本年4月からインフラファンド市場が東京証券取引所で開設される。これは、世界的な金融緩和の継続で年金基金などの長期投資家のインフラ投資ニーズが高まっていることと、インフラ整備に対して民間資金を活用していこうという政策ニーズに応える為だ。特に政策の方は、アベノミクスの成長戦略「日本再興戦略」において、民間にインフラの運営権を委ねる公共施設運営権方式(コンセッション)の拡大を図ることや再生可能エネルギーの導入を積極的に推進する為に、インフラファンド市場の創設が挙げられていた。

このインフラファンド市場の制度概要は、概ねJ-REITの上場制度に準じたもので、インフラ等の保有者として投資法人が利用され、そのエクイティ部分となる投資口を上場することとなる。また、海外の取引所に上場されているインフラファンドも受益証券発行信託(日本型預託証券で外国証券を国内で円滑に流通させる為に2007年に信託法改正)で上場することが可能となっている。同制度の主な

構成は次の様なものだ。

【対象となるインフラ資産】

- ① 再生可能エネルギー発電施設
- ② 公共施設の運営権など(コンセッション方式=高速道路、空港、上下水道などの料金徴収を伴う公共施設などについて、施設の所有権を公的機関に残したまま、運営を行うスキーム)
- ③ 道路、空港、鉄道などの資産
- ④ ①～③に伴う土地・建物、賃借権、地上権、地役権
- ⑤ ①～③を運営する為に必要な資産(有形、無形)
- ⑥ 外国において①～⑤と同等のもの

【資産の構成】

・総資産に占める上記インフラ資産の割合が70%を超え、これを維持すること。

・インフラ資産に加え、インフラ有価証券(インフラ資産に出資する持分(出資口)やファンド等)やインフラ関連有価証券(インフラ資産に二分の一以上出資する株式・持分

(出資口)やファンド等の総資産に占める割合が95%を超え、これを維持すること。

【オペレーター】

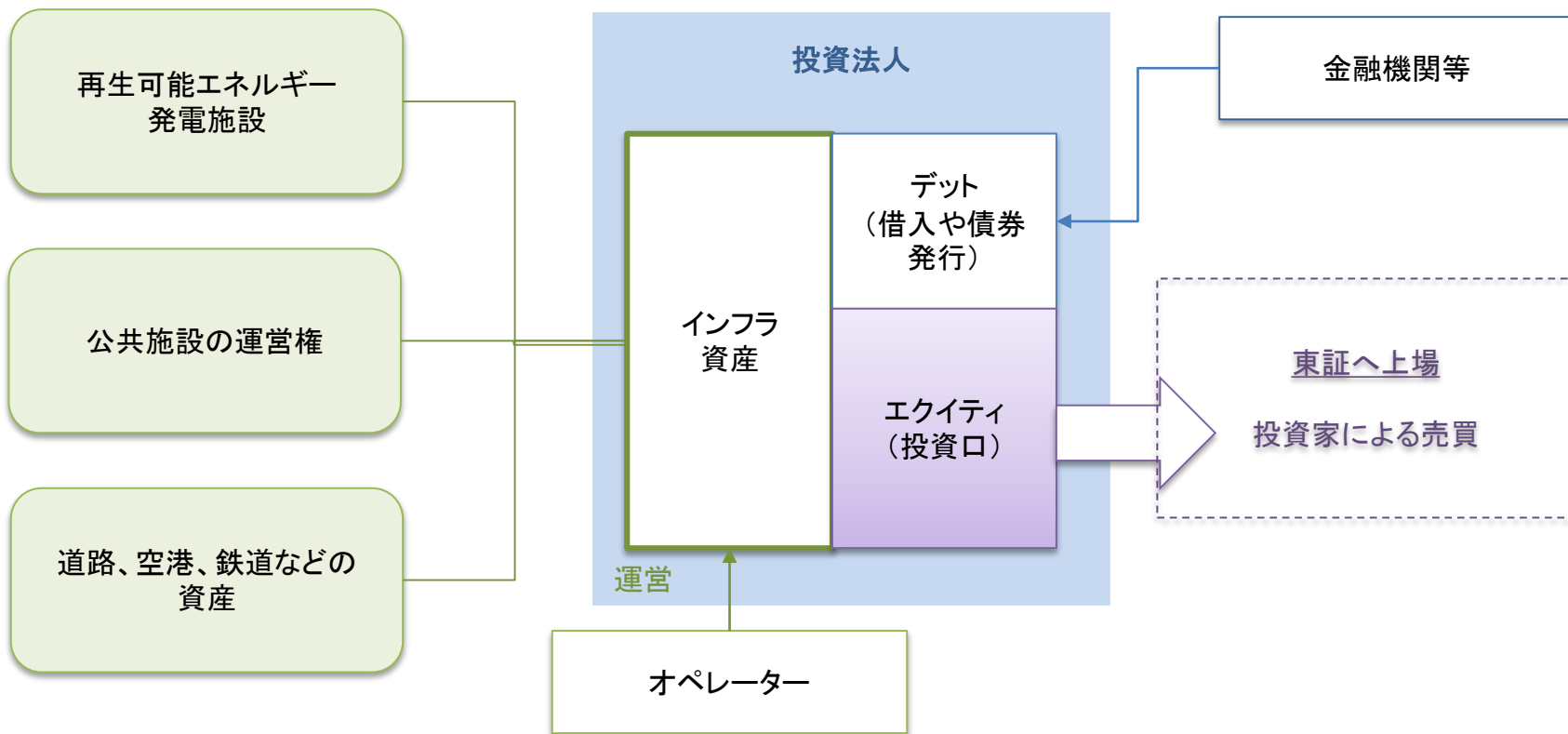
インフラ資産の運営に関する事項を主導的に決定するものを指す。

【情報開示】

インフラファンドの発行者、オペレーター、インフラ資産に関する情報を開示(適時開示項目は、原則J-REITに準じたもの。)

なお、昨年の4月よりJ-REITはインサイダー取引規制の対象となっているが、インフラファンドも同様に対象となりオペレーターや運用資産に関する重要事実もインサイダー情報として扱われる。

上場インフラファンドの概要



その沿革と主な投資家ニーズ

そもそもインフラとは、国民や住民の為に国や地方公共団体が公共事業として営んでいた事業のことだが、財政悪化などにより民営化ニーズが高まって、PFI(Private Finance Initiative=民間資金等の活用による公共施設等の整備など)が先行していた英国や豪州でインフラファンドは始まった。

- ・1995年 英国でinnisfreeが最初のインフラファンドを組成
- ・1996年 Macquarieがオーストラリア取引所にインフラファンドを上場
- ・1998年 Macquarieが北米進出、2006年にはインフラファンド組成が本格化
- ・2008年 ゴールドマンやモルガンスタンレーなど米大手投資銀行が参入
- ・2009年 ブラックストーンやKKRなどもインフラファンド事業へ参入

- ・2011年 PFI法の改正で、日本でも「公共施設等運営権」が定義されコンセッション方式が可能に
- ・2013年5月 東京証券取引所を中心とした上場インフラ市場研究会で制度内容に関する報告書が纏まる
- ・2015年4月 東京証券取引所でインフラファンド市場が開設(予定)

このインフラファンドの主な投資家は、長期運用の必要がある年金基金などだが、その投資ニーズについては次の様なメリットが上げられている。

【長期にわたり相対的に安定的で予測可能なキャッシュフロー】公共インフラは、国民や住民から公共料金や利用料という形での収入が期待でき、その利用状況もある程度予測し易い。

【景気変動等に対する需要弾力性の低さ】利用者の必要に応じたインフラなら、利用状況への景気動向の影響が他の事業に比べ小さい

【インフレ率への長期的な連動性】インフラ利用料金は、長期的には物価動向に影響されインフレ率が上がれば上昇していくことが想定される

【株式など伝統的資産とのパフォーマンスの低相関】資産価値や収益が、株式や債券など其々との関連性が小さい

【長期の資産であり陳腐化リスクが低い】インフラなので、数十年以上利用される資産として見做される

実際のインフラ投資は既に日本の機関投資家でも行っており(海外のインフラファンドや海外インフラへの直接投資)、世界的緩和策の持続で運用利回りが大きく低下した国債などの代替投資手段(オルタナティブ投資)として利用されている。

最近の日本でのインフラ投資は、大和総研の2014年度オルタナティブ投資アンケート結果(2014年12月22日公表)によると次の様な状況だ。

先ずインフラ投資を行っているのは、年金基金の2割、金融法人の3分の1だが、その投資対象は年金基金と金融法人で大きく異なっている。年金基金の主なインフラ投資対象は、空港・発電所(火力・原子力・水力)・港湾施設・水道関連などのインフラファンド(エクイティ・デットそれぞれ)が殆どだが、金融法人は太陽光発電施設への直接投資が多く、他の発電施設のインフラファンドが次いでいる。投資先のインフラを国別でみると、年金基金は英国が最も多く米国・オーストラリアとインフラファンド組成が活発な国が続く。一方の金融法人は、1割強が米国で残りは殆ど日本国内となっている。なお、両者ともにインフラ投資に際して重視することでは、収益率やキャッシュフローの安定性を殆どの投資家が挙げており、次いで投資地域のントリーリスクや法制度の整備状況を見ている。

なお、世界のインフラ投資家(主に年金基金など)の動向は、Preqin(英国の世界的な機関投資家によるオルタナティブ投資の調査会社)によると、平均して運用資産の3%強をインフラ投資にあてており、2014年には4%台に上昇している。

またインフラ資産に投資する理由としては、ポートフォリオの分散化が69%、インフレ・ヘッジが52%、リターンの追求が48%、ポートフォリオの安定化45%となっている。

(2012年の運用を対象にした調査)

インフラ投資の主な目的

長期の安定したキャッシュフロー

景気変動に強い

長期的にインフレ連動

株や債券との連動性が低い

長期資産

国債投資などに代わる長期投資

年金基金

海外(米国、英国、豪州など)の空港・港湾施設・発電所などのインフラファンド

金融法人

主に国内の太陽光発電施設への直接投資

個人にとってのインフラファンド(利用者としての投資)

個人投資家にとってのインフラファンドは、機関投資家と同様に長期の安定した投資商品として、インフラの利用若しくは何らかの便益を受けるものとしての2面性がある。予定されている上場インフラファンドであれば、J-REITと同様に投資口が小口化される為、個人も投資家として参加することが想定されるが、インフラによっては直接利用しているような場合もある。つまり、利用者として投資を行うということになるが、この様な構図は既に実例がある。

住民参加型市場公募地方債(ミニ公募地方債)と市民参加型再生エネルギーファンド(市民ファンド)などだが、ミニ公募地方債の方は平成14年から地方公共団体が施設建設など目的を明確にして住民を中心とした個人から資金を集めることが可能となった。地域の運動施設や市民利用施設などの建設資金に充てられてきたが、ミニ公募地方債発行のピークは平成18年で、120件3,513億円が住民から募集された。最近では低金利もあって発行が減少傾向で、平成26年度(2月時点)は1,557億円となっている。一方の市民ファンドの方は、風力発電施設や比較的小型の

メガソーラー施設の事業ファンドとして地元の住民中心に数億円を集めるケースが増えてきており、地元の証券会社やファンド業者などが販売を行う事例も出てきている。

また昨年は個人向けの投資信託販売において、インフラ投資(海外のインフラ関連株式やインフラファンドへの投資)が主要投資テーマの一つとなった。その為、インフラ投資関連ファンドが多くの個人資金を集めたが、これはインカムゲインを比較すると、インフラ投資>リート>海外株式>海外債券>日本国債の図式が個人投資家にも強く意識されたことによる。個人にとってもインフラ投資といった投資テーマが浸透しつつあるところだ。

一方、NISAの拡充や確定拠出年金制度の拡大で、個人の長期継続投資が増加してくことが行政や金融業界において期待されているが、ある程度の利回りが長期間安定して望めるインフラファンドは、このニーズに適している。また、金利低下で個人向け国債が発行中止(1月に5年債、昨年10月に2年債)になっているが、個人投資家にとっても国債などの債券投資に代わる投資手段となることも期待されている。

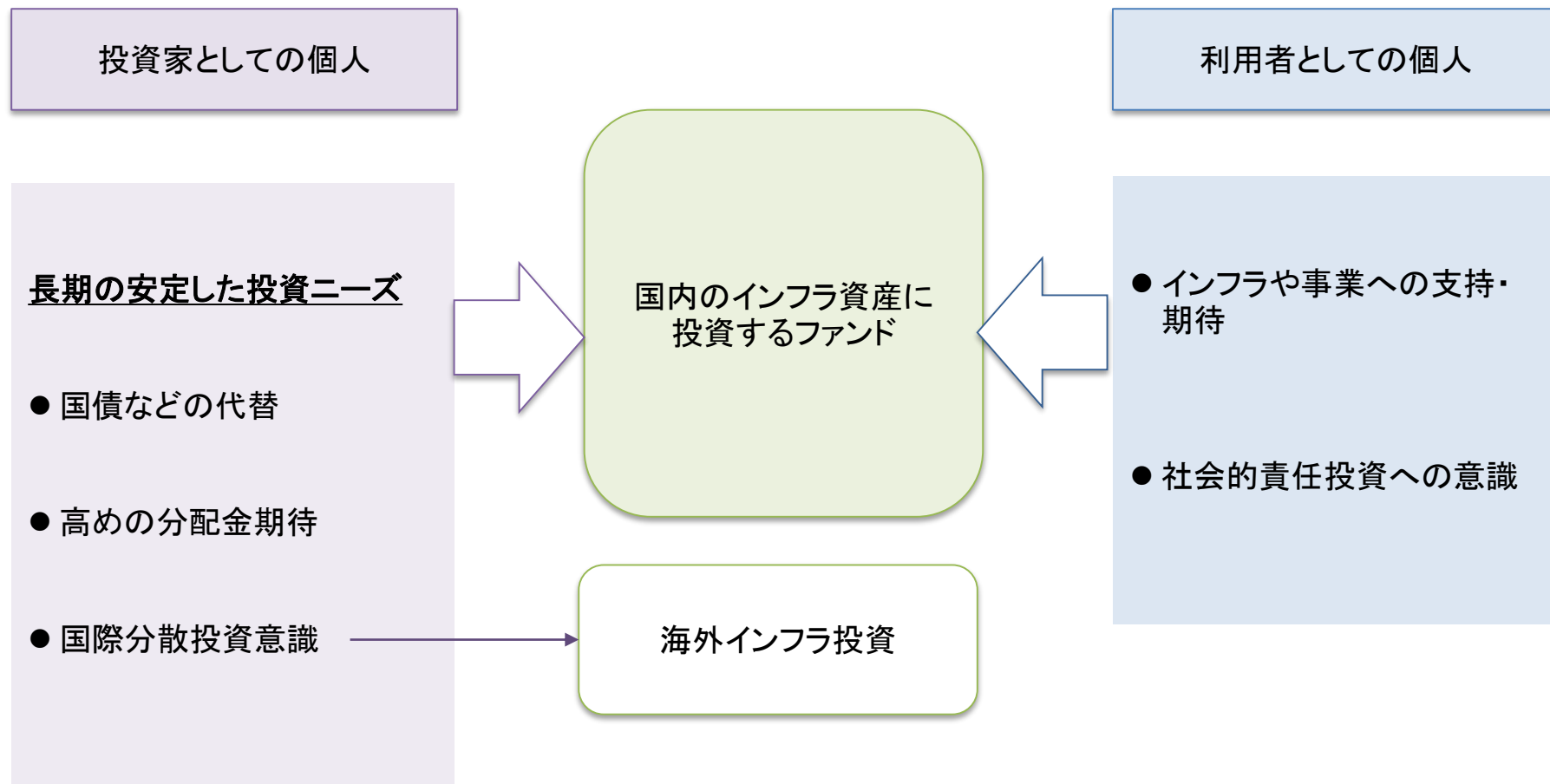
なお、上場インフラファンドと同様の仕組みであるJ-REITでの個人投資家保有は約51万人(東証の上場REIT投資主情報調査2014年8月)と個人の株式保有者の3%程度に過ぎなく、市場で個人の売買も1月360億円、昨年12月618億円と売り越しが継続している。これは、J-REITへの個人の直接投資が余り浸透しておらず、増加しているJ-REITの公募増資において個人に販売されたものの数割が市場で早期に売却されているためと推測される。上場インフラファンドにおける個人の投資も、当面は上場時などのファイナンス募集が中心で、市場での個人投資家の売買が活発化するには時間がかかりそうだ。

但し、個人投資家の存在は国内のインフラへ投資する上場インフラファンドにとって別の意味を持ちそうだ。それは、個人の投資ニーズが集まることで、対象とするインフラや事業への住民や国民として支持と受け取られる可能性もあることと、個人にとって投資を通じてその地域などに貢献する社会的責任投資の一種として行われることなどミニ公募地方債が始まった時に意識された論点でもある。

また上場インフラファンドは、多様なインフラ資産

そのものだけではなく事業の運営権や運営する為の資産も含まれ、実際に事業を行うオペレーターの役割りもREIT以上に重要になってくる。つまり、個人投資家のリスクも多様化するので、オペレーターの情報発信は勿論、取引所や仲介者としての証券会社のリスク判断が一層重要になってくる。

個人にとってのインフラファンド



インフラファンドのリスクと期待

インフラファンドへの政策的期待が高いということは、インフラの政治的リスクも高いということと表裏一体と言える。元来インフラは公共事業で行われていたので当然かもしれないが、国民や住民にある程度利用されている既存インフラであれば、この政治的リスクも低い可能性がある。また、政治的リスクを避けるためには、インフラ事業が政治的に安定している国や地方で行われている事が望ましい。加えて、PRI法など民間資金を公共インフラに活用することが可能な法制度が整備されている必要があるので、インフラ投資を行っている年金基金は、米国・英国・豪州などのインフラを選好する傾向が強い。

日本のPFI法(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)は1999年7月に公布されたが、行政がPFI事業者インフラの建設、維持管理の報酬を支払う「サービス購入型」と呼ばれる方式が大半を占めていた。この為、一部には不必要な公共事業が存続されるのではないかと批判もあった。2011年6月の

PFI法改正により「公共施設等運営権」という権利が新たに追加され、PFI事業者は、施設の運営や維持管理を行い、利用料金を自らの収入として収受することができるようになった(コンセッション方式)ので、「独立採算型」のPFI事業が増加することが期待されている。予定されている上場インフラファンド制度も、これに対応したものとなっている。

インフラ事業の収益や安定性が投資家の期待に沿うものであったとしても、その事業を行うもの(上場インフラ制度におけるオペレーター)の情報は重要だ。例えば、オペレーターの組織変更(合併や会社分割など)が起きたり、その運営事業が譲渡された時などインフラ事業の運営リスクは高まる可能性がある。また、行政処分を受けた場合なども同様だ。REITなどに比べ、このインフラ事業の運営者が事業収益に与える影響は大きいことに投資家は留意する必要がある。

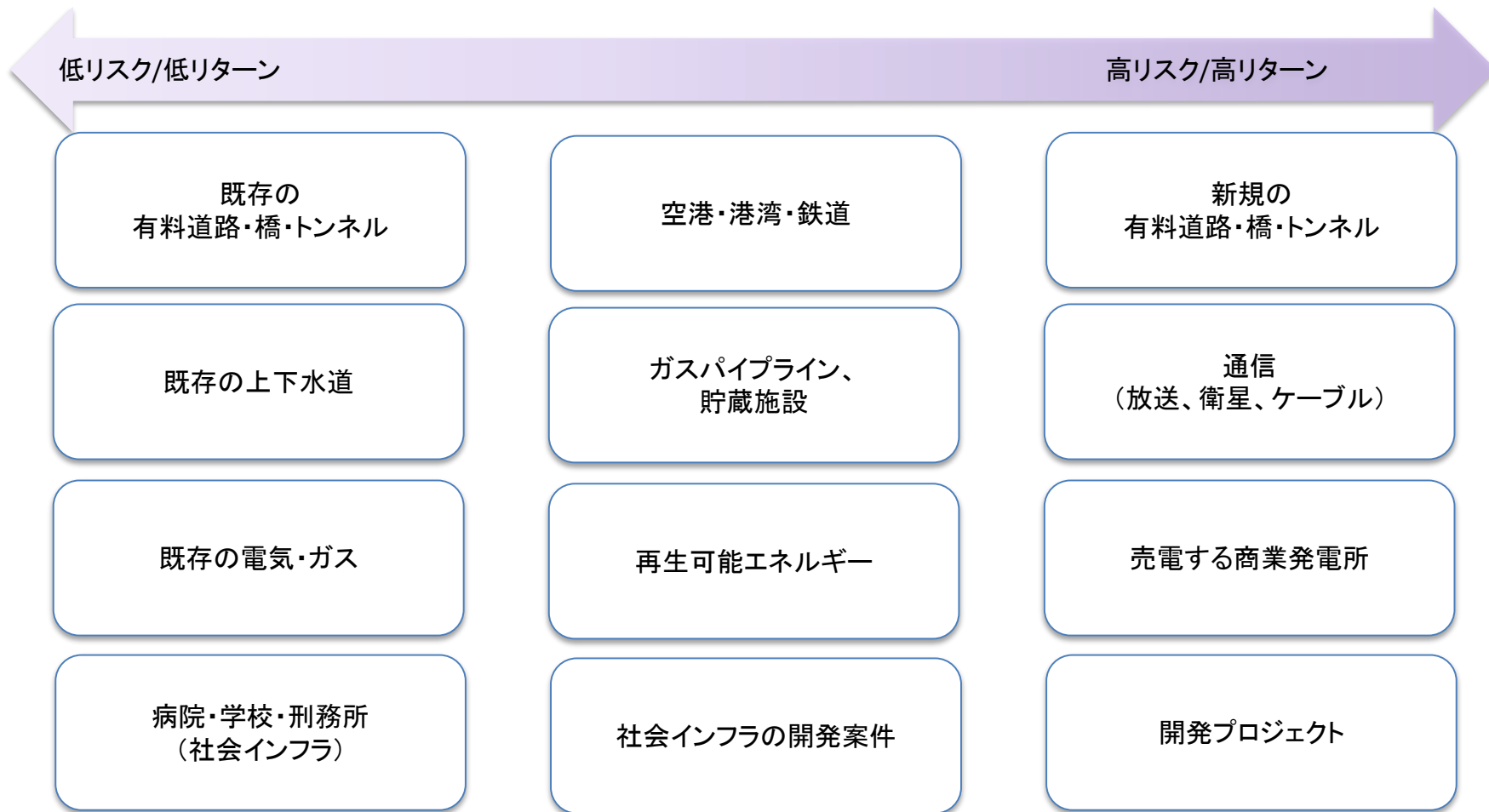
一方、投資家のニーズに応える長期の収益性がより高いインフラ投資となると、これから新たに開発する案件に対するものが挙げられが、これは当然開発に伴うリスクが

あり、かつ運営収益見通しについても一層の慎重さが必要だろう。また、運用効率を上げる為に、借入金を増加させることで運用レバレッジを掛けることが既存のインフラファンドで行なわれることがあるが、これは借入リスクを別途負うことにもなり金融危機の様な状況の時には問題となる。従って、上場インフラファンド制度ではこの借入レバレッジを押さえる仕組みが導入されている。

インフラ資産への投資は本来年金基金などの代替投資だったが、世界的な低金利状況が続くことなどから投資ニーズはしばらく増加しそうだ。その中で、日本のインフラはインフラファンドには殆ど組み入れられていない。今後、グローバル投資を行う機関投資家によるインフラ投資増加の中で、政治も安定し経済規模も大きな日本へのインフラ投資は当然増加していくと予想されている。アジアのコアマーケットを目標にする東京証券取引所の事業戦略としても、海外資金を日本市場に集めることと、日本の機関投資家のインフラ投資を本格化させる役割を担っていく事への期待は大きい。

近年、鉄道や水道事業などで日本企業と政府や地方公共団体などが官民一体となって海外へインフラを輸出しようとする動きが目立っているが、上場インフラファンド市場において日本企業や地方公共団体がオペレーターとして実績を積んでいくことで国際的評価を高めていけば、一層の弾みがつくのではないだろうか。その為には、株式市場改革におけるスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コード導入で見せた官民一体の取組みが、この市場整備でも行われることに期待したい。

インフラ投資のリスクと収益期待



※年金シニアプラン総合研究機構「インフラ投資に関する調査研究報告書」2013年3月より