

第3回 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 議事概要

日時：平成24年11月26日（月）17：00～19：00

場所：中央合同庁舎4号館4階共用第2特別会議室

議事概要

前原経済財政政策担当大臣ご挨拶、柳川教授、根本教授のプレゼンテーションの後、以下の議論がなされた。

- 日本の場合、一定期間に集中してインフラ投資を行い、それらのインフラが今後一気に更新時期を迎えることから、苦しい状態にある。
- 民間資金を過度に国債に振り向けることなく、「準安全資産」へ回していくことが必要であるが、国債の引き受け手がいなくなることを防ぐため、順番としては、まずは歳出削減が先決。いずれにせよ、まずは小さく始めて次第に大きくしていく必要。
- インフラの生産性を高められる可能性はある。青森県では、県橋のマネジメントを予防保全に切り替えたところ、総コストが従来の事後保全の半分になった。道路についても、マイクロ波を使って空洞化しそうな箇所を特定できる要素技術はある。これらを活用することで、マネジメントコストの効率性は上がるだろう。
- インフラ投資においては、需要予測が最大のリスクである。これらのリスクに対応して公的な部門が最低収入保障（MRG）を供与したり、政治リスクを負担することで「準安全資産」を作り出し、リスクマネーを活発化することにつながるだろう。
- 官民のリスク分担として「官民連携ファンド」が検討されているが、仮に個々のプロジェクトに参画するのであれば、現在想定されているようなメザニンのような形態ではなく、MRGのような形で事業をサポートする方が良い。ファイナンス面でのサポートとして行うのであればエクイティ投資家として入るべき。最終的に責任を取らないのに口だけ出すようなことを狙ってメザニンの位置に座られるのは、民間のエクイティ投資家から見れば邪魔である。シニアレンダーは安心できるかもしれないが、エクイティ投資家はむしろそういった案件には投資したいとは思わなくなる。
- 民間のリスク負担能力を補完するため官側がどのようなリスクを負担すべきかについての官民のコミュニケーションは市場形成のために非常に重要。
- 国と地方を合わせて年間20兆円の公共投資があり、この支出を5兆円に抑制して残りを民間資金に委ねたとしても、25%分のリスクヘッジはできるので、残りの15兆円分のうち、民間投資の対象にできるものを「準安全資産」とし、できないものを国の劣後出資の対象にするというように仕分けていく必要。
- 独立採算型の場合、プロジェクトの安全性と公共性を両立させていくことが必要。キャッシュフローの源泉である利用料がどの程度設定できるか、運営の自由度がどの程度与えられるかがポイント。
- また、インフラ投資には、需要変動リスクや政治リスクなど投資家にとっての懸念材

料があり、立ち上がり期は、廃止があり得ないというコンセンサスがある施設やトップクラスのインフラから事例を積み上げていくことが大切。

- インフラは一般的に流動性が低く出口戦略も見えづらいので、複数のインフラ運営権を対象とした REIT のような形態のインフラファンドが望まれる。
- PFI/PPP 以前に、単純な民営化で上手くいかないのは、組織や人の問題であり、そのあたりにも踏み込むべきではないのか。
- 国債に偏っている資金を分散していくため、「準安全資産」をアセットとして明確にする仕組みが必要。インフラの場合、安定的な収益を生む既存施設が望ましい。ただし、インフラは規模が大きいものが多く、年金等が入りづらいので、そのリスクをヘッジできるようにしておくことが望ましい。
- 日本の年金等が求めているリターン水準は、企業年金等で 2.5~3% と低い。その程度のリターンを生むファンドは作れるのではないのか。
- インフラ投資に関するデータ把握と開示が必要。その上で、何を統廃合して何を建設するかを仕分ける必要。国民一人一人の目線に立つと、今後必要となるのが更新投資であることを実感しづらい。例えば、ハコモノ一つずつの住民負担額を開示することは有効。今後の投資の方向性として、多極分散型国家ではなく社会資本の更新が必要であると明確に示すべき。
- インフラ整備を行えば少なからず経済効果が生じるので良いという意見もあるが、別のところで負の経済効果が生じていることもある。利用者実績と需要予測の乖離が一定期間続けば強制的にコンセッションの対象にする等の措置も必要。
- 英国等にあるような PPP/PFI を推進していくためのプラットフォームの検討も必要。
- 不動産の世界では、個々の不動産が生み出す利回りに着目し始めたのはここ 10 年である。かつての大手不動産会社では、ビルごとにキャッシュフローの管理をせず、事業部門ごとに行っていた。今の自治体でも同じことが起こっている。現状の測定ができないために政策も打てない現状。
- 固定資産台帳が整備されていないため、インフラのマネジメントができない自治体が多い。
- 自治体は横並びで動くことが多いので、成功事例が出てくればそれに追随して行くのではないのか。1,800 ある基礎自治体では、一昨年から財務 4 表（民間の財務諸表に相当）を整備して公開しており、そのうちの 200 は施設ごとに整備を行っているため、先行的な取組を行いやすく、他自治体にも波及するのではないのか。
- 我が国のインフラストックの最大セクターは道路で約 250 兆円あり、PFI 法の対象施設にもなっている。道路管理者に関する規定と償還主義が、道路に民間資金を導く妨げとなっている。需要予測をしっかりと料金設定を柔軟に行えば、準安全資産となり得る。道路のような大きなセクターから手を付けていく方が経済効果が大きく、まず取り組むべき。
- 自治体では、目に見えやすい公共施設（ハコモノ）の整備が先行し、インフラ整備が後手に回っている。インフラ更新の必要性について国がメッセージを出し続けるべき。
- 個々のインフラの資産規模は意外と小さいため、それを集めてファンド化するのは難しく、道路のような収益安定的な物件を対象にすることは有効。

- 監査法人の支援により、自治体の固定資産台帳を早急に整備することは可能。インフラ市場さえ立ち上がれば、運用体制は整うのではないか。
- 現行のPFI契約ガイドラインでは、PFI事業者として株式会社が想定されており、SPCが請け負えるよう改定を促進してほしい。また、グリーンフィールド市場からブラウンフィールド市場へ移行する際、プレイヤーが変わることも想定されるが、その際の譲渡益や権利の移動についても想定したものにしてほしい。

- 国と地方の役割が非常に重要。インフラの9割は自治体保有であり、取りまとめ当たっては、国が地方に対して今後の方向性を示していくことが必要。
- 取りまとめには、方向性を盛り込むことが重要であり、官民連携のプラットフォーム整備や投資家へのプロモーションといった内容を盛り込むと良い。インフラを出していく側である自治体の認識を高めていくことも重要であり、例えばひな形のようなものを作って動きやすくしていく工夫も必要。
- 投資適格不動産とはどういったものか検討し、そのボリュームを増やしていくことがポイントである。
- 中小ビルの耐震改修など、不動産のバリューアップを進めることが必要。耐震改修は収益性が上がるものではなく進みづらいので、大街区化等を通じて道筋をつけていくことが大事。
- PFI/PPPについては、設計、企画から運営までパッケージで民間が提案できるようにすることが重要。
- 不動産証券化が始まった頃、それまで簿価で資産を管理していた企業が時価に換算し直したところ、不動産を動かすきっかけとなった。国や自治体が持っている不動産についても、時価で検証し直すことも検討すべき。
- 十分なストックがありながら、市場に流入していない資金を呼び込むことが課題であり、供給促進ではなく、まずは資産を市場に出していくという流れにすべき。民間でもリスクが取れるようなものは市場に流していくべき。
- 東京の国際金融センターを促進するのであれば、海外投資家に対する税制の見直しを進めるべき。
- 透明性やデータ開示の重要性をもっと強調すべき。収益が上がっているのか、無駄なコストを使っていないか等を外から見えるようにして効率化を進めて、最終的にコストセーブできる流れにすることが必要であると明確にするべき。
- PFIについては、自治体によって件数の隔たりがある。人材に起因するものと思われるため、自治体の人材育成に対するサポートが必要。
- ファンドを組成するのであれば、ソブリンファンドが作るべき。そして、純粋に投資リターンを求めるファンドとするべき。