

インフラ投資の運用実務

目次

- I. はじめに
- II. インフラ・ファンドとは
- III. インフラ・ファンドの運用実務
- IV. 終わりに

AMP キャピタルインベスターズ出向 大畑 淳

I. はじめに

世界的な低金利環境の長期化を受け、オルタナティブ資産への投資は増加傾向にある。その中でも、安定したインカム収益、インフレーションリスク対応およびポートフォリオ分散効果が期待できるインフラストラクチャー(以下インフラ)投資への関心がこれまでになく高まっている。

インフラ投資は 2000 年代初頭より海外の大手年金基金や政府系ファンドにおいて行われてきたが、本邦においても 2011 年に企業年金連合会(PFA)、2014 年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が開始したことで急速に認知度が高まり、年金基金を中心として投資家の裾野が広がっている(図表 1)。

ところで、不動産は身近なものであり、投資対象としての歴史も古い。一方でインフラは日々の生活で触れており身近ではあるものの、投資対象としての歴史は浅く、いざ投資となった際にリスクの所在やリターンの源泉を具体的にイメージすることができる投資家は少ないのではないか。

本資産運用情報 2015 年 4 月号では、「インフラ・エクイティへの投資について」と題し、インフラ・エクイティ投資の特徴、ファンドの運営および投資にあたっての課題等について案内している。本稿では、インフラの特徴およびファンドの運営についてさらに掘り下げ、インフラの分類とリスクとの関係を明らかにし、インフラ・ファンドの運営実務を通じたリスクの低減やリターンの創出について考察したい。

図表 1 : 2016 年度オルタナティブ投資実施状況

	金融法人(78社回答)		年金基金(45基金回答)	
		前年度比		前年度比
ヘッジファンド	28.2%	+5.0%	75.6%	▲16.9%
不動産私募ファンド	16.7%	▲0.7%	11.1%	▲9.6%
国内外REIT	84.6%	▲8.1%	37.8%	+5.7%
プライベートエクイティファンド (バイアウト、ベンチャーキャピタル等)	25.6%	+6.8%	28.9%	+2.5%
インフラ・ファンド	3.8%	+2.4%	31.1%	+4.7%
コモディティ(先物含む)	5.1%	+0.8%	4.4%	▲5.0%

出所:大和総研「2016 年度オルタナティブ投資アンケート結果」より三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅱ. インフラ・ファンドとは

1. インフラの特性

インフラの持つ特性を考えてみる。インフラとは「国民経済や地域社会が機能するために必要な基本的サービスを提供する設備・資産等」であり、一般に以下の特性を備えている。

- 社会に欠かせない存在であり景気の影響を受けにくく、安定した需要が見込まれること
- 規制、制度または多額な初期投資の必要性から、独占的で高い参入障壁を持っていること
- 長期に亘るサービスの提供を前提とした実物資産であること

よって、上記の特性を踏まえると、投資家はインフラ投資によって以下の効用を得られると考えられる。

- 長期、安定的なキャッシュフローの獲得
- インフレーションリスク¹のヘッジ
- ポートフォリオ分散効果の獲得

(1) 長期、安定的なキャッシュフローの獲得

インフラ運営企業は人々の生活に不可欠な事業を独占もしくは寡占的に展開していることから、安定した需要を継続して見込むことが可能である。結果として、インフラ事業は景気循環の影響を受けにくく、長期、安定的なキャッシュフローの獲得が可能となっている。

¹ インフレーションリスクとは、物価の上昇(インフレーション)により資産の実質的価値が低減するリスク。

(2) インフレーションリスクのヘッジ

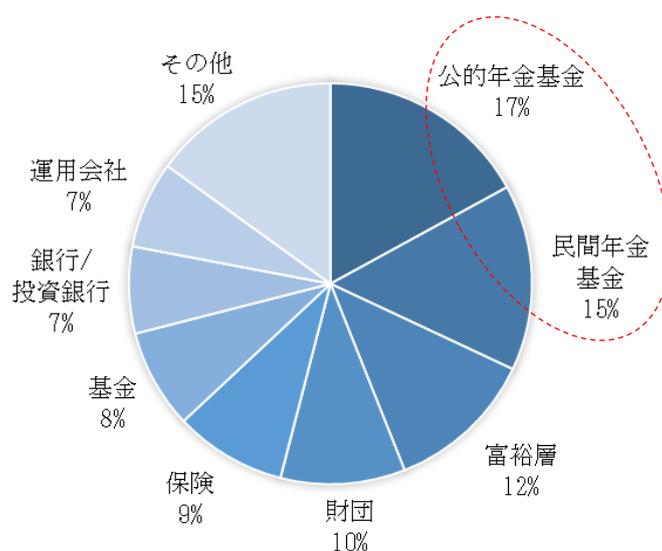
インフラ運営企業が提供するサービスは、規制の枠組みもしくは契約により、その料金がインフレーション率と連動する形となっていることが一般的である。これによりインフレーションリスクをヘッジすることが可能となっている。

(3) ポートフォリオ分散効果の獲得

前述した安定的な需要、経済循環への低感応度およびインフレーションリスク耐性といった特性により、インフラは株や債券等の伝統資産との相関が低く、結果として、投資組み入れによりポートフォリオ分散効果が見込まれる。

これらの効果より、インフラは長期負債の特徴を持ち長期運用を志向する年金基金の投資対象として適しているといえよう。実際にインフラ投資における投資家タイプ別構成割合をみると、公的および民間の年金基金が全体に占める割合は 32%と大きな存在感を示している(図表 2)。

図表 2 : インフラ投資における投資家タイプ構成割合 (2017 年 1 月)



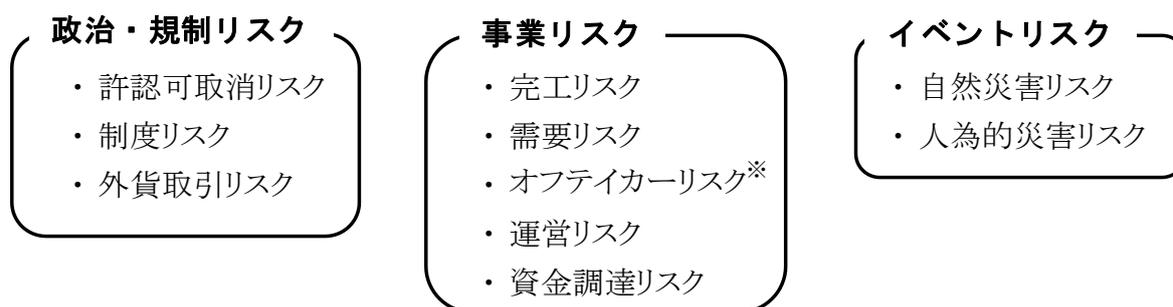
出所：Preqin “Global Infrastructure Report 2017”より三菱UFJ信託銀行作成

2. インフラ投資におけるリスクとその低減

インフラは、一般的に図表3のようなリスクを持つといわれている。

なお、本稿でいうところのリスクは価格変動率のブレ(標準偏差)ではなく、キャッシュフロー創出能力の低下と考えると各々のリスクがイメージしやすいだろう。

図表3：インフラ投資のリスク



※オフテイカー：サービスの購入者

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(1) 政治・規制リスク

政治・規制リスクには、主なものとして許認可取消リスク、制度リスク、外貨取引リスクなどが挙げられる。

許認可取消リスクとは、インフラ所在国より取得していた、事業権、建設や操業等にかかる許認可が取り消され、開発や操業に支障をきたすリスクである。

制度リスクとは、インフラ事業の開発や操業もしくはインフラ投資にかかわる法律、会計や税等の制度が未整備であることにより、開発や操業に支障をきたすリスクである。

外貨取引リスクとは、外国為替の規制等により、投資に必要な外貨調達、送金もしくは外貨への交換が制限されるリスクである。

これらの政治・規制リスクは一般的に先進国よりも新興国において高いといえる。保険や契約等により一部カバーすることは可能であるが、全てを回避することは難しい。また、国・地域毎に異なるリスクを深く理解することが求められる。投資のタイミングで徹底したデュー・デリジェンスを実施し、リスクが排除できないものについては投資対象から外す、もしくは追加リターンを求めることも考えられる。

(2) 事業リスク

事業リスクには、主なものとして、完工リスク、需要リスク、オフテイカーリスク、運営リスクおよび資金調達リスクなどが挙げられる。

完工リスクとは、プロジェクトが当初予定した期間、予算および性能で完成しないリスクであり、主に EPC コントラクター²、プロジェクトをマネジメントするスポンサーに起因するリスクである。

需要リスクとは、当初想定していたほどの需要がなく、収益が直接的に圧迫されるリスクである。

オフテイクリスクとは、サービス提供先が倒産等により契約で定められた取引を履行できなくなり、キャッシュフローの創出に支障をきたすリスクである。

運営リスクとは、オペレーターの能力不足等により稼働時間が十分に確保できないことや、労働コストの上昇などにより、想定されていた収益を上げられなくなるリスクである。

資金調達リスクとは、金融市場の混乱等により金融機関から予定した金額・条件に必要な時に資金の調達ができないリスクである。これにより事業性や債権保全策に問題がないにも関わらず、インフラ建設が途中で止まってしまうリスクや、金利負担により収益が圧迫されてしまうリスクが生ずる。

これらの事業リスクは、インフラ事業を遂行する際の、EPC コントラクター、オフテイク、オペレーター、金融機関等関係者に関わるものが主であり、各カウンターパーティーとの契約や、保険契約の締結によりリスクの抑制もしくは移転が可能であるものも多い。投資時のデュー・デリジェンスにおける、既存の契約等の精査、追加の保険契約の検討が重要になってくる。

(3) イベントリスク

イベントリスクは、自然災害リスクと人為的災害リスクに分けることができる。

自然災害リスクとは、洪水、地震や噴火等の自然災害が発生し、インフラ施設の開発や操業に支障をきたすリスクである。

人為的災害リスクとは、火災、列車事故、テロや戦争が発生し、インフラ施設の開発や操業に支障をきたすリスクである。

これらのイベントリスクは、保険により一定程度はリスクを切り離すことが可能であるものの、そのリスクすべてを切り離せるわけではない。どこまでが保険の補償範囲であるかに留意する必要がある。

² EPC コントラクターとは、インフラ施設の設計から資材調達、建設工事までの一連の工程を請け負う事業者。EPC とは、Engineering, Procurement and Construction の略。

3. インフラの分類

これまでみてきたように、インフラとは「国民経済や地域社会が機能するために必要な基本的サービスを提供する設備・資産等」と広い概念であるが、以下に示すように、様々な切り口で分類することができる。

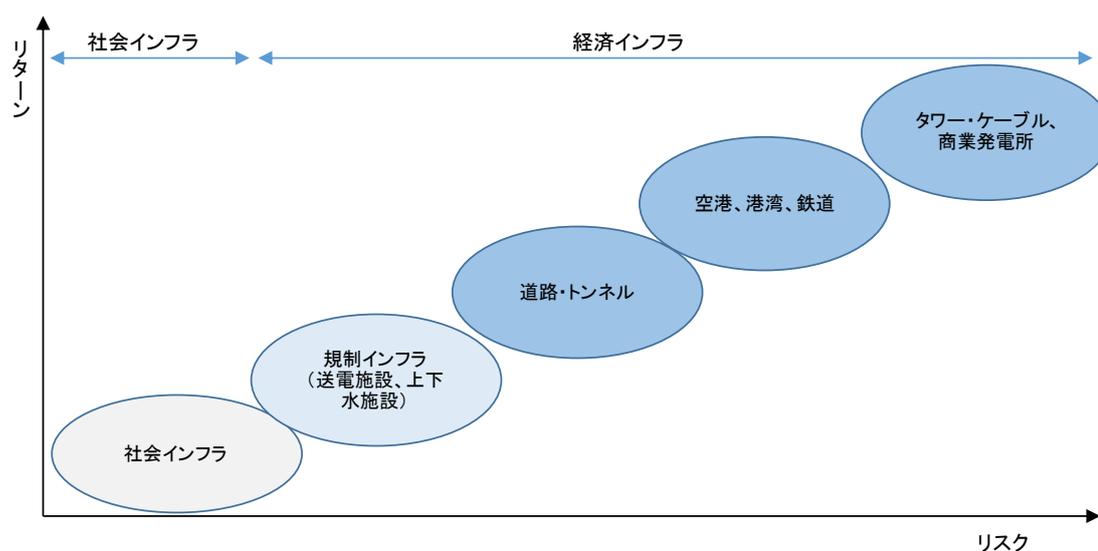
- 事業セクター
- 収入構造
- 事業ステージ
- 所在地域

(1) 事業セクター

事業セクターとは、行っている業務内容による分類で、輸送(道路・トンネル、空港、港湾、鉄道)、エネルギー・公益(発電所、送電施設、上下水施設)や通信(タワー、ケーブル)等の経済インフラと、学校、病院、刑務所等の社会インフラとに大別される。

これらのリスク・リターン特性は、需要の経済環境変化への感応度や規制の度合い等により、図表4のとおり分けることができる。ただし、これは各々の事業セクターの持つ特性を一般化したうえでのイメージ図であり、個別資産においては、資産の所在国、事業ステージ、締結している契約内容や借入比率等によりリスクの程度は変わってくることに留意が必要である。

図表4：事業セクターによる分類



出所：三菱UFJ信託銀行作成

(2) 収入構造

収入構造では、固定と変動に分類される。固定収入には、PPP³案件で利用量に関わらず適切な状態で利用可能となっていれば行政より支払われるものや(アベイラビリティ方式)、オフテイク契約と呼ばれる長期固定契約に基づき電力卸供給事業会社より発電施設運営事業会社に対して支払われるものなどがある。ただし、例えば同じ有料道路運営事業会社であっても、PPP 案件で固定収入のものもあれば、利用者から徴収される料金がそのまま収入となる独立採算方式の変動収入のものもある。

経済インフラは利用者から徴収される利用料が収入の源泉となる変動収入(独立採算方式)のケースが多く、その場合事業の収入は需要の変動や経済環境に一定程度影響される。一方で、一般的に社会インフラは行政がカウンターパーティーとなることが多く、業績の拡大等によるアップサイドはあまり望めないものの安定的な収入が期待できる固定収入(アベイラビリティ方式)のケースが多い。

(3) 事業ステージ

事業ステージとは、業務稼働の段階による分類で、業務開始前のグリーン・フィールドと、建設が終了し、当局の認可も得た上で実際に業務を行っている段階のブラウン・フィールドに分類することができる。

グリーン・フィールドはキャピタルゲイン(資産価格の上昇)、ブラウン・フィールドはキャピタルゲインに加えてインカムゲイン(事業の創出するキャッシュフロー)がリターンの源泉となる。

当局からの許認可、完工リスク等、不透明な要素が多いことから、一般的にグリーン・フィールドの方がブラウン・フィールドよりもリスクが高い傾向にあり、そのリスクの対価としてリターンも高い傾向にある。

(4) 所在地域

四つ目の切り口は資産の所在地域である。一般に、新興国と先進国とに分かれる。新興国に所在する資産のほうがリスク・リターンがともに高い。

その理由は、新興国では、インフラ事業を取り巻く規制や民間を活用したインフラ整備を推進する政策が、先進国との比較で相対的に未整備であり、また、事業リスクおよび政治リスクがともに高いためである。事業リスクについては、建設業者、オペレーターおよび利用者等の各カウンターパーティーとの契約内容の厳格化ならびに各種保険契約の締結により一定程度は抑制できるところもあるが、政権交代による政策・規制変更等の政治リスクの抑制には限度があることには留意が必要だろう。

³ PPP とは、Public Private Partnership の略。行政と民間が資金面やノウハウ面で連携して公共サービスを提供するスキーム。

ここまで、インフラ毎にリスクの度合いが異なることをみてきた。リスクの高い資産はリターンも高いため、リスクの高いインフラへの投資を一概に控えたほうが良いわけではないが、高リスク資産への投資に際しては自らのリスク許容度を踏まえ、投資の可否および投資額の程度を決定することになる。

インフラ・ファンドへの投資検討に際しては、インフラ投資の目的を踏まえたうえで、各々のインフラのリスクおよびリターンの特性を理解し、投資対象候補となるインフラ・ファンドにおける投資対象や所在地、事業ステージ等の投資基準、投資制限を把握し、インフラ・ファンド運用会社(以下マネージャー)にかかる投資の運用能力があるのかを確りと見極めることが肝要である。

図表5は本節で紹介したインフラの分類と、かかる分類において特に大きく影響を受けるリスクとの関係を示したイメージ図である。例えば、事業セクターによる分類では、前述のとおり、社会インフラと経済インフラに分けられるが、社会インフラのほうが経済インフラに比して需要リスクおよびオフテイクリスクが低い、といった具合である。

図表5：インフラの分類とリスク

分類	リスク	低	高
事業セクター	需要、オフテイク	社会インフラ	経済インフラ
収入構造	需要	固定(アベイラビリティ方式、オフテイク契約)	変動(独立採算方式)
事業ステージ	許認可取消、完工	ブラウン・フィールド	グリーン・フィールド
所在地域	許認可取消、制度、外貨取引	先進国	新興国

出所：三菱UFJ信託銀行作成

4. インフラ・ファンドの種別

インフラへの投資手段としては、インフラ運営企業への直接投資もしくはファンドを通じての間接投資が挙げられるが、ごく少数の大型かつ経験豊富な年金基金等を除き、ファンドを通じての間接投資が一般的であろう。これは、インフラ投資には高い専門性が要求されること、また、少額の投資資金であってもファンドを介すことで大型資産そして複数の資産への投資が可能となることからである。

ファンドにはデット・ファンドとエクイティ・ファンドがあり、同じインフラ運営企業に投資した場合であっても、リスク・リターン特性が大きく異なることに留意が必要である。

デットとは一般的に予め定めた条件で元本の返済を行う債務であり、エクイティとは一定の期日までに元本を返済する義務のない出資金である。そして、インフラ運営企業の生み出すキャッシュフローに対する権利はデットがエクイティに優先する。なお、エクイティ投資

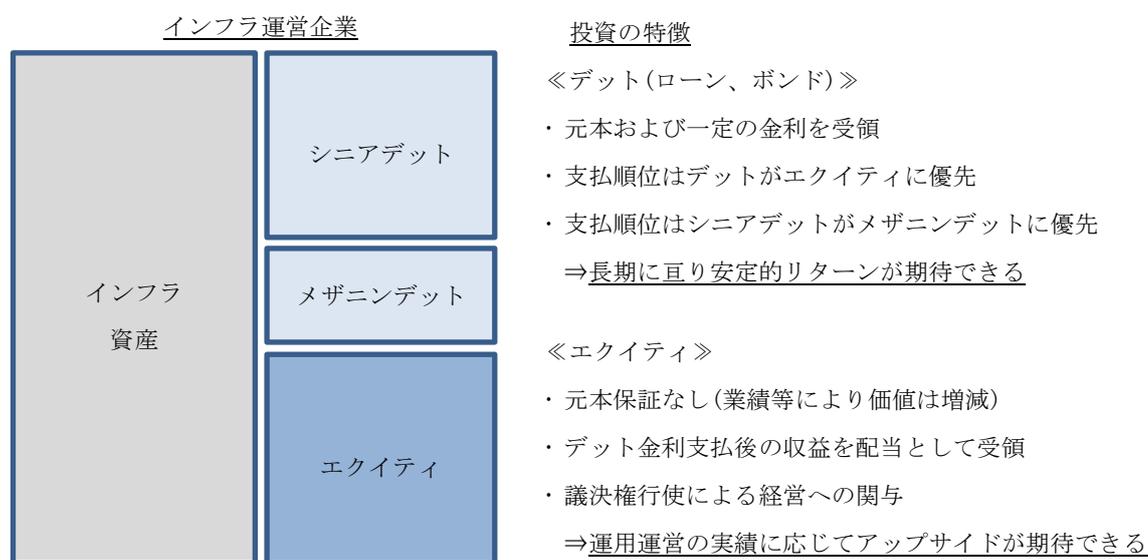
家は議決権行使(取締役選任)等を通じて投資先企業の経営に深く関与することが可能であることも忘れてはならない。

デット・ファンドは、エクイティ・ファンドに比べ、投資後の投資先インフラ運営企業の業績に関わらず優先して当初定めた条件でのリターンを得ることのできるローリスク・ローリターンな投資といえる。

エクイティ・ファンドは、同企業の収益力が低下した際には配当額が減少し、事業価値が低下した場合にはデットに先んじてエクイティが毀損することになるものの、業績次第では配当額の増加、エクイティの増価というアップサイドが見込まれ、リスク・リターンがともに高い投資といえよう。

これらの特性により、デット・ファンドでは、案件検討の際、景気後退期等の収益悪化時においても元利金の支払が滞ることがないかのダウンサイドを意識したリスク評価、シナリオ分析が重点的になされる。一方、エクイティ・ファンドでは、同様のリスク評価、シナリオ分析と併せリターン創出可能性も案件検討時の評価ポイントとして重要となってくる。

図表6：インフラ運営企業資本構成と特徴



出所:三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ. インフラ・ファンドの運用実務

ここでは、インフラ・エクイティ・ファンドにおける資産取得、運用および売却の三つのフェーズにおいて、マネージャーが具体的に何をしているかを紹介することで、いかにしてリスクを低減し、リターンを創出しているかについて考察したい。

なお、前述のとおり、本稿でいうところのリスクは価格変動率のブレ(標準偏差)ではなく、キャッシュフロー創出能力の低下と考えると各々のリスクがイメージしやすいだろう。

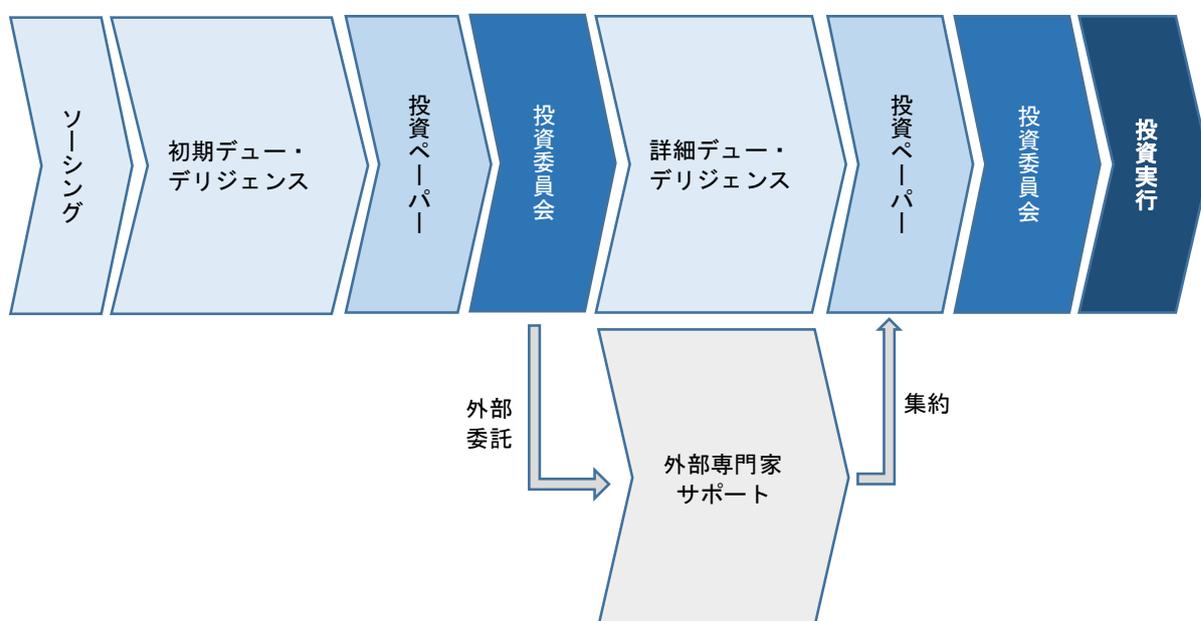
1. 資産取得実務(オリジネーション)

インフラは流動性が低く、取得後の市場における売却も容易でないことから、いかに取得時にリスクを特定し、かかるリスクを低減させるかが非常に重要である。

資産取得にかかるプロセスは以下のとおり分けることができる。マネージャー毎にやや異なる点はあるが、一般的な投資プロセスは図表7のとおりである。

- ソーシング(案件情報取得)
- デュー・デリジェンス(案件調査)
- 投資委員会(意思決定)

図表7：投資検討プロセス



出所：三菱UFJ信託銀行作成

(1) ソーシング

ソーシングにおいて、案件の情報は投資銀行やコンサルティングファーム等のフィナンシャルアドバイザーのほか、インフラに直接投資をしている大手年金基金や他のインフラ・エクイティ・ファンド等の投資家や事業会社より入手する。投資家数も限られている中、豊富な経験を持ち、かつドライパウダー⁴を抱えるマネージャーには世界中から案件が持ち込まれる。

勝ち馬に乗りたいフィナンシャルアドバイザーや、経験値の高い投資家と共同で保有したい投資家、運営能力を備えた売却先を探しているインフラ・エクイティ・ファンド等の現エ

⁴ ドライパウダーとは、ファンドの投資家がファンドに対して出資約束している金額のうち、まだ投資にまわっていない部分。ファンドの投資余力。

クイティ保有者は豊富な経験を持つマネージャーに案件を持ち込むインセンティブがある。長期に亘る業界での運用経験により、業界において評価されていれば、多数の投資家が応札する競争入札だけではなく、指定された少数の投資家のみが応札する限定入札や相対交渉での案件獲得機会を得ることができる。

マネージャー選定の際には、マネージャーのこれまでの案件投資が競争入札か限定入札か、それとも相対での取得であったのかを確認することで、業界での評価の一端を窺い知ることができよう。

(2) デュー・デリジェンス

初期デュー・デリジェンスでは、持ち込まれた案件について、まずは事業セクター、事業ステージ、所在地、案件規模などの最低限の情報をもとに外部専門家等も指名し、コストをかけての詳細デュー・デリジェンス実施に値するかの評価が行われる。

多くのマネージャーでは、この初期デュー・デリジェンスにおいて、その後継続検討が為されるかどうかは投資委員会等での機関決定事項となっている。

詳細デュー・デリジェンスを実施することが決定した案件については、外部専門家も活用するステージへと進むこととなる。

具体的にどのような項目について、どのような調査を実施し、かかる調査の結果をどのように評価しているのか、ブラウン・フィールド案件の場合におけるデュー・デリジェンス項目についてみてみたい。まず、主要なデュー・デリジェンス項目は図表8のとおりである。

図表8：主要デュー・デリジェンス項目

項目	主な評価事項
ビジネス環境 (需要、料金やコスト、 ビジネスモデル等の調査)	需要リスク、オフテイカーリスク、運営リスク、 資金調達リスク
テクニカル (設備・機能の質等技術面の調査)	完工リスク、運営リスク
保険付帯状況	自然災害リスク、人為的災害リスク
法律・規制	許認可取消リスク、制度リスク、外貨取引リスク
会計税務	制度リスク

出所：三菱UFJ信託銀行作成

大手の投資家であっても、それぞれのデュー・デリジェンス項目において外部専門家を使っていることが多く、資産取得業務を担当するオリジネーションチームにとってはこれらの外部専門家からレポートされる詳細かつ膨大な情報を正しく評価できるかが重要な能力といえる。

また、この段階において、将来的な利用料金の変動や補修費用の発生などの事項を価格モデルに落とし込み、資産価格を算出する。同時に借入交渉もスタートし、借入額等も踏まえ、最終的な入札価格を算出する⁵。

これらのデュー・デリジェンスを実施したうえで投資委員会に諮り、承認が得られた場合には応札に進むことが一般的である。

ここで、先進国に所在する独立採算型で稼働中の空港案件への投資検討におけるデュー・デリジェンスの留意点を取り上げてみよう。

案件概要

事業セクター	：	経済インフラ
収入構造	：	変動収入
事業ステージ	：	ブラウン・フィールド
所在地域	：	先進国

本案件は、インフラの中では比較的需要リスクの大きな経済インフラかつ独立採算方式案件であり、利用者から徴収される利用料がそのまま事業の収入となるため、新規就航路線開拓等の施策による収益拡大余地の検討も含め、精緻な将来の需要予測が求められる。

事業ステージは既に稼働中のブラウン・フィールドであることから完工リスクは有さないものの、現在の設備・機能については十分に精査し、事業価値算出にあたっては将来的な補修費用等を考慮する必要がある。

所在地域は先進国であり、一般的に新興国との比較で政治・規制リスクは低いといえるが、先進国間においても政治・規制環境は異なるため、当該国に精通することが必要である。

発生により資産の毀損や事業の停止による機会損失を引き起こしかねない各種リスクに対しては、発生可能性および発生時の損害額と保険料とを比較衡量し、保険の付帯を検討することになる。補償は、物理的損害に対する原状回復等の補償と、何らかの影響を受けて事業を休止することとなった場合の機会損失に対する収入の補償とに分けられるが、自然災害等の自分でコントロールすることのできないリスク(フォース・マジョール)への保険の場合、後者の機会損失は補償範囲外となっていることが多いことに留意を要する。また、フォース・マジョールに限らず、他のリスクに対する保険も含め、戦争や核による損害については補償範囲外となっていることが一般的である。

なお、デット投資家もインフラ事業会社の事業モデルおよび将来的な収益予測について評価するが、エクイティ投資家の場合、取得後には議決権行使を通じ自らが事業を運営することになる。よって、デュー・デリジェンスの過程において、取締役をどれだけ送り込むこと

⁵ 入札価格とは、マネージャーの評価する資産価格であり、エクイティとデット調達額との合算となる。なお、一般的に資産価格算出にあたってはDCF法による価格モデルを用い、かかるモデルにより算出された資産価格はEBITDA倍率(資産価格÷EBITDA(金利税金償却前利益))によって取引事例や上場案件と比較され、相対的な価格の妥当性が検証される。

が可能か、取得後にどのような事業展開が可能かについての青写真を描くことが重要となってくる。空港運営事業における成長戦略としては、LCC(格安航空会社)誘致、新規就航路線開拓、滑走路増設、不動産事業およびリテール事業拡大などが考えられる。

つまり、資産取得フェーズにおいて、オリジネーション担当者のみでなく経験豊富な運用担当者の関与が重要となってくる。実際に、マネージャーは会計ファーム、コンサルティングファームや投資銀行のバックグラウンドを持つ者のほか、インフラ事業会社での実務経験者、マネジメント経験者を多く擁している。そして、資産運用フェーズに入る前の資産取得フェーズにおいても、運用担当者が重要な役割を担っている。なお、人員について付け加えると、前章で説明した政治・規制リスクについては、一般的にフォース・マジョールと整理されているが、これらのリスクの程度を把握し、低減するために政治や行政と太いパイプを持つ者をアドバイザーとして招聘しているマネージャーもある。

(3) 投資委員会

マネージャーによって異なるものの、図表7のとおり、一般的には投資委員会には二度諮られることが多い。第一段階では、初期デュー・デリジェンスの結果、案件が投資適格であったか、外部専門家の活用等により費用の発生する詳細デュー・デリジェンスを実施するかについて判断する。第二段階では、詳細デュー・デリジェンスの結果も踏まえ、かかる案件への投資可否、投資価格の妥当性について判断する。

2. 資産運用実務(アセットマネジメント)

インフラ・デット・ファンドの場合には、投資期間中に投資先インフラ運営企業の業績が拡大したとしても予め定めていた金利や元本が変わることはないが、インフラ・エクイティ・ファンドの場合には、同企業の業績次第でリターンは上がることも下がることもあるため運用能力が一層重要である。

冒頭のインフラの分類でもみてきたように、一口にインフラといっても、運営への関与、資産価値の向上に関しては個々のインフラ毎に大きく異なる。

例えば、収入構造が固定収入である案件では、費用削減や規模拡大による運営効率化、リファイナンスによる金利負担の低減等によるアップサイドはあるものの、資産価値向上の余地は限定的である。運用においてはKPI⁶管理等を通じたモニタリングが主要業務となる。

一方で、収入構造が変動収入である案件においては、収益増加、資産価値向上の余地が大きい。このケースでは、取締役を任命し、新たな施設の建設、業務効率化および財務のリストラ等の施策を通じ、投資先インフラ運営企業の資産価値の向上を目指す。

⁶ KPIとは、Key Performance Indicator(重要業績評価指標)の略で、組織業績を定量的に計測するために設定する指標。

ここで、前節同様に先進国に所在する独立採算型で稼働中の空港の運用を取り上げてみる。空港運営企業の収益は、発着料等の航空系事業収益および免税店賃料や駐車場利用料等の非航空系事業収益の二つに分けられる。例えば、具体的な施策として、着陸料を値下げしコストに敏感な LCC を呼び込むことが考えられる。結果として、着陸料の値下げと着陸本数の増加により航空系事業収益は横ばいに止まっても、旅客者数を増加させ免税店や駐車場等からの非航空系事業収益を伸ばし、空港運営全体でみたときの収益力を向上させることなどが期待できる。

なお、実際の事例として、大手インフラマネージャーである Global Infrastructure Partners は London City 空港運営において、顧客満足度を向上させるための保安検査場キャパシティ拡充やロビーにおける無料 Wi-Fi サービス導入、航空会社と協同しての定時発着率向上などの様々な施策を実行している。

運用ノウハウを持つマネージャーは、自らの運用能力を発揮するために、少なくとも取締役会での重要決定事項に対し拒否権を行使できる持分を確保することが一般的である。

運用ノウハウを持っていない政府系ファンド等の投資家は、太陽光発電施設など運営の範囲が限定的である資産へ投資するケースや、運用ノウハウを持つマネージャーとの共同投資によりノウハウの積上げを図るケースが多い。

なお、マネージャーによっては継続的なパフォーマンスを維持するため、また、人材の流出を防ぐため、インセンティブ報酬制度を取り入れている。単年度のみではなく中期的なファンドのパフォーマンスにも連動させる仕組みや、その一部を数年後に受け取り可能とし、受け取り前に退職した場合には権利を喪失する仕組みなどにより、短期的に過度なリスクを追求するインセンティブの抑制や、人材流出を阻止する工夫がなされている。

3. 資産売却実務

資産売却の実務は、主に自らの要求する価格および条件での購入者を探すことであり、資産取得に比べるとシンプルである。

マネージャーの資産売却の経験や体制が十分でない場合には、大手投資銀行や会計系コンサルをフィナンシャルアドバイザーに任命し、売却にかかる一連の手続きを遂行することになる。

資産売却に関する戦略はファンドの種別によっても異なる。ファンド期間が設定されているクローズド・エンド・ファンド⁷であればファンド期間の後半が資金回収期となる。よって、それまでに投資先企業の価値向上を図り、売却機会をうかがうことになる。

⁷ クローズド・エンド・ファンドとは、中途解約を原則認めていないファンド。クローズド・エンド型のインフラ・ファンドのファンド期間は一般的に10年～20年。

一方で、ファンド期間の定めのないオープン・エンド・ファンド⁸の場合には企業価値向上の余地、他の投資機会との比較、市況等を考慮し、売却の判断を行う。

いずれのファンドであっても、売却にあたっては売却手法、市場環境、事業ステージおよびポートフォリオの最適化といったポイントが重要になってくる。

資産取得検討には多くの労力、費用がかかることから、マネージャーは取得可能性の高い案件に注力して取り組むこととなる。つまり、あまりに多くの投資家が参加することが見込まれる案件や、ノウハウ不足から十分な成長戦略が立てられず競争力のある入札価格提示が困難な案件などを避ける傾向がある。よって、多くの投資家が参加可能な公開入札とするよりも、個別投資家との相対取引によって取引価格を最大化できる可能性もある。どちらの売却手段により売却価格を最大化できるのかの判断もマネージャーのノウハウの一つである。

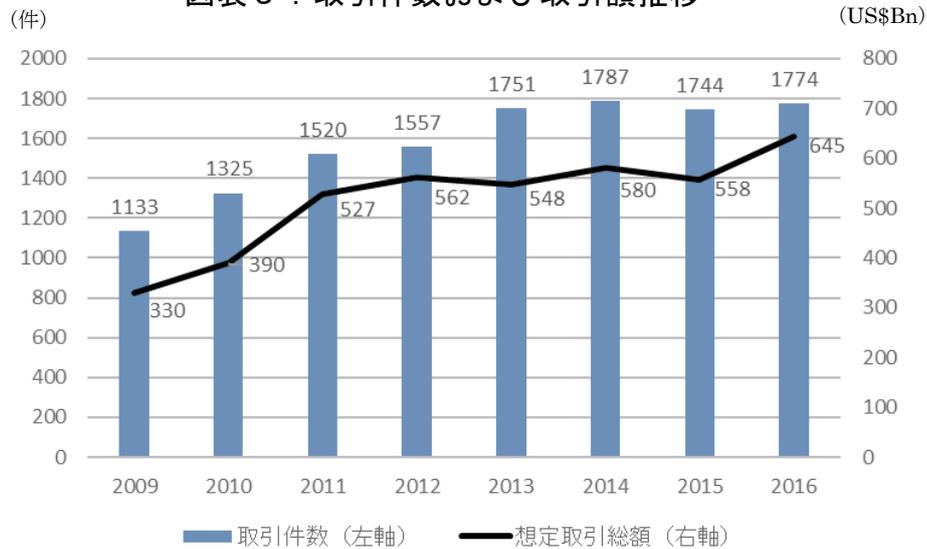
前述のとおり、ファンドの種別によって売却時期がやや縛られることもあるが、マネージャーは売却にあたって、景気循環の局面、買い手となる投資家の投資意欲等の観点、保有するインフラの今後の成長余力やファンドのターゲットリターンなどの観点を総合的に勘案し、売却時期として適しているか判断する。また、クローズド・エンド・ファンドの資金回収期においては一定程度止むを得ないが、売却によってポートフォリオの業種や所在地域が過度に偏らないように留意する必要がある。

インフラはいまだ歴史の浅い資産クラスであり、参加投資家数も限定的である。加えて不動産等と比較しても個々の資産規模が大きく、自らの望んだタイミングで望む価格での売却がうまくいく保証はない。

とはいえ、図表9に示したとおり、インフラの取引件数は足許その水準を維持するに止まるが、中長期的にみれば想定取引額と同様に増加傾向にあり、いまだ他の伝統資産との比較では高いとはいえないものの、流動性は高まってきているといえる。また、図表10に示したとおり、インフラへの現投資配分は目標とする投資配分比率に達していない投資家も多く、潜在的な買い手はいるといえよう。

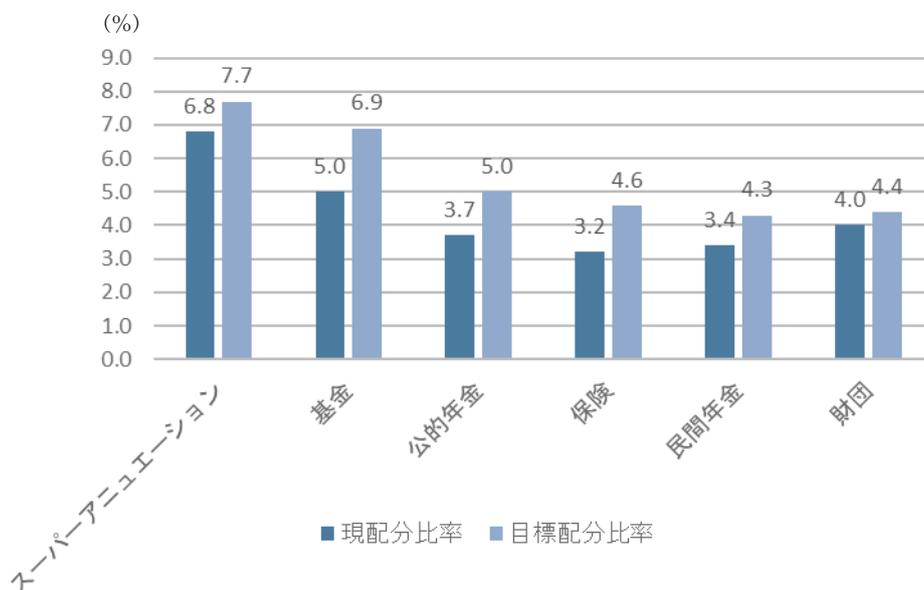
⁸ オープン・エンド・ファンドとは、中途解約が可能なファンド。ファンド自体の期間は一般的に無期限もしくは長期。

図表 9：取引件数および取引額推移



出所：Preqin「Global Infrastructure Report 2017」より三菱UFJ信託銀行作成

図表 10：ポートフォリオに占めるインフラ投資の割合



出所：Preqin「Global Infrastructure Report 2017」より三菱UFJ信託銀行作成

ノウハウを持つマネージャーは、明確な成長戦略、出口戦略、そしてかかる戦略の遂行能力を持っている。投資家が商品選定する際には、マネージャーのトラックレコードがマネージャーの意図した成長戦略、出口戦略を遂行した結果としてのものであるかを確認することが、パフォーマンス再現性評価の観点からも肝要である。

マネージャーやファンドの標榜する戦略によって異なる点はあるものの、インフラ投資の一連のサイクルは本章で述べたとおりとなる。いずれのステップにおいても、マネージャーの実績・経験が重要であり、ファンド選定にあたっては、これらの専門性を備えたマネージャーを見極めることが必要となる。

IV. 終わりに

本邦におけるインフラ投資の歴史はまだ浅く、世界のインフラ投資先進諸国においてもいまだ成長段階にある。しかし、年金基金をはじめとする長期運用が可能な投資家にとって非常に魅力的なインフラの持つ特性「長期、安定的なキャッシュフローの獲得」、「インフレーションリスクのヘッジ」および「ポートフォリオ分散効果の獲得」、加えて、先進諸国における苦しい財政事情や新興国における旺盛なインフラ建設需要を踏まえると、インフラ投資にはますますの発展が見込まれよう。

一方で、本稿にて紹介したとおり、インフラには固有のリスクがあることも忘れてはならない。「政治・規制リスク」、「事業リスク」および「イベントリスク」である。これらのリスクはノウハウを持つマネージャーであっても、抑制の程度には限界がある。

本邦においては、政治・規制リスクを低減するために先進国所在、事業リスクを低減するためにブラウン・フィールドとしたインフラに限定して投資するファンドが好まれる傾向にある。とはいえ、今後はリスク・リターン特性のバラエティに富むファンドも出てくるであろう。そして、その際にはインフラのリスクの所在およびリターンの源泉に対する更なる理解が必要となろう。

インフラ・デット投資では投資期間中に投資先インフラ運営企業の業績が拡大したとしてもリターンのアップサイドがないことから、リスク評価、ストレスシナリオでの利払いおよび元本回収の蓋然性評価の能力がマネージャーに求められるが、インフラ・エクイティ投資では同企業の業績拡大によるリターンのアップサイドがあるため、リスク評価とともにリターン創出の能力がマネージャーに求められる。

インフラ投資においては、まずは投資家自身がインフラ投資におけるリスク管理およびリターン創出のポイントについて理解を深めること、そして、各ポイントに対するコントロールがどのようになされているのかを具体的に知ることを通じて、マネージャーの運用能力を見定めることが肝要である。本稿が、資産運用におけるインフラ投資検討の一助となれば幸いである。

(平成 29 年 8 月 23 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- 『インフラ・エクイティへの投資について(資産運用情報2015年4月号)』
三菱UFJ信託銀行[2015]
- 『リアルアセット投資に関する調査研究』年金シニアプラン総合研究機構[2016]
- 『インフラ投資に関する調査研究報告書』年金シニアプラン総合研究機構[2013]
- 『金融法人及び年金基金における金融政策・金融規制、オルタナティブ投資の実態調査』
大和総研[2016]
- 『平成25年度貿易保険制度等調査委託事業報告書』あずさ監査法人 [2014]
- 『平成25年度業務概況書』年金積立金管理運用独立行政法人[2014]
- 『2015年度年金資産運用状況説明書』企業年金連合会 [2016]
- “Managing Risk in infrastructure investments” PEI [2016]
- “Infrastructure Asset Management” PEI [2010]
- “2017 Preqin Global Infrastructure Report” Preqin [2017]
- “Global Pension Assets Study 2017” Willis Towers Watson [2017]
- “Global Alternatives Survey 2016” Willis Towers Watson [2016]
- “Risk and Return Characteristics of Infrastructure Investment in Low Income Countries” OECD [2015]
- “Fostering Investment in Infrastructure” OECD [2015]
- “Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds” OECD [2016]
- “Infrastructure Investment” BlackRock [2015]
- “Recognition of Each Real Asset” Greenwich Associates [2014]
- “Infrastructure Investment Policy Blueprint” World Economic Forum [2014]
- “Risk Reallocation Tools for Infrastructure Development in Frontier Markets”
World Economic Forum [2015]
- “Mitigation of Political and Regulatory Risk in Infrastructure projects” World
Economic Forum [2015]
- “Understanding Infrastructure – a reference guide” AMP Capital [2013]
- “Infrastructure Investments” EY [2015]
- “Generating long term value from infrastructure investments” PwC [2010]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）