

# 銀行融資に代わり存在感高める インフラファンド

## レバレッジの縮小がもたらす変化

大和総研  
資本市場調査部  
課長代理

藤井 佑二



インフラファイナンスの新たな担い手としてインフラファンドが注目されている。インフラファンドとは、各種インフラ事業を投資対象とし、インフラの建設や運営への関与によりリターン獲得を目指すファンドで、オルタナティブ投資であるプライベート・エクイティファンド（以下PEファンド）の一種である。本稿では、インフラファンドの概要を解説したうえで、近年の動向を取り上げる。なお、インフラファンドは上場型と非上場型に分けられるが、本稿では非上場型のみを対象とした。

### ファンドにより

### 大きく異なるリターン

インフラ事業の経済的な特徴

は、「安定したキャッシュフロー」「インフレに連動したキャッシュフロー」「景気への非連動性」にあり、いずれも長期にわたる。これは、①投資金額の大きさ、規制による高い参入障

壁、独占供給といった特徴があること、②社会に不可欠なサー

ビスを提供することにより、景

気循環の影響を受けにくく、需

要の安定性が高いこと、③初期投資が大きく固定費率が高い

（変動費率が低い）ことが理由

である。また、インフラサービスの料金体系には、インフレを反映させる料金体系を採用する

場合が多いことも影響してい

る。ただ、インフラ事業を個別

にみると、これらのすべての特

徴を常に有するケースは稀で、

これらの特徴の一部だけ有する

か、特徴の程度には差があるの

が実際である。

インフラファンドのおもな投資対象は、プロジェクト・ファイナンスを使った、インフラ事

業における、プロジェクト会社のエクイティ（株式）である。投資対象となるインフラ事業では、民間企業主体で構成されるプロジェクト会社（特別目的会社）が、実施主体として20年や30年などの長期間にわたりインフラの計画、建設、資金調達、運営を一括して手がけるが、インフラファンドの多くは、このプロジェクト会社のエクイティに投資し、事業のスポンサーとなる。ただ、後述するとおり、近年ではシニアデットや劣後デットに投資するインフラファンド（以下インフラデットファンド）の組成も増加している。

インフラファンドは、出資先

持分を3～6年保有し、インフ

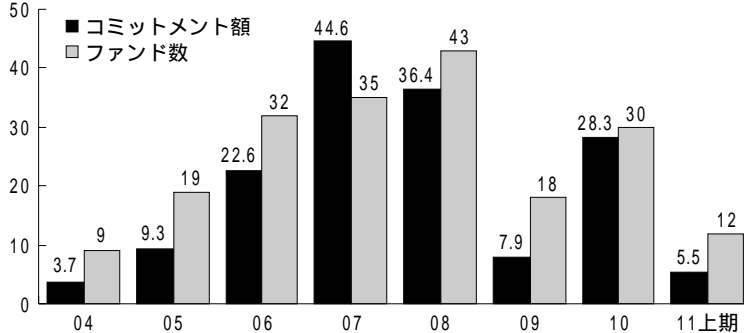
ラ事業の実施主体の財務再構築

やコスト削減、収入源の多角化

により業績を向上させたうえで、おもに出資先持分を自社あるいは他社のインフラファンドや事業会社に売却するか、ファンド自体を上場させることで投

【図表1】 インフラファンドへのコミットメント額、組成ファンド数

10億ドル、本



(注) 募集を締め切ったファンドのみ対象。  
(出所) Preqinから大和総研作成。

これは、投資対象とするインフラ事業が多様なうえ、インフラ事業にはプロジェクト・ファイナンスに伴うリスクがあり、そのリスクへの対応によってもファンドのリスク・リターンが影響を受けるためである。加えて、運用形態やレバレッジ、手数料などファンド自体の運用方針もリスク・リターンに影響する。

資を回収している。投資期間中は、インフラ事業の実施主体からの配当収入を受け取る。インフラファンドを対象にしたリターンに関する調査(Preqin実施)では、目標内

部収益率(IRR=Internal Rate of Return)が手数料控除後で10~15%以下のファンドが全体の43%、15%超~20%以下が同32%と、10%から20%のファンドが70%超を占める。ただ、10%以下(構成比14%)、20%超~25%以下(同9%)、25%超(2%)を目標とするファンドも存在し、インフラだけを対象としていても、ファンド間の差は大きいと考えられる。

### コミットメント額は回復も、投資件数は減少

民間調査会社Preqinによると、インフラファンドのコミットメント額(投資家が実際に拠出した金額ではなく、ファンドの全運用期間を通して拠出を約束した金額をさす)は、2004年の37億ドルから07年には446億ドルと大きく拡大した(図表1)。

一方、金融市場の混乱の影響で、08年と09年はコミットメント額が364億ドル、79億ドルと前年比で大幅に減少した。これは、機関投資家が流動性の低い資産への投資を控えたり、金融危機以前に実施したコミットメントを取り消したりしたことで、ファンド側が目標コミットメント額を集められず、募集を最終的に締め切る期限を大幅に延期したためである(図表1では募集を最終的に締め切ったファンドのみを計上している)。

しかし、10年は、機関投資家によるコミットメントが回復し、金融市場の混乱前に募集が始まっていたファンドが、最終的な募集期限を相次いで迎えたため、インフラファンドへのコミットメント額も283億ドルと大幅に増えた。11年は、上半期が55億ドルで、通期で前年を下回る可能性が高い。ただ、これは08年と09年の反動で10年に多くのファンドが募集を最終的に締め切ったことや、現在コミットメントを集めているファンドの多くが、10年以降に募集を開始しコミットメントを集める途中段階にあることが影響しており、今後最終的に募集を締め切るファンドが増えるにつれて、コミットメント額は増える予想している。

ファンドによるインフラ事業への投資は、投資段階にあるファンドが増え続ける一方、件数は08年の251件をピークに若干減少しており、11年(上半期

は96件)も前年を下回る可能性がある。背景には、景気悪化や欧州諸国での財政不安、13年以降に導入予定のバーゼルⅢの影響から、銀行が資産を圧縮していることを受けて、ファンドが投資対象とするインフラ事業への融資が得られないことや、資金調達コストが上昇していることがある。プロジェクト・ファイナンス向けの融資は、バーゼルⅢの規制対象となる大手銀行が、大きな割合を占めている。

### 金融危機後はレバレッジが縮小

08年以前、インフラファンドの運用会社では、投資持分のリターンを高めるために、総事業費の7〜8割、高いときには9割を借入金で賄い、レバレッジを積極的に活用する動きがみられた。しかしその後は前述した銀行の融資減少でレバレッジを活用した投資が減少している。現在のインフラ事業では、負債

の割合が5〜7割にまで低下しているとされる。なお、高いレバレッジを用いていたインフラファンドのなかには、金融市場の混乱の結果、返済コストが想定を超え、また本来は概して安定しているインフラ事業の業績が、景気の急激な悪化により想定を下回り、最終的に破産に追い込まれるファンドも現われている。たとえばアメリカでは、1930年代の大恐慌時にも減少しなかった電力消費量が、08年以降2年続けて減少している。

### インフラデットファンドが台頭

銀行からの借入金の調達が困難となるなかで、近年増えているのがインフラデットファンドである。投資対象は、一般的にインフラ事業の実施主体に対する劣後デットやシニアデット(いずれもローン、債券)などから構成され、運用期間中は基

本的に投資先の債権を保有し続ける。劣後デットやシニアデットへの投資は、銀行がインフラ事業向けに実施したシンジケートローン(協調融資)を、シンジケートローンのエージェント(おもに資金の授受など担当)や、ローンのセカンダリー市場からの購入により行っていると推測される。デットへの投資は、金利収入とデットの購入時と償還時の差益がリターンの源泉となり、エクイティ部分に投資するインフラファンドと比べリターンは低いと考えられる。ただ、返済はあらかじめ契約で決めたスケジュールに従って実施されるうえ、エクイティより弁済順位が高いた

〔図表2〕 運用資産規模の大きいインフラデッドファンド

ファンド名	運用会社	運用会社所在地	投資対象		ファンド運用資産	募集動向
			商品	地域		
Abraaj Infrastructure and Growth Capital Fund	Abraaj Capital	UAE		中東、北アフリカ、南アジア	2,000百万米ドル	クローズ
Aviva Investors Hardian Capital Fund 1	Aviva Investors	イギリス	劣後デット	イギリス、欧州大陸	1,000百万ポンド	募集中
Hastings Infrastructure Debt Fund3	Hastings Funds Management	豪州	劣後デット	先進国	1,000百万ユーロ	募集中
Cordiant Emerging Infrastructure Loan Fund	Cordiant Capital	カナダ			750百万米ドル	募集中
AMP Infrastructure Debt Fund	AMP Capital Investors	豪州	劣後デット	OECD諸国	500百万ユーロ	募集中
Barclays Senior Debt Infrastructure Fund 1	Barclays Capital	イギリス	シニアデット	イギリス	500百万ポンド	募集中

(注) 運用資産はAbraajを除き、目標コミットメント額。また、ファンドによりデッド部分への投資も含む。

(出所) Preqin、各種記事から大和総研作成。

め、リターンの安定性は高い。また、金利水準がLIBORなど基準金利に連動するため、エクイティに投資するファンドと同様、キャッシュフローにはインフレヘッジの効果がある。

インフラデットファンドの投資家は、現状では銀行が中心となる。これは、銀行はインフラ事業の実施主体に対する融資の経験をもち、事業のリスクとリターンを見極めるのに必要な経験や知識が豊富であるためと推測する。インフラデットファンドは、98年に最初のファンドが登場し、デットのみで投資するファンドおよびデットとエクイティのいずれにも投資するファンドの2種類があるが、合計では11年6月末時点で33本のファンドが存在する（Preqin調査）。図表2に運用資産の大きいインフラデットファンドを示した。

エクイティ主体に投資するファンド運営会社にとっては、投

資開始が遅れることはIRRの低下につながってしまうが、インフラデットファンドが劣後デットやシニアデットを提供すれば、ファイナンス面で事業が成立する可能性が高くなるため、存在意義は大きい。加えて、銀行にとっても、インフラデットファンドは、今後インフラ事業向けの長期融資を縮小する際に、重要な受け皿になる可能性がある。

ふじい ゆうじ

02年青山学院大学国際政治経済学部卒業、大和総研入社。未上場企業の発掘・調査業務、米国株ストラテジスト業務、欧州重電・機械セクター担当のセクターアナリスト業務を経て、09年より資本市場調査部でインフラファンドを中心にオルタナティブ投資の調査業務を担当。日本証券アナリスト協会会員。

郵政改革法案はやはりというべきか今臨時国会で成立しなかった。法案成立を促すため、日本郵政は7月末に傘下のグループ各社トップがそろい踏みするという異例の記者会見を開催。曰く、「郵便局会社と郵便事業会社が分かれていることは非効率」「新しいサービスの展開のために認可制から届出制へ」「残高の減少が続けばコスト割れの可能性もあり、非常に深刻な事態になる。郵貯も簡保も限度額規制の緩和の前提となる郵政改革法案の成立が必要」と、切々と改革法成立の必要性を訴えた。が、その声は国会には届かなかつた。法案不成立により、記者会見で示された経営課題が今後、現実味を帯びてくるが、このほかに「さまざま不都合が生じることが想定される」（霞ヶ関）という。

一つは、郵便局会社と郵便事業会社の統合見送りで生じる保有不動産の評価問題。関係者に



郵政改革法不成立の目算狂い

よると07年の株式会社化の際、不動産の大半を局会社と事業会社に割当て（各6000億円強）、駅前にあるような売却・再開発可能物件を局会社所有とし、その他の売却しにくい不動産を事業会社所有と仕分けした経緯がある。今後、IFRSが導入されると、事業会社は赤字続きであるため、保有不動産の時価評価が収益還元法等により低くなり、巨額の評価損の可能性がある（統合されればこの問題は生じない）。また、貯金の預入限度額を引き上げないと、あてにしていた職員の退職金を受け入れられないことになる。職員の平均退職金が2000万円として、現行の限度額1000万円、万円の倍で、受け皿たりえない。毎年、5000人近くの職員が定年退職しており、その退職金総額は1000億円を超える。限度額1000万円ではどうしても丸取りすることができない。ただでさえ、貯金の減少が続くなか、毎年1000億円の逸失はいかにも大きい。