

イギリスにおけるインフラファンドの発展と日本への示唆

株式会社 野村総合研究所 公共経営戦略コンサルティング部

副主任コンサルタント 福田 隆之

1. 日本に上陸を始めたインフラファンド

2007 年末から 2008 年初めにかけて、インフラファンドと呼ばれる投資ファンドへの世間の注目を集める二つの出来事があった。

一つは、羽田空港のターミナルビルを運営する日本空港ビルディング株式会社に対して、オーストラリアの投資銀行であるマッコーリーの運営するファンドが筆頭株主として現れたこと。もう一つが、元々は国営企業で卸電気事業者の電源開発株式会社の株主に、ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド (TCI) が現れ、外為法による事前届出が必要になる 20%までの持ち株比率の引き上げと経営に対する要求を表明したことである。

いずれの出来事も、日本国内では驚きをもって迎えられた。その背景には、空港や電力といった公的事业、インフラセクターに対する投資に注目する素地が日本になく、投資ファンドの意図が理解しにくかった点が挙げられるのではないだろうか。

ただ、世界に目を向けると、インフラセクターは投資家が最も注目する投資先の一つといってもよい状況にある。インフラ事業は、一般的に独占性が高く収益に大きな変動がない点や、料金や対価に物価スライド条項が組み込まれていてインフレへの連動性が高い点などが、長期的に安定した利回りを志向する投資家から評価されている。一方で、過剰債務に陥った政府からは、政府保証を付けられなくなったインフラ事業に、政府に変わる形でリスクマネーを供給し、長期間に亘って所

有してもらう存在として、重宝されているのも事実である。

インフラに必要な資金をどのようにファイナンスし、資産を誰に所有させるかは高度に政治的な問題である。それが国民にとって不可欠なものであれば、なおさらであろう。そういう意味では、海外での動向をそのまま日本が真似る必要はまったくない。ただ、過剰債務で政府の資金調達能力が低下する一方で、今後、インフラの更新投資の時期に差し掛かるわが国において、この分野でのファイナンスは非常に重要な論点となろう。その際には、政策的な選択肢の中の一つとしてインフラファンドの意味や役割も客観的に理解される必要がある。その上で、活用の可否が選択されるべきであろう。

以上のような問題意識を踏まえ、本論では日本でも手本とされている PFI 手法の導入をきっかけに、インフラファンドが活躍しているイギリスを例として取り上げる。比較的日本と近い環境で活躍するインフラファンドの役割やビジネスモデルを解説し、そこから日本において PFI や民営化手法を活用する際の示唆を整理することとする。

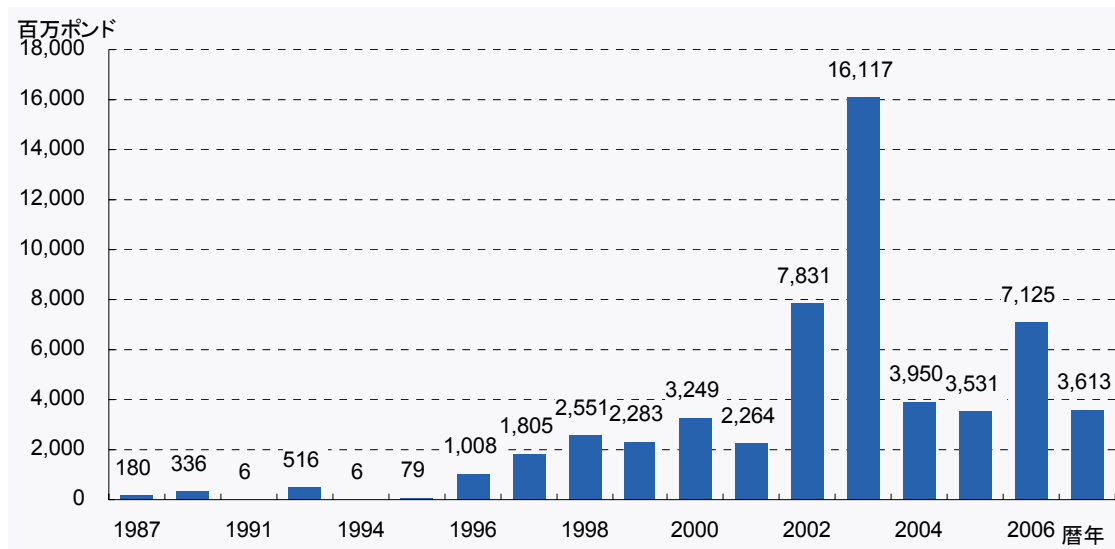
2. イギリスにおけるインフラファンドの活躍の素地

イギリスでは、1980 年代のサッチャー政権下において実施された民営化プログラムを経て、1992 年 11 月に PFI (Private Finance

Initiative) の導入が提唱された。1994 年以降はすべての公共事業に対して、原則として PFI の適用可能性の検討を求めるユニバーサル・テストリングが開始され、急速に拡大することとなった。

PFI 事業の規模は、交通や医療、教育施設などの分野を中心に、2007 年には累計で 570 億ポンド程度（約 13 兆円）まで拡大している。

図表 1 英国における P F I 事業の規模推移



出所) 英国財務省 (HM Treasury) に基づき作成

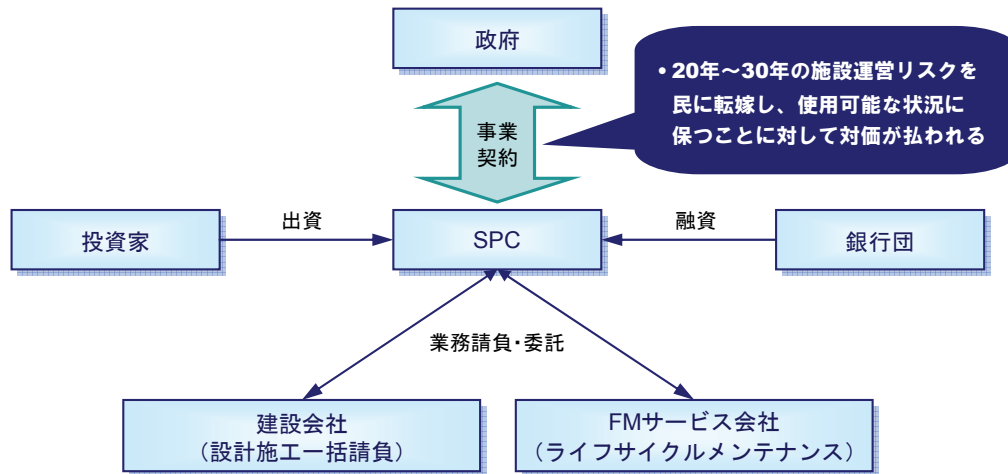
イギリスにおいて PFI 制度が導入された背景には、サッチャリズムと呼ばれた新自由主義的な政策に基づいて、政府の事業を可能な限り小さくし、民間にできることは民間にやらせ、政府の財政負担を最小にしようとした点が理由としてよく挙げられる。事業スキームの面では、民間が投資という形でリスクを取り、サービス提供の責務を政府に対して負うことで、プロジェクトをスケジュールどおりに、必要なクオリティを備えた形で遂行させることも狙いであったとされる。

具体的には、PFI 導入前のイギリスの公共事業では、設計と施工の分割はもちろん、施工も細かく区切って発注する状況があったと言われており、細分化された個々の受注者が全体最適を考えないで仕事をしていたため、

発注者側での調整が煩雑で、工期の大幅な遅延も頻発していた。また、発注者側に技術者がいない中で、細分化された工程を発注者側が適切にコントロールできないような問題もあったようである。

これに対して、PFI によって民間に投資という形でリスクを取らせ、投下した資金の回収という投資家の経済的な利害を元に設計、施行、ファシリティマネジメントの各業務を管理させた。結果として、スケジュールどおり、要求性能どおりに施設を整備し、数十年間適正に維持した投資家にはリスクに見合うリターンを与える。これによってプロジェクトを成功させ、クオリティの高いインフラを安定的に提供することを目指したのである。

図表2 イギリスにおける標準的なPFIスキーム



このような事情を背景に、イギリスのPFI事業における事業者の収益の獲得方法は、政府がアベイラビリティフィー（Availability Fee）で対価を払う方式が選択されているケースが多く見られる。

この方式は、事前に合意した建物性能やサービスレベルが維持されていることを前提に、その対価を20年～30年の長期間に渡って分割で政府が民間に支払うものである。施設の稼働率や利用需給によって収入が変動することはないものの、整備された施設の性能維持には民間が長期的にコミットさせられる仕組みである。

これによって、政府は長期に渡って施設を利用することに伴う対価を支払う債務を負うものの、設計・施工・維持管理を一貫して行う民間事業者に更新投資のリスクも含めてライフサイクルコストを適正化するリスクを移転し、入札による競争を通じて最も望ましい提案にそれを委ねることが可能になる。

この制度が導入された当初の主な投資家は建設工事の受注を狙う建設会社であったと言われる。ただ、規模の大きいプロジェクトに巨額の投資をすることや、建設が終了した後も投資した資金を数十年間に亘って寝かせて

おくことに負担感を覚える建設会社は多かったようである。

このような下地が、インフラファンドの活用へとつながっていくのである。

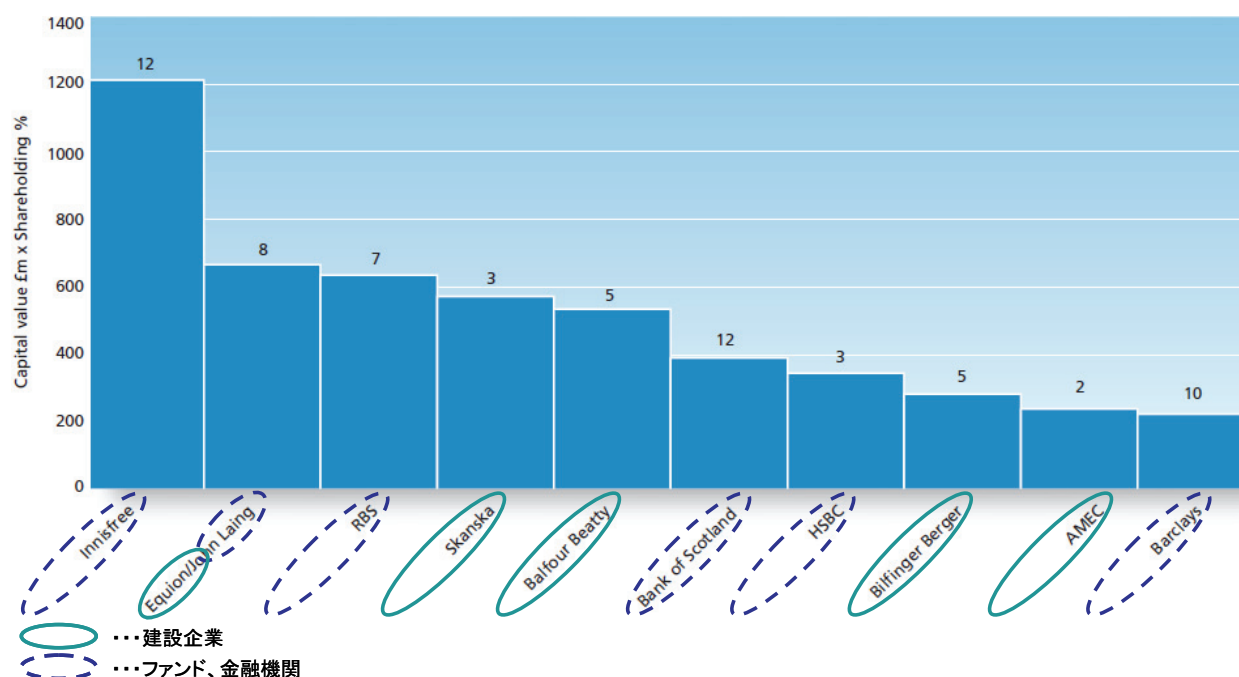
3. インフラファンドの登場とビジネスモデル

1) 登場と発展

イギリスにおけるインフラファンド第一号とされるのが、Innisfree というファンドである。このファンドの創設者は、もともと不動産投資を手掛けていたが、建設会社の投資負担を見中で、不動産投資と同様に投資家が建設会社やデベロッパーのリスクをシェアする余地があると感じたようである。これが、1995年頃のことであり、PFI制度が導入されて数年での動きである。

その後、イギリスではPFIを舞台にインフラファンドが急速に拡大している。現在では、その数は40を超え、PFIの初期投資家（入札・建設の段階の投資家）の多くをファンドが占め、トップのInnisfreeでは投資累計額が日本円で2,000億円を超える状況となっている。

図表3 2004年～2007年におけるPFIプロジェクトの初期エクイティ投資家の上位10社



注1) 棒グラフの値は、総エクイティ投資額（Capital Value×株式保有率、単位は100万ポンド）

注2) 棒グラフの上部の数値は、2004年～2007年における総投資プロジェクト数

出所) PartnershipsUK “PFI:The State of the Market” October 2007

近年では、イギリス国内での実績や機関投資家との信頼関係を活かし、北米や大陸欧州まで活躍の場を広げるファンドも出てきている。日本のインフラ会社への投資を行うファンドが現れている背景も、1990年代後半から2000年代にかけて成功し、機関投資家の信頼を勝ち取ったインフラファンドが、ノウハウや手元に集まる資金を活かして、アジアやその他の発展途上国に活躍の場を広げてきていることと無関係ではない。

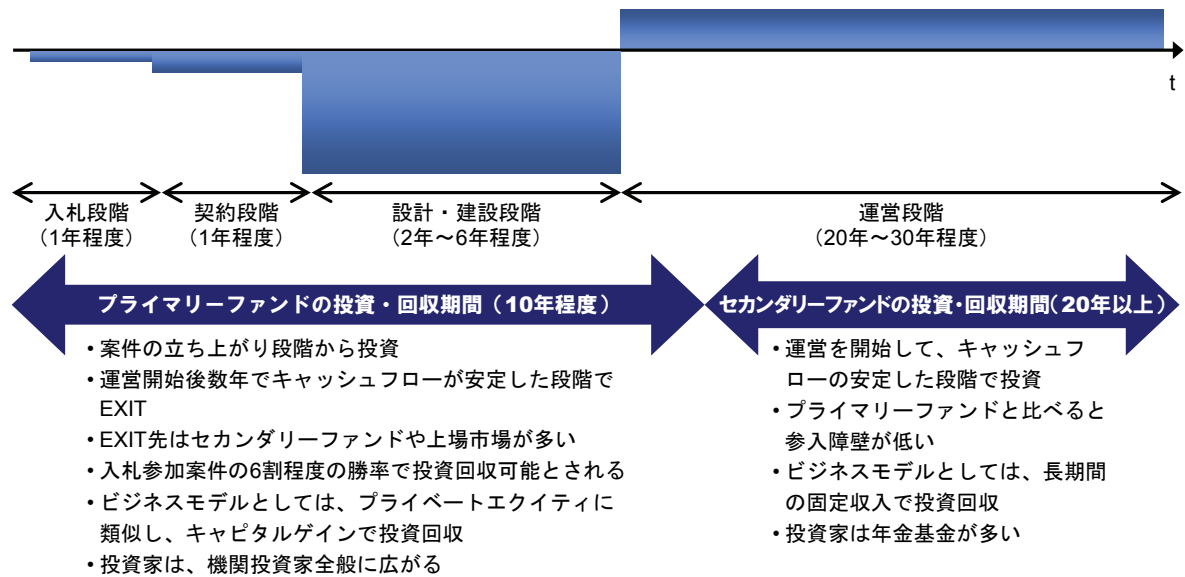
2) ビジネスモデル

一般に、初期投資を含むインフラ事業は、施設の運営が開始されるまでの期間（設計・建設期間）のリスクが高いと言われる。政府に対しては、一定の水準のサービスを予め決

められた時期から提供する約束をしてプロジェクトがスタートするが、実際に予定どおりにスタートできるとは限らない。このようなリスクに対して、サービス提供が始まるまでは収入が一切ない。プロジェクトを適切にマネジメントし、施設を完成させて初めて収入が得られる。このような高いリスクを負ってこの時期に投資するファンドを、プライマリー・ファンドと呼んでいる。

これに対して、建設期間中のリスクを取らないファンドも存在する。このファンドは、収入が入り始め、後は安定的に約束した運営やメンテナンス、修繕を行うだけの状態となって初めて投資する。このようなファンドをセカンダリー・ファンドと呼んでいる。

図表4 プライマリー・ファンドとセカンダリー・ファンドの概要



プライマリー・ファンドの標準的な投資回収期間は約10年である。また、平均的な目標リターンは15～25%程度とされている。当然、事業自体の期間は10年よりも長いため、途中で持ち分を売却（エグジット）し、投資回収期間内に収益を確定させることになる。このようなビジネスモデルは、いわゆるプライベート・エクイティ・ファンドに類似していると言える。比較的リスクの高い事業の立ち上がり段階から投資を行い、運営開始後、数年たってキャッシュフローが安定した段階で事業の残存期間に想定されるネットの収益をベースに現在価値等に割り戻して価値を算定して、売却する。売却先としては、後述するセカンダリー・ファンドに加え、ファンド自体を証券取引所に上場させて個人投資家などに売却する事例や、上場インフラファンドに売却する事例（イギリスではHSBC等）が出てきている。上場ファンドの活用はイギリスでは少数派のようだが、オーストラリアのマッコーリーが得意とする手法である。

これらのファンドが、イギリスのPFI事業の初期投資家に大きな割合を占めるまでに成長している現状でも、ファンドのみで事業をスタートさせることは少なく、建設会社とプ

ライマリー・ファンドが一緒に出資してプロジェクトを立ち上げ、運営開始後にセカンダリー・ファンドに対して売却するケースが多いと言われている。

結果として、PFI投資が蓄積されていく中で、期中に持ち分を買い取り、長期保有するファンドであるセカンダリー・ファンドの活動も活性化している。セカンダリー・ファンドは、基本的に相対取引で行われるため、正確な数値は把握することができないが、例えばI2（Infrastructure Investors）等のファンドは、積極的にインフラプロジェクトのSPC株式を購入している。

セカンダリー・マーケットの成長は、事業会社やプライマリー・ファンドにとって、建設期間中のリスクをコントロールできれば、売却先があるという安心感を生み、売却により資金を早期に回収し、新たなプロジェクトに回すことができるため、リスク許容度の高い資金の回転を速めていると言われる。また、最終的に他の投資家に売却するには、確実に事業を立ち上げ、投資家の要求を満たす事業性を確保する必要がある。これが民間に緊張感を与え、自らの仕事を着実に遂行させる効果も生み出している。

インフラファンドに資金を提供する投資家も機関投資家全般に広がっているようである。例えば、Innisfree に投資している投資家には、機関投資家から集めた資金でファンドオブファンズを運営しているとされる Prudential や、Hermes、John Hancock、British Airways、British Steel 等の大手企業年金がある。イギリスの有力な企業年金では、総資産の 2%～5% 近くをインフラ向けの投資に割いているところも多く存在する。

特に、セカンダリー・マーケットにおける投資は、プロジェクトの安定稼働後であるため開発リスクが存在せず、ミドルリスク・ミドルリターンの長期投資となる。このため、年金基金などの長期投資家にとっては、魅力的な投資先と位置づけられている。

インフラファンドを率いている人材のバックグラウンドは、プロジェクトファイナンスの組成経験者や不動産投資の経験者、プライベート・エクイティ・ファンドの経験者、ファンドの運用(資金調達とポートフォリオ管理)経験者、建築や医療などの対象事業分野での実務経験者などかなり幅広く、多彩な顔ぶれで組織が構成されている。金融でもローンからエクイティまでの調達手法、さらには機関投資家とのコミュニケーション能力など多面的なスキルが必要とされ、金融以外にも事業機会の評価や事業会社への提案能力という観点から技術や運営に関する素養も必要とされるためである。

ただ、ファンドという金融の世界で活躍する技術や運営の素養を持った人材の確保は非常に難しい。例えば Innisfree では学校と病院という特化した領域でノウハウ蓄積と人材確保を進めようとしている。このように、人材やノウハウの面で、インフラの中でも得意領域で棲み分けるような傾向も生まれるようである。

4. インフラファンドの役割と日本への示唆

1) インフラファンドの役割

最後に、イギリスにおけるインフラファンドの発展と役割から日本政府や企業への示唆を整理したい。

日本での一般的な感覚からすると、民間側の投資資金の調達方法や、転売はあくまでも民間側の都合の問題であり、政府側が気にすることではないという見方が強い。

ただ、イギリスにおいてインフラファンドが台頭してきた背景として、PFI を通じた政府から民間へのリスク移転において、特に事業会社には負いきれないリスクが含まれており、これを引き受ける際の工夫の一つと位置づけられていた点に留意する必要がある。リスク移転とは、政府側から見ると一義的には政策的な必要性などで決定されることが多いが、民間側にとっては、移転されるリスクの性質や経済的な重みによって、リスクとの向き合い方、資金調達方法が変わるものである。

政府の期待するリスク移転と、民間側での資金調達手法が合致しなければ、実施できる企業が現れず、政府の政策遂行に支障をきたす可能性があり、政府にとっても無視できない問題なのである。

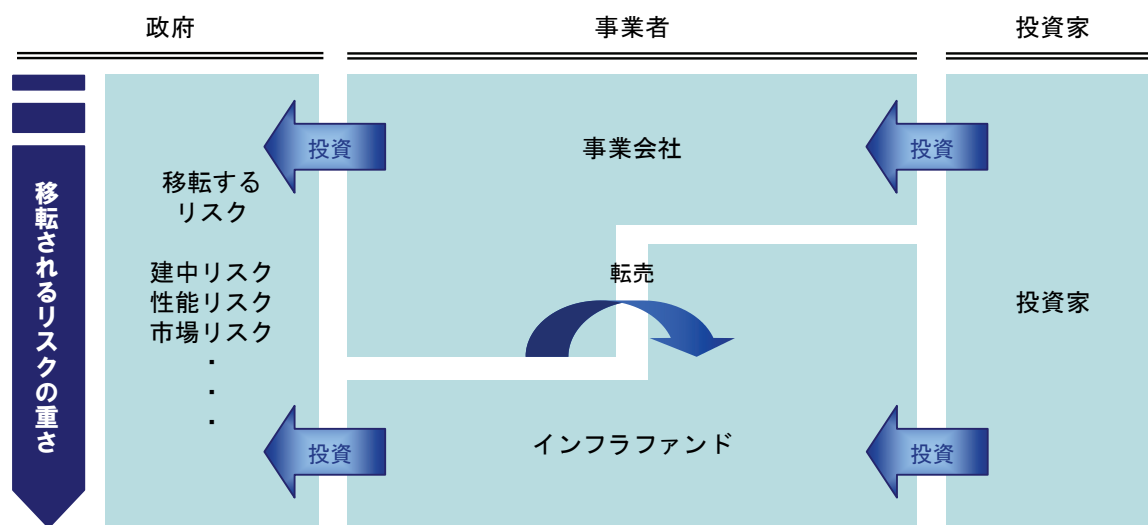
例えば、日本の PFI 事業の多くがそうであるように、民間へのリスク移転が建設期間中のリスク中心で、完成した施設を引き渡せば、対価の支払いは政府に保証される事業スキームであれば、建設会社やエンジニアリング会社のような建中のリスクのコントロール能力のあるプレーヤーにマッチするだろう。

一方で、イギリスで見られるような施設の性能を維持するリスク(性能リスク)やある施設を数十年間運営して利用者数や単価が変動するリスク(市場リスク)まで踏み込んで政府が民間に移転する場合、一般の事業会社にとって長期的に付き合うのは困難と感じる

ケースがあるだろう。このような案件が増えれば、事業会社はリスクをオフバランスして、

ファンドが束ねて資本市場の中で分散させることで吸収しようとするかもしれない。

図表5 リスク移転と民間側でのリスク分担の構図



近年は日本でも、事業会社に投資をする株主の圧力が強まっており、複雑なプロジェクトや投資回収に時間のかかる事業、他の事業よりもリスクの高い事業や、リターンの低い事業への投資が難しくなるケースも出てきている。これに対して、投資ファンドはプロの投資家が投資分野に対する関心や知見を踏まえて投資しており、インフラへの投資家の関心が高まっている今日であれば、事業会社の投資家よりも、投資ファンドの方がリスク耐性は高いだろう。結果として、インフラファンドの重要性が高まっていると言える。

政府にとっても、様々な背景やリスクのある事業で民間のノウハウや資金を活用しようとする場合に、事業の個別性に対応できるプレーヤーがいることは、民間を活用できる事業の幅を広げて政策的な選択肢を増やし、競争を作り出すという点から望ましい。結局、奥行きのある市場が生み出されることは、最大の利用者である政府にとっても、必ずメリットとなるはずである。

2) 日本への示唆

仮に日本の今後のインフラ事業における民間活用が、より大きなリスクを移転し、民間が実施可能なものは可能な限り民間に任せるという方向に向かない場合には、ここまで記してきた内容から、特段の示唆は必要ないということになる。

ただ、今以上にリスク移転を進めていくことになれば、前述のような事業会社のリスク許容度などの理由から、インフラファンドのようなリスク許容度の高いプレーヤーの活用、育成が不可欠になることを意識しておく必要がある。問題は、ファンド側が期待に応えられるノウハウを積み上げ、よりよいサービスが可能になるように、いかに戦略的に育成することができるか、という点にある。

イギリスでの事例を踏まえると、これらについて、3つの重要なポイントを指摘できる。

一つは、案件を散発的に出さず、リスク度合いの高い案件は一定期間にまとめて出していくべき、という点である。ファンドも、投資家に対する受託者責任を負っている。投資家に対して約束した資金を、一定の期間内に投資に回せなければ、投資家からの信任を失

い、資本市場から退出させられるリスクを抱えている。つまり、一定期間に集めた資金を投資に回せるだけの案件数が確保される必要がある。

日本では、民間へのリスク移転をどの範囲にするかは各発注主体に委ねられており、移転されるリスクの範囲や案件の発生のタイミングがそれぞれ異なる“単発の案件”が多くなる傾向にある。このため、より多くのリスクを民間に移転しようとしても、ファンドを組成できるプレーヤーが出にくいという問題も起きやすい。これを解決するには、事業スキームの標準化を進めて発注主体の間の足並みを揃え、同程度のリスク移転を同じタイミングで行うメカニズムの整備が求められる。

2点目は、事業スキームを組み立てる際に、株式の転売に制約をかけないようにする点であろう。日本国内のPFI案件では、制約をかけるケースが多々見られる。この背景には入札などの制度的な制約もあるが、それ以外にも政府側が、最初に手を挙げた企業に最後まで責任を持って残って欲しい、という心情的な要因も存在する。

ただ、前述のようにリスクの高い事業において株式の転売を制約するのは致命的となり得る。制度的にも売却することが問題ないという論拠を整理することに加え、政府側も転売が前提であるという認識を持った上で、転売先が十分な能力を持っているか、転売で過大な利益が出ていないか、反社会的な勢力とつながりがいないか、などを審査できる仕組みを作る方向で動くべきと考えられる。

最後に3点目として、何よりも問題なのは、政府という制約の多い仕組みと、ファンドという変幻自在で流動的な仕組みの間には様々なギャップが当然のように存在する点である。これを乗り越えるには、双方の必要性を互いに認識し、双方にとって有意義な仕組みを作ろうとする努力が必要であろう。

筆者

福田 隆之（ふくだ たかゆき）
株式会社 野村総合研究所
公共経営戦略コンサルティング部
副主任コンサルタント
専門は、行財政制度、財務会計、民活事業
（民営化・PFI等）の実行支援 など
E-mail: t2-fukuda@nri.co.jp