

未来投資会議 構造改革徹底推進会合

日本のコンセッション市場への期待

2017年2月17日

マッコーリー・キャピタル・ホンコン・リミテッド
インフラストラクチャー・ユーティリティ及び再生可能エネルギー・グループ・アジア会長
シニア・マネージング・ディレクター マッコーリー・グループ韓国会長
ジョン・ウォーカー AM

マッコーリー・キャピタル・セキュリティーズ・ジャパン・リミテッド
マネージングディレクター 日本における代表者 投資銀行本部長
大橋 純

本日のご説明内容



1. はじめに
2. 世界で高まるインフラへの投資ニーズ
3. 日本のコンセッション案件に参画して
4. 他国はどのようにしてきたか



01

はじめに
ご挨拶とマッコーリーのご紹介

グループの概要と沿革

マッコーリーグループは、銀行、アドバイザー、投資並びに資産運用の各業務を世界の主要な金融市場で国際的に展開しています

主要インデックス



沿革

- 1969 ● 英国投資銀行ヒル・サミュエルの豪州子会社として設立
- 1985 ● オーストラリア連邦政府からマッコーリー・バンクとなる認可を取得し、シドニーで操業開始
- 1996 ● オーストラリア証券取引所に上場 (ASX:MBL)
- 2000 ● 日本においてマッコーリーとしての業務を開始
- 2004 ● 蘭INGグループのアジア株式事業プラットフォームを買収
- 2007 ● グループ内の事業再編を行い、持株会社を上場 (ASX:MQG)
- 2008 ● 日本：投資銀行業務を強化
- 2017 ● 日本：2017年2月現在、約100名超のスタッフを擁する

注： 1：2017年2月14日現在、

2：A2 (Moody's), A (S&P)(Macquarie Bank Limited) 2017年2月14日現在

3：2016年12月31日現在

4：2016年3月31日現在

グローバルネットワーク

世界28カ国、14,000名を超えるメンバーでサービスを提供しています

 **14,300**
人以上の従業員

 **28**
カ国に展開

 **64**
の事業所を展開



欧州・中東
及びアフリカ

1,508人

アジア太平洋

3,599人

オーストラリア
及びニュージーランド

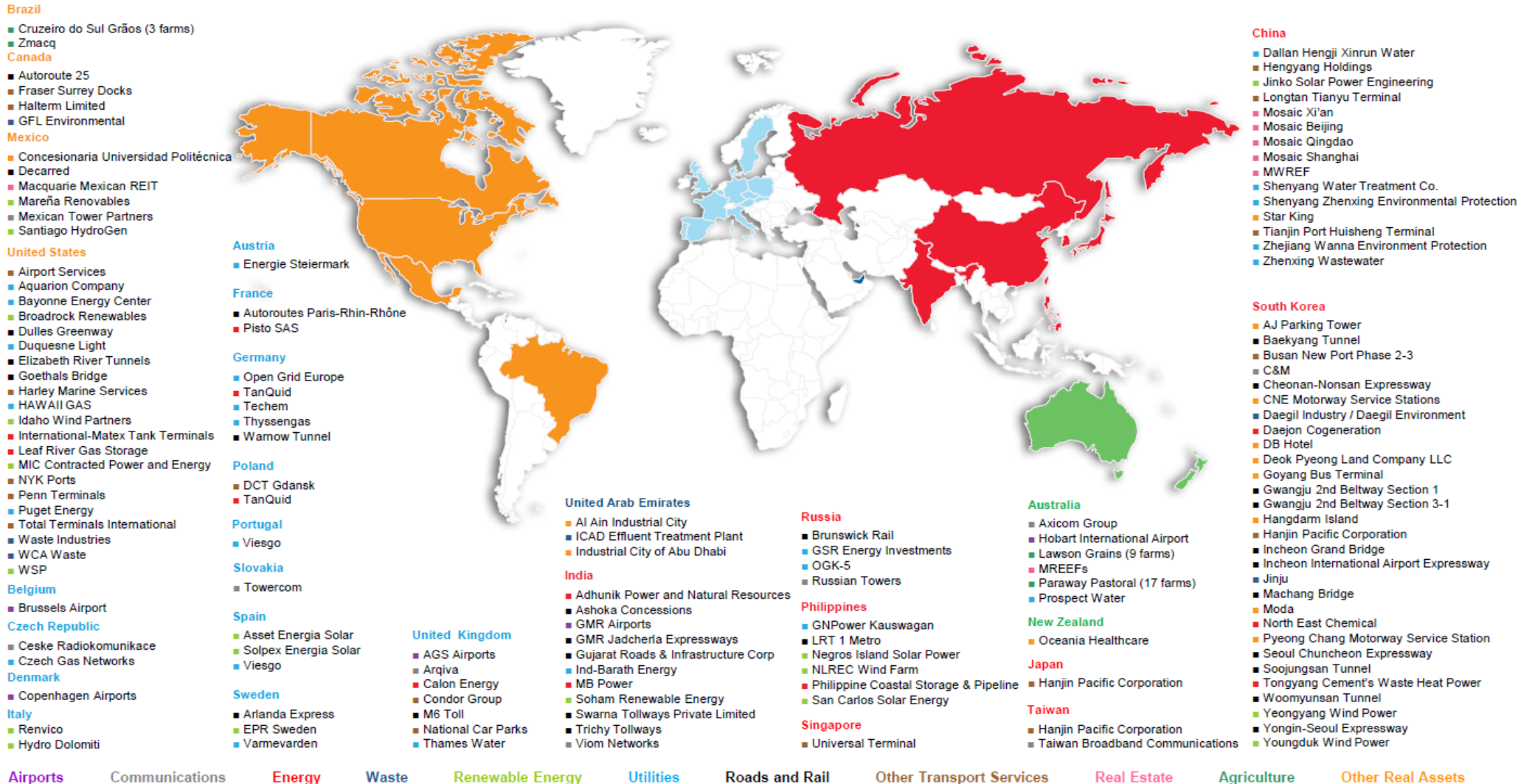
6,676人

南北アメリカ

2,589人

注： 2016年3月31日現在

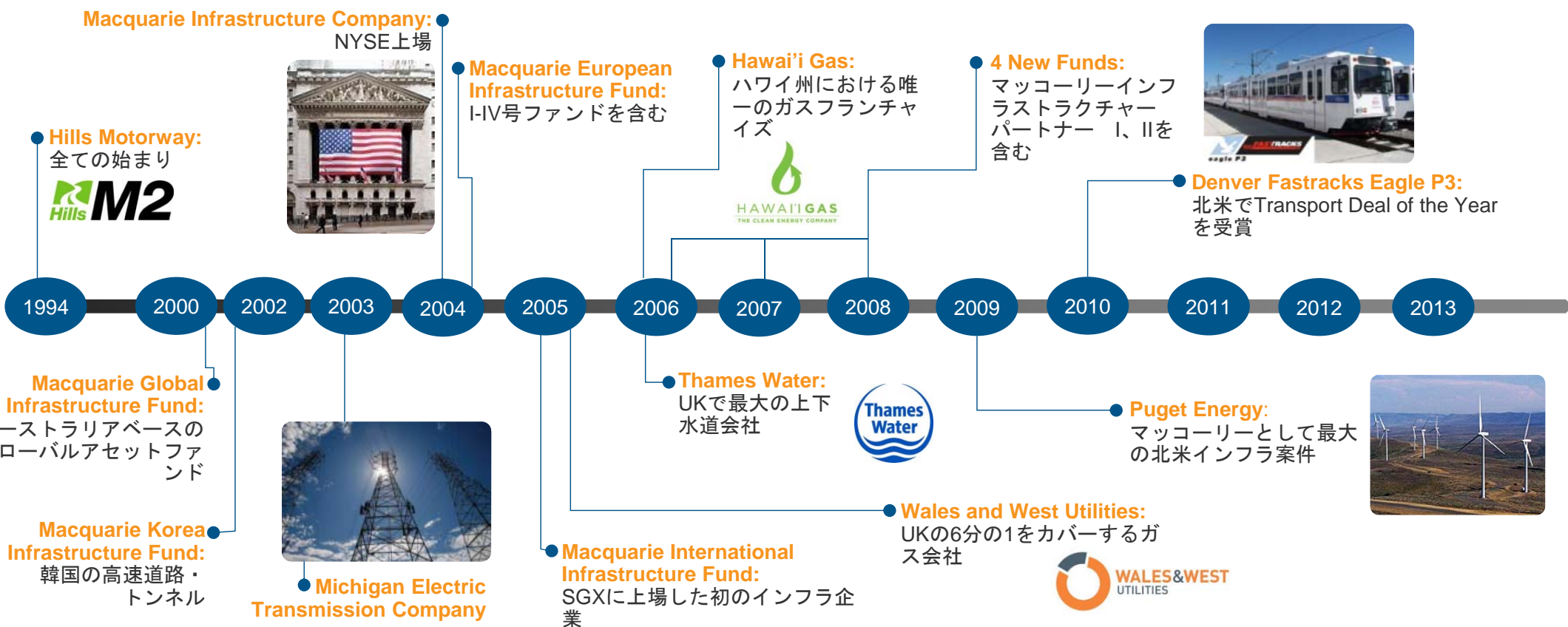
世界26カ国で約129のインフラ事業を管理・運営



注： 2016年3月31日現在。Macquarie Infrastructure and Real Assetsが投資家のために運用し、不特定の割合の自己勘定投資も行っているポートフォリオ事業等です。地図上のポートフォリオは代表例であり、網羅的ではありません。また、多国籍企業の各国における事業を示している場合も含まれます。

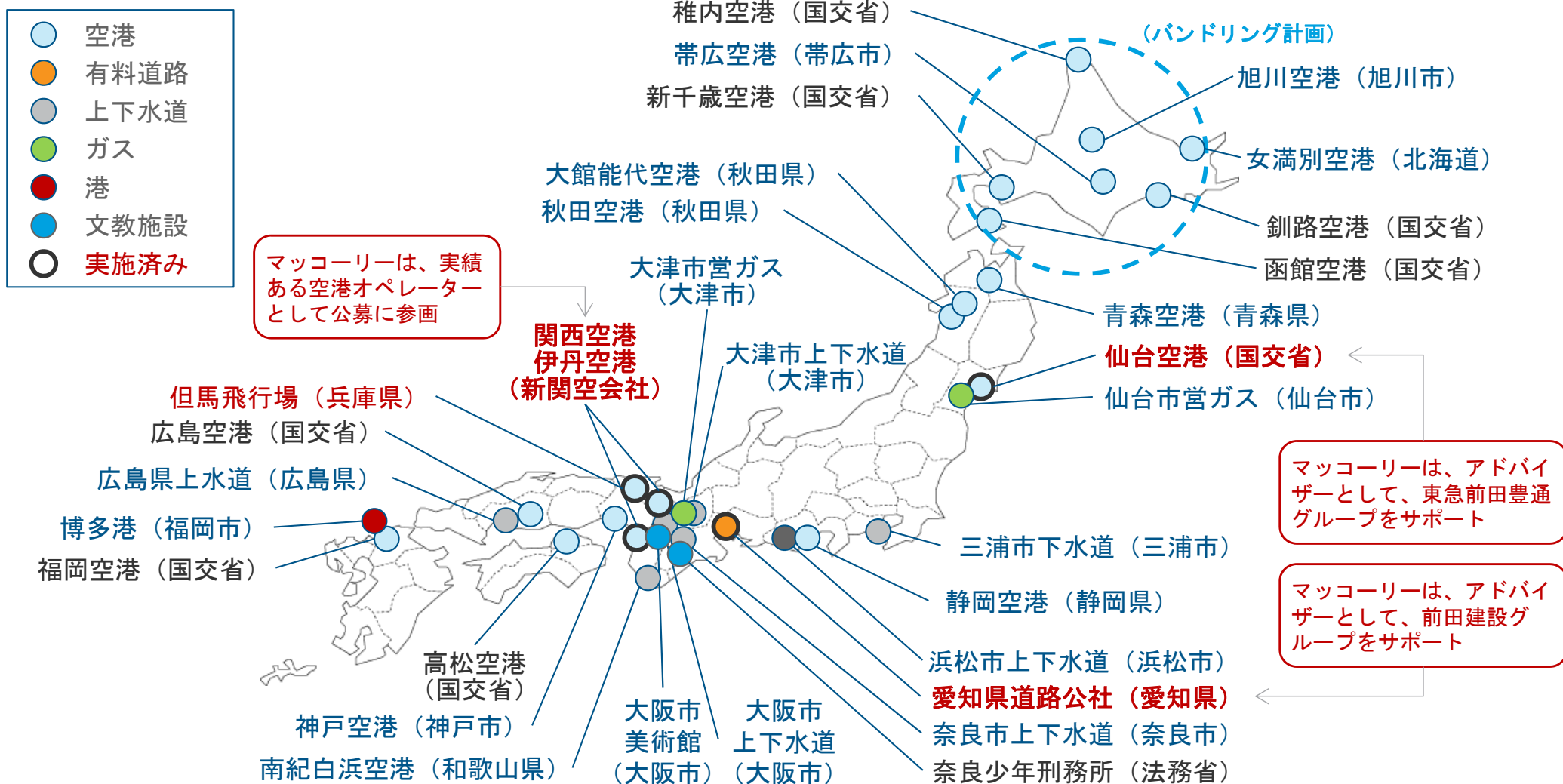
インフラ分野の発展と共に

マッコーリーグループは世界のインフラ市場の発展と共に歩んできました



日本のコンセッション案件への参画

国内で実施・検討されているコンセッション案件にも積極的に参画しています





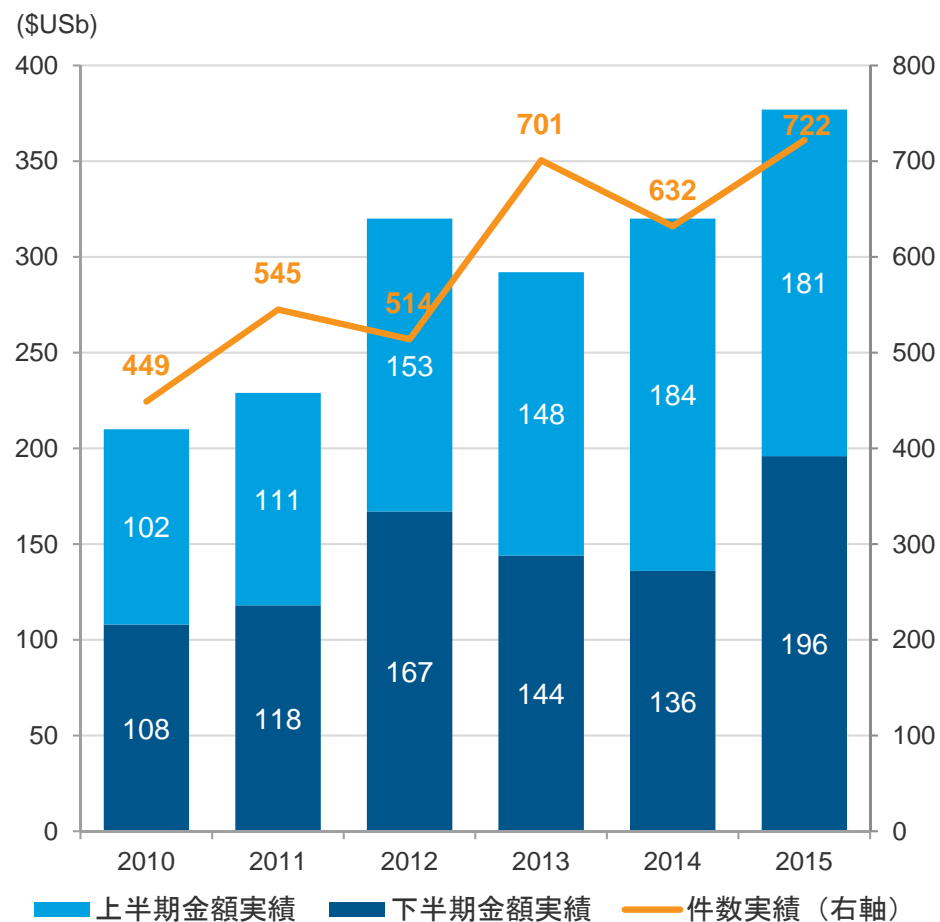
02

世界で高まるインフラへの投資ニーズ
低金利環境下における債券投資の代替として

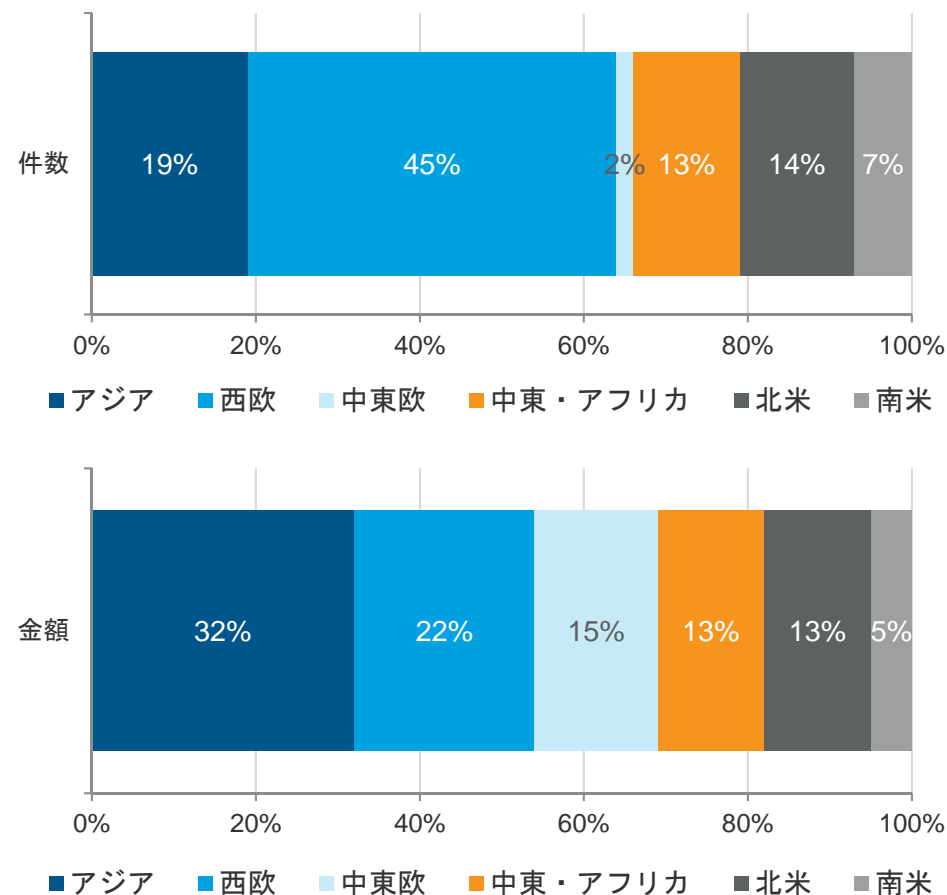
世界のインフラ投資

世界中で、2015年通期で3,770億米ドル（38.4兆円）、2016年上期で1,880億米ドル（19.2兆円）のインフラ案件の取引（投資等）が行われています

海外インフラ案件実績（2010年～2015年）



地域構成（2016年上半期実績）



低金利がインフラ資産への投資を後押し

世界的な過去最低水準の金利レートが、インフラ資産への投資を後押ししています

1. 米国長期金利



2. 英国長期金利



3. 豪州長期金利



4. 日本長期金利

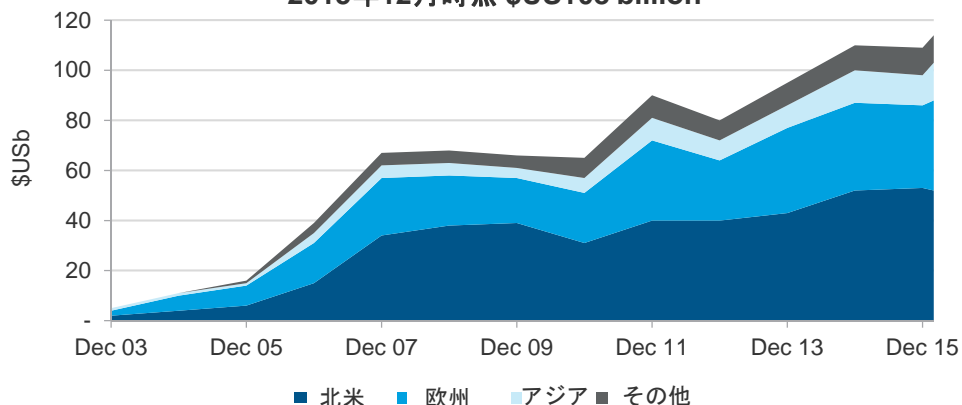


投資家のインフラ市場への高い投資意欲

旺盛な投資家需要のもと、インフラセクターへの資金流入が増加する一方、魅力的な投資機会は限定されており、結果として案件の買収価格は上昇しています

投資可能資金 (株式) – 未上場インフラファンド

2015年12月時点 \$US108 billion



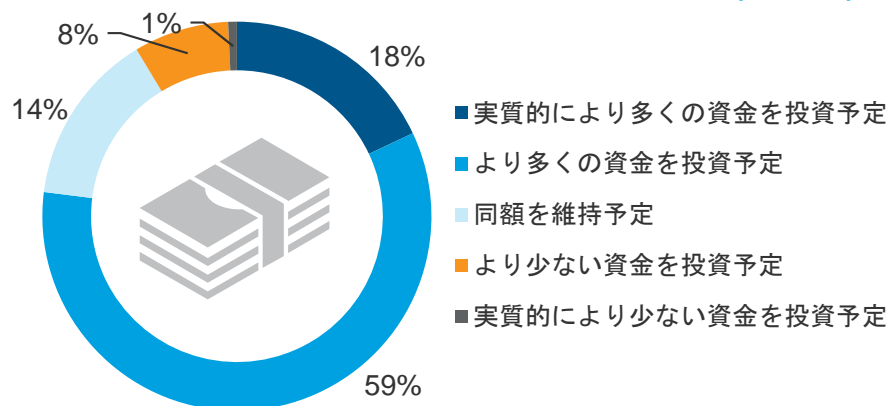
\$US100 BILLION

未上場インフラファンドが保有する
投資可能資金 – \$US100 billion超



他セクターにおける魅力的な投資機会の不足がインフラ案件への投資意欲を増加。投資家は低い期待収益率、高いリスク許容度を前提とした強気な経済性計算を行い、投資機会に非常に積極的

ファンドマネージャーのインフラ資産への資金配分計画 (2016年)



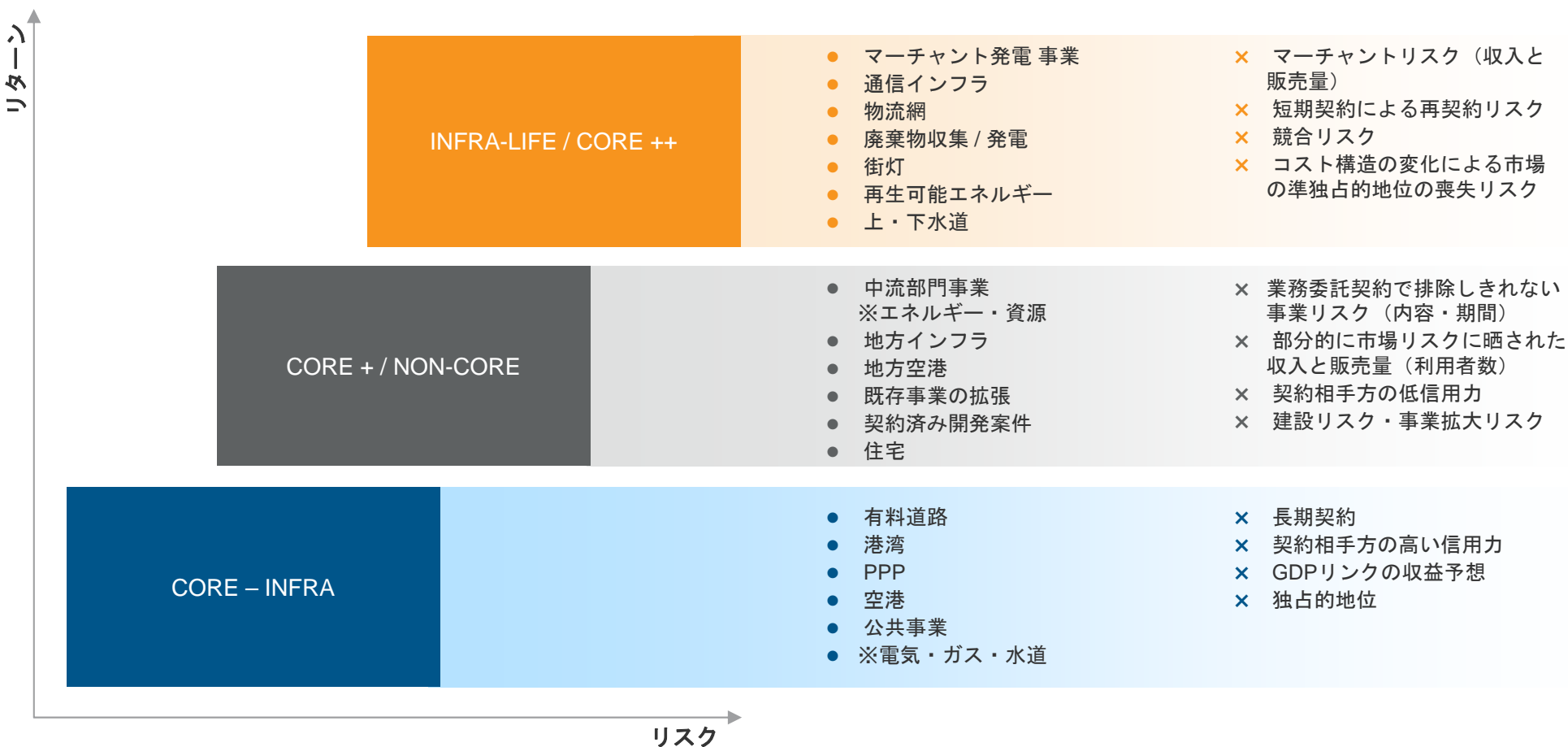
75%

65社のファンドマネージャーへの調査によると、75%がインフラセクターへより多くの資金配分を計画
2016年 vs 2015年

インフラ投資のリスク・プロファイル

インフラ投資案件は、既存事業や規制事業等の低リスク/低リターンのものから、開発事業や収入変動リスクなどを抱える高リスク/高リターンのものまで幅広く存在します

インフラ投資のリスク vs リターンに関する考え方



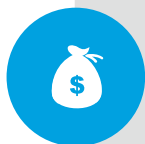
インフラ資産の投資家期待リターンの低下

投資市場の需給は非常にタイトで、特にコア・タイプ及びコア・プラス・タイプのインフラ資産への投資における投資家からの期待リターンは非常に低下しています

低下する投資家の期待リターン



債券市場と同等のリターンを求める投資家にとって、インフラ市場への投資は比較的想定リスクが低く、魅力的

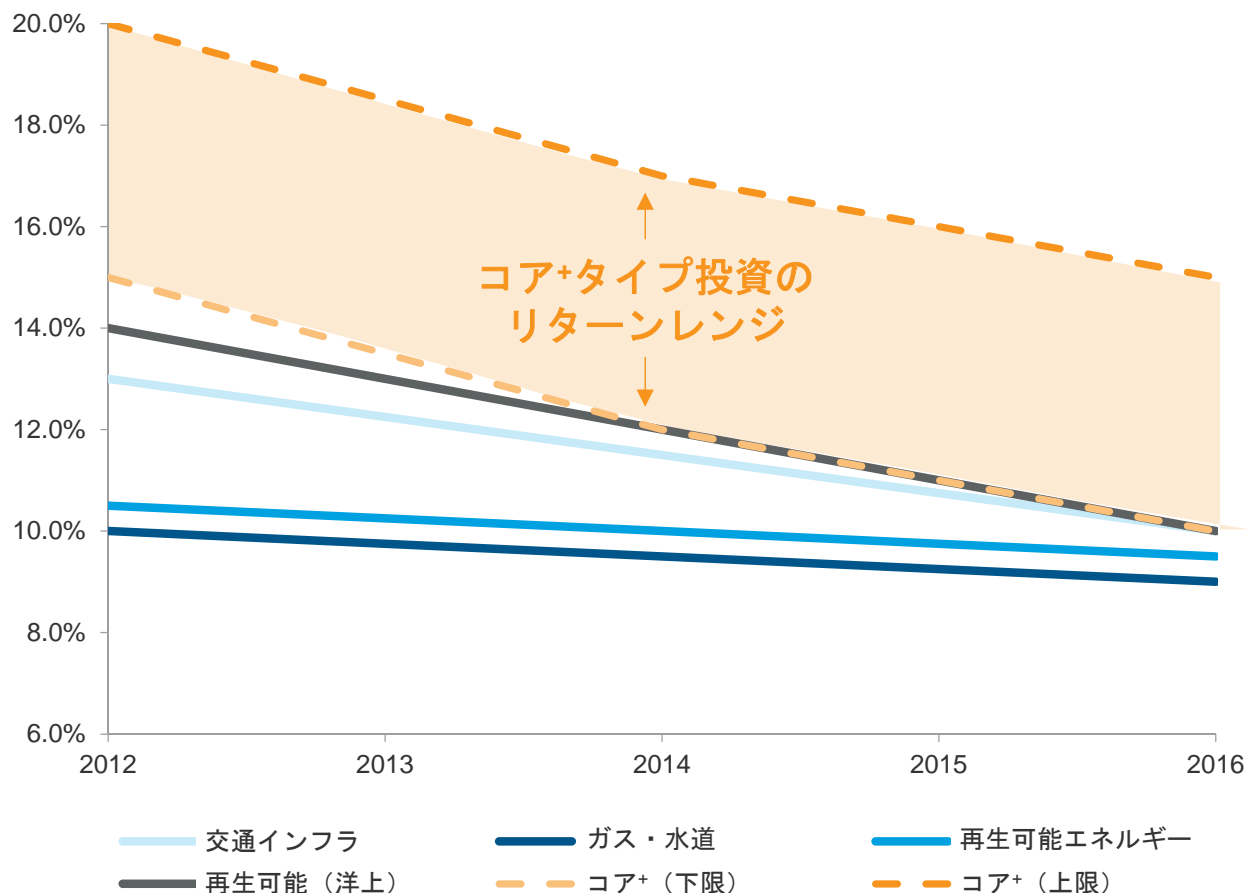


全てのインフラセクターにおける競争圧力の高まり及び一貫した低金利によって、投資家の期待リターンは低下傾向



交通インフラやコア・プラス・タイプ資産は、特にリターンの低下が顕著

投資類型別IRR レンジ

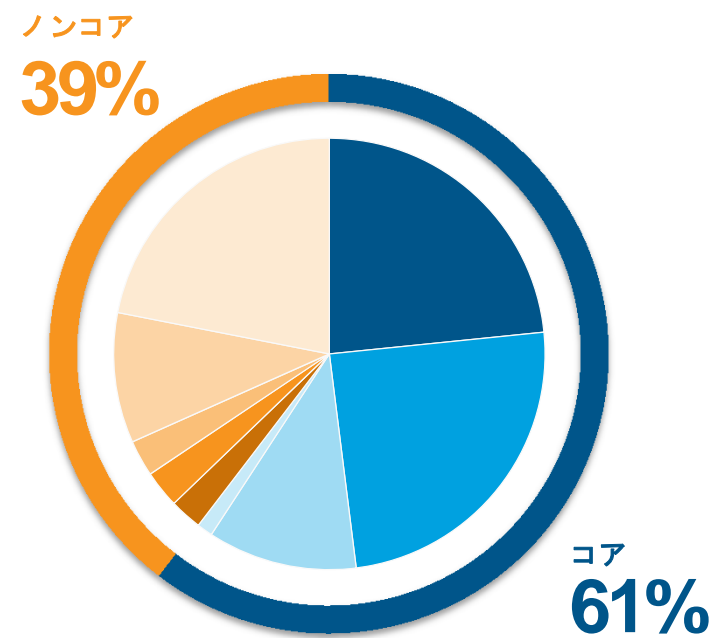
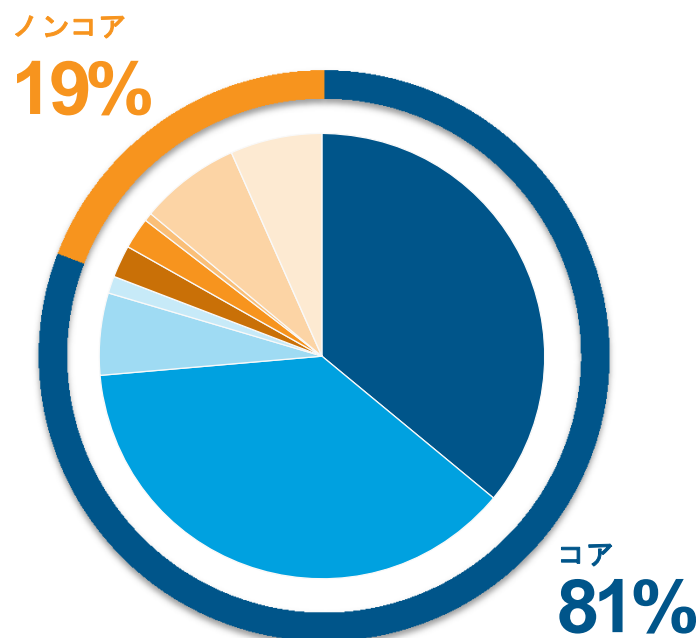


投資対象インフラ資産の類型の変化

足元では、主要なインフラ市場における主な取引対象は、伝統的なコア・タイプの資産から、ノン・コア・タイプの資産へ変化してきています

各資産種類別、インフラ市場における買収及びファイナンス総額に占める割合(2004-2013)

各資産種類別、インフラ市場における買収及びファイナンス総額に占める割合(2014-)



- 交通インフラ
- ガス・水道
- 再生可能エネルギー
- 社会・防衛
- 廃棄物処理
- テレコミュニケーション
- 倉庫
- Logistics
- その他

直接投資家や政府系ファンドによる インフラ資産への投資が拡大



年金資金をはじめとする直接投資家及び政府系ファンドによる投資が拡大しています



直接投資家

概要

- 確定拠出年金は、主に長期の資金を背景としており、インフラ資産への長期投資に適しています
- カナダにおける同年金は、インフラ資産への投資において長期的な実績が有ります
- 米国は世界で最大の年金システムを擁しており、通常投資はファンドマネージャーによって行われています
- 英国/ヨーロッパのファンドが投資を活発化させています

主な投資家



直近の取引

時期	投資家	取引	総額
2016	Wren House, Borealis , OTPP , AIMco	London City	>£2b
2015	OTPP , JPMorgan	Koole Terminals	>€1.4b
2015	CPPIB , Hermes, Wren House	Associated British Port	£1.6b
2015	Wren House, OPB , MIRA	EON Spain	€2.5b

概要

- 政府系ファンドの多くは、大きな投資権限と経験を有する世界的なインフラ投資家です
- 主にマイノリティ投資を嗜好しています
- €1billionを超える金額の投資も可能です

主な投資家



直近の取引

時期	投資家	取引	総額
2015	COSCO, CIC , CMHI	Kumport	\$0.9b
2015	AMP, ADIA , Swisslife, PSP	Angel Trains	n.a
2015	ADIA , Allianz, MEAG, Borealis	Tank and Rast	€3.5b



政府系
ファンド

存在感を増すアジアの投資家

近年、アジアの投資家の動きが活発化しています。また、日本においてもGPIFをはじめとする主要機関投資家の多くが新たな投資に向かっています

概要

- 各投資家の所在する地域毎に異なる投資アペタイト又は制約があります
- 中国国有企業の投資活動がグローバルに活発化しています
- 事業会社として更なるプレミアムを考慮した価格での投資も可能です

主な投資家



直近の取引

時期	投資家	取引	総額
2016	SDIC	Beatrice Offshore Wind	n.a
2016	Beijing Enterprises Holdings	EEW, Energy from Waste	€1.4b
2015	CKI	Eversholt Rail	£1.1b
2015	EDF Invest, PGGM, Gingko Tree Investment	Madrikena Red de Gas	€1.3b



Asia Investors

大規模M&Aに中国が参加

“他の取引参加者を制し、数千億を超える資金力及びビジネスコネクションを有する中国企業が、世界的な大規模M&Aの投資家として台頭している”

フィナンシャルタイムズ, 2016年3月

中国企業がM&A取引で過去最大を記録

“トムソンロイターは、2016年第1四半期における世界M&A総額\$682ビリオンのうち、中国を買収者とするものが約15%を占める\$101ビリオンとなったと報道した”

“既に昨年2015年通年の中国企業による海外M&Aの総額\$109ビリオンを超過する見通し”

フィナンシャルタイムズ, 3月 2016



03

日本のコンセッション案件に参画して
成功した市場創設と今後の拡大期待

日本のコンセッション市場に対する今後の改善期待

市場創設を喜ばしく思う共に、他市場同様、今後の市場環境の改善を期待しています

1 Seller（管理者/公共） 側感じた課題点

案件内容

- 案件規模（当初支払必要額）
- 官民でのリスク分担の区分
- 所有と経営の分離の概念の浸透度（議決権株式の流動性）等

選定プロセス

- 選定方法（基準やプロセスの透明性、競争環境の確保）
- 必要情報の開示レベルとその方法等

2 Buyer（応募者/民間） 側感じた課題点

運営権案件に対する意識

- 事業やSPCの継続的な経営改善や株主還元に対する責務
- SPCの業務請負相手となる他事業との利益相反性の認識等

3 その他の課題点

関連ルール

- 運営権にかかる会計税務ルールの充実
- インフラ投資に適したファンドスキームの整備等

本会議の様な改善プロセスを踏まえながら、
徐々に市場整備がなされて行くものと期待

公共の資産を最大限活かすために

PPP案件においては、入札参加者数が案件の成否を判断する一つの指標として考えられています

民営化案件における入札者が1社（グループ）であった事例

国	時期	対象資産	資産タイプ	入札参加者	結果
フィリピン	2005, 2006	Calaca発電所	発電所	1 参加者	延期
トルコ	2011	Hamitabat発電所	発電所	1 参加者	中止
イスラエル	2012	Eilat港	港湾	1 参加者	延期
アメリカ	2013	Chicago Midway 国際空港	空港	1 参加者	中止
ギリシャ	2016	Piraeus港	港湾	1 参加者	実行
日本	2015	関西空港 伊丹空港	空港	1 参加者	実行
日本	2016	神戸空港	空港	1 参加者	



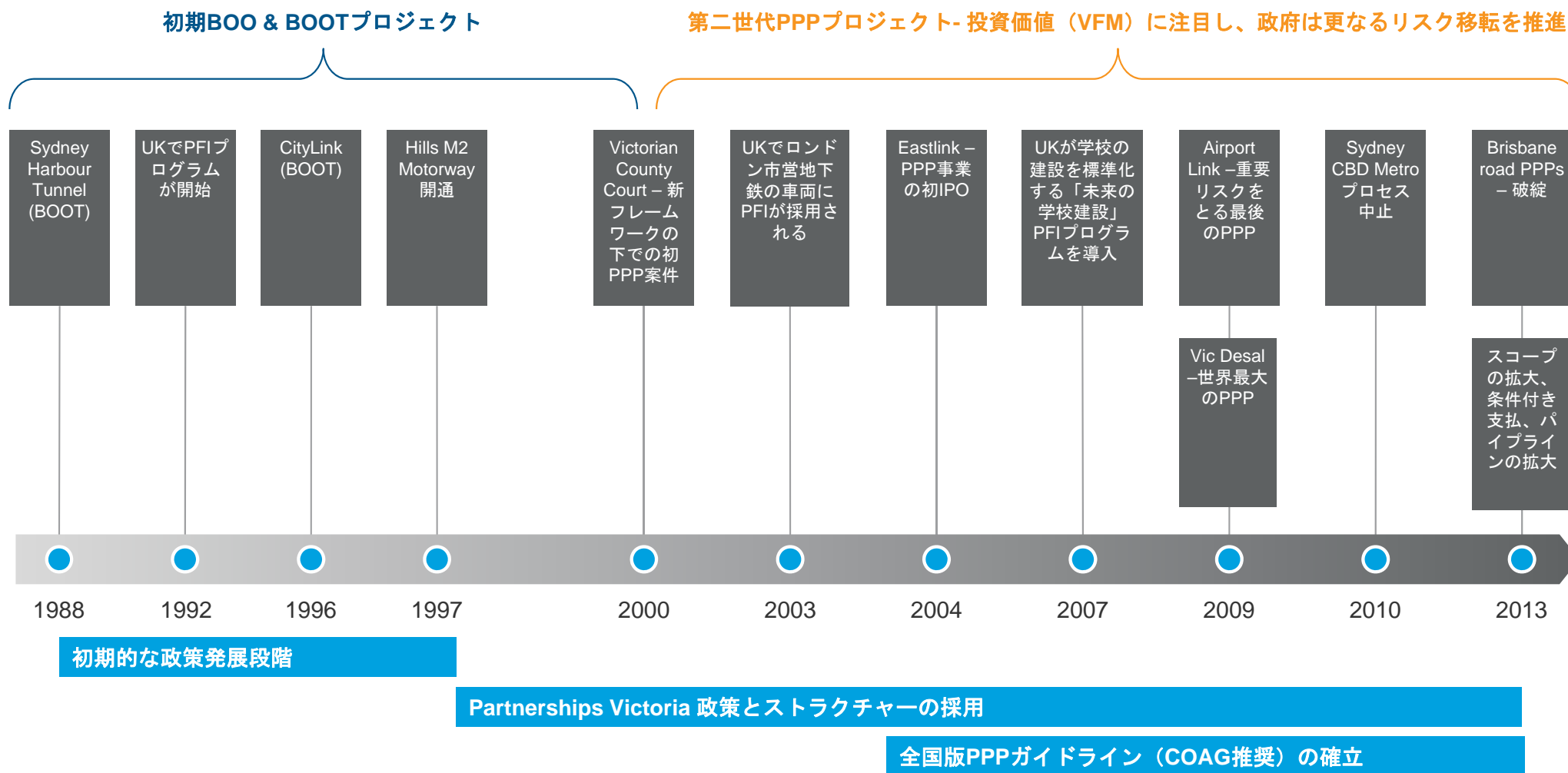
MACQUARIE

04

他国はどのようにしてきたか
諸外国におけるケーススタディ

オーストラリアにおけるPPPモデルの発展

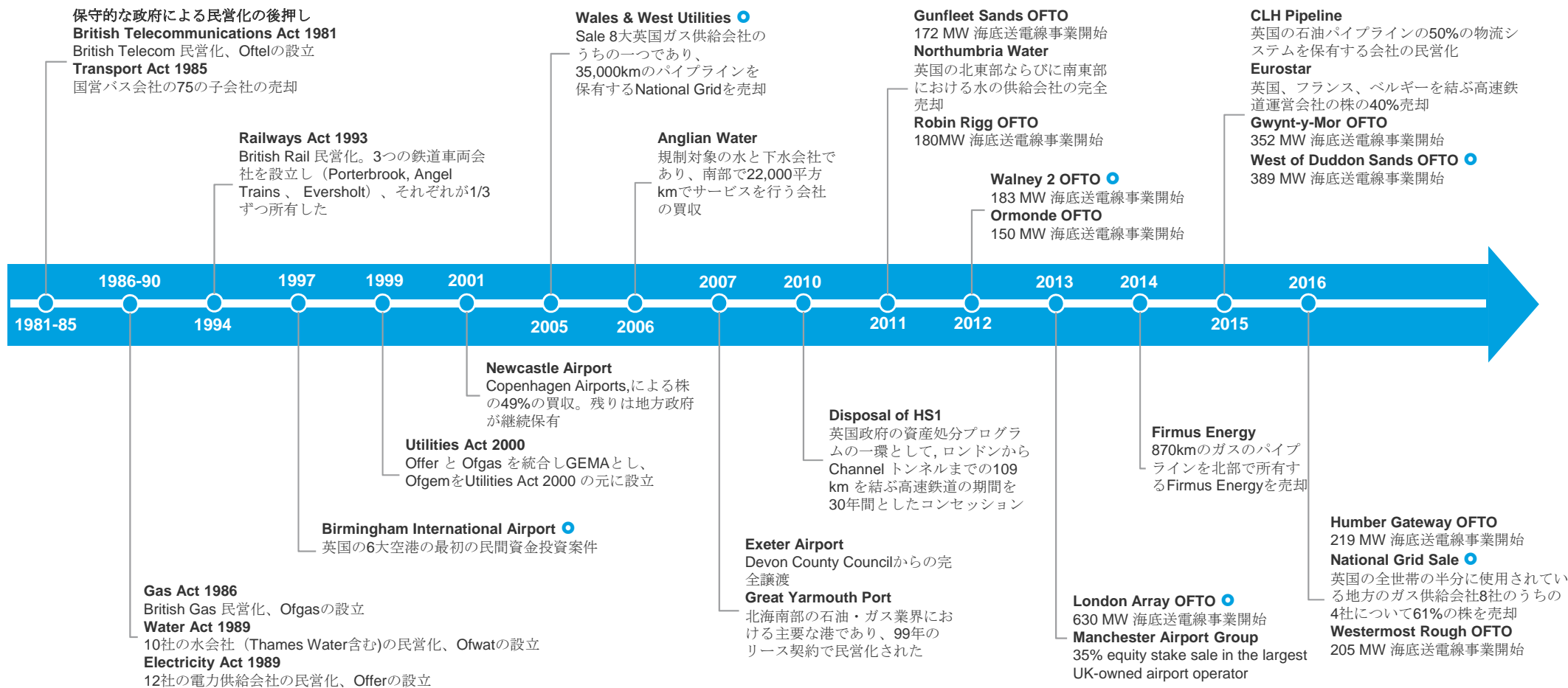
政府は効率よくインフラを構築できる方法として、PPP手法による調達モデルを高く評価しています



英国における民営化の歴史

英国のインフラ市場では、過去20年間で民営化の勢いが増しています

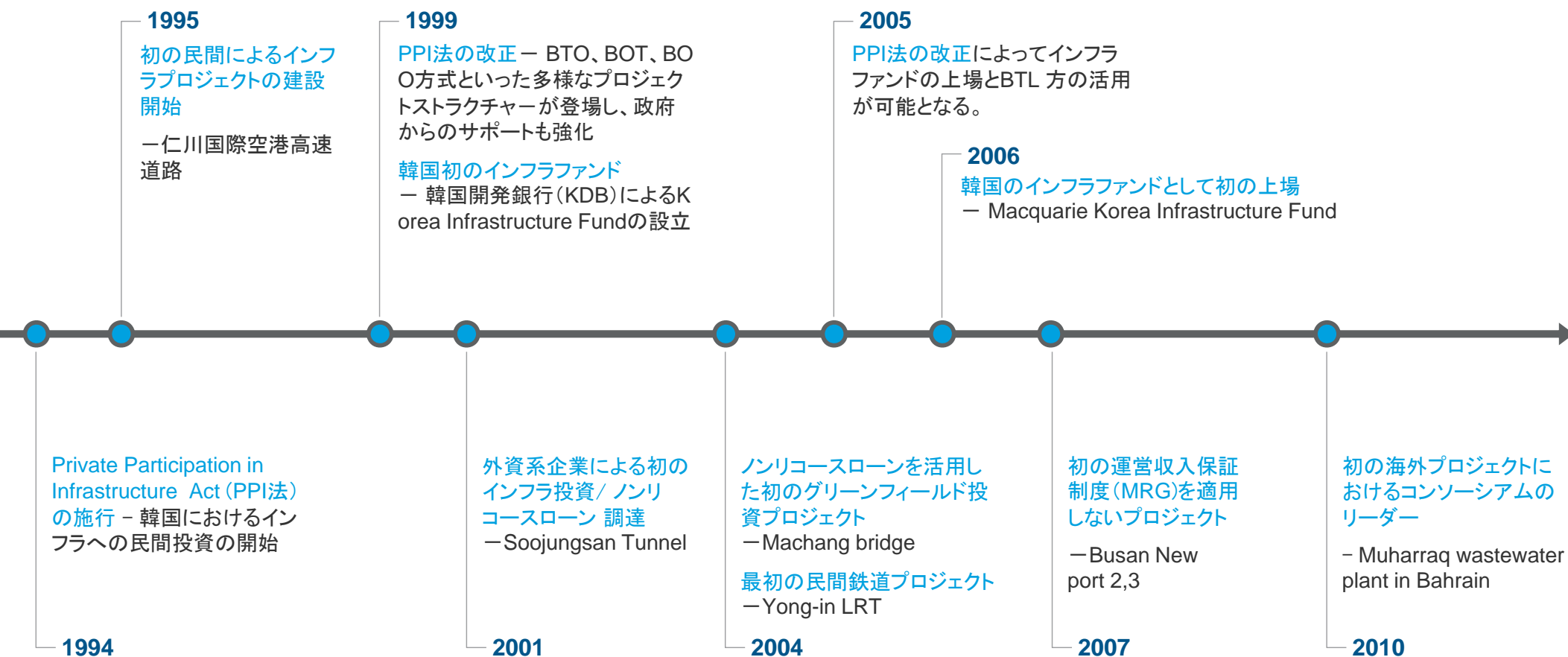
主要案件の歴史



● = Macquarie deal

韓国インフラ市場の発展

民間によるインフラ投資は1994年のPPI法の施行を受けて拡大し、既に、先進国市場と同様、ノンリコースローンやより高度なファイナンス手法がグリーンフィールドの案件に活用される成熟期にあります



韓国インフラ市場の発展（続）

市場の創設後、官民でのリスク分担割合の見直しや制度改革等、様々な取組みによって、市場は発展してきました

	PPI法以前	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
期間	～1994	1995-1998	1999-2004	2005-2008	2009～現在
関連する法律	有料道路法、港法 など	PPI法 – 民間によるインフラ事業投資の始まり	PPI法 – 投資家の利益向上のため改正	PPI法 – インフラファンドの上場可能、BTL方式ストラクチャーの導入	PPI法 – BTL方式の増加
プロジェクトスポンサー/事業者	建設会社 /建設会社	建設会社/ プロジェクトSPC	建設会社/ プロジェクトSPC	建設会社と金融投資家 /プロジェクト SPC	建設会社と金融投資家 /プロジェクト SPC
プロジェクトの発案	政府主体での入札	政府が発案し、民間の参画を募集 (RFP)	政府または民間による発案	政府または民間による発案	政府または民間による発案
建設費の補助	なし	なし	あり	あり	あり
収入保証	なし	推定収入の80-90% をコンセッション契約の全期間で保証	推定収入の70-90% を最初の15年間保証	推定収入の65-75% を最初の10年間保証 (民間が発案した事業に関しては保証無し)	なし
契約解除金	なし	あり	あり	あり	あり
料金の決定権	政府	事業者	事業者	事業者	事業者

アジアのPPP案件における一般的な論点

PPP/PFIの仕組みを用いたインフラ投資市場の整備が進むアジア各国でも、一般的に以下の様な項目が、個別案件の組成において重要なポイントとなっています

1 調達分野

プロセスの透明性

- 開示情報の更なる充実
- 調達ガイドラインの更なる明確化

現実的なタイムラインと条件

- 資金調達や下請契約締結のための十分な時間の設定
 - 関係当事者を変更可能にする仕組の設定等
- ### リスクとリターンのバランス
- リスク当事者がリスクマネジメントを行う事を原則化
 - 政府からの要請が過度にならないように簡素化する事

政府による準備の充実

- VFM と PSC 分析の準備
- 技術的な必要事項への対応
- 土地の取得
- 政府機関による買戻しの規定

利害関係者協議

- 資金提供候補者の要求の理解
- 財務権限機関 (財務省等)との協議

2 プロジェクトのサポート

直接補助金

- プロジェクト金額を減らすための補助金の提供
- 一般的にはサービスの質を基準に連動するよう設計

収益保証

- 収益の最低水準の保証
 - キャップやコール付のストラクチャーの検討
- ### シャドウツールやFIT制度
- エンドユーザーのTariffが規制されている場合、トップアップは政府から払われるようにする
 - 実際の使用量、生産量に連動するように設定
- ### 免税

- プロジェクトが特定の税金を免除されるような仕組み
- 立法の必要性の検討

政府による投資

- 政府は物言わぬ株主という立場

3 負債に対するサポート

負債の支払保証

- 一般的には支払い停止制度を通じて、政府は負債の返済を保証

建設期間中の債務保証

- 政府は建設期間中の債務返済を保証

シンジケーション保証

- 政府が入札後の負債についてのシンジケーションを保証することで、シンジケーションリスクを排除

直接貸付

- 政府は、一般的には他貸付人とパリパスで支払われる建てつけの直接貸付を行う
- 貸付の金利は低く抑えられる可能性が高い

免責事項



この資料は情報提供の目的で作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買、引受を勧誘する目的で使用されたり、あるいはそれらの取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。この資料に含まれる、もしくは述べられている商品やサービスがお客さまにとって適切なものであるとは限りません。この資料に述べられている情報は法律、税金、会計上、規則上のアドバイスを含んではおらず、投資やサービスに疑問がある場合には、お客様自身が法律、財務のアドバイザーに個別にご相談ください。この資料に掲載されている情報について、マッコーリー・キャピタル・セキュリティーズ・ジャパン・リミテッド（以下、「当社」といいます。）は、その正当性、正確性、または完全性について約束したり、保証したりするものではありません。この資料の内容はお客様限りのものであり、その著作権は特別の記載がない限りすべて当社に帰属します。また事前に当社に書面による承諾を得ることなく、この資料に記載されている内容を第三者に開示することは一切禁止されています。

[商号等]

マッコーリー・キャピタル・セキュリティーズ・ジャパン・リミテッド（マッコーリーキャピタル証券会社 東京支店）

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第231号

[加入協会]

日本証券業協会