

(最終更新日：2018年1月25日)

格付方法：インフラファンド

1. 概要

インフラファンドとは、インフラストラクチャーを対象に長期間の投資を行い、リターンをあげるファンドである。その投資対象となるインフラストラクチャーは、空港、道路、鉄道、水道、エネルギー関連、発電、再生可能エネルギー、通信、廃棄物処理等多岐にわたる。ファンド自身が上場しているか、非上場（私募）か、また、投資対象とする地域（欧州、米国、アジア）、セクター、プロジェクトの開発ステージ（グリーン/ブラウン）、投資家のリスク選好とターゲット、等で、様々な性格のファンドが設立され、グローバルに活動している。インフラファンドは、90年代に英国、オーストラリアで組成され、欧州、北米、アジアに活動を広げていった。

インフラファンドが登場・成長していった背景として、いくつかの点があげられる。

インフラに対する投資ニーズと公的セクターにおける財政負担の問題があり、財政負担軽減のために、民間資金の活用（英国、豪州、等）が目論まれた。

民間のノウハウの活用。民間の経営ノウハウ、柔軟なインセンティブ制度の導入等により、インフラ資産の運用効率、利便性をより高めることが目論まれた。

長期の運用資産に対する投資ニーズ。運用期間が長く、インフレヘッジ効果のある資産での運用を希望する年金、保険会社、退職金制度、政府系ファンドといった機関投資家の存在。

伝統的資産とは相関性が低い、オルタナティブ投資の一環としてインフラへの投資が注目された。

JCRは、東京証券取引所に上場している投資法人を想定した格付の方法を16年12月16日に公表しており、本稿では、それ以外のインフラファンド（非上場、海外のインフラファンド）を対象とした格付の方法について述べる。

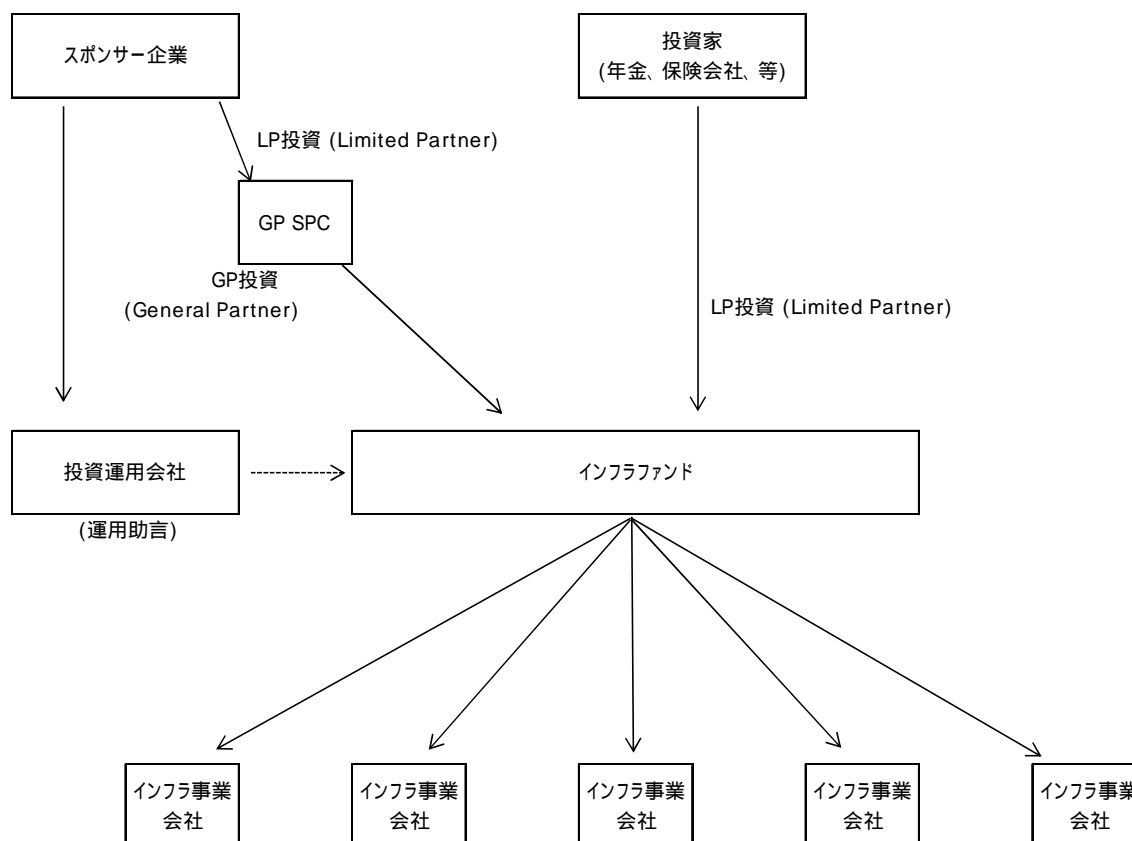
2. ストラクチャー

(1) インフラ固有のリスク

インフラファンドは、運営者および投資家が負担する責任の範囲、投資対象（地域、開発ステージ）、リスクとリターン、税制上の取り扱い、償還・解約方法、上場/非上場、運用規模、等に留意し、様々な選択の中からストラクチャーが決定される。極めて簡素化したストラクチャーとしては、以下の図のようなものが挙げられる。ただし、オーストラリアにおける上場インフラファンド（ステイブルド証券）のように、様々なストラクチャーの形態があることに留意が必要である。

非上場のファンドを例にすると、インフラファンドの傘下の法人でインフラ資産の保有と運営を行うことが多く、インフラストラクチャー資産への投資はインフラ事業会社のオーナーシップの取得という形態となる。投資後は、インフラ事業会社からの受取配当（インカムゲイン）が、インフラファンドの投資家に対す

る分配金の原資となる。また、インフラ事業会社を運用期間中に売却することにより、キャピタルゲインを得て、インフラファンドの投資家に対する分配金に充当することも当初より想定されている。ファンドの設立後、徐々に投資が開始されるので当初は投資家から投資枠の確約（コミットメント）を得ておき、投資が具体化する都度、出資金を集め（キャピタルコール）投資していく。このため、投資案件は徐々に増加し、運用期間の後半には売却によって現金化、投資回収が図られていく。なお、非上場のインフラファンドの場合、投資家は投資の換金性（流動性）が極めて低いことを許容する前提で参加する仕組みとなっている。



格付の対象は、インフラファンドが発行する期限の定めがある有価証券（例えば、優先株式等、債券、受益権）、借入などが想定される。個々のインフラ事業会社が負債の調達をする場合には、プロジェクトファイナンス、或いは、事業会社に対する格付の手法等が適用される。

(2) 対象となるインフラストラクチャーの例

インフラストラクチャーは、人々の生活、経済活動に不可欠なものであり、典型的な分類として、規制されている資産、運輸交通にかかる資産、通信にかかる資産、社会的インフラ資産、その他に分けられる。

規制されている資産:水道、電気伝送施設、ガス・石油パイプライン

運輸交通にかかる資産:有料道路、橋、トンネル、鉄道、港、空港

通信にかかる資産:ラジオ、テレビ塔、無線通信塔、ケーブル

社会的インフラ資産:学校、病院、拘置所、裁判所

このようなインフラ資産は、以下のようなユニークな特徴を有する。

- ・安定したキャッシュフロー
 公的事業の独占的な性格から、需要は安定していることが多い。経済活動が停滞してもインフラ資産の利用は大きくは低下しないし、インフレーションの際に利用価格を上げても需要は減退しにくい。
- ・長期にわたる魅力的なリターン
 インフラ資産は社会にとって不可欠である。政府は、民営化後に、インフラ資産のオーナーが独占的価格を付けることを許容しないまでも、インフラ資産の改善、維持に必要なだけの投資収益をあげることは許容することが多い。
- ・インフレに対する耐性
 インフラ資産の利用にかかる料率は、規制当局、コンセッション契約で定められる。インフレ率、経済活動の水準に照らして妥当な料金の引き上げは容認されていることが多い。
- ・資産の分散化メリット
 稼働率の安定性、インフレに対する耐性から、インフラ資産のポートフォリオは、他の伝統的な投資資産に対して相関性が低く、分散メリットの享受が期待できる。

3. 想定されるリスク

インフラファンド全体でみたリスクと個々の投資にかかるリスクの両方の要素がある。

(1) インフラファンドの運用面

ガバナンスの低下にかかるリスク
 能力ある運用担当者の確保にかかるリスク
 資産運用（資産購入、価値向上）の巧拙
 レバレッジの活用と流動性リスク、資金調達リスク
 カントリーリスク、制度変更リスク
 為替、金利変動に起因するリスク
 経済動向、金融市場の大幅な変動等により、資金調達や投資案件の出口戦略が影響を受けるリスク

(2) 個々の投資

完工リスクの有無と程度¹
 技術の陳腐化
 操業、オペレーション
 パフォーマンスリスク
 原材料、燃料の調達、確保
 販売
 環境問題

1 いわゆる、グリーンフィールドのプロジェクトの場合

政治リスク、政策変更リスク
 法務、契約におけるリスク
 不可抗力（Force Majeure Risk）
 カウンターパーティリスク、信用リスク

4. 格付の方法

(1) 分析のポイント

上述のリスクに対する緩和要素の強弱の度合いの判別、ストレスに対する抵抗力の計測を含め、分析を行う。インフラファンドは、複数のインフラ事業会社を傘下に有する形態で、プロジェクトファイナンスと同様に個別の案件の事業性評価、インフラ運営を行う事業会社の事業戦略、運営能力の評価、ポートフォリオの評価、スポンサー、投資運用会社の能力評価、ファンド全体の財務、流動性の管理、税制、為替等のリスクの評価といった点が分析のポイントとなる。

個々のインフラ案件の事業性評価

個々には、空港、道路、鉄道、水道、エネルギー関連、発電、再生可能エネルギー、通信、廃棄物処理、等、様々なインフラ資産が組み入れられる可能性があり、事業性、特徴、制度面でのメリット/デメリット、参入障壁や競合の状況、等を事業毎に評価する。

事業会社の事業戦略、運営能力の評価

インフラ資産を保有、運営する事業会社の経営陣の経験、知見、事業価値の向上に向けた戦略、運営能力について、トラックレコードや今後の計画を含めた評価を行う。事業会社については、操業、並びに、財務に関わる資料、指標を分析し、キャッシュフロー、企業価値、信用リスクを評価する。

ポートフォリオの評価

ポートフォリオとしての投資家に対するキャッシュフローの創出力、その安定性/変動性、案件の分散の程度などを評価する。

スポンサー、資産運用会社の能力評価

ファンドの運用パフォーマンスは、取得価格の適切さ、取得のタイミング、保守的な運用方針に左右される。特に、案件の取得の巧拙は、ファンドのパフォーマンスのかなりの部分に影響する。案件のソーシング、デューデリジェンス、運用体制、運用の考え方（運用哲学）、人材、類似案件におけるトラックレコードについて分析することは極めて大切である。

財務方針、流動性管理の方針

財務方針、流動性管理の方針は、金融危機の発生のような外的ショックに対する抵抗力、対応力という観点、また、平時では、資金調達コストのコントロール、調達の柔軟性の確保という観点で重要である。

税制、為替のリスク評価

クロスボーダーで投資活動を行うインフラファンドは多く、税制、為替の変化によるキャッシュフローへの影響、対策等を確認する。

(2) 格付への反映

前述のポイントをもとに、個々のインフラ事業、ポートフォリオの評価、ファンド全体に係る当事者としてスポンサー、運用会社の能力、ファンドの仕組みを踏まえて評価を行う。類似の分野における経験、過去のトラックレコード、個々の事業価値の改善の進捗と今後の見通しを含め定性、定量の両面を踏まえた総合的な判断により、格付が決定される。ファンドのパフォーマンスを示す指標としては、IRR、cash yield（分配金ベースの利回り）、レバレッジの状況、各投資案件の価値評価（EBITDA、EBITDA Multiple、DER）などを参照する。ファンドの仕組みに関しては、投資家との契約条項、投資家への支払いに充当できるフリーキャッシュフローを確認する。

以上

留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル