

豪州のインフラ民営化における 2 つの工夫 ーアセットリサイクリングと年金基金による共同インフラ投資ー

竹下 智

■ 要 約 ■

1. インフラ投資の民間資金活用に関連して、一つの興味深いアプローチとして豪州の「アセットリサイクリング（asset recycling）」が注目されている。アセットリサイクリングとは、「政府等の公共セクターが保有する既存のインフラ資産や運営権を民間セクターに売却または長期リースし、その収益により新しいインフラ整備を行う」ことである。この手法を使えば、新たな借り入れ等を行うことなく新規のインフラ投資が可能となる。
2. アセットリサイクリングの代表的な事例として、2015 年から 17 年にかけて豪州のニューサウスウェールズ（NSW）州政府が送配電事業の所有権の半分を国内年金基金等と 99 年の超長期リース契約を締結した案件がある。その収益は全額、同州が設立した専用のファンドにプールされ、地下鉄、道路等のインフラ建設に投資される予定であり、財政への負担なく将来の人口増に対応するインフラの整備および地域への大きな経済波及効果が見込まれる。
3. 上記の NSW 州の民営化案件でコンソーシアムに参加した豪州の資産運用会社「IFM インベスターズ（IFM Investors Pty Ltd）」は、株主のすべてが同国の年金基金で構成されている。IFM インベスターズは、事実上、年金基金が共同でインフラ投資を行うためのプラットフォームであり、株主である年金基金に配慮した特色を持っている。
4. 高水準の公的債務に悩む中、既存のインフラ資産を豊富に保有している日本にとって、「アセットリサイクリング」のコンセプトは参考になると思われる。あわせて、インフラ投資に関心を抱きながらも、投資管理に不安を持っている年金基金の観点から、共同インフラ投資のプラットフォームの創設について検討することは有益ではないだろうか。

I 注目を集める豪州のインフラ資金調達

米国のドナルド・トランプ大統領は2016年の大統領選において10年間で1兆ドルのインフラ投資案を掲げた。さらに、2018年1月30日に行われた一般教書演説では、「1.5兆ドルの新規のインフラ投資」に言及している。ただし、その財源については「国と地方政府の連携および必要に応じて民間投資の活用」とあるだけで具体的方策は示されていない。米国に限らず先進国の厳しい財政状況からすれば、民間資金の活用はその重要性を増す一方である。

インフラ整備の民間資金の活用においては、豪州のケースが参考事例としてとりあげられることが多い。同国では1988年のシドニーハーバートンネル・プロジェクト¹以降、積極的に民間資金を活用してきた。近年では公共インフラ投資に占める民間セクターの比率が5割を超えてきている²。

さらに最近では、米国のインフラ投資に参考になる考え方として、豪州の「アセットリサイクリング（asset recycling）」が注目されている³。アセットリサイクリングとは、「政府等の公共セクターが保有する既存のインフラ資産を民間セクターに売却または長期リースし、その収益により新しいインフラ整備を行う」ことである。この手法を使えば、新たな借り入れ等の資金調達を行うことなく新規のインフラ投資が可能となる（図表1）。

アセットリサイクリングによるインフラ整備資金調達の代表的な事例として、豪州のニューサウスウェールズ（New South Wales、以下NSW）州が、送配電事業を同国の大手年金基金等に99年の超長期リース契約で民営化した案件があげられる（詳細は後述）。

この案件では、契約の相手方が年金基金であったことも注目される。長期の契約に対応できる年金基金は、インフラ投資において重要な投資家である。実際、世界のインフラ投資の約3分の1は年金基金が占めている（図表2）。

インフラ資産は、その特性から年金基金の運用対象として適応性が高い⁴。しかし、それ以上に社会インフラの民営化においては年金基金のもつ「安心感」が重要な意味を持ってくる。なぜなら、住民の生活や国の安全保障に重大な影響を及ぼす公的なインフラ事業の民営化には経済合理性だけでは判断出来ない複雑かつデリケートな問題が含まれるからである。

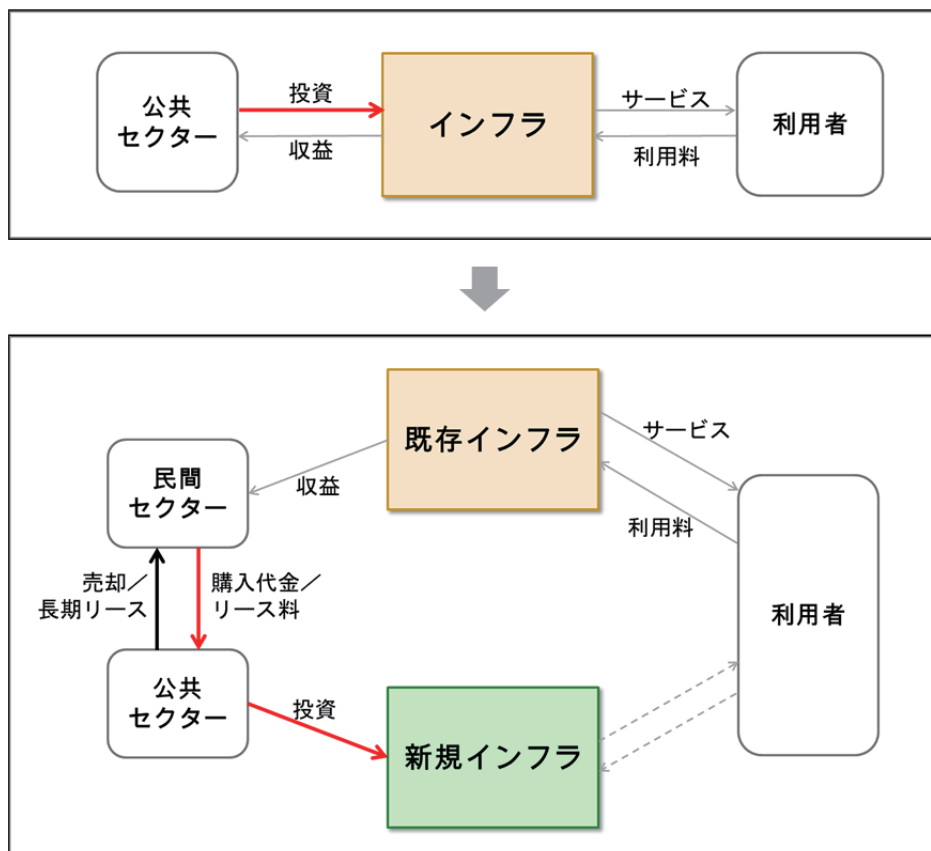
¹ シドニー北部とシドニー中心部の商業地区を結ぶ海底トンネルのPPP（Public-Private Partnership）。工期5年（1987-1992年）、事業契約期間30年（1992-2022年）、契約額7.49億豪ドル。日本の熊谷組と豪州企業（Transfield）のジョイントベンチャー（出資比率50:50）が契約。

² The Business Council of Australia, “Securing Investment in Australia’s Future: Infrastructure Funding and Financing”, November 2013.

³ “Australia Pitches Trump on a Plan to Fix America’s Roads and Bridges”, *Bloomberg*, August, 10, 2017. 等

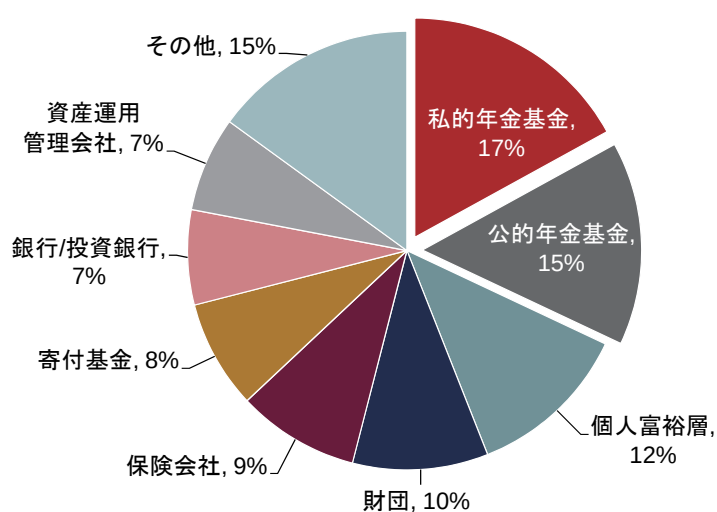
⁴ 瀧俊雄「アセット・クラスとして拡大するインフラストラクチャーへの投資」『資本市場クォーターリー』2006年夏号参照。

図表 1 インフラ投資におけるアセットリサイクルのイメージ



(出所) 野村資本市場研究所

図表 2 インフラ投資主体別比率 (グローバル)



(注) 機関投資家数ベース。2017年1月時点。

(出所) 「2017 Preqin Global Infrastructure Report」より野村資本市場研究所作成

極端なたとえではあるが、地方自治体が運営する水道事業を民営化した結果、その新しい民間の運営主体が自らの利潤追求のために水道料金を大幅に値上げし利用者に負担を強いる、さらに採算が取れないと撤退してしまう、そのような不安を利用者である住民が抱くようであれば民営化は難しい。まさに「売り手よし、買い手よし、世間よし」の「三方よし」の仕組みが必要となる。

一方、年金基金にとってインフラは決して容易な投資対象ではない。大手年金基金であっても、インフラ投資の十分な経験やノウハウを有しているところは多くはない。また、規模のそれほど大きくない年金基金にとっては、投資金額の大きなインフラ投資はハードルが高い。より多くの年金基金の資金をインフラ投資に向ける、言い方をかえれば、年金基金にインフラ投資の機会を提供するためには、通常のインフラファンドではなく、年金基金が安心して投資出来る仕組みが必要である。

こうした課題を乗り越える手法のひとつとして、複数の年金基金が共同で投資を行うための仕組みが考えられる。この取り組みにおいても豪州は先進的とされ、NSW 州送配電事業の案件で契約相手の1社となった資産運用会社「IFM インベスターズ (IFM Investors Pty Ltd)」は、株主のすべてが同国の年金基金で構成されている。IFM インベスターズを、年金基金が共同でインフラ投資を行うためのプラットフォームとみなすことも出来よう⁵。

本稿では、まずアセットリサイクリングの事例として豪州の州送配電事業の民営化案件を紹介する。次いで、年金基金による共同インフラ投資という観点から IFM インベスターズについてみていくこととする。

Ⅱ アセットリサイクリングを实践する豪州の民営化

1. 豪州連邦政府による「アセットリサイクリング・イニシアティブ」

2013 年 9 月の豪州の総選挙の結果、約 6 年続いた労働党から保守連合に政権が交代した。新政権は 2014 年度 (2014 年 7 月～15 年 6 月) 予算案において、前労働党政権の政策を批判し、社会保障や福祉を含む大幅な歳出削減の方針を打ち出す中、インフラ成長パッケージ (Infrastructure Growth Package) の一部として、2014 年 3 月「アセットリサイクリング・イニシアティブ (Asset Recycling Initiative、ARI)」を発表した。ARI は、地方政府 (the states and territories) がインフラ資産を売却し、その収益を新たな公共インフラに再投資するインセンティブを提供する、という政策である。具体的には、既存インフラの売却によって得た資金により新たなインフラ投資を行った場合、その投資金額の 15% を連邦政府が地方政府へ財政的貢献 (financial contribution) として支給する⁶。ARI の上限は総

⁵ 年金基金のためのインフラ投資プラットフォームとしては、他に英国の「PiP (Pensions Infrastructure Platform)」やスイスの「IST」の事例がある。

⁶ Parliament of Australia, “Asset Recycling Fund Bill 2014 [and] Asset Recycling Fund (Consequential Amendments) Bill 2014”.

額 50 億豪ドルで、先着順で利用可能となっており、2019 年 6 月末までに資産の売却および新規のインフラ建設が開始されなければならない。

2. NSW 州政府による送配電事業の民営化

2014 年 6 月、NSW 州政府は、保有する送配電事業の所有権の半分を民間に売却（99 年のリース契約）する計画を発表し、4 つの送配電網のうち 3 社を対象とした（図表 3）。主に郡部に電力を供給するエッセンシャルエナジー（Essential Energy）については、都市部に比べ住民の電力民営化に対する反対が強く民営化の対象からは外された⁷。

民営化にあたり NSW 州政府は住民の懸念に配慮し、以下の条件を発表した。

- ・ 民営化によるネット収益の全額を新規のインフラ（鉄道、道路等）に投資する
- ・ 送配電料金⁸を 2019 年までに 1%引き下げる
- ・ 従業員（permanent award employees）の雇用の保証と雇用条件を継続する
- ・ 電力供給の信頼性に悪影響を与えない
- ・ 送配電事業の地域のプレゼンスを維持する

豪州では公営／民営にかかわらず、すべての送配電会社の料金設定はエネルギー規制局（Australian Energy Regulator）によって規制されており、既定のサービス水準に見合った妥当なコストかどうか評価・判断される。また、リース後の信頼性や安全性等については、NSW 州政府が引き続きその責任において監督することとしている。

図表 3 NSW 州の送配電網

送配電網	サービス概要	民間へのリース比率
トランスグリッド (TransGrid)	高圧送電網を運営	100%
オースグリッド (AusGrid)	シドニー、セントラルコースト、ハンター地域の家庭や企業に電力を供給	50.4%
エンデバーエナジー (Endeavour Energy)	西シドニーやイラワラ地域等の家庭や企業に電力を供給	50.4%
エッセンシャルエナジー (Essential Energy)	NSW 州の上記以外の地区（州面積の 95%）の家庭や企業に電力を供給	※100%州政府保有を継続

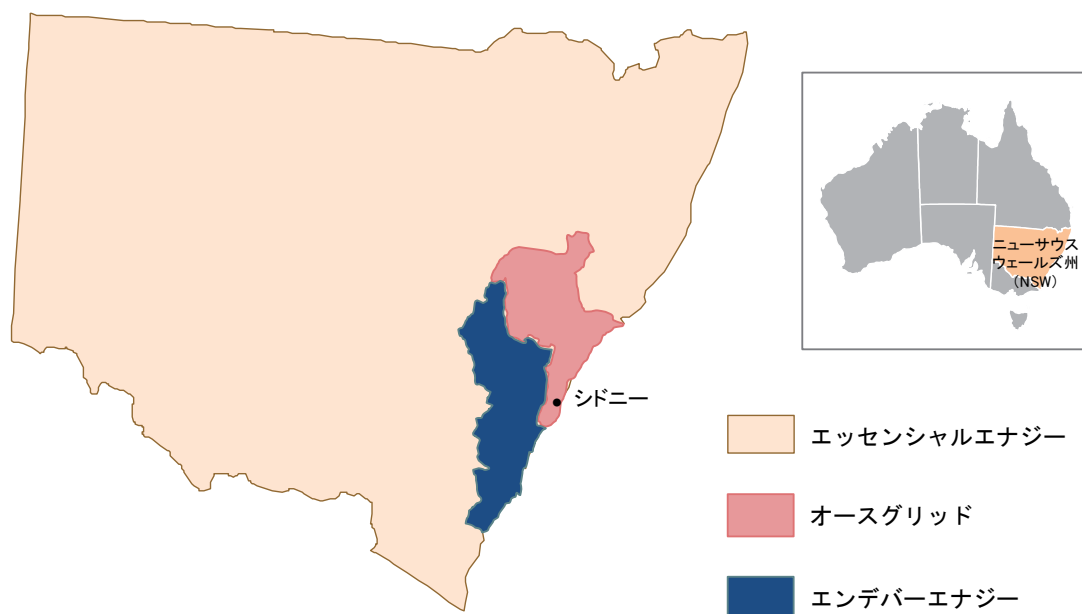
（注） 各社の供給地域については（図表 4）を参照

（出所）NSW 州資料および各社資料より野村資本市場研究所作成

⁷ 2015 年 3 月の NSW 州選挙時の ABC の調査によると、郡部（country areas）では民営化反対が 6 割を占めた。

⁸ 送配電料金は家庭用電気料金の一部として徴収される（一般的に電気料金の 35～55%を占める）。

図表4 NSW州送配電各社の供給地域



(出所) NSW州資料より野村資本市場研究所作成

2015年3月のNSW州選挙においては、この民営化が争点のひとつとなった。野党労働党は「民営化により電力料金が高くなる」という主張を行い、反民営化の選挙キャンペーンを展開した。しかしながら、「すでに民営化を実施したビクトリア（Victoria、VIC）州とサウスオーストラリア（South Australia、SA）州の送配電料金は民営化以来実質ベースで下落した」との調査報告⁹もあり、そのような主張が支持を得ることはなく、与党保守連合が再選を果たし、送配電事業の民営化は計画通り進められることとなった。

3. トランスグリッドの民営化

NSW州政府は、まず、高圧送電網を運営している「トランスグリッド（TransGrid）」の入札を実施した。入札の結果、2015年11月、豪州企業主導のコンソーシアム（共同事業体）と約100億豪ドルで契約を締結した（図表5）。また、コンソーシアムは2019年の総ネットワーク料金が2014年よりも低くなることを確認する「電気料金保証（Electricity Price Guarantee）」に署名している。

⁹ Ernst & Young, “Electricity network services - Long-term trends in prices and costs”, 2014. 本レポートはNSW州財務省の依頼で作成されたものである。

図表5 トランスグリッド案件の運営権を獲得したコンソーシアムのメンバー

投資家	概要	比率 (%)
CDPQ	ケベック州貯蓄投資公庫 (Caisse de dépôt et placement du Québec) 主に公務員年金基金、公務員共済基金、公的保険基金の資産を運用するカナダで資産規模第2位の運用機関	24.99
Hastings	豪州のインフラに特化した投資会社 (本社メルボルン)	20.02
Tawreed Investments Ltd	アブダビ投資庁 (ADIA) の100%子会社のインフラ投資専門組織	19.99
Wren House Infrastructure Management	クウェート投資庁 (KIA) の100%子会社のインフラ投資部門	19.99
Spark Infrastructure	豪州の上場企業 (本社シドニー) TransGrid 以外に国内に3つの配電網の資産を保有している ¹⁰	15.01

(出所) NSW 州公表資料 (2015 年 11 月 27 日) 等より野村資本市場研究所作成

4. オースグリッドの民営化

続いて NSW 州政府は「オースグリッド (Ausgrid)」の入札を実施した。オースグリッドは州最大の送電網を持ち、シドニー、セントラルコースト、ハンター地域の 170 万以上の家庭や企業に電力を供給している。

なお、この入札において、豪州連邦政府はオースグリッドの外国企業への売却を阻止する予備決定を下した¹¹。豪州財務相は声明で「審査の期間中に、オースグリッドが企業や政府に提供している重要な電力・通信サービスにおいて国家安全保障上の問題が確認された」と説明している¹²。豪州では電力事業に対して外資規制を課してはいないものの、非常に多額もしくはセンシティブな問題を含む案件については、国益 (National Interest) に反しないか、外国投資審査委員会 (Foreign Investment Review Board、FIRB) によって審議が行われることとなっている¹³。

その後、豪州の投資運用会社「IFM インベスターズ」と同国最大の年金基金「オーストラリアンスーパー (AustralianSuper)」のコンソーシアムから非公募提案 (Unsolicited proposal) があり、2016 年 10 月、NSW 州政府は約 160 億豪ドルでオースグリッドの 50.4% についてリース契約を締結した。IFM インベスターズは、後述するように、オーストラリアンスーパーを含む 28 の年金基金が株主となっており、世界最大規模のインフラファンドを運営している。

¹⁰ 保有する資産は SA 州「SA Power Networks」の 49%、VIC 州中心部「Citi Power」の 49%、VIC 州西部「Powercor」の 49%。

¹¹ 応札企業は非公開だが、中国国有の送電大手「国家电网」と香港のインフラ大手「長江基建集団」が有力と報道されていた。

¹² “豪政府、電力公社の中国企業への売却阻止「安全保障上の懸念」”, ロイター, 2016 年 8 月 12 日

¹³ Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975. 国益に反するかどうかの判断については法律に定義はなく、「連邦財務大臣が国家安全、競争、他の豪州政府の法律および政策、経済と地域社会への影響および投資家の属性等から判断する」とされている。

5. エンデバーエナジーの民営化

NSW 州政府は、最後の案件として、エンデバーエナジーの入札を実施した。その結果、2017 年 5 月、豪州のマッコーリー・グループが主導するコンソーシアムが約 76 億豪ドルで運営権を獲得した（図表 6）。

コンソーシアムに 25%を出資する AMP キャピタルの分は、豪州の年金基金である「REST（Retail Employees Superannuation Trust）」が AMP キャピタルを通じて投資している。REST は豪州で資産規模第 9 位、加入者数第 2 位の大手年金基金である（2016 年 6 月末時点）。

図表 6 トランスグリッド案件の運営権を獲得したコンソーシアムのメンバー

投資家	概要	比率 (%)
Macquarie Infrastructure & Real Assets	オーストラリア、マッコーリー・グループ傘下の世界最大のインフラ資産管理会社	30.16
AMP Capital	豪州の総合金融グループ「AMP リミテッド」の資産運用子会社 ※実質の投資家は豪州の年金基金「REST」	25.00
British Columbia Investment Management Corporation	カナダの投資運用会社。主に年金基金（84.4%）、政府機関（13.1%）の資金を運用。	25.00
The Qatar Investment Authority	カタール投資庁（QIA）	19.84

（出所）NSW 州公表資料（2017 年 5 月 11 日）等より野村資本市場研究所作成

図表 7 NSW 州の送配電事業の民営化の推移

年月	出来事
2014 年 6 月	NSW 州政府、送配電事業の持ち分の半分を 99 年リースとし、民間オペレーターに売却する計画を発表
2015 年 3 月	NSW 州選挙において民営化を推進する与党保守連合が再選される
2015 年 11 月	NSW 州政府、「トランスグリッド」のリース契約を豪州企業主導のコンソーシアムと締結
2016 年 8 月	豪州連邦政府、「国家安全保障上の問題が残る」として「オースグリッド」の外国企業への売却契約を阻止する仮決定
2016 年 10 月	NSW 州政府、「オースグリッド」のリース契約を IFM インベスターズとオーストラリアンスーパーのコンソーシアムと締結
2017 年 5 月	NSW 州政府、「エンデバーエナジー」のリース契約をマッコーリー・グループ主導のコンソーシアムと締結

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 NSW 州の送配電網の入札結果

送配電網	民間への リース比率	契約金額 (億豪ドル)	コンソーシアムメンバー
トランスグリッド (TransGrid)	100%	102.58	CDPQ Hastings アブダビ投資庁 クウェート投資庁 Spark Infrastructure
オースグリッド (AusGrid)	50.4%	161.89	オーストラリアンスーパー IFM インベスターズ
エンデバーエナジー (Endeavour Energy)	50.4%	76.24	マッコーリー AMP Capital (REST) BCI カタール投資庁

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

コンソーシアムのメンバーをみると、全ての案件において豪州企業がコンソーシアムを主導している。また、海外メンバーは年金基金の資金を運用するファンドもしくは国家の資金を運用する SWF¹⁴であった（図表 8）。

6. 新規インフラへの投資と財政上のインパクト

トランスグリッド、オースグリッドの超長期リース売却代金は NSW 州の基金（Restart NSW fund）にプールされる。この基金は ARI が発表されるよりも前（2011 年）に、同州のインフラプロジェクトへの資金提供のために設立されたものである。予算とは切り離し、専用のファンドを介することで透明性を確保している。2017 年 6 月時点、上記 2 つの案件を含め Restart NSW fund の資金総額は 298 億豪ドル、加えて ARI により（基準を満たすことを条件に）約 22 億豪ドルが支給される予定である¹⁵。

ARI において、長期リースに供される予定のインフラ資産および調達資金を投じる予定のインフラプロジェクトは、連邦金融問題評議会（Council on Federal Financial Relations）のウェブサイトで公開されている。ちなみに新規プロジェクトはすべて完成後、運賃や利用料の収益を生む事業となっている（図表 9）。

NSW 州の計画では図表 9 の他に学校、病院、文化施設等への投資計画もあり、新規投資の総額は 200 億豪ドルを超える。民営化発表後の 2015 年 11 月に作成された試算によれば、200 億豪ドルの新規インフラ投資により、NSW 州の GSP（Gross State Product、州内総生産）は向こう 20 年間で総額 3,000 億豪ドル増加する。これは 2014/15 年度の GSP の約 6 割に相当する。2035/36 年度の GSP はインフラ投資がない場合に比べ GSP の水準を 3.6%押し上げる効果を持つ¹⁶。

NSW 州の一般州政府部門の純債務（General Government Sector net debt）は 2015 年 6 月末で約 55 億豪ドルであった。トランスグリッドのリース契約後の 2016 年 6 月末時点では、

¹⁴ SWF（Sovereign Wealth Fund）ソブリン・ウェルス・ファンド。政府が出資する投資ファンド。

¹⁵ NSW Budget Paper No. 2 Infrastructure Statement 2017-18.

¹⁶ Deloitte, “Economic Impact of State Infrastructure Strategy – Rebuilding NSW”, November 2014.

図表9 NSW州の新規インフラ投資案件

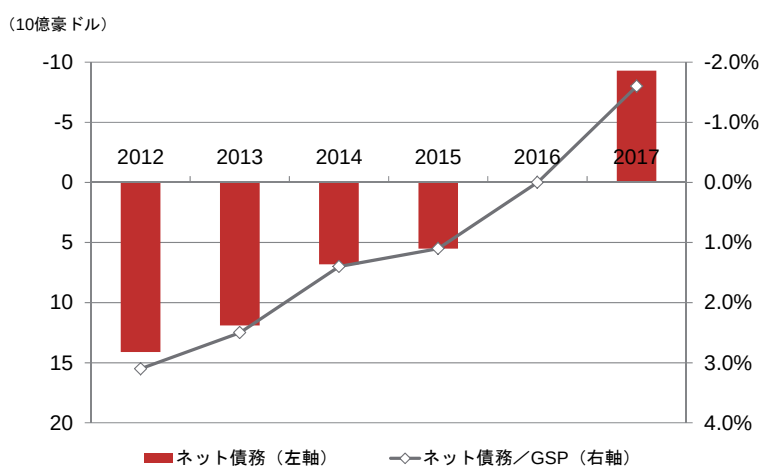
新規プロジェクト	インフラ種別	投資額 (100万豪ドル)	連邦政府からの支給
Sydney Metro	地下鉄	11,303.5	1,695.5
Sydney's Rail	鉄道	655.7	98.4
Parramatta Light Rail	〃	522.0	78.3
Pinch Points and Clearways	道路	347.8	52.5
Smart Motorways	〃	400.0	60.0
Gateway to the South	〃	260.9	39.1
New England Highway	〃	202.0	30.3
Princes Highway	〃	350.0	52.5
Mitchell Highway	〃	37.4	5.6
Newell Highway	〃	525.0	78.8
合計		14,604.3	2,190.9

(出所) “National Partnership Agreement on Asset Recycling Schedule B – New South Wales Asset Divestments and Projects” より野村資本市場研究所作成

ネット債務がゼロとなり、続くオースグリッド、エンデバーエナジーの契約後の2017年6月末時点ではマイナス93億豪ドルとなっている（図表10）。

一方で、政策としてのARIに対しては豪州国内から批判的な意見があがった。2015年3月、豪州連邦議会の上院経済参考委員会（Australian Senate Economics References Committee）がARIに関して専門家等にヒアリングを実施し、報告書を発表している¹⁷。同報告書では、「ARIのインセンティブによって、パブリック・コンサルテーションやコミュニケーション戦略および将来コストの適切な考察・分析なしに民営化が推進される」ことが懸念されている。つまり、インセンティブ付与が先着順であることや新規インフラ建設を期限内に着手することが条件であるために、十分な検討や住民への説明もないまま

図表10 NSW州のネット債務とネット債務の州内総生産（GSP）に占める比率



(注) 各年6月末時点。GSP=Gross State Product

(出所) NSW州 Report on State Finance より野村資本市場研究所作成

¹⁷ Australian Senate Economics References Committee, “Privatisation of state and territory assets and new infrastructure,” March 19, 2015.

地方政府が民営化を推進してしまうリスク、あるいは国全体で検討すべきインフラ投資の優先度や資金配分を歪ませる可能性がある、ということである。

7. アセットリサイクリングの評価

NSW 州の民営化案件では、豪州国内にインフラ投資において経験豊富なファンド、その資金の出し手たる投資家、特に年金基金の存在とそれらの旺盛な投資需要が成功の要因のひとつであったといえよう。

民間セクターからのインフラ投資という観点でみた場合、新規のインフラ投資プロジェクト（グリーンフィールド）よりも、すでに安定したキャッシュフローがある既存のインフラ資産（ブラウンフィールド）のほうが好まれる。一方、国や地方自治体が民間セクターの資金を呼び込みたいのは新規のインフラ建設であることが多い。このギャップを埋めるアイデアとして、アセットリサイクリングは検討に値する。特に「新しいインフラを建設するために、既存の公的インフラを民営化する」という説明は納税者でもある住民には受け入れやすいのではないだろうか。

もちろん、どのインフラ資産をどのタイミングで民営化するのかについては、十分な検討と説明が必要である。また、その売却資金が適切に新規のインフラ投資に使用されたことを公開することも求められよう。NSW 州のように専用基金を設立し、透明性を担保することもひとつの方策と考えられる。

また、投資対象としてのインフラに対する機関投資家の需要は高まっており、インフラファンドにとっては、先進国のブラウンフィールド案件を中心に優良な案件に参加するための競争が激化している。非上場インフラファンドにおけるドライパウダー（dry powder：投資コミットメント額のうち、投資に回っていない資金）が 2017 年 6 月時点で約 1,500 億米ドルに達しているというデータもある¹⁸。また、10 億米ドルを超える規模の案件はグローバルでみてもそれほど多くはなく、オースグリップの案件は 2016 年のユーティリティ分野で世界的に見ても最大の案件であった¹⁹。このような需給環境のなかで、アセットリサイクリングによって、安定した地域の優良なインフラ資産、しかも規模の大きな案件への投資機会が開かれることは、投資家にとって非常に魅力的といえよう。

8. 民営化における利用者への配慮

NSW 州の案件では、公共セクターが保有するインフラ資産、特に日常生活に重大な影響を及ぼす電力や水道のようなインフラ事業を民営化する場合に参考となる点が多い。

- ① サービス提供の安定的継続
- ② 料金水準の維持／引き下げ（購入者との契約締結）

¹⁸ Preqin “Infrastructure Fund Manager Outlook, H1 2018”

¹⁹ Preqin “2017 Preqin Global Infrastructure Report”

③ 売却代金の使途の透明性の確保（専用ファンドの利用）

特に①においては、売却先（リース先）の属性に対して、安全保障や利用者である住民への配慮が必要となる。その意味で地域の送配電会社の契約先が年金基金および年金基金を株主とする資産運用会社になったことは地域住民に安心感を与えたと言えるのではないだろうか。そうした観点から、以下では IFM インベスターズの概要と意義について検討する。

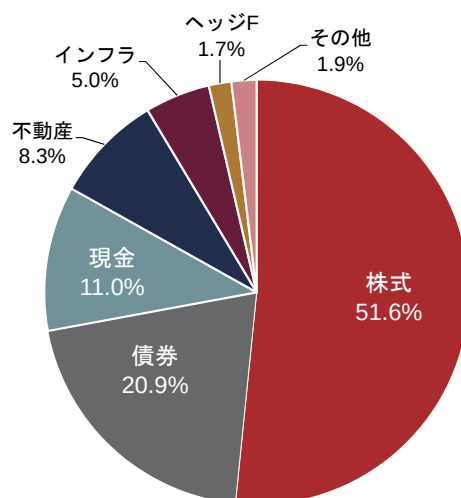
Ⅲ 年金基金とインフラをつないだ IFM インベスターズ

1. 豪州の年金基金とインフラ投資

豪州の年金制度はいわゆる 2 階建てとなっており、1 階は税方式の「老齢年金（Age Pension）」、2 階は全従業員（民間従業員、公務員）を対象とした強制加入の私的年金「スーパーアニュエーション（Superannuation）」である²⁰。雇用主は、給与の 9.5%を従業員のスーパーアニュエーションに拠出する義務を負っている²¹。加入者（従業員）は強制拠出の入金先となるスーパーアニュエーション基金（ファンド）を自ら選択することが出来る。

スーパーアニュエーション（加入者 5 人以上のファンド）の資産構成をみると、約 5%がインフラへの投資となっている（図表 11）。

図表 11 スーパーアニュエーションの資産配分（2017 年 12 月）



（注） 加入者 5 人以上のファンド。総額 1 兆 6,340 億豪ドル。

（出所） APRA, Quarterly Superannuation Performance December 2017 より
野村資本市場研究所作成

²⁰ スーパーアニュエーションについては野村亜紀子「オーストラリアのスーパーアニュエーション」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

²¹ 2014 年 7 月に 9.25%から 9.5%へ変更。今後段階的に 12.0%（2025 年 7 月～）まで引き上げられる予定。

豪州の年金基金によるインフラ投資の比率が他国に比べて高い理由として、OECD のレポートでは以下の点をあげている²²。

- 1990 年代初めの政府による公共資産の民営化と同時期の強制加入のスーパーアニュエーションの導入
- 経済成長と好ましい人口動向の下での年金資産の継続的増加
- インフラの民間投資を促進した金融仲介業者（投資銀行や資産運用会社）の参入
- 年金基金による（投資対象としての）インフラに対する信任

財政赤字を抱え民間資金をインフラ投資に呼び込みたい「政府」、強制加入と就業人口の増加により増加する資金を運用しなくてはならない「年金基金」、両者をつなぐインフラファンドを多く組成し「投資銀行や資産運用会社」の 3 者の歯車が同時期にうまく噛み合った結果ということが出来よう。

事実、運用資産額上位（グローバル）のインフラファンド運用会社をみると、当該分野における先駆者的存在であるマッコーリー・グループを筆頭に、上位 10 社中の 5 社が豪州に本拠を置く運用会社となっている（図表 12）。

図表 12 主なインフラファンド運用会社（グローバル）

	運用会社	本社	インフラ 運用資産残高 (10 億ユーロ)
1	マッコーリー	シドニー&ロンドン	93.7
2	Brookfield Infrastructure Group	トロント	60.7
3	IFM インベスターズ	メルボルン	22.2
4	JP Morgan Asset Management	ニューヨーク	14.2
5	Deutsche Asset Management	ロンドン	11.5
6	Alinda Capital Partners	グリニッジ	9.52
7	Goldman Sachs	ニューヨーク	9.46
8	Hastings Funds Management	メルボルン	8.98
9	AMP Capital	シドニー&ロンドン	8.35
10	Colonial First State Global AM	シドニー	5.00

（出所）IPE Real Assets (January/February 2017)より野村資本市場研究所作成

²² OECD, “Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison between Australia and Canada”, July 2013.

2. IFM インベスターズの設立経緯とインフラ投資

豪州でマッコーリー・グループに次ぐ規模をもつ IFM インベスターズは、株主の全てが豪州のスーパーアニュエーションであるという点でユニークな運用会社である。

IFM インベスターズの起源は、1990 年に「オーストラリア労働組合評議会」(Australian Council of Trade Unions、以下 ACTU)、「オーストラリア商工会議所」(Australian Chamber of Manufacturers)、生命保険会社の「AMP」によって設立された「オーストラリア開発基金」(Development Australia Fund、以下 DAF)に遡る。ACTU は労働組合を統括する団体であり、当時の労働党ボブ・ホーク政権との間でスーパーアニュエーションの全従業員への拡張および雇用主拋出を推進した主体である。AMP は当時英連邦最大規模の生命保険相互会社であり、1988 年にはシドニーのハーバー・トンネルに出資、AMP としては初の実物インフラ投資を行っている。設立時の資金調達のは半分は 4 つのスーパーアニュエーションから、残りは AMP からの出資となっている。DAF はスーパーアニュエーションに対して国のインフラプロジェクトに特化した投資機会を提供することを目的としていた。

また、1994 年、スーパーアニュエーションとコロニアル生命保険 (Colonial Mutual Life、CML) の出資により IFS (Industry Funds Services Pty Ltd) が設立された。その後スーパーアニュエーションが 100%所有権を取得している。IFS は AMP とともに DAF の投資アドバイザーとなり、翌 1995 年には DAF の投資マネージャーとしてすべての運用管理業務を引き継いだ。

1993 年に制定された法律 (Superannuation Industry Supervision legislation) は、スーパーアニュエーションの運用に対して「自らの状況に応じた適切な運用戦略の策定および実施」を課した。これが、インフラプロジェクトのような長期投資を後押しする要因となった。つまり、増加する運用資金と将来必要となるキャッシュフローを想定して、十分に多様化した投資戦略の必要に迫られたスーパーアニュエーションがインフラ資産を投資ポートフォリオに組み入れることは自然の流れであった。なお、政府がそのような流れを意図的に作ったとも思われる発言もみられる²³。そして、スーパーアニュエーションに対してインフラ投資の入口を提供したのが DAF ということになる。

1995 年、「オーストラリア・インフラ・ファンド」(現 IFM オーストラリア・インフラ・ファンド)をローンチした。初の投資案件は、1997 年の豪州のメルボルン空港への出資であった。その後、着実に豪州国内のインフラへの投資を拡大している。

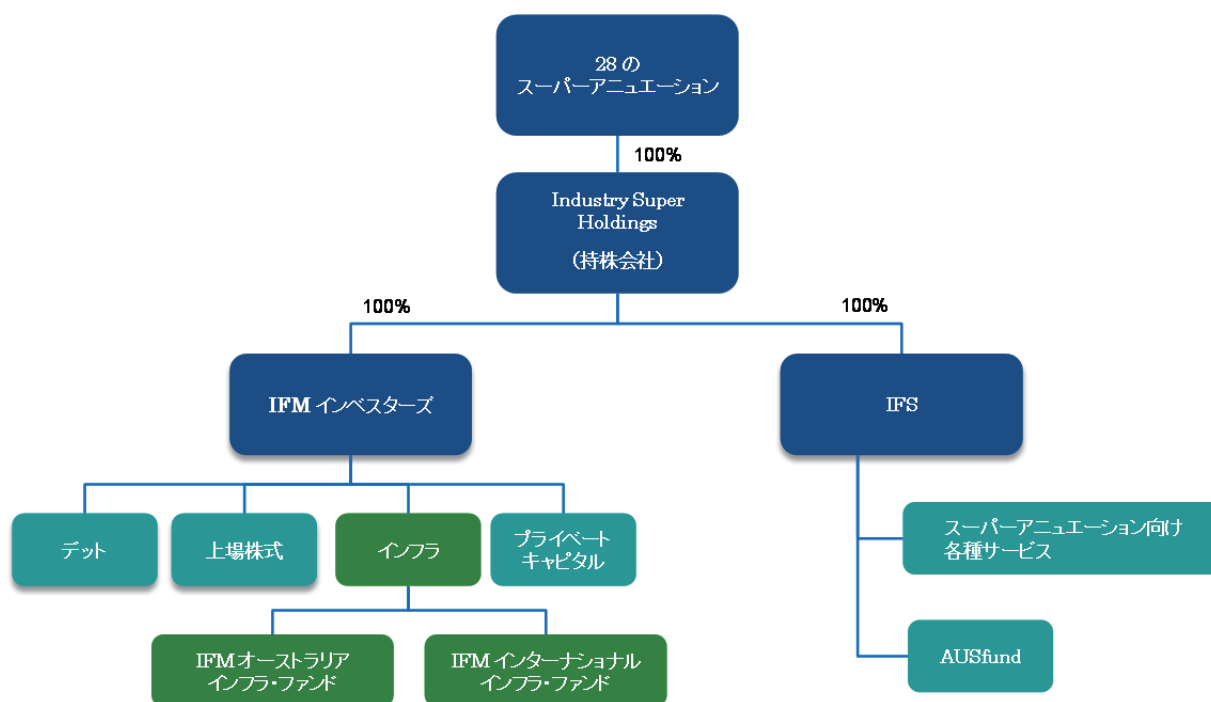
2004 年には IFS キャピタルグループと DAF が合併し「IFM (Industry Funds Management)」が設立された。最初のインフラ投資から 7 年後の 2004 年、「IFM インターナショナル・インフラファンド」がローンチされ、豪州国外への投資が開始された。

2007 年、ISH (Industry Super Holdings Pty Ltd) が IFM インベスターズと IFS の 100%持

²³ Senator Peter Cook, Minister for Industry, Science and Technology, “Launch of restructured Development Australia Fund”, 30 October 1995.

株会社となった（図表 13）。IFS は、スーパーアニュエーションに対して各種のサービスを提供している。

図表 13 IFM インベスターズの概要



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 14 IFM インベスターズの動向

年	出来事
1990	○ Development Australia Fund (DAF) 設立
1994	○ Industry Fund Services Pty Ltd (IFS) 設立
1995	○ IFS が DAF の運用管理を担う ◆ 「IFM オーストラリア・インフラ・ファンド」ローンチ
1997	◆ 空港（豪州第2位のメルボルン空港）に初出資
2004	○ IFS と DAF が合併し IFM を設立 ◆ 「IFM インターナショナル・インフラファンド」ローンチ
2006	○ ロンドン事務所開設
2007	○ Industry Super Holdings Pty Ltd が IFM の持株会社に ○ NY 事務所開設
2014	○ 東京事務所開設

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 15 は IFM インベスターズが投資しているインフラ資産の一覧である。当初は国内のインフラのみに投資を行い、十分な経験、ノウハウを得た上で 2004 年以降に海外に投資を拡大していった。また、投資対象も初期は空港、道路のみであったものが順次広がりをみせている。

図表 15 IFM インベスターズの保有インフラ資産（取得年および地域）

取得年	豪州(18)	英国／欧州(9)	北米(5)
1997	◆Melbourne Airport (空港) ◆Brisbane Airport (空港) ◆Perth Airport (空港)		
1998	◆Interlink Roads (M5) (有料道路)		
1999			
2000	◆Eastern Distributor (M1) (有料道路)		
2001	◆NT Airports (空港)		
2002	◆Adelaide Airport (空港)		
2003	◆Axiom Education (学校建物) ◆Ecogen Energy (発電事業) ◆Southern Cross Station (鉄道駅) ◆Wyuna Water (水処理)		
2004		◆Arqiva Limited (放送、無線通信事業)	
2005			
2006	◆IFM Aged Care (Mercy Health) (老人介護施設) ◆Perth CBD Courts (裁判所)	◆Anglian Water (上下水道事業) ◆Veolia Energia Polska S.A. (地域暖房・熱電供給)	
2007			◆Colonial Pipeline (パイプライン、関連インフラ)
2008	◆Defence HQ (Praeco Pty Ltd) (国防省本部施設)		
2009			
2010	◆Port of Brisbane (海港)	◆50Hertz Transmission (送配電事業)	
2011			
2012			
2013	◆Port Botany (海港) ◆Port Kembla (海港)	◆Manchester Airports Group (空港)	
2014		◆Vienna International Airport (空港)	◆Freeport LNG (液化天然ガス施設)
2015			◆Concesionaria Mexiquense (有料道路) ◆Indiana Toll Road (有料道路)
2016	◆Ausgrid (送配電事業)		
2017		◆M6Toll (有料道路) ◆Mersin International Port (海港) ◆VTI B.V. (パイプライン、関連インフラ)	◆OHL メキシコ (有料道路)

(出所) IFM インベスターズウェブサイトより野村資本市場研究所作成

3. スーパーアニュエーションへの配慮

現在、IFM インベスターズは、28 のスーパーアニュエーションが株主となっている（図表 16）。産業ファンドでみると、全 41 中 31 のスーパーアニュエーションが株主となっており、総資産合計は 3,830 億豪ドルと産業ファンド全体の約 8 割を占める²⁴。

株主には産業ファンドだけでなくすべての種類のスーパーアニュエーションが含まれており、その規模も大きく幅がある。それぞれの資産の規模に見合った投資を行うことが出来る。また、以下のように、株主であるスーパーアニュエーションに配慮した特色もみられる。

図表 16 IFM インベスターズの株主（スーパーアニュエーション）（2017 年 3 月時点）

	名称	ファンド種類	総資産 (百万豪ドル)	順位	加入者数(人)	順位
1	オーストラリアンスーパー	産業ファンド	103,697	1	2,135,939	1
2	First State Super	公的セクターファンド	57,092	4	751,116	13
3	Unisuper	産業ファンド	56,646	6	421,083	18
4	Sunsuper	"	39,297	10	1,136,507	4
5	HESTA	"	36,004	11	833,325	11
6	Cbus	"	34,493	12	735,178	14
7	HOSTPLUS	"	20,351	17	1,021,234	5
8	Care Super	"	14,271	27	249,132	25
9	Mine Wealth & Wellbeing	"	10,025	29	70,076	65
10	MTAA	"	9,446	32	249,434	24
11	Catholic Super	"	8,500	-	76,500	-
12	Vision Super	公的セクターファンド	7,791	36	101,098	46
13	Australian Catholic	産業ファンド	7,393	39	93,970	51
14	NGS Super	"	7,307	41	98,631	48
15	Statewide Super	"	6,670	44	170,820	34
16	Energy Super	"	6,295	46	47,766	70
17	LUCRF	"	5,205	50	169,884	35
18	Maritime Super	"	4,876	51	28,308	91
19	Media Super	"	4,580	52	93,010	52
20	TWU	"	4,452	53	121,851	41
21	BUSSQ	"	3,803	59	85,489	56
22	Tasplan	"	3,578	60	109,375	44
23	WA Local Super	公的セクターファンド	2,627	70	40,773	78
24	Intrust Super Fund	産業ファンド	2,015	79	121,207	43
25	Rei Super	"	1,369	95	30,301	88
26	QIEC Super	"	1,268	98	25,890	96
27	Mercy Super	企業ファンド	1,019	103	13,016	111
28	AUS Fund	リテールファンド	525	122	874,167	10

(注) 順位は 2016 年 6 月末時点の比較可能なスーパーアニュエーション 183 基金中の順位。6 月以外の決算期の基金(上記表中では Catholic Super)は対象となっていない。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

²⁴ スーパーアニュエーション（ファンド）には、「企業ファンド」「産業ファンド」「公的セクターファンド」「リテールファンド」「スモールファンド」の 5 種類がある。産業ファンドは労働組合が産業別に設立したもの。かつては、当該産業の従業員向けに提供されていたが、近年は一般からの加入も可能なものが増加。詳細は前掲野村亜紀子「オーストラリアのスーパーアニュエーション」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

① 低いファンド手数料

平均的なプライベート・エクイティ・ファンドでは、資産の2%（マネジメント・フィー）と利益の20%（パフォーマンス・フィー）に相当する手数料を要求するといわれる。非上場のインフラファンドの場合は投資対象の性格上それよりは低いものの、そのマネジメント・フィーは平均で1.5%である²⁵。それに対して、OECDのレポートによると、IFM インベスターズのインフラファンドのマネジメント・フィーは1%以下とされる²⁶。

IFM インベスターズのホームページに「年金投資家が株主である資産運用会社として、最も重要視するのは、（略）ネット（手数料税等控除後）の運用成績を上げていくこと」とある。すべての株主がスーパーアニュエーションであることが手数料を低く抑える要因になっていると考えられる。

② オープンエンド型のファンド

通常、インフラファンドはその投資の性格上設定期間内での引出しが出来ない「クローズドエンド」型のものが多いが、IFM インベスターズのインフラファンドは「オープンエンド」型である。スーパーアニュエーション制度のもとでは、個人が自らの資産を異なる基金に動かすことが可能であるため、各スーパーアニュエーションは換金可能性を見据えて流動性の高い資産を選好する傾向にある。株主の利便性を考慮した結果として「オープンエンド」型のファンドを組成運営することになったと思われる。

③ グリーンフィールド投資へのスタンス

年金基金は、すでに安定したキャッシュフローがある「ブラウンフィールド」プロジェクトへの投資を指向しており、新規の設計・建設段階にある「グリーンフィールド」プロジェクトは敬遠する傾向にある。IFM インベスターズのヒンブリー（Brett Himbury）CEOは、「我々は、1,500万人の年金資金を預かっており、グリーンフィールド・プロジェクトが抱えるリスクを取りたいわけではない」「インフラ建設のリスクを負うのは多くの場合、資産運用者よりも政府のほうが適している」と語っている²⁷。事実、既存の空港の滑走路の建設等への投資は行っているが、グリーンフィールド案件への投資は行っていない。

²⁵ 前掲 Preqin, “2017 Preqin Global Infrastructure Report”.

²⁶ 前掲 OECD, “Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison between Australia and Canada”, July 2013.

²⁷ “IFM: Look to pensions for infrastructure cash”, *Financial Times*, November 13, 2016.

4. 大手基金によるインハウス運用の拡大

株主となっているスーパーアニュエーションがそのインフラ投資を全て IFM インベスターズに頼っているというわけではない。IFM インベスターズのファンドに加えて、他の資産運用会社のインフラファンドに投資しているところも少なくない。また、運用資産規模の大きなスーパーアニュエーションでは、外部に運用を委託せず自ら運用管理者として運用を行う「インハウス運用」を行うところも出てきている。

例えば、豪州最大のスーパーアニュエーションであるオーストラリアンスーパーは2012 年から「内部投資プログラム（internal investment program）」を開始し、インハウス運用の強化を進めている。インフラ投資についても、2017 年 6 月末時点で約 4 割がインハウス運用となっている（図表 17）。インハウス運用を強化する主な目的は、ファンドへのマネジメント・フィー（管理手数料）や成功報酬の支払いをなくすことで、投資リターンをその分向上させることにある。

オーストラリアンスーパーは、2017 年 10 月、IFM インベスターズの持株会社である ISH の保有比率を 32%から 20%に引き下げた²⁸。それでも引き続き ISH の最大の株主である。売却先は逆に ISH の保有比率の増加を希望する他のスーパーアニュエーションである。株主の保有比率については固定ではなく、株主間での売買は可能とみられる。

図表 17 オーストラリアンスーパーのインフラ投資の内訳

投資マネージャー	運用金額運用 (100 万豪ドル)
Industry Funds Management Pty Ltd (※IFM インベスターズのファンド)	6,270
AustralianSuper Internal Investments (※インハウス運用)	5,600
Macquarie Specialist Asset Management Limited	560
Infrastructure Capital Group Limited	259

（出所）AustralianSuper 「2016-17 Annual Report」より野村資本市場研究所作成

²⁸ “AustralianSuper sells down its stake in Industry Super Holdings”, *The New Daily*, October 4, 2017. なお、この *The New Daily* は ISH の子会社である。

5. 年金基金にとっての共同投資プラットフォーム

NSW 州の民営化案件でアセットリサイクルが機能した要因として、豪州国内にインフラ投資において経験豊富なファンド、その資金の出し手たる投資家、特に年金基金の存在をあげたが、1990 年代からの豪州のインフラに対する一連の取組みの結果とみることが出来る。

年金基金にとってメリットがあったとしても、自然発生的に共同投資のプラットフォームが立ち上がるということは想定し難い。豪州の例では、インフラ建設に年金基金の投資を望む政府および産業界の強い意志が働いていたとみる向きもある。立ち上げ時には、公的組織（IFM インベスターズの例では ACTU、あるいは政府）、ノウハウを持つ資産運用会社等（同、保険会社の AMP）、大手年金基金の関与が不可欠であった。その後年金基金が 100%保有する資産運用会社へと移行するというステップは合理的といえる。

経験もノウハウもない年金基金がインフラに投資しようとする際、直接投資することはもちろん、インフラファンドを選ぶことも簡単ではない。自国の年金基金だけで構成される共同投資プラットフォームがあれば、インフラ投資の管理は容易になるのではないだろうか。インフラ投資は 1 件の案件規模が大きく、1 基金で参加するのは困難であり、規模のそれほど大きくない年金基金にとっては、分散投資の観点からポートフォリオが充実することになるからである。また、インハウス運用を指向する大手年金基金にとっても、投資実績を積みノウハウを蓄積するためには、まず共同投資プラットフォームに参加することが有用であろう。

IV 日本への示唆

日本でも、政府は 2016 年「PPP/PFI 推進アクションプラン」を改定し、その事業規模目標を 2013 年から 2022 年までの 10 年間で当初の 10～12 兆円から 21 兆円に拡大した。また、本年 2 月、地方自治体が運営する公共インフラの民間への売却を促すための PFI 法の改正法案が提出されるなど、公共セクターが保有するインフラの民営化が今後加速していくであろう。今回紹介した「アセットリサイクル」というコンセプトは日本の民営化においても参考となると思われる。

世界経済フォーラム（World Economic Forum）はアセットリサイクルに関するレポートにおいて、豪州以外にアセットリサイクルを検討する価値のある国としてイタリア、日本およびカナダをあげている。その理由として「これらの国々は高水準の公的債務およびインフラ投資不足に直面しており、一方で既存の十分に運用されているインフラ資産を豊富に保有している」点を指摘している²⁹。

民営化において、「民間の知恵と資金」という言葉を目にすることが多い。「民間の資金」というときに、新たな保有主体についても検討すべきである。繰り返しになるが、公

²⁹ World Economic Forum, "Recycling our Infrastructure for Future Generations", December 19, 2017.

的なインフラ資産の新しい保有者が誰になるのかはコミュニティ住民や利用者にとっては非常に重要な問題になる。年金基金が最良であるというわけではないが、年金基金が投資しやすい仕組みについても工夫が必要であろう。

インフラ投資の経験の少ない国内の年金基金にとっては、まずは安心して投資出来るファンドが必要である。日本においても、海外の先行事例を参考に、主要な年金基金が中心となりインフラ投資のための共同投資プラットフォームの創設を検討するべきではないだろうか。その際、豪州の例にみられるように、「公共体」「年金基金」「運用機関」の3つの歯車を同時にうまく回すことが成功につながると考える。それには政府や産業界のリーダーシップも必要となろう。

最後に、共同投資プラットフォームにおいて、一番の課題は専門知識経験を有する優秀な人材の確保である。ファンドのみならず、インハウス運用を行う海外の年金基金においても十分な経験と才能を備えた人材を確保することは容易ではない。それらの基金では報酬コンサルティング会社等を積極的に利用し、常に主要市場（米国、英国、香港など）の報酬関連情報を収集し、グローバルに競争力のある評価報酬システムの維持に腐心している。新たに運用チームを組成しようとするれば、年金基金や国内の一般的な金融機関の常識（標準的な報酬水準）ではなく、グローバルベースの発想が必須となる。

あわせて、ガバナンス体制の整備も忘れてはならない。通常運用チームの評価はパフォーマンスに連動するため、投資の決定、運用状況、報酬の決定等チェックが非常に重要となる。また、共同で立ち上げた組織では責任の所在があいまいになることが多い。運用チームの独立性を十分に担保した上で、しっかりとしたガバナンス体制の構築が求められる。