

マッコーリーと M&A・インフラ投資市場

マッコーリーキャピタル証券会社
在日代表
アーサー尾関
2014年3月

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、引受け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様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、規制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証券会社(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、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)金融先物取引業協会)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マッコーリーキャピタル証券会社に帰属します。また事前にマッコーリーキャピタル証券会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。



Contents

01	マッコーリーグループの概要	3
02	日本のM&A市場動向	7
03	投資家の立場から見る日本	12
04	インフラ投資家としてのマッコーリーの視点	20



MACQUARIE

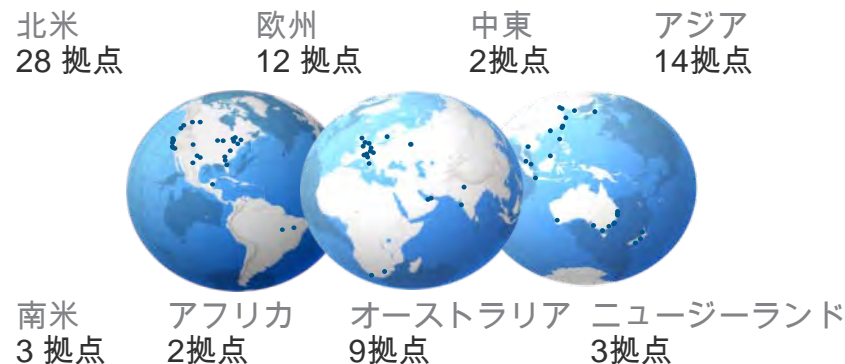
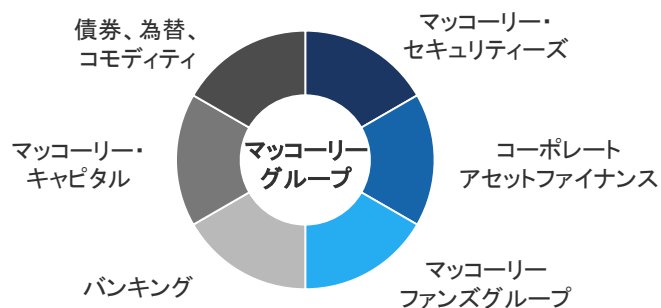
01

マッコーリーグループの概要

マッコーリーグループについて



銀行業務、アドバイザー、投資とファンドマネジメントサービスを全世界で提供



時価総額 \$A17.8bn (約1.6兆円)	従業員数 13,578	運用資産額 \$A433bn (約39兆円)	2013年度純利益 \$A851m (約774億円)	クレジットレー ティング A2/A	歴史 44年
--------------------------------------	-----------------------	-------------------------------------	---	--------------------------------	------------------

- オーストラリアのシドニーに本社
- 28カ国に70の拠点を有する総合金融グループ
- グローバルな投資銀行業務
 - アジア太平洋地域におけるリーディングブランド
- 世界的なインフラストラクチャーアセットマネージャー
- 日本におけるマッコーリー
 - 2000年より日本での業務を開始。現在約130名のスタッフを擁する
 - 近年日本でのM&Aアドバイザー及びプリンシパル業務を更に強化
 - 2008年のアドバイザーチームの立上げ 以来、40件以上の案件に関与

* 1豪ドル=約91円で換算

6つの機能グループ

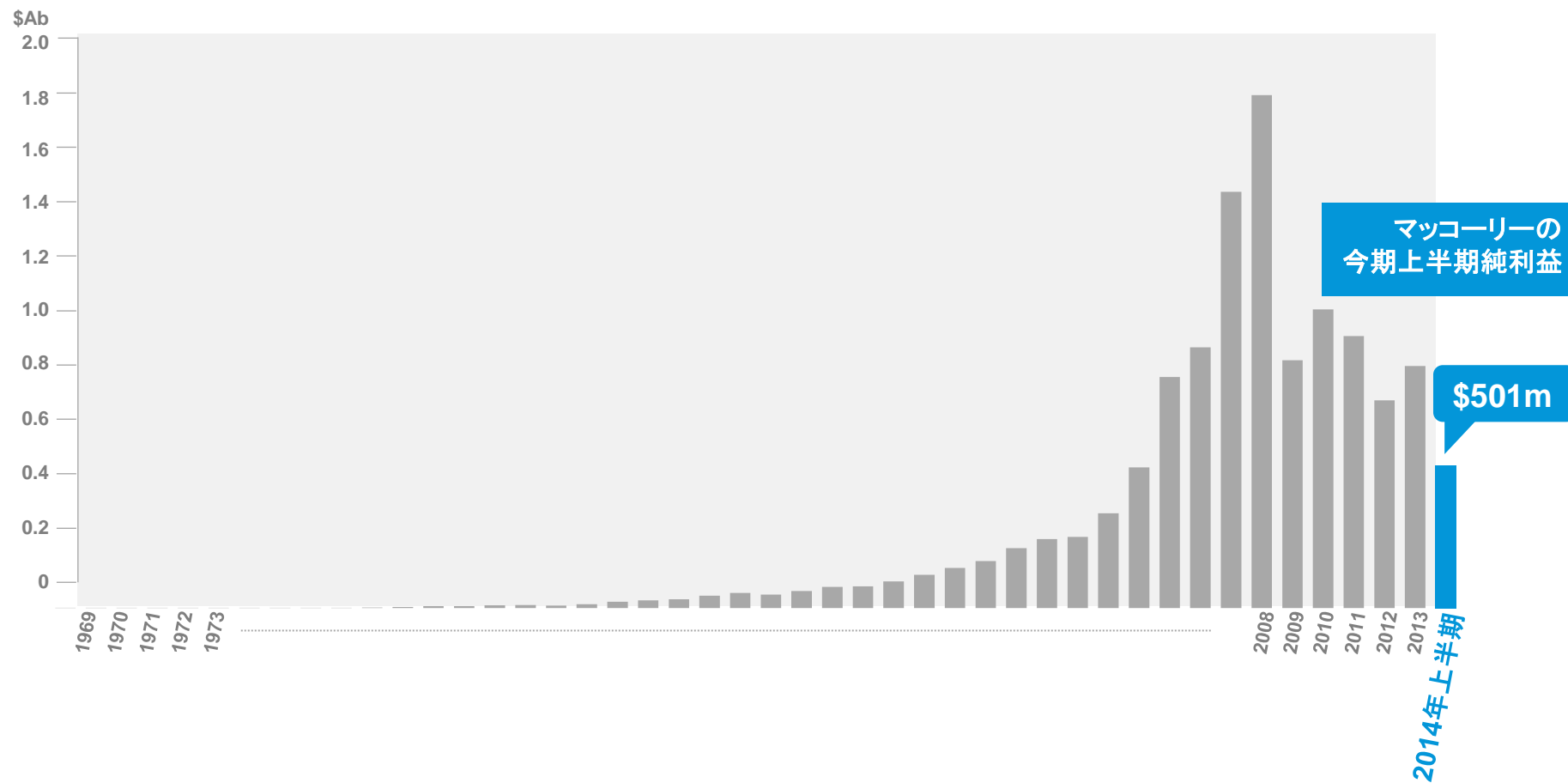


マッコーリー・セキュリティーズ(MSG)	<ul style="list-style-type: none">• セールス、リサーチ、ECM、取引実行とデリバティブをカバーし、アジア太平洋地域を地盤とするグローバルなセキュリティーズハウス• オーストラリア、アジア、南アフリカ、カナダではキャッシュエクイティのフルサービスを提供。北米、欧州ではより専門的なサービスを提供。世界の主要拠点で専門的なデリバティブ事業も展開• 主要分野: インフラストラクチャー・ユーティリティ、テクノロジー・メディア・エンタテインメント、資源(鉱物・エネルギー)、インダストリアル、金融機関
マッコーリーファンズグループ(MFG)	<ul style="list-style-type: none">• 4,300億豪ドル以上の資産を運用する、世界トップ50位に入るアセットマネージャー• インフラストラクチャーと実物資産、株式への投資、ファンド・株式に基づくソリューションを含む、広範囲に及ぶ商品とサービスを提供
マッコーリー・キャピタル(MacCap)	<ul style="list-style-type: none">• M&A、債券・株式資本市場、自己勘定投資を含むグローバルなファイナンスサービス• 主要分野: インフラストラクチャー、ユーティリティ、再生可能エネルギー、資源(鉱物・エネルギー)、不動産、テクノロジー・メディア・エンタテインメント、インダストリアル、金融機関
債券、為替、コモディティ(FICC)	<ul style="list-style-type: none">• 生産者・需要家、金融機関・投資家に向け、債券、為替、コモディティに関するファイナンス、リスクソリューション、市場アクセスをグローバルで提供• 実物コモディティ(天然ガス、LNG、NGL、電力、石油、石炭、ベースメタル、鉄、砂糖、貨物輸送)の分野でプレゼンスを拡大• 北米、オーストラリアで支配的な地位を確立、カナダ、南米ではニッチ分野で展開、アジアとEMEAでもビジネスを拡大中• 主要分野: コモディティ、アジアとエマージング市場、ハイイールドと不良債権
コーポレートアセットファイナンス(CAF)	<ul style="list-style-type: none">• 261億豪ドルに及ぶローンとアセットファイナンスを誇る、スペシャリストファイナンスとアセットマネジメントプロバイダー• コーポレートと不動産向け投資・融資におけるグローバルな知見と実績• 航空機、自動車、テクノロジー、ヘルスケア、インダストリアル、エネルギー、鉄道、採掘設備等のアセットファイナンスに強み
バンキング(BFS)	<ul style="list-style-type: none">• マッコーリーのリテールとファイナンシャルサービス部門• 多様な個人向けバンキング、富裕層向け資産管理サービス、ビジネス向け商品・サービスを個人、アドバイザー、ブローカー、ビジネス顧客へ提供

マッコーリーは44年間黒字を継続



マッコーリーグループの年間純利益推移





MACQUARIE

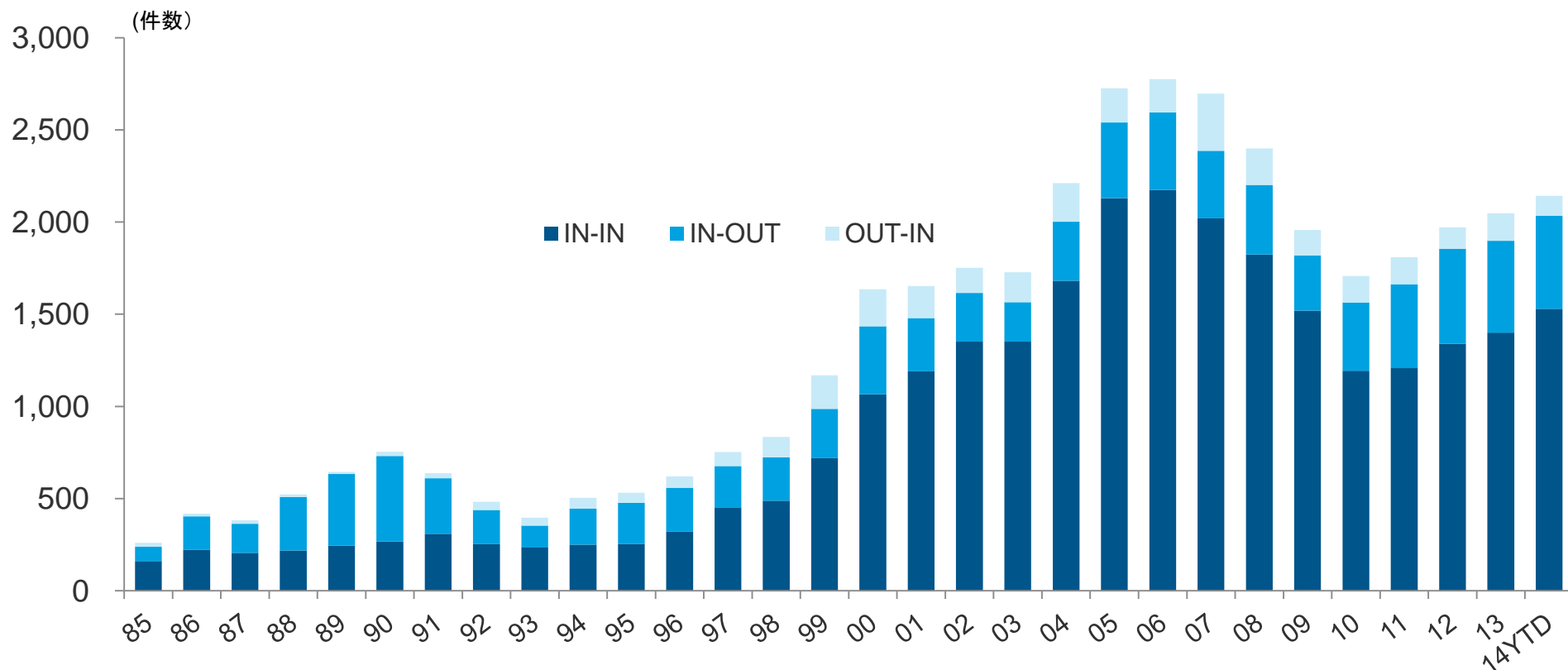
02

日本のM&A市場動向

日本におけるM&Aの推移

In-OutのM&Aは過去から他のOut-InやIn-Inと比べるとかなり件数は少ない

M&A 動向- 取引数



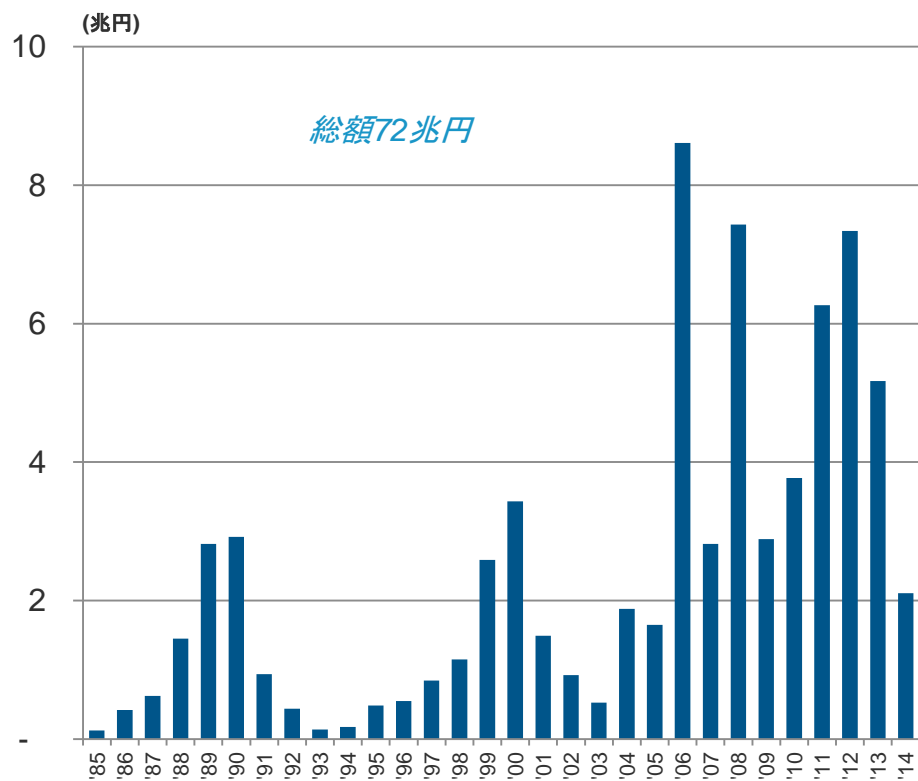
Source: RECOF, Macquarie Research

金額ベースでもその違いは了然

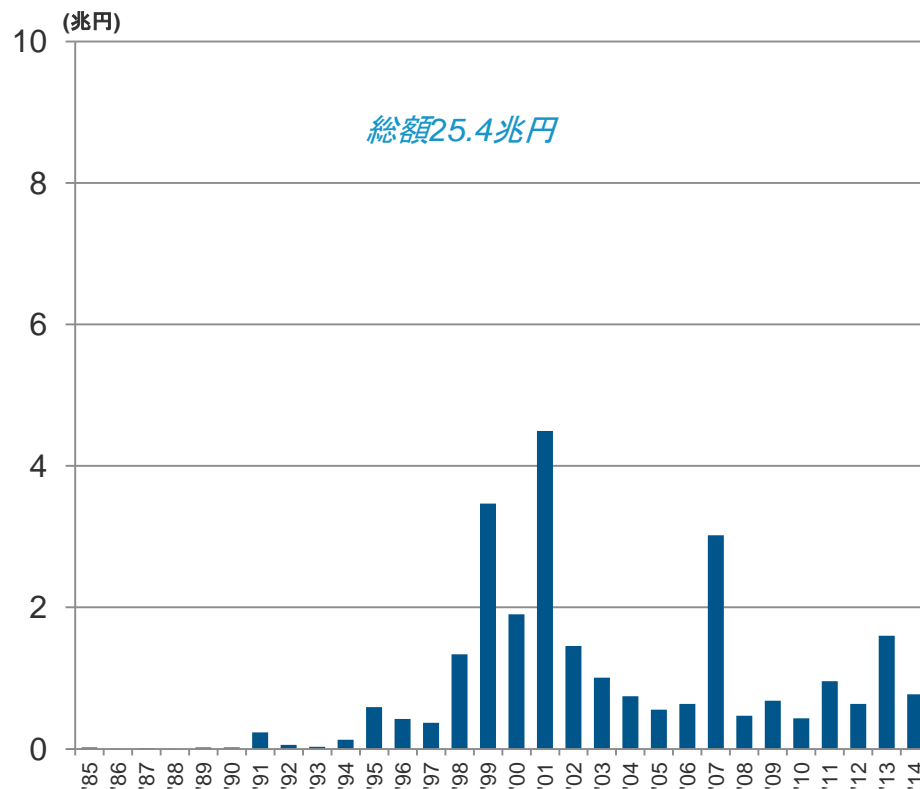


過去30年ではIn-Out M&AはOut-Inの約3倍

対外M&A取引額



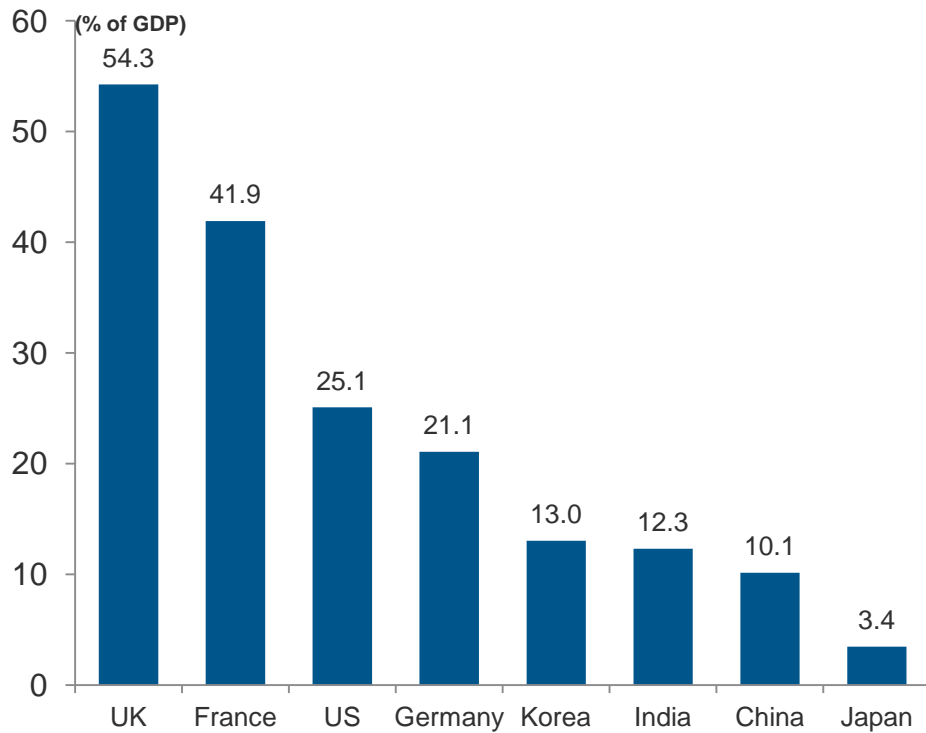
対内M&A取引額



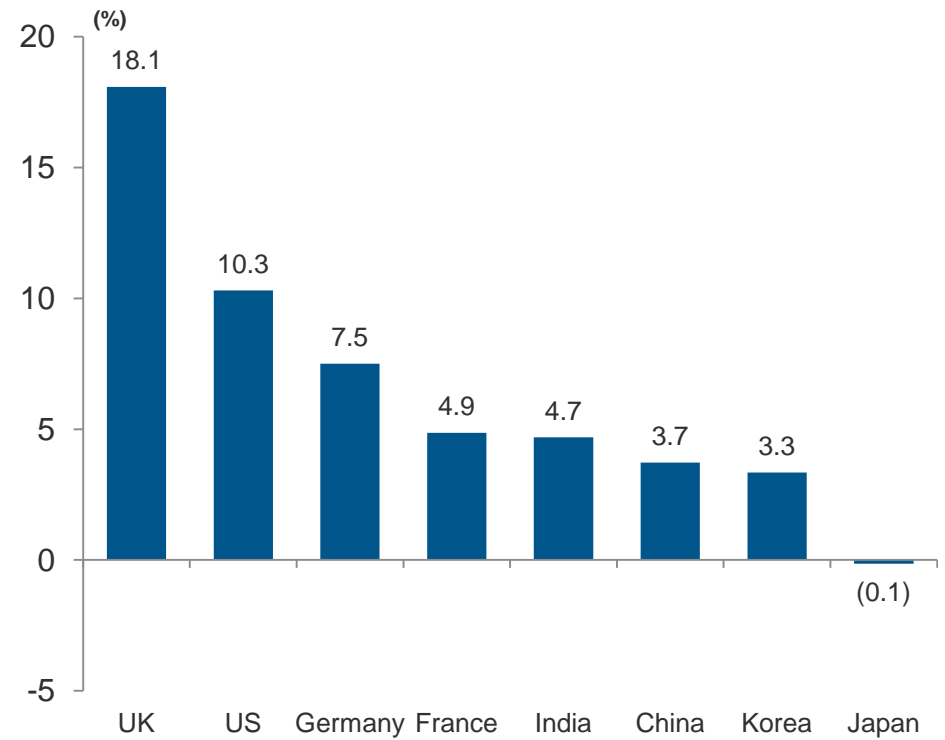
経済大国の中でも日本への直接投資は最も低い



2012年 対内直接投資(ストック)の名目GDPに占める割合



2012年 対内直接投資(フロー)の国内総固定資産形成における割合

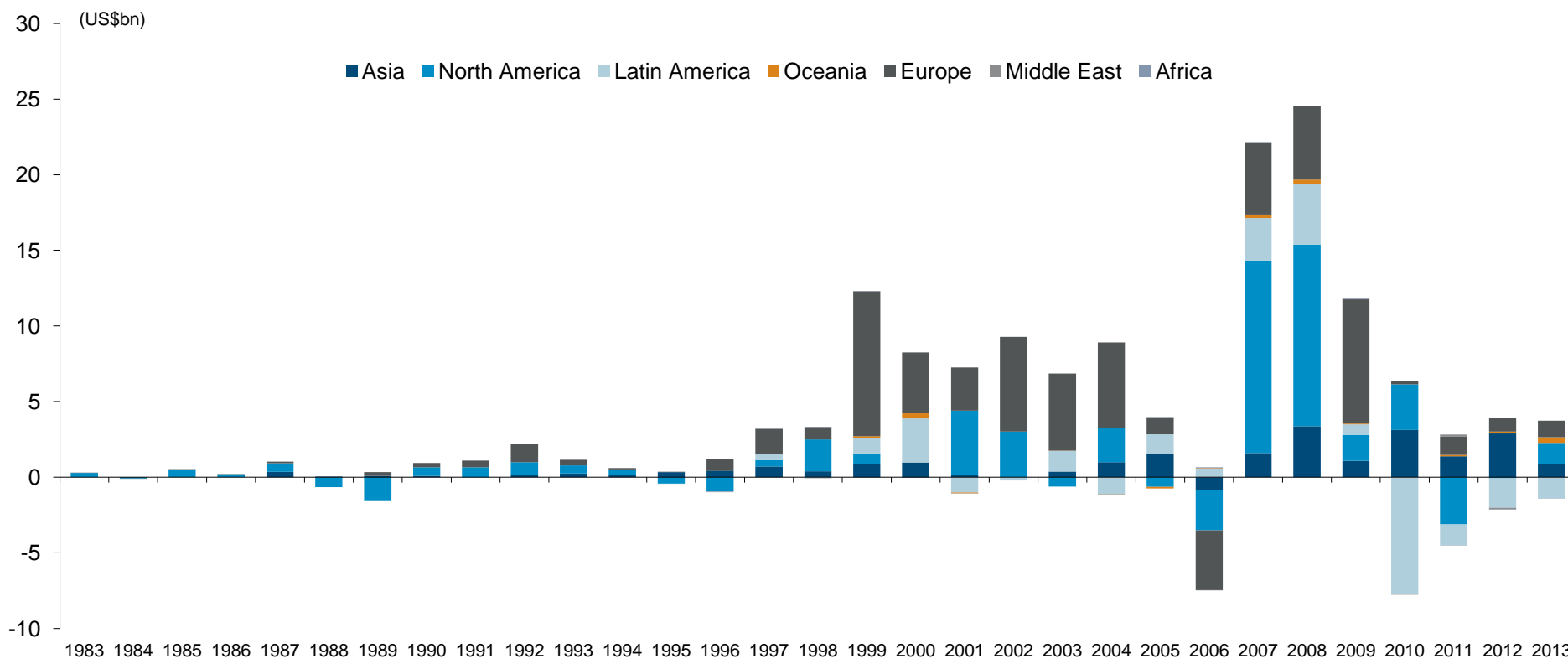


Source: UNCTAD, World Bank, Macquarie Research

地域別対日直接投資

過去は北米や欧州から日本への投資が大半であったが、最近アジアからの投資も増加

地域別対内直接投資





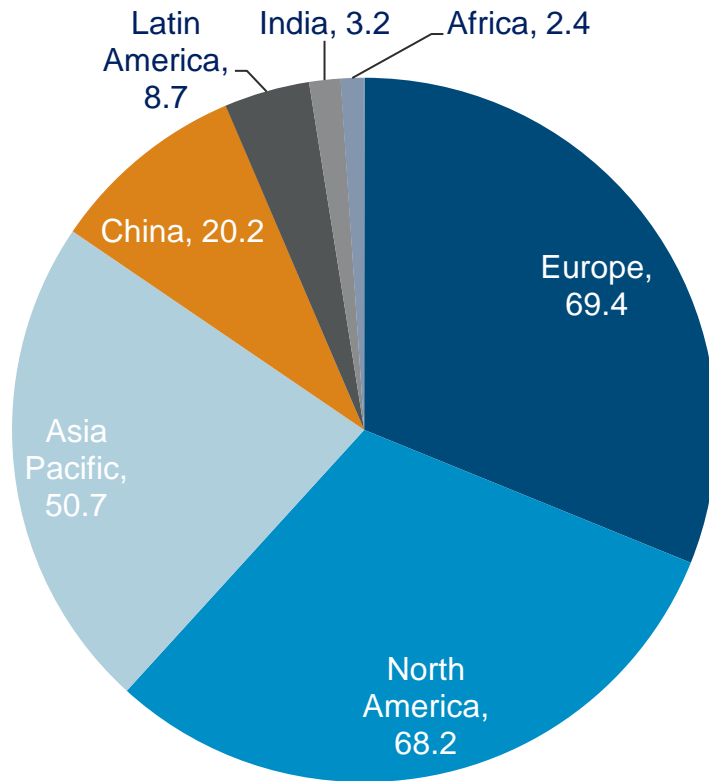
03

投資家の立場から見る日本

世界中で投資機会を求める巨額の資金



2012年純資産総額 (\$tr)



純資産総額 223兆米ドル

Source: Zero Hedge

世界の運用資産総額(2012年)

ファンドのタイプ	金額 (US\$tn)
年金基金	33.9
保険会社	26.8
投資信託	26.5
ソブリンウェルスファンド	5.2
プライベートエクイティ	2.3
ヘッジファンド	2.1
ETF	1.9
個人資産	46.2

日本へ投資を呼び込む為には、世界中の投資機会との競争に打ち勝たなくてはならない

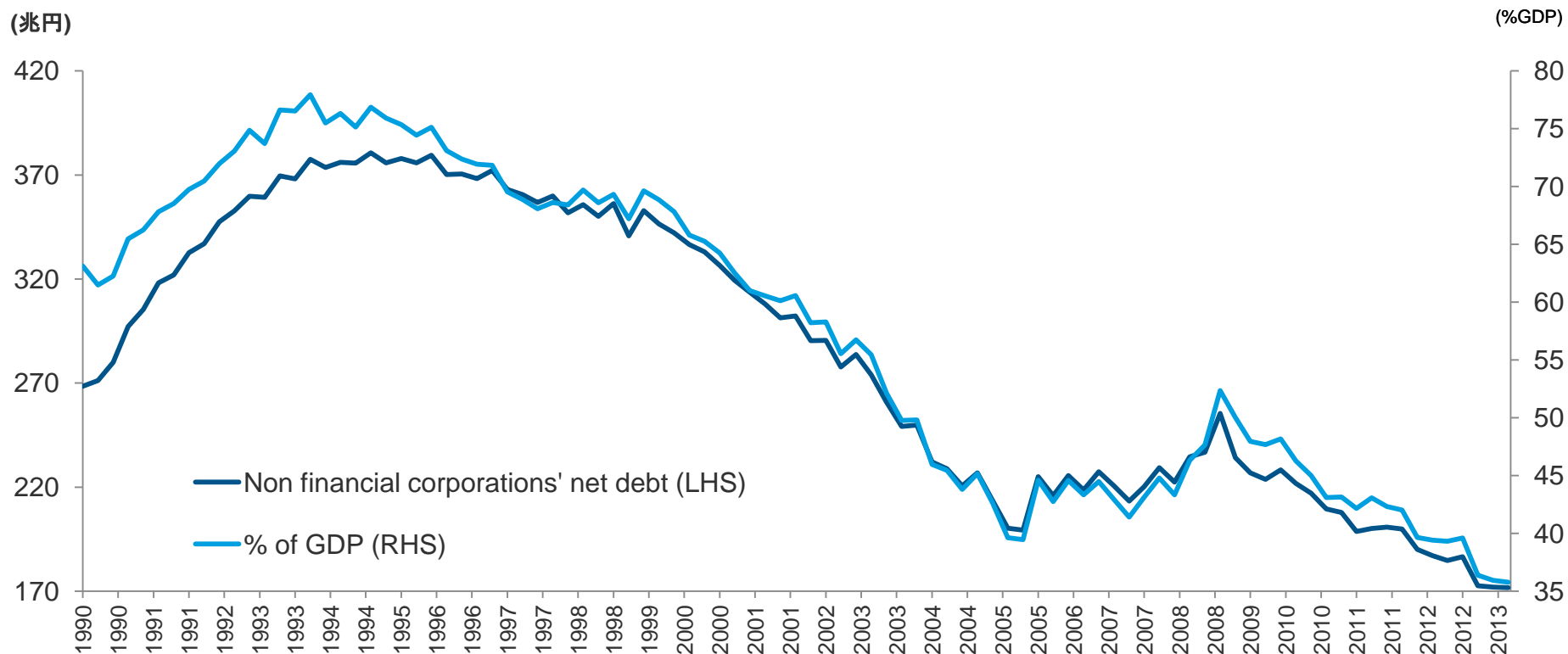
Source: CityUK

企業はレバレッジを低下させ、余剰資金を抱えている



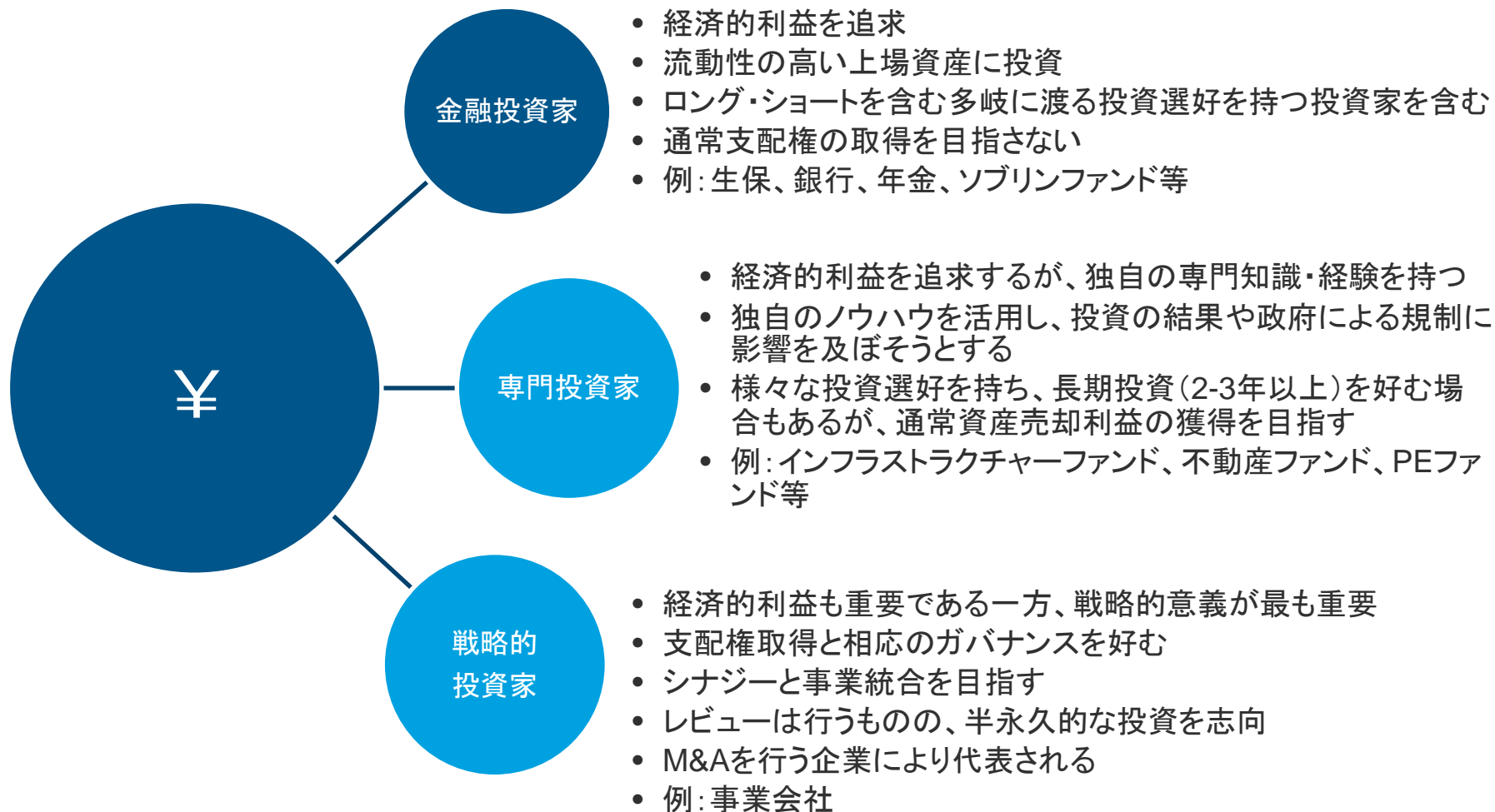
レバレッジの低下は世界的なトレンドであり、借入コストの低下と相まって企業の投資キャパシティの増大に繋がっている

日本企業(金融機関を除く)の純債務額推移



Source: Bank of Japan, Macquarie Research

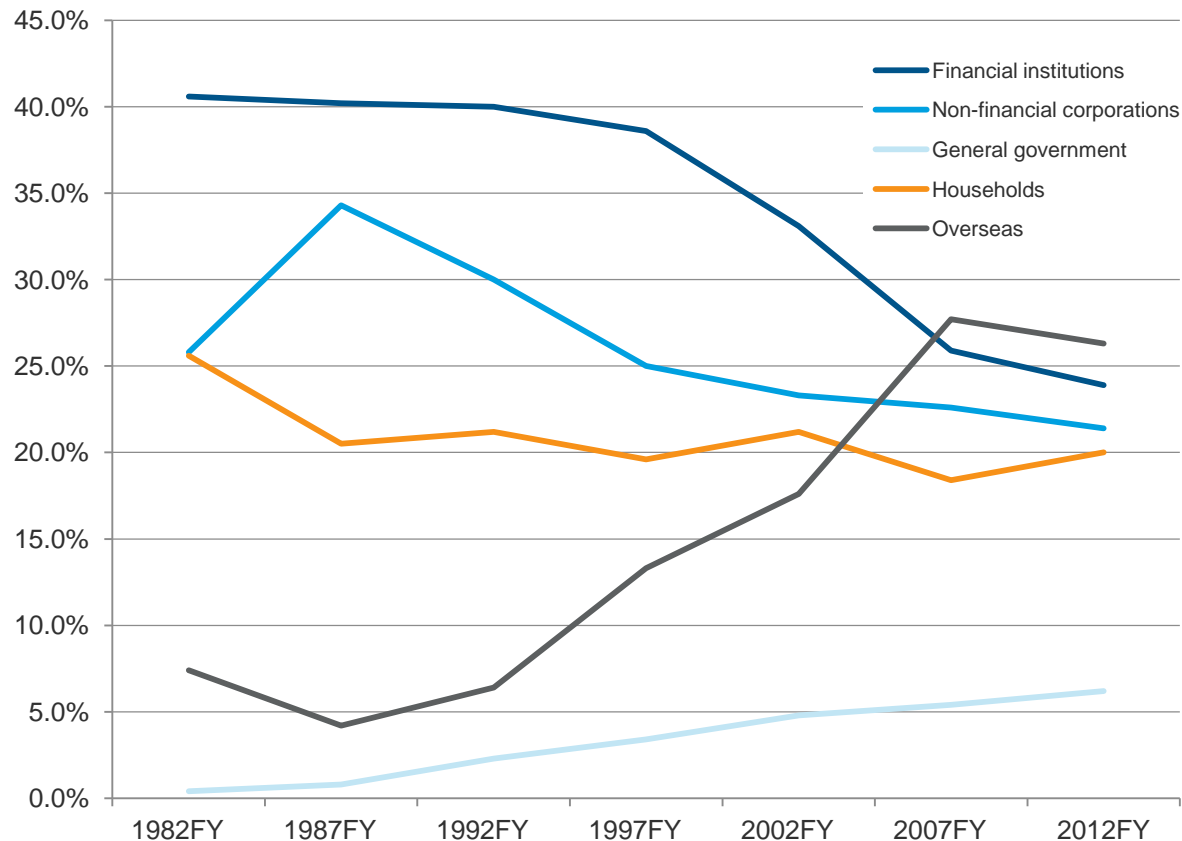
3つのタイプのエクイティ投資家



日本株の復調には外国人金融投資家が貢献

日本株の外国人保有比率は25-30%付近で推移

投資家のタイプごとの株式所有割合



- 1996年以来、日本株市場において唯一アクティブであった投資家は海外プレイヤー
- 2007年から外国人保有率が大幅に上昇、その後近年は若干低下傾向

専門投資家または戦略的投資家にとって 日本は魅力的な市場



高コストではあるものの、日本は安定的で信頼度の高い投資環境

	基準	日本が選ばれる理由	重要性
	市場規模	<ul style="list-style-type: none"> 世界3位のGDP 大規模で密集度の高い人口 	<ul style="list-style-type: none"> 流通ネットワークと消費者へのアクセス 世界で活かされる日本市場におけるマーケティングの知見
	テクノロジー	<ul style="list-style-type: none"> テクノロジー分野におけるリーダーシップと革新性 	<ul style="list-style-type: none"> 世界トップクラスのテクノロジーと製造技術へのアクセス
	労働者のクオリティ	<ul style="list-style-type: none"> 高い教育水準と技術レベル 	<ul style="list-style-type: none"> 高い労働意欲・生産性
	法整備	<ul style="list-style-type: none"> 高水準の法整備・法規範 	<ul style="list-style-type: none"> 長期的な事業継続を見据えた環境への信頼性
	資本市場	<ul style="list-style-type: none"> 効率的で流動性の高い資本市場 	<ul style="list-style-type: none"> 資本へのアクセスと流動性確保の確実性
	融資へのアクセス	<ul style="list-style-type: none"> 借入による資本調達と比較的容易 複数の調達方法が存在 	<ul style="list-style-type: none"> 資本へのアクセスと投資リターン改善
	賄賂・汚職	<ul style="list-style-type: none"> 世界で最も透明性の高い国の一つ 	<ul style="list-style-type: none"> 事業環境への信頼性

しかし対日投資はいくつかの理由により 伸び悩んでいる



基準	日本が選ばれない理由	改善の為の提案
低経済成長	<ul style="list-style-type: none"> 成熟度の高い経済 	<ul style="list-style-type: none"> 革新的な新しい方法で成長を促すこと、但し変化を望む姿勢が必要
人口分布	<ul style="list-style-type: none"> 人口減少 高齢化 低い女性の社会参加 	<ul style="list-style-type: none"> 国際的な人事異動の促進 職業訓練の質改善 子育て支援の強化
買収機会が少ない	<ul style="list-style-type: none"> 経営権の獲得が可能なM&A取引が少ない 取引習慣が非効率的 	<ul style="list-style-type: none"> ノンコア資産売却の促進 市場の公平性を強化
外国企業との統合の困難さ	<ul style="list-style-type: none"> 少なくとも短期的にシナジーの実現が困難 国際的な経験を持つ管理職の不足 	<ul style="list-style-type: none"> 海外赴任を増やすインセンティブを設定 非日本人雇用の促進
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> 経営陣のアカウンタビリティが比較的脆弱 意思決定の透明性が低い 	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会、株主総会の透明性改善 社外取締役の増加
外国資本に対する抵抗感	<ul style="list-style-type: none"> 国内株主を強く選好する傾向 	<ul style="list-style-type: none"> より効果的なIR活動 国内外投資家による共同投資ファンドの設立？
透明性の不足	<ul style="list-style-type: none"> 明確でないルール、目に見えない障害またはハードル 	<ul style="list-style-type: none"> 隠れたルールを作るのではなく、国外のプレイヤーにとって好ましくないものであっても明確なルールを示す

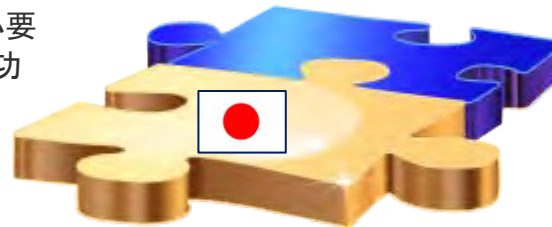
対日直接投資促進の為に、透明性と 予見可能性を高めることが最も重要



日本における対日直接投資を推進するための条件

変化を受け入れる： 投資は成長と革新の為に 行われる

- 日本への投資を妨げるいくつかの規制バリアが存在
- バリアは多くの場合現状に対する変化を避ける傾向から生まれている
- 競争力維持のため日本には新たな投資が必要
- 日本企業も新しいアイデアに飢えており、成功の為に変化が必要



ルールを明確化し、 確実に従う

- 多くの投資家が、競争入札の結果は既に決められていると感じている
- 明確な選好がある場合(例: 日本企業)にはそれを明確な条件とすべき
- 例: 不動産投資、スポーツ

競争を受け入れる： 公平な競争環境を整備

“市場シェアを維持して、損を最小限にする”
-- 日本の大手系列企業経営者

“利益志向が明確でない”
-- カルロス・ゴーン 日産について、1999年

- 一般的に、日本の経営者は利益よりも組織の継続や安定を重視する傾向にある

投資家には多くの選択肢が あるということを忘れない

- 投資家は資本を投下したいと考えているが、多くの選択肢に囲まれている
- 日本は世界の関心を集めている - 日本の強みを活かしモメンタムを維持すべき



04

インフラ投資家としてのマッコーリーの視点

マッコーリーグループの コミュニティへの貢献



ASSET MANAGER

マッコーリーが管理・運営する資産は、日々1億人以上の人々にサービスを提供

空港



年間8,900万人以上

有料道路



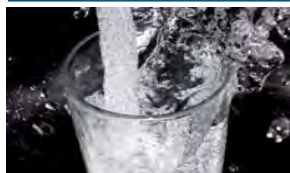
1日あたり車両120万台

ガス



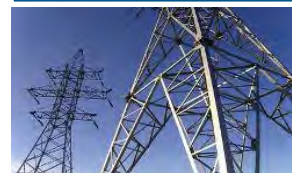
2,200万世帯以上

上水道



500万世帯以上

送電



270万世帯以上

駐車場



21万5,000台以上

鉄道



年間8,200万人以上

フェリー



年間660万人以上

通信設備



1億3,000万人以上

港湾



年間300万個以上の
コンテナ取り扱い

老人介護・老人ホーム



7,600床以上

従業員

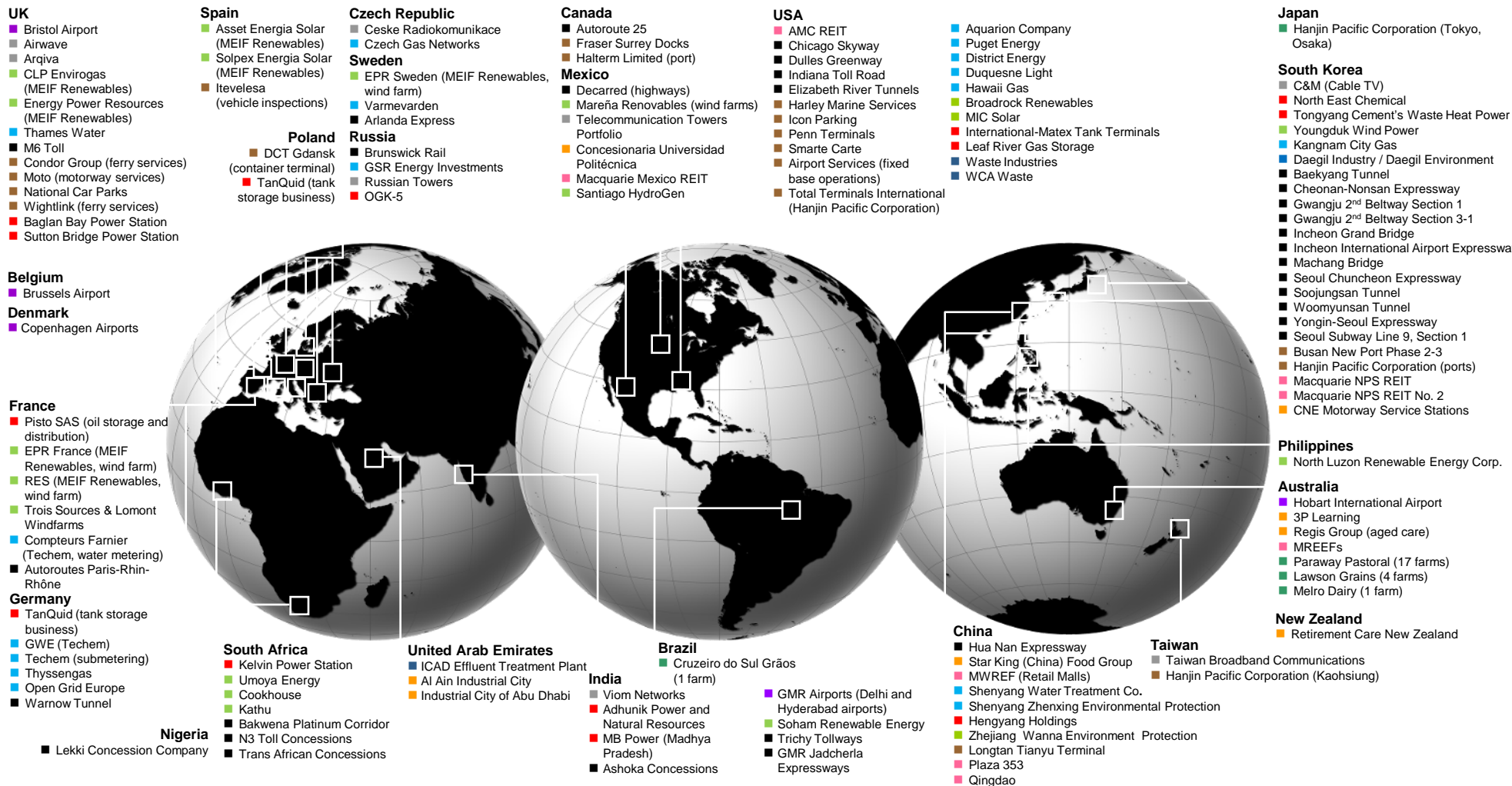


保有事業にて
69,000名以上

100m
1億人以上の利用者

2012年3月31日時点

23カ国で約100の事業を管理・運営



空港
通信施設
エネルギー
再生可能エネルギー
廃棄物処理施設
ユーティリティ (水道・ガス)
有料道路及び鉄道
その他運輸事業
不動産
その他

2013年9月30日時点 / Macquarie Infrastructure and Real Assetsが管理・運営する事業

インフラ投資におけるリーダーシップ

インフラ投資には多大な時間、組織資源および経営努力の投下が必要となるが、マッコーリーグループはいかにすればインフラ投資事業の拡大・蓄積が可能となるかについての好例を示している。マッコーリーは過去のインフラ投資事業を通じてより洗練されたリスクマネジメントの手法を確立し、市況が悪化した時においても適切な事業運営を行ってきた – McKinsey Quarterly (2011年3月)

- Macquarie Infrastructure and Real Assets (“MIRA”) はインフラファンドや不動産ファンド等のオルタナティブ資産による運用を行なう世界有数のアセットマネージャー。合計50本のファンドを運用しており、運用資産残高(AUM)は約1,080 億豪ドル¹にのぼる
- MIRAは、投資した事業のオペレーションに係る高度な知見および積極的な資産運用活動に加えて、マッコーリーグループのネットワークを活用した案件ソーシング能力に裏づけされたユニークかつ高い競争力を確保。業界における国際的な賞も数多く受賞

2012年 世界のインフラ投資家ランキング²

順位	投資家名	投資金額(US\$b) ²
1	Macquarie Infrastructure and Real Assets	23.7
2	Brookfield Asset Management	11.2
3	Global Infrastructure Partners	8.6
4	Canada Pension Plan Investment Board	8.4
5	APG Asset Management	7.8
6	QIC	6.9
7	Ontario Teachers Pension Plan	6.9
8	Alinda Capital Partners	5.9
9	Industry Funds Management	5.5
10	ArcLight Capital Partners	5.4

出所: Infrastructure Investor Magazine

インフラ/オルタナティブ資産の運用における受賞実績

 <p>INFRASTRUCTURE INVESTOR</p> <p>Largest infrastructure direct-investment programme</p> <p>2012, 2011, 2010</p>	 <p>TOWERS WATSON</p> <p>Largest Infrastructure Asset Manager Globally</p> <p>2012, 2011, 2010</p>	 <p>Asian Investor</p> <p>Best Infrastructure Fund Manager</p> <p>2012</p>	 <p>Asian Investor</p> <p>Best Real Estate Fund Manager</p> <p>2012</p>
 <p>INFRASTRUCTURE INVESTOR</p> <p>Asia Pacific Infrastructure Deal of the Year</p> <p>2011</p>	 <p>4th KPMG Infrastructure Today AWARDS 2011</p> <p>Most Admired Infrastructure Equity Financier</p> <p>2011</p>	 <p>INFRASTRUCTURE INVESTOR</p> <p>Asian Infrastructure Manager of the Year (Runner Up)</p> <p>2011 & 2010</p>	 <p>FINANCIAL NEWS</p> <p>Infrastructure Manager of the Year</p> <p>2010 & 2009</p>

1. 各投資先事業におけるMIRA保有持分に応じた企業価値に基づくAUM(2013年6月30日時点).

2. Infrastructure Investor誌による独自の評価基準に基づくランキング。2007年1月1日以降5年間におけるインフラ資産への直接投資金額を示す

英国の水セクター① 専門投資家の重要性



安定した英国の水セクターはSWF、インフラファンド、年金ファンドや他の投資家にとって魅力的な投資対象

英国の水セクターへの投資家

- 英国の規制事業の約35%がインフラファンド、年金ファンドや外国政府によって保有
- 民営化以来英国の水セクター投資額は£1000億以上
- 安定性と透明化が規制の要
- 世界中からの資金流入
- 年金ファンド、SWF、インフラファンドやその他が水セクターに継続投資



英国の水セクター② 歴史



民営化以来、英国の水セクターには巨額の資金が投資されてきている

初期の統合

1930 – 1960s

- 2次世界大戦後— 細分化した多数のプレーヤー
- 1945年:
 - 1,000 上水供給業者
 - 1,400 下水業者
 - 主に自治体

リストラクチャリング

1965 - 1989

- Water Act 1973 により新規に10の地域の水道公社を設立
- 設備投資資金は中央政府からの借り入れ
- 環境的問題が重要となる一方、政府からの投資が低下
- Water Act 1989 により民営化

民営化

1989+

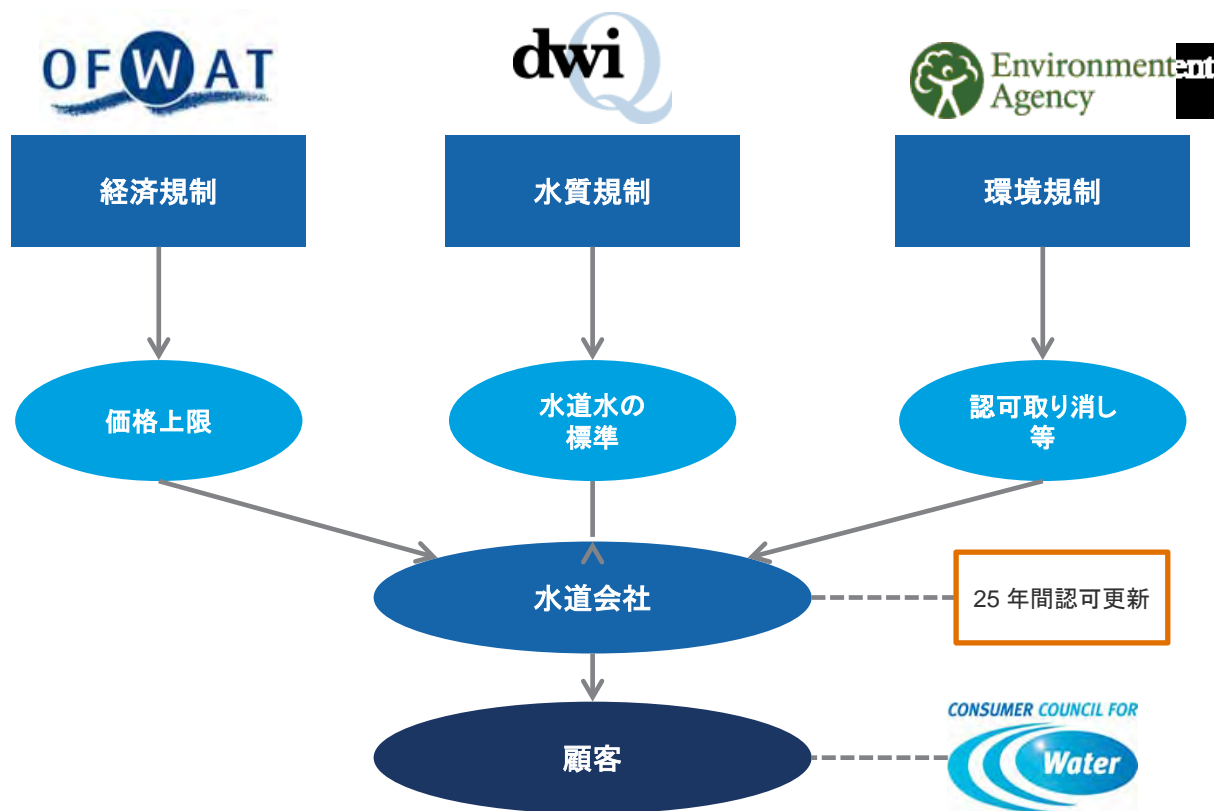
- LSEに上場
- 巨額の政府債務を償却
- 独立した3規制機関を設立
- 巨額のプライベートキャピタルの流入

英国の水セクター③ 規制事業の枠組み



20年以上に及び英国の水は明確で透明かつ成熟した体制の下に規制事業が運営されている。主要規制当局が、経済、水質や環境につき責任を有す

イングランド、ウェールズの水セクターにおける規制



英国の水セクター④ 規制事業の枠組み

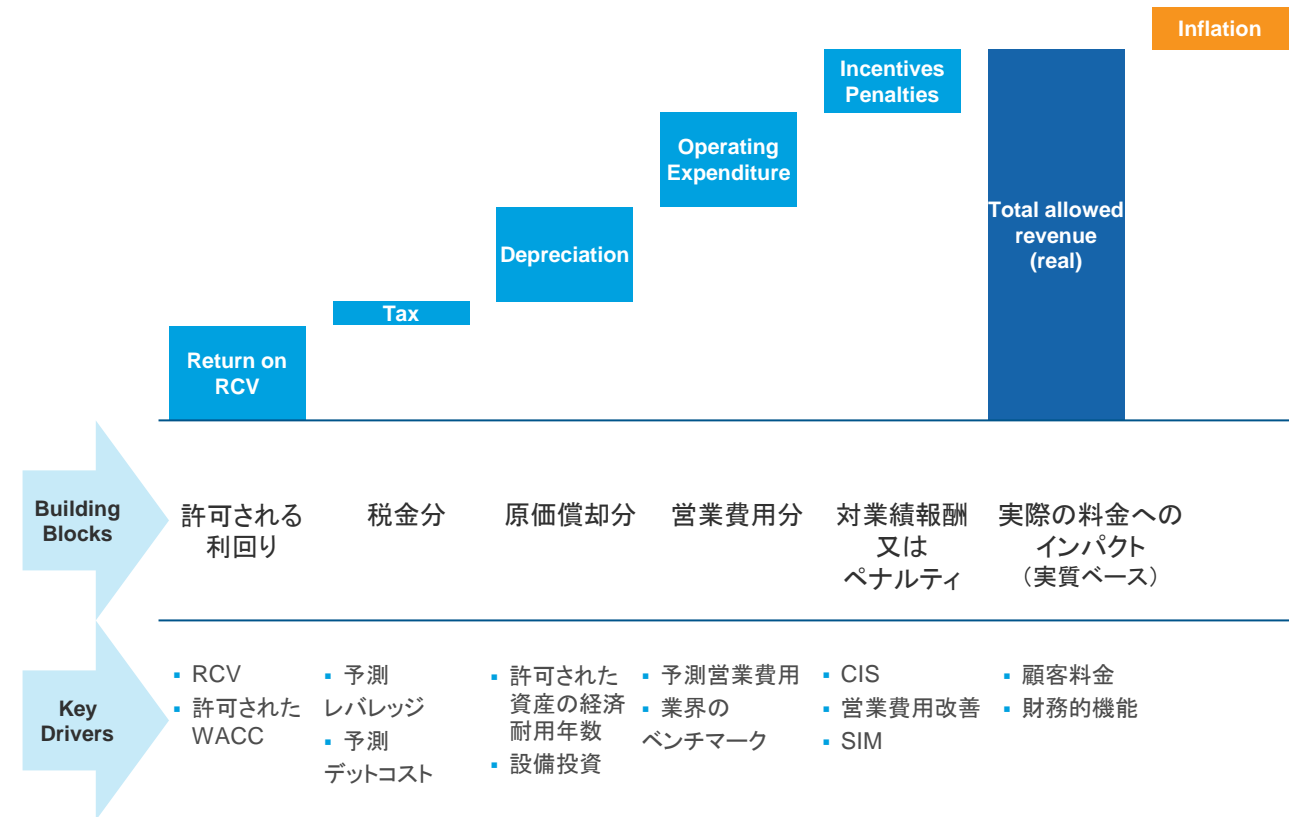


Ofwatは経済規制の責を担い顧客の利益保護が一つの目的であるが、一方で、水道会社が財務的に機能する事も目的とする

経済規制体制

- 5年毎に収入を設定
- 料金はビルディングブロック法で設定
 - 水規制事業全体のWACCが設定され、それが許容される利回りとなる
- 各規制期間中は確実性の高いキャッシュフローが確保される
- コスト効率化と資本構成最適化により業績改善の余地を有する

ビルディングブロック法



Source: Macquarie and Ofwat Final Determination 2010-15

英国の水セクター⑤

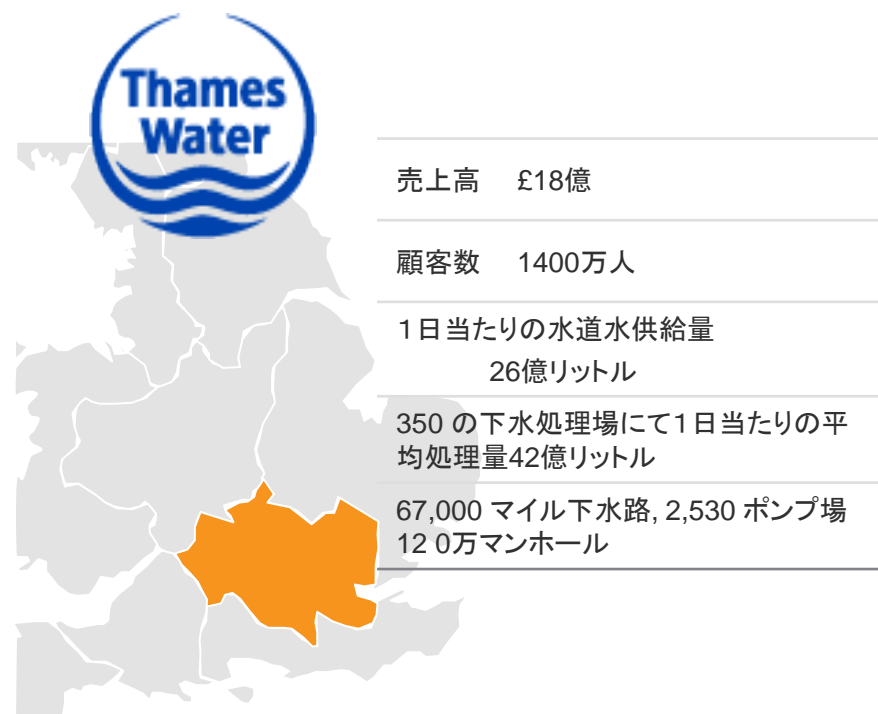
ケーススタディー（テムズウォーター）



2006年にマッコーリーがコンソーシアムをリードしテムズウォーターを約£80億で落札。現在は£110億以上のRAB

概要

- 2006年にマッコーリーがテムズウォーターを約£80億で落札
- 管理網の顕著な投資に牽引されRAB は約£6bn から £11bn へ増加。
- 規制計画期間(2010-2015年)において、約£50億以上の投資計画。
- テムズタイドウェイを含む更なる投資の必要性
- オーストラリア、カナダ、中東、中国を含む多様な株主構成、
- 英国の安定した透明でオープンな規制制度が巨額の資金投資を後押し



2013年完了PPP/公益事業買収案件の一部 (日本企業参加案件を中心に)



セクター/プロジェクト概要	国	現状	新設又は 操業中案件	投資額概算
鉄道: Ottawa Light Rail Transit	Canada	契約締結・実行済	新設	\$2.1B
道路: North Tarrant Express (3A&3B), TX	USA	契約締結・実行済	拡張・管理レーン導入	\$1.36B
空港: Puerto Rico空港民営化(運営権)	USA	契約締結・実行済	操業中	\$2.6B
空港: Midway Airport, Chicago	USA	入札キャンセル	操業中	NA
ガスパイプライン規制事業: Borealis(カナダ年金)による Net4Gas買収	Czech Republic	買収完了	操業中	€1.6bn
送電線規制事業: 三菱商事・Barclays Infra Fundによる Sheringham Shoal 洋上風力海底送電線事業買収	UK	買収完了	操業中	\$300m
送電線規制事業: 三菱商事・Barclays Infra Fundによる London Array 洋上風力海底送電線事業買収	UK	買収完了	操業中	\$700m
水道規制事業: 住友商事によるSutton and East Surrey Water買収	UK	買収完了	操業中	£307m
空港: USS(英国年金)によるHeathrow Airport Holdings 持分8.65%買収	UK	買収完了	操業中	£392m
空港: PSP(カナダ年金)によるHochtief Airports(アテネ、 ブダペスト空港等を所有)少数持分買収	Global	買収完了	操業中	€1.1bn

世界のインフラ投資家は常に多数の案件を検討



現在進行中のPPP案件の一部

セクター/プロジェクト概要	国	現状	新設又は 操業中案件	投資額推定
港湾: Privatization of Port of Newcastle	Australia	入札開始	操業中	~\$1B
鉄道: Sydney Light Rail PPP	Australia	近々入札開始予定	新設	\$1.5~\$2B
鉄道: North West Rail Link PPP	Australia	入札開始	新設	N/A
鉄道: Queensland New Generation Rollingstock PPP	Australia	近々完了予定	新設	N/A
道路: East-West Link PPP	Australia	入札開始	新設	\$6~8B
社会インフラ: Victoria Prisons PPP	Australia	入札開始	新設	\$500m
社会インフラ: Christchurch Convention Centre PPP	NZ	入札開始	新設	\$300m
港湾: Privatization of Ridley Terminals Inc.	Canada	入札開始	操業中	NA
鉄道: Eglinton Crosstown LRT, Tronto	Canada	入札開始	新設	\$2B
道路: I-4 Ultimate Project, FL	USA	入札開始	新設	\$2.5B
道路: SH 288 Toll Lanes, TX	USA	入札開始	拡張	\$700m
道路: Aberdeen Western Peripheral Route	UK	入札開始	新設	\$1 bn
社会インフラ: Edinburgh Sick Childrens Hospital	UK	入札開始	新設	\$300m
橋梁: Mersey Bridge PPP	UK	入札開始	新設	\$1 bn
社会インフラ: Grangegorman Schools	Ireland	近々入札開始予定	新設	\$250m
社会インフラ: Haren Prison	Belgium	入札開始	新設	\$450m
鉄道: LRT 1 Cavite Extension Project	Philippines	再入札予定	拡張+リハビリ	\$1B
空港: Chennai Airport	India	入札開始	操業中	NA
空港: Lucknow Airport	India	入札開始	操業中	NA

ありがとうございました

