

リニューアブル・ジャパン、上場インフラファンドは送電資産組み込み視野 運用会社に戦略事業部、独自で案件獲得も

上場インフラファンドのうち、発電事業者の「リニューアブル・ジャパン」をスポンサーとするのが日本再生可能エネルギーインフラ投資法人。リニューアブル・ジャパンの眞邊勝仁代表取締役社長、案件購入を担当する原尚美営業本部副本部長兼投資管理部長、上場インフラファンド運用会社「アールジェイ・インベストメント」の三原淳一郎代表取締役社長、公募増資を担当する松尾真次取締役財務管理部長に、ファンドの方針やセカンダリ市場について話を聞いた。

ーリニューアブル・ジャパンとは
眞邊 2012年1月に2人でスタートし、現在は独立系の発電事業者として最大級の180人規模まで拡大した。地域10カ所に事務所を構え、合計40人を配置して地域にコミットしながら発電所の開発と管理を行うのが我々の特長。

ービジネスモデルは
眞邊 海外企業を参考に、開発・金融・技術の三輪を基本としている。デベロッパーでありながら、金融機関に匹敵する知識を持つ専門チーム・EPCやO&Mが可能な技術部隊を兼ね揃えている。このモデルを持つ日本企業はほぼ無い。

自社やパートナー企業と開発、また他社購入した発電所を、上場インフラファンド・私募ファンドに組み込み運用するのが出口戦略。2023年目標として、1GWの太陽光発電所を開発し、上場インフラファンド・私募ファンドでの管理・運用を目指す。他社発電所のO&Mも同時期までに、現在の186.3MWから1GWまで拡大したい。

三輪から五輪への展開も進める。1つは小売電気事業(PPS)。ビジネスパートナーの東急不動産と共同で、中堅の事業者を買収した。もう1つは発電所を自社保有してのIPP(独立系発電事業)。ファンド化する太陽光と異なり、バイオマス発電や陸上・洋上・小型風力発電、ソーラーシェアリングはIPPとして自社保有する。

ー上場インフラファンド設立の経緯とメリットは
眞邊 2017年3月に「日本再生可能エネルギーインフラ投資法人」を上場した。太陽光発電を一定期間運用するならば私募の方がコストは低い。では



眞邊氏

なぜ作ったかという話になるが、上場インフラファンドには太陽光以外のアセット、例えば送電線なども組み込みたい。他のメリットとしては会社の知名度も増したのではないかと。三原 信用力という意味では、「上場インフラファンドを抱えている」のは大きな差。我々は金融機関からの資金をレバレッジし発電所を開発・運用しているので、この点は重要。スポンサーであるリニューアブル・ジャパンとの相乗効果で信用アップにつながったと認識している。

ー日本再生可能エネルギーインフラ投資法人の強み、特長は
三原 東京証券取引所に3番目に上場した。上場6銘柄中最多の35物件(合計出力6万8,551kW、取得価格合計266億2,300万円)を持つ。高圧や小規模な特別高圧の発電所を全国に分散保有することで、天候や出力抑制、自然災害といったリスクを低減している。スポンサーが再エネ開発に特化しているのも我々の特長。
松尾 投資法人の資産運用会社は一般的に投資運用部と財務管理部の2つだが、



原氏

我々はこれらに加えて戦略事業部を持つ。2019年2月に10物件を購入したが、そのうち4物件は戦略事業部がセカンダリ市場から案件を発掘した。セカンダリ市場からの購入実績を有するのも強みだ。三原 戦略事業部の役割は上場インフラファンドのサポート。スポンサーのパイプラインのみに依拠するのではなく、運用会社自体で案件のソーシングやブリッジファイナンスを行う機能をもつ。また株価低迷など何らかの問題により上場インフラファンドでの取得が難しくなった際には、私募ファンド経由で金融商品にする。入口と出口を運用会社自体が自前で行える体制を構築している。スポンサーから案件が下りてくるのを待つだけではない。

ーリニューアブル・ジャパンの発電所は今後上場インフラファンドに移っていくのか
三原 上場インフラファンドは投資家が求める配当の基準に満たない案件、それに見合った価格でしか組み込めない。この目線に合わないものが私募ファンドに回る。上場インフラファンドは将来的

に、スポンサーだけでなく東急不動産なども連携して案件を拡充させたい。

ーデューデリジェンス(DD)の扱いは

松尾 上場インフラファンドにはよりクオリティの高いDDが求められる。社内規定で運用ガイドラインがあり、DD基準を設けている。経済的、技術的、物理的、法的なもの、さらにチェック項目のマニュアルも策定している。最低25年間は発電できるかどうかチェックする。DDは外部の専門会社に委託するが、委託先の選定基準も詳細に決定している。

三原 セカンダリ市場からの持ち込み案件はまずフィルタにかけるが、これを通過するのは10分の1程度ではないか。

ー他社の発電所取得手段について

原 開発からEPCまで一貫して行えるので、他社案件も購入時に技術的な点も含めチェックできる。セカンダリ案件の質は様々で、図面が無く構造計算の過程が不明確、許認可の書類不足など悪い事例も多数ある。技術的にも、第三者レポートを取得すると多数の問題点が挙がる場合もあり、これらの問題を確認し必要に応じ直してから上場インフラファンドに入れる。他社案件も積極的に取得する方針で、精査する目線も強化していく。

三原 売買取引は一般的に入札で行われることもあるが、入札案件は高額になるので参加できない。上場インフラファンドに組み込むのに十分な利回りにならない。入札初期の情報開示も限定的で手を出しづらい。いかに信頼できる事業者と相対取引までつなげるかということになる。

ーセカンダリ市場の動向は

眞邊 他社からの権利紹介を含め約1,100案件、8GWについて開発候補を評価してきた。2012年から2016年までの5年は約400件だったが、2017年、2018年は2年間のみで1.75倍の700件実施した。2019年、2020年はさらに多く、過去最大になると考えている。2019年内だけで800MWが他社から持ち込まれた。最近ではセカンダリ案件も多い。

ー売り手・買い手をどう見るか

原 最近の例としては、外資を中心に投資目線で事業を進めてきた企業は、市場環境を見て売却益が見込めると判



三原氏

断し売りに出している。また固定価格買取制度(FIT)も繰り返し改定され、副業として発電所の取得・開発を継続拡大するのは容易でなくなった。こうした企業も事業売却している。

買い手はファンドや大規模な事業会社がメイン。規模にもよるが、特高規模はそもそもの案件数から中古販売も少ない。金額も売り手が強気なので高く、その資金を調達できる力が必要となる。

三原 特に大型案件を取得できる私募のマーケットは大きい。サイズを求めている機関投資家のニーズに合致する。

上場インフラファンドの投資家は約8割を個人が占めるが、地方銀行、信用金庫や保険会社などの機関投資家も利回りの高さに着目し始め、潮目が変わってきた。機関投資家が参入しづらい最大の問題は「規模」と「流動性」だが、これが解消されればJ-REITのように市場拡大できる。今は黎明期だ。今後東証にインフラファンドのインデックスができるなどの新たな取り組みがあれば、投資信託といった他人資本でのファンドも組成できるようになる。

ー相場感

松尾 3.5億円/MWから4.5億円/MWくらい。上場インフラファンドのベンチマークは概ね一律。私募のプレイヤーとどう競っていくか。

三原 私募の方が購入の目線(金額)が高い印象はある。

原 日射量やFIT価格のほか、規模が大きくなるほどMWあたりの金額は安くなる傾向にある。

松尾 初の上場インフラファンドが誕生してから約3年程度が経過し、利回りが下



松尾氏

がってきた。これに伴い上場インフラファンドの物件取得価格もタイトになる。

原 市場創設期にはリスク分のプレミアムが加算されていたが、FIT制度自体の理解が進んだことや、発電量予測の精度向上、実際のトラックレコードが蓄積されたことなどから見直され、利回りが下がる傾向にある。

ー市場拡大の課題は

三原 上場インフラファンド市場という面では、まず制度の整備。税の導管性(実質的に法人税が非課税となる仕組み)も時限立法で延長がまだ決定されていない。こうした制度リスクを取り除けるようにJ-REIT並みの整備が必要。我々も監督省庁にアプローチするための業界団体を作ろうとしている。実質的に再エネ発電設備しか組み込まないことも市場拡大の足かせになる。

松尾 上場インフラファンドは投資家からの出資のほか、銀行からの借り入れによる資金調達も行う。しかし現状では融資に積極的でない銀行もあり、これが市場拡大を妨げている。

三原 将来的な話として、FITが満了する発電所の売電先は投資家と協議する必要がある。スポンサーのPPSとの連携も視野に入れる。ファンドの規模が大きくなれば、電力会社以外の売電先も選択肢に入ってくる。

松尾 出力制御は大きなリスクだ。現在は、保有物件に出力制御保険をかけていないが、頻度が高ければ加入することも社内規定に制定している。これは6銘柄中2銘柄のみ。ただ、九州電力は原子力発電所の定期点検に入るため、当面はこのリスクが緩和されると見ている。