

ESG投資ニーズ拡大でノンFITでもファンド需要ある リスクの整理と低減が重要／SGET谷脇社長

スパークス・グループで再生可能エネルギーによる発電事業を手掛ける「スパークス・グリーンエナジー&テクノロジー」(SGET)。これまで29件、536MWの再エネを開発してきた。開発した発電所を組み込む私募ファンドは500億円規模に拡大。他社案件も取得していく方針だ。SGETの谷脇栄秀代表取締役社長に、私募ファンドの利点やセカンダリ市場に対する認識を聞いた。

—SGETのポートフォリオは

谷脇 開発案件が29件、出力ベースで536MW(2019年6月末現在)あり、このうち21件が売電を開始。8件、282.6MWは建設を進めている。風力が2件、バイオマスが1件で、残りは太陽光発電だ。

—私募ファンドの数は

谷脇 開発中案件に投資するグリーンフィールドファンドが13本、完工済み発電所に投資するブラウンフィールドが1本ある。ブラウンは500億円規模になった。レバレッジをかければ2,000億円規模のアセットを組み込める。

基本的にSGETの発電所すべてをブラウンファンドに組み込む。グリーンファンドの投資家から、ブラウンに所有者が移るイメージ。キャピタルゲインを狙うリスクの高いグリーンには事業会社や金融機関が、インカムゲインを確保するローリスク・ローリターン傾向のブラウンには年金運用機関や生命保険会社など広義のピープルキャピタルが投資している。

—私募ファンド設立の経緯は

谷脇 もともとは東京証券取引所のインフラファンド市場(2015年創設)に

上場するつもりで、創設1年前から議論に参加していた。出口戦略としても私募の開発ファンドで開発した発電所を、東証のインフラファンド市場に上場した銘柄に組み込む予定だった。

固定価格買取制度(FIT)はもともと国民負担で成り立っている。個人投資家がファンドに投資することで、発電した売電収入がまた個人規模に廻り資金の循環サイクルができる。これが再エネ普及拡大につながると考えていた。

しかし、J-REITをベースに早期に制度設計されたため、導管性の確保は「賃貸に付す」という条件に限定され、投資法人は運用会社に発電所を貸す、というモデルに固定されている。もちろん賃料収入の大本は売電収入に由来するが、我々としては売電収入を素直に分配したかった。同時に発電所固有のリスクを投資家に取っていただくのがインフラアセットの醍醐味。FITの資金循環サイクルを構築する当初の狙いを実現するのも難しいと考え、上場ではなく私募でファンドを作った。

上場インフラ市場も拡大できていると言える状況でなく、規模的に流動性がない。アセットも太陽光発電しか組み込まれていない。結局のところ、ま

だまだ制度面の構築が不足しているのだろう。

—私募ファンドの状況と上場ファンドにないメリットは

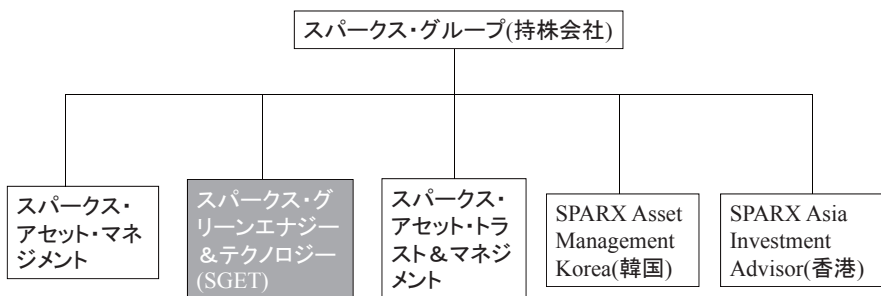
谷脇 資産運用の視点では、現状で金利が低く、円でイールドを稼ぐのは難しい状況。一方で債券は金利が上昇すると価値が下落するリスクがあり、投資できる環境にはない。このような環境から、ファンド期間は25年と長期だが、ニーズが発生している。

我々の私募ファンドは25年で一度クローズする。短いとは言えない期間だが、この段階で十分なリターンを提供できる。上場インフラ市場用にファイナンスを構築し直す必要がなく、運用コストも安い。これは投資家の利益につながる。直接ではないが、ピープルキャピタルを通じて(売電収入を)国民に還元できていると思う。

インフラファンドは究極のオルタナティブ投資(他の資産価値の変動との相関性がない)だが、上場ファンドは日々値動きする。株価が高くないと増資できず、結果として規模が大きくならない。また、上場モノなのでゴーイングコンサーンが基本である一方、FITは期間が固定。現在の仕組みでは永続的な銘柄には成れていないのではないかと。

—ファンドに組み込む物件の信頼性担保手段は

谷脇 リスクの整理が重要。太陽光発電所を自社開発した知見からガイドラインを策定しており、EPCやO&M、発電設備、ファイナンス関係、保険、土地関係といった項目をチェックしている。一番重要なのは土地で、20年間利用で



スパークスグループの構成

きる権限を持っているか確認する。

現状でファンドに組み込んでいるのは自社開発案件のみ。他社物件も組み込みたいが、ガイドラインに沿わない、もしくはクリアできても価格の目線が合わない。

——セカンダリ市場の様子、相場観は

谷脇 2017年ごろから案件が出始めた。我々への持ち込みも多い。大型案件はプロジェクトファイナンス組成に耐えうる厳しい条件をクリアしている。我々が初期に行うリスク整理も8割ほど通過できる。一方で2MW程度の規模だと半数程度に減少する。

ファンドが購入できるのはエクイティIRRで5%が目安の水準、一概には言えないが発電規模に換算すると4億円/MW前後ではないか。概ね2MW弱の規模から購入対象としている。

ファンドは投資家に利益を配分する必要がある、高値での購入は困難。現状の相場観ではエネルギー企業などの事業会社がセカンダリ物件を取得しており、ファンドから見ると高額という印象。例えば、電力会社は再エネに特化した電力メニューなどでFITに基づいた投資リターン以外の価値を創出する手段があり、ファンドが勝負するには難しい相手。

現在の売り手のメインは外資系企業。FIT価格の下落もあり、今後国内市場の発展は無いと考え、案件を売却しイグジットしているのではない。商社のポートフォリオ売却も含

め、今後も売却の傾向が続くだろう。20MW、30MWクラスの大規模案件では入札取引になるのが基本。

——セカンダリ市場の課題は

谷脇 上場インフラ市場に関しては制度設計の整理が必要。マーケット全体で考えると、インフラアセットが長期間運転する性質で、企業が保有するにはバランスシートに限界が来る。エネルギーを本業とする企業以外は、いずれかのタイミングで売却すると思う。その時、インフラファンドがアセットの器になると確信している。

——九州電力管内で出力抑制が開始された

谷脇 出力抑制は今後減少すると見ている。短期的には原発の稼働状況という観点もあるが、送電線の広域運用実現に向けた取り組みを経済産業省の指導のもと電力会社が行っている。

——今後、セカンダリ市場はどう動くか

谷脇 20年後のFIT終了後、発電所の価値がどうなるか。現行のブラウンファンドでは、クローズ時にファンドが保有する資産価値を見込まない形でリターンを提示しているが、再エネを生み出す発電所の価値はFIT満了後もあるはず。これをいかに可視化していくか今後検討する必要がある。

市場に一番のインパクトを与えるのはESG投資。国内では再エネの発電コストが高く、現状では製造業などが再エネを使い、電力料金の上昇分を原価



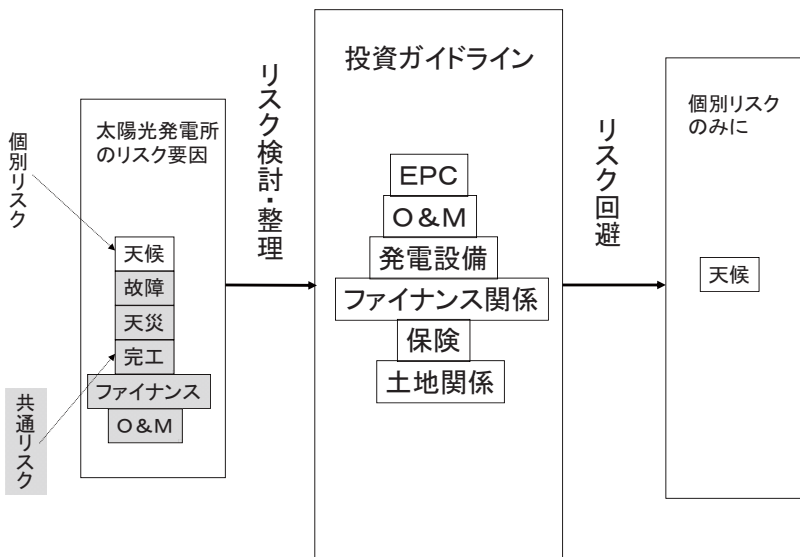
谷脇氏

として価格に転嫁することは消費者の理解を得られない。しかし、環境価値がコストではなく必要な経費として認識され始めるだろう。我々のグリーンファンドの1つ「未来再エネ投資事業有限責任組合」にもトヨタ自動車など事業会社が投資している。こうした流れ、機運は今後高まる。電力を使うだけでなく、需要を生み出すことで再エネの普及にも貢献する取り組みが進む。

太陽光発電は2020年にもFIT脱却の可能性がある一方、他の電源は今後も継続することもありえる。SGETも風力、バイオマス、地熱発電の開発に取り組みを推進する。

太陽光発電ではノンFITのファンドを組成したい。再エネ電力のニーズが高まっているので、小売電気事業者のように、需要家に直接電気を販売するファンドも考えられる。FITに依存した世界からのゲームチェンジは確実に起きる。そうした中、どのように投資機会を見つけていくかが課題。今まで通りのゲームはできないが、再エネ需要が高まるのは確実。機会は必ずある。

再エネ投資には安定的なリターン、オルタナティブな性質、加えて社会的な意義がある。再エネの拡大に貢献できる投資がしたいという声は一定数ある。現状は投資家の目線に合致したリターンを返せているが、最終的には(ゲームチェンジで)提供できなくなる。その時にどの程度の利回りなら社会的意義ある投資をしていただけるか。ファンド組成側がリスクを極力取り除けば、ローリターンでもファンドに対する投資家のニーズはある。



ガイドラインに沿った整理でリスクを最小限に