

長期安定稼働に資する市場へ、購入は初期DDで3分の2脱落 タカラアセットマネジメント 高橋衛代表取締役社長

タカラレーベンは2016年6月、東京証券取引所のインフラファンド市場に「タカラレーベン・インフラ投資法人」を初の銘柄として上場させ、現在までに26件の物件を投資法人で運用している。同社グループのタカラアセットマネジメント代表取締役社長を務める高橋衛氏に、投資法人の特長やセカンダリマーケットの近況などを聞いた。

——タカラレーベンのこれまでの歩みは
高橋 1972年9月の設立以降、分譲マンション事業を主力としてきた。太陽光発電との関わりは、2010年に屋上にパネル搭載マンションを造ったのが始まり。その後東日本大震災、固定価格買取制度(FIT)開始を受け、2013年にエコエナジー事業としてメガソーラー開発に着手。2016年6月には、「タカラレーベン・インフラ投資法人」を東京証券取引所のインフラファンド市場に初の銘柄として上場させた。

——上場インフラファンドのメリットは
高橋 2013年時点ではファンド化を考えていなかったが、東証に市場が創設されたので上場化を検討した。個人を含むたくさんの投資家にアクセスできるのが大きなメリット。資金調達力が上がる。タカラとして「地球にやさしい持続的な環境づくり」をビジョンに掲げていることもあり、メガソーラー発電所を上場させることを決定した。

——タカラレーベン・インフラ投資法人の特長は

高橋 国内第1号の上場インフラファンドとして、
①持続可能な成長戦略②全国へ展開されたポートフォリオ③利益分配を重視した還元方針④上場インフラファンドで唯一の発行体格付け取得の4点を強みとしている。

①については上場時の保有資産はパネル出力で17.8MW、金額にして81.6億円だった。ここから着実に物件を取得してきたことで、運用資産の価値の合計額は約3.8倍の310億円(71.9MW)まで成長した。



高橋氏

②は地域的に分散させて26の太陽光発電所を保有している。他のインフラファンドと異なる特長としては、電力需要を加味した配分となっており、資産価値ベースで約90%の発電所が東京電力、中部電力、関西電力の電力販売量上位3エリアにある。

③は「純利益に基づく配当金(利益超過配当金を除く)」利回りがインフラファンドで最大の5.47%を確保しており(6月末日時点)、投資家に一番評価されている部分。

④は日本格付研究所から長期発行体格付(見通し)として「A-」(安定的)を取得しており、これも投資判断の際の参考情報として評価されている。

このほかいわゆるESGの観点から、保有する発電所が位置する各地域において、企業版ふるさと納税制度を活用した寄付や、マラソン大会へのオフィシャルスポンサーとして協賛を行っている。また再生エネルギー普及の観点から、みんな電力と特定卸供給

ポートフォリオの概要



(注) 2018年12月1日時点のポートフォリオ概要を記載しております。

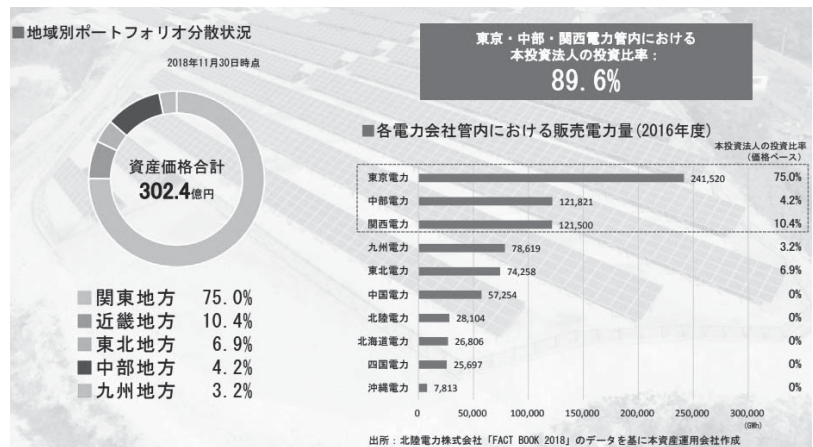
タカラレーベン・インフラ投資法人2018年11月期決算説明会資料より
(2019年6月28日に2.4MWの案件取得、本文中には織り込み済み)

に関する契約を締結し、再生可能エネルギーを求める需要家に供給できる体制を構築した。

——タカラレーベンとファンドの関係は
高橋 投資法人はタカラレーベンとスポンサーサポート契約を締結しており、全保有物件、将来取得物件に優先売買交渉権がある。投資法人が保有する26物件のうち、23はタカラレーベンが開発したもの。タカラレーベンには開発済み118.5MW（うち、71.9MWは投資法人へ売却済）、開発中44.5MWの資産があるほか、2021年3月末時点での発電規模目標として250MWを掲げている。開発した物件は投資法人の投資基準に該当しないものを除き、基本的に投資法人に移していく。

——信頼性担保の手段、デューデリジェンス（DD）の役割をどう考えるか
高橋 投資法人として、DDは最重要の位置づけ。不特定多数の投資家を相手にしているので、DDは心臓部。何を差し置いてもまずDDといった形だ。資産運用会社の「タカラアセットマネジメント」が独自でDDするほか、専門家を起用して発電所の予想発電量や技術的評価の第三者レポートを取得する。法的側面についても法律事務所による法務DDを実施するのが大前提。さらに物件取得に際しては、これらの情報に基づき外部委員を含めた各種委員会で審査をする、という方法を採用しており、ガバナンスが効いた運用をしている。

——セカンダリマーケットの相場感
高橋 我々が投資対象とする高圧・特別高圧規模の太陽光発電所については、マーケットに流れる発電所の量は2～3年前に比べ現在は格段に増えている。高圧規模が多く、特高はまだ少ない。価格は案件によりけりだが、特高は基本的に高額になる傾向がある。土地が所有か借地か、またFITの価格や残存年数で変化するが、価格は概ね1MW当たり3.5億円から4.5億円程度ではないか。持ち込まれる案件については、投資法人の投資基準に対して発電所の技術的・法的なコンディションが悪いことが多い。最初の精査で3分の2程度は購入対象から外れるのが現状。



——市場の売り手、買い手はどんな企業か

高橋 売り手は、案件売却を出口戦略としている外資系のほか、管理の難しさなどから、発電事業を本業としない企業なども売却に動いている。買い手は上場インフラファンド、私募ファンド、外資など。取引には入札もあるが、最近では相対での取引もある。買い手が絞られてきているのではないかと。

——セカンダリ市場の課題は

高橋 市場はまだ未成熟な段階で、方向性が見えにくい。理由として、そもそも発電所は「インフラ施設」であり、不動産のように繰り返し売買される資産として造られていないと思う。例えば地主が行政の場合、転売の許可が出ないといったケースもある。個人的意見も入ってしまうが、不動産と同じようなセカンダリマーケットが形成されるとは思わない。

政府が掲げるエネルギー基本計画の「再エネ主力電源化」や経済産業省の考える「再エネ長期安定稼働」の視点から、行政サイドはインフラ施設の転売が単純に繰り返される市場拡大は恐らく期待していない。セカンダリ市場に期待される役割は、投資先として開発したものの、運用するノウハウを持たない企業・個人から、適正に運用し不具合を改善できる事業者が発電所が集約していく橋渡しだろう。活発に売買される不動産とは違うマーケット構成になっていくのではないかと。

——今後のマーケットに影響を与える要因は

高橋 目先の問題として出力抑制、もう少し先を見れば卒FITの動向が比

較的インパクトがあると考えている。楽観的な見方かもしれないが、経産省が考える送配電ネットワーク強化が順調に進めば出力抑制の問題は解消される方向に向かうと思う。

卒FITになると固定での電力買い取りが終了するので、価格は大きく下がる。一方でRE100企業などのニーズが始まるなか、社会情勢や電力への意識変化も影響してくる。

卒FITになった発電所がどうなるか。発電を終了する、もしくはその後も長期的に発電する、の2種類あるが、後者であれば事業の継続性の裏づけが求められる。この点、一定期間で解散する私募ファンドと異なり、上場インフラファンドはポートフォリオを拡大しつつ永続的に運用する投資法人なので、大手事業者などと並び発電を継続する一つのプラットフォームになる。

原子力発電所の稼働状況もこれに関連する。再稼働の見通しが立たないだけでなく、テロ対策の観点からもう一度全基停止が現実味を帯びてきた。東日本大震災後のように火力発電を増やすという方向性になるとは思えない。仮に再エネの開発がさらに進めば、セカンダリの流通量も増える可能性がある。

——卒FIT後の発電所の資産価値は

高橋 我々の投資法人では、FIT終了後も運用する前提でキャッシュフローを算出している。卒FIT時点では売電価格が下落する一方で、減価償却費も徐々に終了しローンの利息返済が無くなるなど、相応に運用経費の負担も軽減される。これらの点は不動産と大きく異なるインフラならではの面だ。