

[岐ベログ]

インフロニア・ホールディングス
取締役 代表執行役社長 岐部一誠

第4回

セカンダリー市場が拓くインフラ投資

インフロニア・ホールディングス社長の岐部一誠です。

いつも「岐ベログ」をご覧いただき、誠にありがとうございます。

「脱請負」を掲げるインフロニアは主たる事業領域である建設業界の中では異質な存在ですが、投資家の皆様をはじめ多くの方々に、私たちの考えていることや戦略が伝わってきているという実感があります。

ぶれることなく、今の方向に推し進めていこうと考えておりますので、ご支援のほど、よろしく願いいたします。

PPP の活用なしにインフラの維持・更新は困難

さて、今回はインフラビジネスを進める上で、大きな鍵を握るセカンダリー市場についてお話しします。

1 回目の岐ベログ「インフロニアが考えるインフラの未来」(<https://www.infroneer.com/topics/2021/10/01/18.html>) で書いたように、私たちは従来の建設請負だけでなく、空港や上下水道、有料道路のような社会インフラの運営権を取得し、建設、運営、維持管理などの事業を展開しています。

過去には、仙台空港や愛知県有料道路などの運営権をコンセッション方式で取得しました。昨年も、PPP（Public Private Partnership：官民連携）方式を活用し、BT+C（Build Transfer Concession）での実施が決まった愛知県新体育館の整備・運営や、大阪市工業用水道の維持管理でも傘下の前田建設工業を代表企業とするグループが優先交渉権を得ることができました。

必ずしも案件が多いとは言えない中、年1~2本のペースでインフラプロジェクトを獲得することができており、悪くないペースだと考えています。ただ、欧米など海外と比べれば、PPPの拡大ペースはまだまだスローだと感じています。

人口減少社会に突入した日本において、社会インフラの整備や老朽化したインフラの更新を進めるためには、民間資金を活用することが不可欠です。言い換えれば、PPP を積極的に活用しない限り、この国の社会インフラを維持することはできないということです。

もちろん、私たちがインフラビジネスに乗り出した 10 年ほど前と比べれば、PPP に対する理解は格段に深まっています。それでも、国や地方自治体はまだ PPP を活用したインフラ整備に消極的です。

私たちが愛知県有料道路のコンセッションで示しているように、民間企業のノウハウによって効率化とサービス向上を両立できる余地はインフラの運営や維持管理の領域でもたくさんあります。国や地方自治体は、PPP によるインフラ整備をもっと検討すべきと考えます。

もっとも、海外に比べてインフラ領域の PPP プロジェクトが少ないのは、発注者である行政の問題だけではありません。民間企業に運営権を売却したインフラの 2 次流通市場、つまりセカンダリー市場がないということも、PPP の活用が進まない一因だと考えています。

それでは、なぜセカンダリー市場が重要なのか。それは、REIT を考えれば分かりやすいと思います。

事業者が開発リスクを取れるのはなぜか

ご承知の通り、REIT とは収益不動産を集めた上場ファンドのこと。この 20 年で不動産の開発が活発化した背景には、間違いなく REIT の存在があります。

上場している REIT はいわば最終形で、不動産業界には上場していない私募ファンドが数多く存在しています。こういった私募ファンドは自身で不動産を開発したり、不動産会社が開発した収益物件を購入したりしてファンド規模を膨らませることが一般的です。

そのままトラックレコードを積み重ねて IPO (新規株式公開) を目指す場合もあれば、REIT に物件を売却し、収益化を図る場合もあるでしょう。

いずれにせよ、不動産会社や私募ファンドが開発した不動産は、売買を通じて REIT に集まっていくという大きな流れがあります。

それが可能になるのは、それぞれの投資家の取れるリスクと期待しているリターンが異なるからです。

不動産の開発には、資金調達や用地取得、建設、完成後のリーシングなど様々なリスクがあります。そういったリスクを考えれば、開発を手がける企業が10%、20%というリターンを求めても何もおかしくありません。

ただ、REITの株を買う投資家はどうか。もちろん、利回りは高いに越したことはありませんが、今の超低金利時代のこと、安定した収益を生んでいる不動産であれば、そこまでのリターンは求めないでしょう。

ちなみに、今のREITの利回りは3%ほどです。カネ余りの中で投資先がないという事情もありますが、そのレベルの利回りで構わないと考えている投資家が多いということです。そして、3%の利回りでいいのであれば、REITは収益還元法に基づいて、その分だけ高く不動産を買うことができます。

このように、より低い利回りで不動産を引き受けるREITという最後の買い手がいるために、不動産会社や私募ファンドは開発のリスクが取れるという側面があります。

もちろん、この動きが行きすぎると、リーマンショック前のような過熱状態になるので注意が必要です。また、ここで話しているのはあくまでも理屈の話で、不動産ごとに個性があるということも指摘しておきます。

ただ、REITが上場し、その株式が市場で流通しているからこそ、不動産会社は収益不動産という「商品」を供給できるという点は、ご理解いただけるのではないのでしょうか。

インフラを持つべきは年金ファンド

REITと同じことは、再生可能エネルギー関連施設をベースにしたインフラファンドについても言うことができます。

2016年2月に太陽光発電設備を組み込んだファンドが上場して以来、これまでに7つのインフラファンドが上場を果たしています。この中には、ファンドを立ち上げた事業者が自ら事業化した設備や、他社が開発した設備が含まれています。

カーボンニュートラルに貢献するために再生可能エネルギーに投資したいと思っても、開発や建設までのリスクが取れないという投資家は少なくありません。事業者はそういう投資家の代わりにインフラを開発し、投資家はIPOしたインフラへの投資を通じて再生可能エネルギーに投資しています。IPOとセカンダリー市場が存在することで、事業化のリスクを取れない投資家が投資できるようになっているわけです。

実は、インフロニアは 2021 年度と 2022 年度に 3 つの再生可能エネルギー関連施設を売却する予定です。

なぜカーボンニュートラルが問われる時代にせつかくの設備を売るのかという声も上がりましたが、先ほど述べたように、私たちが新規で再生可能エネルギーに投資する事業者です。

太陽光発電所などの設備をつくり、社会に供給することでカーボンニュートラルを実現する――。

それが、私たちの考える貢献だと考えています。

そして、インフラ PPP です。現状、インフラ関連の PPP プロジェクトを進める場合、運営や維持管理を手がける SPC (特別目的会社) はコンソーシアムに関わる企業が保有しています。

愛知県有料道路で言えば、運営に関わる愛知道路コンセッション株式会社の株式の過半を前田建設工業が持っています。

ただ、キャッシュフローが長期的に安定しており、株式のような伝統的資産との連動性が低いインフラは、海外では年金ファンドの主要な投資先です。

事実、インフラ投資に積極的なカナダの大手年金ファンドを見ると、ポートフォリオにおけるインフラの比率は平均 10%。

オンタリオ州公務員年金基金のように、20%近い組み入れ比率を誇るファンドもあるほどです。年金ファンドの旺盛な需要もあり、非上場のインフラファンドの資金調達額は 2019 年に 980 億ドルと過去最高を更新しました。

【参考資料】

◎インフラ投資に関する調査研究 (<https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/R1-3.pdf>)

日本が誇る年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) も、資産全体の 5%をオルタナティブ資産 (インフラ、プライベート・エクイティ、不動産) に振り分けるとしています。ただ、いかんせん投資する案件がまだ十分にありません。

非上場のインフラファンドの資金調達額が過去最高を記録したように、世界のインフラ市場はプロジェクトの組成と、その後の売却が両輪となっています。質の高い“インフラ商品”に仕立て上げることが大前提ですが、投資したプロジェクトをセカンダリー市場で売却できるからこそ、欧米の企業はリスクを取り、PPP プロジェクトを積極的に進めているのです。

インフロニアが目指している世界は、まさにここです。

私たちに建物をインフラをつくる力、すなわちエンジニアリング力があります。そのエンジニアリング力をベースにリ

スクを取り、社会インフラをつくる。そうして長期のリターンを生み出すプロジェクトに仕立て上げ、運営管理は継続するものの、エクイティは年金などの投資家に渡していく。

そのサイクルが生まれれば、インフラの整備や更新、そして年金財政の改善につながっていくでしょう。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も、新しい投資先としてインフラ投資に関心を持ち始めています。彼らが投資できる先を、どんどん生み出していく必要がある。

私たちインフロニアは、その市場を切り開いていきます。