

## 上場インフラファンド

### 1. 概要

本稿では、東京証券取引所（以下、東証）に上場した投資法人（上場インフラファンド）、上場インフラファンドが発行する投資法人債、あるいは、上場インフラファンドが行う借入を対象として格付の方法について論ずる。

東証は、2015年4月30日、太陽光発電施設などのインフラ施設を投資対象とするインフラファンド市場を創設した。この背景には、近年、政府・自治体の財政状況の制約や、インフラの維持・更新及び新規投資の必要性を背景として、政府・自治体による公共投資などに代わり、インフラの整備や運営について、より一層の民間資金やそのノウハウの活用が求められていること、資産運用の多様化の観点などから、経済動向等の影響を受けにくい安定的なアセットクラスへの投資として、インフラへの投資に対する投資者からの関心は高まりつつあることがあげられている。

上場インフラファンド市場は、REIT市場の制度を基調としている。オフィスビルやマンションといった不動産を投資対象とする投資法人又は投資信託が上場するREIT市場と同様に、太陽光発電施設その他のインフラを投資対象とする投資法人又は投資信託が上場の対象となる。インフラファンドの特性を踏まえて上場規則を整備している点に特徴があり、投資法人を例にあげると、インフラ資産の投資主体（直接投資する場合の保有主体、賃貸が行われる場合の賃貸主体）となるのは投資法人であり、どのインフラ資産に対して投資を行うかといった投資判断（資産の運用）は資産運用会社<sup>1</sup>に委託される一方、個別のインフラ資産の維持・運営等はオペレーターが担う形態となっている。

インフラファンドには、東証に上場するものの外に、非上場の形態のファンドもあり、JCRでは既にそうしたファンドも対象に格付を行っている<sup>2</sup>。本稿では、上記のような上場インフラファンドを対象に、かかる上場インフラファンドの特徴を踏まえつつ、格付の方法を整理するものである。

1 資産運用会社は一般社団法人投資信託協会の会員であることが求められる。

2 私募ファンドの例として、有期限の、船舶投資ファンド1号から3号の匿名組合出資金返還請求権に対する格付を2010年から行っている。また、太陽光発電のプロジェクトファイナンスに対する格付を多数行っている。

(図1) 上場インフラファンドとREITの比較

インフラファンド市場とREIT市場との制度的な差異

	インフラファンド市場	REIT市場
上場ファンドの概要 (ファンドの資産構成)	<p>中核的資産(インフラ施設を保有するのと同等の資産)がファンド総資産の70%以上。</p> <p>中核的資産、周辺資産(インフラ施設のリターンを一定程度反映する資産)及び現預金等をあわせて95%以上。</p>	<p>中核的資産(不動産を保有するのと同等の資産)がファンド総資産の70%以上。</p> <p>中核的資産、周辺資産(不動産のリターンを一定程度反映する資産)及び現預金等をあわせて95%以上。</p>
上場基準の概要	<p>財務基準(総資産50億円、純資産10億円)</p> <p>分析・流通性に係る基準(投資主数1,000人など)</p> <p>継続的な分配見込みがあること(分配が行えない状況となった場合には上場廃止)</p>	
	オペレーターを選定方針の策定	
情報の開示 (適時開示事項)	<p>発行者、資産運用会社、運用資産に係る情報の開示</p>	
	オペレーターに係る情報の開示	

出典：東証ウェブサイト

## 2. ファンドのスキーム

上場インフラファンドにおいては、投資法人はインフラ資産の投資主体となるが、インフラ資産の運営はインフラファンドではなく、オペレーターが行うことになっている。海外や私募のファンドでは、インフラファンド傘下の法人でインフラ資産の保有と運営を行うこともよくみられる。わが国では、租税特別措置法関連法令において、対象資産を再生可能エネルギー発電設備に、運用方法を賃貸方式とすることが、投資法人が投資家との間の二重課税を排除するため、その配当等を損金算入することが認められる導管性要件の構成要素となっている<sup>3</sup>。

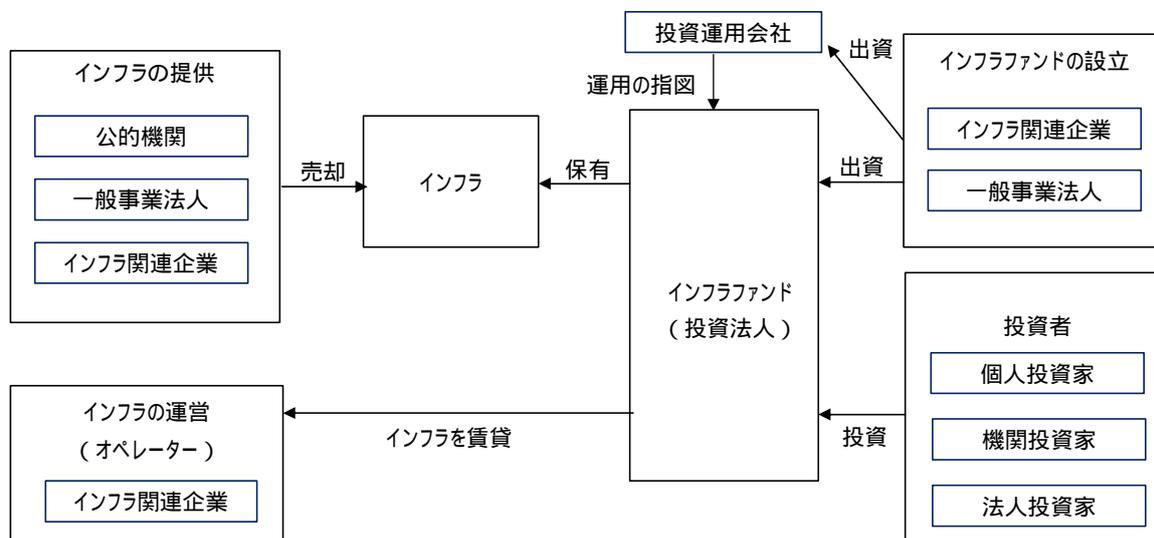
インフラファンドのキャッシュフローがインフラ資産の運営に依拠する特性を有しているため、インフラの運営が適切かつ安定的に行われていることを担保するための上場要件や、インフラの運営を担当するオペレーターに関する情報についての開示制度が東証において整備されている。

上場インフラファンドが投資対象とするインフラについては、原則、稼働後1年以上が経過し、安定的な収益創出が行われている施設に限定されている。

3 その他の特定資産(典型的には、不動産)に該当するインフラ資産については、再生可能エネルギー発電設備に関する特別な要件に服することなく、税務上の導管性扱いを享受できる可能性がある。

(1) 投資法人の場合の上場インフラファンドスキームの例

(図2) 東証インフラファンドのスキーム



出典：東証ウェブサイト

(2) 運用資産

東証の上場基準において、インフラ資産等( = インフラ資産 + インフラ有価証券 )は運用資産の総額の 70% 以上、インフラ資産等 + インフラ関連有価証券 + 流動資産の合計では運用資産の総額の 95% 以上となる見込みであることが、求められている。一方、前述の導管性要件に鑑みれば、当面の運用対象は専ら再生可能エネルギー発電設備となることを見込まれる。

(3) 想定されているインフラ施設

上場規程で定める資産

- 再生可能エネルギー発電設備 (太陽光、風力、バイオマス、地熱など)
- 公共施設運営権 (コンセッション)

上場規程施行規則で規定している対象資産

- 運輸関係 (エネルギー船、道路、鉄道、港湾施設、空港)
- エネルギー関係 (電気工作物 (発電所)、ガス工作物、石油・ガスパイプライン)
- その他 (上下水道、電気通信設備、無線設備)

3. 想定されるリスク

(1) インフラ固有のリスク

用地関連: 想定する運用期間に対して確実な用地確保が出来ているか、境界の確定について問題がないか、近隣の土地所有者、住民などとの関係に問題はないか等

立地: 道路、上下水道、電力など必要なインフラのアクセス確保、風水害、地震・津波などの自然災害、太陽光であれば日射量とその変動性に係るリスク等

開発・オペレーション：設備の設計や運営による事故・災害による資産の毀損・滅失、劣化、設備メーカー等による使用設備の性能保証、オペレーションの巧拙に由来するキャッシュフローの変動等

インフレ：収入の実質的低下、諸経費・資金調達コストの上昇等

運営コスト：個別の要因による原料、地代、地価のコスト上昇等

パフォーマンスリスク：仕入先、販売先等

## (2) ファンドの枠組みや FIT など諸制度に係るリスク

導管性要件：租税特別措置法関連法令において、対象資産が再生可能エネルギー発電設備から成る場合、運用方法を賃貸方式とすることが、導管性要件、すなわちその配当等を損金算入することにより、投資法人が投資家との間の二重課税を排除する扱いを認められるための構成要素となっている。また、導管性要件が認められる期間が 20 年に限定されている。現状の枠組みが継続する限り、インフラファンドにおいて導管性要件を享受できる期間の終期に近づくにつれ、その後の分配金利回り低下の可能性が意識されるとみられる。こうした見通しがファンドの資金調達や増資に影響を及ぼす可能性等。

FIT 制度：現行 FIT 制度は 21 年 3 月末に終了する。今後いかなる推移で FIT 価格が設定されるかは、FIT 制度に依存した再生可能エネルギー発電設備の事業性に大きな影響を及ぼす。FIT 制度の延長があるか、FIT に拠らない電力市場での売電がどのようなものとなるか等。また、国において議論されている電力システム改革の中で、太陽光発電などのバックアップ電源となる火力発電の投資負担などについても検討がなされている。今後電力システムに係る新しい枠組みが導入されることで、直接的または間接的に太陽光発電の収支に影響を及ぼす可能性等。

資産運用会社によるファンドの運用：資産運用会社の運用方針等とその遂行能力における問題、スポンサーがファンドに対するインフラの売却者であると同時に資産運用会社に関わる場合、適正でない価格でインフラの購入がなされている可能性、利益相反の防止策の欠如等。

## (3) 資金調達に係るリスク

資本市場の混乱による増資の制約：インフラファンドの財務水準の悪化や、一定の財務水準を維持するためにインフラの購入が制約される等。

金融市場の混乱時のリファイナンス：返済、償還スケジュールの集中、コミットメントラインの設定など流動性確保の手段の欠如等。

## 4. 格付の方法

### (1) 分析上のポイント

複数のインフラ案件を傘下に有する形態であり、プロジェクトファイナンスと同様に個別の案件の事業性の評価、集合としてのポートフォリオの評価、資産運用会社の能力、個々のインフラ資産のオペレーターの能力、財務運営方針、スポンサー、インフラ施設の性能、管理、税制と言った点が分析上のポイントである。

#### 個々のインフラ案件

太陽光、風力、バイオマス発電、空港、道路等、各インフラ資産毎に、各投資案件毎に、事業性と特徴についての評価を行う。

#### ポートフォリオ

ポートフォリオとしてのキャッシュフローの創出力、安定性/変動性、案件の分散の程度(地理、用途、オフテイク、使用期間、休止期間、等)を評価する。特に、災害リスクや操業リスク等の高い案件が

ある場合、そうした案件が休止した状況下でも、稼働している案件からのキャッシュフローで債務弁済が進められるかを確認する。1件1件の投資案件から合計されるキャッシュフローとその安定性を確認する。スキーム上、投資法人のキャッシュフローは、オペレーターに賃貸するインフラから発生する賃料に依存するため、係る賃貸契約の条件（賃料の計算方法、中途解約など）についても精査する。

#### 資産運用会社

ファンドの運用パフォーマンスは、適切な取得価格、適切・保守的な運用方針に多くを依っている。取得能力は、適量の良い案件を適切な価格で長期的に購入していく力であり、案件を探索、創出するとともに、物件に対する目利能力も必要である。スポンサーが組成した案件、第三者が組成した案件の両方が運用対象と考えられるが、案件のソーシング、デューデリジェンスと運用体制、運用哲学は極めて重要である。また、成長戦略とその裏付となるパイプラインの状況、中長期的にどのように資産を多様化させていくのか、特定の資産に集中するのか、FIT 期間終了後の対応、といった点も精査の対象となる。

#### オペレーター

インフラ資産は、長きにわたるキャッシュフロー創出力、性能維持、安全確保のために、適切な運営、管理、修繕等が不可欠である。また、太陽光発電所のように相対的には手間がかからないものであっても、人里離れた山中や海岸の側に立地する場合もあり、定期的な点検、草刈りなどを含むメンテナンス作業は欠かせない。オペレーターとして設備の運営を適切に維持していくこと、運営上何らかの異常が発生した時、早期にそれを認識し、必要な対処を行う知見、能力があるかを精査する。

#### 財務運営方針

資産の増加の状況にあわせた適切な負債・資本の維持に注目するが、個々のポイントは以下になる。

- ・ 資産の状況と増資、借入、投資法人債の発行によるレバレッジのコントロール
- ・ 借入、投資法人債の期日分散、期間分散
- ・ 金融市場の変動への対応力、リファイナンスリスクへのコンティンジェンシープラン
- ・ コベナンツと余力、担保設定の有無

#### スポンサー

スポンサーは、投資案件の持ち込み、資産運用、オペレーターといった様々な面から、投資法人の活動に参与することが想定される。スポンサーの能力、スポンサーからの人的資源等に大きく依存するケースでは、スポンサーの事業運営能力、事業継続性の評価が、インフラファンドの投資法人の信用力に反映される。

#### インフラ施設の性能、管理

インフラ資産は、当初の設計・施工による性能の確保が重要で、あとからの修繕で性能を回復させることは経済的、技術的に困難なことも多いと思われる。また、REIT の商業用施設などと異なり、人里離れた山中や海岸の側といった過酷な自然環境に置かれる場合もある。特に、日本の風土を考慮すると、自然災害、水害への備えに留意する必要がある。

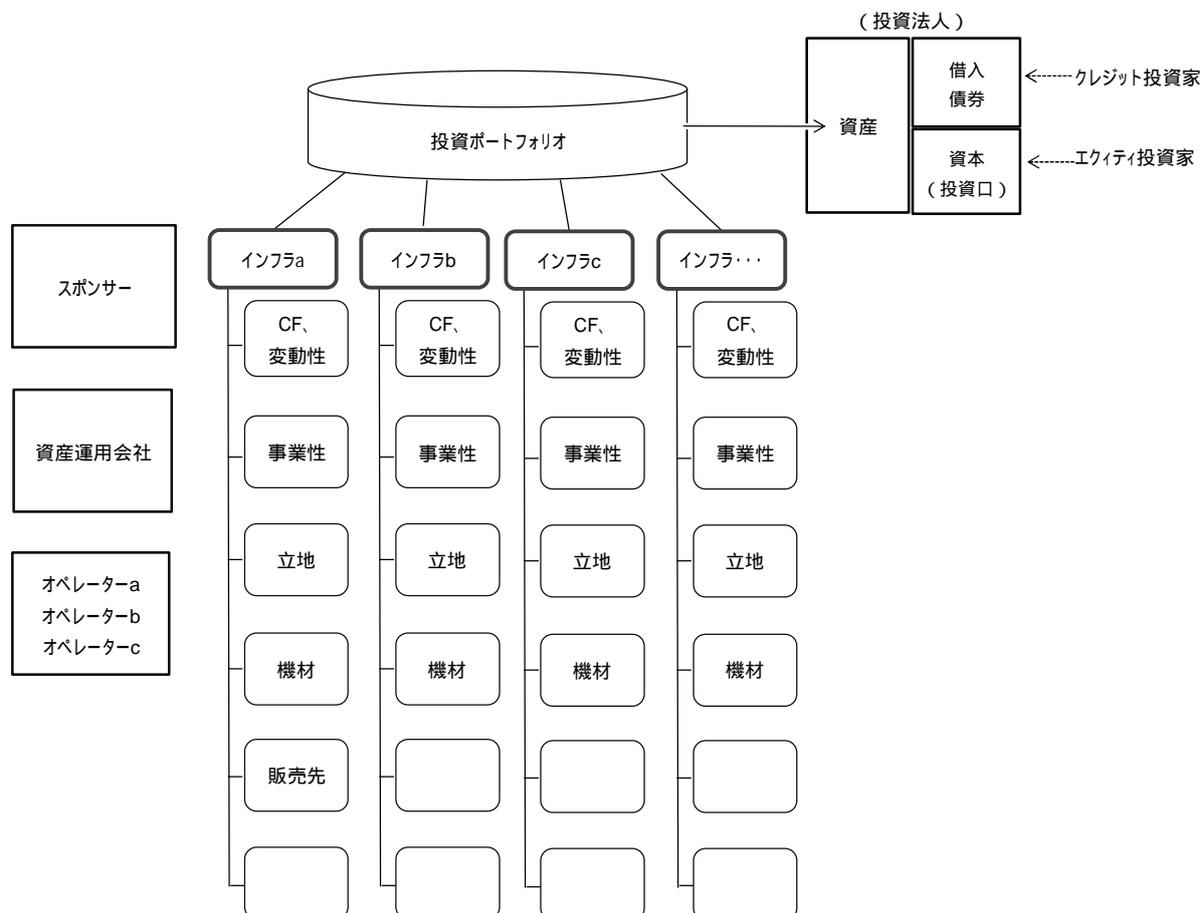
#### 税制

税制に係る制度変更は、ファンドの運営方針に大きな影響がある。現行の導管性要件が今後どのような取扱いとなるかは、個々のファンドの評価だけでなく、インフラファンド市場全体の動向にも影響があることを考慮していく。

## (2) 格付への反映

上記で述べた各ポイントをもとに、下部構造としての複数のプロジェクトとその上にある上部構造としてのポートフォリオ、全体にかかる当事者としてスポンサー、資産運用会社、オペレーターの能力を踏まえた評価を行う。

(図3) インフラファンドのイメージ



成長戦略、分散効果が実現できるか、また、適切な修繕が持続されるかどうかは、スポンサー、資産運用会社、オペレーターの知見、ノウハウ等に依存しており、定性的な要素、実績、体制の充実度などをもとに判断を行う。

財務戦略やその遂行能力について評価を行う。今後の借入や債券の発行予定、返済・償還期限の分散状況やコミットメントラインの設定などのリファイナンスリスクへの対応、増資の計画など、資産運用会社の財務戦略がどのようなものであるかを確認する。市場の混乱や増資のタイミングがずれた場合の備えについても確認する。目標とする DSCR の水準、コベナンツの内容、担保設定状況<sup>4</sup>などの方針の確認は重要である。適切なタイミングでの財務運営に係る意思決定とそれを可能にする市場とのコミュニケーション（IR 等）が資産運用会社に求められると考えている。

4 有担保の負債の負債全体に占める割合や担保提供資産の資産全体に占める割合が高い場合、個別の借入について劣後性を反映する場合もある。

## 財務分析

ファンドの収益性を示す指標として、ポートフォリオ NOI 利回りが重要な指標となる。財務の安定性、期中の元利払いの確実性を図る指標として、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR）や、ローン・ライフ・カバレッジ・レシオ（LLCR）を重視している。ストレス下で DSCR や LLCR が必要な水準を確保できるかを検討する。LTV は資産の流動性（セカンダリーでの売却可能性）を前提とした指標であり、不動産、航空機、船舶といった資産に比較すると、インフラ資産の売買事例は数が少なく、売買価格の妥当性を検証する情報も乏しい。こうした観点から、LTV を格付評価の中心的な指標とすることは適切でないと考えている。