

# 上場インフラ市場研究会報告

## 我が国における上場インフラ市場の創設に向けて

平成25年5月14日  
東京証券取引所  
上場インフラ市場研究会



## 目次

はじめに.....	- 1 -
上場市場の対象とするインフラについて.....	- 2 -
1. 基本的な考え方.....	- 2 -
2. 対象とするインフラの範囲を整理する際の観点.....	- 2 -
上場市場の対象とする組成形態について.....	- 4 -
1. 基本的な考え方.....	- 4 -
2. 投資法人・投資信託.....	- 4 -
3. 受益証券発行信託.....	- 5 -
4. その他の組成形態等.....	- 5 -
上場制度上の対応の方向性.....	- 6 -
1. 基本的な考え方.....	- 6 -
2. 資産特性とそれに起因するリスク.....	- 6 -
3. 上場制度上の対応の方向性.....	- 7 -
(1) 十分な情報開示と稼働状況のモニタリング.....	- 7 -
(2) 運営者(オペレーター)の適格性の確保と利益相反の防止.....	- 8 -
(3) 開発リスクの排除.....	- 9 -
(4) 上場商品としての継続性.....	- 9 -
(5) その他の対応.....	- 10 -
J-REITとの混同を防ぐ対応.....	- 10 -
対象資産としての要件.....	- 10 -
信託・組合等のSPVを用いた保有.....	- 11 -
その他.....	- 12 -
終わりに.....	- 13 -
上場インフラ市場研究会 審議経過.....	- 14 -
上場インフラ市場研究会 委員名簿.....	- 15 -
参考資料.....	- 16 -

## 凡例

金 商 法 .....	金融商品取引法
金 商 法 施 行 令 .....	金融商品取引法施行令
投 信 法 .....	投資信託及び投資法人に関する法律
投 信 法 施 行 令 .....	投資信託及び投資法人に関する法律施行令
投 資 法 人 計 算 規 則 .....	投資法人の計算に関する規則
S P C 法 .....	資産の流動化に関する法律
兼 営 法 .....	金融機関の信託業務の兼営等に関する法律
L P S 法 .....	投資事業有限責任組合契約に関する法律
P F I 法 .....	民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律

# 上場インフラ市場研究会報告

我が国における上場インフラ市場の創設に向けて

平成25年5月14日  
東京証券取引所  
上場インフラ市場研究会

## はじめに

近時、我が国における厳しい財政事情の中で、インフラストラクチャー(以下「インフラ」という。)の整備や運営について、民間のノウハウや創意工夫を活用するPPP<sup>1</sup>やPFI<sup>2</sup>の促進、官民連携インフラファンド<sup>3</sup>の創設などへ向けた取組みが進められている。世界的にも、インフラは、経済動向等の影響を受けにくい安定的な新しいアセットクラスとして資産運用の多様化の観点などから、投資者の関心が高まりつつある<sup>4</sup>。

こうした中、東京証券取引所(以下「東証」という。)は、我が国金融・資本市場の活性化を図るとともに、市場開設者としての社会的責務に応える観点から、上場市場を通じた民間資金の公的分野への活用についての検討を進めてきているところである<sup>5</sup>。今回、諸外国において活用が進められているインフラファンドなどの上場市場の創設に向けた具体的な検討を行うため、昨年9月に、「上場インフラ市場研究会」(以下「当研究会」という。)を設置した。

インフラは、社会からの幅広い負担により整備・運営されるものであるが、それによって得られる収益も広く社会に還元することが望ましいと考えられる。上場インフラ市場の創設は、インフラを広く社会全体で支える仕組みを構築することに繋がる意義を有するものと考えられる。この市場は、震災復興への活用はもちろんのこと、エネルギー源の多様化や高度経済成長期に集中整備したインフラの維持・更新、また、アジア経済圏の成長の基盤となるインフラ運営への活用なども期待される。

当研究会では、こうした基本感の下、我が国金融・資本市場の機能強化及び国際的な競争力の向上を図る観点から、公正・透明で、かつ、投資者の利便性の高い上場インフラ市場の創設に向けて、

- ・ 対象とするインフラの範囲を整理する際の観点、
- ・ 対象とする組成形態、
- ・ 上場制度上の対応の方向性 等

<sup>1</sup> Public-Private Partnership の略。官民パートナーシップ。民間資金やノウハウを活用して社会資本を整備し、公共サービスの充実を進めていくPFI・民間委託などの手法をいう。

<sup>2</sup> Private Finance Initiative の略。公的主体が直接施設を整備せず、民間に整備と公共サービス提供を委ねる手法。平成11(1999)年、PFI法に基づき導入された。

<sup>3</sup> 東京都官民連携インフラファンドが平成24(2012)年に設立されたほか、国による官民連携インフラファンド設立のために第183回通常国会にPFI法改正案が提出されている。

<sup>4</sup> 我が国及び諸外国における投資者動向・意識の概要は、(参考1)参照。

<sup>5</sup> 日本取引所グループ中期経営計画(2013年度-2015年度)

<http://www.jpx.co.jp/investor-relations/management-information/midterm-business-plan.html>

の諸課題について審議検討を行ったところである。

本報告書は、当研究会における検討内容をとりまとめたものであり、今後、東証をはじめとする関係者において、本報告書の趣旨を踏まえ、上場インフラ市場の創設に向けた着実な取組みが進められることを期待する。

なお、本報告書は、当研究会としての現時点における考え方や見解を整理したものであり、東証の決定事項ではないことに留意する必要がある。東証において制度設計を行うにあたっては、本報告書の趣旨も踏まえ、パブリック・コメントなど幅広い意見を求めた上で、更に実務的な検討・検証を行い、実情に合致した制度整備を進めることが求められる。

## 上場市場の対象とするインフラについて

### 1. 基本的な考え方

インフラの整備・運営に関してより一層の民間資金の活用が図られる必要があることや、金融資産の運用の多様化を進めることが求められる背景などを踏まえると、諸外国の市場に比類する範囲のインフラを対象とする上場市場が整備されることが望ましい。東証においては、市場整備の前提となる環境の醸成に向けた取組みを進め、必要な制度整備を行うなど、我が国の実情を踏まえた上場市場の育成を図ることが望まれる。

### 2. 対象とするインフラの範囲を整理する際の観点

インフラは、一般的には、国民生活や経済社会が機能するために必要な社会資本・社会基盤ともいわれる。近時、諸外国においては、発電所・送電網やパイプラインなど民間が保有するインフラをはじめ、道路・港湾・空港などの公有インフラやコンセッションを投資対象とする上場市場が整備されつつある<sup>6</sup>。

上場市場は、幅広いインフラを投資対象とすることを基本としつつも、個人投資家も含めた幅広い投資者からの投資対象となることを踏まえ、一定程度範囲を限定することが必要と思われる。例えば、以下のような観点から対象インフラの範囲を整理することが考えられる。

#### 投資適合性

投資対象とするためには、一定の収益を得る可能性を有するインフラであることが必要であり、したがって、利用料金等の収受が可能な資産に対象が限定されることとなる。また、資産として一定の合理的な方法等により価格算定が可能であることが必要である。こうした投資対象となるための最低限の条件を備えているかという観点で対象インフラの範囲を整理することが考えられる。

#### 投資資産性

<sup>6</sup> 諸外国の上場インフラファンドの状況は、(参考2)参照。

上場商品であるファンドの運用等の対象となることから、特定の事業会社の事業用の資産と一定の区別がされる必要がある。このため、上場商品の所有資産を賃貸するスキームを前提とした場合、資産の賃借人となる運営者(オペレーター)が代替可能かどうかという観点で対象インフラを整理することが考えられる。

資産証券化やプロジェクトファイナンスの実務においては、運営主体となる運営者(オペレーター)の代替性を以って、投資対象資産としての転売可能性を概念的に有するものとするのが一般的と考えられる。こうした運営に専門性が求められ、運営者(オペレーター)による運営によりキャッシュフローが創出される資産は、いわゆるオペレーショナル・アセットと整理されるが、インフラは、その典型的な一類型と考えられる。

こうしたオペレーショナル・アセットは、その特性上、特定の運営者(オペレーター)に依拠することとなるが、J REIT<sup>7</sup>が対象とするオペレーショナル・アセットと考えられる宿泊施設等と同程度の代替性を有するかといった点を考慮しつつ、当該インフラを活用した事業が相応の数の民間事業者により運営されているかという点<sup>8</sup>を踏まえ、代替性を概念的に有するかどうかを整理できると考えられる。

#### その他の観点

このほか、例えば、

- ・ 一定の公益性・公共性を有するか、

公共性・公益性は、一般に、公共の利用に供されるものか、国民生活に密接に関係するものか、あるいは、経済学上の概念である「公共財」の考え方に従い、非競争性<sup>9</sup>があるか、非排除性<sup>10</sup>があるか等といった観点から整理することも考えられるが、対象インフラの範囲の検討にあたって実際上は、

- これまで公費で整備・運営されているか、
- 政策的・制度的な補助や支援が行われているか

等といった点も考慮し、整理できると考えられる。

- ・ 公的運営から民間運営へのシフトが推進されているか、民間での運営実績があるか(民営性)、
- ・ 民間の運営に際しての国や自治体による免許や認定など一定の公的規制が課せられているか(運営の健全性)、

等といった観点も対象とするインフラの範囲を検討していく上で一定の重要性や関連性を有し得ると考えられる。

以上のような観点で対象インフラの範囲を整理することが考えられるものの、その性質上、一義的に明確な基準により整理・切り分けを行うことは難しい実情もある。このため、これらを

<sup>7</sup> Japan - Real Estate Investment Trust の略。日本版REITともいわれ、不動産投資信託証券のことをいう。平成13(2001)年、東証において市場開設されて以降、オフィスビル・住居・商業施設・物流施設・宿泊施設などを運用対象とする投資法人が上場している。

<sup>8</sup> 代表的なインフラの事業者の状況等は、(参考3)参照。

<sup>9</sup> 一般に、消費者・利用者が増えても追加費用が生じない性質とされる。

<sup>10</sup> 一般に、対価未払者を排除しにくい性質とされる。

総合的に勘案し、あくまで現時点で想定される当面の上場市場の対象を整理していくことが適当と考えられる。なお、これらの観点は、あくまで当面对象とし得るインフラを整理するための観点であり、個々の商品の上場適格性を判断する基準ではないことに留意が必要である。

これらの観点を踏まえつつ、諸外国の市場と比べて遜色のない上場市場を整備することが適当である。東証においては、我が国の実情や市場整備の前提となる環境の進展に応じて、必要な制度改正や様々な実務上の対応を進めていくことが望ましい。

## 上場市場の対象とする組成形態について

### 1. 基本的な考え方

上場商品は、投資法人・投資信託をはじめとして、株式会社や合同会社、特定目的会社・特定目的信託<sup>11</sup>、社債等の債券、信託、組合<sup>12</sup>など、様々な形態により(またこれらの形態を組み合わせる方法により)組成することが想定される<sup>13</sup>。諸外国においても、各国の法制や税制に応じた形態でインフラの上場商品が組成されている<sup>14</sup>。

上場市場は幅広い投資者の投資対象となることに鑑み、その対象とする商品の組成形態は、十分な投資者保護を図る観点から、上場市場での実績があることや法制面での安定性があることが重要であり、組成者のニーズに合致するものであることが望ましい。

### 2. 投資法人・投資信託

投資法人・投資信託は、J REITとして現物資産を対象とする上場商品の実績を有しており、幅広い投資者に理解されているほか、投信法や金商法等の規制下にあり、法制面での安定性を有すると考えられる。また、インフラの上場商品については、複数のインフラを運用する形態が想定されるほか、諸外国においても運用が行われる形態であることが一般的である。加えて、インフラの上場商品は、分配に着目したインカム商品となることが想定されるが、一定の収益分配が行われる形態であることが望ましいと考えられる。

こうした点を踏まえると、運用が可能である投資法人・投資信託が、インフラの上場商品の組成形態として適当と考えられる<sup>15</sup>。なお、商品組成の柔軟性を確保する観点から、運用期限を有するものも対象とすることが考えられる。また、対象となるインフラを信託受益権化することにより、現行法制下での対象資産として整理することも考えられる。

<sup>11</sup> SPC法に基づき設立される特定目的会社・特定目的信託を指す。特定目的会社・特定目的信託の対象資産の種類・内容は、原則限定されない。なお、特定目的会社の資金調達には、借入れや特定社債券や優先出資証券の発行により行われる。

<sup>12</sup> 一般に、民法上の任意組合や、商法上の匿名組合、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合等がある。

<sup>13</sup> 国内の法体系による資産証券化の分類は、(参考4)参照

<sup>14</sup> 諸外国における上場インフラファンドの代表的な組成形態は、(参考5)参照。

<sup>15</sup> 投信法上、投資法人・投資信託の対象資産は、主として有価証券、不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定められた資産に投資対象資産が限定されていることから、市場整備の前提としてこれらの投資対象資産の範囲についても一定の整理が必要となり得る。

また、投信法上、投資対象資産の取引の安定性の確保を図る観点などから、投資法人の委託を受ける資産運用会社等が、関連規制の対象となることが要件となる場合があり、その整理や対応についても留意が必要となる。

### 3. 受益証券発行信託

受益証券発行信託は、信託のうち、受益権を表示する有価証券を発行する信託のことをいい、平成18(2006)年の信託法改正により導入されたものである。この受益証券発行信託は、有価証券以外にも動産や不動産など様々な資産を有価証券化する柔軟性を有するものである。近時、貴金属ETFや、外国証券のJDR<sup>16</sup>として上場され、幅広い投資者に活用されているほか、信託法をはじめ、信託業法・兼営法や金商法などの規制下にあり、法制面での安定性を有すると考えられる。

受益証券発行信託は、資産の管理・処分を目的とするものであり、運用を前提とする形態ではないと考えられるが、資産の入替えを想定しない大規模インフラや、運営期間が限定された資産など多様なインフラの受け皿となることが想定される。

こうした点を踏まえると、受益証券発行信託も、インフラの上場商品の組成形態として適当と考えられる。なお、受益証券発行信託の対象資産について、信託法上の限定はないことから、インフラを信託財産とすることは、法令上の特段の制約はないと考えられる<sup>17</sup>。

### 4. その他の組成形態等

インフラの上場商品としては、その他にも、インフラ事業会社やプロジェクトボンド<sup>18</sup>の一種であるインフラボンド<sup>19</sup>なども想定される。また、こうしたインフラ事業会社の発行する株式やインフラボンド等を投資対象とする投資法人・投資信託も想定される。

こうした商品について、実際の投資者ニーズや組成ニーズなどその実現可能性も踏まえつつ、株式市場やプロ投資家向け債券市場<sup>20</sup>などでの上場を推進していくことも考えられる。

また、我が国では、外国株や外国債券、外国ETF<sup>21</sup>など、我が国金融・資本市場の国際化を推進する観点から、多様な外国証券の上場制度の整備や、英文開示制度の進展、JDRな

<sup>16</sup> Japanese Depositary Receipt の略であり、有価証券を信託財産とする有価証券信託受益証券のことをいう(金商法施行令第2条の3)。日本型預託証券ともいわれ、ADR (American Depositary Receipt) などと同様に、外国証券を国内で円滑に流通させるために整備された枠組みである。

<sup>17</sup> ただし、信託としての一般的制約を受け、信託財産は金銭的価値に見積もることができる積極財産であり、かつ、委託者の財産から分離することが可能なものであることが必要となる。また、実務上は、信託銀行等において、信託業法・兼営法やそれに基づく監督指針等の範囲、あるいは、信託銀行等における実務のなかで、受託可能な財産に限定される。

<sup>18</sup> 特定のプロジェクトから生み出されるキャッシュフロー・収益を原資として発行される債券のことをいい、一般に、当該プロジェクトの資産を担保とするものをいう。

<sup>19</sup> インフラの整備や運営などから生み出されるキャッシュフロー・収益を原資として発行される債券のことをいい、一般に、対象となるインフラ資産を担保とするものをいう。我が国では、担保付社債信託法などを活用して発行することが想定される。

<sup>20</sup> 平成23(2011)年、制度整備された特定投資家向け債券市場である「TOKYO PRO-BOND MARKET」のことをいい、金商法上の特定投資家向け私募制度を活用した特定取引所金融商品市場の一種である。

<sup>21</sup> ETFとは、Exchange Traded Fund の略であり、一般に特定の指数・指標に連動するパッシブ型の上場投資信託・上場投資法人のことをいう。



どの基盤整備が進められてきた。外国インフラファンドも、我が国において既に公募されている実績があるが<sup>22</sup>、我が国金融・資本市場の国際化を推進し、上場市場を通じて投資者により多様な投資機会や流通市場を提供する観点からは、外国REITや外国インフラファンドの上場市場を整備することが適当である。

## 上場制度上の対応の方向性

### 1. 基本的な考え方

インフラは、投資対象としての実績を有しない新しいアセットクラスであることや、資産特性に起因する特有のリスクがあることを十分に考慮し、公正性・透明性を確保する対応や、資産特性に起因するリスクの低減を図り、十分な投資者保護を図ることを基本とすることが適当である。

当研究会においては、(1)一定の収益の安定性が図られており、(2)民間所有が可能なインフラを直接保有する上場商品を対象として制度上の対応を検討することとした。このため、現物資産を対象とする実績を有しているJ REITの上場制度を参考とし、資産特性に起因する特有のリスクに応じた必要な上場制度上の対応を設けることを基本とすることとした。

また、インフラの上場商品としては、インフラの運営権(コンセッション)を付与されたSPVや海外インフラ・民有インフラ等を保有するファンド・SPVに対する出資持分等を投資対象とする、いわば証券投資型の形態も想定される。この場合、現物資産を投資対象とする場合と必要な上場制度上の対応は異なることとなる。したがって、東証においては、本報告書で示した上場制度上の対応の方向性も踏まえつつ、実情に合致した上場制度を検討することが求められる。

なお、実際の制度整備にあたっては、組成者の実務負担やコストも見極めつつ、投資者にとって魅力ある商品や、実際に活用される市場となるよう配慮することも望まれる。

以降、この章においては、特段の注記がない限り、投資法人を念頭に置いて記載したものである。投資信託や受益証券発行信託については、本報告書の趣旨を踏まえ、組成形態に応じた制度設計を行うことが適当である。

### 2. 資産特性とそれに起因するリスク

今回検討対象としたインフラについては、J REITの対象であるオフィスビル・賃貸住宅・商業施設・物流施設・宿泊施設等と、投資対象資産としての特性という観点から比べた場合、

法制度や対象プロジェクトに関わる諸契約等に依拠・依存していること又はその度合いが大きいこと(法制度等への依拠)、

インフラ運営のための特有の施設・設備を有すること(特有の施設・設備)、

運営者(オペレーター)が当該施設・設備を活用した運営を行うことにより収益を得るこ

<sup>22</sup> 外国商品の我が国における公募の実例は、(参考6)参照。

とが可能となること(運営者(オペレーター)への依拠)、  
資産そのもの実績や投資対象としての実績が乏しいこと(実績の乏しさ)

等といった資産特性を有するものと考えられる。制度整備を進めるにあたっては、こうした資産特性に起因する特有のリスクを十分に考慮する必要がある。

### 3. 上場制度上の対応の方向性

#### (1) 十分な情報開示と稼働状況のモニタリング

上場会社やJ-REITなどは、様々なリスクについて情報開示を求めることにより投資者保護を図っている。今回検討対象としたインフラの上場商品も、これと同様に、資産特性に起因する特有のリスクをはじめとして、様々なリスクについて十分な情報開示が行われることが必要である。

とりわけ以下に掲げる事項は、上場商品としての適格性や継続性を維持するために特に重要な情報と考えられることから、そのモニタリングを可能とするため、上場制度上、これらの情報に関する報告書の提出を求め、公衆縦覧の対象とすることが適当である。

- ・ インフラ施設・設備の概要・状況<sup>23</sup>
- ・ インフラ施設・設備の稼働状況<sup>24</sup>
- ・ 運営者(オペレーター)の概要・状況(選定基準との適合状況を含む。)
- ・ インフラ稼働に係る法規制・法制度の概要・状況
- ・ インフラ稼働の前提となる重要な許認可・免許の概要・状況
- ・ インフラ稼働の前提となる重要な契約<sup>25</sup>に係る契約条件の概要・状況<sup>26</sup>
- ・ 維持管理体制・維持管理計画の概要・状況<sup>27</sup>

また、こうした報告を求める以外にも、これらの情報について投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす変更や差異などが生じた場合も開示を求めることが適当である。

加えて、開示の適正性を確保する観点から、新規上場時において、有価証券届出書等の記載や、適切な開示体制の整備について審査することが適当である。また、改善報告書など必要な措置を設けるほか、東証において、情報開示に関する指針の策定や発行者の事前相談に応じる体制を整備するなどの対応を図ることが適当である。

このほか、ホームページ等によって稼働状況をリアルタイムで公表することなど、投資者の視点に立った情報開示や情報伝達に努めることなども考えられる。

<sup>23</sup> 施設・設備メーカーの概要や保証内容を含むことが想定される。

<sup>24</sup> 稼働量の予想・実績、賃料事業収入の予想・実績等が想定される。なお、稼働量の予想については困難な事例も想定されるため個々の資産特性に応じた検討を行う必要がある。

<sup>25</sup> 投資法人等と運営者(オペレーター)の賃貸借契約、運営者(オペレーター)から第三者へのサービス提供契約、土地利用契約、O & M契約等が想定される。

<sup>26</sup> 重要な契約の満了が見込まれる場合は、一定期間前に契約交渉状況や契約更新の見込みなど今後の見通しと対応方針についての開示も求めることが想定される。

<sup>27</sup> O & M業者(Operation & Maintenance業者の略。)。施設・設備の運転・点検・保守等を受託する業者の概要等も含むことが想定される。

## (2) 運営者(オペレーター)の適格性の確保と利益相反の防止

### (運営者(オペレーター)の適格性)

今回検討対象としたインフラは、資産そのものではなく、運営者(オペレーター)が当該施設・設備を活用した運営を行うことにより収益を得る特性を有する(いわゆるオペレーショナル・アセットと称されるものである)。このため、運営者(オペレーター)の適格性が確保されることが重要かつ必要であり、資産運用会社等の運用等の体制として、運営者(オペレーター)に関する一定の選定基準が設けられ、相応の選定体制が整備されることを上場制度上求めることが適当である。

選定基準の具体的内容としては、インフラ施設・設備の維持管理能力や信用状況に関する選定基準が設けられることが考えられ、例えば、

- ・ インフラ施設・設備の維持管理能力に関しては、運営者(オペレーター)が稼働の前提である行政庁の許認可・免許や認定等を有していることや、対象インフラに係る運転・点検・保守等について相応の実績を有すること<sup>28</sup>、
- ・ 信用状況に関しては、運営者(オペレーター)が一定の経営の安定を有することを選定基準とすること、具体的には、上場会社やその連結子会社であることや、これに準ずる会社<sup>29</sup>であること

等が考えられる。

また、実効性を確保する観点から、上場制度上は、新規上場時において、実際の運営者(オペレーター)について選定基準との適合状況やその選定体制を審査するとともに、上場後においても、整備されている体制についての報告・公表を求めることが適当である。また、運営者(オペレーター)の変更時や、資産の追加取得時においても、選定基準との適合状況を含めて開示を求めることが適当である。

加えて、一般に、運営者(オペレーター)の代替性を概念的に有すると整理することが考えられるが、実際には、インフラの運営者(オペレーター)を頻繁に交替するような状況は殆ど想定されない。こうした点も踏まえつつ、運営者(オペレーター)の適格性の確保を図る観点からは、例えば、他にオペレーション業務を行い得る事業者の状況等についても定期的に報告・公表を求めることも検討に値する。また、運営者(オペレーター)の契約違反や一方的解約に関する制約を設けることなども運営者(オペレーター)との契約の安定性を図る観点から検討することが適当である。

### (利益相反の防止)

投資者とオリジネーター<sup>30</sup>やスポンサー<sup>31</sup>との間における利益相反の防止を図る観点から、

<sup>28</sup> 相応の実績を有する者に委託を行っていることも含むことが適当と考えられる。

<sup>29</sup> 法定監査済財務諸表を作成・開示しており、上場審査基準のうち財務基準に適合している会社等が考えられる。

<sup>30</sup> 上場商品の対象となる資産を当初開発・保有する者が想定される。

<sup>31</sup> 上場商品の投資者・資産運用会社・その株主その他の上場商品の関係者であって、資産の取得その他の上場商品に係る資産運用等に主導的な立場で関与する者が想定される。

一定の資産運用等の健全性が確保されることが必要である。この点、投資法人・資産運用会社等の健全性の担保や利益相反の防止等が図られている法制度の枠組みを前提とした上で、上場制度上は、J-REITと同様<sup>32</sup>、新規上場時において、適切な資産運用等の体制整備の審査に加え、オリジネーターやスポンサーとの利益相反の防止体制、内部管理・内部監査体制や法令遵守体制について審査することが適当である。また、上場後においても、J-REITと同様に<sup>33</sup>、資産運用等の健全性についての報告・公表を求めることが適当である。

また、利益相反の防止を図る観点からは、投資法人等と運営者(オペレーター)の賃貸借契約などインフラ稼働の前提となる重要な契約に係る契約条件の状況の公表・報告を求めることにより、一定の透明性を確保することが適当である。

### (3) 開発リスクの排除

今回検討対象としたインフラは、投資対象としての実績が乏しい現状を鑑み、当面の間、いわゆる開発リスクを排除することが適当と考えられる。具体的には、新規上場時及び上場後において、開発期間中のインフラ、すなわち、現に収入実績が生じていない資産については、上場制度上、原則として対象資産から除外することが適当である。なお、収入実績を得ている期間については、一律、かつ、定量的な定めを設けることは適当ではなく、個々の特性や物件に応じたものとするが適当である。

なお、現行のJ-REITの上場制度上、ポートフォリオ全体に過大な影響を与えることのない一定の範囲内において、現に収入実績が生じていない資産についても対象資産とすることが許容されている。これについては、中長期でのインフラ市場の育成を図る観点からは、開発リスクも一定程度許容していくことが望ましいとの指摘もあった。これについては、投資者におけるインフラ投資の定着度合い等を踏まえ、継続して検討することが適当である。

### (4) 上場商品としての継続性

J-REITは、新規上場時において、収益分配等の継続性の審査<sup>34</sup>を行った上で、上場後も、1年超分配金が支払われない場合には、継続性・収益性を喪失したのものとしてその上場を廃止することとしている<sup>35</sup>。こうした仕組みを設けることにより、限定的なリスクの範囲内で資産運用等が行われることを期しているものであり、インフラの上場商品も、これと同様のフレームワークを設けることが適当である<sup>36</sup>。とりわけ法制度等へ依拠する特性を踏まえると、上場制度上、新規上場時において、料金調整の仕組みや長期契約の内容などを確認し、一定のキャッシュフローの安定性を確認することが適当である。

<sup>32</sup> J-REITの場合、有価証券上場規程第1206条第1項第2号、上場審査等に関するガイドライン 3.等に基づき、新規上場時において、資産運用等の健全性に係る審査を行っている。

<sup>33</sup> J-REITの資産運用体制等の健全性を確保するための報告書であり、コンプライアンスに関する方針・体制や投資主の状況、スポンサーとの契約状況、資産運用会社の運用体制、利害関係人との取引、鑑定評価機関/ER作成機関の概要・選定方針、IR活動状況等が記載される。

<sup>34</sup> 有価証券上場規程第1206条第1項第3号、上場審査等に関するガイドライン 4.等

<sup>35</sup> 有価証券上場規程第1218条第2項第3号、有価証券上場規程施行規則第1233条第1項第4号

<sup>36</sup> 天災地変等、発行者の責に帰すべからざる事由によるものである場合等はその例外とすることが考えられる。

なお、十分な投資者保護を図る観点からは、投資法人規約等において上場廃止となる場合には解散する旨を定め、投資者に対し現金で償還・清算することや、オリジネーターやスポンサーなどによる買取りを行うことも想定される。こうした対応については、実務への影響等を踏まえ、その要否も含めて継続して検討することが適当である。

## (5) その他の対応

### J-REITとの混同を防ぐ対応

今回検討対象としたインフラは、その多くが土地・建物と一体で設置されるなど、J-REITの対象である不動産との一定の類似性を有すると考えられる。しかしながら、不動産と異なる資産特性を有し、それに起因する特有のリスクを有すると考えられることから、J-REITとの混同を回避するための対応が必要と考えられる。

このため、上場制度上は、

- ・ 市場第一部やJ-REIT市場と並列の新たな市場区分を設けること、
- ・ 上場商品を投資者の資金を主としてインフラやその関連資産に対して運用等を行うことを目的とするものと位置付けること、この際、受益証券発行信託は運用を行ういわゆるファンドではないことから組成形態を区分した定義を設けること<sup>37</sup>、
- ・ 投資法人規約や信託契約等においてその目的事項を限定すること、
- ・ 市場間相互の移動がないよう運用資産等の比率規制を設けること、  
(一定の商品性の制約を設ける観点から、現物資産への実質投資額と国債等の資産の比率が運用資産の70%以上となることを求めることが考えられる。)  
(安全資産の比率を高めたポートフォリオとすることを可能とする観点や、償却期間が比較的短い期間の資産が想定されることへの対応を図る観点から、インフラ資産に加えて、国債等の安全性の高いと考えられる資産の運用等を行うことが考えられる。)
- ・ 不動産と整理し得るインフラのうち、設備・施設の比重が高いものは、不動産とは別にインフラとして新たな定義を設けること、

等の対応を行うことが適当である。

このほか、東証において、組成形態や主たる運用対象に応じた区分表示を行うための工夫や商品性の周知などのほか、報道機関等における銘柄略称や表示区分についても対応を求めていくことなども検討に値する。

### 対象資産としての要件

今回検討対象としたインフラは、法制度やそれに基づく契約等に依拠・依存している特性を有することから、個々の対象資産についても、対象資産やその運営者(オペレーター)において、稼働の前提となる行政庁の許認可・免許や認定等を有することが必要である。このため、

<sup>37</sup> 例えば、投資法人・投資信託形態は「上場インフラファンド」(仮称)、受益証券発行信託形態は、「上場インフララスト」(仮称)と区分して定義することが考えられる。

上場制度上、運用資産等の比率規制の適用においても、行政庁の許認可・免許や認定等を有する資産についてのみを当該規制の算定対象資産とすることが適当である。また、上場後においても、行政庁の許認可・免許や認定等の変更・喪失等についての開示を求めることに加え、定期的な報告を求め、また、資産の追加取得時においても同様の開示又は報告を求めることが適当である。

また、上場商品の投資対象資産については、権利の取得等につき第三者対抗要件を具備することが一般に求められるが、今回検討対象としたインフラは、その資産の種類・内容に応じて、不動産登記のほか、実務上様々な方法により、第三者対抗要件を具備することが想定される。このため、不動産と同様に、原則として、インフラについても第三者対抗要件を具備することを必要とした上で、上場制度上、個々の資産ごとに第三者対抗要件の具備の有無及びその具備方法の開示を求めることが適当である。なお、相手方が国・自治体・公社等の場合や、実務上第三者対抗要件を具備することが必ずしも一般的ではないと考えられる資産<sup>38</sup>については、その具備されない事情等を勘案し、第三者対抗要件の具備の例外とすることが適当である。

### 信託・組合等のSPVを用いた保有

今回検討対象としたインフラの上場商品については、信託受益権化することや組合等のSPV<sup>39</sup>を用いて資産を取得することも想定される。これについては、運用等のコストを削減し、効率性を高める観点から、信託・組合等のSPVを用いてインフラを保有することも一般的に想定されることである。J REITや上場ベンチャーファンドに関する現行の上場制度上も、一定の範囲内で信託・組合等のSPVを用いた保有が認められているところであるが、インフラの上場商品についても、現行の上場商品と同様に、現行法制の範囲内で信託・組合等のSPVを用いた保有を認めることが適当である。

また、信託・組合等のSPVを用いた保有の場合、過度に複層化することによる複雑化や過度に負債比率が高まることなどの懸念も考えられる。このため、上場制度上、信託・組合等のSPVを用いた保有についても直接保有した場合と一定の同等性を確保することが適当と考えられる。具体的には、直接保有の場合と同等の運用資産等の比率規制を信託・組合等のSPVにおいても適用するなど、実情に合致した上場制度の設計を行うことが適当である。また、上場制度上、一定の透明性を確保することが必要であり、信託・組合等のSPVが一定の監査を受けていることや、ファンド全体として連結財務諸表を作成している場合<sup>40</sup>など、財務情報の信頼性が確保されている場合に限定することが適当である。

また、過度に負債比率が高まることなどを抑制する観点からは、上場制度上、負債比率の水準に関する考え方等を運用方針等において開示を求めることが適当である。また、上場後においても、定期的に負債比率の水準の開示を求めるとともに、負債比率の水準に関する考

<sup>38</sup> 例えば、電柱や電柱の設置地等については、第三者対抗要件を具備することが一般的ではないとされている。

<sup>39</sup> Special purpose vehicle の略。特別目的事業体。一般に、資産所有等を行い資金調達のためのために設立される法人を指す。株式会社や合同会社、特定目的会社等、信託、組合など、様々な形態で組成される。

<sup>40</sup> 主に、外国ファンドのことが想定される。

え方等の変更についても開示を求めることが適当である。負債比率については、一律定量的な規制を設けることも考えられるものの、本来、金融機関等との間で規律されるものであると考えられるほか、既存の上場商品についても一律定量的な規制は設けられていないことも考慮すると、今後の実情や実務への影響等も踏まえ、継続して検討することが適当である。

## その他

### (上場商品の流動性)

今回検討対象としたインフラの上場商品についても、上場株式やJ REITなどの既存の上場商品と同様に、流通市場における一定の流動性が確保される必要がある。このため、上場制度上、その規模や流動性等に関して、現行のJ REITの上場制度と同様<sup>41</sup>の規模基準や投資主数基準などの上場要件を設けることが適当である。なお、これにより一定の流動性は期待されるものの、實際上、インフラの上場商品は、従来のJ REITと比較した場合に小規模となることも想定される。このため、今後の実情や実務への影響等も踏まえつつ、上場商品の流動性を向上するための方策を継続して検討することが適当である。

なお、中長期での市場育成を見据えた場合、諸外国では、不動産と類似するカテゴリーとして投資判断されることが一般的といわれるため、上場商品の流動性の向上を図る観点から株価指数等の算出も考えられるとの指摘もあった。これについては、投資者における定着度合い等を踏まえ、継続して検討することが適当である。

### (対象資産の流動性)

今回検討対象としたインフラは、投資対象としての実績が乏しいことや、また、一部のインフラは資産にそもそもの実績が乏しいことがその特性として考えられる。このため、インフラは、資産を転売するための流通市場(セカンダリー・マーケット)が限定的となることも考えられ、資産売却に制約が生じることも想定される。なお、こうした資産を転売するための流通市場(セカンダリー・マーケット)は、投資対象としての実績の蓄積に応じて徐々に形成されることが見込まれると考えられるものの、上場制度上、対象資産の流動性の状況に関しても情報開示を求めることにより対応を図ることが適当である。

---

<sup>41</sup> J REITの現行上場制度では、一口当たり純資産額や純資産総額、資産総額、上場投資口数、大口投資主比率、投資主数等の基準を設けている。(有価証券上場規程第1205条第2号関係)

## 終わりに

我が国において、今後、民間資金を活用したインフラ運営等が進展することが見込まれる中、民間資金の活用を促す方策の一つとして、上場インフラ市場を育成していくことを期待する。東証及び日本取引所グループにおいては、我が国金融・資本市場の中核をなす市場開設者として、上場インフラ市場の育成に向けて今後とも積極的かつ継続的な取組みを行うことが望まれる。

上場市場を通じた民間資金のインフラ運営への活用を進めるに際しては、諸外国と比べても遜色のない市場の育成を図るべきである。こうした基本感の下、市場の公正性・透明性を確保し、十分な投資者保護を図った上で、必要な制度整備を進めていくことが望まれる。

当研究会は、本報告書が、東証における取組みや制度整備のみならず、我が国のインフラ運営に民間資金を活用する大きな流れの一助となり、また、我が国金融・資本市場の活性化と国際競争力の向上に資するものとなることを期待する。

以 上



## 上場インフラ市場研究会 審議経過

回号	開催日	概 要
第1回	平成24年 9月19日 (水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・整理にあたっての基本的な考え方</li> <li>・基本的な商品性について</li> </ul>
第2回	平成24年 10月10日 (水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基本的な商品性について</li> <li>・キャッシュフロー特性の分析・評価</li> <li>・各論・実務課題の洗い出し</li> </ul>
第3回	平成24年 11月7日 (水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・法的性質・取得形態等について</li> <li>・想定されるリスクとその対応について</li> <li>・信託受託実務、受益証券発行信託について</li> </ul>
第4回	平成24年 11月29日 (木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上場制度の骨子について</li> <li>・資産の鑑定・評価について</li> </ul>
第5回	平成24年 12月14日 (金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・これまでの論点整理</li> <li>・他のインフラ資産への適用について</li> <li>・事業者ヒアリング</li> </ul>
第6回	平成25年 3月22日 (金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・他のインフラ資産への適用について</li> <li>・対象とすべきインフラについて</li> <li>・議論の取りまとめの進め方について</li> </ul>

## 上場インフラ市場研究会 委員名簿

委員	植田 陽二	大和証券(株) コーポレート・ファイナンス第一部担当部長
"	大崎 貞和	(株)野村総合研究所 未来創発センター主席研究員
"	太田 英男	公認会計士、あらた監査法人ディレクター
"	小川 兵衛	(財)日本不動産研究所 証券化部長
"	小舘 浩樹	弁護士、アンダーソン・毛利・友常法律事務所パートナー
"	佐藤 正謙	弁護士、森・濱田松本法律事務所パートナー
"	高井 敏男	三菱UFJ信託銀行(株) フロンティア戦略企画部主任調査役
"	竹之内 和徳	公認会計士、新日本有限責任監査法人パートナー
"	土岐 好隆	三菱UFJモルガン・スタンレー証券(株) 投資銀行本部不動産グループマネージング・ディレクター
"	西川 哲夫	(株)三菱東京UFJ銀行 ストラクチャードファイナンス部副部長
		(平成24年10月まで、梶 和徳 (株)三菱東京UFJ銀行 ストラクチャードファイナンス部副 部長兼不動産ファイナンス室長)
"	野口 卓	みずほ証券(株) 不動産金融開発第1部長
"	馬場 賢治	(株)三井住友銀行 プロジェクトファイナンス営業部 成長産業クラスター室 環境・フロンティアグループ グループ長
"	淵脇 心	三井住友信託銀行(株) 不動産企画部企画チーム長
"	百瀬 善健	野村證券(株) アセットファイナンス部次長兼不動産投資信託課長
"	吉岡 祐一	(株)日本政策投資銀行 都市開発部 課長

(計15名)

(敬称略:五十音順)

# 參考資料

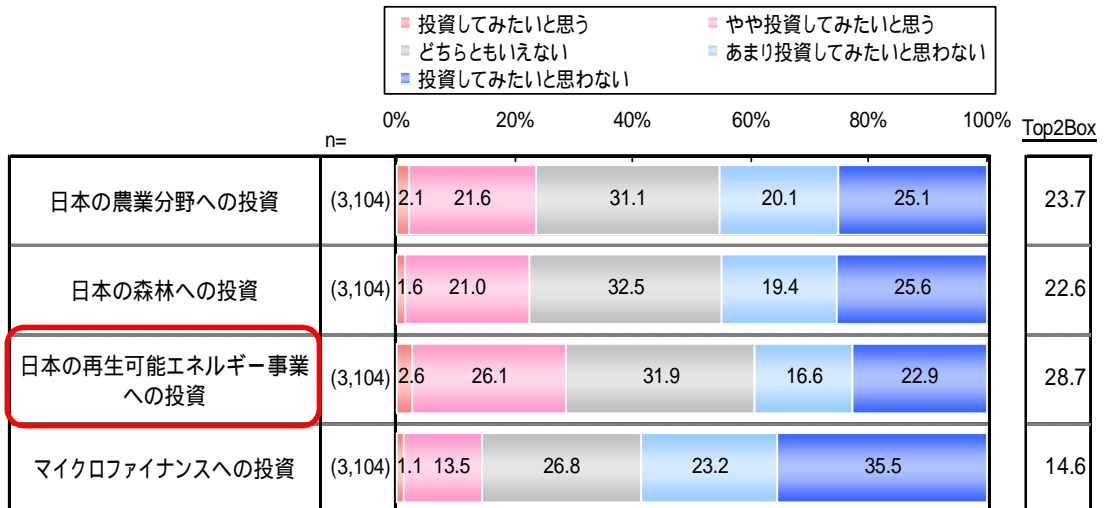
## 参考資料目次

(参考1)我が国及び諸外国における投資者動向・意識の概要.....	- 1 -
〔個人投資家の動向〕.....	- 1 -
〔機関投資家の動向 国内〕.....	- 3 -
〔機関投資家の動向 海外〕.....	- 4 -
(参考2)諸外国の上場インフラファンドの状況.....	- 6 -
〔諸外国の上場インフラファンドの一覧〕.....	- 7 -
オーストラリア証券取引所(ASX).....	- 7 -
トロント証券取引所(TSX).....	- 10 -
ニューヨーク証券取引所(NYSE).....	- 12 -
シンガポール証券取引所(SGX).....	- 13 -
ロンドン証券取引所(LSE).....	- 16 -
タイ証券取引所(SET).....	- 18 -
韓国取引所(KRX).....	- 18 -
ニュージーランド証券取引所(NZX).....	- 18 -
(参考3)代表的なインフラにおける国内事業者の状況等.....	- 19 -
(参考4)国内の法体系による資産証券化の分類.....	- 20 -
(参考5)諸外国における上場インフラファンドの代表的な組成形態.....	- 21 -
(参考6)外国商品の我が国における公募の実例.....	- 22 -

## (参考1)我が国及び諸外国における投資者動向・意識の概要

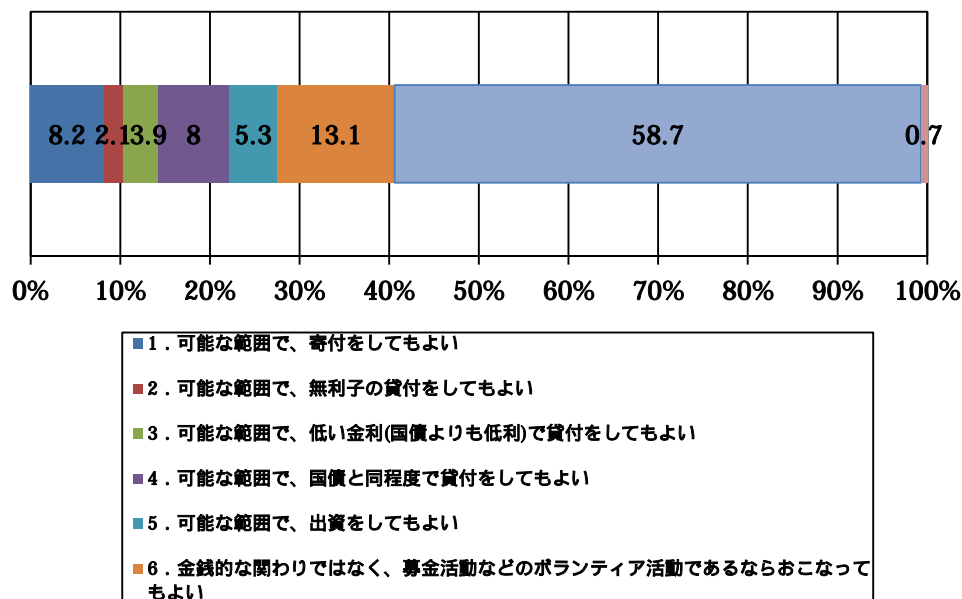
### (個人投資家の動向)

- ・ 個人投資家の約3割が、再生可能エネルギー分野に対する投資に関心を示す回答。
- ・ そのうち、太陽光発電に対する投資に関心が5割以上となっている。



出所：三菱UFJ信託銀行(アンケート調査。有効回答：3,104件。2010年3月実施)

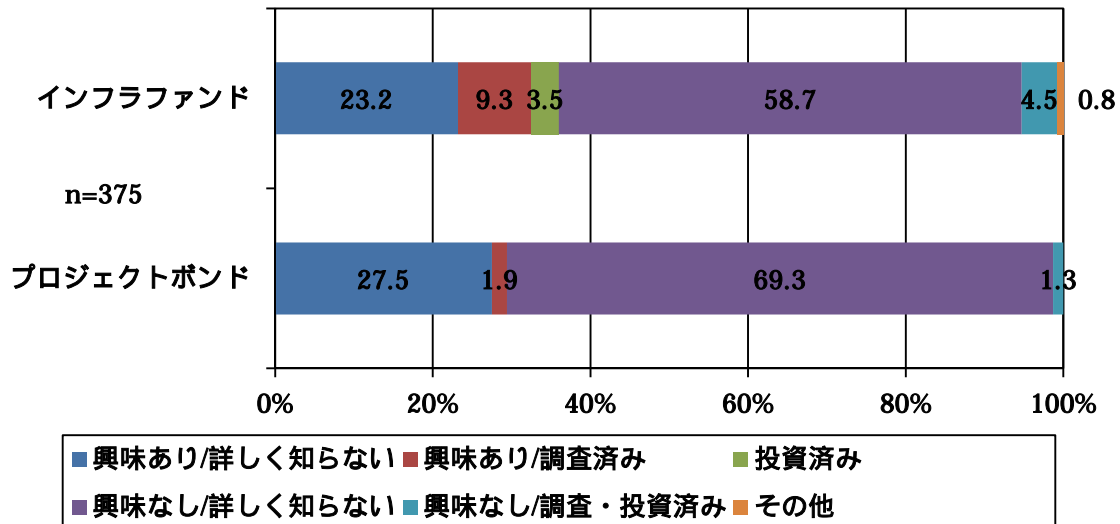
- ・「もし、あなたが出身地や居住地における公共施設(学校や文化施設、病院、庁舎など)の建替えや耐震補強、環境対策の資金を出してほしいと要請されたら、あなたはどのようにしますか?」というアンケートについて、金銭面で関与してもよいという回答が全体の3割近くとなっている。
- ・このうち、国債よりも低いリターンであっても投資するという回答が15%程度となっており、また、出資してもよいという回答も10%弱となっている。



出所:野村総合研究所(アンケート調査。有効回答:50,361件。2009年9月実施)

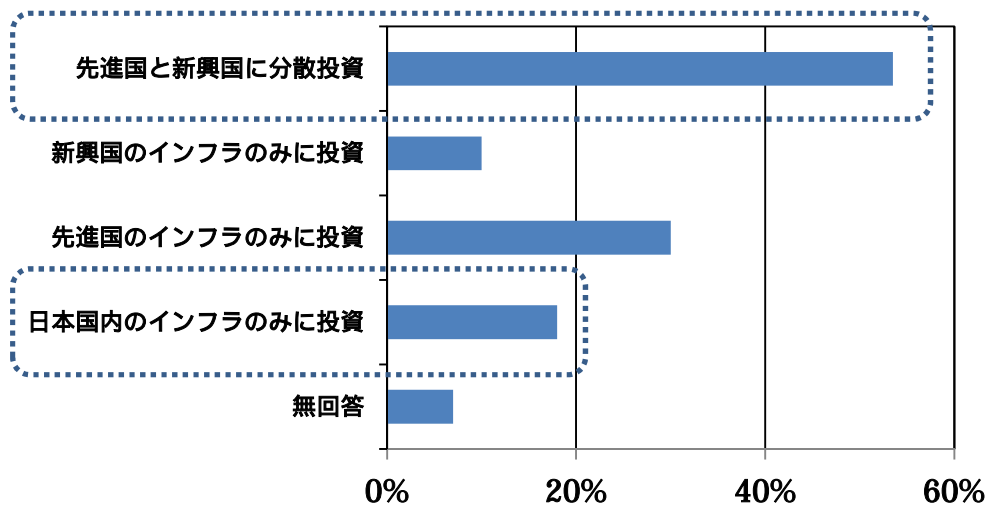
〔機関投資家の動向 国内 〕

- ・ 国内の金融機関・年金投資家へのアンケートによると、インフラファンド・プロジェクトボンドに興味を示す回答が3割程度となっているものの、実際に投資経験があるのは数%で、大多数は内容を詳しく知らないという状況となっている。



出所：野村総合研究所(2010年1月公表資料)

- ・ 機関投資家の中には、日本のインフラのみという投資方針よりも、日本を含む先進国と、成長期待のある新興国の分散投資を望む声のほうが大きい。
- ・ ただし、国内インフラでの投資を通じて経験を蓄積したいという声が強みられる。

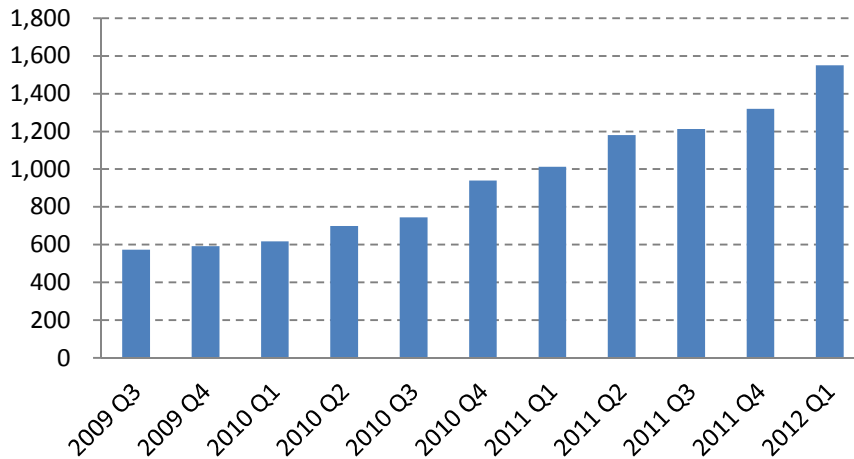


出所：野村総合研究所(2010年1月公表資料)

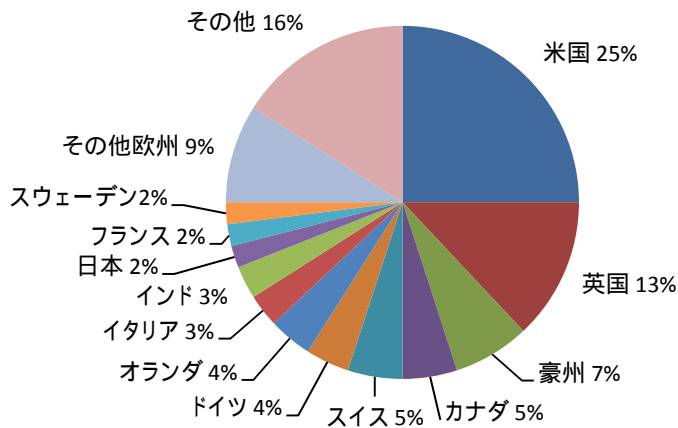
〔機関投資家の動向 海外 〕

- ・ インフラに投資する機関投資家は573(2009年第3四半期)から1,551(2012年第1四半期)まで、約2.7倍に拡大。
- ・ 国別では米国が多く、英国、オーストラリア、カナダが続く。

世界のインフラ投資家数の推移



インフラ投資家の国別内訳

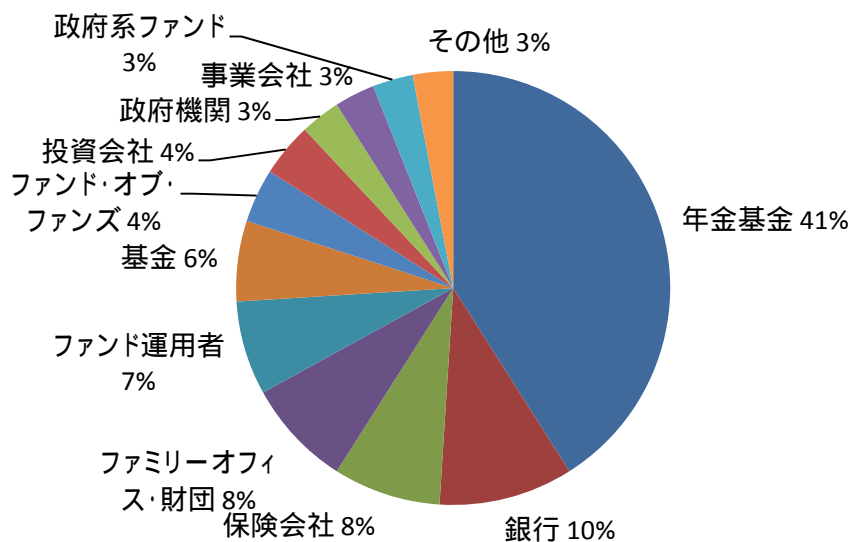


出所:三菱UFJ信託銀行 調査情報2012年5月号

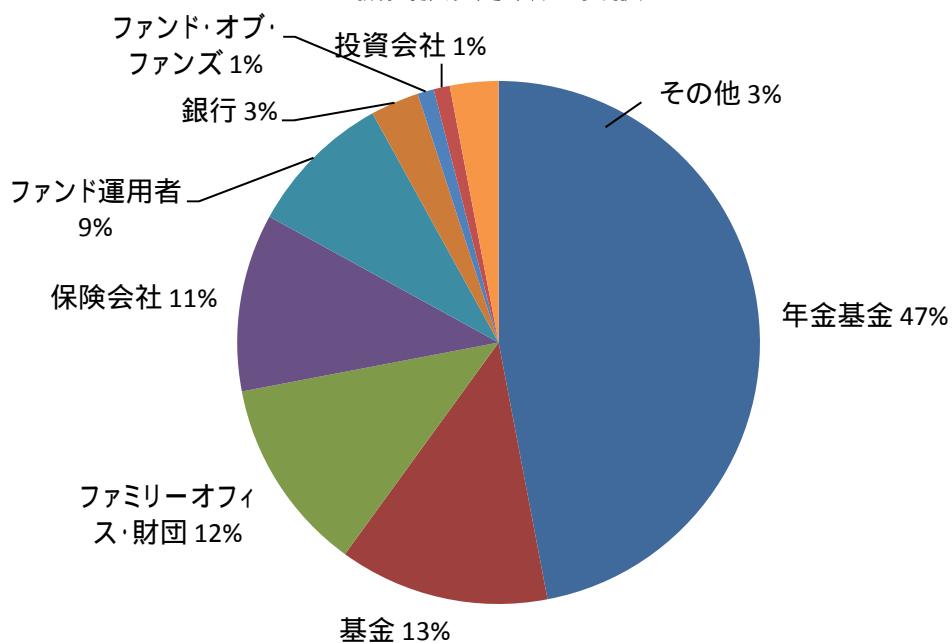


- ・ 現状の機関投資家数の約半数近くを年金基金が占めている。
- ・ 今後、インフラ投資を検討している投資家も、年金基金が約半数を占めている。

既にインフラ投資を行う機関  
投資家数の内訳



今後インフラ投資を検討している  
機関投資家数の内訳

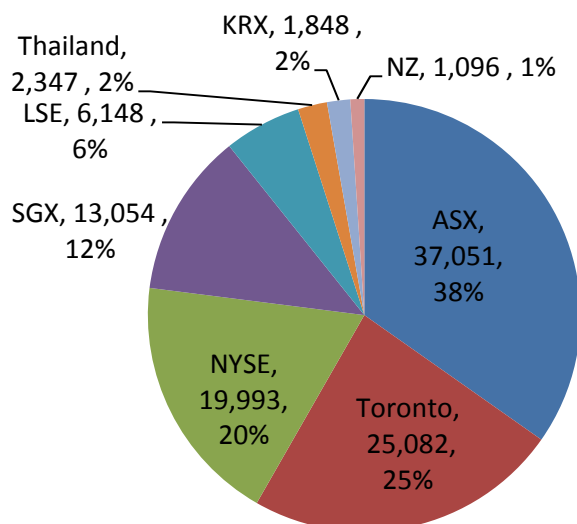


出所：三菱UFJ信託銀行調査情報2012年5月号

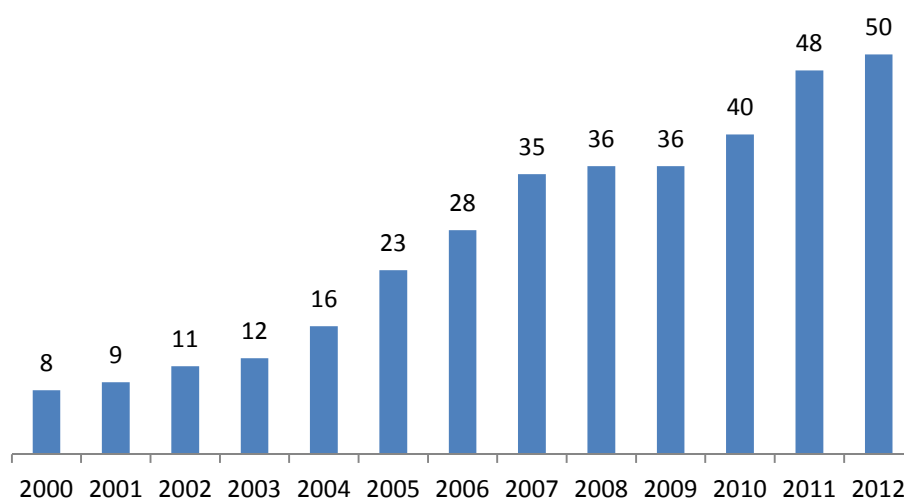
## (参考2) 諸外国の上場インフラファンドの状況

- ・ 上場インフラファンドは、約50銘柄、時価総額約10.4兆円(2013年1月30日時点)。

取引所別構成比(単位:億円)



累計上場インフラファンド数の推移



注) 東京証券取引所が各種公表資料を調査した上でまとめたものであり、東京証券取引所がその正確性を保証するものではない

注) 2010年までと2011年以降はデータソースが異なるため、厳密には接続しない可能性があります。

出所) 2010年まで: The Preqin 2011 Infrastructure Review及びBloomberg、2011年以降: The Preqin 2011 Infrastructure Review, Bloomberg、ASX、SGXの公表資料より東京証券取引所作成。

時価総額は2013年1月30日時点の終値を、同日為替レートを用いて円換算。

(The Stock Exchange of Thailandのみ2013年4月25日時点)

## 〔諸外国の上場インフラファンドの一覧〕

- ・ 諸外国の上場インフラファンドの一覧は、The Preqin 2011 Infrastructure Review, Bloomberg, 各証券取引所の公表資料及び各社の公表資料を元に東京証券取引所に作成してものです。東京証券取引所が各種公表資料を調査した上で参考としてまとめたものであり、東京証券取引所がその正確性を保証するものではない。
- ・ 時価総額は、2013年1月30日時点の終値を、同日為替レートをを用いて円換算。
- ・ 主要投資案件は、主としてポートフォリオ中投資金額上位5案件を記載している。

## オーストラリア証券取引所(ASX)

- ・ 14銘柄・時価総額約3兆7,051億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
APA Group (APA)	2007/6/6	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Australia	ガスパイプライン	Roma Brisbane Pipeline(豪、ガスパイプライン事業) Moomba Sydney Pipeline(豪、ガスパイプライン事業) Victorian Transmission System(豪、ガスパイプライン事業) Goldfield Gas Pipeline(豪、ガスパイプライン事業) Envestra Limited(豪、ガスパイプライン事業法人)
Asciano Group	2007/6/6	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ビクトリア州)	Australia, New Zealand	鉄道、港湾	PATRICK(豪、コンテナの積荷、輸送事業) PACIFIC NATIONAL RAIL(豪、鉄道等複合輸送事業) PACIFIC NATIONAL COAL(豪、石炭運搬事業)
Australian Infrastructure Fund	1997/3/6	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ビクトリア州)	Australia, Germany, Greece	航空、航空宇宙	Australia Development Group(豪、空港事業法人) Australia Pacific Airport Corporations(豪、空港事業法人) HOCHTIEF Airport Capital(豪、空港事業法人) Queensland Airports Limited(豪、空港事業法人) Airport Development Group(豪、空港事業法人)
DUET Group	2004/8/13	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Australia, US	エネルギー(発電・送電)、公益事業、倉庫	Dampier Bunbury Pipeline(豪、掘削及びパイプライン事業会社) United Energy(豪、送電会社) Multinet(豪、ガス輸送会社)
Envestra Limited	2007/6/6	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(南オーストラリア)	Australia	ガス供給施設	Envestra Natural Gas Networks Ltd Envestra (QLD) Ltd Envic Holdings 1 Pty Ltd ACN 085 882

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
		資法人	ア州)			337Envestra Transmission Holdings 1 Pty Ltd (豪、パイプラインを通じたリテールへのガス供給事業)
Ethane Pipeline Income Fund	2006/9/12	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Australia	ガス供給施設	Gorodok Pty Limited(豪、ガスパイプライン事業法人) Ethane Pipeline Income Financing Trust(豪、ローン法人)
Infigen Energy	2005/10/28	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Australia, Germany, US	再生可能エネルギー(発電・送電)	Allegheny Ridge wind Farm LLC 等(米) Bondangora Wind Farm LLC 等(豪) Infigen Energy (Niederrhein) Limited 等(英) Infigen Energy GmbH 等(独) Infigen Energy Holdings Sarl 等(ルクセンブルク) 風力発電、送電
Macquarie Atlas Roads	2010/1/25	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Global France, Germany, UK, US	道路	Autoroutes Paris-Rhin-Rhone(仏、高速道路) Dulles Greenway(米、道路) M6 Toll(英、高速道路) Indiana Toll Road(米、有料道路)
Qube Logistics	2007/1/3	投資信託	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Australia, Singapore	公益事業、物流	POTA Holdings Pty Ltd / Investment in K-POTA Pty Ltd (豪、輸送事業) POAGS/ Investment in KPOAGS (豪、自動車等船荷積卸事業) Australian Amalgamated Terminals Pty Ltd / Investment in K-AATerminals Pty Ltd(自動車等船荷積卸事業) 他に、(豪、貨物輸送用鉄道)、(豪、貨物輸送用鉄道)等
Redbank Energy Limited	2006/12/8	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	Australia	エネルギー(発電・送電)	Redbank Project Pty Ltd(豪、石炭火力発電設備)
SP AusNet	2005/12/14	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ビクトリア州)	Australia	ガス供給施設、エネルギー(発電・送電)	SP Australia Networks (Distribution) Ltd, SP Australia Networks (Transmission) Ltd, SP Australia Networks (Finance) Trust(豪、ガス輸送、送電等事業)
Spark Infrastructure Group	2005/12/16	ステイブルド証券形態の投資法人	オーストラリア(ニューサウスウェールズ州)	OECD Australia	エネルギー(発電・送電)、公益事業、水道、倉庫	Spark Infrastructure Holdings No.1 Pty Limited, Spark Infrastructure Holdings No.2 Pty Limited, Spark Infrastructure Holdings No.3 Pty Limited(豪、配

ファンド 名称	上場 年月日	組成 形態	登録国	投資 地域	投資 分野	主要投資案件
						電事業)
Sydney Airports	2002/8/30	ステイブ ルド証券 形態の投 資法人	オーストラ リア(ニュー サウス ウェールズ 州)	Australia	空港	Sydney Airport(豪、空港) Copenhagen Airports(デンマー ク、空港)(2011年11月18日に Ontario Teachers' Pension Plan BoardとSwap契約締結。) Brussels Airport(ベルギー、空 港)(2011年11月18日に Ontario Teachers' Pension Plan Boardと Swap契約締結。) 現在はシドニー空港の運営(コ ンセッション)のみ。
Transurba n Group	1996/3/15	ステイブ ルド証券 形態の投 資法人	オーストラ リア(ビクト リア州)	Australia, US	道路	CityLink(豪、有料道路) Hills M2(豪、有料道路) M1 Eastern Distributor(豪、有料 道路) Westlink M7(豪、有料道路) Lane Cove Tunnel(豪、有料道路) Westlink 以外はコンセッション。 Westlink は証券投資(50%)。

## トロント証券取引所(TSX)

・ 8銘柄・時価総額約2兆5,082億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
Capstone Infrastructure	2004/4/30	株式会社(普通株) common stock	カナダ(ブリティッシュコロンビア州)	OECD canada	エネルギー(発電・送電)、再生可能エネルギー(発電・送電)、交通、公益事業	Cardinal(カナダ、ガス火力発電施設) Erie Shores/Wind Farm(カナダ、風力発電施設) Bristol Water(英国、水道事業) Sechelt/Wawatay/Dryden/Hluey Lakes(カナダ、水力発電施設) Amherstburg Solar Park(カナダ、太陽光発電施設)
Enbridge Income Fund Holdings	2003/6/30	株式会社(普通株) common stock	カナダ(アルバータ州)	Canada, US	エネルギー(発電・送電)、再生可能エネルギー(発電・送電)、倉庫	原油パイプライン施設(北米18施設)天然ガスパイプライン施設(北米6施設)等 再生可能エネルギー(風力発電8施設、太陽光発電4施設、地熱発電1施設)も一部あり
First Asset Pipes & Power Income Fund	2005/2/17	投資信託	カナダ(オンタリオ州)	Canada	エネルギー(発電・送電)、再生可能エネルギー(発電・送電)、倉庫	Brookfield Renewable Energy(カナダ、上場インフラファンド) Altogas Ltd(カナダ、天然ガスパイプライン/貯蔵事業) Algonquin Power(カナダ、上場インフラファンド) Innergex Renewable Energy(カナダ、再生可能エネルギー発電) Boralex Inc(カナダ、再生可能エネルギー発電)
Pembina Pipeline Income Fund	1997/10/24	株式会社(普通株) common stock	カナダ(アルバータ州)	Canada	エネルギー(発電・送電)、倉庫	Conventional Pipelines(カナダ、原油パイプライン) Oil Sands & Heavy Oil(カナダ、オイルサンドパイプライン) Midstream & Marketing(カナダ、原油/液化天然ガス貯蔵施設) Gas Services(カナダ、天然ガス収集/精製施設)
Inter Pipeline Fund	1997/11/27	インカムトラスト(パースルー組合形態)	カナダ(アルバータ州)	Canada, UK, Ireland, Germany	エネルギー(発電・送電)	Assets Oil Sands Transportation(カナダ、サンドオイルパイプライン) Conventional Oil Pipelines(カナダ、原油パイプライン) NGL Extraction(カナダ、天然ガス抽出施設) Bulk Liquid Storage(英国/アイルランド/ドイツ/デンマーク、石油/石油化学製品貯蔵施設)
Northland Power Income Fund	1997/4/15	オープンエンド型投資信託	カナダ(オンタリオ州)	Canada	エネルギー(発電・送電)	Thorold(カナダ、ガス火力発電施設) Kingston(カナダ、ガス火力発電施設) Iroquois Falls(カナダ、ガス火力発電施設)

ファンド 名称	上場 年月日	組成 形態	登録国	投資 地域	投資 分野	主要投資案件
						電施設) Jardin(カナダ、風力発電施設) North Battleford(カナダ、ガス火力発電施設)
Algonquin power & utilities	1997/12/23	株式会社 (普通株) common stock	カナダ(オ ンタリオ 州)	Canada, US	エネルギー (発電・送 電)、再生可 能エネルギ ー(発電・送 電)、水道	APCo(北米、再生可能エネルギ ー/火力発電) Liberty Utilities(米国、配電/天然 ガス輸送/水道/下水道事業)
Brookfield Infrastruct ure partners	2008/1/10	Mester Limited Partnersh ip(MLP、 パススル ー組合形 態)	バミューダ	Australia, Brazil, Canada, Chile, UK, US	エネルギー (発電・送 電)、再生可 能エネルギ ー(発電・送 電)、交通、 社会インフラ	ユーティリティ施設(豪/南北アメ リカ/ヨーロッパ、配電事業)輸送 & エネルギー施設(豪/ヨーロッパ /南北アメリカ、鉄道/港湾/有料 道路)木材(北米、森林)

## ニューヨーク証券取引所(NYSE)

・ 4銘柄・時価総額約1兆9,993億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
Brookfield Renewable Power Fund	1999/11/18	インカムトラスト(パススルー組合形態)	バミューダ	Canada, US	再生可能エネルギー(発電・送電)、倉庫	水力発電施設(米国 292 基、カナダ 72 基、ブラジル 75 基) 風力発電施設(米国 4 基)
Enbridge Energy Partners	1991/12/31	Mester Limited Partnership(MLP、パススルー組合形態)	米国(デラウェア州)	US	エネルギー(発電・送電)、倉庫	Lakehead System(米国、原油パイプライン) Mid-Continent System(米国、原油パイプライン) North Dakota System(米国、原油パイプライン) East Texas System(米国、天然ガスパイプライン) Anadarko System(米国、天然ガスパイプライン) North Texas System(米国、天然ガスパイプライン)
Spectra Energy Partners	2007/6/27	Mester Limited Partnership(MLP、パススルー組合形態)	米国(デラウェア州)	Canada、US	エネルギー(発電・送電)、倉庫	East Tennessee Natural Gas(米国、天然ガスパイプライン) Saltville Gas Storage(米国、天然ガス貯蔵施設) Ozark Gas Transmission(米国、天然ガスパイプライン) Big Sandy Pipeline(米国、天然ガスパイプライン) Gulfstream Natural Gas System(米国、天然ガスパイプライン) Market Hub Partners(米国、天然ガス貯蔵施設)
MACQUARIE INFRASTRUCTURE inc	2007/6/6	株式会社(普通株)	米国(デラウェア州)	US	航空/航空宇宙、倉庫、エネルギー(発電・送電)	International-Matex Tank Terminals(米国・カナダ、液体貯蔵施設) Atlantic Aviation(米国、航空機整備場) The Gas Company(米国、ガスプロセッシング・パイプライン) District Energy(米国、地域冷暖房施設)



## シンガポール証券取引所(SGX)

・ 13銘柄・時価総額約1兆3,054億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
CitySpring Infrastructure Trust	2007/2/12	Business Trust	シンガポール	Asia Australia, Singapore	航空/航空宇宙、エネルギー(発電・送電)、鉄道、交通、通信、道路、公益事業、水道、港湾、倉庫	City Gas(シンガポール、ガス生産/小売) SingSpring(シンガポール、海水脱塩施設) Basslink(豪、配電施設) CityNet(シンガポール、通信)
Macquarie International Infrastructure Fund	2005/5/27	投資法人	バミューダ	Asia Global	航空/航空宇宙、エネルギー(発電・送電)、再生可能エネルギー(発電・送電)、道路、公益事業、港湾	Changshu Xinghua Port(中国、港湾) Hua Nan Expressway(中国、高速道路) Miaoli Wind(台湾、風力発電施設) Taiwan Broadband Communications(台湾、ケーブルテレビ)
Hutchison Port Holdings Trust	2011/3/18	Business Trust	シンガポール	Asia	港湾、物流施設	HPHT Limited(中国、港湾)
K-Green Trust	2010/6/29	Business Trust	シンガポール	Asia, Europe, the Middle East	廃棄物処理、水・排水処理、再生可能エネルギー	Senoko Waste-to-Energy Plant(シンガポール、ごみ焼却施設) Keppel Seghers Ulu Pandan NEWater Plant(シンガポール、浄水施設) Keppel Seghers Tuas Waste-to-Energy Plant(シンガポール、ごみ焼却施設)
Ascendas Hospitality Business Trust	2012/7/27	Business Trust	シンガポール	Asia Australia, NZ, China, Japan	ホテル	Ariake Sunroute(日本、ホテル) Pullman & Mercure KGS(豪、ホテル) Pullman Sydney(豪、ホテル) Sebel & Citigate Albert Park(豪、ホテル) Citigate Central Sydney(豪、ホテル)
Ascendas India Trust	2007/8/1	Business Trust	シンガポール	India	オフィス	International Tech Park Bangalore(インド、IT関連企業オフィス) International Tech Park Chennai(インド、IT関連企業オフィス) CyberPearl, Hyderabad(インド、IT関連企業オフィス) The V, Hyderabad(インド、IT関連企業オフィス) aVance Business Hub(インド、IT関連企業オフィス)

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
CDL Hospitality Business Trust	2006/7/19	Business Trust	シンガポール	Singapore, Australia, NZ	ホテル	Orchard Hotel(シンガポール、ホテル) Grand Copthorne Waterfront Hotel(シンガポール、ホテル) Novotel Singapore Clarke Quay(シンガポール、ホテル) M Hotel(シンガポール、ホテル) Studio M Hotel(シンガポール、ホテル)
Far East Hospitality Business Trust	2012/8/27	Business Trust	シンガポール	Singapore	ホテル	Orchard Parade Hotel(シンガポール、ホテル) Oasia Hotel(シンガポール、ホテル) Changi Village Hotel(シンガポール、ホテル) Landmark Village Hotel(シンガポール、ホテル) The Elizabeth Hotel(シンガポール、ホテル)
First Ship Lease Trust	2007/3/27	Business Trust	シンガポール	Singapore, Marshall Islands, Liberia, Bahamas	船舶	Aqua(シンガポール、原油タンカー) Action(シンガポール、原油タンカー) TORM Margrethe(シンガポール、石油精製品タンカー) TORM Marie(シンガポール、石油精製品タンカー) Stella Eltanin(シンガポール、乾貨物船)
Indiabulls Properties Investment Trust	2008/6/11	Business Trust	シンガポール	India	オフィス 住宅	One Indiabulls Centre(インド、オフィス) Indiabulls Finance Centre(インド、オフィス) Indiabulls Sky(インド、高級住宅) Indiabulls Sky Forest(インド、高級住宅) Indiabulls Sky Suites(インド、高級住宅)
Perennial China Retail Trust	2011/6/9	Business Trust	シンガポール	China	商業施設 オフィス	Perennial Dongzhan Mall(中国、商業施設) Shenyang Longemont Shopping Mall(中国、商業施設) Shenyang Red Star Macalline Furniture Mall(中国、商業施設) Shenyang Longemont Offices(中国、オフィス) Perennial Qingyang Mall(中国、商業施設)
Rickmers Maritime	2007/5/4	Business Trust	シンガポール	Singapore, Marshall Islands	船舶	Kaethe C. Rickmers(マーシャル諸島、コンテナ船) ANL Warringa(マーシャル諸島、コンテナ船)

ファンド 名称	上場 年月日	組成 形態	登録国	投資 地域	投資 分野	主要投資案件
						ANL Windarra(マーシャル諸島、 コンテナ船) ANL Warrain(シンガポール、コン テナ船) CMA CGM Azure(シンガポール、 コンテナ船)
Forterra Trust (formerly known as Treasury China Trust)	2010/6/21	Business Trust	シンガポ ール	China	商業施設 オフィス	The HQ Existing(中国、オフィス/ 商業施設) Central Plaza(中国、オフィス/ 商業施設) Huai Hai Mall(中国、商業施設) Forterra House(中国、オフィス/ 商業施設) Central Park Mall(中国、商業施 設)

## ロンドン証券取引所(LSE)

・ 9銘柄・時価総額約6,148億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
3i Infrastructure plc	2007/3/8	投資法人	英国領ジャージー	ヨーロッパを中心とする先進国、インド、シンガポール	エネルギー(発電・送電)、水道、再生可能エネルギー(発電・送電)、運輸、教育施設、医療施設	Anglian Water Group Limited(英国、水道事業) Lakeside Network Investments(フィンランド、送配電事業) Eversholt Rail Group(英国、鉄道事業) Oystercatcher(オランダ/シンガポール/マルタ島、石油貯蔵施設) Elgin(英国、教育施設/ヘルスケア施設のコンセッション)
Ecofin Water & Power Opportunities Plc	2005/6/30	投資信託 UK investment trust	英国	Asia, Europe, North America	エネルギー(発電・送電)、再生可能エネルギー(発電・送電)、公益事業、水道	Ecofin Energy Resources(米国、シェールガス) Ecofin China Power & Infrastructure Fund(中国、上場インフラ企業に投資する株式ロング・ショートファンド) Williams Companies(米国、天然ガスパイプライン) NextEra Energy, Inc.(米国、発電・配電) Origo Partners China(中国、天然資源/再生可能エネルギー)
Eredene Capital	2005/2/10	株式会社(普通株) common stock	英国	India	交通、港湾、倉庫、物流施設	Matheran Realty & Gopi Resorts(インド、コンテナターミナル) MJ LOGISTIC SERVICES(インド、倉庫・物流) Ocean Sparkle(インド、港湾) Contrans Logistic(インド、コンテナ物流) Sattva Conware CFS(インド、コンテナ物流)
GCP Infrastructure Investments	2010/7/30	投資法人	英国領ジャージー	UK	教育施設、保険/医療施設	A Shade Greener residential solar 2(英国、太陽光FIT) Llanccayo solar farm(英国、太陽光FIT) A Shade Greener residential solar 1(英国、太陽光FIT) Slough Schools(英国、教育施設) Various UK PFI senior debt(英国、教育施設) *全てデット投資案件
HICL Infrastructure Company	2006/3/31	投資法人	英国領ガンジー	Europe, Global, UK	線路、交通、公益事業、水道防衛、教育施設、保険/医療施設、刑務所	Blackburn Hospital(英国、病院) Colchester Garrison(英国、駐屯地施設) Dutch High Speed Rail Link(オランダ、高速鉄道) Home Office(英国、オフィスビル建設) M80 Motorway DBFO(英国、道

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
						路)
International Public Partnerships	2006/11/8	投資法人	英国領ガンジー	Global, UK	橋梁、鉄道、交通、道路、トンネル 教育施設、保険/医療施設、刑務所、裁判所	Alberta Schools(カナダ、教育施設)、BeNEX(ドイツ、鉄道/バスコンセッション)、Diabolo Rail(ベルギー、鉄道)、Hereford & Worcester Courts(英国、裁判所)、Long Bay Forensic and Prison Hospitals(豪、刑務所内病院)、Northampton(英国、教育施設)、Orange Hospital Project(豪、病院)、Strathclyde Police Training Centre(警察施設)、The Royal Children's Hospital Project(豪、病院)、Tower Hamlets(英国、教育施設)
John laing Infrastructure Fund	2010/11/30	投資法人	英国領ガンジー	West Europe、UK	教育施設、保険/医療施設、老人ホーム、国家公務員住宅	Abbotsford(カナダ、病院) MoD building(英国、防衛施設) M40 Motorway(英国、高速道路) LUL Connect(英国、通信) Brockley Housing(英国、住宅)
PME African Infrastructure Fund	2007/12/7	投資法人	英国領マン島	Africa	エネルギー(発電・送電)、交通、通信、水道、廃棄物処理	通信事業(タンザニア/ウガンダ) 鉄道(南アフリカ)
Vietnam Infrastructure Limited	2003/9/30	投資法人	英国領ケイマン	Cambodia、Laos、Vietnam	エネルギー(発電・送電)、交通、通信、環境サービス、物流施設	Long An IP(ベトナム、工業団地/港湾/公園/住宅) SEATH(ベトナム、通信) Ba Thien IP(ベトナム、工業団地) Nam Viet(ベトナム、石油精練) PVD(ベトナム、石油・ガスの掘削)

## タイ証券取引所 (SET)

- ・ 1銘柄・時価総額約2,347億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
BTS Rail Transit Growth Infrastructure Fund	2013/4/19	投資法人	タイ	Thailand	鉄道	the Core BTS Sky Train System (Thailand、鉄道)

## 韓国取引所 (KRX)

- ・ 1銘柄・時価総額約1,848億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
Macquarie Korea Infrastructure Fund	2006/3/15	投資法人	韓国	South Korea	鉄道、道路、港湾	Cheonan-Nonsan Expressway (韓国、高速道路) Busan New Port Phase 2-3 (韓国、港湾) Gwangju 2nd Beltway Section 1 (韓国、高速道路) Incheon Grand Bridge (韓国、橋梁+有料道路) Seoul-Chuncheon Expressway (韓国、高速道路)

## ニュージーランド証券取引所 (NZX)

- ・ 1銘柄・時価総額約1,096億円

ファンド名称	上場年月日	組成形態	登録国	投資地域	投資分野	主要投資案件
Infratil	2001/5/22	株式会社 (普通株)	ニュージーランド	Asia, Europe, Australia, New Zealand	航空/航空宇宙、エネルギー(発電・送電)、再生可能エネルギー(発電・送電)、交通	TrustPower (NZ、水力/風力発電施設) Infratil Energy Australia (豪、電力/ガス小売) Z Energy (NZ、ガソリンスタンド) Wellington Airport (NZ、空港) NZ Bus (NZ、バス事業)

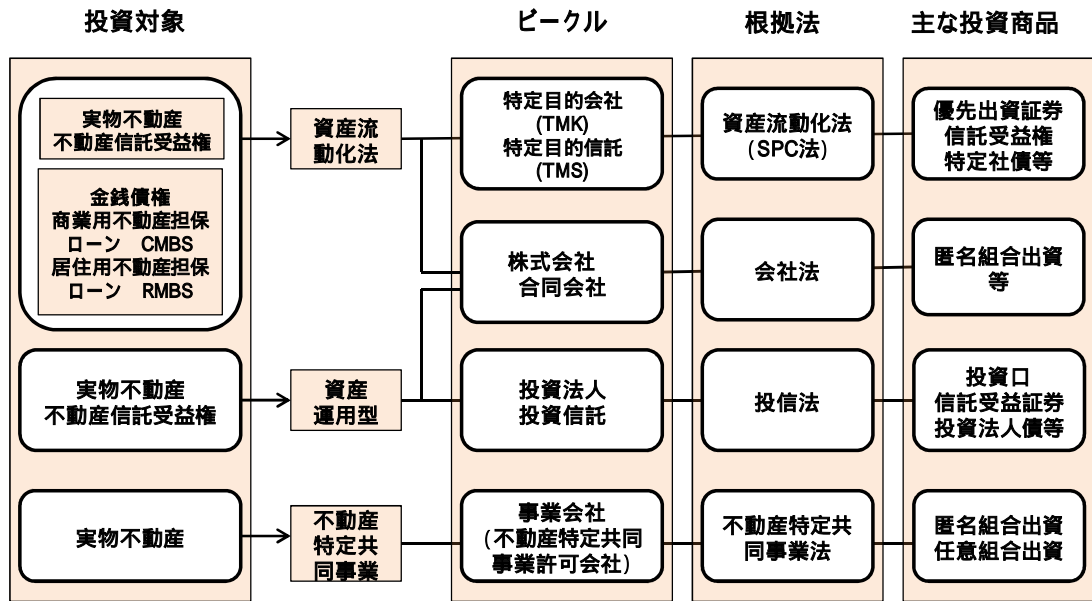
### (参考3) 代表的なインフラにおける国内事業者の状況等

<p><b>風力発電</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・電源開発</li> <li>・日本風力開発</li> <li>・ユーラスエナジー</li> <li>・他、日本風力発電協会には57社が加盟</li> </ul>	<p><b>道路</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・高速道路株式会社(東日本高速道路、中日本高速道路、西日本高速道路、本州四国連絡高速道路、首都高速道路、阪神高速道路)</li> <li>・箱根ターンパイク、伊吹山ドライブウェイ</li> </ul>
<p><b>バイオマス発電</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・電源開発</li> <li>・ファーストエスコ</li> <li>・川崎バイオマス発電所</li> <li>・他、数メガ規模の発電所が全国に点在</li> </ul>	<p><b>鉄道</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・JR各社</li> <li>・私鉄各社</li> <li>・東京地下鉄(東京メトロ)</li> <li>・公営地下鉄(東京都、大阪市、横浜市、札幌市、神戸市など)</li> <li>・第三セクター鉄道</li> </ul>
<p><b>地熱発電</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・電源開発、北海道電力(森)、東北電力(葛根田)、東京電力(八丈島)、九州電力(八丁原)等</li> <li>・出光大分地熱、奥会津地熱、日鉄鹿島地熱、三菱マテリアル等</li> </ul>	<p><b>空港</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・空港/空港ターミナル運営会社(新関空、成田、中部)</li> <li>・日本空港ビルデング</li> <li>・他、地方の空港/空港ターミナル運営会社</li> </ul>
<p><b>火力発電</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・電源開発</li> <li>・一般電気事業者(電力会社10社)</li> <li>・他、特定電気事業者、卸供給事業者(IPP)、特定規模電気事業者(PPS)が多数存在</li> </ul>	<p><b>港湾</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・港湾運営会社(東京港埠頭、横浜港埠頭、大阪港埠頭、神戸港埠頭、名古屋港埠頭)</li> <li>・国際展開するオペレーター(Port of Singapore International, Dubai Ports World など)</li> </ul>
<p><b>パイプライン</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・石油資源開発(JAPEX)</li> <li>・海外では、北米・豪州にパイプラインに投資する大型ファンドが複数存在</li> </ul>	<p><b>水道</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>・水道事業者等(地方自治体)</li> <li>・近年は第三者への委託も進展(ジャパンウォーター、アドバンストビジネスサービスなど)</li> </ul>

・新聞報道、各協会公表資料及び各社公表資料を元に東京証券取引所作成。  
 ・東京証券取引所が新聞報道及び各社公表資料をまとめたものであり、東京証券取引所がその正確性を保証するものではない。

## (参考4) 国内の法体系による資産証券化の分類

注) 会社法施行時の有限会社は、原則として会社法上の株式会社として存続している。



出所) 不動産証券化協会 不動産証券化ハンドブック2012より東京証券取引所作成。



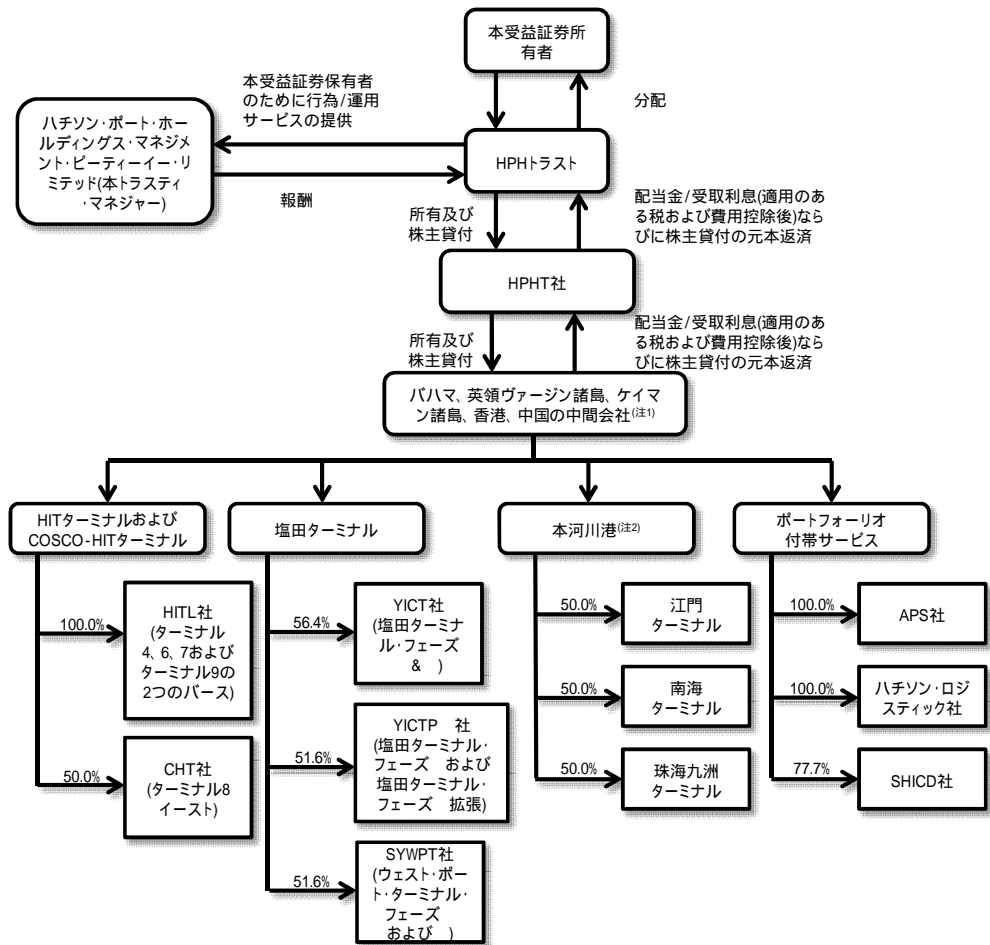
### (参考5) 諸外国における上場インフラファンドの代表的な組成形態

- ・ 国ごとに組成形態は様々であり、アメリカ、ベルギー、オランダなど、複数の組成形態が認められている国もある。

国	組成形態
オーストラリア	trusts(上場/非上場の両方が可能)
ベルギー	public limited liability company か partnership limited (ベルギー法準拠が必要)
カナダ	mutual fund trusts
フランス	joint stock company
ドイツ	joint stock corporation (AG - Aktiengesellschaft)
香港	trust
シンガポール	unit trust
オランダ	Dutch public companies, limited liability companies, mutual funds
イギリス	a group of companies with a parent company (single company 形態も可能だが、実例なし)
アメリカ	corporation, trust, association (limited partnership や limited liability company 含む。)

(参考6) 外国商品の我が国における公募の実例

商品名	ハチソン・ポート・ホールディングス・トラスト
発行者(運用者)	ハチソン・ポート・ホールディングス・マネジメント・ピーティーイー・リミテッド(Hutchison Port Holdings Management Pte. Limited)
組成形態	クローズド・エンド型の契約型外国投資信託 (シンガポール法を根拠とするビジネス・トラスト)
発行額	約 2,954 億円(グローバルベース)
手数料等	申込時に 1.0% / 保有期間に 2,500 万米ドル(固定、インフレ連動あり) /年+成功報酬(分配金の 3.0 ~ 18.0%)
投資対象	主に、珠江デルタ(中国)における深水コンテナ港
日本募集における申込取扱金融商品取引業者	大和証券キャピタル・マーケットズ(株)(日本募集の共同事務幹事会社) みずほ証券(株)(日本募集の共同事務幹事会社) 大和証券(株)、ドイツ証券(株)、ゴールドマン・サックス証券(株)



出所) 有価証券届出書(平成23年2月28日提出)を元に東京証券取引所作成。

注) 東京証券取引所がその正確性を保証するものではない。

東京証券取引所  
上場インフラ市場研究会報告  
我が国における上場インフラ市場の整備に向けて  
Report by the Study Group on the Listed Infrastructure Market

---

東京証券取引所 上場インフラ市場研究会 編

---

Copyright © 2013 Tokyo Stock Exchange, Inc. All rights reserved.  
本報告に関する著作権は、すべて発行者である株式会社東京証券取引所に帰属します。

【お問合せ先】

**東京証券取引所 上場推進部**

〒103 - 8220 東京都中央区日本橋兜町2 - 1

電話(03)3666 - 0141(大代表)

東京証券取引所ホームページ <http://www.tse.or.jp/>

