

上場インフラ市場研究会

第1回 議事要旨

1. **開催日時** : 平成24年9月19日(水) 10時00分~12時00分

2. **場所** : 東京証券取引所会議室

3. **議題** :

- ・研究会の設置趣旨、運営方法等
- ・上場インフラ市場の整備についての基本的な考え方
- ・総論検討(基本的な商品性について)

4. **議事要旨** :

(市場整備の意義、基本的な考え方について)

- ・インフラファンドの上場制度について東証が取り組むのは大変望ましい。
- ・J-REITは成功事例として捉え、その成功をインフラファンドにどのように活用していくかを考えていくべきである。
- ・機関投資家は匿名組合やLPSに直接アクセスできるため、海外のインフラ投資を既に行っているが、個人投資家と年金基金に対しては上場商品とすることが必須である。
- ・個人投資家は、社会寄与という観点から訴求が期待できる。年金基金については、クレジットやマーケットと相関が低い有望な長期投資として訴求が期待できる。
- ・発電施設・発電設備に強い事業者が大規模施設を作る傾向にあるが、更なる開発のためにも、開発後の売却といった施設の流動性が重要という意見が寄せられており、上場市場の整備を進める意義は大きい。
- ・J-REITは、事業者からの新しいマーケットを作りたいという強いニーズがあったが、メガソーラー事業者からはどのようなニーズがあるのか精査すべきである。また、個人投資家からのニーズについても議論していくべきではないか。
- ・既存のJ-REITや株式会社もインフラ資産を保有するといったことや、インフラ事業会社もあるため、市場運営という観点からは、投資者の混乱を避けるためにも、インフラ市場の区分や定義ということをしっかりと議論することが重要ではないか。

(検討の対象範囲、進め方について)

- ・検討の契機は再生可能エネルギー発電施設の案件だが、幅広いインフラ資産を対象とする市場とすべきである。
- ・現実的には、再生可能エネルギー発電施設にフォーカスして検討を進めることが考えられるが、なるべく対象を限定せずに、幅広く議論していくべきである。
- ・対象資産を限定する必要はないが、個々のインフラ資産ごとのキャッシュフローの性質もわからないため、議論の進め方としては、売電契約等でキャッシュフローが安定している資産から議論を進めることがわかりやすいのではないか。
- ・再生可能エネルギー発電施設だけが対象となると、とても小さい市場になってしまう。
- ・国内の太陽光発電施設+海外インフラ資産とするとわかりにくくなるため、ある程度は国内で完結する方が望ましいのではないか。小型火力発電施設や、電力会社が資金調達のために既存発電所のオフバランスを行う場合などがあればそれを取り込むこと

である程度のリスクの平準化が期待できる。

(基本的な商品性について—期限、追加投資・再投資の有無)

- ・ 商品性について幅広く考えるという方向性はもつともである。
- ・ 再投資・追加投資については認めるべきである。特定のアセットに限定しないことにより、再投資・追加投資の仕組みが機能するよう設計することが望ましい。
- ・ 国策としてエネルギー分野に資源を傾斜配分していくということだろう。償却期間が終わったら更地にするという性質でもないため追加投資を想定すべきである。
- ・ メガソーラーについても、追加投資ができるようにすれば、減価償却期間が短いからといって資産の部分についてはすぐゼロになるわけでもないと思うが、一定の資産比率維持のルールを想定するのであれば、法的に可能な範囲で利益超過分配することも可能とすべき。
- ・ ゴーイングコンサーンを前提にした投資法人・投資信託をベースとすることは現実的。
- ・ 有期限とするものの3年間くらいは追加投資など運用可能として、あとは20年程度で終了するといった形は考えられないか。減価償却分は投資法人の中で留保するのも良いし、分配しても良い。また、ある程度償還を早めに行う商品性もありうるのではないか。
- ・ インフラは、案件数も限られており、独自性・個別性も強い。また、運用の余地がそこまで大きくないのではないか。このため、単純な流動化スキームであって有期限の商品も一定のニーズと意義があり、受益証券発行信託形式も検討すべき。
- ・ 不動産は20年経ってもそれなりのキャッシュフローも生み出すし、土地も所有しているの、建物が老朽化してもある程度の価値が残るが、メガソーラーは土地を借りているケースも多く20年の買取期間終了後、実務の面でどのような想定をしておけば良いのかという課題がある。
- ・ 同じ発電施設で比較しても、初年度（今年）に開発された物件の売電価格は42円であるが、買取価格は年々下がっていくと想定される。追加投資を想定する場合、J-REITと比較してどのような商品性になっていくのかを整理する必要がある。
- ・ FIT（固定価格買取制度）や土地の賃貸借契約の期間である20年という期間も考慮すべきではないか。

(基本的な商品性について—組成形態)

- ・ 上場形態としては、まず、投資信託や投資法人が考えられる。
- ・ 運用型ベークルとなると、投資法人・投資信託の他には、組合理を中心とする集団投資スキームに絞られるが、上場商品となれば既に確立したスキームがある投資法人・投資信託を想定するのは納得感のあるところで、合理的なアプローチではないか。
- ・ 不動産投資は投資法人、証券投資は投資信託とあらかじめ決まっているものではなく、様々な事業者が様々な考え方のもと様々な形態を使うということが前提である。
- ・ J-REITの投資対象が変わったものという形が投資家には受け入れられ易いのではないか。匿名組合は法的安定性の問題があるし、特定目的会社は流動化のベークルとしては良いが、追加投資を考えると難しい部分もある。消去法で考えても投資法人形態が現実的なベークルである。

- ・ 投資法人はガバナンスも含め装置としてやや重いという印象はあるが、上場商品となることを考慮すると、しっかりとした装置とした方が望ましい。
- ・ 当初の段階では上場ファンドではなくオープンエンド型ファンドも選択肢としてあり得るのではないか。ある程度、再生可能エネルギー発電施設以外の投資対象も増えてきたところで、オープンエンド型から上場ファンドが主流になっていくということも考えられる。
- ・ 賃貸借スキームであれば、かなり J-R E I T のイメージと近いものになってくる。
- ・ ソーラー発電の収入を直接受取るケースと、施設使用料・賃料を受け取るケースがあるが、施設使用料・賃料を受け取るケースが実務上やり易く現実的である。
- ・ 投資法人以外の信託スキームなどについても、なるべく制約を設けず、次の議論につながるように検討を進めるべきである。

(基本的な商品性について—流動性)

- ・ 流動性も一般的には大事だが、毎日多くの売買が行われる商品というイメージでこの市場を捉えることは適当ではなく、株式会社にあるような流動性の上場廃止基準を設けるのは違和感がある。自己投資口の解禁について議論が行われているが、自己投資口取得を活用すれば実質的にはオープンエンド的な仕組みも作れるのではないか。
- ・ 流動性を考える際には、規模という観点も重要である。現時点で最も大きなメガソーラーも 150～200 億円程度の資産規模であり J-R E I T の資産規模と単純比較するとかなり小さい感は否めない。
- ・ 個人投資家と年金基金を取り込むためには換金性の確保が重要である。自己投資口取得も考えられるし、マーケットメイクという仕組みも検討することが考えられる。

(上場制度のあり方について)

- ・ 金融危機の際、J-R E I T の破綻やリファイナンスリスクが顕在化したことを踏まえると、ある程度事業者の審査を行うことや、レバレッジ制限（有利子負債比率制限）を導入することが望ましいのではないか。
- ・ 有利子負債比率を下げて、キャッシュフローが減少したとしても債務不履行などが起こりにくい形で設計すべきではないか。
- ・ ディスクロージャーは重要であるが、ディスクロージャーしておけば後は自己責任ということでもない。ディスクロージャーだけではなく、利益相反の観点から運用者とオリジネーター（スポンサー）の関係についても考慮すべきである。
- ・ オリジネーター（スポンサー）の信頼性が重要であると思うが、その意味でも運用者とオリジネーター（スポンサー）の規律を強化し、借入の際の利益相反（借入比率を過度に上げてまで利害関係人取引を行うなど）を防止する観点から、上場基準の中にレバレッジ規制を入れることが考えられる。
- ・ J-R E I T は、間接的にスポンサーのクレジットリスクで評価されてしまった面があるのではないか。今回の商品についてはガラス張りにして、その種のリスクを排除するよう工夫すべきである。
- ・ 透明性を高め、リスクを排除するためには、どのようなオペレーションを行っているのかをしっかりと開示させて、それをモニタリングする仕組みを作ることが考えられる。

- ・ 太陽光発電施設は、構造的にも性能的にもどのように劣化していくか分からない部分もあるため、モニタリングである程度カバーしていく必要がある。

(想定される実務課題—対象資産)

- ・ 太陽光発電施設といった資産自体はこれまで投資対象とされてこなかったため、これらが法律的にどのようなものになるのか、不動産なのか、動産なのかといったところをどう考えるのか整理が必要である。

(想定される実務課題—資産評価)

- ・ 不動産のようにある程度の流通性のある資産を保有することと異なり、再生可能エネルギーのようにこれからマーケットを作る商品を保有することとなるため、裏付資産としてどのように評価するのかという課題がある。
- ・ 基本的には、売電契約期間の20年の間に評価がゼロに向かって下がっていくという考え方になるのではないか。

(想定される実務課題—会計処理)

- ・ 会計と税務に不一致があると導管性の問題が出てくるおそれがある。例えば、パネルに減損が出るのではないか、あるいは資産除去債務をどう考えるかといった論点がある。
- ・ 想定されるスキームがインフラ資産の長期の賃貸借契約に基づく場合、ファイナンスリース扱いとなる可能性もある。その場合、利息法による収益計上となり、同じキャッシュイン（元利）にも関わらず利益（利息相当額）の上がり方が最初は多くて最後に少なくなってくる。
- ・ 減価償却相当額の内部留保されたキャッシュについては、有価証券投資を行う可能性もあるが、これを「その他の有価証券」として会計処理すると、有価証券差額金が出てきてしまい、それが純資産額から控除されてしまうと損益計算上の利益を全部分配した場合にたまたま利益超過分配になってしまうおそれがある。
- ・ 上場商品としてのトラックレコードの無い商品については、監査上G C注記が出てくる可能性も否定できないので、その場合の対応も考えるべき。
- ・ 今後、国際会計基準の導入により前提が変わってくることも考えられる。

(その他)

- ・ インフラ資産に投資する場合は、投資先のエクイティを過半以上持ちグリップすることが必要との意見が多い。現物資産への投資と同等と見做せるSPCに対する過半出資制限の緩和について国内資産も対象とすれば、幅広く投資を行うことが可能になる。
- ・ 既存のJ-REITで保有する物流施設の屋根にパネルを設置したいという話もあり、実務的には、来期いくつかJ-REITの保有資産として顕在化するであろう。
- ・ 自治体や国のインフラ資産を対象としたファンドを組成する場合、自治体や国による劣後エクイティの保有により、一般投資家がそれより優先するエクイティのポジションに投資するといった、安心して投資できる仕組みなども考えられるのではないか。
- ・ 発電所や道路への投資経験を有するアセットマネージャーが日本にどれだけいるかと

というような点についても、考えていければいいのではないか。

- 発電事業関係者は金融スキームや不動産にあまり馴染みがなく、キャッシュフローが分かる不動産関係者はパネル等の発電関連で苦勞している様子。誰がインフラファンを運営するのかということを考えていければいいのではないか。
- メガソーラーに関しては広大な土地を使用するので地元の人々の理解も重要である。
- 実績のある既存の小口化スキームも参考になるのではないか。

以上のような審議を経て、第1回研究会を閉会した。

以 上

(なお、議事要旨については、東証上場推進部文責による。)

－問合せ先－

株式会社東京証券取引所 上場推進部

TEL : 03-3666-0141 (代表)