

上場インフラ市場研究会

第5回 議事要旨

1. **開催日時**：平成24年12月14日（金） 15時00分～17時00分

2. **場所**：東京証券取引所会議室

3. **議題**：

- (1) 事業者プレゼンテーション
- (2) これまでの論点まとめ
- (3) 他のインフラ資産への適用の検討

4. **議事要旨**：

(1) 事業者プレゼンテーション

- ・ 大規模太陽光発電設備やインフラ資産の上場商品化を検討する事業者3社から、各社におけるインフラ事業の方針・概要の紹介が行われ、上場市場への期待や上場市場が整備されることによる効果、本研究会での論点等（政策変更や土地利用権などのリスク、レバレッジやオペレーターの適格性等）に関する考え方についてプレゼンテーションが行われた。
- ・ 上記プレゼンテーションについて委員からの主な発言要旨は、概ね以下のとおり。
- ・ 実際の事業者は、組合形態で発電所を開発した後、出資持分をインフラファンドに売却することも想定しているようである。これまでの研究会では間接取得を認めていくことは慎重に対応すべきという意見が出ているが、ある程度間接取得を認めていかなないと実際のエクジットのニーズに十分応えられないのではないか。
- ・ グリーンフィールド（開発段階）とブラウンフィールド（稼働段階）を区別した方が良く、稼働段階で投資者から資金を集めた方が良いということは理解できる。ただし、全体のコストを下げる観点からは、例えば、組合保有の資産をファンドに売却するよりは、組合の出資持分をファンドに売却した方がオペレーションコストは安くなるし、実態的には、組合の全出資持分がインフラファンドに移れば、インフラファンドが直接発電所を保有することと変わらないのではないか。
- ・ インフラ現物そのものを持つべきであるという点が強調され過ぎると、現実のニーズにまったく対応できなくなってしまい、利用されない上場市場となってしまうおそれがある。

(2) これまでの論点のまとめ

- ・ 事務局からこれまでの論点について概ね次の点について説明が行われた。

I 総論

1. 検討趣旨等
2. 対象範囲、検討の進め方
3. 本研究会の総括及び位置付け

II 前提となる考え方（メガソーラー）

1. 基本的な商品性
2. 商品組成の前提となる考え方
 - (1) J-REITの資産特性との比較
 - (2) 制度変更に関する考え方
 - (3) 法的性質に関する考え方
 - (4) 想定されるリスクに関する考え方

III 制度整備の方向性（上場制度の骨子）

1. 基本的な考え方
2. 市場区分について
3. 対象有価証券について
4. 対象資産について
5. 形式要件について
 - (1) 商品性に関する上場要件
 - (2) 商品規模・財務内容等に関する上場要件
 - (3) 流動性等に関する上場要件
 - (4) 資産運用の健全性、収益分配の継続性に関する上場要件
 - (5) その他の上場要件
6. 実質要件について
 - (1) 運用体制・管理体制の健全性について
 - (2) 分配の継続性について
 - (3) 開示の適正性について
 - (4) その他公益又は投資者保護について
7. ディスクロージャー・モニタリングについて
8. 措置等について
9. その他

- ・ 事務局からの説明後、委員からの主な発言要旨は、概ね以下のとおり。なお、第6回研究会以降、報告書を取りまとめていく過程で、引き続きこれまでの論点については継続的に審議していくこととした。
- ・ 3年前の個人投資家向けアンケートでは、農業、森林、再生可能エネルギー、マイクロファイナンスの4つの社会貢献型商品について、インターネットを通じて調査を行ったが、結果として再生エネルギーに対する関心が最も高かった。その理由は、他の分野よりも収益性が高く、投資のリスクリターンがイメージがしやすかったためである。現在は、FITが始まり、連日メガソーラーの報道がされているため、当然これ以上の個人投資家が関心を抱いていると判断できるのではないかと。
- ・ 個人投資家が何に投資しているかイメージしやすいような商品を作ってもらいたい。また、そのために開示を含めた制度面での検討もしてもらいたい。
- ・ 間接取得形態については、過半出資制限のため実務上幅広く活用されることは想定されないと記載があるが、これは全体のコンセンサスではないのではないかと。
- ・ 実務上は、国内においても間接取得形態が多数を占める。不動産の場合は現物取得が多いが、インフラファンドについては間接取得形態が主流になることが想定されるた

め、間接取得形態についても認めていく方向が望ましい。

- ・ 資料上の「オペレーター」は、単にO&M業務を行う立場ではなく、施設をファンドから借りし、発電事業者として施設運営を行う主体であるため、誤解がないよう定義を明確化すべきではないか。
- ・ 受益証券発行信託については、一般に公正妥当な会計基準に従って、実際には財務諸表等規則をベースに行っている状況であるが、インフラのように様々な資産を対象としていく場合には、会計上のルールを整理していくことが考えられる。
- ・ 投資法人の賃貸借スキームの場合、メガソーラーは、会計上、所有権移転外ファイナンスリースに該当する可能性が高い。その場合、仮に現物を保有しても勘定科目上は貸出債権を保有しているのに近いイメージになるが、会計上の表示と取引所上場制度上の取扱いは異なるということによいか。

(3) 他のインフラ資産への適用の検討

- ・ 事務局から他のインフラ資産への適用の検討について、資料の概要の説明が行われた。

〔大規模太陽光発電所（メガソーラー）以外の再生可能エネルギー発電所〕

風力発電、水力発電、地熱発電、バイオマス発電、その他

〔大規模太陽光発電所との類似点〕

固定価格全量買取制度（FIT）に立脚するキャッシュフロー特性

〔大規模太陽光発電所との相違点〕

開発時のリスク、

稼働時のキャッシュフローの安定性や、発電設備のメンテナンス頻度・オペレーション体制

〔再エネ発電以外の発電所等の電気工作物、ガス工作物、石油パイプライン〕

火力発電、ガス工作物（ガス発生設備・精製設備、ガスパイプライン等）、石油パイプライン

〔大規模太陽光発電所との相違点（特に対応が必要なもの）〕

開発時のリスク、稼働時のキャッシュフローの安定性（燃料費等によりキャッシュフローの変動率が高いといった特性を有する。）、施設・設備のメンテナンス頻度・オペレーション体制

〔道路、鉄道、港湾施設、空港、水道等の公共施設〕

道路、鉄道、港湾施設、空港、水道等の公共施設

〔大規模太陽光発電所との相違点（特に対応が必要なもの）〕

開発時のリスク、稼働時のキャッシュフローの安定性（燃料費等によりキャッシュフローの変動率が高いといった特性を有する。）、施設・設備のメンテナンス頻度・オペレーション体制

〔インフラ資産の施設運営権（国内の場合、公共施設等運用権）〕

設備・施設は、国又は地方公共団体が所有

〔大規模太陽光発電所との相違点（特に対応が必要なもの）〕

法的性質、開発時のリスク、稼働時のキャッシュフローの安定性（利用量等の変動によりキャッシュフローが変動するといった特性を有する。）、施設・設備のメンテナンス頻度・オペレー

- ・ 事務局案について必要な修正を行った上で、第6回研究会以降これまでの論点整理とともに審議することとした。

以上のような審議を経て、第5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）