

## 上場インフラ市場研究会

### 第6回 議事要旨

1. **開催日時**：平成25年3月22日（金） 10時00分～11時35分

2. **場所**：東京証券取引所会議室

3. **議題**：

- (1) 対象とすべきインフラについて
- (2) 他のインフラ資産への適用及び残論点について
- (3) 今後のスケジュール等について

4. **議事要旨**：

(1) **対象とすべきインフラについて**

- ・ 事務局から対象とすべきインフラについて概ね次の点の説明が行われた。

#### これまでの議論の流れ

- ・ 基本的認識
- ・ 第1回～第4回での検討事項
- ・ 第5回での検討事項
- ・ 第6回以降、中期的に本格的市場を整備していくために、必要な法令改正や税制上の手当を要望していくことも念頭に置き、これまでの整理に加え、取りまとめに向けて、対象とし得るインフラ、あるいは、対象とすべきインフラについての考え方を議論。

#### 整理にあたっての背景

- ・ 社会的背景
  - －我が国におけるインフラ整備/運営などに一層の民間資金の活用を促進する必要性や、各所での議論や取組みの進展
  - －財政ファイナンスや電力ファイナンスに代わる資金循環スキームを構築する中期的・潜在的な必要性の高まり
  - －国内金融資産の有効活用・運用多様化の観点から、経済動向等の影響を受けにくい安定的な収益を得られるアセットの必要性
- ・ 上場市場の意義
  - －社会からの幅広い負担により運営されるインフラは、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
  - －特定の事業者や投資家に限定された私募スキームではなく、個人投資家も含む幅広い層が参加できる上場市場を整備することへの社会的期待
  - －サービスの受益者・負担者となる個人投資家も含めた幅広い投資者を対象とする上場市場の創設は、インフラを財政負担や料金負担のみではなく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
- ・ 現下の状況に応じて実現可能性を重視することが考えられる一方で、上記の背景を踏まえると、中期的な基本感としては、幅広いインフラを上場対象とする本格的市場を目指すことについて議論。

#### 想定されるインフラ/対象インフラを整理する観点（案）

- ・ インフラ全般から、上場商品の投資対象資産とすべき資産をどのように整理するか議論。
- ・ 整理や切り分けのための視点として何が考えられるか議論。
  - －公共性・公益性/政策的意義
  - －投資資産性（≒オペレーター代替性）
  - －投資適合性
  - －その他の観点

#### オペレーショナル・アセットについての考え方

##### 具体的に対象とすべきインフラについて（案）

- ・再エネ発電（再生可能エネルギー特別措置法第2条第3項に規定する再生可能エネルギー発電設備）
- ・電力インフラ（電気事業法第2条第16号に規定する発電所等の電気工作物（発電所・送電網等））
- ・資源インフラ（ガス事業法第2条第13号に規定するガス工作物、石油パイプライン事業法第2条に規定する石油パイプライン）
- ・交通インフラ・水インフラ等（PFI法第2条第1項に規定する公共施設等のうち、道路、鉄道、港湾、空港、水道、下水道、工業用水道、廃棄物処理施設、情報通信施設、熱供給施設、リサイクル施設（廃棄物処理施設を除く。））
- ・コンセッション（PFI法第2条第7項に定める公共施設等運営権）
- ・外国において上記資産に類するもの

- ・ 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。

#### （総論）

- ・ 民間での新しい事業機会、ビジネスチャンスを広げる観点からも、幅広いインフラが上場商品の対象となることは望ましい。
- ・ 実務的に実現可能なものから制度整備をしていくことを前提としつつ、本格的市場の整備のために必要な法令改正を求めていくことは重要なアプローチである。
- ・ 再生可能エネルギーだけでは一過性であったため、投資者に多様な投資機会を提供する観点からは、幅広いインフラを対象とする上場市場を整備することが望ましい。このような法令改正を本格的に要望する機会はなかなかないことから、5年先、10年先を見据え、極力幅広いインフラを対象とする方向で整理することが望ましい。
- ・ 幅広いインフラを対象とする上場市場が形成されることは非常に歓迎すべきことであるが、PPP、PFIでは、現状、案件そのものが出てこないことが懸念される。
- ・ できるだけ幅広いインフラを上場市場の対象としていくことは社会的意義の面からも望ましい。

#### （整理の観点）

##### 〔公共性・公益性〕

- ・ 公共性・公益性という観点をどのように考えていくのかは難しい。例えば、再生可能エネルギー発電の場合、FITのような制度・政策がなくなった場合でも、公共性や公益性がなくなってしまうということではない。公共性や公益性というと、PFI法の定義に引っぱられることも懸念されるため、考え方を共有しながら議論すべき。
- ・ 公共性・公益性の解釈・運用により、対象資産の範囲が変動することは避けるべきである。公共性・公益性を判断する際に、PPPやPFIのように国や地方公共団体の関与が構成要素に組み込まれているものに限定すべきではない。一方で、公共性・公益性なりの観点がないと、事業資産との区別が付かなくなってしまう。
- ・ 対象とすべきインフラを整理する観点である① 公共性・公益性、② 投資資産性、③ 投資適合性は、すべての観点をバランス良く満たすことを求めるのではなく、何らかの観点到適合すれば対象としていくことが望ましいのではないかと。

#### 〔投資資産性〕

- ・ これまで主として公共で運営してきたインフラについては、なかなかオペレーターの代替性を判断することが難しい部分もあると考えられるが、民間運営することによりその代替性が生まれると判断するという事も考えられる。
- ・ 投資商品の対象とし得るインフラを整理する観点としては、まず第一に、フィーを含めて賃料が発生するインフラかどうかという観点があるのではないか。
- ・ 実際のプロジェクト・ファイナンスでは、事業者の属性が与信判断の重要な部分を占めている。実際には特定事業者の運営能力に相当部分依拠していることもあるため、オペレーターの代替性は実情に叶った形で判断すべきである。

#### 〔投資適合性〕

- ・ 投資対象資産を考える上では、開発段階か運営段階かという論点もある。これからの日本のインフラの状況を踏まえると、新規整備よりはメンテナンスが主流になるが、メンテナンス期間はキャッシュフローが生じないため、その期間は、上場商品とはなりにくいと考えられる。

#### (整理の前提について)

- ・ これまで特定資産である「不動産」に該当し得るインフラを主軸として検討を行い、その周辺のインフラについては将来の法改正も考えられるというアプローチで検討してきたが、研究会として、中期的に本格的市場を整備していく観点から、特定資産である「不動産」への該当性に関わらず、幅広く上場商品の対象となるインフラとして何が適切かという点を整理し、投信法の改正を求めていくということか。
- ・ オペレーショナル・アセットとしてのインフラであるが、不動産として整理していくことも、制度を変更せずに実現できる一つの方策ではないか。インフラであっても、ホテルや商業施設のように、オペレーションのリスクを負っているものの不動産として整理することは可能である。

#### (その他)

- ・ 幅広いインフラを対象とする場合、様々な上場商品が生まれてくることが想定されるため、リスク情報の開示がとりわけ重要となってくる。取引所や引受証券会社がしつかりと考えて対応していくことが必要である。

## (2) 他のインフラ資産への適用及び残論点について

- ・ 事務局から他のインフラ資産への適用及び残論点について概ね次の点の説明が行われた。併せて、インフラの特徴・特性等に関する参考資料の説明が行われた。

他のインフラへの適用について（再エネの検討から得られる視点・共通項について議論。）

- ・ 制度設計にあたっての基本的な考え方

【十分な投資者保護の必要性】

【特有のリスクに応じた制度上の対応の必要性】

- ・想定されるインフラの特徴・特性等
- ・投資対象資産としての特性とそれに起因するリスク
  - －投資対象資産としての特性
    - －法制度等への依拠
    - －特有の施設・設備
    - －オペレーターへの依拠
    - －実績の乏しさ
  - －資産特性に起因するリスク
    - －制度変更・政策変更の可能性、インフレリスク等
    - －特有の施設・設備であることによるリスク
      - (設備効率の低下、設備の不良、保証メーカー破綻等)
    - －オペレーターへの依存リスク (オペレーターの運営能力の低下・喪失や破綻等)、利用者との契約解除・変更/利用者の破綻リスク等
    - －実績の乏しさに起因する予測困難性、収益変動、資産の売却困難性等
- ・対応の方向性 (案)
  - －リスクや施設・設備に係る十分な情報開示と稼働状況のモニタリングの仕組み
  - －オペレーター の適格性の担保
  - －上場商品としての継続性の担保
  - －開発リスクの排除

その他の残論点

- ・現物保有型インフラ上場商品について
  - －オペレーショナル・アセットとしての特性を有することから、オペレーターの適格性及び代替性を担保することが重要。
  - －このため、オペレーターの適格性及び代替性を継続的に確保するための上場制度上の対応を講ずることが適当。
  - ※実際の上場要件や具体的なあり方は、東証において整理された方向性に沿って制度設計。
- ・間接保有型インフラ上場商品について
  - －現行制度の範囲内で、間接取得による投資を認めていくことが適当。
  - －一定の透明性と現物資産への投資同等性を確保するための上場ルールが必要。
  - ※実際の上場要件や具体的なあり方は、東証において整理された方向性に沿って制度設計。
- ・コンセッションを対象とする上場商品について
  - －コンセッションSPCについて、間接取得形態と同様、コンセッションSPCに出融資を行うスキームについて実現可能性や実際のニーズを踏まえ検討。
  - ※実際の上場要件や具体的なあり方は、東証において整理された方向性に沿って制度設計。

- ・ 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。

(オペレーターの適格性)

- ・ J - R E I Tのような上場商品の場合、対象資産が限定されてしまうと成長性をどう考えていくかが個々の商品特性次第となるため悩ましかったが、例えば、太陽光と鉄道と港湾施設を対象とするファンドであれば、オペレーターの適格性で成長性というものを整理していくことができるのではないかと。

(上場商品としての継続性)

- ・ 個人投資家も含めて幅広い投資者が参加する上場市場となることを考えると、キャッシュフローの安定性が極めて重要である。キャッシュフローの安定性をどのように判断するかは、しっかりと検討していくことが求められる。
- ・ キャッシュフローの継続性・安定性はもちろん重要であるが、リスクとリターンは裏返しであり、ある程度リスクを取ってリターンを出すという考え方も当然にある。成長性を抑えても安定性を取りに行くのかという点が一つの課題となる。
- ・ 制度的なサポートがあれば安定性を有すると考えるのか、あるいは、官民連携ファンドがエクイティ出資していれば安定性があると考えられるのか、整理する必要がある。
- ・ キャッシュフローの安定性について、ファンドが締結する賃貸借契約は、長期固定契約ベースの案件に限定すべきではなく、一定のバリュエーションを認めていくべき。

(開発リスクの排除)

- ・ 官民でリスク分担し、官製ファンドでリスクのある開発段階を担い、ある程度安定したキャッシュフローが生じるようになれば、官製ファンドのエグジット先として上場商品に引き渡していくという姿が望ましいのではないかと。

(情報開示)

- ・ 幅広いインフラを対象としていく場合、料金や収入がわかりやすく開示されることや、どの程度予測可能性があるのかという点が重要ではないかと。

(間接保有型商品)

- ・ インフラは巨額の投資が必要となるため、ある程度、間接投資のような形で分散投資することを念頭に置くことが望ましい。この場合、法令上の制約から過半出資以下の投資となるため、過半出資している者の信頼性や適格性を考えていく必要があるのではないかと。
- ・ 間接保有ビークルにおける現物保有型ファンドとの同等性を維持するための方策については、なお実務を考慮した制度設計を検討すべきである。

以上のような審議を経て、第6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)