

2013年5月号

編集： ストラクチャードファイナンス・プラクティスグループ
キャピタル・マーケット・プラクティスグループ
アセット・マネジメント・プラクティスグループ

上場インフラ市場研究会報告の概要

- I. 上場インフラ市場研究会報告の公表
- II. 上場市場の対象とするインフラ
- III. 上場市場の対象とする組成形態
- IV. 上場制度上の対応の方向性
- V. 終わりに

森・濱田松本法律事務所

弁護士 佐藤 正謙

☎ 03-5223-7726

✉ masanori.sato@mhmjapan.com

弁護士 三浦 健

☎ 03-6212-8303

✉ ken.miura@mhmjapan.com

弁護士 藤津 康彦

☎ 03-6212-8326

✉ yasuhiko.fujitsu@mhmjapan.com

I. 上場インフラ市場研究会報告の公表

株式会社東京証券取引所(以下「東証」という。)は、我が国におけるインフラストラクチャー(以下「インフラ」という。)の整備・促進に関するPPP(Public-Private Partnership)やPFI(Private Finance Initiative)の促進、官民連携インフラファンドの創設などの状況や、世界的に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として投資家の関心が高まりつつある状況に鑑みて、昨年9月に上場インフラ市場研究会(以下「本研究会」という。)を設置し、上場インフラ市場の創設に向けて審議検討を行ってきたが、本年5月14日、上場インフラ市場研究会報告(以下「本報告書」という。)を取りまとめて公表した¹。なお、東証では、本報告書の趣旨を踏まえて、2015年度までに上場インフラ市場の制度整備と上場の実現を目指すとしている²。

弊事務所では、佐藤正謙弁護士が本研究会の委員として参加し、本報告書の取りまとめに係る議論に参加する機会を得たので、その内容・背景等について紹介する³。

¹ http://www.tse.or.jp/news/08/130514_a.html

² 株式会社日本取引所グループ中期経営計画(2013年度-2015年度)(2013年3月26日)

³ 但し、本報告書の取りまとめにに向けた本研究会での議論に参加する機会を得たものの、本報告書の起案作業に直接関与した訳ではないことに留意されたい。また、本稿の内、意見にわたる部分は、上記執筆者の私見である。



II. 上場市場の対象とするインフラ

本報告書では、幅広いインフラを上場市場の対象とすることを基本としつつも(以下、上場市場の対象となるインフラを「対象インフラ」という。)、上場インフラファンドにおいては個人投資家を含めた広範な層の投資者による投資が想定されることを踏まえ、一定程度その範囲を限定することが必要であるとの認識に基づき、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提言されている。なお、これらは、あくまでも、現時点で対象インフラの範囲を整理するための観点として論及されるものであって、個々の商品の上場適格性を今後具体的に判断して行く際の基準となる訳ではないとされている。

(1) 投資適合性

本報告書では、投資への適合性という観点から、以下の最低限の条件を備えているかという観点で整理することが提言されている。これは、(金融商品としての)上場インフラファンドが投資対象とする以上は、当然に備えているべき性質であると言えよう。

- 利用料金等の収受が可能な資産であること
- 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

(2) 投資資産性

本報告書では、対象インフラの範囲を画するために「投資資産性」という概念が用いられている。この点、まず、議論の前提として、上場インフラファンドの運用対象となるインフラは、特定の事業会社の事業用の資産と一定の区別がなされる必要があるとの考えが示されている。その上で、インフラは運営者(オペレーター)の運営によってキャッシュフローが創出される資産(いわゆるオペレーショナル・アセット)に当たるところ、一般に、資産証券化やプロジェクト・ファイナンスの実務では、かかるオペレーターの代替性を以って当該資産の転売可能性を(概念的に)有するものと考えられているとして、上場インフラファンドにおける対象インフラの範囲についても、この「オペレーターの代替性」を有するかどうかという観点で整理するという考えが示されている⁴。

その上で、本報告書では、以下の点を考慮して「代替性を概念的に有するかどうか」を整理できるとしている。

- J-REIT が対象とするオペレーショナル・アセットである宿泊施設等と同程度の代替性を有するか
- 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

本報告書の「概念的」な代替性という表現からすると、必ずしも(個別事例における)具体的な代替性まで要求されるものではないようであるが、他方で、列挙された要素からすれば、全くの一般的・抽象的な代替性では足りず、特定の(単一の)事業者によってのみ運営され得るような性質のものではなく、実務上も、例えば、「相応の数」の事業者により運営されているといった裏付けが伴うことが必要と考えられているようである。ただ、インフラの種類にもよ

⁴ やや難解だが、当職なりに敷衍すると、①上場インフラファンドの運用対象として、特定の事業会社の事業用資産と区別するためには、資産証券化やプロジェクト・ファイナンスの対象とされている資産と同等の性質を備えていることが必要である、②資産証券化やプロジェクト・ファイナンスの対象資産は、一般に、転売可能性を備えたものであることが多いが、オペレーショナル・アセットの場合は、むしろオペレーターの代替性に着目するのが合理的であり、実務上もそのように解されている(但し、後述の通り、ここにいう「代替性」は「概念的」なもので足りるとされている。)、③かかる発想は、上場インフラファンドの対象資産の範囲を考える上でも参考になる、という趣旨と推測される。



が、実務上は、このような意味・程度でのオペレーターの代替性が認められるかは微妙なケースも想定される⁵。今後の上場インフラファンドに係る制度設計の際に、対象インフラの範囲を画する基準がどのように具体化されるのかが注目されるところである。

(3) その他の観点

本報告書では、上記のほか、①公益性・公共性、②民営性(民間の運営実績等)、及び、③運営の健全性(民間の運営に際して公的規制が課されているか)といった観点も示されている。これらを考慮するという方向性自体は、ある程度首肯し得るところであるが、過度に強調すれば、特に新規性のあるインフラは除外されることにもなりかねない点には、留意する必要があるだろう。

III. 上場市場の対象とする組成形態

インフラファンドの組成形態としては多様なパターンがあり得、我が国でも既に幾つかの事例が存在する再生可能エネルギーファンドでは、投資事業有限責任組合やいわゆる GK-TK スキーム(営業者である合同会社に対する匿名組合出資の形態)が利用されている。本報告書は、上場市場は幅広い投資者の投資対象となることに鑑み、上場インフラファンドの組成形態は、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、また、組成者のニーズに合致するものであることが望ましいと述べた上で、具体的には、以下の組成形態を掲げている。

(1) 投資法人・投資信託

(a) 特定資産への該当性

資産運用型の上場インフラファンドの組成形態としては、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)に基づく投資法人・投資信託が適当とされた。投資法人・投資信託は、J-REIT や ETF において上場市場での実績を有しており、幅広い投資者に理解されていることと、資産運用型のビークルとして金融商品取引法(以下「金商法」という。)及び投信法に基づく投資者保護のための規制が整備され、法制面での安定性があることによる。投資法人形態を例にとれば、①投資法人がインフラを直接又は間接に保有し、②資産運用会社がアセット・マネージャーとしてインフラの取得・処分等の判断を行い、また、個別のインフラについてオペレーターを選任し、③インフラのオペレーションは当該オペレーターに委ねられる、というスキームが想定される。

但し、投信法においては、投資法人・投資信託の主たる投資対象は、有価証券や不動産等の特定資産に限定されているところ(投信法第2条第1項・12項、投信法施行令第3条)、現物のインフラは、その資産の法的な分類としては必ずしも現行の特定資産の範囲に収まらないことも想定される⁶。したがって、上場インフラ市場の発展のため

⁵ プロジェクト・ファイナンスの実務では、特定のオペレーターによる運営に相当程度依拠する形で取引が組成されることは少なくない。

⁶ 再生可能エネルギーファンドを例にとってみると、発電設備自体については、民法上の不動産(「土地の定着物」(民法第86条第1項))には該当しない場合も多いと思われる。実際、非上場の再生可能エネルギーファンドに現物の発電設備を組み入れる場合には、発電設備は不動産には該当しないために不動産特定共同事業法の規制の枠外にあるという整理がなされている場合も多いと思われる。



には、幅広いインフラを取り込むような制度改正(具体的には、特定資産の内容・範囲の拡大)が行われることが今後期待されよう。また、インフラを信託受益権化することで現行の特定資産の一つである有価証券(金商法第2条第2項第1号)に転化するという方法も示唆されているが、かかる場合には、信託銀行等における実務的な受託可能性が課題となり得よう。

(b) 直接投資形態 vs. 間接投資形態

なお、上場インフラファンドが直接インフラないしその信託受益権を保有する形態(直接投資形態)のみならず、インフラを有する SPV の持分に投資する、匿名組合出資を用いる等の間接投資形態(証券投資型)も考えられるところである。

但し、この場合には、投資法人・投資信託は、現行投信法上、同一の法人の株式について議決権の過半数を保有できず(投信法第9条・第194条)⁷、また、投資法人については、税務上の導管性要件として、他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の50%以上を保有していないことという要件が定められていること(租税特別措置法第67条の15第1項第2号へ)⁸との関係で、利用可能なスキームに制約が存在する。また、J-REITにおいては、運用資産等の総額に占める「不動産関連資産」(不動産等投資ビークルの出資持分等、間接投資形態の資産を指す。)の合計額の比率は上限30%とされているが(有価証券上場規程第1205条第2号a・b)、上場インフラファンドの場合に、かかる間接投資形態に関して、どのような規制上の枠組みをもって対応すべきか(上限規制の要否、上限規制に代わる適正性確保のための措置を含む。)につき、今後、更に吟味・検討が必要とされよう⁹。

なお、本報告書では、上場インフラファンドが直接インフラないしその信託受益権を保有する場合においても、ファンドが自ら(信託受益権により保有する場合は信託受託者を通じて)インフラ事業を営むことは想定されておらず¹⁰、インフラ事業を営む第三者に対する賃貸により収益を上げるスキーム(その場合の賃料は、インフラ事業の収益に連動した可変型のものとする)も想定され得る。)が念頭に置かれているようである¹¹。(直接投資形態か間接投資形態にかかわらず)いずれにせよ、実際のオペレーションは第三者(オペレーター)に委ねられることになるはずであるが、直接保有形態を業務委託方式と組み合わせて、対外的にはインフラファンド自体が事業主となることは、現状想定されていないようであり¹²、留意が必要である。

(2) 受益証券発行信託

本報告書においては、投資法人・投資信託のほか、受益証券発行信託(信託法第185条第3項)も、上場インフラファンドの組成形態として考え得るとされた。受益証券発行信託による場合は、投資法人・投資信託のような投資対

⁷ なお、海外不動産投資のための SPC の持分を取得する際における同条の適用除外を定めた平成 25 年投信法改正が本稿の日付現在において国会で審議中であるが、国内資産への投資については、かかる適用除外の対象とはされていない。

⁸ 匿名組合出資は議決権付株式とは異なるものであるが、実務上は、同条の出資に含まれるものとして扱われている。

⁹ 本研究会第 4 回会合の議事要旨 4.(2)参照。

¹⁰ なお、投資法人は「資産の運用」以外の行為を営業としてすることはできないとされている(投信法第 63 条)。

¹¹ 後述の通り、上場インフラファンドがインフラ開発に従事することは、当面の間、禁止されるようだが、上述の通り、開発完了後のインフラについても、上場インフラファンド自体がインフラ事業に従事すること(即ち、インフラ事業の事業主となること)は、基本的に想定されていないようである。

¹² 本報告書上明示されている訳ではないが、上場インフラファンドの運用対象となるインフラは、特定の事業会社の事業用の資産と一定の区別がなされる必要があるとの考え(上記 II.(2))が、かかる整理にも影響している可能性はある。



象の限定がないため¹³、幅広いインフラが投資対象となり得るというメリットがある。但し、受益証券発行信託は、基本的には特定の資産の管理・処分を目的とする資産流動化型の商品として用いられ、(アセット・マネージャーに投資判断を一任する)資産運用型の商品としての利用は想定されていない。本報告書でも、資産運用型の上場インフラファンドに用いることは想定されておらず、資産の入替えを予定しない(したがって、アセット・マネージャーによる投資判断の機会が想定されない)大規模インフラなどを対象として上場インフラファンドを組成する場合¹⁴の受け皿として想定されているようである。

なお、これらの組成形態のほか、インフラ事業会社や、インフラボンド¹⁵、これらに投資する投資法人・投資信託などについても、上場インフラ制度とは別に、株式市場やプロ投資家向け債券市場などでの上場を推進することが示唆されており、また、外国のインフラファンドについても上場市場を整備することが適切とされている。

IV. 上場制度上の対応の方向性

本報告書では、①法制度や対象プロジェクトに関わる諸契約等への依拠・依存、②インフラ運営のための特有の施設・設備を有すること、③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とが可能となること、及び、④資産そのものの実績や投資対象としての実績が乏しいこと、といったインフラの資産特性を踏まえて、インフラファンドに係る上場制度上の対応として、以下の方向性が示されている。

なお、本報告書においては、インフラを直接保有する上場インフラファンドを前提とした議論をしているが、前述の間接投資形態(証券投資型)も排除しておらず、かかる形態の場合には、本報告書に示される(直接投資形態を念頭に置いた)上場制度上の対応の方向性を踏まえつつ、取引の実情に合致した上場制度を検討することが適切とされている。

(1) 十分な情報開示と稼働状況のモニタリング

上場商品である以上、投資者保護のために十分な情報開示が必要となることは当然であるが、本報告書では、インフラの資産特性に鑑みて、特に以下の点について報告書の提出を求め、公衆縦覧の対象とすることが適当とされている。

- インフラ施設・設備の概要・状況
- インフラ施設・設備の稼働状況
- 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に係る契約条件の概要・状況
- 維持管理体制・維持管理計画の概要・状況

¹³ 但し、金銭的価値に見積もることができる積極財産であって委託者の財産から分離可能なものという信託財産に関する一般的制約は存在し、また、監督上及び実務上の受託可能性の制約も存在し得る。

¹⁴ 本報告書では、かかる受益証券発行信託形態を「上場インフラトラスト」と仮称している。

¹⁵ インフラ事業からのキャッシュフローを原資として当該インフラ事業に供されるインフラにより担保されるプロジェクトボンドを意味する。



いずれも投資家の投資判断にとって必要又は有益な情報であり、基本的には首肯できるところであるが、インフラの種類によっては開示困難な事項があることも想定されるため、具体的な開示内容については柔軟な取扱いができることが望まれよう。

(2) オペレーターの適格性の確保と利益相反の防止

(a) オペレーターの適格性

本報告書では、インフラのようなオペレーショナル・アセットにおけるオペレーターの果たす役割・機能の重要性に鑑みて、資産運用会社等の運用等の体制として、オペレーターに関する一定の選定基準の設定及び相応の選定体制の整備を求めることが適当とされ、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基準が考えられるとしている。

また、実際上はオペレーターを頻繁に交替するような状況が想定されない点も踏まえつつ、オペレーターの適格性の確保を図る観点から、当該オペレーター以外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の定期的報告・公表を求めたり、オペレーターとの契約上、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により安定性を図ることなども検討することが適当とされている。

(b) 利益相反の防止

本報告書では、上場インフラファンドにおいても、J-REIT 同様に、上場審査に際してはオリジネーター¹⁶やスポンサー¹⁷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の審査をすることや、上場後においては(J-REIT における資産運用報告書のように)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とされている。また、投資法人等とオペレーターとの賃貸借契約¹⁸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・報告を求めて一定の透明性を確保することが適当とされた。

上場インフラファンドにおいては、例えば、インフラ事業者が資産運用会社を設立して、自己が保有するインフラを上場インフラファンドに譲渡し、自ら又はその関連会社がオペレーターとなるであるとか、私募インフラファンドの運用会社がスポンサーとなり、その関連会社が上場インフラファンドの資産運用会社となり、私募インフラファンドから上場インフラファンドにインフラが譲渡されるといった形も想定され、J-REIT と同様の利益相反関係が生じる可能性があるため、その防止は信頼性確保のために極めて重要な問題となり得る。

(3) 開発リスクの排除

本報告書では、インフラの投資対象としての実績の乏しさに鑑みて、当面の間は、いわゆる開発リスクを排除し、上場制度上、現に収入実績が生じていない資産は対象資産から除外することが適当とされている。したがって、いわゆるグリーンフィールドのインフラファンドは当面の間は上場インフラファンドからは除外されることとなる。もっとも、

¹⁶ インフラを当初開発・保有する者が想定されている。

¹⁷ 資産運用会社の株主その他の上場インフラファンドの関係者で、資産の取得その他の上場インフラファンド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ている。

¹⁸ 上記 III.(1)(b)参照。



J-REITでもポートフォリオ全体に過大な影響を与えない範囲では開発リスクも許容されていること(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 VI-2-6-3(4)①参照)も踏まえて、上場インフラファンドにおいても開発リスクを一定程度許容していくことが望ましいとの指摘もあり、継続して検討していくことが適当とされている。

制度創設の当面の扱いとしては、少なくとも大きな開発リスクをとるようなグリーンフィールドのファンドは望ましくないという点については理解できるところではあるが、本報告書でも指摘されているとおり、インフラ投資の定着度合いを踏まえて継続的に検討されることが望まれる。

(4) 上場商品としての継続性

上場インフラファンドについても、J-REITと同様に、新規上場時における収益分配等の継続性の審査及び上場後に1年超分配金が支払われない場合の上場廃止というフレームワークを設けることが適当とされ¹⁹、また、新規上場時において、インフラに係る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とされた。

(5) その他の方向性

本報告書では、上記のほか、①J-REITとの混同を防ぐ対応(市場区分、運用資産等の比率規制)、②対象資産としての要件、③信託・組合等のSPVを用いた保有、及び、④その他(上場商品の流動性・対象資産の流動性)についての方向性も示されている。

このうち、上記②において、インフラの稼働の前提としてオペレーターに許認可等が必要となることから、運用資産等の比率規制の適用において、許認可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とされていることには留意する必要がある。また、インフラについても、原則として不動産登記その他の第三者対抗要件の具備が必要とした上で、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ないと考えられる資産²⁰については、例外を認めることが適当とされている。

また、前述のとおり、本報告書では信託・組合等のSPVを用いた保有(間接投資形態)も認めることが適当とされているが、上記③において、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から、直接保有した場合と同等の運用資産等の比率規制をSPVレベルでも適用するなどの上場制度の設計が適当とされていることに留意する必要がある。

V. 終わりに

本報告書は、上場インフラ市場の基本的な枠組みについての提言であり、具体的な制度設計は、今後東証において進められることになる。また、本報告書においては、オペレーターの適格性等については議論されているが、資産運用会社等のアセット・マネージャーに関する規制は金商法・投信法といった法令上の問題となるため、特に言及されていない²¹。また、前述のとおり、幅広いインフラを対象とするためには、投信法その他の法令の改正が望まれ

¹⁹ J-REITについては、有価証券上場規程第1218条第2項第3号、同施行規則第1233条第1項第4号。

²⁰ 本報告書では、例として電柱等が挙げられている。その他、実務上、例えば、太陽光発電プロジェクト等において、これらの公的団体から土地賃借権の設定を受ける場合にも、同様の問題が生じ得る。

²¹ J-REITの資産運用会社については、金商法に基づく一般の投資運用業の規制に加えて、投資対象が不動産(信託受益権)である



る点も存在する。こうした点も含めて、今後、投資者保護を図りつつも、組成者にとっても使い勝手のよい、調和のとれた制度整備がなされることが望まれる。

* * * * *

弊事務所では、ストラクチャードファイナンス、キャピタルマーケット、REIT、アセットマネジメント等の隣接諸分野の弁護士が協同して上場インフラファンドの研究を進めております。今後も制度整備の状況を鋭意フォローしつつ、皆様へ情報をご提供してまいります。

以上

文献情報

<http://www.mhmjapan.com/ja/publications/index.html>

- 論文 「企業法務 民法(債権関係)改正に関する中間試案の解説」(会計・監査ジャーナル 2013年6月号 掲載)
著者 青山 大樹(共著)、松田 悠希(共著)

News

- **2012年度トムソン・ロイター「DEALWATCH AWARDS」の受賞案件に関与しました**
 - ・当事務所が発行会社及び売出人側カウンセラーとして関与した、JTの政府保有株式売出案件がトムソン・ロイターのDEALWATCH AWARDS 2012において、Equity Deal of the Yearを受賞いたしました。
 - ・当事務所が発行体側代理人として関与した、産業ファンド投資法人による約110億円の公募増資の件がトムソン・ロイターのDEALWATCH AWARDS 2012において、J-REIT of the Yearを受賞いたしました。



STRUCTURED FINANCE / CAPITAL MARKETS / ASSET MANAGEMENT Bulletin
2013年5月号 [2013.5.30 発行]

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhmjapan.com
03-6212-8330

www.mhmjapan.com

ことによる追加的な規制が存在する(投信法第199条第1号・第2号、第223条の3第1項、金融商品取引業者等に関する内閣府令第7条第7号・第9条第7号・第13条第5号、金融庁告示第54号等)。