

2015年5月号

東証インフラファンド市場の新設

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. インフラファンド市場の上場商品	弁護士 佐藤 正謙 TEL. 03 5223 7726 masanori.sato@mhmjapan.com
III. インフラ資産等・インフラ関連有価証券	
IV. オペレーター	弁護士 尾本 太郎 TEL. 03 6212 1816 taro.omoto@mhmjapan.com
V. 新規上場	
VI. 適時開示	弁護士 岡谷 茂樹 TEL. 03 5220 1862 shigeki.okatani@mhmjapan.com
VII. 上場廃止等	
VIII. 特例インフラファンド	弁護士 佐伯 優仁 TEL. 03 6266 8523 masahito.saeki@mhmjapan.com
IX. 行動規範	
X. 投資法人形態以外のインフラファンドの可能性	
XI. 投信協会規則案	
XII. 結び	

I. はじめに

2015年2月24日、東京証券取引所（以下「東証」という。）は、関係法令が整備されたこと等を踏まえて、インフラファンド市場を開設することおよび「インフラファンド市場の開設に伴う上場制度等の整備について」と題する制度要綱（以下「制度要綱」という。）¹を公表した。そして、当該制度要綱に基づき、インフラファンド市場向けの東証の各規則が新たに整備され（有価証券上場規程（以下「上場規程」という。）第6編第5章等参照）、同年4月30日付でインフラファンド市場が新設された。以下では、新設されたインフラファンド市場について概観する。なお、インフラファンド市場は、インフラを対象とする投資証券等を上場する市場であり、リート市場とは異なる市場として取り扱われる。その制度は基本的にはリート市場のそれを基調としつつ、インフラファンドの特性に着目した修正を加えたものとなっている。

そして、2015年5月15日、一般社団法人投資信託協会（以下「投信協会」という。）は、東証においてインフラファンド市場が開設されたこと等を踏まえて、同協会の新規則として「インフラ投資信託及びインフラ投信法人に関する規則」（以下「インフラ投信規則」という。）、同細則および「インフラ投資信託等の運用報告書等に関する委員会決議」（以下「インフラ投信等委員会決議」という。）の案を公表し、これらは同年6月15日までの間パブリック・コメントを募集している²。

¹ <http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d6/nlsgeu0000007kch-att/20150224josui1.pdf>

² 税制上の取扱いが異なるため、既存の不動産投資信託及び不動産投信法人に関する規則（以下「不動産投信規則」という。）等とは別の規則が制定されることになった（投信協会「『インフラ投資信託及びインフラ投資法人に関する規則』等の制定等に関する意見募集について」（平成27年5月15日）（以下「インフラ投信規則等制定概要」という。）Ⅲ.1.）。もっとも、これらの新規則の制定に伴い、既存の不動産投信規則等の各規則についても細かな改正がなされる予定である。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

そこで、以下では、開設された東証のインフラファンド市場の概要（以下Ⅱ.～Ⅹ.）および投信協会の新規則案の主な内容（以下Ⅺ.）についてそれぞれ説明する。

Ⅱ. インフラファンド市場の上場商品

インフラファンド市場の上場商品であるインフラファンドには、①内国インフラファンド、②外国インフラファンドおよび③外国インフラファンド信託受益証券の3種類があり、それぞれ以下のとおり定義されている（上場規程 1201 条）。

	定義
① 内国インフラファンド	主たる投資対象を「インフラ資産等」とする投資信託の受益証券または投資証券（投資口を表示する証券）
② 外国インフラファンド ³	主たる投資対象を「インフラ資産等」とする外国投資信託の受益証券または外国投資証券
③ 外国インフラファンド信託受益証券 ⁴	受託証券が外国インフラファンドである有価証券信託受益証券（金融商品取引法施行令 2 条の 3 第 3 号）

Ⅲ. インフラ資産等・インフラ関連有価証券

インフラファンドが上場するにあたっては、後述するように、「インフラ資産等」とこれに関連する「インフラ関連有価証券」がその運用資産等⁵の一定割合以上を占める必要があるが、「インフラ資産等」（「インフラ資産」および「インフラ有価証券」を指す。）ならびに「インフラ関連有価証券」の定義は、以下のとおりである（上場規程 1201 条、有価証券上場規程施行規則（以下「上場規程施行規則」という。）1201 条 4 項～6 項）。それぞれ、リート市場における「不動産等」および「不動産関連資産」に代わる概念として規定されている。

インフラファンド市場におけるインフラ資産等には、リート市場における不動産等とは異なり、インフラ有価証券、すなわち、裏付資産がインフラ資産、流動資産等に限定されたピークルが発行する有価証券（裏付資産がすべてこれらの資産により構成される必要があるという点で、インフラ関連有価証券とは異なる。）も含まれるものとされて

³ 外国金融商品取引所等において上場または継続して取引されていること（以下「重複上場」という。）が、新規上場および上場維持の要件とされている。

⁴ 受託有価証券である外国インフラファンドが重複上場していることが、新規上場および上場維持の要件とされている。

⁵ インフラファンド（外国インフラファンド信託受益証券を除く。）または外国インフラファンド信託受益証券の受託有価証券が投資信託または外国投資信託の受益証券である場合には当該投資信託または外国投資信託の投資信託財産をいい、インフラファンド（外国インフラファンド信託受益証券を除く。）または外国インフラファンド信託受益証券の受託有価証券である外国インフラファンドが投資証券または外国投資証券である場合には当該投資証券または外国投資証券の発行者である投資法人の資産をいう。以下同じ。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

おり、インフラ資産のオペレーターやインフラ資産を保有するビークルの発行する有価証券への投資を通じた間接投資を主たる投資形態とするインフラファンドをも想定した規定となっている⁶。また、インフラ関連有価証券には、不動産関連資産とは異なり株券も含まれる規定ぶりとなっている。

① インフラ資産等（インフラ資産およびインフラ有価証券をいう。以下同じ。）	
インフラ資産	
(イ)	再生可能エネルギー発電設備
(ロ)	公共施設等運営権 ⁷
(ハ)	上場規程施行規則 1201 条 4 項各号に定める資産 ⁸
(ニ)	上記 (イ) から (ハ) までの資産を運営するために必要な土地・建物、土地・建物の賃借権、地上権および地役権
(ホ)	上記 (イ) から (ハ) までの資産を運営するために必要な有形固定資産、無形固定資産および投資その他の資産ならびにこれらに類する資産 ⁹
(ヘ)	上記 (イ) および (ハ) から (ホ) までの資産をリース物件とする財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則 16 条の 3 第 1 項および第 2 項に規定するもの
(ト)	上記 (イ)、(ハ) および (ホ) に係る賃借権 ¹⁰
(フ)	上記 (イ) から (ト) までの資産を信託する信託受益権
(リ)	外国において (イ) から (フ) までの資産に相当する資産
インフラ有価証券	
以下の資産のうち、裏付資産がインフラ資産、流動資産等および上場規程施行規則 1201 条 6 項に定める資産 ¹¹ （以下「インフラ対象資産」という。）に限定されたもの。	
(イ)	株券
(ロ)	匿名組合出資持分
(ハ)	資産の流動化に関する法律（以下「資産流動化法」という。）に規定する優

⁶ ただし、この場合、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）に定められる議決権の保有制限（投信法 194 条、9 条）、租税特別措置法に定められる導管性要件（租税特別措置法 67 条の 15 第 1 項 2 号へ）の観点から、オペレーターやビークルに対する過半出資は認められないことに留意が必要である。再生可能エネルギー発電設備に関しては、投資法人が直接取得することについて特段の障害はないが、公共施設等運営権については、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、投資法人に対する公共施設等運営権の設定が禁じられている訳ではないものの、国、地方公共団体等の公共施設等の管理者等が、実際の各案件において、投資法人に対して直接公共施設等運営権を設定することを認めるか否か留意を要する。また、国管理空港または地方管理空港において公共施設等運営権の設定と共にターミナルビル会社等の株式を取得する必要がある場合にも、この点が問題となりうる。

⁷ (イ) または (ハ) に掲げる資産に係る公共施設等運営権に限る。

⁸ エネルギー資源を海上輸送または貯蔵するための船舶、ガス工作物、空港、下水道、港湾施設、水道、石油精製設備、石油貯蔵設備、石油パイプライン、鉄道施設、鉄道車両、電気工作物、電気通信設備、道路・自動車道、熱供給施設および無線設備のうち、公共的な性質を有するものをいう。

⁹ (ニ) に該当する資産を除く。

¹⁰ (ホ) については、有形固定資産に係る賃借権に限る。

¹¹ 1 年以内に現金化できると認められる資産（投資法人の計算に関する規則（以下「投資法人計算規則」という。）37 条 3 項 1 号リ）およびこれらに類する資産。

	先出資証券 (ニ) 受益証券 (ホ) 投資証券 (ハ) 資産流動化法に規定する特定目的信託の受益証券 (ト) 外国の法令に基づく権利および外国の者の発行する証券で (イ) から (ハ) までの権利および証券の性質を有するもの
② インフラ関連有価証券	
以下の資産のうち、裏付資産の2分の1を超える額がインフラ資産等であるもの。 (イ) 株券 (ロ) 匿名組合出資持分 (ハ) 資産流動化法に規定する優先出資証券 (ニ) 受益証券 (ホ) 投資証券 (ハ) 資産流動化法に規定する特定目的信託の受益証券 (ト) 外国の法令に基づく権利および外国の者の発行する証券で (イ) から (ハ) までの権利および証券の性質を有するもの	

なお、上場規程では、インフラファンドが直接保有するか、インフラ有価証券またはインフラ関連有価証券を通じて間接的に投資するかを問わず、インフラファンドの実質的な投資対象（原資産）であるインフラ資産を「インフラ投資資産」と定義している（上場規程 1201 条）。

IV. オペレーター

インフラ資産は、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もの（いわゆるオペレーショナルアセット）であるから、上場インフラファンドでは、オペレーターの適格性が確保されることが重要であり¹²、上場審査にあたっては、オペレーターの選定基本方針や選定基準が適切に策定され、当該選定基準を充足するオペレーターが実際に選定されているかどうか審査される¹³。

上場規程において、「オペレーター」とは、インフラ投資資産の運営に関する事項を主導的に決定する者と定義されている（上場規程 1201 条）。具体的には、インフラ投資資産の保有者が当該インフラ資産を賃貸しているか否かの別に応じ、それぞれ以下のものが該当する（上場規程施行規則 1201 条 7 項）。

¹² 東証「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）
 （<http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/infrastructure/tvdivq0000004z48-att/b7gje6000003c457.pdf>） 8 頁。

¹³ 東証「内国インフラファンド（投資証券）上場の手引き」
 （<http://www.jpx.co.jp/equities/products/infrastructure/listing/nlsgeu000000v2fe-att/nlsgeu000000v5zo.pdf>）（以下「上場の手引き」という。） 25 頁。

		オペレーターに該当する者
インフラ投資資産の保有者が当該インフラ資産を賃貸していない場合	当該保有者が、当該資産の運営業務を自ら行っている場合	当該保有者
	当該保有者が、当該資産の運営業務を他者に委託している場合	当該運営業務の受託者
インフラ投資資産の保有者が当該インフラ資産を賃貸している場合	当該借主が、当該資産の運営業務を自ら行っている場合	当該借主
	当該借主が、当該資産の運営業務を他者に委託している場合	当該運営業務の受託者

したがって、再生可能エネルギー発電設備に投資する投資法人に関して税制上の導管性要件との関係で採用が見込まれる賃貸スキームを前提とすると、投資法人が実際に発電施設の運営業務を行う会社に対して発電設備を直接賃貸する場合は、当該賃借人がオペレーターであり、投資法人が賃貸する相手はSPCであり、SPCが実際に発電施設の運営業務を行う会社に対して業務委託する場合は、当該業務受託者がオペレーターということになる。

V. 新規上場

(1) 上場審査の形式要件および上場審査基準（実質審査基準）（内国インフラファンドの場合¹⁴）

まず、上場インフラファンドの形式要件としてはリートに準じた上場審査の形式要件が規定されている（上場規程 1505 条 1 項）。なお、運用資産等に占める比率に関しては以下の要件となる。インフラ資産等の額の比率 70%以上という要件は、リート市場の場合の不動産等の額の比率 70%以上という要件に代わるものであり、また、インフラ資産等、インフラ関連有価証券および流動資産等の合計額の比率 95%以上という要件は、リート市場の場合の不動産等、不動産関連資産および流動資産等の合計額の比率 95%以上という要件に代わるものである。

さらに、インフラ資産がオペレーショナルアセットであることを考慮し、規約等においてオペレーターの選定基本方針を記載することが求められている。

形式要件（抜粋）
① 運用資産等に占める組入比率 ¹⁵ 。 (イ) 運用資産等の総額に占める、インフラ資産等の額の比率が、70%以上となる見込みのあること ¹⁶ 。

¹⁴ 外国インフラファンドの場合、内国インフラファンドの要件が必要な限度で適用されるほか、重複上場となること、当該外国における、管理会社の許認可、投信法に類する法令の整備および監督官庁の存在等が要件となる（上場規程 1505 条 2 項）。

¹⁵ インフラファンドの発行者は、計算期間または営業期間（以下「決算期間」という。）終了後に提出する「資産の運用状況表」にて、当該比率を東証に報告する必要がある（上場規程施行規則 1536 条 1 項 (3)）。

¹⁶ 具体的には、原則として新規上場申請時において 70%以上であることをいうが、新規上場申請者が、

- (ロ) 運用資産等の総額に占める、インフラ資産等、インフラ関連有価証券および流動資産等の合計額の比率が、上場の時までに 95%以上となる見込みのあること。
- ② 投資法人の規約または投資信託の投資信託約款（以下「規約等」という。）において、オペレーターの選定基本方針¹⁷が記載されていること。

上場審査基準（実質審査基準）も、リートに準じた以下の基準となる（上場規程 1506 条）。

上場審査基準（実質審査基準）（抜粋）

- ① 情報の開示を適正に行うことができる状況にあること（以下の事項等について審査を行う）。
- (イ) オペレーターに関する適時開示事項について、適時、適切に情報知得が行える体制が整備されているか。
- (ロ) 間接投資形態をとる場合、投資先の SPC 等の財務状況等を適切に把握できる体制が整備されているか。
- ② 資産の運用等を健全に行うことができる状況にあること（以下の事項等について審査を行う）。
- (イ) 管理会社（資産運用会社）¹⁸が、投資対象とするインフラ投資資産の種類に係る専門的知識等を有しているか（管理会社の資産運用者のこれまでの運用経験（経歴）を確認する。）。
- (ロ) オペレーターの選定基準および選定基本方針が適切に策定されているか。
- (ハ) 運用資産等またはインフラファンド運用上の諸リスクを十分に検証したうえでリスク管理方針が策定されているか。リスク管理方針の策定内容に沿った対応が可能な体制が構築されているか。
- ③ 金銭の分配または収益の分配が上場後継続して行われる見込みのあること。
- ④ 公益または投資者保護の観点から、その上場が適当でない認められるものでないこと。

(2) 上場審査手続（第三者からの意見書の取得）

上場審査手続も概ねリートに準じたものとされている。もともと、リートの場合にはない上場申請書類として、インフラ投資資産の収益性に係る意見書、インフラ

(i) 取得するインフラ資産等の情報についての記載がなされた有価証券届出書および (ii) 取得するインフラ資産等に係る売買契約書等の写しを上場承認時までに提出した場合は、上場後 3 ヶ月以内に 70%以上となる見込みがあることよ（上場規程施行規則 1504 条 2 項）。

¹⁷ インフラ投資資産の種類ごとに、円滑な運営業務を阻害するリスクファクターを検討し、それをもとに、円滑な運営業務を行いうるオペレーターが選定されるための観点・要件を規定する（上場の手引き 17 頁）。

¹⁸ インフラファンド市場に係る上場規程上の規定においては「管理会社」という定義が用いられている。インフラファンドの商品形態別にそれぞれ異なる者が管理会社に該当し、投資証券に該当する内国インフラファンドの場合は資産運用会社が該当する（上場規程 1201 条）。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

投資資産の収益継続性に係る意見書、資産の運用状況表およびインフラ資産等の稼働の前提となる重要な許認可・免許の概要がある（上場規程施行規則 1502 条 2 項 (1) b・c・i）¹⁹。

インフラ投資資産の収益性に係る意見書には、インフラ投資資産について以下の①および②の事項に関する意見が記載され、インフラ投資資産の収益継続性に係る意見書には、インフラ投資資産について以下の③の事項に関する意見が記載される（上場規程施行規則 1201 条 3 項）²¹。それぞれ、当該資産に関する専門的知識を有する者で、新規上場を申請しようとする者から独立した第三者²²により作成されることが必要とされる²³。

- ① 新規上場申請日から 6 ヶ月以内に収益が計上される見込みであること
- ② 将来の利益計上が見込まれること
- ③ 将来の収益状況が安定的であると見込まれること

当該意見書の取得等が行われていない運用資産等については、上場審査の形式要件である運用資産等に占める組入比率の算定上「インフラ資産等」または「インフラ関連有価証券」の算定対象とはならない。

もっとも、上場審査の対象となるインフラ投資資産が、1 年以上のトラックレコードを有する適性インフラ投資資産（具体的には、新規上場申請日または当該日が属する月の前月末日において、(イ) 1 年以上の期間において収益を計上しており、かつ、(ロ) 直前決算期または直前 1 年間に於いて利益を計上しているインフラ資産をいう（上場規程 1201 条、上場規程施行規則 1201 条 8 項）。以下同じ。）の場合、下記のとおり、上記意見書の全部または一部の取得が不要となる²⁴。

	インフラ投資資産が再生可能 エネルギー発電設備の場合	左記以外の場合
インフラ投資資産の収益性に係る意見書	不要	不要
インフラ投資資産の収益継続性に係る意見書	不要	必要

なお、上場後の資産取得時においても上記の意見書の取得に係る規律が適用される（上場規程 1514 条 1 項、上場規程施行規則 1531 条 2 項 (6)）。

¹⁹ 上場の手引き 11 頁～13 頁。

²⁰ 外国インフラファンドの場合、さらに、外国インフラファンドの発行の適法性に係る法律意見書および関係法令の関係条文等が必要となる（上場規程施行規則 1502 条 2 項 (3)・(4)）。

²¹ 東証からは具体的な記載事項も示されている。なお、両意見の内容を纏めて記載することも可能である。上場の手引き 15 頁。

²² 投資証券の場合、投資法人、管理会社、オペレーター、スポンサーおよび主幹事証券会社から独立した者とされる。例としてコンサルタントが挙げられている。また、複数名（複数主体）に作成してもらうこともできる（技術的な専門家と財務上の専門家等）。上場の手引き 14 頁、15 頁。

²³ 当該意見書の概要を「資産の運用状況表」に記載または添付することも必要となる（上場の手引き 14 頁）。

²⁴ 予備申請を行う場合、正式な上場申請を行う時点で意見書の取得等が不要となる見込みがある場合は、その旨を証する書類を提出する。上場の手引き 16 頁。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

VI. 適時開示

適時開示項目は、原則として、リートに準じたものとされる（上場規程 1513 条）。もっとも、リートとは異なる項目として、オペレーターに関する事実（決定事実²⁵および発生事実²⁶）がある。運用資産等に係る決定事実および発生事実にもインフラ資産であることの特性を踏まえ、リートとは異なる以下の項目・内容がある。

① 運用資産等に係る決定事実（抜粋）
(イ) 運用資産等に係る資産の譲渡または取得（譲渡または取得資産の額が 5,000 万円以上であるものに限る。なお、上記「V. (2) 上場審査手続（第三者からの意見書の取得）」の意見書の概要および取得する運用資産等に係る資産のリスク管理方針への適合状況に係る記載が必要となる（上場規程施行規則 1530 条 4 項）。）
(ロ) インフラ資産の運営に係る重要な契約の締結または終了
(ハ) オペレーターの選定基準 ²⁷ の変更
(ニ) オペレーターの異動等
(ホ) リスク管理方針の変更
② 運用資産等に係る発生事実（抜粋）
(イ) インフラ資産の稼働の停止
(ロ) インフラ資産の運営に係る重要な契約の変更または終了
(ハ) インフラ資産に関する重要な行政庁による認可、承認または処分
(ニ) オペレーターの異動等

VII. 上場廃止等

上場廃止基準はリートに準じるものとされている（上場規程 1520 条）。また、上場要件の裏返しで、上記「V. (1) 上場審査の形式要件および上場審査基準（実質審査基準）」に記載する形式要件に抵触した場合²⁸や、オペレーターがオペレーターの選定基準に抵

²⁵ 組織再編、倒産手続開始申立、解散等に加え、インフラ資産の運営に係る業務の廃止（オペレーターでなくなることを決定した場合を含む。）や、法令に基づき行政庁に対して行うインフラ資産等の運営に係る認可もしくは承認の申請または届出を含む。

²⁶ 業務改善命令、登録の取消しその他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分または行政庁による法令違反に係る告発や、オペレーターでなくなることを含む。

²⁷ オペレーターの選定基準は、規約等に記載されるオペレーターの選定基本方針に基づき決定される。インフラファンドの発行者等は、決算期間終了後、オペレーターのオペレーター選定基準への適合状況を東証に報告し、東証はそれを公衆縦覧に供する。

²⁸ 運用資産等の総額に占める組入比率の計算に関し、決算期間（「X 期」）終了後、「資産の運用状況表」を東証に提出するに先立ち、当該決算期間末（「資産の運用状況表」の報告対象となる決算期間の終了日を指す。）時点で保有する現金に係る翌期（「X+1 期」）の資産取得計画を開示した場合、当該資産取得計画に記載されたインフラ資産等の取得予定額およびインフラ関連有価証券の取得予定額を、それぞれ当該決算期間（「X 期」）末時点でのインフラ資産等またはインフラ関連有価証券の金額とみなして左記比率の算出を行うこととする特例措置が設けられる（みなし審査）（上場規程施行規則 1536 条 1 項 (4)）。当該特例を適用した場合、資産の取得計画の対象とした決算期間（「X+1 期」）が終了した後、インフラ

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

触した後 1 年以内に当該状況が解消されなかった場合が規定されている。

VIII. 特例インフラファンド

再生可能エネルギー発電設備を主たる投資対象とし、税制上の導管性要件の適用を受けることを目標として運用する投資法人のうち、以下の(1)に記載の要件を充足する内国インフラファンド(以下「特例インフラファンド」という。)については、以下の(2)に記載の上場廃止基準が適用されない(上場規程 1521 条、上場規程施行規則 1537 条)。これは、主として再生可能エネルギー発電設備に投資する投資法人の導管性が最長約 10 年間しか認められないこととの関係で積極的に追加資産取得を行わない場合、その間の減価償却および利益超過分配等により本則の上場廃止基準に該当してしまうおそれがあることに対応するものである。

(1) 特例インフラファンドの要件

以下の要件を満たす内国インフラファンド(投資法人)が特例インフラファンドとされる。

① 情報の開示の要件

- (イ) 導管性要件を充足するための資産運用計画を立案し、当該立案内容に沿った資産運用を行った場合に導管性要件を充足する見込みがある旨について、独立した第三者からの意見(以下「導管性要件の充足に関する確認書」という。)を取得し、これらを上場申請書類として提出すること
- (ロ) 上場申請書類である「資産の運用状況表」に、資産運用計画および導管性要件の充足に関する確認書の概要を記載すること
- (ハ) 営業期間終了後、資産運用計画および導管性要件の充足に関する確認書の概要について適時開示を行うこと

② 資産の取得の要件

- (イ) 上場審査の対象となる運用資産等が、再生可能エネルギー発電設備、その運営に必要な資産²⁹および流動資産等(以下「特例インフラファンドの運用資産等」という。)に限定されていること
- (ロ) 特例インフラファンドの運用資産等以外の資産の取得を、原則行わないこと
- (ハ) 資産運用上やむを得ず特例インフラファンドの運用資産等以外の資産を取得する場合、管理会社(資産運用会社)は投資法人の役員会の承認を得ること、および取得を決定した場合直ちに適時開示を行うこと
- (ニ) 上記(ロ)および(ハ)に記載の事項が投資法人の規約に規定されていること

ファンドの発行者等は当該資産の取得計画の実践状況に係る開示を行う必要がある。

²⁹ 土地・建物、土地・建物の賃借権、地上権および地役権、ならびに、有形固定資産、無形固定資産および投資その他の資産ならびにこれらに類する資産。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

(2) 適用されない上場廃止基準

特例インフラファンドについては、以下の上場廃止基準が適用されない。

- ① 純資産総額に係る上場廃止基準
- ② 資産総額に係る上場廃止基準
- ③ 運用資産等の総額に占める組入比率に係る上場廃止基準

IX. 行動規範

インフラファンドの発行者等は、運用資産等に係る情報として、東証が定める法令³⁰に規定する情報を、法定開示書類、適時開示資料または東証に提出する書類（東証が公衆縦覧に供する書類に限る。）に記載する努力義務を負う（上場規程 1518 条 3 項）。さらに、当該行動規範に基づき、インフラファンドの発行者等は、インフラ資産等およびインフラ関連有価証券に関する評価価格等について、東証に提出する書類等に記載する努力義務を負う。

X. 投資法人形態以外のインフラファンドの可能性

主として再生可能エネルギー発電設備に投資する投資法人形態のインフラファンドの場合、導管性要件を充足できるのは、再生可能エネルギー発電設備を賃貸する場合で、かつ、最初の賃貸開始から 10 年以内に終了する事業年度に限定される。したがって、その後の事業年度では（運用資産の構成比率が変わり、再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権等を除く不動産その他の特定資産で総資産の過半数を占めるようにならない限り）投資法人（ファンド）レベルと投資家レベルで二重課税が生じる。そのため、リートと比べて税務効率性が劣る商品となってしまう。

この点、投資法人ではなく投資信託形態の場合、インフラファンドで利用される投資信託は基本的に法人税法 2 条 29 号ロ (2) に定める国内公募投資信託に該当するものと考えられ、現時点の税制を前提とすれば、集団投資信託としてパス・スルー課税が達成される³¹。したがって、投資信託形態のインフラファンドを組成できれば、投資法人と異なり特に制限なく二重課税が回避されることになる。ただし、投資信託といえばオープン・エンド型の証券投資信託が通例であり、インフラファンドのような、事業を運営

³⁰ 投資証券の場合、投信法施行規則 135 条 1 項 5 号・6 号（募集投資口の引受けの申込みをしようとする者に対して通知すべき再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権に係る事項）、投信法施行規則 245 条 2 項、22 条 3 項 8 号・9 号（再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権についての価格等の調査事項）、投信法人計算規則 73 条 1 項 15 号・16 号（資産運用報告における再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権に係る記載事項）、投資法人計算規則 80 条 1 項 8 号・9 号、別紙様式第 7・第 8（附属明細書における再生可能エネルギー発電設備明細表および公共施設等運営権明細表に係る記載事項）。上場の手引き 16 頁。

³¹ 国内公募投資信託以外の投資信託の場合は法人課税信託に該当し、受託者レベルで課税されるため、パス・スルー課税は達成されない（法人税法 2 条 29 の 2 号二）。この場合でも、投資法人と同じく租税特別措置法に定める導管性要件を満たせば収益分配額の損金算入が認められるため二重課税は回避できる（租税特別措置法 68 条の 3 の 3）。しかし、当該導管性要件には投資法人の場合と同様、特定資産（再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権等を除く。）が総資産の過半数を占めることが含まれるため結局導管性要件を満たすことは困難であろう。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

するクローズド・エンド型の上場投資信託を組成するには実務上検討を要する事項も多いものと思われる。

さらに、東証に上場できるインフラファンドの商品には、外国金融商品取引所等において上場する外国投資信託の受益証券もしくは外国投資証券（外国インフラファンドに該当）、またはこれらを受託証券とする信託受益証券（いわゆる JDR）（外国インフラファンド信託受益証券に該当）が含まれる。したがって、国内のインフラ資産等を組み込んだ外国インフラファンドを組成し、外国の取引所と東証に重複上場させるスキームも選択肢の一つとして考えられる。その際に用いる外国インフラファンドのビークルは、組成国の法制度や税制を考慮の上適切な商品設計を可能とするものが選択されよう。その有力な候補として、シンガポールのビジネス・トラスト（以下「シンガポール BT」という。）が挙げられる。シンガポール BT とは、オペレーショナルアセットを含む多様な資産またはそれを運営する事業を投資対象とする信託型の上場ファンドビークルである。対象資産／事業から生じた収益に対して資産保有主体であるトラスティ・マネジャーに所得税が課されるものの、配当を受ける投資家の課税は免除されているため、二重課税が回避されている。シンガポール BT を利用する場合、日本国内でインフラ資産から生じた収益に日本国による課税が行われる可能性があるが、例えば匿名組合を用いれば、国内の法人からシンガポール BT に対する匿名組合配当に対する源泉税に係る税率は法人税率よりは低く、長期的に見れば、導管性要件が限定的にしか認められない投資法人形態の内国インフラファンドよりは税務効率性に優れるスキームとなる可能性はある。シンガポール BT は、日本の不動産や事業を投資対象として組成された事例がすでに存在し、日本への投資ビークルとして比較的なじみもあることから、シンガポール BT を用いた東証とシンガポール証券取引所の重複上場スキームは選択肢として検討に値すると思われる³²。

XI. 投信協会規則案

内国インフラファンドの場合、上場審査の形式要件とされていることから、管理会社は投信協会の会員となる（上場規程 1505 条 1 項（1））。その結果、管理会社は、内国インフラファンドの運用に関して投信協会のインフラ投信規則等を含むインフラファンドに適用される新規則を遵守しなければならない。これらの新規則は既存の不動産投信規則等と概ね同様の内容であるが、インフラ資産の特性に応じて若干の相違点がある。そこで、以下では、公表された規則案について、当該相違点を中心に概観する。

³² シンガポール BT の仕組み、法制度、上場制度、その他組成・上場にあたっての実務上の留意点等の詳細については、佐伯優仁「シンガポール REIT (S-REIT) の上場および日本の不動産組入の実務」ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.10 November-December 2012 (2012) (https://www.ares.or.jp/works/pdf/j10/ares_j_096_117.pdf) 96 頁、および、佐藤正謙＝藤津康彦＝佐伯優仁「日本の事業に投資する上場ファンド・ビークルとしてのシンガポール・ビジネス・トラストの考察」ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.22 November-December 2014 (2014) (<http://www.ares.or.jp/publication/pdf/ARES22p18-27.pdf>) 18 頁参照。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

(1) インフラ投資信託およびインフラ投資法人

インフラ投信規則において「インフラ投信等」とは、約款または規約において投資信託財産または投資法人の財産の総額の2分の1を超える額をインフラ資産等およびインフラ関連資産に対する投資として運用することを目的とする旨を規定している投資信託および投資法人をいう（同規則3条3項）。同規則上の「インフラ資産等」および「インフラ関連資産」の定義は、以下のとおりである（同条4項～6項）。上場規程の定めと類似するが完全に一致するわけではないため留意が必要である³³。

① インフラ資産等

- (イ) インフラ資産（再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権ならびに自主規制委員会が指定する資産³⁴をいう。）
- (ロ) インフラ資産に伴う土地・建物、土地・建物の賃借権、土地に係る地上権、土地に係る地役権および投資法人計算規則37条3項2号へに規定する資産
- (ハ) 上記（イ）および（ロ）に掲げる資産を信託する信託の受益権
- (ニ) 上記（イ）および（ロ）に掲げる資産に対する投資として運用することを目的とする金銭の信託の受益権
- (ホ) 外国における（イ）から（ニ）に掲げる資産に類似するもの

② インフラ関連資産

以下の資産のうち、裏付資産の2分の1を超える額がインフラ資産等であるもの。

- (イ) 株式等（インフラ資産等を直接または間接的に保有する非上場会社が発行するものに限る。）
- (ロ) 匿名組合出資持分
- (ハ) 信託財産を主として上記（ロ）に掲げる資産に対する投資として運用することを目的とする金銭の信託の受益権
- (ニ) 資産流動化法に規定する優先出資証券
- (ホ) 投資信託受益証券
- (ハ) 投資証券
- (ト) 資産流動化法に規定する特定目的信託の受益証券
- (フ) 外国の法令に基づく権利および外国の者の発行する証券で（イ）から（ト）までに掲げる権利および証券の性質を有するもの

なお、インフラ投資法人においては、その財産の総額の2分の1を超える額をインフラ資産等およびインフラ関連資産に投資しているか否かを判定するにあたり、以下のような規定が設けられている（同規則3条3項）。

- (i) 「再生可能エネルギー発電設備」に2分の1を超える額を投資する場合、キ

³³ 例えば、上場規程における「インフラ資産等」の定義では「インフラ有価証券」の定義が含まれるが、インフラ投信規則における「インフラ資産等」の定義上、かかる有価証券は含まれていない。

³⁴ 原則として、東証の「その他当取引所が指定する資産」に平仄を合わせることでされている（インフラ投信規則等制定概要IV.1.(4)）。東証の「その他当取引所が指定する資産」とは、上記「Ⅲ. インフラ資産等・インフラ関連有価証券」の「インフラ資産（ハ）」に記載する資産をいう。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

キャッシュフロー創出の蓋然性から、電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法3条2項に規定する認定発電設備のみが2分の1を超える額の判定において算定の対象となる。また、税務上の導管性要件を満たすために、投資法人の設立に際して公募により投資口を募集したものであつたものは、規約に再生可能エネルギー発電設備の運用の方法が賃貸のみであることが記載されているものに限り、2分の1を超える額を投資するインフラ投資法人として認められる。

- (ii) 税務上の導管性要件を満たすためには、「公共施設等運営権」のみで、当該2分の1を超えないこととする。
- (iii) 「自主規制委員会が指定する資産」のみの投資として運用する場合、特定資産に該当しないもののみで、当該2分の1を超えないこととする。

(2) 資産の評価

不動産鑑定士による評価では評価が難しいインフラ資産に対応できるようにするために³⁵、インフラ投信等が保有するインフラ資産、インフラ資産に伴う土地・建物等（上記「(1) インフラ投資信託およびインフラ投資法人」①(ロ)に記載の資産）および不動産等（不動産、不動産の賃借権および地上権）の公正な価額を算定する場合に使用する評価方法として、不動産投信規則にはない「公認会計士による評価額」が規定されている（インフラ投信規則5条1項(2)）。

また、これら以外のインフラ資産等およびインフラ関連資産の評価については、不動産投信規則6条および7条の規定が準用されるが、匿名組合出資持分の評価方法として、「匿名組合の営業者が提示する…評価額」としか規定しない不動産投信規則（同規則6条(4)）と異なり、「匿名組合の営業者、公認会計士又は不動産鑑定士が提示する…評価額」と規定し（インフラ投信規則6条）、インフラ資産の特性に応じて、匿名組合出資持分そのものを公認会計士が評価したうえで、当該評価額が採用できるようにされている³⁶。

(3) 出資の払戻し

不動産投信規則ではクローズド・エンド型の投資信託および投資法人の出資の払戻しは、減価償却額の100分の60に相当する金額が限度とされているが（同規則28条、43条）、インフラ投信規則では、再生可能エネルギー発電設備の特殊性を踏まえ³⁷、匿名組合から收受する配当金に同設備に係る減価償却額に相当する金額が含まれる場合には、当該配当金額をさらに加えた額が、出資の払戻しの限度額となる（同規則28条、43条）。

³⁵ インフラ投信規則等制定概要IV.1.(5)。

³⁶ インフラ投信規則等制定概要IV.1.(6)。

³⁷ インフラ投信規則等制定概要IV.1.(7)。

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

(4) 運用報告書および資産運用報告

インフラ投信等委員会決議において、インフラ投信等の運用報告書または資産運用報告の様式が新たに定められた。再生可能エネルギー発電設備および公共施設等運営権の特性を踏まえた内容となっており、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令や投資法人計算規則の内容とも平仄を合わせる形で規定されている³⁸。

XII. 結び

インフラファンド市場が開設されたことにより、インフラファンド市場の組成・上場に関する具体的な検討が活発化するものと期待される。上場インフラファンドは、上場リートと制度上共通する部分も多いが、実際には、投資対象の性質やリスクが異なり、それに応じて制度が異なる部分もあり、実際の組成・上場にあたっては、実務上検討すべき事項は多い。森・濱田松本法律事務所では、関係機関・団体や市場関係者との緊密な情報・意見交換を通じて最新の情報・実務動向を把握するとともに、各種インフラや発電所の建設・運営とその資金調達に精通するインフラ／エネルギープラクティス、J-REITを始めとするファンドの組成・上場に圧倒的な経験を有するアセットマネジメントプラクティス、リートプラクティス、キャピタルマーケットプラクティスを始めとする関連プラクティス分野の弁護士が連携し、一体として上場インフラファンドの組成・上場をサポートできる体制を整えている。

³⁸ インフラ投信規則等制定概要Ⅳ.3。

文献情報

- 本 『金融商品取引法制の潮流』（2015年2月刊）
 出版社 公益財団法人日本証券経済研究所
 著者 中村 聡（共著）
- 論文 「対話型アクティビスト対応の手法〔上〕」
 掲載誌 旬刊商事法務 No. 2057 2015年2月5日号
 著者 石綿 学（共著）
- 論文 「対話型アクティビスト対応の手法〔下〕」
 掲載誌 旬刊商事法務 No. 2059 2015年2月15日号
 著者 石綿 学（共著）
- 論文 「<平成26年会社法改正を踏まえた実務の検討(4)>資金調達に関する規律の見直し」
 掲載誌 旬刊商事法務 No. 2060 2015年2月25日号
 著者 戸嶋 浩二、熊谷 真和（共著）
- 論文 「プロジェクトファイナンスの契約実務における留意点―国内火力発電所を念頭に②工事請負契約」
 掲載誌 NBL 1047号 2015年4月1日
 著者 小林 卓泰、齊藤 憲司（共著）
- 論文 「プロジェクトファイナンスの契約実務における留意点―国内火力発電所を念頭に③運営管理契約、長期保守契約」
 掲載誌 NBL 1048号 2015年4月15日
 著者 小林 卓泰、齊藤 憲司（共著）
- 論文 「大口信用供与等規制の見直しに関する銀行法施行令、銀行法施行規則等の改正の概要」
 掲載誌 金融法務事情 2016号 2015年4月25日号
 著者 矢田 悠、湯川 昌紀（共著）
- 論文 「The Equity Capital Markets Handbook 2015」
 掲載誌 Capital Markets Intelligence 2015年4月
 著者 中村 聡、根本 敏光（共著）

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

- 論文 「プロジェクトファイナンスの契約実務における留意点—国内火力発電所を念頭に④燃料供給契約」

掲載誌 NBL 1049号 2015年5月1日

著者 小林 卓泰、齊藤 憲司（共著）

- 本 『平成26年改正会社法—改正の経緯とポイント 規則対応補訂版』（2015年5月刊）

出版社 有斐閣 補訂版

著者 野村 修也、奥山 健志（編者）、石井 裕介、戸嶋 浩二、太子堂厚子、久保田 修平、稲生 隆浩、代 宗剛、森田 恒平、河島 勇太、近澤 諒、田口 靖晃、若林 功晃、小林 雄介、白根 央、朽網 友章、立石 光宏、桑原 秀明、北山 昇、角田 望（共著）

- 論文 「The Public-Private Partnership Law Review – Chapter 9 Japan」

出版社 Law Business Research Ltd

著者 佐藤 正謙、岡谷 茂樹、末廣 裕亮（共著）

NEWS

➤ バンコクオフィス業務開始のお知らせ

当事務所は、2012年にシンガポールオフィス、2014年にはヤンゴンオフィスを開設し、アジアの新興国特有の諸問題にかかわるノウハウと豊富なクロスボーダー案件の経験を活かして、クライアントの皆様にはリーガル・サポートを提供してまいりました。また、タイにおいては、提携関係を有している Chandler & Thong-ek 法律事務所に、二見 英知弁護士が常駐する MHM バンコクデスクを設け、同国における皆様のご活動のサポートを実施してまいりました。

近時、アジア新興国の中でも特に成長著しいタイにおいては、複雑な案件が急増するとともに、現地におけるサポートの必要性が一段と高まってきております。当事務所は、時代の変化や多様化するリーガルニーズに応えつつ最良のクライアント・サービスを提供することを常に使命としており、タイ現地におけるサービスの提供体制をより一層強化すべく、今般、MHM バンコクデスクを改変し、新たにオフィスを設けることを決定し、2015年4月1日より開業いたしました。

バンコクオフィスでは、35年を超える国際取引の実務経験を有するパートナーの米 正剛弁護士が代表を務めるほか、引き続き二見 英知弁護士が常駐して業務を提供いたします。さらに、クロスボーダー案件につき豊富な経験を有する秋本 誠司弁護士が新たに常駐いたします。バンコクオフィスは、東京・大阪・福岡の各オフィスにおけるタイ案件の豊富な経験を有する弁護士と、また同地域に所在す

Energy & Infrastructure / Capital Markets / Asset Management / REIT Bulletin

るシンガポールオフィス、ヤンゴンオフィスの弁護士とも緊密に協働しながら、クライアントの皆様をサポートしてまいります。

当事務所は、今後とも、東京、大阪、福岡、北京、上海、シンガポール、ヤンゴン、そして新たに加わるバンコクの各オフィス・全弁護士が一丸となって、より一層クライアントの皆様のお役に立てるよう尽力してまいりますので、何卒宜しくお願い申し上げます。

➤ **名古屋オフィス開設のお知らせ**

当事務所は、この度、東海地区のクライアントの皆様の拠点設置へのご要望にお応えするため、名古屋オフィスを開設することを決定いたしました。

名古屋オフィスには、M&A、会社法関連業務、アジア業務、税務等において豊富な経験を有する小島 義博弁護士およびアソシエイト弁護士複数名が所属し、案件に応じて東京オフィス等の弁護士とも共同して、M&A、会社法関連業務、独禁法、危機対応、アジア業務、知財、ファイナンス、税務等の幅広い分野のリーガル・ニーズにお応えしてまいります。さらに、クロスボーダーの M&A やアジア業務等につきましては、国内拠点のみならず、北京、上海、シンガポール、バンコク、ヤンゴンを含めた海外の各拠点と連携をとりながら、東海地区のクライアントの皆様にも充実した最先端のリーガル・サービスを提供してまいります。

名古屋オフィスの開設については、2015 年 9 月のスタートを目指しております。開設日・オフィスの所在地等の詳細が決まりましたら、改めてお知らせいたします。

※ 名古屋オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として開設する予定です。

➤ **Chambers Asia-Pacific Awards 2015 にて受賞しました**

2015 年 5 月 4 日に香港で行われた、Chambers Asia-Pacific Awards 2015 にて、当事務所は Japan National Law Firm of the Year を受賞しました。

(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