

上場インフラ市場研究会

第3回 議事要旨

1. **開催日時**：平成24年11月7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**：

- (1) 各論検討（法的性質・取得形態等について）
- (2) 実務課題—信託受益権化について
- (3) 各論検討（想定されるリスクについて）

4. **議事要旨**：

(1) **法的性質・取得形態等について**

- ・ 事務局から概ね次の点について説明が行われた。

【対象資産の法的性質について】

[検討の前提]

- ・ 投資法人・投資信託形態 投信法上の投資対象である特定資産に該当する必要
- ・ 受益証券発行信託形態 信託法上、特定資産といった形で投資対象が限定されず

[発電施設の主な設備と設置方法]

[整理の進め方]

- ・ 投信法上は、一定の不動産性を有する資産であって、かつ、価格等の調査が可能であるなど法令の所要の条件を満たす資産については、投資対象資産（特定資産）として必ずしも否定されるものではないと、整理することも可能と考えられることを前提として、東証において制度整備を進めることについて検討

【対象資産の公示性について】

- ・ 投資者保護の観点から運用資産の取引の安全性を確保するため、現物取得・間接取得に関わらず、対象資産の公示性（第三者対抗要件）を具備する必要

【対象資産の取得形態について】

- ・ 投資法人・投資信託形態及び受益証券発行信託形態でのインフラ資産の取得形態については、現物資産による運用・保有のほか、有価証券投資・匿名組合出資による間接取得形態を想定
- ・ 上場制度上、間接取得形態による運用を幅広く認めることについて検討
- ・ 受益証券発行信託形態の場合の間接取得形態による保有についても検討
- ・ 現物投資への同等性を確保しつつ間接取得形態による運用を幅広く認めるにあたっての制限・比率算定方法その他制度上の手当てについて検討

- ・ 上記説明について委員からの主な発言要旨は、概ね以下のとおり。

(対象資産の法的性質について)

- ・ 投信法上は、民法上の整理にあまり捉われる必要はないのではないか。投信法上は実質的、政策的に判断されるものと考えられるため、投資対象が投資信託・投資法人の投資対象資産としてふさわしいものかという観点で整理していくことが望ましい。

- ・ 投信法の特定資産の概念は、特段独自の定義が示されているということではなく、他の法律の概念を借用・参照するような形で定められているため、民法上の議論を無視することもできないが、要は土地の定着物に該当するかどうかということではないか。
- ・ 定着性は、ある程度の永続性・継続性を以って固着しているか、また、固着された状態で使用されることがその資産の取引上の性質であるということになると思う。この点は社会通念に沿って判断されるものであり、ケースバイケースであろう。
- ・ 太陽光パネルは、しっかりとした基礎工事をしているという印象であり、判例では、動揺を防ぐ程度の目的で固着されたものではダメだが基礎工事をしていれば良いという事案もあるので、その点で定着性があると整理することも可能かとは思いますが、太陽光パネルは屋根上に設置できる性質もあるため、この点は、地上設置のものとは分別して整理していくことが考えられる。
- ・ 過去、最高裁では地方税法上の不動産の定義について争われた例がある。これは、地方税法上も不動産の定義が置かれていないなかで、特段の事由が認められないので民法の規定に従うという判決である。特段の事由があるとして、投信法上、政策的な意義から不動産性を有するという整理ができれば、それが優先されることになるのではないか。
- ・ 特定資産に何が該当するかどうかは、方向性を示した上で、東証において関係者間の調整をしていくことになるだろうが、当局から、何らかの指針が示されるとより実務がワークすることになるため、検討することが望ましい。
- ・ 第三者対抗要件が備わっていて、経済価値が算定できる資産については、特定資産の対象として整理していくことが適当ではないか。例えば、洋上風力発電などは土地の定着性しているとは言えないが、投資対象資産としては問題ないと考えられる。

(対象資産の公示性について)

- ・ 原則的には第三者対抗要件の具備を求めていくということによりよいと考えるが、あまり拘子定規に規定するのではなく、どのような事情で具備されていないのかという点を実質的に確認し、開示で手当てを行うなどの余地を設ける方が望ましいのではないか。
- ・ 第三者対抗要件の具備については、物の法的性質によって決まってくるものである。不動産であれば不動産に沿った対応が、動産であれば引渡し、動産・債権譲渡特例法に基づく登記で対応していくことになる。ただし、設備は、現在の不動産登記の対象にはならないため判例上認められてきた明認方法という慣習的な対応を行うこととなるが、どこまで行えば良いのかを考える必要がある。
- ・ 土地賃借権の場合、対象資産の公示性について検討が必要となる。土地所有権であれば、定着物も土地の登記の中に含まれていると判断できるが、借地上の定着物は登記には含まれないため、明認方法といった議論となっていく。
- ・ 運用資産は、原則として登記物件のみとする方法もあるが、現在動いているプロジェクトでは、やはり賃借権登記する例はあまりないようである。第三者対抗要件の具備を求めない余地をもう少し残し、ケースバイケースで判断できるようにすべき。
- ・ 第三者対抗要件の具備を原則求めていくことになると、小規模案件については相対的にコストが高くなってしまい、結果的に対象物件を狭めることになるため、ある程度

幅広に対象資産としていくよう検討すべきではないか。

- ・ 通常、プロジェクトファイナンスにおいて、工場財団化など賃借権等も含めて第三者対抗要件の具備を求めており、その他の各種契約についても、あらかじめ譲渡担保・質権設定も含めて対応を求めている。市場育成の観点からは、デッドファイナンスの実務も考慮した制度設計が望ましい。
- ・ 銀行ローンに対して担保設定する場合は、工場財団化して抵当権を付けることが可能であり、賃借権の場合でも対応できると考えられるが、まったくデッドファイナンスを活用しない場合は、工場財団化ができないため留意が必要である。

(対象資産の取得形態について)

- ・ 間接取得形態を広く認めていく方向が妥当ではないか。ただし、間接取得形態の中身をしっかりと確認していく必要がある。
- ・ 海外のインフラファンドでは、基本的には現物保有形態はほとんどなく、間接取得形態が一般的である。レバレッジや透明性の確保など考慮すべき点は多いため、上場商品としての適格性を担保するため一定の規制を設ける必要もあるが、基本的には日本においても海外同様に、間接取得形態を幅広く認めていく制度設計をすべきである。
- ・ 間接取得形態の場合には、レバレッジには十分留意すべきだが、関係者がSPCにそのまま関与するケースが多いことが想定されるし、むしろその方が投資者の安心感が高まるとも考えられることから、間接取得形態を幅広く認めていくことが望ましい。
- ・ 対象資産の間接取得形態による保有を幅広く認めることについては、注意すべきではないか。間接取得形態による保有を幅広く認めた結果、投資対象資産が本来の特定資産の範囲に収まるのかどうかポイントではないか。上場基準で厳しく制約を設ける必要はないが、間接取得形態が多い案件はより注意して確認することも考えられる。
- ・ 間接取得を大々的に認めていくことは慎重に検討すべきではないか。例えば、間接取得形態を幅広く認める代わりに、連結ベースのLTV規制を明示的に導入しリスクを限定することなども考えられる。
- ・ 間接取得形態は、実質的なレバレッジや減損等にも影響が生じるため、投資家に十分に情報開示していく必要がある。
- ・ 間接取得形態による不正を防止する観点からは、間接取得形態を採用した理由をしっかりと開示させ、しっかりと確認していくことが重要ではないか。
- ・ 現行J-REITでは、間接取得形態のまま保有し続けることはあまり想定されていないが、今回は保有し続けるケースが多いと思われる。連結財務諸表の作成などは相当の負担となるため現実的はないと思うが、間接取得を継続する場合の開示をどうするのか整理していくべきではないか。
- ・ 間接取得のビークルの規模が小さいと、コスト要因で未監査となるケースもある。未監査ビークルを認める場合、運用会社がどのように管理していくか、あるいは、レポーティングを求めどのように把握していくかといった点について、運用体制の確認などを行うことを検討すべきではないか。
- ・ 間接取得形態の場合、過剰なレバレッジが効いている商品は排除する必要があるが、定量的に保有比率を規制することも自由度を損なう観点で望ましくはない。これを両

立させるためには、ファンドのガバナンスをどのように担保していくかということになるのではないかと。例えば、投資法人の場合、監督役員の要件を取引所が付加的に求めることなどが考えられる。

- ・ 間接取得形態の場合、別のファンドなりSPCなりでしっかりとした運用者が別途アサインされていて、その運用能力に依拠し、投資の果実をパッシブに受け取るだけということになるため、資産運用会社に求められる資質や能力が変わってくる点には留意すべき。

(2) 実務課題—信託受益権化について

- ・ 委員から、太陽光発電設備を中心としてインフラ設備等の信託受託について概ね次の点について説明が行われた。

【現行の不動産管理信託の仕組み】

[信託フローの概要]

[信託を利用する理由]

- ・ 法的安定性の確保
- ・ スキームコストの低減
- ・ 受託者の資金管理の信用力
- ・ 流動性付与、担保としての容易性
- ・ 信託の倒産隔離機能等

※第三者である信託受託者の受託審査を経ていることに対する投資家の安心感

【不動産管理信託の受託プロセスと業務内容】

[受託プロセスと業務内容]

- ・ 事前協議（依頼内容の確認、守秘義務契約の締結、信託報酬の交渉、受託審査）
- ・ 契約手続き（契約内容の交渉（不動産管理処分信託契約書、賃貸借契約書、管理業務委託契約書等）、契約締結）
- ・ 信託契約期間（建物管理、テナント管理、入出金管理、配当支払い）
- ・ 契約終了（終了の手続き）

[受託審査の主な審査項目]

- ・ 当事者（委託者兼受益者、外部委託業者）の適格性
- ・ 事業スキームの適正性、堅確性
- ・ 信託財産に関する遵法性
- ・ 信託価額の妥当性

※信託法、信託業法、監督指針・検査マニュアルに基づく審査

※受託資産自体を規制する法令による制限も考慮する必要

【太陽光発電設備の受託スキーム（受託者売電型）の概要】

【太陽光発電設備の受託スキーム（賃貸型）の概要】

【信託を活用した太陽光発電設備の証券化】

【太陽光発電設備受託の留意事項】

- ・ 他業制限への抵触の有無
- ・ 設備等の遵法性
- ・ 第三者対抗要件の具備方法
- ・ 価格の検証
- ・ 盗難や地震・津波などへの対応、工作物瑕疵による所有者責任、土地賃借権の更新

【上場ピークルとしての受益証券発行信託（案）】

【受益証券発行信託の特徴】

- ・ アセットマネージャーの設置が必須ではない

- ・投資対象に特段の制約がない
- ・一定の要件を充たせば、集団投資信託税制が適用

- ・ 上記説明について委員からの主な発言要旨は、概ね以下のとおり。
- ・ インフラ設備の信託受益権化の信託受益権化について一定のフィージビリティが確認できたものとして整理を進めることが了承された。
- ・ 受益証券発行信託はシンプルでわかりやすい印象である。
- ・ 受益証券発行信託は、既に現物のコモディティや有価証券を信託財産とした上場商品の実績があり、受益者の権利や開示などについても、実績を参考としつつ、アレンジしていくことが考えられる。
- ・ 受益証券発行信託の受益証券は、明確に金商法上の有価証券に該当する。開示も投資法人とほぼ共通のものを求めていくと整理できるのではないかと。ただし、流動化ビークルであるため、メガソーラー特有のリスクなどは開示していくべきであるが、運用型ファンド特有の情報開示は不要であると考えられる。
- ・ 受託対象となる土地が広大かつ安価なため、通常の不動産信託と異なり、どの程度手間とコストをいかにして境界の調査等を行っていくのかという課題がある。例えば、山間地などは、土地の境界部分の調査には独自の考え方の整理や手当てが必要となっていくのではないかと。

(3) 想定されるリスクについて

- ・ 事務局から概ね次の点について説明が行われた。

【基本的な考え方】

- ・ インフラファンドについてREITや一般的な不動産との相違点を中心にリスクの洗い出しを行い、投資リスクとしての開示を求めるなど、必要な制度上の対応を検討する必要
 - －制度変更の可能性や制度に依拠することに起因するリスク
 - －メガソーラー発電設備としての特有のリスク
 - －運用資産を用いて発電事業を行うことに起因するリスク
 - －一般的リスクのうち、メガソーラーファンドにおいて特に想定すべきリスク

※ファンドとしての一般的リスクは、J-REIT同様の対応を講じるにより対応することが基本

【制度変更の可能性や制度に依拠することに起因するリスク】

- ・ 制度変更の可能性
 - ・ 価格固定リスク（インフレ抵抗リスク）
- 投資リスクとして、インフラ資産の稼働に係る法制度等の変更の可能性や影響を受けることについて開示を求めるほか、例えば、インフラ資産及びその稼働の前提となる制度等の概要の定期的な開示や変更時の適時開示を求めることについて検討

【メガソーラー発電設備としての特有のリスク】

- ・ 発電効率の低下リスク
- ・ 設備不良リスク
- ・ 設備メーカーの破綻リスク

- ・オペレーターの破綻リスク
- ・天候不順リスク
- ・近隣建物等の建設リスク
- ・出力抑制

→投資リスクとしての開示のほか、投資者保護上講じるべき上場制度上の対応について検討
 例えば、稼働状況・管理状況の定期的モニタリング、インフラ資産及び維持管理体制の概要の開示
 許認可・免許、重要な契約条件や変更・解消時の開示、審査、改善措置について検討。

【運用資産を用いて発電事業を行うことに起因するリスク】

- ・買取主体（電力会社）の破綻リスク
- ・売電契約の解除・変更リスク
- ・許認可・免許等の取消リスク
- ・代替発電手段の開発等新技術の発現リスク

→投資リスクとしての開示のほか、投資者保護上講じるべき上場制度上の対応について検討
 例えば、稼働状況・管理状況の定期的モニタリング、インフラ資産及び維持管理体制の概要の開示
 許認可・免許、重要な契約条件や変更・解消時の開示、審査、改善措置について検討

【一般的リスクのうち、メガソーラーファンドにおいて特に想定すべきリスク】

- ・土地利用権に関するリスク（所有権）
- ・土地利用権に関するリスク（賃借権）
- ・土地利用権に関するリスク（賃借権の継続利用）

→投資リスクとしての開示のほか、投資者保護上講じるべき上場制度上の対応について検討
 例えば、土地の賃貸借契約について契約条件の開示や、変更時・解消時の開示、賃借期間が満了する
 一定期間前に、契約継続の見込みや契約継続できない場合の対応方針についての開示を検討

- ・換金性・流動性リスク

→流動性及び規模等に関し、本則市場と同程度の要件を設けることについて検討
 その他の流動性向上策については東証で継続検討する方向で検討

- ・追加投資の不確実性リスク
- ・再投資の不確実性リスク
- ・天災地変に係るリスク
- ・追加発生費用発生リスク

→第2回研究会において整理したとおり、投資リスクとしての開示するほか、収益性を喪失した場合は解散・清算するなど制度上の対応を検討

- ・稼働状況・管理状況の定期的なモニタリング、インフラ資産及び維持管理体制の概要の開示、許認可・免許、重要な契約条件や変更・解消時の開示、審査、改善措置に関する具体的なイメージについて検討

- ・ 上記説明について委員からの主な発言要旨は、概ね以下のとおり。
- ・ 株式会社であれば上場制度上事業継続の前提を失った場合に上場廃止とすることは考えられるが、ファンドの場合は意味合いが異なってくるのではないかと。基本的にはファンドは資産があるため、投資家にとって実態的に何が有益かということを考える必要がある。例えば、投資口の買取など投資者に現金を還元するといった対応が考えられるのではないかと。

- ・ 自己投資口取得の解禁については、流動性向上策という観点よりは資本政策の観点で検討されているものであり、流動性向上策として強調することは適当ではないのではないか。流動性向上策として活用することにより、かえって流通量が少なくなり、上場廃止基準に抵触する可能性もあることについては留意すべき。
- ・ メガソーラーはまだ実績も積み上がっていないため、できる限り具体的なイメージを持って議論した上で、上場制度の方向感を検討すべき。
- ・ トラックレコードが存在しないため、日照量の予想値・推定値は重要なファクターであるが、誰がどのような責任の下で開示していくということかはポイントではないか。間接取得形態であるとブラックボックスになるおそれがあるため十分な対応が必要ではないか。
- ・ 予想・推定値と実績値の乖離が説明できないほどの水準であった場合、上場廃止まではいかないにしても何らかの制裁措置を検討することが考えられるのではないか。
- ・ 資産の減価償却相当分について、再投資のためにどれだけ内部留保に回していくのか、あるいは、分配していくのかといった点について、商品コンセプトも含めて開示をどのように求めていくのかという点は検討していくことが考えられる。
- ・ 不動産の場合、不動産投資顧問業の登録という部分である程度資産運用会社の適格性が担保されていると思うが、メガソーラーについてどのように担保していくのか検討する必要があるのではないか。
- ・ 上場の意義の一つは、換金性の確保ということかと思われるが、マーケットメイクや自己投資口取得などについても継続して検討していくべきである。例えば、上場後当面の間は、適切な流動性の供給の仕組みがある方が望ましく、大口投資主の所有比率をREITとは異なる比率とすることも考えられるのではないか。

以上のような審議を経て、第3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）