

上場インフラ市場研究会

第4回 議事要旨

1. **開催日時**：平成24年11月29日（木） 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（上場制度上の論点①）
- (2) 各論検討（上場制度上の論点②）
- (3) 実務課題－インフラ施設の鑑定評価について

4. **議事要旨**：

(1) 上場制度上の論点①

- ・ 事務局から概ね次の点について説明が行われた。

【上場制度の概要及び検討の前提】

[上場制度のフレームワーク]

- ・ 上場審査ルール 有価証券の新規上場に際して、上場適格性を担保するための基準
- ・ 上場廃止ルール 有価証券の上場適格性が喪失した場合に、上場廃止する基準
- ・ 上場管理ルール 適時開示・行為規範・提出書類など上場後の上場適格性を担保するための基準等

[J-REITの上場制度の概要]

[検討の前提]

- ・ インフラファンドの上場制度のあり方を検討するにあたっては、資産特性との相違点や、組成形態・取得形態など、現行J-REIT上場制度と差異が生じる部分について検討（現行J-REITの上場制度の枠組みや考え方を前提として、インフラファンドについても同様の制度設計。）

【想定される上場制度上の主な論点】

- ・ 市場区分のあり方
- ・ 運用体制・管理体制の健全性
- ・ 間接取得形態への対応
- ・ 運用資産等の比率
- ・ ディスクロージャー・モニタリング
- ・ その他の上場制度上の論点とその対応

【市場区分のあり方】

- ・ インフラファンドは、投資者の資金を主としてインフラ資産やその関連資産に対して運用等を行うことを目的とするものと位置づけ。
- ・ 上場制度上以下のような考え方にに基づき制度設計を行うことを検討。
 - －インフラファンド市場を新たな市場区分として設け、市場第一部やJ-REIT市場と並列の市場として位置づけ。
 - －J-REITとは異なる商品性を形作るための運用資産等の比率の設定を行い、市場間相互の移動がないよう配慮。
 - －組成形態についても、区分表示を行うよう配慮。

【運用体制・管理体制の健全性】

- ・ 投資法人、資産運用会社の適格性や、スポンサー（オリジネーター）との利益相反の防止については、投信法・金融商品取引法・宅建業法・投信協会ルール・取引所ルール等で、一定程度確保。
- ・ 投資法人・資産運用会社の適格性や、スポンサー（オリジネーター）との利益相反の防止についての現行制度の枠組み自体は、インフラ資産の特性を踏まえたとしても、基本的には、J-REIT同様の枠組みを前提とすることを想定。

・インフラ資産の特性を踏まえた対応

- ーインフラ資産の稼働は、行政庁の許認可・免許を得ていることや、オペレーションの継続性の確保が前提となることを踏まえた上場制度上の対応を検討。
- ー具体的には、新規上場時及び継続上場時の対応に加えて、投資法人・資産運用会社において、オペレーターの適格性を確保するための体制と、継続的に確保していくための体制が、相応に整備され、適切に運用されている状況にあることを上場制度上求めることについて検討。

- ・ 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。
- ・ 制度設計の基本的考え方としては、事務局案は細かい点まで行き届いていて良いのではないか。
- ・ ファンド自体が発電設備を保有し売電事業者となるケースと、ファンドはオペレーション事業者とのパフォーマンス連動の賃貸契約を通じて実質的に売電事業に関わるケースがあると思うが、どちらも排除しないということによいか。
- ・ 市場区分はあまり厳格に設けるよりも、株券で様々な業種区分があるように、投資法人の中に不動産に主として投資する J-REIT と、インフラに注力するインフラファンドがあるくらいで良いのではないか。
- ・ インフラファンドと J-REIT は、非常に性質が似ているものの、少し商品性が違うものが入って来ると混乱してしまうことも考えられるため、やはり当初は市場区分を分けていくことが望ましい。ただし、インフラの概念が広がってきたところで徐々に一緒にしていくことも将来的に検討することも考えられる。
- ・ 市場区分を細かくせよということではないが、エクイティ型 REIT だけではなく、将来的にはアメリカなどで上場しているデット REIT の市場整備も検討することが考えられる。
- ・ 日本では、単純なオフバランス化するためのファンドが多いと思うが、投資法人という同じ枠組みであっても、オフバランス化するためのファンドと、資金を集めてインフラ投資を行うためのファンドの 2 種類が考えられる。どちらのタイプのファンドかによって、オペレーターの重みが変わってくるのではないか。
- ・ 資金を集めてインフラ投資を行うためのファンドの場合、オペレーターの選定はある意味投資ノウハウの範疇であり、取引所があまり立ち入れる分野でもなく、上場審査とは馴染みにくいのではないか。一方、オフバランス化するためのファンドの場合、オペレーター自体が投資判断上重要になってくるのではないか。また、継続上場時において、制度上最低限の開示は必要になるが、より大事なものは IR 活動である。ファンドの性質の違いを踏まえて、投資家にしっかり説明することが望まれるが、これについては、今後取引所として考えていく際には、手綱を引き締めたり緩めたり、上手にやっていくことが望ましい。
- ・ スポンサー関係者がオペレーションを行うスポンサー系ファンドや、様々な案件に投資する非スポンサー系ファンドといった類型がある中で、レビューのポイントはあまり変わらず、枠組みの確認チェックが中心になるということによいか。
- ・ オペレーターについて、今の J-REIT 市場を見ると、オペレーションを誰がやって

いるかはマーケットの評価の重要な視点だが、そのオペレーターがどんな資格を備えているかはあまり議論になっていない。最低限の資格は必要だが、あまり形式的なハードルを上げすぎるとオペレーターの広がりを抑制することになり、代替性が無くなってしまったりするのではないか。

(2) 上場制度上の論点②

- ・ 事務局から概ね次の点について説明が行われた。

【取得形態・運用資産等の比率－検討の前提－】

〔取得対象資産の範囲〕

(インフラ現物資産)

- ・ 再生可能エネルギー特別措置法第2条第3項で規定する再生可能エネルギー発電設備及び当該設備の附帯設備並びに附帯施設
- ・ 上記資産が定着している土地、土地の賃借権、地上権、地役権
- ・ 上記に掲げる資産を信託する信託の受益権

(インフラ関連資産)

- ・ インフラ現物資産に投資する又は保有するファンド・組合等（間接投資ビークル）の受益証券・出資持分（資産流動化証券（特定目的会社の優先出資証券）、投資信託（受益証券）、投資法人（投資証券）、特定目的信託（受益証券）、組合出資持分、その他外国においてこれらに類するもの（LPS、LLP等）

〔現行J-REITの枠組み〕

- ・ J-REIT市場は、投資者が不動産現物資産への疑似的な投資となることを商品性コンセプトとして制度設計。このため、運用資産等の比率を以下のとおり上場制度上設定。
 - ・ 不動産現物資産の比率が70%以上（1年以内に回復しない場合は上場廃止）
（間接取得資産は、不動産関連資産としてカウント。）
 - ・ 不動産現物資産、不動産関連資産（間接取得）及び流動資産等の比率が95%以上（1年以内に回復しない場合は上場廃止）
- ※レバレッジ規制は未導入。

※不動産市況の悪化時等において保守的なポートフォリオを可能とするために、国債等の安全資産についても、上場制度上の不動産等としてカウントすべきとの指摘。

【取得形態のあり方】

〔整理の考え方（案）〕

- ・ 柔軟性の確保や国際的な整合性を踏まえると、間接取得形態を幅広く認めることが適当。
- ・ ただし、ファンド全体のレバレッジがわかりにくくなるなど透明性の確保、さらには過度にレバレッジが掛けられることなどが懸念。
- ・ このため、上場商品の対象とするにあたっては、慎重に対応していくことが適当。

〔具体的な整理の方向性（案）〕

- ・ 以下のように一定の透明性の確保ができる場合に限定して間接取得を認めていくことについて検討。
 - ・ 内国組成ファンドについては、間接取得ビークルに関して
 - － 公認会計士等による監査済（法定・任意）など第三者による一定のチェックを受けた財務諸表を作成し、開示することに同意していること。
 - － 実質的に現物資産を取得しているものと同視できること。
 - ・ 外国組成ファンドについては、連結財務諸表作成根拠及びそれに対する法定監査根拠がある外国で組成されたファンドであって、公認会計士等による監査済の連結財務諸表を作成、開示することとしていること

- ・上記の制限を設けることに加えて、以下のような対応を行うことを検討。
 - ・レバレッジ水準に関する方針の策定を求め、運用方針においてその記載や、方針の変更に関する適時開示を義務づけ。
 - ・過度のレバレッジ水準（例えば、30～50%以上）を設定するファンドや、間接取得形態を中心とした運用を行うファンドについては、より慎重な審査・確認を実施。
- ※レバレッジ規制のあり方については、実際に組成されるファンドの実情等も見極めつつ、東証において、J-REITなどの上場投資法人全体として、その必要性やあり方を継続検討。

【運用資産等の比率のあり方】

- ・上場制度上、例えば、次のような運用資産等の比率を設定することを検討。
 - ・インフラ現物資産、インフラ関連資産（間接取得）の実質投資金額に加えて、国債等の合計額の比率が70%以上
 - ・インフラ現物資産、インフラ関連資産（間接取得）の実質投資金額、国債等に加えて、流動資産等の合計額の比率が95%以上
- ※既存のJ-REITについては、インフラファンドと商品性を区別する観点から、不動産現物資産・不動産関連資産とインフラ資産の定義を明確に区分。
- ※組成者において他規制を踏まえた運用等を行う必要。

【その他の上場制度上の論点とその対応】

[許認可・免許やオペレーターの適格性の喪失などへの対応]

- ・現行J-REIT制度の枠組みを前提とした上で、許認可・免許等の喪失（設備認定の喪失）や、重要な契約の喪失（オペレーターの消滅、特定契約の解消）、重要な契約の満了（特定契約の満了）の場合には、インフラ資産の稼働の前提となる条件が喪失したもものとして、上場制度上の運用資産等の比率の算定対象資産から除外することを検討。
- ※一定比率以上のインフラ資産の稼働の継続性が喪失（一定期間内に回復しない場合）した段階で上場廃止となることを検討。
- ・上記に加えて、上場廃止となる場合には、投資法人規約等において解散する旨を定めることを上場制度上求めるほか、大口出資者（スポンサー）などによる買取りを想定することにより、投資者に現金清算するスキームとすることを検討。

[実績が乏しいことへの対応]

- ・インフラ資産は、相応の実績を有しないことや、許認可・免許等の取得（設備認定）や、重要な契約の締結（オペレーター契約、特定契約の締結）が稼働の前提であることを考慮し、現に、賃貸事業収入が生じているインフラ資産（トラックレコードを有する資産）を継続的に所有することにより、分配が継続して行われる見込みのあることを審査することを検討。
- ・トラックレコードの期間は、資産特性や物件の個別性により異なることから、定量的な定めを設けないことを検討。
- ・加えて、インフラ資産の特性を踏まえたディスクロージャー・モニタリング等の対応を検討
 - －稼働状況・管理状況の定期的なモニタリング（法定書類の開示や、日射量・発電量の推定値・設計値・予想値と実績値の開示等）
 - －インフラ資産及び維持管理体制の概要の開示（インフラ資産・オペレーターの概要、維持管理体制・計画、選定基準・適合状況等）
 - －稼働の前提となる許認可・免許や重要な契約条件の変更・解消時の適時開示

[開示義務違反や不適正な開示等に対する対応]

- ・開示義務違反や不適正な開示など取引所上場ルールの違反行為については、現行J-REIT制度や上場会社の枠組みと同様の上場管理ルール（実効性の確保）を設けることにより対応していくことを検討。
- ・予想値・実績値の著しい差異が生じた場合等は、東証の市場運営の一環として、その背景事情や根拠

を聴取するなどの対応を行っていくことを検討。

- ・ 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。
- ・ 既に売電事業を行っている事業者・ファンドにおける会計・税務の状況についてだが、メガソーラー発電施設については、会計上、不動産ではなく、固定資産の中の機械・装置として会計処理、税務処理をしている。よって、減価償却資産対象として減価償却されているが、不動産取得税、登録免許税については支払うことはない。もちろん、土地を所有している場合は、当然に不動産取得税、登録免許税を支払うこととなる。
- ・ 今後、投資法人に組み入れた場合、専門家や当局との調整も必要かもしれないが、基本的には現在の事業者での取扱いを踏襲する形で、固定資産の機械装置として減価償却をすることが想定されるのではないか。不動産と整理して投資法人の投資対象としても、会計面・税務面の実務が変わることはないと考えられる。
- ・ 税務上の観点からは、導管性要件を満たすかどうかが一番重要であるが、特定資産として認められれば、J-REITと同様の取扱いをすることができると考えられ、合併などについても税制上の問題は発生しないと考えられる。
- ・ 現行J-REITにおいても、不動産等として取得している建物について、実際の会計上ではより詳細に実態を見て、機械・装置として計上しているケースも多々ある。このように、特定資産である不動産であっても、会計上の取扱いについては必ずしも一致せず、実態に応じて会計処理を行うことが一般的である。
- ・ 任意監査についてはかなり色々なパターンがあり、会社法の監査でやっているような財務諸表のフルセットでやっているケースもあれば、貸借対照表と損益計算書と注記だけでやっているような簡易ケースもある。細かい話なので将来の課題かと思うが、どの程度のレベルを求めるのかという論点はある。
- ・ インフラファンドのディスクロージャー・モニタリングについて、日射量・発電量等の部分は、買取制度がある程度変わらないことを考えれば、金額でもある程度予想できると思うが、J-REITと同様に、なるべく投資家にわかりやすい形で収益分配予想を開示することが望ましい。
- ・ 業績予想の開示を行う場合、予測と実績の乖離が出た場合のことを考えなくては行けないが、インサイダー取引規制の議論も踏まえつつ、どの程度の水準が重要な事実となるのか検討していただきたい。
- ・ 現状のプロジェクトレベルのレバレッジ水準を参考までにお知らせすると、7～8割くらいになっていることが多い。低いと6割、高いと9割といったところである。
- ・ レバレッジ規制について、不動産の場合は物件価値に対してどの程度の負債という整理だが、太陽光発電では将来キャッシュフローに対してどの程度の負債という整理となる。このため、キャッシュフローが高いので、物件価値に対すると7割や9割という数字も出てくるが、その考え方は馴染まないし、実際には、商品としてのリターン目標によっても変わってきて、やや保守的なレバレッジ倍率になっているのではないか。J-REITにおいてもレバレッジ規制がないことへの不満は聞いたことが無いし、

取引所が規制するよりは、レンダーの考えがハードルとなってくる。

- ・ 商品性にもよるが、どのような投資家を対象とするかによってレバレッジも決まってくるため、必ずしも現在のプロジェクトファイナンスをベースとしたレバレッジが適当なわけではないと考えられる。
- ・ オペレーターについては、あまりに高い代替性を求めていくと立ち行かなくなることも懸念される。積み上がったトラックレコードを見ていくことで、オペレーターの適格性といったものも自然にわかってくる。一方で、当面どんな基準にするかは、関係者もなかなか分からないところがあり、統一的な基準を定めてもらえば、業界全体のためにもなるのではないかと。
- ・ オペレーターの基準について、今後インフラ資産の拡張がされる中で、オペレーターに求められる能力を画一的な基準で定めることはできない、また、逆に画一的に定めることでそれさえクリアすれば何でも良いと思われる弊害も懸念されることから、ある程度プリンスipl的な基準を設けつつ、一号案件、二号案件を見ながらさらに実務を作っていくことで慎重に対処していくという事務局の考え方に賛成である。何を作るのか、誰のパネルを使うのか、誰が設計したのかという方が大事である。
- ・ J-REITのフィーが運用資産に対し40～50ベースということを考えると、あまり重厚な体制作りを求められると、参入する側からするとコストという面もあるので、そうした観点を踏まえて検討すべきである。
- ・ 現在、J-REITにおいても売電事業を副業として営めるかという議論、具体的には、投信法施行令の商品の売買等に携わってはいけないという規定について、電気は商品に含まれないのではないかと議論もされており、関連法上許容されることが前提だが、ファンド自体が売電事業を直接行う形態も十二分にあり得ると考えられる。投資法人が直接事業を行うこととする場合は、資産運用会社の要件などは賃貸側スキームとは変わってくることになるだろう。

(3) 実務課題—インフラ施設の鑑定評価について

- ・ 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。

【I. 投資対象としてのメガソーラー施設概観】

〔1. インフラ施設の種類など〕

- (1) インフラ施設の種類
- (2) 事業リスクの程度

〔2. 投資対象として捉えたメガソーラー施設の特徴〕

- (1) 供給要因
- (2) 需要要因
- (3) 収支構造

【II. メガソーラー施設の評価について～評価上の留意点を中心に～】

〔1. 想定対象施設〕

- (1) 税込買取価格(調達価格)・買取期間(調達期間) 42円/kWh(税抜40円/kWh)・20年間
- (2) 土地利用権 賃借権：期間20年(調達期間見合い)、所有権
- (3) 事業期間 ① 土地利用権が賃借権の場合：20年間(調達期間見合い)
② 土地利用権が所有権の場合：20～25年(太陽光パネルの寿命見合い)

- (4) 事業形態 (①運営委託、②不動産賃貸(パススルー賃料または固定賃料))
- [2. 採用する鑑定評価手法]
- ・不動産鑑定評価基準 各論第3章による原則的な評価手法
 - ・収益価格を標準とし、原価法による積算価格及び取引事例比較法による比準価格を比較考量して決定
 - ・収益価格についてはDCF法を適用するとともに、直接還元法により検証を行うことが適切
 - ・収益価格をもって鑑定評価額を決定
- [3. 収益還元法]
- [3-1. DCF法【分析シナリオの設定】]
- [3-2. DCF法【事業運営形態とキャッシュフローの構成】]
- [3-3. DCF法【利回りの把握】]
- [3-4. DCF法【利回りの基本構造】(投資対象として熟成された不動産)]
- [3-5. DCF法【利回りベンチマーク】(投資対象として熟成された不動産)]
- [3-6. DCF法【利回りの把握】(投資対象として熟成されていない不動産：メガソーラー)]
- [3-7. DCF法【メガソーラー施設のディスカウントレート算定例】]
- [3-8. DCF法【不動産リスクプレミアム】]
- [3-9. DCF法【メガソーラー施設に固有のリスク要因(例示)】]
- [3-10. DCF法【価格固定リスク(インフレリスク)】]
- [4-1. 原価法(コストアプローチ)]
- [4-2. 原価法【土地と工作物への簿価の振り分け】]
- [4-3. 簿価の振り分け①【税務上の取り扱い】]
- [4-4. 簿価の振り分け②【会計上の取り扱い】]
- [4-5. 簿価の振り分け③【鑑定評価上の取り扱い】]
- [5. 取引事例比較法]
- [6-1. その他の課題①【土壌汚染等の取り扱い】]
- [6-2. その他の課題②【過剰な開発利益の発生?】]

- ・ 上記説明の後、若干の質疑応答が行われ、インフラ施設の鑑定評価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。

以上のような審議を経て、第4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)