



上場インフラ市場の 創設に向けた東証の取組み

株式会社 東京証券取引所
執行役員（上場推進・マーケット営業担当）

小沼 泰之

はじめに

平成25年5月14日、東京証券取引所（以下「東証」という。）において設置された「上場インフラ市場研究会」（以下「研究会」という。）による提言が取りまとめられ、「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—」（以下「研究会報告」という。）が公表された（注1）。

研究会は、我が国においてインフラを投資対象とする上場商品の取引所市場を創設するにあたっての実務上の諸課題や制度の方向性等を整理するために設置されたものである。東証では、研究会報告における提言や我が国

の実情も踏まえ、上場インフラ市場の整備・育成に向けた検討を進める予定である。

本稿では、研究会報告で示された提言を概説するとともに、今後の東証及び日本取引所グループにおける取組みについて説明させていただくこととしたい。なお、文中、意見にわたる部分は筆者の個人的見解である。また、研究会報告は、東証又は日本取引所グループの決定事項ではないことに留意されたい。

1. 検討の背景及び経緯

（1）諸外国の動向

近時、諸外国においては、政府・自治体の財政状況の制約や、巨額のインフラの維持・更新投資、新たなインフラ整備投資の必要性などインフラ供給側のニーズが存在することに加え、一方では安定した新しいアセットクラスを求める需要側（投資者）が出現したことも背景として、上場・非上場を問わずインフラファンドが多数設立され、インフラへの

目次

はじめに

1. 検討の背景及び経緯
2. 研究会報告における提言
3. 研究会報告を受けた東証の対応

(図表 1)



民間資金の活用を進める手段として活用されている。上場インフラファンドは、全世界で約50銘柄、時価総額約10.4兆円の規模（平成25年1月30日時点）まで成長し、オーストラリア、カナダをはじめとして、アメリカやイギリス、アジアにおいては、シンガポール、韓国などの取引所も上場市場の整備を行い、各取引所の主要な上場商品の一つとして育成されつつある。本年も、新たにタイにおいて、インフラを対象とする上場市場が開設され、インフラファンドが上場されるなど、世界的にも、インフラを対象とする上場市場の整備と活用が進められつつある。

諸外国の上場市場において対象とされるインフラは多岐にわたっており、メガソーラー

や風力発電などの再生可能エネルギー発電をはじめとして、火力発電所・送電網などの電力インフラ、石油やガスのパイプライン・備蓄施設などのエネルギーインフラ、空港・鉄道・港湾・道路・船舶などの運輸インフラや水道などの生活インフラを対象とするインフラファンドが上場している状況がみられる。

また、インフラファンドは経済動向等の影響を受けにくい安定的な新しいアセットクラスとして、資産運用の多様化の観点などから投資者からの関心が高まりつつある。現に、インフラに投資する機関投資家数は、世界的に増加の一途を辿っており（注2）、個人投資家も含めた幅広い投資者からの投資も進んでいる状況がみられる。

(2) 我が国の状況及び研究会設置趣旨等

近時、我が国においても、厳しい財政事情や巨額のインフラの維持・更新投資の必要性を背景として、政府・自治体による公共投資や財政投融资などの財政ファイナンスに代わる新たなインフラへの資金循環スキームを構築する中期的・潜在的な必要性が高まりつつあり、インフラの整備や運営について、民間資金やそのノウハウを活用する方策であるPPP^(注3)やPFI^(注4)の促進、官民連携インフラファンドの創設などへ向けた取組みが進められている。

こうした民間によるインフラ運営を進めるための環境整備が進められる一方、我が国において本格的なインフラ投資が進まない要因として、個人投資家が購入できるインフラを対象とする金融商品が十分に提供されていないことや、諸外国並みに上場市場が整備されていないこともその要因として指摘されている。

東証では、こうした状況を背景として、上場インフラ市場の創設に向けた具体的な検討を進めるため、平成24年9月に研究会を設置し、銀行、信託銀行や証券会社などの金融機関をはじめとする実務者や各界の有識者・専門家の方々に委員に就任いただいた。研究会では、本年5月までの9か月間、対象となり得るインフラの範囲や、対象とする組成形態、取引所上場制度のあり方等について、基本的な考え方やその方向性等の検討を行っていた次第である。

■ 2. 研究会報告における提言

(1) 総論

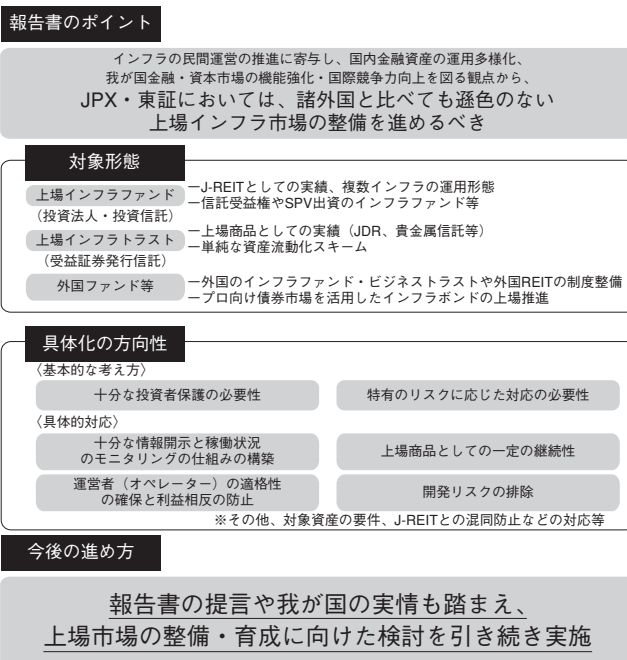
研究会報告では、まず、インフラは一般に、社会からの幅広い負担により整備・運営されるものであり、それによって得られる収益も広く社会に還元することが望ましいと考えられることから、上場インフラ市場の創設は、インフラを広く社会全体で支える仕組みを構築することに繋がる意義を有するとの基本感が示されている。その上で、インフラの整備・運営に関してより一層の民間資金の活用が図られる必要があることや、金融資産の運用の多様化を進めることが求められる背景などを踏まえると、我が国においても、諸外国と比べても遜色のない上場インフラ市場を整備することが望ましいと提言いただいた。

また、制度整備にあたっての基本的な考え方として、インフラは、我が国において投資対象としての実績を有しない新しいアセットクラスであることや、資産特性に起因する特有のリスクがあることを十分に考慮し、公正性・透明性を確保する対応や、資産特性に起因するリスクの低減を図り、十分な投資者保護を図ることを基本とすることが適当と整理いただいている。

(2) 上場市場の対象とするインフラ

インフラは、一般的には、国民生活や経済社会が機能するために必要な社会資本・社会

(図表 2)



基盤ともいわれる。近時、諸外国においては、発電所・送電網やパイプラインなど民間が保有するインフラをはじめ、道路・港湾・空港などの公有インフラに設定されたコンセッション（公共施設等運営権）を投資対象とする上場市場が整備されつつある。

研究会報告では、上場市場は、諸外国の市場に比類する範囲の幅広いインフラを投資対象とすることを基本としつつも、上場インフラファンドなどインフラを対象とする上場商品については、個人投資家も含めた幅広い投資者からの投資対象となることを踏まえ、

①投資適合性（料金収受が可能で収益性を有するかという点や資産として価格算定・評価することが可能といった評価性など、投

資対象となるための最低限の条件を備えているか。）、

②投資資産性（特定の事業会社の事業用の資産と一定の区別がされているか。具体的には、いわゆるオペレーショナル・アセット（注5）として転売可能性を概念的に有するか（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等）。）、

③その他の観点（一定の公益性・公共性を有するか、民営性を有するか（民間の運営実績等）、運営の健全性を有するか（民間の運営に際して一定の公的規制が課せられているか等）。）、

といった観点を総合的に勘案し、インフラの

範囲を整理するよう提言いただいた。

(3) 上場市場の対象とする組成形態

上場商品は、投資法人・投資信託をはじめとして、株式会社や合同会社、特定目的会社・特定目的信託、社債等の債券、信託、組合など、様々な形態により（またこれらの形態を組み合わせる方法により）組成することが想定される。諸外国においても、各国の法制や税制に応じた形態でインフラを対象とする上場商品が組成されている。

研究会報告では、上場インフラファンドなどインフラを対象とする上場商品について、個人投資家も含めた幅広い投資者からの投資対象となることを踏まえ、十分な投資者保護を図る観点から、その組成形態は、上場商品として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、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した上で、具体的には、次の組成形態を掲げている。

① 投資法人・投資信託

投資法人・投資信託は、不動産投資信託証券（J-REIT）として現物資産を対象とする上場商品の実績を有しており、幅広い投資者に理解されているほか、投信法や金商法等の規制下にあり、法制面での安定性を有するとした上で、複数のインフラを運用することが可能となるほか、一定の収益分配が行われる形態であることから、インフラを対象とする上場商品の組成形態として適当と整理いた

だ。

② 受益証券発行信託

受益証券発行信託^{（注6）}は、有価証券以外にも動産や不動産など様々な資産を有価証券化する柔軟性を有するものであり、近時、貴金属ETFや、外国証券のJDR^{（注7）}として上場され活用されているほか、信託法をはじめ、信託業法・兼営法や金商法などの規制下であり、法制面での安定性を有するとした上で、資産の入替えなど運用を想定しない大規模インフラや、運営期間が限定された資産など多様なインフラの受け皿となることが可能であると考えられることから、インフラを対象とする上場商品の組成形態として適当と整理いただいた。

③ その他の組成形態等

我が国の法令に基づき組成される形態だけではなく、外国インフラファンドについても、インフラを対象とする上場商品の組成形態として適当と提言いただいた。

我が国では、金融・資本市場の国際化を推進する観点から、外国株や外国債券、外国ETFなどの上場を推進するため、法制面においても、英文開示制度やJDRなどの基盤整備が進められてきたほか、取引所上場制度においても多様な外国証券の上場制度の整備を進めている。こうした中、外国インフラファンドや外国REITについても、公募投資信託の対象にもなるなど、我が国の投資家に提供

されている実績があるが、上場市場を通じて投資者により多様な投資機会や流通市場を提供し、我が国金融・資本市場の国際化を推進することが考えられると提言されたものである。

このほか、研究会報告では、インフラを対象とする上場商品として、インフラ事業会社やプロジェクトボンド^(注8)の一種であるインフラボンド^(注9)などや、こうした証券を投資対象とする投資法人・投資信託も想定されるとした上で、実際の投資者ニーズや組成ニーズなどその実現可能性も踏まえつつ、上場を推進していくことも考えられると整理いただいた。

(4) 上場制度上の対応の方向性

研究会報告では、具体的な上場制度上の対応の方向性として、以下の4点を掲げている。

- ・十分な情報開示と稼働状況のモニタリング
- ・オペレーター（運営者）の適格性の確保と利益相反の防止
- ・開発リスクの排除
- ・上場商品としての継続性

まず、十分な情報開示と稼働状況のモニタリングについて、インフラ資産の特性に起因するリスクとして考えられる① 法制度等へ依拠していること、② 特有の施設・設備であること、③ オペレーター（運営者）へ依拠していること、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などへの対応を図る観点から、こうした様々なリスク

について十分な情報開示が行われることが必要であると整理いただいた。

とりわけインフラ施設・設備、法規制・法制度、オペレーター（運営者）、重要な許認可・免許、重要な契約に係る契約条件、維持管理体制・維持管理計画等については、上場商品としての適格性や継続性を維持するために特に重要な情報と整理し、投資者からの定期的なモニタリングを可能とするための報告書制度と公衆縦覧の仕組みを上場制度に設けるよう提言いただいた。

また、オペレーター（運営者）の適格性の確保と利益相反の防止については、インフラの特性として、資産そのものではなく、オペレーター（運営者）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、いわゆるオペレーショナル・アセットと称されるものであると整理し、オペレーター（運営者）の適格性が相応に確保される仕組みを上場制度に設けることや、利益相反防止のための仕組みや重要な契約条件の開示の仕組みを上場制度に設けることが提言されている。

さらに、十分な投資者保護を図る観点から、当面の間、開発期間中のインフラを排除し、一定の稼働実績を有するインフラを上場市場の対象とすべきであることが提言されている。また、上場商品としての一定の継続性を図る観点から、新規上場時における収益分配等の継続性の審査や、分配支払の停止時において上場廃止とする仕組みを上場制度に設け

ることが提言されている。

以上が研究会報告において、上場制度上の対応の方向性として整理いただいた大きな4つのポイントであるが、このほか、市場区分の設定などJ-REITとの混同を防ぐ上場制度上の対応や、インフラ稼働に係る許認可や資産に係る第三者対抗要件の具備のあり方など対象資産としての上場制度上の要件についても提言いただいた。

加えて、これらの方向性は、上場商品であるファンドや信託が直接インフラを所有するケースを想定して整理されたものであるが、諸外国では、ファンドや信託が直接インフラを所有するのではなく、信託・組合等のSPVを通じてインフラを保有することが一般的である。このため、日本においても、運用等のコストを削減し、効率性を高める観点から、現行法制の範囲内で信託・組合等のSPVを通じた保有を認めるべきとの提言もいただいている。

東証としては、研究会報告で提言いただいた方向性なども踏まえ、組成者の実務負担やコストも見極めつつ、投資者にとって魅力ある商品や、実際に活用される市場となることを考慮するなど、実情に合致した上場制度となるよう検討を進めることとしたい。

■ 3. 研究会報告を受けた東証の対応

今回の研究会は、我が国において上場インフラ市場を創設するにあたっての実務上の諸

課題や取引所上場制度の方向性等を整理するための提言を取りまとめていただいたものである。

東証及び日本取引所グループでは、我が国金融・資本市場の機能強化及び国際的な競争力の向上を図るとともに、我が国の投資者に多様なアセットクラスに対する効率的な投資機会の提供を図る観点から、ETF・ETNやJ-REITなど、上場商品の多様化を進めてきたところであるが、研究会報告に先立ち平成25年3月に公表した中期経営計画において、アジア地域で最も選ばれる取引所となることを掲げ、それを実現するための重点テーマとして、平成27年度までに、アジア他市場に対する競争基盤として上場インフラ市場の制度整備を行うとともに、その上場を実現するという目標を掲げたところである^(注10)。

東証としては、制度整備と併せてその上場の実現を図るため、幅広い関係者との意見交換やニーズを創出するための積極的なプロモーションを進め、投資者にとって魅力ある商品や、実際に活用される市場となるよう上場インフラ市場の育成を図ってまいりたい。

上場インフラ市場の実現には、なお多くの克服すべき課題が存在しており、関係各位のご理解とご協力が必要不可欠であると考えている。今後とも、上場インフラ市場創設に向けた関係各位の一層のご理解とご協力をお願いする次第である。

(注1) 上場インフラ市場研究会の報告書及びその審

議概要等については、東京証券取引所ホームページに掲載している (<http://www.tse.or.jp/> 上場会社情報 - 市場環境整備への取組み - 上場インフラ市場の整備)。

(注2) インフラに投資する機関投資家は、573 (平成21年第3四半期) から1,551 (平成24年第1四半期) まで、約2.7倍に拡大しており、国別では米国が多く、英国、オーストラリア、カナダが続いている。(出所) 三菱UFJ信託銀行 調査情報 平成24年5月号

(注3) Public-Private Partnershipの略。官民パートナーシップ。民間資金やノウハウを活用して社会资本を整備し、公共サービスの充実を進めていくPFI・民間委託などの手法をいう。

(注4) Private Finance Initiativeの略。公的主体が直接施設を整備せず、民間に整備と公共サービス提供を委ねる手法。平成11年、PFI法に基づき導入された。

(注5) 資産証券化やプロジェクトファイナンスの実務においては、オペレーター (運営者) による運営によりキャッシュフローが創出される資産は、いわゆるオペレーショナル・アセットと整理されるが、研究会報告では、インフラはその典型的な一類型と考えられると整理している (研究会報告P3参照)。

(注6) 信託のうち、受益権を表示する有価証券を発行する信託のことをいい、平成18年の信託法改正により導入されたものである。

(注7) Japanese Depositary Receiptの略であり、有価証券を信託財産とする有価証券信託受益証券のことをいう (金融商品取引法施行令第2条の3)。日本型預託証券ともいわれ、ADR (American Depositary Receipt) などと同様に、外国証券を国内で円滑に流通させるために整備された枠組みである。

(注8) 特定のプロジェクトから生み出されるキャッシュフロー・収益を原資として発行される債券のことをいい、一般に、当該プロジェクトの資産を担保とするものをいう。

(注9) インフラの整備や運営などから生み出される

キャッシュフロー・収益を原資として発行される債券のことをいい、一般に、対象となるインフラ資産を担保とするものをいう。

(注10) 日本取引所グループ中期経営計画 (2013年度 - 2015年度)

<http://www.jpx.co.jp/investor-relations/management-information/midterm-business-plan.html>

