

Client Alert

May 2015

東京証券取引所におけるインフラファンド市場の上場制度

1. はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、2015年4月30日、メガソーラー（大規模太陽光発電所）等の再生可能エネルギー発電設備の他、公共施設等の運営権（コンセッション）その他のインフラを投資対象とする「インフラファンド市場」に係る上場制度を創設した。

インフラファンド市場は、インフラ施設に投資するファンドが証券取引所に上場するもので、インフラ施設を投資対象とする投資法人又は投資信託が上場対象となり、売買制度及び決済制度は、既存の不動産投資信託（REIT）に準じたものである。インフラ施設への投資の方法としては、上場インフラファンドがインフラ施設を直接保有する形態と、有価証券を通じて間接的に保有する形態がある。

本稿においては、インフラファンド市場の上場制度について概要を説明する。

2. インフラファンド市場の概要

(1) インフラファンドの形態（上場商品）

インフラファンドの形態は、不動産投資信託同様、投資信託（契約型投資信託の受益証券）又は投資法人（投資法人の発行する投資証券）である。

(2) インフラ資産等

上場インフラファンドが投資対象とする資産は、①現物資産である「インフラ資産」及び②インフラ資産に係る有価証券である「インフラ有価証券」である。「インフラ資産」及び「インフラ有価証券」を合わせて「インフラ資産等」と定義されている。

「インフラ資産」は次に掲げる資産である。

- (a) 再生可能エネルギー発電設備
- (b) 国又は地方公共団体等から設定された公共施設等運営権（コンセッション）
- (c) その他東証が施行規則で定める資産（道路、空港、港湾施設、上下水道及び鉄道等）
- (d) 上記(a)から(c)までの資産に伴う土地・建物、土地・建物の賃借権、地上権及び地役権

- (e) 上記(a)から(c)までの資産を運営するために必要な有形固定資産、無形固定資産及び投資その他の資産
- (f) 上記(a)及び(c)から(e)までの資産をリース物件とする一定のリース債権及びリース投資資産
- (g) 上記(a)、(c)及び(e)に係る賃借権
- (h) 上記(a)から(g)までの資産を信託する信託受益権
- (i) 外国において、上記(a)から(h)までの資産に相当する資産

(3) インフラ有価証券

「インフラ有価証券」は、次に掲げる有価証券等であって、当該有価証券の投資対象が、インフラ対象資産に限定されているものである。

- (a) 株券
- (b) 匿名組合契約に係る出資持分
- (c) 資産流動化法に規定する優先出資証券
- (d) 受益証券
- (e) 投資証券
- (f) 資産流動化法に規定する特定目的信託の受益証券
- (g) 外国において、上記(a)から(f)までの資産に相当する資産

(4) インフラファンドのストラクチャー

インフラファンドは、投資法人を例にとると、①投資法人が再生可能エネルギー発電設備等のインフラ資産を直接所有し、これをオペレーターに賃貸し、賃料収入を得る方法（後述の租税特別措置法施行令が想定する方法）、又は、②投資法人が、インフラ資産を保有するオペレーターの発行する株式又は匿名組合出資といった有価証券（インフラ有価証券）、特に匿名組合出資を保有する方法が考えられる。具体的なストラクチャーとしては、図1及び図2のとおりである。ストラクチャーの問題点は後述する。

3. 投資法人の導管性要件の問題点と特例インフラファンドの上場廃止の特例

(1) 租税特別措置法施行令の要件

投資法人は、導管性要件として、租税特別措置法第67条の15の要件を満たす場合には、分配金の損金算入措置が認められ、投資法人レベルでの非課税（ペイスルー課税）が認められる。投資法人がインフラ資産を保有する場合、導管性要件を満たすためには、租税特別措置法施行令第39条の32の3により、以下の原則要件又は例外要件のいずれかの要件を満たす必要がある。

① 原則要件：

投資法人の資産総額のうち、再生エネルギー発電設備及び公共施設等運営権（並びにこれらの資産に出資を行う匿名組合出資持分）以外の特定資産の割合が50%を超えること。又は、

本クライアントアラートに関するお問い合わせ先



江口 直明
パートナー
03 6271 9441
naoaki.eguchi
@bakermckenzie.com



鷹取 康久
パートナー
03 6271 9702
yasuhisa.takatori
@bakermckenzie.com



小笠原 治彦
カウンセラー
03 6271 9734
haruhiko.ogasawara
@bakermckenzie.com

ベーカー&マッケンジー法律事務所
(外国法共同事業)

〒106-0032
東京都港区六本木 1-9-10
アークヒルズ仙石山森タワー28F
Tel 03 6271 9900
Fax 03 5549 7720
www.bakermckenzie.co.jp

② 例外要件：

平成 26 (2014) 年 9 月 3 日から平成 29 (2017) 年 3 月 31 日までの間に再生可能エネルギー発電設備を取得して賃貸の用に供した投資法人で次の要件を満たすものは、再生可能エネルギー発電設備を取得して賃貸の用に供した日から 10 年以内に終了する事業年度に限り、上記①の原則要件を満たす必要はない。

- a. 公共施設等運営権の割合が 50%以上でないこと
- b. 設立に際して公募により投資口を募集したこと（発行価額の総額が 1 億円以上）又は投資口が上場されていること
- c. 再生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規約により記載されていること

(2) 投資法人のストラクチャーの問題点

インフラファンドの投資法人が導管性要件の適用を受けようとする場合には、上記②の例外要件を満たす必要があり、投資法人が再生可能エネルギー発電設備を直接所有し、これをオペレーターに賃貸する方法による必要がある（図 1 参照）。しかるに、この場合、導管性要件が認められる期間が 10 年以内に終了する事業年度に限られ、10 年経過後は課税ビークルになってしまうという問題がある。

(3) 特例インフラファンド

東証は、かかる租税特別措置法施行令の 10 年間という時間的な制約を考慮し、上場廃止の特例を定めている。つまり、再生可能エネルギー発電設備を投資対象とし、租税特別措置法施行令の導管性要件の適用を受ける投資法人については、「特例インフラファンド」として、導管性要件を充足するための資産運用計画を立案し、内容を開示する等の一定の要件を満たす場合には、東証の上場廃止基準の一部を適用しないこととしている。

(4) 投資信託型のインフラファンド

インフラファンドは、投資法人の形態以外に、内国又は外国投資信託（契約型投信）による方式も可能である。実務上、契約型投信が有価証券以外の現物のインフラ資産を保有することは困難であると思われることから、投資信託の場合、投資信託が太陽光発電事業を行うオペレーターの発行する匿名組合出資その他のインフラ有価証券を保有することになると思われる。例えば、ケイマン籍投信が、日本国内で太陽光発電事業を行うオペレーターに対する匿名組合出資に投資する外国投信の形態によるインフラファンドが考えられよう。

図1 投資法人 賃貸借型

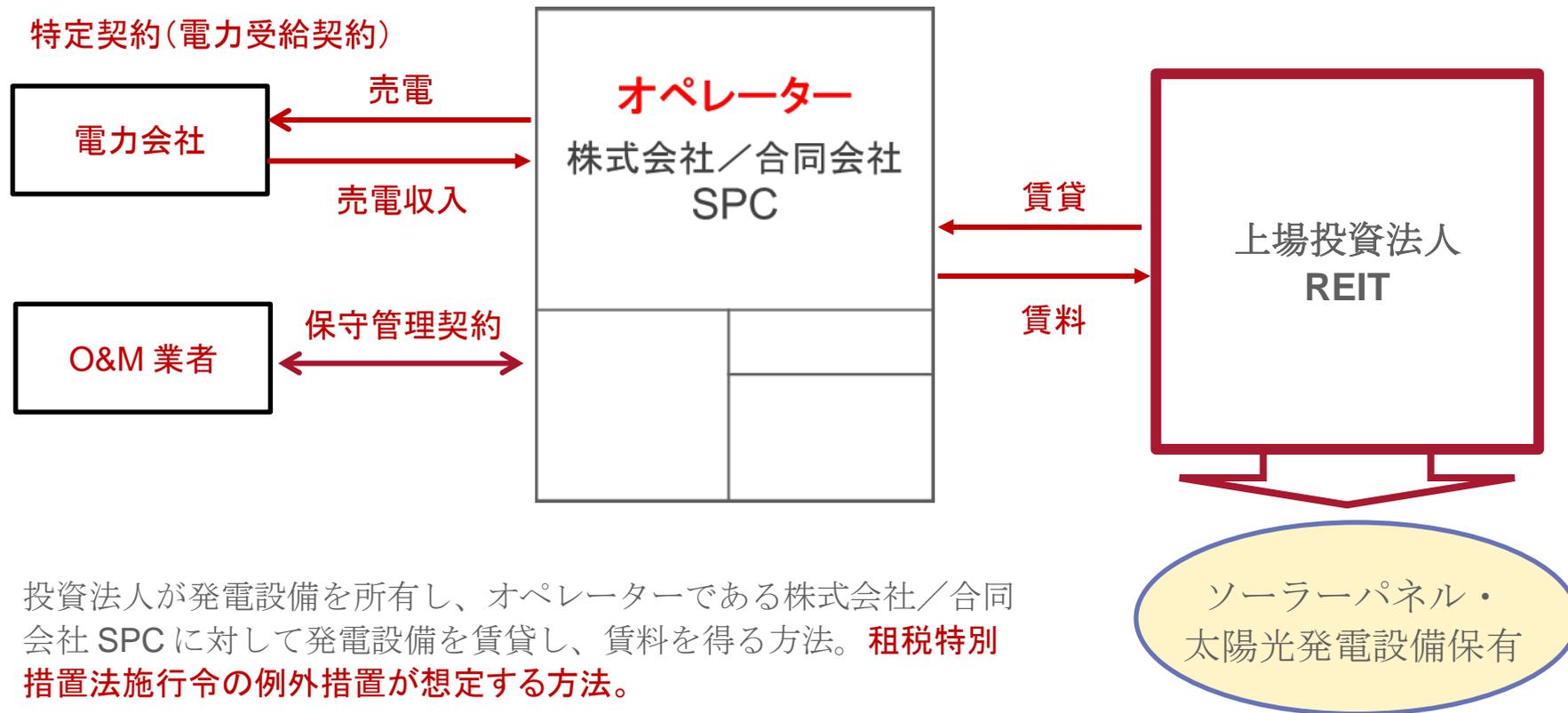


図2 投資法人 間接保有型（匿名組合）

