

# 上場インフラファンドに関するご参考資料

# インフラファンド市場創設の歩み

- 2014年の「骨太方針」「日本再興戦略」などの政府方針のもと、関係法令・税制の整備を経て、2015年4月にインフラファンド市場が開設されました
- 2016年6月より、インフラファンドの新規上場がスタートし、2020年2月には上場銘柄数は7銘柄となりました
- いずれの銘柄も、再生可能エネルギー発電設備等(その内、太陽光発電設備中心)を主な投資対象とする投資法人です

## インフラファンド市場創設の歩み

2012年	7月	再生可能エネルギー発電による電力に対する <b>固定価格買取制度<sup>注1</sup></b> スタート
2013年	5月	東京証券取引所「上場インフラ市場研究会」市場創設に向けた報告書公表
	12月	平成26年度税制改正大綱 閣議決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 投信法<sup>注2</sup>施行令の改正を前提に、再エネ設備・公共施設等運営権を主な投資対象とする投資法人等の<b>導管性<sup>注3</sup></b>の取扱いを明示</li> </ul>
2014年	6月	経済財政諮問会議「 <b>経済財政運営と改革の基本方針2014</b> 」(骨太方針)閣議決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上場インフラファンド等の市場創設・整備等を通じて民間資金の流入を促進</li> </ul> 「 <b>日本再興戦略 改訂2014</b> 」閣議決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>■ インフラファンドやヘルスケアREITの組成に向けた環境整備を推進</li> </ul>
	9月	改正投信法施行令等施行 <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 再エネ設備・公共施設等運営権を主な投資対象とする投資法人等の設立が可能となる</li> </ul>
2015年	4月	<b>東京証券取引所 インフラファンド市場 開設</b>
	12月	平成28年度税制改正大綱 閣議決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 導管性の対象期間が延長(10年間 ⇒ 20年間)</li> </ul>
2016年	6月	<b>タカラレーベン・インフラ投資法人 上場</b>
	12月	<b>いちごグリーンインフラ投資法人 上場</b>
2017年	3月	<b>日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 上場</b>
	10月	<b>カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 上場</b>
2018年	9月	<b>東京インフラ・エネルギー投資法人 上場</b>
2019年	2月	<b>エネクス・インフラ投資法人 上場</b>
2020年	2月	<b>ジャパン・インフラファンド投資法人 上場</b>
	4月	<b>東証インフラファンド指数 算出・公表開始</b>

注1: 再生可能エネルギー源(太陽光等)で発電した電気を、国が定める期間、固定価格で電気事業者が買取することを義務付ける制度をいい、一般に、FIT(Feed-in Tariff)制度とも呼ばれます。詳細は後記をご参照下さい。

注2: 投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」といいます)。

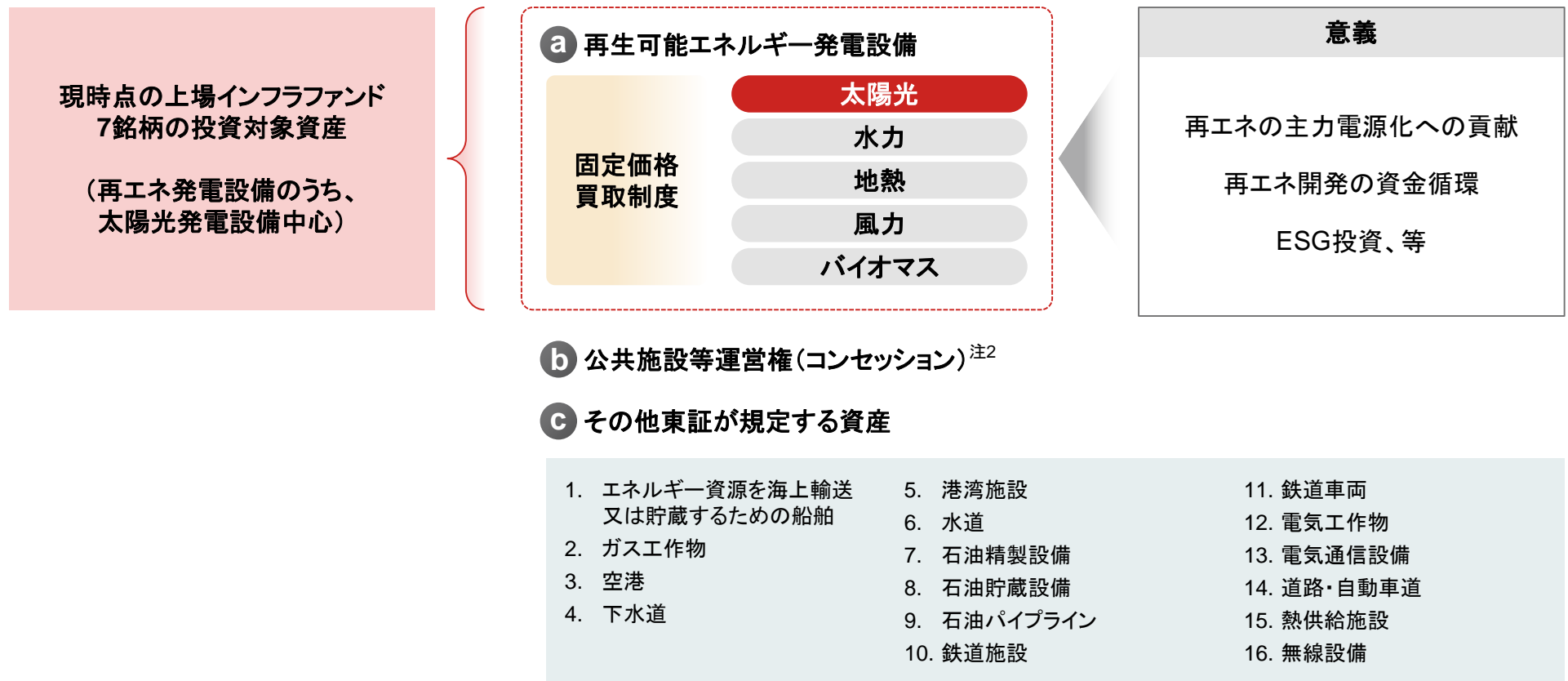
注3: 一定の要件を満たすことにより、実質的に法人税が非課税となる仕組みをいいます。詳細は後記をご参照ください。

2020.12.30 時点の状況を基に記しています。

# インフラファンド市場で想定している資産

- インフラファンド市場においては、投資対象として、「インフラ」に関連する幅広い資産の種類を想定しています
- 但し、投資法人が保有できる資産の種類や保有形態、法制度や税制に関する制約等から、現時点のインフラファンド7銘柄は、いずれも、固定価格買取制度により安定的な収益が期待される「再生可能エネルギー発電設備」(その内、太陽光発電設備中心)に投資を行う投資法人となっています

インフラファンド市場において想定している資産(インフラ資産)<sup>注1</sup>... 下記abc



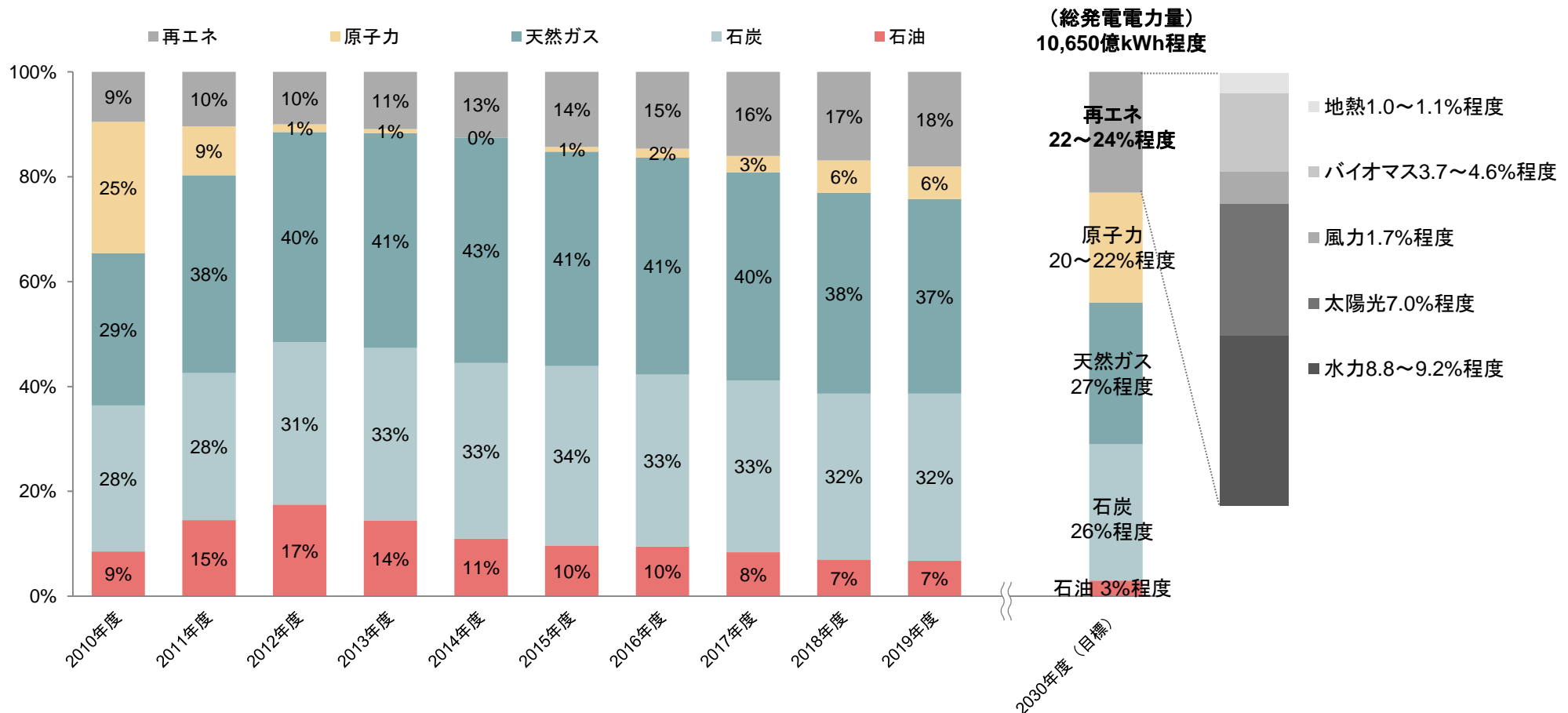
注1: 東京証券取引所「有価証券上場規程」等をもとに、野村證券アセット・ファイナンス部にてその概略を記載したものです。詳細は有価証券上場規程やホームページなど、東京証券取引所開示資料をご参照ください。

注2: a又はcに掲げる資産に係る公共施設等運営権に限ります。  
2020.12.30時点の状況を基に記しています。

# 国内の電力需要及び電源構成の将来見通し

- 「長期エネルギー需給見通し」(2015年7月、経済産業省)では、2030年度において再生可能エネルギーが電源構成の22~24%(太陽光7.0%程度)を占めるとの見通しとなっています
- この目標の達成に向け、固定価格買取制度等により更なる再生可能エネルギーの導入を図っていくものとされています

## 長期エネルギー需給見通し



# 上場インフラファンド 銘柄一覧

- 2020年12月末時点における上場インフラファンドは7銘柄、時価総額合計1,333億円となっております
- いずれも、「再生可能エネルギー発電設備」(その内、太陽光発電設備)等を保有しています

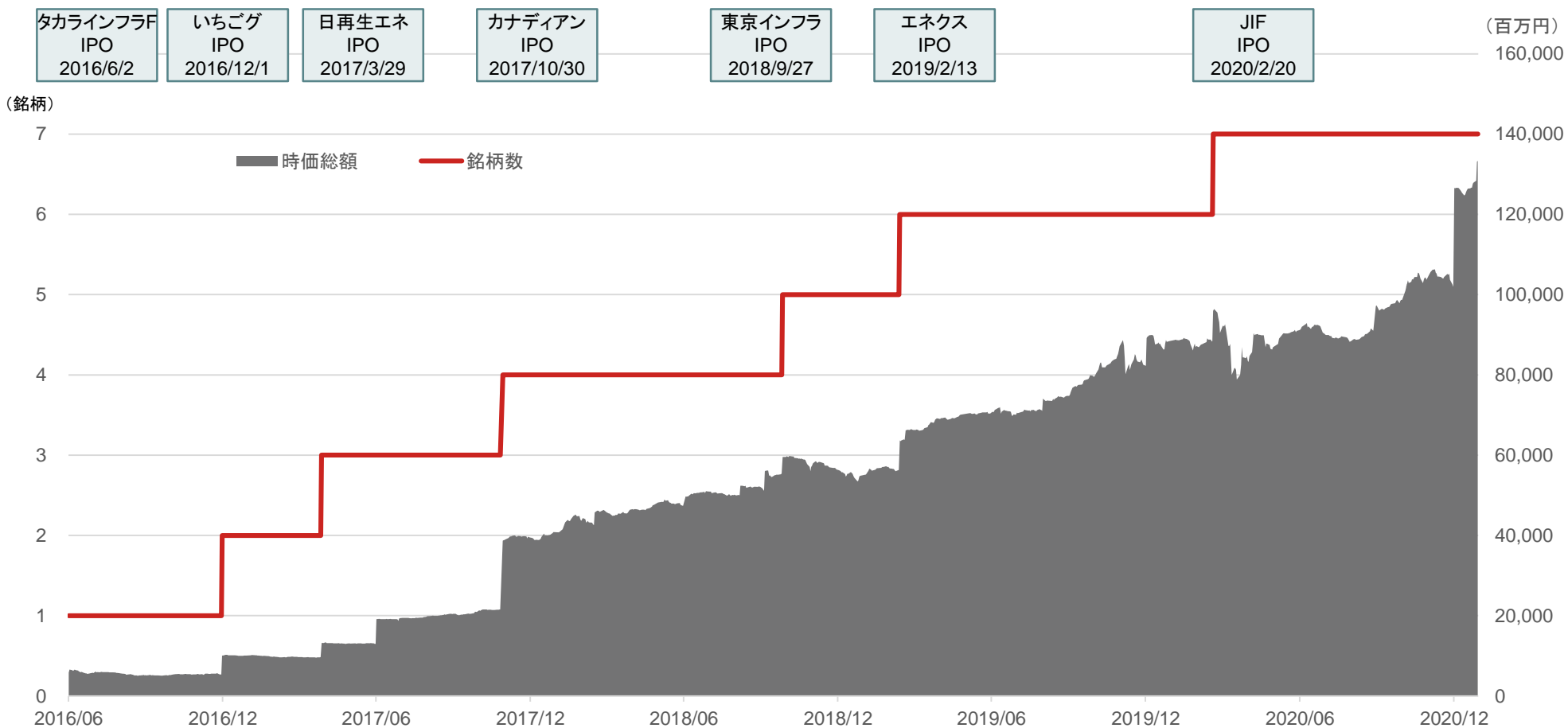
## 銘柄一覧 注1

	タカラレーベン・インフラ投資法人	いちごグリーンインフラ投資法人	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人	カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人	東京インフラ・エネルギー投資法人	エネクス・インフラ投資法人	ジャパン・インフラファンド投資法人
コード	9281	9282	9283	9284	9285	9286	9287
上場日	2016年6月2日	2016年12月1日	2017年3月29日	2017年10月30日	2018年9月27日	2019年2月13日	2020年2月20日
資産運用会社	タカラアセットマネジメント(株)	いちご投資顧問(株)	アールジェイ・インベストメント(株)	カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント(株)	東京インフラアセットマネジメント(株)	エネクス・アセットマネジメント(株)	ジャパン・インフラファンド・アドバイザーズ(株)
スポンサー	(株)タカラレーベン	いちご(株)	リニューアブル・ジャパン(株)、東急不動産(株)	カナディアン・ソーラー・プロジェクト(株)	(株)アドバンテック、他	伊藤忠エネクス(株)、他	丸紅(株)、他
保有資産	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)	再エネ設備等(太陽光発電設備100%)
物件数	38物件	15物件	46物件	23物件	11物件	7物件	25物件
取得価格合計	502億円	115億円	348億円	497億円	198億円	588億円	196億円
総パネル出力	131MW	29MW	89MW	123MW	46MW	138MW	57MW
時価総額	253億円	64億円	172億円	308億円	104億円	310億円	122億円
決算期	5月・11月	6月(年1回決算)	1月・7月	6月・12月	6月・12月	11月(年1回決算)	5月・11月

注1: 2020.12.30時点(ジャパン・インフラファンド投資法人の物件数、取得価格合計、総パネル出力は2021.1.6取得予定資産取得後ベース)。単位未満は四捨五入して表示  
出所: 各銘柄開示資料をもとに野村証券アセット・ファイナンス部作成

# 市場規模の推移

## インフラファンド市場の時価総額と銘柄数の推移



注: 日付は上場日を示す。2020.12.30時点  
出所: QUICK及び開示資料

# 上場インフラファンド(再エネ設備・主に太陽光)と J-REIT(不動産)の比較

- 再生可能エネルギー発電設備等(主に太陽光発電設備)に投資を行う上場インフラファンドと、J-REITの主な特徴を比較すると、以下の通りです
- 主な投資対象が異なるため、収入や資産に関する特徴が異なる点に加え、導管性の取扱いについても違いがあります

## 主な特徴に関する比較 注1

項目	上場J-REIT	上場インフラファンド	(上場インフラファンドに関する補足)
上場有価証券 発行者	投資口(クローズドエンド) 投資法人	J-REITと同じ	■ 投資主の換金方法は基本的に市場での売却
スキーム ガバナンス	投資法人スキーム(外部運用型) 資産運用は資産運用会社に委託	J-REITと同じ	■ 賃貸・取得・売却等の事業に特化
投資対象	不動産 (オフィス、商業施設、住宅等)	再生可能エネルギー発電設備 (太陽光、風力、水力、地熱、バイオマス)	■ 各銘柄の投資方針は、再エネ特化(太陽光中心) ■ 各銘柄の保有資産は、再エネ(太陽光)のみ
収入特性 (固定価格 買取制度注3)注4	賃借人に対する不動産賃貸の収入 ↑ (賃借人は事業収入や 個人所得から賃料支払)	賃借人に対する設備賃貸の収入 ↑ (賃借人は「固定価格買取制度」による 売電収入から賃料支払)	■ 再エネにより発電された電気を「固定価格買取制度」に基づき電気事業者に売電して得られる収入が、投資法人の収入のベース
資産特性	建物の償却期間:60年程度注2 総資産の一定割合は土地	太陽光発電設備の償却期間:20年程度注2 総資産の大半は設備	■ 一般的なJ-REITよりも、減価償却費(現金支出を伴わない会計上の費用)が高い傾向 ■ 各銘柄とも、利益超過分配(出資の払戻し)や借入金(分割)返済を行っていく方針
導管性	実質的に法人税非課税	実質的に法人税非課税 但し、20年間	■ 上場時に取得した設備の貸付開始を起点として、20年間に限り、実質的に法人税非課税

注1: 上記は、2020.12.30時点の上場インフラファンド(7銘柄)及びJ-REITに係る、一般的な主な特徴として考えられる内容を野村証券アセット・ファイナンス部にてイメージとしてまとめたものです。したがって、上場インフラファンド及びJ-REITの各銘柄の実際の特徴・詳細については、各銘柄の開示資料を必ずご参照ください。

注2: J-REITは建物、上場インフラファンドは機械及び装置の耐用年数をイメージとして記載しています。

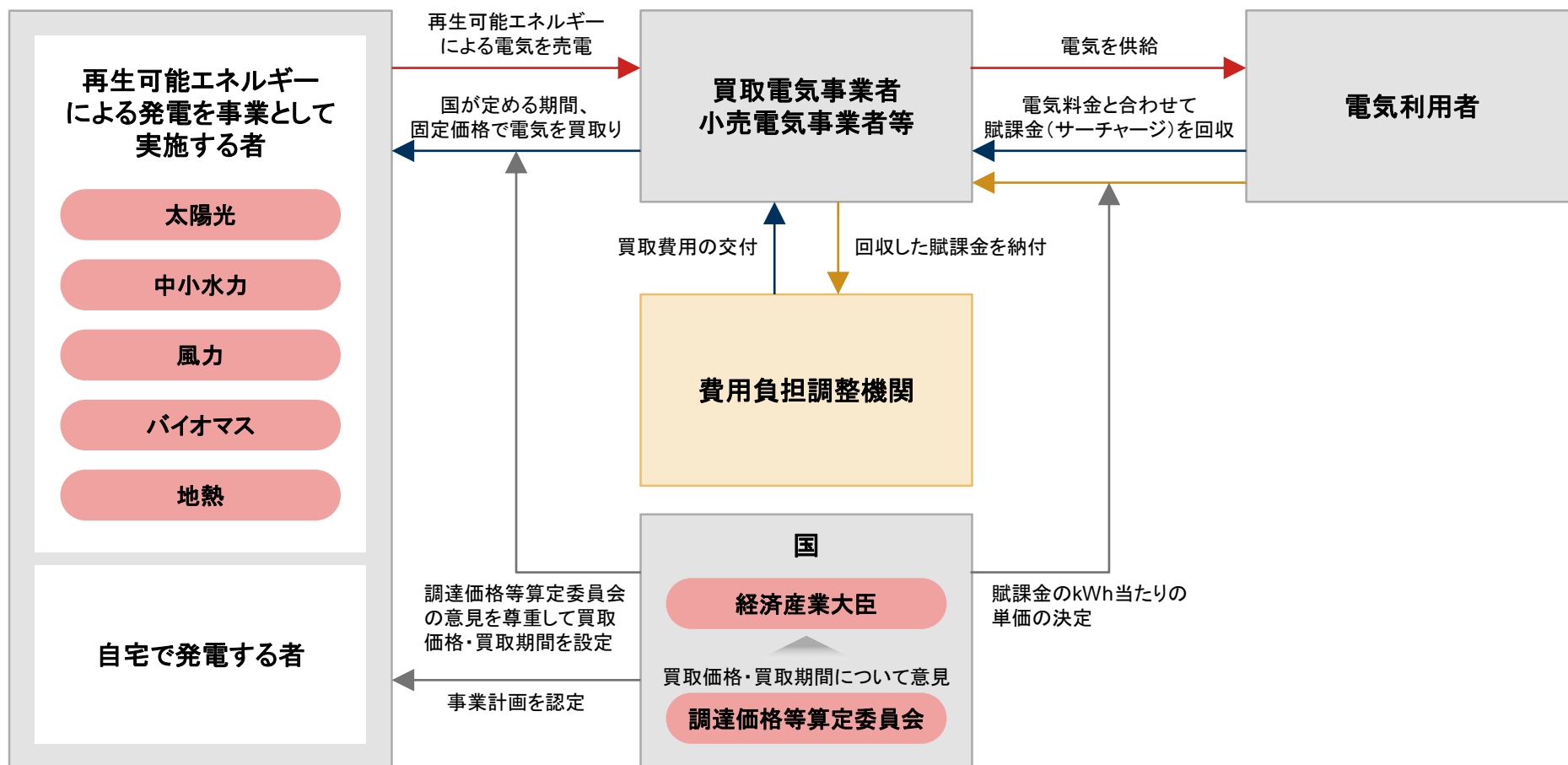
注3: 電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法(以下「再エネ特措法」といいます。)附則第2条第3項により、2020年度末までに抜本的な見直しを行うこととされています。詳細は後記をご参照ください。

注4: 経済産業省において、託送料金(送配電網の利用料金)の発電側による一部費用負担(発電側基本料金の課金)の在り方について議論がなされています。詳細は後記をご参照ください。

# 固定価格買取制度(FIT制度)の基本的な仕組み

- 再生可能エネルギー源(太陽光等)で発電した電気を、国が定める期間、固定価格で電気事業者が買取を義務付ける制度です
- 発電事業者の売電により得られる安定的な収益が、インフラファンドの安定的な賃料収入(発電事業者への太陽光発電設備等の賃貸収入)の裏付けとなっています

## 基本的な仕組み

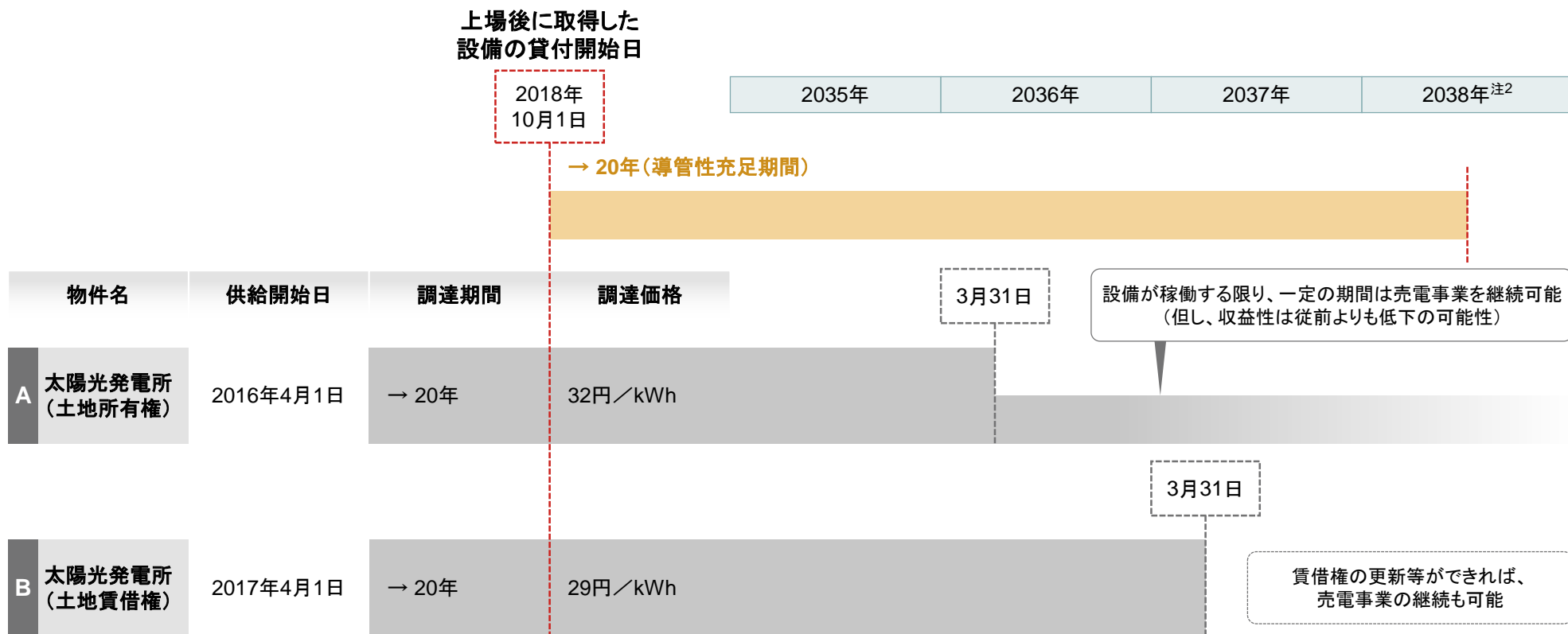




# 固定価格買取制度と売電事業期間の関係

- 固定価格買取制度に基づく調達期間は設備ごとに決まっており、10kW以上の太陽光発電設備については供給開始日から20年となっています
- 一方、太陽光発電設備の発電可能(稼働)期間は、一般に概ね25年とされており、調達期間が満了しても(設備が稼働する限り一定の期間は)売電事業の継続は可能となりますが、その設備の売電による収益性は従前よりも低下することが見込まれます
- なお、設備の所在する土地に対する投資法人の権利が賃借権等の場合、その利用期限の到来により売電事業も終了が見込まれますが、当該賃借権の更新等が合意できれば、売電事業の継続も可能となります

固定価格買取制度と売電事業期間の関係(イメージ)注1



注1: 上記は固定価格買取制度と売電事業期間の関係を理解するためのあくまでもイメージであり、上場インフラファンド各銘柄の実際の保有資産やポートフォリオの状況、将来の見込み等を示しているものではありません。

上場インフラファンド各銘柄における固定価格買取制度と売電事業期間の関係等の詳細については、各銘柄の開示資料を必ずご参照ください。

注2: 導管性の期限は、上場インフラファンド各銘柄によって異なります。上場インフラファンド各銘柄における導管性の期限等の詳細については、各銘柄の開示資料を必ずご参照ください。

# 電力の送配電等にかかわる制度変更の検討状況

(発電側基本料金の課金と調整措置について)<sup>注1</sup>

- 再エネの主力電源化に向けたテーマの一つとして、経済産業省所管の委員会等において、託送料金(送配電網の利用料金)の発電側による一部費用負担(発電側基本料金の課金)の導入に向けた議論が進行中です
- 当該課金が導入された場合、上場インフラファンドが既に保有する太陽光発電設備等も対象となる可能性があります

## 再エネ電源に対する発電側基本料金の課金の在り方に関する検討状況

### <経済産業省所管の委員会等における議論の状況>

- 託送料金の発電側による一部費用負担(発電側基本料金の課金)について、**2023年度の導入を目指す**(注2)とされています

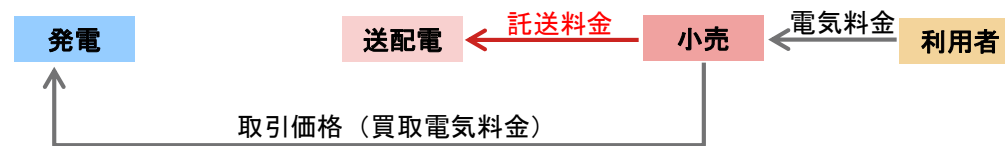
⇒ **導入された場合、発電事業者のコスト増要因**

- 発電側基本料金の課金による発電事業者のコスト増加分は、発電事業者と小売電気事業者との相対契約の見直しを通じて、卸料金(発電と小売間の取引価格)に適切に転嫁すべきとの議論がなされています

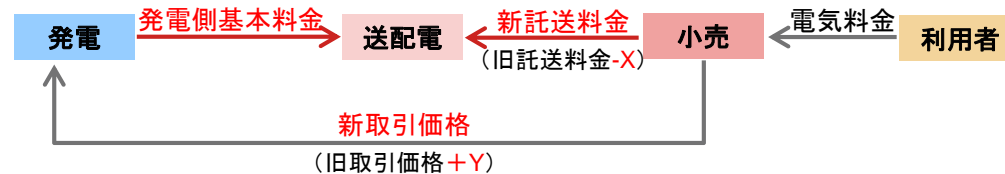
⇒ **取引価格の引上げで、コスト増加分(全部又は一部)が転嫁される可能性**

## イメージ図

### <現状>



### <今後> (議論中)



注1: 上記は、2019.12.30時点における経済産業省公表資料を基に、野村證券アセット・ファイナンス部がまとめたものです。本テーマに関する議論の内容は多岐に渡ることから上記はその一部に過ぎず、また、未だ議論の途上にあるため上記と異なる内容となる可能性があります。

注2: 経済産業省再生可能エネルギー大量導入・次世代電力ネットワーク小委員会中間整理(第3次)(2019年8月)では「2020年以降できるだけ早い時期に導入を目指す」とされていましたが、電力・ガス取引監視等委員会 第41回制度設計専門会合(2019年9月13日)において「2023年度の導入を目指す」とされています。

出所: 経済産業省 総合資源エネルギー調査会 省エネルギー・新エネルギー分科会/電力・ガス事業分科会 再生可能エネルギー大量導入・次世代電力ネットワーク小委員会 中間整理(第3次) 2019年8月20日

出所: 経済産業省 電力・ガス取引監視等委員会 第41回制度設計専門会合 資料 2019年9月13日

出所: 経済産業省 調達価格等算定委員会 資料 2019年12月27日

# その他の制度の見直しについて<sup>注1</sup>

- 再エネ特措法(FIT法)附則第2条第3項において、固定価格買取制度(FIT)は、2020年度末までに抜本的な見直しを行うものとされています
- 経済産業省所管の委員会等において以下のような議論がなされ、2020年6月、FIP制度を創設する内容を含む改正法が国会で成立しています
- なお、当制度のもとで稼働済みの太陽光発電設備等を当該見直しの対象に含む旨は示されておりません

## FIT制度の抜本の見直しについて

<経済産業省所管の委員会等における議論の内容>

- 2020年度末までに行われるFIT法の抜本見直しに向け、再生可能エネルギーの主力電源化に向けてFIT制度そのものを含めた政策措置の在り方について議論
- 大規模事業用太陽光発電、風力発電等については、FIT制度からの自立化が見込める電源(競争電源)として、現行制度の下での入札を通じてコストダウンの加速化を図る
- 競争電源については、再生可能エネルギーが電力市場の中で競争力のある電源となることを促す制度を整備し、電力市場への統合を図る
- 具体的には、再エネ発電事業者自らが電力市場を通じて電気を販売し、引き続き投資回収についての一定の予見性を確保できる仕組みを目指し、そのための補助の水準を順次縮小していくことにより、国民負担の抑制を図る

## 新制度について

電力市場への統合を図る新制度として、FIT制度に加えてFIP(Feed in Premium)制度創設

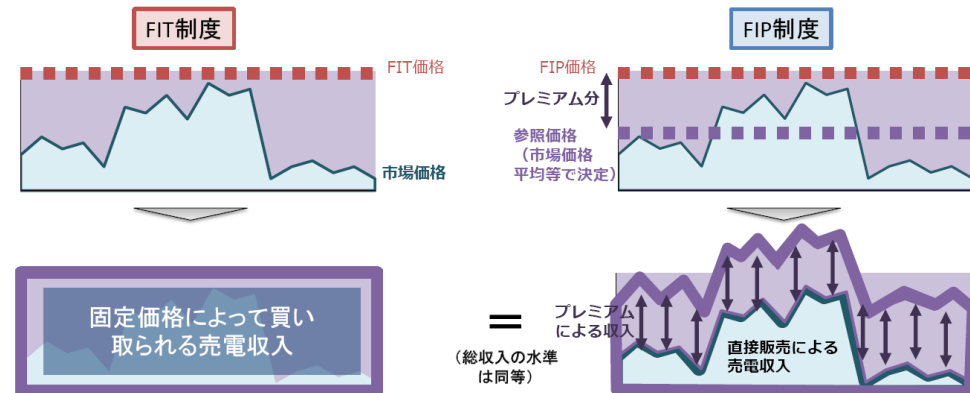
<FIP制度>

- ✓ 発電事業者は、発電した電気を卸電力取引市場や相対取引で自由に売電
- ✓ そこで得られる市場売電収入に、「プレミアム×売電量」の金額を上乗せして交付

$$\text{プレミアム} = \text{基準価格 (FIP価格)} - \text{参照価格}$$

基準価格：あらかじめ定める売電収入の基準となる価格  
参照価格：市場価格に基づく価格

⇒ 発電事業者が市場での売電収入に加えてプレミアムによる収入を得ることにより、投資インセンティブを確保する仕組み



注1: 上記は、2020.6.30時点における経済産業省公表資料を基に、野村證券アセット・ファイナンス部がまとめたものです。本テーマに関する議論の内容は多岐に渡ることから上記はその一部に過ぎず、また、未だ議論の途上にあるため上記と異なる内容となる可能性がある点にご留意ください。

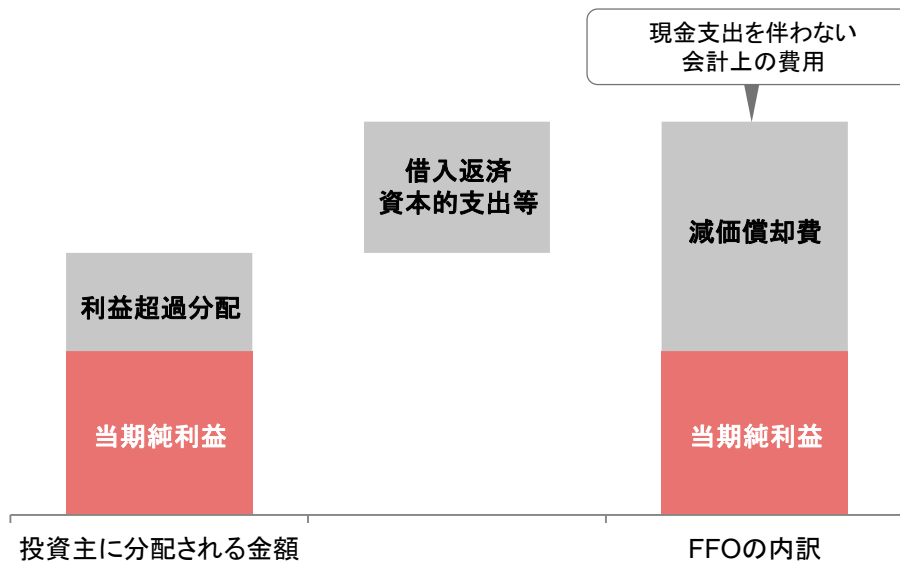
出所: 経済産業省 総合資源エネルギー調査会 省エネルギー・新エネルギー分科会/電力・ガス事業分科会 再生可能エネルギー大量導入・次世代電力ネットワーク小委員会 中間整理(第3次) 2019年8月20日

出所: 経済産業省 総合資源エネルギー調査会 基本政策分科会 再生可能エネルギー主力電源化制度改革小委員会 資料

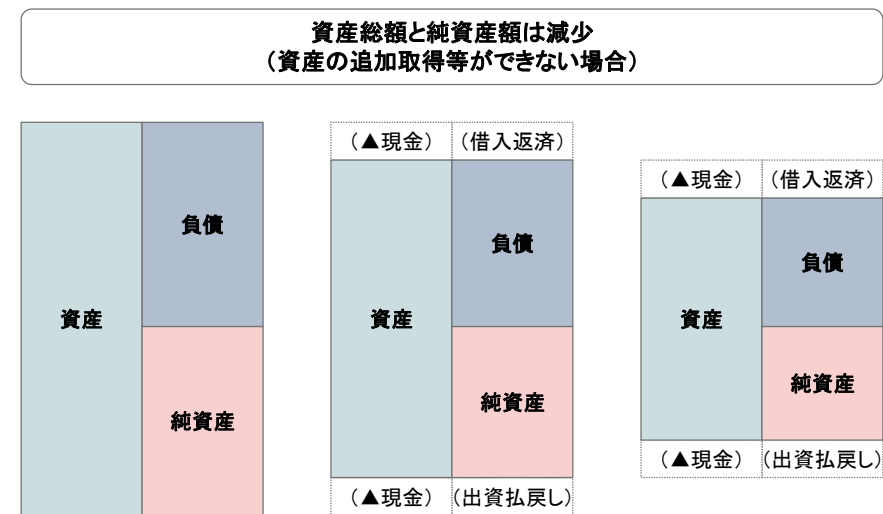
# 資産特性

- 再エネ発電設備のうち太陽光発電設備を中心に保有している場合、現金支出を伴わない会計上の費用(減価償却費)が多くなる傾向があります
- 事業期間中に借入金(分割)返済や利益超過分配(出資の払戻し)を行う方針の場合、資産総額や純資産額は減少することが見込まれます(資産の追加取得等ができない場合)

利益超過分配(出資の払戻し)(イメージ)注



資産総額・純資産額の変化(イメージ)



- 資産総額に占める償却資産(太陽光発電設備等)の割合が高いため、一般的な不動産投資法人(J-REIT)に比べて、高い減価償却費(現金支出を伴わない会計上の費用)が計上される傾向
- 当該傾向を踏まえ、効率的なキャッシュマネジメントの観点から、借入金(分割)返済や利益超過分配(出資の払戻し)を行う

## 上場廃止基準(抜粋)

純資産総額	5億円未満となり、1年以内に5億円以上とならないとき
資産総額	25億円未満となり、1年以内に25億円以上とならないとき
分配	営業期間又は計算期間に係る金銭の分配又は収益の分配を行わなかった場合において、1年以内に金銭の分配又は収益の分配を行わないとき

注: FFO(Funds From Operations): 賃貸事業から獲得するキャッシュフロー。一般に「当期純利益 + 非現金支出(減価償却費等) ± 特別損益」で算出。  
出所: 上場インフラファンドやJ-REIT各銘柄の開示資料等をもとに野村証券アセット・ファイナンス部作成

# 導管性

- 一定の要件を満たすことにより、実質的に法人税が非課税となる仕組みをいいます
- 再エネ発電設備を主な投資対象とする上場インフラファンドは、下記要件に加えて「保有資産要件」の特例規定を満たすことで、20年間の導管性を確保します

## 上場インフラファンドにおける導管性要件(主なもの)<sup>注1</sup>

支払配当要件	配当等の額が配当可能利益の額の90%超であること (利益を超えた金銭の分配を行った場合には、金銭の分配の額が配当可能額の90%超であること)
国内50%超募集要件	投資法人規約において、投資口の発行価額の総額のうち国内において募集される投資口の発行価額の占める割合が50%を超える旨の記載又は記録があること
借入先要件	機関投資家(税法上のもの。以下同じ。)以外の者から借入れを行っていないこと
所有先要件	事業年度の終了の時に、発行済投資口が50人以上の者によって所有されていること又は機関投資家のみによって所有されていること
非同族会社要件	事業年度の終了の時に、投資主の1人及びその特殊関係者により発行済投資口総数あるいは議決権総数の50%超を保有されている同族会社に該当していないこと
出資制限要件	他の法人の株式又は出資の50%以上を有していないこと

**原則** 特定資産の額が資産の総額の50%超であること(分子に再生可能エネルギー発電設備・公共施設等運営権は含まない)

**特例** 但し、

- 規約に再生可能エネルギー発電設備の運用方法が賃貸のみである旨の記載がある
- 上場投資法人が
- 2023年3月31日までに当該設備を取得した場合には、

- その取得の日から貸付の用に供した日以後20年を経過した日までの間に終了する各事業年度については、
- 再生可能エネルギー発電設備は50%の計算上分子に算入される

### 保有資産要件

イメージ

前提

再生可能エネルギー発電設備 100( = 資産の総額 100) の場合

原則

$$\frac{0}{100} < 50\%$$

導管性要件未充足

特例

$$\frac{100}{100} > 50\%$$

導管性要件充足

## 上場インフラファンドの主な特徴と投資リスク

- 太陽光発電設備等の再生可能エネルギー発電設備を中心に投資を行う上場インフラファンドの主な特徴及びそれに関連する投資リスクの例として、下表の内容が挙げられます

### 上場インフラファンドの主な特徴と投資リスク

<p>① 固定価格買取制度</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上場インフラファンドは、発電した電気を電気事業者が一定期間、固定価格で買い取る制度により、安定的な収入の確保が期待されます。</li> <li>■ 一方、保有する発電設備に係る固定価格買取期間の満了、買取価格の下落、制度の変更・廃止により、収入が減少する可能性があります。</li> <li>■ また、固定価格買取制度以外の制度の制定・変更等により、収入が減少する可能性があります。現在、送配電関連費用の一部を発電者が負担する制度が検討されています。</li> </ul>
<p>② 資産特性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 太陽光発電設備は、不動産よりも減価償却費(現金支出を伴わない会計上の費用)が多くなる傾向があります。</li> <li>■ 上場インフラファンドは、一般に、利益超過分配(出資の払戻し)や借入金返済を行うため、その分、資産総額・純資産額は減少します。</li> <li>■ したがって、将来、発電設備の追加取得等を行わない場合、上場廃止基準に抵触する可能性があります。</li> </ul>
<p>③ 導管性</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 導管性とは、一定の要件を満たした投資法人は、配当等の損金算入が可能となり、実質的に法人税が非課税となる仕組みをいいます。</li> <li>■ 上場インフラファンドの場合、上場後、最初に取得した設備の貸付開始から20年間に限って、実質的に法人税非課税となります。</li> <li>■ その期限後または要件を満たさなくなった場合は、法人税が課税され、分配金水準や投資口価格が下落する可能性があります。また、期限の満了前であっても、将来の課税等の可能性を織り込んで、投資口価格が下落する可能性があります。</li> </ul>

注： 上記は、太陽光発電設備等の再生可能エネルギー発電設備を中心に投資を行う上場インフラファンドの主な特徴及びそれに関連する投資リスクの例として、東京インフラ・エネルギー投資法人の公表資料をもとに野村証券アセット・ファイナンス部にてまとめたものです。上場インフラファンド各銘柄の特徴及び投資リスクの内容等については、各銘柄の開示資料を必ず確認してください。

## お取引にあたっての留意点

### 手数料など諸費用について

- 国内市場上場インフラファンドの売買取引には、約定代金に対し最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は、2,860円（税込み））の売買手数料をいただきます。
- 国内市場上場インフラファンドを当社との相対取引（募集等を含む）により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただく場合がございます。

### インフラファンドのお取引にあたってのリスクについて

- インフラファンドは、主にインフラ資産等への投資の成果を投資家に還元することを目指した商品です。運用の目的となるインフラ資産等の価格や収益力の変動等により取引価格が下落し、損失を被ることがあります。
- インフラファンド（投資証券）の発行者の業務状況の悪化により損失を被ることがあります。
- 再生可能エネルギー発電設備を中心に投資を行うインフラファンドの主な特徴と投資リスクについては、前のページもご覧下さい。

### 当社の概要

- 野村証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第142号
- 加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料はインフラファンドに関する情報の普及を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選定、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましてはその責を負いかねますのでご了承下さい。この資料のいかなる部分も一切の権利は野村証券株式会社に属しており、方法・目的を問わず、無断で複製・転送等することはできません。