

はじめに

J-REIT(上場不動産投資法人)の投資対象不動産の用途としては、かつてはオフィス、共同住宅、商業施設が主であったが、その後物流施設やホテル、ヘルスケア施設も主たる投資対象に加わり、最近ではこれらのいずれにも属さない不動産への投資も見られるようになってきた¹。そして、これら主たる投資対象用途以外の用途としては、公的インフラとしての色彩を有するものも少なくない。他方、インフラに係る上場投資商品としては、上場インフラファンドがすでに存在している。本稿は、インフラ資産投資を巡って、上場インフラファンドの状況・課題を概観するとともに、J-REITの状況と比較し、今後のインフラ資産投資のあり方について考察を試みるものである。

1. 上場インフラファンドの概要

まずは、上場インフラファンドについて概説する。インフラストラクチャー(インフラ)とは、国民生活や経済社会が機能するために必要な社会資本・社会基盤をいい、諸外国では、発電所・送電網・パイプライン等民間保有インフラ、道路・港湾・空港等公有インフラを投資対象とする上場市場が整備されつつある²。上場インフラファンドとは、これらインフラ施設を投資対象とする³投資法人又は投資信託であって⁴、わが国取引所金融市場に上場したものをいう⁵。この上場インフラファンド制度は、2015年に東京証券取引所に設けられたものである。当時インフラの整備や運営については民間資金やそのノウハウのより一層の活用が求められていた。また、経済動向等の影響を受けにくい安定的なアセットクラスへの投資としてインフラへの投資に対する投資者からの関心は高まりつつあった。上場インフラファンド制度は、こうしたインフラ整備の社会的意義やインフラに対する投資ニーズの高まりを踏まえたものであった。

上場インフラファンド市場では、インフラを投資対象とする投資法人が上場対象となる。その仕組みは、基本的には J-REIT と同様で、多くの投資者から資金を集め、インフラを保有し、そこから生じる収益等を投資者に分配

¹ 主たる用途以外の用途への投資状況については、拙稿「J-REITにおける投資対象不動産の用途に関する一考察～レアな用途に着目して」(土地総研リサーチ・メモ 2026年1月9日)(https://www.lij.jp/news/research_memo/20260109_1.pdf) (以下「リサーチ・メモ 20260109」という。)参照。

² 「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―」(平成 25 年5月 24 日 東京証券取引所) (以下「H25 研究会報告」という。)p2。

³ なお、J-REITとは異なり、主たる投資対象に裏付資産がインフラ資産等に限定された資産保有ビークルが発行する株券、匿名組合出資持分等(=インフラ有価証券)も含まれており(上場規程第 1201 条第1号の3・第 1505 条第2号)、したがって、インフラ有価証券を通じた間接投資を主たる投資形態とするインフラファンドも想定した規定となっている(佐藤正謙・佐伯優仁・小山浩「インフラファンドの新たな展開(下)―コンセッション/PPPを投資対象とするファンド組成上の検討課題」(2022年 NBL No.1210) (以下「佐藤他・下」という。)p58)。

⁴ J-REITもそうであるが、上場インフラファンドも法的には投資法人と投資信託の2通りの枠組みがあるものの、実際に用いられているのは投資法人のみである。以下ではもっぱら投資法人を念頭に置いて論を進めていく。

⁵ 上場インフラファンドについては、国内の投資信託又は投資法人(=内国インフラファンド)のほか、外国インフラファンド及び外国インフラファンド信託受益証券も上場対象となっている(有価証券上場規程第 1201 条第1号の5)。わが国の投資者に対して多様な金融商品への投資機会を提供する観点から、海外取引所等において上場又は継続して取引されているインフラファンドも上場対象としたものである(佐藤晃子「上場インフラファンド制度の概要」(金融法務事情 No.2053 2016 年)p47)。なお、以下ではもっぱら内国インフラファンドを念頭に置いて記述を進める。

することになる⁶。

以下では、上場インフラファンドについて、J-REITとは異なる点を中心に取り上げてその概要を示すこととした。J-REITもそうであるが、上場インフラファンドも、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)、有価証券上場規程(以下「上場規程」という。)、一般社団法人投資信託協会の規則、租税特別措置法(以下「租特法」という。)の規律の下にある。上場規程は上場インフラファンドについてかなり幅広い活用を想定した規定振りとなっている一方、特に投資対象については投信法の定めが、財務については租特法の定めが大きな制約となっている。

(1) 上場等に係る要件

上場インフラファンドの上場に当たっての要件は、J-REITとほぼ同じである。ただし、上場インフラファンドの特性にかんがみ、以下の点についてJ-REITにはない要件が加わっている。

① オペレーターの選定

インフラは、資産そのものからではなく、運営者(オペレーター)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)。このため、運営者(オペレーター)の適格性が確保されることが重要かつ必要であり、資産運用会社等の運用等の体制として、運営者(オペレーター)に関する一定の選定基準が設けられ、相応の選定体制が整備されることを上場制度上求めることが適当である⁷。

このため、規約等においてオペレーターの選定基本方針を定めなければならない(上場規程第1505条第1項第2号j(a))、当該方針に基づきオペレーター選定基準を定め、当該基準を充足するオペレーターを実際に選定しなければならない⁸。そして、投資法人等はオペレーターに関する情報の適時開示を行わなければならない(上場規程第1513条第1項・第3項)。

② 収益性及び収益継続性に関する意見書

インフラについては、J-REITの対象であるオフィスビル・賃貸住宅・商業施設・物流施設・宿泊施設等と、投資対象資産としての特性という観点から比した場合、①法制度等への依拠が大きい、②インフラ運営のための特有の施設・設備、③運営者(オペレーター)への依拠、④資産・投資対象としての実績の乏しさといった資産特性を有する。したがって、制度整備を進めるにあたっては、こうした資産特性に起因する特有のリスクを十分に考慮する必要がある⁹。

このため、上場インフラファンドの上場に当たっては、運用資産たるインフラ投資資産に関する専門的知識を有する者で、投資法人、管理会社等から独立した者が記載した、「インフラ投資資産の収益性に係る意見書」(有価証券上場規程施行規則(以下「上場規則」という。)第1502条第2項第1号c)及び「インフラ投資資産の収益継

⁶ 当初J-REITのスキームで再生可能エネルギー施設への投資ができないか検討がなされたが、太陽光発電施設にどこまで不動産との定着性が認められるのかの線引きが難しく、最終的には法的安定性も踏まえて、投信法上別途定めるべきとの結論になったという(柳澤宏・佐々木聡・横田雅之・近藤武史「上場インフラファンド市場の最新動向(座談会)」(不動産鑑定2023年10月号)p12(横田発言))。なお、東京証券取引所の報告書上では、インフラは、「不動産と異なる資産特性を有し、それに起因する特有のリスクを有すると考えられることから、J-REITとの混同を回避するための対応が必要と考えられる。このため、上場制度上は、市場第一部やJ-REIT市場と並列の新たな市場区分を設けること」とされている(H25研究会報告p10)。

⁷ H25研究会報告p8。

⁸ 「内国インフラファンド(投資証券)上場の手引き」(東京証券取引所)(以下「上場手引き」という。)p27。

⁹ H25研究会報告p6。

続性に係る意見書」(同号 d)を提出しなければならない¹⁰。

ただし、運用資産たるインフラ投資資産が適性インフラ投資資産¹¹に該当する場合には、収益性に係る意見書の取得は不要であり、運用資産たるインフラ投資資産が再生可能エネルギー発電設備であって、かつ、適性インフラ投資資産に該当する場合には、収益継続性に係る意見書の取得は不要となる(同号 c 括弧書・d 括弧書)。

③ リスク管理方針

②で述べたインフラ特有のリスクにかんがみ、新規上場に当たってはリスク管理方針を策定する必要がある¹²。リスク管理方針は、インフラファンドの運用を行う上で発現する可能性のある諸リスクについて、その特定、把握認識方法、限度、提言・削減方策等を明記するものである¹³。

上場審査においては、諸リスクを十分検証した上でリスク管理方針が策定されているか、リスク管理方針の内容に沿った対応が可能な体制が構築されているかについて確認が行われることになる¹⁴。

(2)財務上の取扱い

上場インフラファンドの財務上の取扱いについても、J-REIT の場合とほぼ同じである。ただし、いわゆる導管性要件の適用については、J-REIT に比べてかなり制約がある。

J-REIT 等投資法人は、投資法人が支払う分配金の額について、当該分配金が配当可能利益の 100 分の 90 を超えている等一定の要件(導管性要件)を満たしているものであれば、所得金額の計算上損金算入することができる(租特法第 67 条の 15・租特法施行令第 39 条の 32 の 3・租特法施行規則第 22 条の 19)。この特例により、導管的存在である投資法人の課税所得をゼロに近づけることができ、投資法人と投資主との間の二重課税を排除することができる(いわゆるペイスルー課税)。

上場インフラファンドも投資法人であるから、上記のペイスルー課税の適用対象にはなる。ただし、導管性要件の一つに、特定資産(投信法第 2 条第 1 項)のうち一定のものが総資産額の 2 分の 1 を超えていること(租特法第 67 条の 15 第 1 項第 2 号ト)があり、ここでの「一定のもの」とは、「投信法施行令第 3 条第 1 号から第 10 号までに掲げる資産」とされている(租特法施行令第 39 条の 32 の 3 第 10 項)。具体的には、不動産、有価証券、金銭債権等が対象資産となっており、再生可能エネルギー発電設備(投信法施行令第 3 条第 11 号)や公共施設等運営権(同条第 12 号)は含まれていない。また、匿名組合出資については、対象資産が不動産、有価証券(匿名組合出資を除く。)、金銭債権等であるものに限られており(租特法施行令第 39 条の 32 の 3 第 10 項前段括弧書)、再生可能エネルギー発電設備や公共施設等運営権を対象資産とする匿名組合出資は含まれていない(なお、投信法上投資が認められるインフラの範囲については、2. (1) 参照。)。したがって、例えば再生可能エネルギー発電設備やそれに係る匿名組合出資を主たる投資対象とする上場インフラファンドは、事実上ペイスルー課税の適用を受けることはできないことになる。

この点、再生可能エネルギー発電設備(匿名組合出資持分を含む。)については、2026 年 3 月末までに取得

¹⁰ 上場手引き p16。

¹¹ 適性インフラ投資資産とは、新規上場申請日時点等において、インフラ投資資産であって、①収益を計上して 1 年以上が経過しており、かつ、②直前決算期又は直前 1 年間に於いて利益を計上しているものをいう(上場規程第 1201 条第 9 号の 4・上場規則第 1201 条第 8 項・上場手引き p18)。

¹² J-REIT については、リスク管理方針策定が上場審査に当たっての要件とはなされていないものの、有価証券届出書においては投資リスクに係る詳細な記載が求められる(特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第 10 条第 1 項第 3 号、第 4 号の 3 様式第 2 部第 1・3・(記載上の注意)(26))。

¹³ 上場手引き p27。

¹⁴ 上場手引き p29。

したものは¹⁵、取得後 20 年を経過した日までに終了する各事業年度において、ペイスルー課税の対象資産に含めることができる(租特法施行令第 39 条の 32 の 3 第 12 項)¹⁶。この場合、当該再生可能エネルギー発電設備の運用方法は賃貸のみであることを要する(同項第 2 号)¹⁷。

したがって、再生可能エネルギー発電設備以外を主たる投資対象とする上場インフラファンドの組成は事実上困難であり、また、再生可能エネルギー発電設備を主たる投資対象とした上場インフラファンドであっても、資産取得時期や運用期間が事実上限定されることになる¹⁸。この点、恒久的にペイスルー課税が適用される J-REIT とは大きく異なることになる。

2. 投資対象からみた上場インフラファンドと J-REIT の比較

(1) 上場インフラファンドの投資対象

上場インフラファンドの投資対象となるインフラ資産¹⁹としては、次のものが挙げられている(上場規程第 1201 条(1)の 2・上場規則第 1201 条第 4 項)。上場規程上は、かなり多様なインフラ資産が想定されていることがわかる。

- ① 再生可能エネルギー発電設備
- ② 次に掲げる資産のうち、公共的な性質を有するもの
エネルギー資源を海上輸送又は貯蔵するための船舶、ガス工作物、空港、下水道、港湾施設、水道、石油精製設備、石油貯蔵設備、石油パイプライン、鉄道施設、鉄道車両、電気工作物、電気通信設備、道路・自動車道、熱供給施設、無線設備
- ③ ①②に掲げる資産に係る公共施設等運営権
- ④ ①～③に掲げる資産を運営するために必要な土地・建物並びに当該土地・建物の賃借権、地上権及び地役権
- ⑤ ①～④に掲げる資産を信託する信託の受益権

しかしながら、投信法上特定資産に該当するインフラ資産は、不動産としての属性も有するものを除けば²⁰、再

¹⁵ 再生可能エネルギー発電設備を保有する上場インフラファンドに対するペイスルー課税適用については、2014 年以來取得期限に係る 3 年間の時限措置が逐次延長されてきた経緯がある。なお、取得期限についてはさらに 5 年(2031 年 3 月末まで)延長される見込みである。これに加え、対象となる再生可能エネルギー発電設備が、太陽光、風力、水力及び地熱に限定される見込みである(「令和 8 年度税制改正の大綱」(令和 7 年 12 月 26 日 閣議決定) p81)。したがって、再生可能エネルギー電気の利用の促進に関する特別措置法上再生可能エネルギー発電設備として位置づけられているバイオマス発電施設は、ペイスルー課税の対象に含まれないことになる。

¹⁶ 上場インフラファンドについてこのような取扱いがなされたのは、上場インフラファンドがいわゆる導管性が認められる法人のメルクマールの一つであると考えられる「その運用する資産が一般の投資家が資産運用を行えるような種類の資産である」との要件に合致するとはいえないものの、再生可能エネルギー発電設備については、再生可能エネルギーの導入促進といった政策的要請があることも踏まえ、時限を区切って認めることとされたものである(「平成 27 年度 税制改正の解説」(財務省) p516)。

¹⁷ 賃貸要件については、そもそも投信法において、上場インフラファンド等の法人は資産の運用に特化することが求められており(投信法第 63 条)、投資法人が特定資産を保有するための「器」であることを明確にすることが趣旨であると推測される(「今後の上場インフラファンド市場の在り方研究会 報告書」(東京証券取引所 2025 年 3 月) p27)。

¹⁸ なお、上場インフラファンドがインフラ資産を保有するビークルの株式・持分、貸付債権・社債を保有する場合については、有価証券や金銭債権は租特法上の有価証券に含まれるため、ペイスルー課税の適用対象となる(佐藤正謙・佐伯優仁・小山浩「インフラファンドの新たな展開(上)ーコンセッション/PPP を投資対象とするファンド組成上の検討課題」(2021 年 NBL No.1208) p17)。

¹⁹ なお、上場インフラファンドについては、J-REIT とは異なり、裏付資産がインフラ資産に限定された株券、受益証券等(インフラ有価証券)も主たる投資対象に含まれている。インフラ資産とインフラ有価証券とを総称して「インフラ資産等」としている(上場規程第 1201 条第 1 号の 3・第 1 号の 6・第 1505 条第 1 項第 2 号 a)。

²⁰ 逆にいえば、投資対象たるインフラ資産が不動産に該当するのであれば、投信法上の特定資産に該当し、ペイスルー課税の適用対象とすることも可能である。ただし、上場に係る要件として投資法人の管理会社は一般社団法人投資信託協会の会員でなければならぬところ(上場インフラファンドについては、上場規程第 1505 条第 1 項第 1 号)、同協会が定める「インフラ投資信託及びイ

生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権(民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律(以下「PFI法」という。)第2条第7項)のみである(投信法施行令第3条)。そして、公共施設等運営権の形をとれば、PFI法第2条第1項に掲げる公共施設等のうち、上記①②に掲げる施設、すなわち道路、鉄道、空港、港湾、情報通信施設、熱供給施設、船舶等々かなり広範なインフラ施設を取り込むことが可能である。ただし、1.(2)で触れたとおり、公共施設等運営権はペイスルー課税適用の対象外であり、公共施設等運営権を主たる投資対象とする投資法人の組成は事実上困難である。

実際の上場インフラファンド(2026年3月20日現在で6投資法人)の保有インフラ施設は、そのほとんどすべてが太陽光発電所であり、これ以外は風力発電所が1法人1件あるのみである。

(2) 投資対象における J-REIT と上場インフラファンドとの棲み分け

(1)で挙げた上場規程において上場インフラファンドの投資対象となるインフラ施設の中には、既に J-REIT において取得例があるものとの重複がみられる。具体的には、空港施設、港湾施設、石油貯蔵設備、電気通信設備、熱供給設備といったところである²¹。つまり、これらの物件については、上場規程上は上場インフラファンドにおいても保有可能ということである。ただし、上場インフラファンドの投資対象については、(1)②のように「公共的な性質を有するもの」という要件が存する。したがって、例えば石油タンクであれば、単に民間企業が営業用に貯蔵しているのみであれば、上場インフラファンドが保有することはできないことになる。国家的な備蓄のためとか、災害時における地元自治体への供与のためとか公共的な目的が必要なのである。

逆に上場インフラファンドの投資対象であっても J-REIT では保有できないものも存する。船舶や鉄道車両はそもそも動産であり、土地の従物(民法第87条)と評価することも困難であろうから、不動産投資法人の投資対象とはならないと考えられる。それでは上場インフラファンドの主たる投資対象である太陽光発電施設についてはどうか²²。まず太陽光パネル等太陽光発電施設そのものは、建物ではないため単独で不動産として取り扱うことは困難であり、不動産投資法人の投資対象たる特定資産には該当しないことになる。したがって、現行制度上では、太陽光発電施設を土地の定着物として位置づけてあくまで土地に対する投資であると構成するか、太陽光発電施設は投資対象から外して投資対象たる土地に太陽光発電施設の設置を目的とする土地賃借権を設定するかいずれかとなる。

なお、前者に関連して、データセンターについては、昨年閣議決定を経て、金融庁が、受変電設備、空気調和設備等データセンター関連設備について、一定の設置態様を満たす場合には不動産に該当することを明確化した²³。これと同様に、太陽光発電施設を投信法上の特定資産たる不動産の一部(土地の定着物)として位置づけることができれば、太陽光発電施設とその敷地を J-REIT 資産に取り込むことも可能であると考えられる。

また、後者の土地のみを投資対象とする手法については、制度的には可能であるが、大規模太陽光発電施設の敷地は建物敷地としての利用が期待できない利用価値の低い土地がほとんどであり、そこから得られる賃料も

ンフラ投資法人に関する規則」においては、主たる投資対象たるインフラ資産として再生可能エネルギー発電設備及び公共施設等運営権が挙げられているに留まることから(同規則第3条第4項。同項の「自主規制委員会が指定する資産」は未指定である。)、上場インフラファンドがインフラ資産を不動産として主たる投資対象とすることは現状では困難である(佐藤他・下 p59)。

²¹ リサーチ・メモ 20260109 参照。

²² なお、建物屋根に設置された太陽光発電施設を取得した事例は存する。例えば、GLP 投資法人は、13 件の物流施設の屋根に設置された太陽光発電設備をまとめて取得している。追加信託等により物流施設に係る不動産管理処分信託の信託財産に含めたようである(「資産の取得及び貸借に関するお知らせ(不動産信託受益権、太陽光発電設備に係る信託受益権)」(2018年2月5日 GLP 投資法人))。

²³ 「投資法人に関するQ&A」の改訂について(令和7年6月27日 金融庁)。これに合わせて上場規程も改められている(上場規程第1201条第10号)。

それに見合った額にならざるを得ず、J-REIT の投資先としては収益性の面で適格性に欠くことになると考えられる。

3. 上場インフラファンドの課題と今後のインフラ投資

(1) 上場インフラファンドの現状と課題

上場インフラファンドは、昨年までに7銘柄が上場されたが、2銘柄は上場廃止となった。本年3月に1銘柄が新規上場され、現在6銘柄となっている。2026年2月末現在の時価総額合計は1,149億円、これは同時期のJ-REITの時価総額合計(17.3兆円)の0.7%弱にとどまる²⁴。また、わが国のインフラファンド投資市場規模は資産額ベースで2.9兆～3.3兆円とされているが²⁵、このうち上場インフラファンドの資産規模は約2,900億円²⁶と私募インフラファンドの割合が圧倒的に大きくなっている。

以上でわかるとおり、上場インフラファンドについては、J-REITとは異なり順調に市場を拡大しているとは言い難い状況にある。この点については、上場インフラファンド市場を所管する東京証券取引所も課題として認識しており、本年3月には「今後の上場インフラファンド市場の在り方研究会 報告書」(以下「東証報告書」という。)をとりまとめている。以下では、東証報告書において上場インフラファンドの改善点として挙げられている事項について、ごく簡単に触れることとする²⁷。

① 幅広い機関投資家の呼び込み

上場インフラファンドの投資家については、機関投資家の参加率が著しく低く、個人投資家が太宗を占める市場となっている。幅広い機関投資家を呼び込むには、さらに流動性を高めるような市場規模の拡大が不可欠である。また、投資信託、特にETFは機関投資家の流入に一定の役割を果たしており、ETF組成を通じた機関投資家の参入に向けて、上場インフラファンド市場は、J-REITのETFが登場した2008年9月時点でのJ-REIT市場の規模(42銘柄・3.3兆円)と同程度の市場規模へと成長することが求められる。

② 税制上の改善点

・再生エネルギー発電設備の取得に係る期限(3年間の時限措置)の撤廃

3年間の時限措置の存在により、上場インフラファンドの組成作業が期限までに完了しないリスクが顕在化し、上場インフラファンド組成の障壁となっている。また、当該措置が延長されない場合、新規上場がストップすることから、市場の将来に向けた発展の余地がなくなり、投資家を不安定な立ち位置に置く可能性がある。

・二重課税の回避(導管性)が認められる期間について20年とする定めの撤廃

上場インフラファンドは、私募ファンドとは異なり永続的な資産運用が求められており、FIT(固定価格買取制度)の期間終了後も発電を継続することが現実的となっている。また、当該期間が定められていることにより、スキームの永続性に疑念が生じ、事業者のファンド組成の意欲を削ぐことにもなっている。さらに、期間経過後は法人税が課されるという前提に立つと、収益率から逆算した資産価格が私募ファンド等より低くなり買い負けのおそれが生じ、また、将来的な分配金の減少や投資口価格の下落要因となるリスクとして認知されている。

²⁴ 月刊インフラファンドレポート(2026年2月版)・月刊REIT(リート)レポート(2026年2月版)(いずれも東京証券取引所)。

²⁵ 「日本のインフラファンド投資市場規模調査 2025年3月末時点～調査結果」(2025年7月 三井住友トラスト基礎研究所)。

²⁶ 2026年3月20日現在の各投資法人の最新の決算短信による。

²⁷ 東証報告書 p22 以下。

・再生可能エネルギー発電設備の運用方法が賃貸に限定されていることについて、匿名組合出資持分を取得する場合における賃貸要件の撤廃

通常取引においては賃貸要件を満たしたスキームで再生可能エネルギー発電設備を保有する必要性は乏しいため、上場インフラファンドによる取得にあつて、スキーム組替えに係る追加的コストが生じる。また、大規模な再生可能エネルギー発電設備は匿名組合出資等を通じて複数の事業者と共同で取得するケースが想定されるが、賃貸要件を満たす内容に全体のスキームを変更することは現実的でない。そもそも匿名組合員は営業者の業務を執行できないのであり(商法第 536 条)、匿名組合出資持分を取得する場合に賃貸要件を課すことは屋上屋を重ねる過剰な規制である。

③ 特定資産についての改善点

上場インフラファンド市場の創設以降、再生可能エネルギー発電以外の分野でも新たな事業領域やビジネスモデルが生まれてきており、上場インフラファンドが資金供給者として参画することは、インフラ整備の資金ニーズに応えるだけでなく、運用資産の多様化を通じた分散効果が期待できる。特に、すでに特定資産に含まれている洋上風力発電の導入に向けた条件整備を進めるほか、系統用蓄電池²⁸を特定資産に含めるべきである。さらには送電網・海底直流ケーブルや携帯基地局、港湾施設、コンセッション(公共施設等運営権)などについても検討を進めていくべきである。

④ 開発案件の組入れ

J-REIT においては、ポートフォリオ全体に過大な影響を与えることのない一定の範囲内において、開発案件の取得が容認されている。再生可能エネルギー発電設備は、投資家において投資に対するリスク・リターンなどの認識が広まりつつあり、ポートフォリオ全体に過大な影響を与えることのない状況であれば、上場インフラファンドが開発案件を組み入れることについても、検討を進めるべきである。これにより、より早い段階で事業者の資金ニーズに応えることが可能となるだけでなく、上場インフラファンドが妥当な価格水準で資産を取得する機会の増加につながることを期待される。

以上が、東証報告書において上場インフラファンドの改善点として指摘されている事項である。①が改善結果として求められている事項であり、その実現のために②～④の方策が検討事項とされている。特に②の税制改正²⁹と③の系統用蓄電池の特定資産化については、具体的な改善点として位置づけられている。

なお、税制上の改善点については、上場インフラファンド創設時においては、その主たる投資対象たる再生可能エネルギー発電設備等が「その運用する資産が一般の投資家が資産運用を行えるようなタイプの資産」とはいえないゆえに税制上の制約が設けられていたのであるが(脚注 16 参照。)、現時点では、私募インフラファンドの状況等にかんがみ、有価証券や金銭債権を除けば、他金融商品と比較しても一定程度一般投資家の参画が既に進んでいる市場であると評価できる(3.(1)参照。)。したがって、再生可能エネルギー発電設備は、「その運用する資産が一般の投資家が資産運用を行えるようなタイプの資産」になっているとも考えられる³⁰。

²⁸ 発電所、送電線等電力系統に直接接続する蓄電池。電力が余った時には蓄電し、電力が不足した時には放電することで、系統電力の安定化を図ることができる。電力が安いとき、余ったときに蓄電し、高いときに放電して売ることによって利益を得ることになる。

²⁹ 2026 年度以降の税制については、脚注 15 参照。

³⁰ 東証報告書 p24。

(2)J-REIT を含めてのインフラ投資に向けた検討

東証報告書で挙げられた上場インフラファンドの改善点は、いずれも首肯できる内容であり、特に導管性要件の適用期限・適用年数の撤廃は、上場インフラファンド市場の拡大のためには必須であると考えられる。ただし、上場インフラファンド市場に限定することなく、わが国におけるインフラ資産への投資資金のさらなる導入を考えた場合、J-REIT の活用がより現実的なのではないか。

すなわち、インフラ資産の中には、J-REIT の特定資産である不動産に該当するものも多く含まれており、2.(2)で触れたように、既にインフラ資産としての性格を有する不動産を J-REIT が保有している事例もすでに少なからず存する。

投信法上は「不動産」について特段の定義規定は存しないが、上場規程においては、投資法人の計算に関する規則を引用する形で、①建物及び暖房、照明、通風等の付属設備 ②構築物(ドック、橋、岸壁、さん橋、軌道、貯水池、坑道、煙突その他土地に定着する土木設備又は工作物をいう。) ③土地 が挙げられており、さらに2025年10月には、④投資信託法施行令第3条第3号に規定する不動産に該当するもの(データの処理を目的とした、コンピュータやデータ通信のための装置を設置及び運用することに特化した建物と一体として利用することを想定して設置された設備その他の建物と一体として利用することを想定して設置された設備に限る。)が加えられている(上場規程第1201条第10号)。

上場規程において上場インフラファンドの投資対象となるインフラ資産として挙げられているもの(2.(1)参照。)と対比してみても、再生可能エネルギー発電設備、ガス工作物、空港、下水道、港湾施設、水道、石油精製設備、石油貯蔵設備、石油パイプライン、鉄道施設、電気工作物、電気通信設備、道路・自動車道、熱供給施設、無線設備については、①建物及び付属設備又は②構築物として不動産に位置づけることが可能、あるいは場合によっては可能である。太陽光発電設備のように不動産に該当するかが微妙な資産については、今回加えられたデータセンター関連設備と同様に解釈上明確化することである程度対応可能であると考えられる。「不動産」に位置づけしさえすれば、J-REIT による保有が可能であり、その保有主体は恒久的にペイスルー税制の適用対象となる。

民法上の不動産(民法第86条第1項)に該当するかが問題となるケースも想定されるものの、そもそも投信法上の不動産が民法上の不動産と完全に合致しなければならないわけではないのではないかと考える。そこは投信法の趣旨に照らして判断する余地があるのであり、投信法が不動産に関して特段の定義規定を置いていないのは、そのあたりを含意する意味もあると考える。船舶、鉄道車両など明らかに動産であるものはともかく、それ以外は解釈上不動産に位置づけることは可能と考える。

むすび

以上、インフラ資産投資を巡って、上場インフラファンドの現状と課題、J-REIT の立ち位置について考察を加えてみた。今後もインフラ資産投資がますます重要になるであろうが、現在の上場インフラファンドがそれに応えられる状況にないのも確かである。インフラ資産投資の重要性が必ずしもインフラ資産単独の上場市場を設けることに結び付くとはいえず、インフラ資産の多くが不動産でもあることを勘案すれば、将来的にはインフラ資産投資も J-REIT 市場に包摂することが望ましいのではないかと考える。それにより、J-REIT にとっても新たな外部成長の途が開けることになり、投資家にとってもリスク分散と ESG 等公益性実現の両立がかなうことになると考える。

(齋藤 哲郎)