

平成26年度グリーン投資促進のための情報開示及び評価の在り方に関する検討会

## 第3回

### 議事次第

日時：平成26年9月9日（火）15：00～17：00

会場：TKP大手町カンファレンスセンター16階 ホール16B

1. 開会
2. これまでの検討の振り返り
3. 中間取りまとめ（案）について
4. 閉会

### 配付資料

- 資料1 議事次第
- 資料2 委員名簿
- 資料3 検討会のスケジュール
- 資料4 ヒアリング先及びヒアリング事項
- 資料5 グリーン投資に関する評価と情報開示の在り方について（中間取りまとめ）（案）

- 参考資料1 第2回検討会議事概要
- 参考資料2 ヒアリング議事概要まとめ
- 参考資料3 ヒアリング議事概要

## 平成26年度 グリーン投資促進のための情報開示及び評価の在り方に関する検討会

## 委員名簿

＜検討会委員＞		（◎：委員長）	（敬称略・順不同）
	池田 誠	野村證券株式会社 IBビジネス開発部4グループ	課長
	大橋 純	マッコーリーキャピタル証券会社 投資銀行本部	マネージング ディレクター インフラストラクチャー・ユーティリティーズ部長
	金森 弘樹	大和証券株式会社 IBソリューション部	課長代理
	白石 幸治	株式会社みずほ銀行 プロジェクトファイナンス営業部長	
	田中 秀一郎	三菱UFJ投信株式会社 業務部	チーフマネジャー
	田中 英隆	株式会社格付投資情報センター	専務執行役員
	徳田 展子	東京海上アセットマネジメント株式会社	運用戦略部 ファンドマ ネージャー
	錦織 雄一	オリックス株式会社 常務執行役	環境エネルギー本部長
	馬場 賢治	株式会社三井住友銀行 成長産業クラスター	第二グループ（環 境・エネルギー・資源担当）グループ長
◎	藤井 良広	上智大学大学院 地球環境学研究科	教授
	堀江 隆一	CSRデザイン環境投資顧問株式会社	代表取締役
	本多 史裕	株式会社日本格付研究所 ストラクチャード・ファイナンス部	プ ロジェクト&アセット・ファイナンス室長
	松井 博	三井住友信託銀行株式会社	オルタナティブ運用部 次長
	村上 努	株式会社日本政策投資銀行	ストラクチャードファイナンス部 部長
	八木 博一	セコム企業年金基金	常務理事
	若林 泰伸	早稲田大学 法学部	教授
＜オブザーバー＞			
	渡辺 公德	金融庁総務企画局市場課資産運用企画室長	
	前川 和之	経済産業省資源エネルギー庁省エネルギー・新エネルギー一部新エネ ルギー対策課	課長補佐
	橋本 梢	株式会社東京証券取引所上場推進部	課長

# 検討会のスケジュール

資料3

## <検討会>

	時期	議題(案)
第1回	6月24日 (火)	① 検討委員会の目的・検討事項の確認 ② 再エネファンドの情報開示の在り方について
第2回	7月7日 (月)	① Climate Bonds Initiative CEO Sean Kidney氏講演 ならびにディスカッション ② 第1回検討会を踏まえた議論
第3回	9月9日 (火・今回)	<u>上場市場における再エネファンドの情報開示の在り方(中間取りまとめ)</u>
フォーラム	10月後半 (予定)	検討課題のブラッシュアップのためのフォーラム開催
第4回	1月(予定)	フォーラムを受けた中間とりまとめのブラッシュアップ <u>グリーン投資商品の情報開示・評価の在り方(取りまとめ)</u>

### <作業部会>

第1回 7月4日(金)

第2回 7月31日(木)

第3回 8月26日(火)

第4回 11月頃(予定)

# ヒアリング先及びヒアリング事項

資料4

検討会・作業部会における議論の参考とするため、事務局において、ヒアリングを実施。

ヒアリング先候補	質問事項(案)
○再エネ事業者、商社等 5社	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 事業スキーム</li><li>・ 投資におけるリスクとその対策方法</li><li>・ 事業構築に際して克服した課題</li><li>・ グリーンに対する取組み、考え方 など</li></ul>
○証券会社 4社	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 商品組成・販売の実績</li><li>・ 投資におけるリスクへの認識</li><li>・ 対策・開示に対する事例・考え方</li><li>・ グリーンに対する取組み、考え方 など</li></ul>
○機関投資家、保険会社 6社 (対象) ・年金基金 ・生保会社 など	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 投資に際し必要とする情報</li><li>・ 投資決定に際し重視する項目</li><li>・ 今後の投資可能性 など</li></ul>
○その他 5社 (対象案) ・格付機関 ・第三者認証機関 ・弁護士 など	<ul style="list-style-type: none"><li>・ グリーン投資・インフラ投資案件の評価ポイント</li><li>・ 国内マーケットの特徴</li><li>・ 投資に際し必要と考えられる情報 など</li></ul>

グリーン投資に関する情報開示及び評価の在り  
方について（中間取りまとめ）（案）

平成26年9月

グリーン投資促進のための情報開示及び評価の在り方に関する検討会

## グリーン投資促進のための情報開示及び評価の在り方に関する検討会

(敬称略・順不同)

### <検討会委員> (◎：委員長)

池田 誠	野村證券株式会社 IB ビジネス開発部 4 グループ 課長
大橋 純	マッコーリーキャピタル証券会社 投資銀行本部 マネージングディレクター インフラストラクチャー・ユーティリティーズ部長
金森 弘樹	大和証券株式会社 IBソリューション部 課長代理
白石 幸治	株式会社みずほ銀行 プロジェクトファイナンス営業部 部長
田中 秀一郎	三菱 UFJ 投信株式会社 業務部 チーフマネジャー
田中 英隆	株式会社格付投資情報センター 専務執行役員
徳田 展子	東京海上アセットマネジメント株式会社 運用戦略部 ファンドマネージャー
錦織 雄一	オリックス株式会社 常務執行役 環境エネルギー本部長
馬場 賢治	株式会社三井住友銀行 成長産業クラスター 第二グループ (環境・エネルギー・資源担当) グループ長
◎ 藤井 良広	上智大学大学院 地球環境学研究科 教授
堀江 隆一	CSR デザイン環境投資顧問株式会社 代表取締役
本多 史裕	株式会社日本格付研究所 ストラクチャード・ファイナンス部 プロジェクト&アセット・ファイナンス室長
松井 博	三井住友信託銀行株式会社 オルタナティブ運用部 次長
村上 努	株式会社日本政策投資銀行 ストラクチャードファイナンス部 部長
八木 博一	セコム企業年金基金 常務理事
若林 泰伸	早稲田大学 法学部 教授

### <作業部会委員> (◎：座長)

池 知彦	イー・アンド・イーソリューションズ株式会社 環境事業部 副事業部長
神崎 清志	株式会社クレジット・プライシング・コーポレーション
後藤 英樹	株式会社クレアン サステナビリティ・コンサルティング グループ コンサルタント
田中 秀一郎	三菱 UFJ 投信株式会社 業務部チーフマネジャー
徳田 展子	東京海上アセットマネジメント株式会社 運用戦略部 ファンドマネージャー
◎ 藤井 良広	上智大学大学院 地球環境学研究科 教授
堀江 隆一	CSR デザイン環境投資顧問株式会社 代表取締役

<オブザーバー>

金融庁総務企画局市場課

経済産業省資源エネルギー庁省エネルギー・新エネルギー部新エネルギー  
対策課

株式会社東京証券取引所上場推進部

<事務局>

環境省総合環境政策局環境経済課

有限責任 あずさ監査法人

## 目次

1	背景・検討の目的 .....	4
2	検討の対象・方法 .....	5
3	再エネファンドの特性 .....	6
4	再エネファンドの情報開示 .....	8
5	今後の検討 .....	20
	参考資料.....	21

## 1 背景・検討の目的

### (1) 背景

2050年までに80%もの大幅な温室効果ガス削減を実現するには、今後、グリーン投資分野への巨額の追加投資が必要であり、機関投資家や個人投資家を含めた幅広い投資家による民間資金のより一層の活用が不可欠である。同投資分野に幅広い投資家による民間資金を呼び込むためには、投資のリスクとリターンの予見可能性を高めるとともに、投資持分の流動性の高い市場を整備していく必要がある。

我が国では、2012年7月の固定価格買取制度（以下「FIT」という。）導入以降、再生可能エネルギー（以下「再エネ」という。）分野への投資意欲が高まっている。

しかしながら、投資家の適切な投資判断に必要な情報や評価ノウハウについて課題が多く、十分な民間資金が配分されていないことが指摘されている。投資家が投資判断に必要な情報が適切に開示されることにより、事業の健全性も高まり、堅牢なグリーン市場の構築、社会全体の再エネ導入のための費用負担の適正化にもつながると考えられる。

### (2) 検討の目的

これを踏まえ、本検討会では、幅広い投資家によるグリーン投資の促進に向け、特に資金流入が期待できる再エネ事業に焦点を当て、再エネ事業を投資対象とする金融商品について、投資家が適切に評価・投資判断を行うために必要な情報を特定し、一定のガイドライン等の策定を目指すこととした。

## 2 検討の対象・方法

### (1) 検討の対象・範囲

本検討会では、再エネ事業（発電設備）に対して投資を行うファンド（以下「再エネファンド」という。）等が資金調達を行う際の、投資家向けの情報開示の在り方について検討することとした。

再エネファンドの組成形態<sup>1</sup>（「器」となる投資のためのビークル）は多様であり、投資信託、投資法人等のファンド組成のための特別の法律に基づくものも、合同会社・株式会社、信託契約、組合契約等の一般的な組織形態を利用するものもある。本検討会では、組成形態による対象の限定は行わず、広く投資家から資金を集めて再エネ事業（発電設備）に投資するスキーム一般について検討することとしている。スキームにより、情報開示の在り方に濃淡があると考えられるが、再エネ発電設備に投資を行い、発電事業をキャッシュフロー創出の源泉とするファンドには、一般に共通の論点があると考えられるためである。

そのため、本検討会では、再エネファンドが投資家に対して提供すべきと考えられる情報を幅広く特定することを目的とし、再エネファンドがいわゆる開発リスクも抱えていることを念頭に置いて検討を行う。ただし、募集形態（公募、私募）や取引所への上場の有無は限定しないこととする。

### (2) 検討の方法・アプローチ

そもそも情報開示は、金融商品を購入することが想定される投資家層の知識、経験等に照らして行われるべきである。このため、情報開示の在り方の検討に当たっては、まず、一般投資家が参加することが想定されるため幅広い内容について情報開示が行われることが望ましいと考えられる取引所上場ファンドを念頭に置き、自主的なものも含め、同ファンドが投資家に伝達すべきと考えられる情報について検討を行った。その後、機関投資家等のプロ向けの取引を主とする私募市場における情報開示について、必要な情報の絞り込みを行っていくこととした<sup>2</sup>。

本中間取りまとめは、一般的な再エネファンドの特性を明らかにした上で、東京証券取引所において開設される予定のインフラ市場に上場するファンドのうち主として再エネ事業（発電設備）に投資するファンドの情報開示について、参考とし得る「考え方」を中心に取りまとめるものである。具体的には、一般的な再エネファンドの特性という観点から、投資家にとって特に重要と考えられる情報を特定する作業を行った。なお、組成形態により、開示の方法等については相違があり得るが、本中間取りまとめでは特に検討を行っていない<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 組成形態の種別については、参考資料1を参照のこと。

<sup>2</sup> ただし、通常、個人投資家は機関投資家ほど大量の情報を分析することが困難であり、個人投資家に向けた情報開示に当たっては、第三者による評価や情報の重要性の重み付けが必要となると考えられる。

<sup>3</sup> 必要に応じて、継続的な投資運用が想定され、開示すべき情報が幅広いと考えられる投資法人を想定して記述することとするが、その他の組成形態を活用する場合は、その特性に応じ、

### 3 再エネファンドの特性

再エネ事業に投資を行うには、一般的に相応に規模の大きい額の投資が必要となることが多いが、ファンドにより持分を小口化することにより、投資家が少額で投資を行うことが可能となる。また、再エネ事業への投資は、株式や社債といった伝統的なアセットクラスとの相関が比較的 low、分散投資が可能となる点で、投資家にとって魅力的な投資先となり得る可能性がある。

具体的には、再エネファンドは、投資家や銀行等からの出資金及び借入金で再エネ発電設備を取得し、当該設備を活用して事業を運営（又は当該設備を事業者に賃貸し、賃貸料を収受）することによって得られる収入（インカムゲイン）から諸費用を控除した後、投資家に利益を分配するものである。そして、最終的には当該設備を売却し、その代金から出資金及び借入金を償還して、残った利益（キャピタルゲイン）を投資家に分配する。なお、再エネ発電設備そのものではなく、別の再エネファンドの持分たる有価証券（例えば信託受益権）を取得する再エネファンドも考えられる。

特に注意すべき点は、再エネ発電設備は設備自体のバリューアップが望めず、価値が償却されていくことである。そのため、設備売却による収入よりも、事業の運営によって得られる売電収入（設備を賃貸する場合にあっては、売電収入を原資とする賃貸料収入）によってキャッシュフローを確保することが特に重要であり、事業の安定的な運営が肝要となる（いわゆるオペレーショナル・アセットの特性）。すなわち、事業の安定的な運営が金融商品のリスク及びリターンに直結する。

また、再エネは、一般に、CO<sub>2</sub> を排出しないクリーンなエネルギーと認識されているため、環境効果を織り込んで投資判断を行う投資家も存在すると考えられる。

#### （1）再エネファンドのリスク・リターン特性

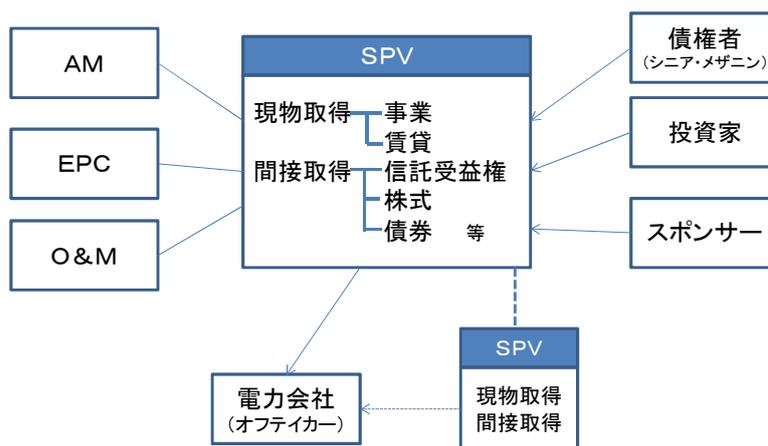
上述のとおり、再エネファンドのリスク・リターンにおいては、事業の安定的な運営が大きく影響する。具体的には、以下に挙げた点が重要な特性であると考えられる。

- ・発電事業には、事業の企画・立案、資金調達、プラント建設、運転・保守等において様々な関係主体が関与しており、各主体の能力、責任の範囲等が、事業の運営に大きく影響する（図表1）。
- ・発電量が自然条件（天候、自然資源の賦存量など）に左右され、また、自然災害に起因する事故のリスクがある。
- ・売電先である受け入れ側（オフテイカー）のキャパシティや、FIT を活用する場合はその制度に依存（売電価格が固定されているのは20年間のみ）する。

---

適宜読み替えて活用されることが期待される。

図表 1：再エネ事業をめぐる関係主体のイメージ<sup>4</sup>



また、再エネファンドは、最終的には当該設備を売却してエグジットすることが必要であるが、設備の売却については以下のような特性がある。

- ・再エネ発電設備は、土地への固着性・個別性が高く、買手が容易に見つけれない場合がある。
- ・設備の中古マーケットができていない。

## (2) 環境効果に関する特性

上述のとおり、投資家は、環境効果、すなわちグリーンであることを投資判断に織り込む場合があると考えられることから、金融商品を組成する者が、再エネファンドについて、「グリーン」であることをアピールポイントとして募集等を行う場合がある。

「グリーン」な金融商品について投資家が期待し得る要素としては、具体的には、温室効果ガスの排出の抑制や、投資先の事業により周辺環境に対し悪影響が生じにくいといった、社会的意義に関するものがあり得る。また、グリーンな金融商品であれば、周辺環境への悪影響の顕在化により事業が停止する等の可能性が低いのではないかと、将来、環境保全に係る規制強化や気候変動の影響等により資産の価値が毀損する可能性が低いのではないかと等の、財務パフォーマンスに係る期待もあり得る。

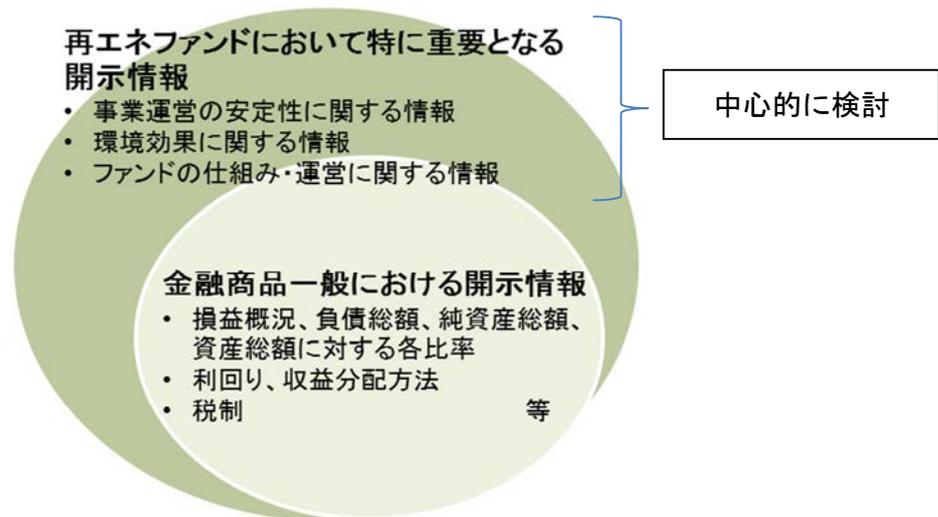
いずれにおいても、「グリーン」をアピールして金融商品を組成する場合に、投資家の期待とその実態が合致しないと、「グリーン」と見せかけたり実態よりも誇張した表示により誤解を与える、いわゆる「グリーンウォッシュ」となる危険がある。

<sup>4</sup> SPV (Special Purpose Vehicle、特別目的事業体)、AM (Asset Management、資産運用会社)、EPC (Engineering Procurement and Construction、設計、調達及び建設会社)、O&M (Operation and Maintenance、事業の運営維持管理会社)

## 4 再エネファンドの情報開示

再エネファンドには、「3 再エネファンドの特性」で述べた特性があることから、再エネファンドに係る投資家への情報開示においては、金融商品一般における開示情報に加えて、再エネファンドにおいて特に重要となる開示情報があると考えられる（図表2参照）。

図表2：再エネファンドの開示情報のイメージ



再エネファンドであっても、金融商品一般における開示情報の開示はもちろん不可欠であるが、ここでは、再エネファンドにおいて特に重要となる情報について中心的に検討することとする。

再エネファンドにおいて特に重要となる情報としては、対象資産を活用して行う事業に係るものとして「(1) 事業運営の安定性に関する情報」及び「(2) 環境効果に関する情報」があり、ファンド全体に係るものとして「(3) ファンドの仕組み・運営に関する情報」がある。

### (1) 事業運営の安定性に関する情報

投資家が再エネファンドについて投資判断を行うに際しては、対象資産を活用して行う事業が安定的に運営されることを評価することが必要である。このため、投資対象とする事業がキャッシュフローを創出する仕組みを理解する必要がある。ここでは、再エネ事業の一般的なスキームや、FITにより売電する場合はその制度に依拠していること及び制度の概要等について、適切に開示・説明されることが重要である。

その上で、投資家は、事業の運営の安定性を脅かすリスクに着眼しながら投資物件や事業の概要等を評価し、期待されたリターンが得られる蓋然性を判断する必要がある。そこで、事業の運営に影響を及ぼす主なリスクについて検討し、そのリスクに対応して開示が必要と考えられる情報を特定する。

主なリスクを分類すると、図表3のとおりとなる。

図表3 リスクの分類（概要）

ステージによる 区分		開発・ 建設段階	操業・ 撤去段階	常時
オペレーショナル リスク	制度・権利・ ガバナンス 関連	①用地確保 ②許認可	③買取価格 ④政策・制度	⑤ガバナンス
	技術・構造 関連	⑥完工 ⑦工事による近隣環境 への影響	⑧メンテナンス・補修 ⑨継続性 ⑩自然資源の調達 ⑪操業による近隣環境へ の影響 ⑫発電設備の撤去	⑬災害・事故
クレジットリスク				⑭スキーム関係者のデフ ォルトの影響
マーケットリスク				⑮エネルギー市場 ⑯インフレ

以下、それぞれのリスクに対応して開示されることが望ましい情報として考えられる事項は、図表4の通りである。

図表4 リスクに対応した開示情報

図表4-1. オペレーショナルリスク（制度・権利・ガバナンス関連）

	観点	評価する事項	開示情報として考えられる事項
開発・建設段階	①用地確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>土地の所有権・賃借権等、第三者対抗要件</li> </ul>	建設用地の契約形態[借地(期間)／所有]、登記
	②許認可 <ul style="list-style-type: none"> <li>許認可(法令等)</li> <li>発電設備許可</li> <li>既得権</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業開始に当たり必要となる法的な許認可、電力会社の許可</li> <li>周辺の権益者の理解</li> </ul>	許認可取得状況 系統連系、接続契約等 権利関係者との調整状況
操業・撤去段階	③買取価格 <ul style="list-style-type: none"> <li>オフテイクリスク、電力会社の契約変更</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>売電契約の変更可能性</li> </ul>	買取先の明示 買取金額の水準 売電契約の変更条項 等
	④政策・制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策・制度の事業への影響(地方公共団体の政策等を含む。)</li> </ul>	設備設置地域等の規制情報 等
常時	⑤ガバナンス <ul style="list-style-type: none"> <li>贈収賄</li> <li>不当雇用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>法令違反や不適切な運営等の有無</li> </ul>	労使関係(雇用契約、労使交渉の状況等) 事業ガバナンス(人員、体制等)等

図表 4-2. オペレーショナルリスク（技術・構造関連）

	観点	評価する事項	開示情報として考えられる事項
開発・建設段階	⑥完工	<ul style="list-style-type: none"> <li>建設が予定期間・予算内で計画のとおり実現すること</li> </ul>	EPC事業者、メーカー等との契約内容、実績 スポンサー等
	⑦工事による近隣環境への影響 <ul style="list-style-type: none"> <li>環境影響</li> <li>風評</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工事による周辺環境への悪影響の回避</li> <li>近隣住民等とのトラブル、計画の遅延等の回避</li> </ul>	事業地の周辺環境の状況 環境影響評価手続きの状況 工事計画（費用、期間など） 周辺環境に与え得る環境影響の可能性と対策の状況 住民説明会の実施状況
操業・撤去段階	⑧メンテナンス・補修	<ul style="list-style-type: none"> <li>メンテナンス、補修等の計画、体制の整備</li> </ul>	メンテナンス計画、体制 O&M事業者との契約形態（長期契約、包括契約等）
	⑨継続性 <ul style="list-style-type: none"> <li>性能劣化</li> <li>環境変化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>設備の経年劣化による発電効率の低下</li> <li>周辺環境の変化による発電効率の低下</li> </ul>	使用設備（容量、予測稼働率） メーカーの保証内容、認証取得状況等 周辺の開発計画の有無（該当ある場合その内容） 発電に関する保険への加入状況（売電収入補償等）
	⑩自然資源の調達 <ul style="list-style-type: none"> <li>天候</li> <li>燃料調達</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日射量、風量等が確保される蓋然性</li> <li>燃料調達の確保（バイオマス）</li> </ul>	発電量（予測） 日射量、風量等に関する調査結果、トラックレコード 燃料の調達方法、価格、体制
	⑪操業による近隣環境への影響 <ul style="list-style-type: none"> <li>環境影響</li> <li>風評</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>操業による周辺環境への悪影響の回避</li> <li>近隣住民等とのトラブル、操業の中止等の回避</li> </ul>	事業地の周辺環境の状況 環境影響評価手続きの状況 周辺環境に与え得る環境影響の可能性と対策の状況 近隣住民等とのトラブル等の有無

	⑫発電設備の撤去	<ul style="list-style-type: none"> <li>原状復帰の方法と費用</li> <li>適正な市場価格での設備の売却の実現可能性</li> <li>事業実施サイトが汚染されていないこと</li> </ul>	設備の処分・撤去計画 汚染状況評価結果 等
常時	⑬災害・事故 <ul style="list-style-type: none"> <li>災害(地震、水害・大雨、強風、落雷など)</li> <li>損害賠償</li> <li>故障</li> <li>保険</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>各種突発的な状況に対する事業継続や賠償等への対策</li> </ul>	保険の契約状況、契約内容 補償範囲 災害発生時の事業継続計画 等

図表 4-3. クレジットリスク

	観点	評価する事項	開示情報として考えられる事項
常時	⑭スキーム関係者のデフォルトの影響 <ul style="list-style-type: none"> <li>オペレーター</li> <li>O&amp;M 業者</li> <li>メーカー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業関係者の倒産、債務不履行リスク</li> </ul>	オペレーター、O&M 業者、メーカー等の関係者の名称、概要、経験、契約の条件の概要 バックアップオペレーターに係る契約の存否・条件、当該バックアップオペレーターの名称、概要、実績 等

図表 4-4. マーケットリスク

	観点	評価する事項	開示情報として考えられる事項
常時	⑮エネルギー市場 <ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー相場の変動</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>他のエネルギー源の開発等による価格への影響可能性</li> </ul>	他のエネルギー価格の動向 他のエネルギー源の開発の動向
	⑯インフレ	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力の買取価格の相対的な価値</li> </ul>	金利動向や物価上昇率の動向

実際の情報開示に当たっては、募集時点における投資対象物件特定の有無、追加投資の有無によって、重点的に開示すべき情報は異なる。

募集に当たり予め投資対象物件を特定するファンドであれば、一般的な事業の概要に加えて、個々の物件に即して、各サイトの事業の概要、リスク、対策等の情報を開示することが適切であると考えられる。

他方、募集開始後に投資対象物件を選定するファンドや、ファンド組成後に追加的な物件取得を予定するファンドであれば、投資家に対し、一般的な事業の仕組みと潜在的なリスクについて示した上で、ファンドとしての投資方針・対応方針・運用体制を丁寧に説明することが重要であると考えられる。

いずれの場合も、投資家等が再エネ事業の運営に関するリスク評価を適正に行う観点から、投資期間や発電設備の耐用年数等も踏まえ、上記の評価事項が充足されるための情報が、客観的な形で、定量化可能な情報はできるだけ数値化され、また必要に応じて定性的情報も含めて開示されていることが望ましい。

また、開示する項目の中で、特に状況が変化した際にキャッシュフローが大きく変動する可能性がある情報は、投資家に対し、早期に開示する必要がある。変化があった際に適時に開示を行えるような体制の構築も必要である。

## (2) 環境効果に関する情報

3. (2) で述べたとおり、投資家が、金融商品が「グリーン」であることを考慮に入れて投資を行う場合、投資家の期待は、①「グリーン」の社会的意義を重視する場合、②「グリーン」の財務パフォーマンスを重視する場合、の2つに分けて考えることができる。

### ①「グリーン」の社会的意義を重視する場合

まず、温室効果ガスの排出の削減・抑制<sup>5</sup>を始めとする、環境保全への期待が挙げられる。今後、気候変動の影響に対して耐性のある(レジリエントな)インフラの整備が重要となっていくことにも留意が必要である。

また、地域活性化、自立分散型のエネルギーシステム構築等の社会的な側面を含めて考慮する投資家も存在すると考えられる。

さらに、「グリーン」をうたった金融商品であれば、投資先の事業により周辺環境に対し将来に亘って悪影響を与える可能性は低いはずである、との期待も挙げられる。

### ②「グリーン」の財務パフォーマンスを重視する場合

他方、投資のパフォーマンスの観点から、「グリーン」の効果に期待する投資家も存在する。例えば、周辺環境に対する悪影響について、その可能性が事前に適切に調査・評価され、対策が講じられていれば、影響の顕在化により事業が停止する等の可能性が低い、との期待が挙げられる。

また、「グリーン」な資産であれば、将来、環境保全に係る規制強化等により資産の価値が毀損する可能性が低いとの期待も考えられる。

さらに、今後、「グリーン」の範囲に気候変動の影響への耐性のある(レジリエントな)インフラを含めて考え<sup>6</sup>、「グリーン」な資産は将来価値が毀損する可能性が低く、相対的に価値が高まる可能性が高いと期待する投資家も出てくる可能性に留意する必要がある。

---

<sup>5</sup> FITを活用した電力については、その環境価値自体は、賦課金を負担する国民に広く帰属しており、電力会社が「グリーン電力」と称して需要家に訴求することは適切でないと考えられる。FITに依拠する事業のファンドを「グリーン」と呼んで良いかという論点については、ファンドによる投資は環境価値を創出する再エネ事業の一部を直接担うものであることを踏まえ、更なる議論が必要と考えられる。

<sup>6</sup> 台風や降雨の変化、海面上昇等、将来の気候変動が事業の遂行に及ぼし得る影響も考慮して事業計画が策定されていることを期待するもの。

図表5 投資家の「グリーン」への期待

観点	ポジティブな効果	ネガティブな影響の低減
<p>「グリーン投資」の社会的意義を重視</p>	<p><b><u>環境保全</u></b>                      温室効果ガスの排出削減等の環境保全効果                      ＊ 気候変動への適応の効果についても、今後、課題となる。</p> <p><b><u>地域活性化等</u></b>                      雇用創出等、地域経済に対する効果、自立分散型エネルギーシステムの構築</p>	<p><b><u>周辺環境への悪影響低減</u></b>                      影響が調査・評価され、適切に対策が講じられているはずであり、環境への悪影響が生じにくいとの期待</p>
<p>「グリーン投資」の財務パフォーマンスを重視</p>	<p><b><u>経済的な付加価値</u></b>                      グリーンな電力として消費者に評価され、より高い価格でも需要される等の期待</p>	<p><b><u>周辺環境への悪影響低減</u></b>                      影響が調査・評価され、事前適切に対策が講じられているはずであり、事業が停止等する可能性が低いとの期待(自らの環境デューデリジェンスを簡素化できる)</p> <p><b><u>資産価値毀損リスク回避</u></b>                      将来、環境保全に係る規制強化等の結果として、環境配慮していないために資産の価値が毀損する可能性が低いとの期待                      ＊ 気候変動への適応の効果についても、今後、課題となる。</p>

したがって、投資家に対し「グリーン」をアピールポイントとして商品組成する場合には、「グリーン」の効果に対する投資家の期待とその実態が合致しないといった事態を生じないように、これら投資家の投資判断（期待）に影響する情報について、適切に開示されることが必要である（図表6）。期待されるポジティブな効果のみならず、ネガティブな影響の可能性やこれを防止・低減する観点から実施している対策等についても、適切な開示が望まれる。

図表6 「グリーン」への期待と開示情報

	想定される 投資家の期待	開示情報として考えられる事項
社会的意義	環境保全	<ul style="list-style-type: none"> <li>化石燃料起源のエネルギーの代替によるGHG削減量、CO2削減量</li> <li>【可能な場合】廃棄物処理によるGHG排出の削減や、設備の製造、輸送等の段階のGHG排出量も考慮した、ライフサイクルでのGHG削減量、CO2削減量</li> <li>生物多様性、森林その他の環境保全効果</li> <li>* 気候変動への適応対策の状況についても、今後、課題となる。</li> </ul>
	地域活性化等	<ul style="list-style-type: none"> <li>地元企業の活用の状況</li> <li>新たに創出が予想される雇用 等</li> </ul>
	周辺環境への悪影響低減	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業により周辺環境に与え得る以下の影響の可能性と対策の状況 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 騒音、低周波</li> <li>- 景観への影響</li> <li>- 生態系への影響</li> <li>- 反射光</li> </ul> </li> </ul>
財務パフォーマンス		<ul style="list-style-type: none"> <li>等</li> <li>環境影響評価手続の状況及び結果(自主的なものについては、実施した評価の内容を含む。)</li> <li>周辺住民との調整状況、トラブル等の有無</li> <li>設備・施設等の撤去・廃棄に伴い生じ得る環境への影響、処理計画</li> </ul>
	経済的な付加価値・資産価値毀損リスク回避	<ul style="list-style-type: none"> <li>化石燃料起源のエネルギーの代替による</li> </ul>

GHG 削減量、CO2 削減量 等

\* 気候変動への適応対策の状況についても、今後、課題となる。

なお、環境効果に関する情報は、投資家はその効果を定量的に評価し、比較できるよう、可能な限り数値化されることが望ましいと考えられる。また、標準化された基準や算定ガイドライン等に準拠することが望ましく、その整備が重要である。さらに、定性的な要素も可能な限り比較可能な形で開示されることが望ましいと考えられる。

### (3) ファンドの仕組み・運営に関する情報

ファンドの仕組み・運営に関する情報は、金融商品一般において開示されることが想定されるが、再エネファンドにおいては、特に以下の点に留意すべきと考えられ、それに対応して適切に情報を開示することが必要である（図表7）。

図表7 ファンドの仕組み・運営に関する開示情報

	再エネファンドにおける留意点	開示情報として考えられる事項
投資方針・投資基準等	<ul style="list-style-type: none"> <li>再エネのみを対象とするのか、その他の資産にも投資するのか（「グリーン投資」と呼ぶ場合は、その他の資産も「グリーン投資」にふさわしい内容であるべき）。</li> <li>資産を活用して自ら事業を実施するのか、賃貸して賃貸料を収益とするのかによって、税制、関係者の範囲、クレジットリスクの軽重等が異なる。</li> <li>一般的にハイリターンを狙いにくいと考えられる再エネ事業では、リターン追求の観点その他から財務レバレッジを効かせる（有利子負債を増加させる）場合が考えられる。この場合、有利子負債の条件等がファンドの運営に与える影響が高まる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>再エネ以外の投資対象資産の有無（投資対象とする場合はその内容）</li> <li>事業のスキーム（自ら再エネ事業を実施するか、設備を賃貸するか等）</li> <li>デット・ファイナンスの方針（借入先の種類、投資判断に重大な影響を与える有利子負債の条件の概要、総資産に対する有利子負債の比率等）</li> </ul>
ポートフォリオ構築方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の再エネ種を対象とする場合（例えば太陽光発電設備のみなど）、事業性の評価は比較的容易である一方、万一の場合にファンド全体に与える影響が大きい。また、市場規模を勘案すれば、追加投資の不確実性が相対的に高い。</li> <li>幅広い再エネ種を対象とする場合、分散投資がなされているといえるが、個別の再エネ事業の評価・情報開示が限定的となる可能性がある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資対象とする再エネ種及びその割合</li> <li>再エネ以外に投資する場合、その割合</li> </ul>
運用期限・分配方針等	<ul style="list-style-type: none"> <li>FITを前提とする場合、売電契約期間の20年間かけて全額回収することが考えられる。</li> <li>短期間の運用期限を設ける場合、保有設備を売却し、投資を回収する必要があるが、設備売却に係るリスクがあり、適正価格でエグジットできない可能性がある。</li> <li>FITの残存年数が短くなるほど、売却価格は下がっていくと考えられる。</li> <li>減価償却分を分配し、追加投資をしない場合、ファンドの資産は耐用年数の経過により滅失する。</li> <li>再投資・追加投資を想定する場合、将来、投資方針・基準に合致する追加投資案件の発掘に苦慮する可能性がある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用期限の有無（期限を設ける場合はその期限）</li> <li>再投資・追加投資（設備の更新を含む。）の有無</li> <li>分配に関する方針</li> </ul>

これらの評価に当たっては、ファンドが設備そのものを現物取得するか信託受益権等の証券の形で間接取得するか、投資対象資産が単独か複数か等によってもその重要性が異なる。実際の開示に当たっては、個々のファンドの特性に応じ、項目の重要性の軽重に留意して、適切に開示される必要がある。

## 5 今後の検討

本中間取りまとめでは、再エネファンドにおいて情報の開示を行うべきと考えられる事項を特定するため、再エネファンドの特性を分析し、再エネファンドにおいて特に重要となる情報について、調査・検討を行った。これらの中には、制度上の開示が要請されるものも、自主的に投資家に対して提供されることが望まれるものも含まれている。とりわけ、東京証券取引所においては、インフラ市場の開設に向けた準備が進められているところであるが、当該市場に上場するファンドの情報開示において、参考とされることを期待する。

今後、組成形態の違いも念頭に置きつつ、投資家及び金融商品を組成する者が具体的な開示イメージを持てるような一定のガイドライン等を策定することを目指して、検討を行っていくことが必要である。

また、一般投資家を始めとして、投資家自身が全ての開示情報を分析・評価して投資判断を行うことが困難な場合も多く、第三者評価の役割は非常に大きい。今後、再エネファンドに係る第三者評価や第三者認証の在り方についても検討を行う必要があると考えられる。

さらに、太陽光のみならず、風力、バイオマス、地熱等の幅広い再エネ事業への投資を促進する観点からは、技術類型の違いに起因する開示情報の相違についても更に検討する必要があると考えられる。

中長期的に再エネの大幅な導入を進めていく必要があることを視野に入れ、一定の規模感のあるグリーン投資の市場を創り育てていく必要がある。グリーン投資に係る金融商品の流動性を高め、幅広い投資家が参入できるよう、再エネファンドについて、投資家が適切に投資判断を行うために必要な情報が適切に開示されることが、市場そのものの活性化・健全性の向上に不可欠である。

以 上

## 参考資料

- (参考資料①) 組成形態と情報開示
- (参考資料②) 各リスクの説明
- (参考資料③) 一般的な金融商品に関するリスク情報

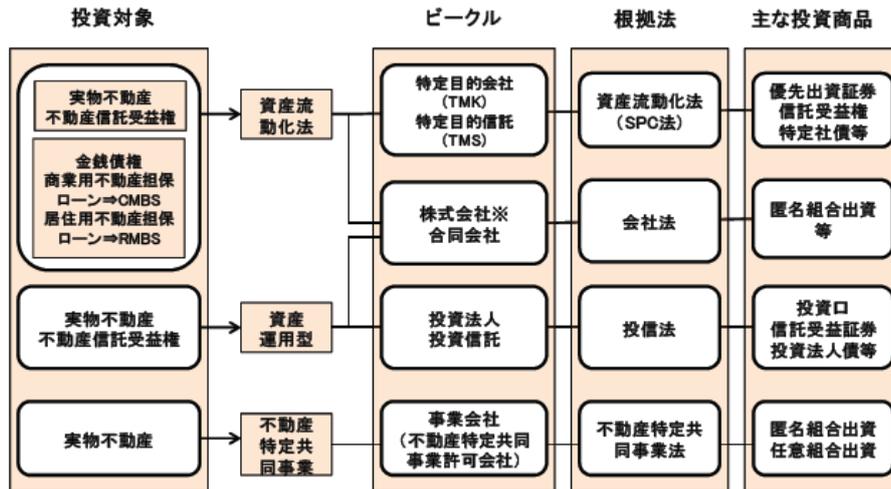
(参考資料①) 組成形態と情報開示

ファンドの組成形態としては、主に以下が考えられる。

- 資産の流動化に関する法律に基づく特定目的会社 (TMK)・特定目的信託
- 会社法に基づく株式会社 (KK)・合同会社 (GK)
- 投資信託及び投資法人に関する法律に基づく投資信託・投資法人 (TH)
- 不動産特定共同事業法に基づく事業会社

東京証券取引所の上場インフラ市場研究会報告においては、「上場市場は幅広い投資者の投資対象となることに鑑み、その対象とする商品の組成形態は、十分な投資者保護を図る観点から、上場市場での実績があることや法制度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」としており、投資法人・投資信託、受益証券発行信託等が、上場対象となる組成形態として挙げられている。

図表 4：国内の法体系による資産証券化の分類



(出処：東京証券取引所 平成 25 年 4 月公表 上場インフラ市場研究会報告)

ファンドの器となる SPV には、会社型、組成型、信託型があり、また各 SPV が現物を取得して、自ら再エネ発電事業を営む場合、資産を事業者に賃貸してその賃貸料を収益源とする場合、また、信託受益権等の権利を取得して、その分配金等を収益源とする場合など様々である。さらに、SPV が他の SPV の持分等を取得するファンドオブファンズなどの形態を取ることもある。

このように、ファンドの組織形態は多様であり、ファンドに関するリスク・リターン特性に関しては、収益源の基礎となるものが再エネ事業であることに変わりはないものの、発行体の性格、投資スキームや投資方針等により開示される情報も多様となることが予想される。

## (参考資料②) 各リスクの説明

### ○オペレーショナルリスク

①用地確保	用地確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>・発電に適した土地の確保に関して、転用許可等のクリア、借地契約の締結等がスムーズに進まないリスク。</li> <li>・また、適切に登記を行っていない場合、登記法上の問題で第三者対抗要件を具備できない場合がある。</li> </ul>
②許認可	許認可（法令等）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・許認可に関する申請手続きが複雑かつ長期になるため、許認可が予定通り下りずにプロジェクトが遅延するリスク。</li> </ul>
	既得権	<ul style="list-style-type: none"> <li>・十分に既得権（例：漁業権、水利権など）の保有者と調整を行わなかったことにより、プロジェクトの停滞や補償の発生が発生するリスク。</li> </ul>
	発電設備許可	<ul style="list-style-type: none"> <li>・系統連系等に関して、電力会社の許可が得られない又は得るのに長期間を要するリスク。</li> </ul>
③買取価格	オフテイクリスク、電力会社の契約変更	<ul style="list-style-type: none"> <li>・電力会社との契約内容が変更となることにより、本来得られる売電収益が減少するリスク。</li> </ul>
④政策・制度	政策・制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国や地方公共団体の政策、制度変更などにより、プロジェクトの開発や操業に支障がでるリスク（地方公共団体の条例、許認可等を含む。）。</li> </ul>
⑤ガバナンス	贈収賄	<ul style="list-style-type: none"> <li>・関係者との贈収賄等が発覚し、事業停止などのペナルティにより、投資家のリターンが毀損するリスク。</li> </ul>
	不当雇用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従業員と不当な賃金設定の雇用契約を締結していることが原因により、ペナルティにより、投資家のリターンが毀損するリスク。</li> </ul>
⑥完工	完工	<ul style="list-style-type: none"> <li>・プロジェクトが当初予定した期間で完成せず、期待したリターンが得られないリスク。</li> <li>・プロジェクトは完成したものの、予算超過、性能未達などの原因により期待されたリターンが得られないリスク。</li> </ul>
⑦工事による近隣環境への影響	環境影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>・工事によって、周辺の大気質・水質・地質等に対して悪影響を及ぼし、近隣住民等とのトラブル、計画の遅延や賠償の発生によって、期待されたリターンが得られないリスク。</li> </ul>
	風評	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業に対する悪評によって、近隣住民等とのトラブル、計画の遅延等が発生し、期待されたリターンが得られないリスク。</li> </ul>
⑧メンテナンス・補修	メンテナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業の維持管理活動が適切でなかったために、発電施設の劣化・故障などが生じ、ポテンシャルどおりに発電できなくなるリスク。</li> </ul>

⑨継続性	補修	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期間の操業停止に陥った際に、投資家へのリターンを毀損するリスク。</li> </ul>
	性能劣化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当初計画通りにプロジェクトが稼働し続けないリスク。 (例)プロジェクト開始後の経年劣化の進行が予想を上回るときなどに顕在化</li> <li>・想定より経年劣化が急速であるなど、メーカーが保証している出力よりも実測値が低出力となってしまうリスク。</li> </ul>
⑩自然資源の調達	環境変化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・サイトの設置場所の環境が変化し当初の発電効率が保てなくなるリスク。 (例)建築物により日光が突如遮断されるリスク など</li> </ul>
	天候	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日射量、風量等、天候に左右される再エネの発生量が当初の予測値どおりでなく、発電量が当初予定を下回るリスク。</li> </ul>
⑪操業による近隣環境への影響	燃料調達	<ul style="list-style-type: none"> <li>・プロジェクトに必要な原燃料供給が当初の予定した価格・数量・品質で安定確保できないリスク(バイオマス発電等の場合)。</li> </ul>
	環境影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>・再エネ事業の運営によって、周辺の大気質・水質・地質等に対して悪影響を及ぼし、近隣住民等とのトラブル、操業の停止や賠償が発生するリスク。</li> </ul>
⑫発電設備の撤去	風評	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業に対する悪評によって、近隣住民等とのトラブル、操業の停止等が発生するリスク。</li> </ul>
	発電設備の撤去	<ul style="list-style-type: none"> <li>・設備の撤去費用が想定よりも多額となるリスク。</li> <li>・発電設備等を廃棄物として処分する際に、想定外の費用が発生するリスク。</li> <li>・発電設備を適正な市場価格で売却できないリスク。</li> </ul>
	土壌汚染	<ul style="list-style-type: none"> <li>・発電事業のサイトの土壌汚染が原因で、期待されたキャピタルゲインが得られないリスク。</li> </ul>
⑬災害・事故	地震	<ul style="list-style-type: none"> <li>・地震により発電施設等が損害を被り、操業が停止し又は代替品の入手に手間がかかり、発電量の低下が生じるリスク。</li> </ul>
	水害・大雨	<ul style="list-style-type: none"> <li>・水害・大雨により発電施設等が損害を被り、操業が停止し又は代替品の入手に手間がかかり、発電量の低下が生じるリスク。</li> </ul>
	強風	<ul style="list-style-type: none"> <li>・強風により発電施設等が損害を被り、操業が停止し又は代替品の入手に手間がかかり、発電量の低下が生じるリスク。</li> </ul>
	落雷	<ul style="list-style-type: none"> <li>・落雷により発電施設等が損害を被り、操業が停止し又は代替品の入手に手間がかかり、発電量の低下が生じるリスク。</li> </ul>
	損害賠償	<ul style="list-style-type: none"> <li>・突発的事象により、損害賠償責任が生じ、投資家へのリターンが毀損するリスク。</li> </ul>

	故障	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大規模な故障が発生し、操業が停止し又は代替品の入手に手間がかかり、発電量の低下が生じるリスク。</li> </ul>
	保険	<ul style="list-style-type: none"> <li>・損害保険で補償の対象となっていない事象が発生するリスク。</li> <li>・不測の事態の発生により、保険料が過大となるリスク。</li> </ul>

#### ○クレジットリスク

⑭スキーム関係者のデフォルトの影響	オペレーター	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オペレーターの倒産、債務不履行により、事業で本来得られる収益が減少し、投資家のリターンが減少するリスク。</li> <li>・オペレーターの事業継続性が不十分であり、事故等不測の事態からの復旧が遅れ、投資家のリターンを毀損するリスク</li> </ul>
	O&M業者	<ul style="list-style-type: none"> <li>・O&amp;M業者の倒産、債務不履行により、事業で本来得られる収益が減少し、投資家のリターンが減少するリスク。</li> <li>・O&amp;M業者の事業継続性が不十分であり、事故等不測の事態からの復旧が遅れ、投資家のリターンを毀損するリスク</li> </ul>
	メーカー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・保証しているメーカー等が倒産するリスク。</li> </ul>

#### ○マーケットリスク

⑮エネルギー市場	エネルギー相場の変動	<ul style="list-style-type: none"> <li>・代替エネルギーの発見などによるエネルギー相場の変動によって、売電価格が変更となるリスク</li> </ul>
⑯インフレ	インフレーション	<ul style="list-style-type: none"> <li>・FIT制度に基づく再エネの買取価格の硬直性に起因して、インフレにより当該買取価格自体の価値が目減りするリスク</li> </ul>

### (参考資料③) 一般的な金融商品に関するリスク情報

投資家が再エネファンドのリスクを評価するためには、再エネ事業の運営に関するリスクに加え、再エネファンドが持つ金融商品としてのリスクについても検討する必要がある。この際、一般的な金融商品に関するリスク情報を列挙すると以下のとおりである。

商品性に関するリスク	マーケットリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金利情勢、経済情勢、不動産市況その他市場を取り巻く様々な要因の影響を受けて市場価格が変動するリスク</li> <li>・取引所における需給バランスにより影響を受け、市場価格が大きく下落するリスク。</li> </ul>
	金銭分配リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・期間損益の変動により、投資主への分配金の変動するリスク</li> </ul>
	希薄化リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新投資口を追加発行することにより、既存の投資主の保有する投資口の持分割合が減少するリスク</li> </ul>
	流動性リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・流動性が低いため、希望する時に取得または処分できないリスク</li> </ul>
	金利リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金利市場の変化により、プロジェクトの返済負担が重くなるリスク(金利が変動した場合、支払利息の負担が当初想定よりも重くなり、プロジェクトの資金繰りが悪化する可能性がある。)</li> </ul>
	為替リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・為替市場の変化により、プロジェクトの返済負担が重くなるリスク(事業収入の通貨と、借入金の通貨が異なる場合、為替相場の変動により、借入返済の負担が当初想定よりも重くなる可能性がある。)</li> </ul>
運用方針に関するリスク	ポートフォリオリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・分散投資を行わないことで、特定の案件で大きな損失が発生することによりファンドの価値が下落するリスク</li> <li>・ファンドの目標を達成するために取引を積極的に行うことによりコストを増加させるリスク</li> <li>・運用資産の立地の地域的な偏在に関するリスク</li> </ul>
	スポンサーリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スポンサーサポート契約はファンドに情報の提供を受ける権利や優先交渉権を与えるものにすぎず、スポンサーサポート契約によりファンドが適切であると判断する案件が安定的に提供されることが確保されているわけではないリスク</li> </ul>
	資金調達リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資口の追加発行、金銭の借入れおよび投資法人債の発行の可能性及び条件は、経済的信用力、金利情勢その他の要因による影響を受けるため、希望する時期及び条件で資金調達ができないリスク</li> </ul>

	信託受益権リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・流動性リスク</li> <li>・信託銀行の倒産等に伴うリスク(但し、信託財産の倒産隔離性は保たれる。)</li> </ul>
関係者、仕組みに関するリスク	特定の関係者及び人材への依存	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンドの運営が特定の人材の能力、経験及びノウハウに依存するリスク</li> <li>・ファンドの運営が特定の人材に大きく依存しているため、これらの人材が失われることにより運営に影響がでるリスク</li> <li>・対象資産の売主等の関係者が利害関係人である場合において、当該関係者の利益を不当に優先してファンド(投資家)の利益を害するリスク</li> </ul>
	利益相反に関するリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産の運営・維持管理業務は、運営・維持管理会社の能力、経験、ノウハウによるところが大きく、事業が運営・維持管理会社の業務遂行能力に大きく依存するリスク</li> <li>・運営・維持管理会社が不当に自ら又は第三者の利益を優先するリスク</li> <li>・運営・維持管理会社に業務懈怠または倒産事由が認められた場合、管理委託契約を解除することになるが、後継の運営・維持管理会社が任命されるまで運営・維持管理会社不在または機能不全となるリスク</li> </ul>
	運営・維持管理会社に関するリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・運営・維持管理会社が不当に自ら又は第三者の利益を優先するリスク</li> <li>・運営・維持管理会社に業務懈怠または倒産事由が認められた場合、管理委託契約を解除することになるが、後継の運営・維持管理会社が任命されるまで運営・維持管理会社不在または機能不全となるリスク</li> <li>・ファンドとして設立されてからの歴史が浅いため実績が限定的であり、過去の実績を的確に評価することが困難であるリスク</li> </ul>
その他リスク	税制に関するリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・導管性要件(投資法人と投資主との間の二重課税を排除するための課税の特例規定)を満たすことができないリスク</li> <li>・税務調査等による更正処分のため、導管性要件が事後的に満たされなくなるリスク</li> <li>・一般的な税制の変更によるリスク</li> </ul>
	会計基準変更リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・会計基準の新設・改訂により、財政状態および経営成績に影響を与えるリスク</li> </ul>
	コンプライアンスリスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用会社及び外部委託先の法令等遵守態勢が不十分であることにより、法令等違反をおかすリスク</li> </ul>