



日本取引所グループ
JAPAN EXCHANGE GROUP

JPX WORKING PAPER

JPXワーキング・ペーパー

米国の上場インフラファンド市場を巡る動向
-MLP、YieldCo、ソーラーREITの考察-

岡田 功太
山中 孝太郎

2016年9月15日

Vol. 16

備考

JPX ワーキング・ペーパーは、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社（以下「日本取引所グループ等」という。）の役職員及び外部研究者による調査・研究の成果を取りまとめたものであり、学会、研究機関、市場関係者他、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図しております。なお、掲載されているペーパーの内容や意見は執筆者個人に属し、日本取引所グループ等の公式見解を示すものではありません。

米国の上場インフラファンド市場を巡る動向

－MLP、YieldCo、ソーラーREIT の考察－

岡田 功太¹ 山中 孝太郎²

2016年9月15日

要旨

近年、米国では上場インフラファンド市場が注目されている。米国における代表的な上場インフラファンドは、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）である。MLPとは主にエネルギー関連資産を運営する上場パートナーシップであり、米国において約35年の歴史を有する。MLP市場は、1986年内国歳入法の改正や内国歳入庁によるプライベート・レター・ルーリング（特定の事実関係に関する法令解釈・適用を示す文書）によりMLP適格事業が明確化・多様化されるなど、税制及び法改正等を背景に拡大してきた。

また、MLPの商品構造に関して、エネルギー関連企業をはじめとするMLPのスポンサーがMLPを上場させるインセンティブとなる仕組み（劣後ユニットの普通ユニットへの転換や、インセンティブ配当権の付与）が考案され、現在、米国のMLPをはじめとするインフラファンドは投資家がポートフォリオを構築する上で必要不可欠な投資対象となっている。

2013年には、再生可能エネルギーを対象とするREIT（ソーラーREIT）が登場するとともに、MLPやソーラーREITとは別の上場インフラファンドであるイールドコ（YieldCo）も登場した。YieldCoとはMLPの適格事業外の資産（not MLP-able asset）である再生可能エネルギーを対象とした株式会社形態のインフラファンドである。

東京証券取引所（東証）は、2015年4月、上場インフラファンド市場を開設した。2016年6月、第一号となるインフラファンドが上場し、日本においても上場インフラファンド市場が開始している。そこで本稿は米国のMLP、YieldCo、ソーラーREITの動向を踏まえ、東証の上場インフラファンド市場の更なる発展に向けた示唆について述べる。

¹ 株式会社野村資本市場研究所ニューヨーク駐在員事務所（kota.okada@nomura.com）。

² 株式会社東京証券取引所上場推進部（兼）株式会社日本取引所グループ総合企画部主任研究員（k-yamanaka@jpx.co.jp）。

本稿の作成にあたっては、株式会社野村資本市場研究所 関雄太研究部長、株式会社日本取引所グループ総合企画部 松尾琢己企画統括役、並びに株式会社日本取引所グループ ニューヨーク駐在員事務所 木村亮太所長には貴重なご指摘をいただきました。ここに深く感謝申し上げます。

1. はじめに

米国の上場インフラファンド市場を巡る動向はダイナミックである。米国の代表的な上場インフラファンドであるマスター・リミテッド・パートナーシップ(MLP)は、約 35 年の歴史を有している。当初、MLP の仕組みを考案したのは米国のエネルギー関連企業であり、MLP が金融商品として現在の姿に洗練されたのは規制当局による税制改正であった。そして、MLP をはじめとする米国の上場インフラファンド市場は、エネルギー企業、規制当局、米国議会、合併及び買収に関するフィナンシャル・アドバイザー、機関投資家、証券取引所、資産運用会社等、複数の関係者によって形成されてきた。規制当局及び米国議会が政策的に税制改正等を通じてインフラ投資を推進した。また、民間の金融機関は上場インフラファンド市場に関する新しい工夫を施した。イールドコ(YieldCo)の設立はその最たる例である。民間の金融機関が上場インフラファンドの投資対象を拡大することを政府に要望し、その結果、ソーラーREIT が上場したことで米国の上場インフラファンド市場は多様化してきたという経緯もある。

また、米国の上場インフラファンド市場は多角的な発展を遂げた。当該市場はリミテッド・パートナーシップを採用した MLP、株式会社形態で組成された YieldCo、REIT の形態で上場したソーラーREIT と3つの法的形態を活用することで深化した。最も歴史が長い MLP が再生可能エネルギー事業を運営することができない中、YieldCo が考案された。そして、ほぼ同時期に REIT の枠組みを用いて再生可能エネルギーを対象とするソーラーREIT が上場した。つまり、米国の上場インフラファンド市場は MLP、YieldCo、ソーラーREIT によって発展してきた。

一方で、日本においては東京証券取引所(東証)が 2015 年 4 月、上場インフラファンド市場を開設した。2016 年 6 月、第一号となるインフラファンドが上場し、日本においても上場インフラファンド市場が開始している。東証の上場インフラファンド市場は、J-REIT と同様に投資法人を活用している。つまり、黎明期になる日本の上場インフラファンド市場は、投資法人によって構成されることが想定されている。そこで本稿は、よりダイナミックかつ多角的な発展を遂げた米国の上場インフラファンド市場を分析することで、東証の上場インフラファンド市場が更に拡大するための示唆を述べる。

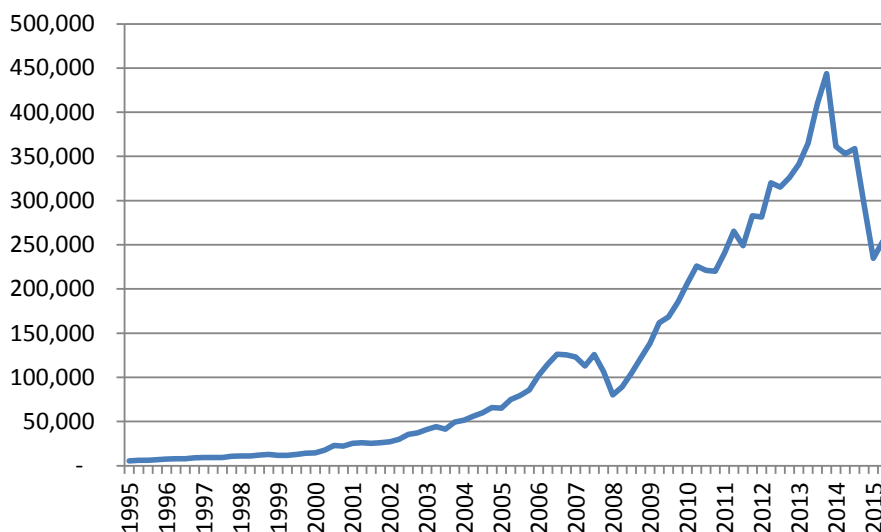
本稿は以下の内容で構成される。まず、第 2 章において、MLP の歴史的経緯や市場動向、MLP の配当メカニズム等の商品性について概説する。加えて、MLP 投資会社や MLP に投資する金融商品(ETF・ETN)について紹介する。第 3 章は、MLP 適格資産以外を事業対象とする YieldCo について概観する。第 4 章では、再生可能エネルギーを対象とするソーラーREIT を巡る動向について概観する。そして、第 5 章では、本稿の内容を踏まえ、日本の上場インフラファンド市場への示唆を記す。

2. マスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP)

2.1 米国 MLP 市場の現状

近年、米国のマスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP) が注目されている。全米天然ガス協会は 2015 年 3 月、2035 年までに約 3000 億ドルの天然ガス関連のインフラ投資が行われるという推計結果を公表し、米国エネルギー省エネルギー情報局は 2015 年 4 月、シェールガス・オイルの生産量は今後 20-30 年間持続的に増加すると予想した。また、国際エネルギー機関は 2013 年 11 月に、米国が 2015 年にサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国になると予想し、2013 年にロシアを抜いて世界最大の天然ガス産出国になったと推計した。その結果、シェール革命は、まだ始まったばかりであるという見方が大勢を占め、市場参加者は MLP に対して強気であった³。事実、上場 MLP の銘柄数は 1990 年から一貫して増加し続け、2015 年 4 月末時点で 137 銘柄が上場している⁴。特に、金融危機以降に MLP の IPO が活況で、上場銘柄数は 2 倍以上となった。また、アレリアン MLP 指数の時価総額は 2014 年 9 月まで増加傾向にあり、約 4400 億ドルに達した(図表 1)。

図表 1 アレリアン MLP 指数の時価総額の推移
(四半期データ、100 万ドル、直近は 2016 年第 1 四半期末時点)



(出所) アレリアンより著者作成

しかし、足元の原油安の影響を受け、アレリアン MLP 指数のトータルリターンは、2014 年 9 月から 2016 年 2 月末までに約 60% 下落し、時価総額は約 2000 億ドル以上減少した(図表 2)。特に当該指数は 2015 年 9 月に単月で約 15% の下落となり、金融危機が発生した 2008 年 9 月の

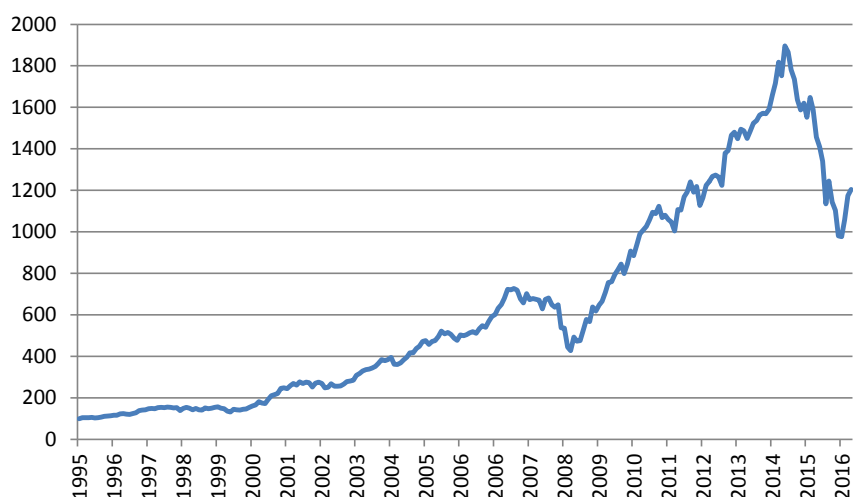
³ U.S. Energy Information Administration, "Annual Energy Outlook 2015 with projections to 2040", April, 2015. 及び The INGAA Foundation, Inc., "North American Midstream Infrastructure through 2035: capitalizing on Our Energy Abundance", March, 2015.

⁴ Deutsche Bank, "MLPs and Natural Gas", May, 2015.

約 17% の下落に続く大幅なパフォーマンス低下となった。

また、2015 年 12 月にダラス連銀が公表したエネルギー経済報告書によると、2015 年 10–12 月（第 4 四半期）において、負債総額が 20 億ドル以上の石油・ガス企業の破綻は、少なくとも 10 件あった⁵。これは、1929 年の大不況（グレート・リセッション）以来の高水準であり、同報告書は「このペースで破綻が続けば 2016 年にはさらに破綻件数が増加する可能性がある」と述べた。米国の石油・ガス業界の雇用者数はピークに達した 14 年 10 月以降、約 7 万人減少しており、一部のメディアではシェール・バブルの崩壊を報じている⁶。

図表 2 アレリアン MLP 指数のトータルリターン推移
（月次データ、直近は 2016 年 5 月末時点）



（出所）アレリアンより著者作成

2. 2 黎明期（1980～90 年代）の MLP を巡る動向

（1）1981 年のリミテッド・パートナーシップ上場

米国 MLP の起源は 1981 年に遡る。当時、オイルショックにより原油価格が高騰する中、原油・天然ガスの生産を行うアパッチ社（本拠地はテキサス州ヒューストン）は、自身が保有する採掘など 33 事業を統合したアパッチ・ペトロリウム・カンパニーという新会社を設立した。同社は株式会社ではなく、リミテッド・パートナーシップ形式で設立された。これはリミテッド・パートナーシップが事業体段階で課税されないパススルー税制が採用されているため、法人税免除という税制メリットが付与されているからである。

しかし、一般的なりミテッド・パートナーシップは未上場であるため、持分保有者（ユニットホルダー）は持分（ユニット）を市場で売却して、キャピタル・ゲインを得ることができなかった。そこで、1981 年、アパッチ・ペトロリウム・カンパニー社は上場し、ユニットホルダーに対して流動性を供給

⁵ Federal Reserve Bank of Dallas, “OPEC Tips Crude Oil Markets over the Cliff”, December, 2015.

⁶ “Shale oil and gas Fractured finances” The Economist, July 4th 2015.

することでキャピタル・ゲインを得られる仕組みを採用した⁷。これが現在の MLP の原型である。

上場を果たしたアパッチ・ペトロリウム・カンパニー社の時価総額は約 18 億ドルとなり、同社の約 7000 名のユニットホルダーは、合計で 1900 万ドルの配当を享受した。その後、配当額の最大化を目的とした上場リミテッド・パートナーシップは人気を博し、アパッチ・ペトロリウム・カンパニー社のユニットホルダーは、1984 年までに約 58000 名と約 3 年間で 8 倍となった。

(2) エネルギー関連以外の事業への拡大

その後、アパッチ・ペトロリウム・カンパニー社の成功に追随する形で、上場パートナーシップは、モーター、不動産、アミューズメントパーク、ケーブルテレビのシステム、カジノ、スポーツスタジアムなど多様な事業に普及した(図表 3)。例えば、人気スポーツ・チームであるボストン・セルティックス社は、リミテッド・パートナーシップであるボストン・セルティックス・リミテッド・カンパニーを上場させることで、スポーツスタジアムの運営費として約 4800 万ドルの資金調達に成功した⁸。MLP は 1986 年時点で 72 設立され、合計ユニットホルダー数は約 70 万人、バランスシートにおける総資産は 170 億ドルに急拡大した(図表 4)⁹。つまり、MLP の原型となった上場パートナーシップの考案者は、原油・天然ガスの生産を行うアパッチ社であったが、その後はエネルギー関連事業だけでなく、幅広い分野で資金調達を目的に活用された。

図表 3 黎明期のエネルギー関連以外の主な MLP

名称	事業分野
La Quinta Motor Inns Limited Partnership	モーター
National Realty L.P.	不動産
Cedar Fair, L.P.	アミューズメントパーク
Falcon Cable Systems Company	ケーブルテレビのシステム
Sahara Casino Partners L.P.	カジノ
Boston Celtics Limited Company	スポーツスタジアム

(出所) Master Limited Partnership Association (MLPA)より著者作成

⁷ Apache Corporation, "Against the Grain", October, 1995.

⁸ "MLP Investing: IRS Expands Definition of Qualifying Income" energy & Income Advisor, November 7th 2012.

⁹ Harvard University, "Master Limited Partnership: A View From Their 1986 Tax Returns", May, 1989.

図表 4 1986 年の MLP の概要

名称	全セクター	石油・ガス	不動産	その他投資	農業関連	その他
MLP の数	72	29	14	10	6	13
ユニットホルダー数	704971	533727	41352	76447	21679	31766
合計総資産 (百万ドル)	17268	10038	2016	1095	1682	2434
合計負債 (百万ドル)	7383	5090	1126	86	186	893
デット・エクイティ比率	0.75	1.03	1.27	0.09	0.12	0.58

(出所)ハーバード大学より著者作成

(3) レーガノミクスと 1986 年内国歳入法の改正

MLP の運営事業が多様化する中、米当局は上場パートナーシップがより一層拡大するにつれて、過度にパススルー税制が活用され、課税回避のためのループホールになることを懸念した。当時のロナルド・レーガン米大統領は、自身の米大統領選挙運動にて、景気刺激策として相当程度減税することを公約していた。これは、当該大統領選が不景気の真ただ中に行われ、即効的な景気刺激策が求められていたためである。大統領に就任したロナルド・レーガン氏は 1980 年代初頭、「レーガノミクス」に代表される大幅減税と積極的税制政策を実施し、結果、所謂、双子の赤字をもたらした。

その後、ロナルド・レーガン大統領は 1986 年 10 月、短期的な経済対策ではなく、伝統的な租税政策の目標である「税制における公平、簡素な税制、経済効率の向上」を目的に、内国歳入法の改正に至った。当該税制改正の評価は賛否両論あるものの、税制中立の実現を試みたという観点から、歴史的に最も重要な改革であると、一般的には評価されている。大幅な税制改革が行われる中、課税回避目的のループホールを埋めるべく、上場パートナーシップの構成要件が変更され、MLP が過度に多様な事業に普及しないよう法改正された(詳細は後述の 7704 ルール)。

その結果、要件を満たさない上場パートナーシップは非上場化もしくは清算され、上場パートナーシップの大半は、エネルギー関連事業を運営することとなった。図表 5 が示す通り、1990 年と 2016 年の MLP の運営事業の内訳(時価総額別)を比較すると、エネルギー関連以外の事業が 64%から 17%に減少した一方で、エネルギー関連事業が 37%から 83%に増加し、運営事業の内訳が変化している。つまり、上場パートナーシップである MLP に関する法的な枠組みは主に税制が規定していることがわかる。

図表 5 MLP 運営事業の内訳(時価総額別)

事業	1990 年(%)	2016 年(%)
石油・ガスの川上事業	21	10
石油・ガスの川中事業	10	44
石油・ガスの川下事業		7
燃料	0	3
石油・ガスの海上輸送	1	7
石炭のリース及び製造	0	5
その他天然ガス	5	7
<u>エネルギー関連事業(合計)</u>	37	83
不動産関連	31	3
ホテル・モーテル・レストラン	12	0
投資・金融	6	11
その他	15	3
<u>エネルギー関連以外の事業(合計)</u>	64	17

(出所) Master Limited Partnership Association (MLPA)より著者作成

2.3 MLP の対象事業多様化の変遷

(1) 7704 ルールの適格収入

MLP は、1981 年にアパッチ社によって考案され、それから約 35 年経過した現在においても法的形態は主にパートナーシップである¹⁰。ただし、通常のパートナーシップと以下の 2 点について大きく異なる。

第一に、MLP は、原則、証券取引所に上場するため、株式会社と同様に流通市場において多様な投資家によって取引されている。

第二に、税制に関して上場パートナーシップは株式会社と同様に法人税が課されるが、総収入の 90%以上を「適格収入(Qualifying Income)」に拠っている場合は法人税の課税が免除される。

法人課税免除の規定は、1986 年内国歳入法の 7704 条に記載されていることから「7704 ルール」と呼称され、全ての上場 MLP が活用している。7704 ルールにおける適格収入とは、図表 6 が示す 5 点である。エネルギー関連事業から得た収入以外にも、「金利」、「配当」、「不動産賃貸料」、「資産の売却・処分から得たキャピタル・ゲイン等」が対象であり、当該適格収入が総収入の 90%以上であれば 7704 ルールを満たし、上場パートナーシップとして法人課税が免除され、MLP と呼称される金融商品として適格となる。

¹⁰ 一部の MLP は、パートナーシップではなく、LLC によって設定されるケースもある。

図表 6 7704 ルールにおける適格収入

1	金利
2	配当
3	不動産賃貸料
4	エネルギー関連事業から得た収入
5	資産の売却・処分から得たキャピタル・ゲイン等

(出所)内国歳入法より著者作成

7704 ルールにおける適格収入のうち、エネルギー関連事業から得た収入とは、図表 7 が示す 4 点である。一般的に、エネルギー関連事業は、川上事業、川中事業、川下事業の 3 つに分類される。川上事業とは、ガス田および油田の探査・開発・生産、鉱山の開発、採掘事業等を指し、図表 7 の 1 に該当する。川中事業とは、エネルギーや天然資源のパイプラインの運営事業であり、図表 7 の 2 に該当する。川下事業とは、主にエネルギーの卸売事業を指し、図表 7 の 3 等が該当する。つまり、7704 ルールにおけるエネルギー関連事業の対象とは、基本的には所謂、伝統的なエネルギー関連事業の全般を網羅している。そして、2013 年末時点で MLP の約 80% がエネルギー関連事業を運営しているのは、図表 7 のいずれかの事業に基づくものである。

図表 7 7704 ルールにおけるエネルギー関連事業の対象

1	探査・開発・探鉱
2	製造・処理・精製・輸送(含む天然ガス・石油等のパイプライン)
3	鉱物・天然資源(含む肥料・地熱エネルギー・材木)・工業用炭素ガスのマーケティング
4	アルコール燃料・バイオディーゼル燃料の輸送や貯蔵

(出所)内国歳入法より著者作成

(2) 川中事業を中心とした MLP の発展

MLP の事業のうち、最大のシェアを占めているのは川中事業である。図表 5 が示す通り、2016 年時点で「石油・ガスの川中事業」の時価総額は 44% を占めている。川中事業はエネルギーや天然資源のパイプラインの運営であり、輸送量および輸送する距離に応じて手数料収入を得る(図表 8)。天然ガスパイプラインや原油パイプラインなどの運営事業は契約期間が約 10 年で、貯蔵、精製品パイプライン、天然ガスパイプラインなどの事業は契約期間が 5 年と長期である。そして、収入源は全てレンタルフィーであり、それぞれの運営事業の契約期間に応じてレンタルフィーを取得するビジネスモデルであるため、契約主体の財務状況が良好である限り、キャッシュフローは比較的安定している。

つまり、本来は川中事業を中心とする MLP の価格は短期的な原油価格の動向に左右されにくく、川中事業は MLP として証券取引所に上場し、長期に渡って個人投資家等から資金調達するのに適していると言われている。

図表 8 エネルギー価格との連動性が低いパイプライン事業

キャッシュフローの 安定性	事業概要	契約期間	収入体系	エネルギー価格 との連動性
↑ 高 ↓ 低	天然ガスパイプライン	10年超	レンタルフィー	低い
	原油パイプライン	5-10年	レンタルフィー	低い
	貯蔵	3-5年	レンタルフィー	低い
	精製品パイプライン	1-5年	レンタルフィー	低い
	天然ガス液パイプライン	1-5年	レンタルフィー	低い
	集積	1か月からリース全期間	レンタルフィー/取引量	低い
	精留	短期	フィーベース	低い
	ターミナル	1-5年	取引量/付随サービス	低い
	加工	1か月からリース全期間	フィーベース	契約内容次第
	船舶輸送	1-5年	フィーベース	低い
探査・清算	N/A	市場価格	高い	

(出所)各種資料より著者作成

(3) 投資・金融事業を行う MLP

エネルギー関連以外の事業を運営している MLP として、投資・金融事業が挙げられる。図表 5 が示す通り、エネルギー関連以外の事業につき、「投資・金融」の時価総額が約 10%と依然として一定の水準にあるのは、プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドが MLP として証券取引所に上場しているからである。具体的には図表 9 の 15 銘柄である。主にカーライル・グループやコールバーグ・クラビス・ロバーツ(KKR)などのプライベート・エクイティ・ファンド、オークツリー・キャピタル・マネジメントやオクジフ・キャピタル・マネジメント等のヘッジファンドで構成される(2015 年 11 月時点)。

その中でも、投資・金融事業を営む代表的な MLP は、2007 年 6 月に上場した大手プライベート・エクイティ・ファームのブラックストーンである。ブラックストーンは、株式会社ではなく MLP を活用することでニューヨーク証券取引所に上場し、本来、株式会社に義務付けられている取引所のガバナンス規制等を回避した¹¹。

ブラックストーンは、MLP として 7704 ルールに適合するために、収益をプールし、配当として親会社に分配することで本来ならば適格収入に分類されない収入を「配当(7704 ルール②)」として適格収入に変換した。さらに、ブラックストーンは、ファンドから得られる報酬を、適格収入における「資本資産の売却・処分から得たキャピタル・ゲイン(7704 ルール⑤)」に該当すると解釈することで、MLP として上場を果たした。

したがって、投資・金融事業を行う MLP に、プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドなどの資産運用会社が多い理由は、その収益形態が 7704 ルールと適合しやすいためであり、MLP はエネルギー関連以外の事業においても普及した。

¹¹ 岩谷賢伸「上場を果たしたブラックストーン」『野村資本市場クォーターリー』2007 年夏号参照。

図表 9 投資・金融事業を行う MLP (2015 年 11 月末時点)

	名称
1	Alliance Bernstein, L.P.
2	America First Multifamily Investors
3	Apollo Global Management, LLC
4	Ares Management, L.P.
5	The Blackstone Group L.P.
6	The Carlyle Group L.P.
7	Compass Diversified Holdings LLC
8	Ellington Financial LLC
9	Fortress Investment Group
10	Icahn Enterprises, L.P.
11	JMP Group LLC
12	KKR & Co. L.P.
13	Lazard Ltd.
14	Oaktree Capital Management LLC
15	Och-Ziff Capital Management Group LLC

(出所) Master Limited Partnership Association (MLPA)より著者作成

2. 4 MLP の商品性

(1) REIT との類似点

MLP の法的要件は、内国歳入法 7704 条が規定しているが、REIT も同様に内国歳入法に準拠する(図表 10)。MLP と米国 REIT には共通点がある。

第一に REIT の主な収入源は不動産賃料収入であることから、MLP と同様に安定的なキャッシュフローを創出する傾向がある。

第二に、MLP 及び REIT とともにニューヨーク証券取引所等の証券取引所に上場し、多様な投資家によって売買されており、1934 年証券取引法等の適用を受ける。

第三に、現在の MLP の構成要件が確立されたのは 1986 年の内国歳入法の改正であったが、米国 REIT にとっても同法改正が発展の契機となった。当該法改正によりパートナーシップによる不動産税の節税は禁止となり、その後、REIT は現在多く活用されている法人形態が主流となった¹²。

¹² 関雄太「米国 REIT 市場の発展と不動産ファイナンス」『野村資本市場クォーターリー』1999 年夏号参照。

図表 10 MLP 及び REIT の類似点

	MLP	REIT
運営事業の特性	主に川中のエネルギー関連事業であり、安定的なキャッシュフロー	主に、不動産関連事業であり、安定的なキャッシュフロー
税法	内国歳入法	内国歳入法
主な関連法規	1934 年証券取引法	1934 年証券取引法
上場	ニューヨーク証券取引所、 ナスダック	ニューヨーク証券取引所、 ナスダック

(出所)各種資料より著者作成

(2) REIT との相違点

一方で、MLP と REIT には相違点もある。第一に、出資者及び出資者の責任の範囲が異なる(図表 11)。現在組成されている REIT は主に法人形態であり、出資者は通常の株式会社と同様に有限責任を負った株主である。有限責任とは会社等が倒産した際に、会社の債権者に対して出資額を限度として責任を負うことを指す。つまり、会社等が倒産した時に投資した資金は消滅してしまうが、それ以上の責任は負わない。

それに対して、MLP の事業形態はパートナーシップであり、出資者は無限責任を負うジェネラル・パートナー(GP)及び有限責任を負うリミテッド・パートナー(LP)の 2 者である。無限責任とは会社等が倒産した際に、会社の債権者に対して負債総額の全額を支払う責任を負うことを指す。

第二に、導管性要件が異なる。MLP は、上場後に、7704 ルールを基に、総収入の 90%以上を適格収入に拠っているのであれば、事業体に対して課税されず、出資者たるユニットホルダーの段階で課税されるパススルー課税を採用している。一方で、REIT は課税所得の 90%以上を配当として支払っている等の要件を満たしている場合には、支払配当の損金算入を認めることにより、実質的に法人課税されないペイスルー課税を採用している。

第三に、配当要件が異なる。MLP は配当に関する法的要請はないが、一般的に MLP の構成主体間の契約において全ての「余剰資金(available cash)」をユニットホルダーに分配することが求められる。余剰資金とは以下の 4 点を除いた後の手元資金を指す¹³。

- ① GP が適切なオペレーションを運営するために必要な準備金
- ② 債券のコベナント遵守に必要な資金
- ③ 来期以降に配当するための準備金
- ④ 四半期末時点における運転資金の借入額

一方で、REIT は内国歳入法 856 条以下の規定により、課税所得の 90%以上を投資家に分配する等の適格要件を満たさなければ事業体に法人税が課される。結果的に MLP 及び米国 REIT の配当の水準が高くなる傾向があるが、その源泉は前者が余剰資金で後者が課税所得と異なる。

¹³ Latham&Watkins, “Master Limited Partnerships(MLPs): A General Primer”, April, 2014.

図表 11 MLP 及び REIT の相違点

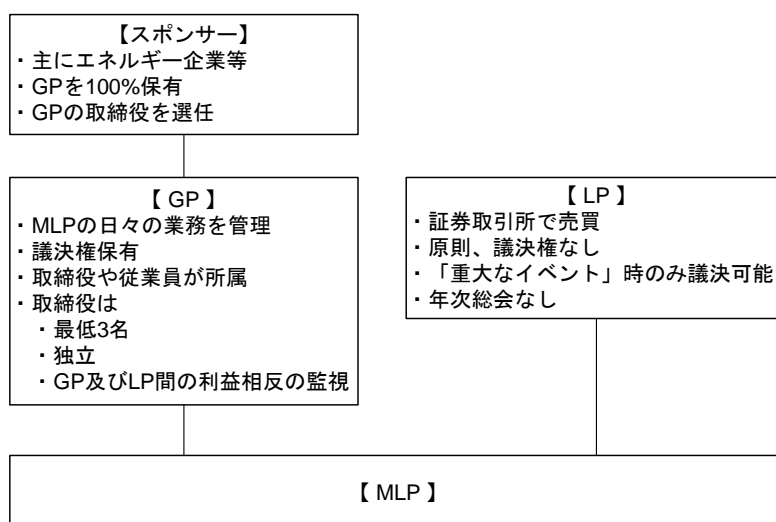
	MLP	REIT
収入源	主にエネルギー事業による収入	主に不動産賃料収入
事業形態	パートナーシップ	法人、トラスト
出資者	ジェネラル・パートナー(GP) リミテッド・パートナー(LP)	株主
出資者の責任	GP は無限、LP は有限	有限
導管性要件	パススルー課税	ペイスルー課税
配当要件	法的要件はない	90%以上

(出所)各種資料より著者作成

(3) パートナーシップ形態に起因するガバナンス構造

MLP はパートナーシップにおけるジェネラル・パートナー(GP)、リミテッド・パートナー(LP)、スポンサーによって構成される(図表 12)。スポンサーとは MLP の組成者であり、GP として MLP を運営・管理する。GP は議決権を有する MLP の日々の事業を管理する主体であり、スポンサーによって選任された取締役(最低 3 名以上)が所属し、監査、コーポレートガバナンス、報酬等の委員会を独立した主体として運営することで GP 及び LP(及び MLP)の間の利益相反を監督する役割を果たす。LP は証券取引所において多様な投資家によって売買され、原則として LP の保有者は議決権を保有せず、年次総会も開催されない。ただし「重大なイベント(例えば GP の変更や全資産売却等)」に関しては例外的に議決権を行使できる。つまり、MLP はパートナーシップ形態であるがゆえに、株式会社や REIT とは異なったガバナンス構造を有している。

図表 12 MLP 構成主体の概要



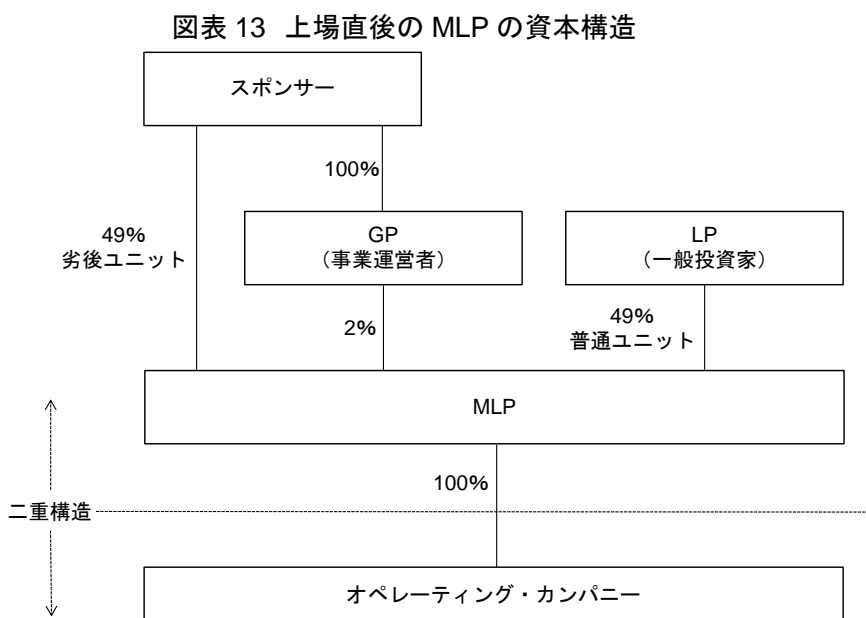
(出所)各種資料より著者作成

2. 5 MLP の経済的な構造

(1) 上場後の MLP の資本構造

上場パートナーシップである MLP の名称に、「マスター」と付与されている理由は、MLP 傘下のオペレーティング・カンパニーが実際の事業を行っているという二重構造に由来する。株式会社に例えるなら、MLP は持ち株会社で、傘下のオペレーティング・カンパニーは子会社と類似した構造である。MLP はスポンサーが運営するエネルギー等の事業を譲渡する先(ドロップ・ダウン取引先)である。オペレーティング・カンパニーは、MLP が 100%保有している LLC (Limited Liability Company) である¹⁴。そして、オペレーティング・カンパニーの役割は、スポンサーから MLP にドロップダウン(後述)された事業の運営である。二重構造の理由は、MLP が事業別に複数のオペレーティング・カンパニーを保有することを可能とし、ある事業に関する資産と負債を他の事業と分別管理するためである。

図表 13 は MLP 運営主体間の資本構造を示している。上場直後の MLP の 2%を GP が保有し、それ以外の 98%は MLP が発行するユニットとしてスポンサー及び投資家が保有する。当該ユニットは普通ユニットと劣後ユニットの 2 種類であり、前者は証券取引所において投資家が売買し、後者はスポンサーが保有する。普通ユニットは劣後ユニットより配当が優先して分配される。つまり、株式会社に例えるなら、優先株を取引所に上場させ、普通株はスポンサーが保有している状況と類似している。上場直後の MLP におけるユニットの構成比率は普通ユニットが 49%、劣後ユニットが 49%である。つまり、スポンサーたるエネルギー関連事業を営む企業は GP2%及び劣後ユニット 49%を保有する。



(出所)各種資料より著者作成

¹⁴ Kaye Scholer, "The Price of Oil & the Potential for Master Limited Partnership Restructuring and Insolvencies", April, 2015.

(2) 普通ユニットと劣後ユニットの配当メカニズム

次に、MLP の運営主体間の配当のメカニズムを示す。一般的に、MLP は各運営主体に対して四半期毎に分配するが、その分配方法は最低四半期配当 (Minimum Quarterly Distribution; MQD) と呼称される。オペレーティング・カンパニーの業績が好調で、発生したキャッシュフローが MQD に達した場合、まず普通ユニットのユニットホルダーが優先して配当を享受する。その後、再度、キャッシュフローが MQD に達した場合に劣後ユニットのユニットホルダーが配当を享受する。そして、更にキャッシュフローが発生した場合には、普通ユニットおよび劣後ユニットが、それぞれ均等配分で配当を受け取る (図表 14)。つまり、劣後ユニットを保有するスポンサーは、オペレーティング・カンパニーから得られるキャッシュフローが普通ユニット及び劣後ユニットの MQD に達しなければ、配当を受けることができない。

図表 14 普通ユニットと劣後ユニットの配当順位

回数	MQD に達するタイミング	配当順位
1	当初 MQD に達した場合	普通ユニットのユニットホルダーに分配
2	その後 MQD に達した場合	劣後ユニットのユニットホルダーに分配
3	さらに MQD に達した場合	普通ユニットと劣後ユニットに均等配分で分配

(出所) 各種資料より著者作成

しかし、それではスポンサーにとって MLP 組成のインセンティブが希薄である。そこで、各 MLP は劣後ユニットの普通ユニットへの転換期間 (Subordination Period) を設けている。具体的には、オペレーティング・カンパニーが生み出すキャッシュフローが、普通ユニット及び劣後ユニットの MQD に達した場合、スポンサーは 3 年後に劣後ユニットの 25%、4 年後に 50%、5 年後に 100% を普通ユニットに転換することができる (図表 15)。ただし、当該キャッシュフローには、オペレーティング・カンパニーによる資産売却や借入による収益は含まれない。

つまり、オペレーティング・カンパニーが運営する事業が好調で、MQD 以上のキャッシュフローを創出すればする程、劣後ユニットを普通ユニットに転換することが可能であり、その結果、スポンサーが享受できる配当額は増加する。MQD 達成後の転換期間が短ければ短い程、スポンサーは配当を享受できるため、近年、証券取引所に上場した MLP は、転換期間を 5 年から 3 年に短縮することで、当該インセンティブを増大させる傾向にある。

図表 15 転換期間の事例

MQD 達成後の年数	劣後ユニットを普通ユニットに転換できる割合
3 年後	25%
4 年後	50%
5 年後	100%

(出所) 各種資料より著者作成

(3) GP が保有するインセンティブ配当権

劣後ユニットを普通ユニットへ転換した後、スポンサー及びオペレーティング・カンパニーが運営するエネルギー関連事業において、好調な業績を上げようとするインセンティブは希薄になる。MLP 上場直後の GP は 2%の持分を保有している他、インセンティブ配当権 (Incentive Distribution Rights; IDR)を保有している。IDR とは、MLP が行う事業が好調で MLP の配当額がある水準に達すると、GP に対する配当割合が加速度的に増加する仕組みである。つまり、IDR とは、スポンサーにとってのある種の実績連動型の成功報酬である。

例として図表 16 を挙げる。GP に対する配当割合は MLP の配当額が 1ドル未満の時は 2%である。その後、配当額が 1ドル以上 2ドル未満に増額すると GP に対する配当割合は 15%に増加、配当額が 2ドル以上 3ドル未満に増額すると GP に対する配当割合は 25%に増加、さらに配当額が 3ドル以上になると LP と GP の配当割合は 50%ずつになる。このように MLP の配当額の増加に応じて、GP に対する配当割合が急激に増加する仕組みを IDR という。

図表 17 は、IDR 考慮後の GP と LP 間の配当額を示している。水準 1 から 4 までの LP に対する配当額の合計は 3.92 であるのに対して、GP に対する配当額の合計は 1.50 である。つまり、合計配当額のうち LP は 72%、GP は 28%を占めており、GP の配当額の割合は持分の 2%より増加する。

図表 16 IDR による LP と GP の配当割合の変化

水準	LP (%)	GP (%)	合計 (%)	配当額
1	98	2	100	1ドル未満
2	85	15	100	1ドル以上 2ドル未満
3	75	25	100	2ドル以上 3ドル未満
4	50	50	100	3ドル以上

(出所)各種資料より著者作成

図表 17 IDR 考慮後の配当額の配分

水準	LP の配当額 (ドル)	GP2%に対す る配当額 (ドル)	GP の IDR に対 する配当額 (ドル)	GP の配当額 の合計 (ドル)	合計配当額に占める GP の割合 (%)
1	0.98	0.02	0.00	0.02	2
2	0.98	0.02	0.15	0.17	15
3	0.98	0.02	0.30	0.32	25
4	0.98	0.02	0.96	0.98	50
合計	3.92	0.08	1.42	1.50	28

(出所)各種資料より著者作成

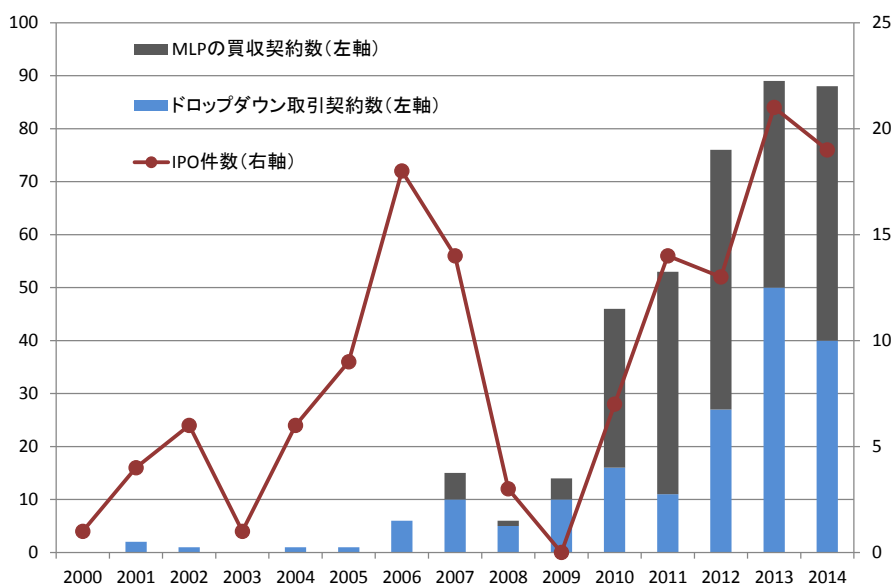
2. 6 スポンサーから見た MLP を巡る動向

(1) MLP 組成のインセンティブ

スポンサーにとって MLP 組成のインセンティブは大きい。パートナーシップを上場させることで事業運営のための資金を調達できるというだけではなく、オペレーティング・カンパニーの収益が MQD を超えれば、劣後ユニットを普通ユニットに転換できるため、スポンサーは多くの配当を享受できる。また、オペレーティング・カンパニーの事業が好調で配当額が増加すればする程、GP が保有する IDR によってスポンサーが享受できる配当額は加速度的に増加する。

そのため、近年、スポンサーは MLP の IPO を積極的に行っている。IPO 件数は 2013 年には 21 件と、金融危機以前の水準(2006 年 18 件)を上回った(図表 18)。また、IPO による調達額も、2014 年 11 月、アンテロ・ミッドストリーム・パートナーズが 2001 年以来、約 10 億ドルの調達に成功し、2015 年 2 月、コロンビア・パイプライン・パートナーズが 11 億ドルを調達するなど活況を呈している¹⁵。そして、過去 5 年間の MLP の買收件数は平均 41.6 件/年と増加傾向にある。

図表 18 MLP のコーポレートアクション(件数)



(注) MLP の買収契約数のデータは 2007 年より

(出所)レイサム&ワトキンスより著者作成

(2) ドロップダウン取引の概要

ドロップダウン取引件数は平均 28.8 件/年と以前から件数が増加している(図表 18)。ドロップダウン取引とは、スポンサーが現金または所有持分の交換により、事業を MLP に引き渡す取引

¹⁵ “Columbia Pipeline: Biggest MLP IPO on Record” Wall Street Journal, February 12th 2015.

を指し、以下の4つのプロセスを経る¹⁶。

- a) スポンサーとMLPの間で契約(Master Contribution Agreement)を締結し、フィナンシャル・アドバイザーがエネルギー関連事業等の資産価値を算定し、第三社からフェアネス・オピニオン取得する。
- b) スポンサーは上記契約に基づき、MLPに当該事業を売却する。
- c) MLPは保有している現金、銀行からの借入、エクイティ及びデットの発行などにより資金を調達する。
- d) MLPは上記調達額を用いて、スポンサーから当該事業を購入する。

なお、銀行からの借入は、図表13のMLP及びオペレーティング・カンパニーの2つの主体において可能である。

(3) MLP投資会社の上場

MLPのIPO、買収、ドロップダウン取引等、コーポレートアクションが活発化する中、2000年代中盤以降、スポンサーは更なる収益を追求し、より多くの投資家から資金調達をするためにMLP投資会社を上場させた。MLP投資会社とは、それぞれ詳細な構造は異なるものの、一般的には上場しているLPと非上場のGPに出資する株式会社のことを指す。GPはIDRを保有しているがゆえに、オペレーティング・カンパニーの事業が好調であればLPよりも多くの配当を享受することができる。しかし、原則、GPはスポンサーに保有されており上場しないため、代わりにGPに出資するMLP投資会社が上場することでLP以上に高い利回りを提供することを目指す。アレリアン社によると、2015年8月末時点で上場しているMLP投資会社は10社ある(図表19)。

図表19 MLP投資会社一覧(2015年8月末時点)

	MLP投資会社の名称
1	Alliance Holdings GP LP
2	Atlas Energy Group LLC
3	Crestwood Equity Partners LP
4	EQT GP Holdings LP
5	Energy Transfer Equity LP
6	NuStar GP Holdings LLC
7	Western Gas Equity Partners LP
8	EnLink Midstream LLC
9	Plains GP Holdings LP
10	Tallgrass Energy GP LP

(出所)アレリアンより著者作成

¹⁶ Morgan Stanley, "Midstream Energy MLPs Primer 3.0", April, 2013.

(4) IDR による資本コストの増加

MLP を巡る IPO、M&A、ドロップダウン取引が活発化する一方で、近年、スポンサーによる MLP 解消の事例が散見される。2014 年 8 月、キンダー・モルガン社は約 440 億ドルで同社傘下の MLP であるキンダー・モルガン・エナジー・パートナーズ社やエルパソ・パイプライン・パートナーズ社を買収し、MLP を解消することを公表した。キンダー・モルガン社は石油及び天然ガスの輸送大手であり、1990 年代に MLP を精力的に普及させた先駆的な存在であるが、MLP を解消することで 2020 年までに配当額を年間 10% 増加する予定を公表した¹⁷。また、2015 年 5 月、ウィリアムズ社も傘下の MLP であるウィリアムズ・パートナーズ社を買収することで MLP を解消することを公表した¹⁸。ウィリアムズは当該統合により、2020 年までに年間 10% から 15% の配当を投資家に分配する計画を示した。

当該 2 社の MLP 解消要因の 1 つに、IDR と資本コストの関係が挙げられる。IDR はスポンサーにとっての MLP 組成のインセンティブである一方で、逆説的ではあるが MLP の資本コストの上昇を招き、結果的に MLP の価値を低下させる側面がある。

MLP の資本コストとは、LP の資本コストと GP の資本コストの加重平均値である。図表 16 が示す通り、オペレーティング・カンパニーの事業が好調で水準 4 の 50% に達した場合には、GP の持分は 2% であるが、配当割合の 50% に対して資本コストが課される。つまり、一般的には LP の資本コストよりも GP の資本コストの方が高く、場合によっては、IDR は MLP の価値を低下させる側面がある。そこで、近年、IDR において GP に対する配当割合を減少させるなどの工夫が施されてきたが、キンダー・モルガン社及びウィリアムズ社は MLP を解消することで、グループ全体の資本コストを低下させる決断をした。

2. 7 投資家から見た MLP を巡る動向

(1) 機関投資家の保有比率の拡大

近年、MLP に対する機関投資家の保有比率が拡大している(図表 20)。

その要因として、第一に、2004 年に成立した米国雇用創出法(American Jobs Creation Act of 2004)が挙げられる¹⁹。同法の目的は、米国企業が減税で得た資金を米国労働者の雇用に活用することを奨励することである。例えば、多国籍企業の海外法人が得た利益を米国内に送金する場合の税率を 2005 年の 1 年間に限って 5.25% に引き下げ、米国に還流させた資金が新規雇用に活用されることが期待された。

同法 331 条は、ミューチュアル・ファンド等の登録投資会社(RIC)が、純資産総額の 25% を上限として上場パートナーシップに投資した場合、法人税が課されないと規定した。2004 年まで法人課税を理由に、RIC が MLP 等の上場パートナーシップに投資することは限定的であったが、同法が成立した 2004 年以降は RIC を運用する機関投資家の資金が MLP に流入した。

¹⁷ “Kinder Morgan to Consolidate Empire” Wall Street Journal, August 10th 2015.

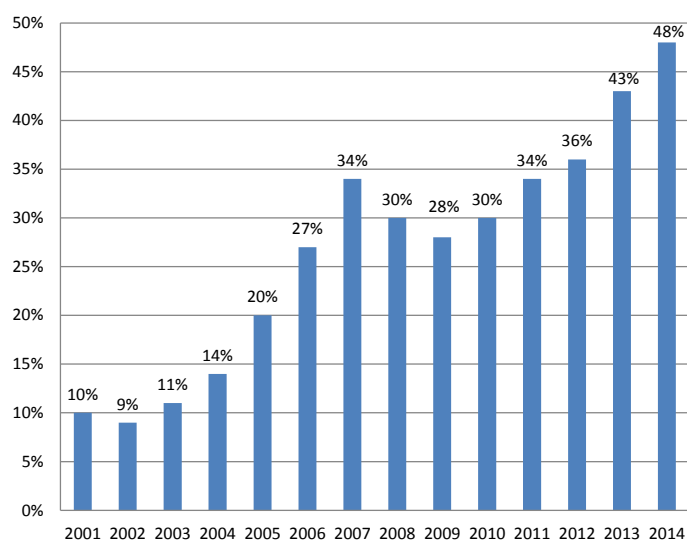
¹⁸ “Williams Rolling Up MLP, Embracing Simpler C-Corp. Structure” Natural Gas Intelligence, May 13th 2015.

¹⁹ Pub.L. 108-357

第二に、投資家が MLP に直接投資した場合、非関連事業課税所得 (UBTI、Unrelated Business Taxable Income) が発生する。UBTI とは、米国の税務上非課税であるリミテッド・パートナーシップに関する課税対象所得を指す。本来の設立目的である公的事业に実質的に無関係な営利を目的とした事業を恒常的に行うことによって生じた収益については、連邦法人所得税法上の免税措置の対象外となる。つまり、直接的に MLP を保有した機関投資家は所得税が課せられてしまう。

そこで、機関投資家は UBTI による所得税を回避しつつ、MLP に対するエクスポージャーを有するため、MLP を投資対象とするミューチュアル・ファンドやアレリアン等の MLP 指数に連動した ETF や ETN を活用した。その結果、当該商品を運用する資産運用会社による保有が増加した。83 本のミューチュアル・ファンド・ETF 等の規模は 757 億ドルに達する(図表 21)。

図表 20 MLP の機関投資家保有比率の推移



(注)野村アセットマネジメントがファクトセットより集計

(出所)野村アセットマネジメントより著者作成

図表 21 MLP に投資する金融商品の規模と本数(2015年2月末時点)

	運用資産総額(億ドル)	本数
オープン・エンド・ファンド	293	28
クローズド・エンド・ファンド	242	30
ETF	110	10
ETN	112	15
合計	757	83

(出所)アレリアンより著者作成

(2) ETN が起源となる MLP 投資商品

米国では、個人投資家が上場株式やミューチュアル・ファンドを売却した場合、フォーム 1099 を作成し、MLP のようなリミテッド・パートナーシップの場合はスケジュール K-1 フォームを税務当局に提出することが求められる(図表 22)。しかし、スケジュール K-1 フォームの作成は個人投資家にとって極めて複雑である。また、個人投資家が MLP に直接投資した場合、MLP が事業運営している州において税務申告が必要となる。したがって、個人投資家はフォーム 1099 の提出が求められるミューチュアル・ファンド、ETF、ETN の中で MLP に投資・運用を行っている商品を選好する。つまり、前述の UBTI だけではなく、税務申告の仕組みが、MLP のミューチュアル・ファンド、ETF、ETN の拡大要因となった²⁰。

ただし、個人投資家が MLP のミューチュアル・ファンド及び ETF に投資するにあたって、他にも考慮すべき事項がある。米国の公募ミューチュアル・ファンド及び ETF は、主に 1940 年投資会社法に準拠するため RIC である。前述の 2004 年米国雇用創出法により、RIC がリミテッド・パートナーシップに投資する際、純資産総額の 25%以上のエクスポージャーを有すると株式会社と同様に法人課税が課される。特に ETF の場合、当該商品の特性上、ポートフォリオのうちほぼ全てが MLP で構成されるため、MLP 投資の魅力の 1 つであるパススルー税制が失われてしまう。

そこで注目されたのが ETN である。ETN とは ETF 同様に指数に連動することを目指す、その際、ノートと称される債券に連動する仕組みを有し、1940 年投資会社法ではなく、1933 年証券法に準拠する。つまり、ETN は RIC ではないため、パススルー税制を採用できないという問題が発生しないことに加え、ETN の投資家は簡素なフォーム 1099 の提出が求められる。JP モルガンは 2009 年 4 月、米国で初めてアレリアン MLP 指数に連動する ETN(JP モルガン・アレリアン MLP 指数 ETN)の提供を開始した。

図表 22 MLP の投資商品別比較

形態	直接投資	間接投資		
	MLP	MLP に 25%以上投資する RIC	MLP に 25%未満投資する RIC	ETN
流動性	日次	日次	日次	日次
パススルー	有	無	有	N/A
税務申告	スケジュール K-1	フォーム 1099	フォーム 1099	フォーム 1099
UBTI	有	無	無	無
クレジット・リスク	無	無	無	有

(出所)バンガードより著者作成

²⁰ Vanguard, “User’s guide to master limited partnerships”, September, 2014.

(3) MLP 投資商品に関する懸念

しかし、ETNにも欠点はある。UBSは2016年1月、2015年からの原油価格の下落を受けて2本のETNを閉鎖し、残った財産を投資家に返還すると公表した²¹。ETRACS 2x マンスリー・レバレッジド・ロング・S&P MLP インフラストラクチャーETNは2015年7月に設定され、基準価額は21ドルから6.6ドルに急落した。また、ETRACS 2x マンスリー・レバレッジド・ロング・アレリアン MLP インフラストラクチャーETNは2014年7月に基準価額が73ドルとなった後、12.6ドルまで急落した。当該閉鎖理由は、基準価額の急落が、上述の2つのETNのノートを規定する条件に記載されている強制返還トリガーに抵触したためである。その結果、当該ノートの満期から何十年も前倒しで発行体はノートを買戻すこととなり、当該ETNの投資家は2016年2月1日以降に償還金を受け取った。

原油価格の下落によって商品性に対する懸念が露呈したのはETNだけではない。クローズド・エンド・ファンドは、MLP価格の下落幅を増幅させた側面がある。クローズド・エンド・ファンドとは、投資対象資産の時価に基づく基準価額(NAV)での買戻しや解約を原則認めない。そのため、発行証券の数が固定されており、価格は市場の需給に応じて決定される。投資家からの需要が減少すれば、クローズド・エンド・ファンドの価格が保有資産価値を下回ることもあり、裁定取引の投資機会を生み出す。

クローズド・エンド・ファンドは、1940年投資会社法18条において、レバレッジを総資産の33.3%以内に抑えるよう規定されている²²。したがって、同ファンドの価格急落の局面において運用担当者は、当該要件を満たすために保有資産を売却して、レバレッジ比率を抑止しなければならない。つまり、原油価格の急落により、運用担当者はMLPの持分の売却を迫られ、市場の下落幅を増幅させた可能性がある。

フィッチの調査によると、MLPに投資するクローズド・エンド・ファンドのレバレッジの平均値は、2014年9月末には27.4%であったが、2015年9月末には31%と、同比率の上限33.3%に迫る水準に達し、価格下落によってレバレッジが上昇している。また、MLPに投資する最大のクローズド・エンド・ファンドであるケイン・アンダーソン MLPは、2015年8月末時点でレバレッジ比率39%に上昇し、結果、同ファンドは、2015年12月、レバレッジ解消の影響を理由として、四半期ごとの分配金を16%引き下げることが公表した²³。

2. 8 再生可能エネルギー追加の可能性

(1) MLP 適格事業拡大の変遷

MLPはETF等の投資商品の多様化だけでなく、MLP適格事業を拡大してきた。近年、MLPが運営する新たな事業として、再生可能エネルギーが注目されている。再生可能エネルギーとは、

²¹ “UBS announces mandatory redemption of ETRACS 2xMonthly Leveraged S&P MLP Index ETN due July 14, 2045” Business Wire, January 20th 2016.

²² Section 18(a)(1)

²³ ケイン・アンダーソン(Kayne Anderson)のウェブサイト参照

石油や石炭などの有限な資源ではなく、太陽光、水力、風力、バイオマス、地熱など比較的短期間に再生が可能なエネルギーを指す。

MLP 適格事業に関する規定は、図表 6 が示す 7704 ルールに依拠するが、その後、主に 2 つの法改正・ルール変更によって当該事業内容は明確化・拡大された。

第一に、内国歳入庁のプライベート・レター・ルーリング (private letter ruling) である。プライベート・レター・ルーリングとは、特定の事実関係に対する内国歳入庁の法令解釈・適用を示す文書である。内国歳入庁は民間のニーズに応える形で当該レターを公表し、1987 年以降、天然ガスやプロパンガス等のパイプライン事業などを MLP 運営事業として適格と認めてきた (図表 23)。

第二に、2008 年 10 月に制定された 2008 年エネルギー向上・拡大法 (Energy Improvement and Extension Act of 2008) である²⁴。金融危機の中、同法には経済活性化対策として環境・エネルギー分野への約 70 億ドル規模の税制優遇措置が盛り込まれた。当時、複数の再生可能エネルギーに関する税制優遇措置が期限切れとなり、米議会において同措置の延長が議論されていた。2008 年 11 月には大統領選挙と議会選挙が行われ、以前から存在する税制優遇措置の延長ではなく、新しい制度として 2008 年エネルギー向上・拡大法が可決された。同法の目的は税制優遇措置に関してバイオ燃料関連事業と石油関連事業を同等にすることであり、MLP の適格収入を規定する 7704 ルールにバイオ燃料の輸送・保管事業等が追加された。

図表 23 主な MLP 適格事業の拡大の変遷

	法改正・ルール変更	事業内容
1988 年	プライベート・レター・ルーリング	・精製施設 (Refining)
1991 年	プライベート・レター・ルーリング	・原油パイプライン (Crude Pipeline)
1994 年	プライベート・レター・ルーリング	・プロパン (Propane) ・原油の集積等 (Crude Marketing & Gathering)
1998 年	プライベート・レター・ルーリング	・加工及び分別 (Processing & Fractionation)
1999 年	プライベート・レター・ルーリング	・石炭 (Coal)
2004 年	プライベート・レター・ルーリング	・輸送 (Shipping)
2005 年	プライベート・レター・ルーリング	・液化天然ガス (LNG)
2006 年	プライベート・レター・ルーリング	・圧縮 (Compression) ・探査及び開発 (Exploration & Production)
2008 年	2008 年エネルギー向上・拡大法	・バイオ燃料の輸送及び保管 (Biofuels Transportation & Storage)
2010 年	プライベート・レター・ルーリング	・天然ガス保管 (Natural Gas Storage)
2012 年	プライベート・レター・ルーリング	・海洋掘削 (Offshore Drilling)

(出所) 内国歳入庁及びモルガンスタンレーより著者作成

²⁴ Pub.L. 110-343

(2) マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案

その後、世界的金融危機により金融システムが不安定化する中、米国ではオバマ大統領が景気対策として、経済再生と環境・エネルギー分野の新規需要・雇用の創出を同時に達成することを目的としたグリーン・ニューディール政策を打ち出し、2009年2月、議会は2009年米国再生・再投資法(The American Recovery and Reinvestment Act of 2009)を可決した²⁵。同法は総額約7800億ドルの景気対策のうち、約580億ドルが環境・エネルギー分野に割り当てられ、その中でも特に再生可能エネルギー普及のための施策に約190億ドル配分された(図表24)。

図表24 グリーン・ニューディール政策の概要

	対策	規模(億ドル)
歳出	送電網の近代化、スマート・グリッドの整備	110
	州政府等のエネルギー効率化・省エネプログラムへの補助	63
	再生可能エネルギー事業への融資保証	60
	中低所得者向け住宅の断熱化等への補助	50
	連邦政府の建物におけるエネルギー効率化のための改修	45
	化石燃料の利用技術の研究開発	34
	米国内で生産される次世代型電池の製造への助成	20
減税	再生可能エネルギー事業への生産税控除の延長	131
	家庭の省エネ投資に対する減税額の拡大	20
	プラグイン・ハイブリッド自動車等への購入者向け減税	20

(出所)みずほ総合研究所より著者作成

グリーン・ニューディール政策以降、米国における再生可能エネルギー業界の市場規模は拡大した。米国国立再生可能エネルギー研究所の分析によると、再生可能エネルギーの推定市場規模は2006年の100百万メガワット時から2013年の250百万メガワット時に達し、8年間で2.5倍に成長した²⁶。また、同研究所が2013年4月に分析した結果によると、再生可能エネルギー事業は金融市場を活用し、REITやMLP等の上場再生可能エネルギーファンドを通じて資金調達することで太陽光・風力発電プロジェクトの均等化発電原価(発電所の設計、建設、運用、廃止までの全コストを生涯発電量で割った値)を8~16%削減することができるとされた²⁷。その結果、REITやMLP等の上場投資ビークルを用いた再生可能エネルギー事業への投資に対する機運が高まった。

その後、2009年米国再生・再投資法によって付与された再生可能エネルギー投資促進に関するインセンティブ・プログラムの多くが2011年末に期限切れとなることを受け、MLPを通じた再生

²⁵ Pub.L. 111-5

²⁶ National Renewable Energy Laboratory, "U.S. Renewable Energy Policy and Industry", October, 2015.

²⁷ National Renewable Energy Laboratory, "Financing U.S. Renewable Energy Projects Through Public Capital Vehicles: Qualitative and Quantitative Benefits", April, 2013.

可能エネルギー投資の可能性が検討された。2012年9月、超党派の上院議員4名(クリス・コーンズ議員(民主党、デラウェア州)、デビー・スタブナウ議員(民主党、ミシガン州)、リサ・ムロスキー議員(共和党、アラスカ州)、ジェリー・モラン議員(共和党、カンザス州))は、米議会にてマスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法(Master Limited Partnerships Parity Act)を提出した²⁸。同法案は、非再生可能エネルギー事業と再生可能エネルギー事業を同等に扱おうとするものであり、バイオマス、地熱・風力・水力発電等を新たに 7704 ルールの対象とすることで、MLPの適格事業となることを目指している²⁹。

なお、現時点(2016年8月現在)では、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案の審議は停滞しており、今後の議論の動向が注目される。³⁰

²⁸ S.795 – Master limited Partnerships Parity Act.

²⁹ なお、厳密にはマスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案は2012年9月、2013年4月、2015年6月の3回にわたって米議会にて提出されている。

³⁰ The Heritage Foundation, “Let the Wind PTC Die Down Immediately”, October, 2013.

3. イールドコ(YieldCo)

3.1 MLP 適格事業以外を対象とする YieldCo

(1) 高配当銘柄として台頭する YieldCo の概要

マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案が政局に翻弄される中、MLP とは別の上場インフラファンドとしてイールドコ(YieldCo)に注目が集まっている。YieldCo とは Yield Company の略称で、太陽光発電関連企業を中心とする再生可能エネルギー関連企業が事業を分離して独立させた株式会社のことを指す。つまり、YieldCo の事業形態は一般的な株式会社であって、真新しいものではなく、ニューヨーク証券取引所などの取引所に上場し、出資者は株主であり、関連法規についても各州会社法や 1934 年証券取引法に準拠する(図表 25)。

YieldCo の特徴は、投資家(株主)に対する配当方針にある。株式会社における配当方針は、当期の決算の状況や当該企業が株主をはじめとするステークホルダーに示した方針に左右される。一方、YieldCo は法的な要請はないものの、投資家に対して高い配当を分配することをコミットメントしている。YieldCo のディスクロージャーに関する規定は株式会社と同様であるが、配当方法、配当の継続性に関する見込み、関連するリスクなど、配当に関する事項の開示については、株式会社と比べて充実しているとされる³¹。

図表 25 株式会社と YieldCo の比較

	株式会社	YieldCo
運営事業の特性	様々な事業	再生可能エネルギー等の事業
税法	内国歳入法	内国歳入法
事業形態	株式会社	株式会社
出資者	株主	株主
主な関連法規	各州会社法、1934 年証券取引法	各州会社法、1934 年証券取引法
上場	ニューヨーク証券取引所、ナスダック	ニューヨーク証券取引所、ナスダック
配当	会社の方針	高い配当をコミットメント

(出所)各種資料より著者作成

YieldCo の起源は諸説あるが、2011 年 9 月にカナダのブルックフィールド・リニューアブル・エナジー・パートナーズ社が、自社が所有する主に水力発電の資産からなるファンドをトロント証券取引所に上場した事例がその起源であると言われている³²。ブルックフィールド・リニューアブル・エ

³¹ Latham & Watkins, “Capitalizing on Yield Structures in the U.S. Public Markets: Minimizing Taxes to Maximize Value” January, 2015.

³² Brookfield Asset Management は、1990 年に、同社の主力のファンドである Brookfield Renewable Energy Partners をスピンアウトし、インカム・トラストとしてトロント証券取引所に上場している資産運用会社である。

ナジー・パートナーズ社は売上の大部分を長期の電力購入契約 (Power Purchase Agreement: PPA) から得ており、目標分配率が事業収入の 60~70%と高く、YieldCo としての特徴を有している。

YieldCo が米国において本格的に発展したのは、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリテイ法案の可決が遠のいた 2013 年からである。2013 年 7 月に NRG エナジー社は天然ガス、火力、太陽光、風力発電所 (合計 15 の発電資産で約 1.3 ギガワットの発電容量) の資産を移転して NRG イールド社という YieldCo を設立し、ニューヨーク証券取引所に上場した。上場時の NRG イールド社の時価総額は 10 億ドルを超え、上場 1 年後の 2014 年 7 月末時点で約 40 億ドルに達した。その後、他のエネルギー関連企業も YieldCo を設立し上場することで公開市場から資金調達を行い、現在、米国の YieldCo は 6 社存在する (図表 26)。

図表 26 主な米国上場の YieldCo

	NRG Yield Inc.	Pattern Energy Group, Inc	Atlantica Yield Plc
上場年月	2013 年 7 月	2013 年 9 月	2014 年 6 月
ティッカー	NYLD	PEGI	ABY
上場先	ニューヨーク証券取引所	ナスダック	ナスダック
スポンサー	NRG Energy	PEG LP	Abengoa
時価総額 (2016 年 5 月末)	約 28 億ドル	約 16 億ドル	約 18 億ドル
YieldCo の概要	再生可能エネルギー発電契約と熱エネルギーの所有・運営・取得等の事業を行う企業	米国、カナダ、チリの風力発電プロジェクトを所有・運営する独立系電力会社	太陽光や風力などの再生可能エネルギー、発電、送電から成るポートフォリオ運営企業

	Nextra Energy Partners, LP	TerraForm Power, Inc	TerraForm Global, Inc
上場年月	2014 年 6 月	2014 年 7 月	2015 年 7 月
ティッカー	NEP	TERP	GLBL
上場先	ニューヨーク証券取引所	ナスダック	ナスダック
スポンサー	NextEra Energy	SunEdison	SunEdison
時価総額 (2016 年 5 月末)	約 12 億ドル	約 12 億ドル	約 5 億ドル
YieldCo の概要	風力や太陽光発電などのクリーン・エナジー関連プロジェクトを保有、運営、取得する企業	太陽光、風力、天然ガス、地熱水力などの発電会社	風力発電、地熱、水力などのエネルギー・ソリューション提供企業

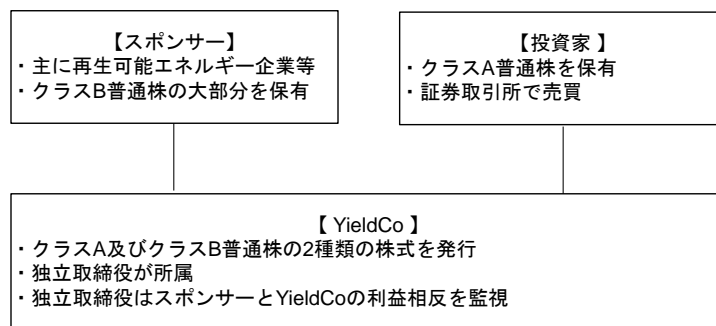
(出所) 各企業開示資料より著者作成

(2) MLP に類似した YieldCo の構造

YieldCo の投資家は、スポンサーと株主の 2 種類がいる(図表 27)。スポンサーとは、太陽光発電や風力発電などの施設を運営する再生可能エネルギー関連企業である。YieldCo とは、スポンサーが運営する再生可能エネルギー等の事業を譲渡する(ドロップダウン取引)の相手であり、通常、スポンサーから資産を優先して譲渡することを交渉する権利(優先交渉権)を保有している。そして、YieldCo には独立取締役が所属しており、ドロップダウン取引の際に、スポンサーと YieldCo の利益相反を軽減する役割が期待されている。

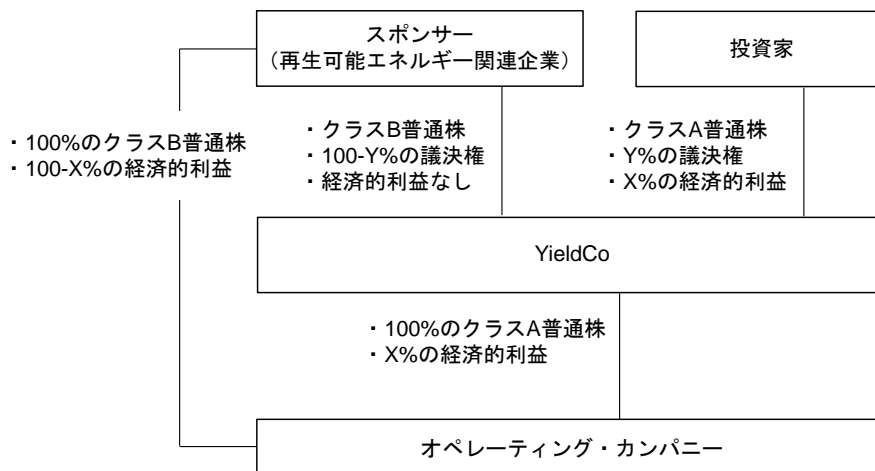
次に図表 28 は YieldCo の資本構成の概要である。オペレーティング・カンパニーとは、YieldCo が 100%保有している LLC (Limited Liability Company) であり、実際に再生可能エネルギー事業を行っている主体である。つまり、YieldCo は株式会社でいう持ち株会社で、オペレーティング・カンパニーは子会社に相当した構造になっている。二重構造の理由は、事業別に複数のオペレーティング・カンパニーを保有することを可能とし、ある事業に関する資産と負債を他の事業と分別して管理することができるためである。

図表 27 YieldCo の構成主体の概要



(出所)レイサム&ワトキーズより作成

図表 28 YieldCo の資本構成の概要



(出所)レイサム&ワトキーズより作成

YieldCo の資本構造は MLP と類似している。両者ともに二重構造を有し、MLP または YieldCo がスポンサーから事業をドロップダウン取引により取得し、オペレーティング・カンパニーが事業を運営している。そのため YieldCo は「シンセティック MLP」と称される³³。その一方で、両者には相違点もある(図表 29)。

第一に、MLP はパートナーシップであるためジェネラル・パートナー(GP)及びリミテッド・パートナー(LP)によって持分が保有されているが、YieldCo はクラス A 普通株とクラス B 普通株の 2 種類の株式を発行している³⁴。クラス A 普通株を保有している投資家は少数株主である一方で、クラス B 普通株を保有しているスポンサーは大部分の議決権を保有することで、YieldCo のガバナンスは保たれている。また、投資家は、保有しているクラス A 普通株の議決権に応じて経済的利益を得るが、スポンサーは実際に再生可能エネルギー事業を行っているオペレーティング・カンパニーから経済的利益を得ている。

第二に、収入源である。MLP は 7704 ルールにより、主にエネルギー関連事業による収入と規定されているが、YieldCo は主に再生可能エネルギー等の MLP 適格事業外の資産(not MLP-able asset)を対象としており、太陽光発電、風力発電、送電線など長期的な契約に基づく安定的な収益が上げられる事業を運営する。

第三に、MLP は 7704 ルールに準拠することでパススルー税制を採用しているが、YieldCo は株式会社であるため、MLP のような税制上のメリットはない。そこで、YieldCo は節税効果を楽しむため、収入よりも多くの減価償却費を計上し、継続的に営業損失とする。そのためには、YieldCo はドロップダウン取引を継続して行う必要があるため、スポンサーとの優先交渉権を保有している³⁵。当該手法による節税効果は 5-10 年継続すると言われていたが、YieldCo が営業損失の計上を継続できなくなった場合、一般的な株式会社と同じ課税体系となる³⁶。そのため YieldCo の税制上のメリットを得るための構造は MLP に比べて不安定である。

³³ National Renewable Energy Laboratory, “A Deeper Look into Yieldco Structuring”, September, 2014.

³⁴ Goldman, Sachs & Co. “YieldCo 101” May, 2014.

³⁵ J.P. Morgan, “Clean Tech : YieldCo Primer”, May, 2014.

³⁶ Latham&Watkins, “Comparison of Typical MLP and Yieldco Structures”, February, 2014.

図表 29 MLP と YieldCo の比較

	MLP	YieldCo
収入源	主にエネルギー事業による収入	MLP 適格事業以外の資産 (再生可能エネルギー施設等)
事業形態	パートナーシップ	株式会社
出資者	ジェネラル・パートナー(GP) リミテッド・パートナー(LP)	株主
出資者の責任	GP は無限 LP は有限	有限
導管性要件	パススルー税制	営業損失(収益から減価償却や利息を控除)が継続する限り、節税効果(tax shield)を享受できる
税務申告	フォーム K-1	フォーム 1099

(出所)各種資料より著者作成

3. 2 サンエジソン社の破綻を巡る動向

(1) スポンサー破綻時の YieldCo への影響

YieldCo には他にも懸念材料がある。具体的には、スポンサーからのドロップダウン(資産供給)が何らかの事情で止まった場合、YieldCo の税制上のメリットを得るための構造が不安定な状態に陥るといえる点である。

実際にこの懸念が現実化したと見られているのが、YieldCo のスポンサーであるサンエジソン社破綻による影響である。太陽光発電関連サービスを提供するサンエジソン社は 2016 年 4 月、ニューヨーク・マンハッタンの連邦裁判所に連邦破産法 11 条に基づく会社更生手続きの適用を申請した³⁷。サンエジソン社は 2014 年以降、南極を除く全大陸で風力および太陽光プロジェクトの買収を積極的に進め、買収総額が 31 億ドル(約 3400 億円)に達した結果、負債総額は 161 億ドル(2015 年 9 月末時点)まで膨らみ、破綻に至った。本稿執筆時点においてサンエジソン社は自身が保有する資産売却のプロセスに入っている³⁸。

今般の破綻は、サンエジソン社がスポンサーを担う 2 つの YieldCo であるテラフォーム・パワー社及びテラフォーム・グローバル社については対象外であり、当該 2 社は事業を継続する。しかし、スポンサーの破綻は、YieldCo に少なからず影響を及ぼしている。例えば、テラフォーム・パワー社及びテラフォーム・グローバル社は、スポンサーから事業運営のための資金を得なければならないが、資産売却のプロセスにおいて当該資金を確保できるのか不透明な状況である。また、2015 年にサンエジソン社が開始したインドにおける 1 ギガワットのソーラー開発プロジェクトにおいて、テラフォーム・グローバル社はサンエジソン社に対してプロジェクト促進を目的とした約 2 億

³⁷ “SunEdison Files for Chapter 11 Bankruptcy Protection” Wall Street Journal, April 21st 2016.

³⁸ “The End of SunEdison: Liquidating Its Assets” Real Clear Energy, May 20th 2016.

3 千万ドルの資金を供給していた。しかし、当該資金がテラフォーム・グローバル社に返済されるのか未定であり、2016年4月、テラフォーム・グローバル社は自身のスポンサーであるサンエジソン社の取締役を提訴している³⁹。

テラフォーム・パワー社及びテラフォーム・グローバル社は、YieldCo として、節税効果を目的とした減価償却費を計上するため、スポンサーとドロップダウン取引をする必要がある。本稿執筆時点でサンエジソン社に代わるスポンサーが登場するのか定かではないが、今後、テラフォーム・パワー社及びテラフォーム・グローバル社が節税効果を享受しつつ、高い分配を投資家に提供できるのか注目されている。

(2) 軟調な YieldCo の株価推移

YieldCo の株価はサンエジソン社の破綻申請及びテラフォーム・グローバルによる訴訟の影響を受けている。2015年5月、YieldCo に投資するグローバル X イールドコ・インデックス ETF がナスダック証券取引所に上場した。当該 ETF は、初期の YieldCo として有名なカナダのブルックフィールド・リニューアブル・エナジー・パートナーズ社等、複数の YieldCo によって構成されている(図表 30)。当該 ETF の連動指数のパフォーマンスは2014年9月から2016年2月末までに約31%下落しており、特にテラフォーム・パワー及びテラフォーム・グローバルがパフォーマンス悪化要因として挙げられる。

図表 30 グローバル X イールドコ・インデックス ETF の上位 10 銘柄(2016年6月20日時点)

	組み入れ銘柄名称	ウェイト(%)	株価
1	Brookfield Renewable	10.8	28.82
2	Northland Power Inc	9.6	17.15
3	Transalta Renewables Inc	8.7	9.86
4	Atlantica Yield Plc	8.4	18.08
5	Pattern Energy Group Inc	7.1	21.56
6	Terraform Power Inc	5.1	8.81
7	Renewables Infra Gr	4.8	1.42
8	Greencoat UK Wind Plc	4.7	1.55
9	Canadian Solar Inc	4.7	16.09
10	Nextera Energy Partners	4.6	28.21

(出所)グローバル X より著者作成

³⁹ “TerraForm Global sues SunEdison, says misappropriated \$231 million” Reuters, April 4th 2016.

4. 再生可能エネルギーを対象とするソーラーREIT

(1) REIT の適格要件

MLP 及び YieldCo 以外の上場再生可能エネルギー投資ファンドとして、REIT が挙げられる。REIT は、1960 年に内国歳入法の一部を改正する法律によって創設された。米国の REIT を規定する税制は、主に内国歳入法 856 条及び 857 条を中心に定められている。856 条は REIT の定義、REIT の適格要件に関する規定であり、857 条は配当控除等 REIT の課税所得計算方法及び株主の課税関係を定めている(図表 31)。

図表 31 内国歳入法における REIT に関する規定

856 条	REIT の定義、適格要件
857 条	REIT 及び株主に対する課税
858 条	課税年度終了後からの REIT からの配当
859 条	年度会計期間
860 条	追加配当の控除

(出所)内国歳入法より著者作成

MLP のパススルー課税の要件が所得(収入)だけであるのに対して、REIT のペイスルー課税の要件は組織、所得(収入)、資産の 3 つの適格要件によって規定されている(図表 32)。いずれかが満たされない場合は、REIT としての資格が喪失し、REIT は法人課税所得から株主に対して支払う配当を控除することができなくなる。

そして、3 つの適格要件のうち、再生可能エネルギーを対象とする REIT(ソーラーREIT)の論点となるのは資産要件である。資産要件とは REIT の総資産の 75%以上が、不動産関連資産、現金、及び現金同等物、国債で構成されていなければならないという規定である。そして、「不動産(Real Property)」は、土地やそれに付着する建物や構造物の所有権に限定され、何らかのビジネスの用に供されるための機械又は装置は「不動産(Real Property)」に含まれないものと考えられている。

図表 32 REIT の主な適格要件の概要

資格要件	組織要件 (事業要件)	<ul style="list-style-type: none"> ・課税対象となる法人として設立されること ・取締役又は受託者によって運営されること ・株式が譲渡可能なこと ・100人以上の株主がいること ・5人以下の株主が保有する株式が50%以下であること
	所得要件 (収入要件)	<ul style="list-style-type: none"> ・REITの総収入の75%以上が不動産関連資産(不動産賃貸収入、不動産担保モーゲージの利子等)によるものであること ・総収入の95%以上が上に述べた不動産関連資産からの収入と利子、配当、有価証券売却益を加えたものであること
	資産要件	<ul style="list-style-type: none"> ・REITの総資産の75%以上が、不動産関連資産、現金、及び現金同等物、国債であること ・上に述べた有価証券を除く有価証券が総資産の25%以下であること ・課税対象 REIT 子会社(Taxable REIT Subsidiary: TRS)の株式は、株式価値の合計が総資産価値の20%以下であること ・同一法人の保有株式は総資産の5%以下であること ・同一会社の保有株式はその会社の株式の10%以下であること
配当要件	課税所得の90%以上を配当すること	

(出所)内国歳入法より著者作成

(2) 「不動産(Real Property)」の定義拡大

当初、「不動産(Real Property)」の定義は限定されていたが、内国歳入庁は1969年以降、MLPと同様に数々のプライベート・レター・ルーリングを公表し、「不動産(Real Property)」の定義を実質的に拡大・多様化させてきた。現在、内国歳入庁は、対象資産の可動性が低く土地又は永久構造物への付着の程度が強い場合や、構造的・機能的に建物と一体化した機械または装置は「不動産(Real Property)」であるという認識を示している。その結果、パイプラインなどを対象とする REIT が上場するに至った⁴⁰。

再生可能エネルギー事業に関しては、2012年12月、グローバル・リニューアブル・ソリューションズ LLC のマネージング・ディレクターであったパトリック・ダウダル氏がワシントンに拠点を置くロビーイング団体であるバイパーティザン・ポリシー・センターに宛てたペーパーにおいて、以下の2つの基準を満たせば、太陽光発電プロジェクトは「不動産(Real Property)」と認識され、再生可能エネルギー資産・事業・施設の REIT(ソーラー REIT)として組成できるという考えを表明した⁴¹。

1. 太陽光発電プロジェクトが建物に固定されていること
2. 建物から発電された太陽光がその場で活用されていること

これを受けて、2012年2月、再生可能エネルギー投資会社のハノンアームストロング・サステイ

⁴⁰ Akin Group, “MLPs, REITs and YieldCos for Renewables Webinar 2.0”, September, 2014.

⁴¹ Patrick Dowdall, “Using REITs for renewable Energy Projects”, December, 2012.

ナブル・インフラストラクチャー社はこの考えを確認すべく、内国歳入庁に対してプライベート・レター・ルーリング発出の要請をした。そして、ハノンアームストロング・サステイナブル・インフラストラクチャー社は自身の要請どおりプライベート・レター・ルーリングが公表されることを見越し、2013年4月にソーラーREITとして上場した。その2か月後の2013年6月、内国歳入庁はハノンアームストロング・サステイナブル・インフラストラクチャー社の要請に応える形で、プライベート・レター・ルーリングを公表した⁴²。

(3) ソーラーREITを巡る動向

本稿執筆時点において、米国で上場しているソーラーREITは2社存在する。

一つは、前述のハノンアームストロング・サステイナブル・インフラストラクチャー社である。同REITは米国メリーランド州アナポリスを本拠地とし、再生可能エネルギー関連のインフラプロジェクトに関して、エクイティ投資やデット投資を提供している。同社はプライベート・レター・ルーリングに基づき2013年4月に株式会社からREITに企業形態を転換することで上場を果たした。米国REITのIPO以外の上場手法は、①法人や私募REITから上場REITへ転換する手法(Conversion)、②資産を事業分割する方法(Spin-off)、③既存REITを分社化する方法(Spin-out)に大別できるが、ハノンアームストロング・サステイナブル・インフラストラクチャー・キャピタル社は①の手法を採用した。

もう一つは、パワーREITである。同REITは、主にオハイオ州からペンシルバニア州にかけて整備されている鉄道を保有しているが、2012年12月、マサチューセッツ州ソールズベリーにある太陽光発電施設を取得し、保有不動産の多様化を図った。当該太陽光施設をリースすることで、パワーREITは今後約20年間で年間8万ドルのメガソーラーの賃貸収入を見込んでいる⁴³。また、カリフォルニア州のフレズノにおいても太陽光発電施設を取得し、リースによって今後25年間で年間約16万ドルのメガソーラーの賃貸収入が期待されている。パワーREITは、所得要件では適格とならない太陽光発電、風力発電、水力発電の売電収入に係る収益を、太陽光発電プロジェクト用の施設を購入し、再生可能エネルギー事業者にリースすることで不動産賃料収益とする工夫によって注目された(図表33)。

一方、2013年に内国歳入庁は、過去のプライベート・レター・ルーリングの内容を再検討する方針を示し、ワーキング・グループによる検討を開始した⁴⁴。そして、2014年5月、財務省と内国歳入庁は過去のプライベート・レター・ルーリングを体系的に整理し、REITの資産要件の「不動産(Real Property)」に関する定義を明確化する規則案を公表した⁴⁵。本稿執筆時点で当該規則案は最終化されていないが、ソーラーREITの対象資産の範囲が限定されるのか、もしくは、太陽光発電による電力販売のためのリース等も対象となるのか、今後の議論の動向が注目される。

⁴² IRS PLR 201323016

⁴³ “The Making of a Solar REIT: By the Numbers” *Forbes*, July 16th 2013.

⁴⁴ Cornell real estate Review, “Using REITs to Invest in Utility Scale Solar Projects”, July, 2014.

⁴⁵ Internal Revenue Service, “Definition of Real Estate investment Trust Real Property”, May, 2014.

図表 33 主な米国のソーラーREIT

	Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure	Power REIT
上場年月	2013年4月	2011年6月
ティッカー	HASI	PW
上場先	ニューヨーク証券取引所	ニューヨーク証券取引所
時価総額	約8億ドル	約0.08億ドル
概要	再生可能エネルギー関連のインフラ・プロジェクトにファイナンスを提供	主に太陽光発電施設と鉄道を保有

(出所)各企業開示資料より著者作成

5. 日本の上場インフラファンド市場への示唆

(1) インフラファンド市場の創設までの経緯

最後に、日本のインフラファンド市場に対する示唆を整理する。

近年、政府の成長戦略の一環として、PPP(官民連携)の手法を利用した空港・上下水道・道路等のインフラ運営事業の検討が進められている。加えて、伝統的な投資対象とは異なるアセットクラスのインフラファンドに対する関心が高まる中、インフラ事業の資金需要と投資ニーズをつなぐ役割としてインフラファンドに注目が集まっている。

このような背景の中、2012年9月、東京証券取引所(東証)は、専門家・有識者による「上場インフラ市場研究会」を発足し、日本におけるインフラファンド市場の創設に向けた検討を行い、2013年5月「上場インフラ市場研究会報告」を公表している。その後、2014年9月、投資信託及び投資法人に関する法律施行令等が改正され、投信法上の特定資産に再生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権が追加された(図表34)。2015年4月、東証は上場インフラファンド市場に係る上場制度を整備した。

図表 34 上場インフラファンドの対象資産

東証の有価証券上場規程及び同施行規則	再生可能エネルギー発電設備、公共施設等運営権の他、インフラ資産の対象となる資産全般を規定 (空港、上下水道、石油精製・貯蔵・パイプライン設備、エネルギー輸送船、ガス工作物、鉄道施設・車両、発電所、道路、通信設備など)
投信法	再生可能エネルギー発電設備及び公共施設等運営権

(出所)各種資料より著者作成

上場インフラファンド市場は、J-REITと同様に投資法人を活用し、租税特別措置法第67条の15の要件を満たす場合、ペイスルー課税となる⁴⁶。当初、当該特例について、特定の資産の範囲に再生可能エネルギー発電設備を含めることができる期間が再生可能エネルギー発電設備を最初に賃貸の用に供した日から10年間に限定されていたが、2016年4月から特例が認められる期間が20年に延長された⁴⁷。再生可能エネルギー特別措置法による太陽光の固定価格買取期間が20年間とされていることなどを鑑みると⁴⁸、インフラ投資法人の新規上場の実現に向けた環境が整った。その結果、2016年6月、上場第1号の上場インフラファンドとなるタカラレーベン・インフラ投資法人が上場した(図表35)。

⁴⁶ インフラ投資法人が特定資産として再生可能エネルギー発電施設を保有する場合、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の例外措置による。

⁴⁷ 特定の資産の割合が総資産の50%を超えていることとする要件について、特定の資産の範囲に再生可能エネルギー発電設備を含めることができる期間を、再生可能エネルギー発電設備を最初に賃貸の用に供した日から20年以内に終了する各事業年度とした。

⁴⁸ 調達価格や調達期間は、「太陽光」「風力」「水力」「地熱」「バイオマス」の電源ごとに定められている。

図表 35 東証の上場インフラファンド市場発足までの経緯

2011年3月	東日本大震災
2012年7月	「再生可能エネルギー固定価格買取制度」スタート
2012年9月	専門家・有識者による「上場インフラ市場研究会」発足
2013年5月	「上場インフラ市場研究会報告」公表
2014年6月	「日本再興戦略」改訂 2014 閣議決定 成長戦略として、以下の事項が掲げられる ・インフラの整備・発展のための民間資金の活用を促進 ・公共施設等運営権方式の拡大を図る ・再生可能エネルギーの導入を積極的に推進
2014年9月	関係法令の整備(投資信託及び投資法人に関する法律施行令等の改正) 投資法人の主たる投資対象資産である特定資産に①再生可能エネルギー発電設備、②公共施設等運営権を追加 税制関連法令の整備(租税特別措置法施行令等の改正) 再生可能エネルギー発電設備について、投資法人が当該設備の貸付後 10 年間については、税務上の導管性要件の対象とする改正
2015年4月	上場インフラファンド市場創設
2015年12月	平成 28 年度税制改正大綱公表 導管性を得られる期間を 20 年に伸長することが盛り込まれる
2016年4月	平成 28 年税制改正 投資法人が再生可能エネルギー発電設備について、導管性を得られる期間を 20 年に延長
2016年6月	第1号上場インフラファンド(タカラレーベン・インフラ投資法人)が上場

(出所)各種資料より著者作成

(2) 更なる発展に向けた日本の上場インフラファンド市場への示唆

約 1700 兆円(2016 年第 1 四半期)に達する日本の個人金融資産を効率的に運用することや、分散投資の観点から、インフラファンド市場の整備は望ましい動きと言える。また、日本の個人金融資産の約 60%は 60 歳代以上の世代が保有しているが(2014 年末時点)⁴⁹、一般的に高齢者世代はインカム・ゲインを追求する傾向が強い。実際、多くの日本の個人投資家は REIT に投資しており、公募投信の純資産総額別上位 20 本のうち、REIT 投信は 6 本がランクインし、当該 6 本の合計純資産総額は 6 兆 1500 億円を超えている(2016 年 7 月時点)⁵⁰。REIT 市場の拡大によって、スポンサーは REIT への保有不動産のイグジットを通じて開発等に活用すべき資金を調達

⁴⁹ 財務省「年代別金融資産保有総額」日本銀行「資金循環統計」、総務省「全国消費実態調査」より推計

⁵⁰ モーニングスター

する形となり、公開資本市場を通じた不動産開発・取引のマネーフローを生み出したと評価することができよう。2016年6月に第1号となるインフラファンドが上場した東証の上場インフラファンド市場でも、同様の資金サイクルを生み出すことで民間資金によるインフラや再生エネルギー施設の取引を促進し、日本の再生可能エネルギー市場を活性化することが期待されている。

こうした日本における政策的な取り組みを先行したというべき米国の上場インフラファンド市場を見ると、規制当局の柔軟な対応の中で、発展を遂げてきたことがわかる。特に MLP 及び REIT は、内国歳入庁のプライベート・レター・ルーリングによって、その時代ごとの民間のニーズに応える形で適格事業を多様化させた。ソーラーREIT の誕生も、まさに市場参加者の意見が規制当局に受け入れられた実例である。結果的に、REIT 及び MLP 市場を通じてインフラ、エネルギー産業全体が活性化している。その一方で、2013年以降、REIT に関してはプライベート・レター・ルーリングを体系的に整理しようとする動きも見られ、適格事業の拡大についてバランスを保とうとしている点も注目すべきであろう。

東証の上場インフラファンド市場は、投信法等の法規制により、インフラファンドが直接保有できる資産が限定されている。今後、民間の資金需要と投資ニーズを踏まえて、国内外の様々なインフラ資産に投資できるよう官民の対話がより積極的に行われ、東証の上場インフラファンド市場が、再生可能エネルギー発電設備だけでなく、国内外の様々なインフラ資産への投資資金の流れを創り出せるよう、官民の対話が積極化していくことが望まれる。

米国の MLP 市場が発展した要因に注目すると、普通ユニットへの転換や IDR など、スポンサーにとってのインセンティブが挙げられる。米国の MLP はオペレーティング・カンパニーの業績が好調であれば、スポンサーが享受する配当額が増大するインセンティブもあるため、MLP の IPO 市場は活性化し、市場が拡大してきた。また、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティー法案が政局に翻弄される中、米国の市場参加者はドロップダウン取引により継続的に減価償却費を発生させるというメカニズムを活かし、YieldCo を考案した。

東証の上場インフラファンド市場拡大のためには、MLP の配当メカニズムのようなスポンサーに対するインセンティブ付与などの施策も考えられよう。加えて、米国の市場参加者は MLP や REIT とは異なる形態の YieldCo という上場インフラファンドを考案したが、日本でも市場参加者の柔軟な発想が期待される。

参考文献

- Apache Corporation[1995] “Against the Grain”
- Akin Group[2014] “MLPs, REITs and YieldCos for Renewables Webinar 2.0”
- Cornell Real Estate Review[2014] “Using REITs to Invest in Utility Scale Solar Projects”
- Deutsche Bank[2015] “MLPs and Natural Gas”
- Energy & Income Advisor[2012] “MLP Investing: IRS Expands Definition of Qualifying Income”
- Federal Reserve Bank of Dallas[2015] “OPEC Tips Crude Oil Markets over the Cliff”
- Goldman, Sachs & Co[2014] “YieldCo 101”
- Harvard University[1989] “Master Limited Partnership: A View From Their 1986 Tax Returns”
- Internal Revenue Service[2014] “Definition of Real Estate investment Trust Real Property”
- J.P. Morgan[2014] “Clean Tech : YieldCo Primer”
- Kaye Scholer[2015] “The Price of Oil & the Potential for Master Limited Partnership Restructuring and Insolvencies”
- Latham&Watkins[2014] “Master Limited Partnerships(MLPs): A General Primer”
- Latham & Watkins[2015] “Capitalizing on Yield Structures in the U.S. Public Markets: Minimizing Taxes to Maximize Value”
- Latham&Watkins[2014] “Comparison of Typical MLP and Yieldco Structures”
- Morgan Stanley[2013] “Midstream Energy MLPs Primer 3.0”
- National Renewable Energy Laboratory[2015] “U.S. Renewable Energy Policy and Industry”
- National Renewable Energy Laboratory[2013] “Financing U.S. Renewable Energy Projects Through Public Capital Vehicles: Qualitative and Quantitative Benefits”
- National Renewable Energy Laboratory[2014] “A Deeper Look into Yieldco Structuring”
- Patrick Dowdall[2012] “Using REITs for renewable Energy Projects”
- Real Clear Energy[2016] “The End of SunEdison: Liquidating Its Assets”
- The INGAA Foundation, Inc.[2015] “North American Midstream Infrastructure through 2035: capitalizing on Our Energy Abundance”
- The Heritage Foundation[2013] “Let the Wind PTC Die Down Immediately”
- U.S. Energy Information Administration[2015] “Annual Energy Outlook 2015 with projections to 2040”
- Vanguard[2014] “User’s guide to master limited partnerships”
- 岩谷賢伸[2007] 「上場を果たしたブラックストーン」『野村資本市場クォーターリー』2007 年夏号
- 岡田功太[2016] 「米国 MLP を巡る動向と日本の上場インフラファンド市場への示唆」、『野村資本

市場クォーターリー』2016 年冬号

岡田功太[2016]「米国の上場再生可能エネルギー投資ファンドの動向 -日本の上場インフラファンド市場への示唆-」、『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号

関雄太[1999]「米国 REIT 市場の発展と不動産ファイナンス」、『野村資本市場クォーターリー』1999 年夏号

野村アセットマネジメント[2014]「拡大する米国 MLP 市場の現状と見通し」、『米国 MLP マーケット情報』

山本美紀子[2009]「グリーン・ニューディール政策の効果と課題～「米国再生・再投資法」の評価から得られる示唆～」、『みずほ政策インサイト』