



## 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－

---

2016年9月15日  
株式会社野村資本市場研究所  
岡田功太\*  
株式会社日本取引所グループ  
山中孝太郎\*\*

\*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)

\*\*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)

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・関連会社の役職員及び外部研究者による調査・研究の成果をと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。

1. はじめに (P4)
2. MLP (P5～)
  - 7704ルール
  - 配当メカニズム (最低四半期配当 (MQD)、普通ユニットへの転換、インセンティブ配当権 (IDR))
  - ドロップダウン取引
  - MLP投資会社の上場
  - MLPに投資する金融商品 (ETF・ETN)
  - プライベート・レター・ルーリング
  - マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案
3. YieldCo (P20～)
  - MLP適格資産以外を事業対象とする株式会社
  - MLPと類似した構造
4. ソーラーREIT (P24)
  - プライベート・レター・ルーリング
  - 不動産 (Real Property) の定義
5. 東証インフラファンド市場発足までの経緯 (P25)
6. 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 (P26)

# はじめに

- 米国では上場インフラファンドとして、以下の3市場が注目される
  - マスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP) : リミテッド・パートナーシップ
  - イールドコ (YieldCo) : 株式会社
  - ソーラーREIT : 投資会社
- 米国上場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
- 日本市場において参考とすることを目的に、MLP、YieldCo、ソーラーREITを中心に米国市場を分析

## マスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP)

- 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

## イールドコ (YieldCo)

- 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

## ソーラーREIT

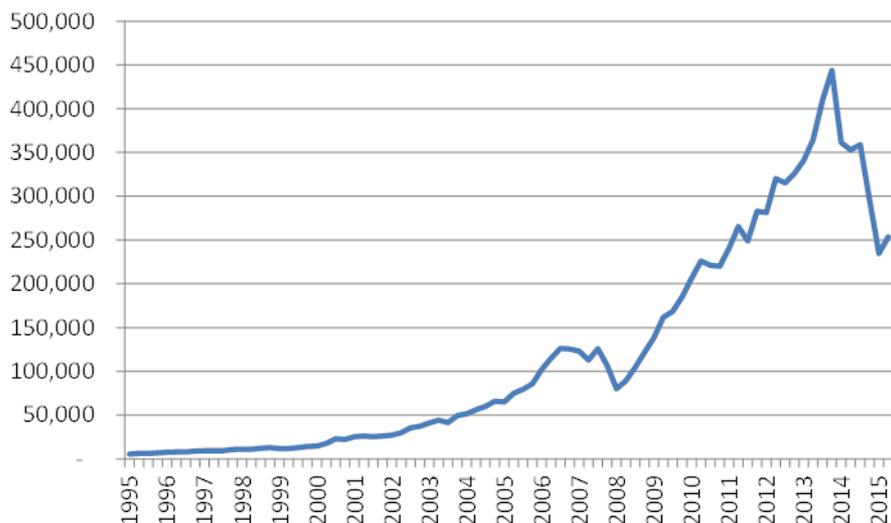
- 再生可能エネルギーを対象とするREIT

# 米国MLP市場の現状

- 米国の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
- 特に金融危機以降、MLPのIPOが活況で、上場銘柄数は2倍以上
- 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
- 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

【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)



【アレリアンMLP指数のトータルリターンの推移】

(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

# 黎明期（1980～90年代）のMLPを巡る動向

- 米国MLPの起源は1981年
- 1986年内国歳入法改正によって、主にエネルギー関連事業の運営開始

1981年

- 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は、ユニットホルダーに対して流動性を供給し、キャピタル・ゲインを得られる仕組みを検討
- リミテッド・パートナーシップ形式のアパッチ・ペトロリウム・カンパニーを設立し、現在のMLPの原型に
- その後、上場MLPは、多様な事業に普及

1986年

- ロナルド・レーガン大統領は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、1986年10月、内国歳入法改正
- 当該法改正によって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することを抑止（7704ルール）
- 上場MLPの大半は、エネルギー関連事業を運営すること

【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		44
石油・ガスの川下事業	10	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
<b>エネルギー関連事業（合計）</b>	<b>37</b>	<b>83</b>
不動産関連	31	3
ホテル・モーター・レストラン	12	0
投資・金融	6	11
その他	15	3
<b>エネルギー関連以外の事業（合計）</b>	<b>64</b>	<b>17</b>

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

# 7704ルール

- 上場パートナーシップは、総収入の90%以上が「適格収入（Qualifying Income）」の場合は法人税免除
- 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

## 【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

## 【7704ルールにおけるエネルギー関連事業の対象】

1	金利探査・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

### 川上事業

- 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

### 川中事業

- エネルギーや天然資源のパイプラインの運営事業

### 川下事業

- 主にエネルギーの卸売事業

(出所) 内国歳入法より著者作成

# 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
- 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
- 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
- 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ため、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いとされる

## 【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/取引額	低い
	精留	短期	フィーベース	低い
	ターミナル	1-5年	取引額/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

# MLPの基本的な仕組み：REITとの比較

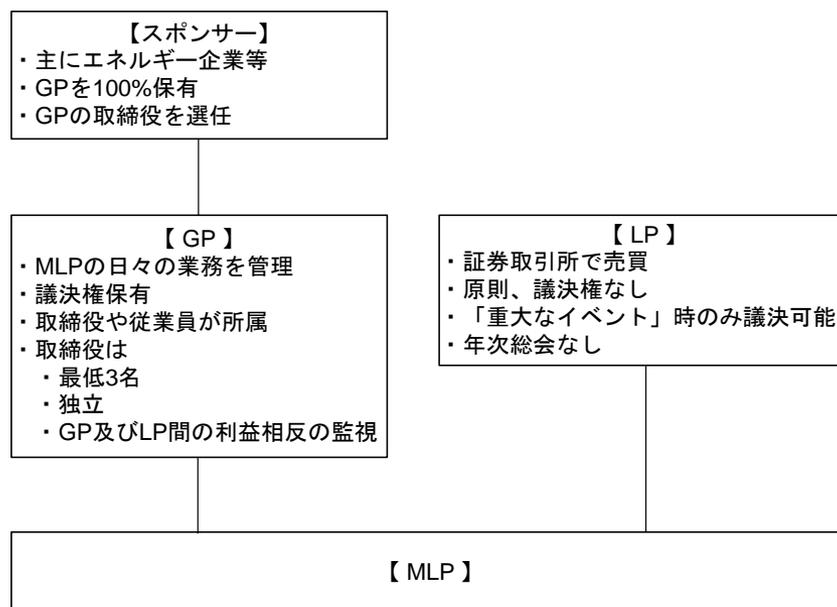
	MLP	REIT
運営事業の特性	主に川中のエネルギー関連事業であり、安定的なキャッシュフロー	主に、不動産関連事業であり、安定的なキャッシュフロー
税法	内国歳入法	内国歳入法
主な関連法規	1934年証券取引法	1934年証券取引法
上場	ニューヨーク証券取引所、ナスダック	ニューヨーク証券取引所、ナスダック
収入源	主にエネルギー事業による収入	主に不動産賃料収入
事業形態	パートナーシップ	法人、トラスト
出資者	ジェネラル・パートナー（GP） リミテッド・パートナー（LP）	株主
出資者の責任	GPは無限 LPは有限	有限
導管性要件	パススルー課税	ペイスルー課税
配当要件	法的要件はない	90%以上

（出所）各種資料より著者作成

# MLPのガバナンス構造

- MLP全体の仕組みは、ジェネラル・パートナー（GP）リミテッド・パートナー（LP）、スポンサーで構成
- MLPとは、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）
- 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
- GPとは、議決権を有するMLPの日々の事業を管理する主体
- 取締役とは、スポンサーによって最低3名以上が選任され、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しない

## 【MLP構成主体の概要】

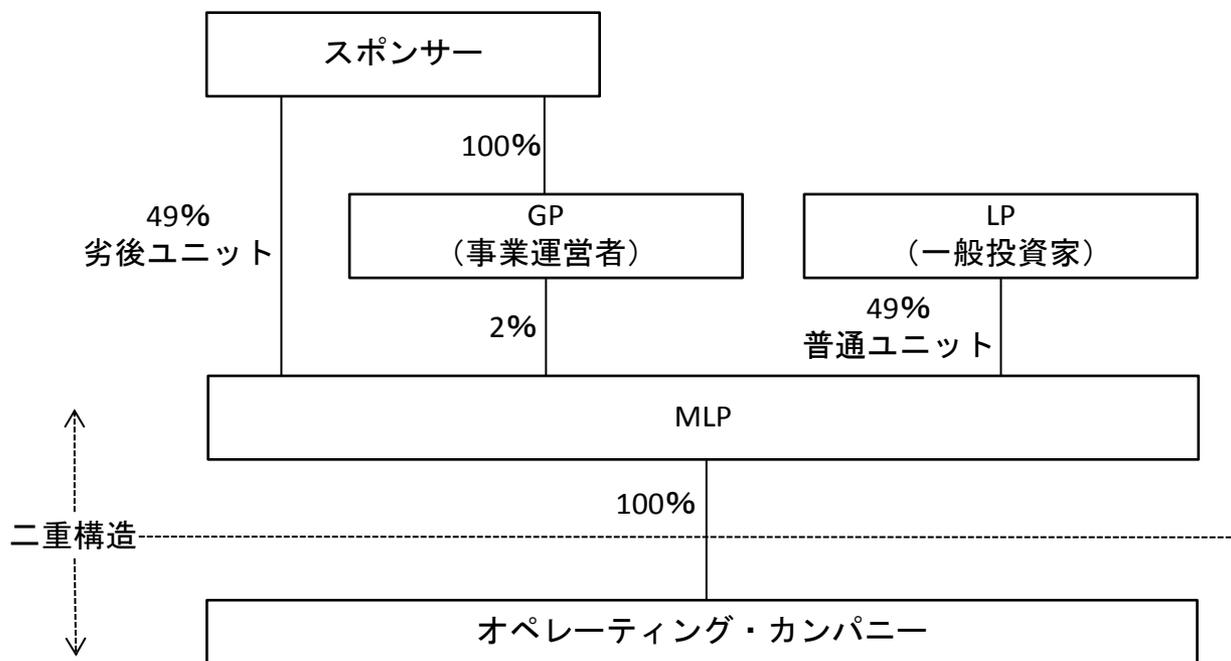


(出所) 各種資料より著者作成

# 上場後のMLPの資本構造

- 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（二重構造）
- 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）
- 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にドロップダウンされた事業を運営すること
- 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%
- 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
- 普通ユニットは証券取引所において投資家が売買
- 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

【上場直後のMLPの資本構造】



(出所) 各種資料より著者作成

# 配当メカニズム

## 最低四半期配当（Minimum Quarterly Distribution; MQD）

- MLPは各運営主体に対して四半期毎に分配
- 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最低四半期配当（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
- 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
- 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享受

### 【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

## 劣後ユニットの普通ユニットへの転換期間（Subordination Period）

- 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可能。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

### 【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

# 配当メカニズム

## インセンティブ配当権（Incentive Distribution Rights; IDR）

- GPはインセンティブ配当権（IDR）を有する
- MLP上場直後のGPは2%の持分を保有
- 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
- スポンサーにとっての実績連動型の成功報酬のような性格

### 【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

### 【IDR考慮後の配当額の配分】

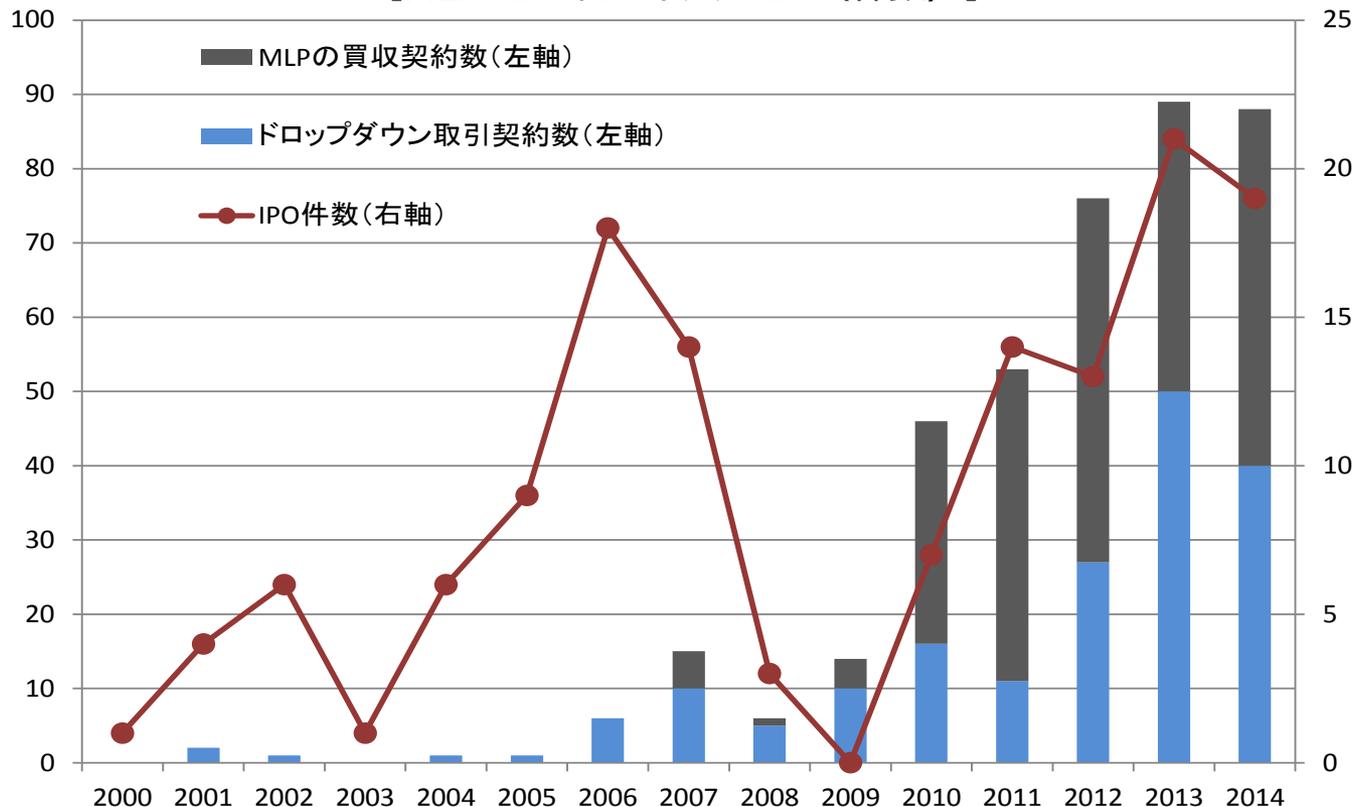
水準	LPの配当額 (ドル)	GP2%に対する配当額 (ドル)	GPのIDRに対する配当額 (ドル)	GPの配当額の合計 (ドル)	合計配当額に占める GPの割合 (%)
1	0.98	0.02	0.00	0.02	2
2	0.98	0.02	0.15	0.17	15
3	0.98	0.02	0.30	0.32	25
4	0.98	0.02	0.96	0.98	50
合計	3.92	0.08	1.42	1.50	28

(出所) 各種資料より著者作成

# スポンサーのMLP組成のインセンティブ

- スポンサーは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
- 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
- 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

【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

# ドロップダウン取引の概要

- 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

## スポンサー

- 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



- スポンサーは契約（Master Contribution Agreement）に基づきMLPに事業を売却

## MLP

- 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



- MLPはスポンサーから事業を購入

# MLP投資会社の市場

- MLP投資会社とは、上場しているLPと非上場のGPに出資する株式会社
- 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
- GPはIDRを保有し、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

## 【MLP投資会社一覧】

	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

# 機関投資家の保有比率拡大の背景

## 内容

米国雇用創出法  
(American Jobs Creation  
Act of 2004)

- 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

非関連事業課税所得  
(UBTI, Unrelated Business  
Taxable Income)

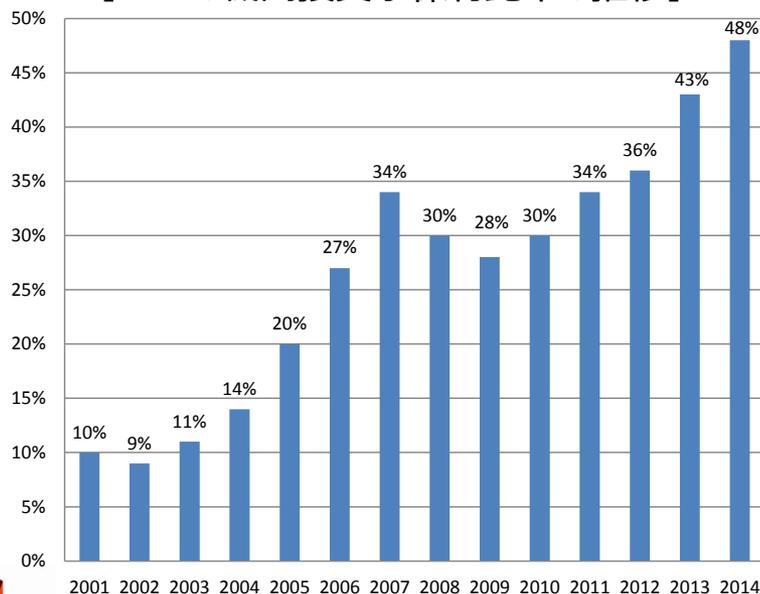
- 本来の設立目的である公的事业に実質的に無関係な営利を目的とした事業を恒常的に行うことによって生じた収益については、連邦法人所得税法上の免税措置の対象外

## 機関投資家の動き

- 登録投資会社 (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年以降は機関投資家の資金がMLPに流入

- 直接MLPを保有する機関投資家は所得税が課せられる。機関投資家はUBTIによる所得税を回避するため、MLPを投資対象とするミューチュアル・ファンドやアリアン等のMLP指数に連動したETFやETNを活用

【MLPの機関投資家保有比率の推移】



(出所) 野村アセットマネジメントより著者作成

【MLPに投資する金融商品の規模と本数】

	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) アリアンより著者作成

# MLP適格事業拡大の背景

内国歳入庁（IRS）の  
プライベート・レター・ルーリング  
(private letter ruling)

- 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
- 1987年以降、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、天然ガスやプロパンガス等のパイプライン事業等をMLP運営事業として認めてきた

2008年エネルギー向上・拡大法  
(Energy Improvement and  
Extension Act of 2008)

- 2008年11月、2008年エネルギー向上・拡大法が可決
- 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し、MLPの適格収入を規定する7704ルールにバイオ燃料の輸送・保管事業等を追加

## 【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

# マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案

2009年

- 2009年2月、**2009年米国再生・再投資法 (The American Recovery and Reinvestment Act of 2009)** を可決 (オバマ大統領のグリーン・ニューディール政策)。
- 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、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

2012年

- 2012年9月、超党派の上院議員4名は、**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
- 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い、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を目指す
- 現時点 (2016年7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

## 【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

# MLP適格資産以外を事業対象とするYieldCo

- 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、別の上場再生可能エネルギー投資ビークルとしてイールドコ（YieldCo）に注目が集まる
- 2013年頃から、YieldCoが米国において本格的に発展
- 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
- YieldCoの特徴は、投資家に対して高い配当をコミットメント

【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

# 主な米国上場のYieldCo

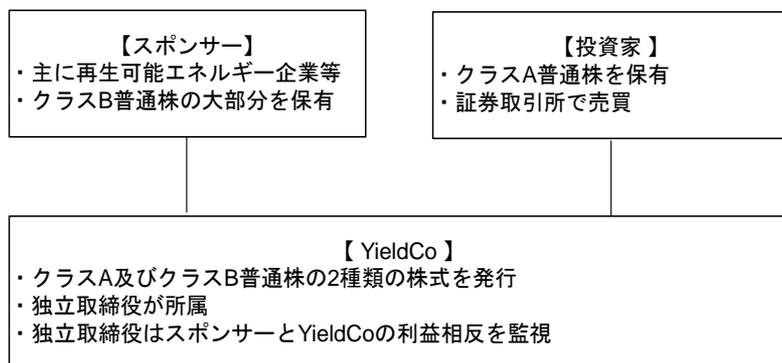
	NRG Yield Inc.	Pattern Energy Group, Inc	Atlantica Yield Plc
上場年月	2013年7月	2013年9月	2014年6月
ティッカー	NYLD	PEGI	ABY
上場先	ニューヨーク証券取引所	ナスダック	ナスダック
スポンサー	NRG Energy	PEG LP	Abengoa
時価総額 (2016年5月末時点)	約28億ドル	約16億ドル	約18億ドル
YieldCoの概要	再生可能エネルギー発電契約と熱エネルギーの所有・運営・取得等の事業を行う企業	米国、カナダ、チリの風力発電プロジェクトを所有・運営する独立系電力会社	太陽光や風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

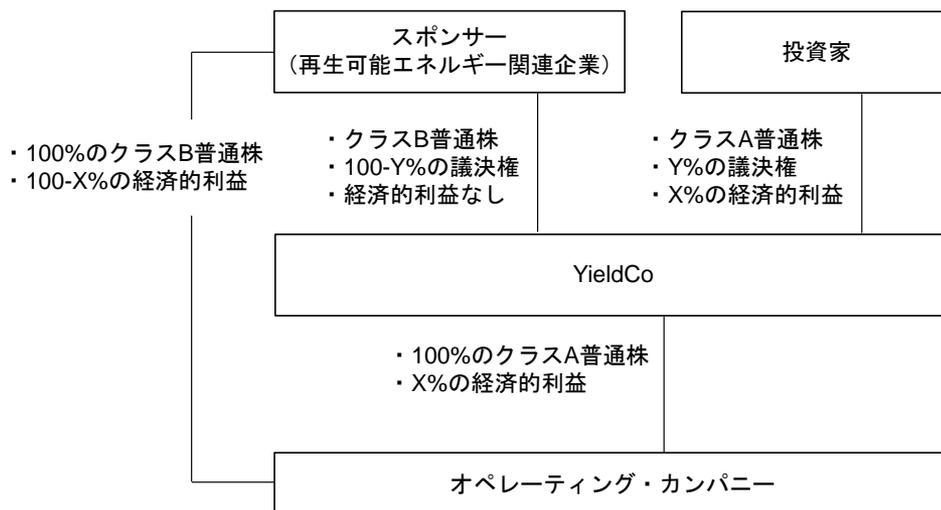
# MLPに類似したYieldCoの構造

- YieldCoの投資家は、スポンサーと株主の2種類
- 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
- 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
- YieldCoには独立取締役が所属し、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
- オペレーティング・カンパニーとは、実際に再生可能エネルギー事業を行っている主体であり、YieldCoが100%保有しているLLC（Limited Liability Company）
- YieldCoは株式会社という持ち株会社で、オペレーティング・カンパニーは子会社に相当した構造
- YieldCoの資本構造はMLPと類似（シンセティックMLPと呼称）

## 【YieldCoの構成主体の概要】



## 【YieldCoの資本構成の概要】



(出所) レイサム&ワトキンスより著者作成

# MLP及びYieldCoの類似点と相違点

	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

# ソーラーREIT

- 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
- 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・サステイナブル・インフラストラクチャー社は内国歳入庁に対してプライベート・レター・ルーリング発出を要請
- 2013年4月、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ソーラーREITとして上場
- 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
- 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

## 【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	NYSE	NYSE
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

# 東証の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

## 【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

# 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

## 米国のインフラファンド市場発展の経緯

- 米国の上場インフラファンド市場は規制当局の柔軟な対応の中で発展
- 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
- 結果、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
- 米国のMLP市場が発展した要因として、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ある
- 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

## 日本のインフラファンド市場発展への示唆

- 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
- 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