

米国の上場インフラファンド市場を巡る動向と日本への示唆

—MLP、YieldCo、ソーラーREITの考察—



野村資本市場研究所（ニューヨーク）副主任研究員

岡田 功太

東京証券取引所 上場推進部 調査役

山中孝太郎

1. はじめに

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に、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）がある。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、1980年初頭に誕生した。また、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）やイールドコ（YieldCo）が登場した。YieldCoとはMLPの適格事業外の資産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。つまり、米国の上場インフラファンドは、リミテッド・パートナーシップ、REIT、株式会社など、多様な法的形態を採用し、発展してきた。

わが国では、東京証券取引所（東証）が2015年4月に上場インフラファンド市場を開設し、2016年6月には第一号ファンドが上場し、日本においても市場の発展に向けた期待が高まっている。そこで本稿は米国の動向を踏まえ、日本の市場発展に向けた示唆について述べる。なお、本稿中の私見にわたる部分については、著者の個人的見解であることをあらかじめお断りしておく。

〈目次〉

1. はじめに
2. マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）
3. イールドコ（YieldCo）
4. ソーラーREIT
5. おわりに

(図表1) 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

(図表2) 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. マスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP)

(1) MLPの概要

MLPは、1981年にアパッチ社によって考案され、約35年が経過した現在においても主にパートナーシップ形態である^(注1)。ただし、通常のパートナーシップ形態と以下の2点について異なる。

第一に、MLPは原則、証券取引所に上場され、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る。第二に、証券取引所に上場するパートナーシップは原則、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課税が免除される。

当該取扱いは、1986年内国歳入法の7704条に記載されていることから、一般に「7704ルール」と呼称され、全て上場MLPに適用されている。7704ルールにおける適格収入とは、図表1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」が対象となって、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2が示す4点である。

(2) MLPの商品性

MLPの法的要件はREITと同様に内国歳入法に準拠しており、以下の共通点が挙げられる。第一にREITの主な収入源は不動産賃貸収入であり、MLPと類似した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、共に証券取引所に上場し、1934年証券取引法

(図表3) 米国におけるMLP・YieldCo・REITの特徴

	MLP	YieldCo	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	再生可能エネルギー等の事業	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	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	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	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	MLP適格事業以外の資産 (再生可能エネルギー施設等)	主に不動産賃料収入
事業形態	パートナーシップ	株式会社	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	株主
出資者の責任	GPは無限、LPは有限	有限	有限
導管性要件	パススルー課税	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	ペイスルー課税
配当要件	法的要件はない	法的要件はない	90%以上

(出所) 各種資料より著者作成

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契機は1986年内国歳入法改正であったが、米国REITにとっても同様であった。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は法人形態が主流となった^(注2)。

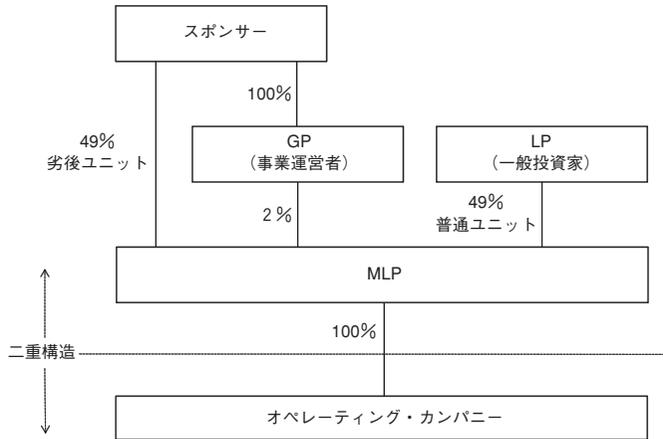
一方で、両者には相違点もある。第一に、出資者及び出資者の責任の範囲が異なる。法人形態であるREITは、出資者が通常の株式会社と同様に有限責任を負った株主である。有限責任とは会社等が倒産した際に、会社の債権者に対して出資額を限度として責任を負うことを指す。それに対して、パートナーシップであるMLPは、出資者が無限責任を負うジェネラル・パートナー (GP) 及び有限責任を負うリミテッド・パートナー (LP) である。無限責任とは会社等が倒産した際に、会社の債権者に対して負債総額の全額を支払

う責任を負うことを指す。

第二に、導管性要件が異なる。MLPは総収入の90%以上を適格収入に拠っているのであれば、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となる。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「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4点を除いた手元資金を指す^(注3)。

- 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

(図表 4) 上場直後のMLPの資本構造



(出所) 各種資料より著者作成

- 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

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。なお、MLP及びREIT、後述するYieldCoの特徴をまとめると図表3のとおりとなる。

(3) MLPのガバナンス構造

MLPはジェネラル・パートナー (GP)、リミテッド・パートナー (LP)、スポンサーによって構成される。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、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。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。

(4) MLPの資本構造

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

(図表5) 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

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(注4)。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4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。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する。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。

(5) 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、普通ユニット及び劣後ユニットが、それぞれ均等配分で配当を受け取る(図表5)。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、

(図表6) 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

(図表7) 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

配当を受けることができない。

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6)。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

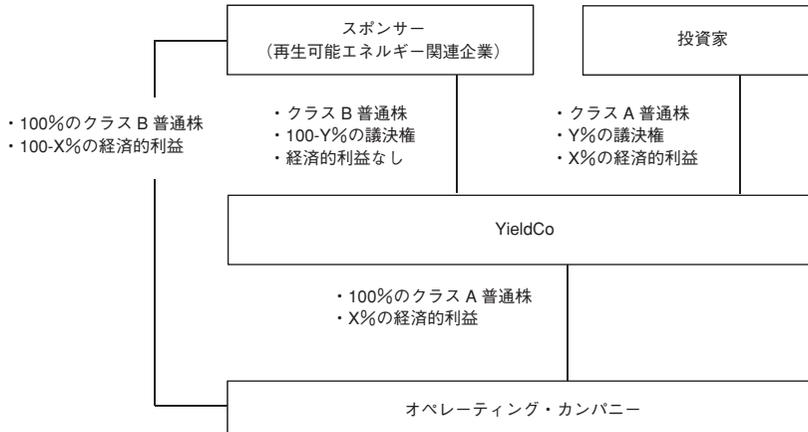
の結果、スポンサーが享受できる配当額は増加する。MQD達成後の転換期間が短ければ短い程、スポンサーは配当を享受できる。

(6) GPが保有するインセンティブ配当権

上記以外にも、スポンサーには好調な業績を上げるためのインセンティブがある。これをGPが保有するインセンティブ配当権 (Incentive Distribution Rights; IDR) という。IDRとは、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。

図表7を例に挙げる。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

(図表 8) YieldCoの資本構成の概要



(出所) レイサム&ワトキンスより作成

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。

(7) MLP適格事業拡大の変遷

MLPはスポンサーに付与されているインセンティブだけではなく、主に2つの法改正・ルール変更によって、当該事業内容が明確化・多様化され、市場規模が拡大してきた。

第一に、内国歳入庁のプライベート・レター・ルーリングである。これは、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り、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。

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^(注5)。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。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。

(8) 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

イ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^{（注6）}。同法は総額約7,800億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、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、米国の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^{（注7）}。

その後、2009年米国再生・再投資法によって付与されたインセンティブ・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を通じた再生可能エネルギー投資の可能性が検討された。再生可能エネルギーとは、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。

そして、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・ムロコスキー議員（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・パリテイ法（Master Limited Partnerships Parity

Act）を提出した^{（注8）}。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^{（注9）}。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・パリテイ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^{（注10）}。

■ 3. イールドコ（YieldCo）

(1) MLP適格事業以外を対象とする YieldCo

マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリテイ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、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3）。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(注11)。

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、自ら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(注12)。ただし、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・パリティ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っている。現在、米国のYieldCoは6社存在する。

(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種類である。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8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になっている。

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(注13)。その一方で、両者には相違点もある(図表3)。

第一に、MLPはGP及びLPが持分を保有しているが、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(注14)。クラスA普通株を保有している投資家は少数株主であり、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は主にエネルギー関連事業による収入だが、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はパススルー税制を採用しているが、YieldCoは株式会社であり、特段、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り、スポンサーとの優先交渉権を保有している^(注15)。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るが、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^(注16)。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。

■ 4. ソーラーREIT

(1) REITの適格要件

最後に、別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。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。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。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。

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^(注17)。

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^(注18)。

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・ルーリング発出の要請をした。そして、同社は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、内国歳入庁は当該要請に応える形で、プライベート・レター・ルーリングを公表した^(注19)。

(2) 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。同社は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、同社は①の手法を採用した。

もう一つは、パワーREITである。同社は、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、マサチューセッツ州ソールズベリーやカリフォルニア州フレズノの太陽光発電施設を取得し、保有不動産の多様化を図った。同社は、所得要件では適切とされない太陽光発電、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をしている。

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^(注20)。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^(注21)。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、今後の議論の動向が注目される。

■ 5. おわりに

(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。そして、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、東証は「上場インフラ市場研究会」を発足し、2013年5月に「上場インフラ市場研究会報告」を公表している。2014年9月には、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。その後、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。

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^(注22)。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^(注23)。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^(注24)、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、本稿執筆時点では、2016年12月に上場第2号となるいちごグリーンインフラ投資法人が上場予定である。

(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1,700兆円（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歳以上の世代が保有しているが（2014年末時点）^(注25)、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6兆1,500億円を超えている（2016年7月時点）^(注26)。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。

こうした日本における政策的な取り組みを先行したと言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。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。そして、米国の市場参加者が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ように、日本でも市場参加者の柔軟な発想が期待される。

※本論文の詳細は、日本取引所グループのホームページに掲載している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—」(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/index.html>)を参照されたい。

(注1) 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。

(注2) 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。

(注3) Latham & Watkins, “Master Limited Partnerships (MLPs): A General Primer”, April, 2014.

(注4) Kaye Scholer, “The Price of Oil & the Potential for Master Limited Partnership Restructuring and Insolvencies”, April, 2015.

(注5) PubL. 110-343

(注6) PubL. 111-5

(注7) National Renewable Energy Laboratory, “U.S. Renewable Energy Policy and Industry”, October, 2015.

(注8) S.795 — Master limited Partnerships Parity Act.

(注9) 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。

(注10) The Heritage Foundation, “Let the Wind PTC Die Down Immediately”, October, 2013.

(注11) Latham & Watkins, “Capitalizing on Yield Structures in the U.S. Public Markets: Minimizing Taxes to Maximize Value” January, 2015.

(注12) Brookfield Asset Managementは、1990年に、同社の主力のファンドであるBrookfield Renewable Energy Partnersをスピニアウトし、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。

(注13) National Renewable Energy Laboratory, “A Deeper Look into Yieldco Structuring”, September, 2014.

(注14) Goldman, Sachs & Co. “YieldCo 101” May, 2014.

(注15) J.P. Morgan, “Clean Tech: YieldCo Primer”, May, 2014.

(注16) Latham&Watkins, “Comparison of Typical MLP and Yieldco Structures”, February, 2014.

(注17) Akin Group, “MLPs, REITs and YieldCos for Renewables Webinar 2.0”, September, 2014.

(注18) Patrick Dowdall, “Using REITs for renewable Energy Projects”, December, 2012.

(注19) IRS PLR 201323016

(注20) Cornell real estate Review, “Using REITs to Invest in Utility Scale Solar Projects”, July, 2014.

(注21) Internal Revenue Service, “Definition of Real Estate investment Trust Real Property”, May, 2014.

(注22) 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。

(注23) 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。

(注24) 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。

(注25) 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

(注26) モーニングスター

