

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 —

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 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 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だが、MLP 適格事業は、法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）の公表等によって多様化してきた。
2. 2012 年 9 月には再生可能エネルギー事業等を MLP 適格事業とすべく、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案が米議会に提出された。また、2013 年頃には、再生可能エネルギー事業等を運営する REIT（ソーラー REIT）や、別の上場インフラファンドの形態であるイールドコ（YieldCo）が上場再生可能エネルギーファンドとして注目された。
3. 米国をはじめとする諸外国の動向を受け、東京証券取引所（東証）は 2015 年 4 月、再生可能エネルギー事業等を投資対象とする上場インフラファンド市場を開設し、2016 年 6 月、タカラレーベン・インフラ投資法人が第一号案件として上場した。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ために、分散投資の観点から当該市場の整備は望ましい動きと言える。
4. REIT 市場の拡大によって、スポンサーは REIT への保有不動産のエ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。東証の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開発や取引を刺激し、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る。

I はじめに

近年、米国では上場再生可能エネルギーファンドの動向が注目されている。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。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）であり、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る。MLP 適格事業は、法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）の公表等によって多様化し、2012年9月には再生可能エネルギー事業等をMLP 適格事業とすべく、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案が米議会に提出された。

2013年頃にはMLPと同様にプライベート・レター・ルーリングの公表を受け、再生可能エネルギー事業等を運営するREIT（ソーラーREIT）が2銘柄登場し、MLPやソーラーREITとは別の上場インフラファンドの形態であるイールドコ（YieldCo）が台頭した。イールドコとはMLP 適格事業外の資産（non MLP-able asset）、つまり再生可能エネルギー事業等を対象とした株式会社であり、現在、米国に6社上場している。

米国をはじめとする諸外国の動向を受け、東京証券取引所（東証）は2015年4月、再生可能エネルギー事業等を投資対象とする上場インフラファンド市場を開設し、2016年6月、タカラレーベン・インフラ投資法人が第一号案件として上場した。本稿は米国のMLP、イールドコ、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を整理する。

II 国策として推進される再生可能エネルギー事業

近年、米国において再生可能エネルギー事業が注目されたきっかけは、リーマン・ショック後にオバマ大統領が打ち出したグリーン・ニューディール政策であった。当該政策の目的は、金融危機によって金融システムが不安定化する中、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であった。そして米議会は2009年2月、2009年米国再生・再投資法（The American Recovery and Reinvestment Act of 2009）を可決した¹。同法では、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、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1）。

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キロワット時が2013年には250キロワット時に達し、8年間で2.5倍に成長した²。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

¹ Pub.L. 111-5

² National Renewable Energy Laboratory, “U.S. Renewable Energy Policy and Industry”, October, 2015. (<http://www.nrel.gov/docs/fy16osti/65255.pdf>)

図表 1 グリーン・ニューディール政策の概要

	政策	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) ホワイトハウスのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

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%削減することが可能であるとした³。その結果、REIT や MLP 等の上場投資ファンド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。

III 主にエネルギー関連事業の上場ファンドとして活用される MLP

1. MLP の適格要件

米国において、エネルギー関連事業を運営することを目的とした代表的な投資ファンドは MLP である⁴。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。実は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を採用しているため、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・カンパニーは上場し、ユニットホルダーに対して流動性を供給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⁵。これが現在の MLP の原型である。

³ National Renewable Energy Laboratory, "Financing U.S. Renewable Energy Projects Through Public Capital Vehicles: Qualitative and Quantitative Benefits", April, 2013. (<http://www.nrel.gov/docs/fy13osti/58315.pdf>)

⁴ 岡田功太「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 年冬号参照。

⁵ Apache Corporation, "Against the Grain", October, 1995. (http://www.apachecorp.com/Resources/Upload/file/history/Apache_Against_the_Grain_Apache_at_40.pdf)

MLP の事業形態はパートナーシップであるが、証券取引所に上場することで多様な投資家によって取引されている点が通常のパートナーシップとは異なる。MLP は上場することで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 (パススルー課税)。当該パススルー課税の規定は内国歳入法の 7704 条に記載されていることから「7704 ルール」と呼称され、原則として全ての上場 MLP が準拠している。7704 ルールにおける適格収入の具体的な内容は図表 2 が示す通りであり、現在では大半の MLP はエネルギー関連事業を運営から収入を得ることで適格とされている。

2. MLP 適格事業拡大の変遷

MLP は 7704 ルールを基本とした上で、主に 2 つの法改正・ルール変更によって適格事業を多様化し、発展してきた。第一に、内国歳入庁のプライベート・レター・ルーリング (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 3)。

図表 2 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) 内国歳入法より野村資本市場研究所作成

図表 3 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野村資本市場研究所作成

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⁶。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。そして2008年11月の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。

3. 難航するマスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案

その後、2011年末にグリーン・ニューディール政策における再生可能エネルギー投資促進プログラムの多くが期限切れとなることを契機に、MLPを通じた再生可能エネルギー事業への可能性が検討され、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））が、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⁷。同法案は、税制優遇措置に関して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ルールの対象とし、MLPとして運営することが可能になることを目指す⁸。

しかし、現在、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いる。その背景の1つに、風力発電の生産税控除（Production Tax Credit: PTC）の問題が挙げられる。風力などの再生エネルギー発電電力に対して1キロワット時単位で発電業者に税控除を付与するPTCは、1992年の導入以来数回にわたって打ち切り及び延長を繰り返してきた。風力発電の導入量はPTCが打ち切られる度に落ち込んだ経緯があることから、風力発電業界は2013年末にPTCが期限切れを迎えた際、PTCの廃止が再生可能エネルギー事業のMLP適格事業化の交換条件となることを危惧し、議会は紛糾した。結果、PTCは2014年12月に延長が可決され、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案は本稿執筆時点で可決されないままとなっている⁹。

ただし、米国両議院税制委員会は発電業者に対する税控除であるPTCを1年延期する

⁶ Pub.L. 110-343

⁷ S.795 – Master limited Partnerships Parity Act.

⁸ 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。

⁹ 113th Congress 2d Session H.R. 5771

と、その後 10 年間にわたって、約 61 億ドルの負担を納税者に負わせる結果となると推計しており、将来的に PTC は廃止されるという見方もある¹⁰。仮に将来的に PTC が廃止された場合、マスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法案が可決され、MLP による再生可能エネルギー事業の運営が可能となることも考えられ、個人投資家にとって投資先としてのアセットクラスが多様化する可能性がある¹¹。

IV MLP 適格事業以外を対象とするイールドコ

1. 高配当銘柄として台頭するイールドコの概要

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、別の上場再生可能エネルギー投資ファンドとしてイールドコ (YieldCo) に注目が集まっている。イールドコとは 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、イールドコの事業形態は真新しいものではなく、一般的な株式会社と同様に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 4)。

イールドコの特徴は、投資家 (株主) に対する配当方針にある。一般的な株式会社の配当方針は、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、イールドコ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にコミットしている。イールドコ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

図表 4 株式会社とイールドコの比較

	株式会社	イールドコ
運営事業	多様	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

(出所) レイサム&ワトキンスより野村資本市場研究所作成

¹⁰ The Heritage Foundation, "Let the Wind PTC Die Down Immediately", October, 2013.

(<http://www.heritage.org/research/reports/2013/10/wind-production-tax-credit-ptc-extension>)

¹¹ 本稿執筆時点で、PTC は 2015 年と 2016 年については現行の控除額 2.3 セント/kWh が据え置かれる。2017 年には現行水準の 80%、2018 年には 70%、2019 年には 40%に段階的に引き下げられ、5 年後に完全に廃止される予定である。

配当に関する事項については株式会社と比べて開示情報が充実しているとされる¹²。

イールドコ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市場に上場した事例であると言われている¹³。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、イールドコとしての特徴を有している。

イールドコ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イールド社というイールドコを設立し、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イールドコ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、米国のイールドコは主に6社存在する（図表5）。

図表5 主な米国上場のイールドコ

	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
イールドコの 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、チリの有力発電プロジェクトの利権を保有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
イールドコの 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野村資本市場研究所作成

¹² Latham & Watkins, “Capitalizing on Yield Structures in the U.S. Public Markets: Minimizing Taxes to Maximize Value” January, 2015.

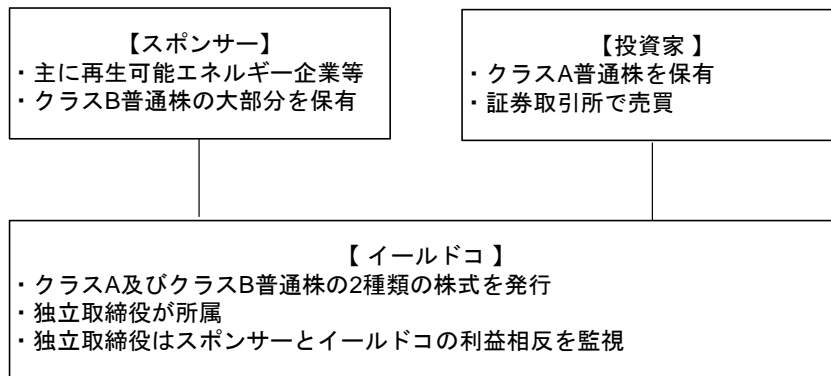
¹³ Brookfield Asset Management は、1990年に同社の主力のファンドである Brookfield Renewable Energy Partners をスピニアウトし、インカム・トラストとしてトロント証券取引所に上場している資産運用会社である。

2. イールドコの構造

イールドコの投資家にはスポンサーと株主の2種類がいる(図表6)。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。イールドコとは、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取引(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、イールドコには取締役が存在し、ドロップダウン取引の際に、スポンサーとイールドコの利益相反を軽減する役割が期待されている。

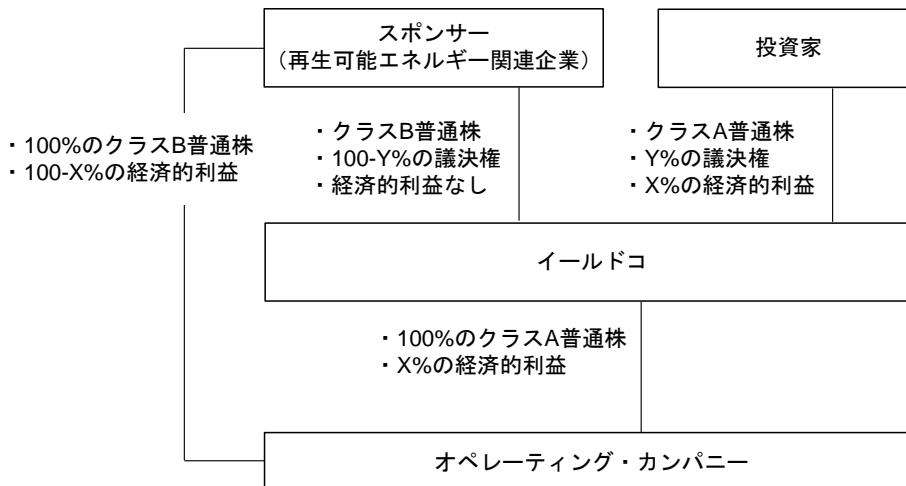
図表7はイールドコの資本構成の概要である。オペレーティング・カンパニーとは、イールドコが100%保有しているLLC(Limited Liability Company)であり、実際に再生可能エネルギー事業を行っている主体である。つまり、イールドコは株式会社という持ち株

図表6 イールドコの構成主体の概要



(出所) レイサム&ワトキンスより野村資本市場研究所作成

図表7 イールドコの資本構成の概要

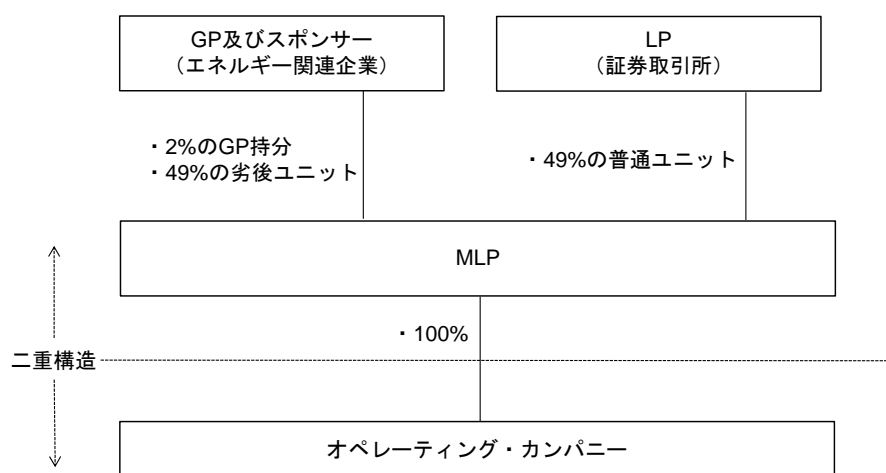


(出所) レイサム&ワトキンスより野村資本市場研究所作成

会社で、オペレーティング・カンパニーは子会社に類似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。

実は、イールドコの資本構造は MLP の資本構造と類似している（図表 8）。両者ともに二重構造を有し、MLP またはイールドコがドロップダウン取引によってスポンサーから施設等を取得し、オペレーティング・カンパニーが事業を運営している。そのためイールドコは「シンセティック MLP」と称される¹⁴。その一方で、両者には相違点もある（図表 9）。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、イールドコはクラス 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点にある¹⁵。クラス A 普通

図表 8 MLP の資本構成比較



（出所）レイサム&ワトキンスより野村資本市場研究所作成

図表 9 MLP 及びイールドコの比較

	MLP	イールドコ
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）レイサム&ワトキンスより野村資本市場研究所作成

¹⁴ National Renewable Energy Laboratory, “A Deeper Look into Yieldco Structuring”, September, 2014.
(<https://financere.nrel.gov/finance/content/deeper-look-yieldco-structuring>)

¹⁵ Goldman, Sachs & Co. “YieldCo 101” May, 2014.

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、イールドコ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¹⁶。

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、イールドコ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、イールドコは株式会社であるため税制上のメリットはない。そこでイールドコは節税効果享受するため、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、イールドコはドロップダウン取引を行う必要があり、スポンサーとの優先交渉権を保有している¹⁷。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、イールドコが営業損失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¹⁸。そのためイールドコの税制優遇システムは MLP に比べて不安定である。

3. 懸念が残るスポンサーとイールドコの関係

イールドコ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、イールドコのキャッシュフローや導管性要件が著しく不安定な状態に陥るという点である。

実際にこの懸念が現実化したと見られているのが、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¹⁹。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有する資産売却のプロセスに入っている²⁰。

今般の破綻は、サンエジソン社がスポンサーを担う 2 つのイールドコ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、イールドコ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

¹⁶ MLP のガバナンス及び経済的利益の詳細は脚注 4 論文を参照。

¹⁷ J.P. Morgan, "Clean Tech : YieldCo Primer", May, 2014.

¹⁸ Latham&Watkins, "Comparison of Typical MLP and Yieldco Structures", February, 2014.

¹⁹ "SunEdison Files for Chapter 11 Bankruptcy Protection" *Wall Street Journal*, April 21st 2016.

²⁰ "The End of SunEdison: Liquidating Its Assets" *Real Clear Energy*, May 20th 2016.

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た²¹。

テラフォーム・パワー社及びテラフォーム・グローバル社はイールドコ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く、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。

V ソーラーREITの登場

1. REITの適格要件

MLP及びイールドコ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条である。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10）。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²²。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できなくなる。

そして、当該適格要件のうち、再生可能エネルギー事業を運営するREIT（ソーラーREIT）を組成するにあたって論点となるのは資産要件である（図表11）。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

図表10 内国歳入法におけるREIT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）内国歳入法より野村資本市場研究所作成

²¹ “TerraForm Global sues SunEdison, says misappropriated \$231 million” *Reuters*, April 4th 2016.

²² 関雄太「米国REIT市場の発展と不動産ファイナンス」『資本市場クォーターリー』1999年夏号参照。

図表 11 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) 内国歳入法より野村資本市場研究所作成

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)」と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。

2. 「不動産 (Real Property)」の定義拡大の変遷

当初、REIT の要件における「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、当初は「不動産 (Real Property)」の定義に含まれてなかったデータセンター、倉庫、パイプラインなどの事業を運営する REIT が上場するに至った²³。

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が契機となった。当該ペーパーは以下の 2 つの基準を満たせば、太陽光発電プロジェクトが「不動産 (Real Property)」と認識され、ソーラー REIT として組成で

²³ Akin Group, "MLPs, REITs and YieldCos for Renewables Webinar 2.0", September, 2014. (<http://cdn.akingump.com/images/content/3/1/v2/31942/31937-4.pdf>)

きると言及した²⁴。

- 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は事実確認すべく、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通りプライベート・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²⁵。

3. 米国のソーラーREITを巡る動向

米国で上場しているソーラーREITは2社存在する。第一に、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・キャピタル社である。同社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、エクイティやデットファイナンスを提供している投資会社である。同社はプライベート・レター・ルーリングを基に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。米国のREITの上場手法は、①法人や私募から上場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。

第二にパワーREITである。同社は、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²⁶。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、REITの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して獲得するという工夫によって注目された（図表12）。

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

²⁴ Patrick Dowdall, "Using REITs for renewable Energy Projects", December, 2012.
(<http://scholarship.sha.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1126&context=crer>)

²⁵ IRS PLR 201323016

²⁶ "The Making of a Solar REIT: By the Numbers" *Forbes*, July 16th 2013.

図表 12 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	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野村資本市場研究所作成

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²⁷。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²⁸。その中で、内国歳入庁は、不動産プロジェクトに含まれる太陽光発電システムのうち、当該プロジェクトでの利用のみを目的としたものだけをREITの対象とした。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組成の対象資産の範囲が上述通り限定されるのか、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。

VI 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ために、分散投資の観点から、第1章で述べたような上場再生可能エネルギー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）²⁹、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1日時点）³⁰。REIT市場の拡大によって、スポンサーはREITへの保有不動産のエ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。2016年6月に第1号案件が上場を果たした東証の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開発や取引を刺激し、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。

²⁷ Cornell real estate Review, “Using REITs to Invest in Utility Scale Solar Projects”, July, 2014. (<http://scholarship.sha.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1126&context=crer>)

²⁸ Internal Revenue Service, “Definition of Real Estate investment Trust Real Property”, May, 2014.

²⁹ 日本銀行よりデータ取得

³⁰ モーニングスターよりデータ取得

こうした日本における政策的な取り組みに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・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、適格事業の拡大とその検証の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事業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。