

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

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国のマスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）の起源は 1981 年に遡る。原油・天然ガスの生産を行うアパッチ社が運営するリミテッド・パートナーシップ（LP）の持分保有者に対して流動性を供給するために上場した LP が、現在の MLP の原型である。その後、1986 年内国歳入法の改正によって適格収入が規定され、MLP はエネルギー関連事業を中心に発展した。
2. 2000 年代中旬以降、MLP は多様化し、プライベート・エクイティ・ファンドなど投資・金融事業を行う MLP の上場やジェネラル・パートナー（GP）に出資する株式会社である MLP 投資会社の上場が散見された。その要因として、劣後ユニットの普通ユニットへの転換や GP が保有するインセンティブ配当権（IDR）など、スポンサー（主にエネルギー関連企業）が高い配当を享受できる仕組みが整備されたことが挙げられる。
3. MLP から得られる東証の上場インフラファンド市場に対する示唆は 2 点である。第一に、MLP は税制改革によって洗練された経緯があり、東証の上場インフラファンド市場についても税制面の制約が排除されることが期待される。第二に、MLP 市場の拡大には、IDR 等のスポンサーへのインセンティブが寄与した。今後、東証の上場インフラファンドの活性化を考える際、インセンティブ付与の仕組みを整備し、より多様なスポンサーを誘致する必要があるだろう。

I 急変する米国の MLP 市場に対する見方

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。2015 年 3 月、全米天然ガス協会が 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、2015 年 4 月、米国エネルギー省エネルギー情報局がシェールガス・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

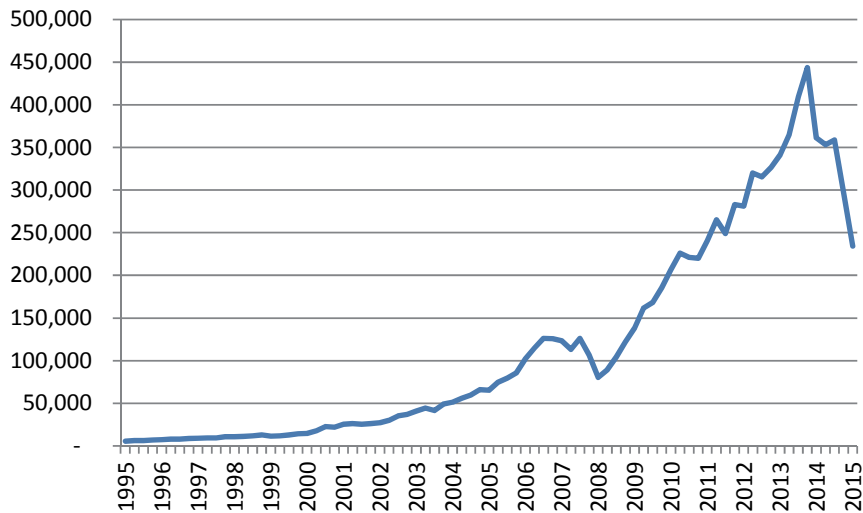
ことを受け、市場参加者は MLP に対して強気であった¹。

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²。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）。

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 2015 年 12 月 24 日までに 47% 下落し、時価総額は約 2000 億ドル減少した（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 月の約 17% の下落に続く大幅なパフォーマンス低下となった。

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³。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⁴。

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 2015 年 12 月 18 日）



（出所）アレリアンより野村資本市場研究所作成

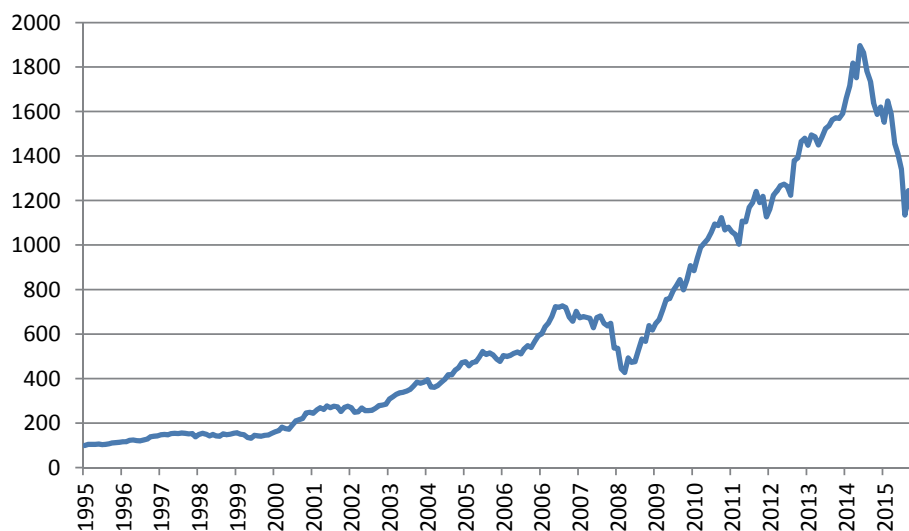
¹ U.S. Energy Information Administration, “Annual Energy Outlook 2015 with projections to 2040”, April, 2015. 及び The INGAA Foundation, Inc., “North American Midstream Infrastructure through 2035: Capitalizing on Our Energy Abundance”, March, 2015.

² Deutsche Bank, “MLPs and Natural Gas”, May, 2015.

³ Federal Reserve Bank of Dallas, “OPEC Tips Crude Oil Markets over the Cliff”, December, 2015.

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

図表2 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 2015 年 12 月 24 日)



(出所) アレリアンより野村資本市場研究所作成

Ⅱ 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高騰した原油価格の恩恵を受け、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、同社が運営するリミテッド・パートナーシップの約 7000 名の持分保有者（ユニットホルダー）に対して、高い水準の分配をしていた⁵。しかし、当該リミテッド・パートナーシップは未上場であったため、ユニットホルダーは持分（ユニット）を市場で売却することでキャピタル・ゲインを得ることができなかった。そこで 1981 年、同社は上場パートナーシップとして新たにアパッチ・ペトロリウム・カンパニーを設立し、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考案した。これが現在の MLP の原型であった。

2. エネルギー関連以外の事業への拡大

前述のアパッチ・ペトロリウム・カンパニーが 1981 年に上場して以降の約 5 年間に於いて、少なくとも 100 以上の上場パートナーシップが組成され多様な投資家から資金調達を行った。上場パートナーシップは多様な投資家から資金調達が可能であることに加え、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

⁵ Apache Corporation, “Against the Grain”, October, 1995.

リットが付与されている。MLP は、エネルギー関連事業のために考案された金融商品ではなく、不動産など他の事業でも活発に活用された（図表 3）。

3. 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し、多様な事業に普及することで税収が減少する可能性を懸念した。そこで、米当局は 1986 年内国歳入法を改正することで上場パートナーシップの構成要件を変更した（詳細は後述の 7704 ルール）。その結果、当該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、さらには MLP の事業内容も大きく変化し、エネルギー関連事業が主となった。図表 4 が示す通り、1990 年と 2013 年の MLP の運営事業の内訳（時価総額別）を比較すると、エネルギー関連事業が 37%から 83%に増加し、その一方でエネルギー関連以外の事業が 64%から 17%に減少した。

図表 3 黎明期のエネルギー関連以外の MLP

名称	事業分野
La Quinta Motor Inns Limited Partnership	モーテル
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) 全米公開取引パートナーシップ協会より野村資本市場研究所作成

図表 4 MLP 運営事業の内訳（時価総額別）

事業	1990 年 (%)	2013 年 (%)
石油・ガスの川中及び川下事業	10	52
石油・ガスの川上事業	21	13
燃料	0	3
石油・ガスの海上輸送	1	5
石炭のリース及び製造	0	4
その他天然ガス	5	6
不動産関連	31	4
エネルギー関連事業	37	83
ホテル・モーテル・レストラン	12	0
投資・金融	6	10
その他	15	3
エネルギー関連以外の事業	64	17

(出所) 全米公開取引パートナーシップ協会より野村資本市場研究所作成

Ⅲ MLPの対象事業多様化の変遷

1. 7704 ルールの適格収入

MLP はリミテッド・パートナーシップのユニットホルダーが市場で持分を売却できるよう考案された商品であり、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⁶。ただし、通常のパートナーシップとは異なり、原則、証券取引所に上場するため株式会社（C コーポレーション）と同様に多様な投資家によって取引されている。税制に関しても上場パートナーシップは C コーポレーション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。当該規定は 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。つまり、MLP を規定している主な法体系は税制である。7704 ルールにおける適格収入とは図表 5 が示す 5 点である。そして、④の「エネルギー関連事業」とは図表 6 の事業を指す。前述の通り、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当該定義に基づく。

2. 川中事業を中心とした MLP の発展

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、川下事業とは、エネルギーの卸売事業を指す。両者ともに 7704 ルールにおける適格収入に該当し、実際に MLP が運営している事業である。

ただし、MLP が行うエネルギー事業として現在、最大のシェアを占めているのは川中事業である。当該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 7）。天然ガスパイプラインや原油パイ

図表 5 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 6 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・炭坑
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）内国歳入法より野村資本市場研究所作成

⁶ 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 7 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) 各種資料より野村資本市場研究所作成

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、天然ガス液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い。

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 8 が示す通り、当該事業を行っている銘柄は 15 あり、主にプライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドで構成される（2015 年 11 月時点）。その代表例が 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。同社は C コーポレーションではなく 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、C コーポレーション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⁷。

7704 ルールに適合するために、同社は収益をプールし、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、同社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、2000 年代以降、MLP はエネルギー関連以外の事業においても普及した。

⁷ 岩谷賢伸「上場を果たしたブラックストーン」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号参照。

図表 8 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) 全米公開取引パートナーシップ協会より野村資本市場研究所作成

4. 再生エネルギー追加の可能性

2013 年 4 月、超党派の上院議員 4 名 (Chris Conns 議員 (民主党、デラウェア州)、Debbie Stabenow 議員 (民主党、ミシガン州)、Lisa Murokowski 議員 (共和党、アラスカ州)、Jerry Moran 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⁸。当該法案は、MLP の運営業につき、石油やガスのパイプライン事業だけではなく、再生可能エネルギーの発電及び送電事業にも拡大することを目的としたものである。これは 2020 年までの米国のエネルギー政策の行方を占う重要な法案であることに加え、再生可能エネルギーが 7704 ルールの対象となれば、MLP に再度注目が集まる可能性がある。

IV MLP の商品性

1. 米国 REIT との類似点

前述の通り、MLP は内国歳入法が主な構成要件を規定しているが、米国 REIT も同様に内国歳入法に準拠する (図表 9)。その他の共通点として、第一に米国 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、安定的なキャッシュフローを創出する傾向がある点が挙げられる。第二に、MLP 及び米国 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ており、多様な投資家によって売買されている。第三に、現在の MLP の構成要件が確立されたのは 1986 年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

⁸ S.795 – Master limited Partnerships Parity Act.

図表 9 MLP 及び米国 REIT の類似点

	MLP	米国 REIT
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	各州会社法、トラスト法、 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、アメリカン

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

産税の節税は禁止となり、その後、米国 REIT は現在多く活用されている法人形態が主流となった⁹。

2. 米国 REIT との相違点

MLP と米国 REIT の間には相違点もある。第一に、出資者及び出資者の責任の範囲が異なる。現在、組成されている米国 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。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 (図表 10)¹⁰。

第二に、法人段階で課税されないための導管性要件が異なる。MLP は、上場後に総収入の 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である。一方で、米国 REIT は課

図表 10 MLP 及び米国 REIT の相違点

	MLP	米国 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	法的要請なし (構成主体間の契約によって要請される)	90% 以上

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁹ 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。

¹⁰ 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。つまり、会社等がすべての債券を払いきれない場合は、無限責任を負う者は個人全財産を持ち出して弁済しなければならない。一方で、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出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。

税所得の95%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である。

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。余剰資金とは下記の4点を指す¹¹。

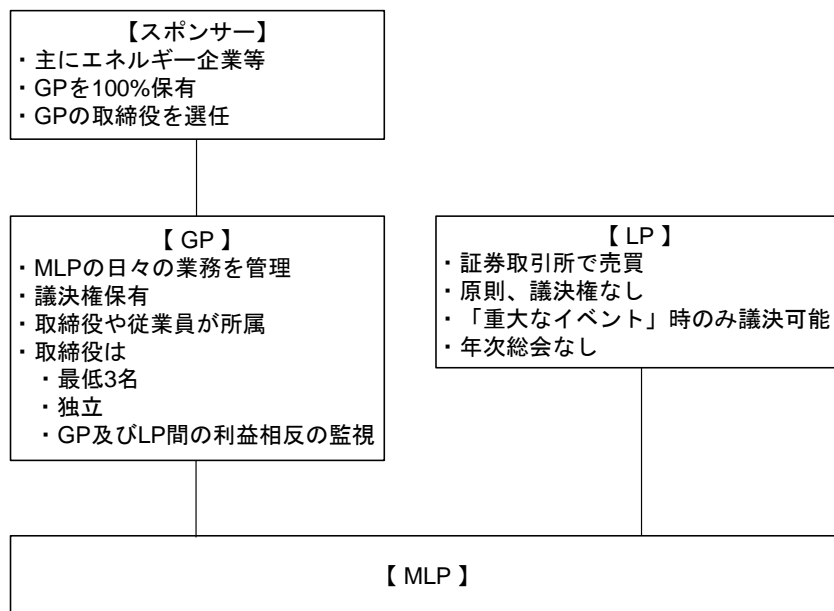
- ① GPが適切なオペレーションを運営するために必要な資金
- ② コベナント遵守に必要な資金
- ③ 来期以降に分配するための資金
- ④ 四半期末時点で必要な運転資金の借り入れを除いた手元にある全ての資金

一方で、米国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REIT段階での法人税が課される。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所得と異なる。

3. パートナiership形態に起因するガバナンス構造

MLPは前述のGP及びLPに加えて、スポンサー及び取締役によって構成される(図表11)。スポンサーとはMLPの組成者でエネルギー企業等主体を指し、GPを100%保有する。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

図表 11 MLP構成主体の概要



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ Latham&Watkins, “Master Limited Partnerships(MLPs): A General Primer”, April, 2014.

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、原則として議決権を保有せず年次総会も開催しない。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有する。つまり、MLP はパートナーシップ形態であるがゆえに、C コーポレーションや米国 REIT とは異なったガバナンス構造を有している。

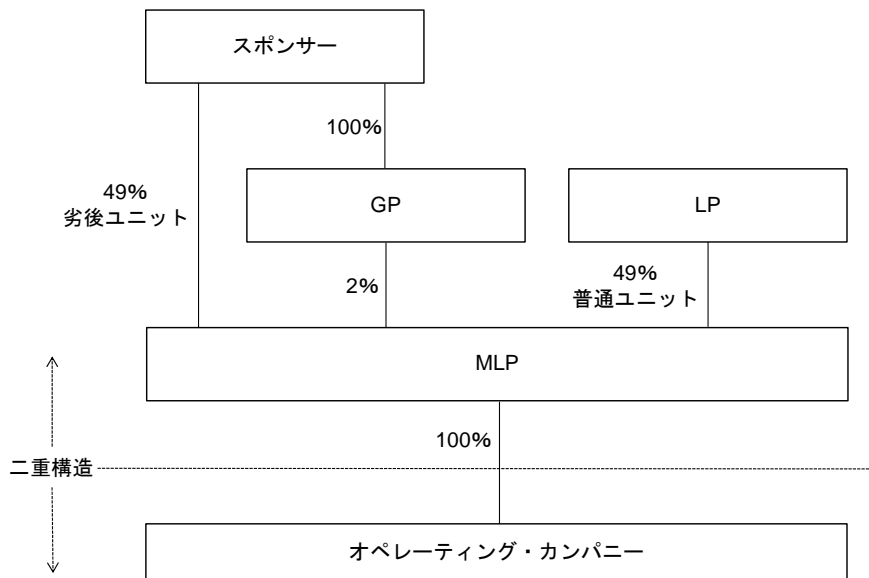
V MLP の経済的な構造

1. 上場直後の MLP の資本構造

MLP は上場パートナーシップであるが、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。つまり、MLP は株式会社における持ち株会社で、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。

図表 12 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個人投資家等が保有する。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。そして、上場直後の MLP に

図表 12 上場直後の MLP の資本構造



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

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、スポンサーは GP2%及び劣後ユニット 49%を保有する。

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 13）。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。

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 は劣後ユニットを普通ユニットに転換することができる転換期間（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（資産売却や借入による収益は除く）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 14）。つまり、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。当該ユニットの転換はスポンサーにとってのインセンティブであり、近年、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ケースが見られる。

図表 13 普通ユニットと劣後ユニットの配当順位

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）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 14 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）各種資料より野村資本市場研究所作成

3. GP が保有するインセンティブ配当権

スポンサーが有するインセンティブは、ユニットの転換以外に GP に工夫が施されている。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り、スポンサーにとってのある種の成功報酬と言える。

例として図表 15 を挙げよう。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% に増加し、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 と言う。

図表 16 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 15 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) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 16 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	0.33	25
4	0.98	0.02	0.96	0.98	50
合計	3.92	0.08	1.42	1.50	28

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

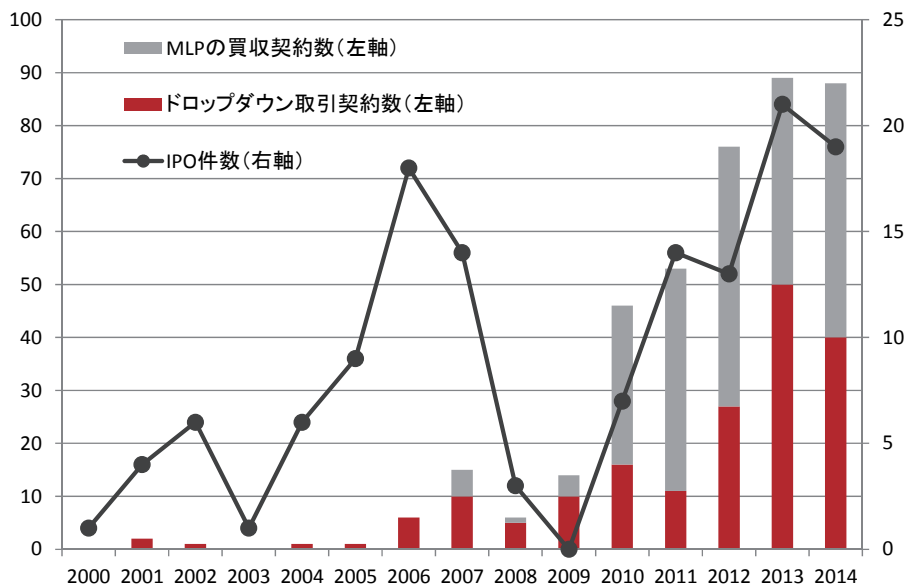
VI スポンサーから見た MLP を巡る動向

1. MLP 組成のインセンティブ

前述の通り、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することで、スポンサーは多くの配当を享受することができる。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るほど、IDR によってスポンサーが享受できる配当額が増大する。

そのため、スポンサーは MLP の IPO に積極的であり、当該件数は 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 17）。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¹²。さらに、過去 5 年間の MLP の買収件数は平均 41.6 件／年、ドロップダウン取引（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）件数は平均 28.8 件／年であり、それぞれ増加傾向にある。

図表 17 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&ワトキンスより野村資本市場研究所作成

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

2. MLP 投資会社の上場

MLP による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 C コーポレーションのことを指す。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 以上に高い回りを提供することを目指す。主に MLP に関する情報提供を行っている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 18）。

3. スポンサーによる MLP の出口戦略

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・パートナーズやエルパソ・パイプライン・パートナーズを買収し、MLP を解消することを発表した。キンダー・モルガン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% 増加する予定である¹³。また、2015 年 5 月、ウィリアムズも傘下の MLP であるウィリアムズ・パートナーズを買収することで MLP を解消することを発表した¹⁴。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

図表 18 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）アレリアンより野村資本市場研究所作成

¹³ “Kinder Morgan to Consolidate Empire” Wall Street Journal, August 10th 2015.

¹⁴ “Williams Rolling Up MLP, Embracing Simpler C-Corp. Structure” Natural Gas Intelligence, May 13th 2015.

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15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%にもかかわらず、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い。そのため、IDRはMLPの価値を低下させる側面があり、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。しかし、結果的にキンダー・モルガン及びウィリアムズは、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た。

VII 投資家からみたMLPを巡る動向

MLPは前述のようなスポンサーにとっての工夫だけではなく、投資家の拡大・多様化に関する施策も行っている。近年、MLPに投資をする投信やETFなどの金融商品が多様化している。特に2004年頃から拡大し、図表19が示す通り、83本の金融商品の規模は757億ドルに達する。実は、投信や年金基金などの機関投資家や外国人は直接的にMLPを保有することは難しい。これは、MLPに直接投資すると非関連事業課税所得（UBTI、Unrelated Business Taxable Income）が発生することが要因である。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業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。

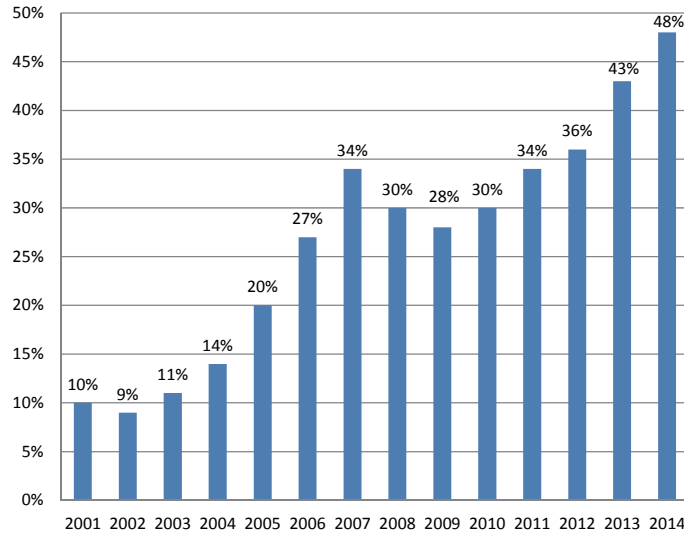
つまり、直接的にMLPを保有した機関投資家は所得税が課せられてしまう。そこで、機関投資家はUBTIによる所得税の賦課を回避しつつMLPのエクスポージャーを有するため、MLPを投資対象としたミューチュアル・ファンドやMLP指数に連動したETFやETNに投資する。その結果、元来、MLPの投資家は主に米国内の個人投資家であったが、近年、機関投資家の保有比率も増加傾向にある（図表20）。

図表19 MLPに投資する金融商品の規模と本数（2015年2月末時点）

	純資産残高（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）アレリアンより野村資本市場研究所作成

図表 20 MLP の機関投資家保有比率の推移



(注) レッグメイソンがファクトセットより集計 (母集団は 2015 年 3 月末の 122 銘柄)
 (出所) レッグメイソンより野村資本市場研究所作成

VIII 日本の上場インフラファンド市場への示唆

2015 年 4 月、東京証券取引所 (東証) は上場インフラファンド市場に係る上場制度を創設した。当該市場の投資対象は、メガソーラー (大規模太陽光発電所) 等の再生可能エネルギー発電設備や公共施設等の運営権等である。米国 MLP の発展から得られる日本の上場インフラファンド市場への示唆は下記の 2 点である。

第一に、米国 MLP の発展には税制改革が寄与している。MLP は、当初はエネルギー関連事業のために考案された金融商品ではなかったが、1986 年内国歳入法の改正により、MLP の 7704 ルールが確立されることで金融商品として洗練された。そして 2013 年にはマスター・リミテッド・パートナーシップ・パリティ法が提出され、今後、税制改革によって再生エネルギーが 7704 ルールの対象になれば、中長期的には更なる市場規模の拡大が期待される。

一方で、東証の上場インフラファンド市場には、導管性要件が認められる期間が 10 年以内に限られるという問題がある。2015 年 12 月、自由民主党・公明両党による平成 28 年度税制改正大綱が公表され、東証の上場インフラファンドに導管性要件が認められる期間は 20 年に延長されることが盛り込まれた。再生可能エネルギー特別措置法による固定価格買取期間が 20 年間とされていることを鑑みると、東証の上場インフラファンドは実現に向けて大きく前進したと言える。しかし、依然として制約は残るため、米国 MLP と同様に、今後、税制面の制約が排除され、東証の上場インフラファンド市場の活性化を後押しすることが期待される。

第二に、米国 MLP 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挙げられる。米国 MLP におけるオペレーティング・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は増大する。その結果、MLP の IPO 市場は活性化し、過去 1 年間のパフォーマンスは軟調であるものの、市場が拡大してきたという経緯がある。東証の上場インフラファンドも、日本の石油・ガス等の開発・製造等を行っている企業や輸送用パイプライン・エネルギーインフラの運営・開発会社などをスポンサーとして誘致し、当該市場の活性化を考える際、スポンサーに対するインセンティブの付与などの施策を検討する必要があるだろう。