

## 【特集 5】

# 不動産証券化をめぐる税務

杉本 茂、中村 里佳、齋木 夏生

## はじめに

我が国の集団投資スキームの基礎は、平成 10 年の不良債権処理を主目的にした総合経済対策により創出された。銀行のバランスシートのスリム化を目指した総合経済の成果を資産流動化関連法の観点から眺めることは、今年度の緊急経済対策の不良債権最終処理の行方を占う上でも意味があるかもしれない。

平成 10 年の総合経済対策で創出された「特定目的会社による資産の流動化に関する法律」(SPC 法) 及び「証券投資信託及び証券投資信託に関する法律」が平成 12 年に改正され、それぞれ「資産流動化法」及び「投資信託及び投資法人法」に、名称が変わった。この平成 12 年の改正により以下の通り 4 つのピークルが出そろった。以下ではこれを「法定 4 スキーム」と呼ぶ。

	会社型	契約型
資産流動化型 (資産流動化法)	特定目的会社 TMK	特定目的信託 TMS
資産運用型 (投信及び投資法人法)	投資法人	投資信託

資産流動化型・運用型とは、流動化する資産の入れ替えがないものが前者で入れ替えを許容するものが后者である。この平成 12 年改正 2 法の前提とした枠組みそのものについても実務上は中間的な色彩のものが数多く存在している。流動化型と運用型と言う区分は、発行証券の価値の中心が資産価値なのか、資金の運用技量なのかということにも結びついているが、それだけでなく、会計上は連結対象の議論と関連する<sup>1</sup>。また、米国での一般に

<sup>1</sup> 会計上も例えば FAS140 号 (金融資産のオフバランス会計基準等) や現在アメリカ等で検討されている連結会計で言う「受動的 SPE」や「限定目的会社」の議論 (これだけは通常の実質支配基準の枠外で連結対象にすべきでないと言う議論…FASB Exposure Draft “Consolidated Financial Statements, Purpose and Policy” February 23, 1999 や FASB Background Information “Consolidation Policy” August 2, 2000 等) と似ており、会計・税務上ピークルの主体性を無視して受益者が直接資産を保有している者と見ることが適当な場合 (連結等の議論は不要になる) かどうかという議論自体には役立つこと自体は間違いなйдらう。なお、日本では資産流動化型の器は内容物が金融資産かどうかに関わらず、事業が目的に従って適切に遂行されているときは、連結対象 (子会社) でないものと推定することになっている (財務諸表規則第 8 条第 7 項)。

特定の資産を保有することしか行わない器には、法人課税をする必要がないという議論にも関連する。つまり、活動の範囲が資産を保有することしかしない一定の場合には、直接オーナーに課税されるため（90%ルールを満たさなくても）はじめから法人税課税はすべきではないという考え方である。

器の性格	通常会社 corporation	資産運用型 fund	資産流動化型 Special Purpose Entity
活動の範囲	制約なし (買収合併等による大変化も可)	余資運用・資産追加・入れ替え可	資産入替不可
発行証券	株式や債券等	主として持分証券	ABS

但し、ビジネス上は資産価値と運用技量の問題は、特に不動産の場合には軽重はあってもどちらか一方だけでは資産価値は維持できない。つまり、ABSでも外注・内製の差はあっても何らかのマネジメントが必要になるし、ファンドでも不動産の移転コストもあり右から左へ何度も譲渡できる資産でないため、現在保有している資産価値のウェイトが高いということになる。そのような不動産経営の有する特質からアメリカのREITも当初行為の制約が強く受動的な性格が強かったものが次第に市場競争力を得るために可能な行為を拡大してきたという経緯がある。

現在注目されている日本版REITは上のピークルの内、投資法人または投資信託を主として不動産投資目的に利用する場合であり米国のREITをモデルにした立法である。その目玉は、米国同様に一定の要件を満たせば支払った配当が損金になるという課税上の取り扱いである。REITに限らず、ピークル金融においてSPEの中に生じた余剰利益に法人税課税を受けないということはスキーム設計上非常に重要なテーマである。

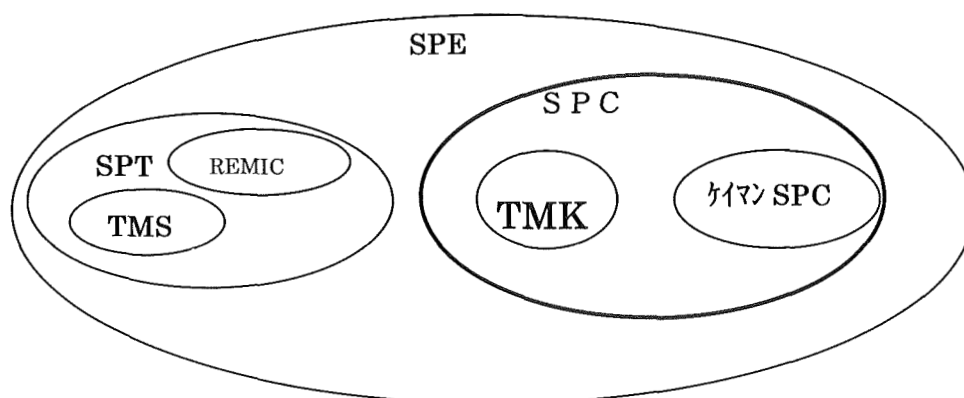
本稿では、まず①現在実務的に多く用いられている流動化型の不動産ファイナンスのスキームの仕組みを説明し、次に運用型の器のうち投資法人を中心として②米国REITとの基本的要件の比較、③我が国のピークル課税全体の検証、④投資法人の損金算入規定の機能の検証、⑤いわゆるUPREIT税制の検証及び⑥実務上大きな障害となっている流通税について順次検証したいと思う。

# 1 わが国の主要なビークルの比較

## (1) 主要な器の比較

平成12年改正で創設されたものを含め、わが国の資産証券化で用いられる器を比較して整理すると以下の表のようになる。

集団投資スキームでは、資産を流動化・証券化するための媒体の選択が重要になるが、この媒体を「箱」あるいは「器」(Vehicle あるいは Entity) と呼び、「SPV」(Special Purpose Vehicle) あるいは「SPE」(Special Purpose Entity) という表現を用いる場合が一般的である。ここでは、「SPE」という表現を用いることとする。また、それが会社(法人)形態に特定される場合には「SPC」(Special Purpose Company) と表現することにする。なお、下の表にある「普通 SPC」とは、株式会社や有限会社またはケイマン法人やデラウェア LLC を SPC として用いる形態を総称している。なお、特定目的会社は SPC の内の一つであり、これを TMK と表記し、特定目的信託は SPT の内の一つとして TMS と表記する。





配当税務	事業、不動産、譲渡、雑所得等	配当所得 但し、配当控除、益金不算入規定適用なし	配当所得・利子所得 但し、原則配当控除、益金不算入規定適用なし	配当所得 外国法人の配当は配当控除、益金不算入適用なし	配当所得 但し、配当控除、益金不算入規定適用なし	配当所得 但し、配当控除、益金不算入規定適用なし	事業、不動産、譲渡、雑所得等
法人税	なし	課税所得の90%超配当等	公募：非課税 P・R私募：課税所得の90%超配当等 少人数私募：課税	すべて中間で法人税課税	課税所得の90%超配当等 措置法67の14	公募P・R私募：配当可能所得の90%超配当等 私募：法人税課税	留保しなければなし。但し、営業者の決算日をまたげず
社債発行	不可	社債的受益証券（証取法の有価証券）社債管理会社不要 原則：権利者集会	種類受益券発行可	国内：株式会社のみ、 原則：要社債管理会社（注4）	特定社債 原則：要社債管理会社（注5）	投資法人債券発行可 原則：要社債管理会社（注6）	不可
繰延資産	受益者においてありと思われる	開業費・一定の試験研究費・一定の開発費（計規37-39）	信託設定・受益証券発行費用（計規28）	商法 創立費・開業費・新株発行費用・社債発行費用・社債発行差金・開発費・試験研究費	創立費・新株発行費用・社債発行費用・社債発行差金（計規32） 開業費（31/2、31/3）	創立費（134条） 社債発行差金・社債再発行費用（139条）	規定なし（契約事項）
税効果	受益者において適用される	適用	適用	原則適用	適用	適用	なし
財務諸表	通常「信託計算書」	BS・PL（利益処分計算を含む） 管理運用報告書・附属明細書	BS・損益及び剰余金計算書・運用報告書・附属明細書	BS・PL・利益処分計算書附属明細書	BS・PL・利益処分計算書附属明細書	BS・PL・資産運用報告書・金銭分配計算書附属明細書	
行為規制	信託契約の変更	受託者に対する管理処分の指図権なし	約款による制約 投信委託業者の行為規準	業法規制以外特段なし。但し、実務上は定款により業務を限定するのが普通。	流動化業務・付帯業務のみ（他業禁止）	規約による制約 投信委託業者の行為規準	TK 契約による事業内容に限定
開示書類	なし	発行時提出者：原委託者と受託者の連名	発行時提出者：受益証券発行者（信託会社または投信委託会社）	発行体	同左	同左	なし
会計監査	不要	公募の場合のみ 証取法193条の2監査	公募の場合のみ 証券取引法193条の2監査	一定の場合強制 + 公募の場合証取法193条の2監査	原則強制 + 公募の場合証取法193条の2監査	強制 + 公募の場合証取法193条の2監査	不要
備考		不動産管理処分信託	金銭信託（注9）	会社等	特別法上の社団法人	同左	相対の契約関係

（注1）匿名組合は参考として載せた。（注2）①社員総会による資本減少特別決議②流動化計画に規定がある一定の場合、取締役決定③流動化計画終了後、特定社債CP弁済後、取締役決定（注3）個人損益通算は所得区分による  
（注4）例外：券面1億以上 or 少人数私募 但し、ケイマンSPCにはそのような規制なし。participation note も可  
（注5）例外：券面1億以上のみ。一般担保付。譲渡者法人限定。引受は証券会社に限る（自行担保債権に限り銀行も可）。（注6）例外：券面1億以上のみ。  
（注7）貸付信託の受益証券は証取法上の有価証券。住宅ローン債権信託等はみなし有価証券（証取法2⑦VII、VII-3、②I、令1の3）（注8）開業費+開発費+試験研究費-法定準備金>0の時、左辺の金額（商法290④IV）  
（注9）委託者指図型：委託者=委託業者 委託者非指図型：委託者=投資家

## 2 最も多い不動産証券化（資産流動化型）の仕組み

### (1) YK+TK

現段階において資産流動化のために用いられる器は、法定4スキームの流動化型の特定目的会社（TMK）が徐々に用いられるようになってきているものの、特定目的信託（TMS）も未だに用いられていないようである。

特定目的信託が使われない理由は以下の通りと思われる。

- ① 信託費用の優先償還（信託法 36・37 条）を排除したところから（資産流動化法 220・221 条）、受託者の責任が加重となること
- ② 社債の受益権が源泉免除不適用、固定金利に制限、信託業法 9 条に抵触恐れがあり不都合。
- ③ 法人税課税・損益計算に対応するシステムが未構築
- ④ ノウハウの不足

最も多く用いられているのは、下記のように株式会社または有限会社をメインの器として用い、それを営業者とする匿名組合（TK）投資を劣後部分として投資する仕組みである。ファンド型のスキームの器も同様に従来は匿名組合投資で行っているものも多い。これらの仕組みの共通のキーは匿名組合契約を組み合わせることで器段階での課税を避けている点にある。TK による分配益は TK 営業者である YK 又は KK において、損金計上されるため全部分配された場合、営業者において課税所得は僅少にできる。TK の法的仕組みについては当所を訪れる外国投資家で知らない者がなくらい既に国際的に有名であり、わが国の制度が海外に輸出されている希な例であるが、その理由は以下の（3）で見ると分かる。

ただし、不動産を YK または KK に移す際には、まず譲渡人が不動産を信託して受益者兼委託者となり、その信託受益権を譲渡することが多い。信託を用いる理由は、①信託の有する管理機能の利用及び倒産隔離の徹底だけではなく、②流通税（不動産取得税、特別土地保有税及び登録免許税）の軽減にもある。

このような点から、流通税や配当損金不算入という TMK の制度上のメリットが相対的に少なく、資産流動化計画の策定や報告義務等のデメリットのみが残るため選択される動機に欠ける。これに対して TMK 優先出資は有価証券であり TK 出資に対して、流通性に勝るといえる点があるが、通常流動化型のエクイティ持ち分は優先出資を含め転々流通を前提としていないので流動化型に限っては有価証券化は一般的には大きなメリットではない。

但し、以下の点では TMK に利点がある。

- ① 事後設立に係る裁判所の検査が不要（不動産のみの場合は弁護士・不動産鑑定士の調査で代用できるので、営業権等を含む場合）
- ② SPC から直接分譲する場合や建設途上の物件を譲り受ける場合等事実上信託を使えない場合

そこで、現在 TMK を利用しているスキームのかなりが①～③のいずれかに該当する場合であるが、②の場合にはケイマン SPC やデラウェア LLC 等外国法人が利用されている。

## (2) 匿名組合分配金の損金性について

以下で見る様に政府公認の法定4スキームの配当損金算入についても大きなハードルが設けられているのに対して、TKはその出資金が有価証券でなく、そのために流通性に難があるとはいうものの、先に見たように資産証券化・流動化の世界で実務的に中心的役割を担っている。また、TKの場合契約のみで成立しその分配金の損金算入についても出資者の損失負担限度額（特約ない限り出資金まで）まで、契約に従い分配損益が営業者サイドで損金算入できるし、TK出資者の損益分配順位に優劣をつける構成も可能である。

であるからか、その分配金の損金性は多方面から検討する場合がある。例えば、出資と予想される分配損益、分配金銭の間には一定の経済的合理性が説明できる必要があるだろう。つまり、TK出資より優先弁済されるローンよりもTK出資の予想利回りが下回ることはありえない。

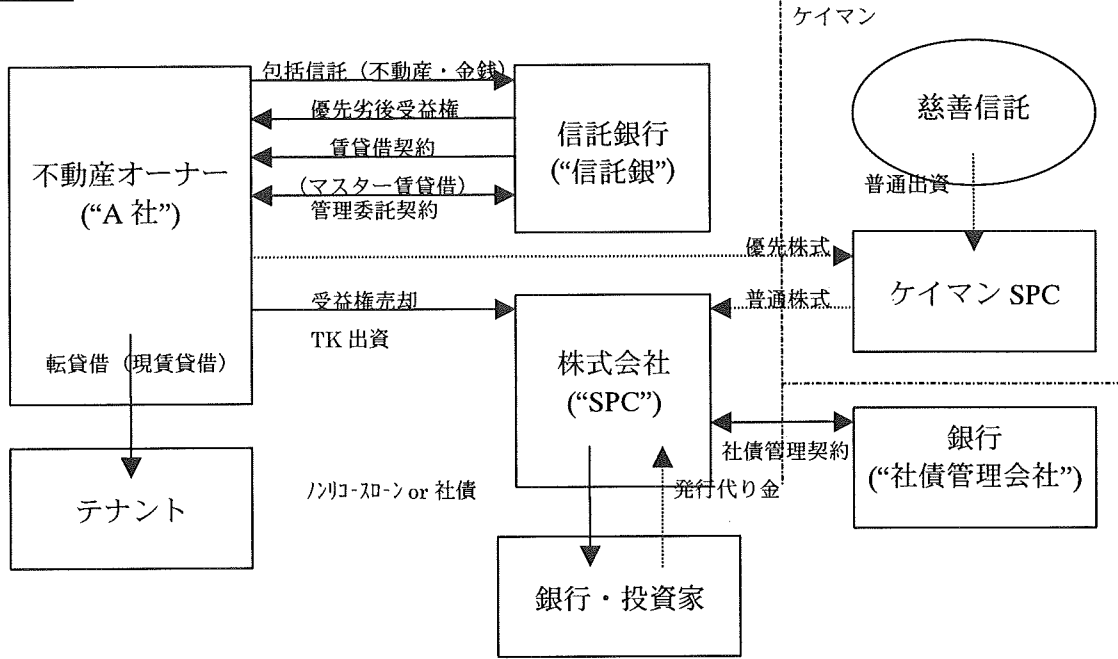
但し、最近時折見る議論として、匿名組合の出資者は営業者に対して影響力を及ぼすべきではなく、そうすると匿名組合たる性質が失われるという説がある。

しかし、匿名組合と金消契約の区分を巡る判例では、匿名組合の本質は「事業参加の意思」にあるものとされ、「浮動する利益」が要件ではないものとされている（最高判 10/2/62他）。また、匿名組合と任意組合の区分を巡る判決ではその差異は「財産の共有」があるかどうかとされる（中華公司事件、東京地 10/9/79等）。更に、匿名組合と法人格なき社団を巡る判決では、法人たる「構成員の組織、定款等に相当する組織規律等」がその区分のポイントとなっている（熊本ねずみ講事件 福岡高判 7/18/90）。したがって、組合員が匿名組営業者に対して普通以上の影響力を有したとしても、その結果認定されうるのは任意組合だけであろうと思われる。

また、わが国で歴史的に利用されてきた匿名組合の営業者は従来厳密なディスクロージャーを行って出資者に説明してきたわけではない。従来からある匿名組合契約における出資者と営業者の関係は、出資者が営業者に対して圧倒的に大きな影響力を持っている金主と店主に近い。つまり、出資者側が敢えて事業の詳細に口を出さずとも営業者に誠意忠実義務を強制できるような関係でなければ、そもそも成立しない契約であった。最近の資産流動化のために連結会計を回避する目的等で出資者として影響力を行使しないことが求められているが、これは匿名組合の本質とは異なる議論である。

但し、国際取引で営業者が匿名組合ではなく任意組合の業務執行理事とされた場合には、代理人としてPE（恒久的施設 Permanent Establishment）を構成する場合はあり得る。

典型スキーム



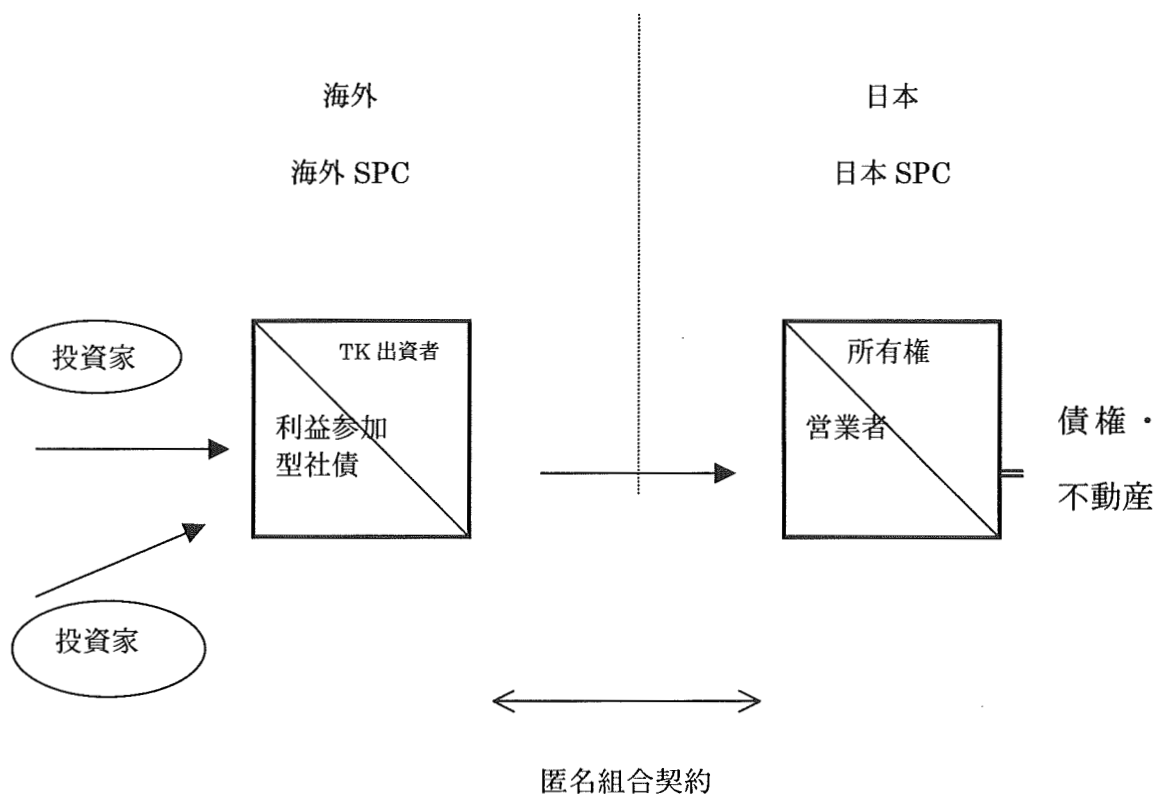


信託と現物不動産の流通税比較(参考・東京23区内の一般的信託受益権譲渡の比較表・下

記の SPC 法の特例や住宅地等特例がない場合)

現物不動産 (住宅の特例等加味せず)			不動産信託受益権 (住宅特例等加味せず)		
不動産の取得	不動産取得税	土地=固定資産税評価額×1/2×4% 建物=固定資産税評価額×4%	信託設定時	不動産取得税	非課税(地法73の7)
	特別土地保有税	土地=取得価額×3%-不動産取得税		特別土地保有税(取得)	非課税(地法603の2)
	登録免許税	土地所有権保存登記 =固定資産評価額×1/3×5% 建物所有権保存登記 =固定資産評価額×5% (登免税法別表1第1号(2)ニ)		登録免許税	土地所有権の信託登記 =固定資産評価額×1/3×0.6% 建物所有権信託登記 =固定資産評価額×0.6% (登免税法別表1第1号(7))
	印紙税	売買契約書の契約書金額に応じて課税		印紙税	信託契約書1通200円 (印法別表1第12号)
不動産の譲渡	不動産取得税	課税されない	信託受益権の譲渡	不動産取得税	課税されない
	特別土地保有税	課税されない		特別土地保有税	課税されない
	登録免許税			登録免許税	受益者名義変更1個の不動産につき1000円(登免税法別表1第1号(11))
	印紙税	売買契約書の契約書金額に応じて課税		印紙税	信託受益権譲渡契約書1通200円 (印税法別表1第12号または15号)
	消費税			消費税	受益権譲渡価額内建物相当分×5%
法人税	不動産譲渡益に通常の法人税課税	法人税	信託譲渡益に通常の法人税課税		
保有	固定資産税	土地=固定資産税課税標準額×1.4% 建物=固定資産税評価額×1.4%	信託期間	固定資産税	土地=固定資産税課税標準額×1.4% 建物=固定資産税評価額×1.4%
	都市計画税	土地=固定資産税課税標準額×0.3% 建物=固定資産税評価額×0.3%		都市計画税	土地=固定資産税課税標準額×0.3% 建物=固定資産税評価額×0.3%
	特別土地保有税	土地 =取得価格×1.4%-固定資産税相当額		特別土地保有税(保有)	原則課税 土地 =取得価格×1.4%-固定資産税相当額
			信託終了時の現物交付	不動産取得税	イ. 委託者のみが信託元本の受益者である場合→非課税 ロ. 贈与等により信託元本の受益者が委託者と異なる場合 土地=固定資産評価額×1/2×4% 建物固定資産評価額×4%
				特別土地保有税(取得)	上記イの要件を満たす場合、非課税
				登録免許税	信託登記の抹消1件につき1000円(登免税法別表1第1号(12)) イ.所有権移転登記 委託者=受益者の場合 なし ロ. 贈与等により信託元本の受益者が委託者と異なる場合 土地所有権移転登記 =固定資産評価額×1/3×2.5% 建物所有権移転登記 =固定資産評価額×2.5%

(3) 匿名組合を利用したクロスボーダースキーム



以上の様な仕組みを用いて不良債権や不動産投資を行う外国投資家は多く、一つの典型的なパターンとなっている。この場合、国内 SPC は (2) のスキーム同様に法人税課税は僅少であるが、海外 SPC は日本で TK 分配金について法人税の申告義務が生じる。しかし、海外 SPC においては、TK 出資と社債による資金調達が生じれば原則として TK 分配益から社債利子を差し引いた残額が TK 出資者の課税対象となる。そこで、TK 分配益 = 社債利子となる場合には申告義務はあっても結局課税所得自体はなくなることになる。このような利益に連動する利子をもたらす社債を利益参加型社債といい、その発行が認められている諸外国は多い。日本ではこのような社債は株式との差異が明らかでないとして、少なくとも公募での国内発行例はないのではないかとと思われる。尤も、同様の外債を国内で募集した例はあり、証取法上も税法上も社債として取り扱われているようである。

更にこの海外 SPC の所在地を日本において TK 分配金が課税されない租税条約を有するオランダやスイス等の国にすることも考えられる。但し、この方法については読売新聞が今年 2/8 の夕刊で国税当局が源泉税課税をする政令改正を検討している旨の報道をしている他、国税当局出身の学者からも結果的に銀行に注入した公的資金が海外に非課税で流出しているので「匿名組合で国際課税はフリーパス」と批判されている。

源泉税を変えなくとも、現行法においても TK 出資者が日本に支店や契約締結権限を有する常習代理人等を有する場合には源泉税課税の恐れがあり、その点からは国際取引の場合には営業者と TK 出資者の関係が委任・代理関係と認定されないように留意する必要がある。

### 3 我が国の法定集団投資スキームのピークル課税

#### (1) 集団投資スキーム全体を包括する考え方

我が国の集団投資スキームのピークル課税を旧来からある集団投資の器である証券投資信託と貸付信託やビッグ・ワイド等の合同運用信託とを並べてみると下表のようになる。表中旧制度は網掛けで表している。無印のピークルは平成 10 年以降ほとんどは平成 12 年に創出された新制度である。

一見、バラバラのようだが寧ろ旧来の仕組みを「ありきもの」として、新制度を眺めると以下のような考えが浮かび上がってくる。

先ず理論的根拠としては、活動の受動性基準（米国型）を基礎としているものの受動的 SPE は資産を間接的に保有しているに過ぎないので課税対象にすべきではないとする考えだが、この考え方を採ると資産流動化型は寧ろ無税にすべきだし、運用型に課税上の恩典を与える説明が付きにくいものと思われる。そこで、次のような考え方を採ったものと思われる。

イ 既得権領域に貯蓄商品型税制のキープ

ロ 新領域には、以下の 3 方式で対処。

- 1) 既得権領域に極めて近い部分にはイに準じた扱い。
- 2) 新領域の法人的活動を行う信託に法人税課税を行ったうえ、配当損金算入特例を認める。
- 3) 新領域の全部配当型（信託に近い）法人には配当損金算入特例を認める。但し、流動化型でもパススルーとはしない。































































