

不動産投資市場の改善策

インパクトのあるヴィークル関連制度のリフォーム

投資法人・特定目的会社等法定ヴィークルの多くが、不動産投資に用いられている実情を考えると、不動産投資市場に対する国策を色濃く反映する事象と捉えられる。

① 資産の証券化に関する考え方（長期）

資産証券化の真骨頂は非流動資産の流動化にあるが、制度創設 10 年を経てわが国でも社会的認知を確立した。現在の法定ヴィークルに種々の規制が課せられているのは、黎明期の混乱を未然に防止する関係者の工夫だったが、整合性を見直す時期に来ている。

② ヴィークルのフル・モデルチェンジ（短期・中期）

（現 状）

J-REIT は、初期の米国（導入年度西暦 1960 年）REIT の制度を先例としたものであり優れた制度だが、その後米国の制度の改善や欧州等後発組の先行事例を踏まえた制度設計を取り込んで来なかった。他国のリートとの主だった差異は以下のとおりであり、多くが J-REIT の安定的運営に障害になりうる項目である（see 資料「諸外国の REIT 比較表」）。

- i 欧州ではほとんどの国が免税方式を採用しているが、その他の国でも会計と税務の利益の調整をしなければ導管性を維持できない例は稀である。たとえば、組織再編時に生ずる正・負ののれんは、税・会調整が巨額になる場合が多い（see PwC、 さくら総合事務所ペーパー）が、その手当ても不完全であり、一部手当てされた減損損失も翌期以降の問題は解消されていない。
- ii 米国を含め、ほとんどの国でキャピタルゲインを必要配当割合から除いており、その分の留保が認められている。
- iii 子会社やパススルーとなるヴィークルも完全保有できる国がほとんどである（see 図表 2 及び⑦）。
- iv 不動産事業の REIT への一斉転換（REIT 成り）の課税を軽減している例が多い（see⑤）。
- v 日本のように減損損失を課税している例は稀である。
- vi REIT の発行する株式・債券のバリエーションが広く認められている例が多い（see⑤及び⑥）。
- vii REIT の外部運用を義務付けている例も少ない。

税務上の所得と会計上の利益との乖離（税・会不一致）の調整に関して、両制度の乖離が大きくなる傾向があり、このままでは実務の運営が一層困難となっている（see 図表 1）。

（改善策）

日本の J-REIT 等に用いられる投資法人・特定目的会社は、導管性要件の包括的見直しが必要である。

わが国の信託等ヴィークルに関する法人税制は、平成 12 年度に「信託という私法上の形態を採っていても、『集

団投資スキーム』としてのヴィークルの機能は、実質的に会社型と同じであるとして、統一的課税方式に向かって」（田邊昇「投資ファンドと税制」弘文堂）設けられたものである（信託と法人のヴィークルとしての平等の原則）。

欧州の免税型 REIT を検証し、投資法人等も「特定受益証券発行信託」並みの条件（see 図表 3）へ組み替えることが考えられる（**中期**）。これにより、税・会不一致問題等、導管性要件から派生する問題は一扫できる可能性がある。

少なくとも税務上の所得と会計上の利益との調整を円滑に行えるように現行の租税特別措置法（同施行令、同施行規則）関連規定の改正、例えば利益超過分配を全てみなし配当として取り扱う包括的計算方法の改正等（see E&Y ペーパー:J リート税制の見直し 1 税会不一致に起因する課税の解消策）が必要ではないか（**短期応急措置**）。

③ 法定ヴィークルの不動産の取引価格

（現 状）

REIT を含む証券化ヴィークルは、その性格上、税務リスクはとりにくい。不動産鑑定価格を法定ヴィークルのゲートキーパーとしてきたことは、ヴィークルの濫用防止に一定の効果を示したが、課税上の疑義等を避けるため等、運営上鑑定価格と取引価格の開差は許容されにくい（②から派生する問題でもある）。

（改善策 **短期・中期**）

不動産においても、第三者取引においては、Fairness Opinion により、不動産鑑定評価額と実際取引額との開差が個々の取引の成立プロセスや契約条件等を考慮して合理的範囲であることを説明できるようにすることで、かなりの問題が取り除ける可能性はある。

④ 金融制度

（現 状）

貸し手が主に流動性預金により資金を調達しているため、長期にわたるプロジェクトや不動産ファンド等には、融資しにくい。本来長期であるべき不動産ファンドに対する融資が、3年前後の短期になっており、借り換え時に債務者区分が「要管理先」以下になると調達に支障が生ずることが多い。

（改善策 **中期**）

将来回復の見込みがあると見込まれる不動産担保ローンは、優先劣後に再分割または劣後部分を匿名組合出資に転換（DTS⇔DES）して、劣後部分（全体ではメザニンとなる）を含めて実質的エクイティと考えることにより優先部分の債務者区分上の取り扱いを緩和する（デット・デット・スワップ（DDS）債権では追加融資が可能な「その他要注意先」への上位変遷を予定している）方法や同等のメザニンの提供も考えられる。

⑤ 魅力的な不動産が含まれていない REIT もある

（現 状）

優良都市開発により容積率の割増や公的補助金が投入された不動産等一定の優良な不動産を REIT に譲渡した場合、旧所有者は補助金や割増容積によって生じた含み益が課税されることになり、都市政策の効果が相殺・抑制される効果が生じている。

(改善策 中・長期)

不動産事業全体を一斉に REIT に転換 (REIT 成り) したときに、課税を緩和する制度を有する国が多くある。制度スタート時の時限措置としている国も多いが、わが国では既に制度が定着している。優良不動産について対価が現金ではなく REIT の投資証券で弁済を受ける場合、この段階での課税を繰り延べること (投資口の圧縮記帳) が考えられる。(但し、これを行う場合も自己投資口の購入や現物出資、第三者割当等の制度整備が必要となる。See⑥、E&Y ペーパー:J リート税制の見直し 2 投資口の圧縮記帳制度の創設)

⑥ J-REIT 株価低迷時の増資が難しく、機動的に不動産の取得ができないなど資金調達方法が限定されている

(現 状)

増資時に株主割当増資が出来ず、公募増資又は第三者割当増資の形で行う必要がある。しかし、株価低迷時には既存株主の簿価より低い株価での増資となる場合が多く、公募増資又は第三者割当増資の形では既存株主 (機関投資家が多く個人は少ない) の理解は得られにくい。この様に株に比べて投資口・債券の発行形態 (含む組織再編・現物出資・DES) の多様化の設計が大きく遅れただけでなく、商品の販路や内外の投資家層の多様化も遅れが目立つ。

(改善策 中期)

不動産市場に資金が集まっていない現況下における既存株主は不動産関連商品への投資意欲が高いと思われる。既存株主のみへの増資または「新投資口予約権」(現行制度にはない) 発行 (Rights Issue) を認め、既存株主の保護を厚くすることで、既存株主による増資がしやすくなるとともに、年金資金や海外資金等の新規投資先の増加が見込め、REIT も機動的な不動産の取得をすることが可能となる。

⑦ リスク許容度の低い投資家の不動産投資が少ない。

(現 状)

不動産ファイナンスが銀行の短期資金に依存しており、不況時に借り替えが出来ないことによるローンのデフォルトが増加。また無理な換金売りにより必要以上に低価格での不動産売買が増加。期待される民間資金も現在の UR や長期信用銀行のようなリスクを吸収できるセクターが限られてきた。長期での資産運用をしやすい保険会社、年金基金の抛出も極端に少ない。長期の賃貸借契約の解除時の取り扱いの問題もある。

(改善策 中・長期)

一定の公益性・共益性の高い不動産事業や環境対策事業ないしインフラ整備・補修・改修事業への長期資金の抛出者に対する税制上の優遇措置を与える公益 REIT・公益 TMK (組成コストを削減するために導管性要件を緩和する) やそれらを用いた SWF の組成が考えられるほか、年金運用者や保険会社に不動産事業等に精通した者を配置し、不動産の開発リスクについては、開発者自身が説明できるような販路の複線化やこれまで以上に長期投資資金を提供する海外投資家の誘致が必要でないか。また、不動産以外の仕組リスクに対する保険も考えるべきである。特に年金運用はその公益性の高さから公益性の高いプロジェクトへの投資に対して理解を得やすいように思われるが、年金自体の規模拡大によって運用効率を改善することも課題の一つである。

以 上

【図表1】 税引前利益が800の場合に導管性要件を充足するために必要な利益超過分配額(投資法人)

| | | | | | |
|----------|-----|------|------|------|------|
| ①税引前利益 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| ②税務否認額 | 100 | 200 | 300 | 400 | 500 |
| ③法人税 | 87 | 173 | 259 | 345 | 431 |
| ④必要超過分配額 | 70 | 930 | 1790 | 2650 | 3510 |
| ⑤必要金銭分配額 | 783 | 1557 | 2331 | 3105 | 3879 |

※②は減損損失を除く。

※③＝②×86.18% 46.29%(表面税率)÷(1-46.29%)=86.18%

※④及び⑤については、便宜的に90%となる金額を記載しているが、実際には90%超の金額の分配が必要となる。

また、税効果会計の影響はないものとしている。

※④を分配しても、③の法人税の納税は必要となる。

出所:杉本・稲葉「不動産証券化商品の組成と運用 平成22年度マスター養成講座テキスト103下」不動産証券化協会

【図表2】資産の取得に対する各種制約

| | 特定目的会社 | | 投資法人 | |
|---------------------|--|---------------------|----------------------------------|---------------------|
| | SPC法 第212条 | 導管性要件 (措法67条の14) | 投信法 194条 | 導管性要件 (措法67条の15) |
| 株式 | 議決権1/3未 満であれば 取得可 | 要件無し | 50%以内であ れば取得可 | 50%未満 |
| 優先出資証 券 | 議決権1/4未 満であれば 取得可 | | 可 | 50%未満 |
| 投資証券 | 議決権1/4未 満であれば 取得可 | | 可(親法人であ る投資法人の 投資口は不 可) | |
| 貸付信託の 受益証券 | 可 | | 可 | |
| 投資信託の 受益証券 | 可 | | 可 | |
| 特定目的信 託の受益証 券 | 可 | | 可 | |
| 任意組合の 出資持分 | 原則不可 (不動産特定 共同事業法 に規定する 一定のもの は取得可) | | 可 | 50%未満 |
| 特名組合の 出資持分 | 原則不可 (不動産特定 共同事業法 に規定する 一定のもの は取得可) | | 可 | 50%未満 |

【図表3】

| | 特定目的会社 措法67の14 | 投資法人 措法67の15 | 特定受益証券発行信託 法2の29ハ |
|----------------|---|--|--|
| 対象事業体の要件 | ①特定目的会社名簿に登録 ②以下の何れか イ)1億円以上特定社債公募発行 ロ)特定社債機関投資家等のみ保有見込み(注1) ハ)優先出資50人以上引受け ニ)優先出資機関投資家のみ引受け ③優先出資及び基準特定出資(注2)の募集(注3)が種類毎50%超国内で行われる旨の流動化計画記載(注4)(措令39の32の2第3項) ④会計期間1年以下(同令第4項) | ①登録 ②以下の何れか イ)法人設立に際して発行した投資口の公募発行価額総額が1億円以上 ロ)各事業年度終了時の投資口が50人以上の者によって所有 ハ)各事業年度終了時の投資口が機関投資家のみによって所有 ③国内で行われる投資口の募集が50%超の規約記載(措令39の32の3第3項) ④会計期間1年以下(同令第4項) | ①信託事務の実施につき一定の要件に該当するものであることについて税務署長の承認を受けた法人が引き受けたもの ②未分配利益の額の元本の総額に対する割合が1000分の25を超えない旨の信託行為における定めがあること ③受益者が存しない信託に該当したことがないこと ④計算期間が一年を超えないこと |
| 対象計算期間・事業年度の要件 | ①流動化計画遵守 ②他業非兼業 ③特定資産の管理を委託または信託利用 ④期末に同族会社(議決権基準については議決権を有する優先出資者のみで判定)でない(措令第39条の32の2第5項)又は イ)1億円以上特定社債公募発行又は ロ)特定社債機関投資家等のみ保有見込み(注1) ⑤配当可能利益の90%超利益配当支払い ⑥無限責任社員になっていないこと ⑦流動化計画記載特定資産以外の資産非保有かつ特定目的借入は機関投資家又は特定債権流動化TMKで特定出資者以外からのみ(措令39の32の2第8項) | ①投信法63条(能力制限)遵守 ②投信委託業者への委託 ③資産保管会社への委託 ④期末に1グループで支配される同族会社でない(措令第39条の32の3第5項) ⑤配当可能利益の90%超利益分配 ⑥他の法人の株式又は出資の保有<50% ⑦借入れが機関投資家からのみ(措令39の32の3第8項) | ①各計算期間開始の時のいずれにおいても、利益留保割合が1000分の25を超えないこと |
| 損金の額に算入される金額 | 利益の配当の額(措法67条の14第1項) | 金銭の分配のうち利益の配当からなる部分の金額(措令67条の15第1項) | 特になし (2.5%以下を留保したとしても当該留保利益については課税されず) |
| 90%の分子 | 利益の配当の支払額 | 利益超過分配がない場合:配当等の額の支払額 利益超過分配がある場合:金銭の分配の額 | (未分配利益の割合の計算の分子) 各計算期間終了時における会計上の利益 |
| 分母 | 配当可能利益=税引前当期純利益金額-前期繰越損失-特別損失に細分された減損損失の金額の100分の90に相当する金額-特定社債控除 | 利益超過分配がない場合:配当可能利益=税引前当期純利益金額-前期繰越損失-特別利益に細分された負ののれん-特別損失に細分された減損損失の金額の100分の90に相当する金額+控除済負ののれん発生益の加算額 利益超過分配がある場合:配当可能額=税引前当期純利益金額-前期繰越損失-特別利益に細分された負ののれん-特別損失に細分された減損損失の金額の100分の90に相当する金額+控除済負ののれん発生益の加算額+(利益超過分配金額-出資額戻入金額) | (未分配利益の割合の計算の分母) 各計算期間終了時における元本の総額 |

注1:平成22年4月1日以後に開始する事業年度について適用され、同日前に開始した事業年度については平成22年改正前の要件である「機関投資家等のみ引き受け」が要件となる。また、平成22年4月1日前に設立された特定目的会社については、同日以後にSPC法第5条第1項第1号に掲げる事項(資産流動化計画の計画期間、業務開始期日及びこれらの変更を禁止する場合の、その旨)の変更の届出を行うか、SPC法第10条第1項の届出(業務終了届出)を行う場合に限り適用され、これらの届出を同日以後に行わない限りは平成22年改正前の要件である「機関投資家等のみ引き受け」が要件となる(改正法附則第96条第1項)。

注2:基準特定出資とは、特定出資のうち、流動化計画に特定社員の利益の配当を受ける権利及び残余財産の分配を受ける権利に係る事項として、特定社員があらかじめ利益の配当及び残余財産の分配を受ける権利を放棄する場合の、その旨の記載があるもの以外のものをいう(措法第67条の14第1項第1号ハ、措規第22条の18の4第3項)。

注3:基準特定出資については、発起人への割当てを含む(措法第67条の14第1項第1号ハ)。

注4:基準特定出資の国内募集要件については、平成22年4月1日以後に開始する事業年度については適用され、同日前に開始した事業年度については適用されない。また、基準特定出資の国内募集要件は、平成22年4月1日前に設立された特定目的会社については、同日以後にSPC法第5条第1項第1号に掲げる事項(資産流動化計画の計画期間、業務開始期日及びこれらの変更を禁止する場合の、その旨)の変更を行うか、SPC法第10条第1項の届出(業務終了届出)を行う場合に限り適用され、これらの届出を同日以後に行わない限りは適用されない(改正法附則第96条第1項)。特定社債の国内募集要件については、平成22年4月1日前に終了した事業年度を最後に廃止され、平成22年4月1日以後に終了する事業年度については適用されない(改正法附則第96条第2項)。

諸外国のREIT比較表

| 国名 | 日本 | アメリカ | オーストラリア | フランス | イギリス | オランダ | カナダ | シンガポール | 香港 | ドイツ |
|---------------------------|---|--|---|--|--|--|--|---|---|--|
| 制度名 制定された年 | J-REIT Japanese Real Estate Investment Trust 2000 | US-REIT US Real Estate Investment Trust 1960 | LPT Listed Property Trust 1971 | SIIC Societes D'Investissement Immobiliers Cotees 2003 | UK-REIT UK Real Estate Investment Trust 2007 | FBI Fiscale Beleggingsinstelling 1969 | MFT Mutual Fund Trusts 1993 | S-REIT Singapore Real Estate Investment Trusts 1999 | HK-REIT Hong Kong Real Estate Investment Trusts 2003 | G-REIT German Real Estate Investment Trust 2007 |
| REITの形態 | 投資法人(現状全て)、トラスト | 投資法人 | トラスト | 投資法人 | 投資法人 | 投資法人(原則)、トラスト | トラスト | トラスト | トラスト | 投資法人 |
| 法的形態 運営会社 上場/非上場 | 外部委託 両方 | 内部運用又は外部委託 両方 | 内部運用又は外部委託 両方 | 内部運用又は外部委託 上場のみ | 内部運用又は外部委託 上場のみ | 内部運用 両方 | 内部運用 上場のみ | 外部委託 上場のみ | 内部運用又は外部委託 上場のみ | 内部運用 上場のみ |
| REITの要件 最低資本金の額 | 1億円以上 | なし | なし | 1500万ユーロ以上 | 各証券取引所の規則による。 UK stock exchangeの場合、 5万イギリスポンド以上 | ①有限責任株式非公開会社 18000ユーロ以上 ②公開株式会社 45000ユーロ以上 (一般の会社法による制限) | なし | なし ただし、上場要件として 資産規模は2000万シンガ ポールドル以上(他国通貨 表示の場合は2000万米 ドル以上) | なし | 1500万ユーロ以上 |
| 最低投資家数 | 会計期末において①投資主 が50人以上又は②税務上の 機関投資家のみが保有 | 投資主が100人以上 | なし | なし | なし | なし | ①かつ②の要件を満たす 投資主が150人以上 ①1ユニット以上保有 ②500カナダドル以上保有 | なし | なし | なし ただし、下記①の要件が必要 |
| 公募の要件 | 設立時の公募発行価額が 1億円以上 | なし | なし | なし | なし | なし | なし | なし | なし | なし |
| 特定投資家の持分 (海外投資家を含む) | ①投資口の国内募集割合 を50%超とすること(ただし 発行の都度判定すべきか 累計で判定すべきかが不明 確)②一人又はその子会社 等特殊関係者の保有割合 が株式数、議決権のいずれ でも50%以内であること | 会計期の後半において、上位 5名の保有割合が発行済株式 の50%以内であること | なし | ①全体の60%以上の株式 数、議決権数をもつ投資主 がいないこと②SIIC選択時 において、単独では保有 割合が2%未満である投資 主グループの持分が、株式 数、議決権数で15%以上で あること | ①法人投資主は単独で株式 数又は議決権数の10% 以上をもつことはできない ②5人超の投資主に支配 されていること | ①上場・認定FBIは単独の 法人により45%、個人により 25%まで保有が許される。 ②非上場・非認定FBIは、 個人、非課税法人、認定 FBIにより75%、個人により 5%まで保有が許される | ①外国人の保有は49%まで とする | ①上場要件として500人以上 のユニットホルダーによって 資本金額の25%以上が保有 されていること | なし | ①株式の15%以上は議決 権割合が3%未満の投資主 に保有されていること(株式 公開時は25%以上)②投資 主は単独で10%以上の株式 及び議決権を持つことは できない |
| 不動産投資比率 | (東証上場基準) ①運用資産等の総額に占める 不動産等の額の比率が70% 以上②不動産等、現金等の流 動資産等の合計額の比率が 95%以上 | 75%以上 ①REIT資産の75%以上は不 動産、現金、国債等の資産で あること②総収入の75%以上 は不動産賃貸収入等、95% 以上は不動産賃貸収入及び 利子等のパッシブ運用による 収入であること | 特に制限無し | 特に制限無し | ①REITのネット収入の75% 超かつアセットの75%超は 不動産賃貸業務に関わる 資産であること。 ②少なくとも3つ以上の アセットから構成され、1つ のアセットの比率が時価ベ ースで40%を超えないこと | 特に制限無し 原則パッシブ運用であること | 80%以上 ①80%以上は株式、社債、現 金等の換金容易な資産、カナ ダに所在する不動産である こと ②石油、ガス等の権益も対象 とする | 75%以上は賃貸不動産への 投資でなければならない。 | 100% ①原則として賃貸不動産に 投資し、未完成物件に投資 する場合にはREIT純資産の 10%以下の価格のものに 限る②取得した不動産は原則 2年以上保有 | 75%以上 (総資産及び総収入ベース) ①国内不動産は国内パー トナーシップを通じて保有 可能②海外不動産は国内・ 海外パートナーシップを通じ て保有可能 |
| 海外投資 | 認められているが実例なし | 認められている | 認められている | 認められている | 認められている | 認められている | 認められている | 認められている | 認められている | 認められている |
| 開発投資 | 制限されている | 認められている | 認められている ただし、「適格投資事業」以外 の事業として法人税が課税 | 総資産の20%以内であること | アセットの25%未満である こと(上記不動産投資比率① 参照) | 必要最小限に制限 (子会社を通じて開発が可能。 ただし利益に対して課税あり) | 原則不可。ただし事業運営会 社の株を保有するビジネス REITの場合は認められている | 契約価格合計が総資産の 10%まで | 不可 | 認められている |
| LTV制限 | なし ただし借入先は税務上の機関 投資家に限る | なし | なし | なし | 金利支払い前、税引き前 利益が、ファイナンスコスト の1.25倍以上であること | 不動産簿価の60%以下かつ その他資産簿価の20%以下 | なし | 総資産の35%まで (大手格付会社からの信用 格付が公表されている場合、 最大60%まで可) | 総資産の45%まで | 不動産簿価の55%まで |
| 支払配当要件 | 会計上の利益の90%超 | 課税所得の90%超 | 課税所得の100%の配当 | 賃貸による課税所得の85% 以上、譲渡益の50%以上、 配当収入の100%の配当 | 非課税扱いとなる不動産賃貸 収益の90%以上 | 課税所得の100%の配当 | Entitleは無し | 課税所得の90%の配当 | 税引き後純利益の90%以上 | 会計上の利益の90%以上 |
| REITに対する課税 | 未分配所得に対し法人税が 課税される | 未分配所得に対し法人税が 課税されるが、一方で株式 配当による内部留保が可能 | ①Entitleであればトラスティー の段階では非課税。②Entitle でない場合、課税あり | REITに対する課税は免除 されている | なし | 非課税(課税所得に0%課税) | 未分配所得に対しトラスト 課税される | 未分配所得に対し法人税が 課税される | SPVを通じて不動産を保有 するので、この段階で不動 産所得の16.5%の課税 | 会計上の利益の90%以上を 配当すれば、未分配所得へ の法人税課税は免除 |
| 物件譲渡益(capital gain)の取扱 | 配当要件に含まれ、会計 上の利益の90%超の配当 が必要 | 配当要件に含まれない | ①Entitleの場合、配当要件に 含まれない②Entitleでない 場合50%軽減措置あり | 譲渡益の50%等を積立し 留保することが可能 | 配当要件に含まれない。 ただし2年以内に再投資等され ない場合、Bad assetとなり、 不動産投資比率等に影響する | 配当要件に含まれない。 再投資を条件に積立可 | 未分配金の50%について 課税の対象 | 配当要件に含まれない | 配当要件に含まれない | 譲渡益の50%等を積立し 留保することが可能 |