

不動産の証券化に関する基礎知識

目 次

I.	不動産証券化の意義と概要	1
1.	意義	1
2.	不動産証券化の特徴	1
	(1) 不動産の投資単位の小口化	1
	(2) 流動性の向上	1
	(3) 二重課税の回避	2
	(4) 倒産隔離	2
3.	概要	2
	(1) 基本的な仕組み	2
	(2) 不動産証券化の主なスキーム	3
II.	不動産証券化の各スキーム	4
1.	TMK スキームの概要	4
	(1) 概要	4
	(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）	6
	(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）	6
	(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）	6
	(5) 対象資産	6
	(6) 法人税の特例	7
	(7) 不動産流通税の特例	7
2.	受益権型 GK-TK スキームの概要	8
	(1) 概要	8
	(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）	9
	(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）	9
	(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）	9
	(5) 対象資産	9
	(6) 法人税の特例	9
	(7) 不動産流通税の特例	10
3.	REIT スキームの概要	10
	(1) 概要	10

(2) 不動産等を保有する法人.....	11
(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）.....	11
(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等.....	12
(5) 対象資産.....	12
(6) 法人税の特例.....	13
(7) 不動産流通税の特例.....	13
4. 不動産特定共同事業スキームの概要.....	14
4-1. 不動産特定共同事業スキームの概要.....	14
(1) 概要.....	14
(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）.....	15
(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）.....	16
(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）.....	16
(5) 対象資産.....	16
(6) 法人税の特例.....	16
(7) 不動産流通税の特例.....	16
4-2. 特例事業（現物不動産型 GK-TK スキーム）の概要.....	17
(1) 概要.....	17
(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）.....	18
(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）.....	18
(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）.....	18
(5) 対象資産.....	18
(6) 法人税の特例.....	18
(7) 不動産流通税の特例.....	19

図表目次

図表 1	不動産証券化の基本的な仕組み.....	3
図表 2	TMK スキーム図（現物不動産の場合）.....	4
図表 3	TMK スキーム図（受益権の場合）.....	5
図表 4	受益権型 GK-TK スキーム図.....	9
図表 5	REIT スキーム図.....	12
図表 6	不動産特定共同事業スキーム図.....	15
図表 7	特例事業（現物不動産型 GK-TK）スキーム図.....	18
図表 8	不動産証券化スキーム比較表.....	別表 1

凡 例

名 称	略 称
不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）	不特法
不動産特定共同事業法施行令（平成 6 年政令第 413 号）	不特法施行令
不動産特定共同事業法施行規則（平成 7 年大蔵省・建設省令第 2 号）	不特法施行規則
金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）	金商法
金融商品取引法施行令（昭和 40 年政令第 321 号）	金商法施行令
投資信託及び投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号）	投信法
投資信託及び投資法人に関する法律施行令（平成 12 年政令第 480 号）	投信法施行令
宅地建物取引業法（昭和 27 年法律第 176 号）	宅建業法
資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号）	資産流動化法
租税特別措置法（昭和 32 年法律第 26 号）	租特法
租税特別措置法施行令（昭和 32 年法律第 43 号）	租特法施行令
租税特別措置法施行規則（昭和 32 年大蔵省令第 15 号）	租特法施行規則

なお、本書の記載は、平成27年3月時点におけるものであり、本書作成以降、法令の変更等により、内容に変更がある可能性がある。また、本書は不動産証券化に関する基本的な事項をまとめたものであり、個別具体的な案件においては、法令の解釈・適用につき、所管省庁、弁護士、税理士、会計士などの専門家の確認が必要となることに注意を要する。

I. 不動産証券化の意義と概要

1. 意義

不動産の証券化という概念に厳密な定義はないが、一般に、不動産の保有のみを目的とする特別目的会社（以下「SPC (Special Purpose Company)」という。）に不動産を移した上で、当該不動産のキャッシュフローを原資に資金調達を行う仕組みであるとされている。この仕組みでは、投資家は不動産に直接投資を行うのではなく、SPCの出資持分(有価証券)を取得する形で投資を行うことから、「不動産証券化」と呼ばれる¹。

投資家が不動産に対する投資を行う場合、投資対象としての不動産は、株式や債券などの有価証券と比較して様々な魅力がある反面、投資単位が高額であること、株式や債券などの有価証券と比較すると売買が容易ではなく、換金性が劣っているといった側面もある。不動産証券化の意義は、投資対象としての不動産の魅力は保ちつつ、投資単位を小口化し換金性を高めることで、より投資家が投資しやすくすることにある。また、不動産を証券化することで、投資家は、小口の投資資金であっても不動産に直接投資するのと同様の利回りを得られることになる。

以下では、不動産証券化の基本的な特徴である投資単位の小口化、流動性の向上、二重課税の回避、倒産隔離について説明を行う。

2. 不動産証券化の特徴

(1) 不動産の投資単位の小口化

不動産の投資単位の小口化とは、不動産の証券化を行うことにより、投資家が不動産に対して直接投資を行う場合よりも、投資単位が少額となることであり、投資家は少額の資金額から投資を行うことが可能となる。

(2) 流動性の向上

流動性とは、一般的に資産の換金性を示す言葉として用いられる。不動産を証券化することにより有価証券に対する投資となるため、投資家からすると、不動産に対して直接投資を行う場合よりも、売買によって投資資金を回収するうえで換金が容易となる場合が多い。流動性が相対的に高いほど投資対象としての魅力が高まるという側面があり、一般的には、不動産証券化によって資産の流動性が向上すると、投資家はより投資を行いやすくなるとされている。

¹ 後述する不動産特定共同事業スキームではSPCの活用は行われませんが、不動産の小口化の典型例であるからSPCを活用したスキームとともに併記している。

(3) 二重課税の回避

一つの課税原因に対し 2 度課税が行われることを二重課税といい、不動産証券化の分野では、不動産から生じる所得に対する SPC への課税（法人税）と投資家への配当に対する課税（所得税）の二重の課税を指して用いられる。不動産に直接投資をする場合には、投資家は不動産から生じた所得に対し所得税が 1 度課税されるだけであるが、不動産証券化の場合には、不動産からの所得に対して SPC に法人税が課税されるとともに、投資家が SPC から配当を受ける段階で配当所得に所得税が課税されるため、投資家から見ると、不動産に対する投資方法の違い（直接的な投資、不動産証券化）によって受け取る配当額が異なることとなる。

二重課税の回避には、パススルーとペイスルーの二種類の方法がある。パススルーとは、不動産を保有する主体として課税主体とならない SPC を活用することである。これに対して、ペイスルーとは、不動産を保有する主体が課税主体となる SPC である場合に、投資家に対して分配する配当金を損金算入することにより法人税の課税所得から控除することである。

(4) 倒産隔離

不動産証券化では、SPC は不動産が生み出すキャッシュフローを裏付けとして投資や融資により資金調達を行うため、関係当事者の倒産といった不動産の資産価値やキャッシュフローとは関係しない事由により SPC が受ける影響を排除する必要がある。また、SPC が倒産すると、関係当事者の取り決めよりも倒産法の規制が優先し、予定どおり投資家に配当ができなくなる可能性があるため、SPC が倒産しない仕組みとする必要がある。

3. 概要

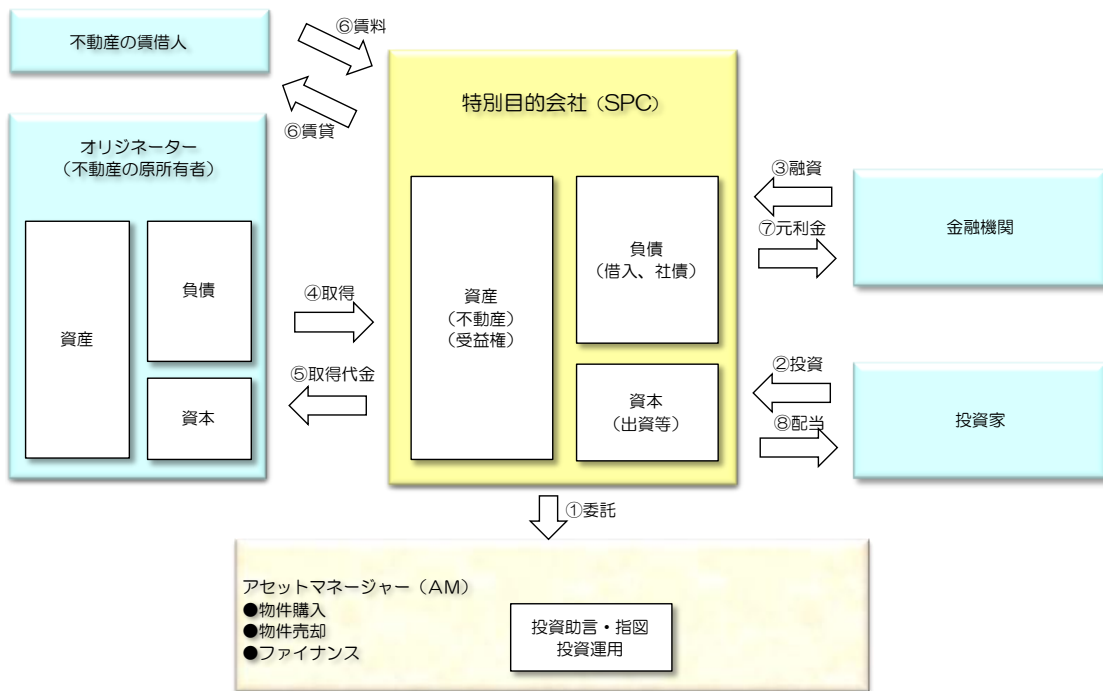
(1) 基本的な仕組み

不動産を証券化する場合、不動産の原所有者（以下「オリジネーター」という。）が SPC に不動産を譲渡し、SPC は投資家から資本（以下「エクイティ」という。）²を、金融機関から負債（以下「デット」という。）³を調達する。不動産証券化の基本的な仕組みを図式化すると図表 1 のとおりである。

² 資本（エクイティ）は、返済期限がないか不定期で、債権者に劣後する出資金の性格を有するものをいう。企業が株式や社員権を募集して投資家から資金調達したり、自分自身の利益を積み立てて新たな投資にあてたりすることがこれにあたる。

³ 負債（デット）は、一定の期限までに元本を返済せねばならない広義の借入金の性格を有するものである。社債や融資（借入）がこれにあたる。

図表 1 不動産証券化の基本的な仕組み



- ① SPC は物件購入、物件売却、ファイナンスなどの業務をアセットマネージャー（以下「AM」という。）に委託する。
- ② SPC は投資家からエクイティを調達する。
- ③ SPC は金融機関からデットを調達する。
- ④ SPC はオリジネーターから物件を取得する。
- ⑤ SPC はオリジネーターに物件取得代金を支払う。
- ⑥ SPC は不動産を賃借人に賃貸し賃料収入を得る。
- ⑦ SPC は金融機関に元利金を支払う。
- ⑧ SPC は投資家に配当を支払う。

(2) 不動産証券化の主なスキーム

不動産証券化の主なスキームには、次に掲げるものがある。

- ① TMK スキーム
- ② 受益権型 GK-TK スキーム
- ③ REIT スキーム
- ④ 不動産特定共同事業スキーム
 - i) 不動産特定共同事業
 - ii) 特例事業（現物不動産型 GK-TK）スキーム

II. 不動産証券化の各スキーム

1. TMKスキームの概要

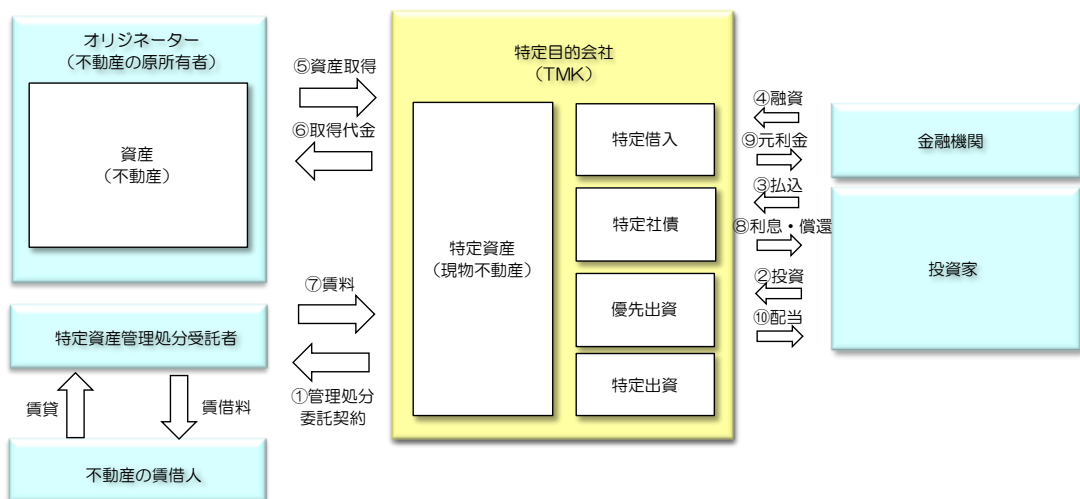
(1) 概要

TMKとは、特定目的会社（Tokutei Mokuteki Kaisha）の略称であり、特定目的会社とは資産流動化法に規定される法人のことをいう。

TMKスキームとは特定目的会社が財務（支）局に届出を行った資産流動化計画⁴に基づき、投資家等から資金調達（優先出資・特定社債の発行や特定借入など）を行って現物不動産や信託の受益権等の資産を取得し、当該資産から生ずるキャッシュフローによりデットの返済やエクイティの配当を行う仕組みである。

(1)-1 現物不動産の場合

図表 2 TMKスキーム図（現物不動産の場合）



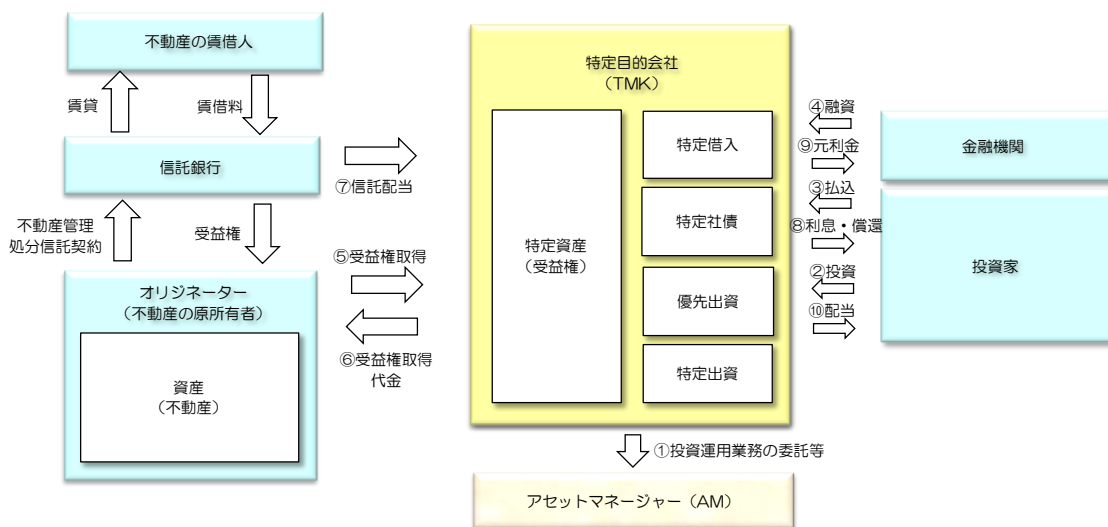
- ① 特定目的会社は特定資産（資産の流動化に係る業務として、特定目的会社が取得した資産又は受託信託会社等が取得した資産を意味する。）の管理及び処分を一定の要件を満たした者に委託する（資産流動化法第200条第2項）。
- ② 特定目的会社は投資家からの優先出資によりエクイティの調達を行う。
- ③ 特定目的会社は金融機関等に対する特定社債発行によりデットの調達を行う。

⁴ 資産流動化計画とは、特定目的会社による資産流動化に関する基本的な事項を定めた計画をいう（資産流動化法第2条第4項）。特定目的会社はこの資産流動化計画に沿って業務を行わなければならない。基本的な事項には、a. 計画期間、b. 資産対応証券及び特定目的借入、c. 特定資産の内容、取得の時期及び譲渡人その他の特定資産、d. 特定資産の管理・処分の方法、及び管理受託者、e. 特定目的借入以外の資金の借入、f. その他内閣府令に定める事項がある（同第5条）。業務開始までに届出を行い（同第4条）、計画の変更には、原則、社員総会での決議が必要となる（同第151条第1項）。また、利害関係人全員の承諾を得た場合等一定の場合を除き、特定資産を変更することはできない（同条第2項、第3項）。

- ④ 特定目的会社は金融機関からの特定借入によりデットの調達を行う。
- ⑤ 特定目的会社はオリジネーターから特定資産として不動産を取得する。
- ⑥ 特定目的会社はオリジネーターに不動産取得代金を支払う。
- ⑦ 特定目的会社は不動産の賃借人から賃料収入を得る。
- ⑧ 特定目的会社は金融機関等に利息・償還金を支払う。
- ⑨ 特定目的会社は金融機関に元金を支払う。
- ⑩ 特定目的会社は投資家に配当を支払う。

(1)-2 受益権の場合

図表 3 TMK スキーム図 (受益権の場合)



- ① 特定目的会社は AM に投資運用業務又は投資助言業務を委託する。
- ② 特定目的会社は投資家からの優先出資によりエクイティの調達を行う。
- ③ 特定目的会社は金融機関等に対する特定社債発行によりデットの調達を行う。
- ④ 特定目的会社は金融機関からの特定借入によりデットの調達を行う。
- ⑤ 特定目的会社はオリジネーターから特定資産として信託の受益権を取得する。
- ⑥ 特定目的会社はオリジネーターに信託の受益権取得代金を支払う。
- ⑦ 特定目的会社は信託の受益権の対象となる不動産の賃借人から得られる賃料収入を原資とした信託配当を得る。
- ⑧ 特定目的会社は金融機関等に利息・償還金を支払う。
- ⑨ 特定目的会社は金融機関に元金を支払う。
- ⑩ 特定目的会社は投資家に配当を支払う。

(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）

TMK スキームにおいて SPC となるのは特定目的会社であり、その設立根拠法は資産流動化法である。

(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）

① 現物不動産の場合

特定目的会社から現物不動産の管理及び処分の委託を受けるには、AM は「当該資産の管理及び処分を適正に遂行するに足りる財産的基礎及び人的構成を有する」必要がある（資産流動化法第 200 条第 2 項）が、具体的な基準は法定されていない。また、特定資産が不動産（建物又は宅建業法第 2 条第 1 号に規定する宅地）である場合、特定目的会社は、その売買、交換又は賃貸に係る業務を不特法第 6 条各号（第 8 号を除く。）のいずれにも該当しない者に委託しなければならない（資産流動化法第 203 条）ため、AM は、少なくとも宅建業法上の認可を得ている必要がある（不特法第 6 条第 2 号）。

② 信託の受益権の場合

TMK から特定資産である信託の受益権の管理及び処分の委託を受ける場合、AM は、(a) 投資運用業又は (b) 投資助言・代理業の登録を要する（金商法第 28 条、第 29 条）。

(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）

① 優先出資の発行

優先出資は、第 1 項有価証券⁵に該当する（金商法第 2 条第 1 項第 8 号）ため、こうした有価証券の募集や私募において、投資家を勧誘する行為を行う者は金商法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業の登録を受ける必要がある。

② 特定社債の発行

特定社債は、第 1 項有価証券に該当する（金商法第 2 条第 1 項第 4 号）ため、こうした有価証券の募集や私募において、投資家を勧誘する行為を行う者は金商法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業の登録を受ける必要がある。

(5) 対象資産

資産流動化法では、対象資産にあたる「特定資産」の範囲については限定されていない。

⁵ 金商法第 2 条第 1 項に規定される有価証券をいう。以下同じ。

(6) 法人税の特例

TMK スキームでは、特定目的会社は法人税の課税対象となるが、二重課税回避のための法人税の特例措置が認められているため、対象事業年度に配当額が配当可能利益の 90%超であること等の導管性要件を満たせば利益の配当の損金算入が認められる結果、投資家に対する配当分について法人税課税が控除される仕組みとなっている（租特法第 67 条の 14）。

(7) 不動産流通税の特例

TMK スキームにおいて、特定目的会社が不動産を取得する場合、一定の要件を満たしたもののについては登録免許税及び不動産取得税の軽減措置が認められている（登録免許税：租特法第 83 条の 2 第 1 項、不動産取得税；地方税法附則第 11 条第 3 項）。

① 登録免許税

TMK スキームにおいて登録免許税の軽減措置を受けられるのは、租特法第 83 条の 2 第 1 項に規定される一定の要件を満たす場合である（租特法第 83 条の 2 第 1 項）。なお、具体的な申請手続については、租特法施行規則第 31 条の 5 に規定されている。

具体的には、資産流動化法に基づく届出を行い、同届出における資産流動化計画に基づき特定目的会社が特定資産の所有権を取得すること、資産流動化計画において、資産対応証券（優先出資、特定社債、特定約束手形をいう。以下同じ。）発行の定めがあること、特定借入が特定出資者からでないこと、特定不動産⁶の価額が特定資産の価額に占める割合が資産流動化計画において 100 分の 75 以上とする定めがあり、既に 100 分の 75 以上であるか又は当該不動産の取得により 100 分の 75 以上となること、等を満たす必要がある。

登録免許税の軽減措置は以下のとおり。

- ・ 所有権移転登記に係る登録免許税 1000 分の 20→1000 分の 13

② 不動産取得税

TMK スキームにおいて不動産取得税の軽減措置を受けられるのは、地方税法施行令附則第 7 条第 3 項、第 4 項に規定される不動産を取得した場合で、地方税法附則第 11 条第 3 項及び地方税法施行規則附則第 3 条の 2 の 6 に規定される一定の要件を満たすときである。

具体的には、登録免許税と同様に、資産流動化計画において、資産対応証券発行の定

⁶ 特別目的会社が取得する特定資産のうち不動産、不動産の賃借権若しくは地上権又は不動産の所有権、土地の賃借権若しくは地上権を信託する信託の受益権をいう（租特法第 83 条の 2 第 1 項 1 号ハ）。

めがあること、特定借入が特定出資者からでないこと、また、特定不動産の価額が特定資産の価額に占める割合が資産流動化計画において 100 分の 75 以上とする定めがあり、既に 100 分の 75 以上であるか又は当該不動産の取得により 100 分の 75 以上となること等を満たす必要がある。

不動産取得税の軽減措置は以下のとおり。

- ・取得する不動産の課税標準の算定にあたって不動産価格の 3/5 を控除。

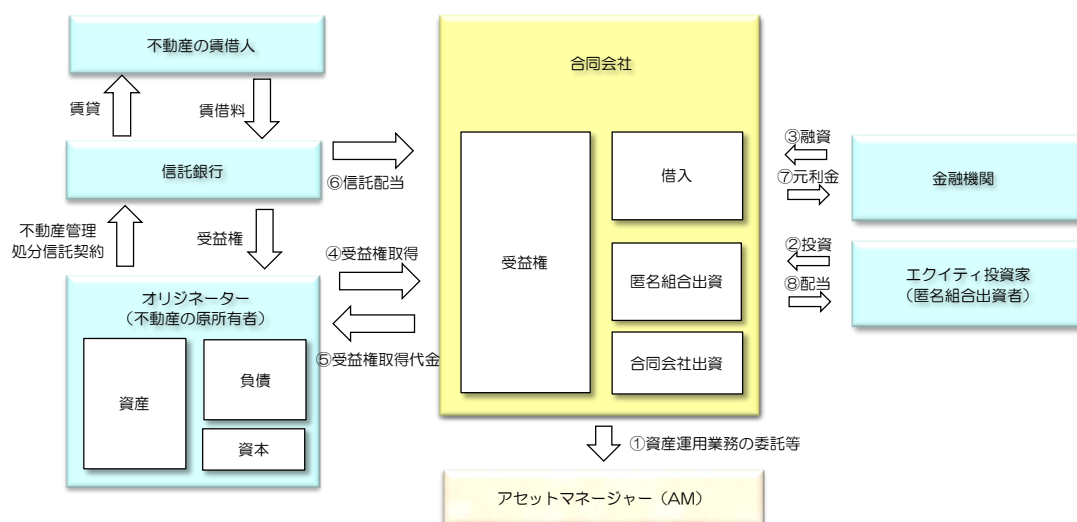
2. 受益権型 GK-TK スキームの概要

(1) 概要

受益権型 GK-TK スキームは、対象資産を保有する SPC として会社法上の合同会社を使用し、投資家からの匿名組合出資と金融機関等からの借入れにより調達した資金で対象資産として信託の受益権を取得する不動産証券化の仕組みをいう。

受益権型 GK-TK スキームでは、合同会社が対象資産として現物不動産ではなく、現物不動産を信託財産とする信託の受益権を取得する点で、後述する特例事業スキームと異なる。

図表 4 受益権型 GK-TK スキーム図



- ① 合同会社は AM に受益権の投資運用業務又は投資助言業務を委託する。
- ② 合同会社は匿名組合契約に基づき投資家からエクイティを調達する。
- ③ 合同会社は金融機関から借入れによりデットを調達する。
- ④ 合同会社はオリジネーターから信託の受益権を取得する。
- ⑤ 合同会社はオリジネーターに対し信託の受益権取得代金を支払う。
- ⑥ 合同会社は信託の受益権の対象となる不動産の賃借人から得られる賃料収入を

原資とした信託配当を得る。

- ⑦ 合同会社は金融機関に元利金を支払う。
- ⑧ 合同会社は投資家に配当を支払う。

(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）

受益権型 GK-TK スキームにおいて SPC となるのは合同会社であり、その設立根拠法は会社法である。

(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）

受益権型 GK-TK スキームで、合同会社が投資家との間の匿名組合契約に基づき匿名組合出資を受けて信託の受益権に投資する業務は、「自己運用業務」に該当するため、合同会社の投資運用業の登録を受ける必要がある（金商法第 28 条第 4 項第 3 号、同法第 2 条第 8 項第 15 号）。しかし、実務上は、SPC である合同会社自身が投資運用業の要件を満たせず、投資運用業の登録を行うことができないため、投資運用業の登録を行っている AM に投資運用を一任したり、適格機関投資家等特例業務として届出を行ったり（金商法第 63 条）している。

(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）

受益権型 GK-TK スキームで、合同会社が投資家との間の匿名組合契約に基づき発行する匿名組合出資持分は、第 2 項有価証券⁷に該当する（金商法第 2 条第 2 項第 5 号ハ）ため、こうした有価証券の募集や私募において、投資家を勧誘する行為を行う者は金商法第 28 条第 2 項に規定する第二種金融商品取引業の登録を受ける必要がある。

(5) 対象資産

現物不動産を信託財産とする受益権である。信託されていない現物不動産を対象資産とする場合には不特法の適用を受ける。

(6) 法人税の特例

受益権型 GK-TK スキームでは、法人税法において特段の特例はなく、SPC である合同会社は法人税の課税対象となる（法人税法第 4 条第 1 項、第 5 条）が、SPC が営業者となり投資家と匿名組合契約を締結した場合における、合同会社の所得の計算にあたっては、匿名組

⁷ 金商法第 2 条第 2 項に規定される有価証券をいう。

合員に分配すべき利益を損金算入することが認められており、SPC 段階での課税を実質的に回避することができる仕組みとなっている（法人税基本通達 14-1-3）。

(7) 不動産流通税の特例

受益権型 GK-TK スキームでは、対象資産が信託の受益権に限られており、信託の受益権の取得は地方税法上の「不動産の取得」に該当しないことから、そもそも不動産取得税については課税されない。また、信託の受益権の移転に伴う受益者の変更に係る登記変更に必要な登録免許税は、1 件ごとに 1000 円である（登録免許税法第 2 条、別表 1 第 1 号(14)）。

3. REIT スキームの概要

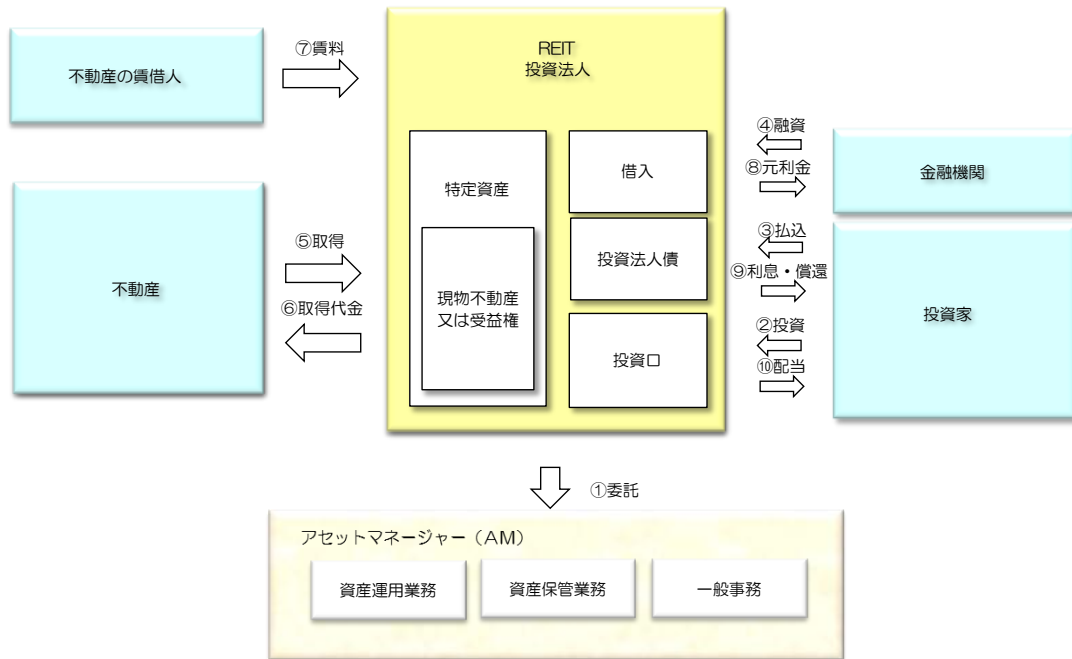
(1) 概要

REIT（リート）とは、Real Estate Investment Trust（不動産投資信託）の頭文字をとった略称であり、各国の法制度によりその形態は異なるものの、信託又は法人の形態を用いて、不動産を主たる対象資産として運用する不動産証券化の仕組みをいう。日本においては、通常、投信法第 2 条第 12 項に規定する投資法人⁸を REIT と呼んでおり、諸外国の REIT と区別するために日本の投資法人を J-REIT と呼ぶこともある⁹。投資法人が発行する有価証券である投資口は、東京証券取引所に上場することが可能であるため、東京証券取引所に上場している REIT を J-REIT と呼ぶこともある。また、東京証券取引所に上場しない私募 REIT と呼ばれる REIT も存在する。REIT スキームの基本的な仕組みを図式化すると図表 5 のとおりである。

⁸ 投資法人は資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として設立された社団をいう（投信法第 2 条第 12 項）。

⁹ 投信法においては投信法第 2 条第 3 項規定する投資信託の仕組みも設けられているが、投資法人の仕組みが一般的であるため、本書では投資法人のみを REIT として取り扱うこととする。

図表 5 REIT スキーム図



- ① 投資法人は AM 等に資産運用業務、資産保管業務、これらの業務以外の業務に係る一般事務を委託する。
- ② 投資法人は、投資法人の持分としての投資口を発行し、投資家からエクイティを調達する。
- ③ 投資法人は金融機関等に対する社債（投資法人債）発行によりデットを調達する。
- ④ 投資法人は金融機関からの借入れによりデットを調達する。
- ⑤ 投資法人は投信法で定める特定資産として不動産又は信託の受益権を取得する。
- ⑥ 投資法人は不動産又は信託の受益権取得代金を支払う。
- ⑦ 投資法人は自ら又は信託の受託者を通じて不動産の賃借人から賃料収入を得る。
- ⑧ 投資法人は金融機関に借入れに係る元利金を支払う。
- ⑨ 投資法人は金融機関等に投資法人債に係る償還金・利息を支払う。
- ⑩ 投資法人は投資家に投資口に係る配当を支払う。

(2) 不動産等を保有する法人

REIT スキームにおいて、不動産等を保有する法人は投資法人であり、その設立根拠法は投信法である。

(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）

資産運用業務を行う AM は金商法第 28 条第 4 項に規定する投資運用業について金融商品

取引業者としての登録を受ける必要がある（投信法第 199 条、金商法第 29 条）。また、投資の対象とする資産に不動産が含まれる場合には宅地建物取引業の免許を取得する必要がある（投信法第 199 条第 1 号、宅建業法第 3 条第 1 項）。また、主として不動産に対する投資として運用することを目的とする場合には取引一任代理等の認可を受ける必要がある（投信法第 199 条第 2 号、宅建業法第 50 条の 2）。

(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等

投資法人が発行する投資口及び投資法人債は金商法の規制対象である第 1 項有価証券に該当する（金商法第 2 条第 1 項第 11 号）ため、こうした有価証券の募集や私募において投資家を勧誘する行為を行う者は金商法第 28 条第 1 項に規定する第一種金融商品取引業について金融商品取引業者としての登録を受ける必要がある。

(5) 対象資産

REIT スキームでは、主として不動産、不動産の賃借権及び有価証券等、次に掲げる資産を対象としている（投信法施行令第 3 条）¹⁰¹¹。

- ① 有価証券
- ② デリバティブ取引に係る権利
- ③ 不動産
- ④ 不動産の賃借権
- ⑤ 地上権
- ⑥ 約束手形
- ⑦ 金銭債権
- ⑧ 匿名組合出資持分
- ⑨ 商品（商品先物取引法第 2 条 1 項に規定する商品をいう。）
- ⑩ 商品投資等取引に係る権利
- ⑪ 電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法に規定する再生可能エネルギー発電設備
- ⑫ 公共施設等運営権（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する

¹⁰ 上場 REIT の場合には、東京証券取引所の上場審査基準において、財務数値に関する基準として「運用資産等の総額に占める不動産等の額の比率が 70%以上となる見込みがあること（有価証券上場規程第 1205 条第 2 号 a）」や「運用資産等の総額に占める、不動産等、不動産関連資産及び流動資産等の合計額の比率が、上場の時までに 95%以上となる見込みがあること（有価証券上場規程第 1205 条第 2 号 b）」が求められている。

¹¹ 投信法で定める資産を「特定資産」という（投信法施行令第 3 条）

法律第 2 条第 7 項に規定されるもの。)

(6) 法人税の特例

投資法人は、法人税の課税対象となる（法人税法第 4 条第 1 項）が、投資法人が一定の要件を満たすことで投資法人の課税所得の計算上、金銭の分配額を損金算入することが認められている（租特法第 67 条の 15、租特法施行令第 39 条の 32 の 3、租特法施行規則第 22 条の 19）。主な導管性要件は、①投信法第 137 条第 1 項の規定に基づく金銭の分配額がその事業年度における配当可能利益の 90%に相当する金額を超えていること、②a) 設立時における投資口の発行が公募であり発行価額が 1 億円以上であること、b) 事業年度終了時の発行済投資口の保有者が 50 人以上か保有者が税務上の機関投資家のみであることのいずれかを満たすこと、③投資口の発行価額の合計 50%超が国内募集であること等がある。以上のように配当を損金算入できる場合には、投資法人の法人税の課税対象となる所得が減少することにより、投資法人の法人税が軽減され、二重課税が回避される仕組みとなっている。

(7) 不動産流通税の特例

REIT スキームにおいて、投資法人が不動産を取得する場合、一定の要件を満たしたものについては登録免許税及び不動産取得税の軽減措置が認められている（登録免許税；租特法第 83 条の 2 第 3 項、不動産取得税；地方税法附則第 11 条第 5 項）。なお、投資法人が、信託の受益権を取得する場合は、受益権型 GK-TK スキームにおいて記載したとおり、不動産取得税は課税されない。また、信託の受益権の移転登記に係る登録免許税は、1 件ごとに 1000 円である（登録免許税法第 2 条、別表 1 第 1 号(14)）。

①登録免許税

REIT スキームにおいて登録免許税の軽減措置を受けられるのは、租特法第 83 条の 2 第 3 項に規定される要件を満たす場合である。

具体的には、規約に定める資産運用方針として、特定不動産¹²の割合を 100 分の 75 以上とすること、投資法人が投信法第 187 条の登録を受けていること、投資法人が委託する資産運用業務を担う AM が取引一任代理等の認可(宅建業法第 50 条の 2 第 1 項)を受けていること、投資法人の借入が金商法上で定める適格機関投資家からのものであることに加え、特定不動産の割合が既に 100 分の 75 以上であるか又は当該不動産の

¹² 投資法人が取得する特定資産のうち不動産、不動産の賃借権若しくは地上権又は不動産の所有権、土地の賃借権若しくは地上権を信託する信託の受益権をいう（租特法第 83 の 2 第 3 項）

取得により 100 分の 75 以上となることを満たす必要がある。

登録免許税の軽減措置は以下のとおり。

- ・所有権移転登記に係る登録免許税 1000 分の 20→1000 分の 13

②不動産取得税

REIT スキームにおいて不動産取得税の軽減措置を受けられるのは、地方税法施行令附則第 7 条第 8 項、第 6 項に規定される不動産を取得した場合で、地方税法附則第 11 条第 5 項及び地方税法施行令附則第 7 条第 7 項に規定される要件を満たすときである。

具体的には、登録免許税と同様に、規約に定める資産運用方針として、特定不動産の割合を 100 分の 75 以上とすること、投資法人が投信法第 187 条の登録を受けていること、投資法人が委託する資産運用業務を担う AM が取引一任代理等の認可を受けていること、投資法人の借入が金商法上で定める適格機関投資家のうち総務省令で定めるものからであることに加え、特定不動産の割合が既に 100 分の 75 以上であるか又は当該不動産の取得により 100 分の 75 以上となることを満たす必要がある。

不動産取得税の軽減措置は以下のとおり。

- ・取得する不動産の課税標準の算定にあたって不動産価格の 3/5 を控除。

4. 不動産特定共同事業スキームの概要

4-1. 不動産特定共同事業スキームの概要

(1)概要

不動産特定共同事業は、業務内容により 4 つに分類されるものの、ここでは不特法第 2 条第 4 項第 1 号に規定される、不動産特定共同事業契約を締結して当該契約に基づいて不動産取引（不動産の売買、交換又は賃貸）から生ずる収益又は利益を分配する行為を業として行うことを取り上げる（当該業務を以下「不動産特定共同事業スキーム」という。）。不動産特定共同事業契約の種類としては主に任意組合契約¹³、匿名組合契約¹⁴、賃貸借契約又は賃貸の委任契約¹⁵がある（不特法第 2 条第 3 項）。

不動産特定共同事業スキームでは、不動産特定共同事業の許可を受けた事業者が、自ら

¹³ 不動産特定共同事業者が業務執行組合員を務め、事業参加者が他の組合員として出資を行う契約をいう（民法第 667 条）。

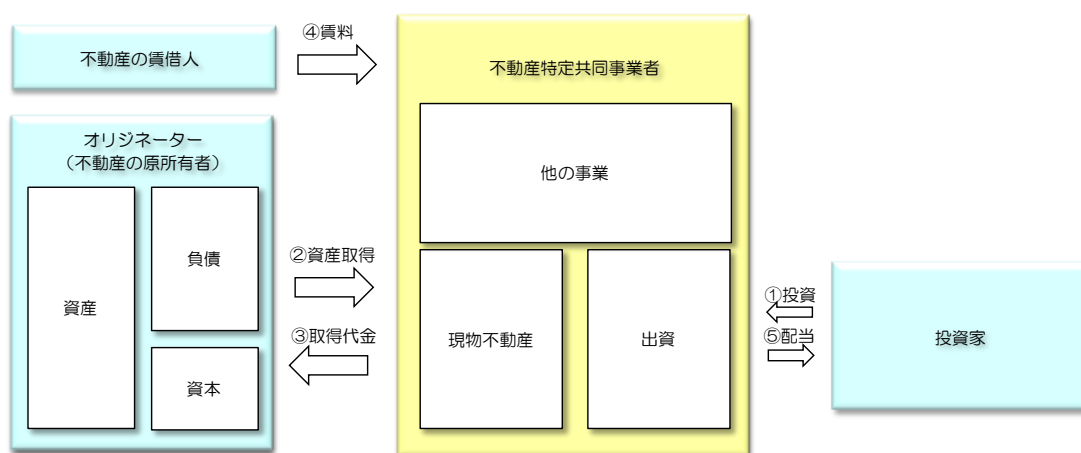
¹⁴ 不動産特定共同事業者が営業者を務め、事業参加者が匿名組合員として出資を行う契約をいう（商法第 535 条）。

¹⁵ 不動産特定共同事業者が事業参加者から賃貸借の委任を受けることを前提として不動産の共有持ち分を売却し、当該不動産の共有持分に相当する使用権限について賃貸借の委任を受ける契約をいう。

事業主体となって、不動産特定共同事業契約に基づき投資家から出資を受け、不動産取引を行い、その収益を投資家に分配する。なお、不動産特定共同事業契約を締結し、出資を行った投資家を事業参加者という。

不動産特定共同事業スキームは、新たにSPCを設立して行うのではなく、ディベロッパー等が事業の一環として、投資家からの出資の受け入れと不動産取引を一体として行う。したがって、不動産特定共同事業スキームにおいては、倒産隔離は図られていない。

図表 6 不動産特定共同事業スキーム図



- ① 不動産特定共同事業者は自らが事業主体となって投資家である事業参加者との間で不動産特定共同事業契約を締結しエクイティの調達を行う¹⁶。
- ② 不動産特定共同事業者はオリジネーターから不動産を取得する。
- ③ 不動産特定共同事業者はオリジネーターに不動産取得代金を支払う。
- ④ 不動産特定共同事業者は不動産の賃借人から賃料収入を得る。
- ⑤ 不動産特定共同事業者は投資家である事業参加者に配当を支払う。

(2)不動産等を保有する法人（設立根拠法令）

不動産特定共同事業の許可を受けた不動産特定共同事業者で、一般的には、株式会社である。株式会社の設立根拠法は会社法である。

¹⁶ 他の不動産証券化スキームでは出資と合わせて金融機関から借入れを行うことが多いが、不動産特定共同事業スキームでは不動産特定共同事業者の一事業として行われるため、アセット・ファイナンスとしての借入れができず、不動産特定共同事業者にとっては不動産特定共同事業自体が資金調達としての側面も有するため、実務上、借入れは行われていない。

(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）

不動産特定共同事業契約を締結して当該契約に基づき営まれる不動産取引から生ずる収益又は利益の分配を行う行為を業とする者は不動産特定共同事業（第一号事業）の許可を受ける必要がある（不特法第3条）。

(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）

不動産特定共同事業スキームで、不動産特定共同事業者が事業参加者との間の匿名組合契約に基づき発行する匿名組合出資持分は、金商法上の第2項有価証券に該当しない（金商法第2条第2項第5号ハ）ため、投資家を勧誘する行為を行う者は金商法第28条第2項に規定する第二種金融商品取引業について登録を受ける必要はない。

また、不動産特定共同事業を営む第一号事業者以外の者が不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介をする行為を業として行う場合には、不特法第2条第4項第2号に掲げる業務の種別の許可を受ける必要がある（不特法第3条）。

(5) 対象資産

宅建業法第2条第1号に掲げる宅地又は建物である。

(6) 法人税の特例

不動産特定共同事業スキームでは、法人税法において特段の特例はなく、不動産特定共同事業者は法人税の課税対象となる（法人税法第4条第1項、第5条）が、不動産特定共同事業者が営業者として事業参加者と匿名組合契約を締結した場合における、不動産特定共同事業者の所得の計算にあたっては、匿名組合員に分配すべき利益を損金算入することが認められており、不動産特定共同事業者の段階での課税を実質的に回避することができる仕組みとなっている（法人税基本通達14-1-3）。なお、不動産特定共同事業者が事業参加者との間で不動産特定共同事業契約として、組合契約を締結する場合、当該不動産特定共同事業から生じる収益については、各組合員に分配された金額に応じて、各組合員に対して直接課税されるため、二重課税の問題は生じない。

(7) 不動産流通税の特例

不動産流通税の特例措置はない。

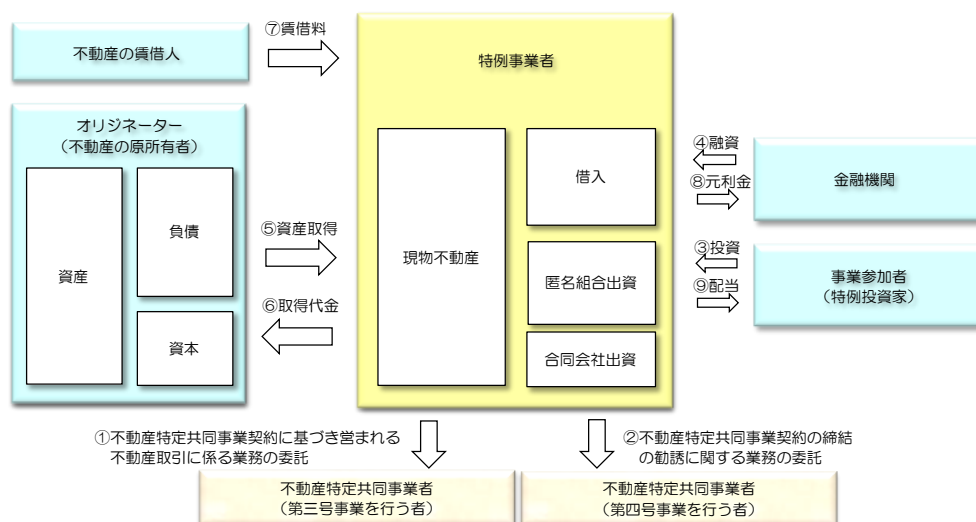
4-2. 特例事業（現物不動産型 GK-TK スキーム）の概要

(1) 概要

不特法に規定する特例事業（以下「特例事業スキーム」という。）は、次の要件を満たした SPC（特例事業者）が許可を受けることなく不動産特定共同事業を実施することができる仕組みである。すなわち、①不動産特定共同事業に基づき営まれる不動産取引に係る業務及び不動産特定共同事業契約の締結の勧誘に係る業務について許可を受けた不動産特定共同事業者に委託すること、②当該 SPC が専ら不特法第 2 条第 4 項第 1 号に規定する行為を行うことを目的とする法人であること、③特例投資家を事業参加者とするものであること、並びに④特例事業の届出を行うことである。以下では、特例事業スキームにおいて実務上一般に用いられるであろう匿名組合契約を用いた特例事業スキームを中心に解説する。

SPC が取得する対象資産が現物不動産か信託の受益権かの違いにより、特例事業スキームと受益権型 GK-TK スキームとは区別される。

図表 7 特例事業スキーム図



- ① 特例事業者は不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引に係る業務を不動産特定共同事業者（第三号事業を行う者）に委託する。
- ② 特例事業者は不動産特定共同事業契約の締結の勧誘に関する業務を不動産特定共同事業者（第四号事業を行う者）に委託する。
- ③ 特例事業者は特例投資家¹⁷との間で不動産特定共同事業契約を締結しエクイティの調達を行う。
- ④ 特例事業者は金融機関から借入れによりデットの調達を行う。

¹⁷ 銀行、信託会社その他不動産に対する投資に関する専門的知識及び経験を有すると認められる者又は資本金の額が 5 億円以上の株式会社をいう（不特法第 2 条、不特法施行規則第 2 条）。

- ⑤ 特例事業者はオリジネーターから現物不動産を取得する。
- ⑥ 特例事業者はオリジネーターに現物不動産取得代金を支払う。
- ⑦ 特例事業者は不動産の賃借人から賃料収入を得る。
- ⑧ 特例事業者は金融機関に元利金を支払う。
- ⑨ 特例事業者は特例投資家に配当を支払う。

(2) 不動産等を保有する法人（設立根拠法令）

特例事業スキームにおいて SPC となるのは主に合同会社であり、その設立根拠法は会社法である¹⁸。

(3) 不動産等を運用する法人に必要な許認可等（根拠法令）

特例事業においては、特例事業者である合同会社は、不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引に係る業務を、第三号事業を行う不動産特定共同事業者に委託する必要がある（不特法第 2 条第 6 項）。したがって、特例事業者の AM は、第三号事業の許可を受ける必要がある。

(4) 投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）

特例事業スキームで、合同会社が特例投資家との間の匿名組合契約に基づき発行する匿名組合出資持分は金商法上の第 2 項有価証券に該当する（金商法第 2 条第 2 項第 5 号ハ）ため、こうした有価証券の募集や私募において、投資家を勧誘する行為を行う者は金商法第 28 条第 2 項に規定する第二種金融商品取引業の登録を受ける必要がある。

また、特例事業者である合同会社は、不動産特定共同事業契約の締結の勧誘の業務を、第四号事業を行う不動産特定共同事業者に委託する必要がある（不特法第 2 条第 6 項）。したがって、投資家を勧誘する者は第四号事業の許可を受ける必要がある。

(5) 対象資産

宅建業法第 2 条第 1 号に規定する宅地又は建物である。

(6) 法人税の特例

特例事業スキームでは、法人税法において特段の特例はなく、特例事業者である合同会社は法人税の課税対象となる（法人税法第 4 条第 1 項、第 5 条）が、特例事業者が営業者として投資家と匿名組合契約を締結した場合における、特例事業者の所得の計算にあたっては、匿名組合員に分配すべき利益を損金算入することが認められており、特例事業者段階での課税を実質的に回避することができる仕組みとなっている（法人税基本通達 14-1-3）。

¹⁸ 特例事業者となる SPC については、法人であること以外に制限がされていないが、実務的には主に合同会社が活用されることが想定されている。

(7) 不動産流通税の特例

特例事業スキームでは、特例事業者が不動産を取得する場合、以下のとおり一定の要件を満たしたものについては登録免許税及び不動産取得税の軽減措置が認められている（登録免許税；租特法第 83 条の 3、不動産取得税；地方税法附則第 11 条第 14 項）。

①登録免許税

特例事業スキームにおいて登録免許税の軽減措置を受けられるのは、特例事業者が不動産特定共同事業契約に係る不動産取引の目的となる不動産を取得した場合で、租特法施行令第 43 条の 3 及び租特法施行規則第 31 条 5 の 2 に規定される一定の要件を満たすときである（租特法第 83 条の 3）。

具体的には、特例事業者が新築、増改築、修繕、模様替えのため不動産特定共同事業契約の締結後（ただし、事業契約は任意組合型・匿名組合型であること）に対象不動産（建築物及び敷地）を取得し、取得後 2 年以内に新築、増改築、修繕、模様替えに着手し、完了後 10 年以内に譲渡すること等を満たす必要がある。

登録免許税の軽減措置は以下のとおり。

- ・ 建物の所有権移転登記に係る登録免許税 1000 分の 20→1000 分の 13
- ・ 建物の所有権保存登記に係る登録免許税 1000 分の 4→1000 分の 3

②不動産取得税

特例事業スキームにおいて不動産取得税の軽減措置を受けられるのは、特例事業者が不動産特定共同事業契約に係る不動産取引の目的となる不動産を取得した場合で、地方税法施行令附則第 7 条第 19 項ないし第 21 項及び地方税法施行規則附則第 3 条の 2 の 17 に規定される一定の要件を満たすときである（地方税法附則第 11 条第 14 項）。

具体的には、登録免許税と同様に、特例事業者が新築、増改築、修繕、模様替えのため不動産特定共同事業契約の締結後（ただし、事業契約は匿名組合型であること）に対象不動産（建築物及び敷地）を取得し、取得後 2 年以内に新築、増改築、修繕、模様替えに着手し、完了後 10 年以内に譲渡すること等を満たす必要がある。

不動産取得税の軽減措置は以下のとおり。

- ・ 取得する不動産の課税標準の算定にあたって不動産価格の 2 分の 1 が控除。

図表 8 不動産証券化スキーム比較表

比較項目	TMK スキーム	受益権型 GK-TK スキーム	REIT スキーム	不動産特定共同事業スキーム	特例事業（現物不動産型 GK-TK）スキーム
不動産等を保有する法人 （設立根拠法令）	特定目的会社 （資産流動化法）	合同会社 （会社法）	投資法人 （投信法）	主に株式会社 （会社法）	主に合同会社 （会社法）
不動産等を保有する法人が業務開始に当たり必要な手続き	・資産流動化法に基づく「業務開始届出」が必要	・適格機関投資家等特例業務を行う場合には、適格機関投資家等特例業務の届出が必要	・投信法に基づく「登録」が必要 ・なお、投資法人の設立にあたり、投信法に基づく「届出」が必要	・不特法に基づく「許可」が必要	・不特法に基づく特例事業者の「特例事業開始届出」が必要
不動産等を運用する法人に関し必要な許認可等（根拠法令）	・資産流動化法 ・金商法	・金商法	・投信法 ・金商法 ・宅建業法	・不特法	・不特法
投資家の勧誘に関し必要な許認可等（根拠法令）	・優先出資証券、特定社債券は金商法上の第 1 項有価証券に該当するため、募集・私募において、金商法上の第一種金融商品取引業登録が必要	・匿名組合出資持分は金商法上の第 2 項有価証券に該当するため、募集・私募において、金商法上の第二種金融商品取引業登録が必要	・投資口及び投資法人債は第 1 項有価証券に該当するため、募集・私募において、金商法上の第一種金融商品取引業登録が必要	・特例事業を除き、不動産特定共同事業契約に基づく権利については金商法上の有価証券とみなされる対象から除外されている。	・特例事業における匿名組合出資持分は金商法上の第 2 項有価証券に該当するため、募集・私募において、金商法上の第二種金融商品取引業登録が必要 ・第四号事業に係る不動産特定共同事業者としての許可が必要
対象資産	・制限なし	・不動産を主たる信託財産とする信託の受益権 ※信託されていない不動産を運用対象とする場合には特例事業スキームに該当。	・特定資産（投信法施行令に定める以下の資産） 有価証券、デリバティブ取引に係る権利、不動産、不動産の賃借権、地上権、約束手形、金銭債権、匿名組合出資持分、商品、商品投資等取引に係る権利、再生可能エネルギー発電設備、公共施設等運営権	・宅地建物取引業法 2 条 1 号に規定する宅地又は建物	・宅地建物取引業法 2 条 1 号に規定する宅地又は建物

比較項目		TMK スキーム	受益権型 GK-TK スキーム	REIT スキーム	不動産特定共同事業スキーム	特例事業（現物不動産型 GK-TK）スキーム
法人税の特例		・租特法による特例あり	・特例なし (ただし、匿名組合契約の配当については損金算入可能：法人税基本通達)	・租特法による特例あり	・特例なし (ただし、匿名組合契約の配当については損金算入可能：法人税基本通達)	・特例なし (ただし、匿名組合契約の配当については損金算入可能：法人税基本通達)
不動産流通税の特例	登録免許税	【不動産の場合】 移転登記(※1) ・本則税率 20/1000→13/1000 【信託の受益権の場合】 ・受益者変更に伴う登録免許税は 1 件 1,000 円	・受益者変更に伴う登録免許税は 1 件 1,000 円	【不動産の場合】 移転登記(※1) ・本則税率 20/1000→13/1000 【信託の受益権の場合】 ・受益者変更に伴う登録免許税は 1 件 1,000 円	・特例なし	移転登記(※1) ・本則税率 20/1000→13/1000 保存登記(※1) ・本則税率 4/1000→3/1000
	不動産取得税	【不動産の場合】 ・課税標準の 3/5 を控除(※1) 【信託の受益権の場合】 ・信託の受益権の譲渡につき、不動産取得税は非課税	・信託の受益権の譲渡につき、不動産取得税は非課税	【不動産の場合】 ・課税標準の 3/5 を控除(※1) 【信託の受益権の場合】 ・信託の受益権の譲渡につき、不動産取得税は非課税	・特例なし	・課税標準の 1/2 を控除(※1)
特徴		・特定目的会社（Tokutei Mokuteki Kaisha）のローマ字の頭文字をとって TMK と呼ばれる。 ・不動産の取得・運用・処分を実施するための「資産流動化計画」が必要。	・合同会社（Godo Kaisha）と匿名組合（Tokumei Kumiai）契約を組み合わせたスキームであるため、それぞれのローマ字の頭文字をとって GK-TK スキームと呼ばれる。 ・合同会社(会社法に基づく)を利用し、投資家から匿名組合出資(商法に基づく)で資金を調達する仕組み。	・Real Estate Investment Trust（不動産投資信託）の頭文字をとって REIT と呼ばれる。REIT は米国の制度であるため、日本版 REIT という意味で J-REIT とも呼ばれる。 ・投資口を上場することで、幅広い投資家からの資金調達が可能。	・不動産会社等が事業主体となって、投資家から出資を受けて現物不動産の取引を行い、その収益を投資家に分配するスキーム。 ・不動産特定共同事業法の許可を受けた事業者が行う事業。	・不動産特定共同事業法改正により、倒産隔離を図るため特例事業開始届出を行った特例事業者（合同会社）が不動産特定共同事業を行う者に対して第三号事業を委託することにより現物不動産を対象不動産とした GK-TK スキームの活用が可能となった。

※1 時限立法

平成 27 年 3 月
株式会社 日本経済研究所