

不動産証券化における不動産管理処分信託の活用について

- YKTKスキームを中心に -

2005年6月27日

興和不動産株式会社  
不動産ファンド準備室長  
田辺信之

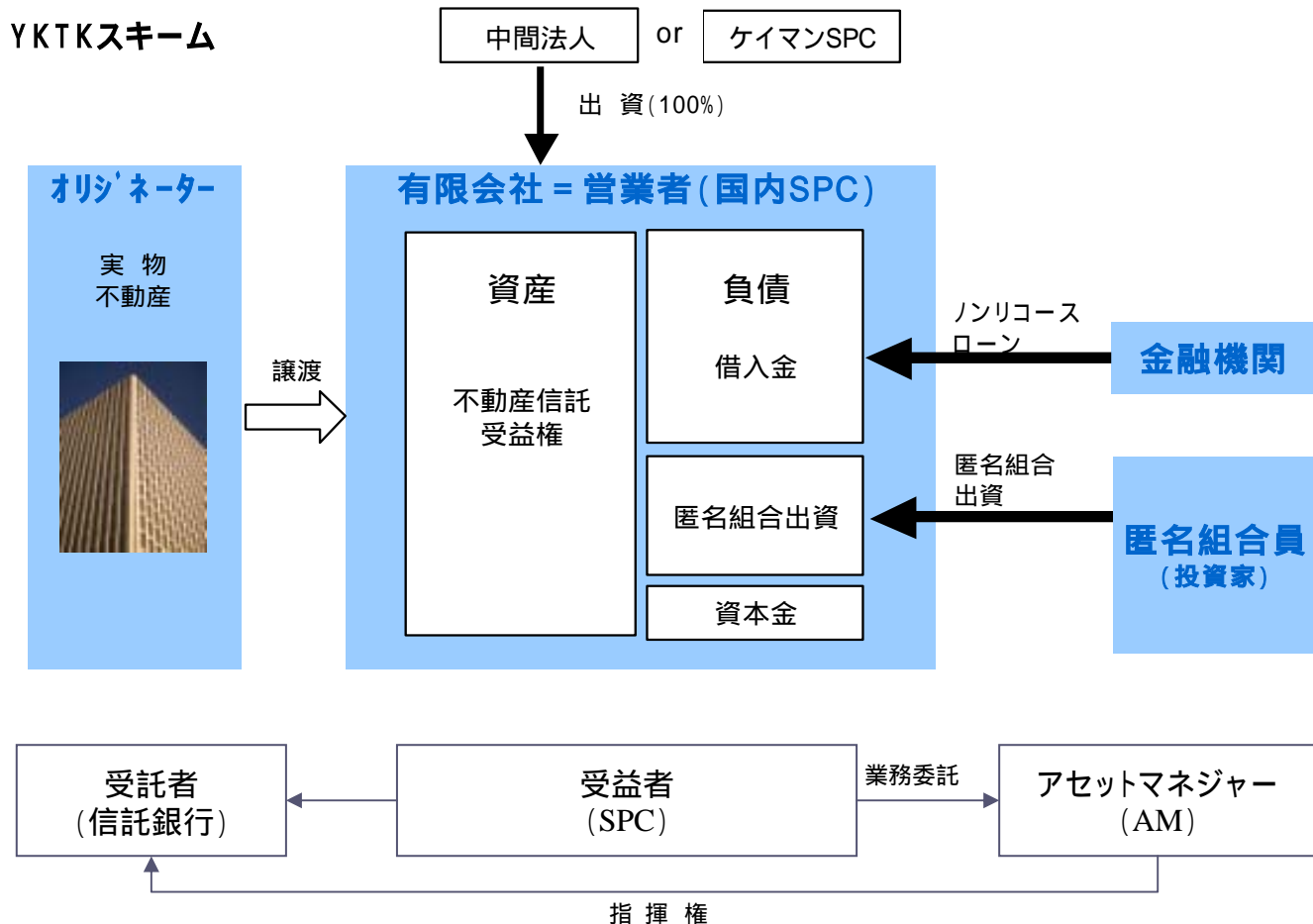
# 目次

- I. YKTKスキームの概要
  - II. 不動産投資ビジネスにおけるYKTKの活用類型
  - III. 開発型証券化の実際(賃貸住宅)
    - 1 一般的な開発プロセス
    - 2 都市型賃貸住宅の事例
  - IV. 不動産証券化の観点から見た不動産管理処分信託
- (参考) 不動産証券化における実務上のポイント

## ・ YKTKスキームの概要

# 有限会社 + 匿名組合契約 ( YKTK ) の基本的スキーム

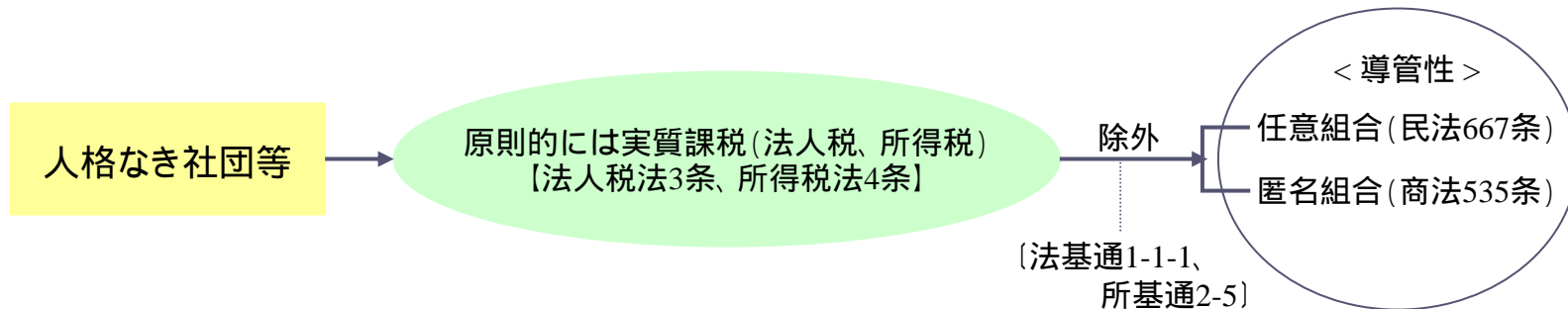
- 媒体 ( SPC ) : 有限会社
- 資産運用 : 不動産信託受益権
- 資金調達 : 責任財産限定特約付き融資 ( ノンリコースローン )、匿名組合出資



# YKTK スキームの構成要素と狙い

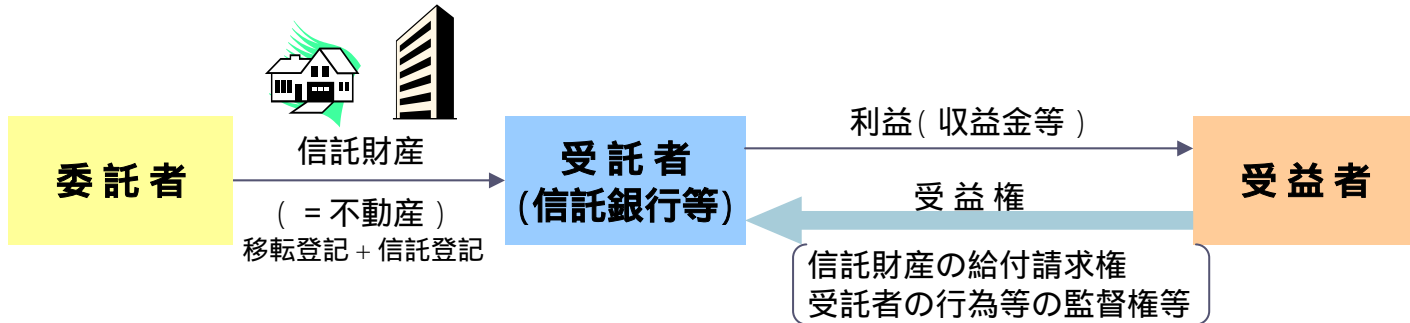
～ 既存の制度の組合せでありスピーディーなスキーム組成が可能 ～

スキームの構成要素	利用するメリット
不動産信託受益権	匿名組合営業者は不動産特定共同事業法の許可は要件ではない 自由度が高い 税制メリット(不動産取得税は非課税、登録免許税は軽減)
有限会社	媒体としての組成管理維持コストが、株式会社に比し低廉(最低資本金300万円、取締役1名、監査役不要) 責任財産限定特約付融資を受けることが可能(但し、社債発行は不可)
匿名組合出資	営業者の所得計算上、利益の分配につき損金算入可能 導管性 エクイティ出資としての性格を契約上明確化できる 利益の分配又は出資の払戻を自由に行える



# 不動産信託受益権 ( 1 )

## ● 信託スキーム



## ● 不動産信託受益権が取引に用いられる理由

不動産流通税の減免 ( 不動産取得税、登録免許税 )

不動産のプロである信託銀行による実物不動産のチェック

通常の賃貸不動産の譲渡よりも手続きが簡便

- 受託者は変わらないので、入居者・管理者等への通知、入居保証金返還債務の引受等の手続きが不要

取引の匿名性

- 受益者が変わっても、不動産の所有権登記名義人は受託者のまま。但し、信託原簿の受益者名義は変更

権利の数の転換が容易

資料：信託受益権関連部分は、ARES等主催による「信託受益権販売業務および信託関係法令に関する知識」習得研修資料( 2005年2月15日開催 )、ARES Vol.13「信託業法の改正が不動産流動化に与える影響」等を基に作成。

# 不動産信託受益権 ( 2 )

## ◆ 信託受益権の取引

- 取引形態：相対市場での取引 → 受益権価格は当事者の交渉で決定
- 宅建業法、不動産特定共同事業法の適用なし → 法的には実物不動産と明確に区分
- 証取法の適用なし(不動産管理処分型信託受益権の場合)
- 売買手数料：不動産仲介に準じた水準
- 取引の手順：取引成立 → 信託受益権販売業者は受託者に通知(第三者対抗要件)
  - 受託者は旧信託受益権証書を回収, 新受益者に新信託受益権を発行
  - 受託者は信託原簿の受益者欄を変更登記

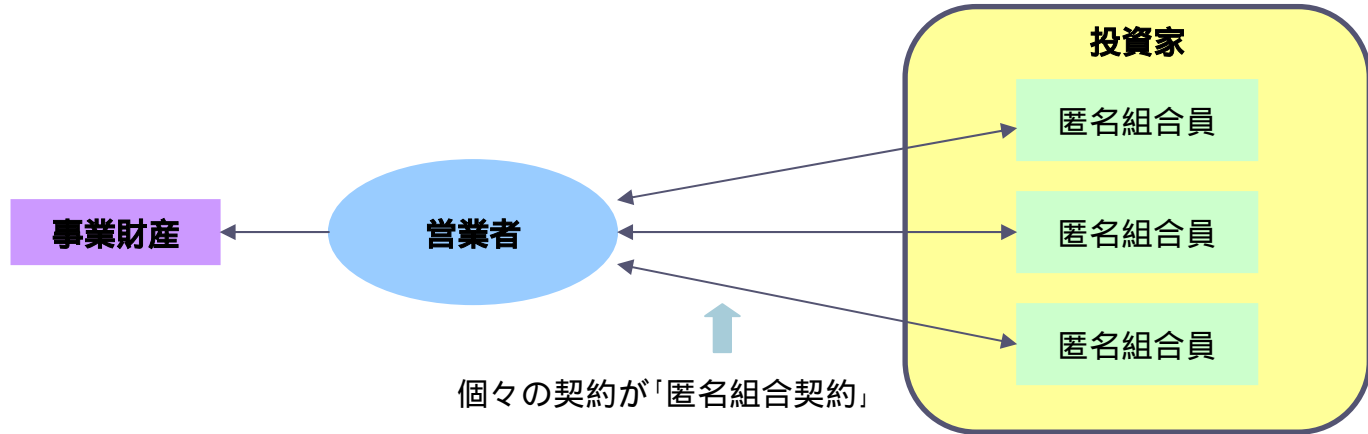
## ◆ 信託受益権の税務

- 法人税法, 所得税法, 地方税のうち住民税 → 実質課税の原則  
財産の所有者が単なる名義人で、利益が別の者に帰属する場合 → 利益の帰属する者(受益者)に課税
- 消費税
  - ┌ 受益者が特定 → 受益者に課税
  - └ 受益者が不特定又は未存在 → 委託者に課税 (消費税法14条)
- 登録免許税  
不動産評価額の0.4% ( 但し、2006年3月までは0.2% )
- 不動産取得税  
非課税
- 固定資産税、都市計画税、特別土地保有税等  
基準日の名義人に課税 → 受託者に課税( 地方税法 )、受託者は信託財産から納付

# 匿名組合(1)

## ◆ 匿名組合契約の意義(商法第535条～542条)

当事者の一方(出資組合員)が相手方(営業者)のために出資をし、営業者がその営業から生ずる利益を分配することを約束する契約 → 出資の合意+利益分配の合意



## ◆ 匿名組合の特徴

匿名組合員が出資した財産は、営業者の単独財産となり、匿名組合員は持分、処分権を持たない

匿名組合は、対外的には営業者の単独事業。匿名組合員は利益分配請求権や出資額返還請求権(債権)を有するにすぎない。但し匿名組合員には営業監視権あり。

匿名組合員は出資財産の範囲内での損失負担義務を負う(但し、契約上で追加出資義務が規定されることあり)

匿名組合レベルで生じた損益は匿名組合に帰属

## ◆ 匿名組合員の地位の譲渡

- 「利益配当請求権+出資額返還請求権」(債権)の譲渡
- 営業者の承諾が必要



## 匿名組合(2)

### ◆ 匿名組合と認定される税務上の要件(実質判断)

営業者の事業の事業性

匿名組合員が営業者の事業リスク・便益を共有

匿名組合員が事業に一定以上の統制を行っていない

### ◆ 営業者への課税

- 内国法人 → 法人税の課税対象

- 営業者の益金(損金)に算入すべき額 =

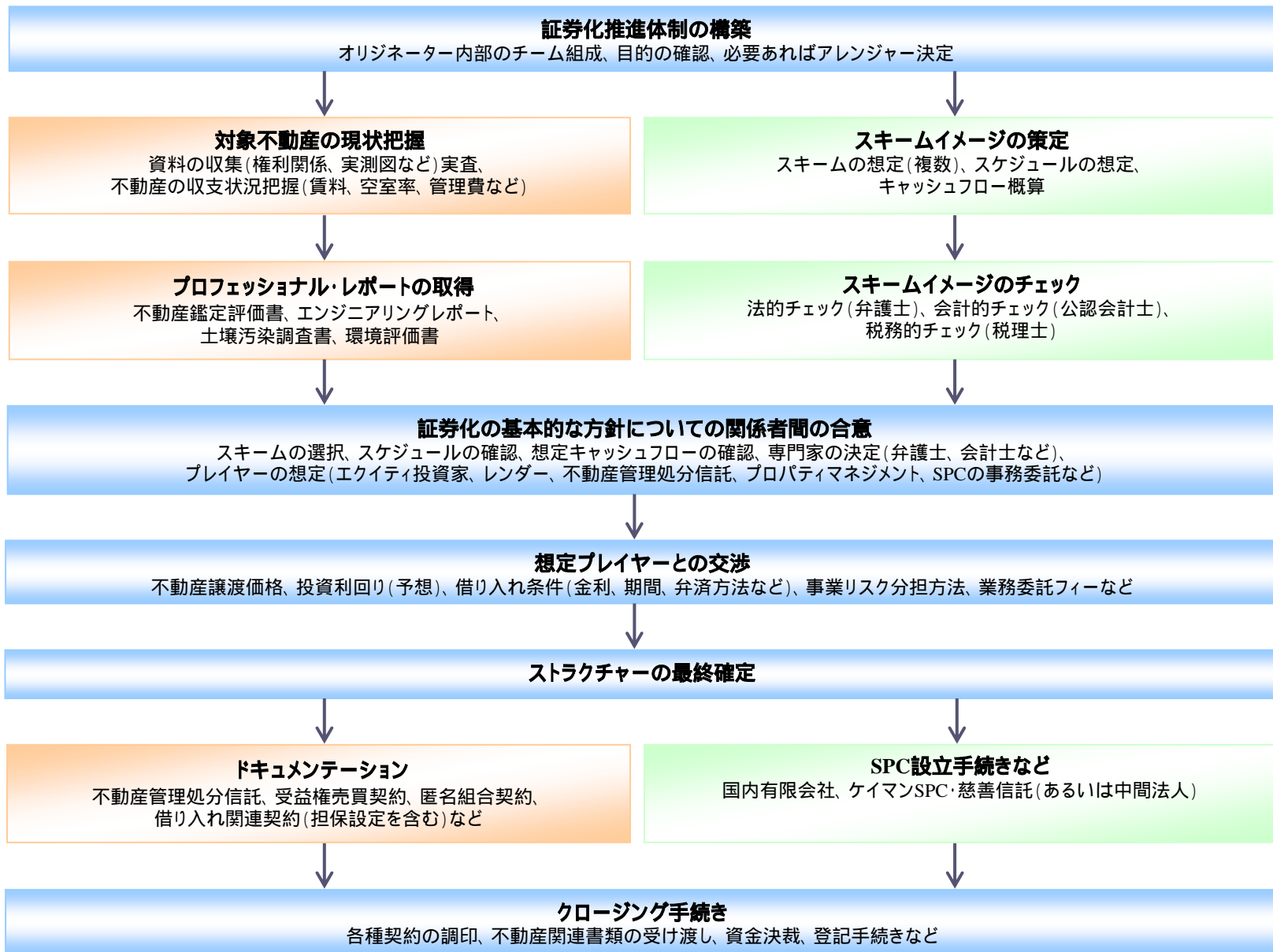
匿名組合営業による利益額(損失額) - 匿名組合員への分配利益額(損失額)

### ◆ 投資家への課税

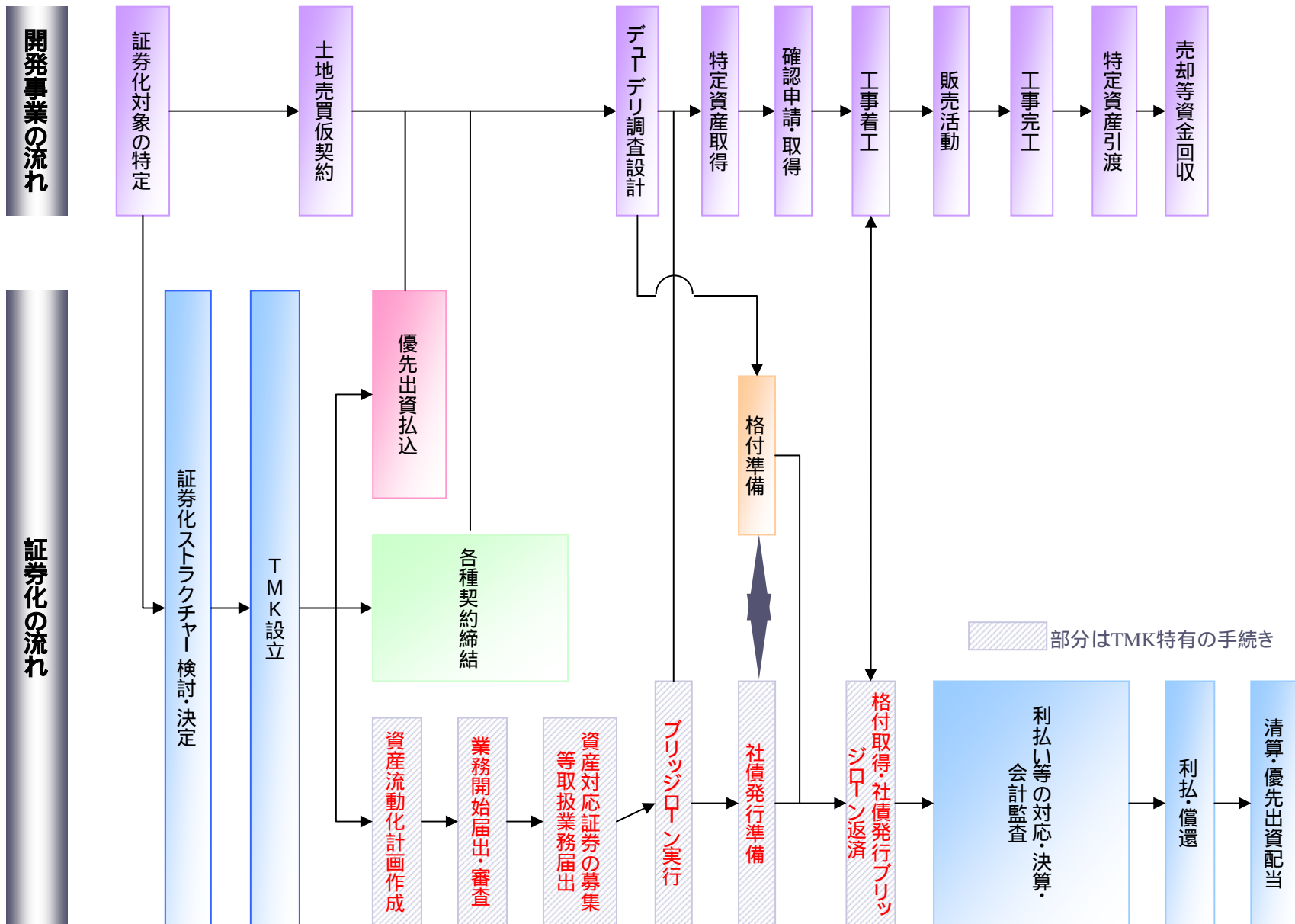
- 居住者 : 総合課税
- 内国法人 : 益金又は損金に算入

(注)匿名組合員が10人以上のときは20%の源泉徴収

# YKTKによる証券化実務の流れ



# TMKによる証券化スキーム(開発型)

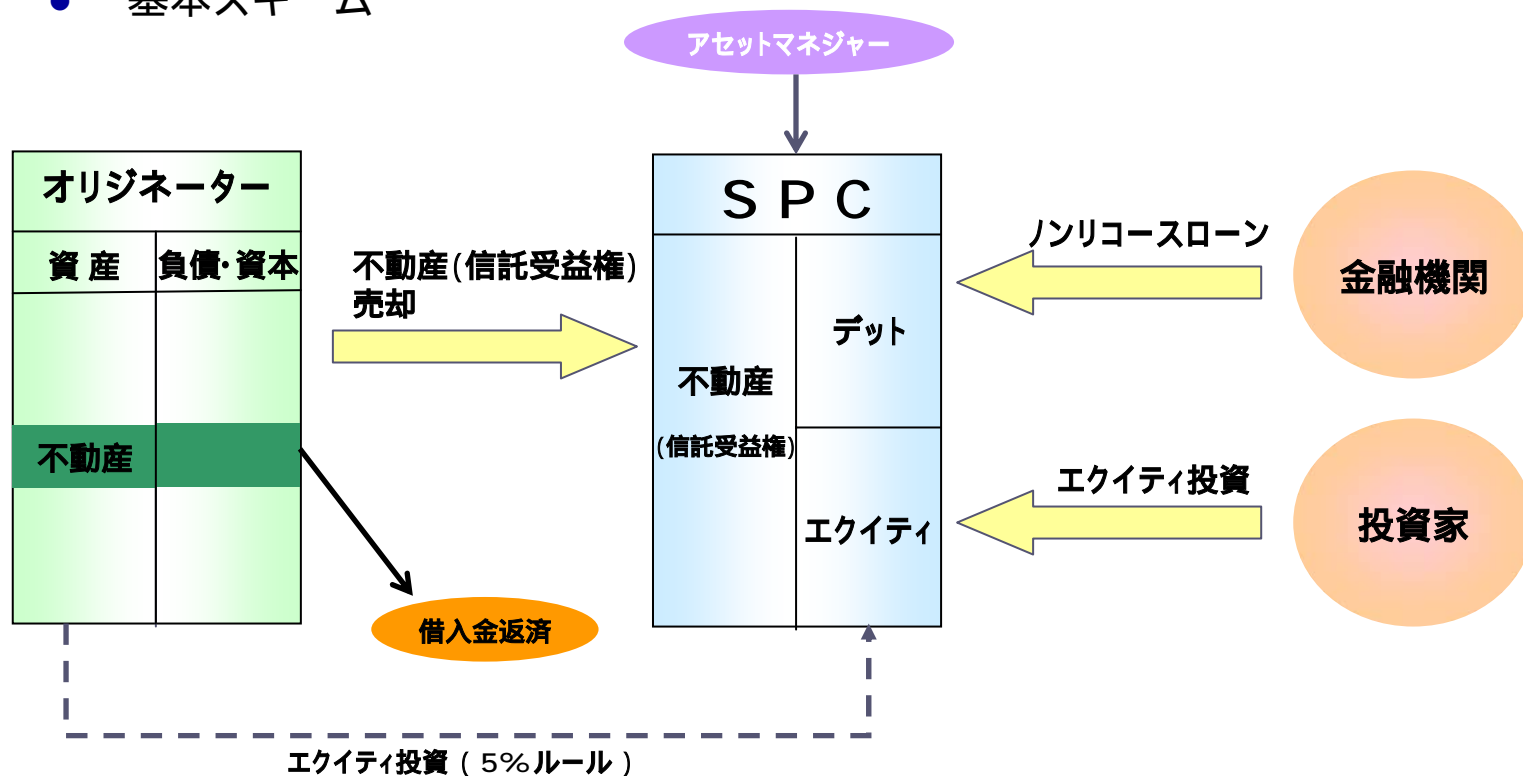


## ・ 不動産投資ビジネスにおけるY K T K活用類型

# 不動産投資ビジネスにおける活用類型

## 単純流動化型

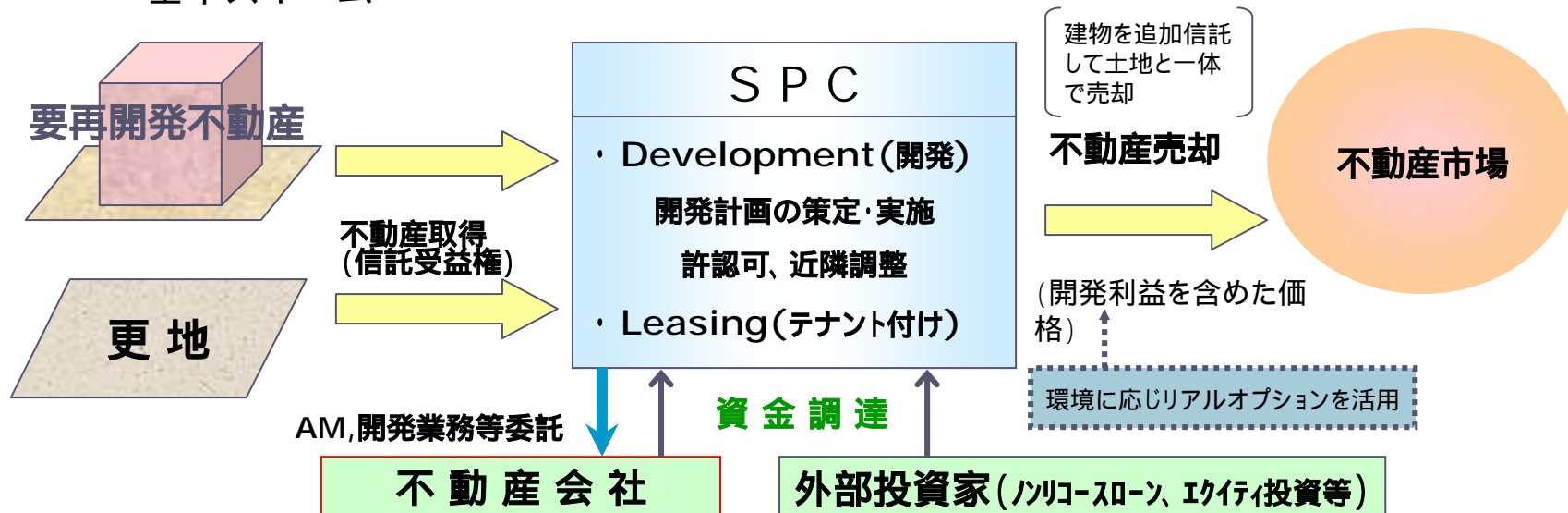
- 目的：保有不動産のオフバランス、オフバランス後のビジネス機会の補捉
- 基本スキーム



# 不動産投資ビジネスにおける活用類型

## Development 型

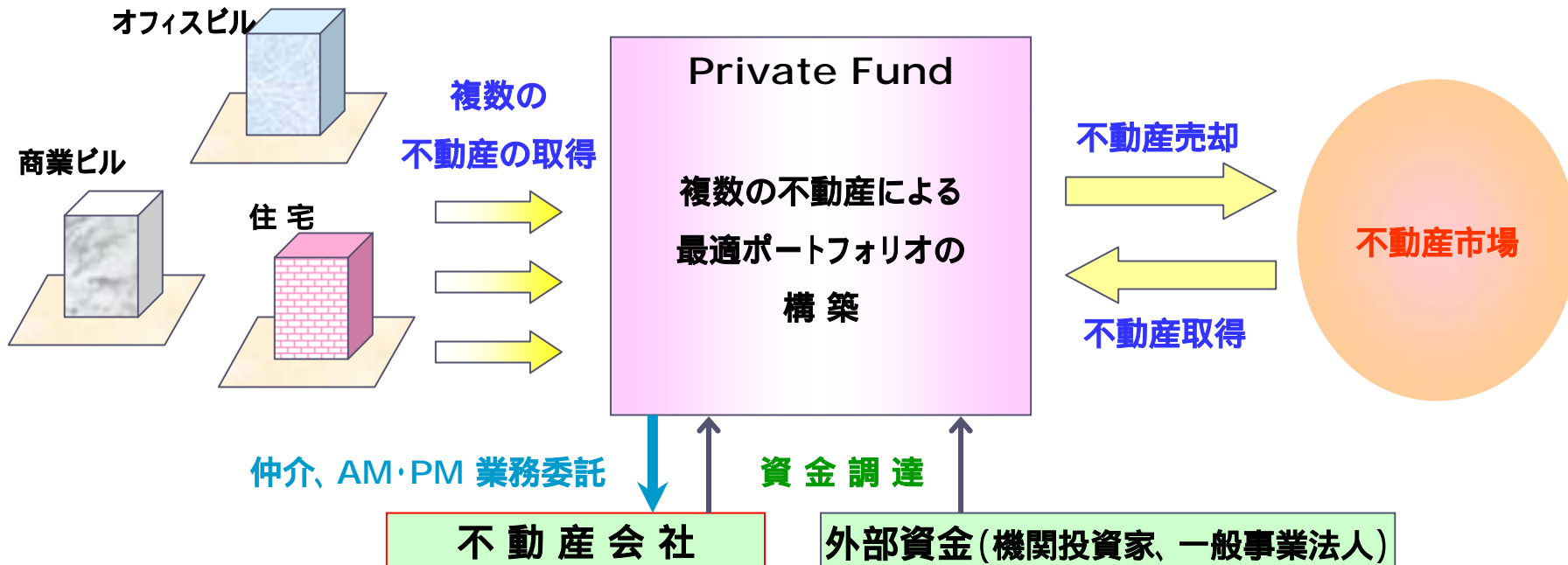
- 目的： 開発利益の獲得、外部資金の活用
- 基本スキーム



# 不動産投資ビジネスにおける活用類型

## Fund 活用型

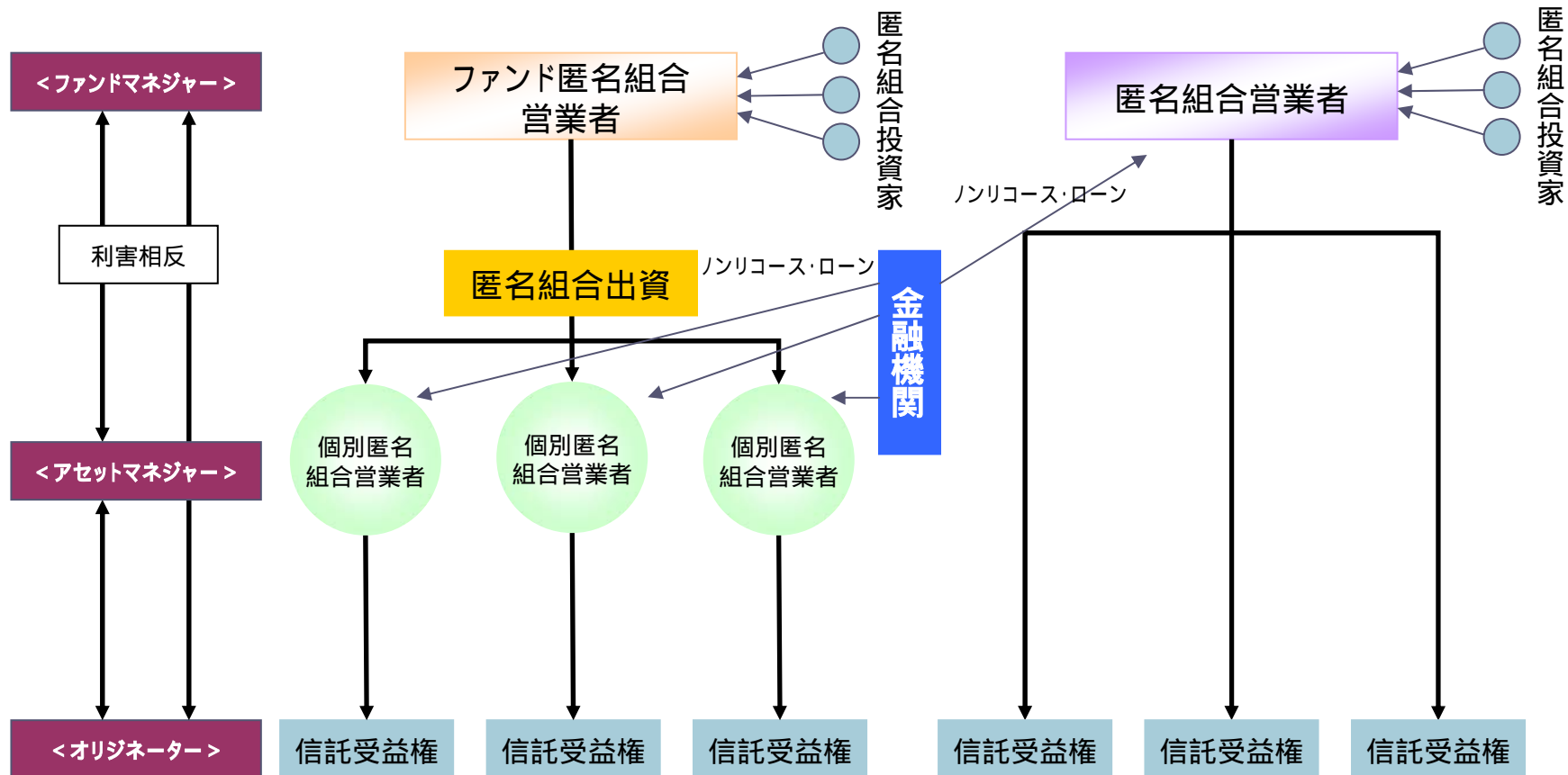
- 目的 : 支配玉の拡大、仲介・AM(Asset Management)・PM(Property Management)フィーの獲得
- 基本スキーム : 投資家の資金を不動産で運用することによる収益を捕捉



# プライベートファンドのストラクチャー

( ) 2段階ストラクチャー

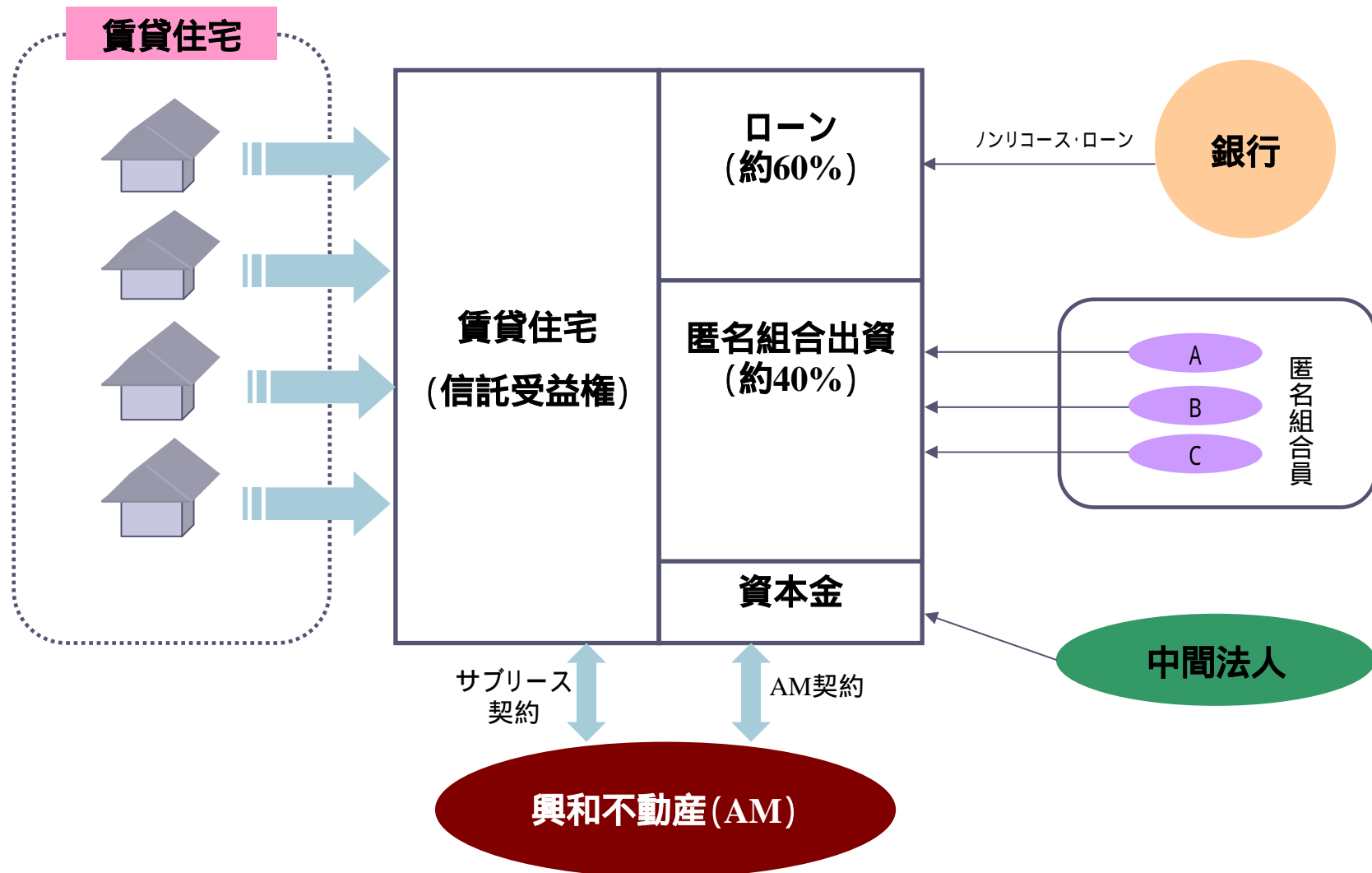
( ) シンプルストラクチャー





# ファンド活用型証券化の事例(賃貸住宅ファンド)

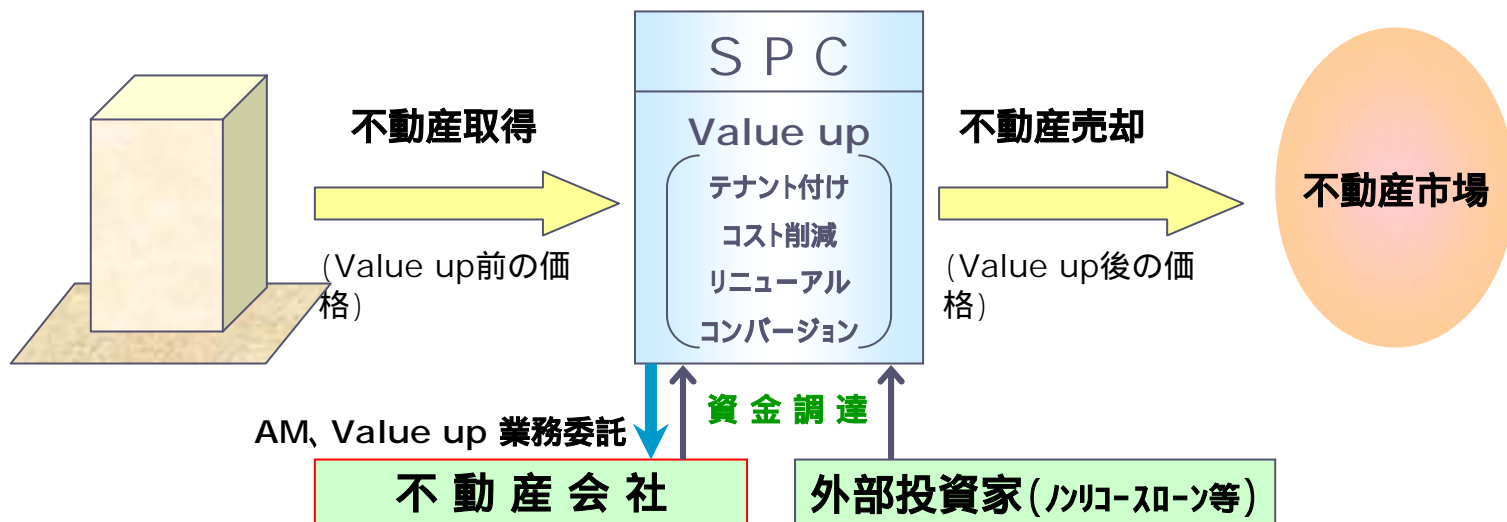
～ オリジネーターからのオフバランスとファンド組成物件の個々の特性を活かした出口戦略を構築 ～



# 不動産投資ビジネスの代表的事業スキーム

## Value up 型

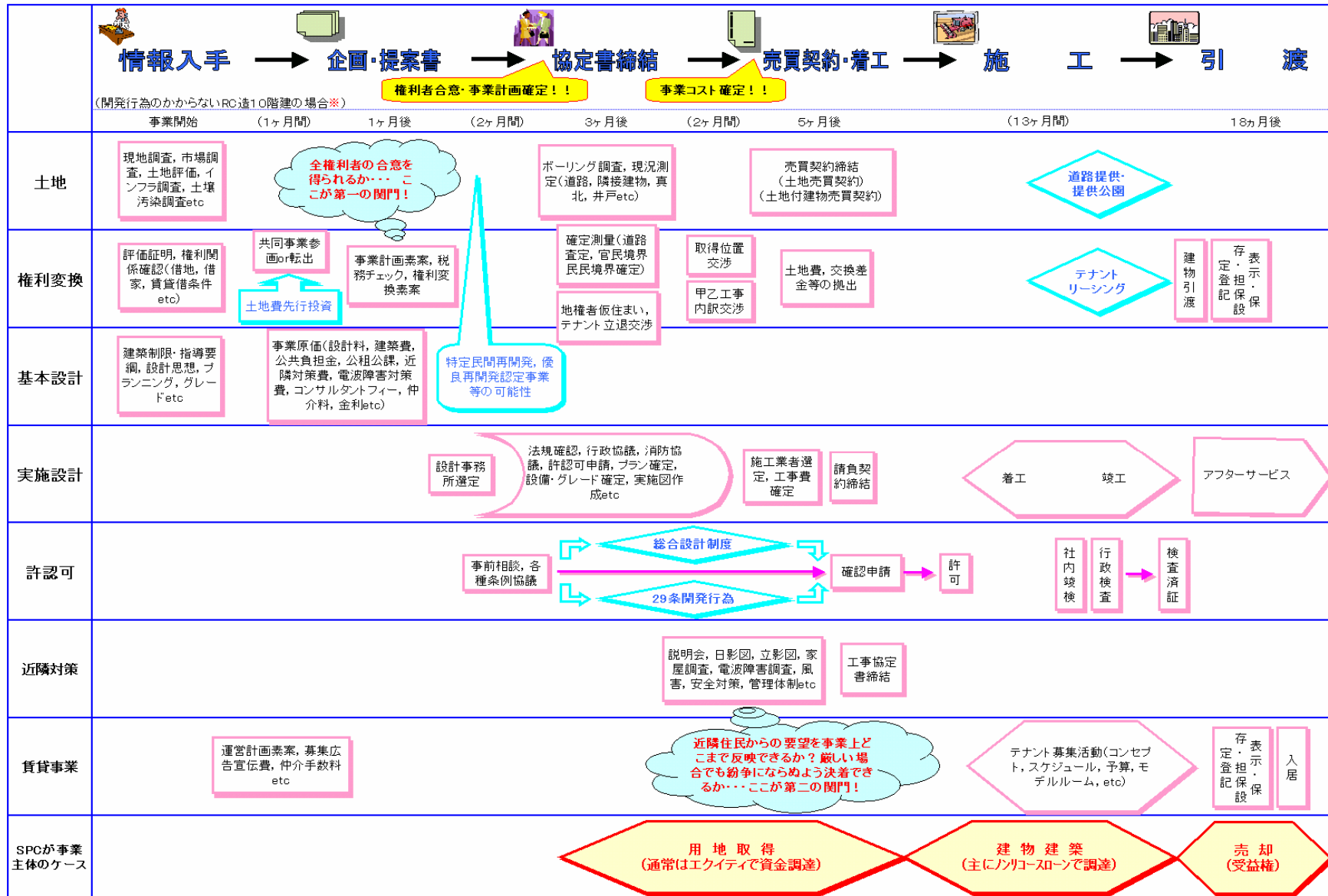
- 目的：付加価値向上(収支改善、リニューアル、コンバージョン等)による利益の獲得、外部資金の活用
- 基本スキーム



## ・ 開発型証券化の実際

## -1. 一般的な開発プロセス

# 賃貸住宅の開発プロセス(地権者共同事業型)



※工程は順調に進捗した場合の想定です。状況により、さらに時間を要す場合もあります。

# リスクへの対応策

	リスク要因	主な対応策(例示)
土地関連	土壌汚染リスク	事前の環境調査
	埋蔵物リスク	事前の環境調査
	境界リスク	隣接地の地権者と事前に境界確認をする
事業関連	許認可リスク (建築確認、開発許可など)	事前の許認可取得交渉、建築確認まではつなぎ資金として借り入れ、確認後に長期資金に借り換え
	近隣リスク(近隣住民による開発反対など)	事前の十分な近隣交渉、建築確認まではつなぎ資金として借り入れ、確認後に長期資金に借り換え
	関係事業者(開発事業者、建設事業者など)の破綻リスク	破綻リスクの少ない事業者の選定、バックアップサービス(代替事業者)の用意、履行保険
	予算費用超過リスク	各種請負契約(設計、建設など)を確定金額で締結、キャッシュリザーブ(余剰資金を留保しておくこと)
	竣工遅延リスク	キャッシュリザーブ、期間的余裕をみた資金調達
	不可抗力リスク(天災など)	事前の耐震度調査(PMLの算定)、キャッシュリザーブ
	マーケットリスク(マンションの売れ行き、賃貸用不動産のテナント確保など)	事前の十分な市場調査、信用と実績のある販売会社・仲介会社の利用、キャッシュリザーブ
	事故リスク	保険加入(建築保険、火災保険など)、キャッシュリザーブ
	第三者賠償リスク(事故などによる第三者への損害賠償)	請負賠償責任保険への加入など
財務関連	金利リスク(金利上昇による事業採算性の低下)	固定金利の借り入れ、スワップ契約の締結による借り入れ金利の固定化
	税務リスク(会計と税務処理の不一致による課税など)	信用ある会計士、税理士の登用

## -2. 都心型賃貸住宅開発の事例

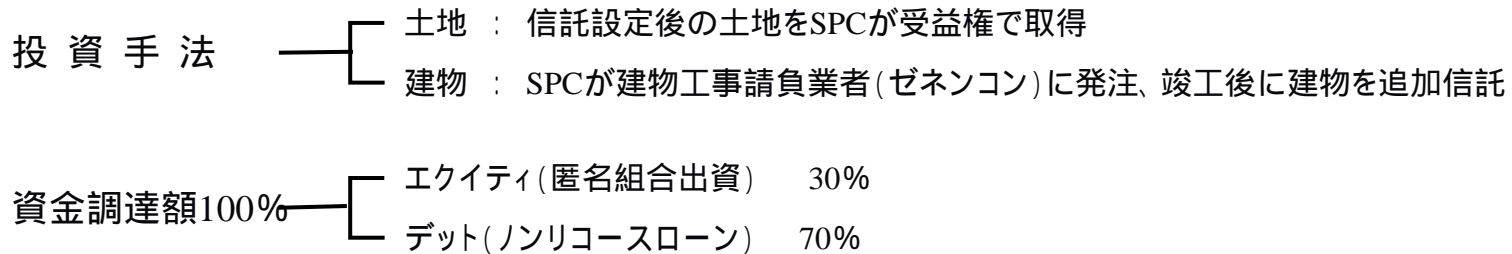
# 賃貸住宅PJの概要

- ◆ 所在地 東京都
- ◆ 建物概要
  - 敷地面積 約1,000m<sup>2</sup>
  - 延床面積 約7,000m<sup>2</sup>
  - 住戸数 約100戸
- ◆ 事業主 数社
- ◆ 事業スケジュール
  - X 年12月 SPCにて土地取得
  - X + 1年11月 建築確認取得・着工
  - X + 3年 2月 竣工・引渡
- ◆ 事業スキーム YKTK(不動産信託 + 有限会社 + 匿名組合)  
建物竣工後にSPC(有限会社)が一棟売却



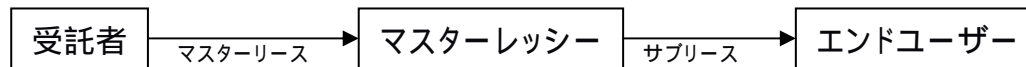
# 事業スキームの特徴

## ◆ SPCの投資・資金調達

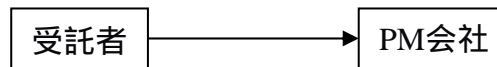


## ◆ PM(リーシング、管理)

- リーシング : 竣工前から「賃貸借予約契約」に基づき、買主の指定するPM会社がリーシング開始



- 管理 : 受託者からPM会社に委託



## ◆ SPCからの売却

- 売却対象物 : 信託受益権
- 売却時期 : 竣工と同時に売却(建物を追加信託後、土地建物を一体で売却)
- 瑕疵担保責任
- 品確法、アフターサービス

cf. 分譲マンションでは専有卸スキームが使用されるケースが多い

## ・ 不動産証券化の観点から見た不動産管理処分信託

# 不動産証券化実務と信託受益権：(不動産信託受益権 VS 実物不動産(TMK))

## 1. 不動産売買に係るコスト

費用項目	信託受益権	実物不動産(TMK)
<b>取得前</b>		
信託設定登録 免許税	土地課税標準 × 0.2% 建物課税標準額 × 0.2%	-
信託報酬(設定 時)	定額/不動産評価額 × 0.01-0.1%	-
<b>取得時</b>		
仲介手数料	不動産評価額 × 3%	不動産評価額 × 3%
不動産取得税	-	土地課税標準 × 1/2( 1) × 1/3( 2) × 3%( 3) 建物課税標準額 × 1/3( 2) × 3%( 3)
登録免許税	(受益者名義変更登記費用)	土地課税標準 × 0.6%( 3) 建物課税標準額 × 0.6%( 3)
消費税	建物課税標準額 × 5%	建物課税標準額 × 5%
<b>保有時</b>		
固定資産税	土地課税標準 × 1.4% 建物課税標準額 × 1.4%	土地課税標準 × 1.4% 建物課税標準額 × 1.4%
都市計画税	土地課税標準 × 0.3% 建物課税標準額 × 0.3%	土地課税標準 × 0.3% 建物課税標準額 × 0.3%
信託報酬(期中)	不動産評価額 × 0.05-0.07%	-

1は2005年12月31日、 2は2007年3月31日、 3は2006年3月31日まで

## ■ SPCの負担額

(単位：百万円)

		信託受益権	実物不動産(TMK)
取得	取得前	21	-
	取得時	405	492.5
	合計	426	492.5
保有(累計)	保有時 (初年度の み)	126	119
	5年間保有	1,056	1,087.5
	10年間保有	1,686	1,682.5
	20年間保有	2,946	2,872.5

(注)信託報酬の水準によって計算結果は変化します

## ■ SPCのPLへの影響

不動産取得時のコストは資産計上、後に減価償却



取得時の費用が平準化され、PL上は実物不動産に有利に作用

## 2. 定量比較(試算)

### 前提

- 不動産時価 100億円(土地70億円、建物30億円)
- 課税標準 土地・建物共に時価の70%
- 信託報酬 設定時0.07%、期中0.07%

## 3. 定性比較

### (信託受益権のメリット)

- 不動産のプロである信託銀行による不動産のチェック
- 実物の賃貸不動産の譲渡よりも手順が簡便

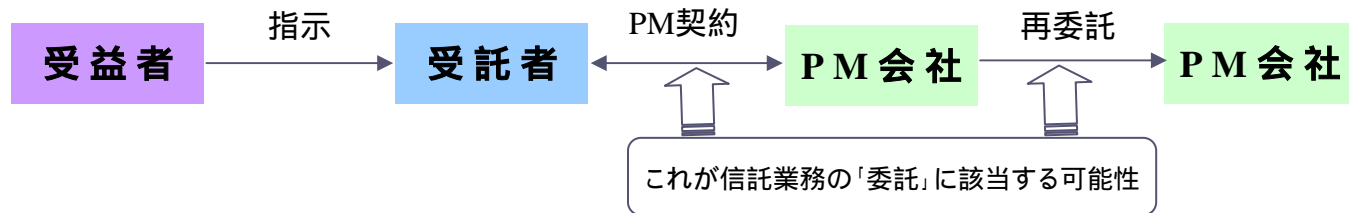
### (実物不動産のメリット)

- 信託設定の手間が不要
- キャッシュ・フローの自由度が高い

# プロパティマネジメント (PM) 業務と信託業務の委託 (1)

## ◆ PM業務における信託業務の委託

改正前	PM会社に対して委託可能な信託業務の対象範囲については、具体的な規程なし PM業者の業務遂行についての受託者の責任が不明確
改正後	<p>信託会社が信託業務の一部を第三者に委託可能なケース(信託業法第22条, 1項)</p> <p>信託業務の一部を委託すること、及びその委託先が信託契約で明らかにされていること( ) 委託先が信託業務を的確に遂行できること 委託契約で、委託先が「委託財産」を自己の「固有財産」と分別管理すること、信託会社の監督権限等の条件が付されていること (注) 詳細は内閣府令(信託業法施行規則第29条)にて規定 ( ) 信託業務の全部の委託は禁止</p>



## ◆ 信託業務の委託に該当する行為

- 原則 業務の内容及び個々の信託財産の管理又は処分の状況等に照らして、当該「第三者」が信託財産の管理又は処分に  
関する裁量を有すると認められるか否かにより判断(監督指針3-3-5)
- 具体例

該当する可能性があるもの	該当しないもの
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 建物及び設備の保守・修繕業務</li> <li>● 賃料の請求・徴収業務</li> <li>● テナントの賃貸借契約に関する媒介業務</li> <li>● 駐車場管理業務</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 設備運転管理業務</li> <li>● 清掃業務</li> <li>● 警備業務</li> <li>● 植栽管理業務</li> </ul>

## ◆ 受託者の責任(信託業法第23条) 信託銀行が対応の要

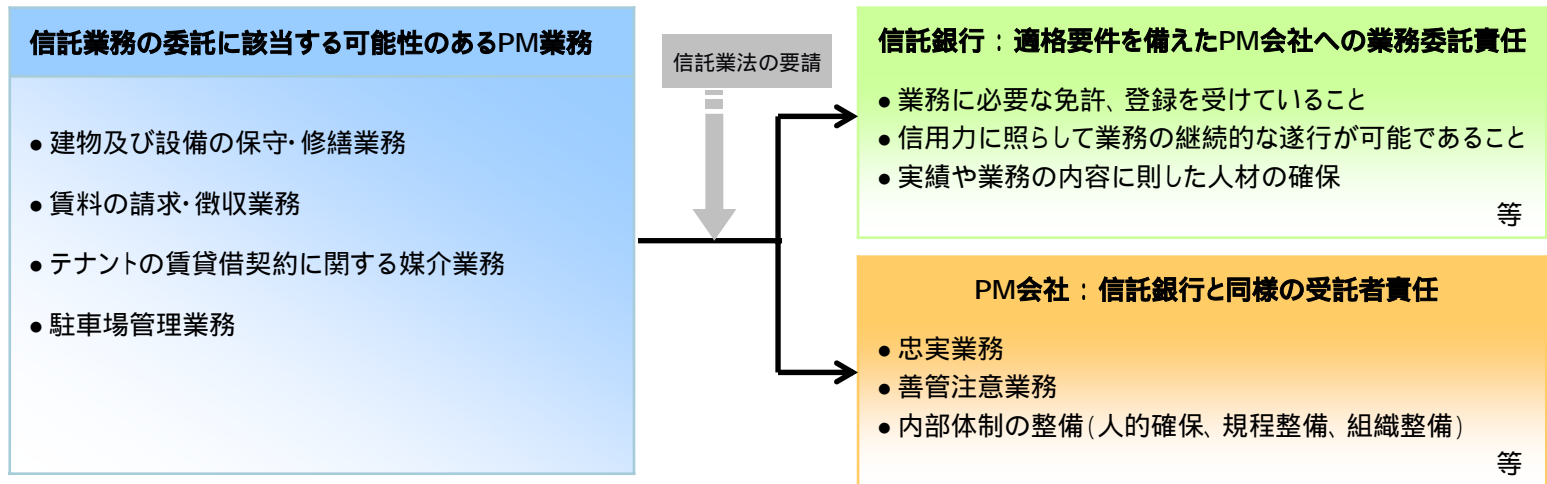
- 信託会社は委託先が受益者に与えた損害賠償責任を負う。(但し、民法715条の使用者責任の準用)

## ◆ 委託先にも信託業法の規定の適用(信託業法第22条2項) → PM会社が対応の要

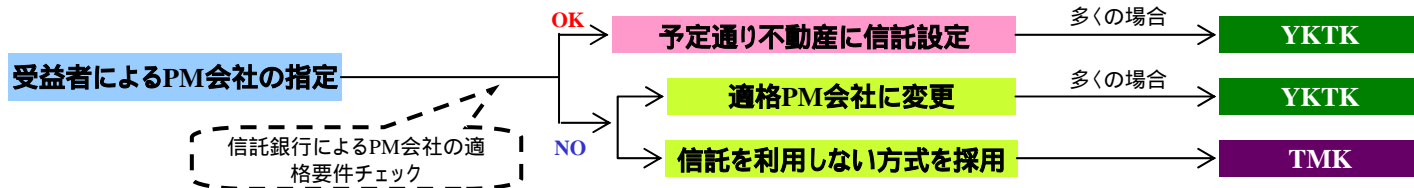
- 忠実業務、善管注意義務、内部管理体制の整備(人的確保、規程整備、組織整備)。但し罰則規定なし。

# プロパティマネジメント (PM) 業務と信託業務の委託 (2)

## 〔 PM業務と信託業法の要請 〕



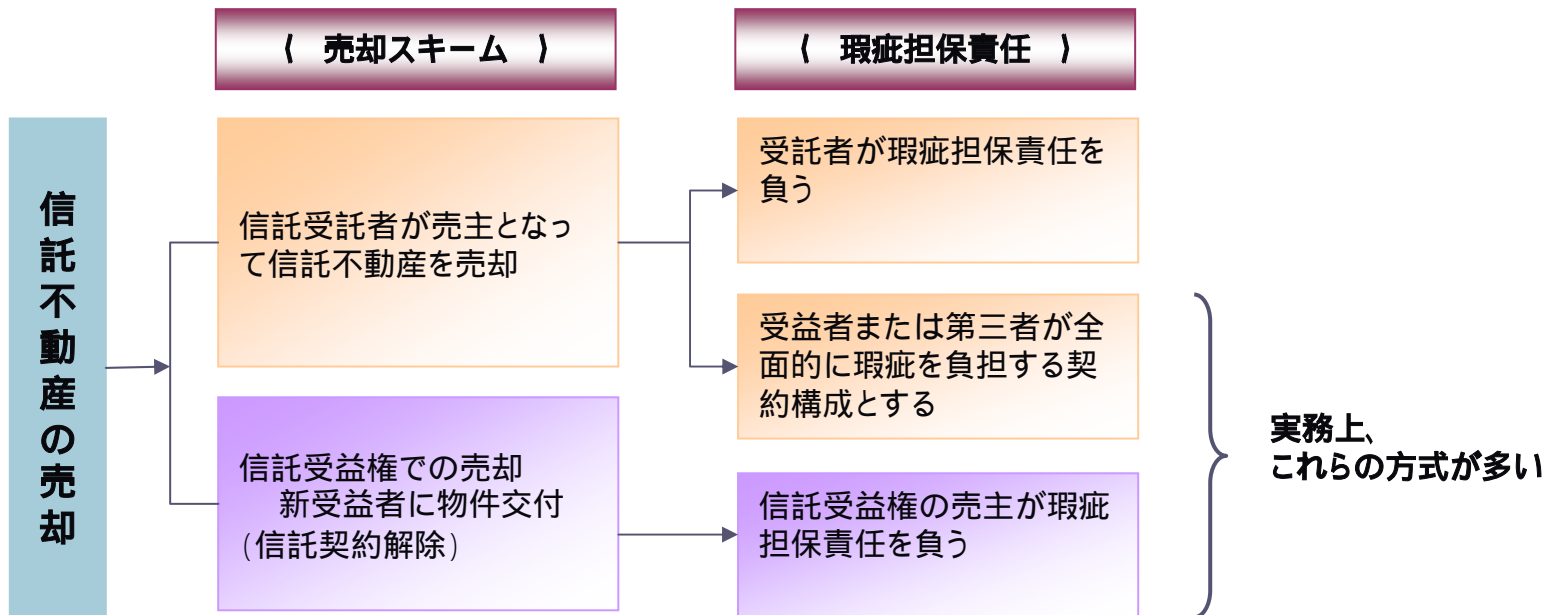
## 〔 不動産証券化への影響 〕



# 信託不動産の売却と瑕疵担保責任

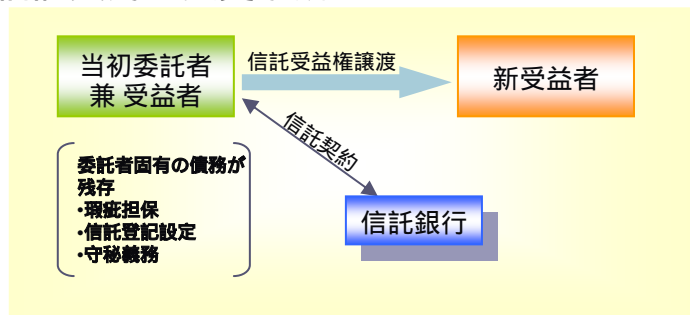
## 管理処分信託契約における条文の例

1. 受託者は、本契約終了日までの間に、受益者等の事前の書面による指図に従って、信託不動産を売却するものとする。但し、次の各号に該当しない場合には、受託者は、受益者等の売却指図に応じないことができる。  
信託不動産の買主を宅地建物取引業法(昭和27年6月法律第176号、その後の改正を含む。)に定める宅地建物取引業者とし、かつ、売主たる受託者が瑕疵担保責任を負担しない旨の特約を付して売却する方法。受託者が負担する瑕疵担保責任その他信託不動産の処分に係る契約に基づく責任又は損害を、受託者が相当と認める第三者に併存的に引き受けさせ、当該債務引受により生じた連帯債務の内部割合につき、受託者をゼロ、併存的債務引受人を全部とする方法。
2. 受益者は受託者が前項に従い、信託不動産を売却する限り、受託者に対して一切異議を申し立てないものとする。



# その他の実務上の論点

## ◆ 信託契約の変更手続



- 委託者が信託受益権売り切りを考えている場合、売却後の信託契約変更で委託者を関与させるのは困難なケースあり (ex. 委託者の破綻)

- 委託者の債務を増加させない、または委託者の権利を減少・剥奪しない限り、委託者の関与なしに信託契約の変更が可能とした方が、受益権譲渡にはベター

## ◆ 実物不動産譲渡の代替手段としての信託の利用



## ◆ 多数の受益者

受益者(特に個人を含む場合)間の調整を受託者に委ねるのは困難な場合あり

対応策

受益者の窓口の一元化

受益権自体の分割ではなく、匿名組合の持分で区分

## ◆ 防火管理者

- 所有者(信託銀行)、受益者(SPC)、AM会社の三者連帯(窓口代表を一本化することは可能)で管理権原を負う

**(参考) 不動産証券化における実務上のポイント**



# 実務上のポイント

推進上の留意点

証券化の目的の明確化と優先順位付け  
実物不動産そのものの把握  
ドキュメンテーションの時間

スキーム上のポイント

倒産隔離  
オフバランス  
リスクへの対応策  
その他のポイント

# 倒産隔離

## < 倒産隔離の対象 >

## < 倒産隔離しないときの事象 >

## < 対応策 >

オリジネーター等からの倒産隔離

オリジネーターの債権者・管財人等による関与

〔 真正売買(←→譲渡担保)  
否認権・詐害行為取消権  
法人格否認 〕

有限責任中間法人  
ケイマンSPC  
特定持分信託

スポンサーからの倒産隔離

匿名組合出資者の破産  
→ 出資金の返還請求

・匿名組合出資の劣後化  
・匿名組合出資への質権設定

SPC自体の倒産隔離

SPEが自ら倒産

・他業規制  
・借入規制  
・債権者、取締役(SPE)の倒産申し立て権放棄

倒産隔離

# オフバランス

	不動産譲渡の認識	連結会計
通常会社	実現主義(注1)	実質支配基準(注3)
資産運用型	実現主義(注1)	実質支配基準(注3)
資産流動化型	5%ルール(注2)	原則非連結(注4)

(注1) 「関係会社間の取引に係る土地・設備等の売却益の計上についての監査上の取扱」(S52.8.8 日本公認会計士協会) 譲渡価額に客観的な妥当性があること(主たる判断材料)、買戻し条件付き売買ではないこと等の要件

(注2) 「特別目的会社を活用した不動産流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」(H12.7.31 日本公認会計士協会)  
リスク経済価値アプローチ(5%ルール)

$$\text{リスク負担割合} = \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価格(=時価)}}$$

但し、「継続的関与」に留意の要

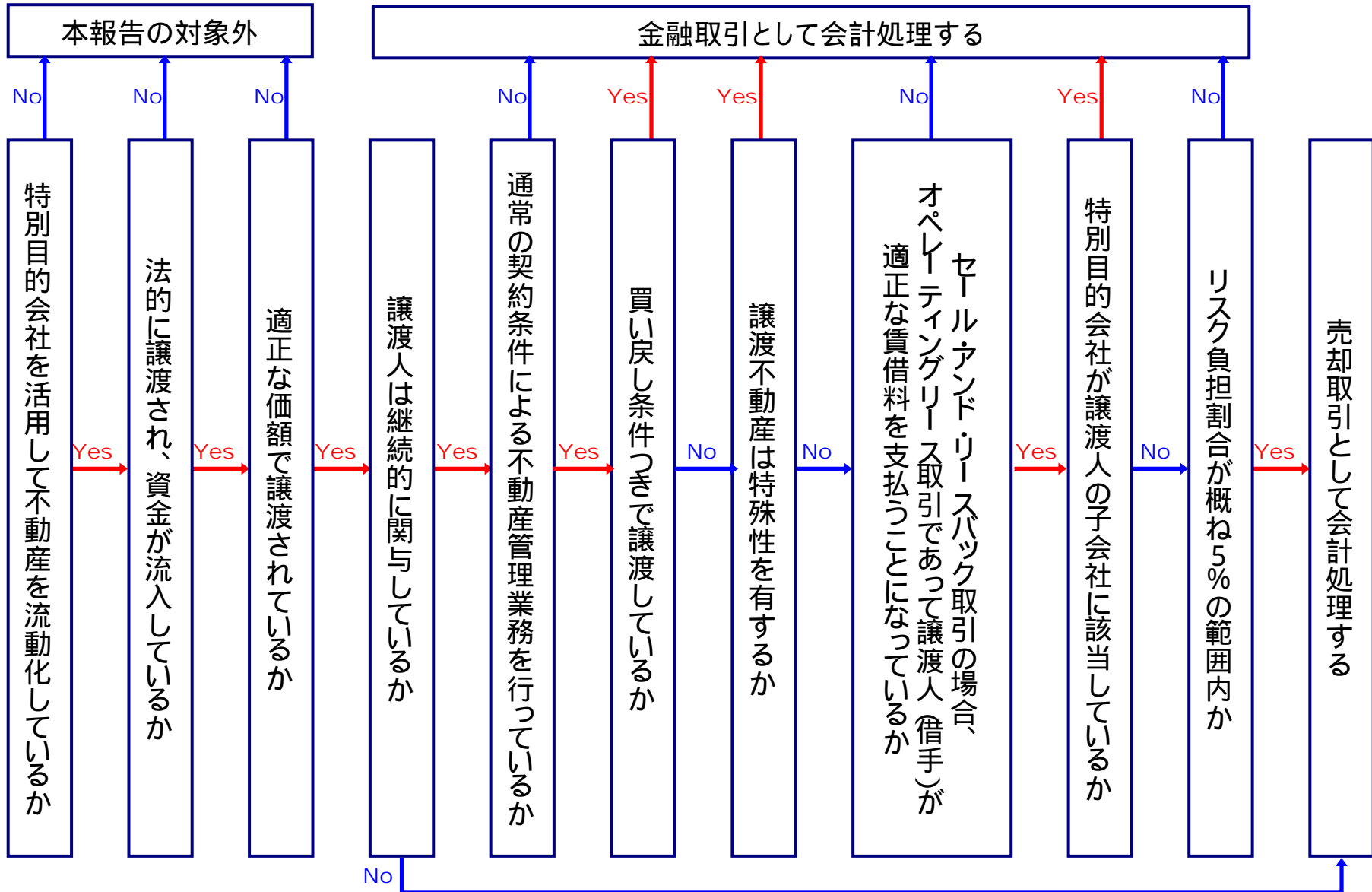
(注3) 財務諸表等規則第8条3項～6項等

「子会社」「関連会社」を定義、リスク経済価値の帰属に基づく実質的な支配を判断

(注4) 財務諸表等規則第8条7項等

流動化目的の「特別目的会社」については、以下の要件を満たすときは、連結対象子会社に該当しないものと推定  
適正な価額による譲渡  
投資家への収益分配が目的  
SPEの事業内容の変更に制限

# 特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の 会計処理のフローチャート(会計処理実務指針)

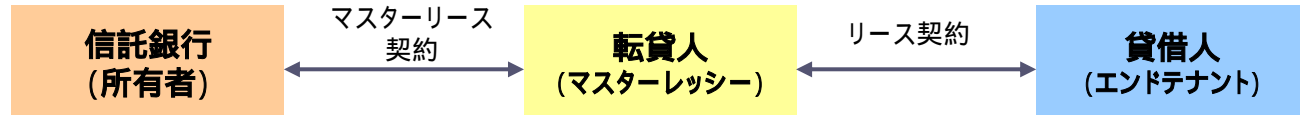


資料: 日本公認会計士協会「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」(会計制度委員会報告第15号)を基に作成

# その他の実務上のポイント

## 1. 賃貸借の形態

- 信託受託者がエンドテナントと直接賃貸借契約を締結
- 信託受託者は転貸人(マスターレシー)をエンドテナントの間に入れて、マスターリース契約を締結 ← このケースが多い



## 2. 信託受託者による債務不履行への対応

### 敷金返還債務

Ex. オリジネーター (= 当初委託者) が敷金返還債務相当額を金銭信託

### 賃料収入

Ex. エンドテナントから直結信託受託者の口座に入金、エンドテナントへの賃料支払請求権等を譲渡担保とする

## 3. 資金調達

### デット

- ノンリコースローン : シニアローン、メザニンローン
- 担保 : 信託受益権に対する質権の設定
- テール期間 : ローン期日後、不動産売却に要する期間

### エクティ

- 国内SPCを営業者とする匿名組合契約を、エクティ投資家と締結

## 4. 出口

