

不動産投資信託（REITs）の仕組法及び税法上の要件

段 磊*

一 問題の提出

不動産投資信託（real estate investment trust、以下「REIT」（リート）という）とは、投資家から集めた資金をオフィスビルなどの収益不動産で運用し、賃貸収益や売却益などを配当金として投資家に分配する集団投資スキームである。中国では、2001年信託法が実際にされて以来、新たな投資商品や資金調達手段として、不動産業界に活力を入れるために、REIT制度の導入に向けて活発な議論がなされた。しかし、中国の金融規制機関は、2008年のアメリカ発のサブプライム問題及びそれ以後の金融危機から影響を受けて、REIT制度の導入に対して強い懸念を抱いていた。そうすると、本当の意味のREITはまだ中国で誕生していない。では、中国でREIT制度を作るためには、どの法律を改正・新設すべきか。法的制度の面にはどのような要件が必要だろうか。本報告は、日本やアメリカのREIT制度と比較しながら、この問題の解明を試みようとしている。結論からいうと、本当の意味のREITは少なくとも仕組法及び税法上の2つの要件が必要である。

まず、REITの最大のメリットは、節税、すなわち法人税の減免という点である。例えば、一般の会社の場合、法人税（中国25%、日本23.9%）と所得税（中国3-45%、日本5-45%）の両方を納付する必要があり、いわゆる二重課税という問題が存在しているが、REITの場合は、税法上の要件を満たせば、一定の範囲で法人税が免除される。もっとも有名な税法上の要件はいわゆる「90%配当要件」である。ただし、これ以外にはどのような税法上の要件が必要であるか（問題1）。

次に、法的性質といえば、REIT（不動産投資信託）は商事信託の中の投資信託である。

* 華東師範大学准教授。本稿は、公益財団法人トラスト未来フォーラムの助成を受けた成果の一部である。ここに謝意を表す。

そうすると、信託の仕組みで REIT を設立するのは特に問題がないと考えられる。しかし、REIT の仕組みには信託しかないだろうか（問題 2）。REIT 制度が整備された各国の経験からみれば、信託のほかに、会社の仕組みで REIT を設立するのも可能である。例えば、アメリカや日本には、信託型と会社型という 2 つの REIT がある。アメリカの会社型 REIT は株式会社（Corporation）の仕組みを採用しているが、日本の会社型 REIT は「投資法人」といった特別な仕組みを採っている。

表 1 日米豪の REIT の誕生時間及び組織形態

国家	誕生時間	組織形態(ヴィークル)	
アメリカ (US-REIT)	1960年	信託型 (ビジネス・トラスト)	会社型 (株式会社)
オーストラリア (A-REIT)	1971年	信託型 (ユニット・トラスト)	
日本 (J-REIT)	2001年	信託型 (投資信託)	会社型 (投資法人)

以下では、まず、日本やアメリカの REIT の仕組法及び税法上の要件について簡単な説明を行う。その上で、中国の REIT 制度に関する特有の法的問題に焦点を当てて、その改善策を模索することとする。

二 日本 REIT の仕組要件及び税制要件

ある国に REIT 制度が存在するかどうかを判断する際に、まず見るべきは、この国の投資信託を規制する法律である。例えば、日本の投資信託を規制する法律は、「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」という）という法律である。投信法は、平成 12 年 5 月に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」から改正・名称変更された法律であり、同改正によって、従来、主として有価証券とされていた運用対象（特定資産）の範囲が不動産等へと拡大された。つまり、平成 12 年投信法改正後、日本の投資信託は、有価証券のみならず、不動産等の資産にも投資できるようになった。この法律は、まさに日本の不動産投資信託（以下「J-REIT」という）の根拠法である。

投資信託は、J-REIT のために、信託型（狭い意味の不動産投資信託）と会社型（不動産投資法人）という 2 つのタイプの仕組みを提供しているが、信託型 J-REIT は日本の実務ではほとんど利用されていない。

表 2 J-REIT の組織形態と投資対象

組織形態／投資対象	証券	不動産
投資信託(信託型)	●	○
投資法人(会社型)	○	●

例えば、2016 年 12 月現在、東証で上場されているすべての J-REIT（58 社）は、いずれも会社型 J-REIT（不動産投資法人）である。

表 3 東京証券取引所に上場される J-REIT（一部）

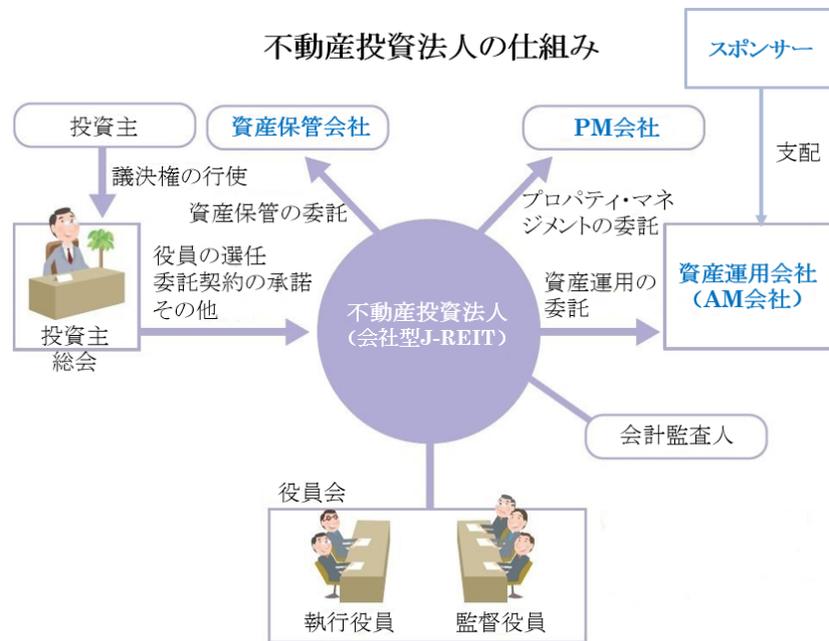
8951 日本ビルファンド投資法人	8952 ジャパンリアルエステイト投資法人	8953 日本リートファンド投資法人
8955 日本プライムリアルティ投資法人	8956 プレミア投資法人	8957 東急リアル・エステート投資法人
8960 ユナイテッド・アーバン投資法人	8961 森トラスト総合リート投資法人	8964 フロンティア不動産投資法人
8967 日本ロジスティクスファンド投資法人	8968 福岡リート投資法人	8972 ケネディクス・オフィス投資法人
8975 いちごオフィスリート投資法人	8976 大和証券オフィス投資法人	8977 阪急リート投資法人
8985 ジャパン・ホテル・リート投資法人	8986 日本賃貸住宅投資法人	8987 ジャパンエクセレント投資法人
3226 日本アコモデーションファンド投資法人	3227 MCUBS MidCity投資法人	3234 森ヒルズリート投資法人
3269 アドバンス・レジデンス投資法人	8979 スターツプロシード投資法人	3278 ケネディクス・レジデンシャル投資法人
3281 GLP投資法人	3282 コンフォリア・レジデンシャル投資法人	3283 日本プロロジスリート投資法人
3290 S I A不動産投資法人	3292 イオンリート投資法人	3295 ヒューリックリート投資法人
3298 インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人	3308 日本ヘルスケア投資法人	3451 トーセイ・リート投資法人
3453 ケネディクス商業リート投資法人	3455 ヘルスケア&メディカル投資法人	3459 サムティ・レジデンシャル投資法人
3462 野村不動産マスターファンド投資法人	3463 いちごホテルリート投資法人	3466 ラサールロジポート投資法人
3470 マリモ地方創生リート投資法人	3471 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	3472 大江戸温泉リート投資法人

では、会社型 J-REIT（不動産投資法人）の仕組要件は具体的にどのようなものだろうか。まず、この点について説明する。

(1) 投資法人は、独立の法人格を持っており、REIT 上場や投資証券発行の主体であり、また不動産保有、契約締結、責任負担の主体でもある。

(2) 投資主総会は、投資主の全員によって構成される投資法人の意思決定機関であり、投資法人の規約改正、解散や合併などの重大事項を決定する（株主総会に相当する）。

(3) 投資法人の役員会は、執行役員とその職務執行を監督する監督役員から構成され、投資証券や債券の発行などの一般事項を決定する（取締役会と監査役会の合体に相当する）。



以上の3点は、会社型 J-REIT と株式会社との類似点である。もちろん、会社型 J-REIT においても、一般の事業法人と異なる特徴がいくつかある。最も典型的な例は、いわゆる外部運用・管理型の仕組みである。投資法人は、法人格を有しているものの、資産運用を超える権限を有しない。加えて、投資法人は、本店以外に営業所を設けたり従業員を雇用したりすることができず（投信法 63 条）、資産の運用や資産の保管などの業務は外部のサービス業者に委託することを義務付けられているため、資産の集合体としてのヴィークルであるとも言える（同法 117 条、198 条、208 条）。

図が示すように、委託業務によって、次の3つのサービス業者が存在する。

(1) **資産運用会社**：投資法人による不動産等の投資対象資産の購入・売却に関する投資判断、その他資産運用に関する一切の業務を行う、投資法人スキームにおけるメインプレイヤーといえる。

(2) **資産保管会社**：投資法人が所有する不動産や不動産信託受益権に係る重要書類の保管、口座の管理等の業務を行う。これまで全ての上場 J-REIT の資産保管会社は3大信託銀

行が就任してきた。

(3) プロパティ・マネジメント会社 (property management、以下「PM 会社」という) : 対象不動産から賃料収入等を得るための日常の維持管理を行う。前述のとおり、REIT は、証券投資信託と同じような集団投資スキームの性格を備えているが、両者の投資対象が異なることから、投資先財産の違いを反映して、相違点も少なくない。両者の違いは、PM 会社の存否から垣間見ることができる。証券投資信託の場合、キャッシュ・フローを生み出すのは株や債券などの有価証券である。これらの有価証券の対象資産はまったく別の者 (有価証券の発行者等) により運営管理されるため、証券投資信託の投資運用業者の主な役割は、どのような有価証券をいつ買うか、あるいはいつ売るかという投資判断に集中する。投資運用業者の外には PM 会社のような資産の運営管理業者が必要ではない。これに対し、REIT の投資対象となる不動産は、その収益性を維持するために、投資判断をするだけでは不十分であり、日々の維持管理が不可欠である。この点で見ると、REIT は、証券投資信託より事業性が高く、株式会社のような事業法人の性格を有する。

次に、会社型 J-REIT の税制要件については、日本の「租税特別措置法」(以下「措法」という) に第 67 条の 15 (投資法人に係る課税の特例) に規定される。会社型 J-REIT は、次の 5 つの税制要件 (導管性要件) を満たせば、支払う利益の配当の額について損金の額に算入することができる。つまり、課税所得を非常に少額にすることによって、法人税と所得税の二重課税を回避することが可能となる。

表 4 J-REIT の税制要件と期間要求

	①持分保有要件	②非同族会社要件	③資産要件	④支配禁止要件	⑤配当要件
J-REIT	50人以上の者による保有	1人の投資者の持分保有割合は50%以下	50%超が不動産、不動産の賃借権、地上権等	他の法人の発行済株式総数の50%以上を保有してはならない	90%超配当
期間要求	事業年度終了の時	事業年度終了の時	事業年度終了の時	事業年度の全期間	事業年度内

(1) 持分保有要件：事業年度終了の時において、発行済の投資口が 50 人以上の者によって所有されている必要がある。これは投資法人の公衆性を守るためである。

(2) 非同族会社要件：投資法人が事業年度終了の時において同族会社に該当していないという要件である。具体的には、1 投資主グループにより投資口総数の 50%超の投資口を所有されていない必要がある。これは、投資法人の持分保有の分散性を守るためである。

(3) 資産要件：不動産投資法人は資産を主として不動産等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る社団であることから、その過半数の資産を不動産等に限定する必要がある。

(4) 支配禁止要件：投資法人が他の法人の発行済株式総数又は出資総額（当該他の法人が有する自己の株式又は出資を除く）の 50%以上を有してはならないという要件である。

(5) 配当要件：いわゆる「90%配当要件」である。すなわち、事業年度に係る配当等の額の支払額が当該事業年度の「配当可能利益」の 90%に相当する金額を超えていることが求められる。例えば、ある会社型 J-REIT が今年度の 95%の利益を投資主に配当し、かつ、ほかの 4 つの税制要件を満たした場合には、当該 95%の配当利益については、法人税が課税されないこととなる。ただし、残りの 5%の利益については、依然として法人税が課税される。

三 アメリカ REIT の仕組要件及び税制要件

アメリカの不動産投資信託（以下「US-REIT」という）は、1960 年の内国歳入法（Internal

Revenue Code、以下「IRC」という)の改正により誕生した。まず、US-REITの税制要件は、同法第856条から第860条までに定められている。具体的な内容は、次のとおりである。

表5 US-REITの税制要件と期間要求

	①持分保有要件	②非同族会社要件	③資産要件	④収入要件	⑤支配禁止要件	⑥配当要件
US-REIT	100人以上の者による保有	5人以下の投資者の持分保有割合は50%以下	75%以上が不動産関連資産、現金、現金等価物及び国債；これら以外の有価証券が25%以下	95%以上が不動産関連資産からの収入；75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入	他の法人の発行済株式総数10%超を保有してはならない。ただし、100%子会社をQRSとして保有できる	90%以上
期間要求	事業年度のうち最低335日	事業年度の下半期の期間	各四半期末の時点	事業年度内	事業年度の全期間	各REITの配當時(四半期、半年又は年)

税制要件の内容について、J-REITとUS-REITの間には、それほど大きな違いがない。US-REITは①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を受ける必要がある。そして、US-REITの導管性要件は、ほぼすべての面でJ-REITの規制より厳しいといえる。

例えば、②非同族会社要件について、J-REITは、1人の投資者の持分保有割合が50%以下であることを要求するのに対して、US-REITは、5人以下の投資者の持分保有割合が50%以下であることを要求する。また、④収入要件について、J-REITは、これを設けていないのに対して、US-REITは、総収入の95%以上が(株式・証券を含む)不動産関連資産からの収入であることと、総収入の75%以上が株式・証券以外の不動産関連資産からの収入であることを要求する。ところが、税制要件におけるJ-REITとUS-REITの違いは、あくまでも程度の差があるにすぎず、実質的なものではない。

次に、US-REITの仕組要件については、IRCは各州の会社法またはビジネス・トラスト法などの組織法に委ねている。つまり、これら州法は、US-REITの仕組上の根拠法に該当

する。

表 6 US-REIT の組織法 (州法)

州	会社型REITs (Corporation)	信託型REITs (Business Trust)
デラウェア州	デラウェア州 会社法 (Delaware General Corporation Law)	デラウェア州 ビジネス・トラスト法 (Delaware Statutory Trust Act)
メリーランド州	メリーランド州 会社法 (Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns 1- 7)	メリーランド州 REITs法 (Md. Code Ann., Corps. & Ass'ns 8)

現在、上場 US-REIT の数は 220 社であり、その大半は、メリーランド・コーポレーション (Maryland Corporation) またはメリーランド REIT (Maryland REIT) の組織形態を採用しているため、US-REIT にとっては、その最も重要な根拠法はメリーランド会社及び団体法 (Maryland Code Corporations and Associations) である。同法の第 1 章から第 7 章はメリーランド会社法であり、第 8 章はメリーランド REIT 法である。

では、US-REIT の仕組要件はどのような内容だろうか。大きく分けると、次の 2 つの重要な転換があった。

(1) 信託型 REIT から会社型 REIT への転換

US-REIT の仕組要件については、当初の税法上に会社 (corporation, 会社型 REIT) を認めなかったため、その多くがマサチューセッツ州法に基づき設立されたビジネス・トラスト (business trust, 信託型 REIT) である。しかし、ビジネス・トラストの法的内容の不明確性を理由に、REIT の適格を会社にも認めるべきとする主張が 1960 年代の REIT 誕生時から存在する。そのため、1976 年の税法改正によって、会社型 REIT が認められることになる等、ビジネス・トラスト (信託型 REIT) の優位性は次第に失われていった。現在では、上場 US-REIT は約 8 割 (79.5%) が株式会社の形態を採っている。

表 7 上場 US-REIT の種類と数量

種類	エクティ型	モーゲージ型	内部型	外部型
会社型 (167家)	129家 (77%)	38家 (23%)	127家 (76%)	40家 (24%)
信託型 (43家)	40家 (93%)	3家 (7%)	36家 (84%)	7家 (16%)

(2) 外部運用・管理型から内部運用・管理型への転換

前述したとおり、外部運用・管理型の仕組みとは、REIT がその資産運用や資産保管などの業務を外部のサービス業者に委託しなければならないことをいう。アメリカにおいても、最初、このような仕組みしか認められなかった。1976年に会社型 REIT が認容された後でも、会社型 REIT は資産運用などの業務を外部のサービス業者に委託しなければならないかった。しかし、1986年の税法改正は内部運用・管理型の仕組みを導入して以来、US-REIT は資産運用などの業務について、外部のサービス業者に委託せず、自ら行うことができるようになった。現在、上場 US-REIT の約 77.6% (163 社) は内部運用・管理型の仕組みを採用している。この点は、日米間の最も顕著な違いであると考えられる。

これらの税法改正を契機に、US-REIT は不動産に投資する信託から、より事業法人（不動産事業会社）としての性質を強く帯びるようになっていく。現在の上場 US-REIT は広く「会社型＋内部運用・管理型」の仕組みを採用している。言い換えると、仕組要件のみで見れば、「会社型＋内部運用・管理型」の REIT は、不動産事業会社との間にさほど大きな違いが存在していない。両者の区別は、主に上記の 6 つの税制要件に集中している。REIT は、法人税の減免を享受するために、①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件を満たさなければならない。

四 中国法への提言

以上で述べたとおり、中国においては、現在、REIT 制度が確立されていない状況にある。その主な理由としては、(1) REIT の仕組要件の不存在と (2) REIT の税制要件の欠如とい

う 2 つの法的問題が存在するのである。

1 REIT の仕組要件の整備

(1) まず、中国の投資信託を規制する現行法には REIT を認める余地がない。中国の投資信託を規制する法律は「証券投資基金法」であるが、同法 2 条は中国の投資基金（投資ファンド）の投資範囲を有価証券に限定しているため、不動産等への投資が禁止されている。そのため、この法律の題名は「投資基金法」ではなく、「証券投資基金法」になる。「証券投資基金法」を含む中国の現行法には REIT の仕組上の要件に関する内容がないため、REIT の仕組上の要件がまだ整備されていないといえる。

したがって、今後、中国において REIT 制度を確立するためには、まず、日本と同じように、証券投資基金法の改正によって投資基金の投資範囲を「有価証券」から不動産を含めた幅広い資産に拡大することが必要ではないかと思われる。

(2) 中国の投資基金の投資範囲が限られているという問題を克服することができれば、その次は、信託型の仕組みと会社型の仕組みを選ぶ問題である。前述のとおり、J-REIT と US-REIT は、信託型（投資信託/ビジネス・トラスト）と会社型（投資法人/株式会社）の選択制であるが、両国の実務において会社型 REIT の仕組みを採用する上場 REIT の数が圧倒的に多い。その理由は、REIT 制度の事業性が高いという性格にあると考えられる。REIT 制度の事業性が高いという点では、中国は日本及びアメリカとさほど大きな違いがあるわけではない。よって、日本及びアメリカと同様に、中国も会社型 REIT の仕組みを導入すべきではないかと思われる。

また、投資信託の投資行為に対しては、中国で受託者と受益者の責任関係について明確な基準が確立されていない。さらに、中国の信託法 10 条では、不動産を信託財産とする信託契約について、不動産の信託登記が効力発生要件とされている。しかし、今まで不動産の信託登記制度は整備されていないため、実物不動産の信託が中国において全く利用されていないのは現状である。これらの問題を回避するためには、最初から会社型 REIT の仕組

みを導入したほうが得策ではないかと思われる。

(3) 第三に、REIT の資産の運用・管理方法については、2 つの選択肢がある。すなわち、J-REIT のような外部運用・管理型の仕組み（投資法人）を導入すべきか、それとも US-REIT のような内部運用・管理型の仕組み（株式会社）を導入すべきかという問題である。日米両国の実務からみれば、上場 J-REIT のすべては、外部運用・管理型の仕組みを採っているが、上場 US -REIT の 77.6%は内部運用・管理型の仕組みを採用している。実は、この二種類の仕組みは、どちらがよい、どちらが悪いという関係にあるわけではなく、中国の現行法及び実務のニーズを考慮するうえで選ぶ必要があると考えられる。ここには 1 つの未熟の考え方がある。すなわち、REIT 制度が確立されていない中国にとっては、US-REIT のような内部運用・管理型の仕組み（株式会社）を直ちに導入する必要がなく、J-REIT のような外部運用・管理型の仕組み（投資法人）を導入すれば十分ではないかと思われる。仮に中国は会社型 REIT と内部運用・管理型の仕組みをセットで導入すると、REIT の仕組みは一般の不動産会社のそれと区別することができなくなるおそれがあるのである。特に、REIT は中国の一般投資者に馴染みのない金融商品であるという点を考慮する上で、資産の運用・管理方法で一般の不動産会社と区別しやすい外部運用・管理型の仕組みを導入したほうが賢明であろう。なお、アメリカの税法改正を振り返ると、内部運用・管理型の仕組みの解禁は、US-REIT 制度が誕生してから 25 年余り経ち、豊富な経験が積み重ねられた後のことである。

2 REIT の税制要件の確立

次に、現在の中国にとっては、資産の運用・管理方法の導入のほか、REIT の税制要件（導管性要件）を整備するほうがより重要で不可欠な課題である。そもそも REIT 制度の誕生原因及びその最大の魅力は、税制要件を満たしている集団投資スキームに対して税制上の優遇政策（二重課税の回避）を付与することにより、一般投資者の不動産への投資を促進す

るという点にある。税制上の優遇政策がなければ、どのタイプの資産の運用・管理方法を導入しても意味が乏しい。なぜならば、資産の運用・管理方法については REIT の仕組要件のみでは、不動産への投資促進につながらないからである。税制要件の整備こそは、REIT 制度を確立するために喫緊の問題ではなかろうかと考えられる。

しかし、今までは、中国の税務機関には REIT の導管性要件にかかわる政策立案の動きが全く見られない。中国における REIT 制度の確立に向けては、やはり税務機関の理解及び協力が不可欠であるが、現時点では難しい問題といわざるを得ない。今後、中国は、J-REIT や US-REIT などの導管性要件を参考し、①持分保有要件、②非同族会社要件、③資産要件、④収入要件、⑤支配禁止要件及び⑥配当要件等の規制を導入することが必要であるように思われる。