

第6 **SPC**(Special Purpose Company)

(PFIの一部を含む)

医療法人資金調達研究委員会

(主)真野 俊樹 担当委員

(副)高橋 大輔 担当委員

(目次)
第6 S P C

ページ

法的要等の整備要望	1
委員会提言	2
第1部 S P C (Special Purpose Company)	3
第1 資産流動化の基礎知識	3
1. 不動産流動化の意義・内容	3
2. 不動産流動化の仕組み	3
3. 不動産流動化の目的	4
4. 不動産流動化スキームの必要条件	5
5. 不動産流動化スキームの根拠法	7
6. 資産流動化法 (S P C 法)	8
(1) S P C 法制定・改正の経緯	8
(2) 新・旧 S P C 法の比較	8
7. S P C 法に基づく不動産流動化スキーム	9
(1) S P C 法に基づく不動産流動化スキーム	9
8. 証券化スキームによる資金調達	11
(1) 不動産流動化スキームにおける金融商品の属性	11
(2) デット型証券とエクイティ型証券	12
(3) ノンリコースローン	12
(4) デッド・コベナンツ	13
9. 倒産隔離 (バンクラプシー・リモートネス)	15
10. 不動産流動化スキームにおける課税関係	15
(1) 基本的なしくみ	15
(2) 特定目的会社における配当金の損金算入	16
(3) 特定目的会社における不動産流通課税の軽減措置	16
11. 特別目的会社 (S P C) による不動産流動化スキーム	17
(1) 特別目的会社 (S P C) による不動産流動化スキーム	17
(2) 有限会社を活用する理由	18
(3) 信託受益権を設定する理由	18
12. R E I T (不動産投資信託)	18
(1) 基本的なしくみ	18
(2) 米国での病院 R E I T	19

(3)日本でのREIT	19
13.不動産証券化スキーム策定のポイント	20
14.財務諸表の開示・監査	21
第2 不動産証券化スキーム・医療法人への適用研究	22
1.「医療の非営利性」研究	22
2.“法的要件等の整備”要望・研究	22
〔要望1〕「必要な資産」の定義	23
〔要望2〕株式発行(エクイティ型)の非営利性	24
〔要望3〕国庫補助金の返還	25
〔要望4〕特定社債券(デッド型)の一部買取り償還	26
〔要望5〕日本公認会計士協会の「5%」ルール	28
3.不動産証券化スキームの適用研究	29
(1)医療法上の問題	29
(2)金融的観点からの問題	33
第3 不動産証券化スキームQ&A	35
1.不動産流動(証券)化・資金のつかい方	35
2.不動産流動(証券)化の手順	36
3.信託銀行の活用	37
4.流動化した不動産の買戻し	38
5.SPC・「財務内容の適切な開示」	39
6.SPCでキャッシュフロー・ギャップは解消	40
7.SPCの場合、ケイマン諸島活用の是非	41
8.SPCで“非営利”を犯す要因は、その解決策	42
9.自己資本比率(20%)の確保	44
10.MS法人(有限会社、株式会社)の特別目的会社化	46
11.SPCの上場	47
第2部 PFI (Private Finance Initiative)	48
第1 PFIの基本的なしくみ	48
1.意義・内容	48
2.VFM・PFIの展開	49
3.事業類型	51

第2	医療法人としての活用	5 1
1.	基本的な考え方	5 1
2.	活用の類型	5 1
第3	添付資料	5 3
	(資料7-1)日本公認会計士協会の「5%」ルール	5 3

法的要件等の整備要望

医療法人(病院)が、新しい資金調達方法としてSPCによる資産の流動化を行うには、様々な法的規制等を緩和する必要がある、ここにその要件緩和等(改正要望も含む)の要望を次に列挙して示す。

〔要望1〕医療法第41条の「必要な資産」の定義付けをされたい。

(医療法人の経営は、ストック重視型からフロー重視型に移行すべきであり、“キャッシュフロー”の現金預金等を必要な資産とみれないか。)

〔要望2〕SPCが利益配当を前提とする株式を発行して資金を調達する場合、不当に高額な賃借料でなくても「非営利原則」に抵触するのか明らかにされたい。

(オリジネーター(医療法人)からの賃借料の徴収が適正であっても、SPCが全部又は一部を株式によって資金調達すること(配当が法定果実)は違法であるのか。)

〔要望3〕国庫補助金が投入されている建物等のSPC化は、その補助金を全額返還することとなるのか明らかにされたい。

(厚生行政の施策に反する不動産の処分等は国庫補助金の全額返還、施策適合の場合でも未償却残高の返還が必要とされているが、SPC化の場合はどのように取り扱われるのか。)

〔要望4〕特定社債券の発行による場合((要望2)には該当しないが)、SPC法で認められているオリジネーターの一部買戻し償還は認められるのか明らかにされたい。

(オリジネーターである医療法人によるSPC発行の社債券買戻しを認めることは、結果として資産の買戻しにつながり、医療法人に資産・再取得の目標を与えることになる。)

〔要望5〕日本公認会計士協会が明らかにしたSPCの「5%」ルールの適用を、地域医療振興債については適用除外等とされたい。

(日本会計士協会は、SPCが発行する債券等について劣後の割合が5%以下の場合“売買とみなさない”としているが、医療法人の発行する地域医療振興債については適用除外の処置を望みたい。)

これらの具体的内容は、第2、2で示す。

委員会提言

医療法人資金調達研究委員会は、医療法人の新しい資金調達方法として、「SPCによる資産流動化・資金調達方法」が、次の遵守基準の履行により可能と考え提言する。

なお、明文の法的規制（規定）は遵守するが、不明確なものは条件を付して検討内容に加えることとした。

SPC・活用による資金調達遵守基準（案）

医療法人（病院など）が、「SPC（*）による資産流動化・資金調達」を行う場合は、その経営が堅実に行われ、適切な事業（資金）計画が策定されていることを基盤に、次の各基準を遵守するものとする。

- （１）「SPCによる資産の流動化・資金調達」を行う場合は、いわゆるSPC法（*）等の法令、及び医療法の「非営利原則」を遵守すること
- （２）この資金調達方法により、SPCが債券を発行する場合、その名称は「地域医療振興債」の名を付しても良いこと
- （３）その債券の償還期日（SPCの存続期間）は、原則として任意とするが、流動化減価償却資産の耐用年数に一致させることもできること
- （４）医療法人は、オリジネーターとしてSPCが発行する債券の買取り償還等の所定の計画に従った適切な処置をとること
- （５）投資家保護のため健全経営に努めるとともに財務内容の適切な開示をすること

（注）（*）SPCとは、Special Purpose Company(特定目的会社)の略語をいう。

（*）「資産の流動化に関する法律」（平成12年5月改正）をいう。

特に断りがない限り、第1章（章構成の変更）病院債で用いた用語解釈を用いる。

第1部 SPC (Special Purpose Company)

第1 資産流動化の基礎知識

1. 不動産流動化の意義・内容

不動産流動化とは、ある事業主体が所有している不動産もしくはこれから取得しようとしている不動産を、不動産に対する持ち分を表す証券の形式にし、金融機関や投資家等から資金調達をする仕組みを意味する。

広義の不動産流動化には、既存もしくは新規の不特定の不動産を運用対象とすることを前提に、不動産の持ち分を表す証券の形式もしくは受益権の形式にすることによって金融機関や投資家等から資金を集積する仕組みも含まれるが、本検討における不動産流動化とは前者の意味で用いることとする。

2. 不動産流動化の仕組み

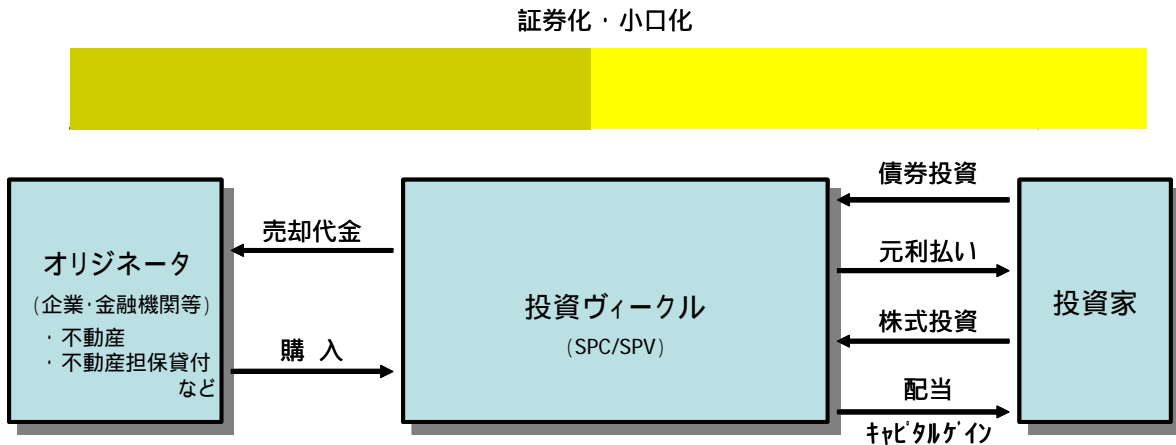
不動産流動化の基本的な仕組みは図1の通りである。まず、流動化の対象となる不動産を所有している事業主体を「オリジネータ」という。オリジネータは流動化の対象となる不動産を資金調達の目的で設立する「投資ヴィークル」と呼ばれる企業等に譲渡し、その対価としての現金を手にすることができる。不動産という固定資産を投資ヴィークルに譲渡する見返りに流動性の高い現金を手にとることができることから「流動化」といわれる。オリジネータは不動産の流動化を通じて得た現金で、既存の有利子負債の返済に充ててもよいし、新規設備投資資金として利用することもできる。

投資ヴィークルが金融機関や投資家から資金調達する方法には大きく「出資」の形態と「ローン」の形態とに分けられる。出資の形態とは「エクイティ」とも表現され、ローンによる調達資金を全て返済した後でなければその投資元本と利益を回収することができないというのが原則である。このように投資元本の回収リスクが高い代わりに、ローンの投資家に対して投資元本と金利を支払った後に残余する投資収益の全額を得ることができる。その意味で金融機関や投資家のサイドからみると、出資もしくはエクイティによる資金提供はハイリスク・ハイリターン型の投資と言える。

一方、ローンの形態とは投資ヴィークルに対する貸付けを意味し、事前に定められた一定の方法で元本の返済を受ける同時に金利を受け取ることができる。エクイティの投資家よりも優先的に元本弁済を受ける代わりに、その投資に対するリターンである金利はある程度低く抑えられることとなり、ローリスク・ローリターン型の投資と言える。同じローンのカテゴリーでも、元本返済と金利支払いの優先順位を設けることによって「優先弁済ローン」、「劣後ローン」など投資のリスク度合いに差を付けることができる。投資のリスク

度合いが高くなるにつれてリターンである金利の利率は高くなる。

このように、不動産流動化（又は証券化）は、投資ヴィークルという企業等を媒介して不動産と金融機関や投資家等とを結びつける仕組みを指す。



【図1】不動産証券化の基本的仕組み（概念図）

3. 不動産流動化の目的

不動産流動化が行われる理由、すなわち不動産流動化の目的は次の通りである。

不動産という資産に固定化されてしまっている資金を流動化することにより、新規の設備投資をしたり、運転資金に充当したりすることができ、資産効率を高めることができる。不動産流動化のオリジネータは流動性の高い資金を手にすることによって機動的な事業運営を図ることができる。

多額の有利子負債を抱え、その元利弁済によってキャッシュフローが悪化している場合、不動産を流動化して得た資金で有利子負債の期前弁済をすることができる。有利子負債の元利返済負担と不動産流動化後の年間賃料の水準とを比較し、キャッシュフローを改善することができる場合に有効な手段である。

預金者から集めた資金を事業者に貸し付けるという間接金融から、投資家自ら投資対象を選別し、リスク度合いに応じたリターンを要求するという直接金融の手法が徐々に広がりつつある。不動産を流動化するオリジネータにとっては、資産を証券化する際にかかる手数料等の付随コストや経営内容のディスクロージャーなど負担が発生するが、投資家から直接資金を調達することができ資金調達コストを低減できる可能性がある。

資金調達の必要があって不動産を手放さなければならない場合、不動産流動化の仕組みを採用することによって長期にわたって継続して対象不動産を利用することができる。

4. 不動産流動化スキームの必要条件

不動産流動化スキームを実行するには次の各事項を満たす必要がある。

【流動化スキームの明確化】

以上で述べたとおり、不動産の流動化は、不動産という資産を証券の形式に換え、金融機関や投資家等から資金を調達するという極めて複雑な取引であり、不動産の流動化を行うためにはそのスキームを明確にする必要がある。対象となる資産を特定し、不動産流動化を実施するために諸々用意されている諸法令のうちどの法令に準拠したスキームなのかを明確にしなければならない。その上で、不動産流動化のために発行される各証券の発行条件、数種の証券間あるいは投資家グループ間の優先・劣後関係等も明確にしなければならない。

【資金調達源泉の多様化】

不動産の流動化スキームは単なる不動産の売却処分ではなく、不動産を金融商品に仕立て上げることによる資金調達の一手法である。したがって金融機関や投資家に好まれる金融商品に仕立て上げなければならない。ある投資家はローリターンでも安全・確実な投資を好むかもしれない。そのような投資家には第一順位の抵当権が設定され、元利弁済の順位も第一位となる優先ローン証券を提供する必要がある。また、別の投資家はある程度のリスクがあっても高い利回りが期待できる投資を好むかもしれない。このような投資家には劣後ローン証券その他のエクイティ証券を提供する必要がある。

このように投資選好の異なる複数の投資家グループからの資金を組み合わせることで、より多額の資金を得ることができる。すなわち、不動産という単一の資産を、投資ヴィークルを介在させることによって複数の金融商品に細分化し、さまざまな投資家から資金を調達することができるのである。

【二重課税の回避】

不動産を流動化する際、投資ヴィークルを介在させてオリジネータから不動産を切り離すことは前に述べたとおりである。金融機関や投資家等はこの投資ヴィークルが発行する証券を取得するかたちで不動産流動化スキームに参加することとなる。この不動産流動化スキームにおいてこの投資ヴィークルが得る不動産収益に対して課税され、さらに投資家

への分配による金融商品の運用収益に対しても課税されるとなると投資家の手取り収益が低くなってしまふ。このような二重課税を回避し、投資ヴィークルの段階でのみ、もしくは、最終的な投資家に分配された段階でのみ課税されるスキームを利用して不動産流動化を行わなければ金融商品としての魅力を高めることができず、ひいては資金調達に失敗することになる。

【オリジネータの信用力からの隔離】

不動産を流動化したオリジネータが何らかの原因で倒産した場合に、オリジネータの債権者が流動化の対象不動産を差し押さえること等によって対象不動産に何らかの担保権を実行することができる」とすると、投資ヴィークルの発行する証券を購入することによって流動化スキームに参加した投資家の利益を害することになる。オリジネータが何らかの原因で倒産した場合でも投資ヴィークルが連鎖して倒産するということがなく、また、継続的に不動産収益を上げることができるようなスキームでなければ投資家を集めることができない。このように流動化のスキームにおいてオリジネータの信用力から隔離すること(倒産隔離、または、バンクランプシー・リモートネス)が必要である。

5 . 不動産流動化スキームの根拠法

不動産流動化を実施する際に必ず登場するのが投資ヴィークルである。この投資ヴィークルをどのように位置づけるかによって不動産流動化の準拠法令が変わってくる。

不動産流動化の手法は契約型と会社型の二つに大きく分けられる。すなわち、投資ヴィークルとして会社を利用し、当該会社への債権者または株主というかたちで投資家を集める会社型と、投資ヴィークルとそれぞれの投資家との間で契約を締結し、投資とリターンに関する様々な取り決めをするという契約型の二種である。これらを組み合わせて流動化スキームが組成されることもある。

不動産流動化において多く用いられる代表的なスキームは2000年5月改正の資産流動化法に基づく特定目的会社（SPC）を利用した会社型流動化スキームと通常の商法に基づく有限会社もしくは株式会社を利用した会社型流動化スキームであるため、以下の各節ではこれらによる不動産流動化スキームを説明することとする。

6．資産流動化法（SPC法）

（1）SPC法定・改正の経緯

1996年11月に公表された橋本内閣の「金融ビッグバン」構想の一環として、1997年6月に金融機関の担保不動産、債権の流動化の総合対策がまとめられ、1998年6月にSPC法（正式名称：特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律）が成立した。

当初、金融機関の不良債権処理を前提に制定された法律ではあるが、第一号の適用事案は東京建物による優良サービスアパートメントの証券化であり、第二号は東急不動産による優良ショッピングセンターの証券化であった。このように、金融機関よりも不動産会社において優良稼働資産のヴィークルとして積極的に活用が検討されたものである。

しかし、旧SPC法は金融機関が抱える膨大な不良債権処理策としての色合いが濃く、優先出資の増減資が制限されたり、当初定めた資産流動化計画に縛られ原則としてその変更ができないなど、当該スキームを活用するための要件が極めて厳格で使い勝手が悪かった。

そこで、旧SPC法の使い勝手の悪さを改善し、2000年5月に旧SPC法が改正され新SPC法（正式名称：資産流動化法）が成立した。

（2）新・旧SPC法の比較

		旧	新
法律名		特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律	資産の流動化に関する法律
流動化対象資産		不動産、指名金銭債権、これらの信託受益権	広く財産権一般に拡大
特定目的会社の設立	特定資本の額	300万円	10万円に引下げ
	認定	金融再生委員会への登録	内閣総理大臣への届出
	資産流動化計画	特定目的会社の定款事項	定款事項から除外
優先出資社員	議決権	議決権の法定（取締役の選任・解任等）	議決権を法定せず
	みなし賛成制度	なし	制度化

		旧	新
発行証券の多様化	発行証券の種類	優先出資証券、特定社債券、特定約束手形、に限定	商品設計を柔軟にする観点から転換特定社債、新優先出資引受権附特定社債を導入
	優先出資の減資	流動化計画終了前の減資は不可	対象資産が不動産である場合など、内部に留保される減価償却費や売却資金相当額の減資が可能(流動化計画に記載が必要)
借入制限の緩和		一時的な借入りに限定(流動化計画の範囲内)	特定資産を取得するための借入れが可能(計画外の借入れについては、流動化計画の変更によって対応)
資産流動化計画の中途変更		利害関係人全員の同意が必要	変更に対抗する投資者に対する買取請求権を付与することを前提に、投資者の3分の2以上の特別多数決で変更が可能
信託型スキーム		なし	特定目的信託制度の創設

7. S P C法に基づく不動産流動化スキーム

(1) S P C法に基づく不動産流動化スキーム

前節で述べた通り S P C法(資産流動化法)は 1998 年に「特定目的会社の証券発行による特定資産流動化法」として施行された法律であり、2000 年 5 月に現行の S P C法に改正され、名称も現在の法律名に変更されたものである。

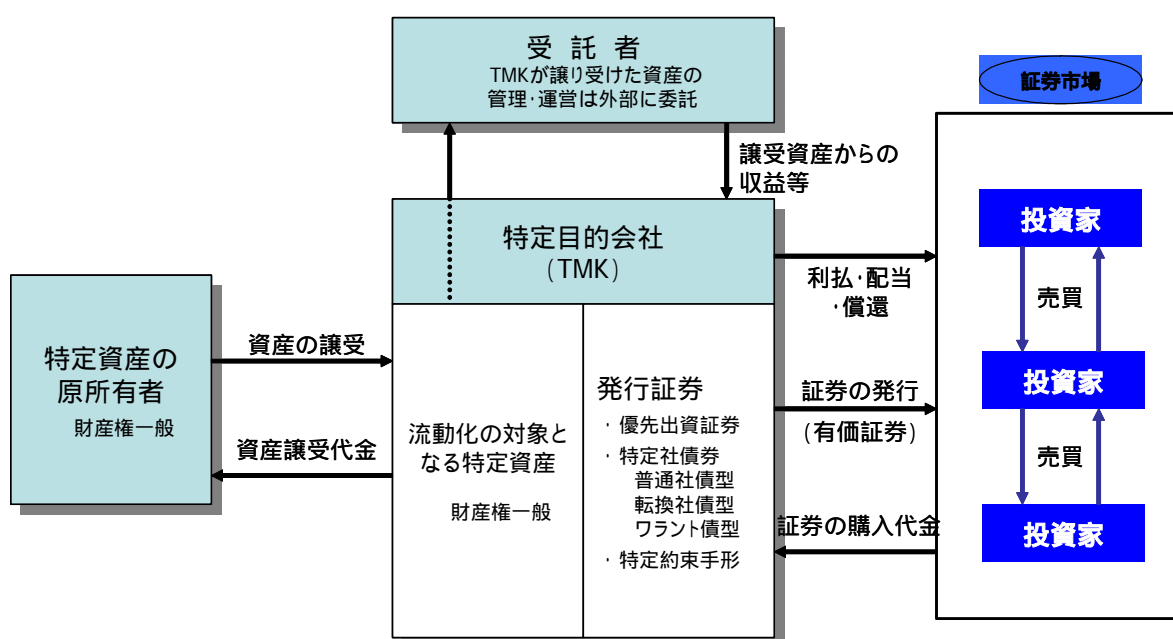
証券化のスキームによって流動化することのできる資産は、旧 S P C法が制定される 1998 年までは 1992 年に施行された特定債権法に基づき流動化されるリース債権か割賦債権に限定されていた。旧 S P C法が施行され、対象資産の範囲が不動産や金銭債権、又は、これらを信託化した信託受益権まで広がり、さらに、新 S P C法によってその対象範囲が広く財産権一般にまで拡大された。

S P C法に基づく特定目的会社は有限会社法に準じて設立されるペーパーカンパニーである。特定の目的のために設立され、特定の役割を担うためだけに存在するペーパーカンパニーであるため、種々の税制優遇が認められている。特定目的会社は投資家に向けて種々の証券を発行することによって資金を調達し、その調達した資金でオリジネータから不動産を取得する。取得した不動産から得られる収益によって特定目的会社の投資家へ投資元本の支払い、投資利益の還元を行うものであり、これらの活動は全て「資産流動化計画」として事前に金融庁に届出なければならない。特定目的会社はこの事前に定められた資産

流動化計画に記載されている事項以外の事業を行うことはできない。また、一つの特定目的会社に対して流動化される不動産は一つであり、複数の資産を同一の特定目的会社で流動化することはできない。特定目的会社に対する出資証券の取引市場については後述する。

オリジネータや流動化のアレンジャーがSPC法に基づいて特定目的会社を設立し、その後オリジネータはその所有資産を特定目的会社に売却し、売却代金を得る。特定目的会社は対象資産が将来得る不動産収益などを裏付けに種々の証券を発行し、投資家に販売する。特定目的会社が発行することのできる証券は「優先出資証券」(一般の株式会社の株式に相当)、「特定社債」(一般の株式会社の社債に相当)、「特定約束手形」(一般の株式会社のコマーシャルペーパーに相当)や新株予約権附社債などであり、これらは全て証券取引法における「有価証券」に該当する。

SPC法に基づく不動産流動化スキームを図2に示す。



【図2】 特定目的会社 (TMK) を活用した不動産証券化のスキーム

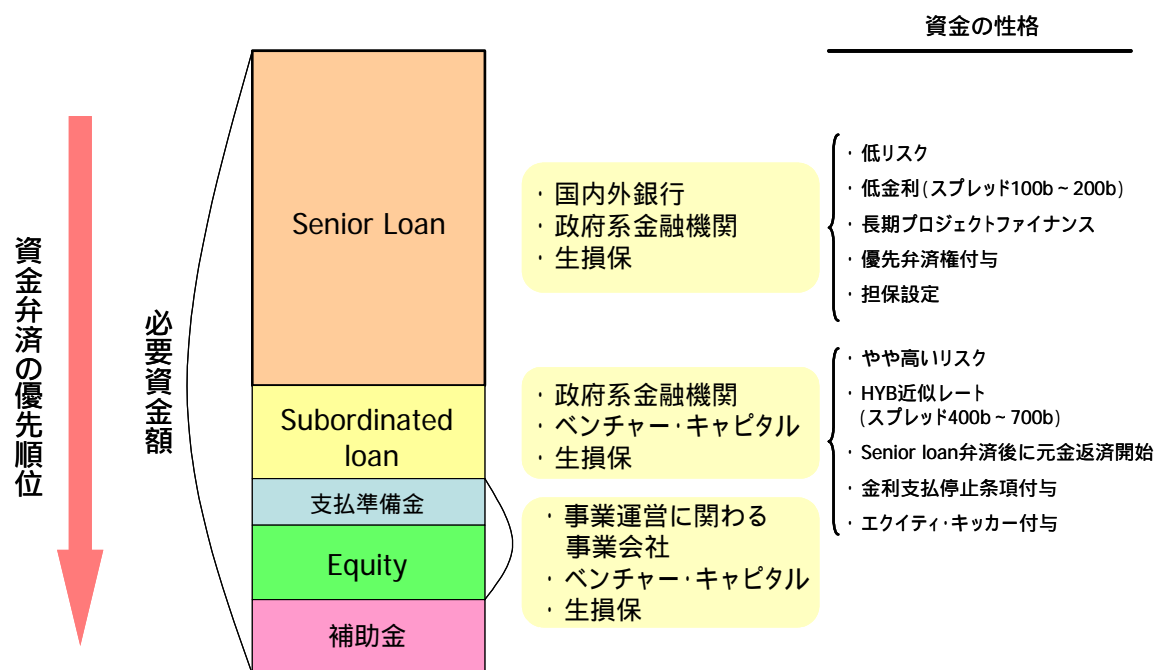
特定目的会社の資産流動化計画は最長 50 年まで認められる。特定目的会社は長期にわたって対象不動産を所有することによって不動産収益を得て投資家に証券の利子や配当を支払っても良いし、途中で不動産を第三者に売却することによって証券を償還してもよい。

流動化計画の変更は原則として社員総会の決議による。また、優先出資社員による買取請求権や特定社債権者の弁済請求の規定等が設けられており、対象不動産の状況や不動産市況等を総合的に勘案し、機動的な流動化計画の実施・変更ができるようになっている。

8. 証券化スキームによる資金調達

(1) 不動産流動化スキームにおける金融商品の属性

不動産流動化スキームにおいて発行される金融商品の種類ごとに属性をまとめると図3の通りである。



【図3】 不動産証券化に伴う金融商品の属性

投資元本(及び金利)の弁済の優先順位は図の上から下に向かうにしたがって劣後する。すなわち、図の上の金融商品の方がそのリスク度合いが低く、したがって利回りも相対的に低く抑えられる。逆に、図の下の金融商品の方がそのリスク度合いが高く、したがって相対的に高い利回りが期待できる。

資金弁済の優先順位と投資元本の保全方法によって差を設けることにより様々な金融商品を生設計し、必要資金額を調達することができるのである。優先ローンだけで資金調達しようとしても必要資金額を全額調達することはできない。必要資金額の全額を一種類の金融商品で調達する場合には優先ローンの出し手である金融機関が求めるローンの安全条件が担保されないためである。また、必要資金額の全額を劣後ローンやエクイティ証券で調達することもできない。これらの投資家はハイリターンを選好するため、彼らの要求リターンを前提とすると投資元本を小さくしない限りそのような高利回り金融商品とすることができず、必要資金額を調達することができない。不動産流動化スキームにおいて、いかにバランスよくリスク度合いに応じた金融商品を組み合わせることができるかということがきわめて重要であることがわかる。

(2) デット型証券とエクイティ型証券

また、不動産流動化スキームにおいて、しばしば「デット型証券」とか「エクイティ型証券」という用語が用いられる。

デット型証券は不動産が将来生み出すキャッシュフローを裏付けとして発行される証券であり、通常、社債と同様に利回り、償還期限、償還金額が定められている。

一方、エクイティ型証券は利回りや償還金額が確定しているものではなく、投資資産の価値の上昇・下落の如何によって投資利回りの変動を受ける証券である。例えば、デット型証券で設定された利回りよりも実際の利回りのほうが低かった場合、あるいは、投資資産自体の価値が下落した場合など、エクイティ型証券の投資家は直接的な損失を被る。一方で、投資資産の価値上昇によるキャピタルゲインも期待できるため、基本的にハイリスク・ハイリターンの性格をもった証券であるといえる。

(3) ノンリコースローン

ノンリコースローンは「非遡及ローン」ともいい、一般的には、ローンの担保となる資産が生み出すキャッシュフローや売却代金のみを返済原資とするローンを指す。保証人や連帯保証人を求められることはなく、追加担保を要求されることもない。その一方で一般的に金利は高めに設定される。

【ノンリコースローンの主な貸し付け条件（例）】

貸出期間	5～7年
金利	円スワップレートに基づく固定金利。変動金利とする場合、別途金利ギャップの購入を要す。
元本償還方法	20～30年の元本償還期間を想定して計算する。
返済方法	毎月元利均等返済、融資満期日に元本残額を一括返済。但し、リファイナンスが前提。
融資比率	物件評価額の70～80%以内。信託受益権取得価格もしくは金融機関の承認する第三者鑑定評価額のどちらか低いほうをベースとする。
現金管理	日々のキャッシュフローをノンリコースローンの融資元の銀行に開設した銀行口座に集中。
ローン実行時手数料	一般に融資金額の1～2%程度。
証券化への協力	ノンリコースローンを提供する銀行が、貸出し中のノンリコースローンを裏づけとして証券化する（CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities: 商業用不動産担保ローン）ことを前提とし、証券化に対して協力する旨規定される。
保全方法	対象物件に抵当権設定、対象物件に対する信託受益権に質権設定、現金集中管理、その他のデット・コベナンツ（誓約条項、制限条項）を設ける。

（４）デット・コベナンツ

ノンリコースローンにおいては、その対象資産が将来生み出すキャッシュフローのみ元利回収の裏付けとしており、対象資産（もしくはプロジェクト）が破綻した場合に他に訴求することのできる担保資産や事業、保証人が存在しない。そこで、貸し手である金融機関は、借り手である事業主体に対してさまざまな「コベナンツ」（「誓約条項」や「制限条項」と訳される）を課すことにより企業行動を規定することが前提となる。特に「フィナンシャル・コベナンツ」（財務制限条項）によって自動的な「早期警鐘システム」を機能させ、対象事業・資産に対するモニタリング活動が効率よく実施されることとなる。また、ノンリコースローンのシンジケート団を組成する「アレンジャー」と呼ばれる金融機関は、通常貸付先の預金口座を集中管理することによって資金の入りと出を厳密にモニタリングすることとなる。

【デット・コバナンツの具体例】

・フィナンシャル・コバナンツ

Net Interest Coverage

DSCR(Debt Coverage Ratio)

流動比率

・その他のコバナンツ

配当制限

追加借入れ・保証債務制限

年間投資額の制限

保険付保

ディスクロージャー

ノンリコースローンの組成にあたり重視される指標はD S C R (Debt Service Coverage Ratio)である。D S C Rはノンリコースローン組成時の商品設計の際に重視されると同時に、そのまま財務制限条項として融資実行後の対象事業のモニタリング時にも重視される指標である。

D S C Rは次の算式により求められる。

$$\frac{\text{期間中の元利金支払前キャッシュフロー}}{\text{期間中の元利金支払予定額}}$$

借入期間中のキャッシュフローによる返済能力を把握する指標である。すなわち、借入期間中のある一定期間に予定されている元利弁済金額をその同期間におけるキャッシュフローでどの程度返済する能力があるのかということを示す指標である。D S C Rが 1.0 の場合、ちょうどその期間に対象資産・事業・プロジェクトが稼ぎ出すキャッシュフロー(税引き後)全額が元利弁済に充当されるということになる。D S C Rが 1.0 を大きく上回るほど元利弁済の安全性が高まる。逆に、D S C Rが 1.0 を下回るとその期間のキャッシュフローでは元利弁済をすることができず、余剰資金を取り崩さなければならない。

D S C Rの計算期間によって、年度D S C R、四半期D S C R、累積D S C R、全期間D S C Rなどに分類され、対象事業のモニタリングの目的のために適宜算定される。

9. 倒産隔離（バンクラプシー・リモートネス）

オリジネータ（不動産の原所有者）や SPC が倒産して投資家に被害が及ばないようにするための倒産防止の手当てをすることを「倒産隔離」または「バンクラプシー・リモートネス」という。SPC をオリジネータの倒産リスクから隔離するために、資本関係を切断して完全に独立させること、及び、SPC 自体が倒産しないような仕組みを作ることが必要となる。

通常、ケイマン諸島などのタックス・ヘイブンとよばれるところに特別目的会社（SPC）を設立し、SPC の発行する議決権付普通株式を信託会社に譲渡し、信託会社は「信託宣言」という英米法特有の仕組みを使ってその株式を慈善団体を受益者とする「慈善信託（チャリタブル・トラスト）」を設定するという手法が用いられている。

しかし、タックス・ヘイブン等を利用したスキーム作りには時間とコストがかかるため改善が求められていた。平成 14 年 4 月 1 日に施行された「中間法人法」に基づき設立された有限責任中間法人を倒産隔離の目的で使用した不動産証券化の事例も実現している。

10. 不動産流動化スキームにおける課税関係

(1) 基本的な仕組み

通常の株式会社や有限会社では、法人があげた利益に対して法人税が課税され、課税後の利益が投資家に配当として支払われる。投資家が受け取った配当に対しても課税されるため、投資家の手取り資金はひじょうに小さくなってしまう。特に、証券化という金融スキームにおいてこのような二重課税がなされると投資家の投資効率は極めて低いものになってしまう。

そこで、投資家の投資効率を高めるため、法人税が課税されないものを投資ヴィークルとして利用する必要がある。

法人税が課税されないものは次の 3 つに限られる。

- ） 民法上の任意組合
- ） 商法上の匿名組合
- ） 信託

資産流動化法上の特定目的会社は原則法人税課税をするが、一定要件を満たした場合は配当の損金算入が可能となる。

商法上の株式会社や有限会社を SPC として利用した場合は二重課税を排除することができない。但し、資金調達を社債やノンリコースローンだけで行う場合には、簡便な手続で済むため、特別目的会社として株式会社や有限会社が利用される。

(2) 特定目的会社における配当金の損金算入

資産流動化法上の特定目的会社（TMK）の法人税について、次の及びの二つの要件を満たせば、優先出資証券への配当金の損金算入が認められる（租税特別措置法 67 の 14）；
事業年度中の配当支払額が配当可能所得金額（繰越欠損控除後、減価償却後など）の 90%を超えること。

次のいずれかに該当する；

- ）公募の特定社債でその発行額が 1 億円以上であるもの（公募）。または、特定社債券が適格機関投資家（証券取引法 2 条 3 項 1 号）のみによって引き受けられたもの（プロ私募）。
- ）優先出資証券が 50 人以上の者によって引き受けられたもの（公募）。
- ）優先出資証券が適格機関投資家のみによって引き受けられたもの（プロ私募）。

(3) 特定目的会社における不動産流通課税の軽減措置

2001 年度税制改正によって、一定の要件を満たす場合、次の通り不動産流通課税が軽減される；

不動産取得税（原則 4.0%）	1/3 に軽減
登録免許税（原則 50/1000）	1/3 に軽減
特別土地保有税（取得・保有）	非課税

なお、信託を使うと登録免許税は 0.6%、不動産取得税は非課税とより有利になるが、別途信託報酬がかかる。

資産流動化法上の特定目的会社（TMK）の不動産流通税について、次の四つの要件を満たせば、軽減措置が認められる（租税特別措置法 83 の 7）；

特定資産のうち次の から の不動産などの割合が 75%以上となる方針である旨資産流動化計画に記載され、かつこれらの不動産などの 75%以上であることまたは当該不動産の取得により 75%以上となること；

- ） 不動産
- ） 不動産の賃借権
- ） 地上権
- ） 不動産、地上権または土地の賃借権を信託する信託の受益権

TMK が届出を行っていること

資産流動化計画に資産対応証券を発行する旨の記載があること

資産流動化計画に特定目的借入れについて定めがあるときは、当該特定目的借入れが特定出資者からのものでないこと

11. 特別目的会社（SPC）による不動産流動化スキーム

（1）特別目的会社（SPC）による不動産流動化スキーム

資産流動化法に基づく特定目的会社（TMK）の設立には煩雑な手続きを要するため、証券化の対象となる不動産の時価が100億円程度までであれば、通常の有限会社・株式会社を「特別目的会社（SPC）」として設立し、証券化のためのヴィークルとすることが多い。有限会社・株式会社 SPC による証券化スキームのフローは次の通りである。

オリジネータが所有資産を信託銀行に信託し、信託受益権とする。

オリジネータはこの信託受益権を特別目的会社（SPC）に譲渡する。

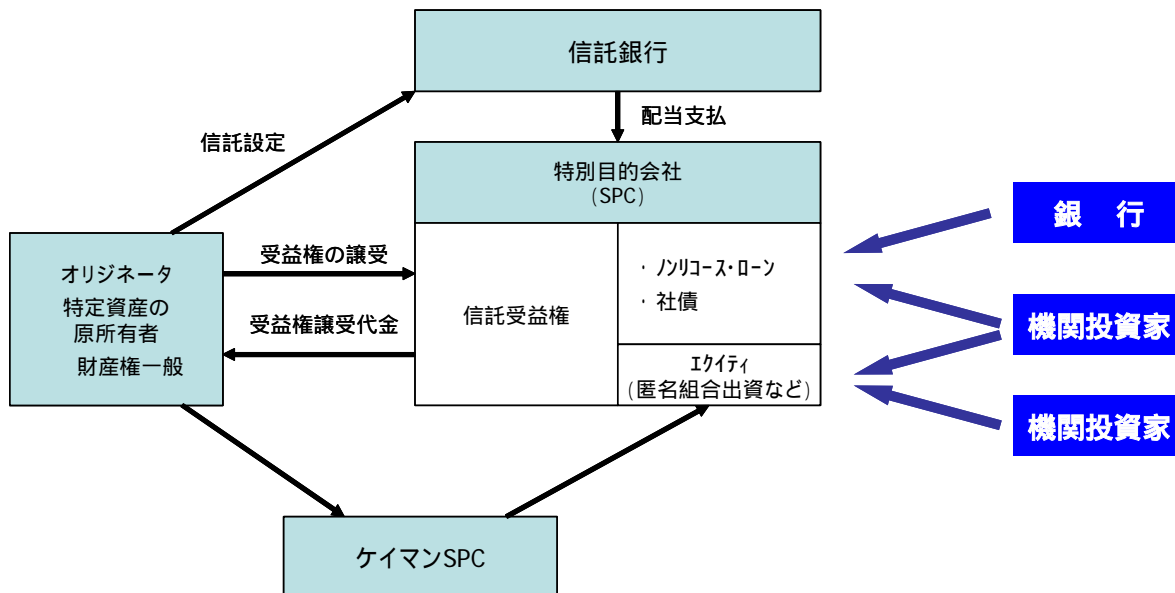
SPC はノンリコースローンで借入金を調達する。

SPC はエクイティを匿名組合契約により匿名組合からの出資金として調達する。

ノンリコースローン及び匿名組合出資だけで必要資金額に満たない場合、劣後債を発行するなど、デット型証券のリスク分類を多様化する。

配当の支払いは、ノンリコースローンに優先的に支払われ、残金が劣後債・匿名組合出資者の利払い・配当とされる。

次に有限会社・株式会社 S P C を利用した不動産流動化スキームを図示する。



【図4】 有限会社・株式会社 S P C（特別目的会社）による不動産流動化スキーム

有限会社・株式会社を S P C（特別目的会社）として利用する場合も、倒産隔離を図るために別途ケイマン S P C を設立し、有限会社・株式会社 S P C をオリジネータから完全に切り離しておく必要がある。

(2) 有限会社を活用する理由

このように従来から存在する商法・有限会社法の規定にしたがって特別目的会社（SPC）を設立し投資ヴィークルとする場合、有限会社が用いられることが多い。その理由は次の通りである。

有限会社には会社更生法が適用されない。会社更生法が適用されると、対象不動産その他に担保設定していても「更生担保権」とされ、ノンリコースローンの出し手（銀行等）の債権保全に問題が生じる。

最低資本金が 300 万円で済む。

株式会社では 1000 万円が必要

(3) 信託受益権を設定する理由

また、対象不動産を信託設定した上で投資ヴィークルに譲渡するというスキームが用いられることも多い。その理由は、次の通りである。

現物不動産より流通課税が軽減される。

エクイティ部分の出資を匿名組合契約による場合、原則として組合員（投資家）への配当は「不動産特定共同事業法」の規制対象となるが、信託受益権からの配当は不動産特定共同事業法の適用外となり、規制から外れる。

信託設定により、倒産隔離が図れる。

12. REIT（不動産投資信託）

(1) 基本的なしくみ

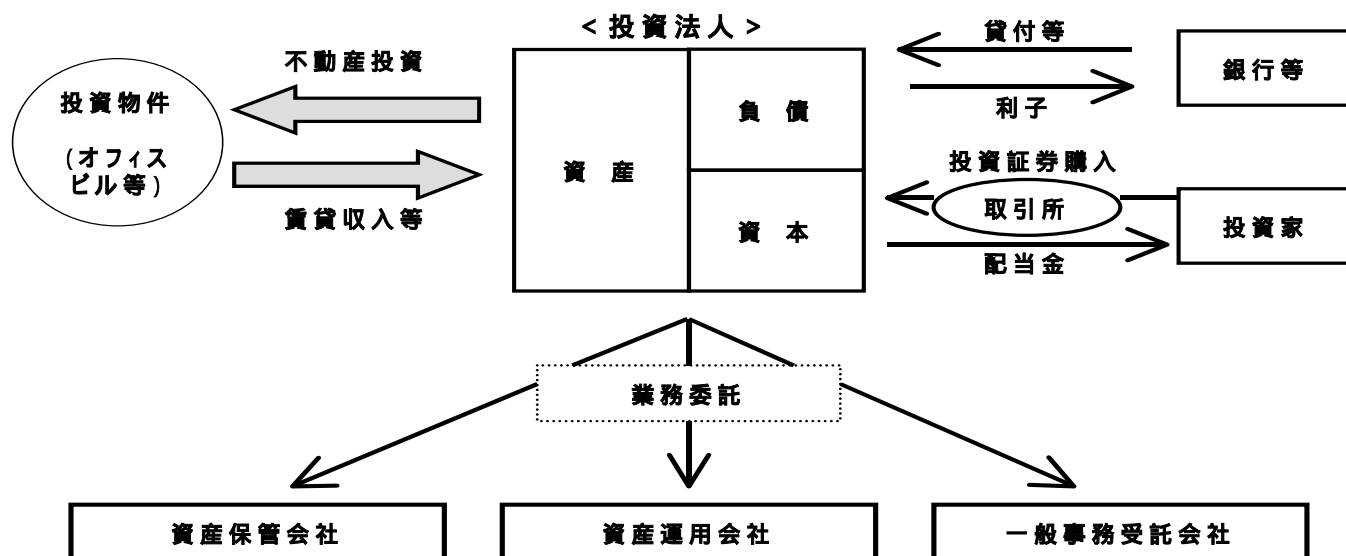
REIT (Real Estate Investment Trust) は不動産証券化の 1 形態として理解される。直訳すると、不動産投資信託となる。すなわち REIT とは主として複数の不動産に投資する会社が課税対象にならない器（TMK）としての役割を果たすための仕組みである。

1999 年に改正された投信法に基づいて作られた新しい金融商品であり、日本では第 1 号が 2001 年 9 月に東証に上場し、2003 年 1 月現在 6 社が上場している。アメリカでは既に時価総額 1,400 億ドル（200 銘柄）の実績がある。

根拠法が投資信託法であり、したがって資産を流動化するという側面よりも、投資家を重視しその運用に重点が置かれる。

具体的には、図 5 に示すように、投資家や金融機関が中心になるが、それ以外に不動産所有企業の意向が重要だ。

REITのスキーム図



企業側のメリットは下記のごとくである。

- 1) **新しい資金調達方法**：金融機関だけに頼る資金調達からの脱却と資産所有のリスクの分散を図る。
- 2) **オフバランス効果 = 貸借対照表の改善**：不動産を売却することにより資産及び負債の圧縮
- 3) **損益計算書の改善**：負債圧縮に伴う経費の軽減（経常利益の改善）、主要事業選択に伴う経費の軽減（営業利益の改善）、売却後における不動産の管理会社としての売上増加

(2) 米国での病院REIT

米国のREITで上場しているものは、一般の不動産対象、倉庫対象、オフィスや工場対象、ショッピングセンター対象などと細分化、専門化される。この細分化された対象中に、病院も含まれる。米国の病院REITでは、株式が低迷している現況では利回りは低迷しているが、上場しているケースがいくつかある。しかし、上記のように、あくまでも投資家を中心にしたものであるから、上場して投資家に納得してもらう利回りを上げるためには投資対象の随時組換えが必要である。

(3) 日本でのREIT

2003年1月に上場しているものは6つである。下記に特徴を列記するので、REITの考え方を理解されたい。

オリックス不動産投資法人：オリックス系の首都圏特化型の REIT である。基幹ビルはワシントンホテルに賃貸されているクロスゲートビル（約 14% を占める）であり、すべての日本の REIT の中でホテルはこの 1 物件のみ。首都圏にある物件に投資することにより、テナントの代替性や高い水準の稼働率を維持するという運用方針である。

ジャパンリアルエステイト投資法人：三菱地所系のオフィスビル運用型の REIT である。基幹ビルは渋谷クロスタワー（約 20% を占める）と三菱総研ビル（約 16% を占める）である。

日本ビルファンド投資法人：三井不動産系のオフィスビル運用型（都心 5 区中心型）の REIT である。保有ビルの中の NKKビルは日本の全 REIT の中で最大の物件である。

日本プライムリアルティ投資法人：基幹ビルは兼松ビル（約 17% を占める）。他の REIT が高い稼働率の物件を取得しているのと比較して、やや低い稼働率の物件も取得対象とし、内部成長による利益向上も図っていることが特色である。

日本リテールファンド投資法人：三菱商事系であり、唯一、商業施設のみを運用対象にする REIT である。現在の運用資産は郊外型のショッピングセンター 3 物件と都心型商業施設 1 物件の 4 物件でテナント 5 社と分散が少ない

プレミア投資法人：中央三井信託・ケンコーポレーションを中心とした首都圏特化型（運用資産はオフィスビル・住居の複合型）の REIT である。基幹ビルは神奈川サイエンスパーク R&D 棟（約 14% をしめる）。現時点ではオフィスビル・住居の比率は 8：2 であるが将来的には 6：4 の比率まで住居系を向上させという日本の REIT 唯一の住居重視型ファンドである。

これらからわかるように、REIT は不動産を持つ企業のメリットと投資家が前面に出る。米国とは状況が異なり、日本では投資対象になる病院が少なすぎる（現在は無い）。また、上記した企業のメリットは必ずしも病院のメリットではない。日本では、他の REIT 案件も、ほとんどが米国のように専門型ではないので、現状では、REIT の投資物件のひとつに病院が入る可能性があるかもしれない、といった程度であろう。

13. 不動産流動化スキーム策定のポイント

以上述べてきた通り、不動産流動化スキームにおいては種類の異なる複数の投資家やオリジネータ、信託銀行、アレンジャー、不動産管理会社など多数の利害関係者の間で極めて複雑な法律関係が発生する。

このような複雑な投資スキームが成立するために必要な条件は主に次の通りまとめられる。

出口（投資回収）が明確に想定できること

5～7年の期間内に投資回収ができることが前提。

不動産の場合、転売もしくはリファイナンスが前提となる。

エクイティとデットの組み合わせによる資金調達が可能

対象不動産、及び、対象不動産を用いた事業に魅力があり、また、適切な証券化商品を企画することによって、エクイティのみならず、エクイティの出し手（オリジネータ及び投資家）の信用でデットが調達できることが前提となる。

適切な借入比率を維持し、財務安全性が確保できること

エクイティの割合が高くなる場合には十分なリターンを得ることができず証券化のメリットが得られない。一方、デットの比率が高くなると格付けが低くなり、調達コストが高まる。

オリジネータとの倒産隔離

不動産流動化スキームは不動産の価値を担保に資金調達する仕組みである。対象不動産の原所有者であるオリジネータの倒産によって流動化スキームに参加した投資家が直接的な損失を被ることのないよう適切な倒産隔離の措置が求められる。

適切な信用補完措置

オリジネータやその他第三者による保証、調達した資金や剰余金の一部による準備金の積み立てなど、長期にわたる流動化期間のキャッシュフローの変動リスクを低減する必要がある。

14. 財務諸表の開示・監査

前述の通り、不動産流動化スキームにおいては極めて複雑な資金取引が行われ、複数の種類の投資家グループが特定の不動産を対象として特別目的会社もしくは特定目的会社に資金提供することになる。不動産流動化スキームの投資ヴィークルが公募により資金調達をする場合には有価証券発行時及びその後有価証券が流通している間の事業年度ごとに証券取引法に規定された財務省令に準拠した財務諸表等を作成し、公認会計士等の監査証明を得る必要がある。

少人数私募やプロ私募の場合は法律に基づく開示・監査の義務はないが、これに準じた財務諸表等の開示・監査が求められるのが通常である。

証券取引法に基づく有価証券発行開示規制、有価証券流通開示規制に該当しない場合で

も、医療法人がSPCによる不動産を流動化スキームを活用して資金調達を行う場合、積極的にその財務内容を開示することによって、より広く資金提供者を求めることができる。このような活動を通じてディスクロージャーに積極的な医療法人がその資金的基盤を強化し、安定・継続的かつ発展的な偉業経営を営む基盤を築くことができるものといえる。

第2 不動産証券化スキーム・医療法人への適用研究

1. 「医療の非営利性」研究

医療法第54条は「医療法人は、剰余金の配当をしてはならない。」として、医療の非営利性の根拠規定を置いている。これに違反して「剰余金の配当をした」場合、医療法人の理事・監事は20万円以下の過料に処することとされている。医療法人が利益処分により剰余金の配当をすることは考えられないが、日常の業務運営の在り方から次の2点から検討をする必要がある。

(1) 配当類似行為の禁止

医療法人制度のもと、「医療法人は、剰余金の配当を禁止される結果、収益を生じた場合には、施設の整備・改善、法人の職員（その開設する病院等の医療従業員を含む）に対する給与の改善等に充てるほか、すべて積立金として留保すべきこととなるわけである。また、配当ではないが、事実上利益の分配とみなされる行為も禁止されている。」()

() 「医療法人制度の解説」(社)日本医療法人協会 編 p46 から引用

ここに示された“事実上利益の分配とみなされる行為”が、配当類似行為であり、一般的に次のようなものがそれに該当するものと思われる。

(例 示)

近隣の土地建物の賃借料と比較して、著しく高額な賃借料の設定
収入等の増(減)に応じた定率賃借料の設定
医療施設・開設以外の不動産の買占めによる利益獲得
不動産賃貸業など附随、付帯業務を超えるもの
役員等への不当な利益の供与

(2) 定款例・不整合による配当

厚生労働省が通知によって定めた医療法人(社団・持分あり)の定款例(モデル定款)では、次のような規定が示されている。

・ 定款第 9 条

「社員資格を喪失した者は、その出資額に応じて払戻しを請求することができる。」

・ 定款第 34 条

「本団体が解散した場合の残余財産は、払込済出資額に応じて分配するものとする。」

この定款第 9 条の規定により出資社員の任意退社による多額の払戻請求事件が頻発しており、出資額を超える払戻金額が所得税法上・配当所得として課税されている。特定医療法人・特別医療法人の要件緩和とともに出資額限度法人の法制化が議論されていることは、衆知のことであろう。

近年、この第 9 条の他、第 34 条の規定により、医療法人（社団・持分あり）は、配当のできる営利法人であるとする意見（研究）も示されており、医療提供制度の基盤そのものを破壊しえない現象となっている。

医療法人が S P C による資金調達制度を導入する場合、この 2 点（特に、配当類似行為の禁止）に留意して、医療の非営利性を犯すようなことがあってはならない。

2. “法的要件等の整備” 要望・研究

〔要望 1〕

医療法第 41 条の「必要な資産」の定義付けをされたい。

（医療法人の経営は、ストック重視型からフロー重視型に移行すべき時代にある。医療法人経営による“キャッシュフロー”によって蓄積した現金預金等を「必要な資産」とみれないか）

医療法第 41 条において、「医療法人は、その業務を行うに必要な資産を有しなければならない」と定められ、また、医療法施行規則第 30 条の 34 において「病院又は老人保健施設を開設する医療法人は、その資産の総額の 100 分の 20 に相当する額以上の自己資本を有しなければならない」とされている。

医療法人がその所有する不動産を S P C 等に譲渡することによって流動化する場合に、この医療法人の資産要件に抵触しないかが問題となる。

昭和 61 年 6 月 26 日厚生省健康政策局長通知（平成 6 年改正）によると、医療法人の資産要件として、医療法人の土地、建物等は法人が所有するものであることが望ましいが、賃貸借契約による場合でも当該契約が長期間にわたるもので、かつ、確実なものである場合には差し支えないことと明記されている。

不動産流動化スキームによって新たに設立される投資ヴィークルとオリジネータである医療法人との間で締結される賃貸借契約の内容次第では、この局長通知にしたがい、医療

法第 41 条に抵触しないことと言えるが、具体的にどのような要件が具備されれば問題ないとされるのかが明らかでないとならば不動産流動化スキームの実現に支障をきたすこととなる。また、賃貸借期間が長い場合であっても、特定目的会社の資産流動化計画の設定期間がこれよりも短い場合、流動化にあたって調達するノンリコースローン、特定社債・優先出資証券等の償還期限が短い場合にどのような取り扱いがなされるか明らかにされる必要がある。資産流動化計画の設定期間や発行証券の償還期間が 5 年程度と短い場合であっても、通常の不動産流動化スキームは再度の証券化によってほぼ同一の条件で流動化計画が継続されることが多い状況を鑑みると、資産流動化計画の設定期間や発行証券の償還期間の如何によって一律に規制することは望ましくないと考えられる。特に医療法人の所有する土地・建物の場合、他の用途への転用が極めて困難であり、実質的にもオリジネータである医療法人が継続してその不動産を使用する可能性が高いことが明らかであるといえるため、不動産の流動化を行った場合でも、その結果当該医療法人の財務体質が以前よりも明らかに改善し、より適切に経営され、キャッシュフローを生み出し続けている限りは医療法第 41 条の規制対象としない旨明らかにされたい。

〔要望 2〕

S P C が株式を発行して資金を調達する場合、不当に高額な賃借料でなくとも「非営利原則」に抵触するのかが明らかにされたい。

(オリジネーター(医療法人)からの賃借料の徴収が適正であっても、S P C が全部又は一部を株式化による資金調達(配当が法定果実)する場合は、違法であるのか。)

医療法人がその所有する病院土地・建物、もしくは、新築移転や増築によってこれから取得しようとしている土地・建物を S P C を利用して流動化する目的は資金を調達することにある。このような不動産流動化スキームにおいては、オリジネータである医療法人の経営と投資ヴィークルとして使用される S P C との間には適切な倒産隔離の措置が図られており、その結果、S P C が医療法人の経営に直接関与することはできない仕組みがとられることになる。したがって、資金調達を円滑に実行するために投資ヴィークルとして営利法人である有限会社や株式会社、また、配当による投資収益の還元を前提とする優先出資証券を発行する特定目的会社を利用したとしても、医療法第 7 条に定める営利を目的として病院、診療所等を経営するということには該当しないといえる。また、不動産流動化スキームに参加した投資家に対して利子だけでなく配当が支払われる場合があるが、投資家それぞれが購入した証券の種類によってその中身が配当か利子かどちらかに位置づけられるにすぎず、どちらも不動産投資のリスクに見合うリターンを要求するという純粋な不動産運用益の分配でしかない。投資ヴィークルが得ることのできる不動産収益は、事前に

定められた賃貸借契約、及び、資産流動化法を用いる場合にはさらに事前に金融庁に届出た「流動化計画」に基づいて医療法人によって支払われる不動産賃貸料（及び管理料）である。医療法人による病院・診療所等の経営の結果生じた剰余金をSPCを經由して分配するというスキームではないことが明らかである。

以上のように、明らかに不動産運用収益を裏付けとした不動産流動化スキームである場合にまで営利目的による病院等の経営禁止規定や剰余金の分配禁止規定に抵触するという処置は適切でないと考えられる。

一方、不当に多額な賃借料を設定し、医療法人それ自体もしくはその関連当事者がSPCの優先出資証券、特定者債権その他を保有して配当もしくは金利等を得るというスキームについては適切な処置がとることができるよう通知化し、医療監視の対象とすることが望ましい。

なお、不動産の流動化スキームにおいて資金調達のために発行する各種証券のうち、その元本と投資利回りの保全が最劣後するエクイティ型証券についてはその投資家を募集することが極めて困難である。そこで一般的な不動産流動化スキームでは、この最劣後するエクイティ型証券の相当部分をオリジネータが所有することによってノンリコースローン、特定社債などの有利な資金調達を実現しようとすることが多く見受けられる。医療法人の所有する不動産の流動化においても、ノンリコースローンの成約や特定社債等の投資家募集のためには劣後証券をオリジネータが保有しなければならないという事態が多く発生することであろう。したがって、単に最劣後のエクイティ型証券をオリジネータが相当程度保有しているという状況のみをもって非営利原則に反する規制すべき行為と位置づけることは適切ではない。事前に計画された資産流動化計画もしくは金融機関や投資家等によって許諾された賃貸借契約に従って不動産使用料をSPC等に支払い、外部の金融機関や投資家等に劣後するかたちで不動産運用益を受領している場合には規制の対象外とすべきである。もしくは、オリジネータの保有するエクイティ型証券については配当を停止させるという手法を適用することもできる。

〔要望3〕

国庫補助金が投入されている建物等のSPC化は、その補助金を全額返還することとなるのか明らかにされたい。

（厚生行政の施策に反する不動産の処分等は国庫補助金の全額返還、施策適合の場合でも未償却残高の返還が必要とされているが、SPC化の場合はどのようになるのか。）

国庫補助金を受けて病院等を建築した場合、一定期間その処分が制限される。当該期間内に処分する場合には補助金の返還義務が明記されている。

国庫補助金を受けて建築された病院不動産を流動化する場合、この「処分」に該当し、国庫補助金を全額返還しなければならないということになると不動産流動化による資金調達実現のメリットが相当程度減殺されてしまう。そこで、一定の不動産流動化スキームにしたがってSPC等に病院不動産を譲渡する場合には、これを「処分」として取り扱わず、国庫補助金の返還を要しないことと明らかにされたい。

オリジネータである医療法人がその所有する不動産を証券化する目的は資金の調達にあり、当該不動産の継続使用が前提となる。したがって厚生行政の施策に反する不動産の処分には該当しないことが明らかである。

また、資金調達を円滑にするためにオリジネータである医療法人と投資ヴィークルであるSPC等との間の倒産隔離のための適切な措置をとることが求められる結果、不動産証券化の過程で、国庫補助金を受給した医療法人が全くの第三者にその所有する不動産を譲渡しなければならないという事態が生じるが、これはあくまでも資金調達スキームの構築のために不可避の行為であり、当該不動産の継続利用、設置された病院等の医療機関による継続的な医療提供の確保には何らの障害を与えるものではない。

このように、不動産流動化スキームは法的行為としては不動産の譲渡という取引を経なければ実現できないものではあるが、実態的には医療法人による資金調達行為であるといえるため、国庫補助金等が投入された不動産を対象とする場合にもその返還義務を免除、あるいは、適用除外とする旨、明らかにされたい。

〔要望4〕

特定社債券の発行による場合((要望2)には該当しないが)SPC法で認められているオリジネータの一部買戻し償還は認められるのか明らかにされたい。

(オリジネータである医療法人が、SPC発行の社債券買戻しを認めることは、結果として資産の買戻しにつながり、医療法人に資産・再取得の目標を与えることになる)

医療法人が不動産流動化スキームによってその所有する不動産をSPC等の投資ヴィークルに譲渡し、資金調達を行う場合に外部の金融機関や投資家等により魅力的な金融商品・融資機会を与えるために、流動化による発行証券のうち最も劣後するエクイティ型証券である優先出資証券や株式のみならず、特定社債券等とその発行時に保有しなければならないケースが想定される。また、発行時のみならず、外部の金融機関や投資家等による投資の回収の機会を確保するためにオリジネータである医療法人が外部の金融機関や投資家等の保有する特定社債券等を買上げることが想定される。

社債券はエクイティ型証券と異なり、事前に定められた時期に事前に定められた方法によって算出された額に相当する金利を受け取る権利を有する証券であり、医療法で禁止さ

れる剰余金の分配に該当するものではないが、配当類似行為の禁止という観点からオリジネータである医療法人が流動化スキームにおいて発行される特定社債券等を取得・保有して金利を受領することが問題となるか明らかにされる必要がある。

オリジネータが流動化スキームにおいて発行される各種証券のうち最も劣後するエクイティ型証券のみならず特定社債券等の一部までも保有しなければならないという事態は、資金調達を実現させるためには避けられない場合が想定される。したがって、エクイティ型証券の取得・保有の場合と同様、その取得・保有という行為自体のみをもって規制の対象とすることは適切ではなく、事前に計画された資産流動化計画もしくは金融機関や投資家等によって許諾された賃貸借契約に従って不動産使用料をSPC等に支払い、外部の金融機関や投資家等に劣後するかたちで不動産運用益を受領している場合には規制の対象外とすべきである。もしくは、オリジネータの保有する特定社債券等については利払いを停止させるという手法も適用することができる。

また、不動産流動化スキームの組成によって外部の金融機関や投資家等にいったん発行した社債券を医療法人が買い戻す場合に、これが医療法人の目的外行為に該当し規制されるものかどうか明らかにされる必要がある。

オリジネータである医療法人が流動化スキーム実行後に社債券等を購入する第一の目的はその財務基盤の安定化を図ることである。すなわち不動産流動化によって手にした資金で有利子負債を返済し、もしくは他の設備投資を実行することによって不動産流動化自体の目的は達成されるが、その後長期間にわたって、投資ヴィークルに対して不動産賃借料を支払うことを通じて外部の金融機関や投資家等へ事前に定められた方法によって投資元本及び金利・配当を支払わなければならない。不動産流動化によって強固な経営基盤を築き、これによって上げられるキャッシュフローでいったん流動化した不動産を買い戻し自己所有することができれば、医療法人の財務基盤はより強固なものとなる。

したがって将来の流動化対象資産の買い戻しを目的とした特定社債等の買い戻しは、医療法人の長期安定的な経営基盤の確立を求める医療法の考え方に何ら反するものではない。

そこで、配当類似行為や転売目的でないことが明らかな場合にはオリジネータである医療法人の特定社債券等の買い戻しを規制することは適切ではなく、原則としてこのような行為が適法なものとして認められることを明らかにし、違法行為もしくは不適切な行為として規制されるべき行為についてはこれを通知化した上で医療監視の対象とするべきである。

また、不動産を流動化した医療法人が特定社債券等を買戻すことができるよう、病院会計準則を改定し、資産の部に「投資有価証券」または「投資等」の勘定科目を計上できるようにする必要がある。

〔要望5〕

日本公認会計士協会が明らかにしたSPCの「5%」ルール適用を、地域医療振興債については適用除外等とされたい。

(日本会計士協会は、SPCが発行する債券等について、劣後の割合が5%以下の場合“売買とみなさない”としているが医療法人の発行する地域医療振興債については適用除外の処置を望みたい。)

日本公認会計士協会は、平成12年7月21日付で「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」を公表した。

この実務指針は、不動産の流動化を行って不動産を譲渡したにもかかわらず、地価下落その他の当該流動化した不動産に係るリスクが依然として譲渡人に存在していると認められる場合には、譲渡人の会計処理として不動産の売却処理を認めることが適切でないとし、不動産に係るリスクの移転の有無を判断根拠として示すものである。

すなわち、譲渡人において流動化対象資産の会計処理を「譲渡」とし、対象資産を譲渡人の貸借対照表からオフバランス化すると同時に売買損益を認識することができるための諸条件を明らかにしている。この実務指針によると、売買処理を行うためには、「不動産が法的に譲渡されていること」、及び、「資金が譲渡人に流入していること」を前提とし、さらに「譲渡不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転し」ていなければならないとしている。

さらに、リスク移転の有無に関する実質的な判断基準について述べた後、具体的な判断基準として「リスク負担割合」の5%基準を示している。すなわち、流動化する不動産の譲渡時の適正な価額に対するリスク負担の金額の割合がおおむね5%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているものとして、対象資産の売買処理を行うことができるものとしている。ここで、「リスク負担」とは、流動化する不動産がその価値の全てを失った場合に生ずる損失とされている。すなわち、流動化において発行される種々の証券の一部をオリジネータである医療法人が取得・保有する場合、その金額の範囲内においてリスク負担が生じていると判断される。

医療法人が不動産流動化を行う場合、外部の金融機関及び投資家等から、投資ビークルの財務諸表のみならず医療法人自体の財務諸表の作成・開示が求められると考えられる。また場合によっては公認会計士等による監査証明付の財務諸表の開示を求められることがあろう。前述した通り、医療法人の不動産流動化スキームを組成するにあたってオリジネータである医療法人がエクイティ型証券や特定社債等の一部を取得・保有することが想定される。このような場合に、医療法人の財務諸表において売買取引を否認する財務諸表を

作成することは極めて煩雑な事務手続きを要する。財務諸表の作成・開示の目的が、流動化スキームの開示を受けてこの投資スキームに参加している金融機関や投資家等への情報提供にある以上、流動化スキームの法実態に即した会計処理、すなわち売買処理を前提とした会計処理によって財務諸表を作成することが望ましい。したがって、医療法人の流動化スキームにおいては日本公認会計士協会の5%ルール適用除外とするか、売買処理によって財務諸表が作成されているとしても財務諸表全体に対して不適正意見を表明したり監査意見の差し控えをするのではなく、リスク負担割合に関する情報を特記事項として記載したり、監査意見の除外対象とするなど適切な処置を講じられたい。

3. 不動産証券化スキームの適用研究

(1) 医療法上の問題

医療法人が不動産証券化スキームを活用して資金調達を行う場合、医療法上の種々の規制に抵触することがないか検討する必要がある。

次の諸点が問題となるかどうか順に検討することとする。

医療の非営利性に抵触することがないか

医療に必要な資産を保有しなければならないという規定に抵触することがないか

医療法人の自己資本比率規制に抵触することがないか

医療法人がその所有する土地・建物を信託設定することができるか

証券化した後、優先出資証券や特定社債などを医療法人が買い戻すことができるか

医療の非営利性に抵触することがないか

医療法人がその所有する病院土地・建物、もしくは、新築移転や増築によってこれから取得しようとしている土地・建物を、SPCを利用して流動化する目的は資金を調達することにある。このような不動産流動化スキームにおいては、オリジネータである医療法人の経営と投資ヴィークルとして使用されるSPCとの間には適切な倒産隔離の措置が図られており、その結果、SPCが医療法人の経営に直接関与することはできない仕組みがとられることになる。したがって、資金調達を円滑に実行するために投資ヴィークルとして営利法人である有限会社や株式会社、また、配当による投資収益の還元を前提とする優先出資証券を発行する特定目的会社を利用したとしても、医療法第7条に定める営利を目的

として病院、診療所等を経営するということには該当しないといえる。また、不動産流動化スキームに参加した投資家に対して利子だけでなく配当が支払われる場合があるが、投資家それぞれが購入した証券の種類によってその中身が配当か利子かどちらかに位置づけられるにすぎず、どちらも不動産投資のリスクに見合うリターンを要求するという純粋な不動産運用益の分配でしかない。投資ヴィークルが得ることのできる不動産収益は、事前に定められた賃貸借契約、及び、資産流動化法を用いる場合にはさらに事前に金融庁に届け出た「流動化計画」に基づいて医療法人によって支払われる不動産賃貸料（及び管理料）である。医療法人による病院・診療所等の経営の結果生じた剰余金をSPCを經由して分配するというスキームではないことが明らかである。

なお、不動産の流動化スキームにおいて資金調達のために発行する各種証券のうち、その元本と投資利回りの保全が最劣後するエクイティ型証券についてはその投資家を募集することが極めて困難である。そこで一般的な不動産流動化スキームでは、この最劣後するエクイティ型証券の相当部分をオリジネータが所有することによってノンリコースローン、特定社債などの有利な資金調達を実現しようとするのが多く見受けられる。医療法人の所有する不動産の流動化においても、ノンリコースローンの成約や特定社債等の投資家募集のためには劣後証券をオリジネータが保有しなければならないという事態が多く発生することであろう。したがって、単に最劣後のエクイティ型証券をオリジネータが相当程度保有しているという状況のみをもって非営利原則に反する規制すべき行為と位置づけることは適切ではないと考える。

医療に必要な資産を保有しなければならないという規定に抵触することがないか

医療法第41条において、「医療法人は、その業務を行うに必要な資産を有しなければならない」と定められ、また、医療法施行規則第30条の34において「病院又は老人保健施設を開設する医療法人は、その資産の総額の100分の20に相当する額以上の自己資本を有しなければならない」とされている。

医療法人がその所有する不動産をSPC等に譲渡することによって流動化する場合に、この医療法人の資産要件に抵触しないかが問題となる。

昭和61年6月26日厚生省健康政策局長通知（平成6年改正）によると、医療法人の資産要件として、医療法人の土地、建物等は法人が所有するものであることが望ましいが、賃貸借契約による場合でも当該契約が長期間にわたるもので、かつ、確実なものである場合には差し支えないことと明記されている。

したがって、不動産流動化スキームによって新たに設立される投資ヴィークルとオリジネータである医療法人との間で締結される賃貸借契約の内容次第では、この局長通知にし

たがい、医療法第 41 条に抵触しないことと言える。

しかし、賃貸借期間が長い場合であっても、特定目的会社の資産流動化計画の設定期間がこれよりも短い場合、流動化にあたって調達するノンリコースローン、特定社債・優先出資証券等の償還期間が短い場合にはこの局長通知によっても資産規定に抵触するかどうか明らかではない。

資産流動化計画の設定期間や発行証券の償還期間が 5 年程度と短い場合であっても、通常の不動産流動化スキームは再度の証券化によってほぼ同一の条件で流動化計画が継続されることが多い状況を鑑みると、資産流動化計画の設定期間や発行証券の償還期間の如何によって一律に規制することは望ましくないと考えられる。特に医療法人の所有する土地・建物の場合、他の用途への転用が極めて困難であり、実質的にもオリジネータである医療法人が継続してその不動産を使用する可能性が高いことが明らかであるといえるため、不動産の流動化を行った場合でも、その結果当該医療法人の財務体質が以前よりも明らかに改善し、より適切に経営され、キャッシュフローを生み出し続けている限りは医療法第 41 条に定める資産規定に抵触するものではないと考える。

医療法人の自己資本比率規制に抵触することがないか

医療法第 41 条において、「医療法人は、その業務を行うに必要な資産を有しなければならない」と定められ、また、医療法施行規則第 30 条の 34 において「病院又は老人保健施設を開設する医療法人は、その資産の総額の 100 分の 20 に相当する額以上の自己資本を有しなければならない」とされている。

医療法人は、その安定的な経営基盤を確保するために、不動産を流動化していようとまいとその資産の総額の 100 分の 20 に相当する額以上の自己資本を有しなければならないことは当然である。

不動産の流動化を行うことによって不動産を投資ヴィークルに譲渡すれば、自己資本比率規制を達成することがより容易になるものと考えられる。すなわち有利子負債が存在する場合には不動産流動化によって得た資金を用いて有利子負債を期前弁済することにより自己資本比率が高まるであろう。また、有利子負債が存在していなかったとしても新たな設備投資によって医療法人のキャッシュフロー創出能力が高まり、ひいては自己資本比率を高めることとなろう。

医療法人がその所有する土地・建物を信託設定することができるか

倒産隔離や不動産流通課税の軽減化のため、不動産流動化スキームにおいて信託設定がなされる場合がある。医療法人がその所有する土地・建物を信託設定する行為が医療法人の業務の範囲を越えるものかどうか問題となる。

信託には賃貸型と処分型の区分がある。

平成2年11月30日付 大阪府環境保健部長宛厚生省健康政策局指導課長回答によると、特に医療法人が自己の所有する土地を信託し、信託交付金として収入を得る場合、賃貸型については信託期間終了後所有権が医療法人に戻ることを前提に信託期間中不動産賃貸収入が継続的に得られることとなり、これは実質的には医療法人が賃貸業務を行っていることになり医療法第42条の付帯業務の範囲を越えたものであると考えられるため、医療法人がこれを行うことは原則として認められないとし、賃貸型の土地信託を禁止している。

一方、処分型の土地信託については、不動産の処分行為であり、それによって所有権は信託銀行に移転するため、医療法人の業務とは無関係である。したがって、医療法人が医療の継続性及び法人の基盤の安定等により処分型の土地信託制度を利用することは医療法第42条にいう付帯業務に該当しないものと判断するとしている。

以上の観点から、不動産流動化スキームによって医療法人の所有する不動産を信託銀行に譲渡し信託設定することは問題ないと考えられる。

証券化した後、優先出資証券や特定社債などを医療法人が買い戻すことができるか

医療法人が不動産流動化スキームによってその所有する不動産をSPC等の投資ヴィークルに譲渡し、資金調達を行う場合に外部の金融機関や投資家等により魅力的な金融商品・融資機会を与えるために、流動化による発行証券のうち最も劣後するエクイティ型証券である優先出資証券や株式のみならず、特定社債券等とその発行時に保有しなければならないケースが想定される。また、発行時のみならず、外部の金融機関や投資家等による投資の回収の機会を確保するためにオリジネータである医療法人が外部の金融機関や投資家等の保有する特定社債券等を買上げるのが想定される。

社債券はエクイティ型証券と異なり、事前に定められた時期に事前に定められた方法によって算出された額に相当する金利を受け取る権利を有する証券であり、医療法で禁止される剰余金の分配に該当するものではないが、配当類似行為の禁止という観点からオリジネータである医療法人が流動化スキームにおいて発行される特定社債券等を取得・保有して金利を受領することが適法かどうか問題となる。

オリジネータが流動化スキームにおいて発行される各種証券のうち最も劣後するエクイティ型証券のみならず特定社債券等の一部までも保有しなければならないという事態は、資金調達を実現させるためには避けられない場合が想定される。したがって、エクイティ型証券の取得・保有の場合と同様、その取得・保有という行為自体のみをもって規制の対象とすることは適切ではなく、事前に計画された資産流動化計画もしくは金融機関や投資家等によって許諾された賃貸借契約に従って不動産使用料をSPC等に支払い、外部の金融機関や投資家等に劣後するかたちで不動産運用益を受領している場合には規制の対象外とすべきである。もしくは、オリジネータの保有する特定社債券等については利払いを停止させるという手法を適用することもできる。

また、不動産流動化スキームの組成によって外部の金融機関や投資家等にいったん発行した社債券を医療法人が買い戻す場合に、これが医療法人の目的外行為に該当し規制されるものかどうか明らかにされる必要がある。

オリジネータである医療法人が流動化スキーム実行後に社債券等を購入する第一の目的はその財務基盤の安定化を図ることである。すなわち不動産流動化によって手にした資金で有利子負債を返済し、もしくは他の設備投資を実行することによって不動産流動化自体の目的は達成されるが、その後長期間にわたって、投資ヴィークルに対して不動産賃借料を支払うことを通じて外部の金融機関や投資家等へ事前に定められた方法によって投資元本及び金利・配当を支払わなければならない。不動産流動化によって強固な経営基盤を築き、これによって上げられるキャッシュフローでいったん流動化した不動産を買い戻して自己所有することができれば、医療法人の財務基盤はより強固なものとなる。

したがって将来の流動化対象資産の買い戻しを目的とした特定社債等の買い戻しは、医療法人の長期安定的な経営基盤の確立を求める医療法の考え方に何ら反するものではない。

そこで、配当類似行為や転売目的でないことが明らかな場合にはオリジネータである医療法人の特定社債券等の買い戻しを規制することは適切ではなく、原則としてこのような行為が適法なものとして認められることを明らかにし、違法行為もしくは不適切な行為として規制されるべき行為についてはこれを通知化した上で医療監視の対象とするべきである。

また、不動産を流動化した医療法人が特定社債券等を買い戻すことができるよう、病院会計準則を改定し、資産の部に「投資有価証券」または「投資等」の勘定科目を計上できるようにする必要がある。

(2) 金融的観点からの問題

医療法人が不動産証券化スキームを活用して資金調達を行う場合、医療法上の種々の規制に抵触することがないとしても、金融的観点からこのような取引が成立するかどうか検

討する必要がある。

次の諸点が問題となるかどうか順に検討することとする。

ノンリコースローンもしくは特定社債を調達することができるか
償還期限におけるリファイナンスを確実に実行できるか
リファイナンスができなかった場合どのような問題が生じるか

上記のうち 及び については金融機関及び投資家等が判断することであり、対象となる医療法人が投資家等にとって魅力的であり、医療法その他の規制に抵触しないスキームが構築できれば、資金調達は可能であろうし、諸ローン・証券等の償還期限におけるリファイナンスも実行できるであろう。

リファイナンスができなかった場合には当然流動化の対象不動産が処分される可能性が高く、オリジネータである医療法人が継続して使用し医療提供することができない場合が起こりうる。

金融機関や投資家等にとっても、医療法人による不動産流動化スキームの対象となる病院の土地・建物等については、他への転用価値がそれほど高くないといえるため、償還条件等の変更に応じる可能性がある。償還条件等の変更が行われなかった場合には当該不動産を処分せざるを得ないため、病院債の場合と同様、発行時からある程度長期間の償還期限を設定する必要があるかもしれない。

第3 不動産証券化スキームのQ & A

1. 不動産流動（証券）化・資金のつかい方

Q 1 . S P Cにより病院の土地、建物等を流動（証券）化すると、オリジネーター（原資産保有者）である医療法人（病院）に多額の資金が導入（調達）されますが、その資金の用途（つかい方）は、基本的にはどのように考えるべきですか。

- A 1 .
- ・借入金の返済・・・無借金経営化
 - ・自己資本 20%以上の現預金の保有
 - ・キャッシュフロー経営を目指すべし（借入金による不動産所有・重装備経営の離脱）
 - ・C F 予算システムの適正化

不動産の流動化スキームは文字通りオリジネーター（原資産所有者）の保有する不動産を流動資産であるキャッシュに代える効果があります。このキャッシュをどのように活用するかを慎重に決定する必要があります。不動産の流動化時点で多額のキャッシュを手にする一方で、将来にわたって流動化対象資産に関する賃借料を支払う必要があります。したがってこのキャッシュを活用して医療法人の将来のキャッシュフロー創出能力を向上させる諸施策を実施しなければ、不動産流動化の真の効果を挙げることはできません。

まず考えられるのが、既存の借入金の早期弁済によって医療法人の財務体質を改善させることです。これにより将来の金利支払負担を低減させることができるとともに、将来の資金調達余力を高めることにつながります。このことは同時に、借入金による不動産所有・重装備経営から脱却し、一般事業会社では既に広まりつつあるキャッシュフロー経営に移行することとなります。

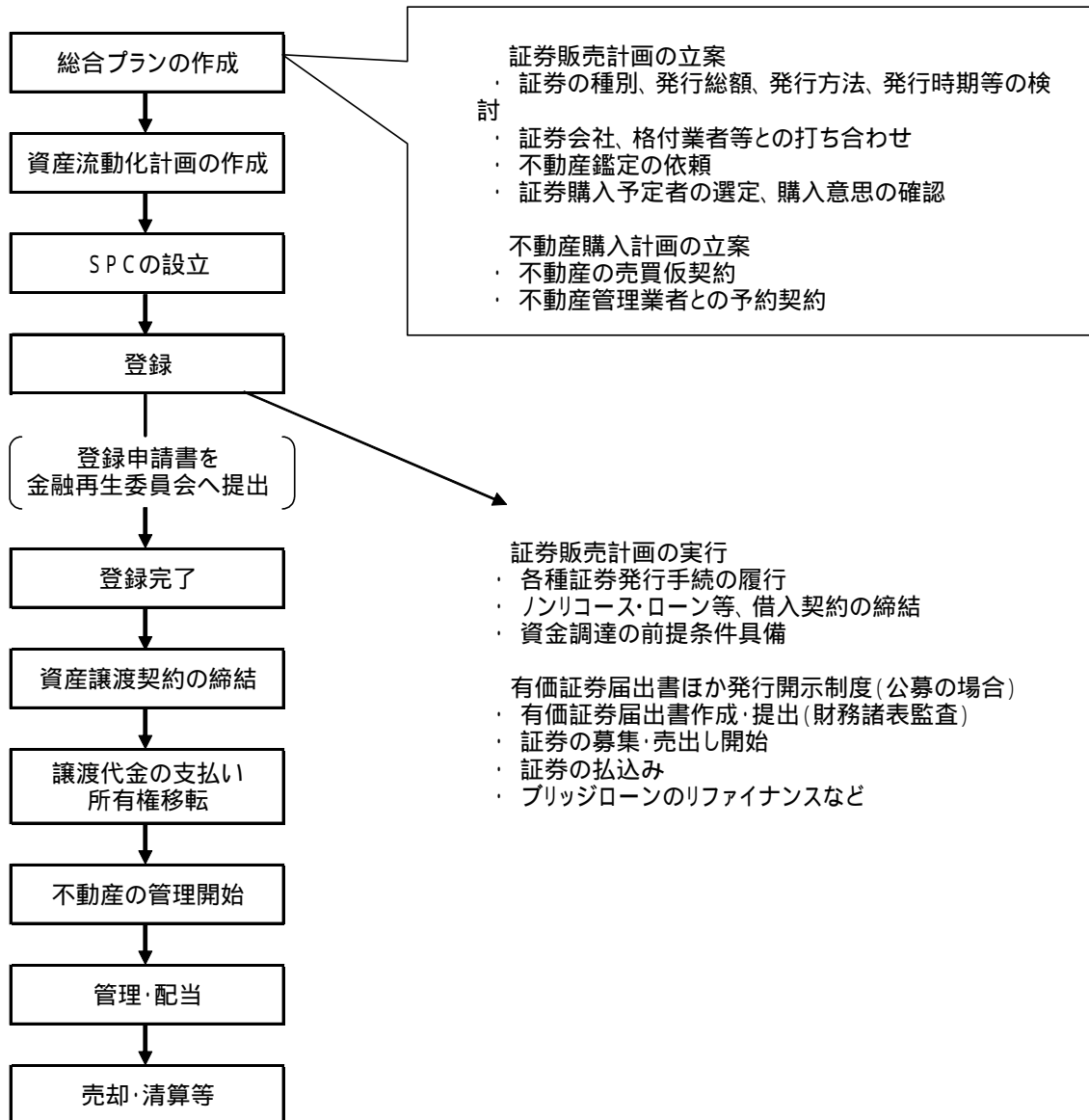
また、不動産流動化によって得たキャッシュを保有し、将来の設備投資に備えると同時に、安定的な自己資本比率の維持を図ることが考えられます。

2. 不動産流動（証券）化の手順

Q2. 医療法人（病院）で、その所有不動産（一部に借入金の担保設定あり）を、流動（証券）化する場合の大きな流れ、手順を図表で示して下さい。

A2.

証券化全体の実行手順は次の通りです。

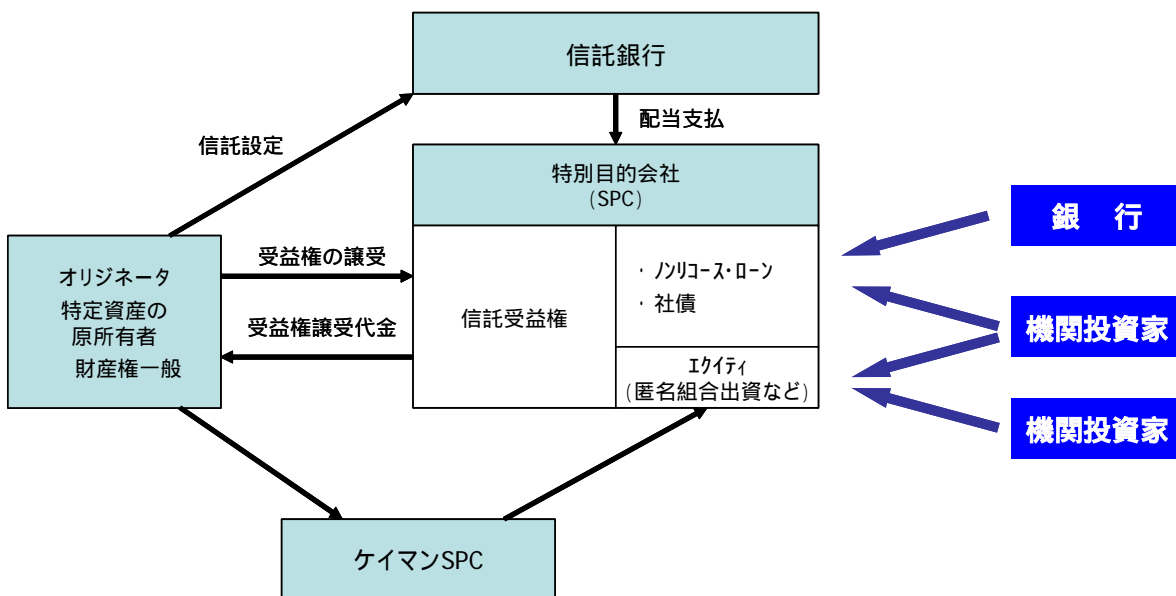


3. 信託銀行の活用

Q3. 医療法人（病院）でその所有不動産を流動（証券）化する場合に信託銀行を活用すると良いといわれていますが、そのメリット・理由及びどのようにして活用するのですか。

A3. 医療法人のみならず、不動産の流動化スキームにおいて対象不動産を信託設定した上で投資ヴィークルに譲渡するというスキームが用いられることが多く見受けられます。その理由は、現物不動産より流通課税が軽減される、エクイティ部分の出資を匿名組合契約による場合、原則として組合員（投資家）への配当は「不動産特定共同事業法」の規制対象となるが、信託受益権からの配当は不動産特定共同事業法の適用外となり、規制から外れる、信託設定により倒産隔離が図れる、ということが挙げられます。

次の図のように、オリジネータ（原資産所有者）である医療法人がまず信託銀行に対して原資産の信託設定を行い、この信託受益権を投資ヴィークルに譲渡し、譲渡対価を投資ヴィークルから受領するという手順で不動産の流動化がなされます。



4．流動化した不動産の買戻し

Q4．SPCにより不動産を流動（証券）化した場合、原資産保有者（オリジネーター）である医療法人（病院）は、その資産の賃借人となるはずですが、SPCが発行した証券等を計画的に買戻すことにより、その不動産を再取得することはできませんか。

A4．SPCが発行する証券等是一種の金融商品であるといえますから、原資産保有者（オリジネータ）であったとしても医療法人（病院）がこれを取得する、もしくは、買戻すことは特に問題ないといえます。ただし、SPCが発行する証券等の買戻しをオリジネータである医療法人ではなくその理事長その他関係各者が行う場合には、証券等の利子・配当金の支払が配当類似行為禁止規定に抵触するおそれがありますので注意が必要です。

買戻しの財源をオリジネータである医療法人が資産流動化後に獲得した剰余金もしくは流動化によって取得した資金に限れば、SPCの発行する社債券等の買戻しを進めることは、結果として自己資本による流動化対象資産の買戻しにつながり、医療法人の自己資本充実、資産再取得の目標を与えることとなるため、長期的な医療法人経営の観点から望ましいものといえます。

また、外部の金融機関や投資家等により魅力的な金融商品・融資機会を与えるために、流動化による発行証券のうち最も劣後するエクイティ型証券である優先出資証券や株式のみならず、特定社債券等をその発行時に保有しなければならないケースが想定されます。さらに、発行時のみならず、外部の金融機関や投資家等による投資の回収の機会を確保するためにオリジネータである医療法人が外部の金融機関や投資家等の保有する特定社債券等を買上げることが想定されます。

社債券はエクイティ型証券と異なり、事前に定められた時期に事前に定められた方法によって算出された額に相当する金利を受け取る権利を有する証券であり、医療法で禁止される剰余金の分配に該当するものではありませんが、配当類似行為の禁止という観点からオリジネータである医療法人が流動化スキームにおいて発行される特定社債券等を取得・保有して金利を受領することが問題となるか注意する必要があります。

オリジネータが流動化スキームにおいて発行される各種証券のうち最も劣後するエクイティ型証券のみならず特定社債券等の一部までも保有しなければならないという事態は、資金調達を実現させるためには避けられない場合が想定されます。したがって、エクイティ型証券の取得・保有の場合と同様、その取得・保有という行為自体のみをもって規制の対象とすることは適切ではなく、事前に計画された資産

流動化計画もしくは金融機関や投資家等によって許諾された賃貸借契約に従って不動産使用料をSPC等に支払い、外部の金融機関や投資家等に劣後するかたちで不動産運用益を受領している場合には規制の対象外とすべきと考えます。

また視点が変わりますが、不動産流動化スキームの組成によって外部の金融機関や投資家等にいったん発行した社債券をオリジネータである医療法人が買い戻す場合に、これが医療法人の目的外行為に該当し規制されるものかどうかについても注意する必要があります。

オリジネータである医療法人が流動化スキーム実行後に社債券等を購入する第一の目的はその財務基盤の安定化を図ることです。すなわち不動産流動化によって手にした資金で有利子負債を返済し、もしくは他の設備投資を実行することによって不動産流動化自体の目的は達成されますが、その後長期間にわたって、投資ヴィークルに対して不動産賃借料を支払うことを通じて外部の金融機関や投資家等へ事前に定められた方法によって投資元本及び金利・配当を支払わなければなりません。そこで、不動産流動化スキームによって強固な経営基盤を築き、これによって将来獲得するキャッシュフローでいったん流動化した不動産を買い戻し自己所有することができれば、医療法人の財務基盤はより強固なものとなります。

したがって将来の流動化対象資産の買い戻しを目的とした特定社債等の買い戻しは、医療法人の長期安定的な経営基盤の確立を求める医療法の考え方に何ら反するものではないと考えます。

以上のように、配当類似行為や転売による利殖獲得目的でないことを明らかにしてオリジネータである医療法人の特定社債券等の買い戻しを行う必要があります。

なお、病院会計準則の改正案によると、資産の部に「有価証券」という勘定科目が加えられているため、不動産を流動化した医療法人が特定社債券等を買い戻した場合、この勘定科目に計上することができます。

5 . S P C ・「財務内容の適切な開示」

Q 5 . S P C ・活用による資金調達遵守基準（案）の（5）で、「財務内容の適切な開示」が求められていますが、その理由及び開示の内容はどのようなものとなりますか。

A 5 . S P C を利用した不動産流動化スキームにおいては、投資ヴィークルである S P C に様々な投資家や金融機関が参加してきます。逆に、このような投資家や金融機関を集めることができなければ S P C を利用した不動産流動化は実施しえません。

オリジネータ（原資産所有者）である医療法人と投資ヴィークルであるSPCとは、完全に経営が分離され、また、後で述べるように適切な倒産隔離の手当てがなされています。しかし、そのような状況が整備されていたとしても、SPCが発行する種々の投資証券、借入金の返済原資はオリジネータ（原資産所有者）である医療法人によって支払われる賃借料です。オリジネータ（原資産所有者）である医療法人の経営が安定せず、長期安定的に賃借料を支払うことができなくなってしまう場合、いかに倒産隔離の手当てがなされていてもSPCに参加した投資家・金融機関の利益を害する可能性が高まります。そこで、投資家・金融機関はSPCの財務内容のみならず、オリジネータ（原資産所有者）である医療法人自体の経営内容・財務内容も開示することを望みます。今まで外部の投資家・金融機関に対する財務内容の開示を充分に行ってきた医療法人はそれほど多くないことと思われます。しかし、SPCを利用した不動産の流動化スキームを実行するためには、適時に適切な財務内容の開示ができる体制を整備しなければなりません。税務会計ベースの会計記録ではなく、広く一般に公正妥当と認められた病院会計準則に準拠した財務諸表を作成し、外部の公認会計士または監査法人による監査を受けると同時に、投資家・金融機関の求める情報を適時に開示できなければなりません。

6．SPCでキャッシュフロー・ギャップは解消

Q6．医療法人（病院）での資金調達の宿命的な課題ともいえるキャッシュフロー・ギャップは、SPCによる資金調達で解消するためにはどうしたらよいのですか。

A6．従来のように医療法人がその不動産を自己所有する場合に、税法上認められた建物等の減価償却期間（さらに土地については減価償却という概念がありません）と当該不動産を取得するために調達した資金の返済期間との間にギャップが生じることを「キャッシュフロー・ギャップ」と呼んでいます。特に直接金融の仕組みが発達していない医療業界においては、不動産担保価値に立脚した間接金融（その中でも特に銀行借入）に依存しているため、医療法人の資金調達のほとんどの事例でキャッシュフロー・ギャップの問題が存在していると考えられます。

医療法人の資金調達においてキャッシュフロー・ギャップを解決することができなかった場合、減価償却による内部留保金だけでは調達した資金を返済することができませんから、医療法人はその資産の運用効率（すなわち医業収益）をより向上させ、税引き後の回収利益（キャッシュフロー）を資金弁済に充当させなければなりません。これが医療法人の経営、財務基盤を圧迫する大きな要因となっています。

SPCによる資金調達を行う場合、SPCの発行する金融商品のうち流動化期間

の満期まで返済の必要のない金融商品の割合をある程度高めること、そして、一回あたりの流動化期間が短い場合には、流動化期間の満期において再度SPCが同様のスキームで流動化を繰り返すことができるようにする必要があります。

当初から40年前後の長期間にわたる流動化期間を設定することは現実的ではありませんが、長期間の地域医療振興債を上手に組み合わせることによって解決することが可能です。

また、複数回の流動化を前提とする場合には、その流動化期間の全てにおいて、適切なディスクロージャーやキャッシュフローの向上に努め、投資家や金融機関の信頼を確保・維持することが大事です。

7. SPCの場合、ケイマン諸島をつかいたくない

Q7. SPCで資金調達する場合、経費の節約のためケイマン諸島の法人をつかうと聞きました。その理由は何ですか。タックスヘブンのケイマン諸島は医療法人として使いたくないのですが、何か良い方法はありませんか、そのためデメリットが生じますか。

A7. 不動産流動化による資金調達スキームでは、投資ヴィークルとしてのSPC自身が倒産しないことに加え、原資産所有者であるオリジネータの倒産が投資ヴィークルに影響を与えないこととすることが必要です。このようにオリジネータやSPCが倒産して投資家に被害が及ばないようにするための倒産防止の手当てをすることを「倒産隔離」または「バンクラプシー・リモートネス」といいます。SPCをオリジネータの倒産リスクから隔離するために、資本関係を切断して完全に独立させること、及び、SPC自体が倒産しないような仕組みを作ることが必要となります。

このため、通常、ケイマン諸島などのタックス・ヘイブンとよばれるところに特別目的会社(SPC)を設立し、SPCの発行する議決権付普通株式を信託会社に譲渡し、信託会社は「信託宣言」という英米法特有の仕組みを使ってその株式を慈善団体を受益者とする「慈善信託(チャリタブル・トラスト)」を設定するという手法が用いられています。

しかし、タックス・ヘイブン等を利用したスキーム作りには時間とコストがかかるためその改善が求められています。平成14年4月1日に施行された「中間法人法」に基づき設立された有限責任中間法人を倒産隔離の目的で使用した不動産証券化の事例も実現しています。

8 . S P Cで“非営利”を犯す要因は・その解決策

Q 8 . 医療法人（病院）が、S P Cで不動産の流動（証券）化をする場合“非営利原則”を犯しかねない要因がいくつか考えられると思いますが、それを列挙して示して下さい。その解決策はありませんか。

A 8 . 不動産流動化スキームにおいては、オリジネータである医療法人の経営と投資ヴィークルとして使用されるS P Cとの間には適切な倒産隔離の措置が図られる必要があり、その結果、S P Cが医療法人の経営に直接関与することはできない仕組みがとられることとなります。資金調達を円滑に実行するために、投資ヴィークルとして営利法人である有限会社や株式会社、また、配当による投資収益の還元を前提とする優先出資証券を発行する特定目的会社を利用することとなります。

このように不動産流動化スキームにおいては営利法人の活用が事実上不可避であるため、“非営利原則”を侵しかねないのではないかという疑問がもたれます。

まず、投資ヴィークルであるS P Cを経由して投資家や金融機関に利子や配当が支払われることが医療の“非営利原則”に抵触しないかが問題となります。

不動産流動化スキームに参加した投資家に対して利子だけでなく配当が支払われる場合がありますが、投資家それぞれが購入した証券の種類によってその中身が配当か利子かどちらかに位置づけられるにすぎず、どちらも不動産投資のリスクに見合うリターンを要求するという純粋な不動産運用益の分配でしかありません。投資ヴィークルが得ることのできる不動産収益は、事前に定められた賃貸借契約、及び、資産流動化法を用いる場合にはさらに事前に金融庁に届出た「流動化計画」に基づいて医療法人によって支払われる不動産賃貸料（及び管理料）です。医療法人による病院・診療所等の経営の結果生じた剰余金をS P Cを経由して分配するというスキームではないことが明らかであるため、S P Cを経由して投資家や金融機関に利子や配当が支払われるからといって、このことが即、医療の“非営利原則”に抵触するとはいえないと考えられます。事前に定められる賃貸借契約や資産流動化計画が公正妥当で適正なものである限り問題はないと考えられます。

次に、不動産の流動化スキームにおいて、オリジネータである医療法人もしくはその理事長等の関係各者によって劣後債、特定社債券又はエクイティ証券が取得又は買戻しされた場合、劣後債利子、特定社債券利子又はエクイティ証券の配当支払いが、医療法人に対する配当類似行為規制に抵触しないかが問題となります。

不動産の流動化スキームにおいて資金調達のために発行する各種証券のうち、そ

の元本と投資利回りの保全が最劣後するエクイティ型証券についてはその投資家を募集することが極めて困難であるといえます。そこで一般的な不動産流動化スキームでは、この最劣後するエクイティ型証券の相当部分をオリジネータが所有することによってノンリコースローン、特定社債などの有利な資金調達を実現しようとすることが多く見受けられます。特に直接金融市場の発達していない医療業界においては、ノンリコースローンの成約や特定社債等の投資家募集のためには劣後証券をオリジネータが保有しなければならないという事態が多く発生することとされます。このような場合も、単に最劣後のエクイティ型証券をオリジネータが相当程度保有しているという状況のみをもって非営利原則に反する規制すべき行為と位置づけることは適切ではないと考えます。事前に計画された資産流動化計画もしくは金融機関や投資家等によって許諾された賃貸借契約に従って不動産使用料をSPC等に支払い、外部の金融機関や投資家等に劣後するかたちで不動産運用益を受領している場合には規制の必要がないと考えられるためです。

第三に、不動産流動化スキームの組成によって外部の金融機関や投資家等にいったん発行した社債券を医療法人が買い戻す場合に、これが医療法人の目的外行為に該当し規制されるものかという問題があります。

オリジネータである医療法人が流動化スキーム実行後に社債券等を購入する第一の目的はその財務基盤の安定化を図ることです。すなわち不動産流動化によって手にした資金で有利子負債を返済し、もしくは他の設備投資を実行することによって不動産流動化自体の目的は達成されますが、その後長期間にわたって、投資ビークルに対して不動産賃借料を支払うことを通じて外部の金融機関や投資家等へ事前に定められた方法によって投資元本及び金利・配当を支払わなければなりません。不動産流動化によって強固な経営基盤を築き、これによって上げられるキャッシュフローでいったん流動化した不動産を買い戻し自己所有することができれば、医療法人の財務基盤はより強固なものとなります。したがって将来の流動化対象資産の買い戻しを目的とした特定社債等の買い戻しは、医療法人の長期安定的な経営基盤の確立を求める医療法の考え方に何ら反するものではありません。

9．自己資本比率（20％）の確保

Q 9．医療法人（病院）がSPCにより不動産を流動（証券）化する場合、オリジネータである病院の資産（特に不動産）は、ほとんどなくなると思われます。

自己資本（比率）の20％以上の確保は、どうしたら良いでしょうか。

A 9．医療法第41条において、「医療法人は、その業務を行うに必要な資産を有しなければならない」と定められ、また、医療法施行規則第30条の34において「病院又は老人保健施設を開設する医療法人は、その資産の総額の100分の20に相当する額以上の自己資本を有しなければならない」とされています。

医療法人がその所有する不動産をSPC等に譲渡することによって流動化する場合に、この医療法人の資産要件に抵触しないかが問題となります。

まず、前者の資産保有要件についてですが、必ずしも医療法人が全ての資産を所有しなければならないと求められているわけではありません。例えば、昭和61年6月26日厚生省健康政策局長通知（平成6年改正）によると、医療法人の資産要件として、医療法人の土地、建物等は法人が所有するものであることが望ましいが、賃貸借契約による場合でも当該契約が長期間にわたるもので、かつ、確実なものである場合には差し支えないことと明記されています。不動産流動化スキームによって新たに設立される投資ヴィークルとオリジネータである医療法人との間で締結される賃貸借契約の内容次第では、この局長通知にしたがい、医療法第41条に抵触しないことと言えます。ただし、具体的にどのような要件が具備されれば問題ないとされるのかが明らかではありませんので不動産流動化スキームを実施する場合には適宜所轄官庁に事前相談することが望ましいと考えます。特に、賃貸借期間が長い場合であっても、特定目的会社の資産流動化計画の設定期間がこれよりも短い場合、流動化にあたって調達するノンリコースローン、特定社債・優先出資証券等の償還期限が短い場合にどのような取り扱いがなされるか注意する必要があります。資産流動化計画の設定期間や発行証券の償還期間が5年程度と短い場合であっても、通常の不動産流動化スキームは再度の証券化によってほぼ同一の条件で流動化計画が継続されることが多い状況を鑑み、このような流動計画でも、長期間継続的に流動化対象資産を使用可能であると主張することが必要です。特に医療法人の所有する土地・建物の場合、他の用途への転用が極めて困難であり、実質的にもオリジネータである医療法人が継続してその不動産を使用する可能性が高いことが明らかであるといえますので、不動産の流動化を行った場合でも、その結果当該医療法人の財務体質が以前よりも明らかに改善し、より適切に経営され、キャッシュフロー創出能力をより高めるといった目的・効果を具体的に説明する必要があります。

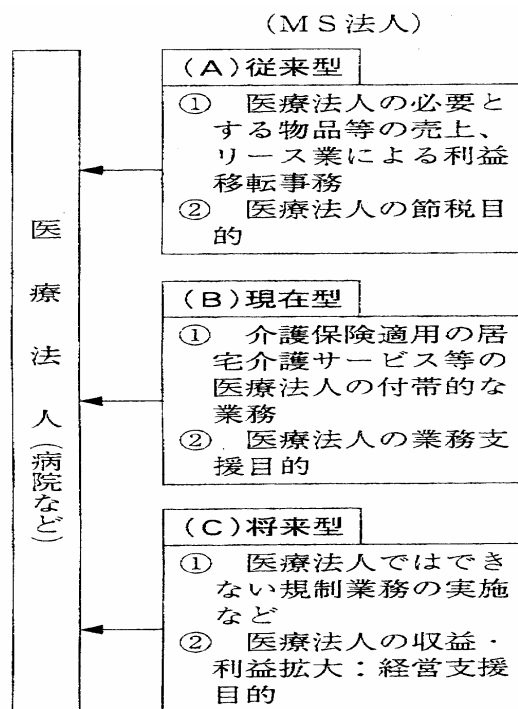
また、自己資本（比率）の20%以上の確保の問題についてですが、不動産流動化によって資産が減少するのではなく、流動化金額に相当するキャッシュがオリジネータである医療法人にもたらされることとなります。この時点では、不動産流動化を行ったからといってすぐに自己資本（比率）の減少をもたらすということにはなりません。不動産流動化によって得たキャッシュをどのように利用するかが重要なポイントとなります。既存の借入金を早期弁済することにより将来の財務コスト（利払い負担）を圧縮したり、より高い収益を見込めるプロジェクト（新築移転、病床数の拡大、医療周辺サービスの強化など）に投資をし、将来のキャッシュフロー創出能力を向上させることなどが考えられます。資産価値もしくは資産の担保価値に立脚した経営から、いかにして医業経営からのキャッシュフローを改善するかという点を重視した経営に移行することが求められています。

10. MS 法人（有限会社・株式会社）の特別目的会社化

Q10. SPC を活用して不動産を流動（証券）化する場合、MS 法人である株式会社（又は有限会社）の活用も出来ると聞きましたが、その活用法・メリット・デメリットなどはどうなりますか。

A10. SPC は、その名前のとおり、特別の目的の会社であり、現況の MS 法人を SPC 化することは望ましくありません。2000 年 5 月の資産流動化法では資本金も 10 万円で SPC は開設できるので、まったく別の SPC を新たに創設することが望ましいといえます。むしろ MS 法人は図に示すように将来型の MS 法人に脱皮していくことが望ましいと考えます。

MS 法人の業務の変遷



（注）「MS 法人の在り方とその税務」国税解説速報、平成 15 年 2 月 28 日号 松田 紘一郎 著

11．SPCの上場

Q11．医療法人（病院）の不動産を流動（証券）化する場合のSPCを上場できると聞きましたが、どのようなしくみでしょうか。オリジネータである病院とのかかわりはどうなりますか。

A11．証券化のためのヴィークルであるSPCとしての上場の可能性は少ないと考えられます。

この型のSPCは証券化のためのヴィークルであるから、上場して投資家に納得してもらう利回りを上げるためには投資対象の随時組換えが必要です。すなわち投資対象が多くなければならず、いくつかの病院が対象になる必要があります。病院以外の不動産対象のREITに組み込まれる可能性はありますが、それでは医療法人が中心にはなりえません。したがって、米国のように病院が中心になるためには、日本では投資対象になる病院が少なすぎる（現在はない）ことが問題であるといえます。

しかし、一方ではQ10．の 図 にある将来型のMS法人（名称は適切ではないかもしれませんが）が、単一の医療（機関）に依存しすぎない経営、適切な情報開示を行うことで、上場の可能性が出てくるのではないかと考えられます。

第2部 PFI (Private Finance Initiative)

第1 PFIの基本的なしくみ

1. 意義・内容

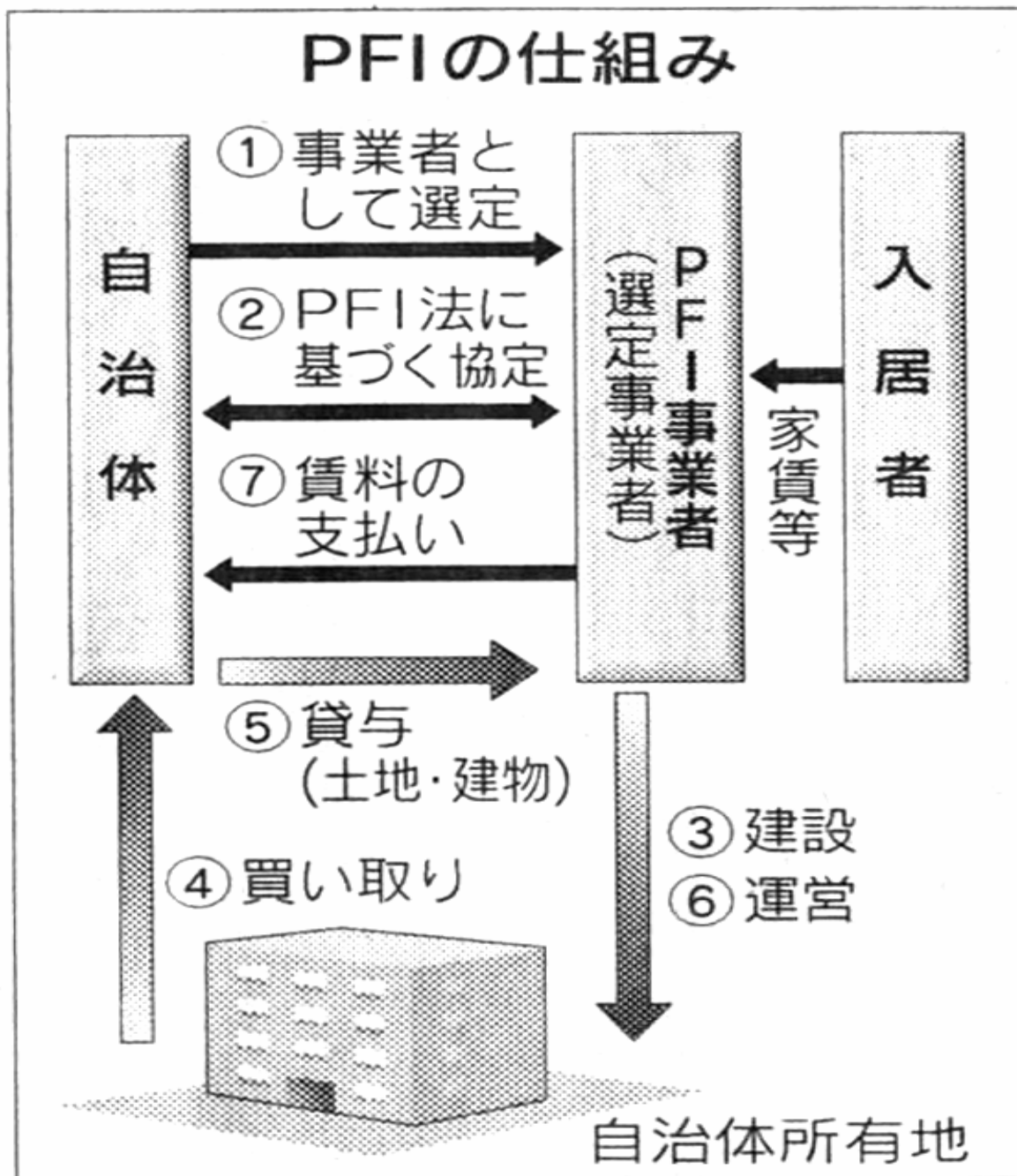
公共施工等の設計、建設、維持管理及び運営に、民間の資金とノウハウを活用し、公共サービスの提供を民間主導で行うことで、効率的かつ効果的な公共サービスの提供を図るという考え方である。

サッチャー政権以降の英国で「小さな政府」への取り組みの中から、公共サービスの提供に民間の資金やノウハウを活用しようとする考え方として、PFIは1992年に導入された。PFIは1992年に英国で導入された。わが国では1997年に「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法律」が成立し、国内では1999年のPFI推進法施行によって本格的に導入された。さらに20001年に法改正された。

英国で生まれた構想であるが、これに類似した公共事業分野への民間参画の取り組みは世界各国においても行われており、PFIは「小さな政府」や「民営化」等行政財政改革の流れの一つとして捉えられるものである。

PFI事業は医療のみならず、幅広い分野で検討されるべきものであり、PFIの手法の適用しやすい分野から導入を進めて行くのがのぞましい。たとえば、英国では、刑務所とか士官学校、交通管制センター、鉄道サービス等に導入された。病院の例も第一号といわれるダートマス病院、ノーフォーク/ノーリッチ大学病院、レスター王立病院をはじめとしていくつか行われている。

設計、建設から資金調達、維持管理までを民間に委託する。PFIの特徴は「建設 + 維持管理 + 運営」のパッケージである点で、従来の公共工事が「施設整備」中心であったのを「公共サービスの効率的な提供」に焦点をあてたものといえる(図6)。公務員宿舎や福祉施設などが多く、規模が小さかった。しかしながら、最近では羽田空港の再拡張にPFIが行われる(日本経済新聞2003年7月31日記事)といったように普及が進んでおり、国と自治体あわせて105件が行われた。わが国のPFI法の第二条第三項では対象組織の「公共施設等」に、公営住宅、教育文化施設と並んで医療施設、福祉施設があげられている。したがって、PFIの手法は公的な施設を中心に今後の医療機関に適用が進んでいく可能性があるものと考えられる。



2. VFM・PFIの展開

PFIの必須条件にVFMすなわちValue for Money (投下資本に対する効果)という考え方がある。PFIは、ITと同じようにあくまでツール(英国厚生省によれば、procedure tool)であり、導入即ち効率化をもたらすとは限らない。

そこで、PFIの目的が、明確な公民役割分担のもとで、市民の観点から費用対効果の最大化を追求することを、常にVFMに照らせあわして行うことが極めて重要であるからだ。

英国では公的病院が大部分を占めるが、そこで行われている病院PFIの場合には、施設管理・清掃・リネン・給食・受付警備等の周辺サービスを、事業会社に委託して供給する形をとっている。

日本においては、医療施設のPFIとして、高知県・高知市病院組合の病院のケース、滋賀県・近江八幡市民病院の例があげられる。オリックスの場合には、PFI（民間資金を活用した社会資本整備）病院となる「高知医療センター」のPFI事業契約を高知県、高知市側と結んでいる。これは、2031年度まで30年間の事業で、総事業費は2,300億円で、試算によるとPFIを使わなかった場合に比べ6.6%削減される見通しだという。

その他、医療以外では図7に示すようなものが実行予定である。

(注)2002年9月20日時点で公表されているもの

事業内容	事業主体
国(全5件)	
赤坂の衆議院宿舎建て替え	衆議院
赤羽の公務員住宅建設	財務省
駒沢・池尻の公務員住宅建設	財務省
中央合同庁舎7号館建設	国土交通省、文部科学省
総合地球環境学研究所の建 きん	文部科学省
地方公共団体（全59件）	
工場余熱利用プール施設の建 設	福岡市
県立近代美術館新館の建設	神奈川県
図書館などの複合施設建設	桑名市
温泉施設の建設・運営	八鹿町(兵庫県)

3. 事業類型

PFIの事業類型は大きく分けて以下の3つである。

1) **サービス購入型** (民間事業者が提供するサービスを政府が購入する形で、国民に提供するというものである)

例・近江八幡市民病院(滋賀県近江八幡市)

- ・戸塚駅西口再開発事業に伴う仮設店舗(横浜市)
- ・川俣町学校給食センター(福島県川俣町)

2) **独立採算型** (施設の利用者から徴収する料金で事業費を賄う)

- ・江坂駅南立体駐車場(大阪府)
- ・橿原市近鉄八木駅前南地下駐車場(奈良県橿原市)

3) **共同事業(ジョイントベンチャー型)**(施設の利用者から徴収する料金だけでなく、公共からの補助金などの支援も受けながら事業費を賄う)

- ・山崎地区屋内温水プール(神奈川県鎌倉市)

がある。

PFIの事業方法としては、1)民間事業者が一定期間施設を運営した後で、公的部門に譲渡する方法(BOT)、2)民間事業者が最後まで施設を運営する方法(BOO)、3)民間事業者が設計、施行を行った後で自治体等が買い取り、民間事業者へ貸与の形で運営させる(BTO)といった方法がある。

第2 医療法人としての活用

1. 基本的な考え方

上述してきたように、PFIは今後展開していく可能性のある手法である。ただし、少し複雑な例になるが、図8のようなSPCをつくって行うことも可能である。しかし、手法の性質上医療法人の直接病院への関与形は限られる。むしろPFIは介護施設経営などに事業展開していく折の有力な手段となろう。

関与の例としてケアハウスがあげられる。厚生労働省は2001年度の予算に「PFI活用のケアハウス整備」を盛り込んでおり、また地域ケア政策ネットワークによる「新型ケアハウス整備・運営事業のためのPFI導入マニュアル」には、運営者として、株式会社、NPO法人、社会福祉法人と並んで医療法人があげられている。

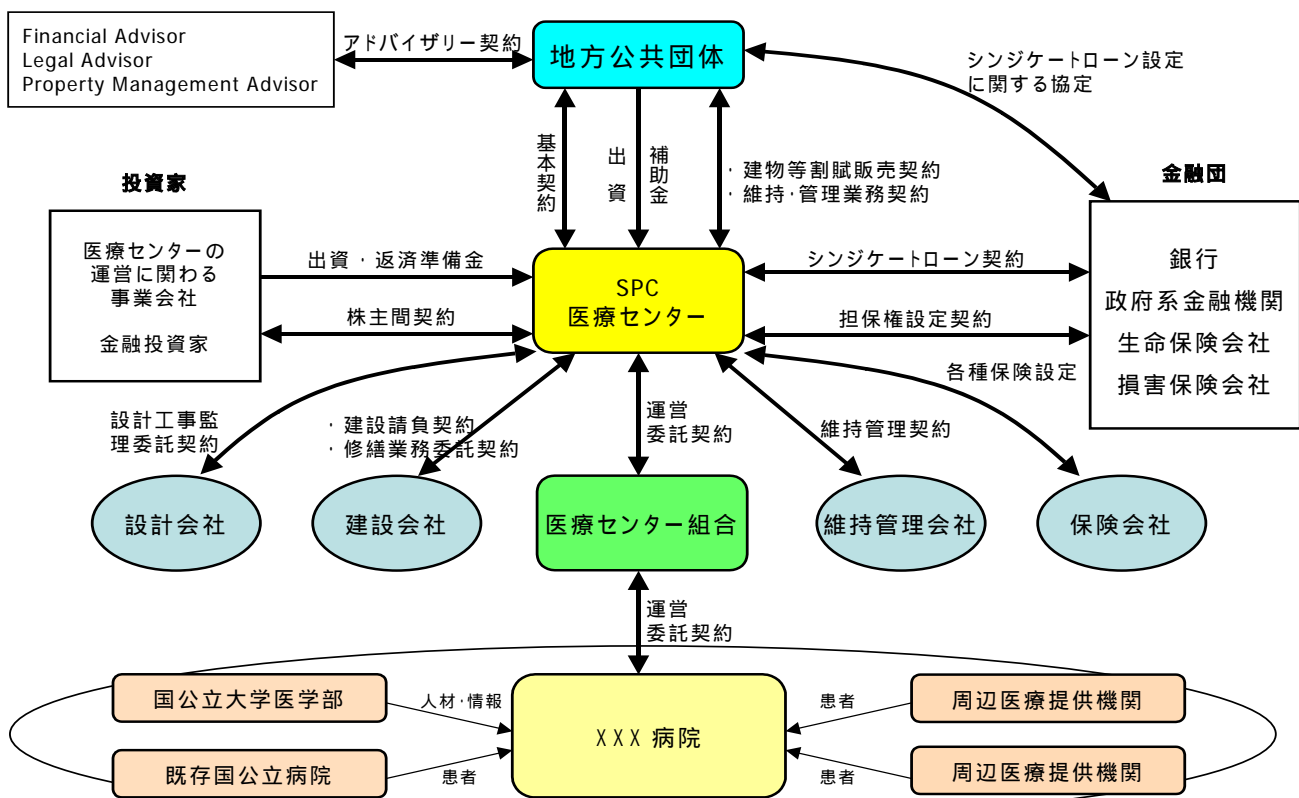
もちろんこの運営受託は、病院に対しても適用が可能である。

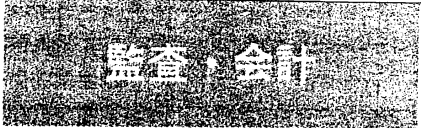
2. 活用の類型

この「PFI活用のケアハウス整備」は上記のBTO形式で行われる。すなわち、各自治体が新型ケアハウスの必要性を判断した後に、PFI法に基づき民間事業者を選定する。

この民間事業者が新型ケアハウスを設計・施行し、そののち当該施設を地方自治体がい
 上げを行う。ついで、民間事業者がその運営を行う。この場合、医療法人の関与の仕方は
 図6の との部分であるが、双方ともに関与する必要はなく、運営だけの関与も可能で
 ある。当然医療法人の場合には運営のみの関与になる（ただし、「新型ケアハウス整備・運
 営事業のためのPFI導入マニュアル」には運営を担当する民間事業者が、直接に施行主
 となって建設にあたること望ましいと記載されている）。

SPCを利用したPFI方式による事業スキーム(例)





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について

会計制度委員会から答申のありました会計制度委員会報告第15号「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」が、去る7月27日の理事会において承認されましたのでお知らせいたします。この答申は平成11年9月7日付け総11第137号による諮問「特別目的会社を活用した不動産証券化に関する会計処理について検討

されたい。」に対するものであります。
この委員会報告の作成に当たっては、平成12年5月31日に公開草案を公表し、広く各界の意見を求めております。会計制度委員会では、寄せられた各方面からの多数の意見を考慮し検討を加え、本委員会報告を取りまとめました。
(常務理事 西川 郁生)

会計制度委員会報告第15号

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

平成12年7月31日
日本公認会計士協会

目 次		
項		
I 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		リスクと経済価値の移転についての具体的な 判断基準及びその算定方法 13-18 リスクと経済価値の移転についての具体的な 判断基準 13 リスクを負担する場合の継続的関与に係るリ スク負担の金額の算定 14 リスク負担割合の算定における留意事項 15-18 不動産信託受益権による流動化に係る会計 処理 19-21 不動産信託受益権の会計処理 19 質的に単一な信託受益権に分割されている場 合の会計処理 20 質的に異なる信託受益権に分割されている場 合の会計処理 21 金融取引として会計処理を行った場合の開示 適用時期等 23-25 適用時期 23 経過措置 24 更新時の適用及び会計処理 25
はじめに	1	
特別目的会社を活用した不動産の流動化	2	
特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る		
会計処理	3-5	
売却の認識	3	
リスクと経済価値	4	
不動産の流動化に係る会計処理	5	
リスクと経済価値の移転についての判断に関する		
考え方	6-12	
実質的な判断	6	
継続的関与	7	
通常の不動産管理業務を行っている場合の		
取扱い	8	
譲渡人が買戻し条件付きで譲渡している場合の		
取扱い	9	
特殊性を有する不動産と継続的関与	10	
セール・アンド・リースバック取引を行ってい		
る場合の取扱い	11	
特別目的会社が譲渡人の子会社に該当する場合		
の取扱い	12	
		II 結論の背景 特別目的会社を活用した不動産の流動化 26 特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る 会計処理 27-30

売却の認識	27	ク負担の金額の算定	38
リスクと経済価値	28-29	リスク負担割合の算定における留意事項	39-43
不動産の流動化に係る会計処理	30	不動産信託受益権による流動化に係る会計処理	44-46
リスクと経済価値の移転についての判断に関する考え方	31-36	不動産信託受益権の会計処理	44
継続的関与	32	質的に単一な信託受益権に分割されている場合の会計処理	45
通常の不動産管理業務を行っている場合の取扱い	33	質的に異なる信託受益権に分割されている場合の会計処理	46
特殊性を有する不動産と継続的関与	34	III 設例による解説	
セール・アンド・リースバック取引を行っている場合の取扱い	35	設例1 特別目的会社が社債と優先出資証券を発行して不動産を流動化する事例	
特別目的会社が譲渡人の子会社に該当する場合の取扱い	36	設例2 特別目的会社が営業者となる匿名組合を組成して不動産を流動化する事例	
リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準及びその算定方法	37-43	設例3 優先信託受益権と劣後信託受益権を利用して不動産を流動化する事例	
リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準	37	(参考資料) 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	
リスクを負担する場合の継続的関与に係るリス			

I 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

はじめに

1. 我が国の企業における資産の流動化は、最近の経済情勢の動向及びこれに係る金融機関の対応状況等を反映して、企業の活性化に繋がる観点から注目され、多様化する資金調達活動と相俟って、その取組みにも様々なものが見受けられる状況となっている。

また、平成10年9月1日には、債権や不動産等の特定資産の流動化を行う制度を確立することを目的として、特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（平成10年法律第105号）が施行されている。この法律は、平成12年5月に改正され、その題名が資産の流動化に関する法律と改められた。

このような状況の中で、特に不動産の流動化を行って不動産を譲渡したにもかかわらず、地価下落その他の当該流動化した不動産に係るリスクが依然として譲渡人に存在していると認められる場合もあり、不動産流動化による売却処理を行うための根拠としてのリスクの移転に係る判断等については、必ずしも明確になっていない面がある。

本報告は、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ついて、その取扱いを統一するために必要と認められる事項を実務指針として取りまとめたものである。

特別目的会社を活用した不動産の流動化

2. 特別目的会社とは、資産の流動化に関する法律第2条第3項に規定する特定目的会社及び事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいう。

特別目的会社を活用した不動産の流動化とは、特別目的会社に不動産を譲渡することにより、当該不動産を資金化することをいう。

なお、本報告の対象とする不動産には、固定資産としての土地建物等のほか、流動資産としてたな卸資産（販売用不動

産等）に計上される土地建物等が含まれる。

特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る会計処理
売却の認識

3. 不動産の売却の認識は、不動産が法的に譲渡されていること及び資金が譲渡人に流入していることを前提に、譲渡不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転した場合に当該譲渡不動産の消滅を認識する方法、すなわち、リスク・経済価値アプローチによって判断することが妥当である。

リスクと経済価値

4. 不動産のリスクとは、経済環境の変化等の要因によって当該不動産の価値が下落することであり、不動産の経済価値とは、当該不動産を保有、使用又は処分することによって生ずる経済的利益を得る権利に基づく価値をいう。

不動産の流動化に係る会計処理

5. 不動産が特別目的会社に適正な価額で譲渡されており、かつ、当該不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが、譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転していると認められる場合には、譲渡人は不動産の譲渡取引を売却取引として会計処理する。

不動産が特別目的会社に適正な価額で譲渡されているが当該不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが、譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転していると認められない場合には、譲渡人は不動産の譲渡取引を金融取引として会計処理する。

リスクと経済価値の移転についての判断に関する考え方

実質的な判断

6. 不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転しているか否かは、実質的に判断すべきであり、形式的に判断すべきではない。

例えば、不動産の流動化に伴って証券が発行されていても、当該証券の保有者が譲渡人と実質的融資者のみの場合には、譲渡人が買い戻す可能性が極めて高いと推定されるため、売却取引としてではなく金融取引として会計処理すべきものと考えられる。

すなわち、不動産のリスクと経済価値の移転に関しては、スキーム全体の構成内容等を踏まえて実質的な判断を行うことが重要である。

継続的関与

7. 不動産の譲渡後において譲渡人が当該不動産に継続的に関与している場合は、リスクと経済価値が他の者に移転していない可能性があるため、継続的関与の内容について十分に検討する必要がある。譲渡人が継続的に関与している場合の具体例として、以下の場合を挙げることができる。

- (1) 譲渡人が譲渡した不動産の管理業務を行っている場合
- (2) 譲渡人が不動産を買戻し条件付きで譲渡している場合
- (3) 譲受人である特別目的会社が譲渡人に対して売戻しの権利を保有している場合
- (4) 譲渡人が譲渡不動産からのキャッシュ・フローや譲渡不動産の残存価値を実質的に保証している場合
- (5) 譲渡人が、譲渡不動産の対価の全部又は一部として特別目的会社の発行する証券等（信託の受益権、組合の出資金、株式、会社の出資金、社債、劣後債等）を有しており、形式的には金融資産であるが実質的には譲渡不動産の持分を保有している場合
- (6) 譲渡人が譲渡不動産の開発を行っている場合
- (7) 譲渡人が譲渡不動産の価格上昇の利益を直接又は間接的に享受している場合
- (8) 譲渡人が譲受人の不動産購入に関して譲受人に融資又は債務保証を行っている場合
- (9) 譲渡人がセール・アンド・リースバック取引により、継続的に譲渡不動産を使用している場合

通常の不動産管理業務を行っている場合の取扱い

8. 譲渡人が譲渡した不動産について、通常の契約条件による不動産管理業務を行っている場合には、その限りにおいて、当該不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転していると認められる。

譲渡人が買戻し条件付きで譲渡している場合の取扱い

9. 譲渡人が不動産を買戻し条件付きで譲渡している場合には、実質的に金融取引と同様の効果が生ずることとなる。したがって、譲渡した不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているとは認められないため、売却処理を行うことができない。

特殊性を有する不動産と継続的関与

10. 流動化された不動産が、譲渡人の用途等に合わせて特別な仕様により建設された建物、用途制限や環境問題等のある土地や建物、地域経済や仕様等により収益性に著しい問題のある土地や建物のように、市場性に乏しくそのまま他に転用することが困難である等の特殊性を有する不動産であり、かつ、

何らかの継続的関与がある場合には、原則として、譲渡した不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが譲渡人から他の者に移転しているとは認められないため、売却処理を行うことができない。

セール・アンド・リースバック取引を行っている場合の取扱い
11. 不動産の流動化がセール・アンド・リースバック取引となっており、当該リースバック取引がオペレーティング・リース取引であって、譲渡人（借手）が適正な賃借料を支払うこととなっている場合には、その限りにおいて、当該不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが譲渡人（借手）から譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転していると認められる。

特別目的会社が譲渡人の子会社に該当する場合の取扱い

12. 不動産の流動化が、譲渡人の子会社に該当する特別目的会社を譲受人として行われている場合には、譲渡人は売却処理を行うことができない。

リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準及びその算定方法

リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準

13. 流動化された不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが、譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転していることを売却の認識の要件としたが、流動化スキームの構成上重要でない一部のリスクが譲渡人に残ることが避けられない場合にまで、売却取引として会計処理することを妨げることは実務上適切ではない。

リスクと経済価値の移転についての判断に当たっては、リスク負担を流動化する不動産がその価値のすべてを失った場合に生ずる損失であるとして、以下に示したリスク負担割合によって判定し、流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）に対するリスク負担の金額の割合がおおむね5%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているものとして取り扱う。

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

リスクを負担する場合の継続的関与に係るリスク負担の金額の算定

14. リスクを負担する場合の継続的関与に係るリスク負担の金額は、以下に示した考え方に基づいて算定する。

- (1) 譲渡人が不動産を買戻し条件付きで譲渡している場合は、第9項により売却処理を行うことができない。買戻しの義務がなく、買戻しの権利又は優先買取交渉権を保有している場合には、買戻し条件付きの場合とは異なり、直ちにリスクの負担に結び付くものではないが、実態に基づいて譲渡人のリスクの負担となるか否かを判断する。
- (2) 譲受人である特別目的会社が譲渡人に対して売戻しの権利を保有している場合は、譲渡人にとっては、買戻し義務を負っている場合と同様に売却処理を行うことができない。
- (3) 譲渡人が譲渡不動産からのキャッシュ・フロー若しくは

譲渡不動産の残存価額の全部又は一部を実質的に保証している場合は、保証しているキャッシュ・フローの額又は残存価額の保証額がリスク負担の金額となる。

- (4) 譲渡人が譲渡不動産の対価の全部又は一部として特別目的会社の発行する証券等（信託の受益権、組合の出資金、株式、会社の出資金、社債、劣後債等）を有しており、形式的には金融資産であるが実質的には譲渡不動産の持分を保有している場合は、当該持分の取得価額がリスク負担の金額となる。
- (5) 譲渡人が譲渡不動産の開発を行う場合は、開発コストのうち譲渡人が負担すべき金額がリスク負担の金額となる。また、分母は、合理的に見積り可能な開発物件の譲渡時の適正な価額によって算定する。
- (6) 譲渡人が譲渡不動産の価格上昇の利益を直接又は間接的に享受している場合は、享受する権利を得るための対価がリスク負担の金額となる。
- (7) 譲渡人が譲受人の不動産購入に関して譲受人に融資又は債務保証を行っている場合は、融資額又は保証額がリスク負担の金額となる。
- (8) セール・アンド・リースバック取引（オペレーティング・リース取引であるものに限る。）における適正な賃借料の支払額は、リスク負担の金額に含めない。

リスク負担割合の算定における留意事項

15. リスク負担の金額は、流動化スキーム全体を考慮し、実質的なリスク負担（流動化した不動産がその価値のすべてを失った場合に譲渡人に生ずる損失）に基づいて算定する。
したがって、例えば、契約書上の出資割合等が、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転していると認められるリスク負担割合の範囲内であっても、契約書上追加出資を行う可能性がある場合には、追加出資等に伴うリスク負担額も考慮に入れてリスク負担割合を算定することに留意する必要がある。
16. 不動産の流動化スキームにおいて譲渡人の子会社又は関連会社が特別目的会社に出資を行っていること等により、当該子会社又は関連会社が当該不動産に関する何らかのリスクを負っている場合には、当該子会社又は関連会社が負担するリスクを譲渡人が負担するリスクに加えてリスク負担割合を算定して判断する。
17. 譲渡人が、譲渡した不動産の対価の全部又は一部として特別目的会社により発行された証券を譲渡人の退職給付信託に拠出した場合は、当該特別目的会社が発行した証券は、年金資産とすることはできない。
なお、譲渡不動産の対価の全部又は一部として特別目的会社の発行する証券等が、譲渡人の年金資産（退職給付信託としての拠出を除く。）に含まれている場合には、原則として、リスク負担の金額に当該証券等を含めないものとする。
18. リスク負担割合は、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているか否かの判断基準として適用する趣旨で算定するため、例えば、譲渡不動産の残存価額の一部を負担していることに伴うリスク負担割合が5%と算定された場合であっても、全体としてリスクが移転したものと考えて、譲渡不動産の全体（100%）を売却価額として処理することとなる。

ただし、譲渡人が留保した信託受益権については、第21項の定めに従って譲渡不動産の売却価額を決定しなければならない。

不動産信託受益権による流動化に係る会計処理 不動産信託受益権の会計処理

19. 不動産信託受益権の譲渡についても、不動産を特別目的会社に譲渡することによる流動化の場合と同様に、リスク・経済価値アプローチに基づいて会計処理を行う。
不動産信託受益権の譲渡は、通常、信託財産である不動産を譲渡した場合と同一の効果を生ずることから、譲渡人（委託者）が譲渡した信託受益権に含まれている不動産のリスクと経済価値の状況に基づいて、売却取引として会計処理を行うべきか否かを判断することとなる。

質的に単一な信託受益権に分割されている場合の会計処理

20. 質的に単一な不動産信託受益権に分割されている場合には、共有不動産と同様の性格を有しており、特別目的会社を通じて他の者が取得した信託受益権には対応するリスクと経済価値が移転していると考えられるので、その限りにおいては、リスク負担割合を算定して判断することなく、当該他の者に移転した部分について売却取引として会計処理を行う。

質的に異なる信託受益権に分割されている場合の会計処理

21. 優先部分と劣後部分のように質的に異なる信託受益権に分割されている場合には、当該不動産全体に関するリスクと経済価値のほとんどすべてが譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転しているときに限り、売却取引として会計処理を行う。

この場合のリスク負担割合は、リスク負担の金額を譲渡人が保有する信託受益権の時価とし、流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）をすべての信託財産、すなわち信託受益権の全体の時価として算定する。

なお、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転していると認められるが、リスク負担として譲渡人（委託者）に信託受益権が残る場合の売却損益は、譲渡人が保有する劣後部分を除いた割合等（売却した信託受益権の価値）に基づいて算定した売却価額から、消滅を認識する直前の不動産の帳簿価額を譲受人に譲渡した部分の時価と譲渡人に留保された部分の時価で按分し、譲渡した部分に配分して算定した売却原価を差し引いて算定する。〔設例3〕

金融取引として会計処理を行った場合の開示

22. 金融取引として会計処理を行った場合には、担保資産の注記に準じて、その旨並びに関連する債務を示す科目の名称及び金額を記載しなければならない。

適用時期等

適用時期

23. 本報告は、平成12年8月1日以後行われる不動産の流動化取引について適用する。

なお、平成12年8月1日以前に行われた不動産の流動化取引についても本報告を適用することができる。

経過措置

24. 平成12年8月1日から平成13年3月31日までに行われる不動産の流動化取引については、前項にかかわらず、第13項の「おおむね5%の範囲内」を「10%の範囲内」と読み替えて本報告を適用することができる。

なお、平成12年8月1日前行われた不動産の流動化取引について本報告を適用する場合、前項のなお書きにかかわらず、第13項の「おおむね5%の範囲内」を「10%の範囲内」と読み替えて本報告を適用することができる。

更新時の適用及び会計処理

25. 平成12年8月1日前行われた不動産の流動化取引について本報告を適用しない場合であっても、特別目的会社が発行する証券等の期限到来に伴う更新（リファイナンス）時には本報告を適用する。したがって、本報告適用日前行われた不動産の流動化取引について、更新（リファイナンス）時に本報告に照らしてリスクと経済価値のほとんどすべてが移転していると認められない場合には、更新（リファイナンス）時に適正な価額によって買戻しが行われたものとして処理する。

なお、平成12年8月1日から平成13年3月31日までに行われる更新（リファイナンス）については、第13項の「おおむね5%の範囲内」を「10%の範囲内」と読み替えて本報告を適用することができる。

II 結論の背景

特別目的会社を活用した不動産の流動化

26. 本報告の対象とする「特別目的会社を活用した不動産の流動化」において、特別目的会社の定義を財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則における子会社の範囲に係る規定で明らかにされている定義と同様とし、整合性を保持することとした。

また、本報告は、何らかの有価証券として流通させるという意味での証券化を含む広い概念としての不動産の流動化を対象とすることとした。

なお、不動産投資信託については、本報告においては直接的には対象としていないが、今後の法令等の整備に対応して会計処理を検討すべきものとする。

本報告の対象となる流動化する不動産には、土地、建物、構築物、借地権等が含まれ、固定資産として計上されているものに限らず、販売用不動産等のたな卸資産として計上されているものも対象となることを示した。

特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る会計処理 売却の認識

27. 「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成11年1月22日企業会計審議会）によれば、金融資産を譲渡する場合には、譲渡後において譲渡人が譲渡資産や譲受人と一定の関係（例えば、リコース権（遡求権）、買戻し特約等の保持や譲渡人による回収サービス業務の遂行）を有する場合があります。このような条件付きの金融資産の譲渡について金融資産の消滅を認識する考え方には、次の二つのアプローチがある

とされている。

(1) リスク・経済価値アプローチ

金融資産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他に移転した場合に当該金融資産の消滅を認識する方法

(2) 財務構成要素アプローチ

金融資産を構成する財務的要素に対する支配が他に移転した場合に当該移転した財務構成要素の消滅を認識し、留保される財務構成要素の存続を認識する方法

証券・金融市場の発達により金融資産の流動化・証券化が進展すると、例えば、譲渡人が自己の所有する金融資産を譲渡した後も回収サービス業務を引き受ける等、金融資産を財務構成要素に分解して取引することが多くなるものと考えられる。このような場合、リスク・経済価値アプローチでは、取引の実質的な経済効果が譲渡人の財務諸表に反映されないこととなり、実態を反映させるため、金融資産の譲渡に係る消滅の認識は金融資産を財務構成要素に分解して支配の移転を認識する財務構成要素アプローチを適用することとなった。

しかしながら、この取扱いは金融資産に係るものであり、金融資産でない不動産の流動化においては、信託受益権による流動化を含め、不動産に係る権利の譲渡であるということ、リスクと経済価値が不動産の所有と一体化していること、金融商品に比べ時価の算定が容易でなく流通性も劣る等の特徴を考慮して、リスク・経済価値アプローチに基づいて取り扱うことが適当であると考えた。

リスクと経済価値

28. 不動産のリスクとは、経済環境の変化等の要因によって当該不動産の価値が下落することであり、具体例を挙げて整理すると以下のとおりとなる。

(1) 不動産の保有に関するリスク

① 市場変動リスク

景気動向や不動産需給動向の変動により生ずるリスク

② 陳腐化リスク

時の経過や外部経済の影響等に伴い、不動産の換価価値が下落するリスク

③ 不動産の滅失・毀損・劣化リスク

地震や風水害などの天変地異によって不動産の滅失・毀損・劣化が生ずるリスク

④ 法制度変更リスク

不動産税制や投資に関する税制等の変更により生ずるリスク

(2) 不動産の使用収益に関するリスク

① 賃料支払不履行リスク

賃借人からの賃料回収が何らかの事由により不履行となり、受益証券等の元利払いに支障が生じるリスク

② 不動産不稼働リスク

不動産が有効に稼働しないため、受益証券等の元利払いに支障が生じるリスク

(3) 不動産の処分に関するリスク

適時に処分することが困難なリスク

不動産の処分が必要となり直ちに買手が見つかったとしても、売手の希望する価格で売却できないリスク

受益証券等の償還原資を不動産の処分によって調達する

場合において適時に処分できないために受益証券等を適時に償還することができないリスク

(4) 特別目的会社に関するリスク

① 不動産所有者としての責任から生ずるリスク

建物の施設や設備の欠陥・管理義務違反等、不動産に瑕疵があることを原因として他の者が損害を被った場合に、不動産所有者たる特別目的会社が損害賠償義務を負うリスク

② 特別目的会社の倒産リスク

特別目的会社の破産等に伴う手続によって、裁判所又は管財人等から、不動産が破産財団等に組み込まれるリスク

③ 特別目的会社の債務負担に伴うリスク

特別目的会社が不動産を担保として何らかの債務を別途負うことにより、受益証券等の元利払いに不測の損害の可能性を生じさせるリスク

(5) 特別目的会社の発行する受益証券等に関するリスク

① デフォルトリスク

受益証券等の償還時において元利払いがなされないリスク

② リファイナンスリスク

不動産を担保に発行された受益証券等の償還をリファイナンスによって賄う場合に存する受益証券等のデフォルトや元利払いが遅延するリスク

③ 繰上げ償還リスク

法令の変更等一定の事由が発生した際に、受益証券等を繰上げ償還するとの条項が発行時に付されている場合において、当該受益証券の繰上げ償還がなされたときに、その償還金額が本来償還されるべき元利金額を下回っているリスク

29. 不動産の経済価値とは、当該不動産を保有、使用又は処分することによって生ずる経済的利益を得る権利に基づく価値をいい、具体例として、対価を得るために処分する権利、使用することによって収益を得る権利、価格変動によって得られる潜在的利益を受け取る権利、債務の担保に差し入れる権利等の価値を挙げることができる。したがって、このような意味での不動産の経済価値に対して不動産のリスクはいわば表裏一体の関係にあり、経済価値が失われることによってリスクの負担が生じることになると考えられる。

不動産の流動化に係る会計処理

30. 特別目的会社を活用した不動産の流動化について、譲渡人が不動産の売却取引として会計処理するためには、不動産が法的に譲渡されており、資金が流入していることを前提にして、①不動産が特別目的会社に適正な価額で譲渡されていること及び②不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが、譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転していることの要件を具備すべきものとする。

したがって、上記①を満たしていても不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転しているとは認められない場合には、譲渡人は売却処理を行うことはできず、金融取引として会計処理を行い、流入資金に対応する負債を預り金又は借入金等に

計上することとなる〔設例1〕。この場合において、その後リスクと経済価値のほとんどすべてが移転していることの要件を満たしたときには、売却取引として会計処理を行うこととなる。

なお、不動産が特別目的会社に適正な価額で譲渡されていると認められない場合には、その実態を反映した会計処理を行うこととなる。

リスクと経済価値の移転についての判断に関する考え方

31. 第3項において、特別目的会社を活用した不動産の流動化について売却処理を行うためには、リスク・経済価値アプローチに基づき、不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが移転していることが必要であることを示しているが、リスクと経済価値の移転に関する判断に当たっては、以下の事項及び判断基準に基づいて検討すべきものと考え、具体例を含めて、第6項から第21項までにわたって判断に関する取扱い及び具体的判断基準とその算定方法を明らかにした。

(1) 特別目的会社を活用した不動産流動化スキームについて、

形式のみで判断すべきではなく、スキーム全体の構成内容を踏まえて実質的に判断することが必要である。

(2) 不動産の流動化に係るリスクの把握

① 継続的関与の有無

② 特殊性を有する不動産に該当しているか否か

③ 継続的関与に該当していてもリスクが移転していると判断される場合に該当しているか否か

ア. 通常の不動産管理業務を行っている場合

イ. セール・アンド・リースバック取引を行っている場合

④ 特別目的会社が譲渡人の子会社に該当しているか否か

(3) 具体的な判定基準としてのリスク負担割合

(4) 継続的関与によってリスクが存在する場合におけるリスク負担割合の算定

(5) 不動産流動化における売却損益の算定

(6) 不動産信託受益権による流動化の場合の判断及び売却損益の算定

継続的関与

32. リスクと経済価値の移転については、実質的に判断する必要があり、不動産譲渡後も譲渡人が当該不動産に継続的に関与しているかどうか、また、関与している場合には、そのリスクと経済価値のほとんどすべてが移転していると認められるかどうかについて検討することとなる。第7項においては、実務上の判断に資するため、継続的に関与している場合についての具体例を挙げることにした。

なお、買戻し条件付き、すなわち、譲渡人が買戻し義務を負っている場合は、売却処理は認められないが、譲渡人が買戻しの権利を有している場合にはリスクを負担するか否かについて実質的に判断することとなる。例えば、譲渡人が再取得時の時価で買戻す権利（優先買取交渉権を含む。）や、優先拒否権を有しているときは、仮に将来再取得が行われたとしても、それは長期間経過後の企業による意思決定の結果であり、流動化した時点における売却処理を妨げる要因とはならない場合もあると考えられる。

通常の不動産管理業務を行っている場合の取扱い

33. 譲渡人が譲渡した不動産について、通常の契約条件による不動産管理業務を行っている場合には、その限りにおいては、譲渡人は当該不動産に係るリスクを負担しているとはいえず、当該不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転していると認められる。

しかしながら、不動産管理業務契約において、例えば、賃貸人（他の者）の賃料の減少を補填する条項があるなど通常の契約条件ではない場合は、当該不動産のリスクと経済価値が移転しているとは認められない可能性がある。

特殊性を有する不動産と継続的関与

34. 不動産の特殊性とは、特別目的会社以外の他の者が譲渡不動産の購入を検討する場合に、何らかの障害となり得る当該不動産の特性をいう。例えば、譲渡人の用途等に合わせた特別な仕様により建設された建物、用途制限や環境問題等のある土地や建物、地域経済や仕様等により収益性に著しい問題のある土地や建物のように、市場性に乏しくそのまま他に転用することが困難である不動産が特殊性を有する不動産に該当する。

このような特殊性を有する不動産を特別目的会社に譲渡し流動化する場合に、特別目的会社が発行する社債の償還等のために譲渡人が譲渡した不動産について継続的関与を行っており、譲渡不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているとは認められないことが多い。

このため、流動化された不動産が、特殊性を有する不動産であり、かつ、何らかの継続的関与がある場合には、原則として、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているとは認められないため、売却処理を行うことができないこととした。

特殊性を有する不動産の流動化については、特に慎重に検討することが必要であり、具体的には以下のような例を挙げることができる。

① 譲渡人が工場の土地を特別目的会社を活用して流動化しているが工場の建物をリースバック取引により引き続き使用している場合には、通常は、そのままの状態では市場性に乏しく他に転用することが困難であり、原則として売却処理を行うことができない。

しかしながら、このような状況にあっても、例えば、譲渡契約において1～2年後に工場の建物を取り壊すことが義務付けられている等リスクと経済価値のほとんどすべてが移転していると実質的に判断し得る場合もあると考えられる。

② 特殊性を有する不動産であるため、他の者による購入申込みが予想されないか、時価が予定する価額よりも低くなると見込まれるにもかかわらず、あらかじめ定められた価額に優先買取交渉権の行使による購入価額を誘導する場合がある。このような場合は、形式的には優先買取交渉権であっても、実質的には買戻し契約と何ら変わらないものと判断される。

③ 特殊性を有する不動産であるため、譲渡した土地や建物等に通常以外の修繕の必要が生じること又は有害物質による影響等が生じることを予想して、譲渡人がこれら

の費用を契約により負担する場合がある。このような場合は、修繕費の負担や譲渡不動産に係る瑕疵担保責任の履行により直ちに売却処理が否定されるものではないが、これらの費用の負担が通常の責任の範囲を超えるものかどうかについて慎重に検討する必要がある。

セール・アンド・リースバック取引を行っている場合の取扱い

35. リースバック契約自体が実質的にはリース期間における不動産からの収益を保証するのと同じ経済的効果があることを考慮すると、セール・アンド・リースバック取引が継続的関与であることは明らかである。しかしながら、リースバック取引であっても、不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが貸手である特別目的会社を通じて他の者に移転しているならば、売却処理そのものを否定すべきではないと考えられる。したがって、リースバック取引がオペレーティング・リース取引であっても、譲渡人（借手）が適正な賃借料を支払うこととなっている場合は、その限りにおいて売却処理を認めることとした。

譲渡人（借手）が自ら使用する目的である場合のほか、事業の目的で他の者に転貸している場合も当該リースバック取引に該当し、適正な賃借料については、独立した第三者間における通常の取引と同等の条件による賃借料が該当するものと考えられる。

なお、譲渡人が不動産をリースバック取引を通じて他の者に転貸している場合には、譲渡人による投資家へのキャッシュ・フローを保証する取引に該当する可能性があるため、当該転貸しが譲渡人の事業目的で行われている場合にのみ、売却処理を認めることとした。

また、セール・アンド・リースバック取引において、オペレーティング・リース取引で適正な賃借料を支払うこととなっていること以外の継続的関与がある場合には、当該継続的関与に伴って生ずるリスク負担に基づいて、リスクと経済価値のほとんどすべてが譲受人（貸手）に移転したと認められるか否かの判断を行うこととなる。

特別目的会社が譲渡人の子会社に該当する場合の取扱い

36. 不動産の流動化が、譲渡人の子会社に該当する特別目的会社を譲受人として行われている場合には、譲渡人が支配している特別目的会社が譲受人となっているため、通常の不動産流動化スキームとは異なり、リスク負担に不透明性を伴うこととなる。

したがって、個別財務諸表においても譲渡人は売却処理を行うことができないこととした。

リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準及びその算定方法

リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準

37. リスクと経済価値の移転についての具体的な判断基準として、譲渡人のリスク負担割合が一定の範囲内にとどまっていれば、実質的な観点から、実務上リスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているものとして取り扱うこととした。

このリスク負担割合は、流動化した不動産がその価値のす

べてを失った場合に生ずる損失として第14項から第17項に基づいて計算したリスク負担の金額を、流動化した不動産の譲渡時の適正な価額によって除して算定することとした。

なお、リスク負担割合がおおむね5%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているものとして取り扱うこととしている。

リスクを負担する場合の継続的関与に係るリスク負担の金額の算定

38. リスク負担割合の計算に際しては、分子として、リスクを負担する場合の継続的関与に係るリスク負担の金額を把握する必要があるが、リスク負担の金額を把握する際の基本的な考え方について、第14項において、継続的関与の具体例（第7項の(2)から(9)まで）に対応して示すこととした。

リスク負担割合の算定における留意事項

39. リスク負担の金額は、形式的な契約内容に基づいて判断すべきではなく、流動化スキーム全体を考慮して実質的なリスク負担（流動化した不動産がその価値のすべてを失った場合に譲渡人に生ずる損失）に基づいて算定すべきものとする。

40. 不動産の流動化スキームにおいて譲渡人の子会社又は関連会社が当該不動産に関する何らかのリスクを負っている場合には、売却処理を行うか否かの判断に当たり、譲渡人が支配している子会社又は影響を与えることができる関連会社が負担するリスクの存在を考慮することが適切であり、当該子会社又は関連会社が負担するリスクを譲渡人が負担するリスクに加えてリスク負担割合を算定して判断することが必要と考える。

なお、譲渡人の親会社及び親会社の子会社がリスクを負担する場合には、当該リスクは含めないで算定する。他方、出資証券の保有者等として何らかのリスクを負担する親会社の連結財務諸表においては、子会社が流動化した不動産の連結会社が負担するリスクを含めてリスク負担割合を判定することに留意する。

41. 譲渡人が譲渡不動産について開発を行い、開発コストも負担する場合で、譲渡物件が開発物件に一体として包含されているようなときには、全体の開発コストのうち、譲渡人が負担すべき金額をリスク負担の金額とすべきものと考えられる。

したがって、この場合には、リスク負担割合の算定に当たり、分子は全体の開発コストのうち譲渡人が負担すべき金額により、分母はこれに対応した開発後の物件全体に係る見積時価となり、合理的に見積り可能な開発物件の譲渡時の適正な価額（時価）によることとなる。

42. 譲渡人が、譲渡した不動産の対価の全部又は一部として特別目的会社により発行された証券を退職給付信託に拠出した場合は、当該特別目的会社により発行された証券については、年金資産とすることはできないとした。これは、通常の土地等と同様に時価の算定が困難であり、換金性が高くないこと及びリスクの負担関係が必ずしも明確でないこと等を考慮して判断したものであるが、基本的な前提に変更があった場合には、当該変更に基づいて、本報告における結論を再度検討すべきものとする。

なお、譲渡不動産の対価の全部又は一部として特別目的会

社の発行する証券等が、譲渡人の年金資産（退職給付信託としての拠出を除く。）に含まれている場合には、原則として、リスク負担の金額に、当該証券等を含めないこととした。

ただし、退職給付会計における年金資産から生ずるリスクは、退職給付費用の算定過程を通じて実質的に事業主に帰属しているとも考えられることから、当該証券等の取得に合理性が認められない場合においては、当該証券等を譲渡人が直接保有する場合と同様に取り扱ってリスク負担割合を算定することとなる。

43. リスク負担割合は、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているか否かの判断基準として適用するものであり、売却価額算定の基準ではない。

ただし、不動産信託受益権による流動化において、当該信託受益権が優先部分と劣後部分に分割され、優先部分のみが売却されている場合には、優先信託受益権の譲渡価額が、流動化に伴う不動産の売却価額となる。〔設例3〕

不動産信託受益権による流動化に係る会計処理

不動産信託受益権の会計処理

44. 不動産は信託可能な財産であり、法的に有効な信託設定により受益者（委託者）は当該信託受益権を取得する。受益者が当該信託財産を直接所有するものとみなして会計処理する考え方（信託導管論）が、我が国の会計慣行となっており、受益者が信託設定により取得した不動産信託受益権を法的に売買すれば、会計上、信託財産そのものの売買と同様に扱うこととなる。

不動産の信託に係る受益権の売買は、通常、信託財産である不動産の全部又は一部を売買したのと同一の効果を生ずるものと考えられ、委託者兼当初受益者が信託設定により取得した不動産信託受益権のすべてを法的に売買すれば、当該信託受益権の売却は、会計上、信託財産の売買と同様に取り扱う。

したがって、信託受益権の譲渡に関する会計処理については、信託財産たる不動産そのものの譲渡と同様に、リスク・経済価値アプローチに基づいて処理することとなる。

質的に単一の信託受益権に分割されている場合の会計処理

45. 質的に単一の不動産信託受益権に分割されている場合には、優先部分と劣後部分のように質的に異なる信託受益権に分割されている場合と異なり、流動化された不動産のうち対応する部分のリスクと経済価値が、特別目的会社を通じて他の者が取得した持分に分割されて均質に移転していると考えられるため、譲渡人は、リスク負担割合を算定して判断することなく、当該他の者に移転したリスクと経済価値が含まれている不動産信託受益権部分について売却取引として会計処理を行うことが適切である。

質的に異なる信託受益権に分割されている場合の会計処理

46. 信託財産は一つの財産権であるため、優先受益権と劣後受益権に分割されている場合には、それぞれ独立した財産権とみなすことができないため、譲渡人が劣後受益権を保有していることに基づいて生ずるリスク負担割合の状況によっては、当該信託財産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者

へ移転したと認めることができない場合がある。

したがって、優先部分と劣後部分のように質的に異なる信託受益権に分割されている場合には、当該不動産全体に関するリスクと経済価値のほとんどすべてが譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転しているときに限り、譲渡人が保有する信託受益権部分を除き、売却取引として会計処理を行うことが適切である。

この場合のリスク負担割合は、リスク負担の金額を譲渡人が保有する信託受益権の時価とし、流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）をすべての信託財産、すなわち信託受益権の全体の時価として算定する。また、流動化に伴う不動産の売却価額は、譲渡された信託受益権の譲渡価額となる。[設例3]

なお、信託財産の簿価と時価が異なり信託元本が信託財産の委託者簿価によって設定されている場合には、当該信託財産の売却原価の決定については以下の二つの方法が考えられる。

- ① 信託契約上の信託元本（受益権の額面）比率により簿価を配分する方法
- ② 受益権の時価の比率により簿価を配分する方法

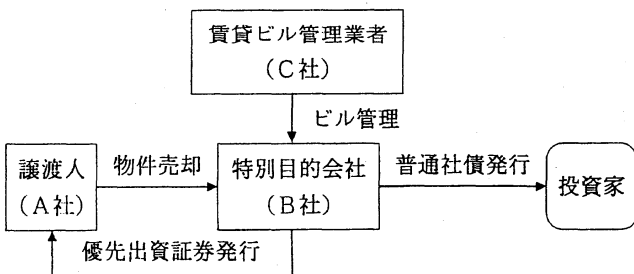
この売却原価の決定については、本報告では、②の受益権の時価の比率により簿価を配分する方法の方がより客観的であると考える。設例3においては②の方法を採用して算定している。

III 設例による解説

設例1 特別目的会社が社債と優先出資証券を発行して不動産を流動化する事例

1. 前提条件

(1) スキーム



(2) 取引の内容

- ① A社（譲渡人）が所有する簿価50の賃貸用不動産（物件）を特別目的会社であるB社に100（時価）で売却する。
- ② B社は、物件購入資金の調達を目的として、普通社債95と優先出資証券（持分）5を発行する。
- ③ A社は、B社の発行した優先出資証券5を購入する。
- ④ B社は、物件の管理をC社に委託する。
- ⑤ 以後、B社は毎年物件の賃貸収入として10を収入し、賃貸原価4（管理手数料1を含む。）が発生する。
- ⑥ B社は毎年社債利息として3.8、優先出資の配当金として2.2を支払う。
- ⑦ A社B社間には買戻し特約等の契約はない。

2. A社のリスク負担割合の算定

(資9)

$$\begin{aligned} \text{リスク負担割合} &= \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）}} \\ &= 5 \div 100 = 5\% \end{aligned}$$

A社は優先出資証券5を保有することから、リスク負担割合は5%となる。

この結果、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているものと判断され、売却取引として会計処理することとなる。

3. A社の会計処理

① 譲渡時

現金預金	100	土地建物	50
		固定資産売却益	50

有価証券又は出資金	5	現金預金	5
-----------	---	------	---

② 毎期

現金預金	2.2	受取配当金	2.2
------	-----	-------	-----

(参考)

設例ではA社のリスク負担割合が5%であるため、売却処理を行ったが、A社が購入した優先出資証券が20、投資家向けに発行された普通社債が80であった場合には、リスク負担割合が20%となるため売却処理は認められず、金融取引として処理することになる。この場合のA社の会計処理を示せば以下のとおりとなる。なお、支払利息は3.2とする。

① 譲渡時

現金預金	100	預り金又は借入金	100
------	-----	----------	-----

預り金又は借入金	20	現金預金	20
----------	----	------	----

② 毎期

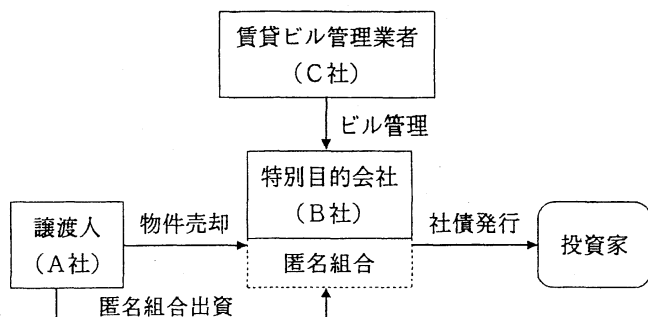
現金預金	6	賃貸収入	10
賃貸原価	4		

支払利息	3.2	現金預金	3.2
------	-----	------	-----

設例2 特別目的会社が営業者となる匿名組合を組成して不動産を流動化する事例

1. 前提条件

(1) スキーム



(2) 取引の内容

- ① A社（譲渡人）が所有する簿価150の賃貸用不動産（物件）を特別目的会社であるB社に200（時価）で売却する。
- ② B社はA社と匿名組合契約を締結し、その業者として物件を取得する。
- ③ A社は匿名組合に10出資する。なお、追加出資の特約はない。
- ④ B社は物件の管理をC社に委託する。
- ⑤ B社は物件購入資金として190の社債を投資家に発行する。
- ⑥ 以後、B社は社債利息として毎年7.6、及びA社への出資金の配当金として4.4を支払う。
- ⑦ A社B社間には買戻し特約等の契約はない。

2. A社のリスク負担割合の算定

$$\text{リスク負担割合} = \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）}} = 10 \div 200 = 5\%$$

A社は匿名組合出資10を保有することから、リスク負担割合は5%となる。

この結果、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているものと判断され、売却取引として会計処理することとなる。

3. A社の会計処理

① 譲渡時

現金預金	200	土地建物	150
		固定資産売却益	50

出資金	10	現金預金	10
-----	----	------	----

② 每期

現金預金	4.4	受取配当金	4.4
------	-----	-------	-----

を交付する。

- ③ A社は、優先信託受益権を特別目的会社であるB社に380（時価）で売却する。なお、A社は、劣後信託受益権20（時価）を保有する。
- ④ B社は、物件購入資金の調達を目的として、投資家に380の社債を発行する。
- ⑤ A社は毎年劣後信託受益権の配当として、信託銀行に対する管理手数料1を控除した3.4を収入する。
- ⑥ A社B社間には買戻し特約等の契約はない。

2. A社のリスク負担割合の算定

$$\text{リスク負担割合} = \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）}} = 20 \div 400 = 5\%$$

A社は劣後信託受益権を保有しているため、リスク負担の金額は当該劣後信託受益権の時価20となり、分母は対象不動産の時価400となることから、リスク負担割合は5%と算定される。

この結果、リスクと経済価値のほとんどすべてが移転しているものと判断され、売却取引として会計処理することとなるが、流動化に伴う不動産の売却価額は、優先信託受益権の譲渡価額となる。

3. A社の会計処理

① 譲渡時

現金預金	380	土地建物*	285
		固定資産売却益	95

* 売却分の原価按分は時価による（300×380÷400）。

② 每期

営業未収入金	3.4	賃貸収入	4.4
賃貸原価	1.0		

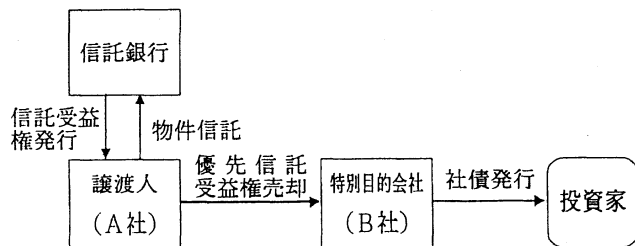
（注）この他に劣後部分の賃貸原価（減価償却等）の発生がある。

設例3 優先信託受益権と劣後信託受益権を利用して不動産を流動化する事例

以上

1. 前提条件

(1) スキーム



(2) 取引の内容

- ① A社（譲渡人）が所有する簿価300（時価400）の賃貸用不動産（物件）を信託銀行に信託し、不動産管理処分信託契約を締結する。
- ② 信託銀行は、A社に優先信託受益権と劣後信託受益権