

信託を利用した証券化と課税

—複層化された受益権につき

pass-through debt certificates を参考に—

西浦真平

論文要旨

本稿は、信託を利用した証券化において、複層化された受益権の税法上の性質決定(classification)に関する研究である。この場合の税法上の問題の1つに、信託財産から生じる所得の帰属という論点がある。この論点については、先行研究が存在する。先行研究では、所得の帰属の判定に際し、受益権の範囲を考慮する必要があるとされる。税法上、受益権は法人税法2条21号に定める有価証券に該当する。従って、現行税法は受益権の優先劣後等について全く考慮していない。しかし、受益権が複層化された場合、各受益権の中にその経済的実質をみて受益権として取り扱うべきでないものの混入の可能性がある。先行研究も、その点を指摘する。具体的には、米国で債券として性質決定される受益権である pass-through debt certificates (以下 PDC という) を紹介し、所得の帰属の問題を考える際、我が国でも債券として性質決定すべき受益権の範囲について検討する必要があるとされる。但し、先行研究では PDC の紹介に留まり、その詳細は検討されていない。そこで、本稿は、米国法を分析することによって複層化された受益権の性質決定を研究し、受益権が複層化された場合の上記帰属問題における解決の一助とすることを目的とした。

第1章では、複層化された受益権の我が国の現行税法上の取扱いと、我が国で初めて受益権の複層化が問題となった判例を概観したところ、わが国の現行税法は、受益権の複層化に対する個別規定を有していないことがわかった。判例では課税所得金額の算出にあたり、一般条項である法人税法22条4項が争点となったが、同条文が依拠する会計基準それ自体が複層化に十分対応できていないことも明らかとなった。このように、現行税法ではその対応に限界があるため、立法的解決が望ましいと考えられる。

第2章では、PDC が債券として性質決定される考え方を考察した。PDC とは、REMIC ルール (I. R. C. § 860D) の適用を受けない信託の受益権であるが、連邦法人税法上債券として扱われることを意図されるものをいう。その考察の結果として、大きく2つの点が挙げられる。第一は、複層化された各受益権を区分して扱い、優先受益権を債券として性質決定することである。第二は、受益権を債券として性質決定する際に二つの考え方があることである。二つの考え方とは、私法上の法形式の性質を重視する考え方と、経済的実質を重視する考え方である。後者の適用にあたっては、「受益権と債券の経済的実質の類似性」と「受益権と信託財産の断絶」という二つの要素が、債券と性質決定する重要な根拠とされている。

以上の比較法分析を踏まえて、第3章では我が国への示唆を検討したところ、最も重要な点は、上記米国法の取り扱いを参考にして、我が国においても受益

権の規定を検討し、立法化する必要があるという点である。確かに PDC の取り扱いが I. R. C 本法ではなく ruling で規定されているが、証券化の分野で我が国より先行する米国がそのような取り扱いをしていることには、相応の意味があると考えられる。また、証券化の対象資産によっては、その私法上の法形式の性質を重視した他の税法上の規定が適用される(例えば I. R. C. § 860D)。つまり、PDC は経済的実質を重視する局面に適用されているのが現状である。従って、我が国に立法化するとした場合に考慮すべきとすれば、以下の 2 点が考えられるのではなかろうか。第一は、私法上の法形式の性質を重視する考え方と経済的実質を重視する考え方の 2 つの考え方を参考として、証券化の対象資産によってどちらを用いることが課税上望ましいかを検討する必要があることである。第二は、後者の考え方を我が国で採用する場合には前述した二つの要素が必要となることである。

以上の示唆から、本稿の結論として、受益権を性質決定する具体的な方法は、債券として性質決定すべき受益権の定義を法人税法 2 条 21 号とは別に設けることである。ただし、実際にどのように受益権の定義を定めるのかについては、今後さらに検討すべき課題である。

—目次—

はじめに	6
第1章 我が国における課税上の取扱い	
1-1 信託を利用した証券化	7
1-2 我が国の証券化に関する課税	11
1-3 我が国現行法上の限界	12
1-4 問題提起	22
第2章 米国における課税上の取扱い	
2-1 米国の証券化に対する課税の沿革	23
2-2 pass-through debt certificates の考え方	32
2-3 pass-through debt certificates の考え方を具体化した ruling	37
第3章 我が国への示唆	
3-1 米国からの知見	39
3-2 我が国における検討と今後の課題	41
おわりに	44
<参考文献一覧>	48

はじめに

本稿は、信託¹を利用した証券化において複層化された受益権²の税法上の性質決定（classification）に関する研究である。証券化において、金融機関は住宅ローン債権やクレジットカード債権等を信託し、その信託に係る契約に基づいて優先劣後等に複層化された受益権を発行するとする。当該金融機関は（最）劣後受益権のみを保有し、残りの優先受益権等を投資家に売却することにより、投資家から資金調達する。本稿は、このような証券化が行われた場合、優先劣後等に複層化された受益権を税法上どう性質決定すべきかという研究である。

証券化は有用な金融技術であるにもかかわらず、関連する税法上の規定が不明確であることや、実態に即した課税が行われていないこと、などの問題が指摘されている。そのため、我が国では諸外国と比べて証券化はあまり使用されず、税制の整備状況によって取引が阻害されている虞がある³とされている。そして、証券化に関する税法について、既に様々な問題点が具体的に指摘されている⁴。証券化に関する税法についての具体的な問題点の1つに優先劣後等に複層化された受益権についての取扱いが挙げられている⁵。本稿ではこの問題を扱う。その理由として、従来から指摘されていた証券化に関する複層化された受益権に関する税法上の不明確な取り扱いが裁判という形で表面化し、訴訟中である⁶こと、また、証券化において複層化された受益権に関する課税の明確化を求める税制改正の要望が実際になされている⁷ことにより、その対応が早急に求められているからである。

ところで、証券化における複層化された受益権について税法上の取扱いが不明確な点に関しては、信託財産から生じる所得を複層化された受益権を有する

¹ 四宮和夫『信託法増補版』（有斐閣・1979）3頁～5頁において、信託とは「ある者（委託者）が法律行為（信託行為）によって、相手方（受託者）に財産権（信託財産）を帰属させつつ、同時に、その財産を、一定の目的（信託目的）に従って、社会のためにまたは自己若しくは他人—受益者—のために、管理処分すべき拘束を加えるところに成立する法律関係ということになる」とある。

² 四宮・前掲注1・28頁において「受益権（狭義）は一般に受託者に対する債権とされるが、実質的には信託財産に対する債権であり、また、それを基本としつつ信託財産（構成物）に対する物的相関関係を有する物的権利でもある」とある。

³ 西村総合法律事務所『ファイナンス法大全（下）』（商事法務・2003）15頁参照。

⁴ 高橋正彦『証券化の法と経済学』（NTT出版株式会社・2009）215頁～246頁参照。

⁵ 高橋・前掲注4・236頁～238頁参照。

⁶ 東京地判平成24年11月2日裁判所HP参照（平成22年（行ウ）第693号）。

⁷ 社団法人 信託協会「平成22年度改正に関する要望」1頁～2頁参照

<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/data/pdf/z22.pdf>。金融庁「平成22年度税制改正（租税特別措置）要望事項」において、「施策の必要性…優先劣後構造等の質的に分割されている信託受益権の課税関係については、明確となっておらず、信託利用者が課税額を予め算出できない状態となっていることから、緊急に明確化する必要がある」とある

http://www.cao.go.jp/zei-cho/youbou/pdf/fsa/22y_fsa_k_24.pdf。

各受益者⁸にどのように帰属させるかという所得の帰属の論点がある。我が国では法人税法12条において、受益者が信託財産を有するものとみなして、所得を帰属させると定めている。また、受益権は、法人税法2条21号の有価証券に含まれている。従って、私法上の法形式が受益権であるものは、税法上有価証券に該当し、かつ、受益権保有者は信託財産を有するものと見做して扱われることになる。

しかし、証券化において優先劣後等に受益権が複層化された場合、各受益権を保有する受益者をすべて同等に扱うことは適切ではないと考える。なぜなら、優先受益権、劣後受益権等に複層化された受益権は、私法上の法形式としては受益権であるが、その権利内容に違いがあり、税法上受益権として性質決定することが適切ではない受益権の混入の可能性があるからである。つまり、複層化された各受益権の中には信託財産を有しているように見做すことが適切でない受益権が含まれている虞があると考えられる。

そこで、本稿は証券化において受益権が複層化された場合に信託財産から生じる所得の帰属の問題を考える上で、各受益権がどのような性質を持つのか、という受益権の性質決定について研究し、所得を帰属させるべき受益者を明確にすることに役立てることを目的とする。この論点については後述する先行研究において、一つの方策が示されている。本稿はその先行研究をさらに押し進めるものである。

本論文の構成としては、まず、第一章において、受益権の複層化を説明し、我が国の複層化された受益権に関する現行税法上の扱いと、上記判例を取り上げて我が国の現行税法の限界を述べた後、本稿の問題提起を行う。次に、第二章において、本稿のテーマである複層化された受益権の性質決定について、債権を裏付けとした証券化の発祥の地であり⁹、その歴史が古く¹⁰、我が国よりも制度設計が進んだ米国における課税上の取扱い¹¹について考察する。最後に、第

⁸ 信託法2条6号において「受益者とは受益権を有する者をいう」とある。

⁹ 遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に—」(フィナンシャル・レビュー51号・1999)86頁参照。

¹⁰ 佐藤英明『信託と課税』(弘文堂・2000)81頁～82頁において「1970年代後半から1980年代のはじめにかけてのアメリカにおける金利の上昇は、主として住宅用の不動産モーゲッジを担保に金銭の貸出しをしていた中小の金融機関の収益を圧迫した。なぜなら、アメリカにおいては慣習的に、不動産モーゲッジは固定金利が原則とされていたのに対し、その貸出資金源たる預金は主として短期の預金として集められ、その金利が上昇していったため、その両者の間で利鞘を稼ぐのが困難になっていったからである」とあり、このことが原因で米国の証券化が始まった一方、我が国は、川北英隆『証券化—新たな使命とリスクの検証』(金融財政事情研究会・2012)35頁において、1994年のオートローン債権を裏付けとするABSのユーロ円債、もしくは1996年以後におけるABSの国内発行が国内証券化第一号と考えるのが適切であるとしている。したがって、我が国よりも明らかに米国の証券化の歴史は長く、その経験も多いといえる。

¹¹ 中里実「セキュライゼーションと課税」(日税研論集41号・1999)249頁参照。

三章において、比較法分析の結果から、我が国への示唆を述べることで、研究の成果を示し、結びとする。

第1章 我が国における課税上の取扱い

1-1 信託を利用した証券化

受益権の複層化を説明する上で、まず、信託を利用した証券化の仕組みを簡単に説明する。証券化¹²とは、そのままの形では取得する買受人を見だしにくい資産が生むキャッシュ・フローや、資産を集約化することによって生み出されるキャッシュ・フローを、資本市場の参加者である投資家の需要に応じて組み直し、投資するにふさわしい投資商品を作り出すスキームのことである¹³。証券化を行う理由として、原資産提供者にとっては、低利による資金調達・資産のオフバランス化・資産の有効活用などのメリットがあること¹⁴、投資家にとっては、多様な投資ポートフォリオの実現¹⁵・エージェンシー問題の解消¹⁶などのメリットがあることが挙げられる。証券化の最大の特徴は、証券から発行体の信用リスクを隔離し、資産そのものの信用リスクのみに基づく資金調達を可能にすることである¹⁷。資産は運用主体等と切り離され、その資産のキャッシュ・フローのみに対する投資として構成されることになる¹⁸。また、信用補完措置¹⁹や倒産隔離措置²⁰を施すことにより資金調達する原資産提供者にとって低利の資金調達手段²¹、資金提供者である投資家にとってリスクの低い投資商品²²を実現できる。

信託を利用した証券化とは、資産を信託することにより組成される信託受益

¹² 岡内幸策『証券化入門〔第2版〕』（日本経済新聞社・2004）12頁では、「証券化という言葉は、流動化の過程で証券を発行した場合の総称としての位置づけから脱し、流動化とほぼ同義に使用されることが増えてきました」とある。

¹³ 西村総合法律事務所・前掲注3・6頁参照。

¹⁴ 久禮義継『流動化・証券化の会計と実務〔第4版〕』（中央経済社・2008）5頁参照。高橋・前掲注4・9頁～15頁、27頁～30頁参照。

¹⁵ 西村総合法律事務所・前掲注3・7頁参照。

¹⁶ 川北・前掲注10・6頁参照。

¹⁷ 渡辺裕泰『ファイナンス課税〔第2版〕』（有斐閣・2012）141頁では、「証券化は、資産自体の信用力に応じた資金調達を行うものであり、従来の資産保有者であるオリジネーターの信用リスク、倒産リスク等からSPVが独立している必要がある」という。

¹⁸ 佐藤・前掲注10・92頁参照。

¹⁹ 久禮・前掲注14・11頁によれば、「証券化商品の魅力を高め、低利を実現するためにリスクを下げる。倒産や貸倒など原資産からの資金の回収が困難となった場合に、投資家に対する元利金の支払いを補填するような措置」とある。

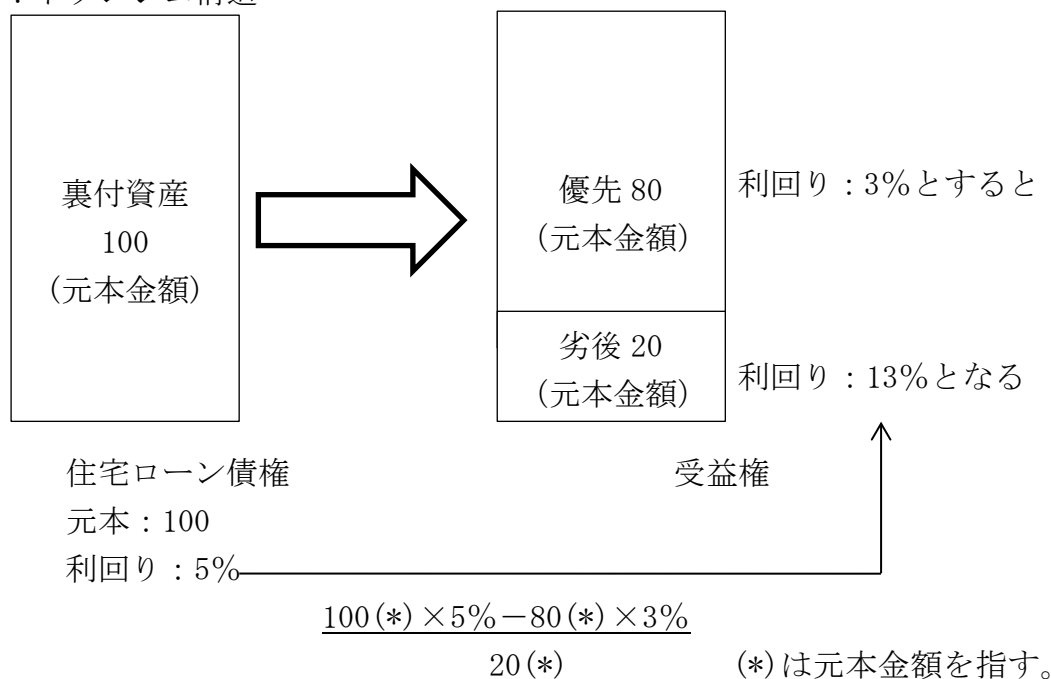
²⁰ 渡辺・前掲注17・141頁も参照。

²¹ 高橋・前掲注4・9～11頁参照。

²² 高橋・前掲注4・12～13頁参照。

権を直接投資家に販売する方式である²³。債権の証券化は、多くの場合、大量の債権群を一括して証券化の器に譲渡し、大数の法則を利用した安定したパフォーマンスを引当てとして、投資家から資金を調達する方法が用いられている²⁴。

図1：トランシェ構造²⁵



「優先受益権に裏付資産からの収益が優先的に配分され、損失は劣後受益権が負担することになる。また、先に優先受益権から償還されるので、回収期間が相対的に優先受益権の方が短く、劣後受益権の方が長くなる。劣後受益権は裏付け資産のリスクを負担するハイリスク・ハイリターンの商品である。」

さて、受益権の複層化とは、様々な投資家のニーズに合わせるため行われるだけでなく、原資産のリスクをある程度分散できるため、信用補填措置としても機能するものである²⁶。具体的には、トランシェ構造（図1参照）といわれる1つの原資産（プールされた原資産の意味）に対して、リターンとリスクの異なった複数の受益権を発行する仕組みのことである²⁷。それらの受益権に対して支払われるキャッシュ・フローの源泉は、複数の受益権を発行したとしてもSP

²³ 西村総合法律事務所・前掲注3・15頁参照。

²⁴ 西村総合法律事務所・前掲注3・17～18頁参照。

²⁵ 図1については、田淵直也『証券化のすべて』（日本実業出版・2012）88頁参照。

²⁶ 川北・前掲注10・15頁参照。

²⁷ 川北・前掲注10・14頁参照。

E²⁸が保有する原資産であるから、その原資産がどのようなキャッシュ・フローを生み出すのかが、トランシェ構造を有する受益権全体としてのキャッシュ・フローの制約条件となる²⁹。トランシェ構造を有する受益権全体としてのキャッシュ・フロー合計は、原資産から発生するキャッシュ・フロー合計と一対一で対応しなければならない³⁰。このような制約はあるものの、その制約を満たしている限り、キャッシュ・フローをどのように振り分けるかは自由である。そこで、原資産から発生するキャッシュ・フローを「優先的に配分されるトランシェ」と「優先的に配分されるトランシェに十分にキャッシュ・フローを配分した残りから配分されるトランシェ」とに分けるのである³¹。

ところで、複層化された優先・劣後受益権に関する取扱いについて現行税法上、明文の規定はない³²。現行税法上、優先劣後構造の受益権はもともと想定されていなかったと推測され、こうした問題に関するルールは、きわめて不明瞭になっているといわざるを得ない³³。この結果、信託を利用した証券化スキームの組成は事実上制約され、また、実際の取引と税制との整合性が十分に確保できないといった問題も生じている³⁴。証券化の枠組みにおいては、原資産を信託という器に移す³⁵ことからすべてが始まり、次にこれら対象資産から生じるキャッシュ・フローを優先劣後関係のあるいくつかの階層に切り分ける³⁶ことになるが、リスクの高い（最）劣後部分を外部の第三者に販売³⁷することは事実上困難であり、実際には多くの場合、原資産を提供した者ないしその関係者によってこれらは保有³⁸されることが多い³⁹。その意味で、法形式上は資産をいったん売却したとはいえ、経済的にはその価値・リスクは（最）劣後部分の保有という形を通じて、結局は原資産を提供した者から完全には移転していないのではないかという懸念が常に存在し、現在でもその基準をどこに求めるべきであるかは問題である⁴⁰。

²⁸ SPEとは、久禮・前掲注14・7頁において「特定目的事業体（Special Purpose Entity）の略であり、流動化の対象とされる特定の資産を、譲渡人等から分離し、当該資産に存するリスクとリターンのみを明確にし、資産の信用力のみを依拠した資金調達を達成するために不可欠の事業体のことをいいます」とある。

²⁹ 川北・前掲注10・15頁参照。

³⁰ 川北・前掲注10・14頁参照。

³¹ 同上。

³² 高橋・前掲注4・237頁参照。

³³ 同上。

³⁴ 同上。

³⁵ 図2参照。

³⁶ 同上。

³⁷ 図3参照。

³⁸ 図3、図4参照。

³⁹ 西村総合法律事務所・前掲注3・301～302頁参照。

⁴⁰ 同上。

図 2 : 信託設定 (優先劣後に複層化された受益権の発行)

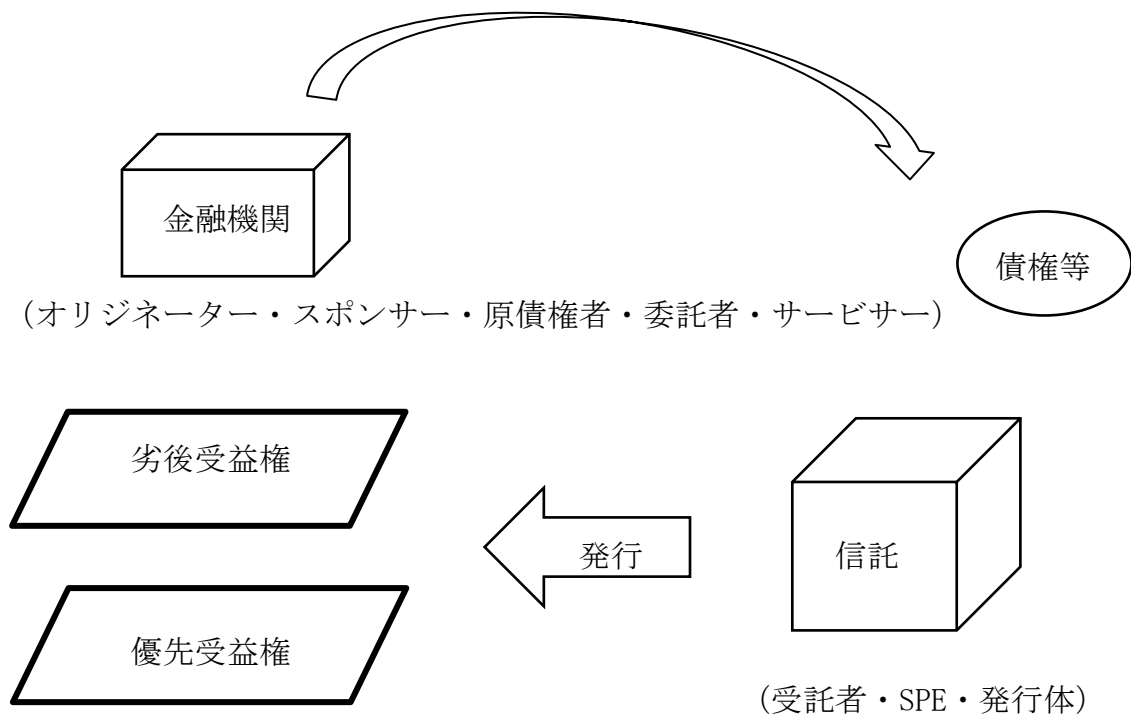


図 3 : 資金調達

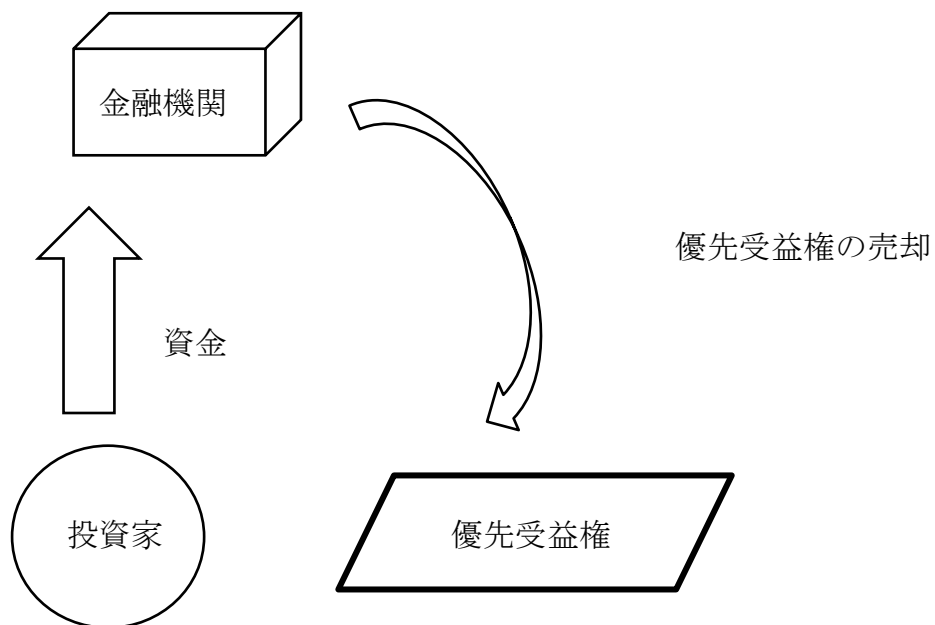
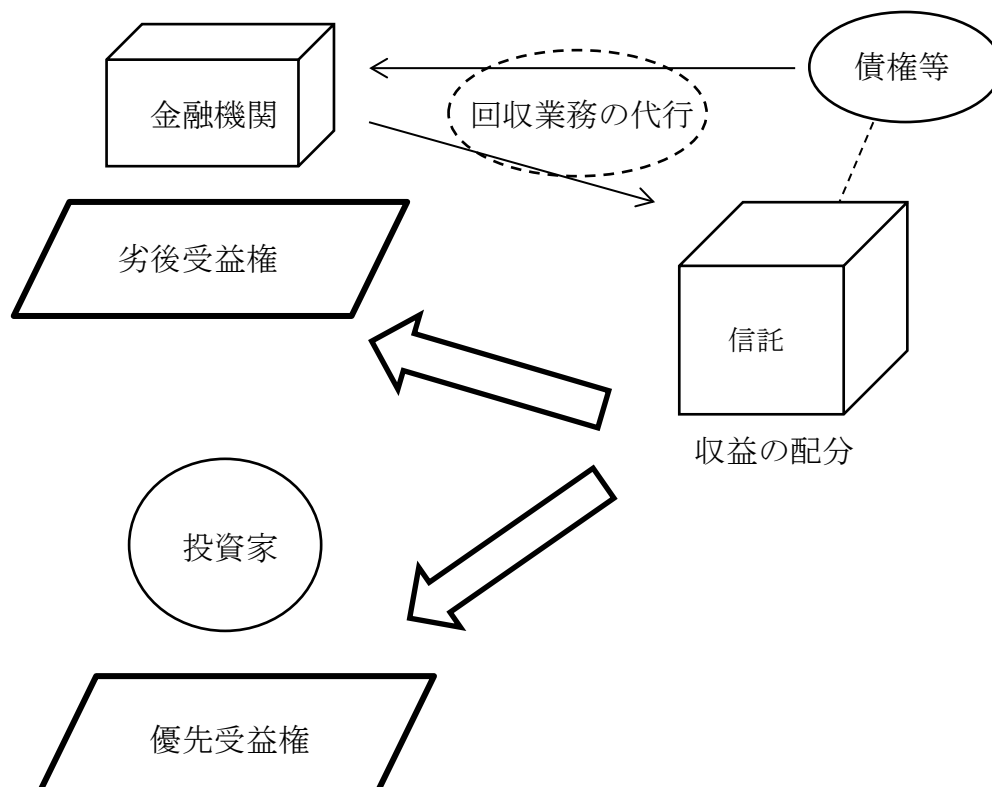


図4：債権の回収と受益権への配分



1-2 我が国の証券化に関する課税

1-1 でも述べたが、我が国の法人税法上、証券化における受益権の複層化の取扱いに関する明文の規定はない。そのため、複層化された受益権に係る課税の取扱いは、我が国の現行税法の一般的な規定に従うものと考えられる。

まず、信託を利用した証券化における所得の帰属については、原則として受益者段階課税⁴¹に該当し、受益者に所得が帰属する⁴²。すなわち、法人税法 12 条によって、受益者は信託財産に属する資産及び負債を有するものとみなし、かつ、その信託財産に帰せられる収益及び費用は、その受益者の収益及び費用

⁴¹ 占部裕典『信託課税法』（清文社・1999）32 頁において「受益者課税について、その立法趣旨は、信託財産は信託法上は受託者が有するものであるけれども、その所得は実質的には受益者に帰属するのであるから経済的実質からみれば受益者はその信託財産を所有しているのと同じ利益を収めているといえることから、受益者が信託財産を所有しているものと見做して課税することとしている。また、受益者が信託財産を所有することからその所得に課税し、さらに後に受益者に配分されたときに所得を課税すれば、二重課税が生ずることも結果的にはその理由にもなっている」とある。

⁴² 国税庁「平成 19 年度 信託税制の改正のあらまし」（国税庁 HP・2007）3 頁参照
<http://www.nta.go.jp/shiraberu/ippanjoho/pamph/sonota/shintaku.pdf>。

とみなし、法人税法が適用されることとなる⁴³。所得の帰属に関して詳しくは後述する。

次に、課税所得金額の算定については、法人税法上別段の定めがないものは企業会計の基準に従って処理されることとされている⁴⁴。従って、複層化された受益権に関する所得金額は企業会計の処理に従って算定されることとなる⁴⁵。

このように、我が国の現行税法上、信託を利用した証券化については、所得の帰属として、受益者が信託財産を有するものとみなして課税関係を考えることになる。そこで、信託を利用した証券化を考察すると、劣後受益権を保有する金融機関等の受益者については、信託財産を有しているようにみなして課税関係を考えることができよう。しかし、優先受益権等を保有する投資家等の受益者については、資産の債務不履行リスク等から実質的に隔離されている⁴⁶ため、これらの受益者が信託財産を有しているとみなすことは適切でないと考える。このような劣後受益権等と優先受益権等の性質の違いにも関わらず、我が国の現行税法上、これらを区別する規定はなく、法人税法2条21号において有価証券として同等に取扱われている。したがって、我が国の現行法上、実態に即した課税が行われているとは言い難い⁴⁷。

1-3 我が国現行法上の限界

ここで、複層化された受益権についての課税が問題となった判例を取り上げ、現行税法の限界と証券化における受益権の複層化の問題の所在について確認する。なお、本稿の複層化された受益権の性質決定という論点がこの判例の争点と直接つながっているわけではないが、証券化における受益権の複層化が問題となった初めての事件であり、受益権の複層化に関する問題について本稿の論点を説明する上での足掛かりとするため、ここで取り上げておきたい。本事件の概要は、以下の通りである。

銀行業務や信託業務等を目的とする株式会社（原告）は、自らの保有する住宅ローン債権について信託契約を利用して新たな金融商品（信託受益権）を創設し、それを投資家に売却した。原告は、優先的に元本が償還される優先受益

⁴³ 吉村政穂「受益権が複層化された信託に対する課税ルールに関する一考察」（金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー 2012-1・2012）3頁参照。

⁴⁴ 法人税法22条4項。

⁴⁵ 金子宏『租税法〔第18版〕』（弘文堂・2013）295頁参照。

⁴⁶ 東京地判平成24年11月2日裁判所HP参照（平成22年（行ウ）第693号）・前掲注6の判旨においても、「信託受益権を優先と劣後に分割して、劣後受益権を自らが保有する場合は、優先受益権については価値の高いものとして第三者に売却することで資金調達を円滑に行うことを企図すると共に、その反面として、劣後受益権は、リスクを負担するなど金融商品としての価値が低いものとなるため市場に出さず自ら負担するものであると解される」と優先受益権と劣後受益権の経済的な性質の違いを指摘する。

⁴⁷ 高橋・前掲注4・236頁～237頁参照。

権と、優先受益権の元本が全額償還された後に初めて元本が償還される劣後受益権の2種類の信託受益権を創設し、前者を投資家に売却すると共に、後者を原告が保有した(図5参照)。原告は、当該劣後受益権による収益配当金の一部のみが法人税法上の益金の額に該当する、として確定申告を行った。これに対し、所轄税務署長(被告)は、上記劣後受益権の収益配当金は、すべて法人税法上の益金の額に含まれるとして、法人税更正処分、及び、過少申告加算税の賦課決定処分を行った。

争点は、原告が劣後受益権の収益配当金の会計処理につき、金融商品会計実務指針105項⁴⁸の適用があるものとして、同項の「受取利息」に相当する「買入金銭債権利息額」と同項の「元本の回収」に相当する「買入金銭債権償還額」とに区分し、前者のみを収益に計上する処理を行ったことについて、それが法人税法22条4項に定める「一般に公正妥当と認められる」会計処理に該当するか否か、という点である。

この点について、原告は、劣後受益権を信託契約によって取得したことが、金融商品会計実務指針105項にいう「債権の支払日までの金利を反映して債権金額と異なる価額で債権を取得した場合」に該当すると主張した。

一方、被告は、当該劣後受益権が、金融商品会計実務指針291項⁴⁹により、新

⁴⁸ 金融商品会計に関する実務指針105項(債務者の信用リスクを反映した債権の取得価額と償却原価法)「債権の支払日までの金利を反映して債権金額と異なる価額で債権を取得した場合には、取得時に取得価額で貸借対照表に計上し、取得価額と債権金額との差額(以下「取得差額」という。)について償却原価法に基づき処理を行う。この場合、将来キャッシュ・フローの現在価値が取得価額に一致するような割引率(実効利子率)に基づいて、債務者からの入金額を元本の回収と受取利息とに区分する。償却原価法の適用については利息法によることを原則とするが、契約上、元金の支払いが弁済期限に一括して行われる場合又は規則的に行われることとなっている場合には、定額法によることができる。なお、債権の取得価額が、債務者の信用リスクを反映して債権金額より低くなっている場合には、信用リスクによる価値の低下を加味して将来キャッシュ・フローを合理的に見積もった上で償却原価法を適用する」。

⁴⁹ 金融商品会計に関する実務指針291項(金融資産の信託受益権の保有者の会計)「金融商品会計基準は合同運用を除く金銭の信託のうち、運用を目的とするものについてのみ会計処理を定めている。本報告では、金銭の信託についての指針を第97項から第99項で示し、有価証券の信託に関する指針を第78項で示した。しかし、信託される金銭資産は多様であり、金銭でも有価証券でもない金融資産(貸付金、保証金等)の信託受益権の評価方法を示す必要がある。その場合、信託を実体のある事業体として考えるのか、信託財産構成物の直接保有を擬制するのかが論点となる。企業が自ら保有する金融資産を委託者兼受益者として信託した場合のように、信託受益者が単独の場合には、受益者が信託財産構成物を直接保有する場合と同様の評価方法によって受益権を評価することが適切である。また、受益者が複数であっても、受益権の性質が単一であれば、信託財産に対する持分に応じて信託財産構成物を直接保有する場合と同様の評価方法によって受益権を評価することが適切と考えられる。他方、受益者が多数の場合には、信託財産の部分的直接保有を擬制した評価が困難な場合も考えられる。このような場合には、信託を実体のある事業体とし、その持分に投資しているものとした評価を行うこととした。企業が自ら保有する金融資産を信託するとともに、信託受益権を優先と劣後に分割し、その劣後受益権を自ら保有して優先受益権を第三者に譲渡する場合、優先受益権を売却処理するためには、優先受益権が消滅の認識要件を満たして譲渡される必要がある。また、その際に自らが保

たな金融資産の購入としてではなく、信託した金融資産である本件各債権の残存部分と評価されるべきであるから、金融商品会計実務指針 105 項は適用されないと主張した。

東京地裁は、原告が信託契約によって、委託者⁵⁰である原告が受託者⁵¹に譲渡した住宅ローン債権を、受託者において優先と劣後の2つの信託受益権に分け、原告がその劣後受益権を保有するに至った場合が、金融商品会計実務指針 105 項の要件に該当する場合かどうかを以下のように判断し、原告の請求を棄却した。

金融商品会計実務指針 105 項は、「債務者からの入金額」を実効利子率に基づいて「元本の回収」と「受取利息」とに区分する旨定めているが、本件各劣後受益権は、そもそも原告が保有していた住宅ローン債権の債務者が債務不履行になったり破産したりした場合のリスクを引き受けることによって本件各優先受益権の金融商品としての価値を高めることに1つの重要な意味がある。それゆえに本件各劣後受益権は、本件各優先受益権に対する信託元本の償還及び信託収益の配当がされた後に信託元本の償還及び信託収益の配当が得られることになっているのである。このような本件各劣後受益権は、そもそも金融商品会計実務指針 105 項が想定する「債権の支払日までの金利を反映し」た債権ではない。そして、本件各劣後受益権を「元本の回収」と「受取利息」に分けることはおよそ同項が予定するものではない。

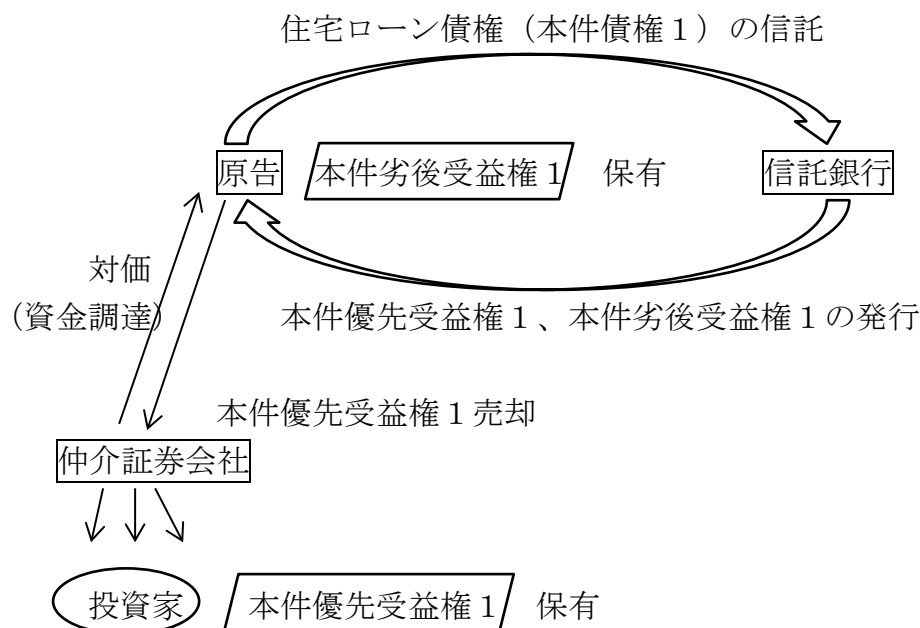
以上のことから、東京地裁は、原告が本件各劣後受益権の収益配当金の会計処理につき、金融商品会計実務指針 105 項の適用があるものとして、同項の「受取利息」に相当する「買入金銭債権利息額」と同項の「元本の回収」に相当する「買入金銭債権償還額」とに区分し、前者のみを収益に計上する処理を行ったことは適法な会計処理とはいえないと判断した。

有する劣後受益権は、新たな資産の購入としてではなく、信託した金融資産の残存部分として評価する必要がある。なお、信託の連結の要否及び金融資産以外の信託財産（例えば、不動産）に係る信託受益権売却の委託者にとっての会計処理は本報告の対象外である。

⁵⁰ 信託法 2 条 4 号において「委託者とは、次条各号に掲げる方法により信託をする者をいう」とある。なお、信託法 3 条には、3 つの信託の方法が規定されている。

⁵¹ 信託法 2 条 5 号において「受託者とは、信託行為の定めに従い、信託財産に属する財産の管理又は処分及びその他の信託の目的の達成のために必要な行為をすべき義務を負う者をいう」とある。

図 5：判例



上記判例の東京地裁の判断について識者によって幾つかの意見が述べられている。それらを紹介した上で、私見を述べ、現行税法の問題点を示したい。

本件判例の論点について、多くの識者は、当該判決に対して否定的である。その理由として、まず、日本公認会計士協会という民間団体が定めた金融商品会計実務指針の取扱いが法人税法 22 条 4 項にいう「一般に公正妥当と認められる会計処理の基準」に該当するか否かの判断がなされていないことが指摘されている⁵²。次に、識者の意見の中でもっとも多く主張されている意見は、東京地裁が適法とはいえないと判断した原告の会計処理の方がむしろ適切ではないかという意見である。原告の会計処理が適切であるという識者の意見の根拠は様々であり、適正な期間損益という観点から適切であること⁵³、金融商品会計実

⁵² 吉村政穂「批判」「租税判例速報 受益権に係る収益配当金についての会計処理が問題となった事例」（ジュリスト 1451 号・2013）9 頁参照、浅妻章如「批判」「債権流動化における信託受益権者の元本充当・益金算入の振り分け（金融商品会計実務指針 105 項の償却原価法）の是非に関する東京地判平成 24 年 11 月 2 日評釈」（立教法学 87 号・2013）91 頁参照、品川芳宣「批判」「＜判例解説＞金融商品（信託受益権）に係る収益配当金の収益計上時期」（TKC 税研情報 22 巻 5 号・2013）54～55 頁参照、同「批判」「金融商品（信託受益権）に係る収益配当金の収益計上時期」（税研 172 号・2013）100 頁参照。

⁵³ 秋葉賢一「批判」「債権流動化における劣後受益権に関する収益認識—東京地判平成 24 年 11 月 2 日判決」（税務弘報 61 巻 4 号・2013）136 頁参照、片岡義広・永井利幸「批判」「債権流動化における劣後受益権の収益配当金に係る会計処理—東京地裁平成 24 年 11 月 2 日判決について」（企業会計 65 巻 10 号・2013）55 頁参照、中澤栄仁「批判」「債権流動化取引で譲渡人が保有する劣後受益権の会計処理：「償却原価法」を適用すべきか否か」（旬刊経理情報 1341 号・2013）

務指針の文言の解釈によって適切であること⁵⁴、経済的実質を分析した結果適切であること⁵⁵、といったものが挙げられる。また、東京地裁は原告が行った会計処理が適法ではないということの根拠を明示しているが、その一方で課税庁が行った処理が適法であるということの根拠は示しておらず⁵⁶、複層化された受益権についての取扱いは明確とは言い難い。

そもそも、このように東京地裁が下した判断に、多くの識者が疑義を唱える状況は、やはり我が国の現行税法上、受益権の複層化を想定した規定が十分に明確ではないことに起因すると考えられる。会計においても、証券化における金融機関から信託への債権等の資産の移転を売却として扱うかどうかの判断など明確とは言えない部分が多く⁵⁷、受益権の複層化についての規定が現時点においては十分とはいえない。

所得の算定について、我が国の税法には租税法律主義⁵⁸の考え方があり、課税する際には必ず税法に依拠しなければならないため⁵⁹、法人税法 22 条 4 項に従って、会計基準の適用により課税を行う東京地裁や評釈する識者の姿勢は正しい⁶⁰。しかし、そもそも証券化における受益権の複層化が会計上も想定されていない、若しくは、不十分であるならば、現行税法に依拠して会計基準を適用することは適切とはいえない。不十分な企業会計に一任することは、税法自体も不十分であると考えられる。

以上のように、本件判例から、我が国における信託を利用した金融債権の証券化の取引における所得金額の算定の論点に関して、合意のとれた明確な税法上の取扱いが統一されていないという現状がわかった。

さらに、本件判例において、会計処理を中心に所得の算定の論点について議論されているが、所得の帰属の論点については触れられていない。東京地裁、及び、その判断に疑義を唱える識者たちの主張は、本件劣後受益権が信託受益権であるという前提を欠いていると考えられる。すなわち、劣後受益権は、信

50 頁参照。

⁵⁴ 吉村・前掲注 52・9 頁参照、浅妻・前掲注 52・91 頁～92 頁参照、秋葉・前掲注 52・137 頁～138 頁参照、片岡・永井・前掲注 53・53 頁～54 頁参照。

⁵⁵ 浅妻・前掲注 52・94 頁～99 頁参照。

⁵⁶ 浅妻・前掲注 52・93 頁参照。

⁵⁷ 例えば、秋葉賢一「信託を利用した流動化スキームと会計問題」(金融研究 17 卷 4 号・1998)173 頁において「資産のオフ・バランス化の問題において、信託受益権を優先劣後に分割する実務が採られるため、信託受益権の売却をもって信託財産そのものが売却されるものとみなすこれまでの考え方が当てはまらなくなる」と指摘されている。また、柴健次「金融資産の証券化と資産の認識」(会計 139 卷・1991) 849 頁～850 頁において、「債権譲渡取引の法的形式とその実体」が明白でない場合の問題が指摘されている。

⁵⁸ 金子・前掲注 45・71 頁参照。

⁵⁹ 同上。

⁶⁰ 金融商品会計実務指針が法人税法 22 条 4 項にいう「一般に公正妥当と認められる会計処理の基準」に該当することを前提として、ここでは述べている。

託契約によって作りだされた信託財産に対する請求権を表章する信託受益権である。そのため、税法上は信託受益権として扱われるべきである。しかし、本件判例では、金銭債権であることを前提に企業会計基準の適用をめぐり議論されている。

所得の帰属の問題として、信託受益権を保有する信託の受益者は、信託財産に属する資産及び負債を有するものとみなし、かつ、当該信託財産に帰せられる収益及び費用は当該受益者の収益及び費用とみなして法人税法を適用すべきである。にもかかわらず、本件判例においては、所得の帰属については全く触れられず、劣後受益権から生じる収益すなわち所得の算定方法について議論され、その収益及び所得は劣後受益権を保有する金融機関に当然に帰属するものとして扱われている。

ここで、劣後受益権を保有する金融機関に所得を帰属させることが法人税法 12 条に照らして適切かどうかは議論されていない。また、劣後受益権を保有する金融機関についての所得の帰属が議論の余地なく適切であったとしても、優先受益権を保有する投資家に優先受益権から生じる所得を帰属させることが法人税法 12 条に照らして適切であるかどうかは議論されていない。この点についても、考慮すべきである。なぜなら、受益権が複層化された場合において、劣後受益権と優先受益権では性質が異なるため、各受益権保有者の中で、信託財産を保有していると見做すことができない者が含まれている可能性が考えられるからである。

そこで、本稿では、所得の帰属が不明確、又は、実態に即していないという点について論点として取り扱っていきたい。

税法上、帰属とは、納税義務者と課税物件との結び付きを言う⁶¹。そして、課税物件とは、課税の対象となる物であり、物的要素ないし物的側面である⁶²。ここで、所得税及び法人税の課税物件は所得である⁶³。課税物件の帰属、すなわち所得の帰属が確定しない限り、課税所得計算は完結しないから、その果たすべき役割は重要である⁶⁴。所得の帰属について、一般には明確である⁶⁵。例えば、個人の給与所得については労務を提供した者に帰属し、譲渡による所得については資産を売却した資産の所有者の所得とされる⁶⁶。所得の帰属について特に問題となるのは、名義と実体、形式と実質とが一致しない場合である⁶⁷。法人税法

⁶¹ 岡村忠生・渡辺徹也・高橋裕介『ベーシック税法 第7版』（有斐閣・2013）29頁参照。

⁶² 同上。

⁶³ 同上。

⁶⁴ 村井正「課税物件の帰属 ―実質所得者課税、信託、法人成り―」（税経通信 43号・1988）136頁参照。

⁶⁵ 水野忠恒『租税法 第5版』（有斐閣・2011）293頁参照。

⁶⁶ 同上。

⁶⁷ 金子・前掲注 45・165頁参照。

11 条及び所得税法 12 条において実質所得者課税の原則が定められている。これは、所得の帰属を定める規定であり、資産又は事業から生ずる収益の法律上帰属すると考えられる者が単なる名義人であって、その収益を享受せず、その者以外の者がその収益を享受する場合には、その収益は、これを享受する者に帰属するものとして法人税法及び所得税法を適用するという規定である⁶⁸。

実質所得者課税の原則の意義について二つの見解があり得る⁶⁹。一つは、課税物件の私法上の帰属につき、その形式と実質が相違している場合には、実質に即して帰属を判定すべきである、という趣旨にこれらの規定を理解する考え方である⁷⁰。これを法律的帰属説と呼ぶことができる⁷¹。もう一つは、これらの規定は、課税物件の私法上の帰属と経済実質上の帰属が相違している場合には、経済実質上の帰属に即して課税物件の帰属を判定すべきことを定めたものである、と解する立場である⁷²。これを経済的帰属説と呼ぶことができる⁷³。これらの規定が「収益の享受」というような経済的な表現を用いている点からすると経済的帰属説が正しいように見えるし、名義人という表現を用いている点からすると法律的帰属説が正しいようにも見える⁷⁴。文理的には、どちらの解釈も可能である⁷⁵。しかし、経済的帰属説をとると、所得の分割ないし移転を認めることになりやすいのみではなく、納税者の立場からは、法的安定性が害されるという批判がありうる⁷⁶。また、税務行政の見地からは、経済的に帰属を決定することは、實際上多くの困難を伴う、という批判がありうる⁷⁷。その意味で、法律的帰属説が妥当である⁷⁸。

信託については、その所得の帰属をめぐり、個別の規定が置かれている⁷⁹。すなわち、所得税法及び法人税法は、実質課税原則を具体化した個別規定として、信託財産に帰せられる収入、支出の帰属規定を持っているのである⁸⁰。

所得税法 13 条 1 項、法人税法 12 条 1 項は、信託の受益者（受益者としての権利を現に有するものに限る。）は当該信託の信託財産に属する資産及び負債を有するものとみなし、かつ、当該信託財産に帰せられる収益及び費用は、当該

⁶⁸ 水野・前掲注 65・294 頁参照。

⁶⁹ 金子・前掲注 45・165 頁参照。

⁷⁰ 同上。

⁷¹ 同上。

⁷² 同上。

⁷³ 同上。

⁷⁴ 同上。

⁷⁵ 同上。

⁷⁶ 金子・前掲注 45・166 頁参照。

⁷⁷ 同上。

⁷⁸ 同上。

⁷⁹ 水野・前掲注 65・298 頁参照。

⁸⁰ 村井・前掲注 64・138 頁参照。

受益者の収益及び費用とみなしてこれらの法律の規定を適用するとしている。原則として、信託財産から生ずる収入及び支出は受益者に帰属する。いわば、信託を導管とみて、その所得を、受益者に直接帰属されるものである⁸¹。

受益者課税信託は、委託者の特定財産を受託者に移転し、その財産を一定の目的のために管理・処分させ、これから得られる利益を受益者に受けさせる契約であり、信託財産の所有権は委託者から受託者に移転する⁸²。したがって、そこから生ずる所得は法律上受託者に帰属する⁸³。しかし実際には、受託者は信託財産を自己の固有財産とは区別して管理し、一定の信託報酬を受けるのみで、それを差し引いた信託利益の全部は受益者に支払われ、あるいは将来特定されるべき受益者のために積み立てることとされている⁸⁴。そのため、この場合には、所得の法律上の帰属を無視し、経済上の帰属に即して受益者に課税しようというのが、この規定の趣旨である⁸⁵。逆に、このような経済的帰属説を採用したのと同様の結果となる特別規定を置いているということは、その前提となる原則である実質所得者課税の原則は、法律的帰属説の内容として理解されていると考えられる⁸⁶。この点も、実質的所得者課税の原則の規定を、法律的規則説に従って理解すべきであると考えられる際の重要な根拠である⁸⁷。

信託財産から生ずる収入及び支出に関する帰属について、この擬制規定が法定されていなければ、実質所得者課税に関する一般規定が適用されることとなるであろうが、その場合には、擬制規定のように帰属を確定させることは困難である⁸⁸。信託は一定の目的を設定した上で、委託者が自己の財産権を受託者に移転するものであるが、これを法形式に従って観察すれば、信託財産の所有権は受託者であり、信託財産の運用益は受託者に帰属し、したがって受託者に課税されるはずである⁸⁹。しかしながら、所得課税法においては、信託財産の運用益を誰が享受するかが重要であるから、受益者を収益の享受者とみなすこととなり、これは実質所得者課税の原則からの帰結として説明できる⁹⁰。

我が国の信託税制は、信託財産の受益者に実質的に帰属するものとの評価を基礎とした受益者課税、いわば実質主義的受益者課税を一貫とした原則として

⁸¹ 水野・前掲注 65・300 頁参照。

⁸² 金子・前掲注 45・167 頁参照。

⁸³ 同上。

⁸⁴ 同上。

⁸⁵ 同上。

⁸⁶ 佐藤英明『スタンダード所得税法 第2版』(弘文堂・2011)271 頁参照。

⁸⁷ 佐藤・前掲注 86・272 頁参照。

⁸⁸ 村井・前掲注 64・138 頁参照。

⁸⁹ 村井・前掲注 64・138 頁～139 頁参照。

⁹⁰ 村井・前掲注 64・139 頁参照。

きた⁹¹。このような受益者課税を原則とする税制において、受益者が多数の場合に、その受益権が転々と譲渡されうるようなときには、信託財産が受益者に所有されていると擬制する受益者課税の原則の適用が困難となり、何らかの意味でこの原則の修正が必要となる⁹²。

以上のように、信託について、実質所得者課税の考え方を基礎として、原則として受益者に対して課税されてきたことがわかった。ここで、課税される受益者についてさらに考察していきたい。

所得税法及び法人税法において受益者は、受益者としての権利を現に有する者に限ると限定されているものの、受益者についての定義は示されていない⁹³。したがって、信託法に規定する受益者が、受益者としての権利を現に有している場合に受益者になると考えられる⁹⁴。そのため、信託法上の受益者のうち、一定の権利・権限を有する者が所得税法上「受益者とみなして」課税されると考えられる⁹⁵。

信託法に規定する受益者とは、委託者が信託の利益を与えようと意図した者、又は、彼らの権利を継承した者たちであり、受益権者と呼ばれるにふさわしい地位を持つ者である⁹⁶。受益権者と呼ばれるにふさわしい地位とは、信託財産の元本又は収益に対する権利（狭義の受益権）を基本として、信託財産の管理を要求する権利及びそれらの権利を確保し信託財産ないし受益者自身の利益を守るための諸権利（広義の受益権）を有している地位のことである⁹⁷。受益権は、信託行為の定めにより、別段の定めがある場合を除いて、受益者として指定された者が当然に取得するものである⁹⁸。信託において、信託財産の名義人は受託者であるが、信託財産に関する実質的権利を有するのは受益者である⁹⁹。受益者は、信託の利益を享受する者であり、受益者が信託に関して有する様々な権利の総体が受益権である¹⁰⁰。受益権は、信託財産からの給付を受領する権利（受益債権）とこれを確保するための様々な権利からなり、個別の信託における各受益権の具体的な内容や形態は信託行為によって自由に定めることができる¹⁰¹。つまり、受益権とは、受益債権及びこれを確保するために信託法に基づいて、

⁹¹ 佐藤英明「信託税制の沿革—平成19年改正前史」（日税研論集62号・2011）34頁参照。

⁹² 同上。

⁹³ 喜多綾子「信託税制における受益者課税の問題点」（税法学568号・2012）42頁参照。

⁹⁴ 同上。

⁹⁵ 水野忠恒「受益者等課税信託（個人信託）の課税問題」（日税研論集62号・2011）71頁参照。

⁹⁶ 喜多・前掲注93・42頁参照。

⁹⁷ 同上。

⁹⁸ 同上。

⁹⁹ 矢向孝子「受益権の発生・帰属時期」（金融・商事判例1261号・2007）74頁参照。

¹⁰⁰ 同上。

¹⁰¹ 同上。

受託者その他の者に対し、一定の行為を求めることができる権利を指す¹⁰²。

以上のように、簡潔に言えば、受益者とは受益権を有する者であり、受益権とは受益債権及びこれを確保するための諸権利をいう。しかしながら、信託を利用した金融債権の証券化において受益権が複層化された場合には、信託法における権利としての受益権と受益権を表章した証券としての受益権を、明確に区別しておく必要があると考える。金融機関と投資家に売却される劣後受益権と優先受益権は、投資家への売却という取引を円滑に実現するために、受益権を可視化する必要性から、受益権としての権利を紙に印字して証券という形をとっている。受益権の証券化については、改正前の信託法の解釈論において、受益者が不明確となり、その権利行使が不相当となることを理由に、信託法の原則としては受益権を受益証券として証券化することができないとする説や、受益権を指証券化することは、個別信託を前提とする改正前信託法のもとでは、違法とは言えないにしても不相当であるという説があった¹⁰³。そこで、現実には、貸付信託法、投資信託及び投資法人に関する法律、資産の流動化に関する法律の特別法の下、受益権の証券化が図られてきた¹⁰⁴。しかし、最近では、証券化を認める特別法が無い場合でも、民法・商法の理論上、不都合を生ずることのないような条件を信託行為で定め、信託契約の重要事項を証券に記載するなどの手当てを施しさえすれば、受益権の証券化を許容する見解が主張されていた¹⁰⁵。このような流れを受け、改正後信託法では、受益証券の発行につき、「受益証券発行信託の特例」に関する規定を設け、信託行為において定めるところにより、受益証券を発行する旨を定めることができることとした（改正後信託法185条1項）¹⁰⁶。なお、受益権の有価証券化については、受益証券発行信託の受益証券は、「信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」19条において、証券取引法上の有価証券（証券取引法2条1項7号の5）、金融商品取引法の当該部分の施行後は、同法上の有価証券（金融商品取引法2条1項14号）として位置づけられることとなった¹⁰⁷。また、受益証券の発行されない受益権についても、金融商品取引法上の有価証券とみなされることになった（金融商品取引法2条2項柱書前段、1号）¹⁰⁸。

本稿では、このような受益権を証券という形にしたものを、以下で受益証券と呼び、受益債権とそれを確保するための諸権利という信託法上の受益権（以

¹⁰² 中村康江「受益権の権利とその保護」（金融・商事判例1261号・2007）80頁参照。

¹⁰³ 渡辺宏之「受益権の性質」（金融・商事判例1261号・2007）87頁参照。

¹⁰⁴ 同上。

¹⁰⁵ 同上。

¹⁰⁶ 同上。

¹⁰⁷ 同上。

¹⁰⁸ 同上。

下、受益権という。)と区別することにする。

ここで、一般に、金融債権の証券化における受益権が複層化とは、権利の内容に応じて、劣後受益権、メザニン受益権、優先受益権等の異なる階層の受益証券が発行される。そして、それらの受益証券のうち、リスクの高い劣後受益証券を引き続き金融機関が保有し、残りの受益証券等を投資家に売却する。しかしながら、ここで、投資家に売却される優先受益証券や金融機関が引き続き保有する劣後受益証券は、形式的には優先受益権や劣後受益権という名称を付与されているが、それは、証券化スキーム上、投資家への売却を可能とするために、信託に係る何らかの権利を証券として表章したものであって、それがただちに信託法上の受益権であって、その保有者が信託法上の受益者とされるべきではない。つまり、証券化における受益権の複層化とは、文字通り信託法上の受益権が複層化されていると当然に考えるべきではなく、形式的に複数の自益証券が発行されることをいう。そこで、異なる数種の受益証券の内容をそれぞれ吟味斟酌して、信託財産から生じる所得を帰属させるべきか受益証券かどうかの判断、つまり、その受益証券を保有している者を受益者と見做せるかどうかの判断を行う必要があると考える。

法人税法及び所得税法の実質所得者課税の原則を基礎とした、信託における受益者課税の考え方からは、受益者＝信託法上の受益権を有する者＝受益証券を保有する者、である場合には、受益証券を保有する者に所得を帰属させるべきである。しかし、受益者＝信託法上の受益権を有する者≠受益証券を保有する者、すなわち、信託法上の受益権≠受益証券である場合には、この考え方によって、受益証券保有者に所得を帰属させることは適切ではない。そして、債権の証券化によって、受益権が複層化され、数種の異なる階層の受益証券が発行された場合には、その受益証券保有者の一部に、信託財産から生じる所得を帰属させることが適切ではない者、すなわち受益者ではない者が含まれていると考える。

ここで、我が国には、信託受益権に関して、受益者に、信託財産を有する者と見做して所得を帰属させるべき、という条文しかない。そのため、受益権が複層化され異なる階層の受益証券が発行されたような場合に、複層化された受益証券を保有する者のうち所得を帰属させるべき受益者には該当しない者を排除する規定がない。したがって、現行税法の解釈によって、複層化された受益権に係る信託財産から生ずる所得を受益者に実態に即して適切に帰属させることは困難であるという限界がある。

1-4 問題提起

我が国の現行税法には限界があり、条文の解釈によって解決できないのであれば、立法により解決することが考えられる。受益権の複層化における所得の

帰属に対応する立法論については、すでに先行研究がなされている。

特に吉村政穂氏は、受益権が複層化されて異なる階層の受益証券が発行された場合における信託財産から生じる所得の帰属の問題について研究されている。この問題への対応について、第一段階として、複層化された優先受益証券や劣後受益証券のように、権利内容の異なるそれぞれの受益証券のうち、信託財産を有すると見做すことができない受益証券の保有者を区別し、信託財産を有すると見做すことができる受益者を明確にすることを指摘する¹⁰⁹。第二段階として、明確となった受益者とそれ以外の各受益証券保有者の間で、取引を擬制し、課税関係を考えることが望ましいと指摘する¹¹⁰。そして、その第一段階の受益証券保有者の区別について、受益証券保有者を「信託財産保有受益者」（信託財産との結び付きが強固な受益証券）と「その他の受益者」（信託財産との結び付きが希薄な受益証券）に区別する規定を置くことを提言している¹¹¹。その際、例えば米国法で受益証券を債券として性質決定することが明示的に認められている例を取り上げ、債券として取り扱われるべき受益証券の範囲を検討することが適当であると主張する¹¹²。

以上の先行研究によれば、信託財産から生じる所得の帰属の問題を考える上で、その第一段階として受益証券保有者を区別して信託財産を有すると見做すことのできない受益証券保有者を区分し、信託財産を有すると見做すことができる受益者を明確にする必要があると主張されている。そこで、本稿では、所得の帰属を考える上で、複層化された受益権の税法上の性質決定を研究する。信託財産を有すると見做すことができる受益者を明確にするためには、信託財産の所有持分を表章する受益証券を明確にすることが、まず必要であると考えられるからだ。債券として性質決定するべき受益証券の範囲を研究することは、受益証券が信託財産の所有持分を表章するかどうかを判断する上で役立つと考えられる。そこで、吉村氏の先行研究の中で主張されている債券として取り扱われるべき受益証券の範囲の検討を本稿ではさらに押し進めることにする。

第2章 米国における課税上の取扱い

2-1 米国の証券化に対する課税の沿革

証券化における複層化された受益権の税法上の性質決定を研究する上で、吉村氏の先行研究において紹介のみされていた、米国法で債券として性質決定する pass-through debt certificates¹¹³の考え方は参考になると考える。そこで

¹⁰⁹ 吉村・前掲注 43・23 頁参照。

¹¹⁰ 同上。

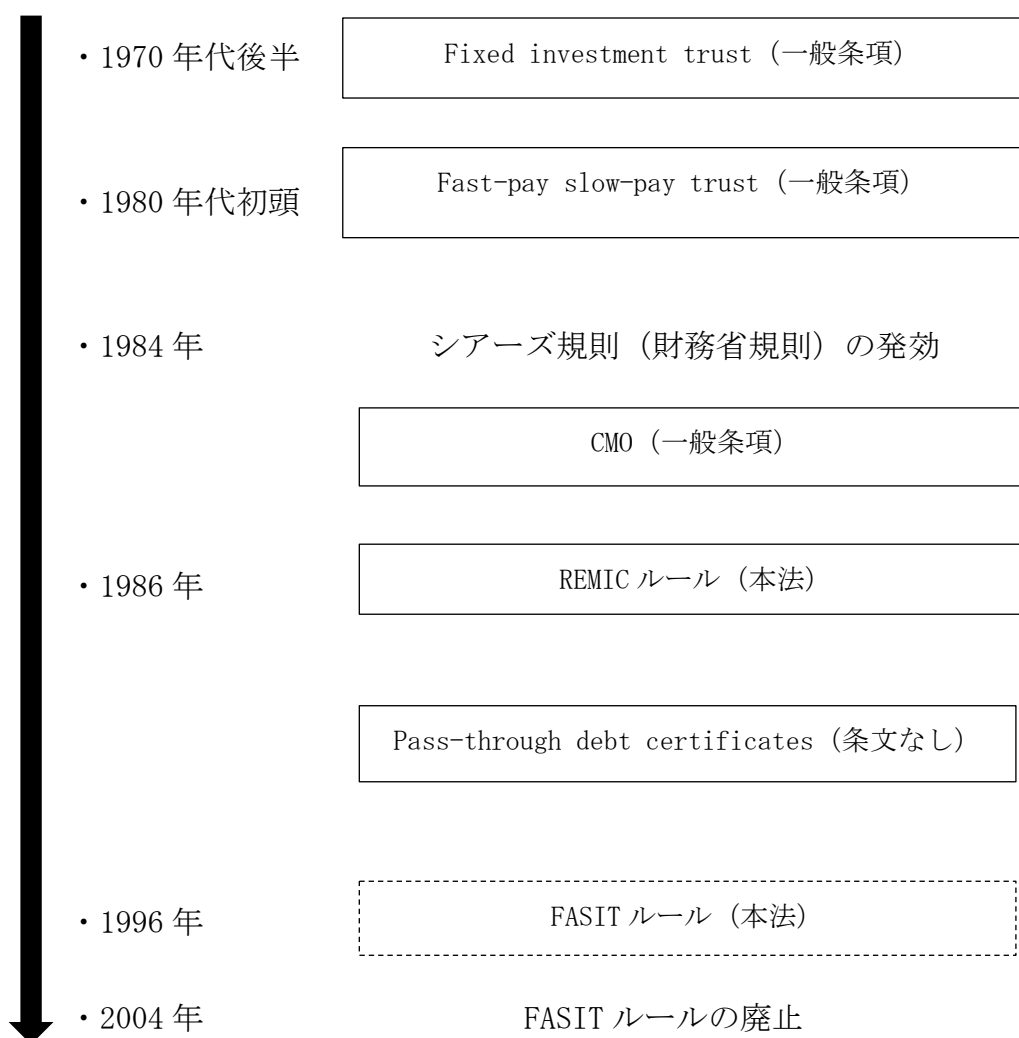
¹¹¹ 吉村・前掲注 43・19 頁参照。

¹¹² 吉村・前掲注 43・23 頁参照。

¹¹³ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, “Federal Income Taxation of Securitization

以下、本稿において pass-through debt certificate について考察していく。
 Pass-through debt certificates を理解するために、ここではまず、米国における証券化スキームの概要と課税の沿革を考察する。なお、図 6 は米国の証券化スキームの変遷について、簡単に示したものである。

図 6：米国の証券化の変遷



Transactions and Related Topics 4th, Frank J. Fabozzi Associates, at 1334(2011)において「REMIC ルールによらない信託の所有持分を表章する信託証券ではあるが、米国連邦法人税法上、デットとして扱われることを意図されるもの」をいう。

証券化は、米国において1970年代の初頭から、住宅ローン抵当権¹¹⁴の証券化を政府が促進したことにより活発に行われるようになった¹¹⁵。証券化に関する税法は、税法の一般条項と、二種類の税法上の本法の規定（1986年のREMICルール¹¹⁶と1996年のFASITルール¹¹⁷）、さらに詳細な財務省規則の制定及び改訂等を通じて何年にもわたって発展してきた¹¹⁸。

証券化において、国内の発行体にとって考慮すべき租税として、発行体が法人と性質決定された場合に課される米国連邦法人税がある¹¹⁹。この米国の法人税は、発行体が法人（課税される団体）ではなく、信託や組合（課税されない団体）に性質決定されるか、あるいは、発行体が投資家に対して控除可能な支払利息を支払う債券（デット）として扱われる証券を発行することで回避できる¹²⁰。従って、発行体の性質決定と、発行する証券の債券（デット）と所有持分（エクイティ）の線引きが、証券化における税法上の主たる論点として、証券化実務の中で位置づけられてきた¹²¹。

1970年代後半における初期の証券化のタイプは、投資権限の制約されたfixed investment trustを利用したもので、政府によって保証された個人の住宅ローン抵当権の固定されたプールの所有持分を表章する受益証券を投資家が保有するというものであった¹²²。1970年に、内国歳入庁(Internal Revenue Service, 以下、IRS)は住宅ローン抵当権をプールする信託をそれ自体が事業を行わないように投資権限を制限した上でグラントートラスト(grantor trust)¹²³として扱うrulingを発行し、その信託は実質的に課税上無視され、投資家は信託財産

¹¹⁴ 神田秀樹「アメリカにおける不動産の証券化に関する法的諸問題」金子栄作ほか『不動産の証券化』（東洋経済新報社・1988）183頁において「モーゲッジ(mortgage)とは、法律上厳密にいうと担保物件としての抵当権のことであるが、モーゲッジという用語は一般に抵当権付貸付債権（例えば我が国における住宅ローン債権）(mortgage loan)の意味で用いられる場合が多い」とあり、住宅ローン抵当権もこの用語をさしている。

¹¹⁵ 中里・前掲注11・250頁参照。

¹¹⁶ Real Estate Mortgage Investment Conduitsの略称である。内国歳入法典(Internal Revenue Code, 以下、I.R.C.という) § 860D。

¹¹⁷ Financial Asset Securitization Investment Trustsの略称である。I.R.C § § 860H-860L。

¹¹⁸ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *Report On Securitization Reform Measures*, Report#1024, at 1-2 (2000)。

¹¹⁹ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 6。

¹²⁰ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 7。

¹²¹ *Id.*

¹²² NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 8。

¹²³ 松永和美「米国の信託税制について」(信託238号・2009)30頁において、グラントーとは信託の委託者として説明され、同論文の48頁においてグラントー・トラスト・ルールの説明として「所得課税上、信託のグラントー（一定の場合には受益者等）が所有者として扱われる。内国歳入法671条は、グラントーが所有者として扱われる場合には、信託に対する所得、控除及び税額控除の各項目はその割合に応じて、グラントーの課税所得および税額控除の計算に算入することを規定している」とある。

である住宅ローン抵当権をあたかも直接所有しているように扱われた¹²⁴。

1980年代初頭においては、抵当権を直接所有しているような fixed investment trust を利用した pass-through 型の証券化について、元本の早期弁済、すなわち、期限前償還¹²⁵という不都合が生じたため、fast-pay、slow-pay trust タイプの証券化が行われるようになった¹²⁶。

このタイプは、住宅ローン抵当権プールの所有持分を表章する受益証券を、償還日の異なる複数の階層に分類するものである¹²⁷。例えば、受益権を A、B、C、D の四つの階層に分けて設定し、プールからの資金の流入がまず A の元本回収に充てられ、A の元本が全て回収されて初めて、B、C へと進み、最終の D は C までの元本が全て回収されてから初めて元本の回収を受けられるというものであり、これによって、長期の資金運用を望む投資家は D の階層の受益証券を保有することで、早期弁済のリスクをある程度回避することができた¹²⁸。しかし、このタイプでは、短期間に元本を回収できる A の利息の金利は低く設定され、反対に、長期間にわたって元本の回収を留保される D の利息の金利は高く設定されることになる¹²⁹。これにより、信託が受け取る住宅ローン抵当権からの受取額と、信託が受益権に支払う支払額との間に不一致が生じ、信託に一時的な

¹²⁴ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 8-9.

¹²⁵ 期限前償還・早期償還の不都合については、中里・前掲注 11・261 頁において、以下のように述べられている。「担保となっている住宅ローン債権等の繰上償還が行われると、MBS もそれだけ早く retirement をむかえるので、投資家は、その投資対象である MBS がキャッシュ・フローをもたらす期間について不確定なまま投資を行うという点である。しかも、資産プールに対する持分権を表章する MBS においては、すべての投資家が平等に扱われる結果として、担保となっている住宅ローン債権の繰上返済のリスク (prepayment risk) もすべての投資家が平等にかかえることになる」。また、佐藤英明「資産流動化と課税 アメリカ法の概観」(租税法研究 24 号・1996) 93 頁においても、「機関投資家が住宅用不動産モーゲッジの早期償還に伴うリスクを嫌い、これに対応して上述の fixed investment trust たる発行者が異なる償還期日を持つ複数の受益権を発行した」とある。さらに、横川太郎「アメリカにおける証券化の進展と金融不安定性」(政治経済学通信 vol. 5・東京大学大学院経済学研究科柴田ゼミナール ディスカッションペーパー集・2008) 38 頁では、「期限前償還が発生すると、投資家は本来の投資計画を修正せざるを得なくなってしまう。投資家は金利の上昇時により有利な金融商品に投資を行いたいと考えるが、期限前償還が減少することで新たな投資に用いることのできるキャッシュ・フローが想定より減少してしまう。逆に金利低下時には、パス・スルー証券の利回りが魅力的となるため、なるべく長い期間保有したいと考えるが、期限前償還によりキャッシュ・フローが増加してしまう。その場合、新たなキャッシュ・フローの運用先を探さなければならないが、金利が低下する中で、従前の証券に匹敵する利回りを得ようとすればリスクが高まり、低リスクの運用を行おうとすれば利回りが低下するというジレンマに陥ってしまうのである。このような事態が、1970 年代末の急激な金利上昇の後、1982 年以降に今度は急激な金利低下が引き起こされたことで生じたのである。これは証券化市場を拡大していく上での一つの障害であるといえ、証券化の進展のためには、この問題をクリアできる構造を持つ証券の発行が必要であった」という。

¹²⁶ 佐藤・前掲注 10・83 頁参照。

¹²⁷ 同上。

¹²⁸ 同上。

¹²⁹ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 10.

架空損益 (phantom income and loss)¹³⁰が生じることとなった¹³¹。

そこで、1984年に、新たに発効されたシアーズ規則¹³²と一般的に呼ばれる財務省規則によって、fast-pay slow-pay trustのような所有持分が複層化された受益証券を発行する信託は、架空損益を租税回避に悪用することを防ぐために、原則的に信託としてではなく事業体として法人課税の対象とされることとなった¹³³。ただ、証券化において、発行体自体が課税されることは、証券化の目的を大きく阻害することになるため、発行体自体への法人課税を回避しながら複層化された受益証券を発行しうる代替的な方法が行われるようになった¹³⁴。

それが、CMO¹³⁵である¹³⁶。この証券は、法人である発行体が原債権を裏付け資産として発行する債券であり、原債権を証券化する金融機関はこれを投資家に売却する¹³⁷。したがって、投資家が保有するCMOは原債権によって担保された発行体に対する債権を表章する債券ということになる¹³⁸。この場合、発行体から投資家の保有するCMOへの支払いは、法人の債券に係る支払利息として損金に算入されるので、原債権から受け取る受取額をすべて投資家の保有するCMOに支払う限り発行体において課税の対象となる所得が発生せず、実質的に法人課税を回避することができた¹³⁹。

しかし、この方法にも問題があった。まず、会計上発行体が財務諸表におい

¹³⁰ 架空損益については、林麻里子「信託のパス・スルー課税について—FASIT導入に至るまでの米国導管制度を参考に—」(金融研究20巻1号・2001)219頁～221頁を参照。

¹³¹ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 10.

¹³² 林・前掲注130・219頁～221頁において、シアーズ規則の趣旨として以下のように述べられており、架空損益が課税上問題となることが説明されている。「(ロ)シアーズ・レギュレーションの趣旨～中略～もっとも、複層化が制限された実質的な理由として、多くの論者が指摘していることは、複層化によって信託の活動が法人の事業と類似するものになるからではなく、それにより所得を恣意的に配分し、課税の繰延べや回避が可能になるからというものである。これは受益権が複層化されるといわゆる「仮想損益 (phantom income and loss)」が生じるという問題である。すなわち、受益権が満期の異なる複数のものに分割されている場合、信託財産から生ずる利率が一定であるのに対し、償還期限の異なる受益権の利率は通常長期のものであればあるほど利率が高くなることから、信託期間の初期においては、信託財産の受取利子が分配される支払利子を上回り、所得が発生する一方、ある時点以降は支払利子が受取利子を上回ることになるなど、みかけ上の損益が発生する。受益権が複層化された信託が租税法上の信託とは扱われないこととなったのは、みかけ上の収益を受け取る受益権を非課税主体に保有させ、みかけ上の損失を受け取る受益権を、それと所得を通算できる主体に保有させることなどを通じて、信託をタックス・シェルターとし得ることが問題視されたことによる」。

¹³³ 佐藤・前掲注10・83頁参照。

¹³⁴ 佐藤・前掲注10・83頁～84頁参照。

¹³⁵ Collateralized Mortgage Obligation と一般に呼ばれるものの略称である。

¹³⁶ Linda Beale, David S. Miller & Paul Wysocki, "an overview of the U.S federal income tax treatment of collateralized debt obligation transaction", *Journal of Taxation of Financial Institutions*, (2001)においてCMOについて詳しい説明が述べられている。

¹³⁷ 佐藤・前掲注10・84頁参照。

¹³⁸ 同上。

¹³⁹ 同上。

て金融機関の連結子会社とされると、金融機関は発行体が発行している CMO を保有する投資家に対する多額の債務を財務諸表に開示しなければならなかった¹⁴⁰。一方、税法上では反対に、発行体が金融機関の子会社に該当しなければ連結申告ができず、発行体の CMO の利子支払後の残余所得が課税されてしまうのである¹⁴¹。そのため、会計上と税法上の両方の便益を受けるために、発行体として法人ではなく、信託¹⁴²が用いられることになった¹⁴³。

ところが、発行体に法人ではなく信託を用いることになると、別の問題が生じた¹⁴⁴。それは、信託である発行体の CMO が債券として性質決定されるためには、一定の要件が必要¹⁴⁵であり、その要件が満たされないと、CMO が所有持分として性質決定される（債券として性質決定されない）可能性があったことである¹⁴⁶。CMO を保有する投資家が信託を通じて住宅ローン抵当権を直接所有しているとみなされた場合、前述のシアーズ規則によって所有持分の複層化とみなされ、発行体が法人として課税の対象となってしまう¹⁴⁷。さらに、CMO が債券として性質決定されないため、CMO を保有する投資家への支払額が損金算入できなくなるため、発行体を実質的に法人課税を受けることになる¹⁴⁸。これらは全て、証券化の効率性を著しく阻害するものであった¹⁴⁹。

そこで、1986 年、複層化された受益証券を発行しても法人課税を受けない住宅ローン抵当権プールの発行体の創設と証券化を妨げない合理的な課税を実現するために、REMIC ルールが立法された¹⁵⁰。REMIC ルールの基本的な特徴は、発行体の受動的性格を維持するための強い規制と、合理的な課税の確保のための様々な措置、そしてそれらと引き換えに、発行体である REMIC 自体には原則として課税されないという点にある¹⁵¹。REMIC は発行体として住宅ローン抵当権の

¹⁴⁰ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 10.

¹⁴¹ 佐藤・前掲注 10・84 頁参照。

¹⁴² 具体的には Owner's Trust と呼ばれる信託が用いられ、この種の信託はシアーズ規則の対象とならず、信託には課税されないものである。詳しくは、小野傑「REMIC—米国における不動産証券化の仕組みと税法上の取扱い—」金子栄作ほか『不動産の証券化』（東洋経済新報社・1988）128 頁～131 頁を参照。

¹⁴³ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 13.

¹⁴⁴ 小野・前掲注 142・131 頁参照。

¹⁴⁵ 一定要件が必要である理由について、佐藤・前掲注 10・85 頁において「発行体の「債券」保有者たる投資家が真実に発行体の債権者であるとして課税関係が決定されるためには、発行体が投資家とは異なる独立の利益を有していることが必要だという内国歳入庁の考えを示すものと考えられることができる」とある。

¹⁴⁶ 佐藤・前掲注 10・84 頁参照。

¹⁴⁷ 小野・前掲注 91・127 頁参照。

¹⁴⁸ 佐藤・前掲注 10・85 頁参照。

¹⁴⁹ 同上。

¹⁵⁰ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 13.

¹⁵¹ 佐藤・前掲注 10・86 頁参照、また、Thomas J. Biafore & David R. Toricker, "Servicing Securitized Loans—More Tax Issues Are Involved Than Meet the Eye", *Journal of Financial Institutions*(2000)において REMIC の一般的な仕組みについて説明されている。

固定されたプールを保有し、正規権 (regular interest) と残余権 (residual interest) を発行する¹⁵²。また、REMIC は、保有する資産を売却することは出来ず、通常、REMIC の発行する証券に対する支払をするために必要な資産しか保有することを許されない¹⁵³。さらに、REMIC が設立された後は、新たに資金調達等をすることも許されない¹⁵⁴。このように、REMIC の権限は厳しく規制され、REMIC は、住宅ローン抵当権のプールと必要最低限の資産のみを保有し、住宅ローン抵当権からの受取額を受益証券に支払う単純な vehicle として定められている¹⁵⁵。

REMIC は二つのタイプの受益証券、すなわち、正規権と残余権を発行することができる¹⁵⁶。正規権は、元本の弁済と、固定または変動利率の利息の支払いが受けられる一般的な債券の性質に類似したものでなければならない¹⁵⁷。正規権は、I. R. C. § 860 (a) 以下で、受益権という私法上の法形式に関係なく、REMIC が発行する債券として性質決定される¹⁵⁸。正規権が通常の債券として性質決定されるのは、REMIC の発行体としての「導管性」による¹⁵⁹。発行体として受動的な性格を維持するために強い規制が行われるため、REMIC の保有する住宅ローン抵当権の所得の性格がそのまま正規権に伝えられていると考えるわけである¹⁶⁰。一方、残余権は、単一種類しか発行できず¹⁶¹、残余権には住宅ローン抵当権からの受取額と正規権に支払う支払額が一致しないために生じる差額が架空損益として配分される¹⁶²。残余権に架空損益を配分し、それに対して課税するため、発行体である REMIC は課税されない¹⁶³。残余権に対する課税は、残余権を納税義務のない投資家に譲渡することによって回避されるのではないかという懸念があるため、REMIC ルールはこれらを禁止するための様々な対応策を定めている¹⁶⁴。

1986 年の REMIC ルールが立法され、部分的修正等が行われてきたものの¹⁶⁵、住宅ローン抵当権の証券化を巡る課税問題は一応の解決を見ることになる¹⁶⁶。しかし、その少し前から、住宅ローン抵当権以外の債権を巡り同様の問題が生

¹⁵² NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 13.

¹⁵³ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 14.

¹⁵⁴ *Id.*

¹⁵⁵ *Id.*

¹⁵⁶ *Id.*

¹⁵⁷ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 15.

¹⁵⁸ *Id.*

¹⁵⁹ 佐藤・前掲注 10・88 頁参照。

¹⁶⁰ 同上。

¹⁶¹ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 15.

¹⁶² *Id.*

¹⁶³ 小野・前掲注 142・146 頁参照。

¹⁶⁴ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 15.

¹⁶⁵ Michael Orchowksi, "Recent IRS Guidance on Modifications of Commercial Mortgage Investment Conduits and Fixed Investment Trusts", *Civic Research Institute*(2011).

¹⁶⁶ 佐藤・前掲注 10・91 頁参照。

じてきた¹⁶⁷。各種の金融債権を種類ごとに集め、住宅ローン抵当権の場合と同様に証券化する ABS¹⁶⁸において盛んに扱われるようになってきたクレジットカード債権や、自動車ローン債権についてである¹⁶⁹。沿革的には、1986年の REMIC ルールの立法当時は、住宅ローン抵当権以外の債権にも同様の問題が生じる可能性は認識されていた¹⁷⁰。ただ、当時は住宅ローン抵当権の証券化が極めて重要な考慮対象であったのに対して、それ以外の債権の証券化はまだ萌芽的だったため、REMIC ルールを立法して住宅ローン抵当権の分野で、債権の証券化と課税についての経験を積むべきであるという認識があった¹⁷¹。そのため、立法化が先送りされたと見る事ができる状況であった¹⁷²。

このような状況のもと、クレジットカード債権の証券化に用いられていた証券が pass-through debt certificates である。Pass-through debt certificates を用いた証券化では、会計上の優位性¹⁷³を得るために、信託が利用され、発行体が発行する証券は信託受益権である¹⁷⁴。しかし、税法上は債券として性質決定された¹⁷⁵。注目すべき点は、私法上は受益権である受益証券を債券として性質決定することを定めた税法上の規定がない点である¹⁷⁶。クレジットカード債権の証券化を行った当事者が受益証券を債券として性質決定して申告していたことを課税庁が黙認、もしくはいくつかの個別の事例についてのみ納税者が受益証券を債券として性質決定することを認める ruling を発行していたに過ぎなかった¹⁷⁷。この pass-through debt certificates については、後述する。

上述のように、住宅ローン抵当権の証券化については、REMIC ルールが整備されていたが、それ以外の債権については、法定の制度が未整備のままであった¹⁷⁸。

そこで、1996年に議会は、新たに証券化に関する立法に踏み切った¹⁷⁹。それが、FASIT ルール¹⁸⁰である¹⁸¹。FASIT ルールは一見、REMIC ルールの「金融債権

¹⁶⁷ 同上。

¹⁶⁸ Asset Backed Security (資産担保証券) と一般に呼ばれるものの略称である。

¹⁶⁹ 佐藤・前掲注 10・91 頁参照。

¹⁷⁰ 佐藤・前掲注 10・92 頁参照。

¹⁷¹ 同上。

¹⁷² 同上。

¹⁷³ 単体上も連結上も貸借対照表から債権をオフ・バランスして、財務指標を向上させることができる。

¹⁷⁴ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 19.

¹⁷⁵ *Id.*

¹⁷⁶ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 181.

¹⁷⁷ *Id.*

¹⁷⁸ 横川・前掲注 125・53 頁参照。

¹⁷⁹ 佐藤・前掲注 10・93 頁参照。

¹⁸⁰ 旧 I. R. C § § 860H-860L 参照。

¹⁸¹ Mark H. Leeds & Terence B. Meyers, "IRS Release Financial Asset Securitization Investment Trust Proposed Regulations", *Journal of taxation of Financial Institutions*(2000).

版」のような内容である¹⁸²。この FASIT ルールによって、住宅ローン抵当権以外の債権についても REMIC ルールと同様の取扱いができるようになった¹⁸³。FASIT は、複数の正規権 (regular interest) を発行することができ、正規権は税法上債券として性質決定される¹⁸⁴。また常に、課税を受ける内国法人が保有しておくべき単一の所有的受益権 (ownership interest) を発行しなければならない¹⁸⁵。FASIT の資産と負債は、所有的受益権を保有する内国法人の資産と負債とみなされる¹⁸⁶。当該所有的受益権を保有する法人は、FASIT の課税所得 (資産からの総所得から、正規権への利息と他の付随的な費用を控除できる) を配分され、その所得は他の非関連事業やグループ法人の損失と相殺できない¹⁸⁷。FASIT は、資産内容を変更する権限を持ち、何度でも繰り返し正規権を発行できる¹⁸⁸。

FASIT ルールと REMIC ルールは非常に類似した規定であるが、両者を比べると、いくつか相違点がある¹⁸⁹。FASIT ルールは、REMIC ルールに比べて発行体の「導管性」への規制が弱く、より事業的な活動が可能になったと評価することができる¹⁹⁰。FASIT ルール制定の基礎となった 1996 年の小規模事業雇用保護法 (Small Business Job Protection Act of 1996) によると¹⁹¹、議会は不都合な課税の結果を伴うことなく財務会計上の便益を実現し、証券化を促進させることを明確に意図し、FASIT ルールを導入した¹⁹²。しかし、実際には FASIT ルールの運用はうまくいかず¹⁹³、その後、2001 年のエンロン破綻の際に租税回避のために利用

¹⁸² 佐藤・前掲注 10・93 頁参照。

¹⁸³ 同上。

¹⁸⁴ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 23.

¹⁸⁵ *Id.*

¹⁸⁶ *Id.*

¹⁸⁷ *Id.*

¹⁸⁸ *Id.*

¹⁸⁹ 佐藤・前掲注 10・97 頁参照。

¹⁹⁰ 同上。

¹⁹¹ Edward Sair, "FASIT Primer", *American Institute of Certified Public Accountants* (1997).

¹⁹² NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 24.

¹⁹³ FASIT ルールが廃止された経緯として、横川・前掲注 125・53 頁において「実際には、内国歳入庁によるレギュレーションの公表と法規の明確化が為されていない状態であり、FASIT が施行される 1997 年 9 月 1 日にはそれが間に合いそうにもなかった…略…。そのため、FASIT の利用は IRS のガイドライン策定待ちとなり、極めて低調な状態が続くこととなる。問題は譲渡人に対する課税であった。FASIT では資産の譲渡が課税対象の売買となり、譲渡人は譲渡と同時に収益を認識する必要があった。また、その際に債権譲渡に伴うロスも計上できないものとされていた。そして、譲渡される資産の価値は予め規定されており、金融資産の場合その現在価値は、キャッシュ・フローを AFR (Applicable Federal Rate) の 120% で割り引いたものとされていた。このことはロスを計上できないだけでなく、所得が実現してない場合も課税される可能性が存在することを示していた。また、FASIT の制度の持つ金融資産の入れ替えが可能であるということが、「最高のローンを劣悪な裏付け資産へと置き換える明らかなインセンティ

されたことが問題視され 2004 年に廃止された¹⁹⁴。

2-2 pass-through debt certificates の考え方

米国の証券化の変遷を辿ってみると、I. R. C. 本法の規定として REMIC ルールから FASIT ルールへと立法化が進んでいったが、FASIT ルールは失敗した。そして、REMIC ルールも FASIT ルールも使えない状況の中、クレジットカード債権の証券化に対して、実務上行われ課税庁も黙認していたものが pass-through debt certificates である。Pass-through debt certificates の私法上の法形式は、信託が発行する受益権である。pass-through debt certificates を税法上債券として性質決定することは、我が国の受益権の複層化に伴い発行される受益証券の性質決定を検討する上で、参考になると考える。そこで、以下 pass-through debt certificates を債券として性質決定する考え方を考察する。

REMIC ルールの主な有用性の 1 つは、私法上の法形式は信託受益権であるものを税法上債券として性質決定することが実現できたことである¹⁹⁵。しかし、クレジットカード債権は住宅ローン抵当権に比べて、満期までの期間が短く、流動性が高い¹⁹⁶。一方で、発行体が発行する受益証券のうち、投資家が保有する受益証券の償還期間は、クレジットカード債権の償還期間よりも長い期間である¹⁹⁷。そのため、クレジットカード債権を証券化する場合には、投資家の保有する受益証券が償還されるまでの期間中、既存のクレジットカード債権の償還と新規のクレジットカード債権への再投資を繰り返さなければならず、発行体の保有する信託財産の内容が流動的に入れ替わることになる¹⁹⁸。したがって、発行体は、信託財産の内容を変更する権限を持つ必要があった¹⁹⁹。しかしながら、発行体の権限を厳しく制限する REMIC ルールは、クレジットカード債権の証券化に適用できなかった²⁰⁰。そこで、クレジットカード債権の証券化におい

ブ」…略…が存在しているという指摘もあった。そして、IRS によるガイドラインが漸く登場するのが 2000 年 2 月である。このような遅れが生じた背景には、FASIT が最低賃金法 (minimum-wage bill) の付録として制定されており、IRS がガイドライン策定に熱心でなかったことや急いで法律を制定するために十分なガイドラインを作るのに余計にかかったことなどが指摘されている…略…。しかし、3 年という年月をかけて作られたガイドラインも Bond Market Association に不明瞭さを指摘されており、先述の利益認識の問題も残ることから市場はこのもう新しくない仕組みに対し次第に興味を失っていったようである。実際、法律の施行された 1997 年 9 月 1 日から 2000 年までに FASIT を利用した証券化はおおよそ 3 件しかなされなかった。」とある。

¹⁹⁴ 横川・前掲注 125・57 頁参照。

¹⁹⁵ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 181.

¹⁹⁶ *Id.*

¹⁹⁷ *Id.*

¹⁹⁸ *Id.*

¹⁹⁹ *Id.*

²⁰⁰ *Id.*

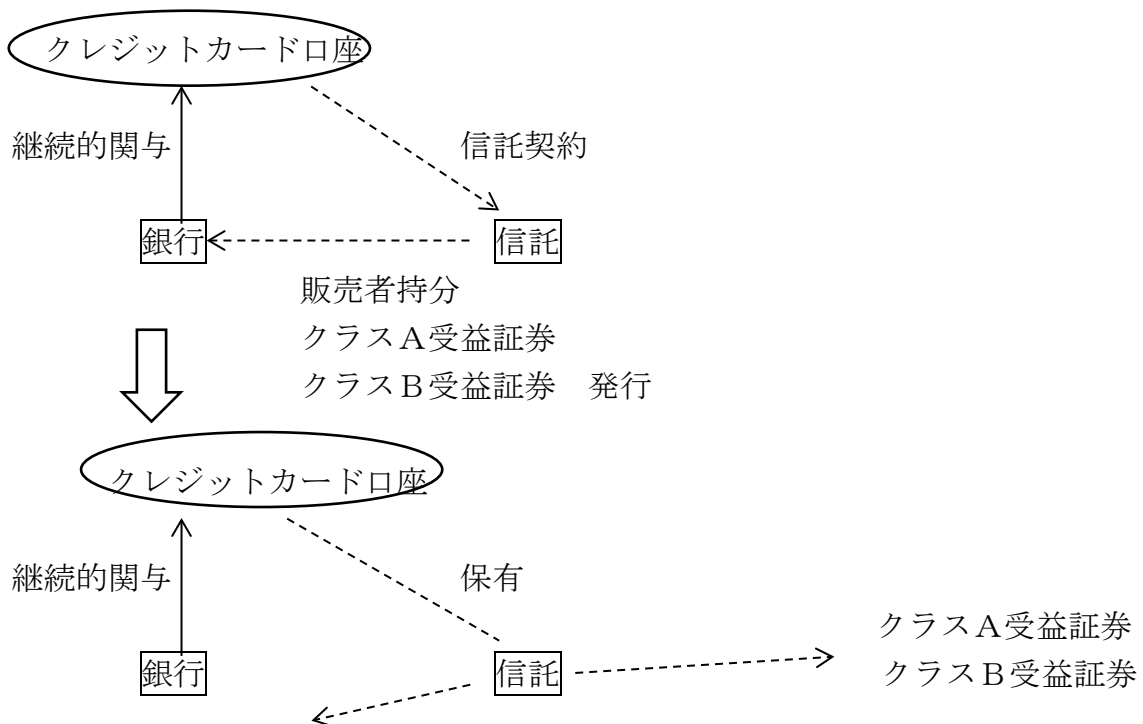
で広く用いられたのが Pass-through debt certificates である²⁰¹。

Pass-through debt certificates の特徴は、私法上の法形式が信託受益権であるにもかかわらず税法上債券として性質決定し課税されることである²⁰²。IRS は、pass-through debt certificates の存在を認識し、それらが債券として税法上性質決定されていることも認識していた²⁰³。しかし、現在まで、個別の ruling を除き、pass-through debt certificates に関する立法や他の行政上の分析 (analyses) はなされてこなかった²⁰⁴。

ここで、pass-through debt certificates を用いたクレジットカード債権の証券化が、どのようなものであるかを概観することにする。

図 7：クレジットカード債権の証券化

「①銀行が信託を設定し、口座を指定してクレジットカード債権を信託に売却する。②当該信託は、クラス A 及び B というクラスの受益証券と販売者持分 (seller interest) と呼ばれる受益証券を発行する。クラス B は、クラス A に権利内容で劣後する。③銀行はクラス A 及び B の元本額を固定する目的で、販売者持分を保有する。④クラス A 及び B を投資家に売却する。⑤クレジットカード債権の回収業務等は、引き続き銀行が行う²⁰⁵。」



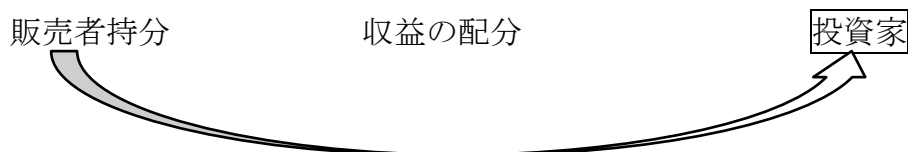
²⁰¹ *Id.*

²⁰² *Id.*

²⁰³ *Id.*

²⁰⁴ *Id.*

²⁰⁵ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 183–186.



Pass-through debt certificates を用いたクレジットカード債権の証券化取引は、図 7 のような取引である。販売者持分は、債務不履行の発生に際して、クラス A 及び B の受益証券に対して劣後しているわけではない²⁰⁶。しかしながら、実務において銀行は、クレジットカード債権の債務不履行による損失を、自らが受け取る超過スプレッド (excess spread)²⁰⁷ で負担することを通じて、予想されるこれらの損失を実質的に負担する²⁰⁸。クラス A 及び B の受益証券の元本額は、期間を通じて一定であり、元本の償還に応じて減少していくのに対し、販売者持分は新規クレジットカード債権への再投資や既存クレジットカード債権の償還に応じて元本額が変動する残余部分である²⁰⁹。販売者持分に、架空損益が配分され課税される²¹⁰。これによって、信託への課税は回避される²¹¹。投資家に売却されたクラス A 及び B の受益証券は、税法上債券として性質決定される²¹²。これらの債券として性質決定される受益証券が pass-through debt certificates と呼ばれるものである。Pass-through debt certificates の追加発行、投資家への販売促進、クレジットカードサービスの提供、進行中のクレジットカード債務者からの回収業務などは、証券化取引後も銀行が事業として引き続き履行する²¹³。以上が、pass-through debt certificates を用いたクレジットカード債権の証券化の概略である。

Pass-through debt certificates を用いた証券化において、pass-through debt certificates を債券として性質決定するのは、いかなる考え方に基づくものであるのか、その考え方を見ていきたい。それは、(1) pass-through debt certificates が一般的な債券と類似していること (2) 信託財産と pass-through debt certificates との関係が断絶していること、すなわち、pass-through debt certificates 保有者が信託財産を直接保有しているとは考えられないこと、という大きく二つの要素を有する場合、pass-through debt certificates を債券として性質決定できるとする考え方である²¹⁴。

²⁰⁶ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 186.

²⁰⁷ クレジットカード債権からの資金の総額の内、クラス A 及び B それぞれの受益権に対する分配金の額を超える部分をいう。

²⁰⁸ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 186.

²⁰⁹ *Id.*

²¹⁰ グランタートラストとしての扱いが維持され、委託者に課税される。

²¹¹ グランタートラストとしての扱いが維持され、信託には課税されない。

²¹² NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 19.

²¹³ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 186.

²¹⁴ *Id.*

これら二つの要素を順に説明していく。まずは、(1)一般的な債券との類似性についてである。Pass-through debt certificates と一般的な債券との経済的性質の類似点は、いくつか挙げられる²¹⁵。それは、元本金額が固定され、満期日が定められていること、利息の支払いが予め定められた固定利率や指数連動利率によって定期的に行われること、債務不履行等のリスクを負担していないこと、である²¹⁶。また、pass-through debt certificates が債券ではない証券（エクイティ証券）の特徴を持っていないことも挙げられる²¹⁷。例えば、法人の株式は、債券ではなく典型的なエクイティ証券である²¹⁸。株式は、配当の支払いがすべての債権者の利息の支払いに劣後すること、配当の支払いについて又は株式の払戻しについての資金の源泉が限定されていること、株式に対して配当するかどうかは取締役の裁量であること、事業への経営参加権があること等の特徴を持っている²¹⁹。債券として性質決定されるためには、これらのエクイティ証券が持つ特徴を有していないことも必要であり、Pass-through debt certificates はこのような特徴を有していない²²⁰。

ただし、優先劣後構造の特徴としてクラス B の pass-through debt certificates の格付けが十分ではなく、債務不履行等のリスクを負担しているのではないかという疑問が生じる²²¹。そこで、一般的に私法上の法形式が信託受益権であるものを税法上債券として性質決定することを容認するためには、その受益証券がシングル A、もしくは、それ以上の高い格付けを得ることが必要であるとされている²²²。なぜなら、債券と性質決定されるには、高い安全性が求められるからである²²³。図 7 では、クレジットカード債権の証券化におけるクラス A 及び B の pass-through debt certificates は高い信用力を有している²²⁴。なぜなら、強力な支払保証措置がとられているからである²²⁵。例えば、クレジットカード債権の証券化において、クラス A 及び B の pass-through debt certificates に対する利息の支払や元本の償還に疑義を生じさせるような事態が発生した場合、その保有者は早期償還の権利を有している²²⁶。そして、早期

²¹⁵ *Id.*

²¹⁶ *Id.*

²¹⁷ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 200.

²¹⁸ *Id.*

²¹⁹ *Id.*

²²⁰ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 185.

²²¹ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 187.

²²² *Id.*

²²³ *Id.*

²²⁴ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 200.

²²⁵ *Id.*

²²⁶ *Id.*

償還の権利の行使に際して、発行体はその支払義務を無制限に負っている²²⁷。以上から、pass-through debt certificates は一般的な債券と経済的性質が類似していると考えられることになる。

次に、(2)信託財産と pass-through debt certificates との関係の断絶についてである。債券として性質決定されるためには、信託財産と pass-through debt certificates との関係が断絶している必要がある²²⁸。クレジットカード債権の証券化において、pass-through debt certificates が投資家に売却された後も、銀行はクレジットカード債権の回収業務を引き続き行い、クレジットカード債権に対する管理支配を維持している²²⁹。クレジットカード債権の回収業務の事業リスクは銀行に集中しており、信託財産であるクレジットカード債権の債務不履行による損失発生の影響も pass-through debt certificates を保有する投資家に及ぶことはない。また、クレジットカード債権の証券化の仕組みにおいて、銀行は販売者持分を保有することを義務付けられている²³⁰。なぜなら、信託財産であるクレジットカード債権の流動性が高いからである²³¹。このこともまた、信託財産と pass-through debt certificates との関係が断絶していることを示している²³²。Pass-through debt certificates は、シアーズ規則の対象となる上述した fast-pay 受益証券とよく似ている²³³。そのため、Fast-pay 受益証券は、信託に対する債券として取り扱われるべきであると議論されることがある（特に債務不履行による損失発生の影響等から隔離されている場合）²³⁴。しかし、それらが債券として取り扱われることはない²³⁵。その理由は、「明らかに」私法上の法形式と矛盾しているとは言えないからである²³⁶。Fast-pay 受益証券は、信託財産をそのまま反映した所有持分である²³⁷。債券は、債券の発行体に対する請求権であり、通常発行体が保有する財産とは全く異なるものである²³⁸。Fast-pay 受益証券の場合、信託財産は流動性の低い固定的な住宅ローン抵当権のプールである²³⁹。そのため fast-pay 受益証券は、信託財産である固定的な住

²²⁷ *Id.*

²²⁸ *Id.*

²²⁹ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 185.

²³⁰ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 187.

²³¹ *Id.*

²³² James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 200.

²³³ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 199.

²³⁴ *Id.*

²³⁵ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 194.

²³⁶ *Id.*

²³⁷ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 199.

²³⁸ *Id.*

²³⁹ *Id.*

宅ローン抵当権のプールと密接にリンクしている²⁴⁰。固定的な住宅ローン抵当権のプールを反映した fast-pay 受益証券は、これらの住宅ローン抵当権のプールの直接的な所有持分としてみることができる²⁴¹。そのためシアーズ規則は、fast-pay 受益証券を所有持分として扱う（債券として扱わない）ことを要求する²⁴²。その受益証券が所有持分として扱われるのは、受益証券と信託財産との関係が密接だからである²⁴³。対照的に、クレジットカード債権の証券化においては、信託財産であるクレジットカード債権と受益証券である pass-through debt certificates との間に、直接的な関係は一切ない²⁴⁴。

以上、二つの要素を有する pass-through debt certificates を用いたクレジットカード債権の証券化の仕組みを全体として見ると、pass-through debt certificates は、機能的には銀行に対する債券である²⁴⁵。クレジットカード債権の証券化において、銀行は主として、クレジットカード債権に係る経済的なリスクを負担し、同時に、クレジットカード債権からの経済的便益を享受している²⁴⁶。クレジットカード債権の証券化取引の経済的実質は、投資家へのクレジットカード債権の部分的な売却というよりむしろ、投資家からの資金の借入である²⁴⁷。証券化の主な目的は、資金調達と財務会計上の便益を実現することである²⁴⁸。この事実は、FASIT ルールを定めた議会においても理解されていた²⁴⁹。個別の ruling においても、信託財産の内容が当該信託のスポンサーである銀行に対する請求権のみによって構成されている場合や、受益権に対する支払の源泉が銀行によって保証され、又は、実質的に銀行に対する債権として把握できる場合には、pass-through debt certificates のような受益権を債券として性質決定すべきことが示されてきた²⁵⁰。

2-3 pass-through debt certificates の考え方を具体化した ruling

Pass-through debt certificates の取り扱い、はまだ立法化されておらず、個別の事例について幾つかの ruling が示されているだけである²⁵¹。そこで、

²⁴⁰ *Id.*

²⁴¹ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 200.

²⁴² *Id.*

²⁴³ *Id.*

²⁴⁴ *Id.*

²⁴⁵ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 186.

²⁴⁶ NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, *supra* note 118, at 24.

²⁴⁷ *Id.*

²⁴⁸ *Id.*

²⁴⁹ *Id.*

²⁵⁰ James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, *supra* note 113, at 186

²⁵¹ 本稿で取り上げるもの以外として、Rev. Rul. 61-181; 1961-2C. B. 21「ロサンゼルスメトロ交通局設備の信託証券のシリーズ A から支払われた「配当」が「利息」として扱われた事例」、Rev. Rul. 73-122; 1973-1C. B. 66「資本増強の目的でニューヨーク株式取引所が発行した劣後債が明確に債券であるとされた事例」、Rev. Rul. 85-119; 1985-2C. B. 60「銀行持株会社の発行する証券

2-2 のリサーチによって、得られた pass-through debt certificates を債券として性質決定する考え方が、ruling においてどのように具体化されているのかを検証する。

例えば、revenue-ruling 76-265²⁵²「公共建築物の建設事業のために、米国政府機関と銀行との取り決めのもと、銀行が発行した信託受益権がデットとして取り扱われた事例」がある。取引の概要は、米国の政府機関が公共建造物の建設事業を行うに際し、銀行に建設事業及び、それに付随する資産を信託し、銀行が投資家に信託の受益証券を売却することで資金を調達し、米国政府機関の指示のもと、建設事業を行い、かつ、受益証券保有者に利息や元本の支払をするというものである。同 ruling では、銀行が投資家に売却した受益証券は、結果的に米国に対する債券として税法上性質決定された。その理由は、受益証券が自由に流通可能であること、30 年以内に買い戻されること、利息が定期的に支払われること、支払義務が米国によって保証されていること、その受益証券の発行目的が建設事業と余剰金の米国国債の運用のみに定められていること、取引全体をみるとこのような取り決めにおける銀行が単なる米国の代理人にしか過ぎず、その経済的実質が受益証券保有者による米国への資金貸付取引と考えられること、による。

また、revenue-ruling 97-3²⁵³「小規模事業投資会社（以下、SBICs という）が発行した債券を小規模事業連盟（以下、SBA という。）が信託した後、投資家に売却されたその信託契約に係る信託受益権が債券とされた事例」がある。取引の概要は、まず、SBICs が SBA に対して債券を発行して資金調達する。次に、SBA が SBICs から受け取った債券を集めてプールし、それらを信託した後、投資家に受益証券を売却する（証券化する）というものである。同 ruling では、投資家に売却された受益証券は、税法上 SBA の債券として性質決定された。私法上の法形式は SBICs が発行した債券を SBA が信託し、その受益証券を投資家が保有しているという構図である。しかし、投資家が保有する受益証券を通じて、SBICs が発行する債券を直接保有しているとは考えられないとした。その理由は、あらかじめ定められた変動利率により四半期ごとに定期的に利息が支払われること、10 年以内に償還されることが予め定められていること、受益証券への支払について保証されていること、保証する機関が米国の独立した信用力の高い機関であること、信託財産からの収益の発生と受益権に対する収益の支払のタイミングが一致していないこと、による。そして、それらのすべての事実と状況に基づいて、その経済的実質は、受益証券が発行体である SBA に対する資金

（転換社債）にかかる定期的な支払が「利息」として扱われた事例」などがある。

²⁵² Rev. Rul. 76-265; 1976-2C. B. 448.

²⁵³ Rev. Rul. 97-3; 1997-1C. B. 9.

の貸付であるとして、当該受益証券は債券として税法上性質決定された。

これらの ruling は、あくまで個別事例であって、その事例にのみ適用される行政上の解釈にすぎない。しかし、それぞれの事例について受益証券が債券として性質決定される理由を列挙し、結果的に税法上債券として性質決定されている。そして、その理由は pass-through debt certificates を債券として性質決定する際の二つの要素として挙げられたものと非常に類似していることが確認できた。

第3章 我が国への示唆

3-1 米国からの知見

第2章において、所得の帰属を考えるため複層化された受益権の税法上の性質決定を研究する上で、米国の証券化に関する税法上の取扱いの沿革をリサーチした。

我が国の税法が、信託が発行する受益証券をすべて信託受益権として同様に扱い、異なる階層の受益証券を区別しないのに対して、米国においては、信託が発行する受益証券のうち、一部を信託受益権としてではなく、税法上債券として取り扱うことがわかった。

そして、米国において pass-through debt certificates を中心に受益証券を債券として性質決定する考え方を考察した。

その結果として、第一に、米国の証券化において、優先受益証券は債券として性質決定されてきたこと、第二に、受益証券を債券として性質決定するには二つの考え方があることがわかった。

まず、第一について。受益権が最初に複層化された Fast-pay slow-pay trust タイプ以前の証券化においては、金融機関が発行体である信託に資産を移転した信託財産である金銭債権は、受益証券を保有する投資家が直接所有していると課税上認識されていた。ところが、CMO 以後の証券化においては、信託財産である金銭債権を受益証券保有者である投資家が直接所有しているというよりもむしろ、金融機関が投資家からの資金調達を実現するために、所有する債権を担保として、投資家から資金を借り入れている取引と課税上認識された。米国の CMO 以後の債権の証券化は、優先劣後等に受益権を複層化し、金融機関が引き続き保有する受益証券と、投資家に売却される受益証券が明確に二分された。そして、そのことは基本的に、証券化の対象となる資産が住宅ローン抵当権であっても、クレジットカード債権であっても同じであった。REMIC ルール、pass-through debt certificates、FASIT ルールを用いた方法はいずれも、投資家の保有する受益証券を信託受益権という私法上の形式にかかわらず、税法上債券として性質決定した。投資家の保有する受益証券を債券として性質決定す

ることとなった背景には、シアーズ規則によって複層化された受益権を発行する信託が法人課税の対象とされたこと、会計上の規定と税法上の規定の相違があり納税者が会計上と税法上の双方の便益を享受することを目的としていたこと等が挙げられる。その結果として、証券化取引の課税上の認識としても、金融機関が発行体である信託に債権を売却し、投資家が受益権を通じて信託財産である債権を直接所有する取引としてではなく、金融機関が債権を担保として投資家から資金調達するという取引となった。当該認識は、債権の債務不履行のリスクが金融機関に集中していることや、投資家が担保となった債権と関係なく利息の支払いや元本の償還を受けること、信託財産である債権が償還されるタイミングと受益権が償還されるタイミングが異なることなど、取引の個々の要素を個別に積み重ねていく中から導かれたものと考えられる。

次に、第二について。証券化取引の経済的実質はともかく、私法上の法形式が受益権であるものを税法上債券として性質決定するためには、その矛盾を克服する必要があった。そこで、REMIC ルールが立法され、pass-through debt certificates が利用され、また、失敗したものの FASIT ルールの立法が試みられた。つまり、CMO 以後の証券化において、投資家の保有する優先受益証券等は、税法上債券として性質決定されてきた。しかし、信託の受益証券を税法上債券として性質決定する際の考え方については統一されていなかったと考える。具体的には、私法上の法形式が信託受益権であるものを税法上債券として性質決定するための考え方は、大きく異なる二つのパターンに分けられるのではないか。それは、REMIC ルールと FASIT ルールに共通する考え方と、pass-through debt certificates を債券として性質決定する考え方である。

REMIC ルールと FASIT ルールが正規権を債券として税法上性質決定する考え方は、金融機関による債権を担保とした投資家からの資金調達という取引の経済的実質よりも、債権を発行体に売却し投資家による受益証券の保有を通じた信託財産である債権の直接所有という私法上の法形式の性質を重視した考え方である。一方で pass-through debt certificates を債券として性質決定する考え方は、逆に、金融機関による債券を担保とした資金調達という取引の経済的実質を重視した考え方である。

まず、前者の考え方から説明する（図 8 参照）。REMIC と FASIT が発行した正規権と呼ばれる受益証券を税法上債券として性質決定したのは、正規権を発行体に対して資金を貸し付けていることを表章する債券と考えているからではない。信託財産である債権を直接保有していると考え、住宅ローン抵当権やクレジットカード債権の債務者に対する債券として考えているのである。その根拠として、REMIC ルールやそれを発展させた FASIT ルールは、発行体の権限を厳しく制限し、信託財産を固定し、投資家の保有する正規権と信託財産の直接的な

つながりを維持しようとしているからである。

次に、後者の考え方を説明する（図9参照）。pass-through debt certificatesが債券として性質決定されるのは、投資家の保有する pass-through debt certificates が一般的な債券と同様の経済的性質を有し、金融機関によって保証されており、pass-through debt certificates を保有する投資家が信託財産である債権を直接所有しているとは考えられないからである。むしろ、正規権の発行体に対して資金を貸し付けていることを表章する債券として考えられるからである。こう考えられる理由は第2章2-2で述べた通りである。

図8：私法上の法形式の性質を重視する考え方

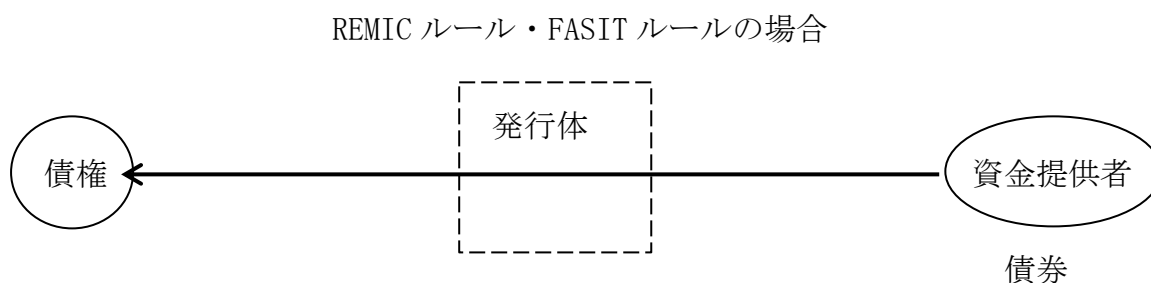
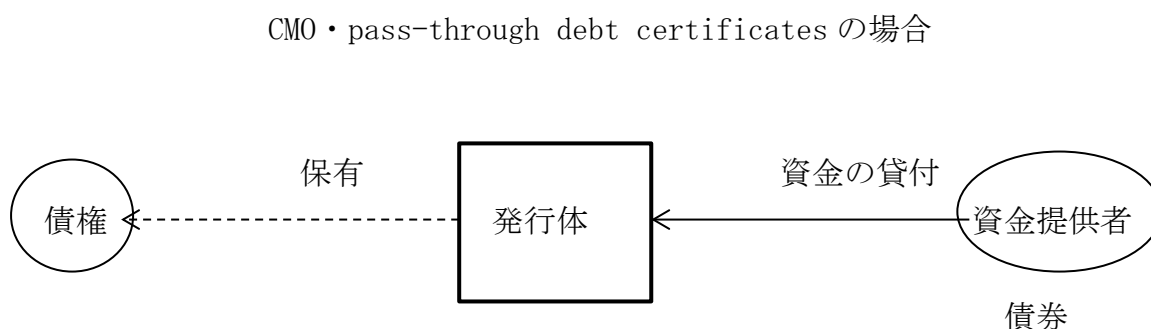


図9：経済的実質を重視する考え方



3-2 我が国における検討と今後の課題

米国からの知見が我が国に示唆することは、受益証券を債券として性質決定する考え方を参考にして、我が国の信託受益権の規定を検討する必要があるということである。そして、適切な信託受益権の規定を置くことで、受益証券の区別し、受益証券保有者の中で、信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者を選別して所得の帰属を明確にし、法人税法12条に適切に対応した課税を実現することに役立たせることができるということである。

証券化における受益権の複層化について、我が国の税法及び企業会計の規定

は不十分である。そのことに起因して生じる課税の取扱いが不明確な点の 1 つとして、信託財産から生じる所得を受益権保有者にどう帰属させるのかという論点がある。先行研究では、その問題に対応するための第一段階として受益証券保有者を区別することによって、信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者を明確にする必要があると指摘する。そして、信託財産から生じる所得を、明確となった受益者に帰属させるのである。その受益者が、信託財産を有するものと見做せる者であれば、法人税法 12 条と整合的である。したがって、信託財産から生じる所得の帰属の取扱いを明確にするためには、まずは受益証券所有者を区分して、その中から信託財産を有していると見做すべき受益者を決定する必要がある。ここで、受益者と受益証券を保有する者とは密接に関わっていると考えられるため、信託財産を有するものと見做すことができる受益者を明確にするために、受益証券の性質決定を考えることは重要である。そのため、信託受益権の規定を検討するということは、証券化において受益権が複層化され異なる階層の受益証券が発行された場合に信託財産から生じる所得の帰属が課税上不明確であるという問題を解決するための第一段階である受益証券保有者の区別、すなわち信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者の明確化の検討も意味している。

そこで、信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者を明確にするために、受益証券の中で債券として性質決定すべきものを区分する規定を検討することを提言する。ただし、米国の税法において、投資家の保有する受益権を債券として性質決定することとした出発点は、シアーズ規則の影響や米国の会計基準と税法との相違の存在によるものであったことに留意すべきである。我が国には、シアーズ規則は存在しないし、法人税法第 22 条第 4 項が適用される場合、税法は企業会計に依拠するため、証券化における売却処理や連結の範囲等の判断基準について会計と税法で差違は生じない。米国の税制と我が国の税制は異なるため、米国の考えをそのまま我が国において取り入れることは適切でない。しかし、出発点は異なるものの、我が国において実務上行われている証券化取引自体は米国を後追いしている部分が多いため、証券化取引に対する課税のあり方については、米国のそれは参考となりうる。したがって、米国の受益証券を債券として性質決定する考え方を参考とすることは可能である。

我が国で複層化された受益証券の中で、債券として性質決定すべきものを区分する規定を検討し、信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者を明確にする際に考慮すべきことを以下にまとめてみたい。第一は、債券として性質決定すべき受益証券の区分の規定を検討する際には、経済的実質を重視する考え方と私法上の法形式の性質を重視する考え方の二つがあり、どちらを用いるのが適当かを考える必要があることである。第二は、経済的実質を重視す

る考え方をを用いて債券として性質決定すべき受益証券の区分の規定を検討する際には大きく二つの要素があることである。

まず、第一について、債券として性質決定すべき受益証券の区分を検討する際に、経済的実質を重視する考え方と私法上の法形式の性質を重視する考え方の二つの考え方がある。そのどちらの考え方を採用するかは慎重に判断する必要がある。その際の基準の1つとして、証券化の対象となる債権の特徴によってどちらの考え方を採用するかを判断することが考える。例えば、住宅ローン債権のように期間が長く固定的な債権を証券化する際には、信託財産と受益証券との直接的な関係を維持することが可能であるため、私法上の法形式の性質を重視する考え方が適切である。一方で、クレジットカード債権のように期間が短く流動的な債権を証券化する際には、経済的実質を重視する考え方が適切である。なぜなら、発行体に権限を与える必要があるクレジットカード債権の証券化において、発行体の権限を制限して受動性を高め、信託財産と受益証券との直接的なつながりを維持する私法上の法形式の性質を重視する考え方と整合的でないからである。

次に、第二について、経済的実質を重視する考え方を採用して債券として性質決定すべき受益証券を規定する際には、(1)受益証券と債券の経済的性質が類似していること(2)信託財産と受益証券との関係が断絶していること、という大きく二つの要素を考慮することが望ましい。付け加えると、我が国の税法において、信託財産から生じる所得の帰属に関して、実質所得者課税の原則を具体化した個別規定が置かれ、経済的帰属説が支持される場合があるなど、他の所得の帰属に比べてより緩やかに所得の帰属をとらえることとしている。したがって、経済的実質を重視する考え方であっても、信託財産から生じる所得の帰属に関しては、適用できる可能性が他の所得の帰属と比較して高いと考える。

最後に債券として性質決定すべき受益権の区分を規定する方法として、具体的には、法人税法2条21号の定義規定に、債券として性質決定すべき信託受益権の定義を別に定めることが考えられる。受益権が複層化されて発行された場合に、各受益証券を税法上一様に取扱うこととなる根本的な原因は、税法上受益権が法人税法2条21号の有価証券に含まれているからである。私法上の法形式が受益権であれば、優先受益権であれ、劣後受益権であれ、すべて同様に受益権となる。このことは、受益証券保有者である受益者の区分においても強く影響している。したがって、まずは、法人税法2条21号の定義規定から見直す必要があるのではなかろうか。

そしてさらに、債券として性質決定されるべき受益証券の範囲の規定を適切に置くことができた場合には、証券化において受益権の複層化によって異なる階層の受益証券が発行された場合に、信託財産から生じる所得を帰属させるべ

き受益者の範囲を明確にすることに役立たせることができると考える。私見ではあるが、具体的に説明すると、受益証券を債券として性質決定する二つの考え方を参考にして、受益者を決定する際に、二通りが考えられるであろう。

まず、私法上の法形式を重視する考え方をを用いて複層化され異なる階層の受益証券を発行するような金銭債権の証券化が行われた場合を考える。この場合、信託は、単なる導管に過ぎず、金銭債権の性質をそのまま投資家の保有する受益証券に伝達される。つまり、優先受益権を保有する投資家が信託を通り抜けて、金銭債権を直接的に保有していると考えることができる。そのため、法人税法12条に従って、信託財産を有するものと見做すことができる者は優先受益権を保有している投資家であろう。したがって、優先受益権を保有する投資家を受益者とするのが適切であると考ええる。

一方、経済的実質を重視する考え方をを用いると、受益証券が債券として性質決定されるのは、投資家の保有する優先受益権が、劣後受益権を保有する金融機関に対して資金を提供し、当該金融機関に対する債権を表章する債券であると考えているためである。つまり、投資家は、信託財産である金銭債権の貸倒リスク等を負担せず、定期的な利息を受け取り、満期日が予め決められているような、金融機関に対する債券を保有しているという実質を重視しているからである。したがって、投資家は信託財産である金銭債権を有していると考えられない。このような場合には、優先受益権を有する投資家を、信託財産を有している受益者として、捉えるのは適切ではない。信託財産である金銭債権のリスクを負担し、それらの管理支配を継続して行っている劣後受益権を有する金融機関等が信託財産を有するものと見做すことができる受益者であることが適切である。金融機関は、保有する金銭債権を利用して投資家から低利で資金調達を実現し、金融債権を簿外処理すること等の便益を享受している。したがって、信託財産から生じる所得は、金融機関等の劣後受益権を有する者を受益者とし、帰属させるべきであると考ええる。

ただし、実際にどのように受益権の定義を置くかについてはさらに検討すべきであり、さらに、明確となった受益者にどのように所得を帰属させるのかについても、今後の課題であろう。本稿では、あくまでも、受益証券の性質決定を検討することで信託財産から生じる所得の帰属の論点における受益者の範囲の明確化にいくらか貢献することを目的としたものである。

本稿では、複層化された受益権の課税上の論点の一部について解決の方向性可能性を見出すべく、分析を試みてきた。しかし、証券化やそれに伴う受益権の複層化について議論すべきことが多く残っている。残された既存の論点についてさらなる検討を重ねることが必要であると考ええる。

おわりに

本稿では、証券化において複層化された受益権の税法上の性質決定に関する研究を行った。証券化において複層化された受益権について税法上の取扱いが不明確な点として、信託財産から生じる所得を受益権の複層化に伴い発行された受益証券を有する各受益証券保有者にどのように帰属させるか、という所得の帰属の論点がある。我が国では法人税法12条において、受益者は信託財産を有するものとみなして所得を帰属させると定めている。そして、受益権は、法人税法2条21号の有価証券に含められている。従って、私法上の法形式が受益権であるものは、税法上すべて同様に信託財産を有するものと見做して扱われることになる。しかし、証券化において、優先受益権等や劣後受益権に複層化されて発行された受益証券については、私法上の形式は受益権であるが、その権利内容は異なる。にもかかわらず、現行税法上はそれらを区別することなく受益権として性質決定される。証券化において受益権が複層化され異なる階層の受益証券が発行された場合に、信託財産から生じる所得の帰属の問題を考える上で、各受益証券がどのような性質を持つのか、という受益証券の性質決定について研究することを本稿の目的とした。

まず、本稿の目的である複層化により発行された受益証券の性質決定についての研究を始めるにあたり、我が国の複層化された受益権に関する税法に限界があることを示し、我が国における受益権が複層化された証券化取引を具体的に説明するために、初めて実際に、複層化された受益権に関する訴訟が行われた事件を紹介した。事件の内容としては、優先受益権と劣後受益権とに複層化された受益権のうち、金融機関が保有していた劣後受益権に対する金銭の支払いに関する課税上の所得金額の算定について争われた事件である。そして、この事件を分析した結果、やはり我が国の複層化された受益権に関する現行税法は不十分なものであることがわかった。特に、判例では論点とはされていなかった所得の帰属の論点について不十分であることがわかった。

つぎに、本稿の研究を進める上で、本稿の論点となる受益権が複層化された場合に、信託財産から生じる所得の帰属についての先行研究を調べた。先行研究において、すでに方策が示されていたため、本稿はその先行研究をさらに押し進めるものとした。先行研究では、信託財産から生じる所得の帰属の問題を考える上で、その第一段階として受益証券所有者を区別して信託財産を有しているとは考えられない受益証券保有者を区分し、信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者を明確にする必要があることが主張されていた。その際、先行研究の中で紹介のみされていた債券として取り扱われるべき受益証券の範囲の検討を本稿では研究対象とした。

債券として取り扱われるべき受益証券の範囲を検討する際に、米国の証券化

において、債券として扱われる受益権である pass-through debt certificates が用いられていることが、先行研究において示されていた。そこで、証券化の歴史が古く、我が国よりも証券化に関する税法の取扱いについて豊かな経験を持つ米国について、証券化に対する課税の沿革と pass-through debt certificates を中心に、比較法分析をすることとした。そして、第 2 章において、複層化された受益権の税法上の性質決定を探るために、米国の証券化に関する税法の取扱いの変遷、さらに、米国の pass-through debt certificates を中心に受益証券を債券として性質決定する考え方を考察した。

その結果、第一に、米国において優先受益権は債券として性質決定されてきたこと、第二に、受益証券を債券として性質決定する際に二つの考え方があることが分かった。具体的には、私法上の法形式の性質を重視する考え方と、経済的実質を重視する考え方である。

これらの米国からの知見が我が国に示唆することは、米国の受益証券を債券として性質決定する際の考え方を参考にして、我が国の信託受益権の規定を検討する必要があるということであった。

信託財産から生じる所得の帰属の取扱いを明確にするためには、まずは受益証券所有者を区分して、その中から信託財産を有すると見做すべき受益者を決定する必要がある。そこで、信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者を明確にするために、我が国において受益権の規定を検討し、受益証券のうち、債券として性質決定すべきものを区分する規定を検討することを提言した。そして、我が国の複層化された受益権のうち、債券として性質決定すべきものを区分する規定を検討する際に考慮すべきことを示した。第一に、債券として性質決定すべき受益証券の区分の規定を検討する際には、経済的実質を重視する考え方と私法上の法形式の性質を重視する考え方の二つがあり、どちらを用いるのが課税上望ましいかを検討する必要があること、第二に、経済的実質を重視する考え方をを用いて債券として性質決定すべき受益証券の区分の規定を検討する際には大きく二つの条件があることである。

最後に債券として性質決定すべき受益証券の区分を規定する方法として、具体的には、法人税法 2 条 21 号の定義規定に、債券として性質決定すべき受益権の定義を別に定めることを提言した。受益権が複層化された場合に、各受益権を税法上同様に取扱うこととなる根本的な原因は、税法上受益権が法人税法 2 条 21 号の有価証券に含まれているからである。私法上の法形式が受益権であれば、優先受益権であれ、劣後受益権であれ、すべて同等の受益権となる。このことが、受益証券保有者である受益者の区分にも影響している。したがって、まずは、法人税法 2 条 21 号の定義規定を検討する必要があるのではなかろうか。そして、規定を置くことができれば、受益証券保有者の中で、信託財産

から生じる所得を帰属させるべき受益者を選別する考え方について、私見を示した。具体的には、私法上の法形式を重視して受益証券を債券として性質決定する場合においては、優先受益権を保有する投資家等が信託財産から生じる所得を帰属させるべき受益者とするのが適切である。一方で、経済的実質を重視して受益証券を債券として性質決定する場合においては、劣後受益権を保有する金融機関等を受益者として扱い、信託財産から生じる所得を帰属させるのが適切である。ただし、実際にどのように受益権の定義を置くかについてはさらに検討すべきであり、今後の課題であろう。

本稿では、複層化された受益権の課税上の論点の一部について解決の方向性を見出すべく分析を試みてきた。しかし、証券化やそれに伴う受益権の複層化について議論すべきことが多く残っている。残された課題について、今後さらなる検討を重ねることが必要であると考えます。

<参考文献一覧>

【書籍】

1. 佐藤英明『信託と課税』(弘文堂・2000)
2. 高橋正彦『証券化の法と経済学』(NTT出版株式会社・2009)
3. 金子宏『租税法〔第18版〕』(弘文堂・2013)
4. 水野忠恒『租税法 第5版』(有斐閣・2011)
5. 四宮和夫『信託法増補版』(有斐閣・1979)
6. 占部裕典『信託課税法』(清文社・1999)
7. 佐藤英明『スタンダード所得税法 第2版』(弘文堂・2011)
8. 岡村忠生・渡辺徹也・高橋裕介『ベーシック税法 第7版』(有斐閣・2013)
9. 渡辺裕泰『ファイナンス課税〔第2版〕』(有斐閣・2012)
10. 西村総合法律事務所『ファイナンス法大全(下)』(商事法務・2003)
11. 久禮義継『流動化・証券化の会計と実務〔第4版〕』(中央経済社・2008)
12. 川北英隆『証券化—新たな使命とリスクの検証』(金融財政事情研究会・2012)
13. 岡内幸策『証券化入門〔第2版〕』(日本経済新聞社・2004)
14. 田淵直也『証券化のすべて』(日本実業出版・2012)

【外国文献】

1. NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION TAX SECTION, Report On Securitization Reform Measures, Report#1024(2000)
2. James M. Peaslee & David Z. Nirenberg, “Federal Income Taxation of Securitization Transactions and Related Topics 4th”, Frank J. Fabozzi Associates, at 1334(2011)
3. Linda Beale, David S. Miller & Paul Wysocki, “an overview of the U.S federal income tax treatment of collateralized debt obligation transaction”, Journal of Taxation of Financial Institutions, (2001)
4. Thomas J. Biafore & David R. Toricker, “Servicing Securitized Loans—More Tax Issues Are Involved Than Meet the Eye”, Journal of Financial Institutions(2000)
5. Michael Orchowski, “Recent IRS Guidance on Modifications of Commercial Mortgage Investment Conduits and Fixed Investment Trusts

“, Civic Research Institute(2011)

6. Mark H. Leeds & Terence B. Meyers, ” IRS Release Financial Asset Securitization Investment Trust Proposed Regulations” ,Journal of taxation of Financial Institutions(2000)
7. Edward Sair, ” FASIT Primer” ,American Institute of Certified Public Accountants (1997)

【雑誌・紀要】

1. 吉村政穂「受益権が複層化された信託に対する課税ルールに関する一考察」(金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー 2012-1・2012)
2. 小野傑「REMIC—米国における不動産証券化の仕組みと税法上の取扱い—」金子栄作ほか『不動産の証券化』(東洋経済新報社・1988)
3. 中里実「セキュリティゼイションと課税」(日税研論集 41号・1999)
4. 佐藤英明「資産流動化と課税 アメリカ法の概観」(租税法研究 24号・1996)
5. 横川太郎「アメリカにおける証券化の進展と金融不安定性」(政治経済学通信 vol. 5・東京大学大学院経済学研究科柴田ゼミナール ディスカッションペーパー集・2008)
6. 水野忠恒「受益者等課税信託(個人信託)の課税問題」(日税研論集 62号・2011)
7. 佐藤英明「信託税制の沿革—平成19年改正前史」(日税研論集 62号・2011)
8. 林麻里子「信託のパス・スルー課税について—FASIT導入に至るまでの米国導管制度を参考に—」(金融研究 20巻1号・2001)
9. 喜多綾子「信託税制における受益者課税の問題点」(税法学 568号・2012)
10. 秋葉賢一「信託を利用した流動化スキームと会計問題」(金融研究 17巻4号・1998)
11. 秋葉賢一「債権流動化における劣後受益権に関する収益認識—東京地判平成24年11月2日判決」(税務弘報 61巻4号・2013)
12. 吉村政穂「租税判例速報 受益権に係る収益配当金についての会計処理が問題となった事例」(ジュリスト 1451号・2013)
13. 浅妻章如「債権流動化における信託受益権者の元本充当・益金算入の振り分け(金融商品会計実務指針105項の償却原価法)の是非に関する東京地判平成24年11月2日評釈」(立教法学 87号・2013)
14. 品川芳宣「<判例解説>金融商品(信託受益権)に係る収益配当金の収益計上時期」(TKC 税研情報 22巻5号・2013)

15. 品川芳宣「金融商品(信託受益権)に係る収益配当金の収益計上時期」(税研 172 号・2013)
16. 片岡義広・永井利幸「債権流動化における劣後受益権の収益配当金に係る会計処理—東京地裁平成 24 年 11 月 2 日判決について」(企業会計 65 巻 10 号・2013)
17. 村井正「課税物件の帰属 —実質所得者課税、信託、法人成り—」(税経通信 43 号・1988)
18. 矢向孝子「受益権の発生・帰属時期」(金融・商事判例 1261 号・2007)
19. 中村康江「受益権の権利とその保護」(金融・商事判例 1261 号・2007)
20. 渡辺宏之「受益権の性質」(金融・商事判例 1261 号・2007) 87 頁参照
21. 中澤栄仁「債権流動化取引で譲渡人が保有する劣後受益権の会計処理:「償却原価法」を適用すべきか否か」(旬刊経理情報 1341 号・2013)
22. 柴健次「金融資産の証券化と資産の認識」(會計 139 巻・1991)
23. 神田秀樹「アメリカにおける不動産の証券化に関する法的諸問題」金子栄作ほか『不動産の証券化』(東洋経済新報社・1988)
24. 遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義—米国を中心に—」(フィナンシャル・レビュー 51 号・1999)
25. 松永和美「米国の信託税制について」(信託 238 号・2009)

【ホームページ】

1. 社団法人 信託協会
<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/data/pdf/z22.pdf>
2. 国税庁
<http://www.nta.go.jp/shiraberu/ippanjoho/pamph/sonota/shintaku.pdf>