

地方のまちづくりに役立つノンリコースローン
市場整備に関する研究会

報告書

「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」
報告書

目次

・研究会の概要	-----1
（ ）研究会の名称	-----1
（ ）研究会の趣旨	-----1
（ ）検討経過	-----3
（ ）委員構成	-----4
・現状の課題	-----5
（ ）投資対象エリア	-----5
（ ）投資対象物件	-----5
（ ）技術、知識、データ不足	-----5
（ ）オフバランスニーズ	-----6
（ ）不動産融資に係る制度上・規制上の制約	-----6
・今後のニーズ	-----7
（ ）ノンリコースローン市場	-----7
（ ）C M B S 市場	-----8
・対応策の検討	-----9
（ ）基本的な考え方	-----9
（ ）対象物件	-----9
（ ）ローンオリジネーター	-----10
（ ）情報開示の標準化	-----11
（ ）スキームの検討	-----12
1．基本形態	-----12
2．マスタートラスト方式	-----16
3．マスタートラスト不採用方式	-----22
4．モラルハザード抑止策	-----24
5．ビークルの検討	-----26
6．C M B S の投資商品性	-----35
・波及効果	-----36
（ ）地方への証券化の浸透	-----36
（ ）まちづくりへの波及・地方不動産市場の活性化	-----36

() 地方における不動産鑑定の精緻化	-----	37
() 情報開示の標準化・データベース化	-----	37
. 公的支援策について	-----	39
() 本スキーム実施にあたっての課題と公的支援の必要性	-----	39
1. 制度実施の初動期に係る課題	-----	39
2. 地方における不動産証券化のノウハウ・人材の不足	-----	39
() 初動期におけるスキーム立ち上げ支援	-----	40
1. 公的支援のあり方の検討	-----	40
2. 支援スキーム(案)	-----	40
3. 地方の不動産証券化のノウハウ・人材育成	-----	42

付属資料

スキーム別比較表

・研究会の概要

() 研究会の名称

「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」

() 研究会の趣旨

1. 地方のまちづくりの資金調達に係る課題

魅力と活力のある地方のまちづくりを実現するためには、地方の市街地の土地・建築物ストックについて適切に維持・管理・改修・建替え等の再生を行い、その価値を最大限引き出すことにより、地域のバリューアップを図っていくことが必要である。

こうした地方のまちづくりに関する事業の資金調達は、これまで地方銀行等の地域金融機関から建物等の所有者への間接金融で担われてきたが、金融技術の分野におけるイノベーションの急速な進展や地方経済の停滞、新 BIS 規制への対応のため、地域金融機関による地方への不動産向けの資金供給が困難となっている。

また、間接金融の場合、不動産の潜在的な価値を十分に引き出せる能力を持たない企業や個人の所有者により事業内容が決定され、事業が不動産・地域のバリューアップに必ずしも結びついていないという課題がある。

2. 地方における不動産証券化とその課題

地方の不動産の再生に係る資金調達については、不動産証券化による直接金融及びノンリコースローンの証券化を行うことで、投資家や格付け機関、サービサー等の複数の市場参加者がゲートキーパーとしてモニタリングすることを通じて、不動産の価値の極大化が実現され、ひいては街並みの整備やにぎわいの創出等の地域のバリューアップにもつながるという効果を持つ。こうした不動産証券化市場を通じた不動産再生のサイクルを拡大していくことが、地方のまちづくりを進めていくために有効である。

一方で、地方における不動産事業へのノンリコースローンの提供については

- 新 BIS 規制への対応やノウハウの不足から地域金融機関によるノンリコースローンの提供が困難であること。
- 仮に、新 BIS 規制への対応のために、地域金融機関が地方の物件のノンリコースローンを証券化しようとしても、特定の地域に偏った物件の証券化は困難であること。
- 担保物件や証券化商品の情報提供のあり方について統一的なルールがなく、投資家にとっては、地方の不動産のノンリコースローンに係る C M B S への投資のための判断が困難であること。

等の課題がある。

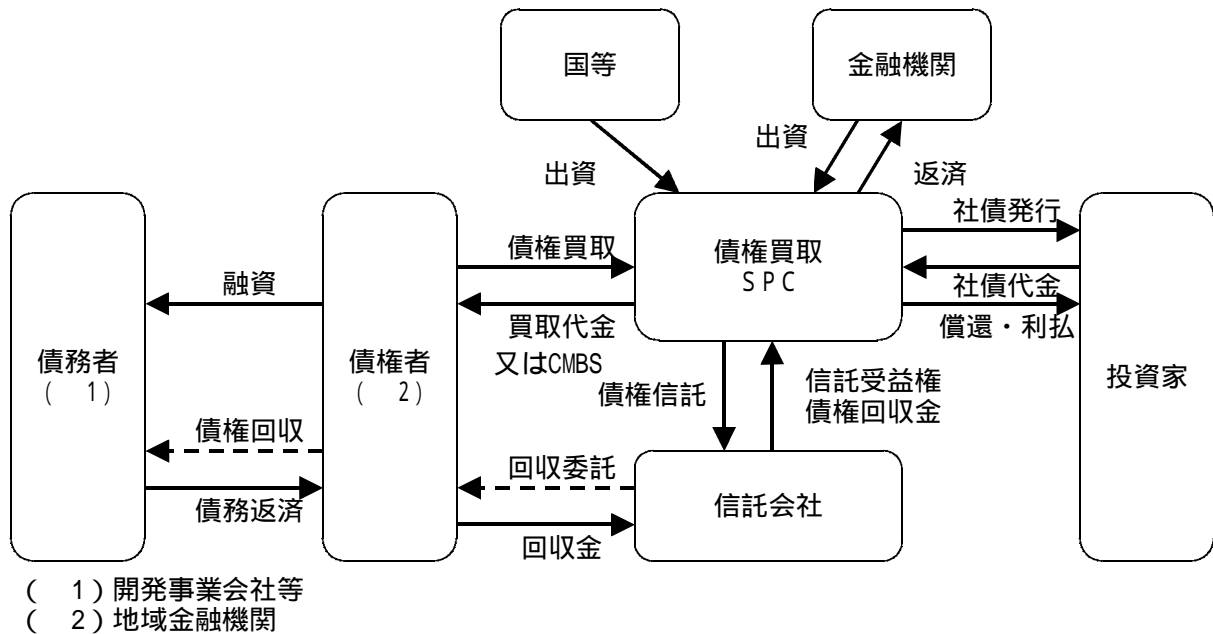
3. 研究会の目的

今回の研究会において、SPCが、複数の金融機関から地方の不動産に対するノンリコースローンを買取り、まとめて証券化するスキームを提案する理由は以下の通りである。

- 地域金融機関がCMBSを受け取ることができることにより、新BIS規制上業種信用集中リスクを軽減し、預貸率の低い地域金融機関の資産運用の選択肢を拡大し、地域金融機関がノンリコースローンに取り組みやすくなること。
- 複数の地域金融機関からノンリコースローンをまとめて証券化することにより、地域分散が効いた良質なCMBSを作成することが可能となること。
- 金融庁の監督指針の改正を踏まえ、日本証券業協会において、証券化商品の原資産に係る統一情報開示フォーマットの制定の作業をしており、地方の不動産への投資やノンリコースローンの提供がしやすい環境が整いつつあること。

このスキームにより、ノンリコースローンが安定的に供給されることにより、地方の資金を活用して、地方のまちづくりが推進されることとなる。本研究会では、この地方のまちづくりに役立つノンリコース市場の整備のためのスキームについてのニーズ、課題、フィージビリティ、必要な支援策について実務的な検討を行うことを目的とする。

[スキーム素案]



地域金融機関等が不動産事業を行う民間事業者に対して融資。

債権買取SPCは民間銀行等からの借入金・出資金を元に、地域金融機関等からの債権を買い取り。地域金融機関は、現金の受け取りかCMBSの受け取りを選択。

SPCは買い取った債権を信託会社に信託。

SPCは信託会社から信託受益権を取得。信託会社は地域金融機関等に債権回収を委託。

SPCは信託受益権を裏付けとする社債を発行。社債発行代わり金を投資家より受け取る。

SPCは、社債発行代わり金により、金融機関借り入れを返済。

債権回収業務を受託した地域金融機関は、債務者から元利金の返済を受け、信託会社に引渡し。

信託会社は回収した元利金をSPCに譲渡し、SPCは弁済金を元に、発行した証券について、投資家に対して元利払い・償還を行う。

() 検討経過

第1回研究会（5月30日）

- 委員等紹介
- 研究会の検討内容説明
- 議題

不動産ファイナンス手法の高度化と地方の金融機関の状況
地方における不動産証券化市場活性化事業の概要
検討スキームの提示
検討すべき課題の整理
意見交換
今後の進め方

第2回研究会（6月17日）

- 議題
委員会委員ヒアリング結果の報告説明
各委員からの発言
今後の進め方

第3回研究会（7月24日）

- 議題
研究会の検討内容説明（研究会報告書案の説明）
意見交換

() 委員構成

青柳 雅之 株式会社福岡銀行 執行役員市場営業部長
赤井 厚雄 モルガン・スタンレー証券株式会社 マネージング・ディレクター
北山 慶 ムーディーズジャパン株式会社 代表取締役
草野 晋 日本政策投資銀行 アセットファイナンスグループ長
小林 信夫 財団法人日本不動産研究所 業務部 副部長・不動産鑑定士
佐々木広介 株式会社第四銀行 取締役総合企画部長
高橋 宏明 渥美総合法律事務所・外国法共同事業 弁護士
原田 昌平 新日本有限責任監査法人 金融サービス部長・公認会計士
安田 義則 農中信託銀行株式会社 代表取締役(代理 営業統括部長 有我 涉)
毛利 信二 国土交通省 総合政策局 不動産課長(第1回、第2回)
海堀 安喜 同上 (第3回)
麦島 健志 国土交通省 土地・水資源局 土地情報課長
菱田 一 国土交通省 都市・地域整備局 まちづくり推進課長
(第1回、第2回)
佐々木晶二 同上 (第3回)
橋本 公博 国土交通省 住宅局 市街地建築課長
委員長は赤井厚雄委員が就任

() 事務局

保立 透 社団法人再開発コーディネーター協会 専務理事

・現状の課題

地方におけるノンリコースローン市場の課題を各委員、金融機関等へのヒアリングを行って以下のとおり整理した。

() 投資対象エリア

- 投資対象エリアに係る現状の課題点としては、まず既存ノンリコースローンが拠出されている地方都市は上位の政令指定都市である大阪市、名古屋市、福岡市、札幌市程度に限定されている。
- 人口減少が見込まれ、また経済成長を期待し難いような地方都市においては既存ノンリコースローン数が限られ、また少額なものである。

() 投資対象物件

- 個別物件の証券化の場合、地方都市では証券化の組成に必要な費用を捻出できない案件が多く、また、複数の物件を対象にするファンド形式でも取り組むためのノウハウが少なく、旗振り役が少ない。
- 不動産証券化スキームの組成にあたっては、多数の関係プレーヤーが関与するため、一定のルールに基づいて相互の利益調整、契約関係等を明確にする必要があり、匿名組合契約書、優先出資引受契約書、資産管理委託契約書、金銭消費貸借契約書等、多数かつ詳細な契約書を作成・締結する必要がある。また、SPCの設立(信託報酬)、不動産鑑定評価書、エンジニアリングレポート、法律・会計・税務意見書等を取得する必要があり、通常のコर्ポレートファイナンスと異なって相対的にコストが高くなる。そのため、当該コストを吸収し得る程度の物件規模が要求されることとなる。
- 地方物件は、一般的に東京等の大都市物件と比較して規模が小さく、スキーム組成コストを吸収できないケースが多く、また大型優良物件は通常、既に証券化されているため、投資適格物件は少ないものと考えられる。

() 技術、知識、データ不足

- 不動産証券化に関わる金融機関は東京に営業基盤を置く大手金融機関、外資系金融機関が中心であり、地域金融機関が主体的に取り組んでいるケースは稀である。そのため、地域金融機関にはアセットファイナンスに係るノウハウが十分に蓄積されず、また、そのリスク審査・管理体制(金融庁検査対応)が十分に整備されていないのが現状である。
- 地方における不動産証券化については、賃料水準、稼働率、キャップレート、不動産取引価格等の投資判断に必要なインデックスが十分に整備されていないため、賃料や出口戦略等の将来予測が極めて困難な状況にあり、ローンレンダー又は投資家として評価できない。そのため、ローンレンダーは、ノン

リコースローンではなく、コーポレートファイナンスとして融資している状況にある。

- 不動産鑑定士が証券化対象不動産について不動産鑑定評価を行う場合、エンジニアリングレポート（以下「ER」という。）が原則必須であるが、ER作成者のほとんどは東京等の大都市を中心として業務を行なうゼネコン等出身者で、地方の専門家は少ない。
- ローンレンダーや投資家は独自の評価基準を持って信用リスク評価を行っているが、異なる投資家間においては互いの基準が異なることから、同一物件・証券化商品の信用リスクに関し単純比較ができない。
- 地方ではノンリコースローンに取り組もうと思っても、参考となるべき標準的なものがなく手探り状態である。

（ ）オフバランスニーズ

- 地域金融機関は、地域貢献、地域リレーション強化、地元企業との取引関係等から、コーポレートファイナンスからノンリコースローンに切り替えることは現実的に難しく、また既存のノンリコースローンを切り離すことも難しいと考えられる。
- 多くの地域金融機関は預貸率が低く、資金余剰にあるので、ノンリコースローンをオフバランスするニーズは弱いと考えられる。特に優良なノンリコースローンを売却するとは考えにくい。
- 地方における不動産所有者は、経済合理性よりも、土地や自社ビルを所有することにステイタスがあると考えていること等から、オフバランスニーズが顕在化しにくい。

（ ）不動産融資に係る制度上・規制上の制約

- 不動産ノンリコースローンについては、建設・ノンバンクと併せていわゆる3業種としてのポートフォリオ管理下にあるので、地方銀行が融資残高を増やすには限界がある。
- 1件あたりの与信額が大きい場合、大口与信先又は信用集中業種としての対応が必要になりやすく、不動産事業者向け融資は増やしにくい状況にある。

・今後のニーズ

当スキーム等に係るニーズについて、各委員及び金融機関等へのヒアリングを行って、ノンリコースローン市場とC M B S市場に区分のうえ以下のとおり整理した。

() ノンリコースローン市場

- ノンリコースローンの契約書式及び審査手法の標準化が進むことにより、地域金融機関はノンリコースローンに取り組みやすくなる。
- ノンリコースローンの資金供与を通じて、地域の不動産に関するデータが蓄積され、審査の精緻化が進む。
- C M B S市場におけるプライシング（ノンリコースローンの市場価値）が分かれば、ノンリコースローン自体の取るべきリスク目線が把握される。
- ノンリコースローン自体は非常に完成された商品と考えるので、ノウハウを習得できれば資金運用方法の選択肢として積極的に取り組みたい。
- 出口戦略、ローンのリバランスの選択肢として当市場が整備されるのは有効である。
- 地震等、特定の地域に集中するリスク（地域リスク）を、金融機関が単独で負担することには限界があるが、一定部分をこのスキームに売却することによって新規に追加投資ができるようになるというメリットがある。
- C M B Sの投資家に長期資金の供給者が参加すれば、地域金融機関は売却を前提に今後長期のノンリコースローンニーズに対応することが可能になる。また、本来不動産事業運営は中長期的視点から行われるべきものであるため、長期のファイナンス資金を不動産市場に導入されることで、その資金調達と運用の期間構造のバランスが取られるため望ましい。
- 地域企業に対してC R E支援の一手法として当該スキームの活用が見込める。
- 地域取引先である不動産事業者が有望な再開発事業を行う場合、融資残高の管理面とC R E戦略の観点から、ノンリコースローンを提案することもできるようになる。
- P M、A Mといった専門業者が不動産を管理することで、それぞれの不動産価値が向上し、ひいては地域全体としての価値が向上するものと期待できる。
- ノンリコースローンを取り扱っていない金融機関等は、まずは投資家として本スキームに参加し、全体の仕組みや流れを理解することで、今後ノンリコースローンに取り組むことができる。
- ある取引先の融資残高が過剰になっている場合、C P Mや総額管理という観点から当該取引先の物件の一部を流動化することは考えられる。
- 非常に有望な案件であっても、不動産関連融資が連続すれば業種集中リスクが高まるので、一部オフバランスするニーズはある。

() C M B S 市場

- 現在は、国債、公社債程度しか投資バリエーションがないので、投資バリエーションの一つとしてC M B Sに対するニーズは強い。
- 預貸率が低い地方銀行では、C M B Sに対するニーズはあり得る。
- マーケットが成長し、流動性・安定性が高くなれば多少スプレッドが小さくなくてもC M B Sを取得する可能性はある。
- 裏付資産であるノンリコースローンが均質化・標準化されるようになると、投資判断(トレーサビリティ)も容易になり、投資対象として魅力的である。
- ビルの規模、築年数、都市規模を一定にし、ある程度均質化すると投資しやすくなる。
- トレーサビリティの観点から、裏付資産であるノンリコースローンに係る情報開示が整理され、内容等が標準化されると投資し易い。
- 住宅ローン債権のように、過去のデータに基づいて統計的手法が適用されるような状態になると投資が容易になる。
- 不動産、投資・融資の両面に関わる統一的データの構築が図れる。
- 特定の地域に偏ったノンリコースローンのC M B Sでは地域集中リスクがあるので投資家を取り組みやすい証券化商品の組成が困難であるが、多くの地域に係るノンリコースローンであれば分散効果が図れ、投資家を取り組みやすい証券化商品の組成が可能になる。

．対応策の検討

() 基本的な考え方

地方においては、不動産取引価格、利回り等の投資判断インデックスが未整備で適正にリスク判断が行えない、新B I S規制により不動産事業向け融資は増やしていく等、地方が抱える現状の課題を解決し、また地震等の地域リスクの分散、ノンリコースローンの市場価値の把握、C R Eの支援策、投資対象商品の多様化等、今後のニーズを充足する方策を検討すると、主に以下の理由から、複数の金融機関から地方の不動産に対するノンリコースローンを買取り、まとめて証券化する本スキームが極めて有効な方法と認識される。

地域金融機関がC M B Sを受け取ることができることにより、新B I S規制上業種信用集中リスクを軽減し、預貸率の低い地域金融機関の資産運用の選択肢を拡大し、地域金融機関がノンリコースローンに取り組みやすくなること
複数の地域金融機関からノンリコースローンをまとめて証券化することにより、地域分散が効いた良質なC M B Sを作成することが可能となること
金融庁の監督指針の改正を踏まえ、日本証券業協会において、証券化商品の原資産に係る統一情報開示フォーマットの制定の作業をしており、地方の不動産への投資やノンリコースローンの提供がしやすい環境が整いつつあること

そして、このスキームにより、ノンリコースローンが安定的に供給されることにより、地方の資金を活用して、地方のまちづくりが推進されることとなる。

なお、本スキームが目指すまちづくりは更地の状態からの開発・建設ではなく、現存する不動産の価値を向上させる手法に主眼を置いたものである。

本スキームを導入するにあたって検討すべき主な点としては、対象とする物件、投資家ニーズに合致した情報開示の内容、会計・法律・税務の課題、モラルハザードと商品性のバランス、新B I S規制上の取り扱いといったスキームの整理である。

() 対象物件

1．物件用途

本スキームで取り扱うべき物件は、最初の段階としては資産規模を大きくし、軌道に乗せ、十分に市場性を確保するために、特に用途限定する必要はないと考える。ただし、C M B Sの裏付資産であるノンリコースローンの均質化・標準化を図り、トレーサビリティを確保するために、商業、オフィス、住宅といった基本的な用途をまずは対象とし、医療施設、ホテル、工場等の特殊用途の物件は本スキームが十分に軌道に乗ってから取り組むのが妥当である。

2. 地域

本スキームで対象とする地域は、東京以外の、大阪、名古屋、福岡といった政令指定都市を含めた地方都市に所在する物件を対象にすることが、投資家のニーズに合致すると考えられる。

3. 投資採算性レベル

本スキームで対象とする物件の投資採算性のレベルは、通常の証券化にはややコスト的に投資採算性を満たしていないものの一定の投資採算性は確保している物件、つまりキャッシュフローはあるものの現在の金融収縮という異常事態のため証券化されていない物件に係るレベルである。つまり一定の収益力は確保しており、若干の資金供給または工夫をすることで証券化が可能な物件である。

4. 既存物件と開発型物件

初期はスキームが確実に機能することを目的とするため、利回り水準の目安が存在している既存物件を対象に取り組むのが妥当である。

開発型証券化に係るノンリコースローンは、地方のまちづくりを促進するという観点から本スキームの対象とする意義は高いと考えられるが、一方で、アセットリスクのみならず、スポンサーリスク、プロジェクトリスクまで包含されるため、ノンリコースローンの買取審査が極めて難しく、また投資家としてもリスク分析が困難となる。また、ノンリコースローンを売却することを前提に、投機的な資金が投入されるようになると、地域のまちづくりにとって必ずしも必要とはいえない開発を誘発するおそれがある。

優良物件であるにもかかわらず資金調達ができない状況を打開することを第1ステップとして、当面は既存物件を対象とし、開発型物件については順次全体資産に占める割合を決めるなど、スキーム全体への影響の程度を考慮のうえ組み込んでいくことが適当である。

() ローンオリジネーター

本スキームで対象とするノンリコースローンレンダーは、原則として地方銀行・信用金庫等の地域金融機関とすることが適当である。

これは、地方都市において投機的な資金が流入することにより、地域のまちづくりにとって必ずしも必要とはいえない開発の誘発を防ぐ観点から、リージョナルバンクとしてより地域に密着し、地域とともに発展することを標榜している地域金融機関を対象とすることが適当と考えられるためである。

ただし、地域金融機関に限定した場合、ノンリコースローンの数及び量を十分に集められるかが課題となる。

() 情報開示の標準化

本スキームにおいて情報開示を特に必要とする者としては、投資家及び債権買取審査を行う者並びにローンレンダーがあげられ、各立場からは以下のようなニーズがあげられる。

1. 投資家及び債権買取審査を行う者からの視点

地方に分散する物件についてリスク・リターン分析を行うための情報は現状において少ない。また、各物件を同一の尺度で投資判断が可能な規準や標準も存在しない。

投資リスクの判断を適正に行うためには、全物件を同一尺度で評価することが可能となるような情報開示の標準化が必須である。

2. ローンレンダーからの視点

地域金融機関は営業基盤地域における賃料水準、稼働率といった不動産に係る情報は把握しているが、当該不動産に対するノンリコースローンとしてのリスクに見合った適正利回りの定量的な把握は十分とはいえない。

そのため、今後ノンリコースローンに取り組むためには、全国目線に立った投資リスク判断を可能なものとする情報開示の標準化が必要である。

また、情報開示の内容としては、

原資産（裏付債権の担保物件）に関する情報

物件名、用途、所在地、竣工年月、総床面積、賃貸面積、土地面積、PM業者、PML値、稼働率、賃料水準、NOI、NCF等

裏付債権に関する情報

借入人、貸出実行日、満期日、元本返済方法、利率、LTV、DSCR、トリガーの抵触状況等

証券化商品の情報

ストラクチャー、アレンジャー、発行体、優先劣後構造、元本返済方法、格付、トリガーの抵触状況等

等があげられる。その情報開示の内容は、投資家やローンレンダー等、各関連プレーヤーが投資判断材料として十分であると信認を得られる必要がある。

そのため、開示内容の基準としては、日本証券業協会の「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」が現在制定作業している証券化商品の原資産に係る「統一情報開示フォーマット」を活用すべきである。

()スキームの検討

1. 基本形態

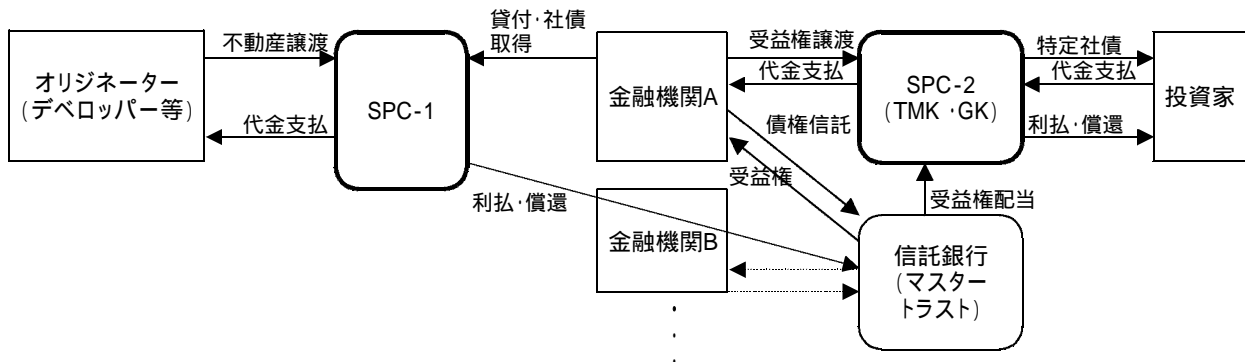
本スキームの目的は、それぞれ単独では証券化が図り難いノンリコースローンであっても、多数のローンを束ねることで地域分散効果や大数の法則が働くことで、投資商品性が高まり、高格付けを取得することが可能になることにある。

その目的を前提にしたスキームとしては、マスタートラスト方式を採用するスキームとマスタートラスト方式を採用しないスキームの2つの基本形態に大きく区分される。

なお、投資信託及び投資法人に関する法律上の投資法人・投資信託を用いることは法律上不可能ではないが、これらを用いる場合は必ず委託業者の認可が必要となり、認可を得るための手続き及びコストが膨大になる。また商品に流動性を付与させるために上場制度を用いることが通常であるが、ローン債権を裏付けとした投信商品の上場制度は未だ整備されていないため、本件のような不動産を裏付資産としたノンリコースローンの証券化においては、投資法人・投資信託を利用したスキームは適当ではないと考えられる。

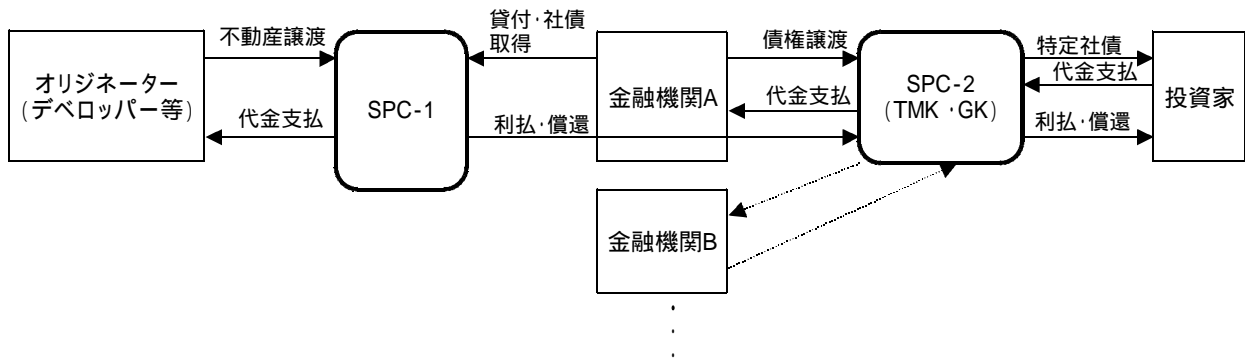
1) マスタートラスト方式

マスタートラストを採用するスキームである。ノンリコースローンをマスタートラストへ信託のうえ、SPC-2が社債等を発行するスキームである。



2) マスタートラスト不採用方式

マスタートラストは採用せず、レンダーからノンリコースローンをSPC-2が買い受け、それを裏付資産として社債等を発行するスキームである。



3) 各方式の比較

マスタートラストを採用するスキームと採用しないスキームのそれぞれのメリット及びデメリットは下表のとおりである。

	メリット	デメリット
マスタートラスト方式	<ul style="list-style-type: none"> ● 裏付資産が大きくなり、リスク分散効果が図れる。 ● 信託銀行が受託者責任として最終的な債権管理を行うのでスキーム全体の信頼感が高まる。 ● ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の信託譲渡について、貸金業法第 24 条 2 項通知（注 1）が不要と解される可能性が高い。 ● S P C が条件変更等を行う場合でも S P C が貸金業者と見なされるリスクがない。 ● 受益権で優先劣後構造を作成できる。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託報酬が発生し、スキーム組成コストが増加する。 ● ウォーターフォールや契約書作成が複雑である。 ● 信託業法第 22 条の委託規制がサービサーを務める譲渡人等の委託先に該当する場合がある。 ● 受益権を買い取る S P C - 2 を設置する場合には当該設立費用を要する。
マスタートラスト不採用方式	<ul style="list-style-type: none"> ● 信託報酬がかからず、コスト削減が図れる。 ● スキームがシンプルであり、ウォーターフォールや契約書作成が比較的簡易である。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 債権譲受人である S P C が債務者とリスケジュールリングをすることが契約の更改に当たる場合、新たな金銭の貸付として貸金業の登録が必要とみなされる可能性がある。 ● ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の譲渡について、貸金業法第 24 条 2 項通知（注 1）を留保できない可能性がある。 ● 債権買取 S P C - 2 を組成する必要がある、当該設立コストを要する。

（注 1）貸金業法第 24 条第 2 項に基づく通知（いわゆる 24 条 2 項通知）の趣旨は、債務者の関知しないところで債権者の変更が行われ、請求時に突然、新たな債権者によりかかる事実が債務者に示され「不意打ち」的に履行請求が行われることは債務者の保護に十分ではないため、貸付債権の譲渡に際して、かかる譲渡の事実を債務者に了知させることにあると解される（大蔵財務協会編「〔改訂〕実例問答式貸金業法のすべて」（大蔵財務協会、1998 年）113 頁）。従来、信託譲渡の場合は、かかる通知が不要とされる譲渡担保との類似性からも、一定の条件の元で不要と解する見解があった。この点、近時の金融庁は「債

債務者保護の観点から問題が生じないのであれば、金融庁としては特に問題としない。」という見解を取っている模様であり、かかる見解は信託譲渡の場合と、SPCに対する譲渡の場合を特に区別していないものと思われるが、いかなる場合に「債務者保護の観点から問題が生じない」といえるのかは明らかでなく、確立した判例又は学説はないので、慎重な対応が必要となる。

また、マスタートラスト方式及びマスタートラスト不採用方式のいずれにおいても貸金業法が適用される債権の譲渡又は信託譲渡については以下の点に留意を要する。

譲受人及び信託会社が貸金業法第 19 条及び第 19 条の 2 に基づく帳簿備付等の義務を負う。なお、証券化の際の譲渡又は信託譲渡の場合もかかる留保は認められず、譲渡時から譲受人又は受託者はかかる義務を負い、上記義務を、第三者(オリジネーター等)に委託することは可能であるが、その場合でも譲受人又は受託者がかかる義務を免れるものではないというのが金融庁の見解である。

譲渡人が貸金業法第 24 条の 6 の 2 及び貸金業法施行規則第 26 条の 25 に基づく届出義務を負う。

[貸金業法]

(帳簿の備付け)

第 19 条 貸金業者は、内閣府令で定めるところにより、その営業所又は事務所ごとに、その業務に関する帳簿を備え、債務者ごとに貸付けの契約について契約年月日、貸付けの金額、受領金額その他内閣府令で定める事項を記載し、これを保存しなければならない。

(帳簿の閲覧)

第 19 条の 2 債務者等又は債務者等であつた者その他内閣府令で定める者は、貸金業者に対し、内閣府令で定めるところにより、前条の帳簿(利害関係がある部分に限る。)の閲覧又は謄写を請求することができる。この場合において、貸金業者は、当該請求が当該請求を行つた者の権利の行使に関する調査を目的とするものでないことが明らかであるときを除き、当該請求を拒むことができない。

(開始等の届出)

第 24 条の 6 の 2 貸金業者は、次の各号のいずれかに該当するときは、内閣府令で定めるところにより、その旨をその登録をした内閣総理大臣又は都道府県知事に届け出なければならない。

3 . 前 2 号に掲げるもののほか、内閣府令で定める場合に該当するとき。

[貸金業法施行規則]

(開始等の届出)

第 26 条の 25 法第 24 条の 6 の 2 第 3 号に規定する内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

3 . 貸付けに係る契約に基づく債権を他人に譲渡した場合 (法令の規定により法第 24 条の規定を適用しないこととされる場合を除く。)

2. マスタートラスト方式

マスタートラストを採用する場合のスキームは、ローンレンダーが信託した受益権を一旦SPCが買い取り、当該信託受益権を裏付資産として、特定社債、優先出資等を発行する形態（以下、「マスタートラストSPC設置型スキーム」という。）と、ローンレンダーが信託した受益権をそのまま投資家に売却する形態（以下、「マスタートラスト受益権売却型スキーム」という。）の2形態が考えられる。

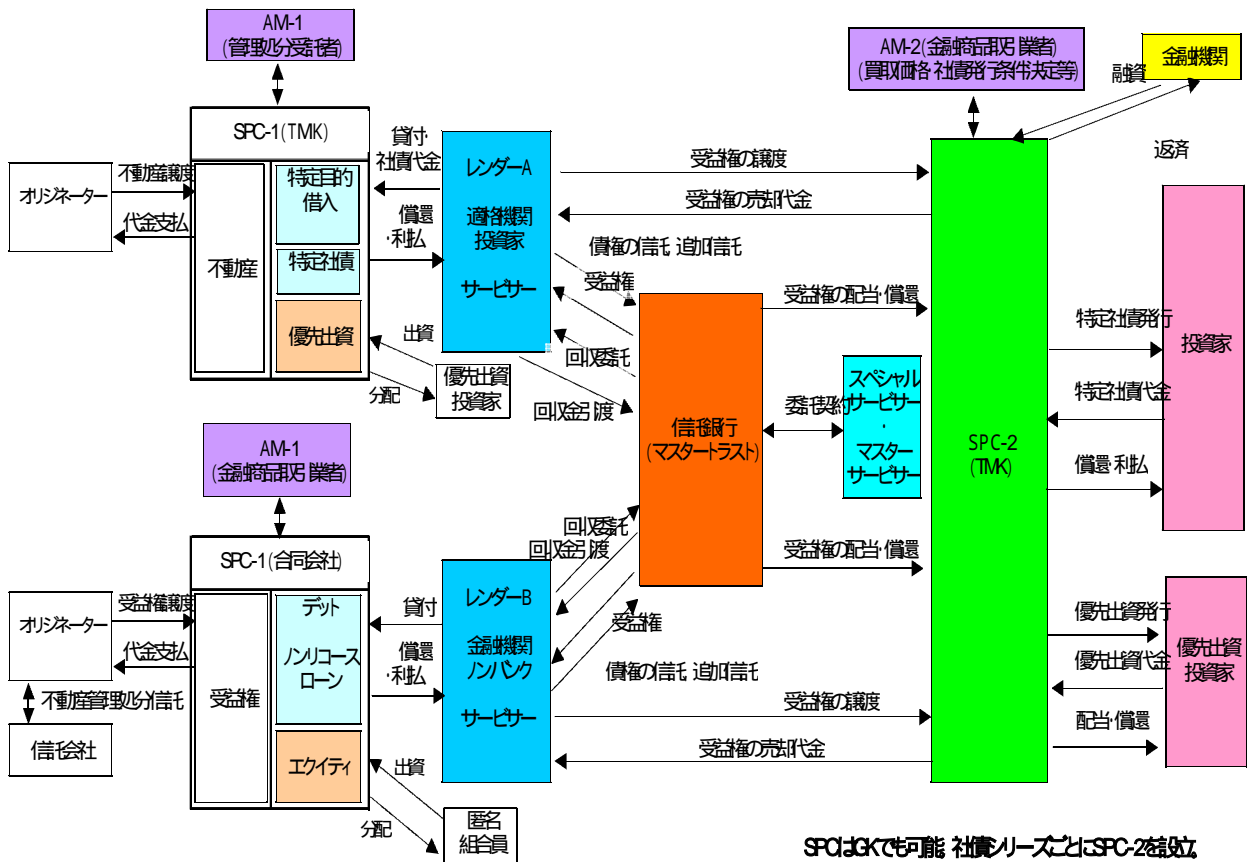
両形態ともに法的安定性に大差はなく、主に発行時における投資家ニーズによって選択することになると考えられる。

1) マスタートラストSPC設置型スキーム

(1) スキーム図及び主な流れ

スキーム図及び主な手順、流れは以下のとおりである。

[スキーム図]



[スキームの主な流れ]

金融機関・ノンバンク（以下「レンダー」という。）がSPC-1にノンリコースローン、特定社債、特定目的借入を拠出する。

レンダーは債権（ノンリコースローン、特定社債、特定目的借入）を信託銀行に信託（マスタートラスト方式）する。また、信託譲渡に係る第三者対抗要件として、「動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」に基づく債権譲渡登記（社債の場合は社債原簿の名義の書き換え、振替、社債券の交付等）を行う。

レンダーは信託銀行から信託受益権を取得し、信託銀行はレンダーに債権回収業務を委託する。また、スペシャル・サービサー、マスターサービサーを必要に応じて設定のうえ業務委託を行う。

レンダーは取得した受益権をSPC-2へ譲渡する。SPC-2は、AM-2の指示のもと、金融機関等からの借入金・出資金により受益権を買い取る。

SPC-2は信託受益権を裏付資産とする特定社債、優先出資証券等を発行し、発行代わり金を投資家より受け取る。

SPC-2は発行代わり金により金融機関からの借入金を返済する。

債権回収業務を受託したレンダーは、SPC-1から元利金の返済を受ける。

レンダーは回収金を信託銀行へ引き渡す。

信託銀行は回収金をもとにSPC-2へ受益権の配当・償還を行う。

SPC-2は受益権の配当・償還を元に、発行した特定社債・優先出資等について、元利払い・配当・償還を行う。

(2) メリット・デメリット

本スキームのメリット、デメリット（留意点）は以下のとおりである。

[メリット]

裏付資産が大きくなり、リスク分散効果が図れる。

信託銀行が受託者責任として最終的な債権管理を行うのでスキーム全体の信頼感が高まる。

ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の信託譲渡について、貸金業法第24条2項通知が不要と解される可能性が高い。

SPCが条件変更等を行う場合でもSPCが貸金業者と見なされるリスクがない。

信託コストのみで優先劣後構造を作成できる。

投資商品として社債ニーズが強い時期に有利である。

[デメリット (留意点)]

信託報酬が発生し、スキーム組成コストが増加する。

ウォーターフォールや契約書作成が複雑である。

信託業法第 22 条の委託規制がサービサーを務める譲渡人等の委託先に該当する場合がある。

受益権を買い取る S P C - 2 の設立費用を要する。

特定社債を信託している場合、S P C - 1 の税務上の導管性要件について特定社債の引き受け手が信託受託者である信託銀行ではなく、信託の受益者である S P C - 2 とみなされた場合、S P C - 2 は適格機関投資家ではないため、利益配当の損金算入が認められない可能性がある (注 1) 。

特定目的借入を信託している場合、S P C - 1 の税務上の導管性要件について特定目的借入の引き受け手が信託受託者である信託銀行ではなく、信託の受益者である S P C - 2 とみなされた場合、S P C - 2 は適格機関投資家ではないため、利益配当の損金算入が認められない可能性が高い (注 2) 。

特定社債の利子に係る源泉徴収税の免除については、受益者は S P C - 2 であり、指定金融機関に該当しないため、当該免除は受けられない (注 3) 。

ノンリコースローンのキャッシュインと社債の支払期日の差、各金利の差、ノンリコースローンの期限前償還への対応策が必要である。

新 B I S 規制における資本控除の問題に留意する必要がある。多くの債権が束ねられてコミングルされることで別の金融商品、有価証券と見なされる目安、指針は現状ない。また、監査法人によって売却処理の見解が異なる可能性がある。

(注 1) 租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項柱書及び同項第 1 号口 (2) によれば特定社債の全てが適格機関投資家に「引き受けられた」ことを要求されているが、その後も継続的に適格機関投資家が保有すると記載されてはいない。すなわち、同項第 1 号は、同項第 2 号とは異なり、資産取得当初の要件を定めたものであり、またそもそも、社債は転々流通することが予定されているものであることから、適格機関投資家に引き受けられたものであるならば、その後、結果として (譲渡される等によって) 適格機関投資家以外の者が取得することになったとしても、それによって、損金算入の要件が満たされなくなるものではない。したがって、適格機関投資家以外に特定社債を譲渡したとしても、利益配当の損金算入は可能とする見解もある。しかし、当初から、適格機関投資家以外の者が取得する予定で、一時的に適格機関投資家が引き受けただけの場合には、脱法的なものとして、要件を満たさなくなる。また、かかる脱法のおそれを考慮に入れると、上記と異なり、適格機関投資家以外の者に譲渡された場合には、かかる損金算入ができないという見解もあるため、この点については十分留意する必要がある。

(注 2) 租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項柱書によれば、特定目的借入れの借入先が適格機関投資家となっている「事業年度に係る」 T M K は、利益配当を損金算入できるとなっ

いるところ、特定目的借入れに係る債権を適格機関投資家以外の者に譲渡した場合には、譲渡後の事業年度は、適格機関投資家が特定目的借入れの借入先ということにはならないので、条文の要件をみたさず、利益配当の損金算入は認められないことになる。また、適格機関投資家に信託譲渡し、適格機関投資家以外の者が受益者である場合については、実務上、税務上のいわゆる導管性が認められる信託（導管信託）の場合には、受益者の属性から要件を判断することとなっており、信託譲渡先が適格機関投資家であったとしても、受益者が適格機関投資家以外の者であれば、利益配当の損金算入は認められないことになる可能性が高いと考えられるため、この点についても十分留意する必要がある。

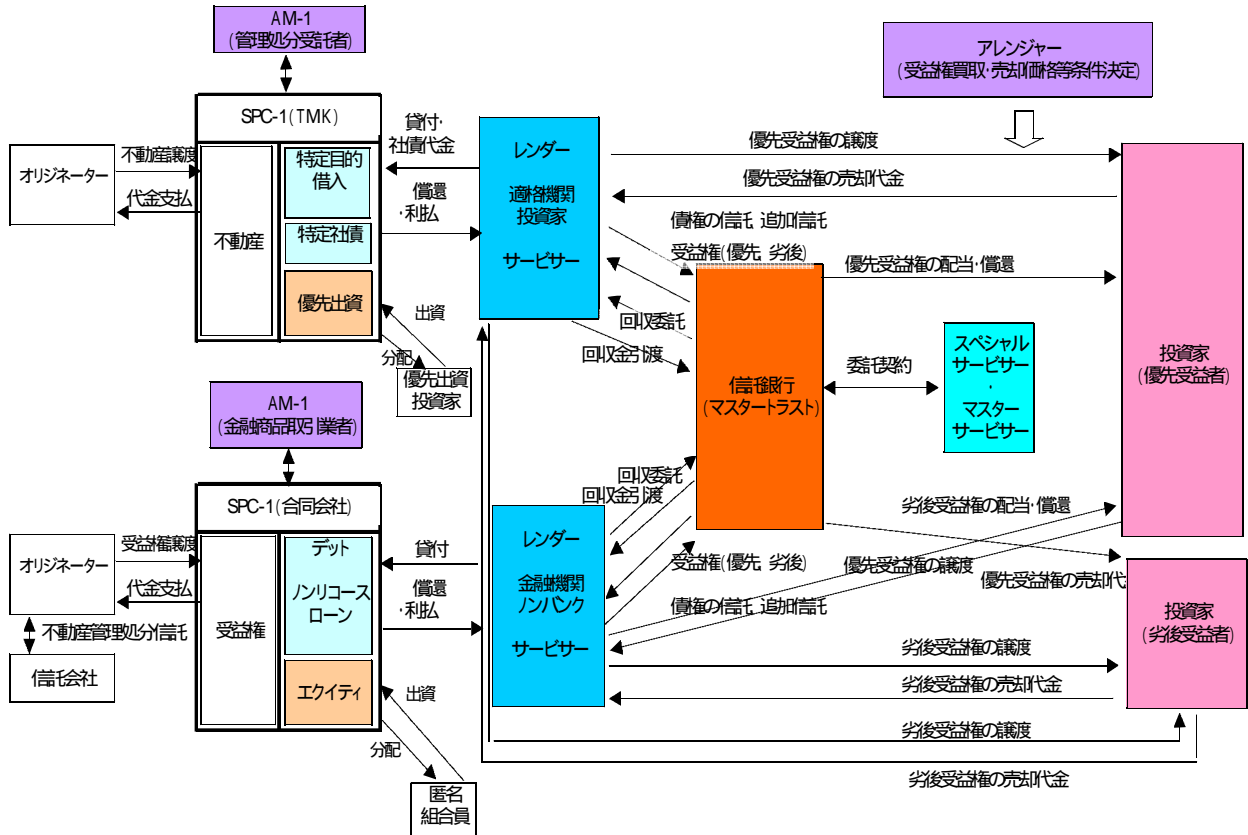
（注３）租税特別措置法第８条第１項によれば、指定「金融機関が支払を受ける公社債の利子」について、源泉徴収されないこととなっているので、譲渡先が指定金融機関以外の場合その譲渡先が支払をうける公社債の利子は、指定「金融機関が支払をうける公社債の利子」とはいえないことから、譲渡先が指定金融機関以外の場合、租税特別措置法第８条第１項は適用されず、源泉徴収されるものと考えられる。指定金融機関に信託譲渡し、指定金融機関以外の者が受益者である場合、受益者の属性から要件を判断することになっているため、源泉徴収不適用の特例は適用されず、源泉徴収されると考えられる。

2) マスタートラスト受益権売却型スキーム

(1) スキーム図及び主な流れ

スキーム図及び主な手順、流れは以下のとおりである。

[スキーム図]



[スキームの主な流れ]

金融機関・ノンバンク（以下「レンダー」という。）がSPC-1にノンリコースローン、特定社債、特定目的借入を拠出する。
レンダーは債権（ノンリコースローン、特定社債、特定目的借入）を信託銀行に信託（マスタートラスト方式）する。また、信託譲渡に係る第三者対抗要件として、「動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」に基づく債権譲渡登記（社債の場合は社債原簿の名義の書き換え、振替、社債券の交付等）を行う。
レンダーは信託銀行から信託受益権（優先・劣後）を取得し、信託銀行はレンダーに債権回収業務を委託する。スペシャル・サービサー、マスターサービサーに必要なに応じて業務委託する。
アレンジャーは、レンダーが取得した優先・劣後受益権をそれぞれ投資家へ販売する。

債権回収業務を受託したレンダーは、SPC-1から元利金の返済を受ける。
レンダーは回収金を信託銀行へ引き渡す。
信託銀行は回収金をもとに投資家へ受益権の配当・償還を行う。

(2) メリット・デメリット

本スキームのメリット、デメリット（留意点）は以下のとおりである。

[メリット]

裏付資産が大きくなり、リスク分散効果が図れる。

信託銀行が受託者責任として最終的な債権管理を行うのでスキーム全体の信頼感が高まる。

ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の信託譲渡について、貸金業法第24条2項通知が不要と解される可能性が高い。

SPCが条件変更等を行う場合でもSPCが貸金業者と見なされるリスクがない。

信託コストのみで優先劣後構造を作成できる。

投資商品として受益権ニーズが強い時期に有利である。

パススルー（期限前償還が発生した場合、そのまま受益権投資家に返済する）方式が可能である。

特定社債を信託している場合、受益権投資家が適格機関投資家であれば利益配当の損金算入が認められる（第18頁注1参照）。

特定目的借入を信託している場合、受益権投資家が適格機関投資家であれば利益配当の損金算入が認められる（第18頁注2参照）。

特定社債の利子に係る源泉徴収税の免除については、受益権投資家が指定金融機関に該当すれば、当該免除を受けられる（第19頁注3参照）。

なお、～ はマスタートラストSPC設置型と同一である。

[デメリット（留意点）]

信託報酬が発生し、スキーム組成コストが増加する。

ウォーターフォールや契約書作成が複雑である。

信託業法第22条の委託規制がサービサーを務める譲渡人等の委託先に該当する場合がある。

BIS規制における資本控除の問題に留意する必要がある。多くの受益権が束ねられてコミングルされることで別の金融商品、有価証券と見なされる目安、指針は現状ない。また、監査法人によって売却処理の見解が異なる可能性がある。

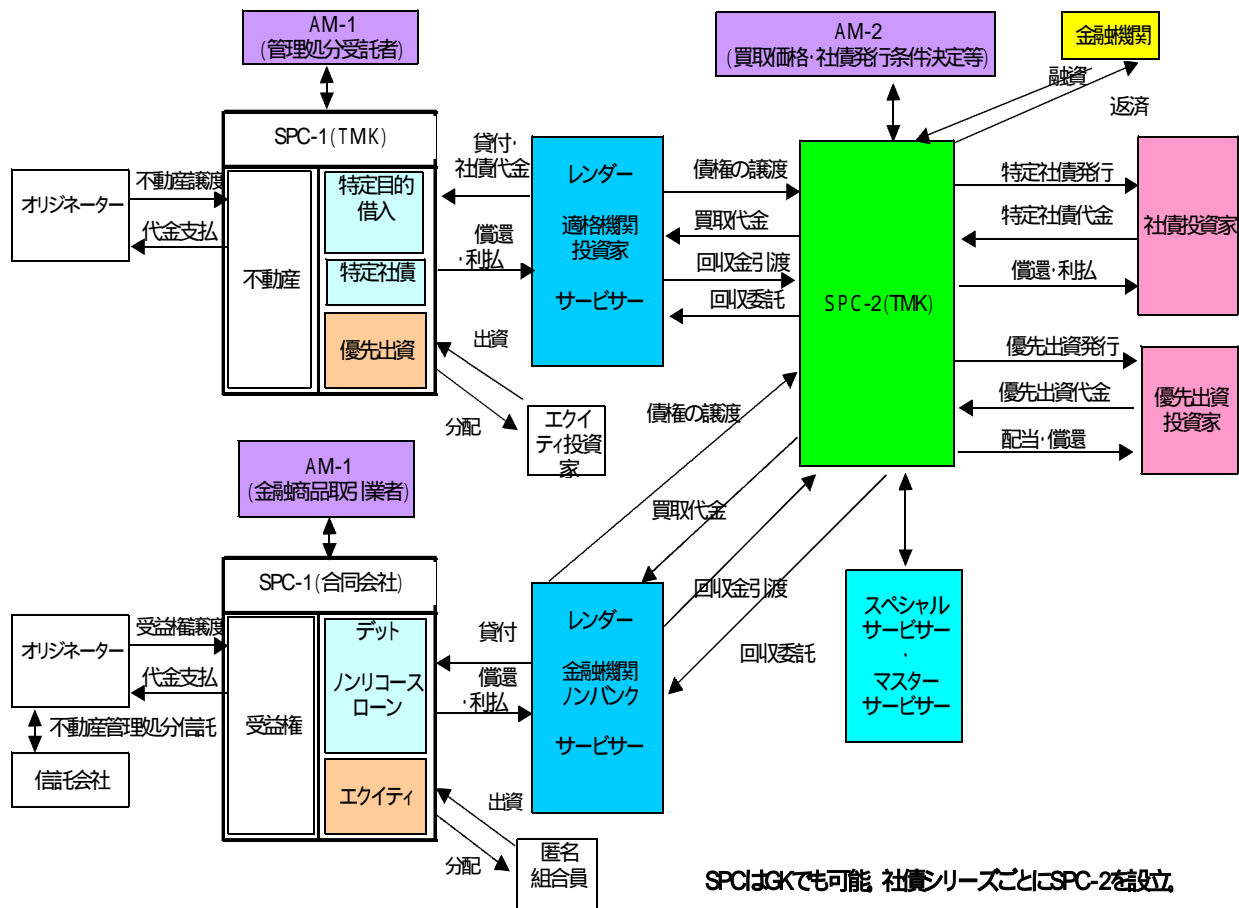
3. マスタートラスト不採用方式

マスタートラストを採用しない場合、ノンリコースローンをレンダーからSPC-2が買い取り、当該債権を裏付資産として、特定社債、優先出資等を発行するスキーム（以下、「債権買取SPC設置型スキーム」という。）が一般的である。

1) スキーム図及び主な流れ

スキーム図及び主な手順、流れは以下のとおりである。

[スキーム図]



[スキームの主な流れ]

金融機関・ノンバンク（レンダー）がSPC-1にノンリコースローン、特定社債、特定目的借入を拠出する。

レンダーは債権（ノンリコースローン、特定社債、特定目的借入）をSPC-2へ譲渡する。また、ローン債権の譲渡に係る第三者対抗要件として、「動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」に基づく債権譲渡登記（社債の場合は社債原簿の名義の書き換え、振替、社債券の交付等）を行う。

SPC-2はレンダーへ債権回収委託する。スペシャル・サービス、マスタ

ーサービサーに必要に応じて業務委託をする。

S P C - 2 (T M K) は貸付債権を裏付資産とする特定社債・優先出資証券を発行し、発行代わり金を投資家より受け取る。

S P C - 2 は発行代わり金により金融機関からの借入金を返済する。

債権回収業務を受託したレンダーは、S P C - 1 から元利金の返済を受ける。

レンダーは回収金をS P C - 2 へ引き渡す。

回収金をもとにS P C - 2 へは投資家へ利払・配当・償還を行う。

2) メリット・デメリット

本スキームのメリット、デメリット(留意点)は以下のとおりである。

[メリット]

信託報酬がかからず、コスト削減が図れる。

スキームがシンプルで、ウォーターフォールや契約書作成が比較的簡易である。投資商品として社債ニーズが強い場合に有利である。

[デメリット (留意点)]

債権の買取人であるS P C が債務者とリスケジュールをすることが契約の更改に当たる場合、新たな金銭の貸付として貸金業の登録が必要とみなされる可能性がある。

ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の譲渡について、貸金業法第24条2項通知を留保できない可能性がある。

債権買取S P C を組成する必要がある、当該設立コストを要する。

特定社債を買い取る場合、S P C - 1 の税務上の導管性要件について特定社債の引き受け手はS P C - 2 であり、S P C - 2 は適格機関投資家ではないため、利益配当の損金算入が認められない可能性がある(第18頁注1参照)。

特定目的借入を買い取る場合、S P C - 1 の税務上の導管性要件について特定目的借入の引き受け手はS P C - 2 であり、S P C - 2 は適格機関投資家ではないため、利益配当の損金算入が認められない可能性が高い(第18項注2参照)。

特定社債の利子に係る源泉徴収税の免除については、特定社債の譲渡先はS P C - 2 であり、指定金融機関に該当しないため、当該免除は受けられない(第19頁注3参照)。

ノンリコースローンのキャッシュインと社債の支払期日の差、各金利の差、ノンリコースローンの期限前償還への対応策が必要である。

新B I S 規制における資本控除の問題に留意する必要がある。多くの債権が束ねられてコミングルされることで別の金融商品、有価証券と見なされる目安、指針は現状ない。また、監査法人によって売却処理の見解が異なる可能性がある。

4. モラルハザード防止策

本スキームにおける重要な課題点として、モラルハザードの防止と商品性（オリジネーターにとってのメリット）の調整があげられる。本件におけるモラルハザードの防止策は主に以下のとおりである。

1) 劣後受益権

最劣後部分をオリジネーターに取得させることでモラルハザードを防ぐ方法であり、最も抑止効果が高いと考えられる。劣後受益権の段階で保有させるため、デフォルトリスクはオリジネーターが直接負担し、その効果は非常に高いと言える。しかし、この場合、劣後受益権の比率如何によっては譲渡債権の真正譲渡性に疑いが生じる可能性があるほか、新BIS規制上、オリジネーターには自己資本控除という最も重いリスクウェイトが課されることになり、オリジネーターが本スキームに参加しなくなる可能性が高くなる。

2) 証券化商品の優先出資

オリジネートされたローンが束ねられ、平均化した証券化商品の劣後部分（優先出資）をオリジネーターに取得させる方法である。他のオリジネーターのローンも混在しているため、他のオリジネーターのローンリスクを一部負担することになる。この場合、優先出資の比率如何によっては譲渡債権の真正譲渡性に疑いが生じる可能性があるほか、新BIS上のリスクウェイトは参加したオリジネーターの数と債権額等によって、投資家またはオリジネーターとして扱われるかによって異なるので、留意する必要がある。

3) 買い戻し義務

売却したノンリコースローンがデフォルトした場合、そのオリジネーターに買い戻し義務を課す方法である。

オリジネーターとしては、デフォルトした場合、貸付債権の内容を変更し、適切に債権回収を図りたいというニーズがあり、そのニーズに合致した方法といえる。ただし、買い戻し義務の内容がオリジネーターにとって過大な負担である場合、オリジネーターにとって売却するインセンティブが働かなくなり、また真正譲渡の問題も生じることから、本スキームが十分に機能しない可能性がある。したがって、債権に係るデフォルト率に見合った買い戻し額の上限を定める等、その買い戻し内容の設定は適切に行う必要がある。

4) オリジネーターの選別

本スキームで対象とするノンリコースローンレンダーを、地方銀行・信用金庫等の地域金融機関に限定することで一定のモラルハザードを抑止する効果があるものと考えられる。

地域金融機関は、リージョナルバンクとしてより地域に密着し、地域とともに発展することを標榜していることから、オリジネーターを選別することで、結果としてモラルハザードを一定程度、抑止することが可能と考えられる。

なお、地域金融機関に限定した場合、ノンリコースローンの数及び量を十分に集められるかが課題となる。

5) 債権買取審査の厳格化

レンダーから買い取るノンリコースローンの買取審査を厳格に行うことにより、ノンリコースローンを峻別し、また適正価格で債権を買い取り、モラルハザードを防ぐ。なお、当該債権買取審査の厳格化は上記1)～4)を採用した場合においても必要となる方策である。

ただし、当該債権の買取審査は、不動産価値とノンリコースローンの双方を同時に、かつ適正に判断する能力を必要とし、極めて難易度の高い行為である。また、本スキームが適切に稼働するために重要となる部分でもあるため、当行為者の選定には十分な検討を要する。

5 . ビークルの検討

マスタートラスト方式 S P C 設置型及びマスタートラスト不採用方式において、S P C - 2 として利用が想定される合同会社 (G K) ・ 特定目的会社 (T M K) について、基本的な特徴、金融商品取引法 (以下、「金商法」という。) 及び導管性に係る留意点をあげると以下のとおりである。

1) 基本的な特徴

(1) 合同会社 (G K)

ビークルとして G K を利用した G K - T K スキーム (G K (Goudou Kaisha) - T K (Tokumei Kumiai) の頭文字をとって、G K - T K 方式と呼ばれる) は、現在の不動産の証券化において最も典型的なスキームであり、本スキームにおいても、S P C - 1 において活用されることが多いものと想定される。これは、オリジネーターが所有する対象不動産を不動産信託受益権とし、それを媒体である特別目的会社 (S P C - 1) に譲渡し、S P C - 1 はその受益権譲渡代金をノンリコースローンと匿名組合員からの金銭出資により資金調達する方法である。

なお、匿名組合事業が不動産取引 (賃貸、売買等) に該当すると、営業者は匿名組合員との間で匿名組合契約を締結して出資を得るためには不動産特定共同事業法上の許可を取得する必要があるが、S P C である営業者がかかる許可を取得することは実務的には困難である。しかし、匿名組合事業が不動産信託受益権への投資ということになると、不動産特定共同事業法の適用はないことから、当該スキームにおいては実物不動産ではなく信託受益権へ投資することになる。

また、合同会社は S P C - 2 としての利用も可能であり、前記検討スキームのうち、マスタートラスト S P C 設置型スキーム及びマスタートラスト不採用方式の両スキームの S P C - 2 としての利用が可能である。

(2) 特定目的会社 (T M K)

ビークルとして資産の流動化に関する法律 (以下、「資産流動化法」という。) に定める特定目的会社 (Tokutei Mokuteki kaisha の各頭文字を使って、T M K と呼ばれている。) を利用したスキームである。基本的な構造は G K - T K 方式と類似しているが、大きく異なる点としては、資金調達の方法が資産流動化法で定める特定社債・特定目的借入、優先出資、特定出資等に限定されていること、対象不動産を特定のうえ資産流動化計画に従った運用を実施する必要があること、租税上の軽減措置、法人税法上の配当所得の損金扱いなどの要件 (導管性要件) を充たす必要があること、実物不動産を対象とすることが可能であること等があげられる。

また、G K 同様、S P C - 2 としての利用も可能であり、前記検討スキームのうち、マスタートラスト S P C 設置型スキーム及びマスタートラスト不採用方式の両スキームの S P C - 2 としての利用が可能である。

(3) 各ビークルの比較

G K及びT M Kについて、根拠法、倒産隔離の方法、流動性といった事項を比較整理すると次頁表のとおりであり、また各ビークルのメリット及びデメリットは下表のとおりである。

なお、本スキームではS P C - 2は不動産自体の取得を想定せず、主にアセットファイナンスであるノンリコースローン（特定社債、特定目的借入を含む）を取得することを想定している。

	メリット	デメリット
T M K	<ul style="list-style-type: none"> ● 資産流動化法に基づくスキームであるため、法的安定性が高い。 ● 不動産特定共同事業法の適用がないため現物不動産の取得保有が可能である。 ● 不動産取得税や登録免許税において軽減措置の適用がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 特定目的借入は借入先が銀行及び適格機関投資家に限定されている（資産流動化法第 210 条第 2 号、同法施行規則第 93 条）。 ● 運用期間中における資産の追加取得が困難（資産流動化計画に記載されていない場合、計画の変更が必要となり、利害関係人全員の承諾が必要になる場合があり得る）。 ● 運用期間中におけるストラクチャーの変更が困難（資産流動化計画の変更が限定的）。 ● 配当を損金算入するための要件（導管性要件）を満たす必要がある。
G K (注 1)	<ul style="list-style-type: none"> ● 会社法及び商法の枠組み内で比較的自由に物件取得及び資金調達のスキームが組成可能であり、フレキシビリティが高い。 ● 匿名組合性を確保することで、法律上、導管性が確保されている。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 匿名組合性が否定された場合、民法上の組合員と同様に扱われる可能性がある（第 29 頁中段参照） ● 不動産を取得する場合、不動産特定共同事業法の関係から信託受益権化する必要があり、当該信託費用を要する。

(注 1) 匿名組合契約による匿名組合出資を前提とする。

[TMKとGK - TKの比較表]

		特定目的会社 (TMK) (現物売買)	合同会社 + 匿名組合 (GK-TK)
根拠法		資産流動化法	商法等
倒産隔離		特定持分信託の活用が可能のほか、 慈善信託、中間法人の活用も可能	慈善信託や中間法人の 活用によって対応。
流動性		特定社債券・特定約束手形・優先出資証券の小口化 及び証券取引法上の有価証券とすることで対応。	匿名組合の出資部分の 小口化で対応。
事前規制		業務開始に先立ち、あらかじめ内閣総理大臣に 業務開始届出をする必要がある。	特段の制限なし。
二重課税の回避		一定の配当・分配ルールを充足すれば、配当金・分配金の損 金参入が可能。(一定の投資信託には課税なし)	匿名組合の活用によって対応。
不動産の移転・保有に係る税制			
取得時	不動産取得税	土地(宅地等) 土地評価額×1/3(注1)×1/2×(注1)×3%(注1) 土地(宅地以外) 土地評価額×1/3(注1)×3%(注1) 建物(住宅) 建物評価額×1/3(注1)×3%(注1) 建物(非住宅) 建物評価額×1/3(注1)×4%(注1)	-
	登録免許税	土地評価額×0.8%(注2) 建物評価額×0.8%(注2)	(信託受益権の取得のため 受益権名義変更登記費用のみ)
保有時	固定資産税	軽減措置なし	軽減措置なし
	都市都市計画税	軽減措置なし	軽減措置なし
資産の追加取得 ストラクチャーの変更		資産流動化計画の変更には利害関係人全員の承諾が必要	特段の制限なし。
必要 的機 関	意思決定機関	社員総会	社員総会
	業務執行機関	取締役	取締役
	監査監督機関	監査役・会計監査人	監査役(任意に選任)

(注1) 2009年3月31日まで

(注2) 2009年3月31日まで0.8%、2009年4月1日~2010年3月31日まで0.9%

2) 金融商品取引法に係る留意点

TMKとGKについて、金商法下での対応策を整理したものが第31頁表である。

GK（TK出資を前提とする）の場合、投資対象を信託受益権（金商法第2条2項1号）又は特定社債券（金商法第2条1項4号）とした場合、金商法が適用されることになる。この場合、募集時においては第二種金融商品取引業者に委託し、運用時は投資運用業の登録業者と投資一任契約を締結して委託する方法が最も望ましい。なお、募集時、適格機関投資家等特例業務の制度を活用し、内閣総理大臣に事前届出を行ったうえで、自己募集するという選択肢もあるが、この場合、器としてのSPC本来の性格を考えた場合、現実にこの選択肢で行うことはやや困難と考えられる。

運用時は、適格機関投資家等特例業務の制度を活用し、GKに投資委員会を設置する。投資判断にあたって匿名組合員等の意向を確認する等の措置で、GK自体が一定の判断を行える建て付けを設けることができるのであれば、AMは投資運用業の登録は不要で、投資助言・代理業の登録で足りると解される。ただし、投資委員会等において匿名組合出資者が意思決定に関与する場合、匿名組合性の維持についての工夫が必要であり、仮に、匿名組合員が匿名組合の意思決定に過度に関与したことによる匿名組合性が否定された場合、匿名組合員に対する課税が民法上の組合員と同様に扱われる可能性がある。その場合、

匿名組合の場合、基本的には営業者に対する法人税が課せられて、匿名組合員に対する配当が営業者の法人税の算定において損金扱いされるのに対し、民法組合の場合、構成員が直接課税対象とされる。

消費税の課税が匿名組合では営業者に対してのみなされ、簡易課税を選択することも可能であるのに対して、民法組合の場合は組合員に直接消費税が課税される。

法律上、匿名組合員は営業者の営業について何ら責任を負わないが、民法組合の場合は各組合員の共同事業であって事業から生じた債務について全組合員が無限責任を負う。

等の税務・法務上の問題が生じる可能性があることに留意を要する。

なお、TK出資を受けた場合でも金商法の有価証券（みなし有価証券を含む）に投資せず、債権のみを投資対象とする場合においては、GKの運用行為及びAMの助言・運用行為については金商法は適用されず、上記のような対応は不要となる。

TMKの場合、TMKが発行する証券（資産対応証券）はいわゆる伝統的な有価証券（金商法第2条1項）に分類されるため、募集については第一種金融商品取引業者に委託する選択肢のほか、特定譲渡人による私募又は公募の取り扱いが可能である。

運用時においては、TMKは匿名組合員から出資を受けることはできないため、いわゆる自己運用業（金商法第2条第8項第15号）には該当せず、登録の必要はない。ただし、特定資産が有価証券（みなし有価証券を含む）の場合において、A

Mを設置する場合は、AMは金商法上の投資助言業又は投資運用業を営むことになるため、それぞれ投資助言業又は投資運用業の登録が必要になる。

なお、金商法の有価証券（みなし有価証券を含む）に投資せず、債権のみを投資対象とする場合においては、AMの助言・運用行為については金商法は適用されず、資産流動化法の対応は必要であるものの、金商法の対応は不要である。

マスタートラスト受益権売却型スキームにおいては、受益権の販売を行う者は第2種金融商品取引業者であることに留意を要する。

【ピーケルと金商法の関係】

SPC-2 の種類	投資対象	局面	対応策の選択肢	実効性等	該当スキーム	
GK (注1)	信託受益権 ・ 特定社債券	募集時	原則	SPCは第二種金融商品取引業に係る登録が必要。 適格機関投資家等特別業務の事前届出を行い、一定の譲渡制限事項を付して募集（私募）する。	現実に登録を受けることは不可能。 匿名組合出資者に適格機関投資家が1名以上いれば法的には可能であるが、SPCにおいて、私募行為を履行できる体制を構築することは現実には困難。	
			対応策	第二種金融商品取引業者に委託する。		
		運用時	原則	SPCは投資運用業に係る登録が必要。 適格機関投資家等特別業務の事前届出を行い、自己運用する。 投資運用業の登録業者と投資一任契約を締結する。	金商法上最も安全で確実な方法である。 現実に登録を受けることは不可能。	
			対応策	2 類型SPC・TKスキームにおける特例。 (定義府令16条11)	匿名組合出資者に適格機関投資家が1名以上いれば法的には可能この場合、GKに投資委員会等を設置し、投資助言・代理業登録業者と投資顧問契約を締結することで対応することになる。 金商法上最も安全で確実な方法である。	
		募集時	債権 (特定社債券は 含まない)	募集時	上記募集時と同様	マスター・トラストSPC設置型 ・ マスター・トラスト不採用方式 (特定社債券を投資対象に含める場合)
					運用時	
TMK (注2)	信託受益権 ・ 特定社債券	募集時	原則	TMKの自己募集は、金融商品取引業となる一定の場合に該当しておらず、特定譲渡人が募集等の取り扱いを委託して届出をしている場合以外は自己募集が可能。（資産流動化法207条,208条）	金商法上可能であるが、TMKにおいて自己募集を履行できる体制を構築することは現実には困難。 金商法上最も安全で確実な方法。	
			対応策	第一種金融商品取引業者に委託する。 特定譲渡人に私募又は公募の取り扱いを委託する。この場合、特定譲渡人の行為は金融商品取引業に該当しない。		
		運用時	原則	TMKは自己運用業の登録を要しない。 投資助言・代理業登録業者と投資顧問契約又は投資運用業登録業者と投資一任契約を締結する。	裁量の余地がない程度に資産流動化計画に投資判断の手続きを規定することは現実的には困難。 GKの場合と基本的に同様	
			対応策	同上記募集時と同様	マスター・トラストSPC設置型 ・ マスター・トラスト不採用方式 (特定社債券を投資対象に含める場合)	
募集時	債権 (特定社債券は 含まない)	募集時	上記募集時と同様	マスター・トラスト不採用方式		
			運用時		金商法による制限なし	

(注1) TK出資を前提とする。
(注2) 優先出資証券の発行を前提とする。

3) 導管性要件

税務上の二重課税を回避する条件を導管性要件といい、その必要条件を満たすビークルを導管体という。二重課税を回避する方法としては、主に次の2つの方法がある。

ビークル自体は原則として法人課税されず、組合員が課税されるもの(パススルー型)。任意組合、信託などが該当する。

ビークル自体が課税主体となるが、一定の要件を満たすことで、投資家への移転利益を損金算入できることで、結果として法人税課税を減少できるもの(ペイスルー型)。資産流動化法の特定目的会社・特定目的信託、投信法上の投資法人・投資信託などがある。

なお、合同会社及び株式会社は、そのままでは通常の事業会社に過ぎないため、二重課税を回避する手立ては特に用意されていない。実務上、合同会社又は株式会社を特別目的会社として使う場合には、SPCを営業者、投資家を匿名組合員とする匿名組合契約を締結し、SPCの利益をすべて分配することにより実質的にペイスルー状態をつくり出すことが必要である。

(1) 匿名組合の税務

わが国の税制上、法人税法第3条により、法人格を有していなくても実質的に法人に近い団体である「人格のない社団等」については法人とみなされ、法人税等が課税される。ここで問題となるのが、「人格のない社団等」の範囲に、任意組合及び匿名組合が含まれるかということである。法人税基本通達1-1-1では、その範囲を限定し、「法人でない社団」とは、「多数の者が一定の目的を達成するために結合した団体のうち法人格を有しないもので、単なる個人の集合体ではなく、団体としての組織を有して統一された意思の下にその構成員の個性を超越して活動を行うもの」と規定し、民法667条の規定による任意組合や商法535条の規定による匿名組合は、人格のない社団等に含まれないとしている。

したがって、任意組合及び匿名組合は法人税の納税義務者とはならず、導管性が確保されている。

(2) 特定目的会社の導管性要件

特定目的会社は90%配当要件等の条件を満たすことにより、配当を損金に算入することができ、ビークル段階での法人税課税を軽減することができる。配当せず留保した所得については原則どおり法人税が課税される。配当損金算入要件を簡単にまとめると、次頁表のとおり、対象法人の要件、対象事業年度の要件、対象利益配当の額、申告要件に分かれる。

対象法人の要件（以下の要件のすべてを満たすこと）

- (イ) 特定目的会社名簿に登録されているものであること
- (ロ) 次のいずれかに該当
 - 1) 特定社債の発行価額の総額を 1 億円以上公募発行すること
 - 2) 特定社債が適格機関投資家のみ引き受けられていること
 - 3) 優先出資が 50 人以上の者によって引き受けられていること
 - 4) 優先出資が適格機関投資家のみによって引き受けられていること
- (ハ) 資産流動化計画において発行する特定社債及び優先出資の発行価額の総額のうち国内において募集される割合がそれぞれ 100 分の 50 を超える旨の記載又は記録があること
- (ニ) 会計期間が 1 年を超えないものであること

上記(ロ)1)は、特定社債が公募かつ 1 億円以上発行することを要求するものであるが、公募として 50 人以上に勧誘したことが明白であれば、実際は特定社債券を取得した投資家が 50 人以上である必要はない。

対象事業年度の要件（以下の要件をすべて満たすこと）

- (イ) 資産流動化法 195 条 1 項に規定する資産の流動化に係る業務及びその付帯業務を資産流動化計画に従って行っていること
- (ロ) 資産流動化法 195 条 1 項に規定する他の業務を営んでいる事実がないこと
- (ハ) 資産流動化法 200 条 1 項に規定する特定資産を信託財産として信託していること又は特定資産の管理及び処分に係る業務を他の者に委託していること
- (ニ) 当該事業年度終了の時ににおいて法人税法 2 条 10 号に規定する同族会社のうち政令で定めるものに該当するものでないこと（上記（ロ）の 1)又は 2)に該当するものを除く。）
- (ホ) 当該事業年度に係る利益の配当の支払額が当該事業年度の配当可能所得の金額として政令で定める金額の 100 分の 90 に相当する金額を超えていること
- (ハ) 合名会社又は合資会社の無限責任社員になっていないこと
- (ト) 特定資産以外を保有していないこと、かつ、特定目的借入を行っている場合にはその借入れが特定出資者でない適格機関投資家からのものであること

利益配当の額

$$\frac{\text{利益配当の支払額}}{\text{配当可能所得}} > 90\%$$

ここで、配当可能所得 = 当該事業年度の配当損金算入前繰越欠損金控除後所得
± 時価評価損益 - 特定社債控除

なお、時価評価損益及び特定社債控除については以下のとおりである。

(イ)時価評価益

次の 1)が 2)を超える場合は、その超える金額を控除し、2)が 1)を超える場合は、その超える金額を加算する。

1)有価証券の評価損益（法人税法 61 条の 3 第 2 項）、有価証券の空売り等に係る評価損益（法人税法 61 条の 4 第 2 項）、デリバティブ取引に係る時価評価損益（法人税法 61 条の 5 第 1 項）、外貨建資産の評価損益（法人税法 61 条の 9 第 2 項）によるその事業年度の益金算入額と、これらの規定によるその前事業年度の損金算入額との合計額

2)上記 1)と同様の規定によるその事業年度の損金算入額と、それらの規定によるその前事業年度の益金算入額との合計額

(ロ)特定社債控除

期末特定社債残高 × 5 % - 期首利益積立金額 + （特定社債の償還がある場合で以下 1)又は 2)の金額が減価償却費を越える場合にはその超過額の 2 倍）

1)特定資産の譲渡又は特定社債の発行、特定約束手形の発行、借入れ（以下「特定譲渡等」）が行われた場合特定社債の償還額 - 特定譲渡等による調達資金のうち償還に充てられた金額

2)上記 1)以外の場合
特定社債の償還金額

申告要件

確定申告書等に、損金の額に算入される金額の損金算入に関する申告の記載及びその損金の額に算入される金額の計算に関する明細書(別表十(七))の添付があり、上記の要件を満たしていることを明らかにする書類を保存していること

特定目的会社を用いた案件の大多数は、適格機関投資家に対して特定社債を発行することにより、前記 (ロ)2)の要件を満たし、かつ、そのことにより同時に同族会社でないことを要求する (二)の要件をクリアする構成をとっている。

6 . C M B S の投資商品性

どの程度の数のレンダーから、どの程度の数と金額のノンリコースローンを集め（分散の程度）、どの程度の信用補完を施せば、当該債権を裏付けとして発行した C M B S が新 B I S 規制上、別の金融商品として区分されるかについて現在明確なメルクマールはない。

また、C M B S が不動産の業種区分ではなく、有価証券投資としてカテゴリー区分されるかについても、現在、明確なメルクマールはない。単一物件に対するノンリコースローンを裏付債権として発行した C M B S で、信用補完も十分でなければ、別の金融商品とはみなされず、不動産向け貸付とみなされる可能性が高い。

本スキームの C M B S が不動産の業種に区分されず、有価証券投資のカテゴリーに区分されるために必要な裏付債権の分散の程度、信用補完の程度については十分に検討する必要がある。

・波及効果

地域金融機関のノンリコースローンを買取り、まとめて証券化する本スキームが順調に稼働した場合、以下のような波及効果が見込まれる。

() 地方への証券化の浸透

- 証券化商品の情報開示が進むことにより、その裏付資産であるノンリコースローンに関するリスク・リターンの捉え方、スキームの組成方法、ノンリコースローンの契約内容・書式等についても標準化、一般化が図られ、地域金融機関がノンリコースローンに取り組みやすくなると想定される。その際、ノンリコースローンの組成に十分なノウハウを有する金融機関が、地域金融機関と協働して、ノンリコースローン組成を支援することを促進することが有効である。
- 地域金融機関が、サービスや投資家等としてまず本スキームに参画することにより、不動産証券化に対する隔たり、距離感が解消され、不動産証券化事業に取り組みやすくなることが想定される。
- 地方においては、現状では不動産証券化マーケットが小さく、継続して案件が存在しないこと等から、不動産証券化関連プレイヤーが育成されにくい状況にある。しかし、本スキームが順調に普及し、不動産証券化事業のマーケットが拡大されれば、地方においても意欲のあるプレイヤーは、新規ビジネスチャンスと捉え、知識や技術を習得していくことが想定され、地方の不動産証券化市場に係る人材育成が図られる。

() まちづくりへの波及・地方不動産市場の活性化

- 本スキームで把握できた情報をデータベース化すれば、地方不動産の現状・将来予測が可能となり、現実に稼働している物件については適正な利回り水準が存在するはずであるにも関わらず、十分なデータがないためリスク判断が出来ないという理由で資金が全くつかない地方都市の物件においても資金調達が可能となり、地方における不動産市場の活性化の一助になる。
- 不動産証券化による直接金融及びノンリコースローンの証券化が行われた場合、投資家や格付け機関、サービス等の複数の市場参加者がゲートキーパーとしてモニタリングすることにより、不動産価値の極大化が実現され、ひいては街並みの整備やにぎわいの創出等の地域のバリューアップにもつながる。
- 不動産の証券化が地方にも浸透すると、AM業者、PM業者といった専門業者が不動産の管理運用を行うため、結果として地域の不動産価値が向上する。
- 債権買取というバックストップによる安心感から地域金融機関がメインプレイヤーとしてノンリコースローンを取り扱うことも想定される。その結果、

地元企業に対して、ノンリコースローンをCRE支援の一手法として提案できるようにする。

- C M B S の投資家に長期資金の供給者が参加すれば、地域金融機関は売却を前提に長期のノンリコースローンニーズに対応することが可能になり、中長期的視点から行われるべき不動産事業運営に対して長期のファイナンス資金が導入される。

() 地方における不動産鑑定士の精緻化

- 地方物件の評価は、周辺の定性的情報を加味して判断できる地方の不動産鑑定士が担当することにより物件評価の正確性が高まるとともに、地域の不動産証券化業務への関与を通じ、地方の不動産鑑定士のスキルアップに繋がる。ただし、不動産鑑定士が証券化対象不動産について不動産鑑定評価を行う場合、ERが原則必須であるが、ER作成者のほとんどは東京等の大都市を中心とするゼネコン等出身者で、地方の専門家は少ないことが課題として残る。このため地方におけるER作成者の人材育成が必要である。また、ERの標準化についても検討する必要がある。
- 地方の不動産鑑定士を取り組むスキームが確立されれば、地方で証券化対象不動産を鑑定評価する若手不動産鑑定士を育成することが可能となる。
- D C F 法が地域金融機関等の証券化関連プレーヤーにも浸透し、投資判断手法としての共通言語となれば、投資家やレンダー間の信用リスク評価の比較が容易になり、市場の効率化の向上に寄与する。

() 情報開示の標準化・データベース化

- 日本証券業協会においては、証券化商品の販売に関する自主規制規則の制定を目的として「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を平成 20 年 3 月 4 日に設置のうえ、現在、「統一情報開示フォーマット(仮称)」の作成が行われている。当該フォーマットの対象とする証券化商品の範囲は、コモディティ化した証券化商品として、R M B S、C M B S、A B S、C L O としており、本研究会で検討している証券化商品も含まれている。今後、本スキームの取組にあたっては、上記ワーキング・グループのフォーマットを採用することで、情報開示の標準化がよりスムーズかつ適切に行われるものと考えられる。
- 「ジョーンズ ラング ラサール 不動産透明度インデックス 2008 年」によれば、我が国の不動産の情報透明性レベルは 82 市場中第 26 位と他の先進諸国と比較して低い。地域別・用途別の C A P レート等について、精緻かつ信頼度の高いベンチマークの構築と公開が可能になり、不動産証券化市場の透明性が高まる。

- ノンリコースローンに係る情報公開には守秘義務等の制約があるものの、不動産と融資（ノンリコースローン）の双方に係る相応のデータベースの蓄積が図れる。
- 不動産証券化に係る取引事例の蓄積が進めば、地価公示・地価調査等とは異なった側面からの有用な投資判断指標が提示される可能性がある。

・ 公的支援策について

() 本スキーム実施にあたっての課題と公的支援の必要性

本スキームは、不動産証券化市場を最大限活用することにより、地方のまちづくりに役立つ不動産事業等の資金調達の効率化を図るものである。しかしながら、純粋に民間ベースで本スキームを稼働させるにあたっては、以下の課題がある。

1 . 制度実施の初動期に係る課題

1) 制度の浸透が不十分であることに起因するコストアップ

制度初動期においては、投資家が制度に親しみがなく、本来の債権等のリスクに対して必要以上に高いプレミアが計上されることが想定される。高いプレミアは結果として地方の開発事業における資金調達のコストアップにつながり、当該事業の採算性を低めることとなり、結果として本スキームが十分に機能しなくなる恐れがある。

逆に、本スキームが十分に稼働し、実績が積み重なり、C M B S等の証券が十分に市場に流通するようになれば、こうした問題は解消されと考えられる。

2) 債権プールが小さいことによるコストアップ

同様に制度初動期においては、レンダー側における制度の浸透が十分でない、地方における不動産証券化事業が十分な数が出ていないなどにより、分散効果が十分得られるだけの債権が集まらないため、投資家からリスクが高いと見なされ、高いプレミアが要求される恐れがある。その結果、地方の開発事業における資金調達のコストアップにつながり、当該事業の採算性を低めることとなり、結果として本スキームが十分に機能しなくなるおそれがある。

2 . 地方における不動産証券化のノウハウ・人材の不足

本スキームは、地方のノンリコースローンの供給を円滑化するものであるが、地方においてこれまで不動産証券化の実績は少なく、ノウハウの蓄積、人材が不足している状況にある。仮に不動産証券化を地方で行おうとした場合、東京等の大都市圏の専門家に依頼しなければならず、その結果コストが増大することとなる。

以上から、本スキームについては、

初動期におけるスキーム立ち上げ支援

地方の不動産証券化のノウハウの蓄積・人材育成
について、公的支援を行うことが必要と考えられる。

() 初動期におけるスキーム立ち上げ支援

1. 公的支援のあり方の検討

初動期において、制度の浸透が不十分なことにより、本来のリスクに対して必要以上にプレミアムがつく可能性があること、また、債権プールが小さいことによるリスクの高まりに対しては、一定程度の信用補完措置を国等の公的主体が行うことが考えられる。

一方、本スキームは、市場においてノンリコースローンの効率的供給を促進するものであり、公的支援を行うにあたり、以下の点に留意する必要がある。

モラルハザードを誘発しないこと

最終的には、市場に委ねるべきものであることを踏まえ、支援は初動期に限定すべきであること

これらを踏まえて、支援スキームを構築する必要がある。

なお、採算性は低いが、公益性が極めて高く推進すべき事業については、個別の事業の採算性を高めるための措置が必要となる。このため、本スキームではなく、個別の事業主体への補助（市街地再開発事業、優良建築物等整備事業等）や出資制度（街なか居住再生ファンド等）による支援を行うべきである。個別の支援により採算性が向上した事業について本スキームの対象とすることは可能と考えられる。

2. 支援スキーム（案）

1. を踏まえ、支援スキームとしては、

1) 証券化するピークルに対するメザニン部分への出資

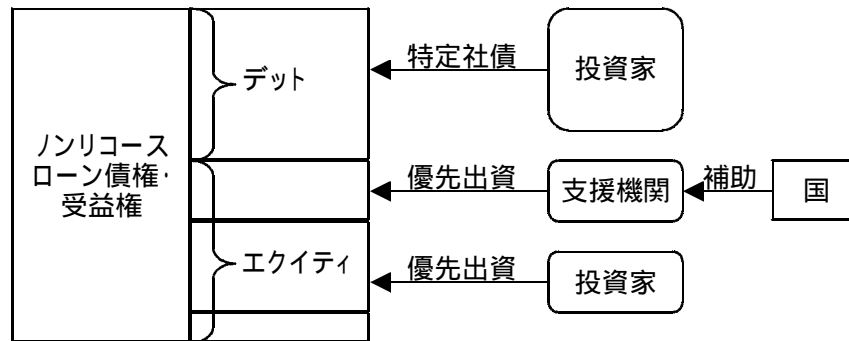
2) メザニン部分への保証

が考えられる。

それぞれの具体的な支援スキームのイメージとしては、例えば以下が想定される。なお、詳細の支援方法については、公的支援のポジション・規模、仕組みのさらなる検討が必要である。

1) 証券化するピークルに対するメザニン部分への出資

【TMKの場合の支援スキーム】

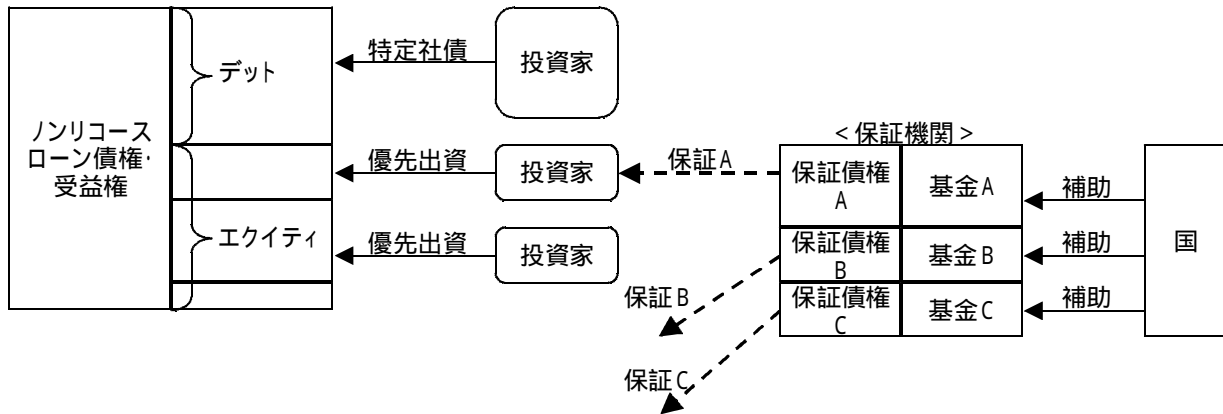


<留意事項>

- 現在、法律上の位置づけのない民間事業者に対して、国が出資している事例はない。このため、例えば、第三者に対して国が補助を行い、第三者が出資等を行うスキームをとる必要があることも想定される。
- TMKを設置しない信託のみのスキームの場合は対応が困難である。
- 詳細の支援方法については、公的支援のポジション・規模、仕組みのさらなる検討が必要である。

2) メザニン部分への保証

【TMKの場合の支援スキーム】



<留意事項>

- 保証機関の信用力が問われることとなるため、保証機関の業務範囲を限定するなどの措置が必要である。また、保証機関の形態（中間法人等）をどうするかを検討が必要である。
- 詳細の支援方法については、公的支援のポジション・規模、仕組みのさらなる検討が必要である。

3．地方の不動産証券化のノウハウの蓄積・人材育成

地方における不動産証券化手法のノウハウの蓄積と人材育成を図るため、「地方における不動産証券化市場活性化事業」の活用を図るなど、ノンリコースローンが地方に浸透するための支援を講ずる必要がある。

以 上

スキーム別比較表

	マスタートラスト方式		マスタートラスト不採用方式
	マスタートラストSPC設置型スキーム		債権買取SPC設置型スキーム
スキーム図	<p>SPCはGKでも可能、社債シリーズごとにSPC-2を設立。</p>		<p>SPCはGKでも可能、社債シリーズごとにSPC-2を設立。</p>
メリット	<p>裏付資産が大きくなり、リスク分散効果が図れる。 信託銀行が受託者責任として最終的な債権管理を行うのでスキーム全体の信頼感が高まる。 ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の信託譲渡について貸金業法第24条2項通知が不要と解される可能性が高い。 SPCが条件変更等を行う場合でもSPCが貸金業者と見なされるリスクがない。 信託コストのみで優先劣後構造を作成できる。</p>		<p>信託報酬がかからず、コスト削減が図れる。 スキームがシンプルであり、ウォーターフォールや契約書作成が比較的簡易である。 投資商品として社債ニーズが強い場合に有利。</p>
デメリット（留意点）	<p>信託報酬が発生し、スキーム組成コストが増加する。 ウォーターフォールや契約書作成が複雑である。 信託業法第22条の委託規制がサービスを務める譲渡人等の委託先に該当する場合がある。</p>		<p>債権譲受人であるSPCが債務者とリスケジュールリングをすることが契約の更改に当たるとした場合、新たな金銭の貸付として貸金業の登録が必要とみなされる可能性がある。 ノンバンクがレンダーの貸金債権等の貸金業法が適用される債権の譲渡について貸金業法第24条2項通知を留保できない可能性がある。 債権買取SPCを組成する必要があり、当該設立コストを要する。 特定社債を買い取る場合、SPC-1の税務上の導管性要件について特定社債の引き受け手はSPC-2であり、SPC-2は適格機関投資家ではないため、利益配当の損金算入が認められない可能性がある。 特定目的借入を買い取る場合、SPC-1の税務上の導管性要件について特定目的借入の引き受け手はSPC-2であり、SPC-2は適格機関投資家ではないため、利益配当の損金算入が認められない可能性が高い。 特定社債の利子に係る源泉徴収税の免除については、特定社債の譲渡先はSPC-2であり、指定金融機関に該当しないため、当該免除は受けられない。 ノンリコースローンのキャッシュインと社債の支払期日の差、各金利の差、ノンリコースローンの期限前償還への対応策が必要である。 新BIS規制における資本控除の問題に留意する必要がある。多くの債権が束ねられてコミングルされることで別の金融商品、有価証券と見なされる目安、指針は現状ない。また、監査法人によって売却処理の見解が異なる可能性がある。</p>