



FSA Institute

Discussion Paper Series

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

吉村 政穂

DP 2012-1

2012 年 4 月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

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

吉村 政穂*

概 要

信託法改正を機になされた平成 19 年度税制改正では、信託税制の大幅な見直しが行われたものの、受益権が質的に分割（複層化）された信託について、包括的な課税ルールが示されることはなかった。主にアメリカの取扱いを参考にしながら、受益権が複層化された信託に対する課税ルールのあり方を検討する。

アメリカ法においては、複数の種類の受益証券が発行される信託を対象としたシアーズ規則によって、投資目的に対する付随的な範囲を超える複層化信託は、信託課税の枠組みから排除されることが知られている。しかし、同規則は、複数の種類の所有持分（受益権）が存在する信託を前提とするものであって、そもそも所有持分と判定される受益証券の範囲について分節化がなされていることを本研究は指摘する。

その上で、本研究は、わが国においても、「受益者等」の範囲を定めるにあたって直接帰属の擬制を働かせるだけの実質が必要であり、それを欠く場合には、ある（単一種類の）受益者等のみが信託財産を保有し、その他の受益者は信託財産との関係が切断されるという仕組みを導入することが可能であることを主張するものである。

キーワード：信託、所得税、複層化

* 横浜国立大学大学院国際社会科学科准教授（金融庁金融研究センター特別研究員）
本稿は筆者の個人的な見解であり、金融庁および金融研究センターの公式見解ではない。

1. はじめに

信託の機能は多様であるが、その一つとして転換機能・複層化機能が挙げられることがある。かつて四宮和夫教授は、「信託は、財産権ないし財産権者（財産権者になるべき人を含む）についての状況を——実質的に失うことなくして——財産権者のさまざまな目的追求に応じた形に転換することを、可能にする。」（四宮(1989)15 頁）と指摘した上で、財産権の管理面での転換と、利益享受面での転換とに注目して、信託の多様な利用形態を分類すべきことを述べていた。この後者の転換機能、すなわち、ある財産が信託財産とされることにより、エクイティ的な要素を持つ受益権へと転換され、かつ、その権利が複層化されるなど様々な種類・内容の受益権として創設され得る点は、信託という法制度が実社会において利用されることの意義を示す特徴の一つである（神作(2010)12 頁）¹。

しかしながら、実際に、信託が有する転換機能を十分に利用するためには、税制上の取扱いが明確にされていることが重要な基盤となる。例えば、管理面での転換は、信託財産について生じる所得を誰に帰属させるかという問題を伴うこととなるし、利益享受面での転換は、所得税法上定められた各種の所得との関係で緊張を生じる。本稿が取り上げる受益権の複層化との関係で重要なのは、信託が有する利益享受面（財産権）についての転換機能²であり、これに対応した税制がいかに実現されるべきかの検討を課題としている。

改正前の信託法は、制定当時、主として、受益者が単数の信託が想定されていたため、受益者が複数の信託を規律する適切な規定が存在していなかった。しかしながら、現実の実務においては、1 個の信託行為により複数の者が受益者として指定される場合も少なくなく、複数の受益者による意思決定について合理的なルールを整備する必要があるとの指摘がされていたことを受け、新法においては、受益者が複数の信託に関する規定が整備されることとなった（法務省(2005)121 頁）。例えば、複数の受益者による意思決定の方法に

¹ もっとも、神作(2010)は、信託の利用であれば必ずこの転換機能・複層化機能を目的とするものだ主張するわけではない。信託が有用性を発揮する局面ごとに、①目的拘束機能、②倒産隔離機能、③転換機能・複層化機能、④財産管理機能、⑤法律関係単純化機能、⑥信用追加機能、または⑦世代超越機能を果たし得ることを指摘するものである。

² 四宮教授によれば、利益享受面での転換として、①利益享受の時点を変更するために信託を用いることによって達成される財産権享受の時間的転換（自分または縁故者の将来の生活に備えての信託、遺言の代用となる信託、生命保険信託、年金信託）、②既存の財産権が持っている性状を別のものに転換し、または財産権を債務を含む包括財産に転換する財産権の性状の転換（種々の財産権の債権化・証券化、株式の準拠法の転換、複数権利の同質化、財産権の包括財産化、財産権自体の「担保権」化）、および③零細な資金を合同して運用し、または土地の合同利用のための方法として信託が用いられる財産（権）の運用単位の転換（合同運用金銭信託、貸付信託、複数の地権者による土地信託）、といった例が示されている。同教授は、「信託の事例は無数にありうるわけで、それを制限するものがあるとすれば、それは、法律家や実務家の想像力の欠如にほかならない。」と述べ、これらの分類は、信託の利用形態が多様であることを前提としつつ、その共通項として転換機能に注目するものである。四宮(1989)15 頁。

について、すべての受益者の一致によってこれを決することを原則としながらも、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによることを定め（信託法 105 条）、信託事務の円滑な処理を妨げず、また信託の特徴の 1 つである柔軟性の確保という観点を反映した改正が行われている。改正によって明示的に信託法の任意法規性が認められたことは、実務における信託利用が促進されるきっかけとして、大きな意義を有すると考えられる。

これに対し、信託法改正を契機とする税制改正は、受益者が複数の信託について、必ずしも明確な課税ルールを明らかにするものではなかった。平成 19 年度税制改正において、受益者が信託財産を実質的に有しているものと見ることが適当な類型（受益者等課税信託）について、従来「信託財産に帰せられる収入及び支出」について、受益者が特定しているか否かに応じて、その受益者又はその信託財産に係る信託の委託者が「当該信託財産を有するものとみなす」としていたのを、「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受益者の収益及び費用とみなし」て、所得税及び法人税を課することを明らかにした（所税 13 条 1 項、法税 12 条 1 項）。信託財産に属する資産及び負債の扱いについて明示されたことで、課税上の取扱いを明確化したことが指摘される。

また、受益者が 2 以上ある場合、信託財産に属する資産及び負債の全部をそれぞれの受益者がその有する権利の内容に応じて有するものとし、当該信託財産に帰せられる収益及び費用の全部がそれぞれの受益者に「その有する権利の内容に応じて」帰せられるものとしてすることが定められた（所税令 52 条 4 項、法税令 15 条 4 項）。「平成 19 年度税制改正の解説」は、同規定に示された考え方が、「各受益者等に質的に均等に帰属することまでを定めたものではなく、例えばある受益者は信託財産に属する土地の底地権を有し、他の受益者は当該土地の借地権を有するものとみなされる場合もあるといったように、信託行為の実態に応じて、帰属を判定するものと考えられます。」と述べ（294 頁）、質的に異なる受益権を有する複数の受益者がいる場合をも包含するものであると説明している。

しかしながら、質的に異なる受益権を有する者が存する場合に、実際にどのようなルールに基づいて帰属が決定されるべきか詳らかにはされていない。上記の解説においても、「この判定については、仮に信託がないものとした場合に同様の権利関係を作り出そうとすればどのような権利関係となるかが参考になると考えられます。」との記述はあるものの（295 頁）、具体的な計算方法を導く具体的指針としては不十分である。たとえ信託がないものとした場合に創設される権利関係を想定したとしても、それが同条に示された帰属ルールの枠内で処理できるかは疑問が残る。

例えば、受益者が 2 以上存在し、かつ元本償還及び収益配当についてそれぞれの間に優先、劣後の関係が設けられていたケースを想定すると、それぞれの受益者が有する権利の内容に応じて資産・負債又は収益・費用の帰属を考えることには困難が伴うように思われる。信託財産に生じた損失が発生した場合に、劣後受益者に対する元本や金利の支払が停

止され、優先受益者が（一定金額までは）損失の影響が遮断されるという仕組みは、信託財産との関係でどのように位置付けることが適当なのだろうか。一つには、実際に損失が生じ、実際に信託配当に偏りが生じる時点まで待つ、それぞれの受益者の課税関係に反映させる方法が考えられる。しかしながら、この処理は、信託財産ではなく信託受益権そのものに係るキャッシュ・フローに応じて課税上の結果が左右されることとなり、信託財産に係る課税上の計算項目を受益者に帰属させることを原則とする所得税法の考え方と整合的ではない。

また、それぞれの受益権に付される市場価値の割合に応じて収益及び費用を帰属させる場合には、現実のキャッシュ・フローの流れ（分配金）との乖離について、それを出資の追加又は払戻しとみなすなど、何らかの擬制による調整をする必要が生じる。信託を結節点とすることにより、たしかに各受益者の課税関係は簡素化されるものの、信託財産に係るキャッシュ・フロー及びリスクが信託を通じて転換されている事実を適切に把握できているように思われない。

これに対して、各受益者が信託を利用することにより信託財産に係るリスクの配分を転換したことに着目し、かつ、上記の解説が述べるように、「もし信託がないものとした場合に同様の権利関係を作り出そうとすればどのような権利関係となるか」という基準を参考とするならば、優先受益者と劣後受益者との間に一定の経済的利益の移転を観念することがより直截であり、また課税上も適切な局面が存在するように思われる。

そこで、むしろ「仮に信託がないものとした場合」に引きつけた課税として、受益者間の経済価値の移転を正面に据えた税制を構築することができないかを検討するのが、本稿の目的である。複層化された信託に関する課税関係を処理する上での簡素な枠組みを構想する試み——少なくとも簡素化される領域を確定する試み——と言い換えることもできる。具体的には、いわゆる金融取引方式の許容性を中心に、複層化がなされた信託に関する課税ルールのあり方を検討する。ここにいう金融取引方式とは、信託の受益者を信託財産保有受益者及びその他の受益者と区分した上で、両受益者の間に債権債務関係を擬制し、その擬制に基づいて税を課する方式を指すものとする。

この目的のため、本稿は、わが国においていわゆる商事信託³と称される信託に検討の対象を限定した上で、課税アプローチの参考として、アメリカにおける（投資）信託税制⁴の

³ 商事信託概念は、資本市場法における信託受益権の取扱いに係る立法論に際して、一定の指針を提示し得る概念として期待されている（例えば神作(2010)10 頁）。①営利・非営利という信託自身の目的、②信託の目的を達成するために当該信託というスキーム自体及び受託者が果たすべき機能、③当該信託における受益権の存否及びその内容（当該受益権が投資対象性・投資適格性を有するかどうか）に着目した機能的な概念として提示されている。

⁴ アメリカにおいて、事業体の扱いに関する連邦税法上の性質決定は、必ずしも州法上の法形式に左右されるわけではない。連邦税法は、州法に準拠して設立された信託を、①家族信託（family trust）、②事業信託（business trust）、及び③投資信託（investment trust）に大別し、それぞれ異なる基準により課税上の性質が判定される（Peaslee & Nirenberg(2001), at 172）。

枠組み、及びこれを分析する学説等を取り上げる。その上で、信託受益権の複層化に対する米国所得税法の対処として、次の 2 つの問題領域が取り上げられることになる。第 1 に、受益者を形式的に判定するのではなく、エクイティ性を有する受益権を保有する者のみを所得税法上の受益者と扱うこととしている。そのため、何をもってエクイティ性を認定するのかという問題が提起されるとともに、この実質主義を利用し、課税上はデットとして扱われる受益権を創設することにより、信託受益権の複層化を実現しながら、信託としての課税上の性質決定に関わる問題（後述）を回避するスキームが登場する余地が生じている。

そして第 2 に、受益権が複層化された信託について、適用可能な（複数の）課税モデルを設定し、当該信託をこれに区分するという判断枠組みを採用している。そこで、課税モデルの選択として、連続する複数の法形式・事業体のそれぞれに対していずれのルールを適用するかという「線引き問題」として捉える契機が存在する。そしてまさに事業体課税のモデルから適切なものを選び出すという問題として、Peaslee(1994)による分析は大いに示唆を与えてくれるだろう。

Peaslee(1994)は、複層化の機能として、①異なった（金融）資産の結合（Combining）または②金融資産・資産プールの切分け（Slicing）によって、投資家のニーズに合ったキャッシュ・フローを生成し得ることに注目する。このうち前者は、信託一般に認められる機能であり、リスクの分散等を実現することが可能となる⁵。これに対し、後者は、信託により結合された金融資産・資産プールの切り分ける機能に注目する視点であり、信託受益権が質的に分割されている状態を意味することになる。すなわち、受益権の複層化とは、金融資産・資産プールの切分けを実現する仕組みとして捉えることができる。この視点を前提に、望ましい課税方式を探究する試みとして、本稿の問題を再検討することもできよう。

なお、英国では、投資信託においてクローズド・エンド型ファンドは異なる種類の持分権を発行することができる（Split capital investment trust）。そのため、これを参考として質的分割の課税上の処理を検討することも考えられるものの、英国の投資信託は、原則として法人課税の対象とした上で、一定の所得（譲渡所得、利子性所得）について非課税または控除の扱いを認める方式を採用している点に大きな特徴がある。上記のような問題意識からわが国の制度と比較するには適当でないと判断し、本稿では検討の対象として取り上げなかった。

2. アメリカにおける複層化信託の取扱い

アメリカにおける複層化信託の取扱いを検討するにあたっては、後に詳述するシアーズ規則が注目されることが多い。たしかにシアーズ規則は複数の種類の受益権を発行する

⁵ 前述の四宮教授の分類に従えば、利益享受面での転換機能と位置付けることができよう。

信託を対象として発遣されたものであり、アメリカ法を理解する上で重要な意義を有している。しかしながら、そこにいう受益権は、あくまで所有持分（ownership interest）としての実質を備えていることが前提とされ、そもそも所有持分として認識される受益権が何かという問いが先立つことを無視することは適当ではない。

そこで、本章では、アメリカにおける信託課税の概要を紹介した上（２．１）で、まずは、所得税法上は所有持分としての実質（エクイティ性）を認められない受益権があること、及びその乖離を利用した証券化スキームがあることを示す（２．２）。次いで、シアーズ規則を具体的に読み解くことで、受益権が質的に分割された信託がアメリカにおいてどのように扱われているかの全体像を提示することにしたい（２．３）。

２．１ 信託課税の概要

信託税制の説明については最近においても包括的な紹介があり、改めて詳細に述べることはしない。通常の信託と判定された場合には、次のような課税上の取扱いを受ける（以下、松永(2009)44-46 頁から抜粋）。

「① （略）

② 信託の所得は、最終的に受益する者が確定しない場合であっても、当期に課税される。しかし、その課税は１回限りであり、信託と受益者のいずれかに課税される。従って、信託について課税される点で信託は実体的であり、受益者に課税がなされる点で導管体としての性格を有し、複合的な性格を有する。

③ 信託は、課税上、独立した課税実体（taxable entity）となり、信託の総所得および控除は、個人と同様の方法による。信託において稼得した収益が受益者に分配される場合には、信託段階での課税の計算上、当該分配した収益については、分配可能純所得（distributable net income）の範囲内で、信託段階で控除され、分配された収益は受益者に対して課税される。分配可能純所得を超える受益者に対する分配は、超過する範囲で、第 102 条(a)に基づき、所得課税の対象から除外される贈与または遺贈として取り扱われる。

④ 分配可能純所得は、信託の課税所得と定義されている。従って、信託段階で認められる控除が総所得を超過する場合には、その損失は、受益者に帰属しない。信託段階での純営業損失は、信託段階で繰越しまたは繰延べされる。

⑤ （略）

⑥ 分配可能純所得は、信託において控除することができ、受益者が計上すべき所得の範囲を画するだけでなく、所得の性質を決定する機能を有する。……

⑦ （略）

⑧ （略）

⑨ （略）

⑩ 課税上の信託は、単純信託（simple trust）と複雑信託（complex trust）の２つに分類される。単純信託は、当期の収益の全てを分配するものとされているもので、公益寄

付を行わないものである。複雑信託とは、単純信託以外の信託であり、典型的な複雑信託は収益・元本を受託者が裁量的に分配することができるものである。単純信託の場合には、実際に所得が分配されたかどうかにかかわらず、信託段階では、すべての受託者会計上の所得金額が、分配可能純所得金額の範囲で控除され、受益者の段階で課税される。従って、受託者には課税されない。複雑信託の場合には、分配された金額と分配可能所得のいずれか低い金額が信託段階での課税所得から控除される。

⑪ 信託において留保された所得については信託において個人と同様の方法によって課税され、信託に適用される税率も個人と同じ税率が適用されるが、個人に比べて、税率の累進度が高い。」

このほか、投資信託において重要な課税上の枠組みとして、グランター・トラスト・ルールがある（以下、松永(2009)48 頁から抜粋）。そもそも信託財産ないし所得に対する支配を維持しながら累進税率の適用を逃れようとする試みに対処するために設けられた制度である⁶が、現在におけるグランター・トラスト・ルールの最大の意義は、信託が租税法上の計算主体として認識されない点にある。

「イ 信託の実体は、課税上無視されるわけではないが、特別なルールが適用される。受託者は申告書を提出する。

ロ 通常の信託の課税ルールは、信託の所得、控除、税額控除に関して適用されない。実質的な所有者として扱われるグランターまたはその他の者は自己に個人的に帰属したものであるとして、所得および控除を申告する。

ハ グランターが信託の所得または控除のすべてを有するものではなく、信託財産の一部または一定種類の所得の所有者とみなすことができる。

ニ ルールは、所得および控除の両者について適用される。グランターが通常所得のすべての項目を受領するものとして扱われる場合には、控除を請求する権利を有する。グランターは所得および控除のこれらの項目が直接グランターに生じたものとして扱われるから、これらの項目は、信託の分配可能純所得の計算上、考慮されない。

ホ ……

信託所得のうち、グランターに対して課税されなかった部分の所得については、通常の所得に対する課税方法と同様に課税されることとされているから、グランターに対して課税される部分の判定が重要なものとなっている。」

以上を踏まえた上で強調すべきは、アメリカにおいて信託税制とされるものの全体像は、信託と性質決定される法的関係、ないし受益者（と性質決定された者）に適用される税制

⁶ 1924 年に撤回可能信託（revocable trust）の所得を委託者の所得金額に算入することにより、租税回避に対処しようとした規定（内国歳入法典 676 条）を核として、委託者等が復帰権的権利（reversionary interest）を有する場合（673 条）、信託所得が委託者等へ分配される場合（677 条）、一定の生命保険信託（677 条）、信託の利益享受を支配する権限を有している場合（674 条）、または一定の管理権限を有する場合（675 条）に適用がある。具体的内容については、松永(2009)48-50 頁参照。

のみを対象として分析することによっては十分に把握できないという点である。具体的には、①（州法上は信託として扱われる法的関係であったとしても）連邦所得税法上信託とされる範囲から除外される可能性（事業信託として扱われる可能性）⁷、および②（州法上は受益者として扱われる者であったとしても）連邦所得税法上受益者の範囲から除外される可能性も考慮して、タックス・プランニングが行われていることに注意する必要がある。

①の問題については、州法上信託として認められる法的関係であったとしても、連邦所得税法上は、その目的に応じて、次のような可能性が存在している（渚(2009)30 頁）。

「まず、信託の目的が家族内での資産の移転である場合には「通常の信託（ordinary trust）」つまり税法上の信託として扱われる。規則の表現によるならば、「遺言ないし生前の宣言により、ある財産を受益者のために保護ないし維持する目的で、相続に関する事件を扱う裁判所（chancery or probate courts）の通常のルールの下で、当該財産の所有権（title）を受託者に取得させるようなアレンジメント」は、税法上の「信託」である。

次に、受益者のために受託者がある財産の所有権を取得するという意味では私法上の信託であっても、その目的が受益者のための財産の保護ないし維持にとどまらない場合、すなわちその目的が利潤獲得事業（a profit-making business）を遂行することにある場合、そのような信託（business or commercial trusts）は税法上の「事業体（business entity）」として扱われる。事業体は、成員が二名以上の場合には、法人（corporation）あるいはパートナーシップ（partnership）として扱われる。

三番目に、「投資信託（investment trusts）」については、その一部は税法上の信託（「通常の信託」）として扱われ、また、それ以外は税法上の事業体として扱われる。」

このように、利潤獲得事業を遂行する目的で信託が利用される場合には、税法上は事業体として扱われ、その構成員が単独でない限りは、法人またはパートナーシップとして扱われることになる⁸。商事信託、すなわち営利目的を有する信託を分析の対象とする本稿にとって重要なのは、利潤獲得を目的としながら、事業体課税の対象から除外される（「通常の信託」）として扱われる）投資信託の範囲であり、またその範囲確定にあたっての考慮要素ということになる。

事業信託は、単に受益者のための財産の保護ないし維持を目的とする仕組みではないために、通常の信託と異なり、事業体として認識すべきだと説明されている（財務省規則 § 301.7701-4(b)）。この事業信託と区別される投資信託の特徴は、その受動性にある。具体的

⁷ これに対して、論理的には、州法上は信託とは異なる法的関係であったとしても、連邦所得税法上は信託として扱われる可能性も検討する必要がある。しかしながら、信託と類似する法的関係については、所得の実質的な帰属を判定することによって、連邦所得税法上信託として扱う（サブチャプター J を適用する）場合と同様の結論を確保でき、信託該当性を論じる実益は少ないと考えられる（渚(2009)31 頁）。

⁸ チェック・ザ・ボックス規則導入後は、法人またはパートナーシップのいずれの扱いがなされるかは、一定の場合を除き、納税者の選択によって決定される。具体的な要件および課税上の影響については、注 17 参照。

には、単一の種類の受益権のみを発行する信託であれば、受益証券保有者(certificate holder)に対して投資の内容を変更する権限が付与されているか否かに注目することとし、変更権限が付与されている場合には、当該信託を課税上は信託として取り扱わないと判断している。これに対して、複数の種類の受益権を発行する投資信託については、原則として連邦所得税法上の信託として扱わないこととし、一定の場合のみを例外として認めることを明らかにする（同規則 § 301.7701-4(c)(1)）。

2. 2 エクイティ性を有しない受益権

後述（2. 3）するシアーズ規則は、質的に異なる複数の所有持分を有する信託にのみ適用される。複数の所有持分が存在するか否かについては、（シアーズ規則の適用がなかったと仮定した場合に）信託財産に対する所有持分を有するものとして課税上扱われる受益権⁹のみが、ここで考慮の対象にされると考えられている。すなわち、単一の受益権を有する信託がただのデットを発行している場合に当該信託について異なる所有持分が存在すると判定されることはないのと同様に、たとえ（私法上は）複数の種類の受益権を有する信託であったとしても、課税上は所有持分と判定される受益権が 1 種類しか存在しなければ、当該信託が複数の種類の受益権を有する信託と判断されることはなく、（投資）信託としての性質決定が変更されることはなくなる。

そして、同規則には所有持分に関する定義は置かれていないため、この問題は、一般的にどの範囲で所有者が決定されるかという、いわゆる所得課税における帰属（tax ownership）の問題¹⁰として捉えられることになる。このとき、所得課税における所有者の判定にあたって鍵となるのは、ある財産の実質的な負担（リスク）及び利益が誰に帰属するかという視点である。

また、これは、ある信託が課税上グラランター・トラストとして扱われている場合において、デットの性格を有する信託受益証券の発行に伴い、当該信託のグラランターから信託財産の移転（譲渡）があったと課税上認識されるのか、それとも当該グラランターによる資金調達があったにすぎないと認識されるかという問題としても現れる¹¹。代表的なスキーム

⁹ 同時に、この受益権は、デットその他の債券や、信託に対する資産譲渡または役務提供に対する対価を表章するものではないことを意味している。例えば、信託との間で金利スワップを目的とする契約を締結することによって、信託財産について生じるキャッシュ・フローを分解して収受するのと同様の経済的利益を得ることも可能だが、その結果として、当該契約の当事者が所有持分を有すると判定される可能性をはらむことになる。See, e.g., Peaslee & Nirenberg(2001), at 215.

¹⁰ 最近の議論動向については、淵(2009)参照。

¹¹ なお、Raskolnikov(2005)は、資産の帰属変更を前提に、それがいつ生じたかという判断（when case）と、（当該資産の）移転があったと評価するだけの実質を伴うかという判断（whether case）とを区別し、それぞれ異なった要素に注目して判断されるべきことを主張する。この観点からは、本文の資産譲渡か資金調達かという問題は、後者の判断であると理解されることになる。

として、クレジットカードローン証券化における **pass-through debt certificates** 発行の実務¹²を念頭に置きながらこの問題は扱われてきた。

証券化スキームを仕組むにあたり、租税以外の目的からは投資家に移転する持分が譲渡として扱われることが好ましいとされる一方で、租税法の適用上は、投資家の保有する証券をデットとして取り扱われることが望まれてきた。もちろん **REMIC** や(かつての)**FASIT** といった制定法上認められた仕組みによって、一定の受益権をデットとして扱うことが認められているものの、これらのスキーム以外においても、租税法上はデットとして扱われる受益権の可能性が排除されているわけではない。

現に、法形式として信託受益証券を採用しながら、当事者は、形式が税務上の性質決定を左右するものではないことを主張し、これをデットに該当するものとして取り扱う実務が行われている。例えば、銀行等が短期の貸付債権を信託に移転し、新たな貸付債権と当該受益証券の償還期限は、信託財産である貸付債権のそれよりも実質的に長期となるように設定した（いわゆるリボルビング方式）上で、当該信託は経済的にはデットと類似した受益証券を発行する。この際、課税上グランターとして扱われるスポンサー（オリジネーター）である銀行等が、その保有する受益証券の一部を投資家に販売した場合に、当該投資家は受益者として取り扱われるのか（グランターから信託財産の一部が売却されたと認識されるのか）という問題が存した。この点は、**Ginnie Mae** を素材として、比較的早い段階からグランター・トラストとしての扱いを維持する実務が定着していたという（**Peaslee & Nirenberg(2001), at 279**）。行政解釈としても、信託財産の内容が当該信託のスポンサーに対する請求権のみによって構成されている場合¹³や、信託受益証券に対する支払の源泉がスポンサーによって保証され、または実質的にスポンサーに対する債権として把握できる場合¹⁴には、これらの信託が発行した信託受益証券をデットとして取り扱うべきことが示されてきた（**Peaslee & Nirenberg(2001), at 136**）。

これに加えて、ここでは、**Peaslee & Nirenberg(2001)**に従い、典型的なクレジットカード債権の証券化事例を紹介した上で、いかなる判断を前提に実務上の処理が成立しているのかを説明することにしたい（**Peaslee & Nirenberg(2001), at 132-135**）。

「銀行が信託を設立し、当該信託に対して、指定されたクレジットカード口座に係る現在及び将来における受取勘定について生じる債権を売却する（債権のみが移転し、銀行は当該口座そのものを保持する）。当該債権は、元本に係る受取り（**Principal receivables**）及び貸付けその他関連する手数料に係る受取り（**finance charge receivables**）によって構成される。元本に係る受取りは、口座の規約に従い、定められた期日に遅れることなく口座当事者によって支払われる。当該債権の平均回収期間は 6 月末満である。当該銀行は、適宜追加的な口座を設定し、それに関係する債権を当該信託に売却することが認

¹² New York State Bar Association Tax Section, *Securitization Reform Measures*, 98 Tax Notes 795 (Feb. 10, 2003).

¹³ 例えば、スポンサーを借り手とする設備信託（**equipment trust**）がこれに該当する。

¹⁴ See, **Peaslee & Nirenberg(2001), at 75, note 45**.

められ、または求められている。当該銀行は、当該信託との契約に基づいて当該金銭債権を回収する。当該契約は、当該銀行が保有している金銭債権と比べて劣った取扱いをしないという前提の下で、当該銀行に当該債権の条件を変更することを認めている（例えば、手数料の調整）。

当該信託は、A 及び B という 2 つのクラスの受益証券を発行する。これらは元本金額を有し、固定利率または変動利率に基づく利子が支払われ、時価または割引発行される。当該受益証券は投資家に販売される。クラス B はクラス A に劣後し、クラス A の元本金額が払い戻された（さもないと準備金（reserve fund）を通じた提供があった）後に初めて元本の返戻がなされる。当該クラス A 及び B 受益証券は、当初の元本金額から分配された元本額及び所定の信用保証源が尽きた後の償却額を控除した額と同額の元本に係る受取りに対する権利（投資家持分（investor interest））を表章している。所定の口座に係る当該債権の元本残高は時の経過とともに変動するため、クラス A 及び B 受益証券に対して固定した元本額を設定することを目的として、当該銀行は、当該信託が保有する債権に係る元本の額が投資家持分の額を超過する部分について、劣後しない権利（販売者持分（seller interest））を保持することになる。当該銀行は、所定の水準の販売者持分を維持し、かつ一般的には販売者持分がその水準を下回った場合には終了事由（後述）に該当することになる。

クラス A 及び B それぞれの受益証券に対する分配金は、毎月 finance charge receivables の総額から一定の費用を控除した中から支払われる。総額のうち、その分配及び費用の額を超える部分（超過スプレッド）は、当該信託によって、現金担保口座（cash collateral）その他の準備勘定において一定額まで留保され、または当該銀行に支払われる。損失は、販売者持分と投資家持分に係る受取勘定に按分して配分されるが、投資家の損失は、（クラス B 受益証券はクラス A 受益証券に劣後することを前提に）まず超過スプレッド及び現金担保口座に割り当てられる。当該信託は、その他の信用補完（credit enhancement）を利用することが可能である。

リボルビング期間においては、クレジットカード債務者によって返済分を置き換えるために、受取り元本の一部を新たな金銭債権取得に用いられるとともに、一部は、販売者持分が最低要求水準に減少するまでは当該銀行に対する返済に充てられ、その残余は当該信託に留保される。特定の日または所定の事由（pay-out event）が発生した時に、リボルビング期間は終了する（償却期間に移行する）。典型的には、当該リボルビング期間は少なくとも 1 年であるとともに、クラス A 及び B 受益証券の償還期限は、10 年を超えない（一般的にはより短い）ものとされている。償却期間において、実際の元本受取り額のうち投資家持分に係る割合（一般的には、投資家持分を償却期間の期首における元本受取りの総額で除することにより求められる）は、月ごとに当該受益証券に対する元本償還として支払われる（月ごとの限度額があるために、支払が翌月に繰り越される場合がある）。上記所定の事由には、金銭債権の収益（ないしは超過スプレッド）が最小

限度の水準を下回る場合が含まれる。当該事由は、受取勘定の実績が期待ほどでない場合に、（たとえ見込みよりも早期であったとしても）投資家の元本残高の全額が返還される可能性を高めることを目的としている。

受益証券の発行時には、各受益証券の元本及び予め定められた利率による利子の全額が、指定された将来の日付（満期）またはそれに先だって支払われることが期待されている（すなわち、貸倒損失または金銭債権に係る収益から費用を控除した額と当該受益証券に係る分配額とのミスマッチは、当該銀行に支払われるべき額によって負担される）。

当該信託契約において、当該銀行及び当該保有者は、当該受益証券が課税上は当該銀行のデットとして扱われることを合意している。」

債務不履行に当たって、販売者持分はクラスA及びB受益証券に劣後するわけではないものの、予想される貸倒損失は超過スプレッドによって負担され、ひいては銀行が負担することが予定されている。また、クラスA及びB受益証券の元本残高が（元本の分配がなされない限り）リボルビング期間を通じて一定であるのに対して、販売者持分は信託が保有する金銭債権の残高に応じて変動する残余部分を意味している。そのため、その実質を考慮して¹⁵、銀行の保有する販売者持分のみを所有持分として観念し、クラスA及びB受益証券についてはデットとして取り扱うことを当事者で合意したことになる。

ここで注目に値するのは、当事者の意思として、発行される受益証券が信託受益権であることを前提としながらも¹⁶、課税上はデットとして取り扱われるべきことを明らかにしている点にある。これが **Pass-through debt certificates** と呼ばれる所以である。言い換えると、エクイティとしての経済的機能を期待して当該受益証券を発行したわけではないと当事者（グランター）が意図し、かつ信託財産に係る受益権であったとしても、デットとしての経済的実質を有しているために、デットと同様に扱われるという理解を前提に当事者

¹⁵ 貸付債権については、その所有権移転の判定にあたって、次のような傾向のあることが指摘される（Peaslee & Nirenberg(2001), at 60）。

- ・ 移転者が債務不履行リスクを保持している場合であっても、当該リスクが十分に高く、取得者が移転者の信用に依拠していることが明らかでない限り、移転（譲渡）の判定が妨げられるわけではない。
- ・ もし移転者が、その貸付債権の条件から大きく乖離したキャッシュ・フローを保証している場合には、（移転者による）資金調達として扱われる可能性が高くなる。
- ・ 極端にも、移転者が、償還期限に先立って当該債権を固定価格で買い戻す権利及び義務を有している場合には、資金調達として認識される可能性は非常に高い。
- ・ 移転者が、移転財産の買戻しを目的とするコール・オプションを有し、または取得者に対して移転財産を売り戻すプット・オプションを付与する場合であっても、移転時においてこれらのオプションの行使がほぼ確実だと認められない限りは、譲渡として認識される。

¹⁶ 納税者本人が選択した法形式を自ら否認することが、裁判上不利に扱われる可能性がある。ただ、本文で取り上げている証券化スキームにおいては、各当事者がそれぞれ有利な課税上の扱いを主張するわけではなく、また経済的実質から乖離した性格付けを主張するものではないため、高度な立証責任が課されるわけではないと理解されているようである。See, Peaslee & Nirenberg(2001), at 137, note 189; Blatt(1991).

の意思決定がなされていることを意味する。

デットとしての扱いを基礎付ける事情としては、①問題となる信託受益証券が伝統的なデットと経済的な類似性を有していること（固定された元本金額、固定利率またはインデックスに連動した利率、低い不払いリスク）、②事業リスク及びリターンがスポンサーに集中していること、③信託財産（貸付債権）に対するコントロールをスポンサーが維持していること、及び④当事者の意思（整合性）が挙げられる。なお、デットとしての類似性を強調することは容易であるが、デットと類似したエクイティ（例えば株式会社における優先株など）とは異なっていることを示すことは難しい（Peaslee & Nirenberg(2001), at 143）。一つの指標として、その受益証券のクラスと信託財産との直接の関係が希薄であること、及び（相対的に）高い信用力の質を有することから、デット性を帯びたエクイティと区別することになろうか（Peaslee & Nirenberg(2001), at 147）。

2. 3 シアーズ規則 (Reg. § 301.7701-4(c), Sears regulation)

1980 年代半ば、信託の課税上の性質決定に関連して、投資信託が複数の所有持分を発行することを禁じる趣旨の財務省規則改正がなされた。この改正は、シアーズ・モーゲージ証券会社によって組成された信託が、いわゆるファースト・ペイ及びスロー・ペイを表章する各受益証券を発行したことを契機とするものであり、一般にシアーズ規則と称されている。

このシアーズ規則は、一定の投資信託は、連邦所得税法上信託として性質決定されないことを述べる。まず、単一の種類の受益権のみを発行する信託については、受益証券保有者に投資の内容を変更する権限が付与されている場合に、当該信託が課税上は信託として扱われないことを定める。次いで、複数の種類の所有持分を発行する投資信託は、原則として連邦所得税法上の信託として扱われないことを明らかにする（その結果として、チェック・ザ・ボックス規則が導入された 1997 年以降は、当該投資信託はアソシエーションとして法人課税を受けるか、あるいはパートナーシップとして課税されるということになる。これは、納税者が信託を利用することで達成されると期待した課税上の地位を剥奪するものであり、大きな抑制効果を有する¹⁷⁾）。その上で、受益証券保有者の投資内容を変更する

¹⁷ ただし、納税者による選択が認められず、法人税に服する場合の第 1 は、公開市場において取引され、1940 年投資会社法 (Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. § 80a-1 to 80a-64 (1994)) 上登録される投資信託であるが、私募 (privately placed) の信託や、主として住宅ローン債権または売掛債権の保有を目的とする信託は、登録義務を免除されている。パートナーシップ課税を選択し得ない第 2 の類型は、「課税モーゲージ・プール (taxable mortgage pool, TMP)」に該当する信託である。①その保有する債権の 50%超が住宅ローン債権であること、②2 以上の複数の持分権を発行し、そのうちのいずれかはデットないしデットの性格を有していること、および③保有する債権に係る受取金額を基礎として分配金の支払をすること、という要件を満たす場合に、原則として課税モーゲージ・プールに該当すると判断される。しかしながら、課税モーゲージ・プールに当てはまる投資信託の大部分は、REMIC の要件を満たすように組成することが可能であり、法人税の対象とな

権限が信託契約上存在しない場合において、その信託が信託財産に対する直接投資を促進する目的のために設定され、かつ受益権の複層化がその目的に付随する（*incidental*）ものであるときは、連邦所得税法上信託として扱うものとしている。ただし、この規定は、市場における投資の分散を実現し、投資目的を促進するために行使される権限を含むことのないように解釈・適用されてきたし、また、決して投資収益が固定的であることを要求するものではない¹⁸。

シアーズ規則が発遣された根拠は必ずしも明らかではないとも指摘されるが、規則の前文は、次のように説明する。従来の規則が、いわゆる「固定投資信託（*fixed investment trust*）」について、証券保有者の投資内容を変更する権限を有するか否かにより、その性質決定を判定するものであったのに対し、複数の種類の所有持分から選択が可能である投資信託については定めを置いていなかった。この背景をなすのは、課税上信託として扱われるべきは、単に財産を受益者のために維持または保全するという目的に限定されるとの考えである。そのため、従来の規則は、投資財産の管理目的（*custodial purpose*）にとどまるか否かを判定するために、固定投資であるか、それとも投資内容の変更権限が付与されているか¹⁹に重点を置いていた。

同規則によれば、受益権は、信託財産全体に対する不可分の権利を表章し、そのため、「信託スキームは、個人投資家が投資リスクを分散することを可能とするが、その実質は、共有ではあるものの、信託財産の直接所有の形態を提供するものである」。投資財産を保有し、投資家集団による直接投資を促進するための信託であれば、伝統的に信託の限界を画してきた管理目的をなお備えるものとして評価されている。

これに対して、複層化された信託（*multiple class trust*）は、受託者に裁量権が与えられず（故に従来の規則が定める固定投資の要件に形式的には該当する）、また受益権そのものは信託財産を分割するものではない。しかしながら、受益権の内容が質的に分割されることにより、単なる投資財産の保有を超えて、直接投資によっては達成し得ない経済的・法的な利益を実現する手段となっている事例のあることを指摘している。そして、こうした投資信託の利用は、信託所得の複雑な配賦（*complex allocations*）を必要とするが、従

ることを回避することができる（§ 860A(a)）。

したがって、実際上は、たとえシアーズ規則によって信託と性格付けられなかった投資信託であっても、チェック・ザ・ボックス規則の下では、ほとんどのケースで課税上パートナーシップとして扱われることを選択し得ることになる。そのため、投資家に対する課税として、グランター・トラスト・ルールに従ったものとサブチャプターKに従ったものの、いずれが適当かという問いとして再設定されることになる（*Peaslee(1994), at 423*）。後者においては、少なくとも1%はジェネラル・パートナーを有することが必要となり、投資家に予期せぬ課税をもたらすおそれがある（*Rev. Proc. 89-12, 1989-1 C.B. 798*）。また、その点を脇に措くとしても、課税上の取扱いに関する見込みが覆される可能性を織り込むことは、投資信託の販売に際して大きなコストを課すことになる。

¹⁸ その詳細については、*Peaslee & Nirenberg (2001), at 179-195*。

¹⁹ ここでいう変更権限とは、信託財産の入替え、再投資に向けた権限を指している（松永（2009）40 頁参照）。

来の信託税制の分野では、十分な配賦ルールが整備されてこなかったことが大きな問題となる。

シアーズ規則は、この一般論がいかに適用されるかを 4 つの具体的事例（下掲）を挙げることで説明している。具体的には、複数の種類の受益証券を発行することによって、いわゆるファースト・ペイ及びスロー・ペイを実現することは信託課税の対象から排除される（例 1）とともに、優先劣後の設定（例 2）及び信託ポートフォリオの分割（例 4）は許容される。

シアーズ規則が採用するのは、付随目的の例外という考え方であって、形式的には、信託を通じて資産を（直接）保有するというフィクションの枠内にとどまる取決めであるか否かに注目することになる。実質的には、シアーズ規則の下で許容される複層化では、付随的要素は無視をされ、すべての受益証券について信託の課税原則（**pro rata** 配賦）が適用される以上、それぞれの種類の受益証券を課税上等しく扱うことが合理的な範囲に限られることになる。この趣旨は、あくまで財産の直接所有の形態を備えた事業体に対する課税上の仕組み（信託課税ルール）を適用する範囲を画するという考慮を重視した結果であると考えられる。

（例 1）法人 A は、住宅ローン債権のポートフォリオを購入し、それを銀行に移転して信託を設定した。同時に、銀行は受託者として、当該債権プールから生じる支払に対する権利を表章する受益権証券を当該法人に交付し、当該法人は、当該証券を公衆に売却する。当該受託者は、債権の法的所有権を保持しているものの、当該債権に基因する収益を再投資し、または他の方法により投資内容を変更する権限は認められていない。受益権には 2 つの種類がある。クラス A 受益権保有者は、繰上返済されたものも含め、ローン債権の元本相当額を受け取る権利を有する。クラス B 受益権保有者は、すべてのクラス A 受益権が償還された後になって初めて元本相当額の配分を受ける。クラス A およびクラス B 受益権の間の差異は、繰上返済される額に加え、ローン債権の前納がなされるリスクをクラス A 受益権に移転するものであり、クラス B 受益権保有者は、いわゆるコール・プロテクション（期限前償還リスクの免除）を有することになる。そのため、当該信託は、当該ローン債権に対する直接投資とは大きく（**significantly**）異なる投資持分を創設する手法として用いられている。結果として、信託受益権の質的分割は、当該信託を通して直接投資を促す目的にとっては付随的な（**incidental**）ものでなく、それ故に、当該信託は連邦所得税法上信託として扱われない。

（例 2）法人 M は、住宅ローン債権によって構成されるポートフォリオのオリジネーターであり、当該債権を銀行に移転して信託を設定した。同時に、銀行は受託者として、M に当該債権から生じる支払に対する権利を表章する受益証券を交付した。当該受託者は、債権の法的所有権を保持しているものの、当該債権に基因する収益を再投資し、または他の方法により投資内容を変更する権限は認められていない。受益権には 2 つの種類がある。

クラスC受益権の保有者は、元利金の 90%を受け取る権利を有し、クラスD受益権の保有者は、残りの 10%を受け取る権利を有している。この 2 つの受益権は、原資産である債権が債務不履行となった場合に、クラスD受益権の保有者は、クラスC受益権の保有者に対して劣後という点を除いて、同一のものとなっている。MはクラスC受益権を投資家に売却し、クラスD受益権は保有している。当該信託は質的分割された所有持分を有しているが、受益証券の保有者の利益は、MからクラスC受益権の保有者に提供される部分的な保証を除いて、ローン債権のプールに向けられた不可分の利益と実質的に等しいものとなっている。こうした状況では、信託受益権の質的分割は、当該信託を通して直接投資を促す目的にとっては付随的な (incidental) ものであり、それ故に、当該信託は連邦所得税法上信託として扱われる。

(例 3)

プロモーターが、公開市場で取引される法人の株主が、自らの株式を預託できる信託を設定した。当該信託に預託された株式の割合に応じて、参加者は 2 つの受益証券を受け取る。これらの受益証券は、当初一体として交付されるが、分離してそれぞれを取引の対象とすることができる。一方の受益証券は、配当額および一定額までの値上がり益相当額を受け取る権利を表章しているのに対し、他方の受益証券は、その一定額を超えた値上がり益に相当する額を受け取る権利を表章している。分離した受益証券は、当該信託に係る 2 つの異なる所有持分権を表しているが、事実上、当該信託が保有する株式に係る配当に対する権利を、その株式の値上がり益に係る部分の権利から分離するものとなっている。信託受益権の質的分割は、投資家が一方の受益証券を譲渡し、他方の受益証券を保有し続けることを可能とし、配当所得と株式に基因する増加益のいずれを重視するかというそれぞれの異なる投資目的を実現することとなっている。当該信託は、その保有する株式について、直接投資と大きく異なる投資持分を創設する手法として用いられている以上、当該信託を通して直接投資を促すために信託が創設されたと見ることはできない。それ故に、当該信託は連邦所得税法上信託としては扱われない。

(例 4)

法人Nは、債券ポートフォリオを購入し、銀行に移転して信託を設定した。同時に、その受託者は、Nに当該債券に関する持分を表章する受益証券を交付した。これらの受益証券は公衆に売却される。それぞれの受益証券は、特定の債券に係る特定の支払を受け取る権利を表している。1286 条の下では、利札およびストリップ債は、連邦所得税法上、それぞれ独立した債券として扱うこととしている。ある受益証券保有者の利益は、他の受益証券の保有者とは異なり、当該信託は質的に分割された所有持分を有するものの、当該質的分割は、1286 条により別々の債券として扱われる資産を直接保有しているのと同じ利益を達成するものにすぎない。受益証券の保有者が取得する利益は直接投資と類似するものである以上、信託受益権の質的分割は、当該信託が保有する財産に対する直接投資を促すものにすぎず、それ故に、当該信託は連邦所得税法上信託として扱われる。

2. 4 小括

質的分割がなされた信託に対する課税のあり方を考えるにあたり、アメリカにおけるシアーズ規則の消極的な姿勢がまず目を引く。前述の通り、現行の取扱いでは、受益権が複層化された場合には、非常に限定された条件の下においてのみ信託ルールの下にとどまることが許容され、それに合致しなければ、法人またはパートナーシップとして扱われることになる。これは、納税者が信託を利用することで達成されると期待した課税上の地位を剥奪するものであり、大きな抑制効果を有する。ここには、州法上の信託が必ずしも（連邦法上の）信託課税の枠組みの中に包摂されず、事業体に対する課税方式の選択という視点から適用範囲が画されているアメリカ法の特徴を見ることができる。

しかしながら、その一方で、事業体の設計という局面ではなく、契約（金融派生商品）を利用することによって複層化と同等の経済的状态を達成する可能性が存するにもかかわらず、信託についてはその実現を禁じるような制限的なルールが設定されていることには再検討の余地がある（Peaslee(1994)）。この問いについては、3 で検討する。

さらに、契約関係を通じたキャッシュ・フローの転換という観点からは、受益証券の内容（複層化）として課税上の取扱いを決定するのではなく、一定の受益証券が課税上はデットとして扱われることを利用したスキーム（Pass-through debt certificates）の存在は、本研究が取り扱うべき問題が、事業体課税の枠組みの外部にもまたがるものであることを意識させる。すなわち、受益権が複層化された信託に対する課税を考えるにあたり、①パッケージとしての信託課税ルールの内部において、受益権の多様化という問題を処理し得るかという問題としてこれを提示するのみならず、②信託課税ルールの内部で処理すべき受益権の範囲を定める（と同時に、信託課税ルールにて処理するに適切でない受益権を除外する）という問題設定によって、妥当な解決を導くというアプローチがあることを指摘できる。なお、アメリカ法においては、①の問題については、「直接所有」というロジックの下で受益証券相互の差異が無視し得る程度か否かという観点から解決していた（シアーズ規則）のに対して、②の問題については、デットとしての経済的実質を有する受益証券を「直接所有」の擬制から除外する（可能性を認める）という解決が示されていたのは、本章で見たとおりである。

3. わが国への示唆

3. 1 エクイティ性による線引き

アメリカ法において、複層化の領域の一部が、課税上のエクイティ・デットの線引き問題として処理され得ることを見た（上記②の問題）。こうした発想は、わが国の現行法の中にも見出すことができると本研究では考えている。

前述のとおり、平成 19 年度税制改正後の所得税法及び法人税法は、みなし規定（所税 13

条 1 項、法税 12 条 1 項）の明確化を図るとともに、受益者が 2 以上ある場合、信託財産に属する資産及び負債の全部をそれぞれの受益者がその有する権利の内容に応じて有するものとし、当該信託財産に帰せられる収益及び費用の全部がそれぞれの受益者にその有する権利の内容に応じて帰せられるものとするを明らかにした（所税令 52 条 4 項）。

ここで注目するのは、「権利の内容に応じて」（信託財産を）帰属させる規定へと転換した、ないしそうした要素を取り入れるに至った点である。同税制改正前においては、（受託者を納税義務から解放するための）「誰か」を決めることが重要であったところ、現行法においては、「信託財産の内容・収益」を「権利の内容に応じて」割り当てることが信託課税に関するルールの内容・機能として期待されていると思われる。すなわち、信託の機能が、信託財産の内容を分解・転換して受益者に享受させるものであることを正面から捉え、これに対応して所得を帰属させることを構想した規定であると考えることができる。

上記「その有する権利の内容に応じて」帰せられる内容に関する解説は、次のように述べ、受益者の範囲について実質的な判定があり得ることを注記する。

「(注) 以上の定義を形式的に当てはめたところ受益者等に該当する者であっても、権利の内容によってはその者に帰属させるべき資産及び負債並びに収益及び費用が限りなくゼロに近い場合もあると考えられ、この場合には、その者を受益者等として取り扱わないことも考えられます。」(295 頁)

ここでいう「その者に帰属させるべき資産及び負債並びに収益及び費用が限りなくゼロに近い場合」というのは、その受益者等の権利が細分化され、量的に把握した結果としてゼロに近づいた場合を指すものとしてのみ読むのは誤りであろう。これと、同税制改正においては、(特定受益証券発行信託以外の) 受益証券発行信託について、その受託者に対して法人課税がなされる信託（法人課税信託）という類型が設けられた際の説明を考慮するに、信託の転換機能により、すなわち受益権の内容が質的に変容を加えられたがために、(直接) 帰属という擬制が適当でない場合があることを念頭に置いて、同税制改正は行われたものと理解できる²⁰。

「新信託法で一般化された受益証券発行信託については、受益者は割合的単位に細分化された受益権を有し、受益権が転々流通することを想定しているため、受益者が信託財産に属する資産及び負債を有するものとみなすことは実態上適当でなく、実務上も各受益者の所得計算が困難になると想定されます。そこで、受益証券発行信託のうち適正に

²⁰ なお、こうした観点は、平成 19 年度税制改正前においても垣間見ることができる。いわゆる土地信託通達（「土地信託に関する所得税、法人税並びに相続税及び贈与税の取扱いについて」（昭和 61 年 7 月 9 日直審 5-6 他））が定められる過程においては、受益権の譲渡性を認めると個別信託から集団信託化することで信託財産たる不動産の所有性を希薄化するという解釈が存在し、流通性を持たせる場合には実質所得者課税の原則は適用しないという考え方があり得たことはつとに指摘されている。ただし、所有性の濃淡が単に量的な問題として把握することはできない点を考えると、同通達における議論を流動化スキーム一般に拡張することには慎重であるべきだろう（小林(2004)19 頁）。

信託事務の実施をすることができると認められる者を受託者とし、過度な課税の繰延べが生じないものとして一定の要件を満たすもの（特定受益証券発行信託）を集団投資信託に追加することとされました。」(290 頁) (傍線筆者)

ここで、ある信託が、質的に分割された受益証券として、信託財産との結び付きが強固な受益証券（その保有者をここでは「信託財産保有受益者」と呼ぶ）と、信託財産との結び付きが希薄な受益証券（その保有者をここでは「その他の受益者」と呼ぶ）とを発行したと仮定する。この結果として、その他の受益者について直接帰属という擬制を観念するのが適当でないという評価できる場合としては、その接近の方向から、次の 2 つの理論的可能性があるといえる。

第一に、信託財産保有受益者が信託財産のすべてを保有していると評価（擬制）することが適切であり、その反面として、その他の受益者に信託財産の直接帰属という擬制を認めることが望ましくないという見方である。例えば、信託財産保有受益者が、信託財産に係るリスクや利益を実質的に負担しているケースが考えられる。その結果として、信託財産保有受益者に対して信託財産に係るすべての財産等が帰属されることを前提に、信託財産保有受益者とその他の受益者との間に債権債務関係が成立したものと把握するのである（または、信託財産保有受益者は、その他の受益者に対する（金銭債務）負担付きの受益権を取得した、と考える）。

第二に、その他の受益者の保有する権利内容に鑑み、信託財産との関係が切断されていることを重視する見方がある。例えば、その他の受益者が取得した権利の内容として、信託財産との関係は切断され、主として信託財産保有受益者に対する請求権によって構成されていると評価できるケースが考えられる。このケースにおいては、やはりその他の受益者が信託財産保有受益者に対して債権を有するものとして課税関係が考えることが適当と考えるのである（例えば、その他の受益者が取得したのは、信託財産に対する金銭債権と評し得る権利であったと判断する）。

両アプローチはほぼ重なり合っているように見えるが、重要な点で異なっている。それは、第一のアプローチがエクイティ性の受益権を括り出し、そのみを信託課税ルールの枠内で捕捉する方向で構想しているのに対して、第二のアプローチはデット的な性格を有する受益権を排除する方向で構想しているからである。エクイティとデットとの境界が曖昧になっている現状では、このいずれのアプローチを採用するかによって、具体的な線引きは異なることになるだろう。とりわけ、信託の機能の一つとして財産管理機能を有することを考えると、ある受益権について信託財産に係るリスク及び利益が低減されていることのみを以て、すなわちデットとしての性格を帯びていることのみ注目して、これを信託課税における直接帰属の対象から除くことは適当ではないと考える。

従って、第一のアプローチに基づき、信託財産に係るリスク及び利益が特定の受益権保有者（信託財産保有受益者）に集中している場合において、その反面として、その他の受益者に帰属させるべき資産及び負債並びに収益及び費用が限りなくゼロに近い場合がある

こと（その他の受益者を「受益者等」として取り扱わないこと）を認めたとしても、現行法の枠組みと整合的であると考ええる。ただし、わが国においては私法上の構成をくつがえして課税上の性格付けを行うには慎重であるべきと考えられ、法令上の手当てが望ましい。

3. 2 シアーズ規則の分析——代替的課税モデルとの比較

次に、アメリカにおけるシアーズ規則で見たように、受益権が質的に分割された場合に信託課税ルールによって対処することが望ましい範囲にあるか否かを決定するにあたり、いかなる議論が可能だろうか。シアーズ規則は、異なる種類の受益権間における差異が信託ルールの課税上の枠組み（直接保有の擬制）において無視し得るものか否か、すなわち直接投資という目的にとって付随的なものと評価し得るかを重視していた。この限界を超え、異なる種類の受益権を割合的（*pro rata*）に扱うことができない場合には、法人またはパートナーシップとして課税することにしていた。換言すれば、信託課税ルールにより扱うことは適切でないと判断したことになる。前述のとおり、このような抑制的な規則には批判もあるが、本節では Peaslee(1994)を参考として、この判断の基礎をなした考慮要素を検討することにした。

なお、わが国においては、私法上「信託」として性格付けられる法的関係について、明文の規定なしに法人または組合として課税をすることは想定するのが困難である。そのため、この議論がわが国にもたらす示唆としては、信託課税ルールの範囲内で処理すべき複層化の範囲と、前述（3. 1）のアプローチ（後述の金融取引モデル）が有効である複層化の範囲を整理するにあたっての視座を提供するものと位置付けている。すなわち、エクイティ性の欠如という根拠から信託課税ルールの対象から除外されるべき受益者等の具体化を図ったが、これが政策的な観点から支持し得る試みであったのかを検討することを意味する。

そして、シアーズ規則の分析手法として有益だと考えられるのが、他の代替的課税方法との比較という視点である（Peaslee(1994)）。シアーズ規則そのものは、信託課税の枠内にとどまるべき投資信託と、（法人課税または）パートナーシップ・モデルによるべき投資信託を切り分けるルールとして機能しているが、より一般的化するならば、複数の課税モデルからいずれを選択することが適当かを決定する線引き問題として捉え直すことができる。例えば、株式会社を通じて、優先株式と普通株式といった形で複数種類の証券を発行すれば、それぞれの株式を保有する者のニーズ（リスク・リターンの選好）に沿ったキャッシュ・フローを組成することは可能である。この場合、株式会社形態を利用した結果として法人課税に服することになるが、それは租税政策上の観点からはどのように評価されるのだろうか。

Peaslee(1994)は、複数の種類の持分が存在する場合の課税方式として、①法人課税、②共有モデル、③パートナーシップ・モデル、及び④金融取引モデルの4つの方法を挙げている（その詳細は、松永(2009)56 頁以下参照）。法人課税モデルは、その事業体を法人税の

対象とするモデルであり、事業体段階でいったん課税がなされることを意味している。次いで 2 つ目が共有モデルであり、資産を直接保有していると擬制した上で、当該資産に対して適用されるべき課税ルールに基づいて、各持分保有者の課税がなされる。現行の信託に関する課税ルールはその一つである。

3 つ目は、パートナーシップ・モデルである。複層化された信託が、シアーズ規則で規定されている「付随的な複層化」の例外に該当しない場合は、パートナーシップ課税あるいは法人課税の対象になる。パートナーシップにおいては単純な持分割合とは異なる配賦方法を当事者間で決めることができ、かつ課税上も一定の範囲内でそれを許容している。そのため、パートナーシップとして組成した場合には、相対的に柔軟に、信託を複層化した場合と同様の転換機能を実現でき、共有モデルとは異なる代替的な課税モデルとして取り上げられることになる。ただし、わが国への示唆を主眼とする本研究では、その検討は割愛する²¹。

4 つ目は、金融取引モデルである。これは、（当該事業体のすべての所得が帰属する）所有者として扱われる 1 つの持分クラスと、その他の持分クラスの投資家との間に金融取引が存在するものと擬制し、課税上の扱いを決するモデルである。その結果として、その他の持分クラスの投資家が得る所得の性格は、当該金融取引に基づいて判定され、事業体段階における資産等とは切り離される。具体的に、シアーズ規則における例 1 においてファースト・ペイ、スロー・ペイを実現した場合には信託課税の対象から除外されるが、理論上は、単一の受益権しか存在しない信託を前提とした場合にも、金融取引を利用することで、ファースト・ペイ、スロー・ペイを実現する複層化が行われたのと同じようなキャッシュ・フローを作ることができる²²。この意味で、信託に対する代替的な課税モデルとして、金融取引モデルを参照することが有益である²³。

このように選択肢を提示した上で、Peaslee(1994)は、シアーズ規則の合理性を検討する

²¹ わが国において、組合を通じて生じた所得の配賦ルールは非常に未発達なので、他の導管性を持った事業体に関する課税ルールが、信託の場合と比べて、質的分割に対処すべくものとして理解される前提がやや弱いように思われる。組合に関しては、一般論では、客観的な合理性を満たす範囲で持分割合と違う配分も可能であると言われているが、どのような場合に可能なかは具体的に明確ではない。そのため、課税モデルの適切な切り分けという観点からは、問題が十分に解決される代替的モデルとして組合を観念することはなお困難であると思われる。わが国における議論の特徴として、他の代替的課税方法を考える際に法人課税モデルが好まれる傾向にあるが、その一因は組合課税モデルが未整備である点にある。

²² 例えば、1000 ドルの住宅ローン債権を信託し、受益証券の所有者がそれぞれ **fast-pay**、**slow-pay** の持分を保有するように仕組むと、複層化したことになる（シアーズ規則、例 1）。一方、信託財産が単一の住宅ローン債権であることは共通であるが、**fast-pay**、**slow-pay** を実現するために受益証券を質的に分割するのではなく、信託契約の外でオプションを付加することで、ファースト・ペイ、スロー・ペイをキャッシュ・フロー面で実現できることが指摘される。

²³ そして、それと同様の結果をもたらす複層化信託を禁止的に抑制するシアーズ規則による線引きが適切かどうか疑問を提起するのが Peaslee(1994)の目的である。

にあたり、次の 4 つの考慮要素を掲げる。

- ① 確定性と複雑性²⁴——執行可能性
- ② 租税法上の属性の適切な分配——所得等の性格の伝達
- ③ 特定の税法規定の潜脱防止
- ④ みかけ上の利益または損失計上（課税時期のずれ）防止

これら 4 つの根拠がシアーズ規則の背景としてはあるのだろうと説明されているが、最後の 4 つ目の所得の認識のずれは、必ずしも信託を用いたことによる特異な現象ではない。従って、信託についてアメリカが採用している一定の例外、すなわち、目的から見て付随的とされる複層化でなければ、課税上は信託として認められないという取扱い、果たしてそのような禁止的なルールを設けることが妥当なのか、という疑問が生じることになる。

1980 年代のシアーズ規則の発遣と、その後の発展において問題視された点は、まず複雑性にあった。個々の貸付債権とそれぞれの受益証券のクラスが異なる場合（例 1 参照）に共有モデルを適用することは、執行可能なルールの提供という視点からは支持することが困難であろう。また、第二の考慮との関係では、受益権を複層化することによって、様々な信託財産と結び付いた資産の特質を分解し、経済的な関わりから乖離して各受益権者に配分されることへの警戒があったと考えられる。租税属性を恣意的に各投資家に分配することが可能となれば、それぞれ異なったタックス・クライエンターレを利用して、租税回避の機会を与えることになる。

こうした分析を、信託課税ルールの範囲内で処理すべき複層化の範囲と、金融取引モデルが有効である複層化の範囲を決定するという問題に応用した場合、どのような思考をたどることになるか。執行可能性という点はひとまず措く²⁵としても、第二の視点からは、所得等の性格を伝達する必要性がどれだけ強固なものかによって決定するのが適当だと考えられる。そしてこれは、第一義的には、信託財産に係るリスク及び利益が、それぞれの投資家の保有する受益証券にどの程度反映されるかによって判断されるべきだと考えられる。

4. 結語

わが国において複層化に適切に対処し得る課税ルールを構築するにあたっては、「権利の内容に応じ」た帰属によって何を実現しようとしているかを改めて問う必要があるだろう。本研究では、その趣旨は、信託財産の直接帰属という擬制を働かせる前提として、当該信

²⁴ なお、過度に複雑にならずに共有モデルを適用し得るかという問題と、従来存在しない取引が登場したことによって新たに生み出される取引に関する課税上の不確実性とは区別されるべきことが主張されている（Peaslee(1994), at 462）。

²⁵ 金融取引モデルにおいては、所有持分とされる受益証券を保有する受益者が信託財産から生じたすべての利益及び控除項目を獲得した上で、その者の所得計算においてその他の受益者に対する支払いを観念し、これが控除される。それぞれの受益者に対する分配ルールを構想する必要がないという点で、簡素なルールとなることは間違いない。

託財産との経済的結び付きがいかなるものであるかを具体的に探究することを明らかにする点にあると考えた。そのため、エクイティ性を欠く受益者等を課税上は「受益者等」としては扱わないこと（金融取引方式の許容性）も、現行法の枠組みと整合的であると結論付けた。

受益権が複層化された信託の課税を考えるにあたり、アメリカ法の経験としてシアーズ規則が参照されることがあるものの、同規則は、信託課税ルールから除外される「信託」を決定するためのものであったことに注意しなくてはならない。わが国で複層化された信託として課税上問題となり得るスキームは、同規則が対象とする信託類型にとどまらず、そもそも同規則の対象とならない信託類型（単一の種類の受益証券（ないしグラントー）を発行する信託）によっても実現され、そこではエクイティ・デットの区分を基に課税上の扱いが決定されていた。直接保有の擬制が信託課税ルールの本質であるとすれば、その前提となる「所有」の有無に関心が払われるのは当然であるともいえる。

以上を踏まえ、わが国においても、金融取引モデルの採用によって簡素な所得配賦ルールを導入するメリットは大きいと考えた。その際、信託課税が原則とする直接帰属——信託財産の実質的帰属というフィクション——の下で一般的な所得配賦ルールを構築することは、過度の複雑さをもたらす結果になると思われる。また、経済的実質から乖離して、租税法上の属性を一部の受益者に独占させることは必ずしも望ましいことではない。

そこで、租税法が信託の転換機能を阻害することを防ぎ、かつ現行の所得税法及び法人税法と整合性を有する範囲で、エクイティ性を欠く受益者を一定の信託類型において明確化し、金融取引方式を適用することが望ましいと考えられる。具体的には、「受益者等」の範囲を明確化する措置の一環として、「信託財産保有受益者」及び「その他の受益者」を定める規定を置くことが考えられよう。そしてその際には、例えばアメリカ法で明示的に認められている例、すなわち、信託財産の内容が当該信託のスポンサーに対する請求権のみによって構成されている場合や、信託受益証券に対する支払の源泉がスポンサーによって保証され、または実質的にスポンサーに対する債権として把握できる場合を中心に（**2. 2**参照）、デット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考ええる。

参考文献

- Conlon, Steven and Mary Sue Butch, Tax Consideration in The Securitization of Commercial Mortgage Loans, 71 Taxes(1993)
- Hansmann, Henry and Ugo Mattei, The Function of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis, 73 N. Y. U. L. Rev. 434 (1998)
- Langbein, John H., The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of

- Commerce, 107 Yale. L. J. 166 (1997)
- Newcombe, Stephen, 'Tolley' s Taxation of Collective Investment 2nd.(2008)
- Peaslee, James M., Investment Trusts in the Age of Financial Derivatives, 49 Tax L. Rev. 419 (1994)
- Peaslee, James M., Commnt on Pseudo Passthroughs, 85 Taxes 343 (2007)
- Peaslee, James M. , and David Z. Nirenberg: Federal Income Taxation of Securitization Transactions 3rd (2001)
- Peaslee, James M. and Jorge G. Tenreiro, Tax Classification of Segregated Portfolio Companies, 117 Tax Notes 43 (2007)
- Raskolnikov, Alex, Contextual Analysis of Tax Ownership, 85 B.U.L. Rev. 431 (2005)
- Rocap, Donald E. and Russell S. Light, The Mixed-up World of Pseudo Passthroughs, 85 Taxes 323 (2007)
- Sayers, Ian (2008), "Investment Trust Companies", in Newcombe, Stephen (ed.), Tolley's Taxation of Collective Investment, LexisNexis, pp.221-254
- Schwanz, Steven L., Commercial Trust as Business Organizations: Unraveling the Mystery, 58 Bus. Law. 559 (2003)
- Shenker, Joseph C. and Anthony J. Colleta, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, 69 Taxes Law Review (1991)
- Simon, John P., Selected Federal Income Tax Aspects of Securitizing Debt Obligation, 66 Taxes 897 (1988)
- Thaw, Mitchell, Taxation of Mutual Fund Trusts and Corporations in Canada (Carswell, 2006)
- 神作裕之「信託法・信託関連法の近時の展開と課題」信託 242 号 6 頁 (2010)
- 小林秀太「土地信託通達にみる信託課税の立法論の方向性」COE ソフトロー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ 2004-3 (2004)
- 佐藤英明「信託と課税」(弘文堂、2000)
- 四宮和夫「信託法〔新版〕」(有斐閣、1989)
- 渕圭吾「所得課税における帰属 (tax ownership) をめぐる研究動向」学習院大学法学会雑誌 45 巻 1 号 173 頁 (2009)
- 渕圭吾「アメリカ信託税制の諸問題」信託 239 号 27 頁 (2009)
- 法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案・補足説明」(2005)
- 松永和美「米国の信託の税制について」信託 238 号 29 頁 (2009)



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁 15 階

TEL: 03-3506-6000 (内線 3293)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>