

Tax Analysis

中国

デロイト トーマツ税理士法人

2020年7月号

※本ニュースレターは、デロイト中国が発行したニュースレターの再掲です。
日本語訳と原文（[中文](#)）に差異が生じた場合には、原文が優先されます。

既存市場の活性化と改革の深化：インフラ REIT 公募の試験 導入に関する税務分析

2020年4月30日、中国証券監督管理委員会と国家発展改革委員会は共同で「インフラセクターにおける不動産投資信託（Real Estate Investment Trust：以下「REIT」）公募の試験導入に関する通知」（以下「通知」）を公布した。また、中国証券監督管理委員会は「インフラ証券投資ファンドの公募に関するガイドライン（試行）」（意見募集稿）（以下「ガイドライン」）を公布した。当該2つの文書の公布は、長らく期待されてきた REIT 公募の本格始動を意味するものであり、業界内で大きな反響を呼んだ。

近年、資本市場において「類 REIT」（REIT に類似する金融商品）及びその他の不動産・インフラ向けの証券化金融商品は発展を遂げている。中国経済の下押し圧力と各レベル政府の財政難の状況下で、インフラ REIT は、インフラ既存資産の活性化、各レベル政府におけるインフラ整備の資金難の緩和、投資・経済成長・見通しの安定化に寄与することが期待される。また、同時に、実体経済に対する資本市場のサポートの質と効果を高め、資本市場の投資・融資手段を充実させ、社会資源の再配分を実現するための効果的な手段であると考えられる。

「通知」の規定により、REIT 公募の試験導入初期において、適格の証券会社又はファンド管理会社は、公募によるインフラ証券投資ファンド（以下「公募型インフラ REIT」）を設立することができる。「ガイドライン」では、公募型インフラ REIT の設立と運営などに関する具体的な規定が定められている。従来型の類 REIT と比べて、公募型インフラ REIT は権益性投資としての属性が強く、証券取引所に上場できる公募ファンドに属する。したがって、参加主体の資格及び職責・登録・ファンド発行の価額及び口数・投資運営・プロジェクト管理・情報開示・監督及び管理などの面でより厳しく管理される可能性がある。

税務コストは、類 REIT 時代から各方面の注目が集まる重要な問題であり、融資経路の選択に直接的な影響を及ぼすケースが存在する。中国の現行の規定では、資産証券化と REIT 金融商品向けの具体的な租税政策が不足している。それにより、REIT 業務の展開に大きな不確実性リスクが伴う。「通知」と「ガイドライン」の公布を受け、関連の租税政策の早期発表が期待される。

本ニュースレターでは、「通知」と「ガイドライン」において定められたインフラ REIT の構造に基づき、主要な参加主体（オリジネーター・投資家・管理者）が注目すべき重要な税務問題について、初歩的な分析を行うとともに、アドバイスを提示する。

1. 試験導入の対象範囲

「通知」と「ガイドライン」において、公募型インフラ REIT の試験導入の重点対象範囲が定められた。「通知」の規定により、今回の試験導入は、原則的に国家政策に合致する優良資産に焦点が当てられ、重点的な分野における少数のプロジェクトでの先行実施を通じて行われる。公募型インフラ REIT の試験導入の重点対象範囲

重点業界	<p>優先的に試行する業界：インフラの脆弱な部分を補強する業界</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 倉庫保管・物流 ■ 交通施設*：有料道路、空港・港湾など ■ 公共インフラ*：水道・電気・ガス・熱供給など ■ 汚染処理*：都市汚水・ゴミ処理、固体廃棄物・危険廃棄物処理など <p style="text-align: right;">*特許経営権に関わる</p> <p>試行を奨励する業界</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 新型インフラ：情報ネットワークなど ■ 国家レベル戦略的新興産業クラスター・ハイテク産業園区・特色産業園区
重点区域	<p>優先的に試行する区域</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 北京・天津・河北 ■ 長江経済ベルト ■ 雄安新区 ■ 広東・香港・マカオグレーターベイエリア ■ 海南 ■ 長江デルタ <p>試行を支援する区域</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 国家レベル新区 ■ 条件が整った国家レベル経済技術開発区

「ガイドライン」の規定により、住宅と商業用不動産は試験導入の対象範囲から除外されている。しかしながらこの除外規定は、適格の園区開発プロジェクトを原資産とする REIT 公募に影響を及ぼすものではないと考えられる。

したがって、特定のインフラの建設又は経営に従事する機関、及び産業園区の投資開発・建設運営に従事する企業は、今回の公募型インフラ REIT の試験導入の主要な受益対象になることが予想される。

2. 公募型インフラ REIT の構造

「ガイドライン」の第 2 条において、今回の試験導入の対象である公募型インフラ REIT の定義を明確にするための 4 つの基準は、以下のように定められている。

本ガイドラインでいうインフラファンドとは、以下の特徴を同時に満たすファンド類金融商品を指す。

- (一) 80% 以上のファンド資産をもって単一のインフラ資産担保証券を全部保有し、インフラ資産担保証券がインフラプロジェクト会社の全持分を保有すること
- (二) ファンドが資産担保証券やプロジェクト会社などの特別目的事業体を通じて、インフラプロジェクトの完全所有権又は特許経営権をパススルー契約形式で取得すること
- (三) ファンド管理者が、インフラプロジェクトの賃料、利用料金などの安定したキャッシュフローの取得を主要目的として、積極的にインフラプロジェクトを運営・管理すること
- (四) クローズドエンド方式で運営し、利益分配比率はファンドの分配可能な年間利益の 90% を下回らないこと

上述の基準 (一) と (二) によって、公募型インフラ REIT の基本構造が定められている。その基本構造は、公募ファンドは投資家から投資を受け、特別目的事業体（資産担保証券やプロジェクト会社）を通じて、インフラプロジェクトの完全所有権又は特許経営権をパススルー契約形式で取得するというものである。これは、**オリジネーターがインフラの完全所有権又は特許経営権をプロジェクト会社に移転しなければならない**ことを意味し、公募型インフラ REIT の権益性投資としての属性に反映されている。

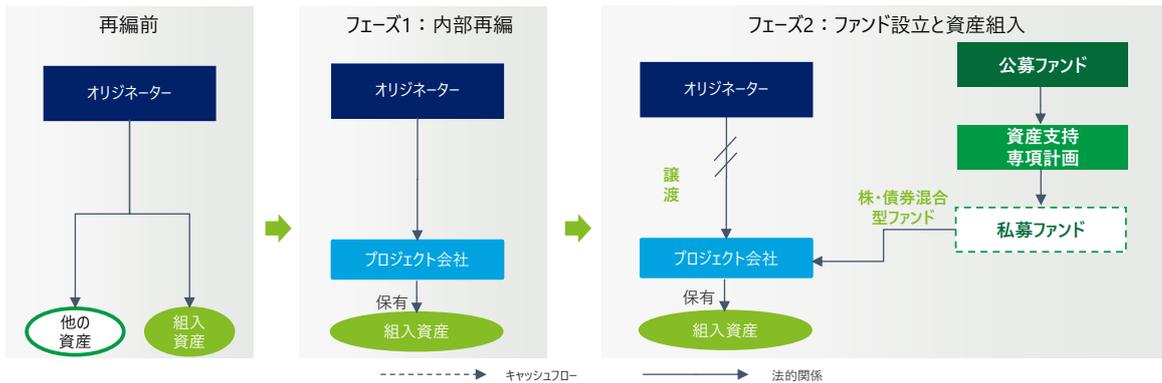
「ガイドライン」におけるその他の条項と合わせてみると、今回の試験導入の対象である公募型インフラ REIT の構造は下図のとおりである。

4. オリジネーターが考慮すべき税務問題

REITの発起人として、オリジネーターは、適格のインフラ資産の完全所有権又は特許経営権をREITに組み入れる際に、発生する税務コストについて考慮しなければならない¹。

原資産の組入れにかかる税務コストは、類REIT時代からオリジネーターを悩ませてきた。資産取引を通じて直接REITに譲渡するアレンジは、最も簡略的であるが、企業所得税のほか、増値税・土地増値税・契税（不動産取得税）などの税目に関わる可能性がある。インフラ又は公共事業の物権が伴う原資産に関する税務処理の複雑度と税負担は、特許経営権を証券化の対象に設定された原資産よりも高くなる可能性がある。過去の実務においては、多くのオリジネーターが内部再編（資産の隔離・分離／資産による出資／資産の移転など）を通じて、原資産を保有するプロジェクト会社を立ち上げ、プロジェクト会社の持分をREITに組み入れる方法（図3を参照のこと）を選択していた。

図3：資産組入取引（例）



今回の公募型インフラREITの試験導入は、インフラプロジェクトにターゲットを絞って行われる。インフラプロジェクトは収益性よりも社会性と公益性を重視する側面がある。そのため、オリジネーターは収益率に対する市場の期待に応えるため、「通知」と「ガイドライン」の要求に合致するその他のプロジェクトも原資産に組み入れることによって、ファンド発行の成功率を高める必要がある。それに伴い内部再編の需要が発生する可能性があり、オリジネーターは関連の税務処理（例：特殊税務処理の適用など）についても考慮する必要がある。

また、これまでの類REIT金融商品のほとんどは、デットファイナンスの性質を有するものであった。そのため、買戻しなどの条項を通じて、原資産に対するオリジネーターの所有権及び支配権を確保するようにしている。実務において、オリジネーターが資産の所有権及び支配権が実質的に移転していないことを理由に、資産譲渡による納税義務を回避するケースが存在する。しかしながら、今回試験導入される公募型インフラREITは、権益性投資としての属性が強く、オリジネーターは原資産の所有権を放棄する必要がある。したがって、前述の理由を根拠として、免税適用の主張はできなくなる可能性がある。

全体的に、試験導入に参加する意向のあるオリジネーターは、単一のプロジェクト（例：PPPプロジェクト）を保有するプロジェクト会社が既に存在する場合、内部再編を必要としない可能性がある。その場合には、将来の資産組入れにかかる税務処理も比較的簡単なものになる。一方、既存のプロジェクト会社が存在しない場合、将来の資産組入れに向けて、早期に再編案を検討する必要がある。したがって、関連のオリジネーターは、資金調達コストの削減を図るための準備作業として、「ガイドライン」の基準に合致すると思われる原資産と財産権の構造について早期に整理することが推奨される。

5. 投資家が考慮すべき税務問題

投資家は、REITの保有期間における収益のリターン率・安定性・持続可能性・退出時のリターン率・退出の利便性に注目している。以下の要素は、投資家のリターン率に対して影響を与える。

(1) プロジェクト会社の資本構成

「ガイドライン」第28条の規定により、公募型インフラREITは毎年、「監査済みの分配可能な年間利益」の90%以上を現金形式で投資家に分配する必要がある。会計上の利益とキャッシュフローの間に差異が存在することから、利益分配に用いられるキャッシュフローが「分配可能な年間利益」を上回る、又は下回る可能性がある。この問題を解決するために、プロジェクト会社は減資又は株主ローンなどを通じた資本構成の調整により、利益分配に用いられるキャッシュフローを調整することができる。減資の実務における難易度は高い。株主ローンの場合、企業所得税上に過少資本が発生するかどうか、関連者間融資の利率

¹「ガイドライン」第17条の規定により、オリジネーターはファンド発行数の20%を下回らない持分の保有を求められる。オリジネーターが投資家の立場に立って考慮すべき税務問題については、後述の「投資家が考慮すべき税務問題」を参照のこと。

設定が独立企業間原則に合致するか否か、利息にかかる増値税の税務処理などを含めて、関連の税務コストに留意する必要がある。

(2) 原資産の運営に関する税務事項

原資産運営の過程で発生する税務問題は、投資家のリターン率に影響を与える。汚水処理プロジェクトを例に挙げると、プロジェクト会社が取得する事業収益に関連する補助等は、往々にして建設・融資・プロジェクト管理等といった複数のサービスの対価となる。それらのサービスにそれぞれ異なる増値税率が適用される可能性があり、サービスごとに収入を合理的に区分できなければ、一番高い増値税率が適用され、運営収益の低下を招く可能性がある。

また、「ガイドライン」第 36 条の規定により、ファンド管理者はインフラ施設の日常運営・整備を運営能力のある機関又は自身の子会社に委託することができる。プロジェクト会社の関連者に委託する場合、サービス費に関する移転価格リスクについても留意する必要がある。

(3) 利益分配に対する多重課税リスク

「ガイドライン」によれば、投資家が応募する公募型インフラ REIT には、少なくとも「公募ファンドー資産支持専門計画ープロジェクト会社」の三層構造が含まれる。より豊富な融資手段を採用する公募型インフラ REIT は、上述の三層構造に私募ファンドが加えられる可能性がある。プロジェクト会社はこの多層構造プロジェクトの運営から得た収益と所得に係る納税義務を履行している。また、利益分配を行う際に、階層ごとに相応の納税義務を考慮する必要があるため、多重課税リスクが生じる可能性がある。

【増値税】

プロジェクト会社の持分を直接保有する株主（例：私募ファンド）を除き、その他の階層にある参加者は、分配金の受領に増値税の納税義務が発生するか否かについて考慮する必要がある。増値税の現行規定により、元本保証型又は固定収益型の利益分配は、「貸付サービス」として増値税の納付を要求される可能性が高い。そのため、関連の分配金にかかる増値税の納税義務の判断は、各階層における利益分配において関連主体が受領した分配金が、投資協議書又は金融商品取引契約において、「元本保証型」若しくは「固定収益型」に該当すると約定されたか否かによる。類 REIT 時代には、債権性投資としての属性が強い類 REIT は、各階層における増値税の多重課税リスクが高いものであった。今回試験導入される公募型インフラ REIT は権益性投資としての属性が強い。したがって、公募型インフラ REIT を保有することで得た収益は元本保証型であるという判断に繋がるようなアレンジが信用補完措置に存在しない限り、増値税上の多重課税リスクは比較的低いものと考えられる。

【所得税】

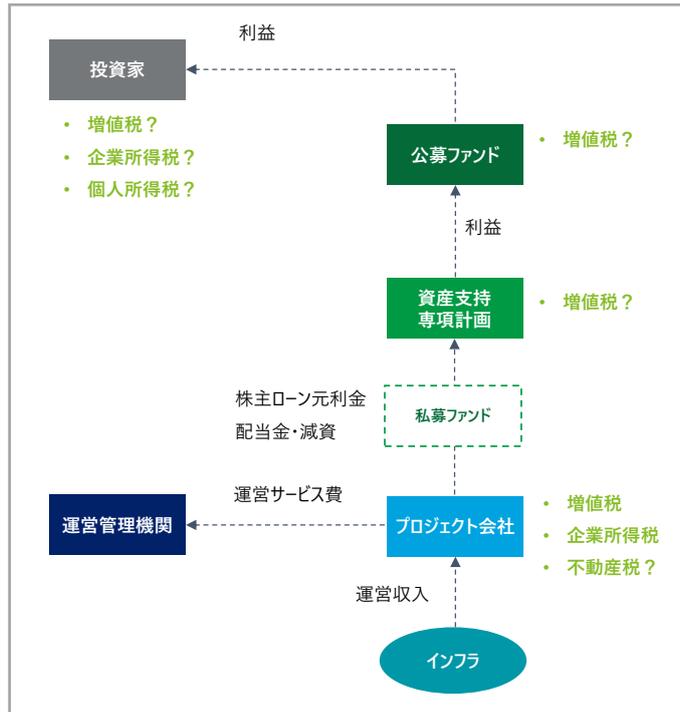
別途免税政策が定められている場合を除き、投資家は取得した分配金について、企業所得税又は個人所得税を納付する必要がある。現在、投資家が証券投資信託から取得する分配金は、利益分配の段階で企業所得税と個人所得税の免税措置が適用されている。「ガイドライン」において、「公募型インフラ REIT」という名称が使用されていることから、「インフラ不動産投資信託」に含まれることが示唆されているという見方が存在する。今回試験導入される公募型インフラ REIT に、上述の免税適用を受けられるか否かは、追って明確化が待たれる。

(4) ファンド持分を譲渡する場合の税務処理

「ガイドライン」において、「公募型インフラ REIT はクローズドエンド方式で運営し、条件に合致する場合、証券取引所に上場し、取引できる」と規定されている。投資家が証券取引所を経由してファンド持分の取引を行う場合、売買価格の差に対する増値税と所得税上の税務処理について考慮する必要がある。

現行規定により、機関投資家（企業）がファンド持分を売買することによって得た利益に係る増値税と企業所得税を納付する必要がある。一方、個人投資家の場合、増値税と企業所得税は免除される。

図4：利益の分配にかかる税負担



上述のまとめとして、投資家は公募型インフラ REIT に応募する前に、ファンドにおける構造上と運営上の税務リスク及び投資リターンに与える影響に留意するとともに、自身の取得する投資収益に対して、納税義務の履行を確保することが推奨される。

6. ファンド管理者が考慮すべき税務問題

ファンド管理者は発行の準備過程でより多くの責任を負っている。様々な利益主体に税務リスクを正確に提示するために、ファンドの全サイクルにおいて直面する税務上の各種チャレンジを全面的に把握する必要がある。

また、ファンド管理者は発行前に REIT の各階層の税負担を全面的に分析し、潜在的な改善余地を明確にする必要がある。それにより、オリジネーターの融資コストを効果的に引下げ、その参加意欲を高めることができる。また、投資家の利益率を引上げ、金融市場における REIT の競争力を高めることで、プロジェクトの発行成功率を向上させることも可能となる。

「ガイドライン」において、ファンド管理者は原資産の管理能力について厳しく要求されている。「ガイドライン」第 36 条の規定により、ファンド管理者は、インフラ施設の日常運営・整備を運営能力のある機関又は自身の子会社に委託することができる。しかし、ファンド管理者の管理責任は、業務委託によって免除されることはない。特に、財務管理上、ファンド管理者は自ら担当者を手配する必要がある。「ガイドライン」において、財務管理の範囲については明確に規定されていない。しかしながら、企業内部管理の慣例上、税務管理は財務管理の範疇に属するため、ファンド管理者は、内部又は外部の税務専門家を手配することで、インフラプロジェクトの運営に関する税務事項の把握を強化することが推奨される。

7. デロイトの結論

今回の公募型インフラ REIT の試験導入は、中国証券監督管理委員会と国家発展改革委員会の主導で行われる。「通知」の第 4 条によると、国家発展改革委員会は条件に合致するプロジェクトを中国証券監督管理委員会に推薦する。また、中国証券監督管理委員会は、公募型インフラ REIT の試験導入に関するルールを定め、徹底した監督管理を行う。現在、その他の部・委員会（例：人民銀行・財政部・住宅都市農村建設部など）からの単独又は共同での公式発表は行われていない。公募型インフラ REIT の試験導入が資源再配置としての役割を十分に果たすためには、金融監督管理機関・財政部・税務局・住宅都市農村建設部などの政府機関による業務連携及び関連政策の公布・実施が必要となる。今後、各部・委員会からの文書発表などの動向に留意する必要がある。

業界で注目が集まる REIT の課税問題について、財政部と国家税務総局などの関係政府機関は、過去数年間、リサーチを推進している。中国証券監督管理委員会も関連の税收政策について、財政・税務関係の政府機関との連携を強化している。公募型インフラ REIT の設立とプロジェクト会社の運営など業界で注目を集めている分野は、政策制定の重心になることが期待される。デロイトは引き続き関連の動向に留意し、最新の政策動向とデロイトの分析を随時提供する。

過去のニュースレター

過去に発行されたニュースレターは、下記のウェブサイトをご覧ください。

www.deloitte.com/jp/tax/nl/ao

問い合わせ

デロイト トーマツ 税理士法人

東京事務所

パートナー 安田 和子

kazuko.yasuda@tohmatu.co.jp

デロイト中国 上海事務所

パートナー 板谷 圭一

kitaya@deloitte.com.cn

シニアマネジャー 川島 智之

tomkawashima@deloitte.com.cn

ニュースレター発行元

デロイト トーマツ 税理士法人

東京事務所

〒100-8362 東京都千代田区丸の内三丁目 2 番 3 号 丸の内二重橋ビルディング

Tel: 03-6213-3800 (代)

email: tax.cs@tohmatu.co.jp

会社概要: www.deloitte.com/jp/tax

税務サービス: www.deloitte.com/jp/tax-services

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザリー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市以上に 1 万人を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト (www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー、リスクアドバイザリー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナルサービスの分野で世界最大級の規模を有し、150 を超える国・地域にわたるメンバーファームや関係法人のグローバルネットワーク（総称して“デロイトネットワーク”）を通じて Fortune Global 500® の 8 割の企業に対してサービスを提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 312,000 名の専門家については、(www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は、関連税法およびその他の有効な典拠に従い、例示の事例についての現時点における一般的な解釈について述べたものです。デロイトネットワークは、本資料により専門的アドバイスまたはサービスを提供するものではありません。貴社の財務または事業に影響を及ぼす可能性のある一切の決定または行為を行う前に、必ず資格のある専門家のアドバイスを受ける必要があります。また本資料中における意見にわたる部分は筆者の私見であり、デロイトネットワークの公式見解ではありません。デロイトネットワークの各法人は、本資料に依拠することにより利用者が被った損失について一切責任を負わないものとします。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2020. For information, contact Deloitte Tohmatsu Tax Co.



IS 669126 / ISO 27001