

## 不動産の再生に向けた我が国不動産投資市場のあり方に関する主な論点(案)

### 1. 現行の不動産証券化スキームの再評価について

- (1) Jリートについては、昨年7月、当フォーラムにおいて再編の必要性等を提言したところである。サブプライムローン問題を契機とした世界的な金融危機の影響により、Jリート指数が著しく下落し、Jリートによる物件取得も平成21年度上半期は激減したが、その後、投資法人同士の合併やスポンサー交代等が進み、公募増資、物件取得も活発化するなど一定の回復が見られる。
- (2) Jリート以外の不動産証券化スキームについても、同フォーラムにおいて、「私募ファンドの動向等を注視しつつ、Jリート以外の不動産投資市場の活性化策についても、今後、事業者、有識者、行政等の不動産投資市場関係者が一体となって考えていくことが必要である」との提言を行った。
- (3) 今後の人口減少社会において更なる経済成長を図っていくためには、例えば市街地中心部等に立地する旧耐震基準不動産等の既存不適格建築物や環境対策等の追加投資が必要な不動産、老朽化や大規模小売店舗撤退等による遊休化が進む不動産等を再生(リノベーション、コンバージョン)し、これを公共の福祉や市場の観点から最適に活用することが重要であり、このような不動産の再生についても、不動産証券化スキームを適切に活用して民間資金を導入していくことが必要である。

仮に、再生が十分進まない場合、地域の魅力は失われ、そのことが地域への投資を一層減退させるという悪循環に陥るおそれがある。
- (4) 現行の不動産証券化スキームとしては、Jリート、特定目的会社(TMK)、合同会社を利用した集団投資スキーム(GK-TK)、不動産特定共同事業が存在するが、それぞれのスキームの評価に当たっては、投資家保護に配慮しながら必要な改善を促す観点はもちろん、(3)を踏まえると、我が国の経済成長、地域活性化につながる不動産の再生に対し、国の内外から豊富な民間資金を導入するという観点も必要である。
- (5) しかし、不動産証券化スキームのうち、Jリート、TMK、GK-TKのスキームは、

不動産の取得・再生への活用を想定したスキームとなっていないため、不動産の再生案件に適用しようとする場合には様々な課題が指摘されている。

(6) 例えば、Jリートは、平成12年に改正され施行された「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づくものであり、その証券化実績は平成21年度は4,392億円となっているが、

- ・ 上場された投資法人の投資主の中には個人をはじめとして安定的な配当金に期待する者も多いなどの理由から、再生に時間と多額の資金を要する物件の取得については慎重にならざるを得ない
- ・ 投資法人がこのような資本的支出を行おうとしても、内部留保が不足しており、かつ、現在の金融環境で大規模な資金調達は困難ではないかなどの指摘がある。

## 2. TMK(特定目的会社)について

(1) TMKは平成10年に施行された「資産の流動化に関する法律」(以下「資産流動化法」という。)に基づく仕組みであり、同法の施行後、着実に証券化実績を増やしており、平成21年度の証券化実績は、GK-TKに次いで大きい4,778億円となっている。

TMKが発行する優先出資証券や特定社債は流動性の高い有価証券(第一項有価証券)であり、投資家保護の必要性が一層高いことから、資産流動化計画を事前に財務局に届け出て、優先出資、特定目的借入れ、特定資産の管理処分方法等に関する一定の事項に係る資産流動化計画の変更にはレンダーをはじめとした全利害関係人の事前の承諾を必要とし、また、社員、債権者に閲覧や謄抄本交付請求を認める等の厳格な手続を要求する必要性は十分理解できるところである。

(2) しかし、実務界からは、

- ・ 開発案件の場合、当初段階では流動化計画に確定事項だけを記載し、開発の進展に伴って資産流動化計画の変更が生じる都度、全員の承諾を取る必要があり、また、不動産の追加取得の場合においても同様

の流動化計画の変更が必要となるなどの機動性に欠け、流動化計画の届出及び変更の手續上の負担が大きい

- ・ 特定目的会社が取得・保有する特定資産は、土地建物等を除いて信託設定する必要があり、例えば、ホテルの什器備品や温室効果ガスの排出枠等のみを、土地建物等と別に信託設定しなければならない

などの実務上の課題が指摘されている。

- (3) また、税務上の機関投資家の数が少ない地方都市等において、TMK を使って不動産の取得・再生を行おうとする場合、税務上の機関投資家でないと特定社債の引受け及び特定目的借入れの貸出ができないこと(税制上の導管性要件)等が、使いにくさにつながっているとの指摘がある。
- (4) (2)及び(3)の指摘はあるものの、一方で、TMK を柔軟に運用できるようにすることは、特定の資産を流動化させ、この一環として発行される各種証券の購入者を保護するという資産流動化法の趣旨にそぐわない又は税務上の機関投資家の範囲を拡大することは TMK の安定性を損なうのではないかとの指摘もある。

### 3. GK-TK スキームについて

- (1) このスキームは、実物不動産を SPC が取得し、証券化する場合、当該 SPC は不動産特定共同事業法の許可を得なければならないという規制があるところ、これを信託受益権化すれば、同法の規制が適用されないことや不動産流通税の節約が可能であること等のメリットに着目されて、平成 10 年頃から急速に利用され、平成 21 年度の組成実績は 7,377 億円であった。
- (2) 平成 19 年の金融商品取引法の施行により、信託受益権がみなし有価証券とされ、また、みなし有価証券の発行者である SPC 自身による販売・勧誘行為や運用(いわゆる自己募集・自己運用)が新たに業規制の対象(登録が必要)とされ、さらに SPC から投資運用を受託する AM 業務に対する規制が強化されたところである。
- (3) 信託会社は、信託業法や信託検査マニュアル等において、信託の引受けに当

たっては、デューデリジェンス等の審査を適切に行う必要があり、不動産の信託引受けにおいても、同マニュアル等に照らし、建物診断報告書等により法令違反の有無等を審査した上で受託している。

しかし、事業者の側からみて、不動産がどこまでの事項をクリアすれば受託水準に達するのかわかりづらい、審査に時間がかかる、少額な物件については、たとえ受託水準をクリアしている物件であっても事業の採算が信託報酬と見合わないなどの理由により、GK-TK スキームが使いにくいなどの指摘がある。

また、信託会社の側としては、そもそも信託会社は大都市圏に集中して存在しており、地方案件の信託引受けが敬遠されることもあるなどの指摘がある。

#### 4. 不動産特定共同事業について

(1) 不動産特定共同事業法(以下「不特法」という。)は、不動産特定共同事業(事業者が事業参加者から出資を受けて不動産事業を行い、当該事業から得られる収益を事業参加者に分配する事業)を規制するために、平成7年に施行された。平成21年度も812億円組成され、主に稼働中の不動産の賃貸収益を分配する商品として定着している。

(2) 平成10年ころから、事業者のリスク全体ではなく、投資対象不動産等の投資対象単体のリスクのみに着目したアセット・ファイナンスによる資金調達が広まり、Jリート、TMK、GK-TKを利用した不動産証券化が急速に拡大した。しかし、不動産特定共同事業においては、Jリート、TMK、GK-TKと異なり、不動産特定共同事業者自身の信用に基づくスキームで信用力の高い不動産業者に参入が限定されていたものとなっており、倒産隔離されたSPC自体が不動産特定共同事業を営むことが事実上困難(3)参照)である。このため、機関投資家は、不動産への投資にあたって当該不動産単体でなく事業者としてのリスク全体を判断せざるを得ないこと等から、不動産特定共同事業への参画を敬遠していると指摘されている。

併せて、遊休化・老朽化した不動産の再生については、機関投資家の参加が不可欠であるが、Jリート、TMK、GK-TKの利用には上述した課題が残るため、

不動産特定共同事業のスキームにおいて、SPC 型の不動産証券化スキームが必要であるとの指摘がされている。

- (3) 現行法では、不動産特定共同事業者の固有資産から、不動産特定共同事業に係る不動産を分離するため、別会社の SPC を設置し、当該 SPC が投資家と匿名組合契約等を締結する場合には、当該 SPC がその都度不特法に基づく許可を取得しなければならないが、

- ・ 倒産隔離 SPC は、その目的上、従業員を置くことが認められないのが通常であり、許可要件である業務管理者等の人的要件を充足できない
- ・ 各 SPC が許可要件である資本金等の財産要件(例:資本金 1 億円)を充足することは困難

であること等から、事実上、不特法に基づく許可を得ることは困難であることが指摘されている。

- (4) 仮に実物不動産の取引について、倒産隔離された SPC が一定の要件の下で不動産特定共同事業を行うことが実質的に可能となれば、SPC が不動産の将来価値等に着目したエクイティやデットを調達しやすくなり、再生の必要な不動産を取得し、事業者の再生やテナント誘致等のノウハウと組み合わせ、不動産の再生につなげられる可能性が高まると思われるがどうか。

- (5) 仮に(4)が可能となる場合において、投資家保護の観点からは、

- ・ 倒産隔離の仕組みは、金融機関や機関投資家の要請によるものであること
- ・ 契約関係が複雑になりわかりにくくなること
- ・ 現行の不特法が

建築確認前の不動産特定共同事業に関する広告の禁止

建築確認前の不動産特定共同事業の実施の禁止(事業参加者が不特法第 46 条の 2 の特定投資家の場合を除く。)

を規定しており、再生案件への一般投資家の出資を事実上認めていないこととのバランス

等を勘案すると、投資家保護の観点からは、(4)の仕組みにおける投資家は一

定のプロに限定すべきとの指摘が考えられるところであるがどうか。

#### 5. デット面の課題について

- (1) いずれの証券化スキームも、資産の価値に応じた一定のデット導入が想定されているが、証券化スキームの改善と併せて地域再生・都市再生事業やストック改善事業にデットが引けない環境を改善しなければならないという指摘がある。
- (2) 地方の物件を考えた場合、大都市圏に営業基盤を置く大手金融機関にとっては、投資判断材料が乏しく、出口戦略等に不安があるなどの理由で消極的である一方、地方銀行、信金・信組はノンリコースローンの経験が少ないことから地方での証券化が進まない(人材がいない。)との指摘がある。
- (3) 都市再生・地域再生事業は長期にわたるプロジェクトとなる例が多いが、民間金融機関だけでは Asset Liability Management の関係から長期にわたるデットが安定的に確保できないとの指摘がある。

以上