

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ついて
～「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ～

1. はじめに

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、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（建替え、改修、転用、再開発等）し、優良な社会資本ストックの維持向上を図って、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る。

このような不動産の再生について、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が、現行の不動産証券化スキームである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については、不動産の再生案件に適用しようとする場合には、いずれも様々な課題が存在する。

本フォーラムにおいては、平成２１年７月にＪリートの再編の必要性、ガバナンス強化策、ファイナンス手法の多様化等Ｊリートを中心とした提言を行ったが、Ｊリート以外の不動産証券化スキームについても、「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」としているところである。

このような状況の中、本フォーラムにおいては、昨年７月２７日に開催された「第６回投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」以降、専門のワーキンググループを設置し、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ついて、不動産特定共同事業を中心とした不動産証券化スキームの課題及び改善に向けた方策をはじめとした幅広い議論を行ってきたところであり、この度、その成果を以下のとおりとりまとめたものである。

2. 不動産特定共同事業法の改正について

不動産特定共同事業法の改正については、以下のような議論を行った。

（１）不動産特定共同事業法の改正の必要性について

不動産証券化スキームの適切な活用を通じて、我が国の不動産の再生につ

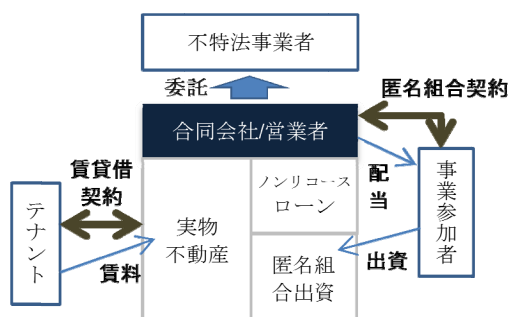
いて民間資金を導入し、更なる経済成長を目指す必要がある。

しかし、1. に述べたとおり、現行の不動産証券化スキームである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については、不動産の再生案件に適用しようとする場合には、いずれも様々な課題が存在する。

特に、不動産特定共同事業法（以下「不特法」という。）については、他のスキームと異なり、不動産特定共同事業者（以下「不特業者」という。）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おり、倒産隔離された特別目的会社（以下「SPC」という。）自体が不動産特定共同事業を営むことが事実上困難という課題が存在する。

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営むことが可能となれば、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て、不動産の再生につなげられる可能性が高まると考えられる。

このため、不動産の再生等を促進すべく、現物不動産の証券化を規律する不特法において、倒産隔離されたSPCによる不動産特定共同事業が可能となる仕組み（以下のスキーム図参照。以下「新スキーム」という。）を導入し、証券化の手法を多様化することが重要と考えられる。



この場合、SPCに求める要件など様々な論点があるが、主なものについて、事業参加者保護や新スキームの柔軟性確保等の観点から以下のような議論を行った。

（２）不動産特定共同事業の主体となる SPC について

一般的に倒産隔離のためのヴィークルである SPC は、決められたルールに従って事務的な処理を行う主体であり、SPC 自体に細かな要件を課しすぎると実務上ワークしなくなるという意見はあったものの、SPC は不動産特定共同事業契約や不動産売買契約等の不動産取引契約の当事者（契約主体）で

あり、不動産の所有者でもあることから、事業参加者保護等の観点から、実務上の障害にならない範囲で SPC に対する一定の規制が必要である。

具体的には、SPC に専門性や不特業者への業務委託、約款に基づく不動産特定共同事業契約の締結等を求めるとともに、登録や届出といった一定の関与が必要であると考えられる。ただし、手続きに時間を要すると事業機会を逸する可能性があることなども踏まえ、受託者である不特業者に対して不特法の規制が適用されることを前提とした上で、SPC についてはできるだけ簡素な関与に留めることが求められる。

宅地建物取引業法との関係については、SPC は現物不動産の売買を行う主体であるため、同法を一般的に適用除外することは難しいものの、SPC に対して、取引主任者の設置を求めることは困難であること等を踏まえ、例えば不特業者が業務を受託することを前提とした上で、J リートと同様、SPC をみなし宅建業者として、一定の宅地建物取引業法の規定を適用することが考えられる。その際、どの規定を適用するかについては、SPC のヴィークル性と宅地建物の購入者等の利益の保護の観点から、検討することが求められる。

(3) SPC から業務を受託する者（受託者）について

① 受託者に求める資格について

SPC は倒産隔離のためのヴィークルであり、受託者が不特法に規定する業務に関する規制内容を履行することが求められていることを踏まえ、実際の業務を行う受託者については、不特法の許可を受けた不特業者とすること及び受託者が行う業務に不特法に規定する一定の行為規制を課すことが必要であると考えられる。

② 受託者である不特業者に対する兼業規制について

金融商品取引法においては、他業の事業リスクの遮断等の観点から兼業規制が行われているが、不特業者における兼業については、

- 現行の不動産特定共同事業の許可申請に際して、不動産特定共同事業及び宅地建物取引業以外に行っている他業の事業の種類の記載が必要とされており、許可にあたっては、かかる他業についても確認し、公益に反する業務を行い又は不採算な事業部門を抱え事業参加者保護に支障を生ずると認められる場合は許可しない場合があること
- 現物不動産の運用にはさまざまな能力が必要とされるため、業務の自

由度を確保しておく必要があること
等の理由から、SPC から運用を受託する不特業者について、法律上の追加的な兼業規制は原則必要ないと考えられるが、他業の事業リスクの遮断等に向けたルールの遵守等が必要と考えられる。

③ 受託者である不特業者に対する誠実義務等について

現在の不特法第 14 条で不特業者に誠実義務が課されているが、SPC から運用を受託する場合に、受託者である不特業者に課せられる誠実義務の対象が直接の契約関係にある SPC に限られるか、又は、直接の契約関係にはない事業参加者に対しても誠実義務を適用することが必要かについては、例えば SPC と事業参加者間で締結する不動産特定共同事業契約や、SPC と不特業者間の委託契約の中に、不特業者が事業参加者に誠実義務を負うといった規定を置くなどの方法が考えられる。

(4) 新スキームの契約の相手方となる事業参加者の範囲について

新スキームの契約の相手方となる事業参加者については、

- SPC を用いた倒産隔離スキームは、現行の不特法のオンバランスの仕組みとくらべ、一般投資家からみると SPC が介在するため契約・責任関係が複雑でわかりにくくなること
- 新スキームでの活用が想定される再生・開発案件は一般的にリスクが高く、まずはそのリスクを十分に理解できる事業参加者に限定することについて合理性が認められること

等を踏まえると、新スキームにおいては、事業参加者保護の観点から、まずは事業参加者を一定のプロ投資家に限定する方向とすべきであると考えられる。

ただし、現行の不特法第 46 条の 2 の規定に基づき定められているプロ投資家の範囲については、経済情勢の変化や実務の需要に応じて、適切に見直しを行う必要がある。

また、不動産の再生について、個人の一部富裕層には参加したいという者もいること、地方においては資金を集めにくいケースも多いことなどを念頭におけば、一定の公的機関や地元住民、不動産の原所有者等も事業参加者として認めることについて検討することも考えられる。

(5) 新スキームの導入状況を踏まえた柔軟な制度の見直し

以上のとおり、まずは基本的に（１）～（４）に記載の内容に基づき、倒産隔離された SPC による不動産特定共同事業が可能となる新スキームを不特法に導入することが適当と考えられるが、引き続き、新スキームの導入状況等を見ながら柔軟に制度の改善を図り、事業参加者保護を確保しながら不特法が更に使いやすいものとなるよう不断の見直しが求められる。

３．不動産の再生に関するその他の論点について

（１）Ｊリート、不特法以外の不動産証券化スキームの改善に向けた方策

Ｊリート、不特法以外の不動産証券化スキームの改善に向けた方策については、以下のような議論を行った。

① 特定目的会社（TMK）について

TMK は、「資産の流動化に関する法律」に基づく証券化の仕組みであるが、不動産の取得・再生への活用のみを想定したスキームではないことから、不動産の再生案件に適用する場合、資産流動化計画の変更手続きや特定資産の取得手続きに煩雑な点が見られるなど、スキームの使い勝手の面で改善の余地がある。

② GK-TK について

- GK-TK スキームは不動産を信託受益権の形で保有するが、不動産の再生案件に関しては、既存不適格物件は受託されづらく、また、遵法性の確保が十分とはいえない不動産が信託受託されるためには受託前には是正が確認されることが前提となっている実態がある。
- 信託の受託基準は、受益者の保護、受託者責任の全うのため、信託会社が設けているものであるが、これが遵守されているが故に、投資家が安心して投資できる環境が形成されているとも評価できる。
- 特に、遵法性の確保が十分とはいえない不動産については、行政部局において遵法性の問題の実態（違反内容・軽重）に応じた対処基準を示す等の対応が考えられる。

(2) 不動産投資市場への資金導入の促進

不動産投資市場の活性化のためには、証券化スキームの改善に併せて、都市再生・地域活性化事業、ストック改善事業等の不動産の再生に資する事業について、不動産の価値に応じた民間資金の導入が促進されることが不可欠であり、不動産投資市場への資金導入の促進について、以下のような議論を行った。

① 金融機関からの融資

- 不動産の再生案件に対する融資に関しては、既存不適格物件について、ノンリコースローンを受けづらいケースや、遵法性の確保が十分とはいえない不動産について、実態として是正が確認されるまではノンリコースローンを受けづらいケースが多い。
- 特に、ノンリコースローンの実行時において遵法性が十分とはいえない不動産については、行政部局において遵法性の問題の実態（違反内容・軽重）に応じた対処基準を示す等の対応が考えられる。
- 都市再生事業、地域活性化事業等は長期にわたるプロジェクトとなる例が多く、プロジェクトリスクやAsset Liability Managementの関係から、長期に渡るデットの調達が望ましい。この場合、民間機関のみにこれを期待することが困難であることから、公的機関の支援など長期かつ安定的な資金供給を可能とするための環境整備に取り組むべきである。

② 年金等の長期・安定資金の導入

- 海外の年金においては、不動産投資は独立したアセットクラスの一つとして位置付けられ、我が国に比べ積極的な不動産投資を行っている。一方で、我が国の年金については、投資資産全体に占める不動産の割合は海外に比べて低い水準に留まっており、また、多くの公的年金においては不動産への投資が全く行われていない。年金等の長期・安定資金の有力な投資先となるためには、安定的な収益を上げる優良な不動産が市場に供給されることをはじめとした不動産投資市場の整備を

進めることが重要であるが、年金においても、適切なリスク管理の下でできる限り高い利回りを確保し、将来必要な年金資産を確保することが求められており、運用資産の分散投資等の観点から、不動産投資に対する積極的な検討を行うことが望まれる。

- 一方、運用会社、金融機関等においても、不動産の長期保有が可能で投資口価格が変動しにくい非上場リートなど年金側のニーズに対応した不動産投資商品の開発・提供等を通じ、年金に対する働きかけを強化することが必要である。

③ 海外資金

- 海外投資家には、日本経済の将来性等について厳しい見方をする向きもあるものの、日本の不動産市場は規模が大きく、不動産取引に係る法制度等も整備されていることから、依然として重要な投資対象である。そのような中、縮小した海外資金を不動産投資市場に呼び戻すためには、我が国の成長戦略を明確に示すとともに、海外の投資ニーズへの的確な対応、欧米に比べ不十分とされる不動産投資市場の透明性の向上、海外投資家に対する情報提供の一層の促進等の観点から、例えば、以下のような取組を進めていくことが重要である。
 - ・ J リートの投資口の国内 50% 超募集要件の柔軟な見直し
 - ・ 信頼性の高いデータに基づく住宅価格指数など不動産価格の動向指標の整備・提供
 - ・ 東証と ARES の共同による J リートの英文投資情報提供の拡大

④ 公的部門の役割

- 不動産投資市場の活性化は、民間の知恵と資金の一層の活用により図られるべきものであるが、国際競争力の確保、地域経済の活性化、環境・耐震性能の向上等に資するプロジェクトなど政策効果や公益性・公共性が高いプロジェクトについては、当該プロジェクトへの民間資金の導入を促進するため、公的部門等による支援（例：民間市場での調達が難しいメザニンローン部分、税制上の特例措置）を図ることが考えられる。

（３）会計制度のコンバージェンスの影響

会計制度のコンバージェンスの影響については、以下のような議論を行った。

- 国際会計基準とのコンバージェンスが進み、公正価値による評価が進むことにより、日本の企業部門が抱える収益性が低い不動産等については、今後売却されるケースが増加することが考えられ、この点からも、現行の不動産投資スキームについて必要な制度改善を進めていくことが重要である。
- 国際会計基準とのコンバージェンスが進展し、我が国でも本年4月1日以降、資産除去債務に関する会計基準が適用開始されるなど、税務と会計の取扱いの不一致が拡大することが想定される。TMKやJリートの導管性がこの不一致により満たされないという事態を防ぐ観点から、このような取扱いを是正すべきとの意見がある一方で、一般会社とは異なる税務上の措置がどこまで認められるかとの意見もあることから、対応の必要性については引き続き検討していくことが必要である。

（４）地方の不動産投資市場の活性化

地方の不動産の再生案件が、地域の資金や人材の活用により実行され、その成果が地域に配分されることにより地域の活性化が図られていくことが望まれる。一方で、不動産投資市場における資金調達により物件取得やバリューアップ等を進める仕組みは地方では十分に機能していないことから、地方の不動産投資市場の整備・育成を図るための課題・対応策について、以下のような議論を行った。

① 不動産投資市場のプレーヤーの育成に向けた取組み

- 地方においては、不動産証券化のノウハウのあるプレーヤー（事業者、専門的知識を有する人材等）が不足しており、地域金融機関においてもノンリコースローン融資のノウハウ及び人材が十分ではない状況にある。このため、地方における不動産証券化プロジェクトの実施可能性、地方のニーズ等を様々な側面から検証するとともに、地方における不動産証券化の具体的な取組事例の幅広い普及・啓発を図ること等

により、地方の不動産投資市場を担うプレーヤーの育成を進めることが必要である。

② 不動産証券化に対する理解の促進、地方の不動産投資ニーズへの対応等

- 地域金融機関、事業への参加者等としての役割が期待される不動産の原所有者、地域の企業・住民等において、不動産の価値の向上を通じた地域の活性化など不動産証券化プロジェクトの意義、効果に対する理解が促進されるよう、国、地方自治体、民間が一体となった取組を進めていくべきである。
- 中心市街地等に所在する地域の核となる物件には、まちづくり、地域活性化の拠点としての意義があり、そのような物件に関心を持つ地域の企業や住民等の投資ニーズがあることから、そのようなニーズを専門的知見・ノウハウを有する不動産事業者、金融機関等が具体的な不動産投資スキームにつなげていくための仕組みづくりを検討していくことが重要である。
- 地方の不動産証券化プロジェクトについては、物件の取得、賃借に対する需要が大都市に比べ小さいこと等により、投資家の目線に合った収益性を実現することは難しいとの意見がある。このため、中心市街地の活性化等、地域にとって公益性・公共性、政策効果の高いプロジェクトに対する民間資金の導入を促進するための公的部門等による支援が図られるべきである。

以上