

第7回 投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム 議事概要

日時：平成22年10月6日（水） 13：00～15：00

会場：学士会館 320号室

出席者：〔委員〕

岩原座長／川口座長代理／海堀委員／渋谷委員／田村委員／
檀野委員／濱口委員／原田委員／本間委員

〔オブザーバー〕

金融庁 尾崎様／金融庁 櫻井様（中村様代理）

欠席者：〔委員〕

市川委員／沖野委員／高木委員／藤沢委員

○開会

○国土交通省 大森建設流通政策審議官 挨拶

<以降、座長により議事進行>

○座長より、開催趣旨説明

○ワーキンググループ（WG）中間報告について、WG座長（田村委員）より所感

【田村委員】

- ・ 8月に1回、9月に2回のWGを開催した。事業者、都市銀行、証券会社、税理士、会計士、地方の投資運用会社や、不動産業者という幅広い構成メンバー（資料3参照）に、積極的な意見交換を行っていただいた。
- ・ 第1回WGでは、今回の不動産特定共同事業法の改正の意義を、しっかりと議論いただいた。特に、今後、不動産投資市場において、既存不適格等の建築物や、地方の中心市街地における遊休資産の再生等、なかなか他の法制度では引き受け手が難しい場合に、現物の不動産取引を規制・カバーしている不動産特定共同事業法が、何らかの解決の糸口を与えるのではないかという問題意識の下で議論をした。中でも、今回の改正の柱である「倒産隔離」、つまり、不動産特定共同事業者本体とは別に、専ら不動産特定共同事業を営むための会社を設立し、そこが主体となって不動産取引を行うという方向で改正をする際の論点について議論した。
- ・ 不動産特定共同事業者本体が自ら不動産取引をするという、この法律の柱に対する大き

な改正になるので、いろいろな論点があった。特に、箱となる会社自体については、その箱自体をどうとらまえるかということとともに、実体のある不動産特定共同事業者にその業務の全部を委託することによって、適正な不動産取引が遂行されるのではないかという議論をした。

- ・ 地方で業務をしているメンバーから、新しい制度の下における不動産特定共同事業法の使い勝手がより良くなるためには、事業参加者や投資家の範囲をどうすべきであるかという議論が出た。これに対しては、投資家を一般の個人まで広げることには慎重な意見もあった。
- ・ また、業務を行う不動産特定共同事業者が全部委託を受けた結果、その事業者は誰に対して誠実義務等を負うのかという議論もあった。箱に対して義務を負ってもあまり意味がないので、背後にいる事業参加者に対して直接義務を負う何らかの方策を取ること、また、不動産特定共同事業者が持つ利益相反の問題について一定の留意を行うこと等の議論がなされた。

○WG 中間報告の詳細について、WG 委員である国土交通省より資料を用いて説明

○自由討議

【川口座長代理】

- ・ 今回の検討には、不動産証券化立国論による経済活性化の意義がある。マクロでいうと、2,400 兆円の不動産と 1,400 兆円の眠っているお金を融合し、付加価値が生まれるということである。毎年 1%の付加価値でも、10～20 兆円の価値が創出されることになり、円高で失われる輸出の減少部分を補って余りある効果がある。
- ・ マクロでは国民で合意ができて、ミクロではさまざまな隘路がある。10 年前には、J リートがこれを突破した。現在では、7～8 兆円の規模である J リートが動けば、全国の不動産の価格が動く。昨日、日銀が J リートを買収する方針を出したが、アメリカでは以前から行われており、これによって、日本の資産デフレに一つの歯止めがかかることが期待できる。この例で見ると、不動産と金融の融合は、我が国の経済の活性化の一つの大きな柱になる。
- ・ J リートや金商法の枠組みの下では流動化できなかった圧倒的多数の不動産が、今回の改正によってかなり改善される。現状でも、地方を調べてみると、まちづくり会社が地域活性化のためにいろいろな試みをしている。これに倒産隔離の性質を持たせれば、再生事業がいろいろな地方で動く。地方では、お金と民間のノウハウが必要とされており、今回のようなスキームが提供されれば、都心だけではなく、かなり広範囲に日本の町を動かす可能性があるのではないかと。この意義について大変賛意を表す。
- ・ 我々の研究室でも独自にワーキンググループを作り、不特法が改正された場合に、どのような再生事業が行われるかを検討した。2 段階の SPC を使って、マザーファンドが

老朽化不動産を買い取ってリノベーション計画を立て、開発許可を取った段階で子ファンドに売却をする。子ファンドはそれを建て替えて、最終的にはＪリート等に流していく。この間に、異なるリスクを様々な形で切り分ける。例えば、メザニンには公的機関、エクイティにはオリジネーターや地域の会社、デットにも地銀や機関投資家が入る機会が増える。これを全国に展開することで、不動産業や金融業ばかりではなく、資産デフレを止める一つの起爆剤として利用できる。この意義でも非常に賛同するが、こうした２段階のＳＰＣのようなものは、今回の改正の中で実現可能なのか。

【田村委員】

- ・ 今後いろいろな商品の工夫がなされると思うが、金商法では、そうした２層構造のＳＰＣが存在する。今回の不特法改正の方向としては、中間報告にあるように、それぞれのＳＰＣが、それぞれに不動産特定共同事業者に業務委託をし、異なるリスク体制に応じた仕組みをとれば、今回の議論の中で、今の話のような仕組みも否定されていないのではないか。

【檀野委員】

- ・ ＷＧの中間報告を聞き、大変よくまとまっているという印象を受けた。７月下旬の第６回フォーラムでＷＧの組成が決まってから大変短い期間で、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しい仕組みについて、論点をきちんとまとめたいただいた。座長を務められた田村先生をはじめとするメンバーの方々のご尽力に大変感謝している。
- ・ 不動産投資市場の現状について少しレビューをすると、昨年のＪリート市場は大変厳しい状況が続いていたが、今年になって、公募増資や新規物件取得等の新しい成長のステップが始まった感がある。Ｊリートをめぐる様々な規制の見直しや、「不動産市場安定化ファンド」の創設が、大変功を奏しているのではないかと。ただ、現在の資産規模は、Ｊリートが約８兆円、私募ファンドが約１５兆円といわれており、まだまだ規模においては成長余力がある。また、長期安定的な資金を不動産投資市場に持ってくるためには、この規模ではやはり不十分で、もっと大きくなる必要があるだろう。
- ・ ＡＲＥＳの調査によると、今年の６月で、Ｊリートの創設以来の分配金の累計額が１兆円を超えた。サブプライムローン問題やリーマンショックにより金融資本市場が激動し、Ｊリートもリファイナンスリスクに直面して大変厳しい時期ではあったが、２００７～２００９年の３年間においても、毎年約２,０００億円を配当している。投資口価格は大変激しく動いており、また市況についていろいろ疑問視されたこともあったが、この間もきちんと配当を続けてきたということである。従来の伝統的な金融商品と違った性格の不動産というアセットを、国民金融資産の投資対象として新たに加えた意義があらためて確認されたのではないかと。現政府が掲げている国民が豊かさを享受できるような国民金融資産

の投資運用の拡大といった政策にも、大変貢献をしていると思われる。

- ・ 一方で、J リートを中心とする不動産投資市場は、大都市の再生や地域活性化を進める上でも必要不可欠な市場機能を担っている。不動産投資市場の拡大を進めるためには、市場に資金を導入するだけでなく、運用対象資産である優良な不動産ストックを市場に供給することも大変重要である。こうした資金循環が不動産市場を活性化し、大都市の再生や地域活性化に結び付く。
- ・ 従来、J リート、TMK、GK-TK、不動産特定共同事業といった不動産証券化スキームが、不動産投資市場の拡大と成長に大きな役割を果たしてきたことは事実であるが、不動産の再生や再開発の局面では、より一層適切なスキームが必要というのが、現場でいろいろな事業をやっている者の偽らざる気持ちである。今回の中間報告にあるように、今まで定着した不動産証券化スキームに加え、新しいスキームが実効性を伴って実現されれば、手法の多様化により、再開発や再生の促進が図られるのではないかと。
- ・ 今回の中間報告で整理された論点の中で、制度設計における事業参加者保護の観点とスキームの柔軟性の確保については、トレードオフの関係にあり難しいところだが、このバランスを取ることが実効性を担保する。報告では、SPC、受託者、事業参加者について、各種規制と柔軟性のバランスをうまく整理しているが、1 点だけ、一言意見を述べたい。報告の 4 ページによれば、事業参加者の範囲について様々な議論があったように見受けられる。もちろん事業参加者が多数になれば、いろいろな局面における活用が考えられるが、一方で、規制内容を厳しくせざるを得なくなり、柔軟性に欠けるところが出てくる恐れがある。バランスを取るの是非常に難しいが、ページの中ほどにあるように、まずは事業参加者を一定のプロ投資家に限定する方向で始めて、次に 5.(2)～(3)に展開するのが現実的ではないか。

【原田委員】

- ・ 既に TMK や J リートという投資のための制度がある中で、不特法は、他の 2 つより柔軟性のあるストラクチャーを提供するところに意図があると理解している。その意味で、投資家を当面プロに限定するのは、非常に妥当な結論ではないか。
- ・ ただ、合同会社の場合、開示規定が非常に不明瞭な点がある。不特法の中にも既にいくつかの開示規定があるが、プロの投資家が、投資に当たってより適切な判断ができるような開示の充実についても、併せてご検討いただきたい。

【岩原座長】

- ・ 先程の説明によると、2 ページの図の合同会社営業者が SPC であり、今回の改正の趣旨は、この SPC が不特法上の不動産特定共同事業者になることができるようにすることか。だとすると、この SPC は、例えば、不動産の賃貸契約等を結んだりする実際上の業務をするわけではないので、実際上の業務は、他の不動産特定共同事業者に

委託するスキームと理解してよい。また、他の不動産特定共同事業者は、多くの場合、例えば、建設会社や不動産会社であって、自分自身も不動産特定共同事業を営んでおり、そのほかに、他の不動産特定共同事業者である SPC 等の委託を受けた業務もするという意味になるのか。

- ・ そうすると、法律の改正としては、不特法第 2 条の不動産特定共同事業の定義において、そのような業務の両方が不動産特定共同事業として認められるという形にした上で、欠格事由や許可基準等においても、それを織り込んだ法改正の内容になるのか。

【国土交通省】

- ・ 一つの考え方として、そういった形態があるとともに、もう一つの考え方として、不動産特定共同事業の定義自体は変えずに、委託を受けた不動産特定共同事業者の行為について、何らかのみなしをかけて受託者に行為規制を適用する方式もあると考えている。いずれにしても、今回のフォーラムの提言等を踏まえて、内閣法制局とのやりとりの中で今後議論する考えである。

【岩原座長】

- ・ 今の質問に関連するが、先程、川口委員から質問があった、多段階の不動産特定共同事業者を認めるというのは、2 ページの図でいうと、合同会社営業者の投資対象の中に実物不動産ではなく、例えば、不動産特定共同事業の事業参加者である匿名組合員としての出資契約も入ってくるという提案であると思われる。先程の田村委員の説明は、そういったものも認める改正もするということか。

【田村委員】

- ・ 岩原座長のご質問は、図の合同会社である SPC が、他の不動産特定共同事業へ匿名組合出資をするのかということだと思うが、先程の説明ではそこまでは想定しておらず、その点は今後の議論ということになる。先程の川口委員の話から推測したのは、合同会社がいくつか層になっており、その間で不動産取引が行われるというもの。例えば、素地だけを取得した第 1 段階の合同会社が、事業を全部委託して開発行為を行い、竣工間際に、別の不動産特定共同事業者へ不動産を移転するというように、順繰りにリスク特性の違う不動産特定共同事業を行うことは、コストの問題はあるものの、当然認められるという趣旨であり、純粋な意味での 2 層構造ということではない。

【岩原座長】

- ・ もし、匿名組合員としての出資を認める、まさに子ファンド、孫ファンドの形までの、ある意味で金融商品化をもっと進めた形のものまで認めることになると、かなり不動産特定共同事業の性格を変えることになり、金融庁との調整も必要になると思われたので

疑問をもったのだが、それならば理解できる。

【岩原座長】

- ・ 3 ページの下から 7 行目あたりに、「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一層のコンプライアンスの徹底が必要」とある。これは表現の問題かもしれないが、コンプライアンスとは、何らかのルールがあって、それをきちんと守らせるということなので、この文章にはやや違和感がある。何らかのルールを作るという趣旨か。

【田村委員】

- ・ リスク遮断とコンプライアンスはご指摘のとおり違う問題である。WG の議論は、事業リスクの遮断や利益相反の問題があるので、そこに関して何らかのルール作りをするという意味なので、趣旨はご指摘のとおりである。

【岩原座長】

- ・ 4 ページの上から 2 つ目のパラグラフの記載について教えてほしい。SPC が不動産特定共同事業者になった場合、委託を受けて実際に業務を行う不動産特定事業者が、SPC の事業参加者に対する関係で誠実義務を負うのかという問題であり、これは大変重要である。対処の仕方として、SPC と受託者の間の契約に規定を置くとしている。考え方としては非常に有益だが、こうした契約を結んでも、普通は、事業参加者が受託者に対して直接権利を持つことはできない。例えば、第三者のためにする契約等にする必要があるが、そのあたりの手当てについても、何らか検討されたのか。

【田村委員】

- ・ 第三者のためにする契約というところまで分析的な議論は、WG ではなされていない。一つ参考にしたのは、金商法における全部委任の特例にそのような仕組みがあり、非常にいい方法ではないかという議論である。ご指摘のとおり、第三者のためにする契約というような明示の形にするのか、あるいは、もう少し委託契約の中で工夫をするのか。いずれにしても、実際に業務を行う委託を受けた不動産特定共同事業者が、事業参加者に対して何らか実質的に誠実義務を負うことが一番重要であるという議論であった。

【渋谷委員】

- ・ 前回のフォーラムでも、基本的な課題認識として、国内の長期安定的資金が我が国の社会資本整備に向かっていきやすい仕掛けが必要であると申し上げた。米国などの先進諸国で行われているように、年金基金などを通じて国民の資金が不動産投資の形で都市の発展に寄与し、国民はその果実として、投資のリターンとともに安全で豊かな都市環境

を享受する仕掛けである。国家の資金循環の観点から、不動産投資市場を整備し、安定的な投資先として規模を拡大していかなければならない。

- ・ 報告にもあるとおり、これまで、不動産投資市場の構築と発展に J リートをはじめ、GK-TK、TMK といったスキームが大きな役割を果たしてきた。現在、これらのスキームによる資産規模は、J リート 8 兆円、私募ファンド 15 兆円、合計 23 兆円に上っているが、年金のような長期安定資金が本格的に不動産投資市場に参入するには、必ずしも市場規模が十分とは言えない。また我が国の社会資本整備の一翼を担うという使命からも、市場規模の飛躍的な拡大が望まれる。不動産投資市場の拡大というテーマは、個々の事業者の目線からは、まずは優良な投資適格不動産をいかに増大させていくかに尽きるが、今回は、新たな手法を多様化することで、適格投資不動産を更に創っていくということで、市場の規模の拡大のために大変意義深い。現在、多くの不動産投資が信託を利用したスキームを活用しており、信託スキームについては、信託受託基準をクリアして信託受益権化されているため、投資適格性の高い商品を市場に供給する重要な役割を担っている。今後、不動産投資事業を更に拡大していく上では、信託を活用するスキームと現物を活用するスキームのどちらにとっても、最終的な狙いは、投資家にとって魅力的な物件をいかに着実に供給していくかである。今回の手法が、そうした基本的な観点から、バランスの取れたものとして出来上がってくるようお願いしたい。
- ・ 一方で、投資適格不動産の増大は、国の重要課題である都市・地域の再生及び活性化の事業そのものである。新スキームの導入は、新たな資金調達手法として、結果的に都市・地域の再生に大きな役割を果たすことにつながり、都市・地域で、環境や耐震性能等が優れたものに更新され、国際的な都市の競争力を増すことにも寄与する。本フォーラムの議論とは少し離れるが、1 点申し上げたいのは、都市・地域の再生は、投資スキームの整備、改善のみでは進まないということである。環境や耐震性能の向上は、ある意味ではコスト要因であり、投資採算の観点からはマイナス効果があるからである。潤沢な投資資金が都市・地域の再生に向かうためには、今回のようなスキームの多様化と合わせて、こうしたコスト要因をカバーする何らかのインセンティブの整備が必要であると日ごろから思っている。これは、都市開発に関わる様々な方が異口同音に主張することであり、この点についても、ぜひ国土交通省で英知を結集して、具体的な手だてを繰り出してほしい。
- ・ 今回の中間報告は、関連する論点を中立的、網羅的に検証しており、全体として新スキームの実効性を感じさせる。詳細な制度設計に当たっては、ぜひ投資家保護と使い勝手の観点から、引き続き WG で詰めてほしい。

【濱口委員】

- ・ 年金にとって不特法はあまりなじみがなく、一般的な年金の投資責任者はほとんど知らない法律なので勘違いがあるかもしれないが、証券化のプロセスでは倒産隔離は当然で

あり、それが実現できないのであれば、直す必要があることに同意する。

- ・ 今回の話は、再生案件の場合、よりリスクがあるので、信託スキーム、TMK、GK-TKでは硬直的な面があることから、不特法を利用してより柔軟に対応していこうという趣旨と理解している。証券化とは何か担保があってできるわけだが、その担保である不動産等のキャッシュフローが不安定になれば、コンフリクトの問題がより大きく生じることになる。エージェンシー問題がより大きく、より投資家へのリスクとして出やすいスキームについて、より柔軟に進めていこうという意図であり、結局、投資家へのリスクが高まる可能性があるので、プロに絞ろうという話であると理解した。
- ・ 趣旨は結構で、プロに限るという手段も一つの方法である。ただ、金商法でもそうだが、いったん走りだすといろいろなことを考える人がいるため、いろいろな状況で、思わぬリスクや思わぬスキームが出てくる懸念もある。サブプライムローン等はその典型。従って、行政においても、時々や個々の事情により、適切かつ柔軟に対応できるような法の立て付けを心掛けるのが良いのではないか。過剰な介入はいけませんが、必要な時に実質的に投資家の利益を守ることができるよう、指導や介入等の適切な措置が取られるべきである。
- ・ 投資家の個々のケースや意見を吸収して拾い上げる仕組みが不足しているように思われる。他の省庁でも一緒だが、例えば、不動産のいろいろな案件について、この3～4年の間に、法律では許されていても、本当の投資家の保護という意味ではどうかと皆が感じたような案件、ケース、ファンド、運用マネジャーもあった。その際に、それなりに細かく意見を吸い上げ、本当に問題があれば、実際の指導や要請、もしくは、必要であれば省令や通知を変えろといった対応ができれば、いろいろな事故や被害の一部は防げたのではないかと。柔軟な対応と、そのベースにするための投資家へのヒアリング等の対応がなされ、整備された上で、より危ないものに対しても、柔軟なスキームで対応していくという精神には賛成する。

【本間委員】

- ・ 基本的には、日本の年金が本格的に出てくるのが望ましいが、やはり当面の間は、海外の資金の導入が先になるだろう。そうした観点から、海外の資金を取り込む上で、今回の検討は非常に力になり有効になるのではないかと。投資スキームの選択肢が増えるということだけでも大きな意味があるが、同時に、物件レベルにおいて、既存不適格の物件や、環境対策が必要な不動産に対して資金を導入しやすくなる選択肢が増えるという意味で、今回のWGの検討は大変有意義である。とにかく、不動産投資に国内外から資金をより取り込むための施策をぜひ続けてほしい。

【海堀委員】

- ・ 先程、地方での案件等について、併せて政策としてのサポートをという話があったので

紹介したい。国土交通省では、現在、平成 23 年度の概算要求において、例えば、大都市圏の国際拠点づくりについて税制や資金面の支援をしたり、地方の民間都市開発事業を円滑に進めるために、公的な機関でメザニンの様々な仕組みを創設したりすることを検討している。そういったことも、今回の制度改正と併せて、全体で進めることによって、不動産の再生を進めていければと思っている。

【川口座長代理】

- ・ 大都市圏では、建て替えが必要であり、投資リスク・リターンとして見合うものは、このスキームで動いていくと思うが、おそらく、国民や政治的には、いろいろな政策と組み合わせて、もう少し幅広く使えるのではないか。先ほど申し上げたような開発型はこの範囲に入っているのか。
- ・ 開発型の SPC は、会計制度上、オフバランス化のインセンティブがなくなるようだが、地方を調べてみると、バラ色の地域再生はもう描けないことから、選択と集中により、駅前や大型バス停の前に住まいや街を集約していかなければならず、満遍なく地域が発展するという絵柄は描けないと痛感している。
- ・ その中で、日本の伝統的な区画整理型の街づくりのために、開発公社が更地を先行買収して塩漬けになっているものがかなり存在する。これをどう処理していくか。調べてみると、塩漬けになっている土地を民間が買い付け、それを含めて全部地上げをし、マンションと高齢者福祉住宅と市営住宅を造って、最終的に高齢者福祉住宅は自治体がい取るといような形で民間が介在をしている案件がある。こうした PPP 的なことで民間のノウハウが生かされれば、塩漬けになった公的な土地も動く。
- ・ 一方で、九州の山鹿では、昔の再開発で造り過ぎたビルを建て替えせず、羊羹のように切り取る減築という方法をとっている。地域の需要が減ったので、20,000 m²あったものを 8,000 m²まで落とし、需要にフィットしようとしている。今回のスキームをこうしたものに適用すれば、減築をされた後の需要に見合ったものであることから、投資家としては、バラ色で描かれた成長、夢物語ではなく、リターンもある程度安定的で現実的な地方のキャッシュフローで回っている案件に投資する機会ができる。こうした意味で、開発型について、WG ではどのような位置付けになったのか教えてほしい。

【田村委員】

- ・ 地方都市における場合はもちろん、大都市においても開発型は当然想定している。現在でも、不動産特定共同事業の実務において、素地を事業者が取得した上で、それを共同事業の対象として、その上に建物を建て、竣工後に売却ないし賃貸運営をするという前提で、事業参加者から匿名組合出資を受けている例がある。今回は、倒産隔離を施された SPC などを使うことによって、より資産のリスク特性に応じた投資家の参加を促進するというものであり、当然、開発は念頭に置いて議論をしている。

【尾崎オブザーバー】

- ・ 金融庁でも、特に、地方において老朽化した不動産の再生等を含めた不動産投資市場の活性化のための環境を整備することが非常に重要であることについて、全く同意している。そのために、今回、不動産特定共同事業について、倒産隔離が必要だという認識の下に議論が行われてきたと考えており、これについても十分理解している。
- ・ 今回の改正案については、ヴィークルを導入することで、従来の不動産特定共同事業法の性格が大きく変わると理解しているので、いろいろな法制上の問題について、今後、国土交通省と十分議論をしていきたい。また、今回の改正案では、ヴィークルが契約の主体になり、投資家とヴィークル、そして、それを受託する事業者という、やや複雑な関係が生じてくるため、その中でしっかりとした投資家保護が図られるような仕組みを創っていく必要があると考えている。具体的な制度整備に当たっては、国土交通省と十分に議論していきたい。

○今後のフォーラムの進め方として、以下の点について了承がなされた。

- ・ 今後、WGにおいて、残された課題等について、引き続き検討を進める。
- ・ 次回フォーラムでは、WGとしてのとりまとめについて報告を受け、必要な議論を行った上で、本フォーラムとしての意見のとりまとめを行う。

○閉会

以上