

## ワーキンググループ報告（不特法の改正以外の論点について）

ワーキンググループにおいては、主に不特法の改正について中間報告として取りまとめを行ったところであるが、不特法改正以外の論点に関しては、以下のような意見があったところである。

### 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

#### （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における実務上の課題について議論が行われた。

この点に関しては、以下のような意見があった。

- TMKについては、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、特に不動産の再生案件において利用する場合には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スキームに関しては、以下のような意見があった。

- 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ないか。

### 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ることから、以下のよう  
な議論が行われた。

## (1) 金融機関からの融資

金融機関からの融資に関しては、以下のような意見があった。

- 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ないか。
- 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  
ットの調達が見えにくい。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はないか。

## (2) 年金等の長期・安定資金の導入

年金等の長期・安定資金の導入に関しては、以下のような意見があった。

- 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。年金においては、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重要  
ではないか。
- 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はない  
か。

### (3) 海外資金

海外資金に関しては、以下のような意見があった。

- 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、以下のような取組みを進めていくことが重要ではないか。
  - ・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

公的部門の役割に関しては、以下のような意見があった。

- 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のではないかと。

## 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関しては、以下のような意見があった。

- 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はないかと。
- 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はないか。

#### 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・対応策について議論が行われた。

##### (1) 不動産投資市場のプレーヤーの育成に向けた取組み

不動産投資市場のプレーヤーの育成に向けた取組みに関しては、以下のような意見があった。

- 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はないか。

##### (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

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に関しては、以下のような意見があった。

- 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みを進めていくべきではないか。
- 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はないか。
- 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はないか。