

# 不動産の再生・流通促進に向けた不動産投資市場の役割について

(改正投資信託・投資法人法、改正不動産特定共同事業法の意義)

研究理事・調査研究部長

石川 卓弥

## 1. 老朽化する我が国の不動産

我が国は約2500兆円もの不動産ストックを有しており（図1）、成熟社会を迎える中、その有効活用、特に耐震性に劣る建築物の建替え・改修<sup>1</sup>や、高齢者人口の急激な増加に対応した高齢者向け住宅の整備、地方の老朽施設の再生等、老朽化・遊休化した不動産の再生が喫緊の課題となっている。

国土交通省法人建物調査（2008版）によれば、総数97.4万件のうち、新耐震基準導入前に着工された建物が36.6万件あるが、そのうち32.7万件、全体の33.6%が新耐震基準を満たしていない又は未確認という結果が出ている。オフィスニーズについても、東日本大震災後、「耐震性に優れたビルに移りたい」とする回答がトップになっている<sup>2</sup>。住宅についても、2012年12月末時点で全国約590万戸のうち約106万戸が旧耐震基準時代に着工されたものとなっている。さらに道路、橋、鉄道などのインフラについても老朽化が指摘されている。特に、有料道路でありかつ地震とは別の理由で天井板が崩落した2012年12月笹子トンネル事故は問題の深刻さを感じさせる。

不動産の再生・有効活用は、生産性の向上に直結し、周辺環境など外部効果も高いため公的に支援する必要性が高い分野であるが、我が国は、現在、GDPの2倍を大きく超える政府債務を抱えており（図2）、不透明な

成長見込み等を考えれば、早晩、政府債務の削減が大きな課題になる。増大する社会保障費を考えれば老朽化対策などに使用できる公費は限られ、道路補修や河川改修などそれ自体が収益を生まないインフラが優先されることになるだろう。一方、自ら収入を得ることができるインフラや賃貸不動産などは、自ら資金調達して再生をしなければならない厳しい時代が来ると思われる。

不動産の再生は多額の先行資金が必要となるから、自ら資金調達しリスクを抱えながら行える一部大企業を除けば、銀行からの融資や年金等の投資家からの出資金、公益性に応じた公的出資などを組み合わせ、再生後の収入や売却益を後から分配するという資金調達、つまり不動産証券化手法を活用したプロジェクトファイナンスの発想が必須となる。

Jリートに代表される不動産投資市場は、我が国の不動産と国内外に大量に存在する民間資金をつなぐものであり、この市場を活性化して民間資金を我が国不動産の再生に呼び込むことによって、我が国経済の成長や雇用の拡大を図る必要があると考えられる<sup>3</sup>。

## 2. 不動産の証券化とは何か

我が国の不動産に民間資金を呼び込んでいくには、対象不動産の収益性を他の投資商品に比べ見劣りがしないものにする一方（投資

家が期待する利回りを下回る場合は、不動産の取得価格を下げたり、高い賃料が取れるようなバリューアップ等を考える。)、資金の出し手が資金を出しやすいように、収益を得る権利が小口化され、法的にも安心できる投資手段というものが必要であり、これが不動産の証券化商品と呼ばれる<sup>4</sup>。

不動産に限らず、資産のキャッシュフローを裏付けにした証券化商品を作るに当たって最も重要なポイントは、投資対象以外から生じるリスクをできるだけ投資家に負わせないよう以下のような倒産隔離 (Bankruptcy Remote) の仕組み、「器」の仕組みを整えることである。

- ① 対象資産をそれ以外のリスクから分離するため、別の「器」会社 (Special Purpose Company (SPC) : 特別目的会社) を作って資産を保有させる。
- ② 「器」の社員を会計士等だけが議決権を持つ一般社団法人に限ることで、当該法人の基金拠出者 (スポンサーなど) の意志決定から遮断する。
- ③ 「器」の定款等において、事業を投資対象事業に制限するとともに、「器」の運営を能力のある運用会社等に委託する。

投資対象資産が不動産の場合、投資家が直接これを所有して賃貸すれば比較的安定的な収益を得られる特徴がある (生命保険会社などは現にこれをやっている)。一方で、不動産単体としては高額かつ情報の非対称性が大きく、そのままでは取得するのもリスクが高い。そこで、不動産や金融に詳しいプロの運用の下、倒産隔離されたSPC等が不動産を丸ごと買い取る一方、不動産の収益を得られる権利を小口化した証券化商品を投資家向けに販売することで投資家側も投資しやすくなる。

不動産取引のために先行的に必要な巨額の資金需要と、収益が見込める不動産に投資し

たいという資金供給をマッチさせる仕組み、言い換えれば我が国の不動産投資市場で取引される不動産証券化商品は4類型に分かれる。中でも最も一般に浸透している商品は、不動産投資法人、いわゆるJリートが発行する株式である。

### 3. Jリート(日本版不動産投資法人)と改正投資信託・投資法人法

#### (1) Jリートとは何か

Jリートとは不動産投資法人 (Real Estate Investment Trust) のことで、投資信託及び投資法人に関する法律 (以下「投信法」という。) に基づいて設立され、多数の投資家への投資口 (会社法の株式のこと。) や投資法人債 (会社法の社債のこと。) の発行、銀行借り入れなどで集めた資金を使って、オフィスビルやマンションなどの賃貸不動産を購入し、その賃貸利益を投資家に配当する法人である (図3)。租税特別措置法で、利益の90%以上を配当することなどを条件に配当前利益に法人税が課税されない特例や不動産流通税の軽減特例などがあるため、比較的高く安定した配当が可能となっている<sup>5</sup>。課税の特例のある上場大手不動産賃貸業者というイメージがわかりやすいであろう<sup>6</sup>。

我が国では、2001年9月に三井不動産系の日本ビルファンド投資法人が初の上場を果たした後、最大42社まで上場が進んだが、2008年秋のリーマンショック直後にJリート1社が破たん<sup>7</sup>するなどJリート市場は危機的な状況に陥った。このため、国土交通省、金融庁、東京証券取引所等の参画の下、不動産証券化協会が事務局となって「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」(座長: 岩原紳作東大教授(当時)。以下「フォーラム」という。)<sup>8</sup>が開催され、2009年7月にJリー

トの合併・再編、コーポレートガバナンスの強化等について幅広い提言を行った<sup>9</sup>。同フォーラムで行われた議論や最終とりまとめ等を参考に、政府を中心に図4のような数々の支援措置が講じられ、Jリート同士の合併やスポンサー交代などが促された結果<sup>10</sup>、Jリートは信用力を回復するとともに、世界的金融緩和による長期金利低下なども手伝って、Jリート株価や資金調達環境は徐々に好転した(図5)。

その後、2012年4月のケネディクスレジデンシャル投資法人を皮切りに新規上場が再開、GLP投資法人、日本プロロジス投資法人といった物流施設特化型の2千億円規模の大型上場も加わり、2013年12月時点で43社まで増加した。

Jリートが取得した年別不動産の総量については、2006年に過去最高水準(約2.1兆円、560件)をつけた後、リーマンショックにより投資資金が一斉に引いたため、2009年には約2500億円まで急減したが、2012年には約8000億円まで回復している。同時期の東証住宅価格指数<sup>11</sup>においても、2009年7月をボトムに回復を見せている(その後欧州債務危機など世界的な景気減速があったが。)。2013年1～9月にはJリートによる資産取得額は約1.6兆円に達し、10月以降も同様のペースで資産取得が行われるとすると2013年の資産取得額は過去最高水準に到達することが見込まれ、このことが、三大都市圏を中心とする地価の回復に貢献したとの評価も見られる<sup>12</sup>。Jリートによる物件取得に代表される不動産投資市場の活性化が我が国の資産デフレ脱却にいかに関わっているかの証左ともいえる(図6)。

さらに、2012年度における上場企業による不動産売却先の約6割がJリートとなっており(図7)、中にはソニーやパナソニックといった大企業が自社ビルの一部をJリートに

売却して資金調達を行い、リースバックを受けることで事業を続けるケースも見られた。健全な不動産投資市場の存在が、我が国経済を支える安定化装置として機能しているということもできるだろう。

## (2) 改正投信法の内容と意義

リーマンショック後の2008年10月に初のJリート破たんが起こったことは前に述べたが、不動産投資市場の過熱感や米国におけるサブプライム問題発生、CDOに代表される証券化商品への不信感増大などを背景に、Jリート指数は2007年5月の2612.98ポイントをピークに下げ始めていた。先のフォーラムの報告書でも「Jリート市場については、例えばPBR(株価純資産倍率)の低い投資法人が多く存在している」として、借入金の償還期限、規模などの財務指標や、そのリートをバックアップしているスポンサー企業の信用力等の面から、市場にある程度評価されるリートと市場から警戒されるリートに二極化しているとの指摘が多く見られた。また、リートによっては、ガバナンスの面で問題があるのではないかという批判もあった。

政府を中心にした支援策、世界的な金融緩和などにより、何とか調整期を乗り越えたJリート市場であるが、再度〇〇ショックが起きる場合に備えて、その財務構造の脆弱性やガバナンス構造を改善しておくことが強く求められた。

Jリートの根拠法である投信法を所管する金融庁は、2011年12月に投信法見直しを金融審議会に諮問し、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が2013年6月12日に成立、Jリートの根拠法である投信法についても大きく改正された。この背景には、当時批判された投資信託制度の問題に加えて、Jリート初の調整期に顕在化した様々な問題を次なる

調整期が来る前にいち早く改善しなければならないという動機があったように推察され<sup>13</sup>、その姿勢を高く評価したい。以下、重要と思われる改正案のポイントについてコメントしたい。

① ライツオフアリングの導入（改正投信法第2条）

我が国の場合、投資法人の資金調達手段は投信法で定められており、投資口（いわゆる普通株）発行、借入金、投資法人債発行しか認められていなかった。投資家保護の観点や税制特例上、投資法人の仕組みをできるだけ簡素であるべきという考え方からそうになっていた。Jリートは、賃貸不動産の取得・運用・配当以外の事業を行わないし、借入比率も50～60%であることなどから破たんとは無縁と思われてきたが、2001年の創設以来右肩上がりだったJリート市場が初めて信用収縮期を迎えてみると、実は増資が難しく（第三者割当増資も一般的に不評である。）、借入の維持が喫緊の課題となり、リファイナンスリスクが懸念されることとなった。信用収縮期には当然銀行等の貸出姿勢は一様に厳しくなる。特に償還を迎える借入金、中でも金額の大きい投資法人債の償還資金の調達が可能なのか、物件を売って返せばいいというのが機動的に売れるのか、減損に耐えられるのかと、その財務構造の脆弱性に市場は感づいた。

我が国は、合併促進やスポンサー交代などによる信用力の向上<sup>14</sup>、不動産安定化ファンドの創設<sup>15</sup>による投資法人債償還資金の融資などにより何とか借り換えを可能にさせて乗り切ったが、同じようにリファイナンスの問題に直面した諸外国のリートを見るとむしろ銀行借り入れ以外による資金調達で乗り切ったケースが多い<sup>16</sup>。中でも

目立つのは株主割当増資であった。すでに投資口を持っている投資家が購入しやすいように発行価格をディスカウントして割り当てている。第三者割当のように特定の投資家にディスカウントして割り当ててのではなく、既存の投資家に公平に機会を与えるのでディスカウントしてもいいという理屈である。日本の場合、会社法では株式の有利発行といういわゆるディスカウントによる株主割当増資が認められており、過去いくつか例もあるが、Jリートの場合は投信法82条6項で「募集投資口の払込金額は、投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない」とされていることから、ディスカウントができず結果的に株主割当増資の例がなかった。

今回の改正で導入されるライツオフアリングは、Jリートが新株予約権に類似する「新投資口予約権」を発行して資金を調達できるようにするものである。これを既存の投資家に提供して購入の機会を与え、投資家によってはこれを買って、事後、投資口に転換するもよし、これを他者に譲渡することもできる。

現在は、資金環境が良く通常の公募増資で十分資金調達できるし借入の不安もないため、すぐには利用されないかもしれないが、次なる信用収縮期に備えた防衛手段を新たに用意したものとして高く評価できる<sup>17</sup>。

② 無償減資（改正投信法第136条第2項）

リーマンショック後の不動産価格の下落により、Jリートが毎決算期に簡易鑑定によって鑑定する保有物件の価格が下落し、簿価を下回ることが多く生じた<sup>18</sup>。仮に減損が当期利益を上回り、純損失が発生すればその期は無配当となり、繰り越された欠損金とその後の利益によって埋まるまでは配当ができないし、上場規定にも抵触する。

このため、会社法で認められているような欠損金に見合った出資金の減額、すなわち減資を行えるようになれば、早期に配当を再開できるしファイナンス対策上も効果があるため、改正投信法で認められることとなった。仮に物件の減損が大量に発生するような信用収縮が起こった場合の防衛手段として評価できよう<sup>19</sup>。

③ 利害関係人取引における投資法人役員会の事前同意(改正投信法第201条の2第2項)

詳しくは後述するが、我が国の投資法人制度は「外部運用」と言われ、投資法人そのものはできるだけ軽くし、その運用などは外部の資産運用会社<sup>20</sup>に委託することとなっている。その資産運用会社はスポンサー企業の非上場グループ会社という場合が多いため、スポンサー企業から優先的に物件を取得できるというメリット(パイプライン契約と言われる。)もある一方、利益相反行為が厳しく制限されている。しかしながら、資産運用会社は投資家を見ず親会社を見ているのではないかと、親会社の指定する物件を高く買わされているのではないかと懸念を払しょくすることがなかなか難しい。特に、リートが保有している物件に比べ低い利回りで親会社等から買う場合(つまり賃料とのバランスからみて高値で買う場合)にその批判は強く、現にそのせいで株価が急落した例も見られた。

このため、改正投信法においては、運用は外部の資産運用会社に任せる外部運用原則は維持するものの、利害関係人取引については投資法人の役員会(執行役員、監督役員)の承認を受けることにしたものである。方向としてはうなずけるものの、投資法人の役員会の構成が重要であり、投資法人役員会による利益相反行為チェックをきちんとできる構成であることを投資家に納

得させることができるかにかかっているだろう。

④ インサイダー取引規制(改正金融商品取引法第166条)

Jリーートの投資口も証券取引所で自由に売買できる点では通常の株式と同じであり、公募増資や物件取得などの内部情報を資産運用会社などの会社関係者から入手し、株式の動きを予測し他の投資家に先駆けて利益を得ようとする、いわゆるインサイダー取引が行われているのではないかと、これがJリート市場の信頼性を損ねているのではないかと批判があった<sup>21</sup>。これを受けて、今回同時に行われた改正金融商品取引法において、Jリート投資口等についてもインサイダー規制、つまり投資法人や資産運用会社、そのスポンサー会社の会社関係者や、会社関係者から情報を受領した者(第一次情報受領者)が、軽微基準に該当しない重要事実が公表される前に、投資口等を売買することについての規制を設けた。軽微基準の内容については資産の売買・貸借等の実務に大きく関連するので慎重な検討が必要との指摘もあるが、Jリートについてもインサイダー規制がかかっているという安心感は投資家にとって大変重要であり、意義深い改正であると考えられる。

⑤ 海外不動産取得のための過半議決権保有制限の見直し

Jリートは、現在でも外国の不動産を買うことは可能であるが、国によっては不動産の所有は現地法人に限るとしたり、直接Jリートが買うとテナントとの訴訟リスクをJリートが直接負ってしまいかねないという難点があり、これまで海外不動産取得の例はなかった。むしろ直接に実物不動産を買うのではなく、実物不動産を所有する会社の過半以上持分権を得ることで間接的に

実物不動産を支配したいとするニーズが強まった。

投信法では、Jリートは不動産に限らず一般事業会社の株式や持分権を買うのは構わないが、過半数以上の議決権を買うことは間接的にその会社を支配することになり、投資法人はそのような企業支配の道具ではないということでこれまで認められていなかった。しかし、前述のニーズを踏まえて、今回の改正投信法においては専ら不動産の取引を行うことを目的とする法人（つまりSPC）に限って過半議決権保有制限の例外を認めた。

これにより、海外不動産を所有する現地会社の議決権の過半数をJリートが買うことで、現地の規制に服し訴訟リスクを回避しつつ海外不動産を間接的に支配し、その収益を得ることができる。外国のリートには積極的に成長性の高い他国の不動産を購入してその収益を自国に還元するものも多いが、Jリートもこれに追いつく制度改正がされたということで意義深いものである<sup>22</sup>。

(3) Jリート市場の拡大に向けた今後の課題

以上のように、今回の投信法改正は、資金調達手段の拡充、インサイダー規制の導入等Jリート市場が初めて迎えた調整期に顕在化した様々な問題に対応するものとして評価できるものである。

Jリートの運用資産総額はすでに2013年末時点で11兆円を超え、その投資家層はJリート投信等も含め多くの一般投資家に浸透し、配当金の累計も1.6兆円を超えた。優良な賃貸不動産を適切な価格で取得し長期保有する最大かつ最後の買い手として控える安心感も高い。Jリートはすでに我が国の不動産投資市場の主演となっているが、欧米に比べてその資産規模はまだまだ小さく、約200兆円を

超えるとみられる我が国の賃貸不動産総量と比較すれば成長の余地はまだまだ大きい（図8）。Jリート市場が世界的なレベルに拡大するには何が必要かについて、いくつか指摘しておきたい。

① Jリートが取得可能な投資適格不動産の大量供給

Jリート市場が投資家の信頼を高め一層多くの資金を集められるようになったとしても、その資金を使って取得できる不動産が少なれば大きな市場になることはできない。集まった資金を何とか使おうと、高いレバレッジをかけた私募ファンドのような競合者をも凌駕するような高い価格（低い利回り）で無理に買えば、結局、運用資産全体の利回り（インプライドキャップレート）の足を引っ張り、株価は下落し投資家のためにならない。

Jリートは、個人をはじめ数多くの投資家に関わるため、金融庁の監督指針においてテナントの退去を伴うような大規模修繕や開発は行えないことになっている。一定期間賃料収入が入らず、分配金が下がるようなリスクを投資家に負わせることを避けるためであろう。Jリートのほとんどはその投資規約の中で「都市圏に立地し安定稼働している優良な不動産で運用」といった方針を定め、投資家に配るパンフレットはいかに優良な賃貸不動産を多く所有しているかを熱心にPRしている。つまり、Jリートが取得できる不動産は、安定した賃料収入をもたらしている不動産、投資適格不動産とかコア不動産と言われるが、立地がよく耐震性があり、容積率違反などの違反がなく、かつ権利関係が単純といった条件を満たす不動産に限られていると言ってよい<sup>23</sup>。

一方、我が国には産業・人口の集積した

都市が多く、多くの賃貸不動産が稼働している。しかし、3割を超える賃貸不動産が旧耐震基準時代に着工された物件と見られ、仮に耐震性はあっても、所有者が検査済証を紛失していたり、増築などで容積率違反していたり、屋外看板のサイズが大きすぎるなど遵法性に難のあるものも多く、こういった不動産は投資適格不動産ではないからJリートは取得しない。海外の不動産ファンドマネジャーと話しても、せっかく海外投資家から資金を預かって来日しても、日本に投資適格不動産は案外少ないという指摘をよく聞く。

ちなみに、過去の不動産投資市場の規模の推移をみると、サブプライム問題発生前の2007年に約8.9兆円の不動産が証券化され（つまり小口化されて投資家に売却され）、Jリートも2006年に2兆円を超える過去最高の不動産購入額となった（図9）。同時に、大都市に限られた動きと言われた地価上昇（プチバブルとかファンドバブルとも呼ばれる。）が始まり、2007、08年は地方圏は引き続き地価が下落しているのに、三大都市圏は住宅地、商業地ともに上昇した。

この時期は新興デベロッパー等によるJリート設立が相次ぎ、大都市圏の空室率低下、賃料上昇があり、民間資金も集めやすかったため物件取得も旺盛で、Jリートが私募ファンドと争って優良物件を高値買っているのではないかとの批判もあった。この背景には、Jリートは投資適格不動産しか取得できないところ、市場に出回る投資適格不動産が少なく、取得意欲の旺盛な他の私募ファンドと競合してしまった事情があると考えられる<sup>24</sup>。

最近のJリート指数や物件取得ペースの急速な回復、我が国の不動産投資に投資家

の関心が再び高まっていることは喜ばしいが、リーマンショック前のようなプチバブルの再来を懸念する声も出てきている。巨額の資金調達力をもつJリートが、投資適格不動産の取得を求めて私募ファンドと競合する事態になれば、投資適格不動産が多く集まる首都圏都心部を中心に再び局地的なバブルを引き起こさないだろうか心配される<sup>25</sup>。

そこで、私募ファンドと過度に競合することなくJリート市場が大きくなるためには、不動産投資需要の増大に合わせて投資適格不動産の供給も増やしていく政策が必要であると考えられる。このためには、増大する不動産投資需要を、市場に出物の少ない投資適格不動産投資だけでなく、立地が良いが老朽化しているような世の中に多数存在する不動産を投資適格不動産に再生する投資（バリューアップ投資）に振り向けることが重要であると考えられる<sup>26</sup>（図10）。改正投信法と同じく2013年通常国会で成立した改正不動産特定共同事業法は、このような政策意図をもって行われたものと考えられる。

## ② 未開拓ジャンル投資適格不動産の組み入れ（ヘルスケアリート等）

次に、現在のJリートがそもそも取得対象としていない未開拓ジャンルの投資適格不動産が存在する。Jリートは、投信法193条に基づき有価証券か不動産しか取得できないことになっているが<sup>27</sup>、2013年10月末時点でJリートが有する不動産の比率を見ると、オフィスが51%、賃貸住宅18%、商業施設18%となっている。一方、USリートを見ると、オフィスは10%と少なく、逆にヘルスケア施設が12%、森林6%、インフラ5%と、我が国では未開拓の分野が運用対象となっている（図11）。

特に目立つのが、高齢者向け住宅や病院などのヘルスケア施設に特化したリート、いわゆるヘルスケアリートといわれるジャンルである。リート先進国の米国<sup>28</sup>だけでなく、カナダ、シンガポール、英国、オーストラリア、マレーシアなどにも同様の投資法人があるが、日本には今のところ存在していない<sup>29</sup>。理由として指摘されるのは、有料老人ホームなどは、入居者から賃料をもらう代わりに居住を提供するという意味で賃貸マンションに似ているものの、賃貸マンションの場合は、大家さんが賃借人と個別に契約を結んで契約が終了すれば借家人が入替わるだけのことだが、有料老人ホームなどの場合は、大家さんはオペレータといわれる介護事業者に一括して賃貸し、オペレータが入居者を募集して居住と介護サービスを提供する、いわゆるサブリースの形をとるものが多いという違いがある（ホテルやショッピングモールと同様、オペレーショナルアセットと言われる。）。そうすると、大家さんとなる投資法人側としては、万が一そのオペレータが破たんしたり、拙劣な経営で入居者が埋まらないといった事態が起こると、期待した賃料が取れない可能性が生じ、移動が比較的困難な入居者の対策も考えなければならないなど、投資家や金融機関から資金を集める投資法人が行うにはリスクが高いと映ったようである。

しかし、2009年12月集計時点で約42万人の高齢者が介護老人福祉施設に入居待ちと指摘されるなど、高齢者向け住宅の供給は全く需要に追いついていない状況で、いざという時に介護を受けられる住宅に住みかえておきたいという今後の需要の高まりを考えれば、優良で手の届く価格帯の高齢者向け住宅を大量に供給していくことは重要

である。そこで、我が国にも市場から大量に民間資金を調達して優良な高齢者向け住宅を大量に購入・長期保有するヘルスケアリートが誕生すれば、将来、優良な高齢者向け住宅を買い取ってもらい、リースバックを受けて経営を続けながら、その売却資金を使って新たな施設を開発できるという好循環が生まれることになる。

さらに、現在の高齢者向け住宅は地主の土地有効活用案件がほとんどでその規模の小ささが指摘されるが、巨額の資金調達力を持つヘルスケアリートが最終的な買い手として控えれば、地域包括ケアと言われる、健常者、軽介護者、重介護者、認知症患者用の各施設を同じ敷地に集約し、病院や図書館などを隣接させて、居住者が移転や更なるコスト負担を考えず安心して暮らし続けることのできるコミュニティ重視型のヘルスケア施設の開発が進むことも期待できる<sup>30</sup>。

数多くのヘルスケアリートが存在する米国に出張・調査された方によれば、ヘルスケアリートとして安定した賃料収入が見込めるかどうかは、施設を一括賃借し、食事、安全確認等のサービスをつけて入居者にサブリースするオペレータの質にかかっている、ヘルスケアリートの運用者はオペレータの信用力、経営状況、サービスの質などを見極める能力がなければならないとのことである。ヘルスケア施設の新たな賃貸者となるヘルスケアリートが、施設の耐震性・防火性だけでなくオペレータの信用力などもチェックして施設を取得・長期保有するとなれば、投資家だけでなく入居者の安心につながるるとともに、急増による玉石混交が指摘されるオペレータの差別化にも寄与すると考えられる<sup>31</sup>。

ヘルスケア施設以外にも、今後の成長性



が見込まれる不動産や不動産に準じた施設としては、再生エネルギー施設や電波基地局、政府機関入居施設、インフラのコンセッション（施設運営権）などが想定される。市場を通じて多額の資金を集めて、これらの施設を取得・長期運用するリートができれば、将来、適切な価格で買い取ってもらえる安心感も手伝って、これらの施設の開発が進む。このようなリーートの仕組みを我が国の経済成長とうまく結びつける発想が必要であると考えられる<sup>32</sup>。

### ③ 内部運用制度（Internal Management）を導入すべきか

Jリートは、永続性があるし、社長（執行役員と呼ばれる）もいるし投資主総会もあるなど一般の会社に似ているが、一般の会社にはない税制上の優遇措置を受けている（利益の90%以上を配当すれば配当前利益に課税しない）。そこで、一般の会社と異なり、外部運用（External Management）、つまり資産の運用業務を外部の資産運用会社に委託することを投信法上義務付けられている（198条）。委託を受けた資産運用会社は、リーートの頭脳とも言える存在であるので、金商法の投資運用業登録、宅建業法の取引一任代理認可が義務づけられ、投資法人に対して忠実義務と管理注意義務を負うことになっている。

ところが、サブプライム問題以降Jリート市場が調整期に入ると、複数の運用会社が利益相反行為で行政処分を受け、多くの投資家を心配させた。そのような利益相反行為は見つけ次第厳しく処分されるものと思料するが、そもそも運用会社がそのような利益相反行為をしにくい強固な仕組みを導入すべきという議論が昔から存在する。

先の「投資家に信頼される不動産投資市

場確立フォーラム」においても、米国、英国、フランスなどに広く見られるような内部運用の導入（図12）、オーストラリアのように運用会社の株と投資法人の株と一緒に流通させるステイブルド証券制度といった手法を我が国に導入するメリットデメリットが議論されたが（図13）、仮に導入するにしても投信法改正や税務当局の理解が必要となるため、まずはリート自らがガバナンス強化のための自主的な措置を講ずることが提言された<sup>33</sup>。

確かに、Jリート各社が運用業務の外部委託をやめ内部運用を行うとなると、一般の会社とあまり変わらないのに、利益の90%以上を配当すれば配当前利益にかかる法人税を免税されるということになるから、税務上相当のインパクトがある。そこで、できるだけ一般の会社と差別化するために、投資法人そのものは簡素なものとし、資産運用業務などほとんどの業務を外部委託することが義務付けるといふ、通常の私募ファンドと同じような外部運用の制限を課したものと考えられることもできる。

しかし、Jリートが他の不動産私募ファンドと大きく異なるのは、その長期永続性である（ゴーイングコンサーン）。不動産私募ファンドの資産は、ブラインドプール型を除けばあらかじめ特定されており、投資家との契約期間も5年から7年で終了し、その後資産は売却されることが前提になっているのに対し、Jリートは投資方針に合致した物件を適宜取得、入れ替えながら投資家の資金を長い間預かるという違いがある。まさに一般会社に近い。そこで、投資家によっては、投資法人から委託を受けているだけで自分と直接の出資関係のない投資運用会社でなく、自らが株主である投資法人本体が投資家を向いた運用をすべ

きではないかというニーズを感じている。

利益の90%以上を配当すれば配当前利益に課税しないという、いわゆるリートの制度は世界24か国にあり、アジアのリートは外部運用が多く、欧米のリートは内部運用が多いと言われる<sup>34</sup>。このため、特に欧米の投資家の中にはJリートの外部運用に不信感を持つ方も多いたとの指摘がある。今後、Jリート市場に海外投資家の資金を一層呼び込み、世界の不動産金融センターを目指そうとするならば、ハードルは高いが、我が国でも内部運用の道を開くことを検討する価値があるものと思われる。それまでは、我が国の投資家やアジアの投資家における普及に注力するしかないかも知れない。

#### 4 . 老朽・遊休不動産を投資適格不動産に再生する不動産投資市場の整備について

- (1) 不動産証券化手法を活用して民間資金をバリュウアップ投資に向ける必要性

Jリート市場の拡大のためには、Jリートが取得できるような投資適格不動産を市場に大量供給することが必要であると論じた。景気回復や2020東京五輪を見据えて、日本の不動産投資に関心を示す民間資金も増えていくことが予想される。都市化の進んだ我が国には、バリュウアップすれば、つまり開発や建て替え、改修を行えば投資適格不動産に再生され、多くのテナントが付き、最終的にはJリートが購入する可能性が大きいのに放置されている賃貸不動産が多数存在する。

現在、分譲マンションの共同建て替えや一棟リノベーション事業など、老朽化した不動産であっても、その立地の良さ等に着眼して、これらの不動産を買い取り必要なバリュウアップ工事を行って、賃貸に出したり市場に売

却する事例が増えてきている。確かに、人口減少下、駅から離れた場所で新規開発を行ってもテナントが埋まる保証はなく、今後、この分野に参入しようとする事業者は増えていくと思われる<sup>35</sup>。

問題は、先行資金の調達である。不動産再生事業には独特のリスク（既存テナントとの合意や立ち退き、境界紛争などの瑕疵の問題等）がつきものであるが、多額の先行資金を調達しやすい環境が整えば、不動産の買い手のパワーが増すことになり、これらのリスクを乗り越えて事業を実施しようというエネルギーも出てくる。リスクを乗り越えた場合のリターンは大きい。

80年代バブル期であれば、デベロッパーは銀行などから高い掛け目の融資を受けて、老朽化した不動産や低未利用地を積極取得し開発・再生し、投資適格不動産にして売却することができた。しかし、バブル崩壊を経た現在、銀行側はバーゼルⅢの影響等もあって自らのバランスシートに一層ナーバスになり、不動産業向け融資を一定程度に抑えたいと考える。一方、デベロッパー側も自らのバランスシートに巨額の有利子負債を積んで長期間かかる事業を行うのはリスクが高い。

そこで、バリュウアップ計画を投資家等に説明して出資してもらい、銀行融資を組み合わせ先行資金を作り、老朽不動産を取得、バリュウアップ工事を行い売却する、いわゆる不動産証券化手法の活用が重要になる。現在の金融緩和期においては、一部の大手デベロッパーは銀行からの融資が引きやすいだろうが、信用力が劣化するデベロッパーには容易ではなく、使いやすい不動産証券化手法を提供するなどの環境整備が必要である。

(2) 我が国の不動産証券化手法と不動産再生事業の相性

では、実際に、老朽不動産を取得して再生し売却する事業に、我が国の不動産証券化手法がマッチしたものになっているだろうか<sup>36</sup>。我が国には4種類の不動産証券化手法がある(それぞれの過去の実績については図9)。この中で最も有名なものはJリート(不動産投資法人)であるが、基本的に投資適格不動産しか買わないことは前述した。

① 金融商品取引法に基づく合同会社・匿名組合方式(いわゆるGKTKスキーム。図14)

このスキームは、その簡便さが受けて最も伸びた不動産証券化手法であり、世の中の不動産ファンドの本はこの手法の解説が中心となっている。改めて図9を見てみると、1997年に始まって以来最も利用され、我が国の不動産投資市場を引っ張ってきたことがわかる。90年代後半、銀行等が不良債権を処理するためローン債権や担保不動産を売りに出すが、特に海外の投資家から資金を集めた外資系金融機関がこれらを安く買い取り、賃料の見直しなどで不動産の価値を引き上げた上で市場に売却しようと考えた(オポチュニスティック投資とも言われる)。この場合、2. で述べた倒産隔離の仕組み、つまり、取得資産の保有のみを目的としたSPCを作り、法人税課税を回避するため投資家との間で匿名組合契約を結ぶ等の工夫をする必要があるが、当時すでに不動産特定共同事業法が施行されており、組合契約を通じて投資家から資金を集める事業者(つまりSPC)は全て同法の許可を得なければならない規制(1億円以上の資本金、業務管理者の設置等)がネックとなった。

そこで、同法の適用を回避するため、不動産の売主に頼んで不動産を信託してもら

い、信託受益権に形を変えて、SPCに取得させることとした。これが、GKTKスキームと言われるものである。当時、信託受託審査が緩やかだったと思われること、金融商品取引法がなくこのような「集団投資スキーム」が規制外であったこと、信託受益権の売買であれば登録免許税がかからない等の税制上のメリットもあったこと等から多用され、2006年には約4.2兆円分の不動産がこの方法で証券化されている。しかしその後、JPモルガン信託処分等をきっかけに信託受託審査が厳格化され、2007年に金融商品取引法が施行されGKTKスキームは同法の「集団投資スキーム」として規制対象となり、2007年から減少に転じている。

不動産の再生という観点からいうと、現在、信託会社は信託の引受に当たって厳しく物件を審査することになっており(信託会社が形式的とはいえ不動産の所有者になるわけであるから当然とも言える)、旧耐震基準や遵法性に難のある物件の審査は特に厳しい。信託期間は5年が普通と言われ、物件によっては受託更新を拒否される場合もある。このような状況にある以上、再生が期待される老朽不動産などを信託受益権にしてSPCが買い取り、改修するという事業をGKTKスキームに期待するのは難しい。

② 資産流動化法に基づくTMK(特定目的会社)方式(図15)

再び図9を見ると、信託受託審査厳格化等の影響でGKTKスキームの利用は2007年に減少に転じたものの、代わりにTMKスキームが大幅に増えている。資産流動化法は、もともと銀行の不良債権等の資産を早急に処分させるためできた仕組みであり、取得財産に制限がない。このため、GKTKスキームが使えない老朽不動産の取得や更地の開発等に利用された。2007年において

もなお不動産投資熱は旺盛だったところ、信託受益権にできる投資適格不動産の不足に加えて、再開発など相当のバリュウアップを行わないと高いリターンを投資家に説明できなくなったという事情もあったと思われる。

しかし、特定目的会社を設立するためには、事前に証券化しようとする不動産を特定し、財務局に特定不動産の内容、どのように資金調達し、どのように処分するのかという資産流動化計画を届出、原則公衆縦覧するという厳しい制約が課せられる。逆に言えば、財務局にこのような計画を届け出ているというお墨付きと引き換えに、資産運用会社に当たる特定資産管理処分受託者に金商法の登録を求めないとか、TMK自身に宅建業免許を不要とする（売り手の瑕疵担保責任等の面で若干行き過ぎの感もあるが。）等規制を軽くしたということもできる。

現在も、老朽不動産や物流施設開発を証券化できる唯一のスキームであるため引き続き利用されているが、そもそも不動産の証券化だけを念頭に作られた仕組みでないこと、資産流動化計画の作成、提出など、GKTKスキームなどに比べてコストがかかり過ぎること等に鑑みると、大規模な不動産の証券化には何とか使えるが、中小規模の不動産の再生や、複数の不動産を次々取得して再生するような手法には向かないと言うこともできよう<sup>37</sup>。

### ③ 不動産特定共同事業方式（図16）

不動産特定共同事業法は1995年に立法され、4つの証券化法制の中で最も古く、実物不動産を裏付けにした匿名組合持分権とか任意組合持分権を売却して民間資金を集める手法、いわば実物不動産の証券化そのものを規律する法律といえる。バブル期に

ワンルームマンションなどの投資用不動産を、投資家と組合契約を結び収益を分配するという形で小口販売する事業があったが<sup>38</sup>、業者が相次ぎ倒産し投資家被害が発生したため、このような事業を行おうとする業者に許可制を導入、資本金1億円以上など経営状況審査を行うことなどを目的として成立した経緯がある。このため、対象は実物不動産であり、不動産を取得し運用する会社（第一号事業者）、持分権を販売勧誘する会社（第二号事業者）の双方を許可制にして、宅建業法免許や業務管理者の設置義務、建築確認前の募集禁止など、不動産の特性に見合った規制をかけている。このため、不動産に投資しようとする者にとっては、本来、最も安心して使いやすく、遊休地や建て替え、改修案件などにも柔軟に活用できるスキームであるはずである。

しかしながら、図9を見ると、その利用実績は過去年間3千億円を超えたことがなく、不動産投資市場規模が最も大きかった2007年の総額8.9兆円の中でさえ、わずか2500億円を数えるに過ぎない。実際に販売されている不特商品を見ても、ほとんどが個人投資家向けとなっている。

この原因として、GKTKスキームのところでも触れたが、不動産特定共同事業法は、投資家と組合契約を結んで得た資金で実物不動産を取得できる業者は許可を得なければならないこととしており、その許可要件は、1億円以上の資本金とか不動産取引に詳しい業務管理者を置くといった業者、つまり信用力のあるデベロッパーを想定している。この法律が成立した1994年当時は、まだ外資系金融機関も目立たず倒産隔離という概念もなかったため、デベロッパー本体を規制すれば十分だったのであろう。

しかしながら、その後、不特法適用回避

を目的としたGKTKスキームが登場し、不動産以外のリスクから遮断されたSPCという「器」会社を作って信託受益権化された不動産を保有させた。その後登場した資産流動化法の特定目的会社（TMK）も「器」の会社である。Jリートの投資法人も不動産保有以外の事業を行わないから「器」である。つまり、投資家から見れば、投資対象の所有は、その所有以外の事業を行わないなど関係者の倒産から隔離されている会社、つまり「器」会社に行わせることが常識になった。確かに、多額の資産を運用する機関投資家にしてみれば、自分は不動産に出資したいのであって、その不動産を所有する事業者に出資するわけではない。事業者には何かあれば、その債権者は投資家が投資したはずの不動産にもかかってきて差し押さえてしまう。このため、投資対象不動産を、事業者とは別の会社、つまり「器」たるSPCに保有させ、事業者の倒産等不動産以外のリスクから隔離しろというのは当然の要請であると思われる<sup>39</sup>。

不動産特定共同事業法は、SPCを作ってもいいが、SPCが投資家と組合契約を結んで資金を集め実物不動産を保有するならば許可を取れということで、それはそれで理屈であるが、制度として大変重い（GKTKスキームの場合、大手資産運用会社であれば何十、何百とSPCを作っている。）ことから投資家や市場関係者に敬遠されたといえることができる。敬遠されるなら他のスキームを利用すればよいではないかということもできるが、他のスキームが対象とする不動産はすでに投資適格不動産になっているものか大規模な不動産である。旺盛な不動産投資需要が結果的に再生投資に向かわず、市場に少ない投資適格不動産に向かい急激な価格上昇を引き起こしたとすれば、

不動産証券化の基本法であるにもかかわらず倒産隔離機能を備えていなかったという不動産特定事業法の法律的不備もその原因の一つといえるかもしれない。すでに投資適格不動産としてピカピカであり何のバリュアアップも行われぬ不動産が、将来の値上がりを期待する不動産ファンドを通じて右から左へ転売され、億万長者が出たり、巨額の損失が出たりしても、周辺住民やテナント、一般国民には何の関係もなく、結果として不動産ファンドに対して冷ややかな目を向ける方々が多くなるのも理解できる。バリュアアップを積極的に行う不動産ファンドであれば、地域に貢献するファンドとして周りの受け止めも変わってくるだろう。市場関係者におかれては、社会責任投資原則にも目を向け、不動産のバリュアアップをその運用に組み込んで欲しいものである。

## 5．改正不動産特定共同事業法の意義とポイント

- (1) 改正不動産特定共同事業について
  - ① 改正の背景

人口減少社会においてオフィスや住宅も供給過剰が指摘され、買い手や借り手の交渉力が強まり、駅近などの好立地、耐震性確保などが絶対条件となってきたが、駅近のマンション適地などは稀少になっている。そこで必然的に立地は良いが老朽化しているビルを再生したり転用したり、遊休地をまとめて適地を作り出すという、交渉労力やコストの面から比較的敬遠されてきたビジネスが注目されるようになった。しかしながら、老朽ビルを買い取って周辺も巻き込んで建て替えるとなると都心であれば数十億円に上る先行資金を調達しなけ

ればならない。また、仮に銀行融資や自己資金で調達できたとしても改修後テナントを付けて売却するまで回転せず、有利子負債比率が上昇するので経営リスクも高い。このため、不動産証券化の手法（プロジェクトファイナンスとも言われる。）を使って投資の形で民間資金を集め、それを銀行融資で補完して先行資金を集めることが必要となった。投資家サイドにおいても、リーマンショック後の世界的金融緩和の中で、より高い利回りを獲得しようとする動きが強まり、需要と供給を結ぶ不動産投資市場への期待が高まってきた。

しかしながら、不動産の再生に不動産証券化手法を活用しようとしても、4. で述べたとおり、使いやすい仕組みが存在しない。中でも、現物不動産の証券化に最もなじむはずの不動産特定共同事業法（以下「不特法」という。）における倒産隔離スキームの欠如は問題であり、不特法改正が必要という要望が個別の事業者や業界団体、投資家や市場関係者から国交省に対して行われた<sup>40</sup>。国交省においても、自ら所管する法律の使い勝手の悪さが旧耐震建築物など再生の必要な不動産の放置につながっていること、これが民間資金によって投資適格不動産に再生されればJリートによる取得を通じてJリート市場も大きくなること等が動機となって、2010年6月に国交省重点施策として不動産特定共同事業法の抜本改正が打ち出され、先の2009年7月にJリート再編、資金調達手段の拡大等についてとりまとめを公表した「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」がこの点について2010年7月に検討を開始、「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」として2011年3月に報告書を公表。不特法を改正し、倒産隔離スキ

ームを導入すべきである旨の提言を行った。また、2010年11月に国土交通省に設置された「不動産投資市場戦略会議」（座長：田村幸太郎牛島総合法律事務所弁護士）の報告書でも不動産特定共同事業法への倒産隔離制度導入の必要性が指摘されている<sup>41</sup>。

2011年3月に発生した東日本大震災は、建築物の耐震性確保など老朽不動産再生の重要性を改めて認識させ、国交省、金融庁間の調整が進み、倒産隔離スキームの導入を柱とする不特法改正案が2012年通常国会に提出された。その年は政局の混乱等もあり廃案となったが、罰則強化など一部原案が見直され、2013年通常国会に再度提出され、同年6月について改正をみた。その後、関係政令・規則が改正され、同月20日に施行された。以下、いくつか重要と思われるポイントについて述べたい。

## (2) 倒産隔離スキームの導入（特例事業者（SPC）制度の創設）（図17）

今回の改正の主眼は、いうまでもなく倒産隔離スキームの導入である。「倒産隔離（Bankruptcy Remote）」という言葉はわかりにくいと言われるが、金融の世界では普通に使われる。簡単に言えば、不動産でも動産でも債権でも何でもいいが投資対象資産のリスクとそれ以外のリスクを切り離してくれ、地震とかテナント退去のような投資対象不動産固有のリスクなら負うが、その不動産を保有する企業の倒産とか譲渡した原保有者が倒産して譲渡が否認されるというようなりスクは負いたくないという投資家の要望に応える仕組みである。

繰り返しになるが、従来の不特法は、許可を得たデベロッパー等が不動産特定共同事業者として投資家と個別に匿名組合契約等を結び出資を受け、その出資金等で不動産を取得

しその収益を契約に基づいて配当するものであるが、その出資金は事業者の貸借対照表上「預り金」として記載され、取得した不動産も事業者の「固定資産」として記載される。よって、何らかの理由で事業者が資金繰りに困ったり倒産する場合、その事業者の債権者はその資産にかかってきて、出資者は単なる一般債権者扱いとなってしまう。そこで、他の事業や他の資産を有する事業者に直接出資して不動産を保有させるのではなく、別の「器」のような会社（つまりSPC）を作ってもらって<sup>42</sup>、その会社の定款で事業を専らその不動産の保有・管理だけを目的にさせてその不動産以外のリスクから切り離す必要がある。

そこで、改正不特法は、資本金も少なく、業務管理者もいない、不動産を他の倒産リスクから隔離する目的だけの「器」会社であっても、①専ら不動産の取得・保有・収益分配しか行わず（つまり定款に記す。）、②当該不動産の運用や販売勧誘を後述する第三号事業者や第四号事業者の許可を得た不動産特定共同業者に委託をする等の要件を満たすならば、これまでのように許可を取る必要はなく届出でよいとした。本来許可がある事業者を一定の要件の下で届出で済ませるため、このような事業を「特例事業」（法2条6項）と呼び、特例事業を行うSPCを「特例事業者」（法40条の2第5項）として資本金要件や業務管理者設置義務などはずし、信義誠実義務等最低限の行為規制のみかけることとした。

### (3) SPCから運用を受託する第三号事業者制度の創設（図18）

先述したようにSPCは、不動産を他の倒産リスクから隔離する法技術的な「器」のような会社に過ぎないので、投資家保護の観点からは、このSPCが誰に運用を委託し、誰に販売勧誘を委託するかというのが重要になる。

現行の不特法は、自らお金を集めて不動産を運用・販売勧誘しようとする事業者は第一号事業者許可を取れ、販売勧誘だけ行おうとする事業者は第二号事業者許可を取れということになっていたが、双方ともSPCのような他社から受託して事業を行うことを想定していないため、新たな許可類型を創設したものである。

まず特例事業者であるSPCから運用を受託しようとする第三号事業者であるが、これはいくらでどの不動産を買うか、どういう改修工事等を行うか、テナントは見込めるか、どう売却するかといったことを判断する、いわば事業執行の頭脳であるため、この許可レベルは、現在の第一号事業者の許可レベルとほぼ同等の要件（宅建業免許の取得、一定額以上の資本金、業務管理者の配置等）を求めている<sup>43</sup>。行為規制についても、信義誠実義務、投機的取引の抑制義務に加え、自己とSPCの間の不動産取引の原則禁止（第三号事業者が有する不動産を受託先であるSPCに売ること等を原則禁止。ただし、SPCの投資家全員の同意がある等の場合を除く。）、SPCから委託された業務全部再委託の禁止等の行為規制が追加されている。

### (4) SPCから販売勧誘を受託する第四号事業者の創設（図18）

次に、特例事業者であるSPCから投資家への販売勧誘行為を受託しようとする第四号事業者であるが、これは第三号事業者が作った不動産投資計画の内容を、関心のある投資家に説明し、契約を結ぶという重要な業務である。不動産に限らず、金融商品全般にみられるトラブルは、投資家がきちんと説明を受けていない、正確に理解していないといった点に起因しているので、金融商品取引法もこの部分の規制を重視している（適合性原則など）。

よって、販売勧誘を受託しようとする事業者は第四号事業者許可を取ることとし、その許可要件は、現行の第二号事業者レベルを参考に、宅建業法免許、一定以上の資本金、業務管理者設置などを求めることとした<sup>44</sup>。再生を予定する老朽不動産をあらかじめ小口化して売るとなると、投資家はその不動産再生後の期待収益というリターンだけでなく、そのリスクについても十分説明を受ける必要がある。したがって、第四号事業者には、これらを説明できる資格である宅建業免許等を求めることは当然であると考えられる<sup>45</sup>。なお、行為規制についても、信義誠実義務、投機的取引の抑制義務が維持されている。

また、第四号事業者の許可要件の一つとして、金融商品取引法の第二種業登録を得ていることを加えた。これは金商法上「みなし有価証券」（2条2項）とされる信託受益権や匿名組合持分権等を販売勧誘する場合に必要な資格である。第二号事業者の許可要件にそういうものはないので、デベロッパーの中には驚きも見られたようだが、現行の不特商品は、許可を得たデベロッパーが発行する商品であり、いわばデベロッパーのサイドビジネス的側面があった。しかし、今回の不特商品は、許可を得たデベロッパー等に運用や販売勧誘を委託するものの、発行するのは無色透明なSPCであり、この意味では金商法の集団投資スキームと変わらないため、規制を合わせる必要性に配慮したものであろう。投資家から見れば、運用対象が不動産であっても債券であっても、契約する商品はいわゆる匿名組合持分権なのだから、販売勧誘業者には同じようなコンプライアンス体制や規制をかけてもらいたいというのは理解できる。また、許可を与える大臣から見ても、匿名組合持分権を売るために当然必要とされる体制を求めることはよくわかるし、すでに1200社超の業

者が第二種業登録を行い、不動産業者も800社以上が取得している（不動産信託受益権販売に必要であるため。）現実から見れば、事業者にとっても必ずしも高いハードルではないと考えられる。すでに第二種業登録を受けているデベロッパーや不動産投資顧問業者は、改正不特法の第三号事業者及び第四号事業者の許可を同時取得することで、特例SPCを組成し、そこから運用を受託し、かつ投資家に対して販売勧誘できるようになるだろう。

なお、今回新設された第三号事業者、第四号事業者ともに大臣許可となっている（第一号、第二号については、実際に商品を組成し販売勧誘するのは宅建業免許を持っている事業者であるため、一の都道府県内にのみ事務所を設置して事業を営む場合は知事許可となっている。）。これは、仮に許可を受けようとする事業者の事務所が一の都道府県内であっても、特例事業者たるSPCの所在地は東京や大阪といった場合が想定されるため<sup>46</sup>、一元的監督の観点から行われているものである。

#### (5) 監督規定の強化

賃貸不動産のようにそれ自体が収益を生む資産のみならず、為替先物のように日々価格が変動する権利なども小口化して証券化商品に仕立てることができるが、期待利回りなど良いところばかりをアピールされ、独特のリスクに目が向かない個人投資家を中心に残念ながら多くの被害が発生し、ファンドは大丈夫か?と社会から一部不信感を持たれている。このため、目先の手数料収入や成功報酬欲しさにいい加減な商品を組成し、いい加減な説明で出資を勧誘する行為を防止するための監督・検査は、不動産投資市場が投資家から信頼を得て発展していくためにも必須と言えよう。

特に実物不動産の場合は、情報の非対称性と言われるが、見た目は良いが実はアスベス



トが大量に使われていたとか、境界問題があったとか、テナントがつかないような立地だったとか、その証券化商品の組成や販売勧誘に当たっては、金融知識だけでなく不動産そのものについての相当の専門性が要求される。このため、改正不特法においても、事業者の許可制維持はもちろん、立入検査等の対象拡大（40条）、業務停止命令要件の拡大（35条）、罰則強化（52条の3第1号）等の監督規定強化を行っている。

ただし、いくら規制を強化しても、抜かない刀なら抑止力として十分でなく、定期的な検査や、被害者相談、内部通報等に対する適切な対応等が不可欠であると考えられる。現行の不特法の利用実績が少ないことは前述のとおりであるが、改正により利用が増えていくと、相応の監督体制の整備が必要となることは言うまでもない。不特法を所管する国交省は、金融庁とも連携して、十分な監督・検査体制を整備しておく必要があると思われる。

#### (6) プロ投資家への限定

今回の改正によって導入された特例SPCが発行する匿名組合持分権等の販売先は不動産投資にかかる専門的知識及び経験を有すると認められるもの等（いわゆるプロ投資家）に限ることとしている（2条6項）。いわゆる一般の個人投資家に売ってはならないとしているのは、今回の倒産隔離スキームの導入は、大きい資金を動かすに当たってその出資先をSPCにしてくれというプロ投資家等の要望に応えたこと、不動産の再生は不動産のリスクに疎い一般の投資家にとって投資判断が難しいこと等が理由とされている。簡単に言えば、ある不特事業者が老朽不動産の共同建て替え事業を企画して、SPCを作って、プロ投資家から投資を募ろうとしたが、権利関係の複雑さやテナント確保の不透明さなどにより断ら

れた結果、一般の個人投資家に対象を切り替えて販売勧誘を行うといったことを防ぐ必要があるということである。確かに、駅前のこの不動産を再生させると相当のリターンがありますよと個人投資家を勧誘するケースは容易に想像できる。不動産の目利きができない個人投資家は、あくまでも信用力のあるデベロッパーが有する不動産に投資をする現行の不特商品や、投資適格不動産だけを保有するJリートの投資口などが適していると考えられる。

現行法の中に、すでにプロ投資家という規定はあり（法律上は「特例投資家」と呼ばれる。）、その範囲は省令で定められており、契約の相手方がプロ投資家であれば契約成立時の書面交付義務や建築確認、開発許可前の広告禁止等が適用除外となっている<sup>47</sup>。現行省令では、生損保や信託銀行、資本金5億円以上の大会社などに限定されているが、金商法上のプロ投資家の範囲に比べかなり狭いと感じられる。例えばプロの投資ファンドが不特事業に投資したい場合も不特法上はプロ投資家と認めないというのは違和感がある。金商法では投資ファンド、年金、有価証券10億円以上残高がある一般法人や個人富裕層はプロ投資家の扱いとなっている。地域活性化ファンドやまちづくりNPO、不動産の原保有者、地元の不動産をよく知ると言われる個人富裕層など、不動産に着目した適切な範囲の拡大が必要であると考えられた。

そこで2013年12月6日に公布された不特法改正省令第2条においては、プロ投資家の範囲は、金融商品取引法に規定する特定投資家が全面的に含まれることとされ（これにより、いわゆる地域活性化ファンドなども実物不動産に投資できるようになる。）、特例SPCに資産を譲渡する原保有者も一定の要件の下でプロ投資家と認められるなど<sup>48</sup>大きく拡大され

た。現在、GKTKスキームなどを使って不動産に投資してきた投資家のほとんどはプロ投資家として現物不動産にも投資できるようになり、不動産投資の選択肢が大きく広がったと評価することができる<sup>49</sup>。地域の核となる不動産の再生に投資したいという民間資金を幅広く集めるといふ改正不特法の趣旨にも合致するものと言えよう。

#### (7) 税の特例措置

今回の改正に関連して、老朽・遊休不動産の再生という趣旨や不動産業界など関係者からの要望等を踏まえ、特例SPCによる建替え、改修、開発等が必要となる一定の不動産の取得に際し、不動産流通税の軽減が認められた<sup>50</sup>。具体的には、登録免許税が移転登記については本則2%が1.3%に、保存登記については本則0.4%が0.3%に、また不動産取得税については課税標準の1/2が控除されることとなった。これについても、デベロッパーが直接不動産を取得して改修等を行うのに比べ、SPCを作って取得する方が税金を節約できるメリットがあると考えられる。

#### (8) モデル約款と約款審査の迅速化

運用対象が実物不動産であること、情報の非対称性が高いこと、不動産取引のルールを規定する宅地建物取引業法が存在すること等の理由から、不特法には、開発許可等前の広告禁止（18条1項）、投機的取引抑制配慮義務（14条2項）、業務管理者設置義務（17条）、クーリングオフ規定（26条）など金融商品取引法に見られない独自の規定が存在している。このような規定の一つとして、不特事業者は契約約款に基づいて不特契約を締結する義務があり（23条）、不特事業者の許可の基準として、その約款の内容は政令で定める基準に適合することが必要とされている（7

条）。これは、実物不動産に投資する投資家の保護上必要かつ適当であると認められる事項（不動産取引の内容、利益分配方法、財産管理方法、報酬、損失負担、余裕金運用方法等）を契約書に明記させることが目的である。投資家との間で結ぶ不特契約は、許可申請の時に国に提出した約款に沿っていることが求められるため、仮に法定されていない事項まで細かく書いて審査を受けてしまうとその後の応用が利かなくなる。このため、不動産証券化協会は、「不動産特定共同事業法の改正に伴う新しいスキームのモデル約款検討委員会（委員長：牛島総合法律事務所田村幸太郎弁護士）」を設置し、法律で定められた事項、基準に沿っているが詳細事項は個別契約にゆだねる事項（出資のタイミングや委託契約の内容等）、法定されていないが記載が推奨される事項（反社会勢力排除条項等）等からなるモデル約款をとりまとめ、2013年12月に公表した<sup>51</sup>。合法かつ柔軟な約款であり、これを添付して国に許可申請をすれば約款審査も迅速に進むと思われ、これから許可や変更許可申請を行おうとする事業者にとって有益であり、高く評価できるものである。

## 6 .改正不特法の活用イメージと様々なビジネスチャンス

### (1) 改正不特法の活用イメージ

今回の改正により、デベロッパーやゼネコン等の民間事業者は不動産を取得して開発・建て替え、改修などのバリューアップを行えば収益が見込めるといったアイデアを投資家や金融機関に説明して必要な先行資金を調達することが格段に容易になったと思われる。

具体的な活用イメージであるが、

- (ア) まず、投資対象不動産を取得・管理することだけを目的とした別会社であ

るSPCから運用を受託できるよう改正不特法の第三号許可を取る。販売勧誘も受託したければ第四号許可も取るか、別の会社に第四号許可を取ってもらうようにする。

- (イ) 次に、投資対象不動産とそのバリュアアップ等のアイデアを投資家や金融機関に説明し、理解を得る。
- (ウ) 次に、別会社であるSPCを作り<sup>52</sup>、自らと運用委託契約等を締結して国に特例事業者として届け出る。
- (エ) SPCと不特事業契約を締結したプロ投資家や金融機関から、SPCの口座に資金を振り込んでもらい、この資金を使って不動産を取得、バリュアアップ工事等を行い、テナントをつけるなどして他に売却する<sup>53</sup>。
- (オ) 売却代金からそれまでかかった費用（取得費用や工事費、自らの報酬、不動産流通税等）や銀行への返済を引いて残った利益を投資家に分配して終了となる。

## (2) 買取再販ビジネス等への活用

最近、都心部における不動産ビジネスとして注目されているのは、駅近など立地が良いが有効利用されていない物件や区分所有権を自ら買い取って、共用部分や専有部分の改修を行って売却または賃貸する買取再販ビジネスである。立地が良く、かつ割安ということもあり、需要が拡大している。また、大型物流施設開発ラッシュが起きているが、最新鋭の物流施設は全体の2%に過ぎず、40年の寿命が到来した倉庫の建替え需要も大きいと言われる<sup>54</sup>。この場合も物件の取得や改修に必要な先行資金の調達課題となるが、一棟買いや類似物件のバルク買いなど多額の資金が必要な場合、改正不特法の倒産隔離スキーム

は最適であると考えられる<sup>55</sup>。投資家の共同出資による株式会社を作ったり、別の証券化スキームを作ることと比べても、①法人税課税のパススルー性の確保（匿名組合の段階では課税されず、匿名組合員が利益の分配を受けた段階で課税）、②信託受益権化が不要になることによる事業の実現可能性や柔軟性の確保、③セットアップコストの安さ（資産流動化計画の作成の手続きが不要等）といったメリットがあると考えられる<sup>56</sup>。

- (3) 大都市だけでなく、地方都市でも活用できる。

不動産の証券化とは、不動産の価値を小口化して複数の投資家に販売することであるから、物件の内容のみならず法律・税務・会計等のチェックをしておくことが必要で、デベロッパーだけでなく金融にも強いファンドマネージャーや不動産鑑定士、エンジニアリングレポートの作成、法律事務所、会計税務事務所といった様々なプレーヤの参画が不可欠であり、結果的に東京、大阪などの大都市にしかできないのではないかという指摘がある。

しかしよく調べてみると、地方都市においても、証券化の仕組みを使って地元の投資家や金融機関から資金を調達して不動産の再生を実行した事例が数多くみられる<sup>57</sup>。デベロッパーは地方に行けばいくほど規模が小さくなるが、地元の不動産を最もよく知りアイデアがあるのも彼らである。彼らに欠けているのが信用力ならば、「万が一自社に何かあった場合でも、あなたが投資している不動産はSPCが保有しているので安心です」と、地元の投資家や金融機関にそのアイデアを広めていけるようになる。地方の駅前には老朽化が進んだビルや商業施設が多くあり、地域のモニュメントである駅前の建物が古いまま放置されるのは、地域の元気を削ぐことにもな

る。不動産の再生が促進されれば地域経済の活性化にも資するだろう。ここで、これまでの地方における不動産証券化の事例と改正不特法の活用メリットについて述べてみたい。

① 長野県長野市における中心市街地活性化の事例（2007年2月竣工）（図19）

これは、大手証券会社が長野駅前に移転したことに伴い空きビルとなった物件の取得、賃貸マンションへの建替えと、低利用地の再開発によって建設されたマンション低層部の店舗部分の取得について、地元デベロッパーが特定目的会社（TMK）を作って、地元金融機関の融資や地元の一般投資家等からの出資によって必要な費用を調達したものである。この事業は、中心市街地における街なか居住および店舗部分の運営による賑わい創出により、中心市街地活性化に貢献したといわれる。

ただし、今回利用されたTMKの手法は、事前の資産流動化計画の提出や導管性要件（特定目的会社が課税されないための要件）を満たすための特定社債の引受先確保等手続きが煩雑でコストがかかることなどの難点が指摘される。改正不特法を用いればこうした手続きは不要となるため、事業のスピードアップが見込まれる。

② 岩手県盛岡市の百貨店ビルを大規模改修し、新商業施設として再生を果たした事例（2012年10月営業再開）（図20）

経営不振により閉店した百貨店ビルを再生するため、会社を分割して百貨店ビルの土地・建物・従業員等を新会社に移し、企業再生型の投資を行うマネジメント会社が中心となって、新会社への出資を再生ファンドから募り、地元の金融機関からの融資を引き出し、調達した資金によって大規模改修工事を実施した。その後、魅力あるテナントを誘致し、幅広い年齢層が集う商業

施設として営業再開を果たした。

この事例は新会社が株式の発行により出資を集めているから、厳密には不動産証券化手法を用いているとは言えないが、会社による施設保有は固定資産税の負担や減価償却費の計上等により収益が圧迫されるため、改正不特法を用いてSPCを作り、SPCに施設を保有させ、会社はSPCから施設を賃借することにより、運営会社の業務専念と収益改善が可能になると思われる。

③ 北海道岩見沢市における中心市街地活性化の事例（2008年2月竣工）（図21）

中心市街地に長らく廃屋として残っていた市場跡地を、地域の実情に応じて近隣の音大生をターゲットにした防音ブース付き賃貸マンションと公共公益施設（シルバー人材センター）などを有する施設（アーバンヴィレッジ岩見沢）として建て替えた事例。事業費については、地元企業により専ら会社（その事業だけ行う株式会社）が設立され、地元企業等による出資と地元金融機関による融資、さらには国や市による補助金により資金を調達し、この資金を用いて、市場の土地・建物を取得し、旧建物を除却、新たに賃貸マンションと公共公益施設などを有する施設に建替え（公共公益施設部分はその後に売却）、中心市街地の活性化に貢献している。

事業規模が小さく、TMK等の既存の証券化手法にかかるコストを賄えなかったため、株式会社を作って事業実施したと思われるが、株式会社が自ら利益を上げた場合はその段階で法人税を支払う必要がある。改正不特法を用いてSPCを作り、そのSPCが投資家と匿名組合契約を結ぶ形をとれば、利益を上げたのは匿名組合であるから、税務通達上匿名組合の営業者であるSPCへの法人税は非課税となり（投資家への配当

やSPCの残余利益に課税される。)一層収益が改善するため、再生事業の採算が確保しやすくなると考えられる。

④ 岡山県岡山市における市街地再開発事業の事例(2008年4月竣工)(図22)

駅前商業地にも関わらず低利用されていた一帯を、住宅と商業、ホテル、駐車場へと建て替えるにあたり、再開発によって創出される保留床のホテル棟部分の売却先が決まらず、事業資金を確保できないことから再開発事業が進まないでいた<sup>58</sup>。そこで、ホテル運営会社が組成したSPCを再開発事業の参加組合員として参画させ、出資と融資を受けて調達した資金をもとにSPCが再開発組合から取得するホテル棟部分の金額を負担金として支払った。保留床のホテル棟部分の売却により、事業目途が立ち、進まないでいた再開発事業が再開され、駅前商業地域にふさわしい都市機能の整備・改善が図られた。

当該事例はYK-TK方式(有限会社・匿名組合方式。GK-TKと類似。)を用いているため、竣工後のホテル棟をすぐに信託受益権化したと予想されるが(すぐに信託受益権にしないと不特法に抵触する可能性がある。)、仮に信託銀行の受託審査が長引いたり、受託されなかった場合は、計画に大きく影響を及ぼす可能性がある。改正不特法の活用により、無理に信託受益権化することなく実物不動産のままSPCが取得できるようになるため、事業の実現可能性や柔軟性を確保することができると考えられる。

(4) 震災復興における活用

東日本大震災の被災地においてはインフラを中心に復興が進んでいるが、道路や鉄道などのインフラが整備され、都市計画が明確になり宅地が整備されれば、いよいよ建物の建

設局面に入る。すでに複数の事業者が、個人投資家からインターネットで集めた出資金や寄付金等を使って被災企業を支援し、投資家には売上利益や商品の配当を行っているものが見られる。いわゆるクラウドファンディングと呼ばれ、現在注目を集めている手法であるが、投資型の場合、法律的には金融商品取引法2条2項5号の「集団投資スキーム」に該当する。これは投資運用会社がSPCを作って(被災企業が直接匿名組合営業者になる場合もあるようである。)、そのSPCから運用や販売勧誘等を受託した上で、投資家とSPCの間で匿名組合契約等を締結させて資金を集め(寄付金をセットにしている場合もある。)、後日投資家に出資対象事業の収益配当や財産分配を行うものである。被災企業は工場や建物を失っているため、投資資金を使って代替地を購入し上物を建て機械設備を置きたいというニーズがあることは当然想像できるが、仮に投資家から匿名組合契約等で集めた資金でSPCなどが土地や建物などの不動産を購入する場合は不特法の許可を得なければならない。これが重い規制になっていることは前述の通りであり、結果としてその出資金の支出対象は製造設備など非不動産に限られることになる。

土地や建物の購入等となると数千万円を超える世界になり相当広範囲の個人から出資を集める必要があるほか、不動産特有の様々なリスク(不動産の瑕疵、開発制限、テナント退去リスク等)を投資家に負わせることになるためこのような規制になっているわけであるが、地域に愛着ある企業や個人の投資が、製造設備等には向かえるのに不動産には向かえないというのは納得がいかない場合もあろう。

そこで改正不特法を活用し、やる気のあるデベロッパー等が不特法の許可を得て、特例SPCを作った上で投資家から投資を集め、そ

の資金で土地や建物を購入・建設し、土地建物の所有者であるSPCが被災企業に賃貸し、その賃貸収入等を投資家に分配することが可能となる。前述のように、SPCが発行する不特商品を直接個人が購入することは原則としてできないが、改正不特法省令のプロ投資家の定義に地域活性化ファンドなどが入っているため、このようなファンドに個人が出資し、不動産特定共同事業者とは別の投資運用業者の運用に沿ってファンドの資金を不特法SPCに入れ、不動産部分の支援をすることができる<sup>59</sup>。

また、不動産特定共同事業法は投資家による現物出資を認めているため、被災企業は自ら有する跡地をSPCに現物出資し、投資家は金銭をこのSPCに出資して、そのSPCは出資された金銭を使って跡地に上物を建て、被災企業にそれを貸して賃貸収益を投資家に配分することができる。こうすると、土地を有する被災企業の負担はかなり軽減されるだろう。我が国では、会社や組合への現物出資の場合、現物出資時点で現物の時価簿価差に課税されるため、現金に乏しい被災企業はなかなか活用できないだろうが、将来的には組合への現物出資税制のあり方についても検討すべきと考えられる<sup>60</sup>。

(5) Jリートや年金基金等による将来取得の懸け橋となるブリッジファンド

Jリートのところで触れたが、Jリートは遊休地とか老朽不動産を取得することはできない。年金についても、その出納管理者（ゲートキーパーと呼ばれる。）が信託銀行であるし、米国等と異なり投資先の目利きができる年金コンサルタントも不足しているため、信託受益権化していない不動産の取得には消極的であろう。しかしながら、立地がよく、耐震性、遵法性に問題のない不動産であれば、双方ともその取得意欲は高い。また、金融緩

和により余剰資金を抱えだした一般事業会社による需要もあるだろう。

通常、再生が終了した好立地の不動産であれば、私募ファンドを含め買い手が多く奪い合いになる可能性があるところ、これを回避する意味で、あえて再生前の不動産を購入するSPCに一部出資をしておき、その見返りに再生後の取得について優先交渉権を得ておくことが考えられる。優先交渉権とは、一定金額以上による売却が想定されない場合は、交渉権を持つものが優先的にその物件を取得できる権利のことである。例えばJリートは今でも不動産の匿名組合持分権を取得することができるし、不特法上のプロ投資家となっている。将来の取得を想定して、そのJリートがSPCに一部匿名組合出資して、不動産の再生終了後優先的に取得する。不特事業者や投資家にとっては、再生後の物件の出口が確保される安心感があるし、Jリートもその資産規模を計画的に伸ばすことができる。このようなファンドは、いわゆるブリッジファンドと呼ばれるが、民間資金を使って実物不動産を柔軟に取得、再生できる改正不特法の仕組みは、ブリッジファンドとして最適であると思われる<sup>61</sup>。

(6) PFIやPPPの受け皿

PFI/PPPというと近年流行語化しているが、PFI (Public Finance Initiative) というのは、空港のような収益を生む公共施設の民営化を指す。国や自治体が自ら資金調達して整備するのではなく、整備後の一括取得や一括賃借を約束して、別途資金調達した民間事業者が整備をしてもらうというものである。ただし、これでは民間事業者の経営ノウハウが十分発揮されないため、2013年に改正されたPFI法においては「公共施設等運営権（コンセッション）」を国や自治体が民間事業者に

売り、一定のルールの範囲内で自由に運営できるようにさせる代わりに施設整備をしてもらうという制度が導入された。これは、英国やインドなどで盛んに活用されている手法で、自由度も高く、うまくいけば民間事業者やその後ろにいる投資家へのリターンも安定するので、いい玉が多数出てくれば普及していくだろう<sup>62</sup>。

不動産におけるPPP (Public Private Partnership) というのは、より広義の概念で、公共施設に限らず公益的な施設を官民で協力して維持・改善していこうというイメージである。地域にとって保全や有効活用が必要な施設を、官民で知恵と資金を出し合って効率的に維持活用していこうということで、例えば歴史的価値があるが老朽化が進んでいる旅館などの観光施設、地元の子供たちが使えるようなグラウンドといったものがイメージされる。

しかし、例えば歴史的価値のある旅館などの場合、公共団体が旅館を直接取得して維持管理するというのは重すぎるし、これを信頼できる民間会社に売却するというのも将来適切に維持される保証はない。そこで改正不特法に基づいて、その旅館の取得、管理を専門に行うことを目的とするSPCを設立し、そこに自治体と民間が共同出資をする。民間としては地元大企業もよいだろうし、便益を受ける地元住民が出資してもよいだろう<sup>63</sup>。そして、その運用は改正不特法の許可を受けた不動産特定共同事業者が行うが、実際の旅館経営はプロの経営者にその施設をリースし、賃料をSPCが取得することとする。そもそも自治体や地元会社、住民は、施設の有効活用が目的で高い投資利回りを求めないと考えられるため資本コストは低く、健全経営への道が開けるだろう。

#### (7) 市街地再開発事業やマンション建替組合の参加組合員

その立地や規模の大きさ等から市街地再開発事業が地域にもたらす活性化インパクトは大きいですが、土地所有者、借地権者、区分所有者、借家権者など関係者が多いため、事業実現には大変な時間と労力、リスクが伴う。現在の手法は、再開発組合やマンション建替組合が指名したデベロッパーが参加組合員として参画し、自ら先行資金を調達して、全ての作業を行った後に、新たに生み出された床部分(保留床)を受け取り、これを売却して資金回収するというものである。

銀行からの融資が厳しかったり、有利子負債を抑え資金回転を上げたいデベロッパーにとってはなかなか手が出しにくい分野で、再開発の件数も減っている。また、仮に引き受けるデベロッパーがいても、再開発事業中に経営破たんなどすれば、これを引き継ぐ参加組合員が現れない以上、事業はストップし、事実、2000年初頭の金融危機やリーマンショック後にそのようなトラブルがいくつも起きている。

そこで、デベロッパーが直接参加組合員とならず、そのデベロッパーが改正不特法の許可を得て運用し、民間資金を広く集めた不特法に基づくSPCが参加組合員となり、再開発事業を支える。再開発を応援したい自治体も多いが、補助金に合わせて、そのSPCに公的出資を行えば、民間資金は集まりやすく、再開発は進んでいく可能性が高い<sup>64</sup>。

また老朽分譲マンションの建替の場合も、容積率の制限から一棟ではうまくいかないが、隣接する老朽マンションと合わせれば総合設計制度により容積率が追加されるケースがあり<sup>65</sup>、現実に動いているマンション建て替えも、そもそも容積率に余裕のある団地内などを除けば、共同建て替えのケースが多く

見られる。そうすると参加組合員が用意する先行資金も巨額になるため、再開発事業の場合と同様、参加組合員としてSPCを想定しておくことも有効であると考えられる。マンション建て替え事業は区分所有者の合意など事業を成立させるためのハードルは高いが、旧来のマンションゆえに好立地であるケースも多く、再分譲に至った際の人気は総じて高いようである。マンション用地取得難と言われる昨今、マンションデベロッパーにおかれてはこの分野に一層参画されることを期待したい。

(8) 住み替えや空き家管理、差し押さえ物件の流動化などの仲介役

最後に中古住宅流通の活性化についても触れたい。中古住宅の流通については、売主の瑕疵担保責任や売主の不告知行為に基づく損害賠償責任など、仲介業者を巻き込んだ紛争が多くみられるところである。特に、高齢者がその所有する住宅を売却したり、賃貸して、高齢者向け住宅に住み替えるといったニーズはあっても、その住宅が古いものである場合、後々トラブルに巻き込まれる心配があるものと思われる。そこで資金力のあるプロの主体が、消費者と消費者の間に入り、これらの住宅を買い取ったり、賃借して、改修したうえで売却したり、サブリースするというニーズが出てくる<sup>66</sup>。

また、平成24年度下期に東京・横浜・埼玉・千葉各地方裁判所が行った競売物件の改札は合計4,915件、前期比▲5.2%となっており、種類別では、東京はマンションが多く、埼玉・千葉は「土地付き建物」が多い。大勢は減少傾向にあり、その要因として2009年12月施行の中小企業円滑化法の政策的効果が指摘されているが<sup>67</sup>、同法は2013年3月に期限切れとなり、再び競売申し立ての増加が予想されている。競売物件の落札や任意競売において、

これを資金力のあるプロの主体が買い取り改修をしたうえで、売却したり、元の所有者に賃貸するというニーズもあるだろう<sup>68</sup>。

改正不特法の倒産隔離スキームは、投資方針に合致する小規模の物件を次々と取得することができる唯一の証券化スキームである。公益性に応じた公的出資を行って信用力のある買取主体を作り、民間資金を集め、このような物件を次々と取得して改修し、市場に売却したり、元所有者に賃貸することも考えられる。このような公的主体が、ローン債権者である銀行と債権放棄等の交渉ができるようになれば、中小企業円滑化法期限切れの反動も抑え、既存住宅流通の活性化にも寄与することができるであろう。

## 7. 年金等機関投資家による不動産投資促進と公的出資の必要性について

(1) 年金に代表される機関投資家から見た不動産投資

我が国の年金制度は大きく公的年金と企業年金に分かれるが、最大の運用規模を有するのが一階部分の基礎年金と二階部分の厚生年金保険部分のほとんどを一括運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）であり、運用資産の規模は2011年3月末で108.1兆円と、二位のノルウェー公務員年金を大きく引き離す世界最大規模となっている。一方で、三階部分といわれる企業年金については、全体の運用資産額は70～80兆円で推移しているものの、運用者がばらばら、かつ規模の小ささが指摘され、最大の企業年金連合会でも約10兆円となっている。

本来、年金は、生命保険にも似て将来の年金給付に備えた長期の視点で運用するものであるから、不動産やインフラといった長期間



安定的な収益をもたらす資産は投資対象としてなじみやすいものといえる。例えば、カルパス(カリフォルニア州職員退職年金基金)は全ポートフォリオ約2,574億ドル(2013年3月末時点)のうち211億ドル(約10%)を不動産投資に振り向けており、不動産ポートフォリオの中身は、投資適格不動産(コア不動産とも呼ばれる。)だけでなく、バリューアップ投資や開発投資が含まれている。すでに稼働している投資適格不動産を買い取っても、よほど安く買えるか、賃料アップなどでもなければ利回りは低い。一方、立地の良い物件をバリューアップすれば高い賃料が得られるし、物流施設のようなニーズのある開発案件に投資すれば高いリターンを得られる可能性は高い。景気の回復に伴って我が国の不動産投資市場も活性化してきたが、当初、活発に投資を再開したのは外資系、中でも海外の公的年金のパフォーマンスが目立った。

一方、我が国の公的年金による不動産投資は何とゼロであり、企業年金でもわずか2兆円、全体の0.8%程度に過ぎず、何とも寂しい状況である(図23)<sup>69</sup>。規模が大きすぎて運用が保守的になりやすい公的年金と不動産に投資するには小さすぎる年金に二極化していることや、運用管理するゲートキーパーである信託銀行が必ず不動産に詳しくない場合があるとか、投資しやすい仕組みがない、リーマンショック後不動産投資が元本割れを起こした、投資判断に必要な不動産投資関連情報が不足しているなど様々な理由があろう。

JリートやTMK、改正不特法など、不動産証券化スキームは使いやすいものに改正されてきており、年金が投資しやすい環境は整えられてきている<sup>70</sup>。また、海外の年金をはじめとする機関投資家においては、投資に当たって単なる利回りの高さを競うのではなく、公益性にも配慮して行う社会的責任投資原則

(SRI)が浸透してきている。運用規模の大きいGPIFや公務員共済組合等の公的年金は、海外公的年金も参考に分散投資によってリスクを制御しつつ利回りを向上させるべく、一定の資産を不動産を含めたオルタナティブ投資に向けることを真剣に検討すべきである。オルタナティブ投資用に別会計の基金(いわゆるベビーファンド)を作り、米国の年金コンサルタントのような専門家を味方につけた上で、優秀な投資顧問会社に運用を任せ、不動産再生投資、インフラ投資、環境ベンチャー投資等社会的責任原則に沿った投資をいち早く開始すべきだろう。最初の額は少なくとも、このようなチャレンジの姿勢はそれ以外の年金の行動に大きな影響を与え、利回りの向上だけでなく、経済活性化、経済成長に間接的に貢献できるだろう。

## (2) 不動産投資市場を支えるノンリコースローンやCMBS市場拡大の必要性

投資家が不動産を取得しようとする場合、全額を自己の投資資金で賄うことは基本的になく、半分くらいを金融機関からの不動産担保融資によって調達することが通例である。これは、取得資金の不足を補う意味の他、投資利回りを引き上げる、いわゆるレバレッジ効果を得るためである(金融機関の融資金利は不動産収益の多寡によって変動しないので、仮に不動産利回りが10%で、融資の金利が5%であれば、その差の5%は投資家に追加配分されるため、投資利回りが上昇する<sup>71</sup>)。

前述のように、不動産証券化の基本は、デベロッパーの倒産等不動産以外のリスクから隔離されたSPCのような「器」会社に不動産を取得させることであり、投資家もその資金をSPCの口座に振り込むのであるが、金融機関も不動産以外の財産を持たないSPCに対して貸し付けるということになる。バブル期の

ような通常の不動産担保融資であれば、抵当権を実行して足りない部分は借り手に返済を要求できるため、基本的に借り手を審査すればいいが（コーポレートローン）、SPC向けのローンはその不動産以外に返済を要求できない（ノンリコースローン）ため、融資担当者としてはその物件の担保価値を細かく見なければならず、通常より高い金利は取れるとは言えその審査能力には不安がある<sup>72</sup>、融資を実行するにしても融資期間が3年程度と短いといった指摘がされている<sup>73</sup>。

特に、改正不動産特定共同事業法等が進めようとする老朽・遊休不動産の再生については、同法の特例事業者たるSPCが、老朽不動産、既存不適格不動産などを取得して、改修や建て替えを行って投資適格不動産に再生させるのであるが、このような物件取得のためのノンリコースローンを受けづらいケースも考えられる。

我が国の金融機関については、国債依存、低い預貸率など、経済を活性化させる貸し手としての機能低下、低収益率などが指摘されており、しっかりした審査能力を備え、長期のノンリコースローンを実行できるような体制を整備する必要があるだろう。特に、再生型の不動産融資については、審査を補完するものとして、例えば、改正不特法と租税特別措置法に基づく税制特例措置を受けた不動産特定共同事業を行う特例SPCに限り長期のノンリコースローンを実行するといった工夫もあるだろう。

さらに、金融機関が有するノンリコースローンの債権を小口化して販売するCMBS（商業不動産担保ローン証券）の流通が活性化すれば、金融機関もよりノンリコースローンを実行しやすくなるだろう<sup>74</sup>。例えば、不動産特定共同事業として行われるSPCに対するCMBSの一部を住宅金融支援機構が買い取り、これ

を裏付けにした有価証券を同機構が発行するといった工夫も期待される。

### (3) 公的ファンドによる呼び水出資の必要性 （「耐震・環境不動産官民ファンド」）

2007年に約8.9兆円という過去最高の民間資金が不動産投資市場に入り、GKTK, TMK、Jリートという証券化の「器」会社がこぞって取得したのは大都市圏に立地する投資適格不動産が主であったと考えられる。

今回、不特法に倒産隔離スキームが導入され、機関投資家が実物不動産に投資しやすくする環境整備が行われた。一方、改正耐震改修促進法施行に伴い、老朽不動産を放置できず再生に向けた需要が高まってくると予想される。しかしながら、投資適格不動産に対する投資に比べてリスクの大きい（そのかわりリターンも大きい）再生投資、バリューアップ投資には、年金や投資ファンドなどの機関投資家は通常より高い投資利回り（一定のリスクプレミアム）を要求してくることが考えられる。

その投資利回りを実現するには、好立地で改修や建替えなどによるテナント増、収益増などを実現するか、または安い価格で物件を取得する他はないが、あまりに安ければ売買が成立せず、結果的に再生につながらない可能性が高い。

このため、不動産の再生が地域にもたらす経済効果等を重視してあえて高い投資利回りを求めない自治体や地元大会社などが出資することが期待される。このような出資が入れば、機関投資家の出資と合わせて出資金を厚くすることができ<sup>75</sup>、それに融資を合わせて大きな資金が用意でき、老朽不動産の売り手が納得する価格で取得し、再生工事を行える可能性が高まる。

平成24年度補正予算で措置された「耐震・

環境不動産官民ファンド（国土交通省300億円、環境省50億円）」（図24）は、老朽・遊休不動産の再生、つまり耐震改修や建て替え、環境対応等を行おうとするSPCなどの「器」会社に出資し、必要なリスクを一部背負うことによって、他の民間投資を呼び込みやすくする、いわば呼び水として活動することを期待して措置されたものである。今でも不動産の再生投資に民間投資が集まらず、老朽不動産が多数放置され、その耐震化等が喫緊の課題となっている状況では、いわゆる民業圧迫論はあてはまらないであろう。

このファンドは、一般社団法人環境不動産普及促進機構が補正予算で受け取った国費で基金を作り、どのような不動産をいくらで取得するか、どのように再生するのが最も有効か、フィージビリティはどうかといった目利きを自ら行うのではなく（これを自らやろうとすると相当のプロの職員を採用する必要があるなど組織として重くなりすぎる。）、再生後の耐震性能や環境性能、投資限度額、反社会勢力の排除などのルールを守らせうえで、機構に代わって目利きをするファンドマネジャーを第三者委員会の審査を経て数社選定<sup>76</sup>し、彼らの目利きに合った再生事業に限り、その事業に投じられる民間出資額を超えない範囲で出資するという方法がとられている。

国土交通省等の発表によれば、2013年8月にファンドマネジャーとして10社の応募があり、審査を経て同年12月に最初のファンドマネジャーが選定され、東京の老朽化オフィスビル改修事業に一部出資を実行する予定であるとともに、今後、数社の追加選定及び不動産再生事業への出資が行われる見込みであるとのことである<sup>77</sup>。不動産再生事業への出資は、会社の未公開株を買うのと異なり、様々なデューデリジェンスを行った後売り手との間で売却価格等について合意し、器たるSPC

等が設立されてはじめて実行できるものであるから、出資実行までにある程度時間を要するのはやむを得ない。しかし、デューデリジェンスの過程で、物件調査、法律調査など様々な仕事が発生するので一定の経済効果は期待できる。また、国の出資を呼び水として集まった民間資金をバックに買い手の力が強まり、老朽不動産のオーナーが売却や再生後の再取得・再入居を真剣に考える契機となる効果も大きいであろう。

また、地域の情報に精通しているのが地銀や信金信組であると言われるが、同機構の発表によれば、地銀や信用金庫など地域の金融機関を中心に174行が国交省も含めパートナーシップ協定を結び、銀行側が国交省、機構と協力してこの官民ファンドの利用や改正不特法の周知に努め、案件が発掘された場合は機構が事業で選定されたファンドマネジャーに紹介することとなっている<sup>78</sup>。金融機関にとっても、取引先が抱える不動産の老朽化を放っておけば不良債権化する可能性があるし、その再生は地域経済の活性化、士気の向上につながるやりがいのある事業であると考えられる。いち早く様々な成果をあげられることに期待したい。

## 8. 不動産投資市場を支える専門的人材・業界の育成・強化について

不動産投資市場とは、収益不動産を不動産証券化手法を活用して小口化し、主にこれを売買する市場であるから、不動産そのものの売買を行う不動産市場に比べて、関係業界は格段に多くなり（図25）、それぞれの業界における人材、能力、サービス等の質が不動産投資市場の信頼性確保にとって重要となる。また、将来の値上がり期待に基づく転売型証券化に加えて、今後、立地のよい不動産を改

修したり建て替える、ニーズの高い物流施設を開発する、社員寮などを高齢者向け住宅に転用するといった再生型の不動産証券化案件が投資市場に入ってくる。そもそも不動産の再生は、投資適格不動産の転売などに比べれば、テナントの退去、境界の問題、改修工事等様々なリスクがあり<sup>79</sup>、そのリスクに適切に対処し、その対処方法などを投資家に正確に伝える意味で、これらサポーティングインダストリーの育成・強化が重要である<sup>80</sup>。

不動産証券化法制は基本的に国交省と金融庁が連携して所管しているが、特に、以下の業態は不動産特有のもので国交省の監督責任が大きい分野になる。国交省は、不動産証券化商品の信頼を高め多くの雇用を創出する<sup>81</sup>ためにも、これらの不動産投資市場関連産業を成長産業として健全に育成していくべきであろう。

① 不動産投資運用業者（アセットマネージャー）

不動産を証券化する場合、つまり小口で不動産の持分権などを販売しようとする場合、不動産のオーナーである投資家は分散するし、物件をいちいち見学することもないため、その投資家の意を受けて物件を調査し、取得・売却、資金調達、不動産収益配分などの運用を行うのが不動産投資運用業者である。現在、金商法の不動産投資運用業登録<sup>82</sup>を有している業者は94社、不動産特定共同事業者は大臣許可だけでも33社（届出信託銀行含む。）ある。いずれも、宅建業免許だけでなく、金融取引の知識を併せ持つ専門的人材<sup>83</sup>の配置が要件とされている。

国内外の民間資金を引きつけるような魅力ある不動産証券化商品を不動産投資市場に供給する役割と言ってよい。市場に少ない投資適格不動産を探すだけでなく、手を

入れれば立派な投資適格不動産に再生されるような不動産を探し、最もなじむ不動産証券化手法を活用して魅力ある証券化商品を作りあげ市場に供給する。特にバリューアップ投資については、自治体やテナント、周辺住民から喜ばれるやりがいのある分野であると思われる。

② 不動産管理業者（プロパティマネージャー）

不動産のオーナーからその不動産の経営（メンテナンスなどの物件管理、テナント確保などの営業管理、中長期修繕計画作成などの営繕管理）を受託する業者がこう呼ばれる。正確な定義はないが、全国に300社以上あると言われる。不動産が証券化されている場合は、オーナーである投資家に代わって①の不動産運用業者がオフィスや賃貸マンション等の経営管理をこれらの業者に委託するという関係になる。投資家の満足の源泉は、その不動産が適切に管理され安定した収益を上げることだから、PM業者の役割は大きい<sup>84</sup>。特に再生事業の証券化に当たっては、デベロッパー系以外の運用業者から、テナント訴求力の強い企画を求められる可能性が高く、魅力的な不動産投資商品作りに欠かせない存在であると考えられる。

③ 不動産鑑定業者

証券化された不動産のオーナーたる投資家は自分で物件を見に行くわけではなく、その収益の高低、安定性に注目している。このため、不動産の価値については大変敏感で、鑑定価格がどうなっているか、信頼できるかどうか重要である。米国の年金コンサルタントから聞いたことがあるが、米国機関投資家によっては、我が国のようにセルサイド（販売側）が提出した鑑定価格のみに頼るのでなく、自ら別の鑑定士に発注したセカンドオピニオンを四半期ごと

にチェックするとのことである。

Jリートが不動産を取得しようとする場合は、鑑定価格の取得が義務付けられるが(投信法201条)、2008年6月にあるリート運用会社が、取得しようとする不動産の鑑定価格を操作しようとしたとして処分を受け、鑑定士のあり方が問題となった。他にも不動産の現物出資における鑑定価格を巡って鑑定士等が処分されるケースも発生している<sup>85</sup>。

考えてみるに、国家資格を得た第三者が中立的に財産を評価しこれを提示するというのは、公認会計士や監査法人に似ている。上場企業はその財務諸表の監査について監査法人に依頼することが通例となっているが、その監査法人は公認会計士法に基づき5人以上の公認会計士が組合を組むことで成立する。過去エンロン事件などで監査法人が批判されたのを受け、2003年公認会計士法改正において継続的監査の制限(いわゆるローテーションルール)が、2006年改正で有限責任監査法人制度などが導入された。さらに2007年に日本公認会計士協会は上場会社監査事務所登録制度を設け、上場会社の監査を行う監査法人に対して登録を義務付け、組織としてのコンプライアンス体制を伴っているかなど上場会社の監査を実施するに相応しい品質管理のレビューを行っている。

我が国鑑定士業界は、その成り立ちが地価調査から来ていることもあり全体の9割以上が個人業者と言われるが、監査法人のように鑑定士同士が組んで鑑定法人というのを作り、ローテーションルールなどの内部統制体制を構築してJリート向けに高額の物件の鑑定を行えるといった産業政策的観点が必要な時期にきているのではないだろうか<sup>86</sup>。

#### ④ エンジニアリングレポート(ER)作成業者

不動産取引の当事者だけでなく、不動産に投資・融資をしようとする者にとって正確な不動産鑑定価格が重要であることは③で述べたとおりであるが、特に改修などの再生が見込まれる物件の鑑定においては、将来修繕に必要な費用を差し引いて価格を算出しなければならない。エンジニアリングレポートとは、土木建築のプロが物件の現状を調査し、将来的に必要な工事内容等を記した報告書であり、これが不動産鑑定士に渡されることで正確な鑑定価格が得られる<sup>87</sup>。いくら鑑定業者が優秀でも、ERがずさんであればその鑑定価格もずさんということになる。

このため、不動産投資市場の健全な発展に向けて、不動産鑑定業者だけでなくこのER作成業者にも高い技術と倫理性が求められる。公益社団法人ロングライフビル推進協会(BELCA)は、不動産証券化に必須のデューデリジェンスの中でも特に物理的情報としてのエンジニアリングレポートの重要性に着目し、社団法人日本ビルディング協会連合会とともに、「不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成の考え方」、「不動産投資・取引におけるエンジニアリング・レポート作成に係るガイドライン」を発行したり、「ER作成者連絡会議」を組織化し、ER作成者同士の情報の交換・共有化、倫理要綱の遵守等の活動に努めている。一方、ER業者について特段の公的資格制度がなく、ゼネコン、損保子会社以外の業者も多く参入し、玉石混交という指摘もなされている。ずさんなERが原因で鑑定価格が影響を受け、その価格を信じた投資家に被害が起こるような事態を避けるためにも、賃貸管理業者登録

制度のような任意の登録制度を設けるなど、信頼確保策の検討が必要であると思われる。

⑤ エスクロー業者

エスクロー業という言葉は我が国ではなじみが薄いかもしいが、米国等で広くみられる業態で、契約後引き渡し前の手付金 (Earnest Money と呼ばれる。) とか、引き渡し後の修繕に備えた売買代金の一部留保金などを売主でも買主でもない第三者、つまりエスクロー業者に寄託し、条件成就後にその第三者が譲渡人に交付するというものである。物件引き渡しや買主インスペクションが行われる前に、手付金や内金を受け取った譲渡人が倒産した場合、その債権者によって物件の引き渡しが否認され、かつ手付金等も戻ってこなくなるリスクを避けるために導入された。米国の場合、エスクロー業者に寄託している 1 か月の間に必要なインスペクション等を行い売買条件を確定させる慣行がある。

我が国の一般の仲介の場合は、商慣習上、手付金は譲渡人に交付されることが確立されているため、なかなかエスクロー需要は顕在化してないようであるが<sup>88</sup>、大きな金額を扱うファンドによる取得の場合はやっかいである。彼らの世界には手付金というのはなく、買い手側で十分なデューデリジェンスをして金額を交渉の上確定し、引き渡しと同時に一括支払いをしているようである (したがってデューデリジェンスの結果買わないとなればかかった費用は買い手の持ち出しとなる。)。再生型証券化の場合は、対象が老朽化しているためデューデリジェンスが事前に十分できない場合に備えて (例えば解体したら土壌汚染や埋設物が判明したなど)、一括で支払うことをせず、別途瑕疵が見つかった場合の修復費用に充てるため、一部代金を留保する必要がある。

売主からすれば、引き渡した後に買主が破たんすれば、留保金が差し押さえられ不利益を被るため、第三者にエスクローをするというニーズが出てくるだろう<sup>89</sup>。このようなケースに備えて、今のうちから不動産エスクロー業の資格制度についても考えておく必要があるだろう。

## 9 . 最後に

世界第三位の経済大国である我が国には、当然ながら多くの収益不動産があり全部で200兆円ほどであると想定される。しかし、証券化され幅広い投資家の投資対象となった不動産はわずか30兆円程度でしかない。米国は、収益不動産640兆円のうちリートや私募ファンドが30%程度保有しているのではないかとみられ、シドニーもオフィスの半分は証券化されていると言われる。証券化せず直接投資されているものも含めればそれ以上であろう。単純に比較すれば現在30兆円程度の我が国の不動産投資市場は70兆円くらいに伸びないとおかしい。

投資家サイドをみても、国際的な低金利に業を煮やし、分散してリスクを抑えながら少しでも利回りの高い投資商品を組み込みたいというリスクマネーは世界中にうようよしている。リーマン・ショック前の2007年だけで約8.9兆円が不動産投資市場に流れ込んでいたように、日本は政治的社会的に安定し、法制度も充実し、賃料は安定し、世界の投資家がある程度の不動産ポーションを持ちたいと思う国の一つである。

不動産業と金融業は合わせてFIRE産業 (Finance, Insurance, Real Estate) と呼ばれ、特に先進国が強みを持つ産業と言われるが、我が国でも約18%程度のシェアを有している<sup>90</sup>。金融産業においても規制緩和等による活性化

が期待されているように、不動産において多くの民間資金を呼び込み、再生や流通を活性化させ、新たな成長の機会を創出することが求められる。

我が国に4種類存在する不動産証券化スキームは、改正不特法を筆頭にそれぞれ時代に合わせた改正が行われそれぞれの特徴を持っている。不動産の内容や規模、投資家の属性

等に合わせて、最も適切なスキームを選択し、国内外のリスクマネーを積極的に受け入れることにより、我が国不動産ストックの再生、投資適格不動産の追加供給につながれば、Jリーートの資産規模拡大につながるだけでなく、経済活性化・都市再生、雇用増加、財政再建といった現在の我が国が最も必要とする効果をもたらされるだろう。

1 東日本大震災後、特に非耐震建築物の再生が喫緊の課題となっており、先の第183回通常国会で改正耐震改修促進法が様々な議論の末に全会一致で可決成立した。この法律は、阪神大震災を受けて1995年に立法されたが、今回の改正では、耐震診断及び耐震改修の努力義務の対象を拡大し、現行の建築基準法の耐震関係規定に適合しない全ての建築物を対象とすることとされ、病院や劇場など不特定多数の者が利用する大規模施設等の所有者に耐震診断を義務付け、報告を受けた所管行政庁はその報告内容を公表することになっている。所有者にとっては、耐震改修や建て替えの必要性はわかるものの、費用調達をどうするか、テナントが再び戻ってくるだろうか、賃料アップにつながるかどうかといった様々な不安があると思われる（「耐震改修、旅館悩む。」日本経済新聞2013年10月3日、「耐震改修促進法施行、耐震診断足取り重く」日本経済新聞2013年11月23日等）。同改正法においては、耐震化促進措置として耐震診断や耐震改修の助成率引き上げや、増築に係る容積率及び建ぺい率の特例などが行われるとともに、2014年度税制改正大綱で、耐震診断が義務付けられている建築物が耐震改修を実施した場合、固定資産税の減額や特別償却などを認める特例が明記された。

2 「東日本大震災後のオフィスニーズとBCPに関する意識調査」(森ビル株式会社)など。

3 2013年6月14日閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針について」において、「民間の知恵や資金を活かした都市再生や公共交通の活性化を、不動産証券化等の手法を活用しつつ、多様な支援策を通じて推進する。」と明記されている。また、2012年7月31日に閣議決定された「日本再生戦略」においても、「Jリート資産規模を2015年度に40%増、2020年度に倍増(2011年度比)することを目標とするとされている。

4 初めて「証券化」という言葉が登場したのは1977年ウォールストリートジャーナル紙といわれる。当時の米国における住宅ローン市場において、住宅価格の上昇、貯蓄貸付組合の資金不足等を受けて、新たな資金調達の手法として、住宅ローンから生ずるキャッシュフローを証券化し、税制等も整備した。80年代から90年代にかけて、商業不動産、クレジットローン債権、自動車ローン債権、船舶ローン債権、学生ローン債権などが次々と証券化されたと言われる。

5 同種の仕組みは世界24か国にあり、Jリートは2013年12月末時点で上場銘柄数43、時価総額7兆円と世界第3位に位置付けられているが、発祥の米国、つまりUSリートが180銘柄、時価総額58.8兆円であるのと比べるとまだまだ見劣りがするところ。

6 投資法人はその運用等を金商法の登録を受けた不動産投資運用業者に委託することが義務付けられているが、その登録要件の中に、国交大臣による取引一任代理の認可(宅建業免許の取得、十分な知識・経験、コンプライアンス体制等が要件となっている。)を求めているため、投資法人を作って、その運用を受託しようとする業者はまず取引一任代理の認可を受ける必要がある。

7 このリートは08年2月期決算で24億円の最終利益を計上しているにもかかわらず破たんしたことから資金繰り倒産と言われた。民事再生申請後、別のリートに吸収合併され、株式や債権が結果的に毀損されなかったことも注目された。世界的にもリートの破綻は大変珍しいと言われる(2009年4月に米国のジェネラルグロース社というリートが破綻したが、これは借入比率がJリートでは考えられないほど高く、既にその破綻は市場

に織り込まれ、さしたるショックは無かった。)

8 社会資本整備審議会答申を踏まえ、我が国不動産投資市場の健全な発展に向け、有識者、市場関係者及び行政が一体となって検討を行うため、2007年9月に設置された。

9 提言については、[http://www.ares.or.jp/works/seminar/pdf/forum\\_all.pdf](http://www.ares.or.jp/works/seminar/pdf/forum_all.pdf)を参照されたい。

10 初の合併は、商社系のアドバンスレジデンス投資法人によるもの。投資法人同士の合併により42社から34社まで減少した。合併によるリート銘柄数の減少は、米国でも過去広く見られたところである。

11 首都圏の既存マンション(中古マンション)に関して、財団法人東日本不動産流通機構に登録された成約情報を活用し、同一物件の価格変化に基づいて算出された国内初の指数。米国S&Pケースシラー指数をモデルに国交省委託により早稲田大学が開発、これに基づき東京証券取引所が毎月第4火曜日朝配信している。不動産価格の動向に関する一つの信頼できる指標であり、価格動向に関する国際的な比較も可能となるため、「Jリートを含めた不動産投資市場の活性化に寄与することが期待される。[http://www.tse.or.jp/market/data/homeprice\\_indices/index.html](http://www.tse.or.jp/market/data/homeprice_indices/index.html)

12 2013年9月19日に発表された2013年7月1日時点の基準地価は、三大都市圏の商業地が5年ぶりに上昇したことで注目された。また、複数のメディアが「Jリートが商業施設等を積極的に購入したことが地価を押し上げた。」と報じたことも印象的であった。

13 不動産証券化協会「不動産証券化ジャーナルVol.14」(p17)

14 国交省及び金融庁は、Jリートの導管性判定式の改正などを税務当局に要望し、国会の議決を経て2009年4月から施行された。これにより割安なリートを吸収合併する際に生じる負ののれん代をその事業年度に分配せずそのまま資本準備金として置いておけるようになった。2009年8月に公表された商社系リートによる当時最大規模の住宅系リートの吸収合併は市場に好感され、リートに融資するレンダーサイドも合併を促すようになり、結果として、2010年1年間で7件もの大量合併が起こり、最大42あったJリートは35社に減ったが、1社平均の資産規模は大きくなった。

15 筆者の見解としては、投信法改正前は、信用収縮期におけるJリートの資金調達が事実上銀行借り入れに限られたところ、一部のリートに対して銀行がリファイナンスに慎重となったため、デベロッパーや金融機関の出資、日本政策投資銀行の危機対応融資等により「不動産市場安定化ファンド」という、いわばリファイナンスのための専門銀行を創設したと考えている。特にこのファンドに対し多額の劣後出資を行ったデベロッパーをはじめとする民間セクターにおける、Jリート市場を守ろうとする気迫が感じられた。

16 例えば、オーストラリアのGPTグループは、我が国では認められていなかった株主割当増資を実施するとともに、転換社債を発行し借入比率を低下させ、中期債の買取償還まで行った。米国では多くの優先株が発行されている。これらの資金調達は、借入比率を下げリファイナンスリスクに備えるだけでなく、新たな外部成長のための手段としてポジティブに捉えられている。しかしながら、仮にガバナンスの弱いリートが、吸収合併を嫌い生き残りを図るため、無理な資金調達をしようとする場合に巧妙な利益相反行為が行われる心配もある。今回、転換社債や優先株発行について見送られた背景にはこういう懸念もあったと考えられる。

17 2010年のタカラレーベを皮切りにすでに16社がライツイシューを活用した増資を発表している(「新株予約権活用の増資相次ぐ」2013年11月28日日本経済新聞)

18 2009年12月にあるリートが物件の減損処理回避のために含み益を有する物件と合わせてこの物件を売却した。結果としてその期は過去最大の分配金を配当せざるを得なかったが、来期以降の分配金下がるとの発表があったため株価が乱高下した。減損リスクの深刻さを感じさせる例である。

19 無償減資の必要性についても、フォーラムの取りまとめでも提言されているところ(p16「減資規定の創設」)

20 不動産等を投資対象とする投資法人の資産の運用は特定投資運用行為とされ、この行為を行おうとする不動産投資運用業者は、宅建業法の取引一任代理認可を得ておく必要があるなど登録要件が加重されている。

21 フォーラムとりまとめでも「投資家保護や相場操縦の防止等有価証券の公正の確保の観点から、インサイダー規制の導入についても検討が必要」と記している(p16)

22 2013年11月22日上場したイオンリートはマレーシアの物件を取得するとしており、これはJリート初の海外不動産取得となる(2013年10月3日日本経済新聞)。マレーシアは外国企業による自国不動産の取得を認め



ないため、現地法人であるSPCの持分権をリートが買い取り、間接的に支配する他なかったと考えられる。なお、Jリートは、投資家保護上、不動産を取得する場合に鑑定価格を調査することになっているが（投信法201条）外国不動産の鑑定方法等については国交省が定める「海外不動産鑑定評価ガイドライン」によることになっている。できるだけ多くの国が網羅されるよう努めるべきであろう。

23 ただし、最近、投資適格不動産を所有又は開発するSPCの匿名組合持分権や、地代収入をもたらす底地権を購入するリートも出てきている。

24 金惺潤「不動産投資市場の研究」(p348)など。

25 2013年11月5日三井住友トラスト基礎研究所が発表した「市場サイクルから読み取る不動産投資市場の見通し」においては、投資適格な物件に限られていることから取得競争が過熱し、取引件数が増えることなく期待利回りが低下（不動産価格上昇）するとの見通しが紹介されている。また、「リートが物件争奪戦」といった記事も見られる（日本経済新聞2013年3月22日等）。

26 ニッセイ基礎研研究員の眼「再び不動産ブーム到来か、投資マネーを新たな成長の糧に」(2013.4.3)では、06~08に過熱した不動産ブームにより、手のかかるパリュアアップ投資が手のかからないコア投資に流れた経験が描写されている。金（前掲）も流動性のある優良資産が少なく、さらなる供給が不動産投資市場の活性化のために必要と述べている（p538）。

27 投信法は、証券投資信託法が2000年に改正されたものであり、その際、投資法人という枠組みが追加されるとともに、投資法人の運用資産に不動産を追加された（それまでは有価証券のみ）。これにより、投資法人を作って不動産を買って運用し投資家に分配するというJリートの法的基礎ができたということになる。ただし「海の不動産」ともいわれる船舶などは対象外となる。

28 米国にはヘルスケアリートが12銘柄存在し、大手各社の時価総額は1兆円を超え、なお市場規模は伸びている。また、「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会とりまとめ」報告書（後掲）によれば、シンガポールのヘルスケアリートが我が国の施設278億円分を購入しており（p15）、Jリートが後塵を拝していることが窺われる。

29 総合型リート、住宅型リートに分類される数社が、限定的に高齢者向け住宅を取得している例が見られるが、高齢者向け住宅を経営するオペレータ審査などを外部のアドバイザーにゆだねるなど追加コストがかかるという限界もあるため、将来的にはオペレータ審査能力などに長けた人材を多く擁する高齢者向け住宅等に特化したリートの登場が望まれる。

30 CCRC（Continuing Care Retirement Community）と言われ、米国では多くの投資例がある。また、都市再生機構（UR）が2014年1月に発表した「超高齢社会における住まい・コミュニティのあり方検討会最終とりまとめ」において、UR団地を活用した高齢者社会に対応したまちづくりを提言し、必要な施設を整備する民間事業者による資金調達円滑化の手段としてヘルスケアリートに言及している（[http://www.ur-net.go.jp/press/h25/ur2014\\_press\\_0109\\_choukourei.pdf](http://www.ur-net.go.jp/press/h25/ur2014_press_0109_choukourei.pdf)）。筆者としては、URが数多く抱える団地はその規模の大きさから地域包括ケア実践の場として貴重な資源であり、URが自ら行う老朽化集合住宅のバリアフリー改造や建替え、関連施設誘致等に必要な資金を調達するため、UR自らがヘルスケアリートを作ることを検討すべきと考えられる。公営住宅の居住者によっては、その住宅が民間事業者（住宅型Jリートも例外ではない。）に売却された場合の賃料増額請求などを懸念するおそれがある。UR自らが公的年金やゆうちょ銀行、国といった公的主体から資金を集め、その運用も自ら行う非上場のリートを作り、そこにURが改修済住宅等を売却すれば、引き続きURが管理等に関与する安心感が高く、また、URとしてもその売却代金を使って他の住宅改修等を行い、経営スリム化にも寄与するなど、事業促進効果も高いと考えるためである。

31 国土交通省や金融庁、不動産証券化協会などがヘルスケアリート創設に向けた検討を積極的に進めており、2013年3月に国交省から「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会とりまとめ」[http://www.mlit.go.jp/report/press/totikensangyo05\\_hh\\_000021.html](http://www.mlit.go.jp/report/press/totikensangyo05_hh_000021.html)が発表され、2013年12月20日には不動産証券化協会から「ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関する実務者検討委員会中間とりまとめ」（委員長：田村幸太郎 牛島総合法律事務所 弁護士）が公表された。

[http://www.ares.or.jp/information/popup/2013\\_12\\_20\\_2.html](http://www.ares.or.jp/information/popup/2013_12_20_2.html) 2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」

においてもヘルスケアリートの活用がうたわれている。これらを受けて大手企業などによる具体的な検討も始まっているようである（2013年10月3日日本経済新聞等）

32 米国など、利益の90%以上を配当すれば、法人税を課税しない投資法人の運用対象に限定はないとされており、有価証券や不動産以外の資産でも対象とすべきとの指摘もあるが、本来、法人税を課されるべき法人の特例であるため、税務当局の抵抗も大きいものと予想される。

33 例えば、投資法人は運用会社に運用を委託する以上その委託成果物をきちんとチェックする必要があるため必要な役員を増員するとか、第三者にチェック作業を委託するといったこと、また、運用会社に独立性の高い社外取締役をおき、利益相反行為を厳しくチェックするといったことである。実際に、このような措置を講じている投資法人も多く存在する。

34 リートの制度は70年代米国において始まったが、投資法人と資産運用会社の利益相反を懸念する投資家の要望等に応じて、90年代に内部運用を導入し外部運用との選択制にしたとのことである。

35 住宅新報2013年9月23日で「不動産再生ビジネス特集」が掲載され、用地難にあえぐ不動産デベロッパーの新たな仕入れ手段の一つとして再生不動産に寄せる期待が高く、新たなビジネスとしてすっかり定着したこと、再生ノウハウと大がかりで長期に及ぶ可能性のある事業に耐えられる体力が必要と記している。また、準大手、中堅だけでなく、大手デベロッパーにおいても都心の中古マンションを買い取り、内装を改修して、新築物件より2～3割安い価格で顧客に再販売する、いわゆる買取再販事業に参入するとの動きが見られる（2013年10月8日日本経済新聞）

36 この点については、先の「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」が2010年7月に検討を開始し「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」として2011年3月に報告書を公表しているので参照されたい。[http://www.ares.or.jp/information/popup/2011\\_03\\_09.html](http://www.ares.or.jp/information/popup/2011_03_09.html)

37 フォーラムの議論の中で「不動産再生にTMKが使いにくい」という議論があったこと等に対応して、金融庁は2010年に資産流動化法を改正し、密接関連性のある小規模物件や信託受益権の追加等は資産流動化計画の変更なしでも取得できるとの規制緩和を行った。しかし、資産流動化計画の存在はこの法律の要であるため、計画記載事項の簡略化には限界がある。他にも、TMKが法人税を課税されないようにするため一定額の特定社債を必ず適格機関投資家に引き受けさせなければいけない（導管性要件）といった要件もハードルが高いと言われる。さらに、資産流動化計画提出に当たっては取得予定不動産の譲渡予約契約書の添付が求められているため、隣接する不動産を次々と取得する場合は難しい。

38 任意組合型不動産小口化商品の発売は1989年4月と言われ、その後、不動産会社等が相次いで類似商品を販売した。

39 特に年金や生保などは20～30年という長期の期間で資産運用する。それだけ長期間であれば大企業でも何があるかわからないため、デベロッパーに直接資金を預けることはしない。

40 関連記事としては、古くは「不動産特定共同事業に危うさ」（1999年11月24日日経産業新聞）田村幸太郎「不動産市場に資金呼び込む」（2010年10月18日日経ビジネス）川口有一郎「民間資金柱に改修推進を」（2011年7月15日日経経済教室）不動産証券化協会「成長戦略としての大都市の再生・地域活性化に関する提言 - 民間資金等の活用促進策 -」（2010年4月22日）など。

41 投資市場戦略会議報告については<http://www.mlit.go.jp/common/000131758.pdf>を参照。

42 この会社についても、事業者が直接出資する会社では単なる子会社となり親会社の経営に左右されるので、事業者が出損によって議決権の及ばない一般社団法人を作り、その一般社団法人が出資して「器」会社を作るという方法がとられる。これも不動産を親会社経営リスクから切り離すための「倒産隔離」の技術である。

43 2013年12月6日に公布された改正政令第4条においては、第三号事業者の資本金要件は5千万円以上であり、自ら資金を集める場合の第一号事業者要件の1億円以上に比べ参入がしやすくなっている。

44 2013年12月6日に公布された改正政令第4条においては、第四号事業者の資本金要件は1千万円以上となっている。なお、これに合わせ第二号事業者の資本金要件も1千万円以上に引き下げた。

45 不動産信託受益権を小口化して売るスキーム、つまりGKTKスキームの場合、第二種金融商品取引業者（ほとんどは証券会社と考えられる。）が匿名組合持分権を販売勧誘している。不動産のことをよく知らない証券外

交員であっても、すでにその不動産は信託会社が審査したうえで信託受益権化されているから比較的安心ということだろう。しかし、レジデンシャルONE事件などGKTKスキームにおける投資家被害は発生しており、多くは投資家への説明が十分ではない等の理由で損害賠償が認められている（平成22年10月28日大阪地裁判決等）ようである。なお、宅建業者が不動産信託受益権の売主又は仲介を行う場合は、買主に対して重要事項説明をするよう義務付けている（宅建業法35条3項、50条の2の4）。

46 GKTKスキームの場合、SPCの社長は公認会計士などが兼任し、住所もその事務所であることが多く、大都市に集中する事情がある。

47 1999年同法改正で導入されたもの。

48 改正耐震改修促進法の規制対象となる旅館や老朽化した中小倉庫群等、不動産の原保有者によっては、不動産を特例SPCに売却し、建替え、改修後その一部を再取得したい、そのためにも売却代金の一部を使って特例SPCに投資し、優先取得交渉権を得ておきたいという要望は大きいと考えられる。

49 アンダーソン・毛利・友常法律事務所ニュースレターによれば、「上記の特例事業が認められるための要件のうち、実務上もっとも関心を集める要件の一つは、上記（ ）の「特例投資家」の定義であると考えられる。今回の改正施行規則案では、幅広い投資家が「特例投資家」に含まれている。銀行等に限らず、資本金の額が5億円以上の株式会社（改正法2条6項4号、改正施行規則案）金融商品取引法に定義される「特定投資家」（同法2条31項）が全て「特例投資家」の定義に含まれている点が重要である。また、いわゆるオプトインにより特定投資家に移行した者も「特例投資家」に含まれていることにも留意が必要である。これらにより、外国法人はすべて「特例投資家」に該当することになるし（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令23条10号）国内法人である特別目的会社（例えば合同会社）についても、オプトインの手続を行うことにより「特例投資家」に該当することになる。現在、合同会社を特別目的会社として投資家から匿名組合契約により資金を募るスキーム（いわゆるGK-TKスキーム）を用いて不動産に投資することを志向する投資家のほとんどは、「特例投資家」に該当しうるように思われる。」と述べている（[https://www.amt-law.com/pdf/bulletins10\\_pdf/131126.pdf](https://www.amt-law.com/pdf/bulletins10_pdf/131126.pdf)）。

50 軽減措置は建替え・改修を伴うものに限定されている。物件の単純な転売でなく、バリューアップに公益性を認める考え方がベースになっている。ただし、「改修」に該当する範囲は広く、何らかのバリューアップに該当すれば適用される可能性は高い。なお、最近の不動産投資市場においては、TMK間の投資適格不動産売買が目立っているが、銀行の不良債権問題が収束した現在、これに与えられる税制優遇措置については再考が必要かもしれない。

51 [http://www.ares.or.jp/information/popup/2013\\_12\\_19.html](http://www.ares.or.jp/information/popup/2013_12_19.html) 参照

52 SPCの中立性を確保するため、業者自ら出資して作るのではなく、議決権のない出資により一般社団法人を作り、その一般社団法人が出資して作るのが通例。社長には公認会計士等になってもらう。

53 場合によって不動産の元所有者に売り戻してもいいし、バリューアップ後であれば信託受託されるから信託受益権にして、年金基金や他の私募ファンドに売却してもいい。投資規約に沿っていればリートが取得することも十分考えられる。

54 「メガ物流施設開発ラッシュ」2012年4月17日日本経済新聞。なお、倉庫については、代々受け継がれたものが多く完全売却を躊躇するオーナーが多い。改正不特法を活用して、借地権だけSPCに売却して他のオーナーと共同建替えを実施し、一部区分所有権を買い戻すといった工夫が必要だろう。なお、リートやTMKの場合は対象とされていない倉庫についての不動産取得税の軽減措置も、不特事業の場合は認められている。

55 買取再販事業に証券化手法を活用したもので有名なのはトーセイのグレンパーク駒場の事例である。2011年7月同社プレスリリースによると、2007年竣工の大規模賃貸マンションの取得を自ら行うのではなく、TMKを組成して、そのTMKが複数の投資家等から資金を調達して物件を取得した。同社は、TMKからAM業務、PM業務等を受託し、共用部分の再生を行い、テナントの退去した空室を順次リフォームして分譲した。TMKを利用した理由は、自社で買うには高額でリスクがあり不動産証券化手法を活用する必要があったこと、仮に売主に頼んで信託受益権にして楽なGKTKスキームを使おうとしても、区分所有権を分譲する際、実物不動産に戻す必要があり（信託受益権のまま買おうとする消費者はいない。）不特法に抵触することから、結果的にTMKを

選択したものと考えられる。

56 世界最大の法律事務所ペーカー & マッケンジーのレポート「GK-TKスキームの促進に期待～平成24年不動産特定共同事業法改正」において「このような新たな「特例事業者」や「特例投資家」の種類の創設によって、改正法は、不動産に関わる事業者や機関投資家等にとっても、新たな不動産ビジネスの拡大の機会を提供していると思われる。」と述べている。( [http://www.bakermckenzie.co.jp/material/dl/supportingyourbusiness/newsletter/realestate/ClientAlert\\_20120510\\_B&F\\_J.pdf](http://www.bakermckenzie.co.jp/material/dl/supportingyourbusiness/newsletter/realestate/ClientAlert_20120510_B&F_J.pdf) )

57 地元関係者が主体となり、老朽・遊休不動産の再生を行った取り組みの総数は不明であるが、出資に係る支援を受けた取り組みとしては、民間都市開発推進機構が行っているまち再生出資27件、全国市街地再開発協会が行っている街なか居住再生ファンド15件などが確認されている。

58 最近、当機構に来る相談の中に、デベロッパーが参加組合員に入らないため、建替組合自らが資金調達して建て替えを行い保留床を売却する場合に宅建免許が必要かという問い合わせが出てきている。デベロッパー等に一括で譲渡するのではなければ、買い手保護等の観点から免許必要という見解であるが、大事業を前にしたデベロッパーの体力低下、リスク回避の姿勢が表れているとも言え、今後このようなケースは増加していく可能性がある。デベロッパー本体の参加だけに期待するのではなく、改正不特法等を活用し必要な公的出資などを受け、許可を得たデベロッパーの運用の下で事業を行うSPCが再開発の参加組合員として機能できるような環境整備が必要と考えられる。なお、不特法に基づくSPCは、TMKと異なりみなし宅建業者として扱われている。

59 「ふるさと投資のすべて」(赤井厚夫、小松真実、松尾順介著、きんざい) p40において、事業と工場設備などの施設や不動産の組み合わせへの投資が可能となるスキームが必要であり、改正不特法の枠組みを活用していくことが有効と述べられている。

60 米国ではパートナーシップ税制と言われるが、組合(パートナーシップ)への現物出資の時点では、現物を引き渡す見返りに組合持分権をもらうので、資本取引に過ぎず、現物の時価簿価差に課税されない。USリートが急成長した原動力と言われるアップリートは、この制度を活用したものである。ただし、現物の鑑定評価が悪用されれば投資家被害を引き起こしかねないこと、税法の大改正になること等からハードルは高いであろう。

61 すでにJリートにおいて将来の取得を念頭に私募ファンドに匿名組合出資を行う例が見られる。報道によれば、三井物産系の日本ロジスティックリートが、土地取得から始まる開発案件を含む物流不動産私募ファンドに匿名組合出資し優先交渉権を取得することである(2013年7月4日不動産経済通信)。

62 内閣府のガイドラインについては<http://www8.cao.go.jp/pfi/action.pdf>。報道によれば、仙台空港、愛知県道路公社などが活用を検討している。ただし、近年PFIを多数活用しているインドにおいては、楽観的な採算性をベースに高い入札価格でコンセッションを購入した結果、インフラ管理会社が破たんして、結局、自治体が後処理に巻き込まれたという例も報告されているので注意が必要である(RIPPP:「Infrastructure in India」Economist: Dec 15th,2012)。

63 改正不特法に基づくSPCに出資できるのはプロ投資家に限られ、地元住民が直接出資することは難しいが(逆に危ない。)地元の役に立つプロジェクトに出資できるような地域活性化ファンドを金商法に基づいて別途作って、金商法登録を受けた投資運用業者の管理のもと、地元住民から資金を集め、これを不特法SPCに出資する、いわゆる間接投資のやり方なら可能であると思われる(いわゆるクラウドファンディング)。

64 川崎駅北口地区再開発事業は、当初の参加組合員であった小売業者が2001年7月に破たんしたことにより一時工事が中止されたが、その後大手デベロッパーが組成した特定目的会社はその地位を引き継ぎ、再開発を終了させた事例がある。<http://www.tatemono.com/news/2003/ttknews030908.html>。TMKへの出資者は当該デベロッパーと民間であったが、竣工直前というリスクの低い案件であったことも理由と考えられる。息の長い再開発事業にこそ証券化手法を活用して公的な出資を投入し、デベロッパーの負担を軽減し、民間投資の呼び水とする必要があると考える。

65 「三鷹の築40年分譲マンション建替え」(2013年3月30日日本経済新聞)等参照。

66 (一社)移住・住みかえ支援機構は、まさにサブリースを行うことにより、消費者と消費者の間を仲介し、その取扱い件数は433件と一定の成果を上げている(日本経済新聞2013年4月3日)。

67 三友システムアプレイザル資料より。http://www.sanyu-appraisal.co.jp/res/pdf/25-4.pdf

68 米国では、危機的であった住宅市場に投資ファンドが参入、銀行の差し押さえ競売物件を大量に買い、改修して賃貸することで7%以上のリターンを上げている。NARによると30%程度の購入者は機関投資家であり、機関投資家が住宅市場を成長させていると述べている。月13万円程度で売主に貸すがローン返済費用より安いので売主も威厳を保ちながら住み続け、いつか買い戻したいというケースもあるそうである。ノンリコースローンの普及していない我が国ですぐに真似はできないかもしれないが興味深い事実である（「Pulling its weight at last: The housing market」Economist: Aug 4<sup>th</sup>, 2012、「米住宅、投資マネーで回復」2013年6月2日日本経済新聞等）。

69 企業年金連合会「資産運用実態調査（2010年）」。2013年4月のゴールドマンサックスのレポートでは2010年をボトムに2012年は2%まで上昇している。

70 特に最近注目されるのはあえて上場をしない投資法人、私募リートと言われる形態である。投資口の価格は鑑定評価額に連動し、上場による市場の影響を受けにくいいため投資しやすいといった理由から、我が国年金の一定の需要を集めている。

71 投資利回りを引き上げようとレバレッジ比率（借入比率）を高めすぎると、コベナンツ条項（例えば鑑定価格が一定程度下がると自動的に期限の利益が喪失し一括返済を迫られる）に抵触するなど、SPCの破たん等による投資家損失リスクも高まるので高レバレッジ比率には気をつけなければならない。ちなみに「リートのレバレッジ比率は50%程度に抑えている例が多い。

72 金（前掲）によると、リーマンショック前に大手信託銀行、メガバンクを中心に06年9月末でノンリコースローン残高は6.5兆円実行されたとのことである（p276）。

73 我が国不動産投資市場におけるノンリコースローンなどデット面の問題は、前掲の「不動産投資市場戦略会議報告書」に詳しい。

74 米国の場合、CMBSやRMBS（住宅ローン債権）を取引できる市場が厚く換金しやすいため、CMBSやRMBSの発行が活発である。実際に米国連邦準備銀行も量的緩和策として米国債だけでなくRMBSを大量に購入しており、これが住宅市場の下支えになっている。

75 機関投資家に劣後出資を求め、自治体等には利回りは低い優先的に配当される優先出資を求める区分分けをすれば（いわゆるトランシェ化）利回りに差をつけることができる。

76 官民ファンドでは先輩格の産業革新機構についても、最近の報道を見ると、自ら目利きして出資するのではなく、ファンドマネジャーを選定して目利きを任ずような運用がなされているようである。民間のプロの目利きにまかすことは重要であるが、その選定過程や遵守させるルールの明確化などが重要であろう。

77 国土交通省及び環境省発表によれば、トーセイアセットアドバイザーズが第一号案件のファンドマネジャーに選定されるとともに、環境不動産普及促進機構等が出資したファンドが都内の稼働中複合ビル1棟を取得、エネルギー使用量を15%以上削減する省エネ改修工事を行うとのことである（2013年12月24日不動産経済通信等）。

78 同機構発表については<http://www.re-seed.or.jp/news1/detail/15>

79 すでに稼働している投資適格不動産の取得・売却に比べれば、老朽・遊休不動産の取得・再生工事・売却は高いリターンと外部効果をもたらされる一方、時間がかかり事業リスク（借家人との交渉、立退き、境界・土壌汚染、いわゆる買取再販の際の売主瑕疵担保責任など。）も相対的に大きい。証券化手法の改善によって事業資金が集めやすくなれば、それだけ再生案件にも力が入っていくと思われる。なお、借地借家法28条によれば、建物の賃貸借契約の更新拒絶については正当事由が必要とされているところ、建物の老朽化、建て替えの必要性が正当事由と主張される事例は少なくない。最近の判例を見ても、経済合理性等の面から耐震改修でなく除却・建て替えを選択した賃貸人が賃借人に対して行った明渡し請求なども、立退料等相応の代償措置を講じることで認められるなど最近の事情を重視した判断も多く見られるようになった（平成24年11月1日東京地裁判決、平成25年1月25日東京地裁判決、平成25年3月28日東京地裁判決、平成25年4月15日東京地裁判決、平成25年4月16日東京地裁判決等）。改正耐震改修促進法の施行、資金調達円滑化による買い手事業者の能力向上等から今後もこのような請求は増えていくと思われる。ただし、早急な建て替えが必要とまで老朽化しておら

ず（証明も十分でない。）テナントの使用継続の必要性が高い、立ち退き料も十分でないなどで正当事由が否定される事例も見られるので注意が必要である（平成24年12月12日東京高裁判決、平成25年2月25日東京地裁判決等）。

80 改正不特法成立の際の衆議院・参議院の付帯決議では「地域の金融機関等が積極的に事業参加し、有効な不動産ストックの形成に資するよう、制度について周知するとともに、地域の不動産投資市場を担う専門知識を持った人材の育成に努めること。」との記載がある。

81 不動産証券化協会は、2012年から2020年までの9年間で、不動産証券化・投資市場の日本経済への波及効果は約46兆円になると推計した。GDPへの貢献度は年0.6%、雇用誘発効果は約13万人。なお、2011年までの過去11年間については、経済波及効果約31兆円、GDPへの貢献度年0.3%、雇用誘発効果約30万人を創出したと試算しているとのことである（2012年11月30日住宅新報）。

82 同登録を得るためには、国交大臣の総合不動産投資顧問業登録を事前に得ておく必要がある。

83 Jリートの運用を受託できる取引一任代理認可や総合不動産投資顧問業登録のためには、宅建業免許に加えて、ARESマスター、ビル経営管理士、不動産コンサルティングマスターといった資格者の配置が必要となっている。

84 1997～98頃金融機関の有する、又は貸付債権の担保となっている不動産を、証券化手法を使って積極的に購入した欧米系のAM会社がPMという言葉を使っていたことから、日本でもその用語がつかわれるようになったとのことである（いしづえ2013春号p12）。

85 某株式会社による第三者割当増資に係る現物出資対象である宿泊施設の鑑定評価等について複数の鑑定士及び鑑定業者の行政処分が行われている（2012年10月31日）。

86 2009年3月に公表された国土審議会不動産鑑定評価部会報告書においても、「横分業型業務提携」とか「鑑定業者の内部統制体制の整備」「複数鑑定士による関与」などが提言されており、鑑定業者の大規模化が志向されているように見受けられ、監査法人制度に類似した仕組みの導入が必要と思われる。<http://www.mlit.go.jp/common/000215049.pdf>

87 正確には、エンジニアリング・レポートとは、建築物・設備等及び環境に関する専門的知識を有するものが行った不動産の状況に関する報告書であり 建物状況調査報告書 建物環境リスク評価報告書 土壤汚染リスク評価報告書 地震リスク評価報告書からなる。

88 ただし、不動産判例を見ると手付金を第三者の弁護士に預けるケースが見られる。

89 2010年5月全宅連「取引保証制度等に関する検討報告書中間とりまとめ」でも、中小宅建業者との取引に対する消費者からの不安の解消と信頼性の向上として、「不動産取引における手付金等の預かりを行うエスクロー（信託方式）の導入」が紹介されている。

90 川口有一郎「月刊資本市場2013.3」

図1

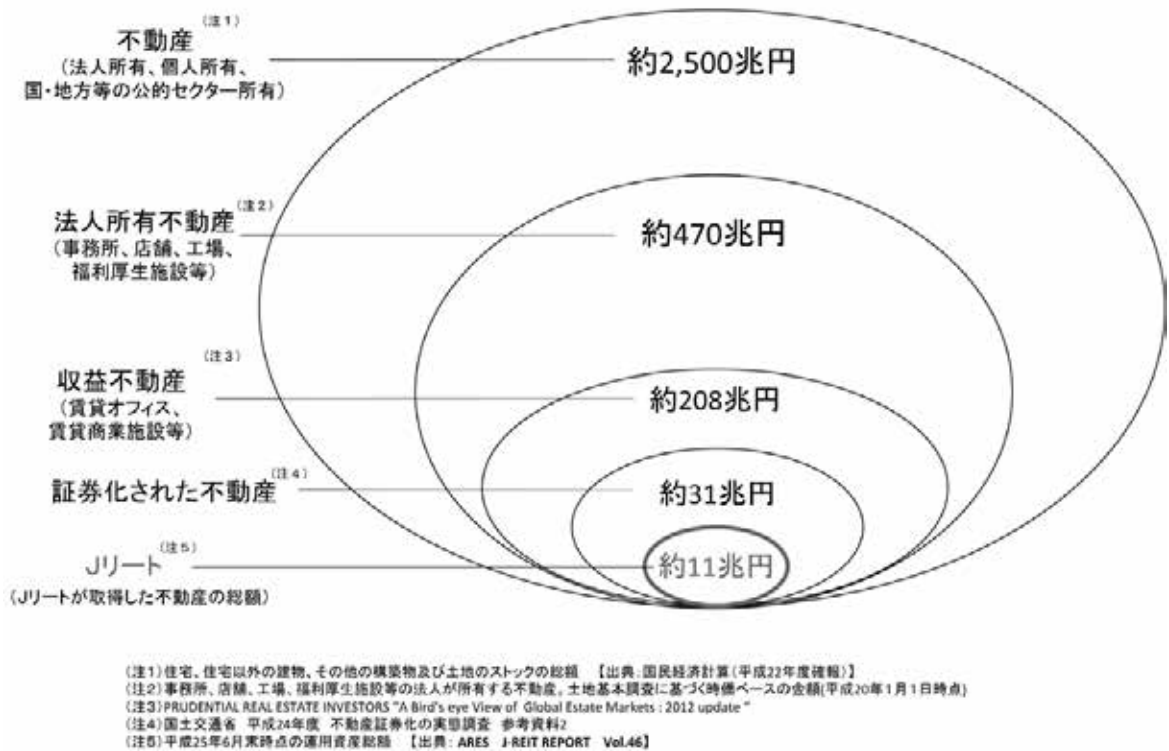


図2

### 我が国の債務残高と各国比較 (対GDP比)

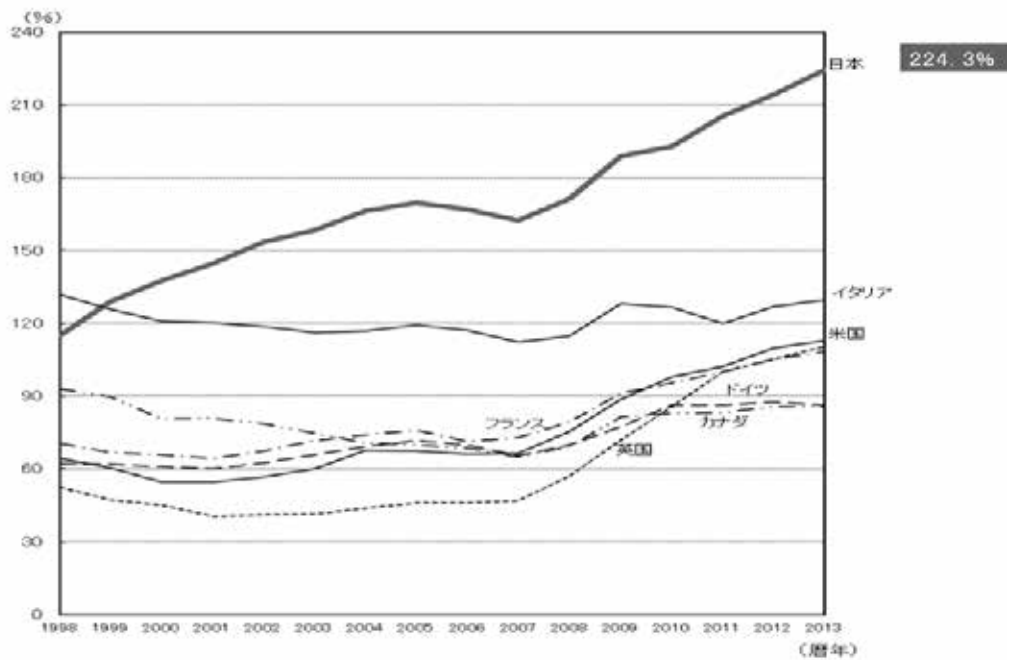
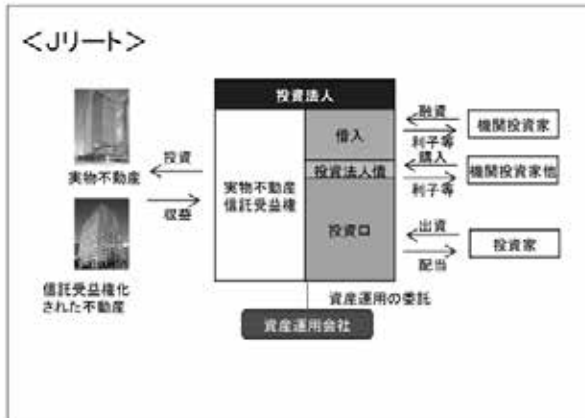


図3

日本版不動産投資法人(Jリート)の仕組み



- ・ GTKKなどの私募ファンドに比べ、永続性がある(上場リートは、株主による解約払い戻しが禁止され、テナントは安心。)
- ・ 上場され開示が進んでいるため資金が集めやすい。
- ・ 賃貸不動産以外を所有せず、利益の90%以上を配当する安定性。
- ・ 多くの投資家に関わるため、投資適格不動産のみを取得。大規模改修、開発は認められない。
- ・ 企業やファンドが保有する投資適格不動産の最終売却先としての安心感。

図4

1. Jリーートの合併等の環境整備について

①投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム

・国土交通省、金融庁、東京証券取引所等からなるフォーラムで、Jリーートの合併・再編、コーポレートガバナンスの強化について提言。

②投信法における合併交付金利用可能性の明確化

(内閣府令:2009.1.23 公布・同日施行、監督指針:2009.1.30適用)

・Jリート同士の合併について、端株の代わりに合併交付金を利用できること等について明確化するとともに、関連する内閣府令や監督指針を改正した。

③Jリート関連税制の改正(2009.4.1 施行)

I. 不動産取得税等の軽減 II. 導管性判定式の改正 III. 合併交付金取扱いの明確化

2. 住宅・不動産市場活性化のための緊急対策(2008.12.15 国土交通省発表)

・日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務を活用して、健全な事業を営む住宅・不動産事業者等(Jリート含む)に対する資金繰り支援実施。

3. 日本銀行による投資法人債の適格担保化(2009.1.22 日銀発表)

・日本銀行が金融機関に資金提供する際に受け入れる担保資産として、これまで対象とされていなかった投資法人債が追加された。

4. 「経済危機対策」(2009.4.10 政府・与党会議発表)

・官民一体となったファンドの創設や日本政策投資銀行等によるJリートへの資金供給の充実が明記。

5. 銀行等保有株式取得機構の買取対象にJリート追加(2009.7.17 買取開始)

・銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律の改正に伴い、買取対象にJリートが追加された。

6. 日本銀行による資産買入等基金の創設(2010.10.5 日銀発表)

・Jリートが買入対象に含まれた。

7. 「日本再生戦略」(2012.7.31 閣議決定)

・Jリート市場の活性化の推進が明記。Jリート資産規模を2015年度に40%増、2020年度に倍増(2011年度比)することを目標

8. 「日本再興戦略」(2013.6.14 閣議決定)

・民間資金の活用を図るため、ヘルスケアリート等の活用に向け、高齢者向け住宅等の取得・運用に関するガイドラインの整備、普及啓発等



図5

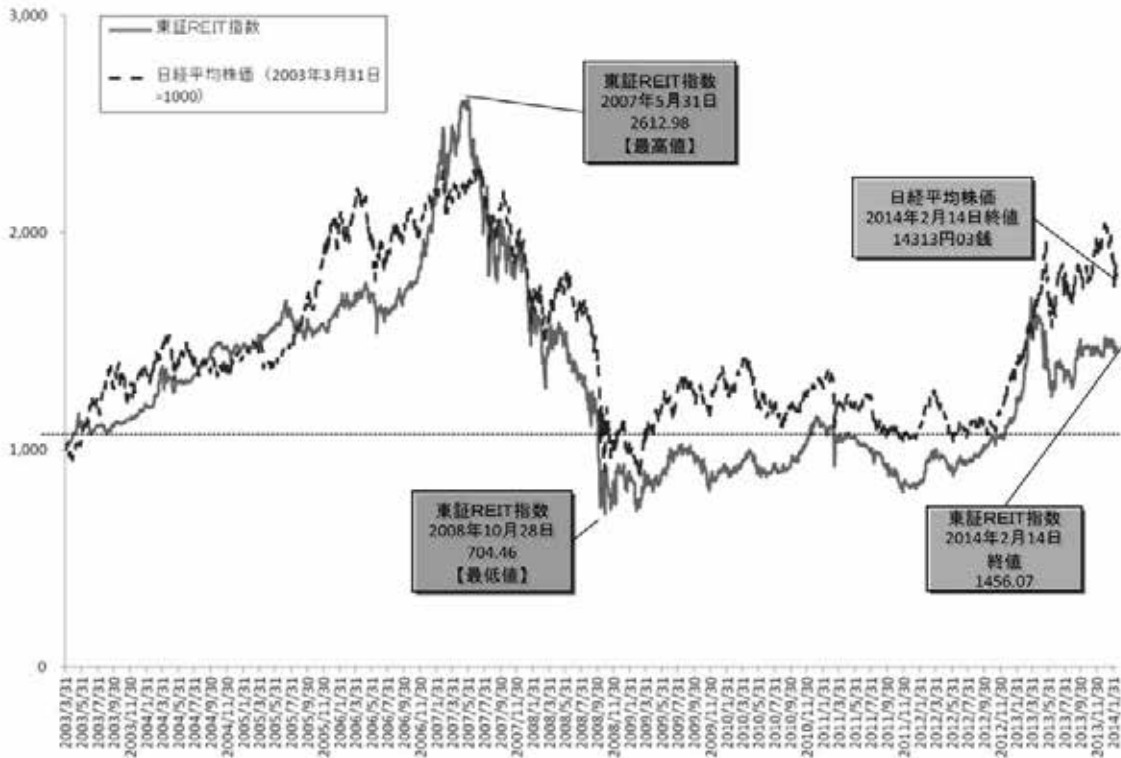


図6

平成25年1～12月のJリートによる資産取得額は約22,000億円で、過去最高を記録  
 (これまでの過去最高は平成18年の約19,500億円)  
 ※資産取得額…東証に上場されている各リートが取得した不動産の取得価額の累計

<リートの資産取得額の推移(平成15年第2四半期～平成25年第4四半期)>

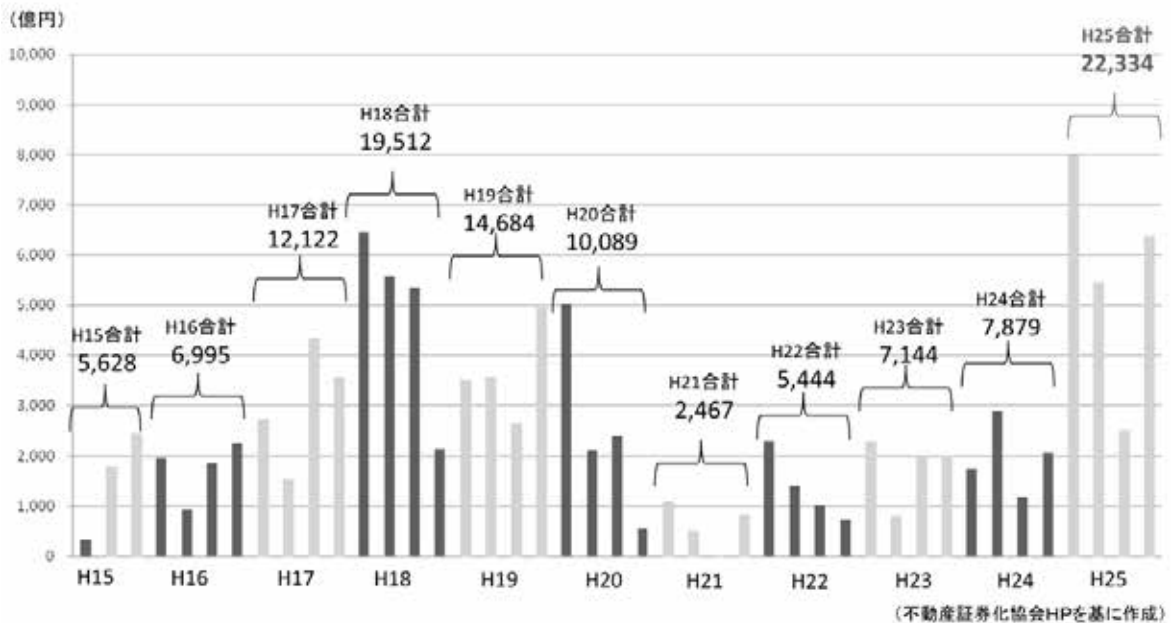


図7

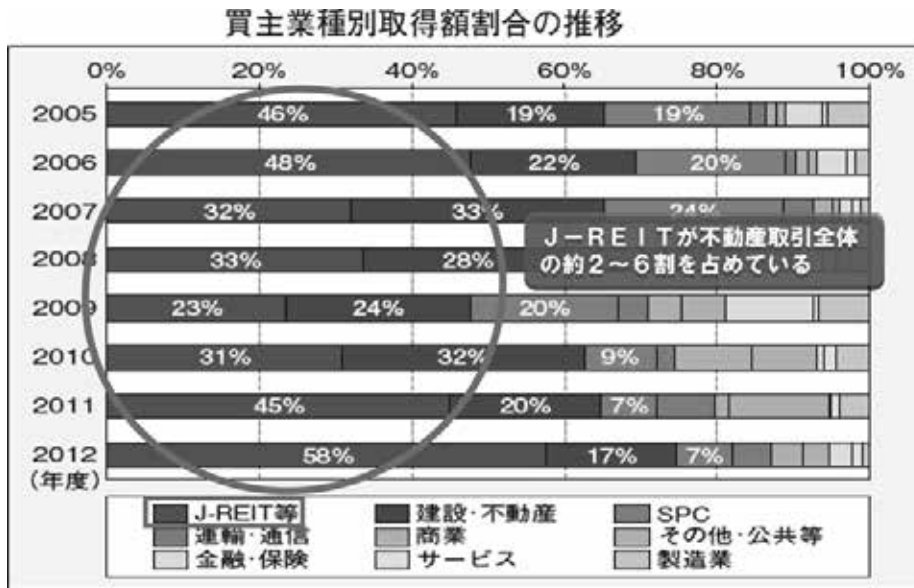


図8

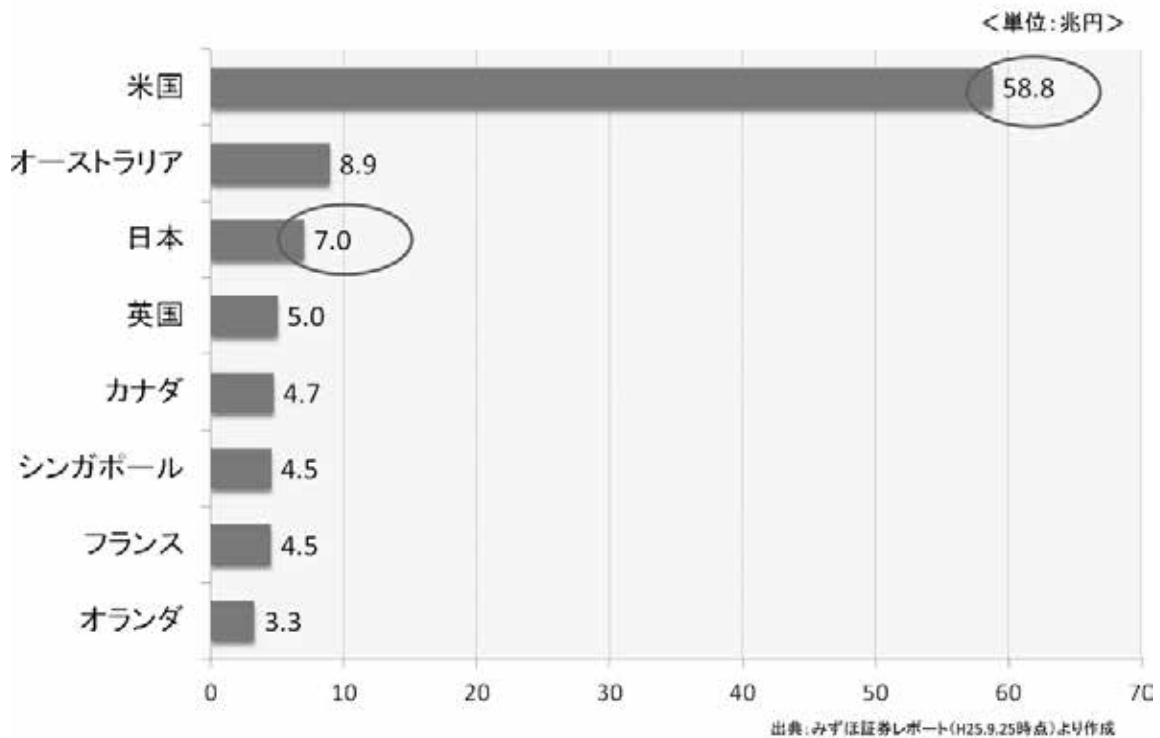


図9

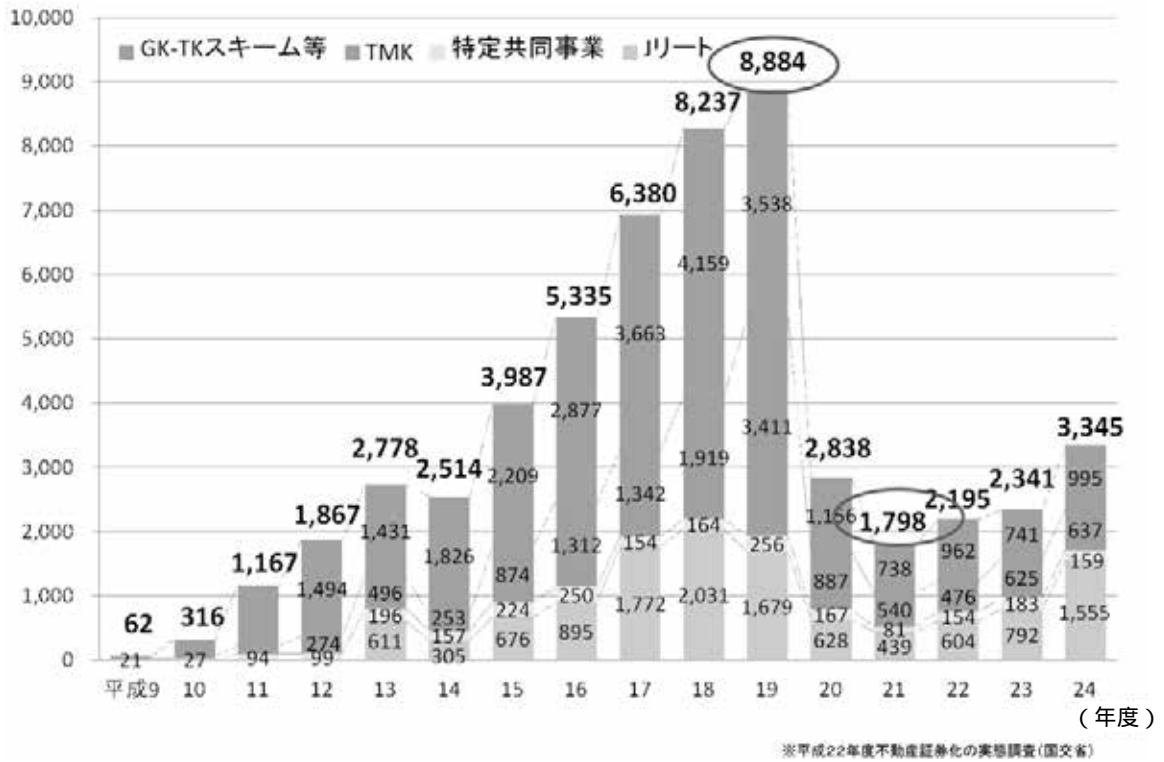


図10

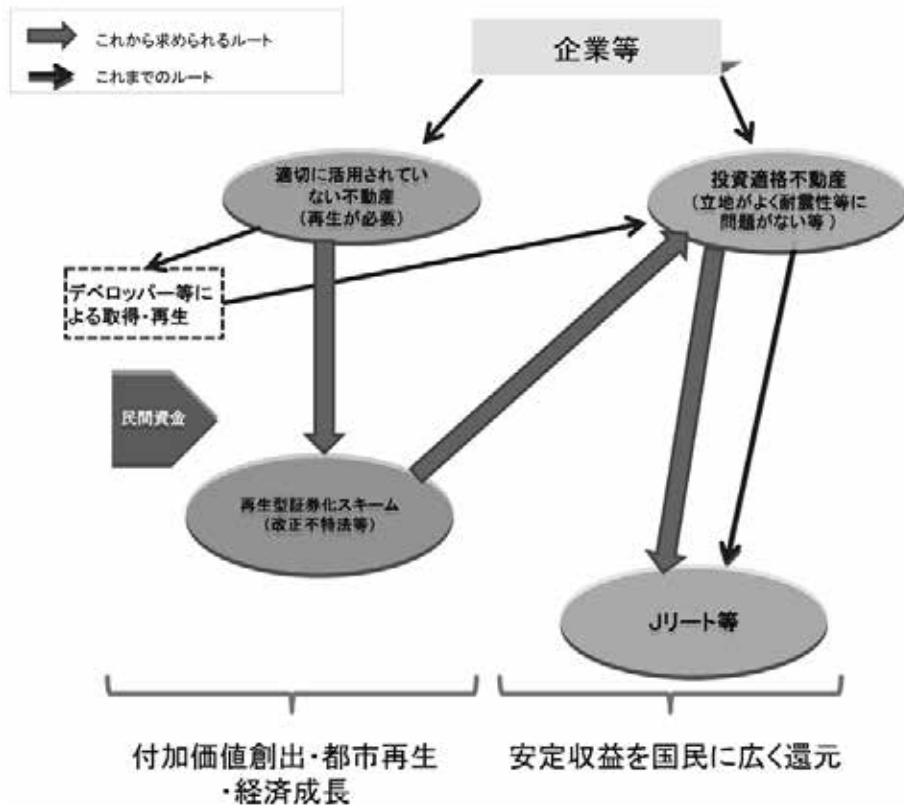


図11

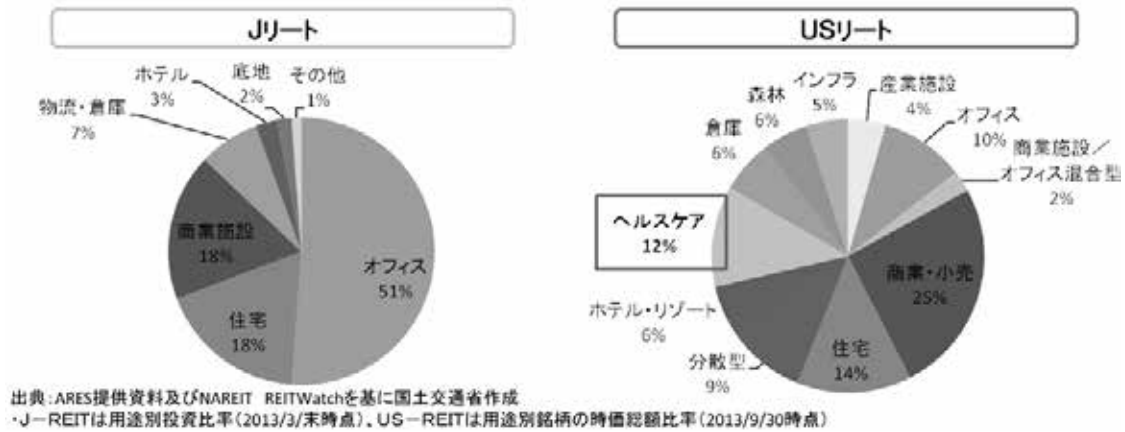
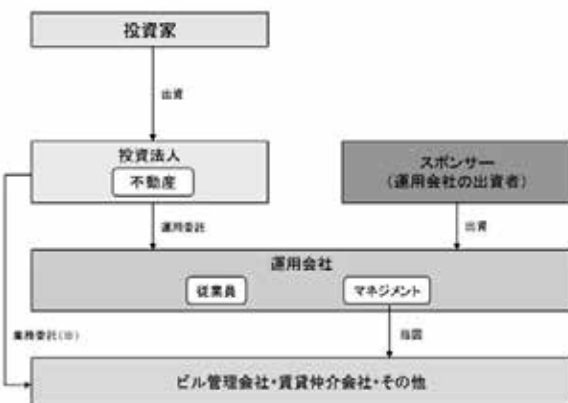


図12

・日本(Jリート)～外部運用型～



・米国(USリート)  
 ～内部運用型・外部運用型併用～



出所:「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」とりまとめ資料

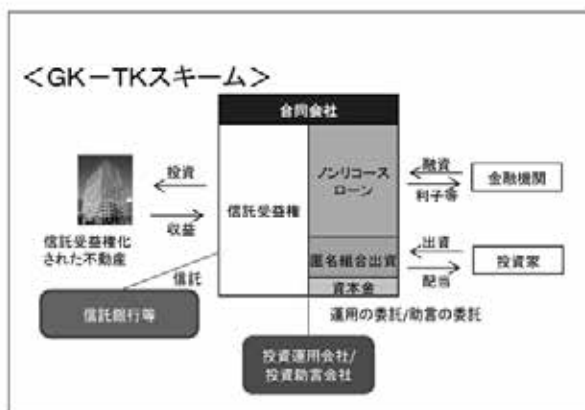
図13

	メリット	デメリット
外部運用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・運用会社がスポンサーの子会社であるため、スポンサーの協力を得やすい。(例: 運営管理能力、人材確保、物件供給機能、信用力など)</li> <li>・税制上のメリットがある。(自ら資産運用を行わないことから、導管体とみなされ、支払配当の損金算入が可能)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用を外部の運用会社に行わせるため、投資家の利益と相反する行為が行われる可能性がある。</li> <li>・資産運用を外部の運用会社に行わせるため、投資法人の設立コストや運用会社が投資家の利益に沿った行動をするようにさせるためのコスト(たとえば、運用会社の業務を監視するコスト、運用会社へのインセンティブ報酬)がかかり、内部運用と比べコストが高くなる傾向がある。</li> </ul>
内部運用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用を内部で行うため、投資家の利益と相反する行為が起こりにくい。</li> <li>・資産運用を内部で行うため、外部運用時にかかる運用会社が投資家の利益に沿った行動をするようにさせるためのコストがなく、コストが低くなる可能性がある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用を内部で行ない、スポンサーの子会社たる外部の運用会社が存在しないため、スポンサーの協力が得にくい。</li> <li>・自ら資産運用を行なうため、導管体としての性格が崩れ、税制上のメリットを受けられないおそれがある。</li> </ul>

出所:「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」の資料をもとに作成

図14

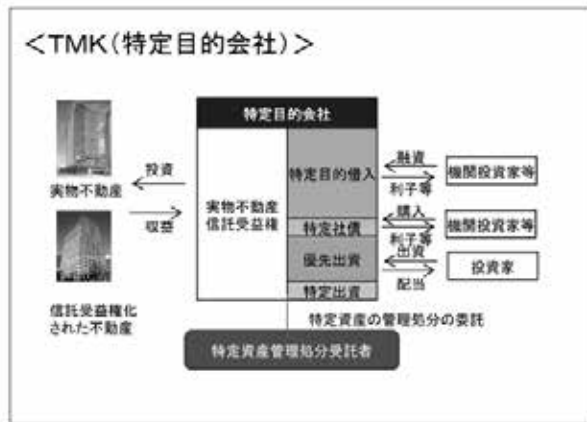
最も簡単な合同会社・匿名組合方式



- 90年代後半、すでに不動産特定共同事業法が施行されており、実物不動産を「器」の会社(例えばSPC)が買う場合、その「器」は許可が必要となり、敬遠された。
- 一方、不動産信託受益権の運用・販売勧誘に規制がなかったこと等から、売主に頼んで実物不動産を信託受益権に転換することで積極的に利用された。
- その後の信託受託審査の強化により、市場にあまり出回らない投資適格不動産(好立地、稼働中、耐震性、遵法性)に運用対象が限定された。

図15

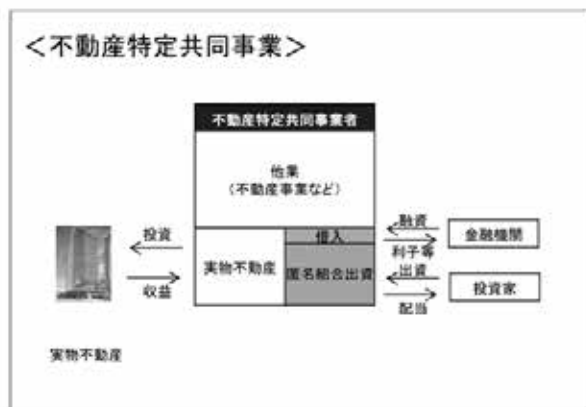
特定目的会社の仕組み



- そもそも銀行不良債権処理促進のための仕組み。取得財産に制限がないため、GKTKやJリートが買えない実物不動産(更地や老朽不動産等)も購入できる。このため、信託受託審査強化の頃から多用される。
- 特定目的会社を作るためには、資産流動化計画を作成し、財務局に届出、運用はその計画に縛られる等の理由から、高コスト、硬直性が指摘される。
- また、特定目的会社は、宅地建物取引業者とみなされないことから、買い手保護上問題がある(2年以上の瑕疵担保責任、処分受託者の監督等)との指摘も。

図16

不動産特定共同事業法の仕組み(2013通常国会改正前)



- そもそも実物不動産の証券化を規律する法律であるため、取得財産は実物不動産に限定。投資適格不動産はもちろん、更地、老朽不動産なども柔軟に取得できる。資産流動化計画のような縛りもない。
- 運用業者は、宅建免許取得、不動産金融等に詳しい業務管理者設置等を要件とする許可制。建築確認前広告禁止など投資家の安全を重視。
- 許可を受けた運用業者は、投資対象不動産保有以外の事業も行っているため、不動産以外のリスク混入を嫌う機関投資家から敬遠された。

図17

不動産特定共同事業法の改正 (2013通常国会で成立)

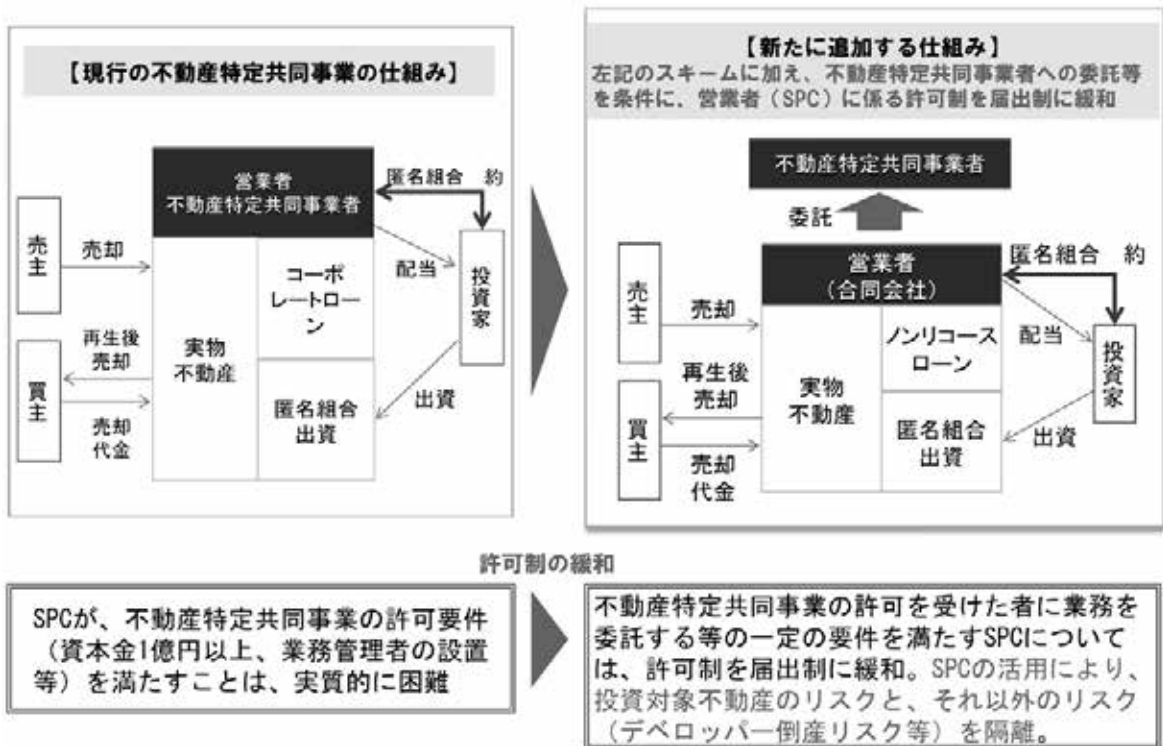


図18

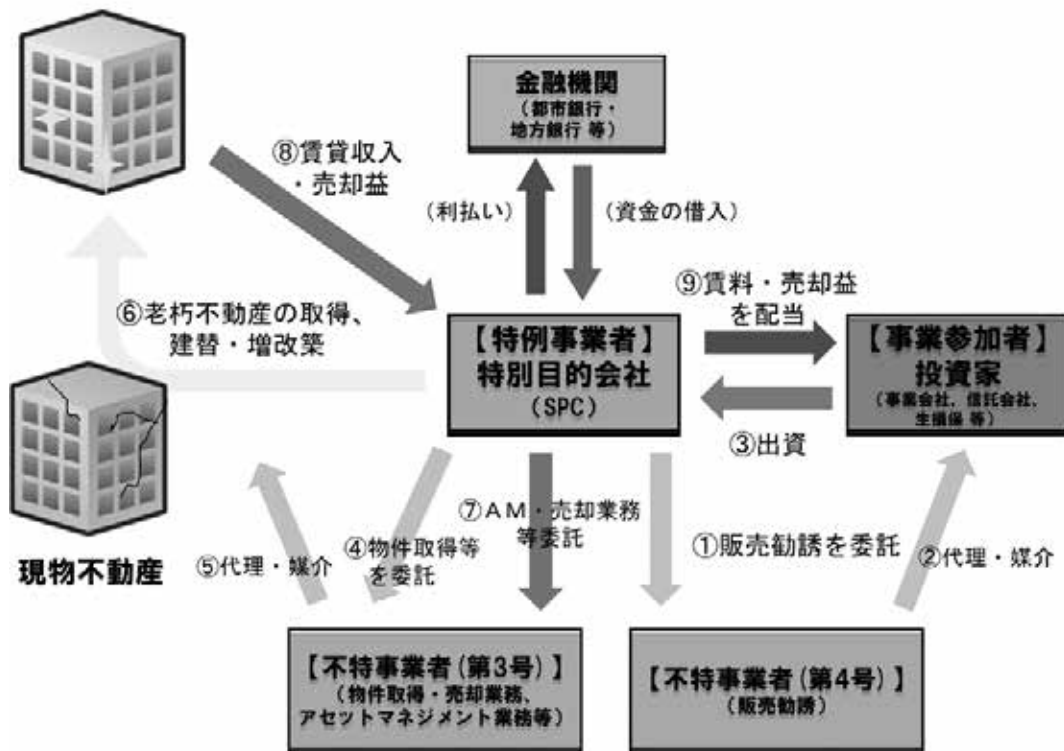


図19

○長野県長野市における中心市街地活性化事業(平成19年2月竣工)

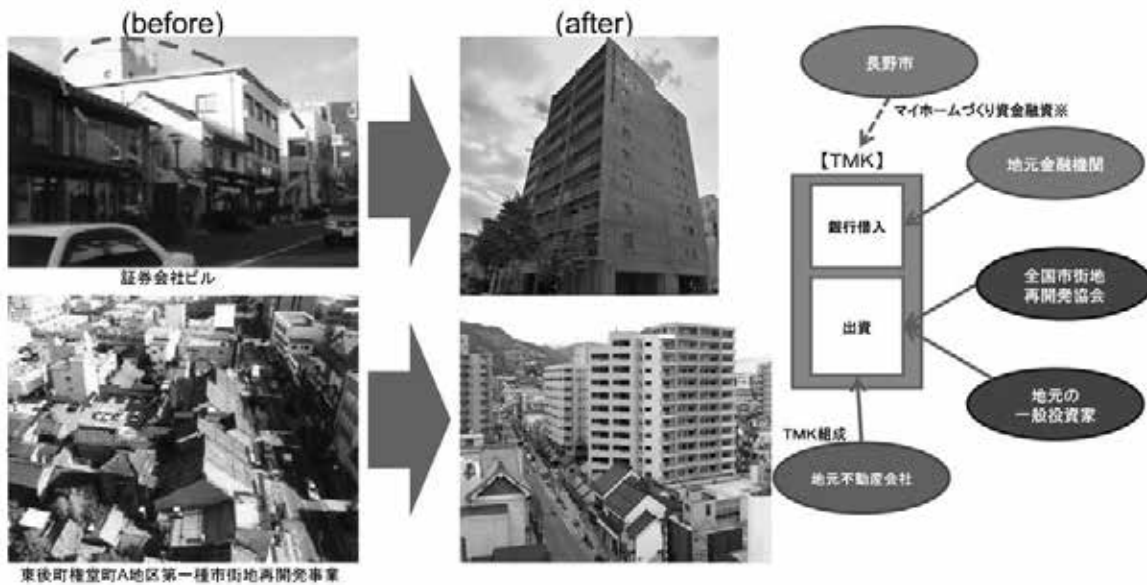


図20

○岩手県盛岡市の百貨店ビルを大規模改修し、新商業施設として再生を果たした事業(平成24年10月営業再開)

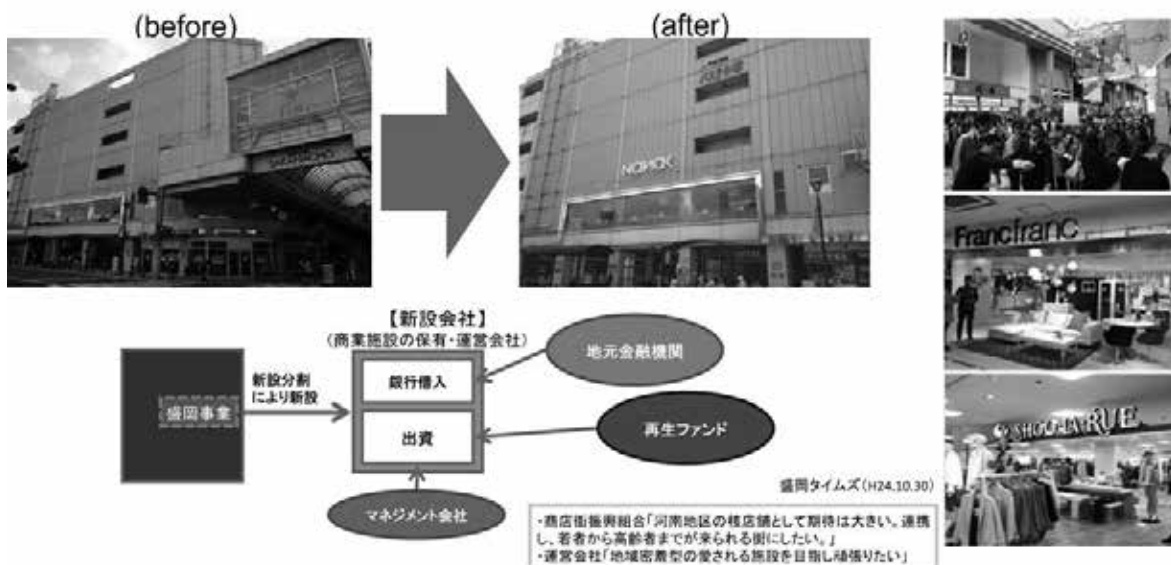




図21



図22

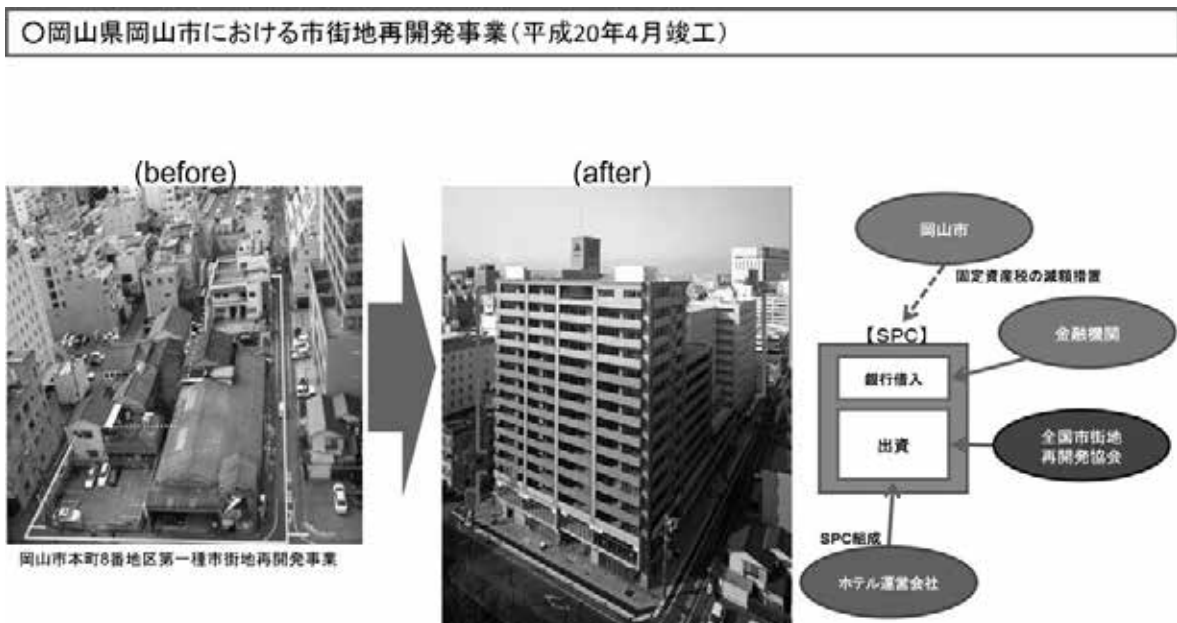


図23

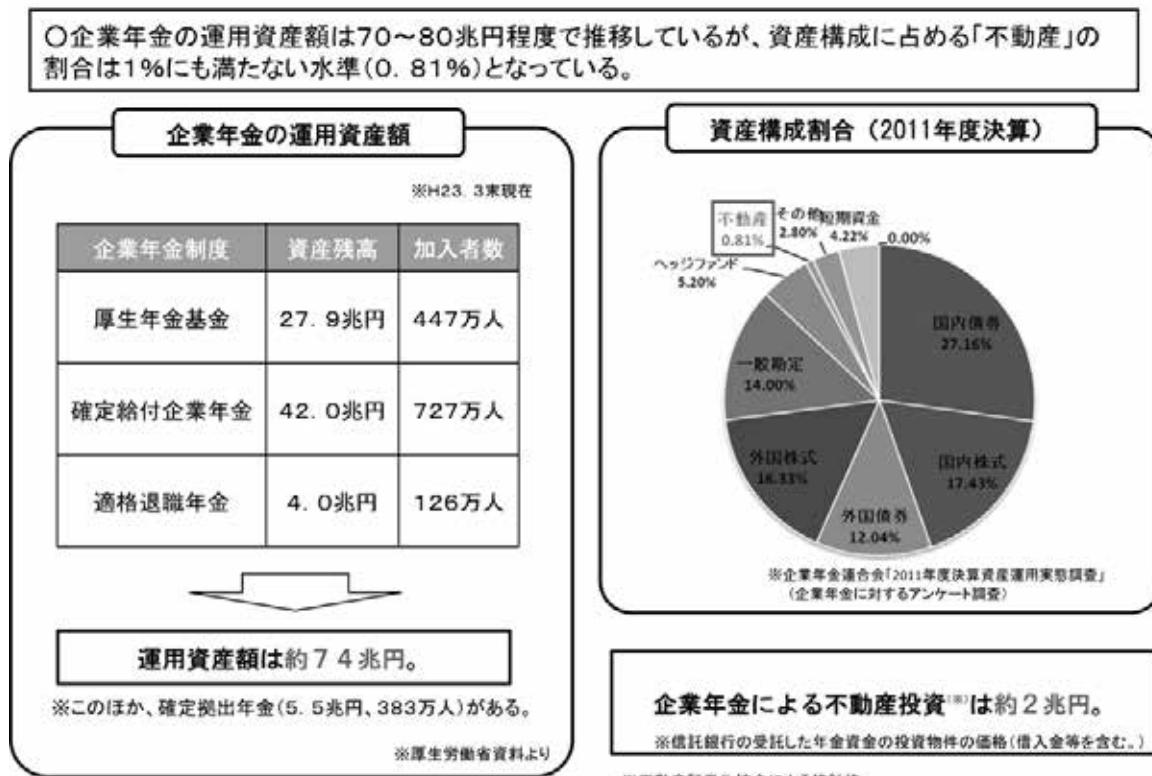


図24

### 耐震・環境不動産形成促進事業

資金調達等が課題となって再生・利活用が進まない老朽・低未利用不動産について、国が民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給することにより、民間の資金やノウハウを活用して、耐震・環境性能を有する良質な不動産の形成(改修・建替え・開発事業)を促進し、地域の拠点となる駅前等の再整備など、地域の再生・活性化に資するまちづくりを推進する。

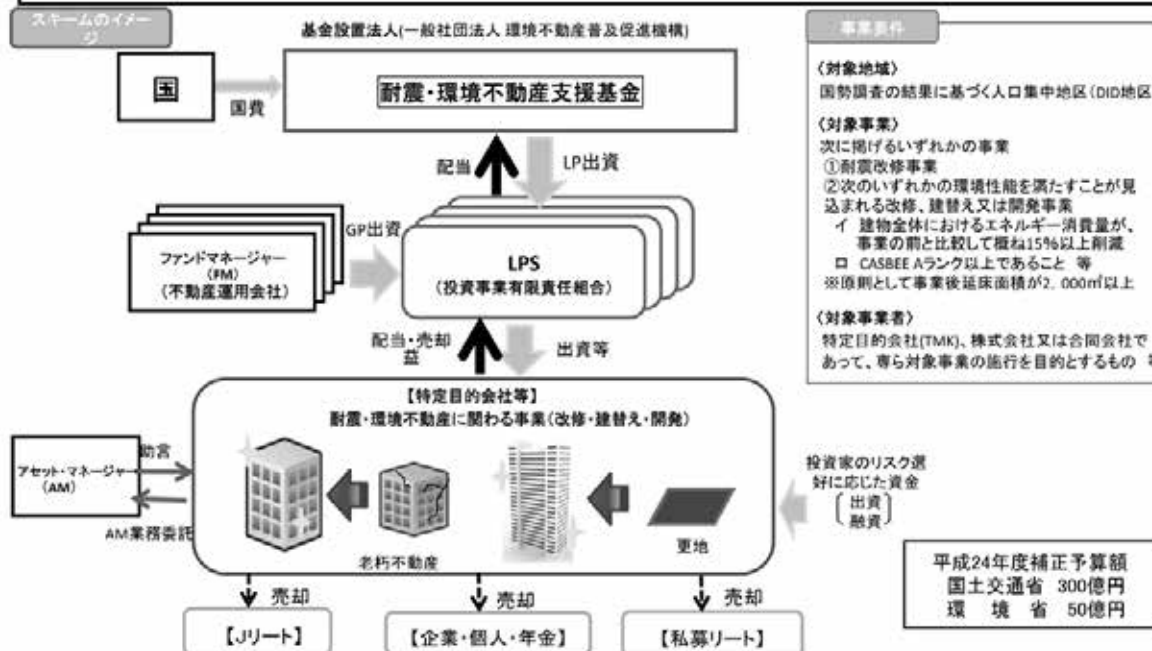


図25

