

平成 2 1 年 度
国 土 交 通 省 調 査

**地方における不動産証券化市場活性化事業
不動産証券化・流動化の実施に関する業務**

報告書

平成 22 年 3 月

国土交通省土地・水資源局

本報告書は、国土交通省土地・水資源局の委託を受けて、株式会社三菱総合研究所が実施した「地方における不動産証券化市場活性化事業 不動産証券化・流動化の実施に関する業務」の結果をとりまとめたものである。

なお、「地方における不動産証券化市場活性化事業 不動産証券化・流動化の実施に関する業務」の成果物の所有権、著作権（著作権法第27条及び第28条に規定する権利を含む。）その他一切の権利は、国土交通省に帰属するものとする。

目 次

第1章 業務概要	1
1.1. 業務目的	3
1.2. 業務内容	3
1.2.1. 支援対象事業者の選定及び進捗確認業務	3
1.2.2. 支援対象事業者へのアドバイス等	4
第2章 日本経済の現況と不動産市場の現況	5
2.1. 日本経済の現況	7
2.1.1. 日本経済の動向	7
2.1.2. 地方経済の動向	8
2.1.3. 金融機関の動向	9
2.2. 不動産市場の現況	10
2.2.1. 地価、土地取引の動向	10
2.2.2. 不動産投資市場の動向	11
第3章 地方における不動産証券化市場活性化事業	13
3.1. 「地方における不動産証券化市場活性化事業」の概要	15
3.2. 支援対象事業者の募集及び選定	17
3.2.1. 事業提案者の募集	17
3.2.2. 支援対象事業者の選定	17
3.3. アドバイス体制の整備	17
3.3.1. アドバイザー委員	18
3.3.2. アドバイザリー会議の開催	18
3.3.3. 「問い合わせ票」の対応	20
3.4. 実施過程報告書と各種ドキュメントの作成に係る支援	21
3.5. 地方プレーヤーの育成のための情報発信	21
3.5.1. 不動産証券化・流動化に参考となる書類の公表に向けたファイルの作成	21
3.5.2. 対話型集会の開催	21
第4章 不動産証券化・流動化の実施過程に係る事例分析	23
4.1. 不動産の証券化・流動化事例（実施過程報告書）	25
4.1.1. 不動産の証券化を完了した事例（2事例）	26
4.1.2. 不動産の証券化を完了できなかった事例（9事例）	30
4.1.3. 不動産の流動化を完了した事例（不動産信託1事例、定期借地権2事例）	48
4.2. 不動産証券化・流動化の手法を普及する上での課題	54
4.2.1. 支援対象事業者の報告等	54
4.2.2. 不動産証券化・流動化の手法の普及を図るための視点	55
附属資料	59

第1章 業務概要

1.1. 業務目的

不動産は、国民生活や企業の活動等に不可欠な基盤であるとともに、貴重な資源であり、不動産が適正に取引され、有効に利用されることは我が国の経済・社会にとって非常に重要である。

不動産の証券化・流動化（不動産信託、定期借地権の設定。以下同じ。）は、このような不動産を有効活用するための手法である。

不動産の証券化手法は、投資の小口化により新たな投資家層を生み出すとともに投資リスクを分散させる手法であり、地方において大規模な投資を行うことが困難になっている現状に対して、地域の活力を掘り起こしつつ、新たな投資を呼び込むことに適した手法である。

また、不動産の流動化手法のうち、

- ① 不動産信託については、信託法や信託業法の改正により、多様な信託の利用形態に対応するための制度が整備されるとともに、金融機関に限定されていた信託業の担い手がさらに拡大され、金融機関以外の機関も信託業に参入することが可能となり、
- ② 定期借地権については、借地借家法改正により、事業用定期借地権の存続期間の上限が、それまでの「20 年以下」から「50 年未満」まで引き上げられ、税法上の償却期間とのミスマッチがなくなり、設定期間の長期化が可能となった。

これらの不動産流動化手法については幅広い活用が期待される場所である。

しかしながら、現状では、不動産の証券化・流動化の実績は東京の割合が高く、この大きな要因として、地方においては、不動産の証券化・流動化に関する専門家（弁護士、公認会計士等）が不足していることや、不動産の証券化・流動化に必要な書類（以下「各種ドキュメント」という。）に関する情報が不足していることが挙げられる。

このような問題に適切に対応するため、本業務は、地方（東京 23 区以外の地域。以下同じ。）において不動産の証券化・流動化を行おうとする者に対し、専門家によるアドバイスを提供するとともに、これらの者の参考となる書類等の情報を提供することにより、ノウハウ蓄積と人材育成を図り、不動産市場の活性化を促進することを目的として行ったものである。

1.2. 業務内容

1.2.1. 支援対象事業者の選定及び進捗確認業務

(1) 支援対象事業者の募集及び選定

本業務の実施に当たり、国土交通省において支援対象事業者を公募し、選定した。本業務受託者においては、支援対象事業者の募集及び募集の際に提出される事業提案書の収集・分析、審査・選定等に関し、国土交通省担当者の指示を受けて作業を実施し、支援対象事業者の選定の補助を行った。

(2) 支援対象事業者の事業進捗状況の確認

支援対象事業者に対し、適宜事業の進捗状況の確認を行い、事業の進捗を支援した。

1.2.2. 支援対象事業者へのアドバイス等

(1) 支援対象事業者へのアドバイス体制の構築

本事業の実施に当たって、支援対象事業者へのアドバイスやその他必要な支援を実施するため、不動産の証券化・流動化に関する法律、税務、会計、実務等の専門家（以下「専門家」という。）から成るアドバイス体制を構築した。

(2) アドバイザリー会議の実施

1.2.2. (1) の専門家と支援対象事業者との意見交換の場としてアドバイザリー会議を開催した。

(3) 各種ドキュメント等の公表

支援対象事業者に対し実施過程報告書及び各種ドキュメントの収集を行い、実施過程報告書等を基に今後の地方における不動産の証券化・流動化手法を普及する上での課題等を整理した。また、実施過程報告書を取りまとめ、全体報告書（公表用ファイルを含む。）を作成した。各種ドキュメントについては、契約上の秘匿情報等が漏れないよう加工し、公表可能なファイルを作成した。

第2章 日本経済の現況と不動産市場の現況

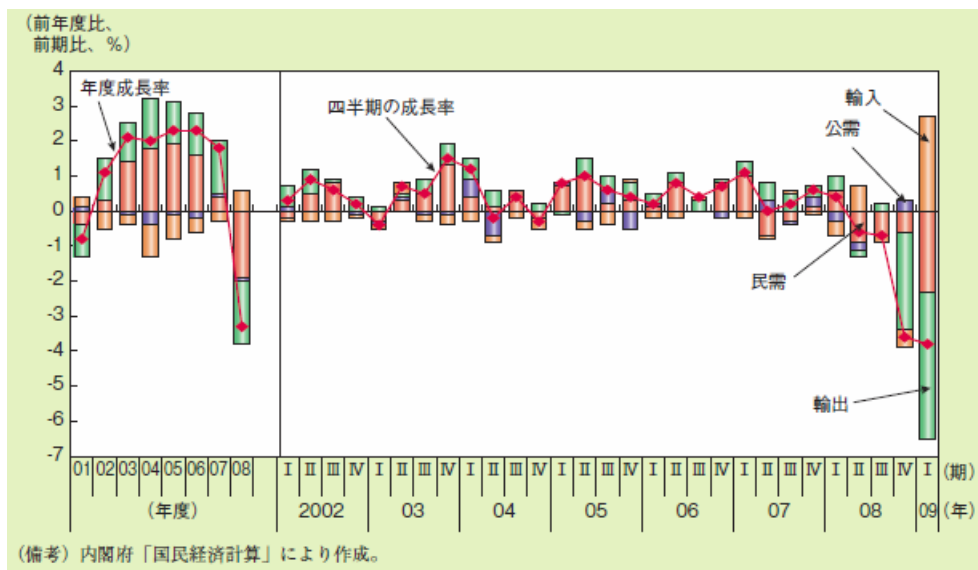
2.1. 日本経済の現況

2.1.1. 日本経済の動向

わが国の経済は2008(平成20)年度に米国から生じた世界的な金融危機の影響により、2008(平成20)年度に大きく落ち込み、GDP成長率はマイナスとなった。その要因としては、輸出の減少及び民需の冷え込みが挙げられる。

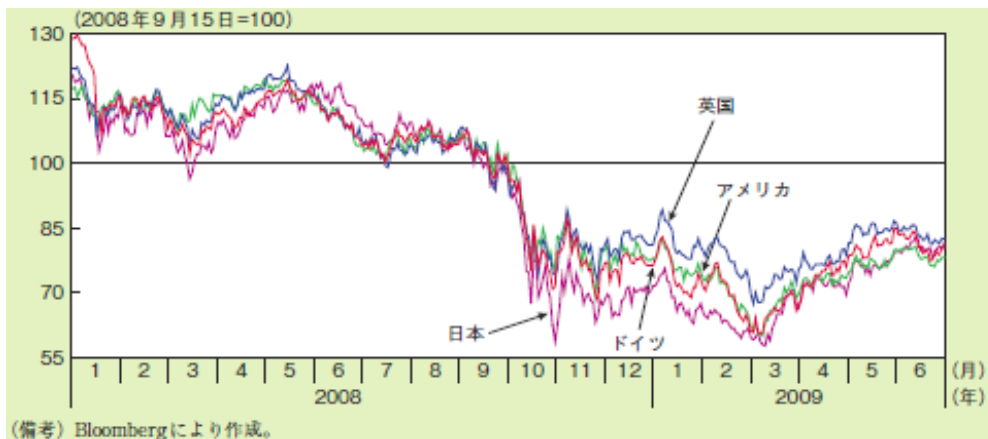
株価動向についても、経済の落ち込みと同様に落ち込みを見せているが、これらは日本のみならず欧米諸国も含めた世界的な動きである。

図 実質GDP成長率とその寄与度



資料：内閣府「平成21年度年次経済財政報告書」

図 内外の株価の動向

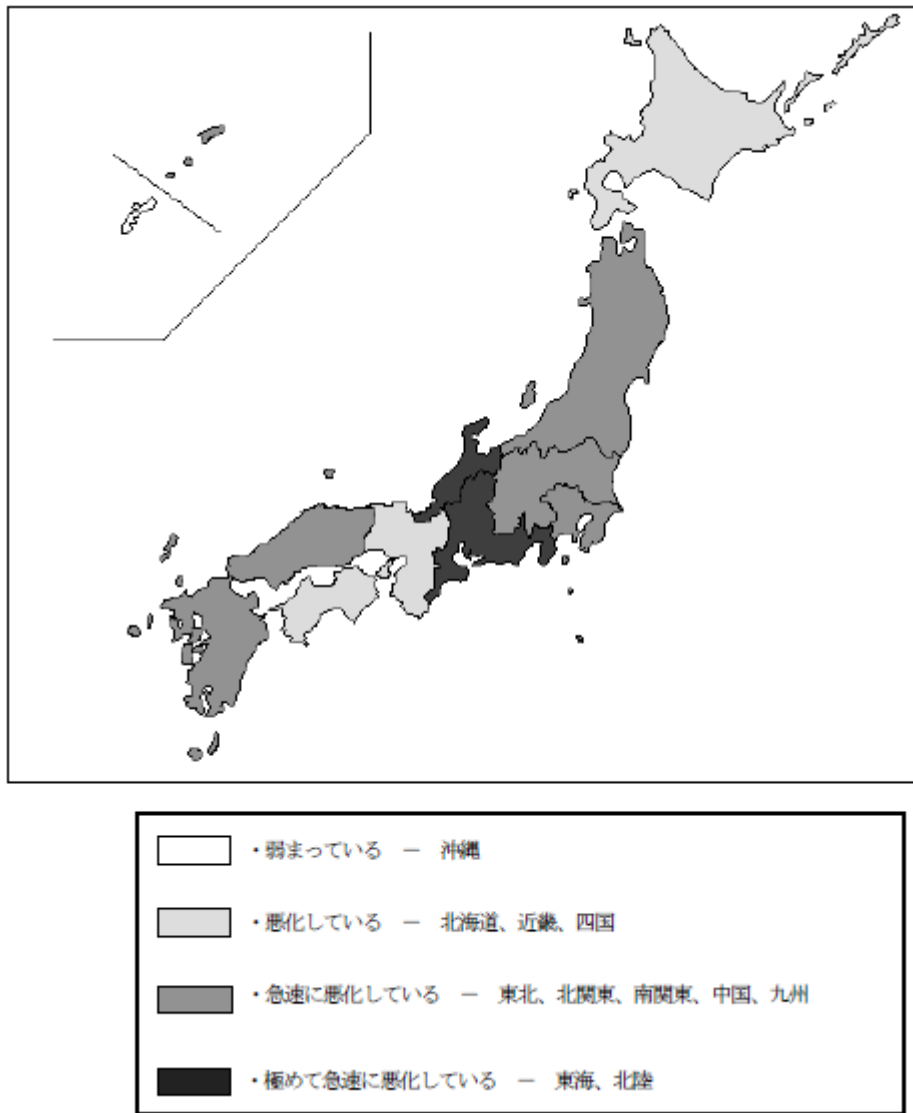


資料：内閣府「平成21年度年次経済財政報告書」

2.1.2. 地方経済の動向

日本経済全体が落ち込む中で、地方の経済も景況が落ち込んでいる。特に東海、北陸については極めて急速に悪化しているという傾向がみられる。

図 各地域の景況判断

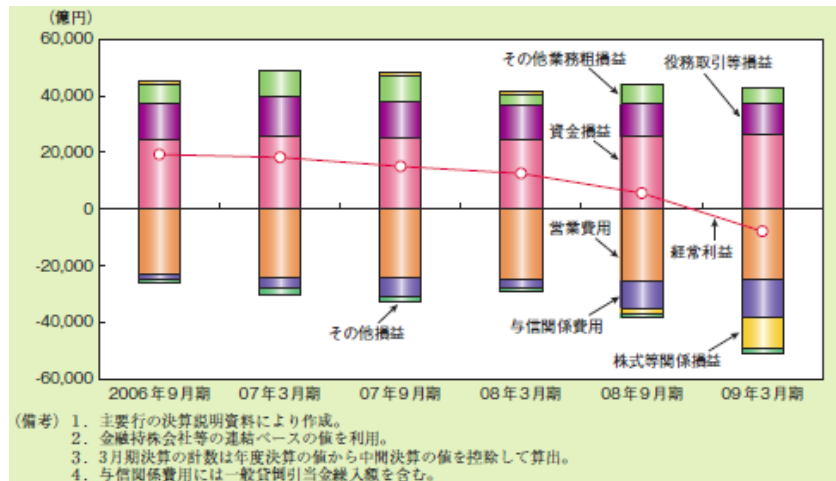


資料：内閣府「地域経済動向」（平成 21 年）

2.1.3. 金融機関の動向

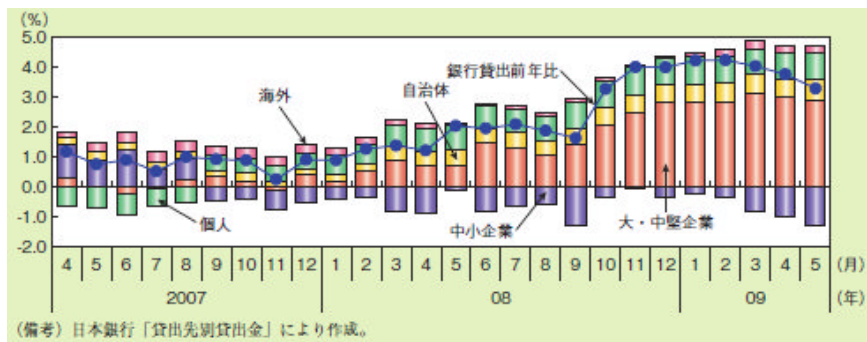
経済の落ち込みによる企業業績の悪化及び株式市場の低迷に伴い、銀行の収益も悪化が見られる。大・中堅企業への銀行貸出は増加傾向にあるが、中小企業への銀行貸出は減少傾向にある。また、不動産業への貸出が2008（平成20）年Ⅲ期以降減少してきている。

図 主要行の収益構造の推移



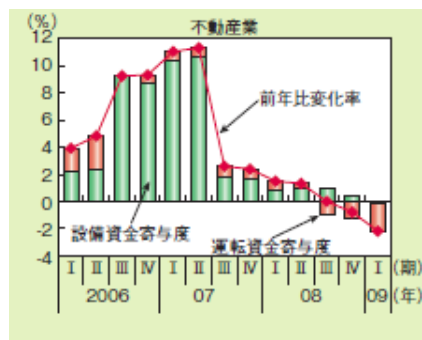
資料：内閣府「平成21年度年次経済財政報告書」

図 銀行貸出の動向



資料：内閣府「平成21年度年次経済財政報告書」

図 不動産業向け貸出の動向



資料：内閣府「平成21年度年次経済財政報告書」

2.2. 不動産市場の現況

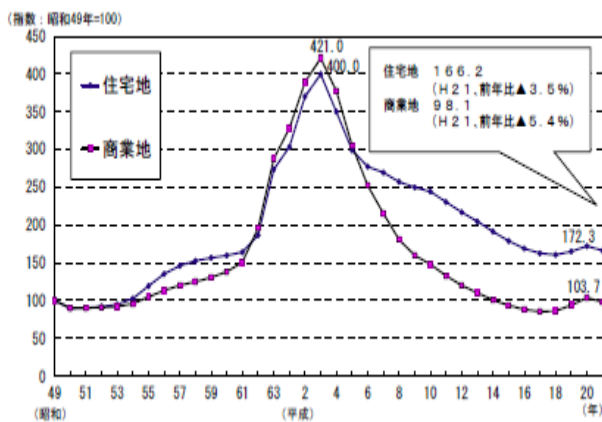
2.2.1. 地価、土地取引の動向

住宅地、商業地共に全国的に地価の下落が続いている。三大都市圏においては平成 19 年頃に一度上向いたが、その後また下落している。

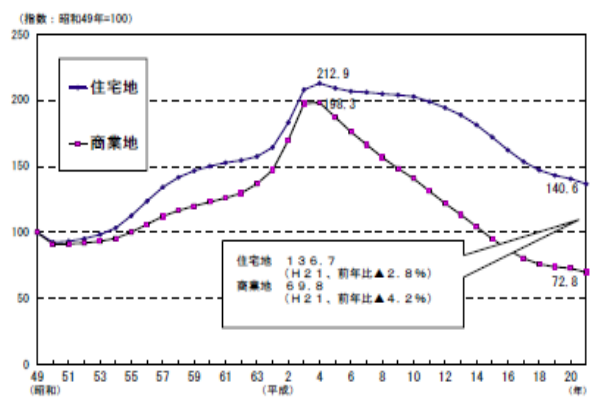
売買による土地取引件数も減少傾向にあり、東京、地方を問わず、全ての地域において減少が見られる。

図 地価の変動率

図表 三大都市圏における地価の累積変動率

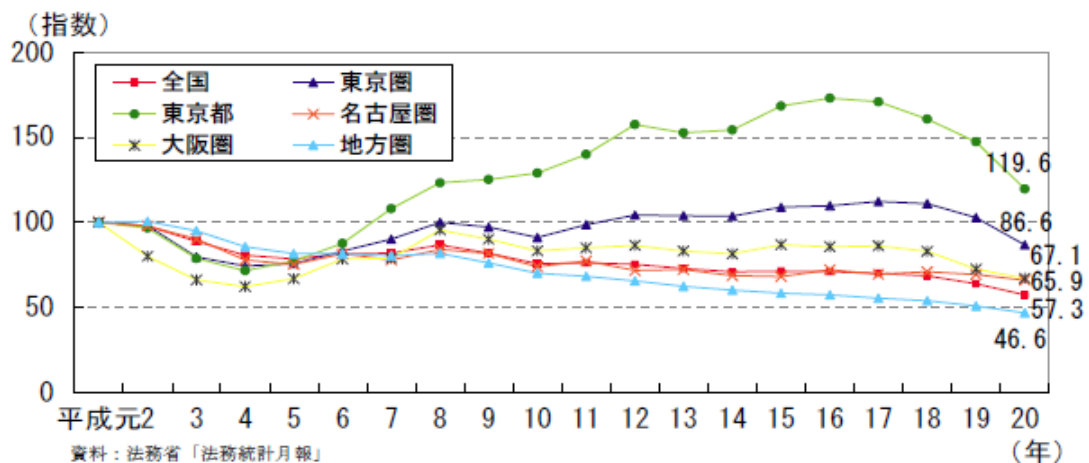


図表 地方圏における地価の累積変動率



資料：国土交通省「平成 20 年度土地に関する動向、平成 21 年度土地に関する基本的施策」

図 売買による土地取引件数の推移



資料：法務省「法務統計月報」
 注1：土地取引件数は、売買による土地に関する所有権移転登記の件数としている。
 注2：地域区分は次による。
 東京圏：埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県。
 大阪圏：京都府、大阪府、兵庫県。
 名古屋圏：愛知県、三重県。
 地方圏：上記以外の地域。

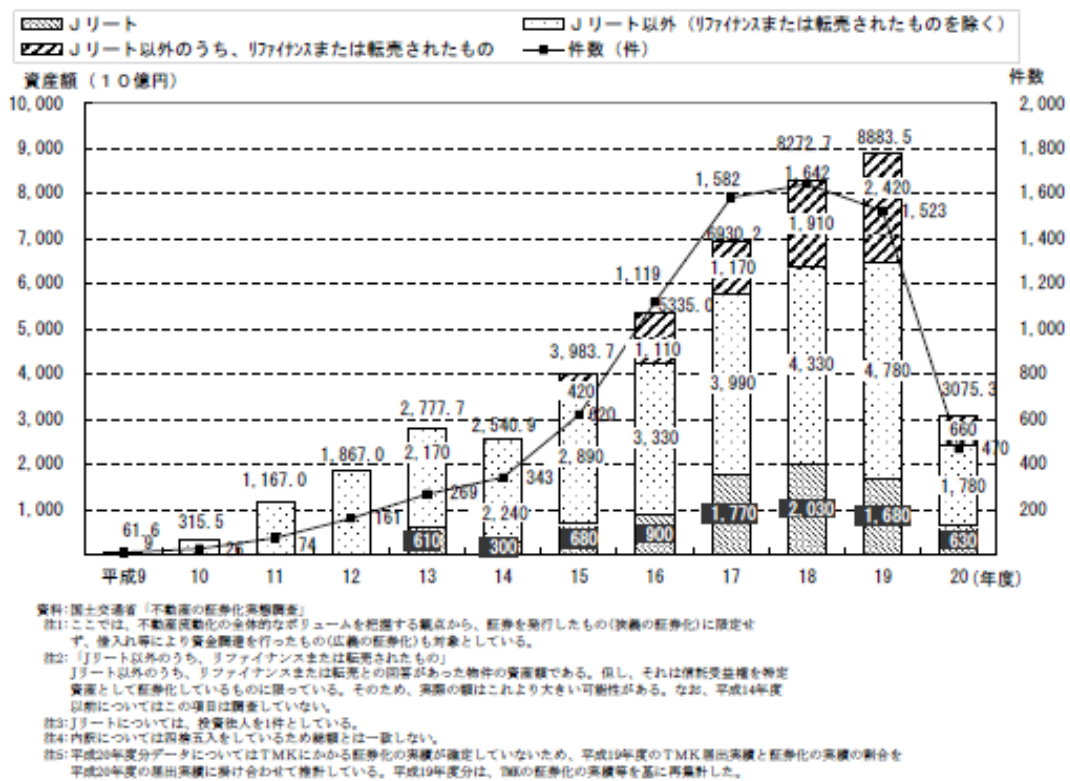
資料：国土交通省「平成 20 年度土地に関する動向、平成 21 年度土地に関する基本的施策」

2.2.2. 不動産投資市場の動向

不動産証券化の実績（資産額ベース）については平成19年度までは増加傾向が見られたが、前項までの分析で見てきたように不動産及びその金融を取り巻く環境は極めて厳しい状況にあり、平成20年度には、資産額、件数ともに前年度から大幅に減少した。

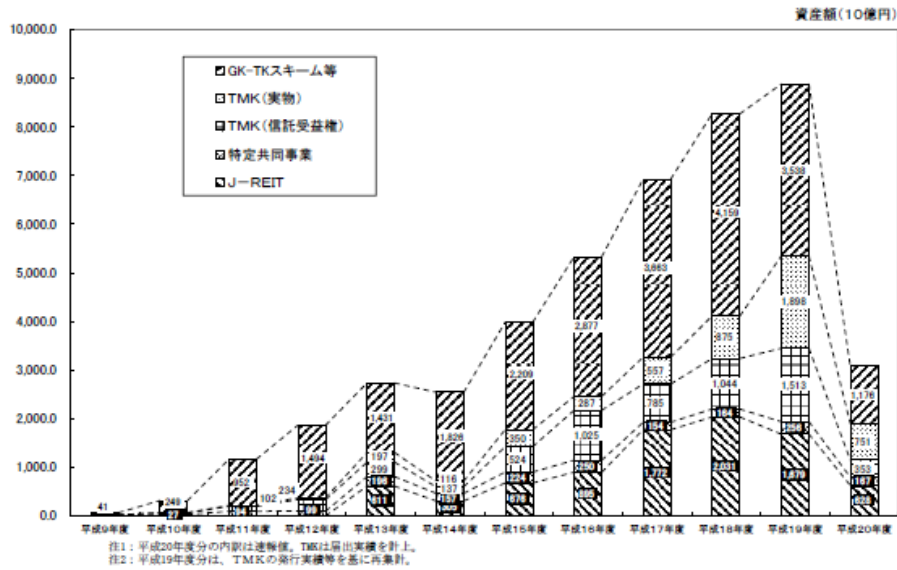
なお、不動産証券化のスキームについては、「GK・TKスキーム等」が最も多く、また対象物件についてはオフィスが最も多かった。

図 不動産証券化の実績の推移



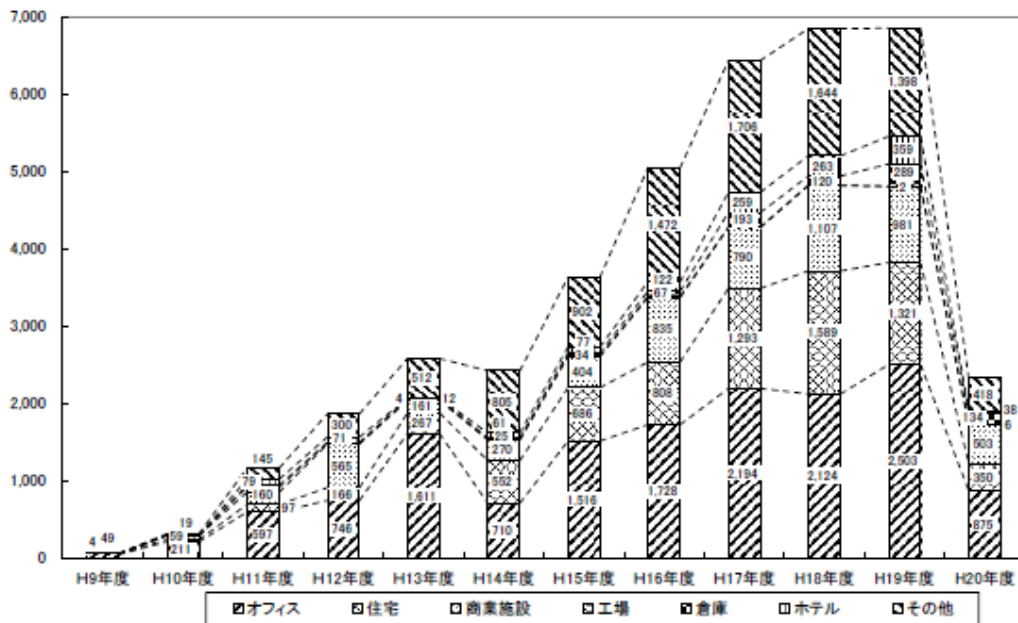
資料：国土交通省「平成20年度不動産証券化の実態調査」

図 不動産証券化の実績の推移



資料：国土交通省「平成20年度不動産証券化の実態調査」

図 不動産証券化の用途別の実績の推移



資料：国土交通省「平成20年度不動産証券化の実態調査」

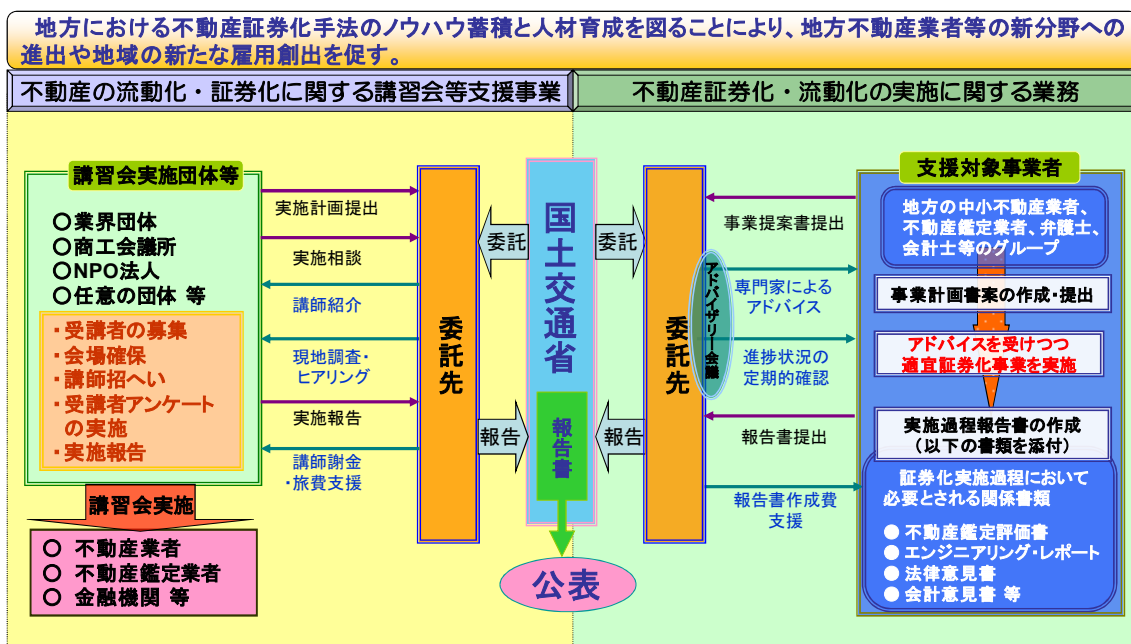
第3章 地方における不動産証券化市場活性化事業

3.1. 「地方における不動産証券化市場活性化事業」の概要

「地方における不動産証券化市場活性化事業」は、地方における不動産証券化手法のノウハウの蓄積と人材育成を図ることにより、地方不動産業者等の新分野への進出や地域の新たな雇用創出を促すことを目的に、平成 19 年度より国土交通省が取り組んでいる事業である。

平成 21 年度における当該事業は、「不動産の流動化・証券化に関する講習会等支援事業」と「不動産証券化・流動化の実施に関する業務」の 2 つの事業により構成される。

図 地方における不動産証券化市場活性化事業



資料：国土交通省資料

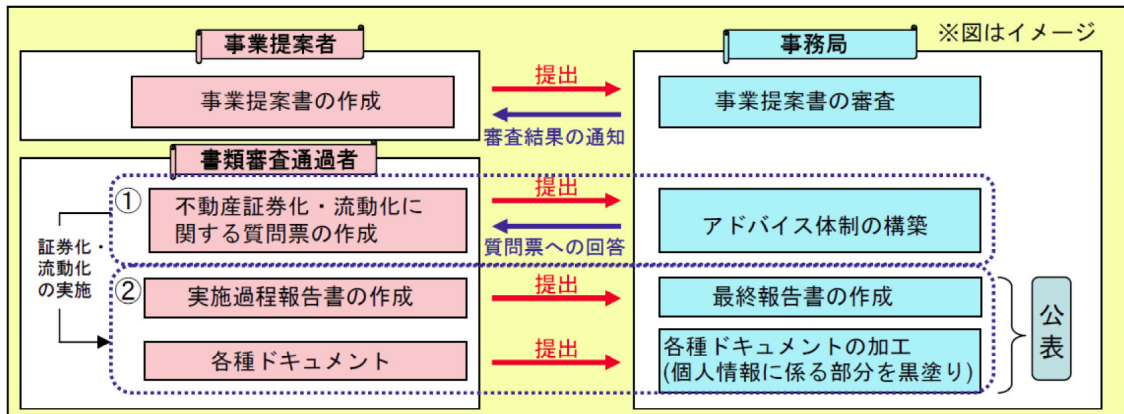
「不動産の流動化・証券化に関する講習会等支援事業」は、不動産の流動化・証券化手法に関する講習会等を自主的に実施する団体等に対して、講師派遣等を支援することにより、地方における不動産証券化の人材育成を図ることを目的とする。

「不動産証券化・流動化の実施に関する業務」は、地方における不動産の証券化・流動化を行おうとする者に対し、専門家によるアドバイスを提供するとともに、実施過程報告書や事業過程で必要となる各種ドキュメントの作成費を支援することにより、地方における不動産の証券化・流動化手法のノウハウ蓄積と人材育成を図り、不動産市場の活性化を促進することを目的とする。

「不動産証券化・流動化の実施に関する業務」の主な事業内容は以下のとおりである。

- (1) 支援対象事業者の募集及び選定
- (2) アドバイス体制の整備
- (3) 実施過程報告書と各種ドキュメントの作成に係る支援
- (4) 地方プレーヤーの育成のための情報発信

図 「不動産証券化・流動化の実施に関する業務」の概要



資料：国土交通省作成

3.2. 支援対象事業者の募集及び選定

3.2.1. 事業提案者の募集

国土交通省のホームページを通して、以下の要領で事業提案の募集を行った。

(1) スケジュール

平成 21 年 5 月 22 日から平成 21 年 6 月 19 日

平成 22 年 2 月 9 日から平成 22 年 2 月 23 日（追加募集）

(2) 募集要件

支援対象事業者の要件として、以下の要件にすべて合致する団体等であることとした（追加募集については、不動産の証券化のみ）。

- ①物件の所在地が地方であること。
- ②事業提案書提出日時点で、不動産の流動化・証券化対象物件が確定していること。
- ③不動産の流動化・証券化事業の進捗にかかわらず、平成 21 年度内に自らが質問した内容及び受けたアドバイス等の内容の全てを公開することに同意し、かつ、それらの質問内容等をまとめたアドバイス内容報告書を提出できること。
- ④事業提案書提出日時点で、平成 21 年度内に実施過程報告書及び各種ドキュメントの作成が可能であると見込まれること。
- ⑤各種ドキュメントについて、個人情報部分以外は原則としてそのまま公表することに同意できること。

3.2.2. 支援対象事業者の選定

証券化については 14 事業者から 15 事業の事業提案（うち、1 事業者から 1 事業の追加事業提案）、不動産信託と定期借地権については、それぞれ 2 事業者から 2 事業の事業提案を受け付け、これらを支援対象事業者として選定した（計 18 事業者（19 事業））。

3.3. アドバイス体制の整備

一般に不動産の証券化・流動化においては、多岐にわたる専門的知識が要求される。このため、不動産の証券化・流動化に係る各専門分野において、それぞれ第一線で実務に携わっている経験豊かな専門家（以下「アドバイザー委員」という。）と連携し、支援対象事業者に対し、事務局を介したアドバイス提供又はアドバイザー委員から直接的なアドバイス提供を行った。

3.3.1. アドバイザー委員

アドバイザー委員の就任者は以下のとおりである。

	氏名	企業名・所属等
委員長	巻島 一郎	(社) 不動産証券化協会 専務理事
委員	小林 信夫	(財) 日本不動産研究所 不動産鑑定士
委員	杉本 茂	さくら総合事務所 公認会計士税理士
委員	高橋 公夫	(株) 東京建築検査機構 取締役調査診断事業部長
委員	高橋 誠介	豊穰コンサルティング(株) 代表取締役
委員	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士
委員	寺嶋 峻	テラ フィナンシャル マネジメント 代表
委員	宮川 博史	宮川博史法律事務所 弁護士

(敬称略、五十音順)

3.3.2. アドバイザリー会議の開催

支援対象事業者からの各種質問に対して、アドバイザー委員の専門的・実務的見地からのアドバイスを提供することで、事業の推進に資することを目的として、支援対象事業者とアドバイザー委員が一堂に会する会議（以下「アドバイザリー会議」という。）を開催し、事業提案者からの質問を受け付けた。

アドバイザリー会議の実施概要は以下のとおりである。

<第1回 アドバイザリー会議>

① 日時・場所

日時：平成21年8月5日（水） 13:30～17:00

場所：国土交通省中央合同庁舎2号館11階土地・水資源局会議室

② 出席者

a. アドバイザー委員

	氏名	企業名・所属等
委員長	巻島 一郎	(社) 不動産証券化協会 専務理事
委員	小林 信夫	(財) 日本不動産研究所 不動産鑑定士
委員	高橋 公夫	(株) 東京建築検査機構 取締役調査診断事業部長
委員	高橋 誠介	豊穰コンサルティング(株) 代表取締役
委員	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士
委員	寺嶋 峻	テラ フィナンシャル マネジメント 代表
委員	宮川 博史	宮川博史法律事務所 弁護士
—	稲葉 孝史	さくら総合事務所 公認会計士税理士 (杉本委員の代理として出席)

(敬称略、五十音順)

b. 支援対象事業者

16 事業者 (17 事業)

③ 議事

1.開会

2.国土交通省挨拶

3.アドバイザー委員等の紹介

4.議事

(1)各支援対象事業者からの事業提案の説明及び質疑応答

(2)今後の進め方、アドバイス体制について

5.閉会

④ その他

会議の開催にあたり、進行中の各事業について、事務局よりアドバイザー一会議時点における進捗状況の確認を行った。

<第2回 アドバイザリー会議>

①日時・場所

日時：平成22年3月5日(金) 13:30～15:30

場所：国土交通省中央合同庁舎2号館11階土地・水資源局会議室

② 出席者

a. アドバイザー委員

	氏名	企業名・所属等
委員長	巻島 一郎	(社) 不動産証券化協会 専務理事
委員	小林 信夫	(財) 日本不動産研究所 不動産鑑定士
委員	杉本 茂	さくら総合事務所 公認会計士税理士
委員	高橋 公夫	(株) 東京建築検査機構 取締役調査診断事業部長
委員	高橋 誠介	豊穰コンサルティング(株) 代表取締役
委員	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所 弁護士
委員	寺嶋 峻	テラ フィナンシャル マネジメント 代表

(敬称略、五十音順)

b. 支援対象事業者

12 事業者 (13 事業)

③ 議事

1.開会

2.議事

(1)アドバイザーリー会議設置要綱の改正

(2) 事業実施過程の説明及び質疑応答

(3) 問い合わせ票(随時受付分)の紹介

(4) 実施過程報告書等の作成費の一部を支援する支援対象事業者の選定

(5) 今後の予定について

3.国土交通省挨拶

4.閉会

④ その他

会議の開催にあたり、進行中の各事業について、事務局よりアドバイザーリー会議時点における進捗状況の確認を行った。

3.3.3. 「問い合わせ票」の対応

全 18 事業者 (19 事業) を対象に、支援対象事業者の質問事項をまとめた「問い合わせ票」をメール等により随時受付し、事務局がその内容を確認した後、アドバイザー委員に照会のうえ、当該委員による事務局を介した回答を行った。

「問い合わせ票」による主な質疑及び回答は附属資料のとおりである。

3.4. 実施過程報告書と各種ドキュメントの作成に係る支援

実施過程報告書や各種ドキュメントを作成し、事務局へ提出した支援対象事業者に対しては、その作成費の一部の支援を行った。

3.5. 地方プレーヤーの育成のための情報発信

現在、事業に取り組んでいる者だけでなく、今後、不動産の証券化・流動化事業に取り組もうとする者に対して有益な情報を提供する目的で、以下の取組みを行った。

3.5.1. 不動産証券化・流動化に参考となる書類の公表に向けたファイルの作成

支援対象事業者から、不動産証券化・流動化の事業過程を記載した「実施過程報告書」や、不動産証券化・流動化に必要となる各種ドキュメントを収集し、実施過程報告書は全体報告書として取りまとめた上で、それぞれ秘匿情報等が漏れないように加工し、公表可能なファイルを作成した。

3.5.2. 対話型集会の開催

全国 2 都市（東京・大阪）において、不動産の証券化・流動化事業に関心のあるプレーヤー等が参加する対話型集会（「地方における不動産証券化市場活性化事業」報告会）を開催し、証券化スキームの先進事例を紹介するとともに、地方における不動産証券化市場の活性化について意見交換を行った。

(1) 開催概要

① テーマ

「地方における不動産証券化市場活性化事業」報告会

② 開催日程・開催地

【大阪】平成 22 年 3 月 16 日（火）大阪リバーサイドホテル

【東京】平成 22 年 3 月 19 日（金）UDX ギャラリーTypeS

※時間はいずれも 13:00 ～ 17:00

③ 参加人数

【大阪】113 人

【東京】180 人

④ プログラム

a. 国土交通省からの事業報告・説明（13:00 ～ 13:20）

『国土交通省の取り組み「地方における不動産証券化市場活性化事業」』

講師：国土交通省土地・水資源局土地市場課課長補佐 加藤弘剛

b. 特別講演 (13 : 20 ~ 14 : 30)

『地方不動産事業者の活性化と不動産証券化の条件』

講師：テラ フィナンシャル マネジメント 代表 寺嶋峻氏

c. 不動産証券化に関する討論・質疑応答 (14 : 45 ~ 17 : 00)

『地方不動産事業者の証券化への取り組み、不動産証券化に関する質疑応答』

参加者：NPO 法人長野県定期借地借家権推進機構 理事・事務局長 田中正則氏

有限会社安藤不動産 代表取締役 安藤 晃氏

アルファコート株式会社 常務取締役 樋口千恵氏

九州リアルエステート株式会社 代表取締役社長 岩尾一豊氏 (大阪会場)

丸八不動産株式会社 トラスト・ファンド室 田中敬太氏 (東京会場)

司会：テラ フィナンシャル マネジメント 代表 寺嶋峻氏

第4章 不動産証券化・流動化の実施過程に係る事例分析

4.1. 不動産の証券化・流動化事例（実施過程報告書）

不動産証券化・流動化の実施に関する業務に応募した14団体（15事例）の証券化事例について、事業期限内に証券化を完了した事例（2事例）と証券化を完了できなかった事例（13事例のうち、実施過程報告書の提出があった9事例）とに分け、それぞれの概要を整理した。また、不動産流動化の4事例のうち、事業期限内に不動産流動化を完了した3事例の概要について整理した。

なお、この節に記載した内容は、事業者から提出された実施過程報告書を取りまとめたものである。

4.1.1. 不動産の証券化を完了した事例（2 事例）

事業提案 A

1. 不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>○不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 地方都市の空き戸建て住宅管理・空洞化既成市街地の再生を目的とする。 ・ 経験不足を補うために専門家の指導を仰ぎ、組成費用の補助を得て、国や自治体による信用補完により地方金融機関からの協力を取り付ける。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 経済合理性と証券化ノウハウ蓄積及び町の活力再生に資する、低廉な家賃での住宅供給を目指す。 	
2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
○対象不動産データ	
所在	秋田県秋田市
不動産の種類	賃貸マンション
構造・階層	鉄骨造 3 階建
面積・戸数等	延床面積 275.94 m ² （貸室総面積 233.28 m ² 、平均占有面積約 26 m ² ）・9 戸
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	定期借地権活用・開発型の G K - T K 方式
証券化規模	約 4700 万円
組成時期	平成 22 年 3 月
運用期間	20 年
想定利回り	2%
【スキーム図】	

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・秋田市内にある長期間空き家となっている住宅の管理について、対策を検討。
- ・アパート建築による自己運用は融資不調につき断念、処分については所有者の感情面や不動産価格の下落による低廉売却の問題があった。
- ・そこで証券化を目指し定期借地権による賃貸建物開発の協議を開始。
- ・その後信託会社との協議も踏まえ、定期借地権活用・開発型のGK-TKスキームで、信託は定期借地権および建物所有権の信託という2段階のスキームを採用するに至る。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・スキーム組成はできたが、時間がかかった。
- ・オリジネーターがより早い段階でリスクをとる覚悟を決める必要があった。
- ・プレイヤーからの報酬保証を求められる段階に至ったとき、ヴィークルを登記設立すべき段階に至ったときに、リスクをとることに逡巡したことが結果的に時間を要した要因であると思料する。

○苦労した点・今後の改善点

- ・プレイヤーについて、リスクが生じた段階で様々な感情や思いがでるため、その点の調整に時間を要した。
- ・オリジネーターがリスクをとる決意を早くすることで、信頼関係の姿が見えてくる。
- ・その段階で事実上のリスクを分担し、学習と研究頂けるプレイヤーの見分けがつく。

○その他（事業全般等について）

- ・金商法が大きな障害となる。
- ・地方は不動産の収益率が低いためコストに敏感であり、コストがかかる制約は証券化の達成を困難にする。
- ・地方再生に対する政府支援は弾力的にお願いしたい。

事業提案B

1. 不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>○不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> ・待機者の多い障害者支援のためのグループホームの充実が必要。 ・今後グループホームの建設が順次予定されているが、資金調達面で証券化手法が有効と考えられる。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・本件は公共不動産の建設、共用を目的とするもので、高配当を提供する不動産金融商品をつくるものではない 	
2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
○対象不動産データ	
所在	長野県長野市
不動産の種類	一戸建住宅
構造・階層	木造 2 階建
面積・戸数等	延床面積 155.24 m ²
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	G K - T K
証券化規模	2650 万円
組成時期	平成 22 年 3 月
運用期間	5 年
想定利回り	1.9%
【スキーム図】	

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・機関投資家からの出資を得ることはなく、アドバイザー委員の指導の下、一般的な GK-TK スキームとした。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・地元には、証券化に精通した専門家はほとんどおらず、右も左もわからない中、期限内に証券化の組成を完了できたのは、以下の理由によると考える。
 - ①長期間にわたり安定した賃料収入のある物件であったこと。
 - ②所有者(オリジネーターではない。)の理解により、フルエクイティが得られたこと。
 - ③アドバイザー委員の的確な指導があったこと。

○苦労した点・今後の改善点

- ・プレーヤーを地元で揃えるにあたり、不動産証券化への理解に差があり、実際に動き出してからも、各プレーヤーの理解やプロジェクトに対する熱意の違いにより進捗状況に差が出ていた。
- ・半年間という短い期間の中で組成を完了させなければならず、十分な準備期間、勉強期間を設けることができなかつたので、事前に意思統一や理解を深めるための機会を設けることができれば良かったと思っている。

○その他（事業全般等について）

- ・地方における不動産証券化においては、東京などの大都市圏のような高収益の不動産物件をつくることは難しく、高配当金融商品としての証券化事業はまず望むことはできない。
- ・しかし、個人、企業、自治体などが持つ遊休不動産を流動化し、有効活用することは地域経済にとっても非常に重要なことであり、その手法としての不動産証券化はたくさんの可能性を秘めている。
- ・地域の需要・要請と不動産流動化を結ぶひとつのキーは「社会福祉」であり、地域住民の出資による社会福祉への参加はこれからの新しいスタイルとなり、その中においては、配当は必ずしも高くなくとも十分な出資が得られると考える。

4.1.2. 不動産の証券化を完了できなかった事例（9 事例）

事業提案C

1. 不動産証券化の目的とコンセプト	
○不動産証券化の目的	
<ul style="list-style-type: none"> 青森県で初めての不動産証券化事業を地元プレーヤー、地元金融機関で行い実績を作ることで、今後県内で証券化を活用した不動産ビジネスの機会を創出していくこと。 	
○証券化のコンセプト	
<ul style="list-style-type: none"> 県内に存在しない業者（信託会社、適格機関投資家など）以外は、すべて地元のプレーヤーでメンバーを組成し、各自が各々の業務を勉強しながら最終的にノウハウの習得が出来るようになること。また、今回の経験を次のビジネスに展開できるようになること。 	
2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
○対象不動産データ	
所在	青森県青森市
不動産の種類	オフィスビル
構造・階層	鉄骨鉄筋コンクリート造 8階建
面積・戸数等	延床面積 3354.28 m ² （貸室総面積 2233.32 m ² ）・14戸
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK-TKスキーム
証券化規模	3.7億円
組成時期	未定
運用期間	5年
想定利回り	10%前後を予定
【スキーム図】	
<p>The diagram illustrates the securitization structure. At the top, various service providers are listed: Arranger (purple box), Originator (green box), Legal Management, Engineering/Lease Report, Trust, Tax, Real Estate Valuation, AM/PM, Vehicle Setup, and Lender. The Originator provides 'Trust Beneficial Rights Acquisition (Property Acquisition)' to the SPV (Contract Company). The SPV's assets include 'Trust Beneficial Rights + Cash' and its liabilities include 'Loan' and 'Outstanding Funds'. The Lender provides 'Non-recourse loan' to the SPV. The SPV invests in an 'Anonymous Pool', which is funded by 'Investment House'. The SPV also invests in a 'Special Purpose Vehicle (Intermediate Company)', which is funded by the 'Originator'. The SPV's assets include 'Fund' and its liabilities include 'Outstanding Funds'.</p>	

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・本事業を検討し始めた頃においては、証券化で最も多く用いられていた GK-TK スキームを採用。
- ・また、不動産の証券化への融資経験のない地元地銀に TMK スキームの「特定社債」引き受けを要請する事に比べ、GK-TK スキームでのノンリコ融資の方がより理解してもらい安いとの判断。
- ・また TMK スキームでの導管性要件のクリアが上記理由も含めて地方では困難であると判断。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

<全体>

- ・昨年同様に地銀からのノンリコ融資が調達できなかったため。昨年に断られた 5 年後の出口における売却の目処が立たない点に関して、何点かの改善案を盛り込み、再度交渉をしたが、不動産融資金般や証券化事業に関して、まだ理解が得られない状況。

<導管性に関して>

- ・今回は、弊社にて「投資助言・代理業」を取得し、適格機関投資家からの出資を受ける形で導管性要件をクリアするプランであった。

<信託設定>

- ・地方で地元調達が困難なプレーヤーである信託の受託先について、今回は都内の信託会社へお願いすることができた。

<収益性の確保>

- ・今回の物件は弊社で 5 年間運用しているオフィスビルで収益性は安定していたので大きな問題はなかった。地方の証券化にとってオリジネーターの役割がアレンジャー同様に大きなものではと考える。

<資金調達>

- ・ノンリコ融資に関して、5 年後の売却リスクを回避するために三点の改良を実施。一つが弊社（オリジネーター）から SPC への売却価格を下げたこと。二つ目が某財団法人のローン保障制度の活用。三つ目が 5 年間に元金の約 3 割を返済すること。これにより、地銀の出口のリスクを大幅に改善できたはずだが、残念ながら対応は困難との回答があった。

○苦労した点・今後の改善点

- ・金融機関の支援を取り付けることが今回もできなかった。

○その他（事業全般等について）

- ・景気、不動産市況の回復など外的要因がもう少し改善されればと思う。

事業提案D

1. 不動産証券化の目的とコンセプト	
○不動産証券化の目的	
<ul style="list-style-type: none"> ・奈良県において、宿泊施設が不足しているのが現状であり、地元企業である弊社のホテル事業推進を奈良県、並びに大和郡山市から望まれている状況。 ・不動産証券化スキームを組成する手法が事業推進に有効と考えた。 	
○証券化のコンセプト	
<ul style="list-style-type: none"> ・“駅前中心市街地活性化”を通じた地域経済の自立的な発展を実現させることであり、“地元のための地元のプレーヤーによる新たな街づくり”がコンセプト。 	
2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
○対象不動産データ	
所在	奈良県大和郡山市
不動産の種類	①ホテル棟 ②分譲マンション
構造・階層	①鉄骨造 8階建 ②鉄筋コンクリート造 10階建
面積・戸数等	①延床面積 11,444.51 m ² ②延床面積 9,117.89 m ² ・117戸
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	TMK
証券化規模	56.9億円
組成時期	未定
運用期間	TMKが一定期間保有後（3～5年程度）売却予定
想定利回り	期中想定利回り 8%以上 IRR11%程度
【スキーム図】（当初案）	
TMKスキームの利用を検討中（信託受益権化できれば、GK-TKで取組む可能性もあり）	

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

[証券化]

- ・金融機関の企業与信によるオリジネーター単独の事業とするのではなく、街なか居住再生ファンドを含めた複数投資家による事業として遂行したかったため、証券化した。

[スキーム]

- ・金商法の施行により、当面は同スキームで行う方がコンプライアンス上安心であること、信託受益権化すれば信託報酬の負担が大きいことよりTMKを選択。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・今回期限内に組成できなかった最大の理由は、金融機関からのデット調達が目処が立てられなかったため。銀行は、経済不況・株式市場の低迷の中、当面、新規融資は実質的にストップ、既存のNRLのリファイナンスを優先せざるを得ない状況。
- ・また、本件では既存収益物件ではなくリスクの大きい開発案件であること、地方案件であること、商業・ホテルが中心事業であり、足下流動性が低いカテゴリーであったことがより資金調達を困難にした。
- ・また、地方銀行については、NRLのノウハウがあまり蓄積されていないため、その拠出についても抵抗感があり、結果として通常の企業与信と変わらない融資（コーポレートローン）しか望めないのが実情。

○苦労した点・今後の改善点

- ・本事業には先述の通り大きな意義があると考えているにもかかわらず、デット交渉に非常が難航。

○その他（事業全般等について）

[アピールポイント]

- ・本件は駅前再開発、奈良県観光ビジネス強化という点で、奈良、大和郡山市の活性化に資する案件である。

[地方証券化がより拡大するための制度の策定・緩和に関する要望・提案]

- ・NRL 調達に協力いただける金融機関が他の何よりも必要不可欠であり、地銀へのノウハウ蓄積や金融庁からの“明確な”指針伝達が必要。
- ・各種制度緩和として取得税・登録免許税の減免、配当の非課税等の減免措置や TMK の導管性要件の緩和（適格機関投資家等）も必要。

[地方証券化のビジネス環境を改善するための方策の提案]

- ・地元プレーヤーに向けた各種講演会の実施により“証券化”“ファンド”に対する抵抗感・アレルギーを排除し、証券化手法を用いることによるメリットの明確な理解を促進。

[地元プレーヤーに対するアドバイス]

- ・“証券化”はあくまで手段の一つであり、事業の目的・コンセプト・ゴールを明確にする必要があるが、地元金融機関の協力なくして道は険しい。

事業提案E

1. 不動産証券化の目的とコンセプト

○不動産証券化の目的

- ・地方の中心市街地の空洞化への対策として証券化が有効であると考え、今後、飛騨高山に多く残る「町家」再生に繋げるため、事業の活性化及び事業のフィー機会拡大のために検討。

○証券化のコンセプト

- ・ノウハウを蓄積することで地域経済活性化の手段として不動産証券化を用いることが出来るようにする。
- ・実績のあるプレーヤーとのネットワークを構築し地元プレーヤー育成のきっかけとする。

2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要

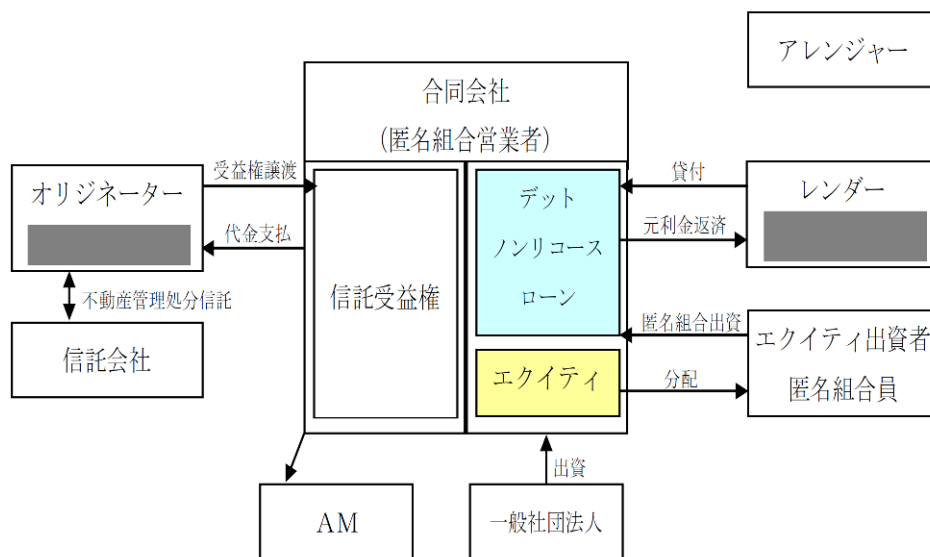
○対象不動産データ

所在	岐阜県高山市
不動産の種類	共同住宅
構造・階層	重量鉄骨造 5階建
面積・戸数等	延床面積 2,580 m ²

○証券化スキーム等の概要

ストラクチャー概要	GK-TK
証券化規模	4.03億円
組成時期	未定
運用期間	23年間
想定利回り	2%を想定。

【スキーム図】



3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・ノンリコースローンが地方銀行では出せない。
- ・信託会社は見通しがついているが、実際どういう判断になるかは未決。
- ・法的にクリアしなければならない課題が多数あり、組成は出来ても維持が出来ないのでないかという危惧。
- ・GK+TK スキームよりも、株式会社方式を使って行った方が金商法やローン抛出、法的なハードルを下げて対応できるという考えは従前と同様に感じている。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・一番大きく座礁したのは銀行とのノンリコースローンの転換が出来ないということ。この経済状況下では不動産に対する融資自体を拒絶している傾向にあり、今回無理にこのスキームを進めることでの後々のリスクが大きくなる（具体的には、証券化終了後に買い戻すことになった時ローン付けが難しくなる）。
- ・また、不動産に対するエクイティの抛出が難しくなっている。
- ・ローンを借り、ほぼ満室で稼働していることから、無理に組成コストをかけてオフバランスすることの方がリスクが起こるといのが今の状況である。

○苦労した点・今後の改善点

- ・地方での証券化に対する環境は厳しくなった印象がある。本施設はほぼ満室稼働で進んでおり、都市部より中長期的には安定した入居を確保出来るという状況であり、プレイヤーを育てるという意識が本当に出てくれば、もっと色々な事例が発生してもおかしくないのではないかと思う。
- ・自地域では証券化の実例が皆無であり、未だに夢物語とみられている。この施設での証券化はノンリコースローンにどうしても切り替える事が出来ないという点から断念するが、春以降、町家に絞り、少ない金額でスキームを構築する予定。

○その他（事業全般等について）

- ・地方における不動産流動化・証券化がより拡大する制度を検討してはどうか。公共団体による信用補完、中心市街地活性化と証券化の事業への地方銀行等に対する債務保証制度の確立、一定条件下でのレンダーの地方における証券化に対する貸出枠の設定の義務化等。
- ・地元プレイヤーが行う本事業の金商法の規制緩和【例えば1億円以下の地方の特性ある証券化等】により、地方での証券化がより進みやすくなるのでは、と考える。
- ・地方証券化等のビジネス環境を改善する為の方策等として、地方のAM等の主要プレイヤーが都市部のプレイヤー（信託銀行等）と連携して地方の証券化を行う事による融資や税制優遇、また、投資をする出資者に対する配当金の税制優遇を行う事により投資及び技術の地方転出が出てくるのではないか。
- ・次年度以降へのアドバイスとしては、レンダー確保を第一に考えること等。

事業提案 F

1. 不動産証券化の目的とコンセプト

○不動産証券化の目的

- ・不動産証券化についての知識を深め、ビークルのセットアップ方法を学ぶことで、地元プレーヤーの手によって成功させること。
- ・地方都市において抱える問題（不動産市場の流動性が低い・中心市街地空洞化によるシャッター街化など）に不動産証券化を活用し、地域経済活性化の可能性を探求する。

○証券化のコンセプト

- ・高配当金融商品とはしない。
- ・プレーヤーは出来る限り地元の専門家で構成し組成を進める。
- ・弊社自ら、第二種金融商品取引業登録、および投資助言・代理業登録を行う。
- ・この経験を活かして地元商店街、中心市街地の活性化に取り組みたい。

2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要

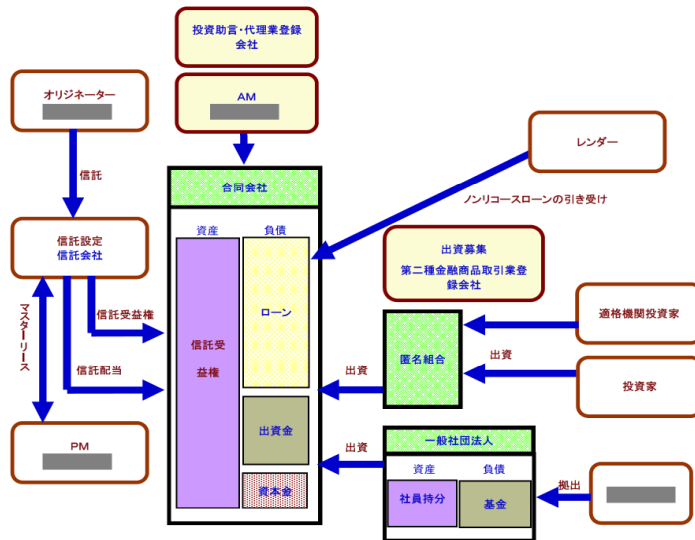
○対象不動産データ

所在	愛知県岡崎市
不動産の種類	住宅
構造・階層	鉄筋コンクリート造 陸屋根 3階建
面積・戸数等	延床面積 603.75 m ² (貸室総面積 494.28 m ²)

○証券化スキーム等の概要

ストラクチャー概要	GK-TK方式
証券化規模	7,700万円
組成時期	未定
運用期間	5~10年を予定
想定利回り	—

【スキーム図】



3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・TMKにおける導管性要件をクリアすることが困難なため最も標準的な合同会社SPCを採用した（適格機関投資家出資を得て、適格機関投資家等特例業務で進める。）。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・昨年度から同じスキームにて組成を目指してきたが、ノン・リコースローンが獲得出来なかった。組成が出来なかった原因はこの一点につきる。
- ・単にアモチゼーション式にただけでは今後の活用にならないのではと思い、物件及びスキームの再考を重ねる結果、期限内の組成完了とは至らなかった。
- ・不動産証券化案件の組成を成功へと導くためには、物件規模・金額等のボリュームが重要なファクターであることを痛感した。
- ・地方においては未だ、不動産の証券化に対する意義自体考える体制が整っていないように思われる。ただ、現在市場において不動産の証券化に多くの課題が残っているのも事実であり、経験のない地方金融機関が、耳を傾けてくれないのも致し方なく思った。
- ・地方の中小規模の不動産証券化案件では、地元のエクイティ投資家の確保が組成の重要なカギとなるように思う（フルエクイティ等）。それには、物件に応じた多様なスキームと広い知識をもっと習得する必要がある。

○苦労した点・今後の改善点

- ・証券化案件を成功に導くためには、物件規模や地域特性に応じた多様なファイナンス（期限一括償還と分割償還のミックス等）を探る必要がある。
- ・ファイナンス面でのサポートも含めた支援を国土交通省にお願いしたい。我々の自助努力も当然に必要ではあるが、今回の事業趣旨を説明し、多くの金融機関にお願いに廻ったが、多くの規制等の問題からか理解を得ることは出来なかった。
- ・地方には情報の不足からか、投資機会が不足している。今回お会いした団体・個人に不動産を証券化し小口化することで新たな投資機会の一選択肢となりうると理解して頂けた点、地域経済活性化へ活用できる可能性があることを理解していただいた点において、多少ではあるが潜在的需要があることを確認できたのは大きな収穫であった。

○その他（事業全般等について）

- ・今回の事業が、地方公共団体レベル、金融機関レベルでもっと認知されるようなアピールをしていただけるとありがたい。
- ・現在の不動産証券化の規制や制度、コスト等から考えると地方にはハードルが高い。地方及び小規模案件の証券化にも馴染む様な新たな制度の策定等検討していただけると、地方にもっと波及するのではないかと思われる。
- ・昨今までの不動産証券化事業はビークルをつくりあげることが最優先される傾向が強かったように思う。維持、管理、運営そして出口までセットアップ段階から綿密に考えたスキームが重要であり、今後は、証券化市場全体がこのような傾向に転換してゆくことが求められる。

事業提案G

1. 不動産証券化の目的とコンセプト

○不動産証券化の目的

- ・JR 駅前地区の市街地総合再生計画を策定しており、その中で3地区を再開発区域として再開発事業を目指している。再開発事業の用途としては、住宅を予定。
- ・再開発事業はいずれも民間事業により建設し、完成後に土地建物を市が買い取る方式を目指しているが、事業母体が不在のため、開発SPCが施行者としての役割を担うこととなった。

○証券化のコンセプト

- ・北海道内のプレーヤーのみで構成すること。

2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要

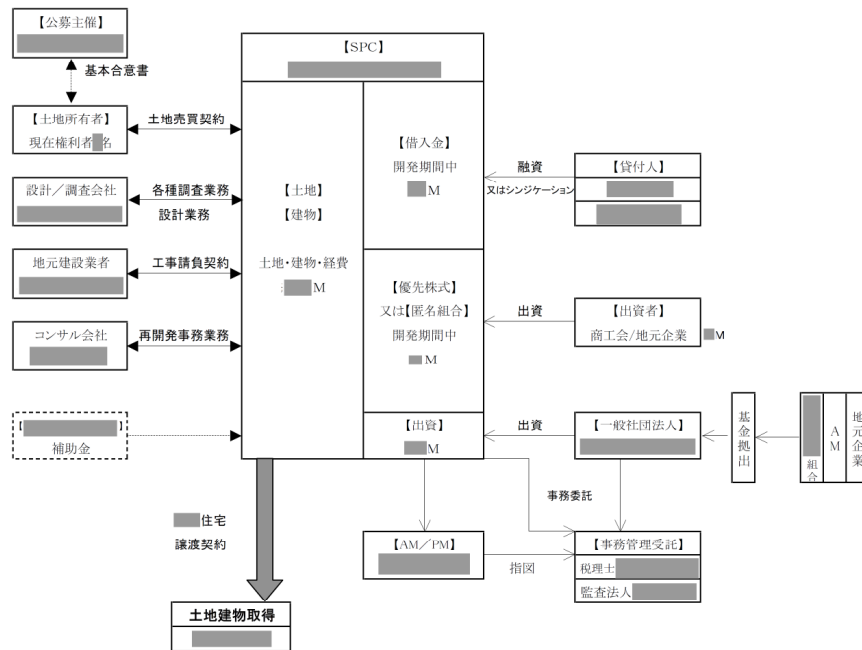
○対象不動産データ

所在	北海道
不動産の種類	住宅
構造・階層	鉄筋コンクリート造 6階建
面積・戸数等	延床面積 3,527.22 m ² (貸室総面積 2,362.07 m ² 、平均専有面積 51.35 m ²)・46戸

○証券化スキーム等の概要

ストラクチャー概要	専ら会社-優先株による出資方式
証券化規模	—
組成時期	—
運用期間	約2年間（開発期間中のみ）
想定利回り	2%（レンダー金利と同等に設定）

【スキーム図】



3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・ 検証過程中にスキーム候補4つのうち、以下の各理由により消去法にて最終案に決定。
- ①TMK方式：特定社債の調達が出来ないために断念。
- ②GK-TK方式：出口（取得予定者である市）が現物での取得を希望していること、信託受託者がいないこと（専門の信託会社であれば候補があるが、信託銀行でなければレンダーが認めない）から断念。
- ③KK-TK方式：AMが投資助言代理業の登録のみで、投資運用業登録をしていないため、不動産特定共同事業法に抵触し、断念。
- ④専ら会社・優先株による出資方式：普通株式引受者である一般社団法人に議決権を持たせ、SPCとAMが投資助言契約を締結する。二重課税は回避不可能だが、消去法にて決定。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・ 期限内に組成する予定であるが、当初予定のスケジュールより大きく遅延している。その理由としては、①市の意向対応等で方向性が二転三転したこと、②当初は保有SPCの組成を目指していたが、(i)借上、(ii)買い取り、(iii)直営の3パターンの開発手法の中で(ii)が最も有利であると結論づけられたため、保有SPCから開発SPCへスキーム変更を行うこととなった。

○苦労した点・今後の改善点

<レンダー関連>

- ・ 当初予定銀行の本部担当者が異動となり、新任の担当が消極的であるために本件融資に対する姿勢が急変した。その危機を感知し、スキーム変更と同時にもうひとつのレンダー候補にアプローチし、審査を同時進行で進めたため、無事に到着することができた。結果として、地方銀行と信用金庫の2行によるシンジケートローンとなる。

<スキーム関連>

- ・ AMが投資運用業登録をしていないために二重課税を避けられなかった。地方案件はプレイヤーと地元の人との顔が見える関係であり、法律抵触を回避する為の第三者AMをプレイヤーとして迎えることが難しい。早急に、投資運用業登録の要件を満たし、登録する必要があると感じた。

○その他（事業全般等について）

- ・ さまざまなスキームの実績を積みたいが、前述の通りそれぞれのスキームにハードルがあり、地方案件で実現することの困難を感じた。
- ・ 具体的には、
 - TMK → 特定社債の引受先は、地方銀行では不可能。
 - GK-TK → 地方案件受託してくれる信託銀行がない。
 - KK-TK → 投資運用業の登録が必要。
- ・ プレイヤーとなりうる企業とのネットワークと、投資運用業登録の必要性を強く感じた。
- ・ 今回、事業に参加させて頂き、質疑をさせて頂いたり、先生からの回答を頂いたことは、大変心強く、また組成への機動力となった。

事業提案H

1. 不動産証券化の目的とコンセプト

○不動産証券化の目的

- ・ 本件はいわゆる証券化と呼ばれる手法における最大の特徴であるリスク分散について、特に地域企業や地域金融機関が中心となってリスクの担い手となることに大きな意義がある。
- ・ 本件のようにその公共性から出資に賛同する多数の一般投資家からなる証券化型開発は事例も少ない（そのような投資家は通常の証券化スキーム以上にスポンサー・リスクや無限の事業リスクから隔離されるべき。）。
- ・ また、本件には行政からの出資が検討されてきた背景があり、行政による証券化案件への投資という点ではおそらく国内でも稀有な事業となることが予想される。

○証券化のコンセプト

- ・ 地元企業を中心とした出資者の顔ぶれ、地域金融機関を中心としたシンジケートローン、行政機関からの出資の期待、水族館事業の証券化、公共性ある施設の証券化、借地権が設定できない行政財産地上での開発事業の証券化など。

2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要

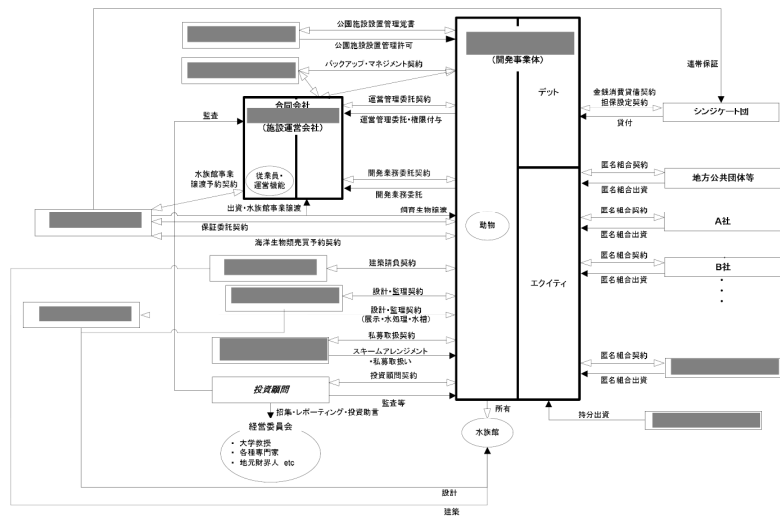
○対象不動産データ

所在	宮城県仙台市
不動産の種類	水族館
構造・階層	SRC造 2階建
面積・戸数等	延床面積 10,700 m ²

○証券化スキーム等の概要

ストラクチャー概要	GK-TK方式
証券化規模	83億円
組成時期	未定
運用期間	最長50年を予定
想定利回り	—

【スキーム図】



3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・当初、TMK スキームを組成する予定だったが、レンダーより減価償却を超える元本の期限前弁済を要求される可能性が高まり、導管性の確保が困難になった。
- ・また、土地の使用に関しての権利が借地権等の設定で担保されず、都市公園法による使用許可に基づく使用となることで、TMK の性質に適さなくなった。
- ・そこで GK-TK 方式を採用することで、導管性を確保し、かつ減価償却を超越する元本の期限前弁済にも対応できるようにした。
- ・一方で、賃貸借方式を取れば不動産特定共同事業法の適用を受けてしまうため、開発事業体 SPC は水族館運営事業を営み、そのほぼ全ての業務を新設運営会社に委託するスキームを構築することで、SPC としての機能の確保と不動産特定共同事業法の適用回避を両立。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・行政との交渉の難航、数度に渡る設計変更からスケジュールが遅延した。
- ・本件のような特殊資産に対するファイナンスに理解があり、抵抗が少ない金融機関はことごとくサブプライムショックの被害を直接的に被って融資検討が困難。
- ・また邦銀、政府系金融機関では、いわゆる純粋な「ノン・リコース」の融資に対しては知識・経験が浅く、結果として都銀、地域金融機関の融資シンジケート団の組成により資金調達を実施。
- ・その後 2010 年 1 月には市において本件に対する 10 億円の出資の予算化等の政策決定がなされ、建築審査会から水族館建設の同意を取得。
- ・しかし同年 2 月、市出資の前提となっていたスポンサーによる本プロジェクトへの匿名組合出資が困難になることが判明。スポンサーは土地売却で出資原資を確保する予定だったが、当該土地の売買契約締結後に、買主が決済を無視。直後、市は予算化の見送りを決定。本日時点では更なる案件の進捗には方向性が見えていない。

○苦勞した点・今後の改善点

- ・前号で記載した金融・経済環境の悪化には非常に苦しめられた。
- ・加えて本件では、関連プレーヤー間での知識・理解の共有には大変苦勞した。特に金融知識・技術面のみならず、ファイナンスや法務、税務、会計等の一般論においても理解が浅かったため予備的知識等に関しては全地域的な啓蒙活動が必要と認識。

○その他（事業全般等について）

- ・本件で志したのは、「民間による都市ストックの整備と行政による後方支援」を証券化という手法を用いて体現するという試みのモデル化である。民間資金とノウハウを活用して都市ストックを形成していく公共投資政策の新たな未来を示唆できればと考えた。
- ・結果的には仙台市の本件への出資予算化という一つのゴールには達成したが、直後にスポンサーの出資予定資金の調達の見込みの甘さが露呈することとなり、プロジェクトの進行は破綻した。
- ・本プロジェクトが一定の成果を収めるためには、対象施設の公益性に対する官民の合意形成と、行政の全面的なバックアップが不可欠であったように思う。
- ・本件では行政の負担するリスクは出資金相当額に限定されたが、それでも一部の出資金を公的機関が負担することは、施設、プロジェクト公益性の担保にも繋がり、出資者や金融機関の使命感・安心感に大変意義深い影響を与えたものと考察する。

事業提案 I

<p>1. 不動産証券化の目的とコンセプト</p> <p>○不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> ・当社としては、習得した不動産証券化スキルをビジネスの活動領域の拡大・資金調達が多様化に有効に活用していく方針。 ・当社が静岡における不動産証券化の先駆けとなり、不動産証券化を静岡においても身近なものとする事で、大都市圏に流れている地元不動産投資資金を地元にも還流させ、地域の活性化を目指していきたいと考えている。 <p>○証券化のコンセプト</p> <p>現在、東京都心部・3大都市圏等では多くの不動産投資案件で証券化手法が活用されているが、静岡は未だ証券化が未成熟な状況にある。</p> <p>今回、静岡のプレーヤーが行うことで、証券化のスキルの習得を図り、今後の静岡における不動産証券化の促進や証券化に関わる人材の育成に努めていきたいと考えている。</p>																			
<p>2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要</p> <p>○対象不動産データ</p> <table border="1"> <tr> <td>所在</td> <td>静岡県静岡市</td> </tr> <tr> <td>不動産の種類</td> <td>住宅、事務所</td> </tr> <tr> <td>構造・階層</td> <td>鉄筋コンクリート造 11階建</td> </tr> <tr> <td>面積・戸数等</td> <td>延床面積 1,363.81 m² (貸室総面積 1,128.2 m²)・住宅 21戸、事務所 3戸</td> </tr> </table> <p>○証券化スキーム等の概要</p> <table border="1"> <tr> <td>ストラクチャー概要</td> <td>GK-TK方式</td> </tr> <tr> <td>証券化規模</td> <td>5.1億円</td> </tr> <tr> <td>組成時期</td> <td>未定</td> </tr> <tr> <td>運用期間</td> <td>5年(テール期間3ヶ月)</td> </tr> <tr> <td>想定利回り</td> <td>4%～</td> </tr> </table>		所在	静岡県静岡市	不動産の種類	住宅、事務所	構造・階層	鉄筋コンクリート造 11階建	面積・戸数等	延床面積 1,363.81 m ² (貸室総面積 1,128.2 m ²)・住宅 21戸、事務所 3戸	ストラクチャー概要	GK-TK方式	証券化規模	5.1億円	組成時期	未定	運用期間	5年(テール期間3ヶ月)	想定利回り	4%～
所在	静岡県静岡市																		
不動産の種類	住宅、事務所																		
構造・階層	鉄筋コンクリート造 11階建																		
面積・戸数等	延床面積 1,363.81 m ² (貸室総面積 1,128.2 m ²)・住宅 21戸、事務所 3戸																		
ストラクチャー概要	GK-TK方式																		
証券化規模	5.1億円																		
組成時期	未定																		
運用期間	5年(テール期間3ヶ月)																		
想定利回り	4%～																		
<p>【スキーム図】</p>																			

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・当初は、適格機関投資家からのTK出資を見込んでおり、最も一般的なGK-TKスキームを予定していたが、リーマンショック以降の不動産投資環境の急速な悪化により適格機関投資家からの出資は困難な状況になり、金商法上の制約をクリアするため当初はTMKスキームでの組成を検討。
- ・最終的には、アレンジャー兼AMが投資運用業の登録を行ったため、GK-TKスキームに決定した。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・資金調達面で苦労をした。(財)不動産流通近代化センターの債務保証制度を活用することでノンリコースローンを増額する目処が立ち、また、関係各当事者の協力を仰ぎ組成コストを抑制することができ、資金調達面の課題が解消したが、国土交通省の事業実施期間内に、証券化スキームの組成をすることができなかった。

○苦労した点・今後の改善点

- ・資金調達面で苦労した最大の要因は、サブプライムローン問題に端を発する不動産投資環境の悪化であると思料する。
- ・対象物件は、好立地の競争力高い優良物件であり、平時であれば機関投資家からの出資も十分に可能性があったと考える。

○その他（事業全般等について）

- ・昨年要望したノンリコースローンへの公的保証制度等の整備については、(財)不動産流通近代化センターの債務保証制度により、金融機関からのノンリコースローンの増額が予定されている。
- ・また、上記の保証制度に加え、街なか居住再生ファンドからの出資も予定しているなど、本件は官民一体となった事業であり、今後地方において不動産証券化が浸透していくためには、こういった公的な支援が不可欠と思われる。

事業提案 J

1. 不動産証券化の目的とコンセプト	
<p>○不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> ・地方都市の中心市街地活性化基本計画区域内において土地と老朽店舗を取得し、1階を小規模カウンター飲食店街（4店）・2階と3階を共同住宅とする開発をしたいと考え企画。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・プレイヤーはAMと信託会社以外を地元中心に準備することができた。 ・経済合理性と証券化ノウハウ蓄積及び町の活力再生に資する、低廉な家賃での住宅の供給を目指す。 	
2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要	
○対象不動産データ	
所在	秋田県秋田市
不動産の種類	住宅、店舗
構造・階層	鉄骨造 3階建
面積・戸数等	延床面積 241.28 m ² (貸室総面積 175.60 m ²)・住宅 4戸、店舗 4戸
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	GK-TK方式
証券化規模	6,132 万円
組成時期	未定
運用期間	—
想定利回り	—
<p>【スキーム図】</p> <p style="text-align: center;">(当初予定していたGK-TKスキームによる組成が困難になったため空欄)</p>	

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

実現可能性が高いGK-TKスキームを想定した。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・当初、オリジネーターとして参加意欲を持っていた方がおり、もう一件の提案事業と一緒に組成することで、コストを分散して経済的に合理的なプロジェクトを進める計画であった。
- ・しかし、土地所有権先行取得で土地取得代と組成費用というリスクを取ることができなかったため別のオリジネーターを探すことが必要となった。しかし、発掘することができなかった。

○苦労した点・今後の改善点

- ・改めて、空洞化中心市街地で空き地が多く店舗商業施設が閉鎖された地域の不動産事業の困難性を理解。
- ・特に、本件のような極小案件では、経済性が取りにくく、他方、古くからの商業者は抵当権や銀行融資により、定期借地権スキームを取ることができない。
- ・スポンサーを探索するためには、将来性の説明ができるデータを先に集めて、企画することが必要であった。

○その他（事業全般等について）

- ・空洞化中心市街地の再生に証券化手法を用いるためには、いくつかの新しいソフトが必要だと考えられる。
- ・行政による信用補完は格別に効果がある。
- ・そして、時間がかかることを念頭に、継続的な補完措置と長期的で軽量の支援の枠組みが求められる。

事業提案K

<p>1. 不動産証券化の目的とコンセプト</p> <p>○不動産証券化の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> 古民家の再生・利活用には初期に建物再生にかかる費用が必要であるが、それらの額が高くなると事業の実施を阻害させてしまう結果となる。そこで、今後、古民家再生が面的な広がりを見ていくためには、経済的余裕のない所有者が建物再生を行っていただける事業スキームが必要である。その事業スキームは参加型のスキームがより望ましく、そのための一つの手法として不動産流動化が適当であると考えた。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> 当社では古民家再生事業を一部で実施しているが、証券化のノウハウがまったくないため、今回の事業推進により証券化事業のノウハウの蓄積を重視した。 対象物件が古民家（古い店舗）であるため、物件の状況に応じた適切な事業スキームを検討し、周辺の関係者との調整・協議も行いながら、事業化を検討していく。 																			
<p>2. 対象不動産及び証券化スキーム等の概要</p> <p>○対象不動産データ</p> <table border="1"> <tr> <td>所在</td> <td>島根県松江市</td> </tr> <tr> <td>不動産の種類</td> <td>店舗</td> </tr> <tr> <td>構造・階層</td> <td>木造 2階建</td> </tr> <tr> <td>面積・戸数等</td> <td>延床面積 88.58 m²</td> </tr> </table> <p>○証券化スキーム等の概要</p> <table border="1"> <tr> <td>ストラクチャー概要</td> <td>GK-TK</td> </tr> <tr> <td>証券化規模</td> <td>—</td> </tr> <tr> <td>組成時期</td> <td>未定</td> </tr> <tr> <td>運用期間</td> <td>—</td> </tr> <tr> <td>想定利回り</td> <td>—</td> </tr> </table>		所在	島根県松江市	不動産の種類	店舗	構造・階層	木造 2階建	面積・戸数等	延床面積 88.58 m ²	ストラクチャー概要	GK-TK	証券化規模	—	組成時期	未定	運用期間	—	想定利回り	—
所在	島根県松江市																		
不動産の種類	店舗																		
構造・階層	木造 2階建																		
面積・戸数等	延床面積 88.58 m ²																		
ストラクチャー概要	GK-TK																		
証券化規模	—																		
組成時期	未定																		
運用期間	—																		
想定利回り	—																		
<p>【スキーム図】</p>																			

3. 証券化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・事業提案時には所有者が物件の利活用を希望しており、建設会社へその相談をしていた。
- ・蔵元の建物を対象物件としていたが当初の改修費用が高額になること、検証事業の開始後に所有者の娘による建物の利用への反対意向が見られ、本物件で引き続き事業化の検討を行うのは難しい状況になった。
- ・そこで別物件として、市内における商店街空き店舗について検討を開始した。2階建てのこの物件は1階部分が空き店舗となっているものの、2階部分を所有者が利用しているという制約があった。
- ・そこで現場にて利用が可能な1階部分の定期借家権を証券化することを考え、そのために必要となるスキームを検討した。ただし、スキーム検討後に検討物件を通常の賃貸契約で借りたいという申し出が所有者にあり、今回検討した事業スキームの実施が困難となり、現在、事業化が一時中断している状況である。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ①未利用物件を対象としたデメリット：現在未利用となっている物件を証券化の対象としたため、どのように利用すればテナント利用者が確保でき、収益をあげる事業となるのか、という検討にかなりの時間を要してしまい、組成に向けた検討が十分できなかった。
- ②物件周辺のまちづくり事業関係者との十分な調整ができなかった：入居者が物件を利用して収益事業を実施することを検討した。しかし、そのためには周辺のまちづくり事業との関連性を検討する必要があるため、検討要素が増え、周辺の利害関係者との調整が必要となり、物件単独での事業検討が難しくなった。
- ③物件の選定ミス：今回事業対象物件については、空き店舗の多い商店街の中にあり、駐車場が周辺で確保しにくい、人が集まりにくい場所である等、賃貸物件としては不利な条件が多く、入居者を継続的に確保することがやや難しいことが予想された。
- ④証券化事業スキームに関する理解不足：組成に至れなかった最大の要因としては、組成に至るまでの必要なプロセスと証券化事業に関する詳細な事業スキームについて、十分な理解ができていなかったことが挙げられる。

○苦勞した点・今後の改善点

- ①対象物件をモデルにした具体的なスキームづくり：賃貸事業を成立させるための方法の検討のみに時間がとられてしまったが、アドバイザー委員の派遣を早い段階で受けることで、組成に向けた具体的なポイントを把握することができたと思われる。
- ②対象物件の選定の難しさ：賃貸事業を成立させるための検討に多くの時間を使ってしまったが、現在でもこの部分の解決策が十分に見出せていない状況である。物件選定にあたっては入居者が得られやすい物件を事業対象とすることが非常に重要である。
- ③所有者・賃貸希望者に対する事業実施によるメリットの情報提供：今回検討した物件については、一般の賃貸契約で利用したいという賃貸希望者が現れたことも、事業化に至れなかった原因の一つである。賃貸希望者及び地元のみまちづくり事業関係者、建物所有者を含め、証券化スキームでの事業実施に関して十分な情報提供ができれば、事業化ができたかもしれないと考えている。
- ④地元金融機関の理解不足：地元金融機関との協議の時点では、証券化事業に対して非常に後ろ向きであり、スキームはできたとしても事業として成立しないであろう、という認識であった。このため、地元金融機関の協力が得にくかった。

4.1.3. 不動産の流動化を完了した事例（不動産信託1事例、定期借地権2事例）
事業提案L（不動産信託）

1. 不動産信託の目的とコンセプト

○不動産信託の目的

- ・多くの古民家は、有効活用や売買に伴う取り壊しによって、駐車場や賃貸マンション、分譲住宅等にその姿を変えている。また、放置され、徐々に朽ちているものも多い
- ・このような古民家の有効活用を考えるにあたって、スクラップ&ビルトによらない方法を検討し、スキームに不動産信託を組み込むことによって、有効活用の障害となっている古民家オーナーの資金負担を低減する手法に取り組むこととした。

○信託事業のコンセプト

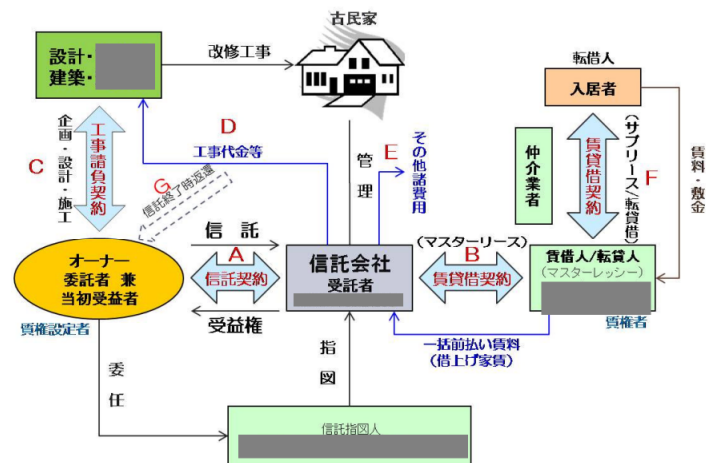
- ①人と地球にやさしいストック活用：今回の事業対象とした不動産は、江戸時代の建物とされるが、この古民家の再生は、究極のエコ住宅への蘇生であり、人と地球にやさしい200年住宅を創生することをコンセプトとした。
- ②古民家再生の新しくシンプル、かつ柔軟性の高いスキームの構築：オーナー、信託会社、転貸人（資金提供者）の三者によって事業化が可能となるシンプルかつフレキシブルなスキームの構築を目指した。
- ③民間による継続可能なスキームの構築：本事業スキームの構築に要した費用を除き、基本的には、同種の事業を採算ベースに乗せることを前提とし、民間による継続可能なスキームの構築を目指した。
- ④金融に頼らない資金調達と金融の地産地消：この事業スキームは、事業資金の調達を借上げによる賃料の一括前受け方式で得ようとするものである。金融機関に頼ることのない事業スキームによって実現可能とし、同時に「金融の地産地消」の仕組みを構築。
- ⑤ノウハウの蓄積と全国各地の古民家（町家）再生への活用：今回の事業過程において、蓄積したノウハウは「伝統的建造物群保存地区にある歴史的建造物」や「景観地区内の建築物」など、他に想定される古民家（町家）の保存・再生事業での活用を想定。

2. 対象不動産及び流動化スキーム等の概要

○対象不動産データ

所在	大阪府寝屋川市		
不動産の種類	住宅		
構造・階層	①～④木造平屋建		
面積・戸数等	①延床面積 192.93 m ²	②延床面積 58.52 m ²	④延床面積 123.02 m ²
	③延床面積 2.56 m ²		

【スキーム図】



3. 流動化事業の実施過程の検証と課題

○スキームを決定するに至った過程と理由

- ・これまでの古民家再生事業は、主として古民家オーナーに対する改修工事費の補助や、古民家オーナーからの買い取りによって組み立てられている。前者は、公的補助の予算には限度がある。また、後者は証券化があるが、資金調達面や事業コスト面、金融商品取引法に代表される法令の制約など、そのハードルは高い。一方、この信託による事業スキームは、不動産信託の馴染みは薄いものの、スキーム構造そのものは単純である。

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ①事業関係者の理解と協力が得られたこと：信託の受託、転貸借、改修工事など、本事業に関わることとなった全てのプレイヤーの協力と理解が得られたことが最大の要因。クライアントとの関係が良好、かつタイムリーであったことも大きい。
- ②多くの時間と労力をこの事業に注いだこと：我が国初の前例のない事業で、膨大な時間と労力を要した。会議・打合せ（セミナー、イベントを含む）は、6ヵ月間に100回を超え、参加者は延約600人であった。
- ③スキームに柔軟性があったこと：この事業に採用したスキームは、基本的にシンプルであり、そのことによって、事業実施計画立案段階で柔軟な対処が可能となった。
- ④オーナーの想い：家への愛着、物を大切に思うオーナーの気持ちが、本事業に携わった当組合員の心を動かし、江戸時代の古民家に息吹を吹き込むスキームを完成させた。
- ⑤マスターレシーの候補となる有限責任事業組合が存在し、本事業参画時において本事業の資金をまかなうだけの剰余金の存在。

○苦労した点・今後の改善点

- ①事業関係者の同意と参画：不動産信託が一般に馴染みがなく、常に不動産信託の基礎から説明する必要があった。また、有限責任事業組合の本事業への参画では、組合員全員の同意が不可欠であり、資料整備や条件提示などについての慎重な事前準備が求められた。
- ②信託契約と他の契約の整合性：信託契約と本事業独自のその他契約との間の整合性確保に、多くの労力を要した。例）土地建物使用貸借契約と改修工事部分の追加信託等
- ③事業計画の策定、事業計画の一部変更に対する対処：事業スキームがシンプルでフレキシブルであるがゆえ、大局的かつ公正な視点からの判断と調整が求められた。
- ④古民家の耐震性：事業計画初期の段階で、農家型古民家（伝統的木造建築物）の耐震性に関する調査や意匠設計について、多くの時間を費やすこととなった。
- ⑤信託契約代理店業との関係：アレンジャーたる当組合が、信託業法の定める信託契約代理業に抵触しないよう、信託の委託者に対する不動産信託の説明は、信託会社に依頼。
- ⑥古民家の価格査定と賃料設定：対象不動産がこの時代まで生き残ることができたことは、著しく低い市場流動性を示しており、価格査定と賃料設定の難しさを経験した。

○その他（事業全般等について）

- ・地方における不動産証券化ではプレイヤーの大部分をその地域で育てることが継続性への鍵となる。しかし、現実に地方にそれだけの市場があるかは疑問であり、また事業の命運が地域外の都合に大きく左右されるようでは、発展性は望めない。地方の力で活性化を図るためには、地域内で循環する「金融の地産地消」の流れを作ることが第一。
- ・本事業は、「一括前払い賃料」によって古民家の改修資金を調達するスキームであり、マスターレシーにパススルー課税が適用されるLLPを配置した。これにより信託会社以外に金融のプレイヤーは存在しなくとも実現できるスキームとなった。
- ・このノウハウが、全国各地の古民家等の保全・再生に活用されることを期待し、それをサポートしていきたい。同時に、まちづくりの必需施設の維持・確保のためのフルエキイティ型の不動産証券化（SPCやTMKを用いない受益権小口化）や、高齢者生活のセーフティネットとなりうる不動産信託を活用した資金調達等、今後も挑戦したい。

事業提案M（定期借地）

1. 定期借地の目的とコンセプト

○定期借地の目的

- ・土地を利用（借地）することで、所有する場合のコストを、商品（建物・ランドスケープなど）の付加価値に当てる事が出来る為。
- ・所有ではなく、利用することを価値観としてもっている富裕層をターゲットとすることで高付加価値のコミュニティを形成したい為。

○定期借地事業のコンセプト

- ・全て自社にて開発した。

2. 対象不動産及び流動化スキーム等の概要

○対象不動産データ

所在	沖縄県那覇市
不動産の種類	住宅
構造・階層	鉄筋コンリート造 2階建
面積・戸数等	延床面積 127.62 m ²

【スキーム図】

—

3. 流動化事業の実施過程の検証と課題

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・立地がよかった。
- ・商品コンセプトが良かった。

○苦労した点・今後の改善点

- ・県外移住者をターゲットにし、雑誌の取材を受けたり、東京での説明会にも参加し、物件ツアー（40名ほど・計2回）の受け入れも行ったが、成約に結びつくような顧客の獲得が難しい。販路の開拓に苦戦。
- ・定期借地権での資金調達が難しい。
- ・定期借地権を購入者へ理解させることが難しい。

○その他（事業全般等について）

- ・地方においては、不動産流動化・証券化どちらにおいても、大型商品になっていくと、県外の方々に購入してもらえるような販路確保が必要と感じたが、販路確保は最後まで課題となった。
- ・全てを自社にて行う事でノウハウは蓄積されたが、時間がかかる事でリスクが高まるように感じる。アウトソーシングによるリスク回避も重要ではないかと思う。

事業提案N（定期借地）

1. 定期借地の目的とコンセプト	
<p>○定期借地の目的</p> <ul style="list-style-type: none"> ・今回計画した事業は、定期借地権を使ったコンパクトマンションと戸建住宅を共存させた街づくりである。マンションと戸建を共存させた街づくりを定期借地権の制度を使って実現させるためには何が重要なのか等についてアドバイスも頂きながら実現させていきたい。 ・地方都市では、マンション生活といえども車の利用が多く、もし住宅地でのマンション建設が可能になれば、土地利用は益々幅を広げるものと思われる。 <p>○定期借地事業のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・地主が安心して安定した収益が確保され、住む人が健康で快適に住むことが出来る街づくりをするために以下の観点から定期借地事業を行なう。 ・定期借地権は土地を所有する目的から有効に使用するという目的になるため良い環境をつくりだすことが出来る、土地に対してお金をかけるのではなく建物にお金をかけることができるので室内に対しよい素材のものを使用できる、健康を増進できる環境を提供する、地主様が安心してできるシステムを構築して提供する、地域にとけこんだ建物であること。高さや色に注意をする。 	
2. 対象不動産及び流動化スキーム等の概要	
○対象不動産データ	
所在	愛知県安城市
不動産の種類	住宅
構造・階層	①鉄筋コンクリート造 3階建 ②木造 2階建
面積・戸数等	延床面積 546.58 m ² 延床面積 107.66 m ²
【スキーム図】	
—	

3. 流動化事業の実施過程の検証と課題

○自己分析（スキームを組成できた／できなかった要因について）

- ・ 今回の定期借地権事業が順調に進んで完成できたことは、地主にとってメリットが多くあり、将来に不安がないということを理解していただいたことで、土地が確保できた。
- ・ 通常の定期借地権では地主の収益が低いため、借地での利用を考えないケースが多々ある。しかし今回の事業は戸建とマンションとの提案で、収益面も多く納得の事業提案が出来たことが成功の原因だと思っている。
- ・ また、建物購入者も環境が良いことと、価値のある建物であることから、早期に完売できた。

○苦勞した点・今後の改善点

- ・ まずは土地を確保することが、一番大変なことだと思われる。
- ・ 定期借地権での成功例を全国に発表できる機会を設けていただき、安全で収益面でも高い土地活用を紹介できれば、土地確保もスムーズに行くと思われる。
- ・ 土地が確保されても購入者にとっても魅力ある建物でなければ、販売で苦勞する。
- ・ 私共は健康というキーワードで家づくりをして成功している。

○その他（事業全般等について）

- ・ 定期借地権を利用した不動産流動化を促進するには、税制面における優遇（例えば借地権の土地評価を下げる。）をしていただければ、土地所有者は借地に対して抵抗がなくなり、活用を考えるとと思われる。
- ・ 現在は相続税を払うために換金できる土地利用を考える。例えば駐車場利用や家庭菜園等の利用である。
- ・ 地方では商業地域での土地活用よりも住宅地での土地活用が圧倒的に多いと思われるが、住宅地では住宅としての活用か駐車場・家庭菜園等の活用しかない。土地所有者も自宅があれば余分な家は要らないため、住宅地として売るか貸す若しくは賃貸マンションの建設しか方法はない。
- ・ 土地を貸すと取られてしまうという昔のイメージをなくすことが出来れば住宅地での借地は数が多く出るのではないかと思う。成功事例をたくさん作りだせば、土地所有者からも理解が生まれると思う。
- ・ 住宅地であっても事業用借地と同じ程度の収益提案を考えることが成功の秘訣だと思われる。住宅地であれば、固定資産税・都市計画税の軽減があるため、大いに利用することが重要である。

4.2. 不動産証券化・流動化の手法を普及する上での課題

4.2.1. 支援対象事業者の報告等

本節では、実施過程報告書等を通じて支援対象事業者から得られた不動産証券化・流動化の手法を普及する上での課題に関する意見を取りまとめる。

(1) 不動産証券化

① 資金調達環境

景気や不動産市況など厳しい外部環境が背景となり、不動産はリスクを伴う融資先として、金融機関の融資姿勢は慎重だった。また、GK-TKスキームを想定する場合、オリジネーターのリスクテイクが成立しないと資金調達は難しかった。一方、一部の出資金を公的機関が負担すると、プロジェクトの公益性の担保に繋がり、他の出資者や金融機関に安心感を与えることになった。

② ノウハウ

地方には不動産証券化に精通するプレーヤーが少なく、不動産証券化に対する知識・理解の不足が、資金調達やプロジェクトの進行に影響を与えた。地元プレーヤーに向けた各種講演会を開催する等、証券化手法のメリットやノウハウの普及を行い、「証券化」や「ファンド」に対する抵抗感を抑えることが求められる。

③ 地方の不動産証券化市場

東京などの大都市圏とは異なり、地方には大規模で安定的な収益が見込まれる案件は少ないため、不動産証券化の市場規模は必ずしも大きくない。しかし、事業が社会福祉等の公益性を有していれば、収益性が低くとも地域住民の事業への参加が期待できることから、不動産証券化は地域活性化の有効な手法になるのではないかと。

④ 制度対応

規制や制度、コスト等のいずれの面においても、地方における不動産証券化のハードルは高い。公的機関による信用補完、金商法の規制緩和、税制上の優遇措置、その他地方の小規模案件の証券化にも馴染むような新たな制度が創設されれば、不動産証券化が地方に波及するのではないかと。

(2) 不動産流動化

① 信託

事業関係者に対し、不動産信託の基礎から説明する必要があった。地方における不動産証券化・流動化には、プレーヤーの育成や、必要な資金を地方で調達するノウハウの蓄積と活用が必要である。

② 定期借地権

関係者に定期借地権の仕組みを理解してもらうこと、定期借地権を活用するための土地の確保、販売経路の確保が難しかった。定期借地権の成功事例を公表するなど、制度の理解の促進が必要である。

4.2.2. 不動産証券化・流動化の手法の普及を図るための視点

(1)「地方における不動産証券化市場活性化事業」実施の成果

不動産の証券化・流動化は、不動産の所有と利用の分離やリスクとリターンの分散的組み立てが可能になることなどから、不動産の有効活用に向けた手法上の選択肢を増やし、地域活性化のための有効な手段になりうるものとして、その活用が期待されている。

しかし、不動産の証券化・流動化を促進するためには人材とノウハウが必要であり、特に地方においてはこれらの不足が顕著である。このため、国土交通省では、平成19年度より3ヶ年にわたって「地方における不動産証券化市場活性化事業」を実施し、地方において不動産の証券化・流動化に取り組む事業者を支援してきた。

「地方における不動産証券化市場活性化事業」を契機として、地方の不動産事業者とアドバイザー委員とのネットワークができたことにより、組成に至った事例も複数にのぼる。地方において不動産証券化等に取り組む事業者にとっては、有益な場を提供できたものと考えられる。

(2) 支援対象事業者の報告等による考察

① 対象物件の掘り起こし

不動産の証券化・流動化では、安定的に収益を確保することや、組成コストを吸収するため、一定の規模を有することが求められる。このような条件に合う物件として、地方においては、安定した需要を確保できる集合住宅など住居系施設が想定され、需要の変動(縮小)が想定される業務ビルや商業施設を対象とすることは難しい。また、地方では小規模物件が中心となるため、組成コストの吸収が困難であり、魅力的な物件の掘り起こしが課題となる。

一方、対象物件が、文化施設、福祉施設、健康施設など公益性の高い施設である場合、需要動向が比較的予測しやすく、確実性の高いリターンが期待される。また、地域住民からの支援も得やすいことから、これらの施設は、地方における不動産証券化・流動化の有効な対象案件として捉えることができるだろう。

② スキームの選択

地方における不動産の証券化については、合同会社(GK)を用いる GK-TK スキームと特定目的会社(TMK)を用いる TMK スキームを活用することが多い。GK-TK スキームは、その設計において全般的に柔軟性が高いことから、不動産証券化において最も活用され

ている仕組みである。しかし、投資物件を信託受益権化しなければならないため、信託受益権を引き受ける信託会社（金融機関）を探す必要がある。TMK スキームは、信託受益権化が難しい場合には有効な仕組みであるが、資産流動化法に基づいて証券化することから、資金調達方法が限定され、取得対象不動産もあらかじめ特定される。

このような特性を踏まえ、それぞれの案件やプレーヤーの事情に合わせて柔軟にスキームを選択することが求められる。

③ 資金調達の環境整備

経済状況の悪化から、不動産証券化・流動化に対する地方の金融機関からの融資が難しく、特に不動産証券化に対してネガティブな意識があることが指摘されている。地方の金融機関は、大手金融機関に比べ、地方物件のきめ細かな調査に基づいた的確な投資判断を行うことができることから、地方における不動産証券化・流動化において、重要な存在であり、不動産証券化・流動化に対する理解が求められる。

一方、事業者側は、金融機関が取り組みやすくなるような方策の提示や、あるいは、金融機関に頼らない不動産証券化（フルエクイティによる不動産証券化等）・流動化手法の検討を行うなど、柔軟な対応が必要であろう。

④ ガバナンスの確立

不動産の証券化・流動化においては、複数の関係者が関わることから、収益管理、債権回収の体制等マネジメント体制を構築するとともに、利益相反等が生じないようにガバナンスの確立を図る必要がある。また、投資家等の利益構造が複雑に絡むため、外部に対して事業内容や財務会計状況等の情報について、透明性を高めることが求められる。

⑤ ノウハウの習得と普及

不動産証券化・流動化の案件に限られる地方においては、プレーヤーがノウハウを習得する機会も限定的であり、公的機関等による研修・啓発活動や不動産証券化・流動化の活用事例の紹介等が求められる。また、本事業において収集・公表される不動産の証券化・流動化に必要な書類が、不動産の証券化・流動化スキームの組成の参考となるとともに、不動産証券化・流動化の経験者が、新たな案件の発掘を行い、習得したノウハウが普及されることが期待される。

(3) 今後の課題

本事業により、複数の案件が不動産の証券化・流動化の組成に至ったものの、地方において不動産証券化・流動化に関わるノウハウが十分蓄積・普及したとは言い難く、人材は不足している。このため、今後も地方の不動産市場の活性化を促進するために、不動産証券化・流動化手法のノウハウ蓄積と人材育成の推進が求められる。

また、地方においては、現在のスキームに基づく不動産証券化・流動化をアレンジす

るためのコスト負担に見合う規模や収益性を持った証券化・流動化の対象になり得る物件は、大都市に比べて極めて少ない。対象になり得る物件が増えれば、事業機会が増え、ノウハウの蓄積と人材の育成の機会も増えるという好循環が生じる可能性も高まる。このため、小規模物件の不動産証券化にも馴染むような新たな証券化手法を開発する等、地方のニーズに応じた多様な事業手法の開発が求められる。

附属資料

■問い合わせ票（随時受付分）の主な質疑及び回答一覧

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
スキームについて (ストラクチャーの組成等に関する事項)	<p>【質問】 GK-TK スキームにおいて、SPC の運用(AM) を投資運用業登録会社に一任運用して金商法要件をクリアしようと考えております。この場合、AM 会社は SPC 自体の売却なども含めて全く任意に運用できるのでしょうか。 また、上記において、組成関係者の運用意向を AM 会社に反映させる措置はどのようにしたらよろしいのでしょうか。</p> <p>【回答 1】 (SPC の運用について) (1) GK-TK スキームでは、匿名組合契約上の営業者である SPC との間で AM が契約を締結するのが通常です(というか AM 不在は事実上極めて困難といっても過言ではないでしょう)。そのときに締結される AM 契約ですが、投資運用業登録会社に一任運用されるということです。いわゆる投資一任契約の種類の AM 契約を締結されるわけですね。結論的にいいますと、このタイプの AM は、対象資産(みなし有価証券である不動産信託受益権)の取得から売却まで、自由に任意に行うことができます。投資一任契約は、「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を委任されること」(金融商品取引法 2 条 8 項 12 号ロ)を内容とします。投資判断を委任されるということは、投資家(SPC)に代わって判断できるということです。投資家にいちいちお伺いを立てる必要がありません。また、投資判断の一任だけではなく、投資権限も付与されることとなります。従って、例えば、信託受益権の売却という行為を例にとると、出口において相手方を探してきて交渉を行い、信託受益権売買契約を代理人名義で締結して決済するまで、すべて運用会社だけの判断で行えることとなります。この場合、運用会社は第二種の登録を要さないとも言われています。売却も運用行為の一貫ということです。</p> <p>(2) AM との間で一任契約にすれば、投資助言の場合の、実質的投資家たる匿名組合員の関与という問題は不要になりますので、匿名組合性の観点からは楽になります。</p> <p>(3) なお一任でも二つの種類があるのでご注意ください。投資一任契約のなかでも、委託者たる SPC が投資判断の全てをアセット・マネージャーに委託する場合に適用される定義府令上の類型と、一部の委任でもよい定義府令を使わない類型のものです。前者の定義府令の類型では、全部一任しか認められておらず(逆にいえば SPC などが投資判断をする余地はなし)、適用に際していくつかの要件があります(TK 契約や AM 契約に一定の事項を記載し、また、AM による事前届出制になっている)。しかし、この定義府令を使う場合のメリットは、匿名組合の営業者たる SPC は自己運用業に該当するにも拘らず、投資運用業の登録義務から除外されることです。いわゆる適格機関投資家等特例業務とする必要もないため、匿名組合員の中に適格機関投資家を置く必要がなくなります。自己運用業とは、金商法 2 条 8 項 15 号で規定されている行為で、TK の営業者(SPC)が有価証券投資をする場合に営業者の業務が自己運用業になり、投資運用業の種類の登録をしなければならないというものです。自己運用業の登録を回避するためには、TK 投資家(匿名組合員)の中に最低 1 人の適格機関投資家が必要となります。あるいはここで述べた定義府令を使った種類の投資一任契約を投資運用業登録した AM と締結する必要があります。</p> <p>(組成関係者の運用意向を AM 会社に反映させる措置について) (1) 問題は、一任契約をした場合に、組成関係者の意向をどの程度反映できるかです。実務的なことを少し述べると、株式運用の世界では珍しくない一任運用は、不動産信託受益権の世界ではどの程度一般的かというと、それほど一般的ではありません。確かに、最近の AM 契約では一任契約型のものが出てきました。しかし、それらの多くは、売却のような重要な投資行為については、委託者たる SPC の背後にいる実質的投資家である匿名組合員から事実上の承諾を取る運用をしています。例えば、一任契約でも、定義府令の類型を使わないものは、全部又は一部の一任とあるように、売却まですべて一任する必要ではあ</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>りません。あるいは、売却のなかでも、ある一定の事項、例えば金●●円以下での売却については事前に委託者（SPC）の承諾を要するというような決め方もあります。なお、委託者である SPC やその投資家の意向を反映させることは特に問題はないのですが、それ以外の例えば、投資家でもない第三者（例えばスポンサー）の意向を反映させることはできません。そのような第三者が投資判断の一任を受けているとも見なされる可能性があるからです。</p> <p>(2) 注意しなければならないのは、定義府令の類型は全部一任でなければならないので、委託者の意向を反映できないということです。ただ、売却時に拒否権を委託者に持たせるような消極的なものであれば、全部一任の趣旨に反しないというバブコメがあります。</p> <p>【回答 2】 SPC が、投資運用業者である AM 会社に運用権限の全部を委託する場合、当該 SPC は投資運用業登録が不要となります。そのためには以下の条件を満たすことが前提となります（定義府令第 10 条第 1 項第 10 号イ～へ）。</p> <p>(1) オリジネーターが投資運用業者である AM 会社との間で、投資運用業務の全てを委託するための投資一任契約（有価証券の価値などの分析に基づく投資判断を一任し、当該投資判断に基づいて当該相手方のために投資を行うのに必要な委任をする契約）を締結すること。</p> <p>(2) 投資者との「出資契約等」において AM 会社（投資運用業者）の商号・名称、投資一任契約の概要、報酬額などを定めていること。</p> <p>(3) 出資契約等と投資一任契約で、AM 会社（投資運用業者）が忠実義務や善管注意義務を負う旨と、原則として集団投資スキームの全出資者の同意を得なければ、自己取引・運用財産相互間取引を行えない旨を明記すること。</p> <p>(4) SPC による事業財産の分別管理を AM 会社（投資運用業者）が監督すること。AM 会社（投資運用業者）が予め SPC に関する一定の事項を金融庁長官に届け出ること。</p> <p>以上の条件を満たせば、AM 会社（投資運用業者）は SPC の資産の一任運用が可能となります。</p>
スキームについて (ストラクチャーの組成等に関する事項)	<p>【質問】 SPC が法定再開発事業の施行者となることは可能でしょうか。また、全国的にそのような事例はありますか。</p> <p>【回答】 (1) 法定再開発事業における施行者の一つに「再開発会社」がありますが、この会社の設立要件を見る限り、これを SPC スキームで行うことは可能と考えられます。</p> <p>(2) しかしながら、SPC をストレートに施行者とした事例は見つけることができませんでした。</p> <p>(3) なお、SPC がどのような形で再開発事業に関与するかのスキームにつきましては、「都市・建築・不動産企画開発マニュアル 2008 年版」を参考にして下さい。</p>
スキームについて (ストラクチャーの組成等に関する事項、税制に関する事項)	<p>【質問】 KKSPC で、二重課税を回避する方法はありますか。</p> <p>【回答】 大まかに次の 2 つの方法が考えられます。</p> <p>(1) TK 契約の利用 GKTK スキームと同様に、KKSPC を営業者とする TK 契約を締結してエクイティ出資を受ければ、二重課税を回避することが可能です。この場合の留意点は、GKTK スキームと同様です。</p> <p>(2) スキーム期間中の損益発生を予測して、KKSPC に発生する利益を抑える方法 スキーム期間中の損益発生を予測して、デット投資等に対する利払い等により KKSPC に残存する利益を抑える方法が考えられます。ただし、この方法は投資対象が優良債権等である場合には損益予測が比較的確実に行なえることから実現性は高いですが、投資対象が不動産である場合には損益予測の変動確率が高く、予想外の課税が発生したり、資金ショートしてしまったりする可能</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	性が考えられ、実現することは難しいと思われます。
スキームについて (税制に関する事項)	<p>【質問】 出資の方法として、優先株式とするか匿名組合出資とするかを検討しております。匿名組合出資であれば、二重課税回避可能かを教えて下さい。</p> <p>【回答】 法律上も匿名組合契約として有効に成立していること、前回回答*を網羅することを前提と致しますと、原則として SPC における導管性が確保され、二重課税は回避されると考えます。</p> <p>ただし、TK 事業において税務調整が生じる場合（交際費や寄附金の支払いがある場合、税務上認められない貸倒損失や貸倒引当金を計上する場合、減損損失を計上する場合等）には、営業者において課税が生じる可能性があるため、これを軽減することと、営業者において生じる納税額を確保するために、TK 契約において工夫を施す必要があります。</p> <p>具体的には、以下のような条項等を TK 契約上に記載することが考えられます。</p> <p>(1) (計算期間の定義の次に) 但し、計算期間が開始した以降、終了日より前の日に営業者の決算日または解散の日等、営業者の法人税法上の事業年度が終了し、または、終了したとみなされる日が到来した場合においては、計算期間もその日に終了したものとみなす</p> <p>(2) 営業者は、日本において一般に公正妥当と認められた会計原則に従い（但し、日本国の税法上、かかる会計原則と異なる取扱いが適用される場合には、当該税法上の取扱いに従う。）、匿名組員に分配する匿名組合事業の損益を計算する。</p> <p>(3) 匿名組員は、不動産又は受益権を売却したことにより租税特別措置法第 62 条の 3、第 63 条の土地重課制度で課税される法人税及びそれにより増加する住民税が発生する場合には、その合計額を 100% から営業者に対する法人税及び住民税の実効税率の合計を控除した割合で除した金額を負担するものとする。</p> <p>(4) 営業者の本事業に係る損益分配の計算について、会計上の損益に、営業者の法人税法上の所得を計算する上で調整が必要な場合（本件営業者の法人税申告期限後に判明したものを含む。）には、会計上の分配すべき損益に以下の調整項目のうち①と②については、その合計額に {実効税率 / (1 - 実効税率)} を乗じた金額を減算し、③についてはその金額を加算して分配する。</p> <p>①法人税法及び租税特別措置法（以下、「法人税法等」という。）の規定に基づき申告調整を行う項目の内、交際費、寄付金、その他法人税法等に基づく社外流出項目に係る申告調整すべき金額（法人税法等に基づく、資本金等の額を構成するもの、受取配当等の益金不算入額及び特別控除項目を除く。）</p> <p>②①に規定する社外流出項目以外で法人税法等の規定により申告調整すべき金額（以下、「内部留保項目」という。）のうち、本件匿名組合契約終了時において残存する個別評価金銭債権、未償却繰延消費税、資産売却後に賦課される当該資産に係る固定資産税・都市計画税、資産売却後に役務完了する当該資産に係る資本的支出、その他終了する本事業に係る回収可能性の乏しい資産について、分配損益の計算上全て損失として処理することとした場合における当該損失の額</p> <p>③ ②に規定する内部留保項目以外の内部留保項目</p> <p>*前回の質疑及び回答 (質問) ヴィーグルを専ら会社となる可能性が高まったため、TK を組み合わせて二重課税回避する方法を検討しておりますが、税務的、法的に注意点をお知らせ下さい。</p> <p>(回答) 税務的な見地からは、株式会社を匿名組合事業における営業者として使用した場合においても、合同会社を営業者とする場合と特に変わるものではありません。</p> <p>TK を利用する場合の一般的留意点について、以下に記載させていただきます。</p> <p>①導管性を確保するためには、営業者の事業年度末と TK 契約における TK 計</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>算期間の末日を一致させる必要がある。</p> <p>②TK 事業に属する収益と費用について、明確に定義しておく必要がある。(特に、営業者固有の事業がある場合)</p> <p>③TK 契約に基づく現金分配について、利益分配額を超えて現金分配を行なった場合の超過部分の取り扱い (TK 出資の払戻しとするのか、利益相当額の前渡しとするのか) や、損失分配により TK 出資が毀損した後の現金分配額の取り扱い (毀損した TK 出資を補填した後でなければ現金分配できないのか、そうでないのか) 等を契約において決めておく必要がある。</p> <p>④TK 出資を優先劣後構造とした場合には、それぞれのリスクとリターンが整合している必要がある。</p>
<p>スキームについて (税制に関する事項、法律面に関する事項)</p>	<p>【質問】 ヴィークルが専ら会社となる可能性が高まったため、TK を組み合わせて二重課税回避する方法を検討しておりますが、税務的、法的に注意点をお知らせ下さい。</p> <p>【回答 1】 税務的な見地からは、株式会社を匿名組合事業における営業者として使用した場合においても、合同会社を営業者とする場合と特に変わるものではありません。TK を利用する場合の一般的留意点について、以下に記載させていただきます。 (1) 導管性を確保するためには、営業者の事業年度末と TK 契約における TK 計算期間の末日を一致させる必要がある。 (2) TK 事業に属する収益と費用について、明確に定義しておく必要がある。(特に、営業者固有の事業がある場合) (3) TK 契約に基づく現金分配について、利益分配額を超えて現金分配を行なった場合の超過部分の取り扱い (TK 出資の払戻しとするのか、利益相当額の前渡しとするのか) や、損失分配により TK 出資が毀損した後の現金分配額の取り扱い (毀損した TK 出資を補填した後でなければ現金分配できないのか、そうでないのか) 等を契約において決めておく必要がある。 (4) TK 出資を優先劣後構造とした場合には、それぞれのリスクとリターンが整合している必要がある。</p> <p>【回答 2】 ヴィークルを専ら会社とするという趣旨は、株式会社を SPC 的に使うという意味と理解しました。 (1) 株式会社としての機関設計 株式会社を SPC 的に使うという意味では、そのヴィークルとなる株式会社の機関設計も重要です。レンダーの視点からも、維持コストがかからない簡易平明な組織となる必要がありますが、株式会社の場合には、いろいろな機関設計が可能であるなかで、SPC 的に使うとなると、取締役会設置会社でない一番簡易な組織にすることになるでしょう。 (2) 株式会社に対する会社更生法の適用 ヴィークルを合同会社とする場合には、合同会社には会社更生法の適用がないというメリットがあります (このメリットはレンダーにとって必要で、レンダーがヴィークルの有する資産に担保権を有していても、会社更生法のもとでは、その担保権を自由に行使することができなくなるのに対して、民事再生法、破産法では、担保権を倒産手続外で行使できるというメリットがあります。これを別除権と呼びますが、会社更生手続には別除権はありません)。ただ、昔の有限会社をヴィークルとして使っていた場合には、現在、特例有限会社となっておりますが、この特例有限会社は株式会社とみなされているので会社更生法は理論的には適用があることとなります。しかし、レンダーとしては、特例有限会社の利用を認めていますので、会社更生法適用リスクは、株式会社をヴィークルに使う場合の致命的な欠陥にはならないでしょう。 (3) 不動産特定共同事業法の適用 ヴィークルの法的性格が何であれ、ヴィークルが不動産現物を取得し、保有、売却するとすると、そのような会社 (ヴィークル) が匿名組合出資を受ける場合には、不動産特定共同事業法の適用があります。この適用を受けないためにヴィークルの保有資産の形態を信託受益権にしておくことは、合同会社をヴィークルに持つ場合と全く同じです。</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>(4) 信託受益権を保有するヴィークルが匿名組合出資を受ける場合に必要な金融商品取引法上の要件 これも合同会社をヴィークルとして利用する場合と異なるところはありません。</p> <p>①専ら会社である株式会社は、匿名組合員から出資を受けて、有価証券としての不動産信託受益権を取得することになるので、当該株式会社は金商法上の自己運用業をしていることになり、原則として投資運用業の登録が必要です。例外として、適格機関投資家等特例業務の届出(金商法 63 条)をすれば不要ですが、この届出をするためには、匿名組合員のなかに最低 1 人以上の適格機関投資家がいなければなりません。また、匿名組合員全体の人数も 50 人を超えることはできません。</p> <p>②匿名組合員の有する権利(匿名組合契約上の匿名組合員の権利)も有価証券となりますので、匿名組合員を募集することは、有価証券の取得の勧誘行為となり、原則として第二種金融商品取引業者に私募の取扱業務委託を行う必要があります。</p> <p>③ヴィークルとしての株式会社に実質的経営判断のできる取締役が就任していれば問題ありませんが、そうではなく、ヴィークルを SPC 的に利用する結果、取締役は外部の公認会計士のみで実質的経営判断のできない人が就任するとすると、SPC に投資助言や、SPC のために投資判断を行う、金融商品取引業者の存在が必要といわれる場合もあります。</p>
<p>ノンリコースローンのモニタリングについて (資金計画に関する事項)</p>	<p>【質問】 デット相談先の●●銀行は NRL を実行するにあたり、モニタリング業務における、3ヶ月ごとの鑑定評価と、オペレーションの適正確認を要請して来ています。東京に所在する、実績あるモニタリングプレイヤーからのモニタリングが必要でないかと、銀行内で考えています。このモニタリング費用は相当の高額で、負担に耐えられないことは明白です。 つきましては、金融庁のモニタリングに対する監督基準と、モニタリングレポートのボリューム、及び内容についてご教示いただけると助かります。</p> <p>【回答】 金融庁のノン・リコース・ローンについての考え方については、「金融検査マニュアル(平成 20 年 10 月) 資産管理態勢の確認検査用チェックリスト別表 1. 債権の分類方法 (3) 債務者区分 及び (7) 債権の分類基準」に記載されています。 同マニュアルは、「(3) 債務者区分」の項において、「プロジェクト・ファイナンスの債権については、回収の危険性の度合いに応じて、見做し債務者区分を付して分類を行なうことに留意する」と規定しています。さらに『プロジェクト・ファイナンス』とは、例えば、ノン・リコース・ローンのように、特定のプロジェクト(事業)に対するファイナンスであって、そのファイナンスの利払い及び返済の原資を原則として当該プロジェクトから生み出されるキャッシュ・フロー(収益)に限定し、そのファイナンスの担保を当該プロジェクトの資産に依存し行う金融手法である。」と規定しています。この考え方は、不動産証券化、流動化における一般的なノン・リコース・ローンに対する考え方と同等変わらないものと思われま。</p> <p>また、「(7) 債権の分類基準」の項においては、「プロジェクト・ファイナンスの債権について、回収の危険性の度合いに応じて見做し債務者区分を付して分類されているかを検証する。」と規定しています。見做し債務者区分とは、プロジェクト自体は事業法人ではないにも拘らず、プロジェクトをあたかも債務者のように見做して、これに債務者区分を付すことです。見做し債務者に対しても、通常の債務者区分を付す時と同様の信用リスク管理をもって回収の危険性に応じて見做し債務者区分を付しているか否かを金融庁検査において検証するものと思われま。</p> <p>「金融検査マニュアル」においては、モニタリングレポートの内容等についての具体的記述は見当たりませんが、金融庁検査を実施するに際しては前述の考え方を基本にして、個別事例ごとの実態に即して判断していくものと思われ、モニタリングレポートの内容等を一律に規定してはいないようです。</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
ノンリコースローンのモニタリングについて (法律面に関する事項)	<p>【質問】</p> <p>一般社団法人と合同会社 SPC の役員候補者から、「私たちが役員となった場合、何に対して、どのような責任を負うのでしょうか？」と尋ねられました。</p> <p>一般社団法人はスポンサーが最劣後の SPC 出資のため設立する、倒産隔離を図る法人です。基金拠出スポンサーは議決権を有せず、出資をしない社員が議決権を有し役員（理事）となります。</p> <p>合同会社 SPC は当該一般社団法人を匿名組合出資者として設立されますが、役員（業務執行社員）は一般社団法人の理事就任者その他の出資をしていない社員が就任することを想定します。地方では収益性が低いため報酬も低額となります。バランスを説明するには、具体的な責任の範囲を示すことが必要ですが、ご教示下さい。</p> <p>【回答】</p> <p>(1) 合同会社の場合には、業務執行社員が役員ということになります。本件のような仕組みの場合には合同会社には社員を 1 名しか置かないので、その者が代表社員であり業務執行社員でもあるということになります。業務執行社員は、その任務を怠ったときは、これによって生じた損害を会社に対して賠償する責任を負うとされています（会社法 596 条）。実際には、業務執行社員が法人の場合には（本件のように一般社団法人が業務執行社員になる場合も同様）、個人である職務執行者を選任しなければならないので（598 条 1 項）、通常は、一般社団法人の理事の方が同時に合同会社の職務執行者を兼ねるといったことが行われています。いずれにしても、この職務執行者の個人は、業務執行社員と全く同じ責任を負いますので（598 条 2 項）、合同会社に対して善管注意義務を負うということになり、通常の株式会社の取締役と同じと考えて良いこととなります。合同会社においても、株主代表訴訟のようなものがあり（社員代表訴訟、602 条）、会社が職務執行者に対する損害賠償請求をしない場合には、社員が会社に代わり訴えることができます。</p> <p>合同会社の社員は、また職務遂行上、第三者に与えた損害の賠償義務も負います（故意又は重過失の場合、597 条）。</p> <p>合同会社の職務執行者の責任としては、会社に対する善管注意義務違反（職務懈怠）と第三者に対する故意・重過失による不法行為責任という二つのものがあることとなります。このうち会社に対する責任というのは、事業について実質的判断を期待されていない方が、単に何もしなかったという理由で任務懈怠といわれるものではありません。会社の金を不当に利用して会社に損害を与えたとかいう積極的な悪事をするような場合には責任を負いますが、これは当然です。なお、合同会社の場合、明文規定はないものの、後述する一般社団法人の場合のように社員全員による同意によってしか損害賠償を免除できないとするような規定はなく、定款による損害賠償の免除も可能であると解釈されております。従って、合同会社の定款には会社法 596 条の責任を免除するという規定をおくことが考えられます。</p> <p>この定款による免除規定は、第三者に対する不法行為責任には及びません。ただ、第三者に対する不法行為というのは、まず、本件のような合同会社の職務執行者には無関係の世界と思います（何か悪巧みをして第三者に被害を与えるような極端な場合は別ですが）。</p> <p>(2) 一般社団法人について、理事と監事が役員ですが、監事は任意となりましたので、理事 1 名だけでも可能です。ちなみに別途、社員というものが需要ですが、社員は職務の執行をしませんので、特に責任問題を議論する必要はないと考えられます。では、理事や監事はどのような責任を負うかですが、合同会社で述べたような、会社に対する善管注意義務違反に愛する賠償責任と第三者に対する不法行為責任があります。</p> <p>一般社団法人の場合も、役員（理事・監事）は任務懈怠による損害賠償責任を一般社団法人に対して負っていますが（一般社団法人法 111 条）、一般社団法人の場合には、原則として、総社員の同意がある場合のみ、あるいは善意・無重過失の場合には社員総会の特別決議（同法 49 条 2 項 3 号）で、役員員の損害賠償責任を免除することができるとされております（同法 112 条）。合同会社のように定款で責任免除規定をおけないかという点については、監事設置一</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>一般社団法人で、理事が2人以上ある場合に限り、一定限度で認められています（同法 114 条）。すなわち、定款に記載した場合には、理事の過半数の同意によって、限度を定めて役員を責任を軽減することが可能です（同法 113 条、114 条）。</p> <p>理事が1人である場合には、定款による役員損害賠償責任の免除の適用はなく、総社員の同意によって損害賠償責任を免除（あるいは、社員総会の特別決議によって損害賠償責任を減免）することになります。</p> <p>なお、一般社団法人の理事は何をするかという、一般社団法人は合同会社の社員で、別途、職務執行者を選任しております。ということは社団法人の理事としては、合同会社の職務を執行する者ではないので、殆ど何もすることがないということになります。但し、社団法人が選任した職務執行者の選任監督につき責任を負うということが考えられます。第三者の選任監督というのは、第三者の行為に目を尖らせていないといけなないので、嫌な側面があります。その観点からは、理事が自ら職務執行者になれば、合同会社の職務執行さきちんとやれば、監督責任は発生しないということになります。</p> <p>念のためですが、合同会社の事業が成功したり失敗したりすることはありますが、基本的に職務執行者は、事業上の責任を個人で負うものではありません。事業上の責任はあくまで法人としての合同会社が負うものであり、役員として責任を負うのは、役員としてやってはならないことをした場合です。</p>
<p>中古オフィスビルにおける「建物付属設備」の耐用年数について (税制に関する事項)</p>	<p>【質問】 築 17 年のオフィスビルにおける「建物付属設備」の耐用年数は何年になるのでしょうか。 法定耐用年数の 15 年を既に経過している場合は、簡便法では「耐用年数＝法定耐用年数×20%」となり、15 年の 20%で 3 年となりますが、税法上の「中古資産を取得して事業の用に供した場合には、その資産の耐用年数は、法定耐用年数ではなく、その事業の用に供した時以後の使用可能期間として見積もられる年数によることができる」とされているので、今回証券化を検討している経過年数 17 年目のビルの建物付属設備の耐用年数を、簡便法の 3 年ではなく、証券化期間に合わせて 5 年にすることは可能でしょうか。</p> <p>【回答】 ご認識のとおり、中古資産の耐用年数については、その資産をその用に供した時以後の使用可能期間を見積って耐用年数とすることができます（耐用年数省令 3 条 1 項 1 号）ので、5 年という見積もりが妥当なものであれば、耐用年数を 5 年とすることは可能と考えます。ただし、ここでいう「使用可能期間」とは、その資産を物理的に使用することが可能である期間を意味していると考えられますので、証券化期間が 5 年であることをもって、見積耐用年数を 5 年とすることは適当ではないと考えます。</p> <p>一方で、見積りが困難である場合には、いわゆる簡便法により計算した年数を耐用年数とすることができます（耐用年数省令 3 条 1 項 2 号）が、簡便法による耐用年数が 3 年であるならば、決算上は耐用年数を 5 年と仮定した場合の減価償却費を計上（損金算入）すれば、税務上の償却限度額の範囲内の減価償却費を損金算入することとなるため、税務上は特段問題ないものと考えます。ただし、会計上、耐用年数を 5 年として減価償却費を計上することが許容されるかどうか、SPC の会計監査人と協議する必要があると考えます。</p> <p>なお、その資産を事業の用に供するためにその資産の取得価額の 50%を超える金額の資本的支出を行なった場合には簡便法は採用できず（耐用年数省令 3 条 1 項）、また、その資産を事業の用に供するためにその資産の再取得価額の 50%を超える金額の資本的支出を行なった場合には見積法も簡便法も採用できずに法定耐用年数を採用しなければなりません（耐用年数通達 1-5-2）ので、念のためご留意下さい。</p>
<p>債務超過休眠有限会社の SPC 活用について (法律面に関する事項、 税制に関する事項)</p>	<p>【質問】 組成費用軽減のため、休眠している有限会社を SPC に活用できないかについて質問します。 有限会社は 2 月決算で、平成 21 年 4 月に青色申告と同時に休止届けを税務署に提出しました。出資者は質問者一人で、定款等の変更は自己の決定のみでできま</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>す。休止時のバランスは 1,080 万円の損失があり、全額が質問者の仮受金です。従って、質問者のみの自己決定で仮受金債権の放棄が可能です。</p> <p>以上の状況で、定款変更により SPC にすることはできるでしょうか？ 債権放棄による法人税やスキームの支障があるでしょうか？</p> <p>【回答 1】 法律面に関する事項</p> <p>休眠会社を SPC に活用する場合の留意点を述べます。当該 SPC は借り手（ボロアー）になる可能性がありますので、レンダーから倒産隔離を要求されます。倒産隔離の当然の前提としては、当該 SPC が隠れ債務を含む債務を負っていないことがあります。ご質問からすると、質問者様自身の債権しかないようですので、債権放棄をすれば、理論的には、まささらな SPC と同じ財務状態になることは可能です。問題は、レンダーとして、そのような SPC を認めてくれるかということがあります。</p> <p>つまり、質問者様以外の債権者がいないことをどのようにして証明できるのかということですが。休眠会社とはいえ、設立されてから一定の時間が経っているわけで、質問者様のものは良いとしても、そのほかに税務上の債務がないかどうか、これを証明しようとする、結構大変です。帳簿や事業活動の記録から一定程度推定できるとしても、簿外債務がないことを証明するのは、できたての SPC と比較して歩が悪いことです。ですが、実務上は、合理的に考えて問題がないような会社であれば、SPC として利用することを認めるレンダーもいます。その際には、一定の DD をその休眠会社に対して行います。もっとも DD にかかるような費用があれば、GK を一つ新設したほうが安上がりであるということで、結局は、新たに SPC を設立しようという話になることが多いです。</p> <p>【回答 2】 税制に関する事項</p> <p>次の 2 点についてクリアできれば SPC として使用することは可能と考えます。（法人税等について）</p> <p>1,080 万円の損失が法人税法 57 条の青色繰越欠損金として使用できるものであれば、仮受金が 1,080 万円以下であり、かつ、その他の益金もないことを前提に、仮受金の債権放棄により生じる債務免除益に対する課税は生じないと考えます。</p> <p>なお、1,080 万円の損失についてですが、株式譲渡により支配株主（株数、一定の議決権等について過半を有する株主）の変更が生じた場合には、法人税法 57 条の 2 により、法人税法 57 条の青色繰越欠損金として使用できない可能性がありますので、ご留意下さい。法人設立時から 1,080 万円を法人税法 57 条の青色繰越欠損金として使用した事業年度末までに株主の変更が一切ない場合には、この点は問題ありません。</p> <p>（簿外債務について）</p> <p>ご質問のケースでは、SPC として使用しようとする法人について設立から現在までの履歴がありますので、簿外債務がないことを証明し、スキーム関係者（特にレンダー等の債権者）に納得していただく必要が生じます。</p> <p>簿外債務の範疇には、過去の税務申告の誤りにより追徴税が課せられる可能性がないかということも含まれますので、法務デューデリジェンス及び税務デューデリジェンスにより簿外債務がないことを証明する方法が考えられますが、これらの方法によっても完全に証明することは不可能ですので、SPC として使用しようとする法人の過去の活動やスキーム関係者の姿勢等、SPC として使用可能かどうかはケースバイケースとなる（過去にほとんど活動していない法人を使用する場合等は、法人取締役による証明のみで SPC として使用しているケースもあります。）と考えます。</p> <p>また、デューデリジェンスを行なう場合にはコストの面からも新規 SPC 設立の方が有利になるケースが多いと思われるので、考慮する必要があると考えます。</p>
<p>トラスト及び SPC 関連費用について (資金計画に関する事項)</p>	<p>【質問】</p> <p>トラスト及び SPC 関連費用のアップフロント及びアンニユアルコスト見込の評価をおねがいします。</p> <p>【回答】</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>(1) 「土壌汚染調査、ER、鑑定＝50万→土壌汚染調査はフェーズⅠで済めばさほどの金額ではありませんが、フェーズⅡに進んだら100万単位になります。ER、不動産鑑定評価はそれぞれ40万～50万見込みです。</p> <p>(2) 弁護士、公認会計士、税理士の各先生はボランティア価格でおのおの30万程度でお願いしているのが各地の状況です。</p> <p>(3) 信託設定報酬は150～200万程度、見込まれたほうがいいです。</p> <p>(4) 金商法関係手続きを行政書士に依頼することになるので、この費用も見込んでください。15～30万くらいでしょう。</p> <p>(5) 修繕費は新築ですので通常の見込みでいいと思います。</p> <p>(6) NRLのアップフロントフィーがゼロになっていますが、一応、1%を計上しておいて、交渉の結果、無しになったら予備費(留保金)に入れればいいと思います。</p> <p>(7) NRLのスプレッド2%を見込み計上されるのは構いませんが、スプレッドの交渉は1%程度、譲っても1.5%とお考えください。(アモチも入ると思われますので)</p>
<p>初年度の「消費税還付」に関して (税制に関する事項)</p>	<p>【質問】 「課税事業者の届出」を行うことで、SPCが初年度に支払った消費税の還付を受ける場合の還付金額の計算方法は、以下のとおりで良いでしょうか。 (消費税還付金額＝課税仕入れ等に係る消費税額－課税売上に係る消費税額)</p> <p>【回答】 概ねご認識のとおりかと存じます。なお、初年度に支払った消費税の還付を受けるためには初年度において消費税の納税義務者であることが前提となりますので、初年度の末日(課税期間を短縮する場合には別途定める日)までに消費税課税事業者選択届出書を提出する必要があります(消費税法9条4項)のでご留意下さい。ただし、初年度開始日における資本金の額が1,000万円以上である場合には、前述の届出書を提出しなくとも消費税の納税義務者となります(消費税法12条の2)。また、初年度から簡易課税を選択した場合には還付が受けられないこととなりますので、ご留意下さい。</p>
<p>不動産特定共同事業法の適用について (法律面に関する事項)</p>	<p>【質問】 信託スキームは組成費用と年次費用が高く、収支の困難性に直面しています。次のスキームを企画しました。不動産取引による収益にあらず不動産特定共同事業法の適用外となり、信託受益権売買要件を回避でき、匿名組合契約集団投資スキームに第二種金商登録業者を要するのみと考えますが、いかがでしょうか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・オリジネーター出資→一般社団法人→SPC設立 ・SPCは匿名組合出資と●●銀行のNRLで資金調達します。 ・資金により通夜葬儀法事会場を建築し、常設祭壇・一時死体安置室・衛生室・家族宿泊施設・音声設備・その他、自宅で通夜ができない依頼者の必要な設備を用意します。 ・葬儀業者と契約を締結し、SPCは葬儀業者が会場を使用するごとに利用料を受領します。 ・SPCは施設管理をPMに委託し、住み込みの管理人が夜間対応します。会場設営や通夜運営は葬儀会社の社員が担任します。 <p>【回答】 SPCが土地を賃借し、建物を建てたうえで、当該借地権建物施設の運用として、通夜葬儀法事運営会社(オペレーター)と契約を締結し、利用料をオペレーターから徴収するという仕組みについては、不動産特定共同事業法の適用はない可能性があります。可能性があるという若干不明瞭な表現になるのは以下のような事情があるからです。</p> <p>まず、不動産特定共同事業は、事業者が投資者と不動産特定共同事業契約と定義される契約を締結することが前提となりますが、不動産特定共同事業契約というのは、事業者が不動産取引を営むことによって生ずる利益(収益)の分配を行うことを約束する契約を投資者(事業参加者)と締結するためのものです。そこで、「不動産取引」という概念が重要になるのですが、不動産取引は、宅地建物の売買、賃貸、交換と定義されており(法2条2項)、例えば、ホテル事業のようなものは含まれません。実務的によく問題となるのは、不動産保有主体がホテル事</p>

テーマ (カテゴリー)	質疑及び回答
	<p>業を行うオペレーターとの間でホテル運営契約のようなものを締結し、ホテル事業からの収益を出資者に分配するような契約です。この場合には、不動産保有主体は投資者との間で匿名組合契約や任意組合契約を締結し出資を得ても、不動産保有主体は不動産取引を行うのではなく、ホテル事業を行うがゆえに不動産特定共同事業法の適用が原則なくなります。しかし注意点は二つあり、第一に、オペレーターとの契約名称が不動産賃貸借契約にはなっていないとしても、実質的に不動産賃貸借契約と同じであれば、不動産特定共同事業法の適用はあります。もっとも不動産賃貸借契約と施設利用契約あるいは運営委託契約との違いは難しく、オペレーターの利用状況に応じて一日 5 万円の施設使用料を取るという単純なものでは賃貸借契約といわれても反論が難しい側面がありますが、オペレーターの収益に連動するような利用料の設定であれば、実質的には業務委託契約に近くなり不動産取引の性質は薄くなります。第二に、仮に期中の運営は不動産賃貸借でなくとも出口で不動産取引が発生する場合があります。例えば、将来、一括売却してその利益を分配するような契約になっていますと、その行為は不動産の売買という不動産取引に該当しますので、不動産特定共同事業法の適用があることとなります。その場合には当初から不動産特定共同事業法の適用があることとなります。</p> <p>なお、ご質問の趣旨からしますと、対象合同会社（事業主体）は、対象施設（不動産）ができあがるまでに、借地契約という土地の賃貸借契約を締結し、不動産の売買ではありませんが、建物の原始取得（請負契約による取得）をすることになり、不動産取引をしているのではないかという疑問が生じるかもしれませんが、これらの不動産の権利の取得は、それ自体で収益を生むものではありませんので、その取得のためだけに出資を受けるのであれば、不動産特定共同事業契約とまではいえないと考えられます。</p> <p>そのようにして取得した不動産の利用が不動産賃貸借契約で第三者に賃貸したり、不動産売買契約で第三者に売却して生じる収益を分配するためのものであるときにはじめて不動産特定共同事業契約の概念になります。</p>
<p>信託受託者について (ストラクチャーの組成等に関する事項)</p>	<p>【質問】 地方小規模案件を受託する信託はあるか、また有料老人ホームは、信託が嫌うとの情報があるが実態はどうなっておりますでしょうか。</p> <p>【回答】 地方都市小規模不動産の信託を引き受ける信託銀行（会社）はあります。以前、有料老人ホームは信託が嫌うなどといった話がありましたが、今日は特段のことはないと思われます。初期の頃、信託銀行が引き受ける物件は大規模オフィスビル、または高級賃貸マンションが中心で、特殊建物は嫌う傾向にありました。</p>
<p>ER の範囲について (デュー・デリジェンスに関する事項)</p>	<p>【質問】 本件は、木造 2 階建てで本年 2 月新築の居宅です。この場合の ER はどの程度の範囲で行えばよろしいでしょうか。なお土地は借地です。</p> <p>【回答】 対象物件は木造 2 階建ての小規模な新築建物ですが、基本的には“一般的な RC 造オフィスビル(あるいは、マンション等)”と同じ調査項目で ER を作成することとなります。</p> <p>調査項目は、以下の通りです。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 物件概要 ・ 建築関連法規定への適合性 (建築確認など手続き上の適合性、実態上の適合性) ・ 環境に関する調査 (アスベスト、フロン等の有害物質、土壌汚染の可能性) ・ 中長期の修繕・更新費用算定 ・ 再調達価格の算定 ・ 地震リスク PML の算定 <p>調査のレベルは、レベル-1(フェーズ-1)です。</p> <p>土地が借地であることは、物理的デューデリジェンスの ER では「土地が自己所有地」である場合と同じです。</p>

地方における不動産証券化市場活性化事業
不動産証券化・流動化の実施に関する業務
報告書

平成 22 年 3 月 発行

発行者 _____ 国土交通省土地・水資源局土地市場課

受注者 _____ 株式会社三菱総合研究所
東京都千代田区大手町 2-3-6
TEL:03-3277-0718 FAX:03-3277-3463