

平成 19 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」
（「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」）
調査報告書

平成 20 年 3 月

財団法人 日本不動産研究所

はじめに

この報告書は、国土交通省が財団法人日本不動産研究所に委託した平成19年度「地方における不動産証券化市場活性化事業」（「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」）における業務の一部を取りまとめたものです。

わが国における不動産証券化市場は、サブプライムローン問題の余波でやや減速感が見られるものの、ほぼ毎年一貫して拡大しており、総じて不動産証券化市場は確実に成長しているといえます。しかしながら、こうした不動産証券化市場の拡大は、東京など大都市圏に位置する資金力・経験が豊富なプレーヤーによるところが大きく、地方都市において地方プレーヤーが不動産証券化事業を行うにあたっては、様々な課題点に直面し、不動産証券化事業が普及し、発展する段階までには至っていないのが現状です。

本事業は、地方における不動産証券化手法のノウハウ蓄積と人材育成を図るため、地方における不動産証券化の事業化を支援するもので、経験の浅い地方プレーヤーを主な対象に、証券化スキームの組成等に関する専門的・技術的なアドバイスの提供を行い、アドバイスを受けた事業者が実際に不動産証券化事業を実施した過程を報告書として取りまとめ、組成に係る契約書類一式と併せて公開することによって、今後、不動産証券化に取り組もうとする者の一助となることを目的として実施したものです。

本報告書は、主として平成19年度時点の法令、その他のデータ・情報等に基づいてまとめたもので、また、別添の契約書類等についても、一般化されたものではなく、あくまで組成された不動産証券化事業の一例として公開するものです。したがって、本報告書及び別添の契約書類等の内容の全部又は一部を不動産証券化のノウハウとして参照し、新たな不動産証券化事業に取り組んだ結果、仮に投資家等の関係者に損害等を生じさせた、又は不動産証券化に関するスキームの組成ができなかったという事態が生じたとしても、国土交通省、財団法人日本不動産研究所及び本事業に参加したすべての事業者は責任を負うものではないことをご承知おきください。

なお、報告書及び別添の契約書類等の内容については、各事業提案者の個別の事情、及び個人情報に関する部分を含むため、個別・具体的な質問にはお答えしかねる場合があることを予めご了承ください。

本報告書の取りまとめ及び契約書類等のコメント付記にあたっては、以下の団体にご協力をいただきました。この場を借りてお礼申し上げます。

- ・牛島総合法律事務所
- ・さくら総合事務所
- ・社団法人不動産証券化協会

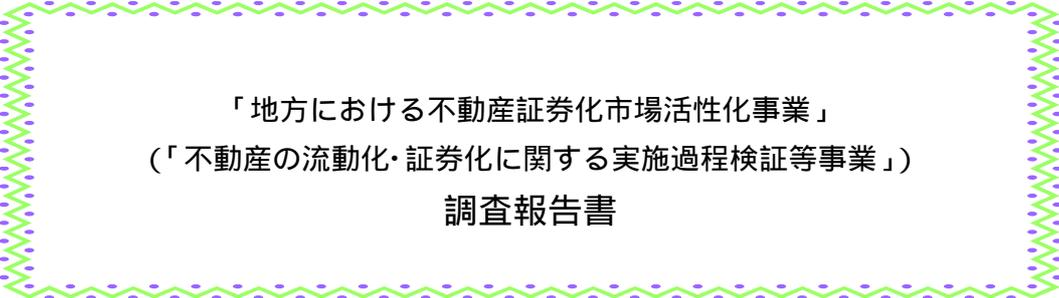
（50音順、敬称略）

「地方における不動産証券化市場活性化事業」
(「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」)
調査報告書

目 次

第1章 不動産証券化に係る基本的事項の整理等	
1.1. 不動産証券化による投資市場の概況	5
1.1.1. 近年における地価動向	5
1.1.2. 全国における不動産証券化の概況	11
1.1.3. 地方における不動産証券化の概況	15
1.2. 不動産証券化に係る基本的スキームの概要	24
1.2.1. GK - TK (Y K - T K) 方式	24
1.2.2. TMK方式	26
1.2.3. 不動産特定共同事業法	28
1.3. 不動産証券化を巡る最近の法改正	31
1.3.1. 金融商品取引法の概要	31
1.3.2. 改正信託法、改正信託業法の概要	43
1.4. 不動産証券化に関する会計・税務上のポイント	45
1.4.1. 不動産証券化に係る会計上のポイント	45
1.4.2. 不動産証券化に係る税務上のポイント	51
1.5. 地方における不動産証券化市場活性化の意義等	56
1.5.1. 地方における不動産証券化市場活性化の意義	56
1.5.2. 地方における不動産証券化の状況	60
1.5.3. 「地方における不動産証券化市場活性化事業」(「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」)の概要	64
第2章 証券化の実施過程に係る事例分析(実施過程報告書)	
2.1. 不動産証券化の一般的な流れと必要関連書類等の作成・締結時期	71
2.1.1. 不動産証券化の一般的な流れ	71
2.1.2. 物件調達・関連プレイヤーの決定	72
2.1.3. デューデリジェンス	72
2.1.4. ストラクチャリング及びSPC設立等	74
2.1.5. 各種契約書類等作成(ドキュメンテーション)	76
2.2. アドバイザリー会議実施概要及び主な質問内容等	82

2.2.1. アドバイザリー会議	82
2.2.2. アドバイザリー会議における質疑概要	87
2.3. 不動産の流動化・証券化事例（実施過程報告書）	94
2.3.1. 不動産の流動化・証券化を完了した事例	94
2.3.2. 不動産の流動化・証券化を完了できなかった事例	103
2.4. 不動産流動化・証券化研究セミナーの開催概要	119
2.4.1. セミナーの開催概要	119
2.4.2. アンケートの実施	120
第3章 地方における証券化の課題点、解決方策等	
3.1. 物件規模と組成費用について	127
3.1.1. 地方物件に係るJリートの投資基準額	127
3.1.2. スキーム組成に係る主な費用項目	129
3.2. 地方における証券化の課題点と解決方策	131
3.2.1. 地方における証券化の課題点	131
3.2.2. 地方における証券化を実施するための解決策等	133
3.3. あとがき	135



「地方における不動産証券化市場活性化事業」
（「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」）
調査報告書

本文中で用いる略称表記について

本文中の以下の法律用語等については、次の略称を用いて表記する。

正式名称	略称
不動産投資信託	Jリート
証券取引法	証取法
金融商品取引法	金商法
金融商品取引法第2条に規定する 定義に関する内閣府令	定義府令
金融商品取引業等に関する内閣府令	業務府令
資産の流動化に関する法律	資産流動化法
不動産特定共同事業法	不特法
投資信託及び投資法人に関する法律	投信法
財務諸表等の用語、様式及び作成方法 に関する規則	財務諸表等規則
特別目的会社	S P C
特定目的会社	T M K
合同会社	G K
匿名組合	T K
アセットマネジメント (又はアセットマネージャー)	A M
プロパティマネジメント (又はプロパティマネージャー)	P M
マスターレシー (所有者から一括貸借し、エンド テナントへ賃貸する転貸人。)	M L

第 1 章 不動産証券化に係る基本的事項の整理等

1.1.1. 不動産証券化による投資市場の概況

1.1.1.1. 近年における地価動向

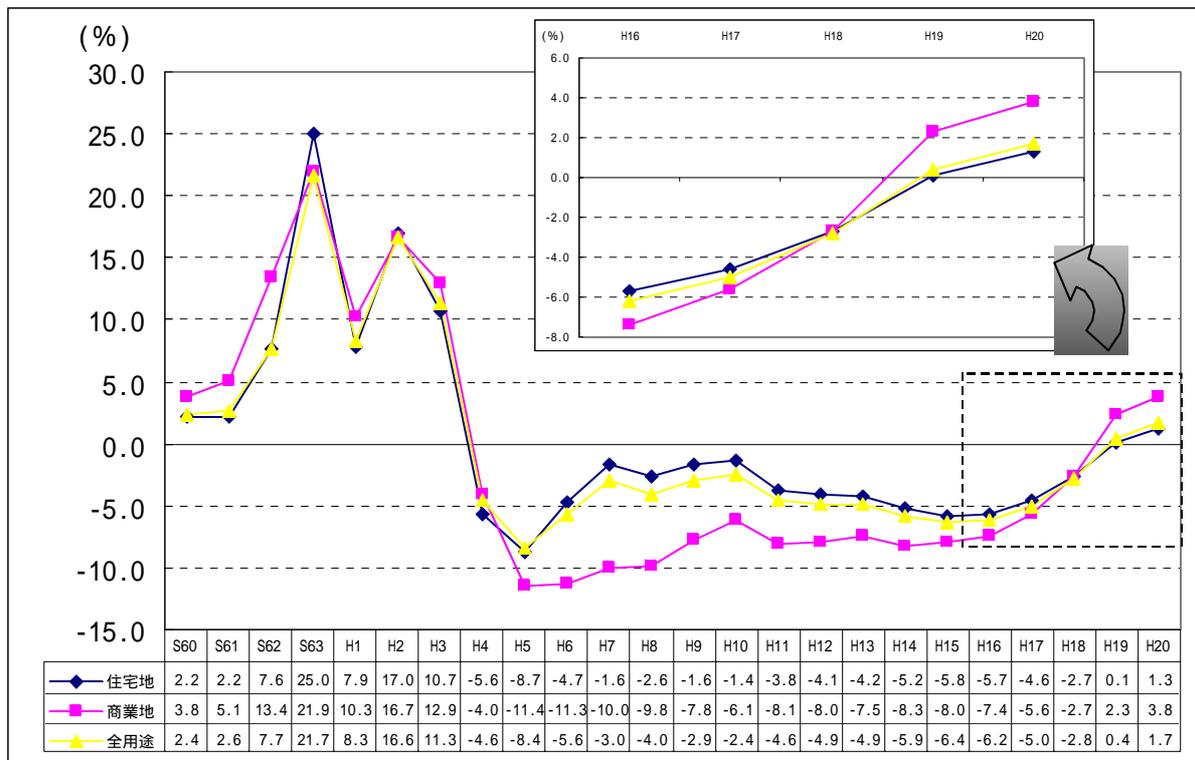
(1) 全国の地価動向

国土交通省「地価公示」に基づき全国の住宅地、商業地、全用途平均の地価変動率（対前年変動率）を示したのが図表 1-1-1 である。平成 4 年のバブル崩壊以後 15 年連続して全国平均の地価は下落していたが、平成 19 年に上昇に転じ、平成 20 年も上昇した。

また、平成 19 年から平成 20 年の 1 年間の地価動向は、三大都市圏及び地方圏のうち中心都市においては景気回復が続く中、旺盛なマンション・オフィス需要と企業収益の改善を背景に、都心部における地価上昇が周辺地域へ広がりを見せたものの、昨年後半にはこれらの上昇基調はやや緩やかになった。その他の地方圏においては下落幅は縮小したものの引き続き下落となっている。

地価の回復傾向が見られるものの、昨年後半には三大都市圏等を中心に上昇基調の鈍化が見られた。

図表 1-1-1 全国の地価変動率の推移



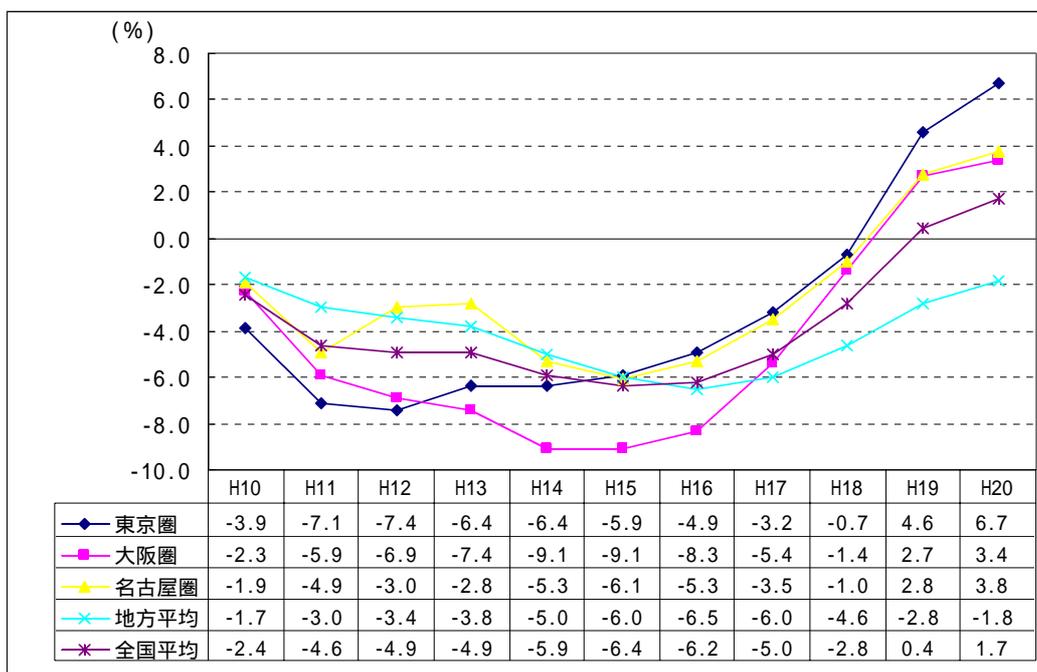
資料：国土交通省「地価公示」より作成

(2) 圏域別の地価動向

全用途平均

東京圏、大阪圏、名古屋圏、地方圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏の三大都市圏以外の地域をいう。）の圏域別に平成10年からの10年間にわたる全用途平均の地価変動率の推移を示したのが図表1-1-2である。平成18年までは各圏域とも下落傾向にあったが、平成19年では東京圏、大阪圏及び名古屋圏は上昇に転じ、平成20年も引き続き上昇した。一方、地方圏では依然下落傾向にある。

図表1-1-2 圏域別の全用途平均地価変動率の推移



資料：国土交通省「地価公示」より作成

住宅地

各圏域別の住宅地の平均地価変動率を示したのが図表1-1-3である。

東京圏では、平均で5.5%上昇し、2年連続して上昇となった。

特に、東京都区部は、都心回帰の動き及びマンション需要、不動産投資等を背景として10%を超える上昇となったが、都区部及び都心部のそれぞれにおいて前回の上昇率を下回った。また25%を超える高い上昇率を示す地点は、港区及び渋谷区の3地点に縮小した。都下郊外部では、都心と結ぶ鉄道沿線の駅周辺地域を中心に、武蔵野市、立川市、府中市等において、また、川崎市、横浜市、千葉市、さいたま市等においてそれぞれ上昇幅が拡大したが、これは駅周辺の利便性を背景とした住環境の優れた地域でのマンション需要の増大、住宅需要の回復等により上昇地点が増加したためである。圏域縁辺部においては、住宅需要の回復等により上昇地点が大幅に増加したが、一部の地域では下落幅は縮小したものの依然として下落が続いている。これは、通勤・通学の利便性の劣る地域、相対的に宅地供給の過大又

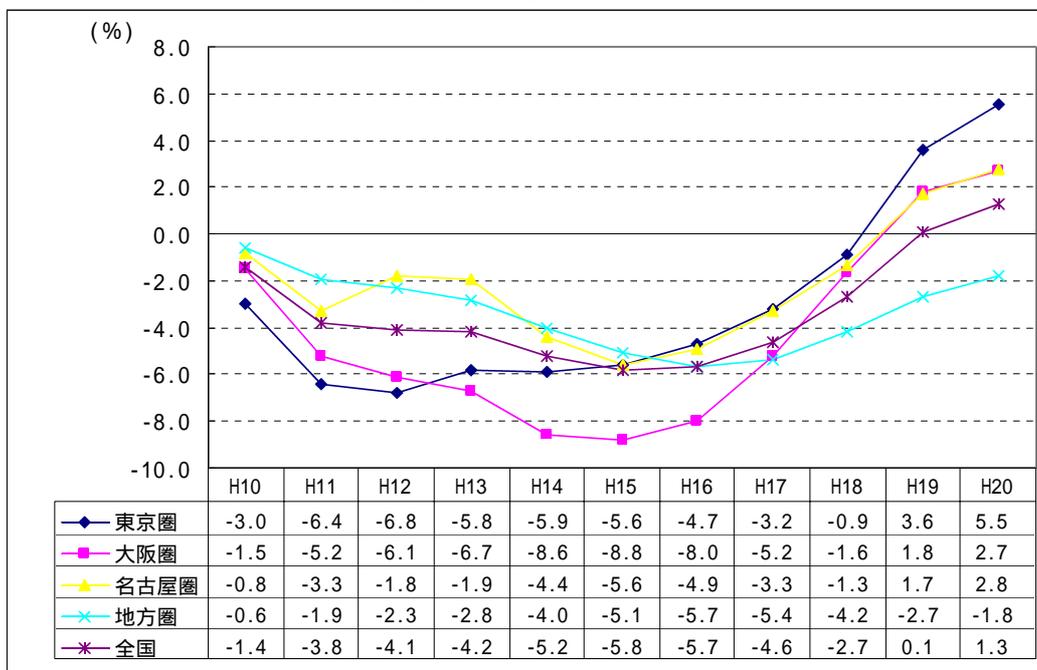
は需要の低迷が続いている地域等である。

大阪圏では、平均で 2.7 %上昇し、2 年連続して上昇となった。大阪市、京都市及び神戸市といった圏域の中心都市では、引き続き平均で上昇傾向を示しており、兵庫県における住環境の優れた従来からの優良住宅地等においては 15 %を超える上昇率を示す地点も見られたが、これは圏域内で限定的なものである。阪神地域では芦屋市、西宮市等において、郊外部では箕面市、豊中市等においてそれぞれ上昇幅が拡大したが、これは大阪都心への接近性・生活利便性や住環境の優れた地域へ住宅需要が拡大したためである。

名古屋圏では、平均で 2.8 %上昇し、2 年連続して上昇となった。名古屋市では、守山区、緑区、天白区等の周辺区において上昇傾向が強まり、3 年連続して平均で上昇となった。これは景気回復が続く中、周辺区においても利便性や住環境の優れた地域で需要が増大してきたためであるが、一方、先行して上昇した東区、昭和区等の中心区では、前回より上昇率が鈍化した地点も見られた。

地方圏全体では、平均で -2.7 %が -1.8 %となり、4 年連続して下落幅が縮小した。地方ブロックの中心都市のうち、札幌市は 3 年連続、福岡市は 2 年連続して上昇となった。また、仙台市では平成 3 年以來 17 年ぶりに平均で上昇に転じ、広島市は平均で横ばいとなった。特に、仙台市青葉区では、20 %を超える上昇率を示す地点も見られた

図表 1-1-3 圏域別の住宅地の平均地価変動率の推移



資料：国土交通省「地価公示」

商業地

各圏域別の商業地の平均地価変動率を示したのが図表 1-1-4 である。

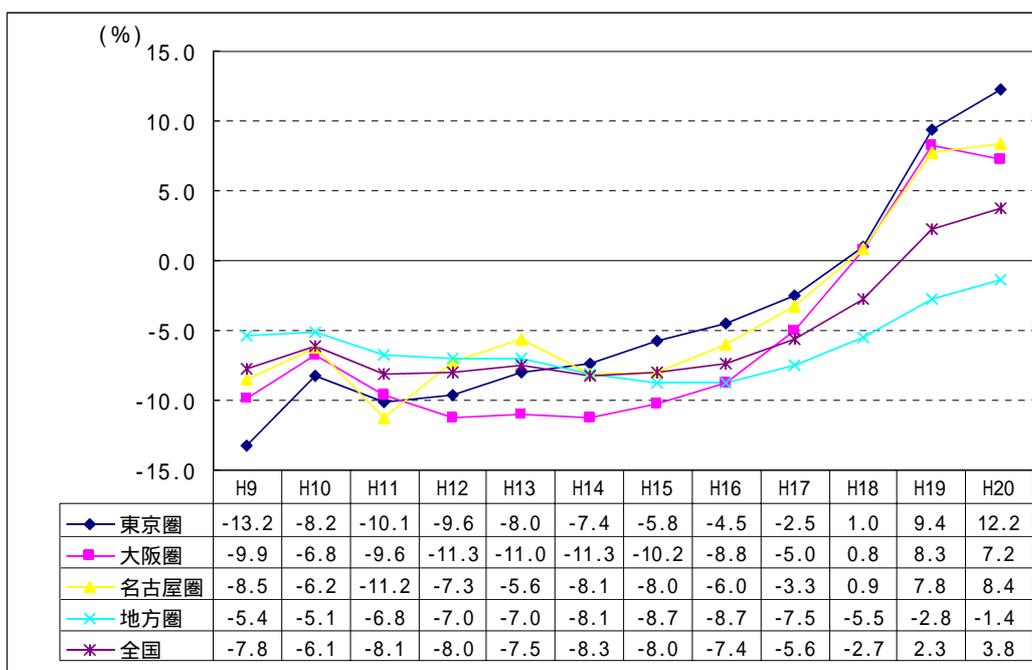
東京圏では、平均で 12.2 % 上昇し、3 年連続して上昇となった。港区、渋谷区、新宿区、豊島区等の高度商業地においては、30 % を超える高い上昇地点が見られたが、これは景気回復が続く中、オフィス需要、不動産投資、都市再開発、地下鉄副都心線の開業期待等を背景とした賃料の上昇による収益性の向上や商業集積による繁华性の向上等が要因となったものである。しかしながら、半期ごとの地価動向を見ると、昨年後半以降、上昇率が鈍化した地点が大半となった。

大阪圏では、平均で 7.2 % 上昇し、3 年連続して上昇となったが、前回の上昇率を下回った。これは上昇地点は増加したものの、大阪市、京都市等における中心商業地の上昇幅が縮小したためである。大阪市は、平均で前回の上昇率を下回り、とくに北区、中央区等では上昇率の鈍化が顕著となった。また、大阪駅周辺や御堂筋沿いの地域では依然として 30 % を超える上昇率を示す地点も見られたが、このような地点は、圏域内で限定的なものである。

名古屋圏では、平均で 8.4 % 上昇し、3 年連続して上昇となった。名古屋市では、超高層ビルの建設が進み、事務所等の集積が高まった名古屋駅周辺や繁华性、収益性等が高まっている市内中心部で 30 % を超える上昇率を示す地点が見られたが、先行して上昇した地域では上昇率が鈍化した地点も見られ始めた。

地方圏全体では、平均で -2.8 % が -1.4 % となり、4 年連続して下落幅は縮小した。中心都市では、札幌市は 3 年連続、仙台市、広島市及び福岡市は 2 年連続して平均で上昇となった。しかし、大半の地点では、中核的大規模施設の撤退、郊外型大規模商業施設の進出による既存商業地の衰退等の影響により、依然として下落している。

図表 1-1-4 圏域別の商業地の平均地価変動率の推移



資料：国土交通省「地価公示」

(3) 都道府県別の地価動向

国土交通省「地価公示」に基づき都道府県別の住宅地及び商業地の平均変動率を示したのが図表 1-1-5 である。

また、平成 20 年における都道府県別の住宅地及び商業地に係る対前年平均変動率を地図に示したのが図表 1-1-6 及び図表 1-1-7 である。東京都、大阪府、愛知県といった大都市については地価が上昇に転じている。

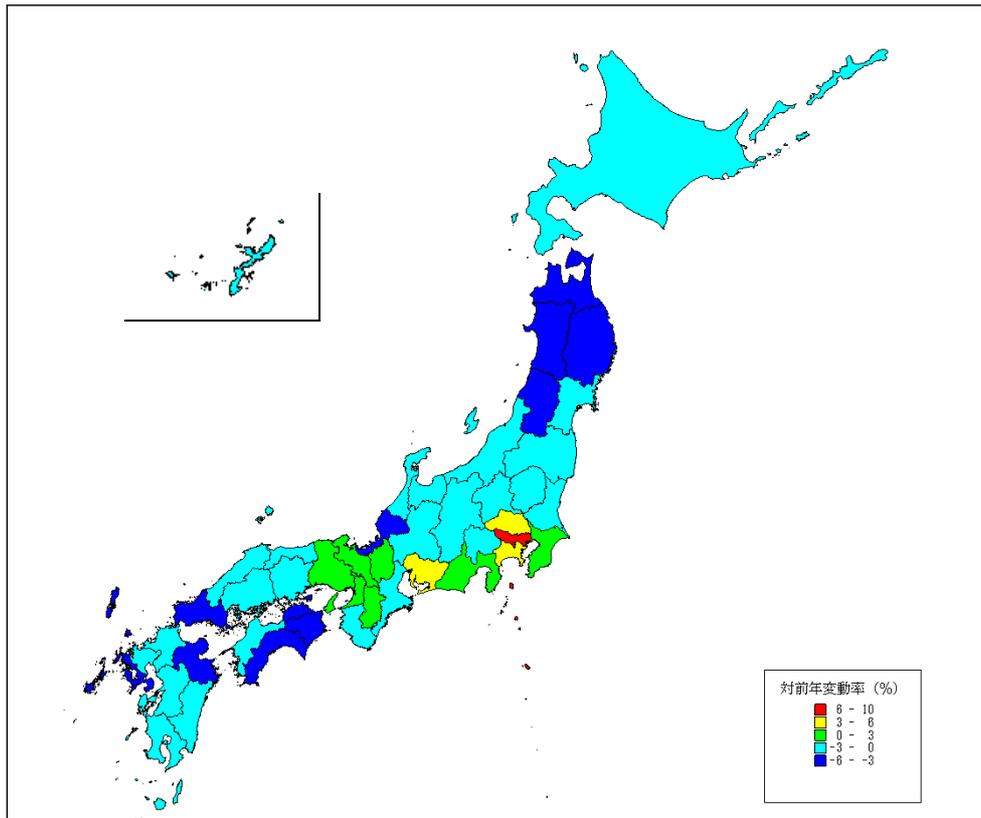
図表 1-1-5 都道府県別の地価変動率の推移

(対前年変動率、単位：%)

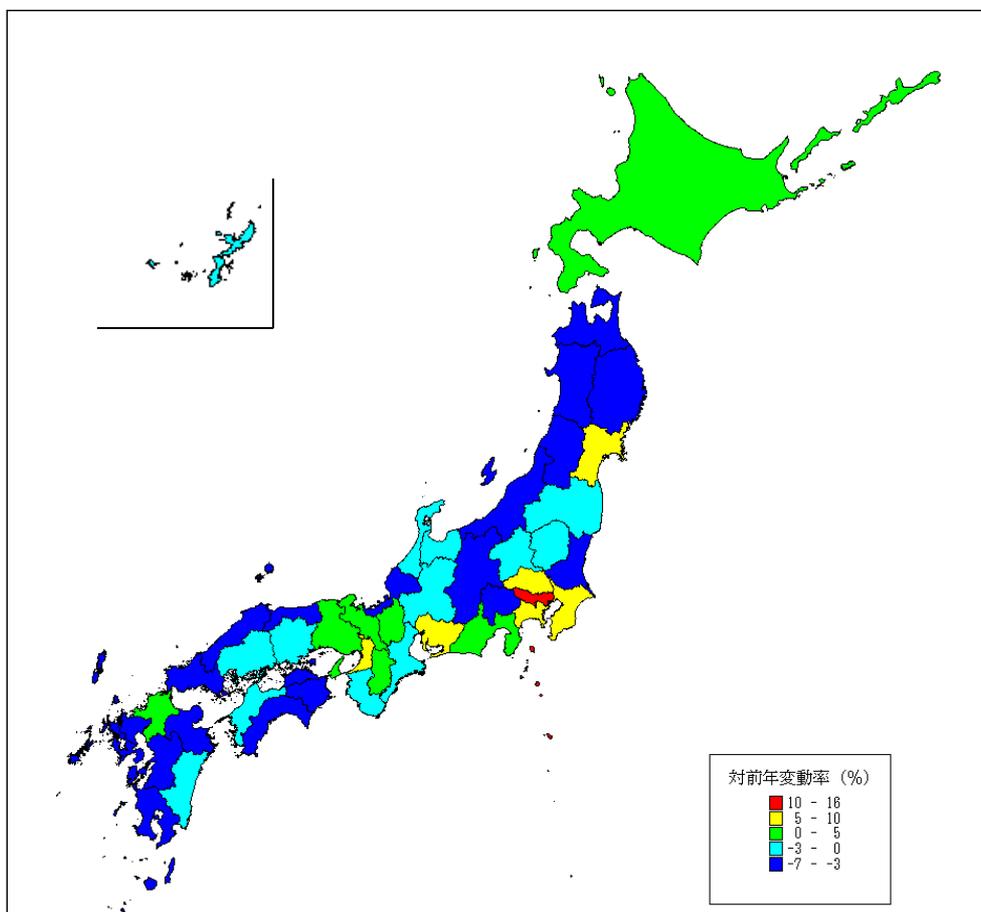
都道府県	住宅地		商業地	
	H19	H20	H19	H20
全国	0.1	1.3	2.3	3.8
北海道	-1.2	-1.0	0.8	1.0
青森	-3.9	-3.9	-7.8	-6.5
岩手	-3.3	-3.1	-7.4	-6.5
宮城	-2.6	-1.0	2.7	7.0
秋田	-4.4	-3.5	-8.3	-6.7
山形	-4.7	-3.9	-6.2	-5.1
福島	-3.1	-2.5	-3.8	-3.0
茨城	-3.6	-2.4	-4.4	-3.2
栃木	-3.2	-2.2	-4.5	-2.8
群馬	-2.3	-1.2	-4.0	-2.4
埼玉	0.7	3.7	1.9	6.0
千葉	1.6	2.8	3.6	6.1
東京都	8.0	9.1	13.9	15.8
神奈川県	1.7	4.3	4.1	8.2
新潟	-2.6	-1.6	-4.4	-3.3
富山	-3.2	-2.6	-4.1	-2.8
石川	-2.3	-2.0	-2.5	-2.1
福井	-5.1	-4.8	-6.5	-5.4
山梨	-3.4	-2.5	-4.3	-3.1
長野	-4.0	-2.6	-4.5	-3.3
岐阜	-3.2	-1.0	-3.7	-1.4
静岡県	-1.0	0.5	-0.6	2.9
愛知県	1.9	3.0	7.6	8.2
三重	-2.9	-1.7	-3.5	-1.5
滋賀	1.2	1.8	2.1	3.6
京都	1.6	1.8	7.7	4.1
大阪府	1.9	2.5	10.3	9.3
兵庫県	0.8	2.5	1.3	2.5
奈良	-0.2	1.2	-0.6	0.8
和歌山	-3.7	-2.6	-4.7	-2.7
鳥取	-3.7	-3.0	-5.1	-4.1
島根	-1.6	-1.7	-4.3	-3.7
岡山	-1.4	-0.6	-0.9	-0.2
広島	-2.5	-1.7	-1.6	-0.5
山口	-3.8	-3.1	-4.6	-3.7
徳島	-5.3	-4.6	-5.8	-4.2
香川	-6.8	-5.6	-7.4	-5.0
愛媛	-2.1	-1.8	-1.2	-1.0
高知	-2.9	-3.9	-6.4	-6.0
福岡	-2.6	-1.5	-0.4	1.4
佐賀	-2.1	-2.1	-3.8	-3.3
長崎	-4.4	-3.4	-6.0	-4.1
熊本	-4.4	-3.0	-5.6	-3.2
大分	-4.6	-3.2	-4.4	-3.5
宮崎	-1.0	-0.8	-2.8	-2.4
鹿児島	-1.9	-2.0	-3.2	-3.1
沖縄	-2.3	-1.5	-1.8	-0.2

資料：国土交通省「地価公示」

図表 1-1-6 都道府県別の住宅地に係る対前年平均変動率（平成 20 年）



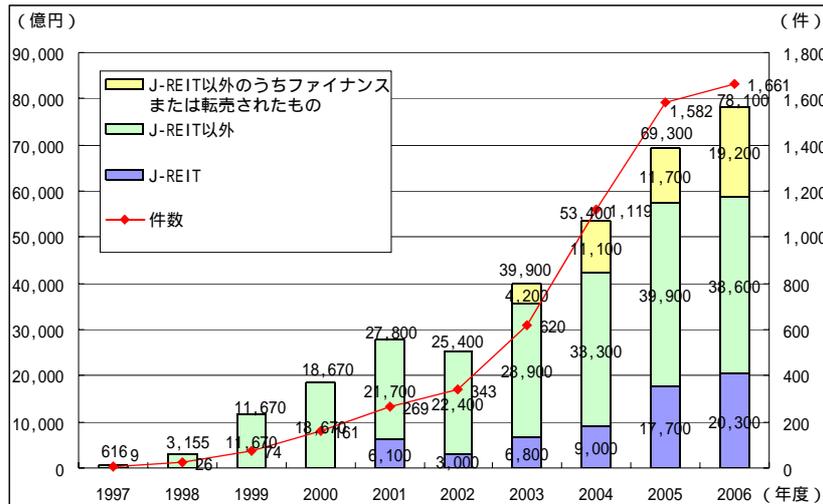
図表 1-1-7 都道府県別の商業地に係る対前年平均変動率（平成 20 年）



1.1.2. 全国における不動産証券化の概況

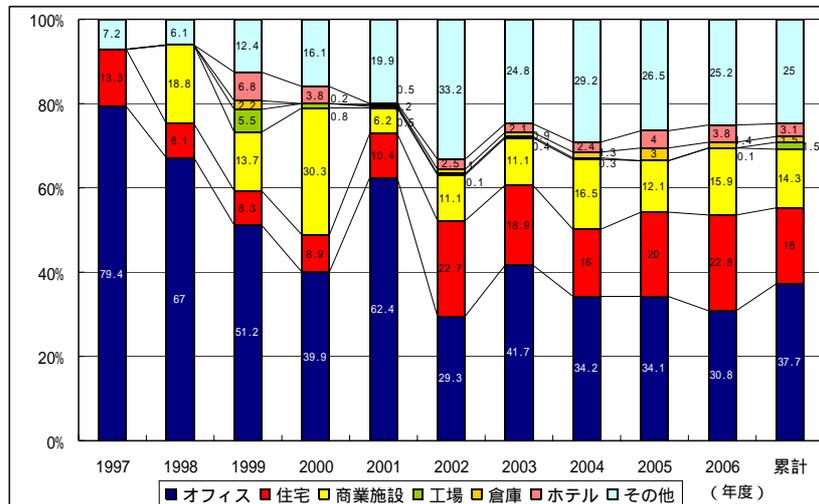
国土交通省が毎年度実施している「不動産の証券化実態調査」によれば、日本における不動産の証券化の実績額は 2002 年度を除いて一貫して拡大しており、2006 年度の実績額は約 7.8 兆円、件数は 1,661 件にまで達した。また、証券化された不動産の用途別資産額の割合は、オフィスは 1997 年度に約 79.4 %と大半を占めていたが、2006 年度には約 30.8 %に低下し、反対に住宅、その他の割合が増加し、構成内容が大きく変化している。

図表 1-1-8 不動産証券化実績の推移



資料：国土交通省「不動産の証券化実態調査」

図表 1-1-9 証券化された不動産の用途別資産額割合の推移

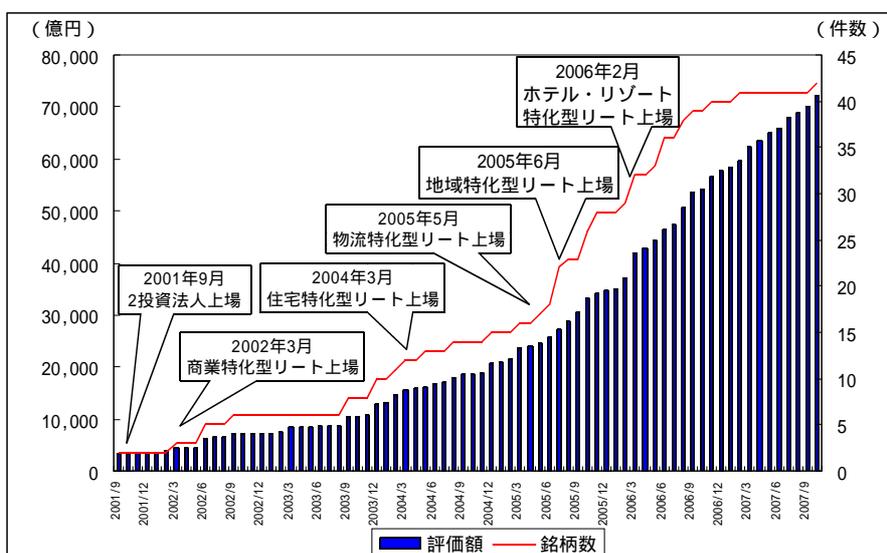


資料：国土交通省「不動産の証券化実態調査」

Jリート市場に上場している銘柄数と資産評価額の推移を社団法人投資信託協会及び各投資法人の公表データに基づき当研究所が作成したのが図表 1-1-10 である。2001 年 9 月に日本ビルファンド投資法人及びジャパンリアルエステイト投資法人の 2 銘柄が上場してJリートはスタートし、2007 年 10 月末時点では、銘柄数 42、資産評価額約 7.2 兆円と急速に拡大した。

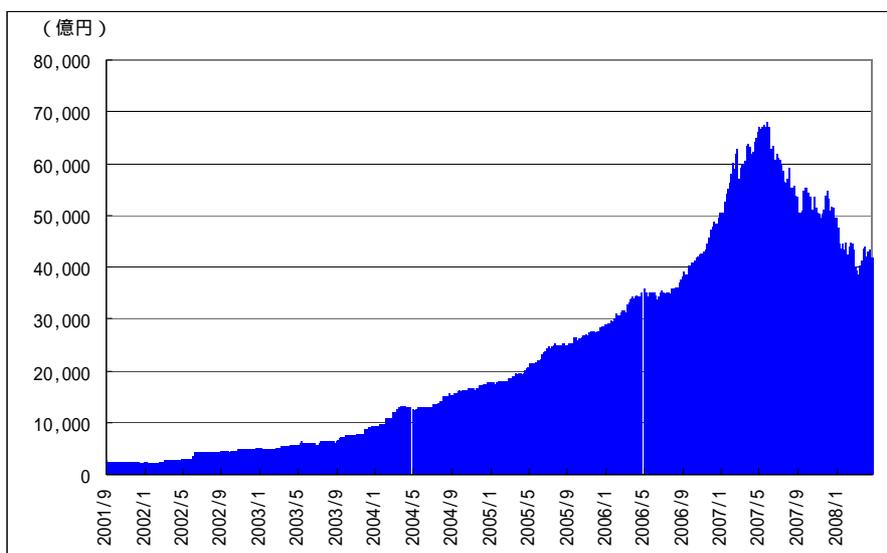
Jリートの時価総額の推移を示したのが図表 1-1-11 である。時価総額は 2001 年 9 月の上場当時は約 2,600 億円であったが、2007 年 5 月末には約 6.8 兆円と約 26 倍までに達したが、米国サブプライム問題を受け、ここ数ヶ月低迷しており、2008 年 4 月 30 日現在における時価総額は約 4.2 兆円である。

図表 1-1-10 上場銘柄数及び資産評価額の推移



資料：(社)投資信託協会及び各投資法人の公表データをもとに当研究所作成

図表 1-1-11 時価総額の推移



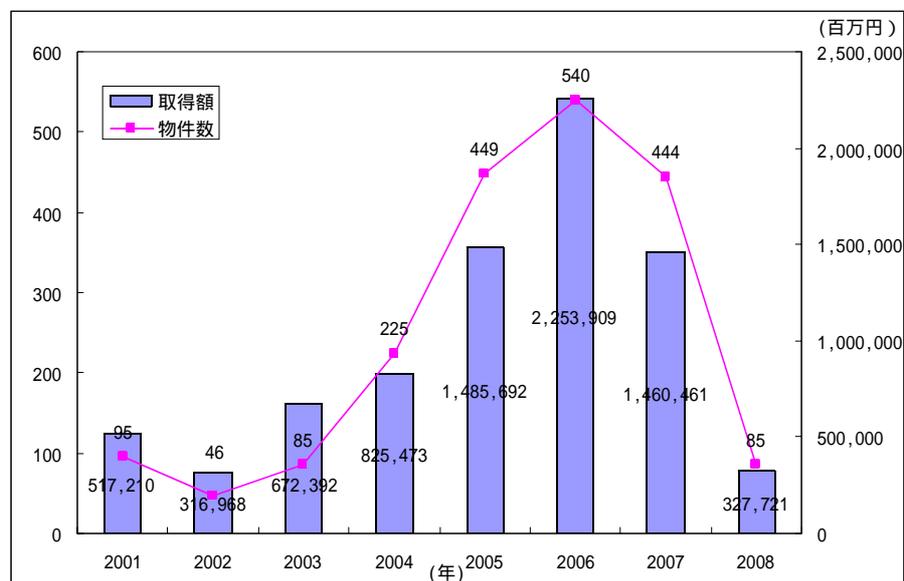
資料：(社)不動産証券化協会の公表データをもとに当研究所作成

Jリートの各投資法人が取得した物件数と取得額の推移を示したのが図表 1-1-12 である。エルシーピー投資法人、クリード・オフィス投資法人、ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人等 12 の投資法人が相次いで上場した 2006 年は取得物件が 540、取得総額が約 2.2 兆円とそのピークを迎えた。その後 2007 年は投資法人及びプライベートファンド等における物件取得競争の加熱化、米国サブプライム問題に端を発した日本の金融株式市場の混乱を背景に各投資法人の物件取得の勢いに陰りが見え始めた。なお、2008 年の取得物件数は各投資法人が取得予定を公表した物件を含んでおり、物件総数は 1,969 物件、取得総額は約 7.8 兆円である。

用途別保有物件数と資産評価額の推移を示したのが図表 1-1-13・図表 1-1-14 である。オフィスの物件数及び資産評価額の割合は相対的に低下しており、一方、住宅と商業・店舗、その他の割合はそれぞれ増加傾向にある。

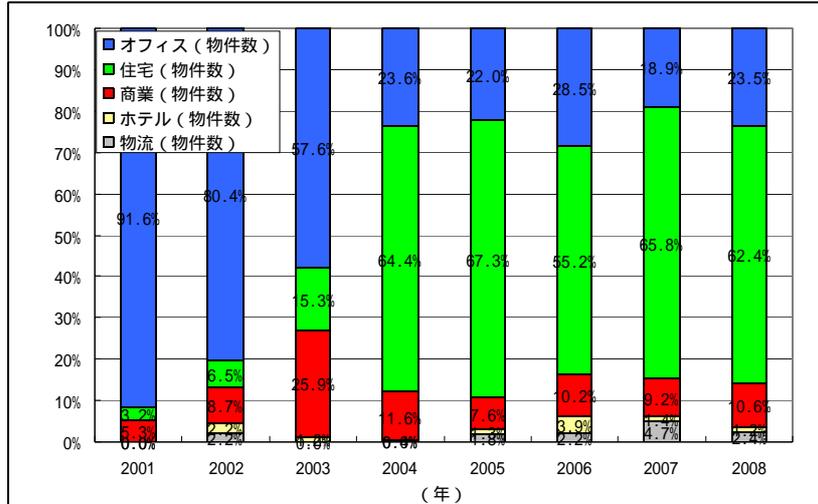
特に、物件数については、2004 年以後は住宅物件が全体の概ね 6 割を占める。一方、取得額では 2004 年以後住宅は概ね 2 ~ 3 割を占め、他用途の資産規模と比較して住宅物件の資産規模が小さいことが分かる。なお、用途別の 1 物件当たりの平均取得額は図表 1-1-15 のとおりであり、大規模ショッピングセンターが含まれる商業が約 80 億円と最も高額であり、オフィスが約 70 億円、ホテルが 65 億円、物流が約 50 億円、住宅が約 15 億円と続く。

図表 1-1-12 取得物件数及び取得額の推移



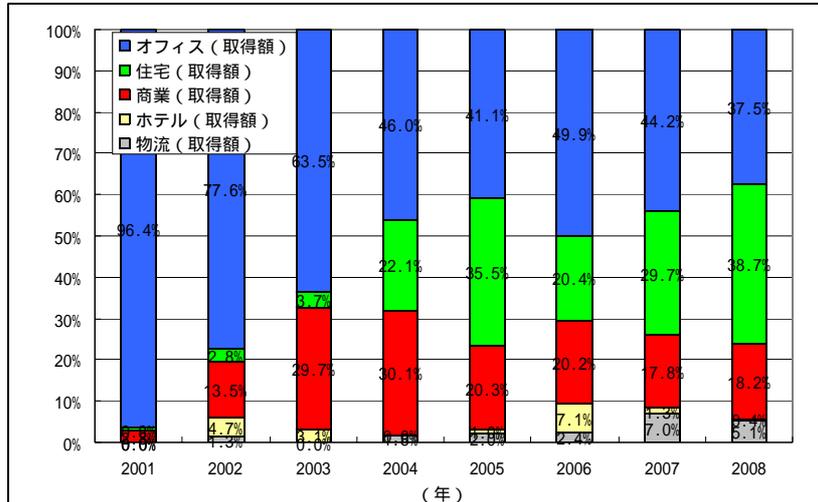
資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

図表 1-1-13 用途別取得物件数の推移



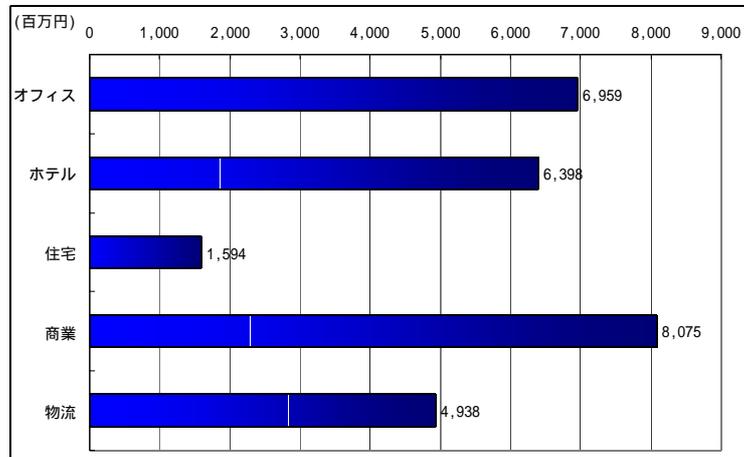
資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

図表 1-1-14 用途別取得額の推移



資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

図表 1-1-15 用途別 1 物件当たり平均取得額



資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

1.1.3. 地方における不動産証券化の概況

(1) Jリート市場

各投資法人の公表資料等を基に各都市圏別(首都圏は神奈川県・埼玉県・千葉県、大都市圏は大阪府・愛知県・福岡県、中都市圏は北海道・宮城県、地方都市圏はそれ以外とした。以下同じ。)に取得した物件数及び取得総額の割合を示したのが図表 1-1-16 である。地方都市圏の物件数及び取得総額の割合は全体の 7 %程度と小さい。一方、東京都、首都圏、大都市圏全体の物件数及び取得総額の割合は 9 割程度を占めている。また東京都は全体の約 6 割を占めており、東京一極集中の傾向が見られる。

次に、都市圏別の取得物件数及び取得総額の割合の推移を 4 期間(2001 年 1 月 1 日～2002 年 12 月 31 日、2003 年 1 月 1 日～2004 年 12 月 31 日、2005 年 1 月 1 日～2006 年 12 月 31 日、2007 年 1 月 1 日～2008 年 12 月 31 日の 4 期間)に区分して示したのが図表 1-1-17・図表 1-1-18 である。

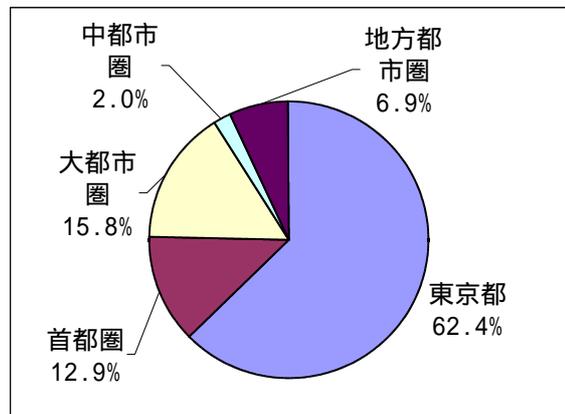
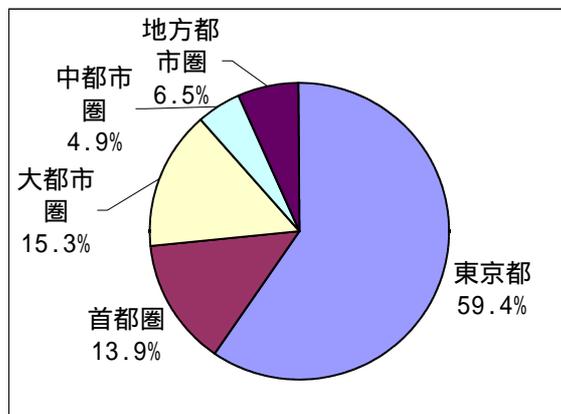
物件数及び取得総額ともに各期間において、東京都内に所在する物件が過半を占めるが、近年東京都以外に所在する物件を取得する分散傾向がみられる。

Jリートがスタートした当初の 2001～2002 年は、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人、日本プライムリアルティ投資法人等が上場時の組成物件として福島県、新潟県、香川県といった地方都市のオフィスビルを取得していたため、地方都市圏の物件数及び取得総額の割合は比較的高かった。その後、地方都市におけるオフィス賃料の下落が著しいこと等から、地方都市物件は敬遠され、物件数及び取得額ともにその割合は低下していったが、ここ 1～2 年、東京都を始めとする大都市圏における投資不動産の物件取得競争が加熱し、期待する利回りを確保することが困難な状況になったため、大都市と地方都市の取引利回りの差(図表 1-1-19・図表 1-1-20 参照)に着目して再び地方優良物件を取得する動きもみられる。

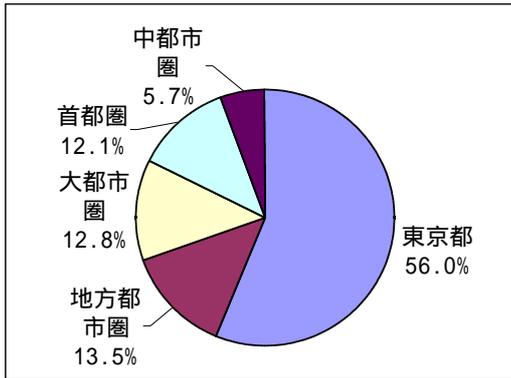
図表 1-1-16 都市圏別取得物件数及び取得総額の割合

[物件数]

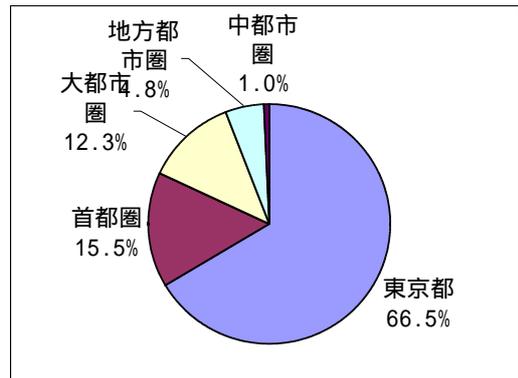
[取得総額]



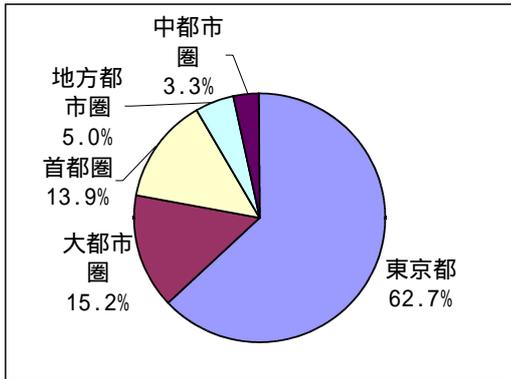
図表 1-1-17 都市圏別取得物件数の割合の推移
〔2001～2002年〕



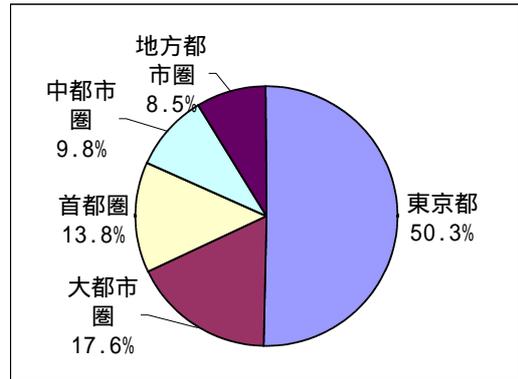
〔2003～2004年〕



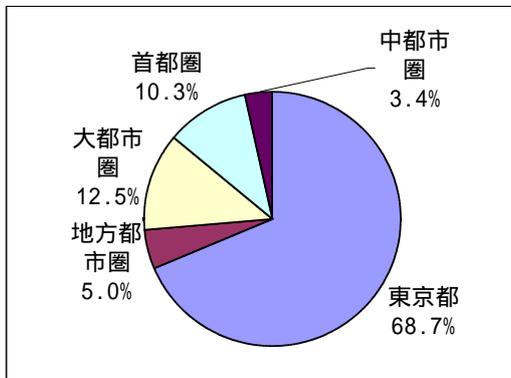
〔2005～2006年〕



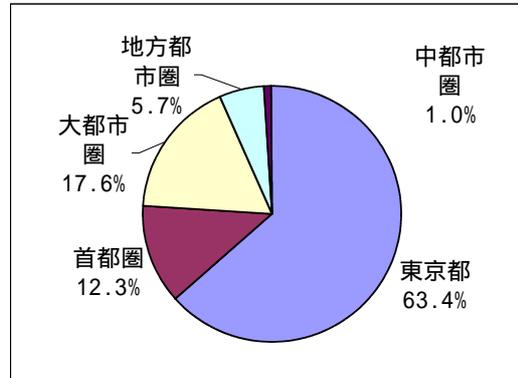
〔2007～2008年〕



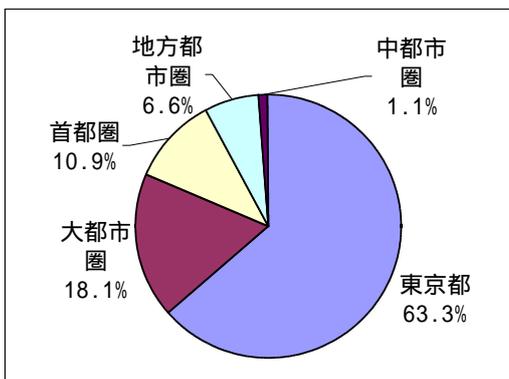
図表 1-1-18 都市圏別取得総額の割合の推移
〔2001～2002年〕



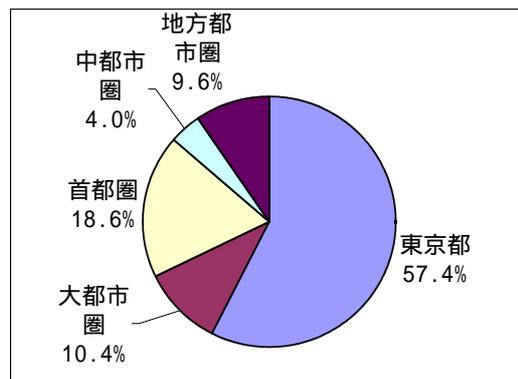
〔2003～2004年〕



〔2005～2006年〕

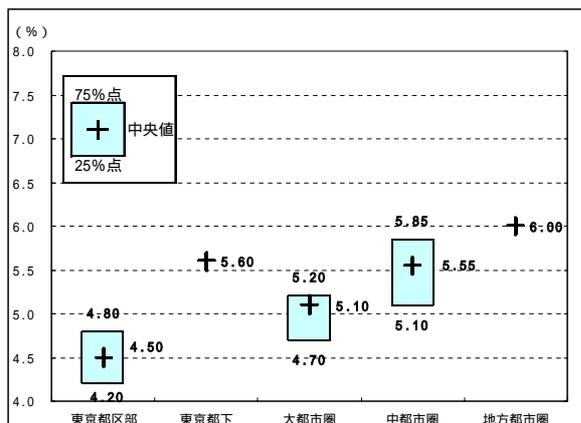


〔2007～2008年〕

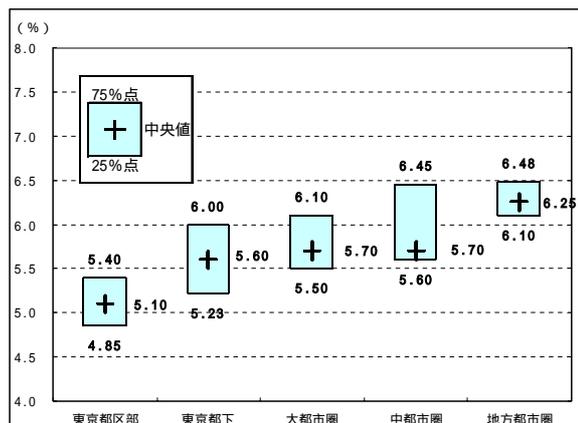


図表 1-1-19 地域別のオフィスビルに係る取引利回り

〔2007年1月1日～2007年12月31日〕



〔2006年1月1日～2006年12月31日〕



資料：社団法人不動産証券化協会・各投資法人公表データに基づき作成

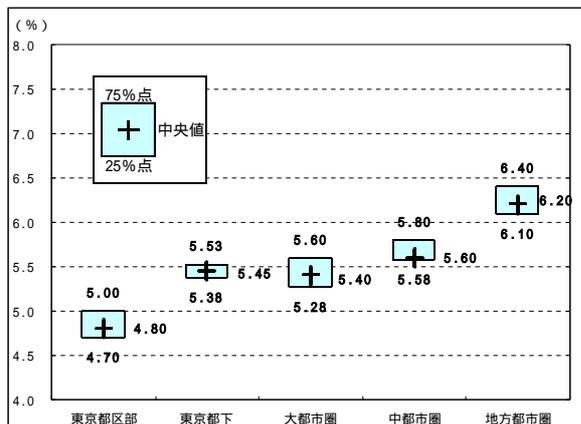
- 1 大都市圏：愛知県、京都府、埼玉県、神奈川県、千葉県、大阪府、福岡県、兵庫県
中都市圏：北海道、宮城県、広島県
地方都市圏：上記以外

2 取引利回り = $\frac{\text{直接還元利回り} \times \text{鑑定評価額}}{\text{取得価格}}$

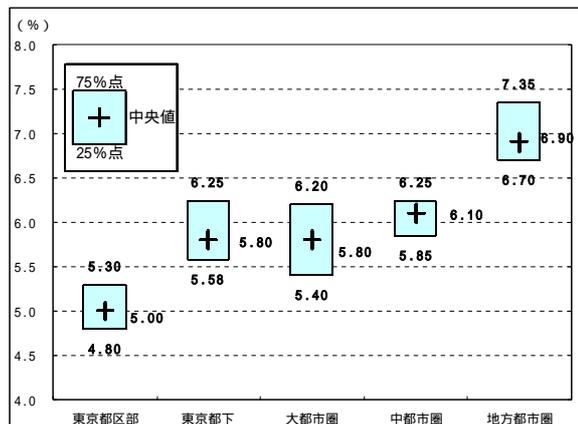
- 3 標本数は2007年が東京都区部39、大都市13、中都市4、小都市・東京都下各1、2006年が東京都区部83、大都市29、中都市7、小都市・東京都下各4である。なお、投資法人が還元利回りを公表していない物件については分析対象外とした。

図表 1-1-20 地域別の住宅物件に係る取引利回り

〔2007年1月1日～2007年12月31日〕



〔2006年1月1日～2006年12月31日〕



資料：社団法人不動産証券化協会・各投資法人公表データに基づき作成

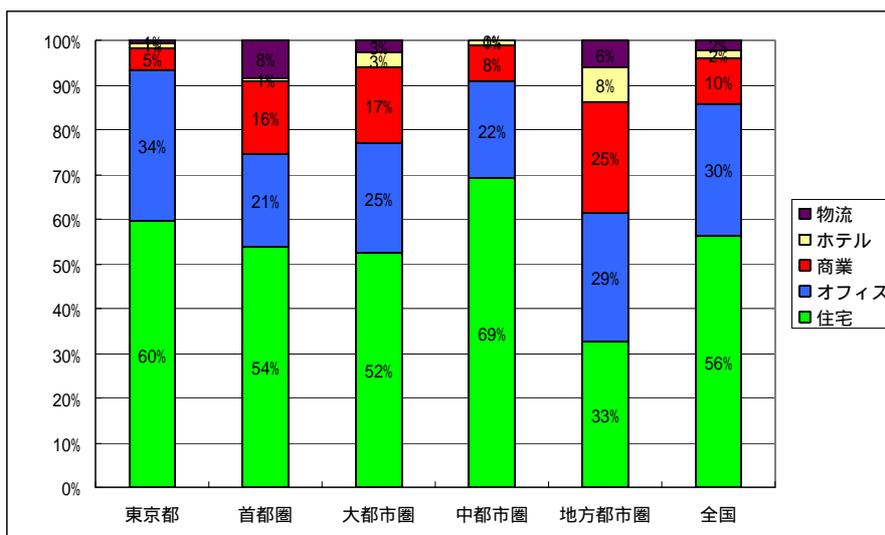
- 1 地域の区分及び取引利回りの定義については図表 1-1-19 と同じ。
- 3 標本数は2007年は東京都区部113、大都市60、中都市24、小都市・東京都下各4、2006年が東京都区部149、東京都下6、大都市60、中都市23、小都市3である。なお、投資法人が還元利回りを公表していない物件については分析対象外とした。

都市圏別及び用途別に取得物件数及び取得総額の割合を示したのが図表 1-1-21・図表 1-1-22 である。地方都市圏については、物件数の割合で 25 %、取得総額の割合で 49 %と他の都市圏と比較して商業の構成割合が高い。これは、地方都市圏では小規模な賃貸住宅、オフィスビル等より、信用度の高い企業による定期借家契約によってキャッシュフローが安定していたり、地域一番店のため競争力が高いといった理由から商業（大規模ショッピングセンター）の方が投資対象として優位であることによるものと考えられる。

都市圏別の 1 物件当たり平均取得額を示したのが図表 1-1-23 である。中都市圏は 1 物件当たりの額が小さい住宅物件の割合が高いことから平均取得額が低位である。反対に地方都市圏は商業（大規模ショッピングセンター）の割合が高いことから、平均取得額は最も高位である。

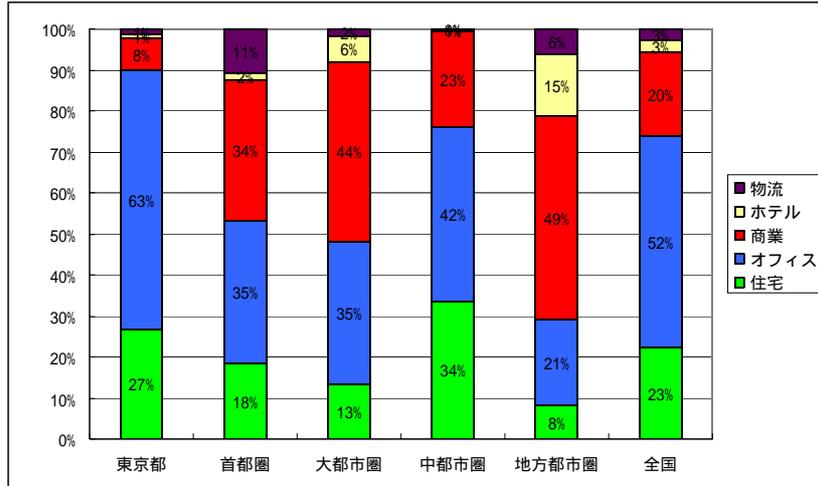
また、都市圏別及び用途別の 1 物件当たりの平均取得額を示したのが図表 1-1-24 である。全国平均と比較して地方都市圏では、ホテル及び商業用途の物件の平均取得額が高く、反対に住宅及びオフィスの平均取得額は低い。

図表 1-1-21 都市圏別の取得物件数の割合



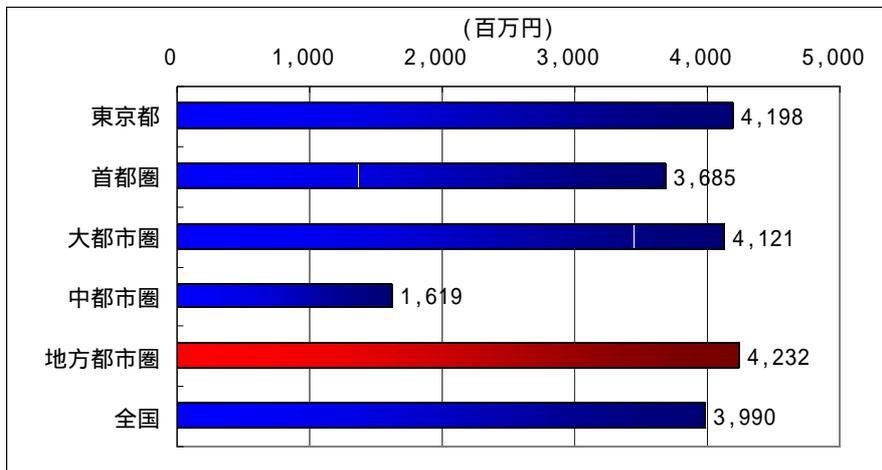
資料：社団法人不動産証券化協会公表資料等に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

図表 1-1-22 都市圏別の取得総額の割合



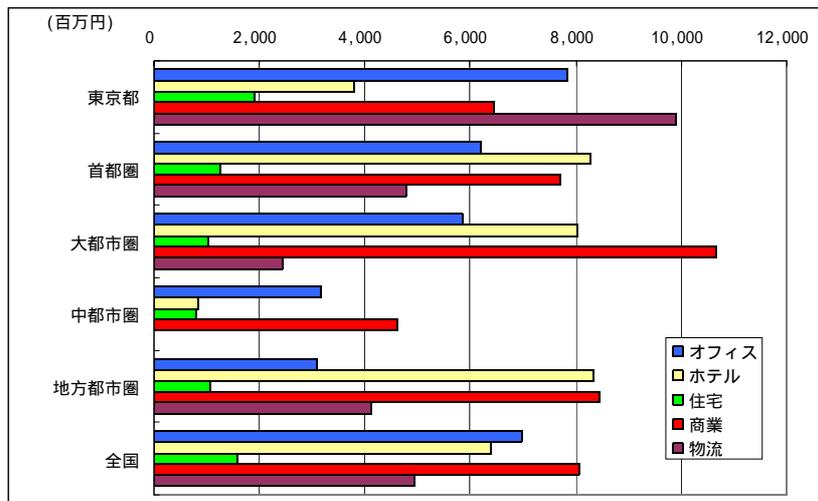
資料：社団法人不動産証券化協会公表資料等に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

図表 1-1-23 都市圏別の 1 物件当たり平均取得額



資料：社団法人不動産証券化協会公表資料等に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

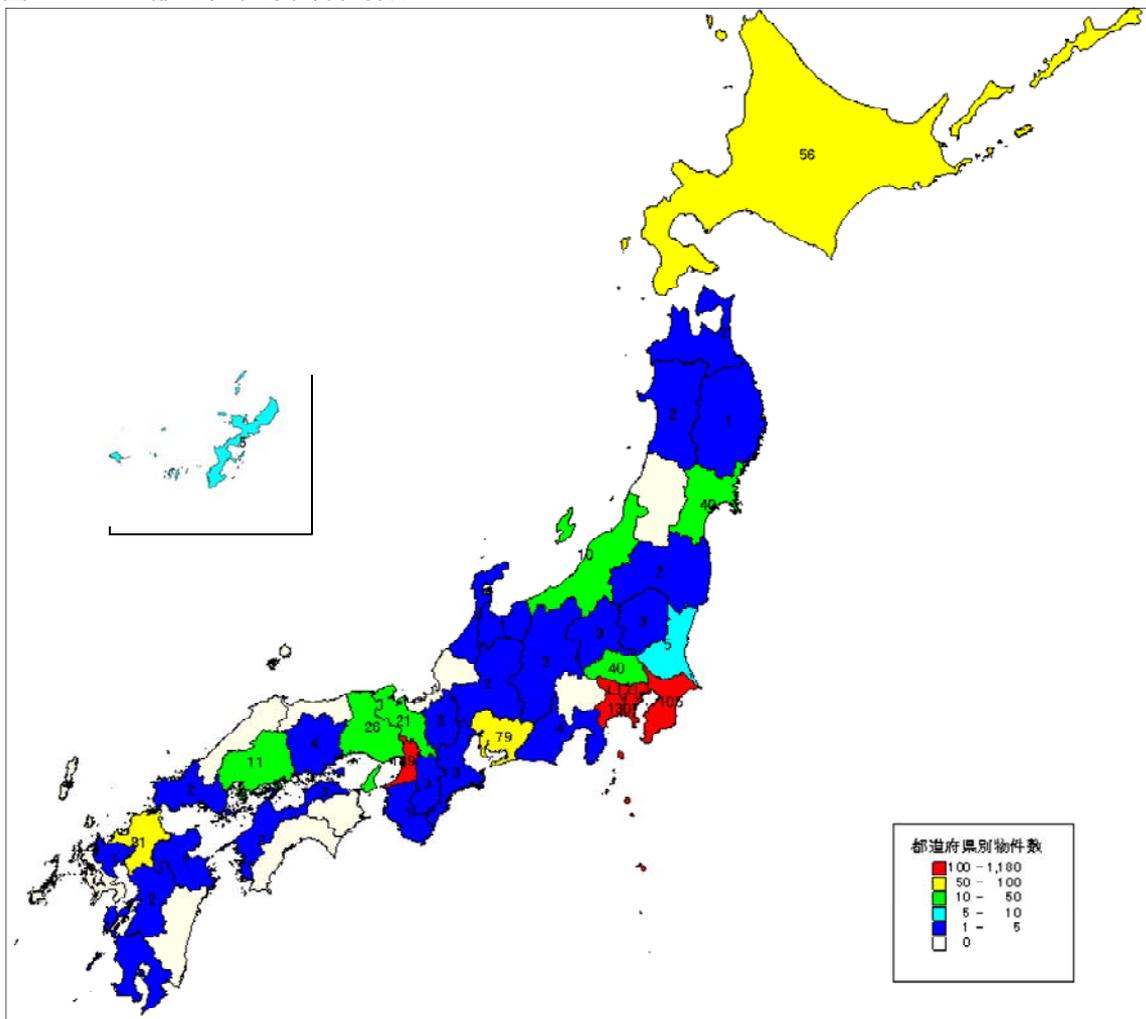
図表 1-1-24 都市圏別・用途別の 1 物件当たり平均取得額



資料：社団法人不動産証券化協会公表資料等に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

各投資法人の取得物件数を都道府県別に地図上に示したのが図表 1-1-25 である。現時点において投資法人が物件を取得していない都道府県は、山形県、福井県、山梨県、鳥取県、島根県、徳島県、高知県、長崎県、宮崎県の 9 県であり、投資対象地域が拡大していることが分かる。

図表 1-1-25 都道府県別取得物件数



都道府県名	取得物件数	都道府県名	取得物件数	都道府県名	取得物件数	都道府県名	取得物件数
北海道	56	東京都	1171	滋賀県	3	香川県	3
青森県	2	神奈川県	130	京都府	21	愛媛県	2
岩手県	1	新潟県	10	大阪府	139	高知県	0
宮城県	40	富山県	1	兵庫県	26	福岡県	81
秋田県	2	石川県	2	奈良県	3	佐賀県	1
山形県	0	福井県	0	和歌山県	1	長崎県	0
福島県	2	山梨県	0	鳥取県	0	熊本県	2
茨城県	5	長野県	2	島根県	0	大分県	1
栃木県	3	岐阜県	2	岡山県	4	宮崎県	0
群馬県	3	静岡県	4	広島県	11	鹿児島県	1
埼玉県	40	愛知県	79	山口県	2	沖縄県	5
千葉県	105	三重県	3	徳島県	0		

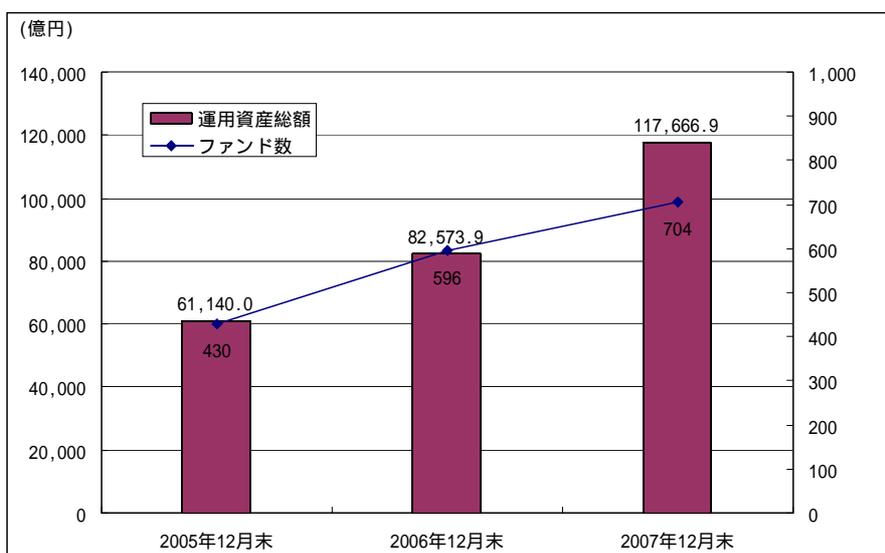
資料：社団法人不動産証券化協会公表資料等に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）

(2) 私募ファンド

社団法人不動産証券化協会が実施している「会員対象私募ファンド実態調査」によれば、2007年12月末時点の会員が運用する不動産私募ファンドの総数は704ファンド(2006年12月末時点596ファンド)、運用資産総額は約11.8兆円(2006年12月末時点8.2兆円)、保有物件数は3,592(2006年12月末時点3,427物件)であり、私募ファンド市場は確実に成長している。

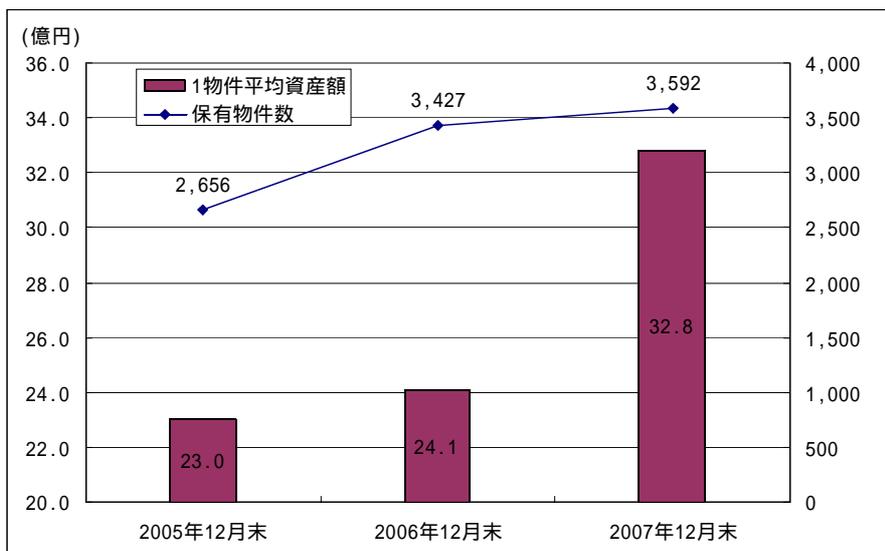
2007年12月末時点の私募ファンド1物件当たりの平均資産規模は約32.8億円で2006年度約24.1億円と比較してその規模は大型化しているが、Jリートの1物件当たりの平均資産規模が約40億円であることと比較すると比較的規模の小さい物件が多く組み込まれていることが窺える。

図表 1-1-26 私募ファンドの運用資産総額とファンド数の推移



資料：会員対象私募ファンド実態調査「社団法人不動産証券化協会」より作成

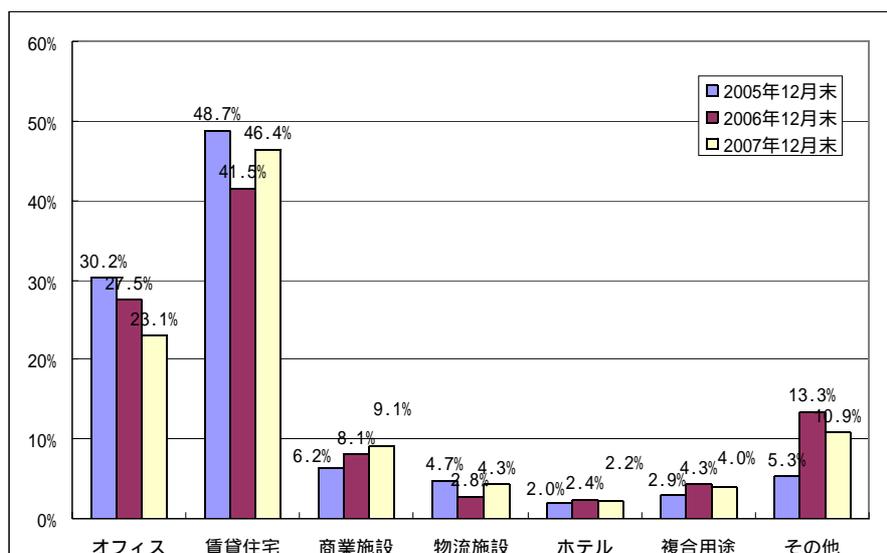
図表 1-1-27 私募ファンドの保有物件数及び1物件当たり平均資産額



資料：会員対象私募ファンド実態調査「社団法人不動産証券化協会」より作成

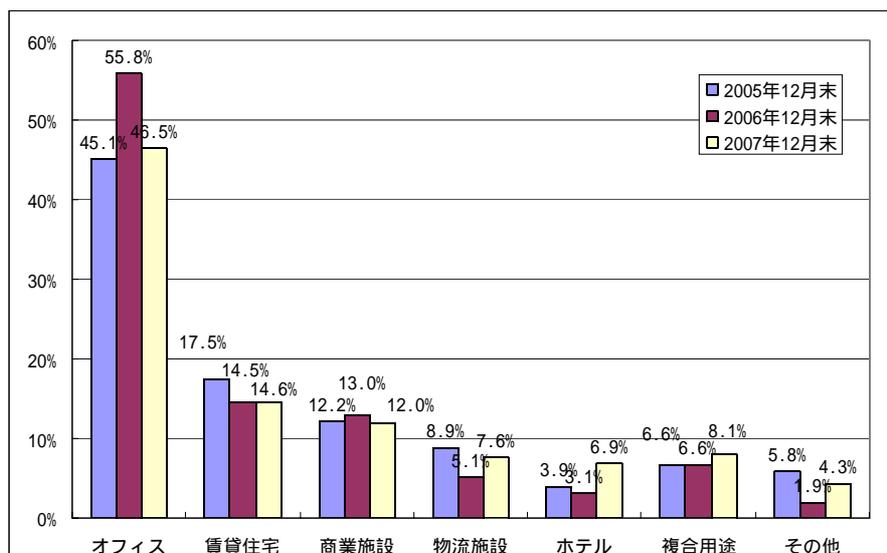
保有不動産の物件数及び資産額の用途別割合の推移を示したのが図表 1-1-28・図表 1-1-29 である。2007 年調査結果では、物件数は賃貸住宅が 46.4 % とほぼ半数を占め、オフィスが 23.1 % と続く。また、2006 年調査と比較すると商業施設、物流施設の用途が増加しており、投資対象物件の用途が拡大していることが分かる。一方、保有資産額で見ると、2007 年調査結果では、オフィスが 46.5 % を占め、賃貸住宅が 14.6 %、商業施設が 12.0 % と続く。

図表 1-1-28 用途別の保有物件数割合の推移



資料：会員対象私募ファンド実態調査「社団法人不動産証券化協会」より作成

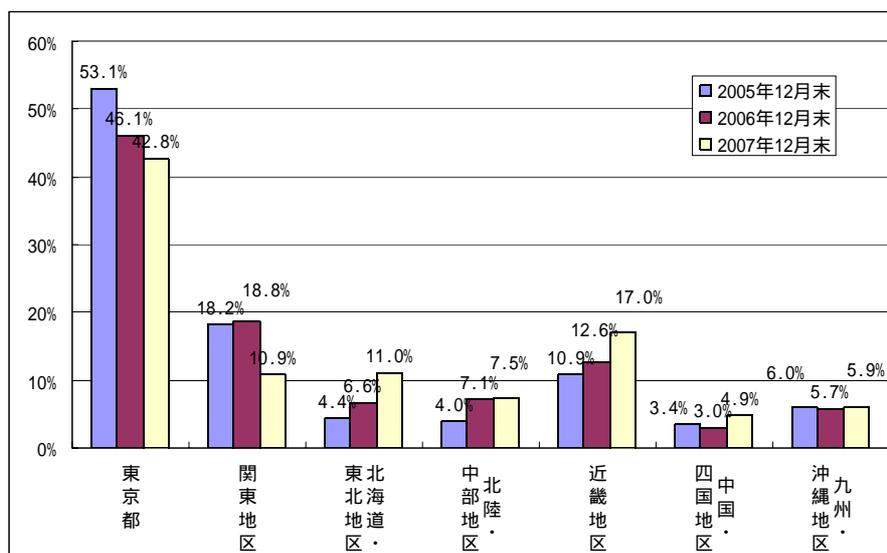
図表 1-1-29 用途別保有資産額割合の推移



資料：会員対象私募ファンド実態調査「社団法人不動産証券化協会」より作成

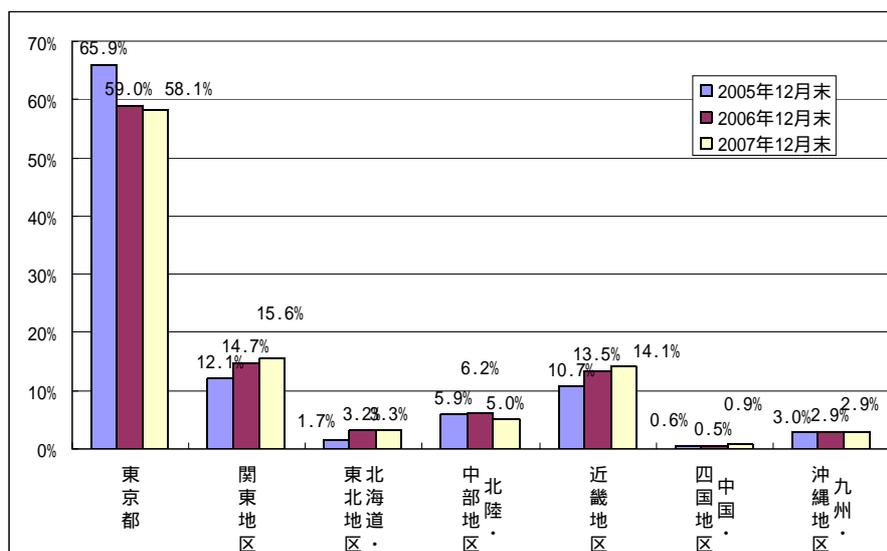
私募ファンドが保有する物件数及び運用資産額の地域別割合の推移を示したのが図表 1-1-30・図表 1-1-31 である。2007 年調査結果について、物件数では 42.8 %、運用資産額では 58.1 %を東京都が占め、私募ファンドにおいても東京一極集中の傾向が窺える。しかし、2006 年調査結果と比較すると、東京都は物件数で全体の 46.1 %から 42.8 %へと縮小し、運用資産額でも 59.0 %から 58.1 %へと僅かではあるが全体に占めるシェアを落としていることがわかる。東京都以外の地域への投資は、物件数及び運用資産額ともに、この 1 年間で拡大しており、投資対象エリアがより分散していることが窺える。

図表 1-1-30 地域別保有物件数割合の推移



資料：会員対象私募ファンド実態調査「社団法人不動産証券化協会」より作成

図表 1-1-31 地域別運用資産額割合の推移



資料：会員対象私募ファンド実態調査「社団法人不動産証券化協会」より作成

1.2. 不動産証券化に係る基本的スキームの概要

不動産の証券化において一般的に利用されるスキームである、G K - T K方式、T M K方式、不動産特定共同事業のそれぞれの仕組みについて概説する。

1.2.1. G K - T K (Y K - T K) 方式

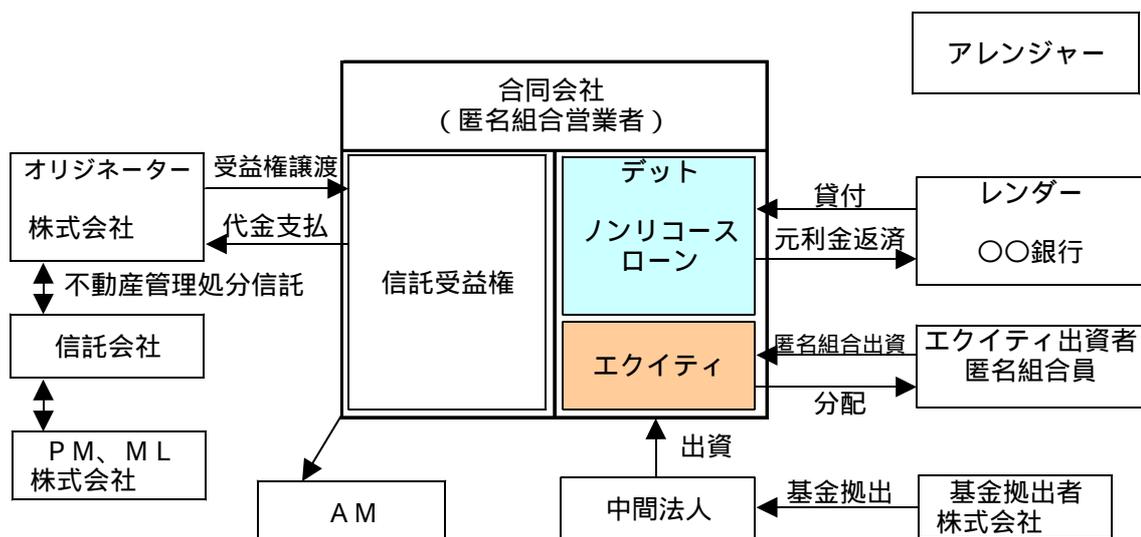
当スキームは、現在の不動産の証券化において最も典型的な仕組みで、オリジネーターが所有する対象不動産を不動産信託受益権とし、それを媒体である特別目的会社（S P C）に譲渡し、S P Cはその受益権譲渡代金をノンリコースローンと匿名組合員からの金銭出資により資金調達する方法である。

2006年5月1日に会社法が施行され有限会社法が廃止されたため、S P Cとしては有限会社ではなく、合同会社が利用されているが、その基本的な仕組みは変わらない。なお、G K（Goudou Kaisha）- T K（Tokumei Kumiai）の頭文字をとって、G K - T K方式と呼ばれる。

なお、匿名組合事業が不動産取引（賃貸、売買等）に該当すると、営業者は匿名組合員との間で匿名組合契約を締結して出資を得るためには後述する不動産特定共同事業法上の許可を取得する必要がある。しかし、匿名組合事業が不動産信託受益権への投資ということになると、不動産特定共同事業法の適用はないため、当該スキームにおいては実物不動産ではなく信託受益権へ投資することになる。

基本的なスキーム図は図表 1-2-1 のとおりで、主な流れは以下のとおりである。

図表 1-2-1 G K - T K方式の基本的スキーム図



取得時（ＳＰＣの組成・資金調達・信託受益権の取得）

オリジネーター等が基金を拠出して有限責任中間法人を設立する。有限責任中間法人の社員には一般的には公認会計士・弁護士等の当該証券化事業に利害関係を有しない、独立・公正な立場にある者が就任する。

有限責任中間法人が、ＳＰＣである合同会社を設立し、ＳＰＣは投資家から匿名組合契約に基づき匿名組合出資を、レンダーからノンリコースローンを受け、当該資金により、対象不動産のオリジネーターが信託銀行等に信託して得た信託受益権を取得する。

運用時（不動産証券化事業の運営）

ＳＰＣは当該不動産証券化事業がスムーズに進行するように全体の取りまとめ業務であるアセットマネジメント業務をＡＭに委託する。ＡＭは対象不動産の日常管理業務をＰＭへ委託する。ＡＭは信託受託者に各テナントと賃貸借契約を締結もしくは既存契約を承継させ、信託受託者はテナントからの賃料等の収入から公租公課等の対象不動産に係る諸経費を控除した残額を受益者であるＳＰＣへ支払い、ＳＰＣは予め定められたウォーターフォールに従ってレンダー・匿名組合出資者等の投資家へ利払い・配当等を行う。

処分時（信託受益権処分又はリファイナンス）

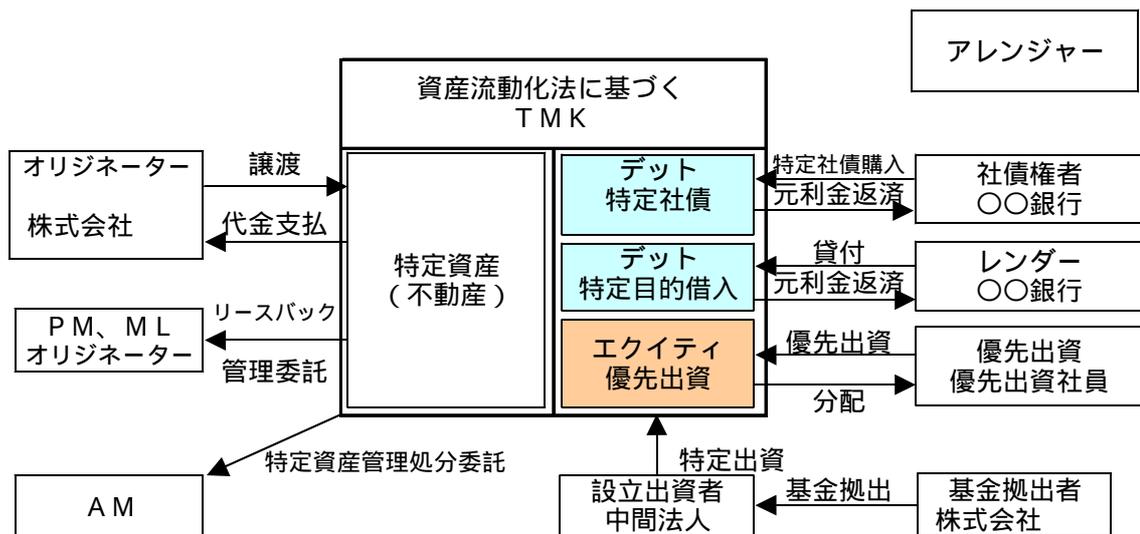
ＳＰＣは信託受益権を売却又はリファイナンスすることで、レンダーへの借入金を返済のうえ、残余で匿名組合出資者の出資金を償還し、さらに残額があれば、匿名組合出資者に運用益として分配し、当該証券化事業は完了する。

1.2.2. TMK方式

当方式は、資産流動化法に定める特定目的会社（Tokutei Mokuteki kaishaの各頭文字を使って、TMKと呼ばれている。）をSPCとして利用するスキームである。基本的な構造はGK-TK方式と類似しているが、大きく異なる点としては、まずTMKは取締役、監査役及び会計監査人各1名という簡易な組織体制が認められていることからSPC(TMK)の設立・維持コストが少額ですむこと、資金調達の方法が資産流動化法で定める特定社債・特定目的借入、優先出資、特定出資に限定されていること、対象不動産を特定のうえ資産流動化計画に従った運用を実施する必要があること、租税上の軽減措置、法人税法上の配当所得の損金扱いなどの要件(導管性要件)を充たす必要があること、実物不動産を対象とすることが可能であること等があげられる。

TMK方式の基本的なスキーム図は図表1-2-2のとおりで、主な流れは以下のとおりである。

図表1-2-2 TMK方式の基本的スキーム図



特定目的会社の設立時（TMKの組成・資金調達・特定資産の取得）

まず証券化ヴィークルである特定目的会社を設立することになるが、当該設立主体には要件がないため、金融機関だけでなく一般事業会社又は個人が設立することも可能である。なお、2006年5月1日の会社法の施行により最低資本金(従前10万円)の要件に関しては株式会社において資本金の下限額を設けないことに伴い、特定目的会社においても資本金額に制約はない。

TMK設立後は、業務開始届書と必要添付書類（定款、資産流動化計画等）を添付し、内閣総理大臣（実務上は管轄財務局から金融庁へ）へ届け出て、特定目的会社が業務を開始することになる。続いて、TMKは、有価証券（優先出資証券、特定社債等）を発行したり、特定目的借入を実行して資金調達を行い、特定資産をオリジネーターから取得する。

なお、倒産隔離のために有限責任中間法人を設立し、利用することが一般的であり、その場合はGK-TK方式と同様である。

運用時（不動産証券化事業の運営）

資産流動化計画に従い、対象不動産の管理業務を受託したPM会社等が、物件管理を行い、またテナントからの賃料を徴収し、公租公課等の対象不動産に係る諸経費を控除した残額を原資に、レンダー及びエクイティ投資家へ利払い・配当等を行う。

証券化終了時

TMKは対象不動産を売却又はリファイナンスすることで、レンダーへの借入金を返済のうえ、残余でエクイティ投資家の出資金を償還し、さらに残額があれば、エクイティ投資家に運用益として分配し、当該証券化事業は完了する。

1.2.3. 不動産特定共同事業法

不動産特定共同事業とは、投資家である事業参加者が出資等を行い、不動産会社等の専門家である事業許可者が不動産取引により運用し、収益の配当を行う契約を対象とし、そのような事業を規制することで投資家保護を図る構造となっている。

不動産特定共同事業法の構成は、不動産特定共同事業法の定義、許可制、業務規定、監督規定、罰則規定から成り立っている。

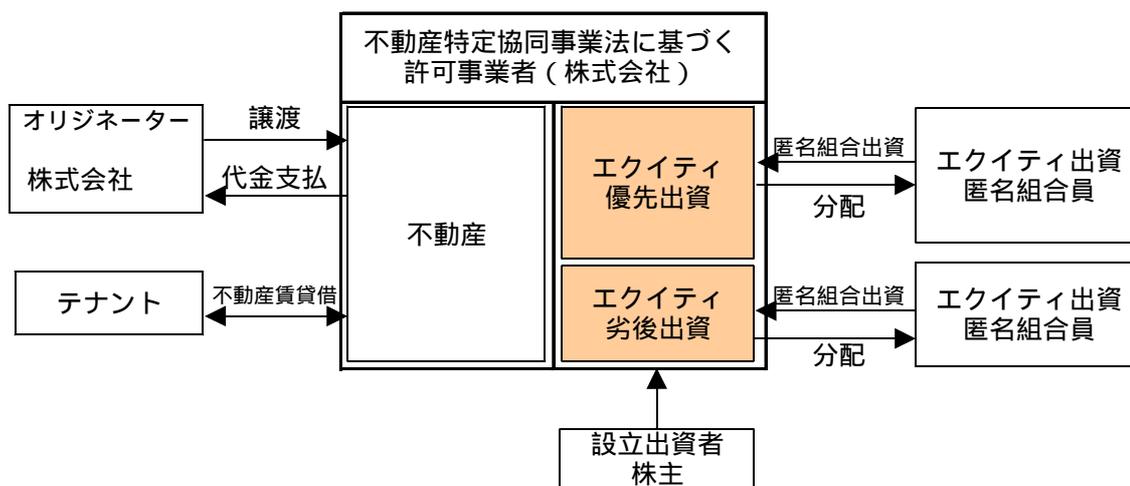
定義

不動産特定共同事業法における不動産特定共同事業とは、「不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引から生ずる収益等の分配を行う行為」と、「不動産特定共同事業契約の締結の代理・媒介をする行為」の2つが定義されている。不動産特定共同事業法に該当する不動産特定共同事業契約としては、民法第667条に基づく「任意組合型契約(1号商品)」、商法第535条「匿名組合型契約(2号商品)」、「賃貸型契約(3号商品)」、「外国法令に基づく契約(4号商品)」、その他政令で定める商品(5号商品)の5類型が定められている。一方、不動産特定共同事業法の適用が除外される主な契約としては、以下のようなものとなっている。なお、不動産を信託し、その信託受益権を対象資産とした取引に係る匿名組合契約を利用したGK-TK方式は「不動産取引」に係るものではないため不動産特定共同事業法の適用はない。

- ・相続や等価交換などの原因で対象不動産が共有となった賃貸型不動産特定共同事業の契約
- ・外国法令で出資者保護が確保されたもので、外国において締結された契約(契約締結のみを外国で行ったものは除く。)
- ・出資が株式、債権等、証券取引法の有価証券を対象とした不動産特定共同事業の契約

匿名組合型契約に基づく不動産特定共同事業法の基本的なスキーム図は図表1-2-3のとおりである。

図表 1-2-3 匿名組合型の基本的スキーム図



許可制

不動産特定共同事業法は、事業者の責任を明確にし、投資家を保護するため事業者を許可制として、一定の欠格事由、許可基準を満たすことが必要とされている。主な許可要件としては、資本金、宅地建物取引業者の免許、法令違反者の排除、業務管理者の設置、基準約款の制定、事業遂行に適格な財産的基礎と人的構成などの基準が設けられている。信託会社については、宅地建物取引業法第 77 条第 3 項の届出をしていれば、不動産特定共同事業法の特例によって不動産特定共同事業者とみなされることになっている。

業務規定

不動産特定共同事業法では、情報開示と行為に関する規制を定め、投資家(事業参加者)保護を図っている。主な規制内容は、以下のとおりである。

- ・情報開示としては、契約前書面の交付、契約成立時書面の交付、基準約款による契約、財産の管理報告書の交付、業務および財産の状況を記載した書類の設置、事業参加者名簿の作成等。
- ・行為規制としては、名義貸しの禁止、広告の規制、事業開始時期の制限、不当な勧誘の禁止、金銭等の貸付や媒介の禁止、書面による契約解除、財産の分別管理、守秘義務等。

さらに、約款の内容基準の中にも規制内容が定められている。

監督規定

不動産特定共同事業法については、事務所の設置状況及び基準約款の内容によって、内閣総理大臣(金融庁長官に委任)・国土交通省大臣(主管)・各都道府県知事がそれぞれ監督を行うこととなっている。

監督に関わる主な規制には、事業年度ごとに事業報告書を主務大臣等に提出するほか、必要に応じて主務大臣等から、指示、業務停止命令、業務管理者の解任命令、許可の取消し、指導、立入検査の監督処分等の規定がある。

罰則規定

例えば、無許可での不動産特定共同事業の実施には、3年以下の懲役もしくは、300万円以下の罰金又はこれらの併科など、違反者に対する厳しい罰則規定が定められている。

以上のような規制によって、投資家を保護し、健全な市場育成を維持している。

1.3. 不動産証券化を巡る最近の法改正

1.3.1. 金融商品取引法の概要

平成 18 年 6 月 7 日に成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」によって、従来の証券取引法は、金融商品取引法に名称変更され、平成 19 年 9 月 30 日に施行された。

この法律改正の目的は、これまでの縦割りの業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法整備を行って、投資家の保護及び金融市場の発展を目的とするものである。そのため、対象商品・取引の拡大、金融商品取引業の業務規制、金融商品取引業者等の行為規制について、包括化、横断化、柔軟化が図られている。

(1) 有価証券の定義の拡大

有価証券及び有価証券とみなされる権利（いわゆる「みなし有価証券」）の範囲が拡大され、金商法 2 条 2 項各号において、みなし有価証券に該当する権利が列挙されている。特に、金商法 2 条 2 項 1 号では新たに信託受益権がみなし有価証券として追加され、金商法 2 条 2 項 5 号では集団投資スキーム持分の定義規定が新設されている。

ここでみなし有価証券とされる信託受益権は、金商法 2 条 2 項 1 号に規定される信託受益権で、金商法 2 条 1 項に規定される次の受益証券は除かれる。

- ・ 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資信託又は外国投資信託の受益証券（金商法 2 条 1 項 10 号）
- ・ 貸付信託の受益証券（金商法 2 条 1 項 12 号）
- ・ 資産の流動化に関する法律に規定する特定目的信託の受益証券（金商法 2 条 1 項 13 号）
- ・ 信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券（金商法 2 条 1 項 14 号）

また、次の集団投資スキーム持分の定義で、従来からみなし有価証券とされていた匿名組合出資持分を含めて、組合型のファンド持分（出資者の有する権利）についてはほぼ金商法上の有価証券に該当することとなった。

その定義規定によれば、集団投資スキーム持分とは、

- 民法上の任意組合契約に基づく権利
- 商法上の匿名組合契約に基づく権利
- 投資事業有限責任組合契約に基づく権利
- 有限責任事業組合契約に基づく権利

社団法人の社員権その他の権利（外国の法令に基づくものを除く。）

のいずれかの権利で、当該権利を有する者（出資者）が出資又は拠出をした金銭（これに類するものとして政令で定めるものを含む。）を充てて行う事業（出資対象事業）から生ずる収益の配分又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であって、次のいずれにも該当しないことが要件とされている。

(イ) 出資者全員が出資対象事業に関与する場合（金商法 2 条 2 項 5 号イ、施行令 1 条

の3の2)における当該出資者の権利

ここにいう出資者全員が関与する場合とは、次の場合をいう。

- ・出資対象事業に係る業務執行の決定について全出資者の同意を要すること
- ・全出資者が、出資対象事業に常時従事し、特に専門的な能力であって出資対象事業の継続のうえで欠くことができないものを発揮して出資対象事業に従事すること

- (ロ)出資者がその出資又は拠出の額を超えて収益の配当又は出資対象事業に係る財産の分配を受けることがないことを内容とする当該出資者の権利((イ)に掲げる権利を除く。)(金商法2条2項5号ロ)
- (ハ)保険業法第2条第1項に規定する保険業を行う者が保険者となる保険契約、不動産特定共同事業法第2条第3項に規定する不動産特定共同事業契約に基づく権利等((イ)(ロ)に掲げる権利を除く。)(金商法2条2項5号ハ)
- (ニ)上記(イ)から(ハ)までに掲げるもののほか、当該権利を有価証券とみなさなくても公益又は出資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定める権利

(2) 金融商品取引業

金融商品取引行為

金商法への改正に伴い、業の概念が変更されている。すなわち、従来は証券仲介業と呼ばれていたものが金融商品取引業とされている。その変更点は名称の変更のみならず、「営業」から「業」に変更され、営利目的であることを要件としなくなった点が重要である。金商法において金融商品取引業とは、投資家の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして、政令で定めるもの及び銀行等が行う次に掲げるような行為をいう。

- (イ)有価証券の売買(デリバティブ取引に該当するものを除く。)、市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引(有価証券の売買にあつては競売買の方法等によるものを除く。)(金商法2条8項1号)
- (ロ)有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引の媒介、取次ぎ(有価証券等清算取次ぎを除く。)又は代理(有価証券の売買の媒介、取次ぎ又は代理にあつては競売買の方法等によるものを除く。)
(金商法2条8項2号)
- (ハ)有価証券の募集又は私募のうち、集団投資スキーム持分の形式をとる商品の勧誘(金商法2条8項7号:いわゆる自己募集)。
- (ニ)有価証券の売出し(金商法2条8項8号)。
- (ホ)有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募の取扱い(金商法2条8項9号)。
- (ハ)当事者の一方が相手方に対して次に掲げるものに関し、口頭、文書その他

の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約（以下、「投資顧問契約」という。）を締結し、当該投資顧問契約に基づき助言を行うこと（金商法 2 条 8 項 11 号）。

(ト) 契約に基づき、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用（その指図を含む。）を行うことをいい、その契約とは、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく資産の運用に係る契約の他、当事者の一方が、相手方から、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を内容とする契約（以下、「投資一任契約」という。）が該当する（金商法 2 条 8 項 12 号）。

(フ) 投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理又は媒介（金商法 2 条 8 項 13 号）。

(リ) 金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、匿名組合出資等により拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行うこと（金商法 2 条 8 項 15 号：いわゆる自己運用）。

金融商品取引業の区分

金商法 2 条 8 項各号では、有価証券の売買などの金融商品取引行為を列記し、そのいずれかの行為を業として行うことを「金融商品取引業」といい、金商法第 29 条の規定により内閣総理大臣の登録を受けたものを「金融商品取引業者」という。

第一種金融商品取引業

第二種金融商品取引業

投資・助言代理業

投資運用業

a. 第一種金融商品取引業及び第二種金融商品取引業

第一種金融商品取引業者は金商法 2 条 1 項の伝統的な有価証券に係る業務で、既存の証券会社が行う業務である。第二種金融商品取引業は、不動産証券化ビジネスに関連するもので、基本的に、みなし有価証券である信託受益権及び集団投資スキーム持分の、売買、売上の媒介・取次ぎ・代理、売上の委託の媒介・取次ぎ・代理、売出し、募集若しくは売出しの取扱い、又は私募の取扱い、をするものである（金商法 28 条 2 項 2 号）。

特定目的会社が発行する資産対応証券は、伝統的な有価証券に分類されるため、第二種金融商品取引業者は取り扱えない。

b. 投資助言・代理業

投資助言業とは、投資顧問契約に基づき以下の助言を行うことをいう。

- ・有価証券の価値等（有価証券の価値、有価証券関連オプション有価証券の対価の額又は有価証券指標の動向をいう。）
- ・金融商品の価値等（金融商品の価値、オプションとなる対価の額又は金融指数の動向をいう。）

この投資助言業と、金商法 2 条 8 項 13 号に規定する投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理又は媒介を合わせて、金融商品取引業のなかの「投資助言・代理業」として定義されている。

c. 投資運用業

金商法においては以下の 3 つの契約形態が投資運用業にあたとされている。

1) 投資一任契約、リートの資産運用委託契約

投資一任契約に基づき、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用を行うことをいう（金商法 2 条 8 項 12 号）。

2) 投資信託委託業

金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、投信法に規定する投資信託又は外国投資信託の受益証券に表示される権利その他の政令で定める権利を有する者から拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行うことをいう（金商法 2 条 8 項 14 号）。

3) 運用契約

金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、次に掲げる権利その他政令で定める権利を有する者から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行うことをいう（金商法 2 条 8 項 15 号）。

- (イ) 信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券又は外国又は外国の者の発行する証券又は証書で、当該受益証券の性質を有するもの。
- (ロ) 信託の受益権（投資信託の受益証券、貸付信託の受益証券、特定目的信託の受益証券、信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券を除く。）又は外国の者に対する権利で当該権利の性質を有するもの。
- (ハ) 民法上の任意組合契約に基づく権利、商法上の匿名組合契約に基づく権利、投資事業有限責任組合契約に基づく権利、有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利、外国の法令に基づく権利であって、それらに掲げる権利に類するもの。

最低資本金等に係る参入規制

第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業（法人の場合）、投資運用業については最低資本金要件（金商法 29 条の 4 第 1 項 4 号、施行令 15 条の 7）があり、第一種金融商品取引業と投資運用業については純財産額要件（金商法 29 条の 4 第 1 項 5 号、施行令 15 条の 9）がある。なお、第二種金融商品取引業は個人でも行うことができるが、個人が第二種金融商品取引業を行うためには最低資本金規制ではなく、営業保証金の供託（金商法 31 条の 2 第 1 項、施行令 15 条の 12）が求められる。その他の人的構成の有無等の参入規制をまとめたものが下表である。

図表 1-3-1 金融商品取引業の区分とその参入規制

	募集・売出し・媒介等に関する業種区分		投資の助言・運用に関する業区分	
	第1種金融商品取引業	第2種金融商品取引業	投資運用業	投資助言・代理業
業務内容	金商法28条1項 ・金商法2条1項の有価証券の売買又は代理等	金商法28条2項 ・匿名組合契約に基づく出資持分を発行する際に、取得勧誘を自ら行う自己募集等	金商法28条4項 ・匿名組合契約に基づく権利を有する者から拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行うこと等	金商法28条3項 ・投資顧問契約に基づき助言を行うこと等
参入規制 人的構成の有無	業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有すること (金商法29条の4第1項1号二、業務府令13条)			特になし
参入規制 資本金等の額	有価証券の元引受けであって、損失の危険の管理の必要性の高いもの等の場合(金商法28条1項3号イ、施行令15条の7第1項1号) 30億円以上	特定有価証券等管理行為に該当する場合 (業務府令7条1項9号、定義府令16条1項14号) 5千万円以上	5千万円以上	特になし 投資助言・代理業のみを行う者 営業保証金 (500万円) (施行令15条の12)
	有価証券の元引受けであって、上記に掲げるもの以外の場合(金商法28条1項3号ロ、施行令15条の7第1項2号) 5億円以上	上記 以外の場合 (施行令15条の7第1項4号) 1千万円以上 個人の場合 営業保証金(1千万円) (施行令15条の12)		
	上記、以外の場合 (施行令15条の7第1項3号) 5千万円以上			
参入規制 虚偽記載等	登録申請者が行う他の事業が公益に反すると認められない者、又は登録申請書類若しくは電磁的記録のうちに虚偽の記載若しくは記録がなく、若しくは記録が欠けていないこと等。 (金商法29条の4)			

(3) 集団投資スキーム持分に係る規定

自己募集

匿名組合出資持分等の集団投資スキーム持分の発行者が、自ら行う有価証券の募集及び私募は、自己募集と呼ばれ、これについては金商法改正により新たに金融商品取引行為となり、それを業として行う場合には、第二種金融商品取引業者の登録が必要となった（金商法2条8項7号ハ、同法28条2項1号）。

匿名組合契約の場合、営業者はSPCであることから、勧誘を行う人的資源が存在しないため、従来は、オリジネーター（当初の資産の提供者）等が選定するSPCの取締役又は使用人が勧誘活動を行うことで、自己募集が行われてきたこともあった。

なお、営業者において登録の必要があるとしても、第二種金融商品取引業者に、権限の全部を委託している場合には、そもそも自己募集に該当する行為は無いとされる。

不動産信託受益権が金商法第2条2項1号のみなし有価証券に定義されたことにより、オリジネーターが当初信託設定をしてSPCに譲渡する行為は、多くの場合は譲渡ではなく、信託受益権の新規発行として整理される。つまり、オリジネーターが有価証券の発行者となる（金商法2条5項、定義府令14条3項1号）。

このため、発行者たるオリジネーターは、譲受人たるSPCに対して新規発行有価証券の勧誘を自ら行っており、自己募集に該当するのではないかという疑問があるが、自己募集が規制されているのは、一定の有価証券のみであり、不動産信託受益権はこれに含まれていない。しかし、オリジネーターからSPCへの受益権の移転を媒介した業者は新規発行有価証券の取り扱いを行っていることになり、当然に金融商品取引業の登録が必要となる。

自己運用

金商法の施行に伴い、金融商品の価値等の分析に基づいて主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、集団投資スキーム持分（匿名組合出資等）により拠出を受けた金銭その他の財産の運用を行うことは、金融商品取引行為として規制を受けることとなった（いわゆる自己運用）。

このため、典型的なGK-TK方式では、営業者たるSPCは投資運用業を行うことになり、内閣総理大臣の登録を受けなければ、自己運用を行うことはできないことになる。

しかし、実態としてSPCが登録を受けることは不可能であり、後述するような一定の場合には例外規定の適用が可能となる。

(4) 適格機関投資家等特例業務の届出による例外規定

適格機関投資家等特例業務とは

a. 適格機関投資家とは

適格機関投資家とは有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有するものとして内閣府令で定める者をいう（金商法 2 条 3 項 1 号、定義府令 10 条）。

具体的には、金融商品取引業者、銀行、保険会社、投信法に規定する投資信託委託業務者及び投資法人、農林中央金庫、日本政策投資銀行、信用共同組合、投資事業有限責任組合、投資一任契約に係る認可を受けた証券投資顧問業者などがあげられる。

今回の改正により、金融庁長官に届け出た法人については、有価証券報告書の提出が不要となり、届出を行おうとする日の直近の日における有価証券残高基準が 100 億円以上から 10 億円以上に引き下げられた（定義府令 10 条 1 項 23 号）。また、金融庁長官に届出た個人のうち、有価証券残高が 10 億円以上、かつ、口座開設後 1 年を経過している者についても適格機関投資家となる（定義府令 10 条 1 項 24 号）。

b. 適格機関投資家等特例業務とは

適格機関投資家等特例業務とは、適格機関投資家等（適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの（49 名以下）及び適格機関投資家をいう。）で、次の(イ)、(ロ)、(ハ)のいずれにも該当しない者を相手方として行う金商法 2 条 2 項 5 号又は 6 号（集団投資スキーム持分）に掲げる権利に係る私募（私募に限定、さらに適格機関投資家等以外の者が当該権利を取得するおそれが少ないものとして次頁で定めるものに限る。）及び金銭の自己運用をいう（金商法 63 条 1 項 1 号イ～ハ、2 号、同法施行令 17 条の 12）。

この適格機関投資家等特例業務に該当する場合には、第二種金融商品取引業者の登録は必要ではなく、内閣総理大臣への事前届出のみで足りることになる。

(イ)その発行する資産対応証券（資産流動化法 2 条 11 項に規定する資産対応証券をいう。）を適格機関投資家以外のものが取得している特定目的会社（資産流動化法 2 条 3 項に規定する特定目的会社をいう。）

(ロ)集団投資スキーム持分に対する投資事業に係る匿名組合契約で、適格機関投資家以外の者を匿名組合員とするものの営業者又は営業者になろうとする者

(ハ)その他一定のもの

なお、適格機関投資家等特例業務を行うもので内閣総理大臣に届出を行った者を特定業務届出者という（金商法 63 条 3 項）。

自己募集に係る金融商品取引業登録の例外

集団投資スキーム持分の私募について適格機関投資家等特例業務を適用するにあたっては、前頁 b.(イ)(ロ)(ハ)に該当しないことだけでなく、以下の要件をすべて満たす必要がある（金商法施行令 17 条の 12）。

(イ)譲渡制限条項

- ・匿名組合出資者が適格機関投資家以外（一般投資家）の場合

当該権利に係る契約その他の法律行為により、当該権利を取得し又は買い付けた者が、当該権利を一括して他の一の者に譲渡する場合以外の譲渡が禁止される旨の制限が付されていること。

- ・匿名組合出資者が適格機関投資家の場合

当該権利に係る契約その他の法律行為により、当該権利を適格機関投資家に譲渡する場合以外の譲渡が禁止される旨の制限が付されていること。

- (ロ)当該権利が有価証券として発行される日以前 6 か月以内に、当該権利と同一種類のものとして内閣府令で定める他の権利が有価証券として発行される場合にあっては、当該権利の取得勧誘に応じて取得した一般投資家の人数と、当該 6 か月以内に発行された同種の新規発行権利の取得勧誘に応じて取得した一般投資家の人数との合計が、49 名以下となること。

自己運用に係る金融商品取引業登録の例外

集団投資スキーム持分に係る権利を有する適格機関投資家等（同一の出資対象事業に係る当該権利を有するものが適格機関投資家等（前頁 b.(イ)(ロ)(ハ)を除く。）のみであるものに限る。）から出資され、又は拠出された金銭の運用を行う金商法 2 条 8 項 15 号に規定する運用行為は、金融商品取引業者の登録ではなく、内閣総理大臣への事前届出のみで足りる。

(5) 適格機関投資家等特例業務以外の自己運用業に係る例外規定

不動産信託受益権に対する投資の特例(2層構造ファンドの特例)

自己運用のうち、投資対象を不動産信託受益権として、一の相手方と締結した匿名組合契約に基づき出資を受けるもののうち、次に掲げるすべての要件に該当したときは、金融商品取引業に該当しないこととされている。なお、本届出は出資者側で届出を行うことに注意する。

- (イ)匿名組合契約の相手方になろうとする者が他の匿名組合の営業者であって、かつ、投資運用業又は適格機関投資家等特例業務若しくは適格機関投資家等特例業務を行う金融商品取引業者となるための届け出を行ったものであること(金商法28条4項、63条2項、63条の3第1項、定義府令16条1項11号イ)。
- (ロ)匿名組合の相手方になろうとする者が、匿名組合契約の締結前に、当該行為を行う者に関する一定の事項を、取引の相手方になろうとする者の区分に応じ、金融庁長官等に届け出ていること(定義府令16条1項11号ロ)。
- (ハ)当該行為者に関する一定の事項に変更があったときは遅滞なくその旨を届け出ること(定義府令16条1項11号ハ)。

投資運用業者との投資一任契約の締結

自己運用のうち、金融商品取引業者のうち投資運用業者であるアセットマネージャー等とSPCとの間で投資一任契約を締結して運用行為を行う場合には、SPC側では登録、届出等は不要となる。ただし、匿名組合契約等において当該投資一任契約の概要等、一定の事項を定める必要がある(定義府令16条1項10号)。

(6) T M K方式における金商法の適用

募集面における金商法の適用

金商法の施行に伴い改正された資産流動化法 207 条は「特定目的会社の取締役又は使用人は、当該特定目的会社の発行する資産対応証券の募集等（金融商品取引法第 2 条第 3 項に規定する有価証券の募集又は有価証券の私募をいう。）の取扱いについて次条第 2 項の規定による届出が行われたときは、当該資産対応証券の募集等に係る事務を行ってはならない。」と規定し、この次条第 2 項の届出とは、特定資産の譲渡人（特定譲渡人）が資産対応証券の募集等の取扱いを行う場合の内閣総理大臣に対する事前の届出を意味することから、特定譲渡人に募集等の取扱いを委託する場合以外は、T M K 自らが募集等を行うことが可能となっている。また、金商法 2 条 8 項 7 号では自己募集が金融商品取引業となる一定の場合を列記しているが、前記の集団投資スキーム持分などの一定の場合に限定されており、T M K が発行する優先出資証券と特定社債はこれに該当しない。このように金商法においては T M K の自己募集が可能な枠組みとなっている。

しかし、T M K が自己募集する場合には、資産流動化法 209 条で、書面交付義務、広告規制等、金商法の行為規制が準用されることから、そうした行為義務を履行できる体制を構築することが現実には困難である。したがって、現実的には、資産対応証券の募集等については、第一種金融商品取引業者に委託する方法が最も望ましいといえる。また、場合によっては、特定譲渡人たるオリジネーターに委託する方法も有効と考えられる。なお、この場合の特定譲渡人の行為は、資産流動化法 208 条 1 項規定により、金融商品取引業として規制を受ける金商法 2 条 8 項 9 号の有価証券の募集等の取扱いには該当しないものとされている。

運用面における金商法の適用

資産流動化法 200 条 1 項では、特定目的会社は、特定資産（信託の受益権を除く。）の管理及び処分に係る業務を行わせるため、これを信託会社等に信託しなければならないと規定しているが、同条 3 項では、特定資産が不動産の場合には、管理処分受託者は「当該資産の管理及び処分を適正に遂行するに足りる財産的基礎及び人的構成を有する者にその管理及び処分に係る業務を委託することができる。」とされ、結果として、宅地建物取引業者が管理処分受託者となることが可能である。

なお、この場合の管理処分受託者が T M K に対して助言を行ったとしても対象が金融商品ではないため、投資助言業に該当しないことになる。

特定資産が信託受益権の場合には、信託受託者が既に存するため、管理処分委託者を設置する必要はないが、A M を設置する場合で、この A M が信託受益権についての投資助言を行うのであれば、この A M には金商法上の投資助言・代理業の登録が必要となる。

(7) その他の論点

有限責任中間法人と集団投資スキーム持分について

金商法施行により、有限責任中間法人への基金拠出は原則として、集団投資スキームに該当することとなった。このため、有限責任中間法人の定款において、その拠出額を超えて残余財産の分配を行わない等の規定を設けることで、金商法2条2項5号ロに該当させ、集団投資スキーム持分から除外することが必要となる。なお、このような規定を置かない場合には、設立時の基金拠出、スキーム運営中の追加基金拠出等が自己募集に該当して有限責任中間法人は金融商品取引業者としての登録が必要となる。また、有限責任中間法人が基金によって集めた資金を合同会社の持分に対して運用する行為も、自己運用として金商法の規制を受けるため、定款作成にあたっては留意する必要がある。

投資助言・代理業と投資運用業の区分について

金融庁のパブリックコメントによれば、GK-TK方式の場合で、不動産信託受益権の売買に際して、事前にAMである投資助言業者等を介して、出資者である匿名組合員全員の意向確認を行い、その確認内容を記録・保存するという意思決定プロセスにより不動産信託受益権の売買を行っている場合は、当該AMの行為は投資運用業には該当せず、投資助言業に過ぎないといえるかという質問に対して、金融庁は、「アセットマネージャーの業務が『投資助言業務』と『投資一任業務』のいずれに該当するかは、実質的な投資判断の一任及び投資権限の委任の有無により（金商法2条8項12号ロ参考）、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものであり、一律の基準を示すことは困難と考えられます。ご質問のようなプロセスを経ていることは一つの考慮要素ではありますが、これをもって一律に『投資一任契約』ではなく『投資助言業務』に該当すると断定することは困難であり、個別事例ごとに実態に即して実質的な判断が必要になるものと考えられます。」と回答し、投資助言業と投資運用業との区分は、実態に即して実質的に判断するとしても、「投資一任」がなされているか、「投資権限の委任」が行われているかがポイントとされている。

(8) 募集時、運用時におけるスキーム別選択肢

基本スキームであるGK - TK方式とTMK方式について、金商法下での対応策を整理したものが下表である。GK - TK方式の場合、募集時は第二種金融商品取引業者に委託し、運用時は投資運用業の登録業者と投資一任契約を締結して委託する方法が最も望ましいのは当然であるが、物件規模が小さい場合には、組成コストを吸収できない可能性がある。適格機関投資家等特例業務の制度を活用する選択肢も考えられるが、器としてのSPC本来の性格を考えた場合、現実にこの選択肢で行うことはやや困難と考えられる。

これに対して、実物不動産を特定資産とするTMK方式の場合は、自己募集については、GK - TK方式の場合と同様の問題があるが、募集時には第一種金融商品取引業者に委託する選択肢のほか、特定譲渡人による私募又は公募の取り扱いが可能であること、運用時には基本的に金商法適用の場面がないこと等から、相対的に活用しやすいスキームとなっている。

図表 1-3-2 募集時、運用時におけるスキーム別の選択肢の整理

スキームの方式	局面	対応策の選択肢	実効性等	
GK-TK	募集時	原則	SPCは第二種金融商品取引業に係る登録が必要。	現実に登録を受けることは不可能。
		対応策	適格機関投資家等特例業務の事前届出を行い、一定の譲渡制限条項を付して募集(私募)する。	匿名組合出資者に適格機関投資家が1名以上いれば法的には可能であるが、SPCにおいて、私募行為を履行できる体制を構築することは現実には困難。
			第二種金融商品取引業者に委託する。	金商法上最も安全で確実な方法である。
	運用時	原則	SPCは投資運用業に係る登録が必要。	現実に登録を受けることは不可能。
		対応策	適格機関投資家等特例業務の事前届出を行い、自己運用する。	匿名組合出資者に適格機関投資家が1名以上いれば法的には可能。この場合、投資助言・代理業登録業者と投資顧問契約を締結することで対応することになる。
			投資運用業の登録業者と投資一任契約を締結する。	金商法上最も安全で確実な方法である。
		2層構造ファンドの特例(定義府令16条1項11号)	要件として、親SPCが、適格機関投資家等特例業務等を行う必要があり、実質的な課題は上記と同様である。	
TMK (実物不動産の場合)	募集時	原則	TMKの自己募集は、金融商品取引業となる一定の場合に該当しておらず、特定譲渡人が募集等の取り扱いを受託して届出をしている場合以外は自己募集が可能。(資産流動化法207条,208条)	金商法上可能であるが、TMKにおいて自己募集を履行できる体制を構築することは現実には困難。
		対応策	第一種金融商品取引業者に委託する。	金商法上最も安全で確実な方法。ただし、地方では第一種金融商品取引業の登録業者が少ない。
			特定譲渡人に私募又は公募の取り扱いを委託する。この場合、特定譲渡人の行為は金融商品取引業に該当しない。	特定譲渡人が私募等の取り扱いが可能であれば有効な方法である。
	運用時		管理処分受託者に委託する必要があるが、宅地建物取引業者でよく、金商法の適用がない。	AM業者も投資・助言業の登録は必要ない。

1.3.2. 改正信託法、改正信託業法の概要

(1) 改正信託法の概要

信託法の改正が、平成 18 年 12 月に成立し、平成 19 年 9 月 30 日より施行されている。大正 11 年の制定以来、80 年以上にわたり、実質的な改正がなされてこなかったこともあり、社会経済の飛躍的發展と多様性に信託制度が的確に対応できるよう抜本的な見直しが図られている。今後の不動産証券化に影響を与える可能性のある主な改正点は以下のとおりである

受託者の自己執行義務に関する規定の合理化

これまで、信託行為に別段の定めがある場合、あるいはやむを得ない事由がある場合以外、受託者が信託事務を自ら執行しなくてはならないとされていた。しかし、分業化、専門化の進んだ現代において合理性を欠く規定であると考えられ、法改正により、信託行為に定めが無い場合であっても第三者に委託することが信託の目的に照らし相当であるときに委託できるとしている。また、信託行為に委託してはならない旨の定めがある場合においても、やむを得ない事由があると認められるときには委託をすることができる（信託法 28 条）。

受益者の多数決による意思決定の導入

法改正により初めて導入された制度で、受益者が 2 人以上の信託における意思決定は原則として受益者の一致とされているが、信託行為に受益者集会における多数決による旨の定めがあるときは、受益者集会において決するものとされている（信託法 105 条以下）。この改正により、柔軟な信託の利用が期待される。

多様な信託の活用を可能とする新しい類型の信託の創設

a. 受益証券発行信託

受益証券発行信託とは、受益権を表示する証券を発行する旨の定めのある信託をいう（信託法 185 条以下）。これによって、特別法である資産流動化法の特別目的信託によらずとも、信託をヴィークルとした証券化を行うことが理論上は可能となった。

b. 限定責任信託

限定責任信託とは、受託者が当該信託のすべての信託財産責任負担債務について信託財産に属する財産のみをもってその履行の責任を負う信託をいう（信託法 2 条 12 項）。受託者の履行責任の範囲が信託財産に限定されることから、不動産証券化に関しては開発案件など一定のリスクのある投資への利用などが想定される。

c. 目的信託

目的信託とは、受益者の定めのない又は定める方法の定めのない信託をいう（信託法 258 条）。受益権を有する受益者の存在を予定しておらず、信託財産は、受益者の利益のためではなく、信託の「目的」の達成のために管理処分等がなされることになる。不動産証券化との関連では、ヴィークルのエクイティ持分を目的信託することで倒産隔離を図る可能性などが想定される。

d. 自己信託

自己信託とは、特定の者が一定の目的に従って自己の有する一定の財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為を自らすべき旨の意思表示をする方法による信託であり（信託法 3 条 1 項 3 号）信託宣言ともいわれる。

債権の流動化などのコスト低下が期待される一方で、濫用の危険性も指摘されていることから、その設定においては公正証書等によることが求められる。なお、自己信託については、附則 2 項により、法施行後 1 年経過の日までの間適用しないこととされている。

（ 2 ） 改正信託業法の概要

平成 16 年 12 月に、改正信託業法が施行されている。制定以来 82 年ぶりの改正であり、主な改正点としては以下があげられる。

受託可能財産の制限が撤廃され、特許権、著作権などの知的財産権についても受託が可能となった。

これまで金融機関に限定されていた信託業の担い手が拡大され、金融機関以外からも信託業の参入が可能となった。

信託サービスの利用者の窓口を拡大するため、「信託契約代理店」制度及び「信託受益権販売業者」制度が創設された。

その後、同法は平成 18 年 12 月に成立した信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案及び金商法の成立により、再度改正されている。

信託法改正の関連では、信託法改正に伴って追加される新しい信託類型としての自己信託等が信託業法上位置づけられるとともに、信託法改正により軽減等が可能となる信託財産管理運用時の善管注意義務・分別管理義務・忠実義務についての取扱い、並びに、信託業務を信託会社が第三者に委託する場合についての義務・責任（原則として、改正前と同様に、委託先は信託会社と同様に善管注意義務を直接負う。また、信託会社は委託先の行為について厳しい損害賠償責任を負う。）を信託業法で規律しようとするものである。

また、金商法成立の関連では、信託受益権販売業の制度は廃止され、金商法における第二種金融商品取引業の制度へと移行することとなった。

なお、附則 200 条によれば、信託受益権販売業は法施行後、3 カ月以内の「届出」により、第二種金融商品取引業者に移行するとされている。

1.4. 不動産証券化に関する会計・税務上のポイント

1.4.1. 不動産証券化に係る会計上のポイント

(1) 不動産譲渡に関する一般的基準

わが国において、不動産売却に関する包括的なコンセンサスの得られた会計基準が存在しないため、一般的な実現主義の原則が適用されると解されている。しかし、不動産の証券化に係る特定の取引については、以下のような不動産売却に関する会計処理を行う具体的な実務指針、及び論点整理等が公表されている。ただし、当該実務指針及び論点整理等は、法人税における会計基準とは必ずしも整合性が取られているものではないことに留意しなければならない。

1. 「関係会社間の取引に係る土地・設備等の売却益の計上についての監査上の取扱い」(昭和52年8月8日 日本公認会計士協会 監査委員会報告第27号：以下、「委員会報告27号」という。)
2. 「土地の信託に係る監査上の留意点について」(昭和60年3月5日 日本公認会計士協会 審理室情報No6)
3. 「リース取引の会計処理及び開示に関する実務指針」(平成6年1月18日 日本公認会計士協会 会計制度委員会)
4. 「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」(平成12年7月31日 日本公認会計士協会 会計制度委員会報告第15号：以下、「不動産流動化実務指針」という。)
5. 「同Q & A」(平成13年5月25日 日本公認会計士協会 会計制度委員会)
6. 「民都へ売却した土地に係る留意事項」(平成14年3月25日 日本公認会計士協会)
7. 「不動産の売却に係る会計処理に関する論点整理」(平成16年2月13日 企業会計基準委員会)
8. 「不動産の売却に係る会計処理に関する論点整理」に対する意見」(平成16年5月13日 日本公認会計士協会)
9. 「特別目的会社を利用した取引に関する監査上の留意点についてのQ & A」(平成17年9月30日 日本公認会計士協会 監査・保証実務委員会)

不動産譲渡に関する会計基準は、ヴィークルが資産流動化型か、資産運用型かによって適用される基準が異なる。その適用を整理すると下表のとおりである。なお、表に記載されていない指針等はすべてのヴィークルに共通して適用される。

ヴィークルの種類	通常会社	資産運用型	資産流動化型
不動産譲渡の会計基準	実現主義 委員会報告27号	実現主義 委員会報告27号	実現主義 委員会報告27号 不動産流動化指針

(2) 資産流動化型ヴィークルにおける資産譲渡の考え方

資産譲渡に係る会計上の考え方

資産の消滅の認識(譲渡)に係る会計上の考え方は、リスク・経済価値アプローチと財務構成要素アプローチとに大別される。ここで、リスク・経済価値アプローチとは、資産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他に移転した場合に当該資産の消滅を認識する方法をいい、財務構成要素アプローチとは、資産を構成する財務的要素に対する支配が他に移動した場合に当該移転した財務構成要素の消滅を認識し、留保される財務構成要素の存続を認識する方法をいう。

不動産を譲渡した際の譲渡人の会計処理については、リスク・経済価値アプローチによって行われるのが適当とされている。それは、不動産の譲渡に関しては、譲渡対象が不動産に係る権利であること、リスクと経済価値が不動産の所有と一体化していること、金融商品に比べて時価の算定が容易でなく流通性も劣る等の特徴を有していることによる。

不動産の譲渡に関する包括的な基準等ではないが、不動産の証券化に関わる特別目的会社への不動産の譲渡については、日本公認会計士協会から平成12年7月31日に会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」が公表されている。また、会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針」21項において、特別目的会社が譲り受けた不動産の譲渡人にとって、当該譲渡取引が金融商品会計の対象外である旨が明記されている(リスク・経済価値アプローチに基づいた取扱いが示されている。)

すなわち不動産流動化実務指針第3項では、「不動産の売却の認識は、不動産が法的に譲渡されていること及び資金が譲渡人に流入していることを前提に、譲渡不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転した場合に当該譲渡不動産の消滅を認識する方法、すなわち、リスク・経済価値アプローチによって判断することが妥当である。」としている。

ここで、不動産のリスクとは、経済環境の変化等の要因によって当該不動産の価値が下落することであり、不動産の経済価値とは、当該不動産を保有、使用又は処分することによって生ずる経済的利益を得る権利に基づく価値をいう。

不動産の流動化の会計処理

譲渡人が不動産の譲渡取引を売却取引として会計処理するためには、不動産が特別目的会社に適正な価額で譲渡されており、かつ、当該不動産に係るリスクと経済価値のほとんどすべてが、譲受人である特別目的会社を通じて他の者に移転していると認められる必要がある（不動産流動化実務指針第5項）。

不動産流動化実務指針では、リスクと経済価値が他の者に移転していない可能性がある場合として、不動産譲渡後において譲渡人が当該不動産に継続的に関与している場合の具体例をあげている（不動産流動化実務指針第7項）また、継続的関与がある場合でも、リスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転していると認められる場合も示している（不動産流動化実務指針第8項、第11項参照）。

以下の継続的関与のある場合に、流動化した不動産の譲渡時の適正な価額によって除して算定したリスク負担割合がおおむね5%の範囲内であれば、売却取引として会計処理することが認められる、としている。

- ・ 譲渡人が譲渡した不動産の管理業務を行っている場合
- ・ 譲渡人が不動産を買戻し条件付きで譲渡している場合
- ・ 譲受人である特別目的会社が譲渡人に対して売戻しの権利を保有している場合
- ・ 譲渡人が譲渡不動産からのキャッシュ・フローや譲渡不動産の残存価額を実質的に保証している場合
- ・ 譲渡人が、譲渡不動産の対価の全部又は一部として特別目的会社の発行する証券等（信託の受益権、組合の出資金、株式、会社の出資金、社債、劣後債等）を有しており、形式的には金融資産であるが、実質的には譲渡不動産の持分を保有している場合
- ・ 譲渡人が譲渡不動産の開発を行っている場合
- ・ 譲渡人が譲渡不動産の価格上昇の利益を直接又は間接的に享受している場合
- ・ 譲渡人が譲受人の不動産購入に関して、譲受人に融資又は債務保証を行っている場合
- ・ 譲渡人がセール・アンド・リースバック取引により、継続的に譲渡不動産を使用している場合

また、これらに加えて次の場合についても検討することを要請している。

- ・ 特殊性を有する不動産の流動化
- ・ 譲渡人の子会社に該当する特別目的会社を譲受人とする流動化の場合
- ・ 譲渡人の子会社・関連会社による出資
- ・ 譲渡人による特別目的会社発行証券の退職給付信託への拠出

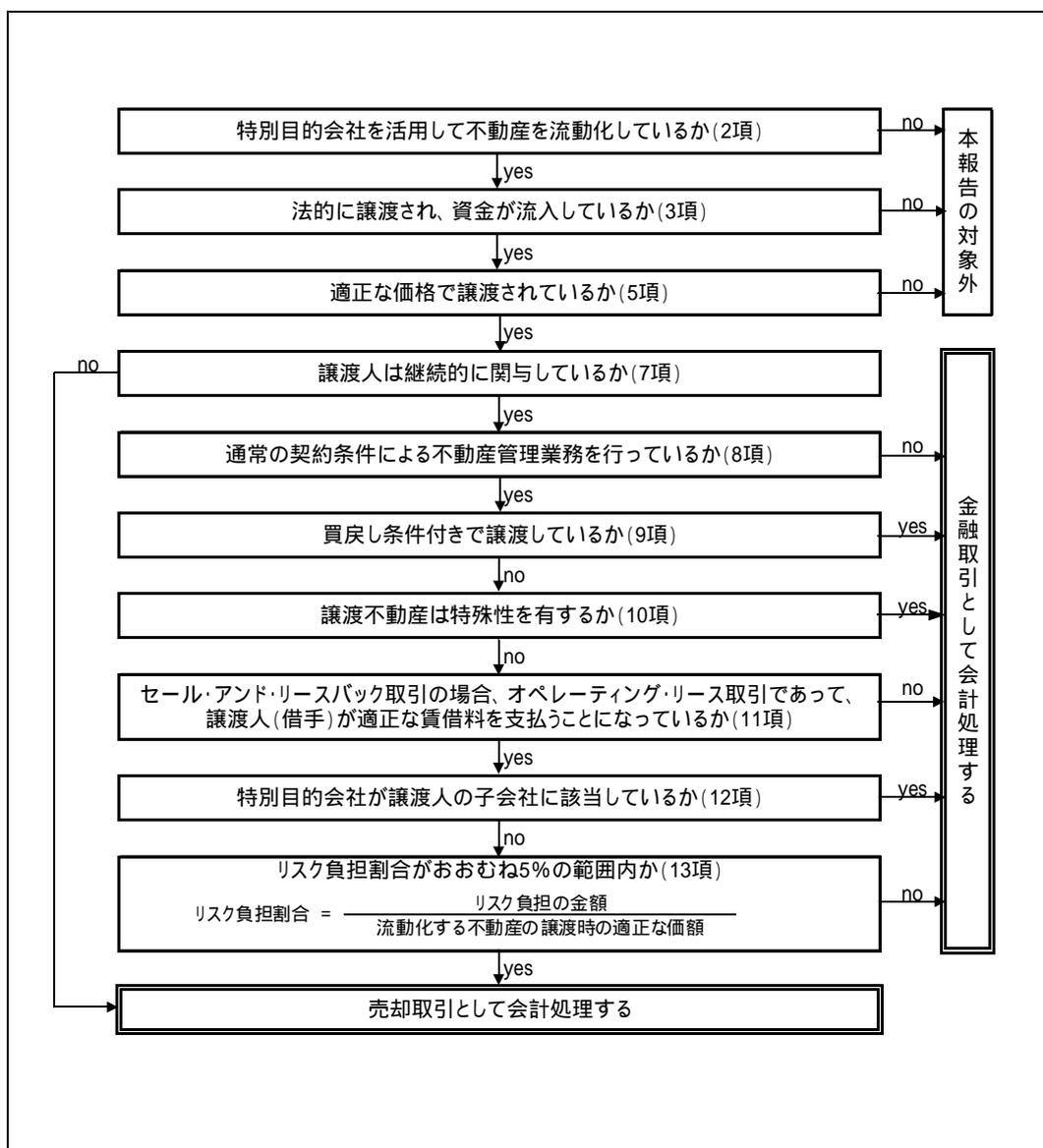
不動産流動化実務指針では、流動化された不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが特別目的会社を通じて他の者に移転していることを売却の認識の要件としたが、流動化スキームの構成上重要でない一部のリスクが譲渡人に残ることが避けられない場合にまで、売却取引として会計処理することを妨げることは実務上適切でないとしている。

この際、リスクと経済価値の移転についての判断にあたっては、リスク負担割合、すなわち流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）に対するリスク負担の金額の割合がおおむね5%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているものとして取り扱う。

なお、リスク負担とは、流動化する不動産がその価値のすべてを失った場合に生ずる損失とされている（不動産流動化実務指針第13項）。

$$\text{リスク負担割合} = \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価格（時価）}}$$

図表 1-4-1 特別目的会社を活用した不動産流動化に係る譲渡人の会計処理フローチャート



不動産信託受益権による流動化の会計処理

不動産流動化実務指針第 19 項では、不動産信託受益権の譲渡についても、不動産を特別目的会社に譲渡することによる流動化の場合と同様に、リスク・経済価値アプローチに基づいて会計処理を行うとしており、この際、譲渡人（委託者）が譲渡した本件受益権に含まれている不動産のリスクと経済価値の状況に基づいて、売却取引として会計処理を行うべきか否かを判断することになる。

（３） ヴィークルの連結基準

連結財務諸表における一般的な基準

連結財務諸表の対象となる子会社の範囲を判断する基準として、一般に、持株基準と、支配力基準とがある。前者は、議決権のある株式の過半数を所有しているか否かによって子会社を判定する考え方であり、後者は他の会社を実質的に支配しているか否かによって子会社を判定する考え方である。現行の会計基準では、親子会社の定義として、「親会社とは、他の会社を支配している会社をいい、子会社とは、当該他の会社をいう」（連結財務諸表原則第三、一２）と定め、支配力基準を採用していることがうかがえる。

ヴィークルの連結基準

ヴィークルの連結に関する会計基準は、ヴィークルが資産流動化型ヴィークルか、資産運用型ヴィークルかによって適用される基準が異なる。適用される会計基準を整理すると以下のとおりである。

ヴィークルの種類	通常の子会社	資産運用型	資産流動化型
連結会計基準	実質支配基準	実質支配基準	非連結と推定

資産流動化型ヴィークルの取り扱い

財務諸表等規則 8 条は当該規則の定義を規定している条項であり、3 項～ 4 項において連結対象となる「子会社」を定義し、5 項～ 6 項において「関連会社」を規定している。当該 8 条 7 項において、特別目的会社については、一定の要件を満たさず場合、連結対象となる子会社に該当しないものと推定することとし、連結の子会社の範囲の例外的な適用をすることについて明確に規定している。

財務諸表等規則第 8 条第 7 項

特別目的会社（資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号。以下「資産流動化法」という）第 2 条第 3 項に規定する特定目的会社及び事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいう。以下この項において同じ。）については、適正な価額で譲り受けた資産から生ずる収益を当該特別目的会社が発行する証券の所有者（資産流動化法第 2 条第 12 項に規定する特定目的借入れに係る債権者を含む。）に享受させることを目的として設立されており、当該特別目的会社の事業がその目的に従って適切に遂行されているときは、当該特別目的会社に対する出資者及び当該特別目的会社に資産を譲渡した会社等（以下この項において「出資者等」という。）から独立しているものと認め、第 3 項及び第 4 項の規定にかかわらず、出資者等の子会社に該当しないものと推定する。

また、平成 10 年 12 月 8 日に公認会計士協会から公表されている「連結財務諸表における子会社及び関連会社の範囲の決定に関する監査上の取扱い」においても 4（2）において財務諸表等規則 8 条 7 項を基準としている。したがって連結対象となる子会社の範囲が支配基準に改正されたことにより、当該ヴィークルが投資者にとってヴィークルの意思決定機関を支配しているとされた場合でも、上記の要件を満たす場合には連結子会社の対象外とすることを規定している。

ただし、上記監査上の取扱いでは、特別目的会社に資産を譲渡した会社が当該特別目的会社の発行した劣後債券を所有している場合等、原債務者の債務不履行又は資産価値の低下が生じたときに損失の全部又は一部の負担を行うこととなるときは、当該資産を譲渡した会社の財務諸表上、その負担を適正に見積もり、必要な額を計上することとしている。

資産運用型ヴィークルの取り扱い

資産運用型ヴィークルについては、資産流動化型ヴィークルとは異なり、特別な連結の範囲の例外的な規定は存在しない。また、「不動産流動化実務指針 Q & A」Q 6 では、投資信託又は投資法人は、投信法に基づくものであり、資産流動化法に基づく特定目的会社とは根拠となる法律が異なっていること、事業内容の変更が特定目的会社に比して特に制限されていないことから、「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」の「三 特別目的会社の取扱い」及び財務諸表等規則 8 条 7 項に掲げられている特別目的会社には該当しないものと考えられるとされている。したがって、投資法人等資産運用型ヴィークルについては一般基準である支配力基準が適用される。

1.4.2. 不動産証券化に係る税務上のポイント

(1) ヴィークルの選択と導管性要件について

税務上の二重課税を回避する条件を導管性要件といい、その必要条件を満たすヴィークルを導管体という。二重課税を回避する方法としては、主に次の2つの方法がある。

ヴィークル自体は原則として法人課税されず、組合員が課税されるもの(パス・スルー型)。任意組合、匿名組合、信託などが該当する。

ヴィークル自体が課税主体となるが、一定の要件を満たすことで、投資家への移転利益を損金算入できることで、結果として法人税課税を減少できるもの(ペイスルー型)。資産流動化法の特定目的会社・特定目的信託、投信法上の投資法人・投資信託などがある。

なお、合同会社及び株式会社は、そのままでは通常の事業会社に過ぎないため、二重課税を回避する手立ては特に用意されていない。実務上、合同会社又は株式会社を特別目的会社として使う場合には、SPCを営業者、投資家を匿名組合員とする匿名組合契約を締結し、SPCの利益をすべて分配することにより実質的にペイ・スルー状態をつくり出すことが必要である。

(2) 任意組合及び匿名組合の税務

わが国の税制上、法人税法第3条により、法人格を有していなくても実質的に法人に近い団体である「人格のない社団等」については法人とみなされ、法人税等が課税される。ここで問題となるのが、「人格のない社団等」の範囲に、任意組合及び匿名組合が含まれるかということである。法人税基本通達1-1-1では、その範囲を限定し、「法人でない社団」とは、「多数の者が一定の目的を達成するために結合した団体のうち法人格を有しないもので、単なる個人の集合体ではなく、団体としての組織を有して統一された意思の下にその構成員の個性を超越して活動を行うもの」と規定し、民法667条の規定による任意組合、商法535条の規定による匿名組合等は、人格のない社団等に含まれないとしている。

したがって、任意組合及び匿名組合は法人税の納税義務者とはならず、導管性が確保されている。

(3) 特定目的会社に関する税務

支払配当の損金算入

特定目的会社は 90 % 配当要件等の条件を満たすことにより、配当を損金に算入することができ、ヴィークル段階での法人税の課税を軽減することができる。配当せず留保した所得については原則どおり法人税が課税される。

配当損金算入要件を簡単にまとめると、下表のとおり、対象法人の要件、対象事業年度の要件、対象利益配当の額、申告要件に分かれる。

対象法人の要件（以下の要件のすべてを満たすこと）

- (イ) 特定目的会社名簿に登録されているものであること
- (ロ) 次のいずれかに該当
 - 1) 特定社債の発行価額の総額を 1 億円以上公募発行すること
 - 2) 特定社債が機関投資家のみを引き受けられていること
 - 3) 優先出資が 50 人以上の者によって引き受けられていること
 - 4) 優先出資が機関投資家のみによって引き受けられていること
- (ハ) 資産流動化計画において発行する特定社債及び優先出資の発行価額の総額のうち国内において募集される割合がそれぞれ 100 分の 50 を超える旨の記載又は記録があること
- (ニ) 会計期間が 1 年を超えないものであること

上記(ロ)1)は、特定社債が公募かつ 1 億円以上発行することを要求するものであるが、公募として 50 人以上に勧誘したことが明白であれば、実際は特定社債券を取得した投資家が 50 人以上である必要はない。

対象事業年度の要件（以下の要件をすべて満たすこと）

- (イ) 資産流動化法 195 条 1 項に規定する資産の流動化に係る業務及びその付帯業務を資産流動化計画に従って行っていること
- (ロ) 資産流動化法 195 条 1 項に規定する他の業務を営んでいる事実がないこと
- (ハ) 資産流動化法 200 条 1 項に規定する特定資産を信託財産として信託していること又は特定資産の管理及び処分に係る業務を他の者に委託していること
- (ニ) 当該事業年度終了の時に於いて法人税法 2 条 10 号に規定する同族会社のうち政令で定めるものに該当するものでないこと（上記（ロ）の 1)又は 2)に該当するものを除く。）
- (ホ) 当該事業年度に係る利益の配当の支払額が当該事業年度の配当可能所得の金額として政令で定める金額の 100 分の 90 に相当する金額を超えていること
- (ヘ) 合名会社又は合資会社の無限責任社員になっていないこと
- (ト) 特定資産以外を保有していないこと、かつ、特定目的借入を行っている場合にはその借入れが特定出資者でない機関投資家からのものであること

利益配当の額

$$\frac{\text{利益配当の支払額}}{\text{配当可能所得}} > 90\%$$

ここで、配当可能所得 = 当該事業年度の配当損金算入前繰越欠損金控除後所得
± 時価評価損益 - 特定社債控除

なお、時価評価損益及び特定社債控除については以下のとおりである。

(イ)時価評価益

次の1)が2)を超える場合は、その超える金額を控除し、2)が1)を超える場合は、その超える金額を加算する。

- 1)有価証券の評価損益（法人税法61条の3第2項）有価証券の空売り等に係る評価損益（法人税法61条の4第2項）、デリバティブ取引に係る時価評価損益（法人税法61条の5第1項）、外貨建資産の評価損益（法人税法61条の9第2項）によるその事業年度の益金算入額と、これらの規定によるその前事業年度の損金算入額との合計額
- 2)上記1)と同様の規定によるその事業年度の損金算入額と、それらの規定によるその前事業年度の益金算入額との合計額

(ロ)特定社債控除

期末特定社債残高 × 5% - 期首利益積立金額 + （特定社債の償還がある場合で以下1)又は2)の金額が減価償却費を超える場合にはその超過額の2倍）

- 1)特定資産の譲渡又は特定社債の発行、特定約束手形の発行、借入れ（以下「特定譲渡等」）が行われた場合特定社債の償還額 - 特定譲渡等による調達資金のうち償還に充てられた金額
- 2)上記1)以外の場合
特定社債の償還金額

申告要件

確定申告書等に、損金の額に算入される金額の損金算入に関する申告の記載及びその損金の額に算入される金額の計算に関する明細書（別表十（七））の添付があり、上記の要件を満たしていることを明らかにする書類を保存していること

特定目的会社を用いた案件の大多数は、機関投資家に対して特定社債を発行することにより、前記（ロ）2)の要件を満たし、かつ、そのことにより同時に同族会社でないことを要求する（二）の要件をクリアする構成をとっている。

金商法と税務上の適格機関投資家の範囲の相違

金商法では、法改正に伴い適格機関投資家の範囲が以下のように拡大されている。

- (イ)一般法人が適格機関投資家となるための要件が緩和され、有価証券残高が100億円以上から10億円以上になった。また、有価証券報告書を提出していることが要件ではなくなった。
- (ロ)個人についても有価証券残高10億円以上等の要件を満たせば、金融庁長官への届出を要件として、適格機関投資家となることが可能になった。
- (ハ)組合の業務執行組合員等である法人・個人で、有価証券残高10億円以上等の要件を満たせば、金融庁長官への届出を要件として、適格機関投資家となることが可能になった。

金商法施行前は、租税特別措置法67条の14(特定目的会社にかかる課税の特例)等において、「証券取引法2条3項1号に規定するもの」と準用されていたため、証券法と税法とで、適格機関投資家の範囲は一致していた。

しかし、金商法施行後の税法上の適格機関投資家の概念については、不一致となり、また、平成20年度税制改正を経て用語が「機関投資家」と改められ、その範囲を金商法2条9項に規定する金融商品取引業者(同法28条1項に規定する第一種金融商品取引業者のうち同条第8項に規定する有価証券関連業に該当するもの又は同条4項に規定する投資運用業を行う者に限る)その他財務省令で定めるものをいうこととされている。

つまり、金商法とは別個に、定めることとされている。具体的に、前記の金商法の適格機関投資家の拡大範囲と比較すると、上記(イ)については、100億円に据え置かれ、さらに有価証券報告書を提出している者に限定され、有価証券残高100億円という、有価証券の範囲についても限定されている。(ロ)については、税法上は認められていない。(ハ)については、金商法は個別の規定を用意しているが、税法では用意されていない。

前記のとおり、利益配当を損金算入するにあたり、期末において同族会社に該当する場合には、特定社債が機関投資家のみによって引受けられたものであること、また特定目的借入を行っている場合には、その特定目的借入が機関投資家からのものである必要があるが、金商法上と税法上とで「適格機関投資家」と「機関投資家」で用語が異なり、その範囲についても異なっていることに注意する必要がある。

同族会社でないことの要件

同族会社とは、法人税法 2 条 10 号において、「会社の株主等の 3 人以下並びにこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人がその会社の発行済株式又は出資の総数又は総額の 100 の 50 を超える数又は金額の株式又は出資を有する場合その他政令で定める場合におけるその会社をいう。」と規定されている。具体的には、次の 2 つのケースが同族会社に該当することとなる。

株主等の 3 グループで発行済株式又は出資の総数又は総額の 50 % 超を保有する場合

株主等の 3 グループで次に掲げる議決権のいずれかの 50 % 超を有する場合

- (イ) 事業の重要な部分の譲渡、解散、継続、合併、分割、株式交換、株式移転又は現物出資に関する決議に関する議決権
- (ロ) 役員を選任及び解任に関する決議に係る議決権
- (ハ) 役員報酬、賞与その他の職務執行の対価として会社が供与する財産上の利益に関する事項についての決議に係る議決権
- (ニ) 剰余金の配当又は利益の配当に関する決議に係る議決権

なお、個人又は法人と同一の内容の議決権を行使することに同意している者があ
る場合には、当該者が有する議決権は当該個人又は法人が有するものとみなされ、
また、グループ判定の際の特殊関係の有無についても持株基準から支配基準に変更
となっているので注意が必要である。(平成 18 年税制改正)

上記のとおり、議決権の内容及び議決権ごとの持株割合等の確認が必要である。
このことにより、優先出資を公募するようなスキームでは、同族会社に該当する
というような問題があったが、平成 19 年度税制改正により、特定目的会社の同族会
社要件については一定の同族会社()に限定され、上記の問題については一応の
手当がされている。

一定の同族会社とは

租税特別措置法 67 条の 14 第 1 項 2 号ニに規定する政令で定める同族会社であり、次に掲げ
るものである。(措令第 39 条の 32 の 2 第 5 項)

1. 特定目的会社の出資者の 3 人以下並びにこれらと法人税法 2 条 10 号に規定する政令で定
める特殊の関係のある個人並びに法人(次号において「特殊の関係にある者」という。)が
その特定目的会社の出資の総数の 100 分の 50 を超える数の出資を有する場合における当該
特定目的会社
2. 特定目的会社の出資者の 3 人以下及びこれらと特殊の関係にある者(議決権を有する資
産流動化法 26 条に規定する優先出資社員に限る。)がその特定目的会社の法人税法施行令 4
条 3 項 2 号イからニまでに掲げる議決権のいずれかにつきその総数(当該議決権を行使す
ることができない出資者が有する当該議決権を除く。)の 100 分の 50 を超える数を有する
場合における当該特定目的会社

1.5. 地方における不動産証券化市場活性化の意義等

1.5.1. 地方における不動産証券化市場活性化の意義

(1) 地方における不動産市場の概況

地方における土地市場の概況

平成20年地価公示によれば、三大都市圏及び地方ブロックの中心都市においては、景気回復が続くなか、マンション・オフィス需要等を背景として、都市部における地価上昇が周辺地域へ広がりを見せたものの、昨年後半にはこれらの上昇基調はそれぞれ鈍化している。

地方圏における商業地は、全体では平均で-2.8%が-1.4%となり、4年連続して下落幅が縮小している。地方ブロックの中心都市では、札幌市は3年連続、仙台市、広島市及び福岡市は2年連続して平均で上昇となった。特に、札幌市、仙台市及び福岡市の繁华性、収益性等の優れた一部地域では2年連続して30%を超える上昇率を示す地点も見られたが、これは不動産投資やオフィス需要を背景に収益性等が向上したためと考えられる。

その他の地方中心都市でも、中心市街地活性化や交通基盤整備等を背景として、静岡市、浜松市、大津市、岡山市及び松山市は2年連続平均で上昇し、金沢市、熊本市及び鹿児島市が平均で上昇に転じている。また沖縄県那覇市、石垣市等で観光需要の増大を背景に平均で上昇となり、また高崎市、新潟市、富山市、東広島市及び高松市で市街地再開発事業や駅前区画整理事業等により、上昇地点が現れている。

その他の地方都市では、新幹線開業後のホテル需要等を背景として、函館市で平均で上昇となったものの、これらの地域以外では、中核的大規模施設の撤退、郊外型大規模商業施設の進出による既存商業地の衰退等の影響により、依然として下落している状況である。

地方における中心市街地再生の取り組み

地方における中心市街地は、商業、居住等の都市機能が集積し、長い歴史の中で文化、伝統をはぐくみ、各種機能を培ってきた「まちの顔」ともいべき地域であったが、病院、学校、市役所などの公共公益施設の郊外移転等都市機能の拡散、モータリゼーションの進展、流通構造の変化等における大規模集客施設の郊外立地等により、その魅力が低下し、衰退が進んでおり、大きな政策課題となっている。こうした中心市街地の再生を図るため、平成18年8月に改正中心市街地活性化法が施行され、新しい枠組みのもと、全国各地で取り組みが進展している。

地方における中心市街地衰退の一因は、他の地域に比べて相対的に高い地価と輻輳した権利関係を背景として、計画的な都市基盤施設の整備又は建築物の更新が遅れ、モータリゼーションの進展に伴う道路、駐車場等の整備、新しい都市機能の受け皿となる土地又は

床の供給等の要請に十分な対応ができなかったことによるものである。こうした状況を打開し、都市機能の更新を図るべく、多くの地方都市では、土地区画整理事業、市街地再開発事業等の手法を活用した中心市街地の整備改善策が検討されている。

また、商業店舗の活性化策としては、それぞれの地方都市の歴史、文化等を活かしながら、中心市街地における中核的な商業施設の整備、空き店舗の活用、老朽化している既存店舗の再生・改修、新業種・新サービスの開発・提供等、多様な試みがなされている。

こうした状況に対して、国土交通省及び民間都市開発推進機構では、地方の中心市街地の再生に向けて、以下の支援事業を実施しており、まちづくりの観点からその活用が期待されている。

a. まち再生出資業務

まち再生出資業務とは、都市の再生に資する優良な民間都市開発事業を推進するため、都市再生特別措置法 71 条に基づき、国からの補助を基に財団法人民間都市開発機構が行う支援制度である。民間事業者が実施する都市開発事業の立ち上げを支援するため、民間事業者に対して、当該事業の施行に要する費用の一部を出資等（出資及び信託受益権の取得）することにより支援する。なお、概要は以下のとおりである。

<p>事業要件 対象区域 対象事業</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・都市再生整備計画の区域内であること。 ・国土交通大臣の認定を受けた都市開発事業であること。
<p>事業規模</p>	<p>新築のみならず既存建築物の改築等（リニューアル・コンバージョン）を行う事業も対象となる。</p> <p>事業区域面積が 0.5ha 以上であること。</p> <p>同一事業者が複数の既存建築物の改築等を行う場合には、複数の事業区域面積の通算が可能。</p> <p>複数の事業（新築又は既存建築物の改築等）が隣接又は近接して一体的に施行される場合には、個々の事業区域面積が 0.25ha 以上となること。</p>
<p>支援方法</p>	<p>認定中心市街地活性化基本計画の区域内で行われる場合には、事業区域面積が 0.2ha 以上あること。また、複数の事業区域で建築物の整備等を行う場合には、複数の事業区域面積の通算が可能。</p> <p>国土交通大臣の認定を受けた認定整備事業者に対する出資 認定整備事業者から認定整備建築物等を取得する者に対する出資 認定整備事業に係る不動産特定共同事業契約に基づく出資、信託受益権の取得</p>
<p>支援要件 支援対象 限度額</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 10 年以内に配当等を行うことが確実であると見込まれること ・ 以下の額のうち最も少ない額とする。 <p>資本額の 50 % 総事業費の 50 % 公共施設等整備費</p>

b. 街なか居住再生ファンド

街なか居住再生ファンドとは、平成 17 年度の国の予算で創設された都市中心部の居住を推進するための新しい制度である。中心市街地等で行われる民間の多様な住宅等の整備事業を対象とし、それらの事業を主な目的として設立された S P C 等に対し出資を行うことにより支援するものである。

なお、概要は以下のとおりである。

対象地域	<ul style="list-style-type: none"> ・「中心市街地の活性化に関する法律」に基づく国の認定を受けた基本計画区域に該当する地区を対象とする。ただし、この認定を受けていない地区についても平成 21 年 8 月 21 日まで次に掲げる全ての条件に該当すれば出資対象となる。 (イ)改正前の中心市街地活性化法に基づき市町村が作成する基本計画で定める中心市街地の区域又は街なか居住の再生を図るべき区域として市町村の計画に位置づけられた区域 (ロ)昭和 35 年国勢調査による人口集中地区（ただし、昭和 35 年に人口集中地区が設定されていない場合については、人口集中地区の基準を満たすとみなされる地区） (ハ)平成 12 年人口の平成 2 年人口に対する減少率が 5 %以上である地区
対象事業	<ul style="list-style-type: none"> ・街なか居住の再生に資する住宅等の整備事業（既存建築物の改修によるものを含み、原則として当該事業により整備される床面積の合計の 1/2 以上を住宅とするものに限る。）
対象事業者	<ul style="list-style-type: none"> ・土地所有者や不動産事業者により、対象事業を主な目的として設置される合同会社、株式会社、特定目的会社等
支援方法	<ul style="list-style-type: none"> ・次のいずれかとし、対象事業へは信託会社を通じて出資する。 <p>地域ファンド方式</p> <p>一定地域を対象として、街なか居住再生ファンド及び地方公共団体等の資金（地域住宅交付金及びまちづくり交付金の提案事業として行う事業資金も該当する。）を信託し、信託会社が対象事業に対して出資を行う。ただし、街なか居住再生ファンドが信託する金額は、信託される資金総額の 50 %を超えないものとする。</p> <p>直接支援方式</p> <p>地方公共団体が対象事業に対して独自の助成（地域住宅交付金及びまちづくり交付金の提案事業として行う事業補助も該当）を行う場合に、街なか居住再生ファンドの資金を信託し、信託会社が対象事業に対して出資を行う。なお、街なか居住再生ファンドの出資額が総事業費の 25 %を超える場合は地方公共団体等による同等以上の支援が必要である。</p>

(2) 地方における不動産証券化事業活性化の意義

近年、三大都市圏及び地方ブロック中心都市を中心に地価の上昇傾向が鮮明になったことの主要因として、不動産証券化市場の拡大があげられる。

今後、企業間競争の激化、減損会計制度の導入等により、地方企業においても不動産資産のオフバランス化ニーズが高まることが予想され、そのための手段として、地方においても不動産証券化を可能とする市場の環境整備が求められているところである。

また、国際的な投資資金移動の活発化の流れの中で、地方物件も利回りという共通の尺度の下に投資が行われるようになってきていることから、地域活性化を図るためには、潜在化している魅力ある投資対象を発掘することが必要である。一般に地方物件は、大都市に所在する物件に比べて安価であるため、利回りの点で相対的に有利であり、安定的に一定の収益を生む投資対象物件であれば、地方物件であっても十分投資対象となり得る。例えば、地方における投資対象としては、収益的に安定しているコールセンタービル、堅調な需要が見込める賃貸マンション・社宅、大学に近接する学生寮、地域医療施設、老人介護施設、日用食料品スーパー等が考えられる。

さらに、不動産証券化手法は、リスク・リターンを小口化し、不動産への新たな投資機会を創出することから、遊休不動産の稼働化と不動産経営の効率化による良質な不動産ストックの形成に資するとともに、地域経済への資金流入を促進するための有効な手法となり得るものである。特に、中心市街地の空き店舗と遊休地の活用には、「所有と経営の分離」により、土地利用の流動化を図り、やる気と能力のある者に経営を委ねることで不動産の価値増進を図ることができるので、問題解決に向けて大きな役割を果たすことが期待できる。

以上のとおり、地方において不動産証券化事業を活性化する意義は、中心市街地の活性化等を通じて、地域経済の自立的な発展を実現することにあるといえる。

1.5.2. 地方における不動産証券化の状況

(1) リートの地方都市への投資状況

各投資法人の公表資料を基に、東京圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）、名古屋圏（愛知県）、大阪圏（大阪府、京都府、兵庫県）及び政令指定都市を除く地方都市における保有物件を一覧表として整理したものが図表 1-5-1～図表 1-5-3 である。保有物件の施設用途としては、商業施設、事務所施設、賃貸マンション、ホテル、物流施設等があげられる。このうちホテル及び物流施設は、用途的に特殊であり、収益を安定化させるためには、専門のオペレーターが必要となることから、こうした施設用途の証券化については、地方の不動産業者等が関与するケースは少ないものと考えられる。

商業施設については、商業施設専門銘柄の日本リートファンド投資法人を中心に比較的多くの物件が組み入れられているが、イオン又はイトーヨーカドーがメインテナントとなる大型量販店が大半で 50～150 億円程度の投資規模のものが多く。

しかし、比較的投資規模の少額な商業施設も組み込まれており、東京グロースリート投資法人の「薬王堂弘前安原店」（弘前市、S 造平屋建て）で約 4 億円、ジョイント・リート投資法人の「ベルプラザショッピングセンター」（上田市、S 造平屋建て）で約 13 億円程度であり、いずれも地方都市郊外部に多く見られるロードサイド型量販店である。

図表 1-5-1 リートが保有する地方都市における主な物件（商業施設）

物件名称	所在地	土地面積 (㎡)	延床面積 (㎡)	建築年月日	取得価格 (百万円)	特定資産 の種類	保有投資法人 (過去の取得物件を含む)
ならファミリー	奈良県奈良市	23,613.66	115,707.41	H4.11.12 ほか	31,241	信託受益権	日本リートファンド投資法人
ジャスコ那覇店	沖縄県那覇市	18,617.06	72,997.08	H5.10.23	10,700	信託受益権	日本リートファンド投資法人
ジャスコシティ西大津	滋賀県大津市	22,002.04	66,463.04	H8.11.5	13,100	信託受益権	日本リートファンド投資法人
ロックシティ大垣	岐阜県大垣市	63,205.58	43,397.53	H17.7.20	4,950	信託受益権	日本リートファンド投資法人
イオン上田 ショッピングセンター	長野県上田市	35,815.73	61,349.07	H16.6.30	9,500	信託受益権	日本リートファンド投資法人
おやまゆうえん ハーベストウォーク	栃木県小山市	113,692.86	58,767.20	H19.3ほか	10,200	信託受益権	日本リートファンド投資法人
薬王堂弘前安原店	青森県弘前市	4,553.07	1,724.55	H18.11	410	不動産	東京グロースリート投資法人
ジョイフルタウン岡山	岡山県岡山市	38,005.17	55,834.85	H10.7.10 ほか	11,000	信託受益権	フロントティア不動産投資法人
パークプレイス大分	大分県大分市	179,491.81	75,500.03	H14.3.26 ほか	15,700	信託受益権	福岡リート投資法人
スクエアモール 鹿児島宇宿	鹿児島県鹿児島市	13,222.88	27,969.09	H18.9.28	5,300	信託受益権	福岡リート投資法人
熊本インター コミュニティSC	熊本県熊本市	12,281.45	9,684.52	H18.10	2,400	信託受益権	福岡リート投資法人
久留米東柳原SC	福岡県久留米市	6,467.82	7,182.44	H19.12.3	2,500	信託受益権	福岡リート投資法人
ベルプラザSC	長野県上田市	23,272.17	5,904.86	H4.11.30 ほか	1,336	信託受益権	ジョイント・リート投資法人
フォレオタウン	奈良県大和郡山	12,524.00	4,115.33	H18.10	1,410	信託受益権	ピライフ投資法人
ロックタウン須賀川	福島県須賀川市	74,076.20	18,440.60	H17.10 ほか	2,563	信託受益権	エルシービー投資法人
イオンモール 宇城バリュー	熊本県宇城市	173,498.31	63,058.78	H9.10	11,100	信託受益権	ユナイテッド・アーバン投資法人

資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）
一部、過去に取得し既に譲渡してしまった物件を含む。

事務所施設は、地方の不動産会社でも取り組みやすい用途であるが、地方都市においては支店・営業所需要が中心で、総じてオフィス需要に限界があるため、リートに組み入れられているのは、その大半が政令指定都市又は県庁所在都市に所在する物件が中心となっている。

図表 1-5-2 リートが保有する地方都市における主な物件（事務所施設）

物件名称	所在地	土地面積 (㎡)	延床面積 (㎡)	建築年月日	取得価格 (百万円)	特定資産 の種類	保有投資法人 (過去の取得物件を含む)
つくば三井ビルディング	茨城県つくば市	6,280.82	26,266.10	H2.3.14	8,876	信託受益権	日本ビルファンド投資法人
NBFユニックスビル	福島県福島市	3,112.75	23,420.12	H6.9.30	4,029	信託受益権	日本ビルファンド投資法人
NBF宇都宮ビル	栃木県宇都宮市	2,074.16	8,775.07	H8.6.5	2,435	不動産	日本ビルファンド投資法人
金沢パークビル	石川県金沢市	6,642.71	43,481.20	H3.10	4,580	不動産	ジャパンリアルエステイト投資法人
リットシティビル	岡山県岡山市	7,596.44	52,653.19	H17.6	4,650	不動産	ジャパンリアルエステイト投資法人
金沢南町ビルディング	石川県金沢市	887.17	5,163.19	S62.3	1,331	信託受益権	ジャパンリアルエステイト投資法人
オー・エックス岐阜ビル	岐阜県岐阜市	661.13	2,530.20	H3.4	528	不動産	オリックス不動産投資法人
オー・エックス水戸ビル	茨城県水戸市	833.12	2,438.57	H3.7	498	不動産	オリックス不動産投資法人
オー・エックス大津ビル	滋賀県大津市	516.12	1,644.68	S60.3	181	不動産	オリックス不動産投資法人
JPR那覇ビル	沖縄県那覇市	959.87	5,780.71	H3.10	1,560	信託受益権	日本プライムリアルティ投資法人
攘保ジャパン和歌山ビル	和歌山県和歌山市	1,128.45	6,715.07	H8.7	1,670	信託受益権	日本プライムリアルティ投資法人
JPRパークウエスト高松	香川県高松市	579.99	3,471.55	S56.8	872	信託受益権	日本プライムリアルティ投資法人
JPR高松ビル	香川県高松市	1,407.78	7,409.08	S57.9ほか	2,130	信託受益権	日本プライムリアルティ投資法人
NOF宇都宮ビル	栃木県宇都宮市	1,545.13	10,479.63	H11.12.7	2,970	信託受益権	野村不動産オフィスファンド投資法人
サザン水戸ビル	茨城県水戸市	1,052.68	6,336.28	S60.2.19	1,962	信託受益権	ラサール・ジャパン投資法人
サザン水戸ビル	茨城県水戸市	1,052.68	6,336.28	S60.2.19	1,962	信託受益権	ラサール・ジャパン投資法人
ダウインチ岡山	岡山県岡山市	872.57	4,062.48	H6.2.4	1,266	信託受益権	DAオフィス投資法人
COI高松ビル	香川県高松市	1,496.51	8,313.68	H19.5.31	3,208	不動産	クリード・オフィス投資法人
東京生命・日本興亜富山ビル	富山県富山市	626.69	3,263.81	H1.1.30	708	信託受益権	クリード・オフィス投資法人
秋田山王21ビル	秋田県秋田	863.29	4,217.01	H4.3.1	895	信託受益権	クリード・オフィス投資法人

資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成20年2月15日時点）
一部、過去に取得し既に譲渡してしまった物件を含む。

賃貸マンションについては、地方都市においても供給量が多く、地方の不動産会社でも事業展開しやすい用途であるが、地方人口の減少、高齢化の進展等から、事務所施設よりはやや広範囲にわたるものの、基本的には、比較的堅調な需要が見込まれる、政令指定都市又は県庁所在都市に所在する物件が中心となっている。

一般に、賃貸マンションは事務所施設と比較して賃料水準の変動が比較的小さいという特徴を有している。

なお、比較的投資規模の少額な賃貸マンションとしては、スタートプロシード投資法人の「ネクスト松山第3」（松山市、RC造5階建）の約8千万円、「ネクスト那珂川」（福岡県筑波郡、RC造6階建）の約1.5億円のものがある。

図表 1-5-3 Jリートが保有する地方都市における主な物件（賃貸マンション）

物件名称	所在地	土地面積 (㎡)	延床面積 (㎡)	建築年月日	取得価格 (百万円)	特定資産 の種類	保有投資法人 (過去の取得物件を含む)
LM前橋西片貝	群馬県前橋市	1,224.00	2,444.14	H4.2.19	202	信託受益権	ニューシティ・レジデンス投資法人
ドーミー千歳	北海道千歳市	1,796.60	3,383.02	H11.3	592	信託受益権	プロスペクト・レジデンシャル投資法人
センチュリー鳥屋部	青森県八戸市	661.15	2,122.12	H3.10	300	不動産	東京グロースリート投資法人
クレスト草津	滋賀県草津市	7,615.08	15,176.45	H11.2.4	3,830	信託受益権	ニューシティ・レジデンス投資法人
スカイヒルズ栄町	北海道千歳市	4,189.46	6,755.39	H14.2	1,115	信託受益権	プロスペクト・レジデンシャル投資法人
スカイヒルズ高台	北海道千歳市	2,401.78	4,712.47	H4.1	691	信託受益権	プロスペクト・レジデンシャル投資法人
グランドコート亀山	三重県亀山市	3,304.68	6,567.93	H19.2.20	1,610	信託受益権	アドバンス・レジデンス投資法人
ネクスト松山第3	愛媛県松山市	453.08	691.86	H3.8.31	78	信託受益権	スタートアップリート投資法人
ネクスト那珂川	福岡県筑波郡那珂川町	791.35	1,502.32	H2.7.24	150	信託受益権	スタートアップリート投資法人
プロシード水戸	茨城県水戸市	352.77	1,345.71	H19.1.7	384	信託受益権	スタートアップリート投資法人
ジョアンナマンション	群馬県前橋市	2,630.32	4,537.72	H4.2.22	556	信託受益権	リプラス・レジデンシャル投資法人
サテラ永山	北海道旭川市	2,372.00	3,589.34	H8.3.14 ほか	342	信託受益権	リプラス・レジデンシャル投資法人
グレースマンション藤	三重県四日市市	2,244.20	3,013.10	H6.3.4	492	信託受益権	リプラス・レジデンシャル投資法人
willDo西下台町	岩手県盛岡市	1,546.86	2,508.35	H18.5.23	512	信託受益権	リプラス・レジデンシャル投資法人
willDo 岡山駅西口	岡山県岡山市	778.56	3,930.06	H19.9.13	1,220	信託受益権	リプラス・レジデンシャル投資法人
willDo 四日市鶴の森	三重県四日市市	1,064.79	2,426.31	H19.9.25	529	信託受益権	リプラス・レジデンシャル投資法人

資料：社団法人不動産証券化協会公表資料に基づき当研究所作成（平成 20 年 2 月 15 日時点）
一部、過去に取得し既に譲渡してしまった物件を含む。

（２）まちづくりへの活用...京町家の証券化の事例

京都の伝統的な店舗併用型都市住宅である京町家は、近年、建物の老朽化と改修費用に係る資金難から取り壊されるケースが多く、軒数が減少している。こうしたなか、全国で初めて、保存・再生を目的として、町家を証券化することにより資金調達に成功した事例として注目されているものである。

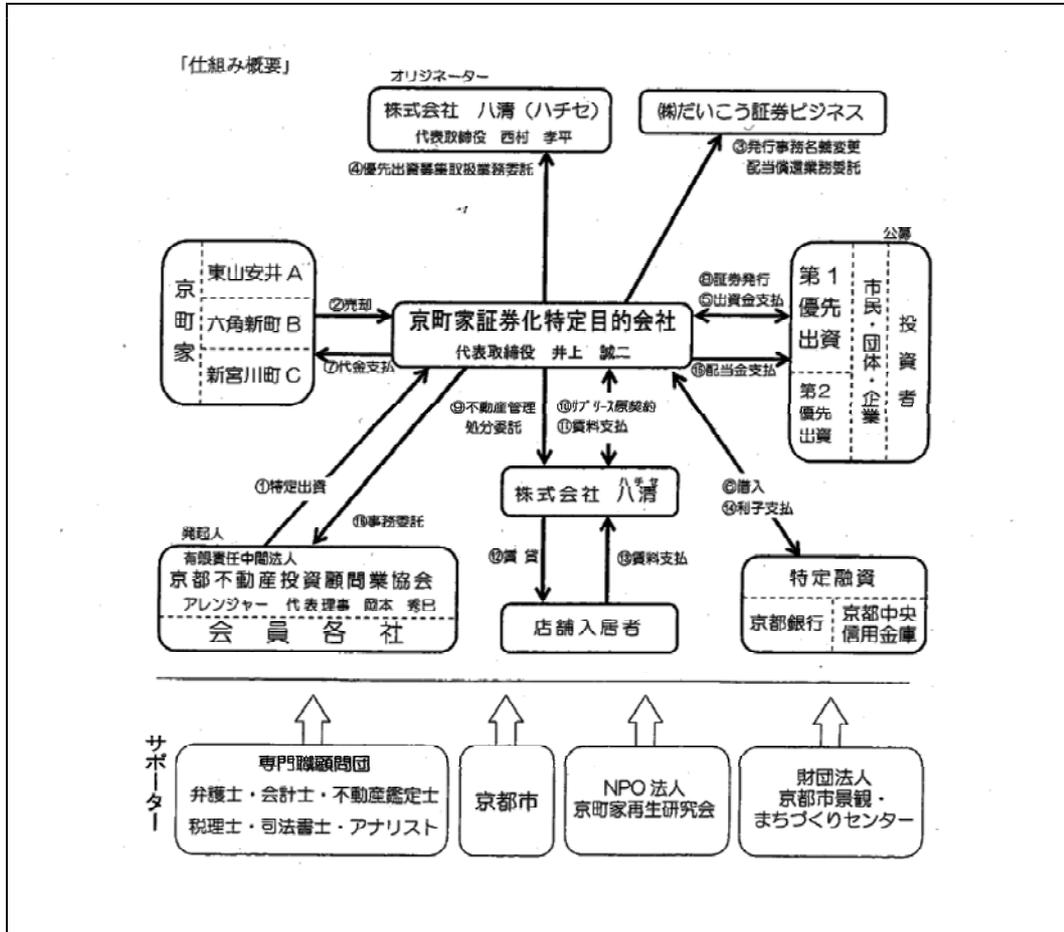
京町家証券化事業研究会がまとめた「京町家証券化事業報告書 - 証券化の実際と今後の課題・展望 - 」(2007年5月)によれば、事業の概要は以下のとおりである。

当該事業の総事業費は約1億5百万円で、地元京都の不動産業者13社で構成される有限責任中間法人京都不動産投資顧問業協会が発起人として特定出資を行い、TMKを設立している。このTMKが、地元不動産会社が取得した町家3物件を対象として、優先出資証券で合計6,500万円、特定借入で4,000万円の資金調達を行っている。

優先出資証券のうち5,500万円が第一優先出資証券（1口10万円、配当上限3%）として公募され、平成18年6月18日から26日までの募集期間内に完売（209名）を果たしている。京町家再生に共感し、低利回りでも構わないというエクイティ投資家を優先部分で募集し、さらに劣後するエクイティ部分は発起人の会員各社が出資するという、優先劣後の仕組みを取り入れている。なお、TMKが取得した京町家は、3件とも町家の風情を活かして改修され、飲食店、物販店等の用途で賃貸運営されている。

当該事業はアレンジャー等関係プレーヤーのボランティア的活動に依存していた点と証券化の事業コストをカバーする困難さ等、今後の課題も指摘されているところであるが、まちづくりに係る資金調達手法として不動産証券化手法が活用された意義は高いと考えられる。なお具体的なスキームは以下のとおりである。

図表 1-5-4 京町家証券化スキーム図



資料：目論書「京町家証券化第1優先出資証券」(京町家証券化特定目的会社、2006年6月、p1)

1.5.3. 「地方における不動産証券化市場活性化事業」（「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」）の概要

(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、今年度、国土交通省が取り組んでいる事業である。当該事業は以下の2つの事業により構成される。

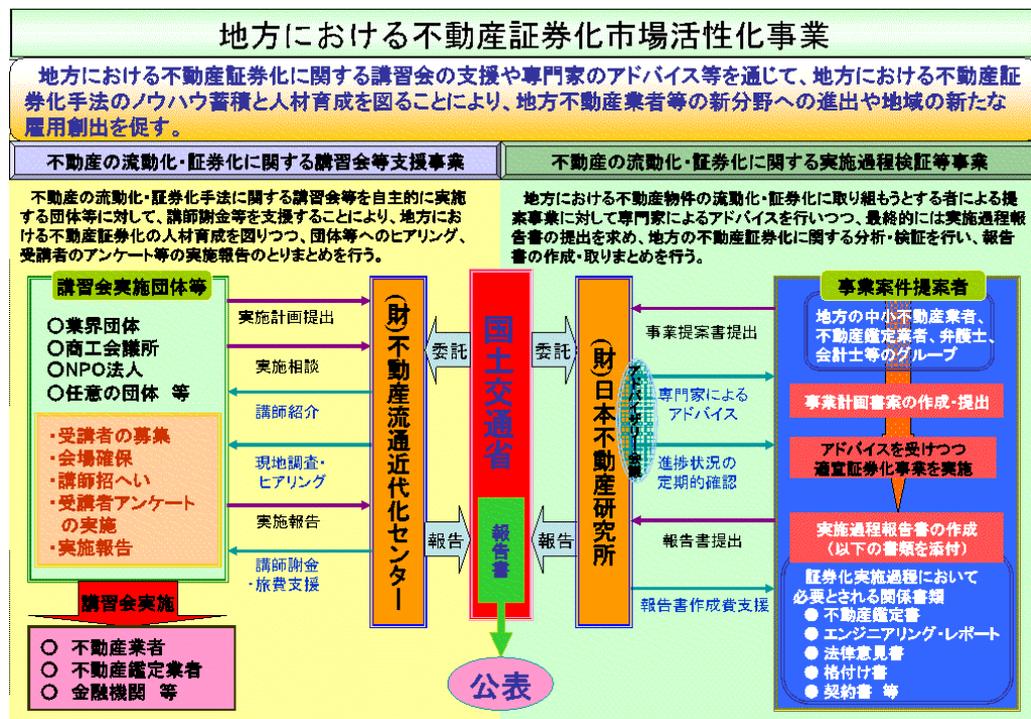
「不動産の流動化・証券化に関する講習会等支援事業」

当事業は、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、講師謝金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。

「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」

当事業は、地方における不動産物件の流動化・証券化に取り組もうとする団体等による提案事業に対して専門家によるアドバイスを行いつつ、その実施過程報告書等の作成に係る費用の一部を支援することにより、地方の不動産証券化に関する分析・検証を行うことを目的とする。詳細は次頁以下のとおりである。

図表 1-5-5 地方における不動産証券化市場活性化事業の概要

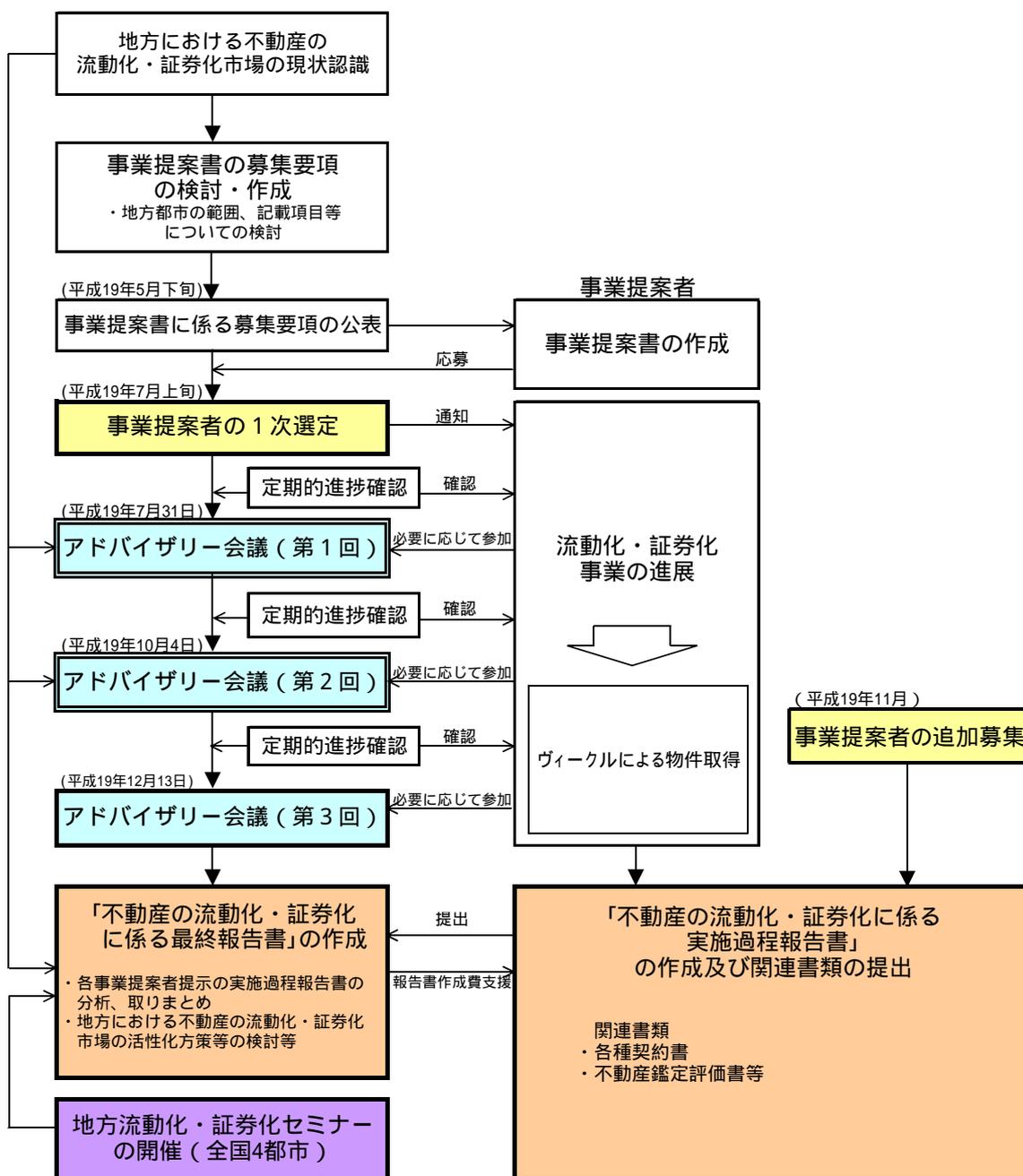


資料：国土交通省作成

(2) 「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」の概要

「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」は、地方において不動産の流動化・証券化に取り組もうとする者に対して専門家によるアドバイスを実施するとともに、実際に不動産の流動化・証券化を行った者に対してその実施過程に係る報告書（組成に要する書類を含む。）の提出を求め、それをもとに地方における不動産の流動化・証券化に関する分析・検証を行ったうえで今後の地方における不動産の流動化・証券化市場の活性化に向けた課題についての検証を行うものである。事業の実施概要は以下のとおりである。

図表 1-5-6 「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」の実施概要



事業提案書の募集

国土交通省及び財団法人日本不動産研究所のホームページ並びにマスコミ各社へのプレスリリースを通して、以下の要領で事業提案の募集を行った。

a. スケジュール

平成 19 年 5 月 30 日から平成 19 年 6 月 29 日

b. 募集要件

事業提案者の要件として、以下の要件にすべて合致する団体等であることとした。

- (イ)事業提案書提出日時点で、証券化対象予定不動産が確定しており、かつ、当該物件の所在地が東京 23 区、名古屋市又は大阪市でないこと。
- (ロ)事業提案書提出日時点で、主要なプレーヤー（最低でもオリジネーター及びアレンジャー）が確定しており、かつ、主要なプレーヤーの住所が東京 23 区、名古屋市又は大阪市でないこと。
- (ハ)主要なプレーヤーの相当程度が、今までに不動産証券化事業を実施した経験が全くない又はそのような経験がほとんどないこと。
- (ニ)事業提案書提出日時点で、不動産証券化事業を実施するためのスキームの構築を平成 19 年度内に完了できる見込みがあること。なお、不動産証券化事業を実施するためのスキームの構築が完了している状態とは、ビークルが投資家から資金調達を行い、予定不動産の取得を完了した状態及びこれに準ずる状態を想定している。

c. 応募団体概要

応募団体の概要は次頁のとおりである。

事業提案者	物件の所在地	不動産の種類
不動産業者	静岡県浜松市	マンション (ファミリー向け)
不動産業者	岩手県奥州市	アパート
建設・設計会社	埼玉県さいたま市	店舗・事務所
地方銀行	静岡県静岡市	マンション (ファミリー向け)
不動産業者	岐阜県高山市	マンション (単身・ファミリー向け)
不動産コンサルティング 会社	大分県別府市	ホテル・駐車場等
不動産コンサルティング 会社	熊本県熊本市	マンション (単身向け)
建設会社	茨城県神栖市	マンション (高齢者用)
建設会社	神奈川県川崎市	マンション (単身向け)
人材派遣会社	愛知県豊橋市	社員寮

アドバイザー会議

事業提案書により応募のあった事業者（以下、「事業提案者」という。）を対象に不動産の流動化・証券化に係る各分野の専門家にて構成された「アドバイザー委員」より不動産証券化スキームの組成に必要なアドバイスを実施することにより各事業者が不動産証券化事業を円滑に実施できるよう支援することを目的とした会議である。アドバイザー会議の開催概要、質疑の内容については後記2.2.のとおりである。

セミナー開催

「地方における不動産証券化市場活性化事業」の実施状況及び当事業において証券化スキームの組成を行った先進事例を紹介・研究し、地方での不動産投資の推進、証券化手法のノウハウ蓄積に寄与することを目的として、全国4都市で開催した。その概要は2.4.のとおりである。

事業提案書の募集（追加募集）

提案を受けた の事業だけでなく、既存の不動産流動化・証券化に関する事業も

含めて様々なケースを実施過程報告書として取り纏め、今後、不動産証券化事業に取り組みようとする事業者が類似の事案として参考にすることができるようにという趣旨から国土交通省、財団法人日本不動産研究所のホームページ等並びにマスコミ各社へのプレスリリースを通して、以下の要領で事業提案の追加募集を行った。

a. スケジュール

平成 19 年 11 月 1 日から平成 19 年 11 月 30 日

b. 募集要件

事業提案者の要件として、以下の要件にすべて合致する団体等であることとした。

(イ)スキームとして以下のいずれかを使用していること。

- ・資産の流動化に関する法律に基づく特定目的会社
- ・Y K(G K) - T K方式に基づく特別目的会社
- ・不動産特定共同事業法に基づく不動産特定共同事業
- ・投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合
- ・有限責任事業組合契約に関する法律に基づく有限責任事業組合

(ロ)以下のどちらかに該当していること。

- A. クロージングを迎えた時期が 2001 年 4 月 1 日から 2007 年 10 月 31 日までの期間であること。
- B. クロージングを迎える予定の時期が 2007 年 11 月 1 日から 2008 年 2 月 15 日までの期間であること。

(ハ)いわゆる「クロージングバインダー」(証券化スキームがクロージングを迎えたときに一般的に作成される、当該スキームに係る契約関係書類一式をまとめたバインダー・ファイルのこと。)を一式ご提供頂き、原則すべてそのまま公開することに同意頂けること。

(ニ)応募の時点で、「クロージングバインダー」の公開に関し、投資家を除く関係プレーヤー全員の了解が概ね得られている又は得られる見込みがあること。

c. 応募団体概要

応募団体の概要は以下のとおりである。

事業提案者	物件の所在地	不動産の種類
不動産コンサルティング会社	熊本県熊本市	マンション(単身向け)店舗等
不動産コンサルティング会社	山口県下関市	事務所
不動産業者	大阪府大阪市	事務所

第2章 証券化の実施過程に係る事例分析（実施過程報告書）

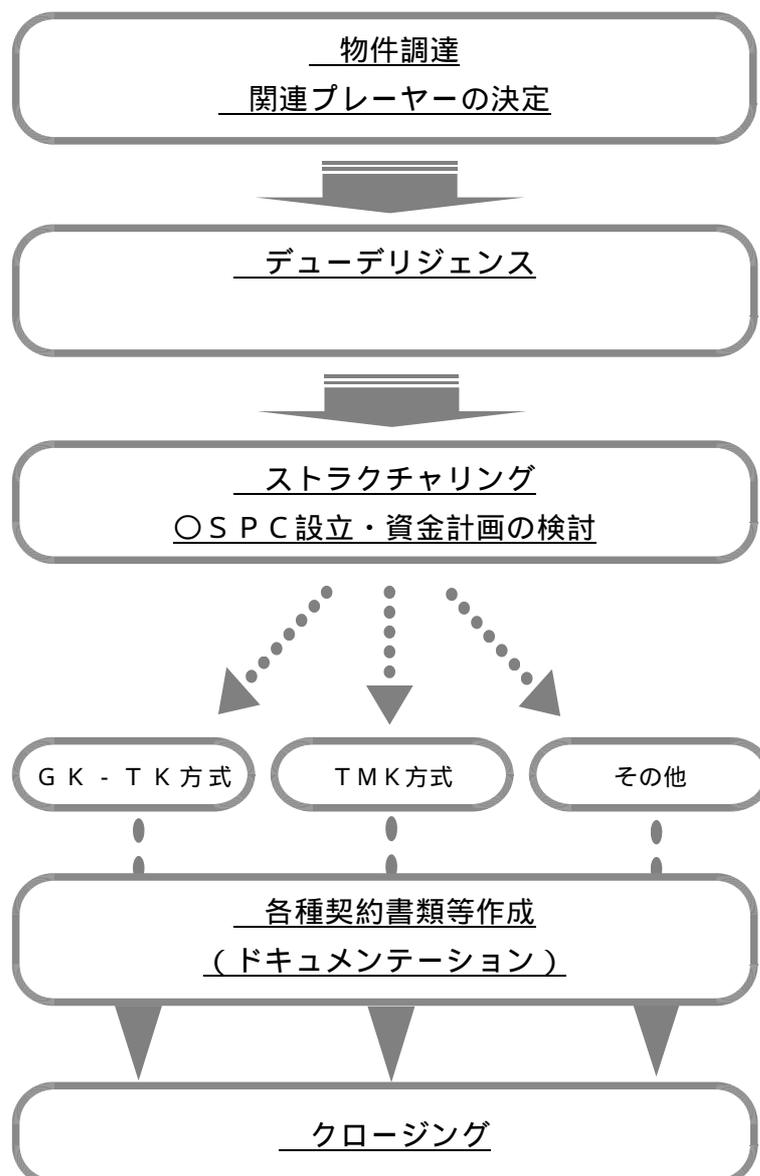
2.1.1. 不動産証券化の一般的な流れと必要関連書類等の作成・締結時期

不動産証券化スキームの組成に向けた一連の作業工程に沿って必要となる主な契約書類等の作成・締結時期等について概観する。

2.1.1.1. 不動産証券化の一般的な流れ

不動産証券化スキームの組成（クロージング）に向けた各作業工程の一般的な流れは図表 2-1-1 のとおりである。

図表 2-1-1 不動産証券化の一般的な作業工程



2.1.2. 物件調達・関連プレイヤーの決定

(1) 物件調達等

不動産証券化の組成でまず重要なことは、適切な資産を選択することである。その選択の過程において、仕組み行為と呼ばれる様々なアレンジメントがなされるが、まずは対象不動産を絞り込む作業が必要となる。通常、この作業はオリジネーターとアレンジャーとの共同作業となり、併せて証券化の目的・コンセプト等、不動産の流動化・証券化事業のフレームワークを形成する。

(2) 関連プレイヤーの決定

不動産証券化のスキームは、不動産ファンドの運用事業に特化したヴィークル(SPC)を媒介して不動産の流動化・証券化を行う仕組みであるため、オリジネーター、アレンジャーの他にもAM、PM等の各種プレイヤーが必要となるため、ファンドの組成にあたっては、関係プレイヤーを決定する必要がある。

2.1.3. デューデリジェンス

不動産の証券化においては、不動産の投資価値に対する投資家の判断に誤りを生じさせることがないように、対象不動産が将来生み出すキャッシュフローに影響を与える要因を物理的・経済的・法的な側面から精査する必要がある。この作業工程は、デューデリジェンス(Due Diligence:「当然支払うべき注意義務」)と呼ばれ、一般的には以下の調査項目及び調査資料がある。

(1) 物理的調査(エンジニアリング・レポート)

エンジニアリング・レポート(ER)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者が行った不動産の物理的状況に関する報告書である。社団法人建築・設備維持保全推進協会(BELCA)が取り纏めた「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(2007年版)」によれば、デューデリジェンスにおけるERとして以下の報告書をあげている。

図表 2-1-2 物理的調査の調査項目・報告書等

調査項目・報告書等	内 容
建物状況調査報告書	建物の概要、再調達価格、短期及び長期の修繕費用、建築の遵法性についての調査。
建物環境リスク評価報告書	アスベスト・P C B等の有害物質の使用・排出の有無等に関する調査。
土壌汚染リスク評価報告書	土壌・地下水汚染の可能性の調査。
地震リスク評価報告書	最大予想損失率（P M L 値）・額、事業中断日数等のシミュレーション。

(2) 経済的調査

対象不動産に係る市場調査、収入・支出調査、対象不動産の価格調査（不動産鑑定評価）格付け等がある。

図表 2-1-3 経済的調査の調査項目・報告書等

調査項目・報告書等	内 容
マーケットレポート	適正な賃料水準、商圈内の状況等の調査。
不動産鑑定評価書	対象不動産の適正価格の調査。
格付レポート	キャッシュフローの確実性、利払い及び償還の確実性に関する調査。

(3) 法的調査

組成前の時点における法令上の問題の有無、将来法的な問題が生じる可能性の有無について調査する。

図表 2-1-4 法的調査の調査項目・報告書等

調査項目・報告書等	内 容
私法関係調査	権利関係調査、賃貸借関係の調査。
土地状況調査	隣地境界、私道、紛争等に係る調査。
法規制調査	権利移転を制限する法規制(国土法、農地法等)、土地利用に係る法規制（都市計画法、建築基準法等）の調査。

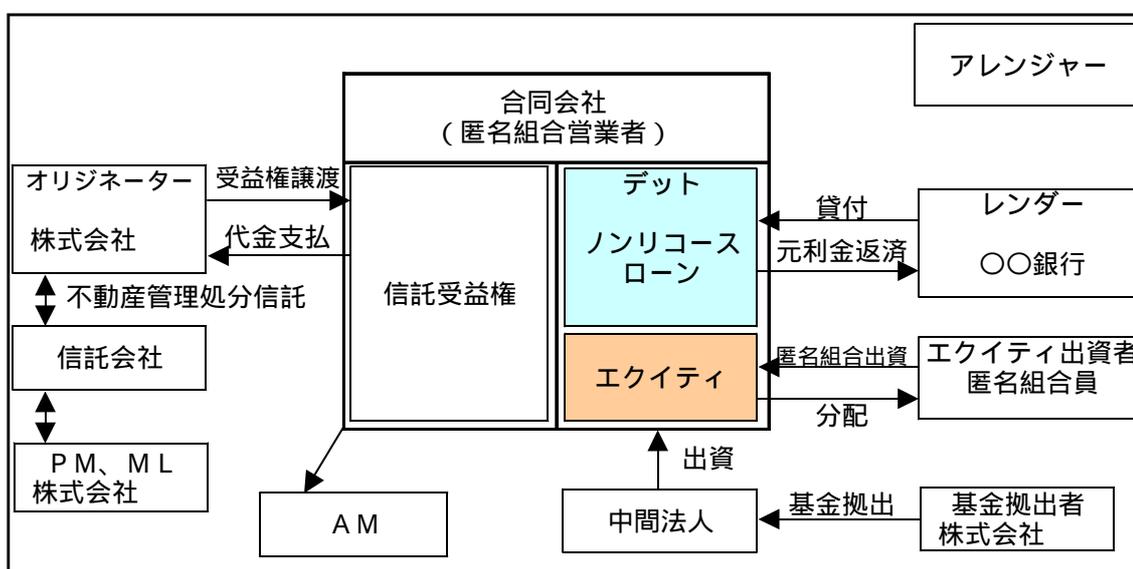
2.1.4. ストラクチャリング及びSPC設立等

不動産証券化スキームの基本ストラクチャーの決定及びレンダー、資金調達における投資家等の選定を行う。

(1) 基本ストラクチャーの決定

不動産証券化の基本的なスキーム構築を行う。SPCとして資産流動化法に基づくTMK方式を用いるか、会社法によるGK-TK方式を用いるか等の方針を決定し、倒産隔離と二重課税の回避をどのように行うか投資家等へ説明することが必要である。また、TMK方式においては、資産流動化法に定められた資産流動化計画を作成し、対象不動産の取得から運用・処分に係る計画を届出ることとされている。基本ストラクチャー（GK-TK方式）を例示すると図表2-1-5のとおりである。

図表2-1-5 基本ストラクチャーの例（GK-TK方式）



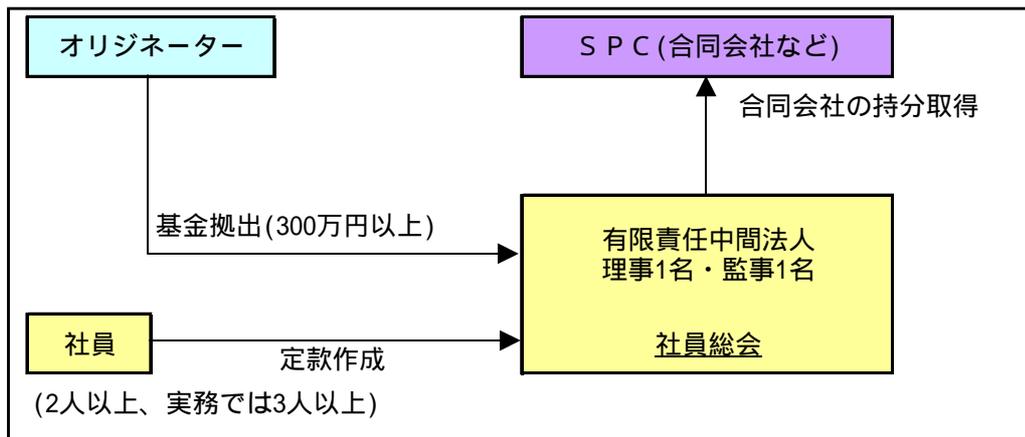
(2) SPCの設立

有限責任中間法人の設立

基本ストラクチャー構築において決定したSPCの設立手続きを行う。その設立にあたっては、倒産隔離のためのヴィークルの設立を行う必要があり、実務上、有限責任中間法人を用いることが多い。有限責任中間法人をSPCの唯一の出資者、社員（合同会社の社員、TMKの特定社員）とすることで、SPC自体も倒産隔離されたヴィークルとなる（図表2-1-6参照）。

有限責任中間法人の社員で議決権を有するのは第三者の公認会計士等であり、合同会社の社員たる有限責任中間法人の職務執行者も兼ねるため、結局、ファンドの関係者との利害が断ち切られて倒産予防措置がとられる。

図表 2-1-6 有限責任中間法人を用いた倒産隔離の例



図表 2-1-7 有限責任中間法人に係る必要関係書類等

契約書・関係書類等	内容
社員名簿等	社員は2人以上（理事と監事を1人以上）置く。法律上いつでも退社可能だが、社員が1人となると解散事由となる。出資はファンド組成者（オリジネーターなど）が行うものの、議決権を有する社員とはならず、関係のない第三者の公認会計士等を社員とする。
定款 破産申立権不行使誓約書	社員による倒産手続申立に対する防止措置として定款などに「倒産申立権の制限」「社員の議決権執行の制限」「社員の入退社、新たな社員の選任についての制限」等を定めておくことが通常である。
社員総会の議事録	社員総会の議事については法務省令で定めるところにより議事録を作成しなければならない。

S P C の設立

S P C には代表的なものとして会社法による合同会社（会社法における持分会社で、社員の責任が有限責任のもの）及び資産流動化法に基づく特定目的会社（T M K）が用いられる。

図表 2-1-8 S P C に係る必要関係書類等

契約書・関係書類等	内容
社員名簿等	合同会社の社員は有限責任中間法人がなる。法人が合同会社の業務執行社員となる場合には、有限責任中間法人の社員が職務執行者となる。
定款 破産申立権不行使誓約書	S P C の職務執行者等が誓約書等において倒産申立権の不行使を宣言する。

(3) 資金計画の検討

S P Cの資金計画の検討にあたっては、デット・エクイティに係る資金調達方法、組成に係るコスト（当初コスト）の検討、期中のキャッシュフローに係る計画、出口戦略等の策定がある。

デットの調達

デット調達の的方法として一般にノンリコースローンがあげられる。T M K方式の場合にはノンリコースローンとして特定目的借入及び特定社債の発行がある。資金計画において、ノンリコースローンの不動産価格に対する割合（L T V）をどの程度にするか、シニアローンのほかメザニンローンの検討、調達金利、期間等の検討が行われる。

エクイティの調達

エクイティの調達方法としてG K - T K方式の場合には匿名組合出資（T K出資）、T M K方式の場合には優先出資がある。資金計画においては、出資形態、出資金額、利回り（I R R、期中配当利回り）等の検討が行われる。

組成時及び期中に係る計画

組成時のコストとして、信託・A Mに係る報酬（アップフロントフィー）、租税コスト、弁護士・会計士費用、その他手数料が必要となる。また、運用期間中の維持コスト（オペレーションコスト）、各種報酬（アニュアルフィー）、中長期修繕費用に留意して、期中のキャッシュフロー表を作成する。

出口戦略

運用期間満了後の対象不動産（信託受益権）をどのように処分するかを予め策定することを出口戦略という。出口戦略の例として、個別売却、一括売却、リファイナンス等がある。

2.1.5. 各種契約書類等作成（ドキュメンテーション）

不動産証券化スキームの組成にあたっては、多数の関係プレーヤーが関与するため、一定のルールに基づいて相互の利害調整、契約関係等を明確にする必要があり、各種の契約書類を作成することをドキュメンテーションという。証券化スキーム組成にあたって必要となる主な契約書類等をスキーム別にまとめた。

(1) G K - T K方式

G K - T K方式において必要となる契約書類等は以下のとおりである。

不動産関連契約

不動産関連契約として、信託契約、賃貸借契約、管理委託契約、アセットマネジメント契約がある。

図表 2-1-9 不動産関連の契約書類（G K - T K）

契約書・関係書類等	内 容
信託契約	信託契約は、不動産管理処分信託と不動産管理信託に分かれる。信託会社の中には、処分もできる信託会社（従来の信託銀行に加え運用型信託会社を含む。）と管理しかできない信託会社（管理型信託会社）がある。実際の取引では、出口売却が受託者による信託不動産の譲渡という方法が取られることはめったにないので、受益権の譲渡をするという観点からは、管理信託でも問題はない。
不動産賃貸借契約	信託受託者は、対象不動産につき、テナントとの間で直接の賃貸借契約を締結するか、テナントとの間に転貸人（マスターレシー（M L）という。）を介して、M Lとの間でマスターリース契約を締結する方式のいずれかを取る。
管理委託契約 （P M契約）	信託受託者は信託不動産の管理について、建物の管理委託契約をP M会社との間で締結する。広義のP Mは、建物の物的管理に係るビルメンテナンス（B M）、中長期的な改修・修繕計画の策定・実施に係るコンストラクションマネジメント（C M）、テナント誘致・契約・テナント管理等に係るリーシングマネジメント（L M）の管理統轄業務となる。
アセットマネジメント契約 （A M契約）	S P Cは、信託受託者に対して受益者が有する指図権行使の代行を行うほか、対象不動産又は信託受益権の売却に関する助言などの助言業務を委託するために、アセット・マネジメント（A M）契約を締結する。金商法上、A Mは投資助言業又は投資運用業に該当し、いずれかの登録を必要とするが、投資助言業の登録を得た場合には投資判断に係る匿名組合性に留意する必要がある。

エクイティに係る契約書類（匿名組合契約）

匿名組合契約は、当事者の一方が相手方の営業のために出資し、その営業から生ずる利益を分配することを約することによって、その効力を生ずる（商法第 535 条）。匿名組合員の出資は、営業者の財産に属することとされ、また、匿名組合員は、金銭その他の財産のみをその出資の目的とすることができるとされている（同 536 条）。したがって、匿名組合契約には出資の対象となる営業者の営む事業、出資の方法・額、利益分配の方法といった内容が定められる。

匿名組合契約に関しては、金商法上、その締結時の投資家勧誘方法と自己運用業が問題となる。S P Cが匿名組合出資について私募を行う（自己募集）場合及び匿名組合員から受けた出資金を用いて有価証券（例えば信託受益権）への投資運用を行う（自己運用）場合には、金商法上の届出（適格機関投資家等特例業務）に留意しなければならない。

図表 2-1-10 匿名組合に係る契約書類

契約書・関係書類等	内 容
匿名組合契約	匿名組合員が営業者の営む事業から利益を得る目的で、営業者に対する金銭の出資を行い、営業者が当該事業から生ずる利益を分配することを約する契約である。金商法上、自己募集と自己運用に係る適格機関投資家等特例業務に留意する必要がある。

デットに係る契約書類

合同会社は社債の発行が禁止されており、デットに係る契約としてはノンリコースローン契約がある。通常、契約の名称は「金銭消費貸借契約」とされている。不動産証券化において多く用いられるノンリコースローン形態は、単一のローンのほか、銀行Aよりシニアローン2億円、銀行Bよりメザニンローン1億円といった2種類のノンリコースローンとする方法もある。この場合、シニアローンとメザニンローンでは優先劣後構造が取られており、劣後部分は利息が高くなる。それぞれの担保としてSPCは、その所有する信託受益権に第一順位、第二順位の質権を設定する。

図表 2-1-11 ノンリコースローンに係る契約書類

契約書・関係書類等	内 容
ノンリコースローン契約 (金銭消費貸借契約)	貸付金額、貸付実行日、貸付の前提条件、金利、元利償還方法、デフォルト事由等について定める。
信託受益権質権設定契約	SPCが担保として信託受益権に質権を設定する契約。

証券化ビジネスでよく見受けられるノンリコースローンの形態は、対象不動産の処分に必要なテール期間を2～3年おき、ローンの満期を期間5年とし、さらに2年間の延長オプション(売却期間)をつけるようなものである。

売買に係る契約書類

匿名組合の事業が不動産取引(賃貸、売買等)になると、営業者は匿名組合員との間で匿名組合契約を締結して出資を得るために、不動産特定共同事業法上の許可を得る必要がある。しかし、匿名組合事業が不動産信託受益権への投資ということになると、不特法の適用はないため、GK-TK方式ではオリジネーターからSPCへ信託受益権の譲渡が行われ、SPCとオリジネーターとの間で信託受益権の売買契約が締結される。

図表 2-1-12 信託受益権の売買に係る契約書類

契約書・関係書類等	内 容
信託受益権売買契約	売買代金、引渡方法のほか、瑕疵担保、危険負担等についてのルールを策定しておく。

各種オピニオン

不動産証券化スキームの組成にあたっては、法的・会計的な面から証券化ストラクチャーの検証を行う必要があり、弁護士・公認会計士等の専門家による法律意見書、会計・税務意見書がある。これらの意見書はノンリコースローンを実行する際の前提条件となる。

図表 2-1-13 各種オピニオン

契約書・関係書類等	内 容
法律意見書 (リーガルオピニオン)	ヴェークルの法人格、各契約書類の有効性、真正売買性等についての意見を述べる。
会計・税務意見書	会計上のオフバランス取引となっているか、SPCが連結子会社になっていないか、税務上のオフバランス要件を満たしているか、二重課税の回避が確保できているかについての意見を述べる。

(2) TMK方式

TMK方式において必要となる契約書類等は以下のとおりである。

特定目的会社の届出

TMKの業務開始にあたっては、資産流動化法の定めに基づいて、業務開始届出書に資産流動化計画等の必要書類を添付のうえ内閣総理大臣へ届出ることとされており、TMKは届出を行った資産流動化計画に沿って業務を行わなければならない。

図表 2-1-14 特定目的会社の届出書類

契約書・関係書類等	内 容
業務開始届出書	TMKの基本的な事項を記載し、添付書類として定款、資産流動化計画、特定資産管理処分契約等がある。
資産流動化計画	資産流動化計画の計画期間、資産対応証券及び特定目的借入に関する事項、取得する特定資産に関する事項、特定資産の管理等の事項を記載する。

不動産関連契約

T M K は現物不動産を取得することができ、不動産関連契約としては賃貸借契約、特定資産管理処分契約、アセットマネジメント契約等がある。その概要は図表 2-1-15 のとおりである。

図表 2-1-15 不動産関連の契約書類 (T M K)

契約書・関係書類等	内 容
不動産賃貸借契約	P M の受託者が M L となる場合が多い。
管理委託契約 (P M 契約)	G K - T K の場合と同様である。
特定資産管理処分契約 (A M 契約)	T M K が現物不動産を取得するときには、特定資産管理処分受託者を設置する必要があるが、宅建業者であれば足り (そのほかに非適格要件があるものの)、金商法上の投資助言や投資運用が問題とならない。T M K が信託受益権を取得するときには、特定資産管理処分受託者を設置する必要はない。
アセットマネジメント契約 (A M 契約)	T M K の場合でも G K と同様の A M を選任することは任意で可能であるが、信託受益権に係る投資判断が必要な場合には金商法上の投資助言業と投資運用業の登録が問題となる。しかし、T M K の場合には匿名組合性は問題とならず、優先出資社員に定款で信託受益権の処分など有価証券の投資判断に関する事項について議決権を付与することも法律上明確に可能となっており、投資助言の構成をとりやすい。

エクイティに係る契約書類等

T M K 方式の場合には、匿名組合出資に代わり優先出資証券が発行される。T M K が発行する優先出資証券は金商法上の有価証券に該当し (2 条 1 項 8 号)、新たに発行する有価証券の取得の勧誘を募集と私募に区分し、募集に該当する場合には開示義務を課している。

図表 2-1-16 優先出資に係る契約書類等

契約書・関係書類等	内 容
優先出資引受契約	優先出資証券の引受は通常、第一種金融商品取引業者である証券会社が行う。オリジネーターを特定譲渡人と定めて優先出資証券を引受ける場合には、オリジネーターは金融商品取引業者でなくても公募又は私募の取扱を受託することが可能である。
募集等取扱契約書 私募集扱契約書	優先出資証券の取得申込の勧誘及び受付の取扱についての委託契約である。発行する優先出資証券につき 50 名以上の者に取得の申込の勧誘を行う場合は募集に該当し、50 名未満の場合には私募となる。募集等の取扱業務の開始にあたっては、当該取扱業務開始届出書を提出する必要がある。また募集にあたっては、有価証券届出書、目論見書等の作成が必要である。

デットに係る契約書類等

T M K方式の場合には、デットとしてノンリコ - スローン（特定目的借入）及び社債（特定社債）の発行がある。特定社債の額面 1 億円以上の公募又は適格機関投資家（平成 20 年度の税制改正により「機関投資家」に用語変更）のみで引き受けられていることがT M Kの導管性の要件とされている。

図表 2-1-17 特定社債に係る契約書類等

契約書・関係書類等	内 容
特定社債引受契約	特定社債は適格機関投資家（平成20年度の税制改正により「機関投資家」に用語変更）のみに引受られることが税法上の導管性要件とされ、その場合は同族会社でないことの要件もクリアできることから適格機関投資家を相手方とするケースがほとんどである。

売買に係る契約書類

T M Kは現物不動産の取得が可能であるため、その場合にはオリジネーターとT M Kの間で不動産売買契約が締結される。

図表 2-1-18 不動産の売買に係る契約書類

契約書・関係書類等	内 容
不動産売買契約	信託受益権売買契約と同様に売買代金、引渡方法のほか、瑕疵担保、危険負担等についてのルールを策定しておく。

各種オピニオン

G K - T K方式と同様に法的・会計的な面から証券化ストラクチャーの検証を行う。

2.2. アドバイザリー会議実施概要及び主な質問内容等

2.2.1. アドバイザリー会議

アドバイザリー会議は、地方の不動産の流動化・証券化に取り組もうとする団体等で事業提案書により応募のあった事業者（以下、「事業提案者」という。）を対象に、不動産の流動化・証券化に係る各分野の専門家にて構成された「アドバイザー委員」より不動産証券化スキームの組成に必要なアドバイスを提供することを趣旨として設置されたもので、事業提案者の疑問点や改善点について個別具体的及び専門的・技術的なアドバイスを実施することにより各事業者が不動産証券化事業を円滑に実施できるよう支援することを目的とした会議である。

(1) アドバイザリー会議設置の意義と役割

「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」は、主要なプレーヤーの相当程度が、これまで不動産証券化事業を実施した経験が全くない又はそのような経験がほとんどない団体等による提案を要件としていることから、提案事業の実施に際しては各種の障害が予想される。アドバイザリー会議は、事業提案者からの各種質問事項に対して、専門的・実務的見地からのアドバイスを提供することで、提案事業の進捗に資することを目的とするものである。

なお、本会議の主な役割は以下のとおりである。

事業提案者へのアドバイス提供

実施過程に係る報告書作成等を要請する事業提案者の選定

(2) アドバイザー委員の構成

不動産の流動化・証券化に係る各分野の専門家13名により構成。

各メンバーの詳細は以下のとおりである。

	氏名	企業名・所属等
委員長	前川 俊一	明海大学不動産学部 教授
委員	巻島 一郎	(社)不動産証券化協会 専務理事
	土岐 好隆	三菱UFJ証券(株) 投資銀行本部 アセット・ファイナンス&インベストメント・グループ 不動産投資銀行部 副部長
	岡 修司	住友信託銀行(株) 不動産投資企画部 次長
	信田 直昭	(株)スペース・ジー・ネット・コンサルティング 取締役
	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所
	杉本 茂	さくら総合事務所
	児玉 俊一	(株)格付投資情報センター SF本部 担当部長

坂本 圭司 (株)竹中工務店 ワークプレイス・オフィス本部 P M / C M 担当課長
 今井 祐輔 (株)竹中工務店 大阪本店 F M 部 副部長
 中村 直器 (株)イー・アール・エス 環境部長
 森松 信雄 (株)イー・アール・エス デュー・デリジェンス部長
 小林 信夫 (財)日本不動産研究所 業務部 副部長

(敬称略)

(3) アドバイザリー会議開催のスケジュール

アドバイザリー会議は以下のとおり開催した。

回	開催日程	会場
第 1 回	平成 19 年 7 月 31 日	(財)日本不動産研究所会議室
第 2 回	平成 19 年 10 月 4 日	同上
第 3 回	平成 19 年 12 月 13 日	同上

(4) 第 1 回アドバイザリー会議実施概要

日時・場所

日時：平成 19 年 7 月 31 日 (火) 13 : 20 ~ 16 : 30

場所：財団法人日本不動産研究所会議室

出席者

a. アドバイザー委員

委員長 前川 俊一 明海大学不動産学部 教授
 委員 巻島 一郎 (社)不動産証券化協会 専務理事
 土岐 好隆 三菱UFJ証券(株) 投資銀行本部 アセット・ファイナンス&インベストメント
 グループ 不動産投資銀行部 副部長
 岡 修司 住友信託銀行(株) 不動産投資企画部 次長
 信田 直昭 (株)スペース・ジー・ネット・コンサルティング 取締役
 田村 幸太郎 牛島総合法律事務所

五十嵐 一徳	さくら総合事務所 (杉本委員の代理として出席。)
児玉 俊一	(株)格付投資情報センター SF 本部 担当部長
坂本 圭司	(株)竹中工務店 ワークプレイス・オフィス本部 P M / C M 担当課長
今井 祐輔	(株)竹中工務店 大阪本店 F M 部 副部長
中村 直器	(株)イー・アール・エス 環境部長
森松 信雄	(株)イー・アール・エス デュー・デリジェンス部長
小林 信夫	(財)日本不動産研究所 業務部 副部長

b. 出席事業提案者数

8グループ

議 事

1. 開会
2. 国土交通省挨拶
3. 議事
 - (1)趣旨説明
 - (2)委員等出席者の紹介
 - (3)各事業提案に係る質疑応答
4. 閉会

(5) 第 2 回アドバイザー会議実施概要

日時・場所

日時：平成 19 年 10 月 4 日 (木) 13 : 20 ~ 16 : 30

場所：財団法人日本不動産研究所会議室

出席者

a. アドバイザー委員

委員長	前川 俊一	明海大学不動産学部 教授
委員	巻島 一郎	(社)不動産証券化協会 専務理事
	土岐 好隆	三菱UFJ証券(株) 投資銀行本部 アセット・ファイナンス&インベストメントグループ 不動産投資銀行部 副部長
	岡 修司	住友信託銀行(株) 不動産投資企画部 次長
	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所
	杉本 茂	さくら総合事務所

小林 信夫 (財)日本不動産研究所 業務部 副部長

b. 出席事業提案者数

4 グループ

議 事

1.開会

2.議事

(1)提案事業の進捗報告と本会議の進め方

(2)事業提案者からの状況報告と質疑応答

(3)今後の予定について

3.閉会

(6) 第 3 回アドバイザー会議実施概要

日時・場所

日時：平成 19 年 12 月 13 日 (木) 13 : 15 ~ 16 : 30

場所：財団法人日本不動産研究所会議室

出席者

a. アドバイザー委員

委員長代理	巻島 一郎	(社)不動産証券化協会 専務理事
委員	土岐 好隆	三菱UFJ証券(株) 投資銀行本部 アセット・ファイナンス&インベストメント・グループ 不動産投資銀行部 副部長
	岡 修司	住友信託銀行(株) 不動産投資企画部 次長
	田村 幸太郎	牛島総合法律事務所
	杉本 茂	さくら総合事務所
	児玉 俊一	(株)格付投資情報センター SF 本部 担当部長
	坂本 圭司	(株)竹中工務店 ワークプレイス・オフィス本部 PM/CM担当課長
	今井 祐輔	(株)竹中工務店 大阪本店 FM部 副部長
	小林 信夫	(財)日本不動産研究所 業務部 副部長

b. 出席事業提案者数

5 グループ

議 事

1.開会

2.議事

- (1)本会議の進め方及び各提案事業の進捗報告等
- (2)事業提案者からの状況報告と質疑応答
- (3)事業を断念した事業者による報告と課題解決に向けた意見交換
- (4)事業を完了した事業者による報告及び承認並びに質疑応答等
- (5)今後の進め方について

3.閉会に際しての国土交通省挨拶

4.閉会

2.2.2. アドバイザリー会議における質疑概要

アドバイザリー会議における質疑及びアドバイザー委員からの主な指摘事項等の概要は以下のとおりである。

法律関係

a. 金商法施行前のエクイティ出資の勧誘に関する必要資格について

勧誘行為は証取法下では私募の取扱（証券取引行為）となり、証券会社しか行えない。優先出資証券は伝統的な有価証券として金商法下でも有価証券に該当するため、第一種金融商品取引業者しか扱うことができない。

T M Kの自己募集は禁止（金商法施行前）されているが、金商法施行後は自己募集が可能となる。

b. 金商法施行に伴うエクイティ出資の制限について

匿名組合出資の場合は、みなし有価証券として募集・勧誘自体が金融商品取引行為となる。

合同会社をS P Cとする場合は、自己運用業を回避するため適格機関投資家等特例業務の届出が必要（届出の要件として適格機関投資家が最低1人必要）。

c. 金商法施行に伴うA M、私募集扱者の制限について

証取法ではS P C（T M Kを除く。）による自己募集が可能であったが、金商法施行後は自己募集も金融商品取引行為となり登録が必要（一定の要件を満たせば自己募集についても適格機関投資家等特例業務の届出により可能）。

A Mについては、投資助言・代理業の登録が必要。

d. N P O法人がT M Kの特定出資者となる場合の倒産隔離について

特定出資者は議決権保有主体であり、利害関係者が担うのは倒産隔離の観点からは適切ではない。通常、中立的な第三者を選任する。

N P Oの代表者が中立的な立場の弁護士又は会計士なら問題ない。

e. S P Cの業務執行社員にオリジネーター関係者を選任する場合の倒産隔離性について

S P Cの業務執行をオリジネーターに委託することは倒産隔離性を有していない。

法律上の真正譲渡に関して、オリジネーターがS P Cの役員となる場合に即否定されるわけではないが、通常はレンダーが許容しない。

f. 金商法施行に伴う経過措置期間中の提出書類について

金商法の自己運用業の届出に係る規定について、施行時に運用開始しているファンドは附則48条の特定投資運用業の届出が必要となる。

届出はSPCが行うということによい。

- g. SPCが個人・法人より匿名組合出資を受ける場合の金商法上の制約について
合同会社をSPCとする場合は、自己運用業となることを回避するため適格機関投資家等特例業務の届出が必要。

届出の要件として適格機関投資家が最低1人必要。出資割合は問わないため金融機関に匿名組合出資を少しだけ持ってもらおうとよい。

匿名組合出資持分の募集行為は第2種金融商品取引業者の登録により可能である。さほどの制約ではない。

会計・税務関係

- a. TMKの導管性（同族会社要件をクリアする方法について）について

特定社債の1億円以上の公募又は適格機関投資家のみ引受の場合は同族会社であっても導管性を満たす。

投資事業有限責任事業組合（適格機関投資家）に社債を持たせた例がある。

金商法施行に伴い適格機関投資家の範囲が緩和された。ただし、税法上の適格機関投資家か否かについては確認が必要。

平成20年度の税制改正によりTMKの導管性要件に係る税法上の適格機関投資家（改正法では「機関投資家」）の範囲について一部改正が見られたものの、一般事業会社が「機関投資家」となるための規定の変更はなく、金商法上の適格機関投資家とはその範囲が異なる。詳細は前記1.4.2.を参照。

- b. 優先出資社員が存在しない期における会計監査人の設置の必要性について

原則として、TMKは会計監査人を設置しなければならない。例外として特定社債のみの発行の場合があるが、資産流動化計画で優先出資証券の発行予定があれば設置する必要あり。

- c. スキーム組成後のオリジネーターが継続的関与する場合の会計上のオフバランスについて

譲渡時の価格の5%以上を保有し続ける場合、会計上のオフバランスが認められない。法律上の真正譲渡で5%以内を前提にPM、事務管理等の報酬が適正であればよい。

ただ、事業リスクをPMが負う場合等、実質的にエクイティ出資とみなされる場合もある。また、関係者がエクイティ出資者の連結対象にみなされることもあり得る。

- d. オリジネーターがマスターレシーとなる場合の会計上のオフバランスについて

いわゆるリースバックであるためマスターリースが事業として行われているかどうか問題となる。マスターリースを事業として認識しているかどうか、当該事業に利

益の見込みがあるか。明らかな赤字は単なる利益供与とみなされる。

- e. T M Kの導管性を満たすストラクチャーについて（A. 適格機関投資家を介さずに特定社債を公募する場合及びB. 優先出資の50人以上の引受の場合）

A. の特定社債の募集は金商法施行により特定譲渡人又はT M Kが金融機関を介さずに自己募集することが可能となった。インターネットなど不特定多数の者が閲覧すれば50人に満たなくても公募の要件となる。

B. は優先出資者50人以上の引受が必要なのでA. より厳しい要件となる。50人集めたとしても期間中の同族会社要件のクリアは相当に厳しい。

特定社債の適格機関投資家のみでの引受の場合は同族会社であっても導管性を満たすため、大多数がこれに該当する。

金商法施行に伴い適格機関投資家の範囲が緩和された。ただし、税法上の適格機関投資家が否かについては確認が必要。

平成20年度の税制改正によりT M Kの導管性要件に係る税法上の適格機関投資家（改正法では「機関投資家」）の範囲について一部改正が見られたものの、一般事業会社が「機関投資家」となるための規定の変更はなく、金商法上の適格機関投資家とはその範囲が異なる。詳細は前記1.4.2.を参照。

スキーム関係

- a. スキームの選択について（G K - T K方式がよいかT M K方式がよいか）

税コスト面ではG K - T K方式の方が有利。信託受益権化すると登録免許税は現物よりも安く済み、不動産取得税は原則非課税である。

ただし、信託受益権化する場合は遵法性、耐震性など受託基準が厳しく、物件規模が小さくても最低限の信託報酬は要求される。

- b. 小規模案件の証券化で信託を利用する場合の採算性について

信託報酬は概ね入口で数百万円～1千万円、期中2～3百万円程度。

現物不動産のスキームよりも税コスト面が有利なうえ売却時も受益権で購入したい買い手が多いため信託を利用する方が一般的に有利と考える。ただし、遵法性の観点で受託可能かどうかについては留意する必要がある。

- c. 優先出資証券の発行手続きについて

売買契約締結、資産流動化計画を提出後、優先出資証券の発行に関する取締役決定が可能となる。勧誘は流動化計画の提出前でも可能。

具体的には、流動化計画提出 取締役決定 投資家へ通知書を送付 申込書の提出（投資家） 割当行為 引受義務の発生 払込（投資家）という流れとなる。

- d. 優先出資証券を公募する場合の注意事項について

金商法施行によって私募と公募を問わず自己募集できるようになったが、公募の場

合、証券会社に委託せず自ら有価証券届出書を作成するのは容易ではない。

公募の場合は有価証券届出書を提出後、勧誘を行う。届出前の勧誘は禁止。有価証券届出書の内容は多岐に渡っており内容も遵法性、正確性が要求される。

公募にあたっては通常の流動化に要する期間 + 3 週間程度の時間が必要で、弁護士費用は通常の 2.5 倍程度、会計士費用も数百万円程度、引受を行う証券会社に対するフィーも発生する。

e. 個人投資家による匿名組合出資（法人投資家との相違点）について

個人と法人で明確な違いはない。個人は適合性の原則に鑑み、実態として取扱がないというのが現状。実務的にも個人向けは販売・保有時のメンテナンスのための社内体制の整備が必要。

f. ノンリコースローンの元利払いについて

期中は利息払い、出口で元本償還が一般的。リファイナンスの場合には元本償却を含める。

g. T M K の導管性を満たすストラクチャーについて

会計期間の要件として同族会社でないことが重要。ただし、特定社債の 1 億円以上の公募又は適格機関投資家のみでの引受の場合は同族会社であっても導管性を満たす。

公募は高額なコストがかかるため適格機関投資家に社債を持ってもらうのが現実的。

h. 開発 + 流動化型 T M K 方式の実務上の課題について

投資家の選好と期間の問題で開発 + 流動化型 T M K 方式の長期の実例はあまりない。不動産投資メインの投資家はインカムゲインよりもキャピタルゲインを重視する。インカムゲイン重視の機関投資家等は一般に未収益期間を嫌うため開発型が馴染みにくい。

ローンの期間は 5 年くらいが限界。それより長期はレンダーが少なくなる。期間についてシナリオを明確にする必要がある。

i. エクイティを公募する場合の留意点について

T M K の優先出資は伝統的な有価証券に該当し、公募は証券会社しか取扱できない。金商法施行により自己募集が可能となったが、現実的には証券会社に委託することとなる。

T M K の自己募集として特定譲渡人を行うという方法もある。公募の場合は有価証券届出前の勧誘は禁止。

G K - T K の公募は要件が 50 人から 500 人になったので緩和された。出資者が 500 人以下なら私募扱いとなる。

j. 有限責任事業組合を用いる場合のデッド調達等の留意点について

組合で不動産を購入する場合で組合に資金供与する形となると、レンダーは組合員のコーポレートリスクを負うことになり不動産のノンリコースファイナンスという意味では実現性は難しい。

有限責任事業組合員は全員参加が要請されている。1人でも参加しない組合員がいると現物取得スキームとして不動産特定共同事業法の範囲となる。

投資事業有限責任事業組合は金商法上の適格機関投資家となるため特定社債を投資事業有限責任事業組合に引き受けてもらい導管性を満たす方法も考えられるが、税法上の適格機関投資家の範囲についての確認が必要。

平成 20 年度の税制改正により T M K の導管性要件に係る税法上の適格機関投資家（改正法では「機関投資家」）の範囲について一部改正が見られたものの、一般事業会社が「機関投資家」となるための規定の変更はなく、金商法上の適格機関投資家とはその範囲が異なる。詳細は前記 1.4.2. を参照。

k. T M K の出口戦略の確実性について

資産流動化計画においては、売却とリファイナンスの手続きを記載する程度でよい。具体的な売却先は不要。

レンダーとしては、期中においても L T V をチェックして一定割合を下回れば配当停止、売却などを予め決めておく。

l. スキーム組成にあたり必要な金商法上の登録について

組成が金商法施行前であり、かつ、一任でなく投資助言業務を行っているという認識であれば助言代理業でよい。

匿名組合出資持分の募集行為は第二種金融商品取引業者の登録により可能である。

A M について、T M K であれば投資助言・代理業で足りる。A M を設置しないのは実質的に難しい。

G K - T K 方式では適格機関投資家 1 名以上が匿名組合出資者に必要となる。出資者に適格機関投資家がない場合は投資運用業の登録をした A M が必要となる。

S P C の自己運用に係る適格機関投資家等特例業務の A M を投資助言・代理業の登録とするのであれば、A M が裁量性をもって投資判断していないという枠組み作りが必要。このような場合、S P C が助言を受けて判断しているというプロセスの明確化のため投資委員会を設置することが多い。

匿名組合出資者が意思決定に関与する場合、匿名組合性の維持については工夫が必要。匿名組合員が出資割合に応じた議決権を行使することは法人とみなされ法人税課税される可能性がある。

投資委員会のメンバーを匿名組合員で固めて出資割合に応じた議決権行使とすると法人とみなされる可能性がある。

また、金融庁から見れば本当に助言なのか疑義が生まれやすいところである。エクイティ投資家の意向に論拠を求めるにしても匿名組合性が問題となり、投資助言・代理業では匿名組合性が成立しないという厳しい見方もある。

その他

a. 地方小規模案件の格付けの可能性について

格付け可能。地方でも実績あり。ただし、小規模案件はコスト面がネックとなる。

b. 事業用定借物件の証券化について

借地期間中の収益率を投資家に説明する必要がある。

借地期間にファイナンスの元本をすべて回収しなければならず、流動化に成功している例は極めて少ない。

c. 地方でのERの活用（BELCAへの相談・問い合わせ方法）について

現状、ER作成会社の団体はない。当面、BELCAへのメール・FAXによる問い合わせ、各社HP等への問い合わせ方法がある。

d. 建物の耐震性及びアスベストについて

旧耐震設計の建物は耐震診断を行い、耐震補強を行ってからでないと流動化は難しい。アスベストも同様。

耐震補強又はアスベストがある場合の対応については、ゼネコン等に相談し、取り壊し、リニューアル等の検討が必要。

e. 複数物件の場合の効率的なデューデリジェンス取得方法について

鑑定報酬は新基準施行により簡易な評価はできない。類似した地域又は用途であれば評価作業の省力化は可能。

土壌汚染と耐震性調査は複数物件による作業の省力化はないが、総額でのディスカウントならば可能。

PMは地域又は物件のまとまりがあれば効率的な管理が可能となる。

f. 事業用定借物件への融資について

借地権付建物というだけで敬遠される傾向にあるのは事実。

事業用定借は20年が限度なので、50年の一般定借を活用することが多い。20年で資産価値がゼロになるようではレンダーは出てこない。

一定の条件に抵触した場合、売却できるようにしておくことが重要である。

借地借家法の改正が平成20年1月1日施行され、事業用借地の期間は10年以上50年未満に変更された。

g. リート関係者から土地の価値の割合が高い方が配当を確保しやすいという話を聞いたことについて

減価償却額が多いと配当可能利益が減少するというリート特有の事情がある。事業

用定借であれば底地の方が投資の妙味がある。

金融機関等、P L上の利益を重視するタイプの投資家にとっては減価償却費が大きくない方がよい。

借地権付建物の場合にはキャッシュリターンはあってもP Lがマイナスとなる期が多く、投資家の検討が難しい。

h. 地方、小規模案件の可能性について

レンダー、投資家、弁護士等、規模が小さくとも実質的な負担は変わらないため採算に合わない。

地銀等、身の丈に合ったプレーヤーを集めれば成功するであろう。

貪欲に利益を追求するのではなく手弁当意識で地銀からのローンが固められるような案件であれば規模が小さくとも成功するといえる。

2.3. 不動産の流動化・証券化事例（実施過程報告書）

不動産の流動化・証券化事例として「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」の期間内に証券化スキーム組成を完了した事例と証券化を完了できなかった事例とに分け、それぞれの概要を整理した。

2.3.1. 不動産の流動化・証券化を完了した事例

ただし、すべて金商法施行前の事例であるため、今後不動産証券化を行う際にそのまま参考にできない部分もある点をご留意頂きたい。

（1）正式募集分

事業提案 A

〔 〕 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"> ・今後、地元でファンドの仕事を行っていくうえでのノウハウの蓄積のため <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・外部に頼らずにファンド組成ができる「地元ワーキンググループの構築」 ・次プロジェクトに適応できる知識習得 	
〔 〕 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	静岡県浜松市
不動産の種類	マンション（ファミリータイプ）
構造・階層	SRC造9階建
面積・戸数等	専有部分合計約 580 m ² ・ファミリー向けマンション7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	約1億円
組成時期	平成19年10月
運用期間	3年間
想定利回り	期中配当利回り 6.2 %程度
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・物件が小規模であり、当初は信託受益権化が難しいと判断し、TMK方式による証券化を検討。
- ・組成の過程で小規模案件ではTMKの導管性要件（特に特定社債の引受）のクリアが難しいと判断し、信託会社に信託を受託してもらうGK-TK方式による証券化を選択。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・組成ができた最大の理由は「早期に人集めができたこと」にある。各プレイヤーがほぼ同年代かつ同じベクトルを持っていたことも大きな要因。
- ・信託設定については大変苦労した。信託法の改正に伴い新たに誕生したすべての信託会社と連絡を取り、数社からは応諾はいただくもイニシャルコストを消化できなかった。唯一、A社（引受先の信託会社）とは人的関係があったこと、他の不動産信託案件をA社に紹介中であったことなどがプラスに働き、破格の安い報酬で引き受けてもらうことができた。
- ・収益性の確保については、もともとポテンシャルの高い物件を鑑定評価額より安価で購入できたこと、各プレイヤーの協力により組成費用が安価で済んだことにより5～6%の配当利回りを見込むことができた。

○苦労した点・今後の改善点

- ・本事例では知識習得など様々なメリットがあった反面、収益的にはあまり大きな成果とはいえない。
- ・今後は地元の中心市街地活性化事業に寄与するような案件を組成し、弊社としてもメリットを享受していきたい。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・別途、地元ファンドの組成を本事例のプレイヤーを主体として目論んでいる。そのコンセプトは「市民の市民による市民のための街づくり」
- ・地方における証券化事業の発展のため市民にとっての投資環境の整備（地元ファンドへの投資であれば配当は非課税等）を望む。

(2) 追加募集分
事業提案 B

〔 〕 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"> ・オリジネーターの資金調達 ・出資者の高利回り商品に対する投資 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・事業提案者はアレンジメント及びAMの、オリジネーターはPMのノウハウ蓄積をそれぞれ目的とする。 	
〔 〕 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	熊本県熊本市
不動産の種類	賃貸マンション(単身向け)、寮等、店舗
構造・階層	SRC造地下1階付9階建 ほか
面積・戸数等	延床面積約3,300㎡ ほか
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	TMK方式
証券化規模	約8.6億円
組成時期	平成16年10月
運用期間	5年間
想定利回り	IRR約5.8%
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・飲食店舗ビルについては信託の引受先を見つけることが困難であり、TMK方式による証券化を選択した。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・飲食店舗ビルを対象とする証券化事業に対して、特定社債 1 億円の引受、かつ、ノンリコースローンのレンダーがいたということが、証券化スキームが組成できた第一の要因。
- ・県下最大の不動産会社であるオリジネーターが対象不動産のマスターレシーとなり、収益の安定性を図ってくれたことが組成できた第二の要因。
- ・導管性は特定社債(1 億円)の適格機関投資家（平成 20 年度の税制改正により「機関投資家」に用語変更）による引受、配当可能利益の 90 %超配当により確保した。

○苦労した点・今後の改善点

- ・TMK方式で、かつ、飲食店舗ビルを対象とする証券化事業に対する特定社債とノンリコースローンの引受先のレンダーを探すこと、及び当該レンダーの諸条件（飲食店の遵法性確保等）をクリアすること。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地方都市では物件の規模が大きくない（物件の単体規模は 2 ～ 10 億円程度とならざるを得ない）。他方、組成コストは一般的に 4 ～ 5 千万円以上かかるためコスト割れで証券化が進まないという問題が生じる。
- ・この問題を解決する方法として、本事例のように少額の物件を集約し証券化する方法がある。
- ・地方都市でも証券化という言葉は相当聞かれるようになったが、地方都市の証券化が根付くためには、証券化説明会等の啓蒙活動が続けることが必要と考える。特にどのようなケースで証券化のメリットがあるのかを伝えることは重要。
- ・例えば 物件を所有する人が資金調達・オフバランスを行うためのほか、これから物件を取得する人も証券化スキームを活用することにより自己借入をすることなく収益物件を取得することができるというメリットがある。啓蒙活動を行うことで地方の不動産証券化がより拡大すると考える。

事業提案 C

〔 〕 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"> ・オリジネーターの資金調達 ・オリジネーターによる証券化ノウハウの獲得（金融機関からの借入だけではなく、投資家により直接資金を調達する方法の確立） <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・リスクの少ない出資（ローンの場合のシニア部分）を公募で賄う。 	
〔 〕 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	山口県下関市
不動産の種類	事務所
構造・階層	S R C 造 10 階建
面積・戸数等	延床面積約 5,500 m ² （貸室約 1,700 m ² ）
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	T M K 方式
証券化規模	約 6.7 億円
組成時期	平成 14 年 2 月
運用期間	5 年間
想定利回り	第 1 号優先出資期中配当利回り 4 % 程度 第 2 号第 3 号優先出資期中配当利回り 10 % 程度（I R R 約 37 %）
【スキーム図】	
<pre> graph TD subgraph "資産流動化法に基づく T M K" A[特定資産 (不動産)] B[エクイティ 第1号優先出資] C[エクイティ 第2号第3号優先出資] end O[オリジネーター 株式会社] -- 譲渡 --> A A -- 代金支払 --> O O -- 一部リースバック --> P[PM、ML オリジネーター] P -- 管理委託 --> A AM[AM 事業者] --> A S[設立出資者 個人] -- 特定出資 --> C I[募集等の取扱い (特定譲渡人) オリジネーター] -- 勧誘 --> I1[第1号優先出資 (公募)] I -- 勧誘 --> I2[第2号第3号優先出資 (少人数私募)] I1 -- 優先出資 --> B I2 -- 優先出資 --> C B -- 分配 --> I1 C -- 分配 --> I2 </pre>	

〔 〕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

- ・オリジネーターが証券化ノウハウの獲得（金融機関からの借入だけでなく投資家より直接資金を調達する方法の確立）を強く希望したこと。
- ・公募による投資家保護を最大限に図るため、リスクの小さい出資部分を公募にしてリスクの大きい出資部分をオリジネーターが引き受けた。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・オリジネーターが投資家保護を最優先に考えたこと。
- ・このため、売買価格も妥当な範囲で低く抑えたこと。
- ・これにより利回りが高く、SPCのキャッシュは潤沢であったこと。

○苦労した点・今後の改善点

- ・関係者の誰もが初めて有価証券届出書を作成したため何度も作り直し、徹夜の連続であったこと。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地方都市でも証券化という言葉は相当聞かれるようになったが、地方都市の証券化が根付くためには、証券化説明会等の啓蒙活動が続けることが必要と考える。特にどのようなケースで証券化のメリットがあるのかを伝えることは重要。
- ・例えば 物件を所有する人が資金調達・オフバランスを行うためのほか、これから物件を取得する人も証券化スキームを活用することにより自己借入をすることなく収益物件を取得することができるというメリットがある。啓蒙活動を行うことで地方の不動産証券化がより拡大すると考える。

事業提案D

〔 〕 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"> ・不動産業界の変革の中で、中小の不動産業者が金融機関を含めた大手企業との競争に勝ち抜いていくためにも証券化のノウハウを身に付けることが必須であること。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・中小の宅建業者でも利用できるシステムであることを立証する。 ・地方の不動産流通の活性化と不動産業界全体の発展に寄与する。 ・地元プレーヤーにこだわった。 	
〔 〕 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	大阪府大阪市北区
不動産の種類	店舗・事務所
構造・階層	S造7階建
面積・戸数等	延床面積約 420 m ² (貸室約 390 m ²)
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	TMK方式
証券化規模	約0.8億円
組成時期	平成15年10月
運用期間	約10年間
想定利回り	期中配当利回り4.8%程度
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・資産の流動化に関する法律の基本に精通することを目的として、優先出資証券のみを発行することをスキームの基本とした。
- ・優先出資証券取扱業務とともに特定資産管理処分業務を事業協同組合が受託し、組合員のビルマネジメントに関する知識の向上と不動産証券化事業の詳細に至るまでノウハウの蓄積が可能なシステムとして決定した。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・導管性の要件については、当初特定社債の公募を考えていたが、証券化規模が小さいこと、社債管理のコスト負担が大きいことから、優先出資の50人以上の引受によりこれをクリアすることとした。募集にあたっては、業界団体の会員より1名1口の応募を募った。
- ・収益性については、計画段階においてキーテナントを決定しており、また、地元の中小不動産業の団体が証券化事業の中心であり不動産市場には精通しているため、適切なシミュレーションを行うことができた。

○苦労した点・今後の改善点

- ・協同組合によるTMKの設立という史上初の試みのため、監督官庁の指導のもと調整に多くの時間を費やし、無事設立できた。
- ・特定資産は取得時に老朽劣化が進んでおり、長期修繕のシミュレーションを行った。
- ・オリジネーターはTMKが優先出資証券を発行し、購入資金を調達するまで金融機関からの融資を受け対応した。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

[アピールポイント]

- ・証券化事業は中小の不動産業者でも利用できるシステムであることを立証し、本事例を通じて知識の習得とノウハウの蓄積ができた。
- ・不動産のプロ集団が運営にあたり、ローコストの管理運営を行うことができた。
- ・本事例を広く周知するため書籍を出版した。

[制度の制定、緩和について]

- ・物件を取得する際の租税の減免措置及び先行取得の場合のつなぎ融資制度

2.3.2. 不動産の流動化・証券化を完了できなかった事例

不動産の流動化・証券化スキームの組成の完了ができなかった事例として、「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」で定めた期限内のスキーム組成に間に合わなかった事例と証券化事業を断念した事例とに分け、それぞれの概要を整理した。

(1) 期限内のスキーム組成に間に合わなかった事例

事業提案 E

〔 〕 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"> ・地方の中心市街地活性化の手法として証券化が有効であることを実証する。 ・今後、「町家再生ファンド」を形成するための足掛かりとするため。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券化プレーヤーは地元の事業者で構成し、地元の金融機関を利用する。必要に応じて都市部等の経験者のアドバイスを得ながら進めていく。 ・ノウハウの蓄積が主目的であるため、無理のない資金調達方法やスキーム構築をする。 	
〔 〕 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	マンション（単身・ファミリータイプ）
構造・階層	S造5階建て
面積・戸数等	延床面積約 2,600㎡・単身向け住戸 32戸、ファミリー向け住戸 16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	約 4.7 億円
組成予定時期	平成 20 年 3 月
運用期間	5 年間
想定利回り	期中配当利回り約 8.5 %
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・当初検討時は県内に信託受益権を扱う金融機関がなく、優先出資の公募によるT M K方式による事業化を進めていたが、導管性要件がクリアできなかった（特に同族会社要件）。
- ・その後、信託受益権を扱う信託会社が見つかり、G K - T K方式を採用した。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・地元の適格機関投資家に出資の要請をしたが、すべて断られた。
- ・導管性については、地方で証券化が浸透しておらず地縁的な資金調達ができない。会社による投資も同族要件に該当するため難しい。
- ・信託についても地方物件はトラックレコードがない、規模が小さすぎてコスト倒れとなる、規模の大小に関わらず金融庁の監督指導は同一で金商法施行後は尚更その対応に追われるといった理由から地方物件を扱っているところはほとんどない。
- ・地元の金融機関は、ノンリコースローンの拋出について抵抗感があり、通常のコーポレートローンと同様の元利払の条件提示をされ、投資家の利回りを低めることとなってしまった。横並び意識が強く、証券化に消極的な印象を受けた。
- ・地方では、物件への入居という観点から規模の大きな物件のリスクが大きいため、どうしても規模の小さい証券化とならざるを得ない。一方、スキーム構築等の作業については規模に関係なく同じであり、現在の体制で証券化事業を進めることは難しい。

○苦労した点・今後の改善点

- ・証券化に関する情報は閉鎖的で、人的な繋がりがないとスキームの組成に苦労する。
- ・法規制もあたかも地方証券化を妨げるような内容となっているのが実情。
- ・周辺の理解度が少なく、事業を前に進めることが難しくなっている。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地方において不動産証券化がより拡大するためには規模の小さな案件に対応できるような法整備が必要である。現状では、イニシャルコストが大きな負担となり、T M Kの導管性、適格機関投資家の要件に関しては、プレーヤーの少ない地方においては大きな壁となる。
- ・サブプライムローン問題以降、私募ファンド規制がさらに厳しくなったと聞いている。こうした中で、地方銀行は本来目指すべき地域経済発展の担い手としての役割がなおざりにされてしまっている。地方で不動産証券化事業を進めるためには地方銀行への配慮と取り組みが必要と感じている。
- ・地方では利益を追求する目的の証券化スキームの成立は難しいため、主に利回り中心で進められる都市部の証券化事業と、地域活性化を目的とする地方証券化事業との違いを明確にするべく、プレーヤーが地方での証券化を進められるような仕組み作りが必要。

(2) 証券化の組成を断念した事例

事業提案 F

〔 〕 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"> ・地域の各プレイヤーが証券化スキルを習得し、今後、地方における不動産証券化の促進と証券化に関わる人材の育成を図る。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・オリジネーター、地域金融機関、レンダーがチームアップし、「不動産の流動化・証券化に関する実施過程検証等事業」に申請し、地方発の証券化を成功させること。 	
〔 〕 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	静岡県静岡市
不動産の種類	マンション（ファミリータイプ）
構造・階層	R C造 10 階建・平成 19 年 11 月竣工（提案時は未竣工）
面積・戸数等	延床面積約 1,600 m ² ・ファミリー向け住戸 27 戸
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	G K - T K 方式
証券化規模	約 5.6 億円
組成予定時期	平成 19 年 12 月
運用期間	5 年間
想定利回り	期中配当利回り約 4.7 %
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・オリジネーターが県内で初めて信託受益権販売業を取得した企業であり、信託受益権を用いたスキームとしたかったため。
- ・信託銀行に受託者、私募集扱業者、アレンジャーの3役を引受けてもらい、スキームに関わる関係当事者を減らしたかったため。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・金商法とも絡み、エクイティ投資家を集められなかった。当初、適格機関投資家より過半の出資を予定していたが、当該適格機関投資家からは出資不可の回答となった。
- ・取引先を中心とした一般投資家の出資を検討したが、必要金額に達せず個人投資家にまで対象を拡大する必要がでてきた。
- ・しかし、個人を対象とした私募の取扱を引受けてもらえず、組成を断念した。
- ・大手金融機関と組むことにより、報酬額の下限等について制約が加えられたこと。アレンジャーである事業提案者が、それについて調整できなかったため。

○苦労した点・今後の改善点

- ・本件のような小規模物件の証券化では、都内中心に証券化に取り組んでいるプレーヤーのフィーや利回り確保が困難である。
- ・各プレーヤーにプロジェクトの主旨を理解してもらい、特例的に対応していただくよう交渉するも、社内基準の最低ラインを下回るような報酬での対応に抵抗感が強く、理解を得られなかった。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・静岡でもロードサイドの商業施設については、証券化の可能性が高い。
- ・物件の分かり易さが重要。投資家の担当者が決裁を得るための情報の提供が必要。

事業提案 G

〔 〕 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"> ・新たな事業投資資金を調達するため高齢者住宅をオフバランスすることを目的とする。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・不動産証券化のノウハウの蓄積を行うこと。 	
〔 〕 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	茨城県神栖市
不動産の種類	マンション（高齢者用）
構造・階層	R C 造 3 階建
面積・戸数等	延床面積約 1,700 m ² ・高齢者向け住戸 50 戸
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	T M K 方式
証券化規模	約 3.3 億円
組成予定時期	未定
運用期間	5 年間
想定利回り	未定
【スキーム図】	
<p>The diagram illustrates the T M K asset securitization structure. It shows the flow of assets and funds between the Originator (Originator Company), the Arranger, the Special Purpose Vehicle (SPV) based on the T M K method, and various investors and lenders. The SPV holds specific assets (real estate), issues specific debt (specific corporate bonds and specific purpose loans), and provides equity (priority investment).</p>	

〔 〕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

- ・組成費用をどこまで抑えられるかを最大のテーマとしてスキームを決定した。信託受益権化すれば信託報酬の負担が大きいのでT M Kによる証券化スキームとした。
- ・ランニング費用を抑制し、収益を最大化するという観点からP Mについても現状どおりオリジネーターが行うこととした。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・期限内の組成に至らなかった最大の理由は金融機関のノンリコースローンが設定できなかったことである。
- ・高齢者用住宅施設の運営を介護業者等が行っており、金融機関はオペレーショナルリスクがあるということで融資に慎重姿勢を見せている。物件処分を考えた場合に弱者の高齢者に立ち退きを要求して換価することは実質的に不可能だという点を理由に挙げている。
- ・このため運営者の信用がよほど大きくないとこの種の物件の証券化は困難である。

○苦労した点・今後の改善点

- ・銀行側とのデット交渉に苦労した。これに関しては、金融機関の問題であり事業提案者からの改善は難しい。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地元の金融機関、地銀、信用金庫が積極的にノンリコースローンの提供をしていくことが必要である。
- ・組成コストの問題も大きい。例えば信託受益権化する費用が大きすぎる点、T M Kにおける導管性確保に要する費用（社債発行引受費用）が膨大であること、A M費用の負担が大きいといった点があげられる。導管性については、租税特別措置法の緩和を求めたい。A Mについては、その果たすべき役割が限定的であること、投資判断を求める機会は少ない。

事業提案 H

〔 〕 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"> ・地域における不動産活用の活性化を促進し、土地所有者と債権者のリスクを分散し、高収益で効率的な土地利用により快適な地域環境を演出する。 ・本事業を契機に地域における不動産証券化の普及促進と地域経済の活性化に努める。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・地域プレーヤーを中心とした証券化の構成を目指す。 ・アレンジメントは事業提案者が行う。 	
〔 〕 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	埼玉県さいたま市
不動産の種類	店舗・事務所
構造・階層	R C 造 6 階建・平成 20 年 12 月竣工予定（開発予定物件）
面積・戸数等	延床面積約 4,300 m ² ・事業用定期借地物件
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	G K - T K 方式又は T M K 方式
証券化規模	約 9.8 億円
組成予定時期	未定
運用期間	50 年間(借地借家法改正により期間 50 年の事業用定期借地とする。)
想定利回り	期中配当利回り 5 % 程度
<p>【スキーム図】(G K - T K 方式の場合)</p>	

〔 〕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

- ・今回は証券化スキームの組成に至らなかったが、収益性と事業規模など具体的な課題がつかめたので、この経験を次回に活かしたい。
- ・最も重要なレンダーとの連携については、地域の金融機関とのコネクションが図れ、有意義であった。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・証券化できなかった最大の理由は事業用定期借地権の証券化という未知のジャンルであったため。キャッシュフローという点では魅力的であり、今後も研究を重ね事業化していく道を探っていきたい。

○苦労した点・今後の改善点

- ・苦労した点は、事業用定期借地権として事業化し証券化することである。事業形態を金融機関に理解されず、まず一般融資案件にて成功事例を作ってから事業化に取り組みたいと思う。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・地域密着戦略を展開しており、地方証券化ビジネスには今後も挑戦しつづける所存である。
- ・証券化のメリットは資金調達方法が多様化するところにある。コーポレート融資で資金調達をしていたのでは事業展開に限界があり、大きな成長は望めない。まず、地元レンダーと連携を強化し、証券化に取り組んでいきたい。

事業提案 I

[] 不動産証券化の目的とコンセプト

○不動産証券化の目的

- ・低金利時代に数パーセントの配当を可能にし、投資家の生活を増進することに寄与することによって、地域社会に貢献したいと考えている。

○証券化のコンセプト

- ・アレンジメントをすべて事業提案者が行う。
- ・ノウハウの蓄積が主目的で収益性に優先する。
- ・証券化に対する理解者を広めたい。

[] 対象不動産及び証券化スキーム等の概要

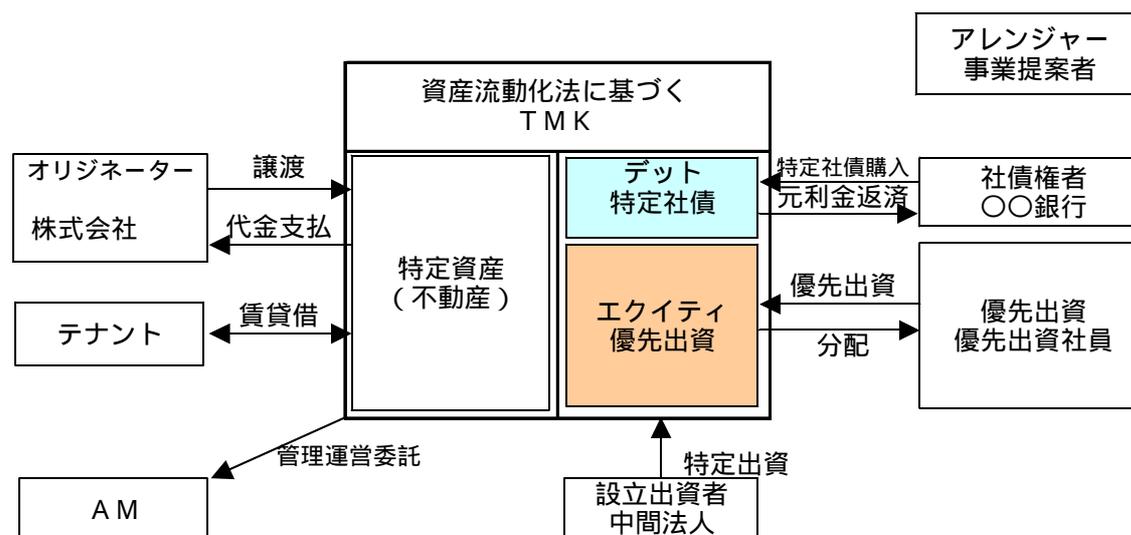
○対象不動産データ

所在	岩手県奥州市
不動産の種類	住宅
構造・階層	W造2階建・3棟
面積・戸数等	延床面積約700㎡・単身、ファミリー向け住戸14戸

○証券化スキーム等の概要

ストラクチャー概要	TMK方式
証券化規模	約0.8億円
組成予定時期	未定
運用期間	5年間
想定利回り	期中配当利回り3%～5%程度

【スキーム図】



〔 〕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

- ・ T M K方式はある程度勉強していたところであり、このスキームを自分のものにしたいと思った。
- ・ G K - T K方式の方がよいという話もあったが、金商法の施行を間近に控え、相当大変になることが予想されたため T M Kにした。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・ 物件が地方都市にあるということで、エクイティ投資家を見つけることができなかった。
- ・ ノンリコースローンを扱う適格機関投資家がいなかったこと。
- ・ 金商法の対応に手間取ったこと。

○苦労した点・今後の改善点

- ・ 以上から、導管性要件（特定社債又は優先出資証券の適格機関投資家（平成 20 年度の税制改正により「機関投資家」に用語変更）のみの引受、若しくは優先出資の 50 人以上の引受）を満たすのが厳しい状況にあった。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・ 銀行預金金利が低い中で不動産証券化により 3 % ~ 5 %の期中配当利回りがあるなら試してみたいという声は多い一方、サブプライムローン問題のことが必ず話題になる。
- ・ 金商法の適合性の原則と自己責任の原則についてどこまで説明すればよいか判断に迷う。この点のガイドラインのようなものがあると今後は楽になるであろう。
- ・ 自社に証券化の知識をもった人材が少なく、同業者の中で身近に仲間を作ることが重要と感じた。
- ・ 金融機関との対話も重要。不動産の証券化が意外と理解されていない。

事業提案 J

〔 〕 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"> ・証券化によりオフバランスし、金融機関に対する与信を高めて再投資のための資金調達を容易にすることを目的とする。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・小規模マンションを証券化するノウハウの蓄積を持つこと。 	
〔 〕 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	神奈川県川崎市
不動産の種類	住宅
構造・階層	R C造 5階建ほか 4棟 一部未竣工
面積・戸数等	延床面積約 300 m ² ・単身向け住戸 12戸ほか
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	T M K方式
証券化規模	約 11 億円
組成予定時期	平成 20 年 3 月
運用期間	5 年間
想定利回り	I R R 約 14 %
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・組成費用をどこまで抑えられるかを最大のテーマとしてスキームを決定した。信託受益権化すれば信託報酬の負担が大きいのでT M Kによる証券化スキームとした。
- ・ランニング費用を抑制し、収益を最大化するという観点からP Mについても現状どおりオリジネーターが行うこととした。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができなかった要因について）

- ・建築確認申請の遅れが生じたことで物件の竣工が来期以降にずれこむ建物が出てきたこと。これにより証券化事業も来期に再度検討となった。
- ・導管性を確保するため金融機関とは社債引受についての口頭のやり取りはしていた。

○苦労した点・今後の改善点

- ・デット調達については銀行側の理解を得られていたため、あまり問題なかった。当初は6億の規模であったが、1物件追加して10億規模の証券化とする努力はした。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・組成コストの問題が大きい。例えば信託受益権化する費用が大きすぎる点、T M Kにおける導管性確保に要する費用（社債発行引受費用）が膨大であること、A M費用の負担が大きいといった点があげられる。導管性については、租税特別措置法の緩和を求めたい。A Mについては、その果たすべき役割が限定的であること、投資判断を求める機会は少ない。

事業提案 K

〔 〕 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"> ・オリジネーターの資金調達 ・当初は仲介を斡旋していたが、高利回りと高価格での転売見込みがあることから、SPCによる取得を目指した。 ・信託スキームではコスト倒れになるためTMK方式を予定。 <p>○証券化のコンセプト</p> <ul style="list-style-type: none"> ・アレンジャーを除く関係者が経験に乏しいことから実習を兼ねる。 ・地方ファンドによる物件取得というコンセプトを有した。 	
〔 〕 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	熊本県熊本市
不動産の種類	住宅・店舗
構造・階層	RC造 10階建
面積・戸数等	延床面積約 2,900㎡ (貸室約 850㎡)
○証券化スキーム等の概要	
ストラクチャー概要	TMK方式
証券化規模	約9億円
組成予定時期	平成19年10月
運用期間	2年間
想定利回り	IRR 15%以上 (SPC自体売却の場合 25%以上)
【スキーム図】	

〔 〕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

- ・信託スキームではコスト倒れになるためTMK方式を予定。

○自己分析（不動産証券化スキームを組成することができた要因について）

- ・店舗部分の稼働率が上がらなかったことが一番の要因と考える。周辺状況から雑貨店・洋品店などの入居を想定していたが、思うほど入居申し込みが伸びず、収益性の確保ができず期間内の組成が困難となった。
- ・中間法人等により倒産隔離を図る予定であった。
- ・TMKが特性社債を1億円発行し、配当可能利益の90%超を配当することにより導管性を図る予定であった。

○苦労した点・今後の改善点

- ・店舗部分の借り手がなかなか見つからず収益性の確保に至らず、レンダーが難色を示したため期間内の組成が困難となった。
- ・平成19年後半から不動産価格が下落傾向となり、サブプライムローン問題も重なり、レンダーはより慎重な姿勢を取るようになったことも事業遂行にとって逆風となった。

○その他（「地方における証券化事業全般について」）

- ・不動産価格が下落傾向にある場合は出口戦略が難しいことから、不動産証券化を行うかどうかは慎重にならざるを得ないかもしれない。
- ・AMが金商法上の投資助言・代理業に留まる場合、信託スキームは金商法に照らして100%適法とは言い切れない状況が続いている。この点、TMK方式なら適法と言われており、当面はTMK方式で行う方がコンプライアンス上安心であると考え。

2.4. 不動産流動化・証券化研究セミナーの開催概要

「地方不動産会社の成長戦略と地域活性化のための不動産流動化・証券化研究セミナー（以下、「セミナー」とする。）」と題して、地方証券化事業に関するセミナーを全国4都市で開催した。その概要は以下のとおりである。

2.4.1. セミナーの開催概要

(1) セミナー開催の目的

今年度、国土交通省が行っている「地方における不動産証券化市場活性化事業」の実施状況及び当事業において証券化スキームの組成を行った先進事例を通して、今後、地方において証券化事業に取り組もうとする事業者のための実務的な研究を行う。

(2) セミナー開催概要

テーマ

「地方不動産会社の成長戦略と地域活性化のための不動産流動化・証券化研究セミナー」

開催形態

主催：財団法人日本不動産研究所、総合ユニコム株式会社

後援：国土交通省

開催場所・時期・参加人数

平成20年3月12日(水) 東京 196名

平成20年3月14日(金) 仙台 98名

平成20年3月19日(水) 大阪 227名

平成20年3月25日(火) 福岡 101名

時間はいずれも13:00～17:00

講演内容

a. 基調講演(13:00～13:30)

『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 土地政策課 土地市場企画室

土地市場企画室長 北村 知久氏 市場整備係長 二瓶 朋史氏

b. 証券化・流動化の基礎講座 (13:40 ~ 15:00)

『地方不動産会社が、不動産流動化・証券化に取り組むための条件』

講師：エステートリンク株式会社 主席コンサルタント 寺嶋 峻氏

c. 「丸八ファンド」事例研究 (15:05 ~ 16:20)

『丸八不動産のスキーム組成』

講師：丸八不動産株式会社 トラスト・ファンド室 田中 敬太氏

d. レンダーの取り組み (16:30 ~ 17:00)

『「丸八ファンド」物件購入時にノンリコースローンを提供した地方金融機関のプロジェクト評価・判断』

講師：株式会社静岡銀行 法人部法人営業統括グループ ストラクチャードファイナンスチーム 伊藤 成宏氏

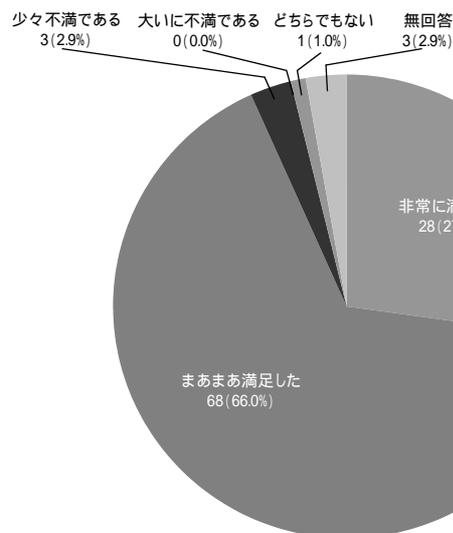
同山下支店 山下エリア統括店長 兼 支店長 杉本 浩利氏

浜松信用金庫 理事 営業支援部長 鈴木 和博氏

2.4.2. アンケートの実施

セミナーに参加した事業者等に対して不動産の流動化・証券化に係るアンケートを実施した。その概要は以下のとおりである。

(1) 東京会場 (回収枚数 103 枚)

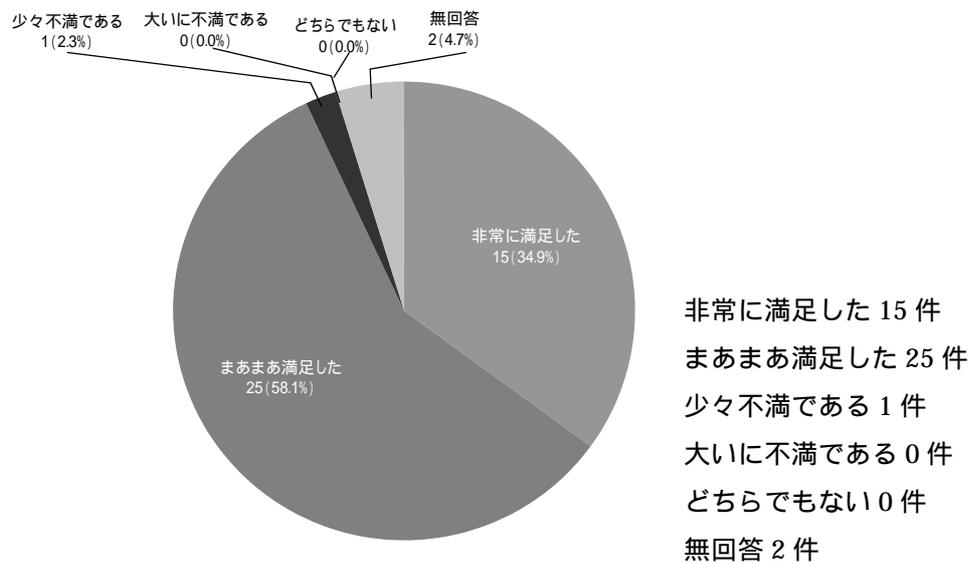


非常に満足した 28 件
まあまあ満足した 68 件
少々不満である 3 件
大いに不満である 0 件
どちらでもない 28 件
無回答

○自由回答

- ・各講師かなり詳細の説明をしてくださりわかりやすかった。
- ・事例があってとてもよい。
- ・聞きたかった内容が聞けた。
- ・証券化スキームへの取組みがわかりやすくイメージできた。
- ・自分たちでもできるであろうという見通しを感じた。
- ・セミナー料金 3,000 円にしては内容が充実していた。具体例を伺えて分かりやすかった。
- ・地方へのノンリコースローンの選定が難しそう。
- ・実務的であった。
- ・セオリーとプラクティクスといった感じでセットで聞けてよかった。
- ・基礎講座にもう少し時間をとってほしかった。
- ・鑑定士の立場で研究していたが、今回の研修は事業者の立場からのセミナーなので参考になった。
- ・事例自体がビジネスベースにのっていないので非現実的。
- ・長時間なのに机がない。腰が悪く腰痛が悪化。
- ・資料がカラーでない点が分かりづらかった。

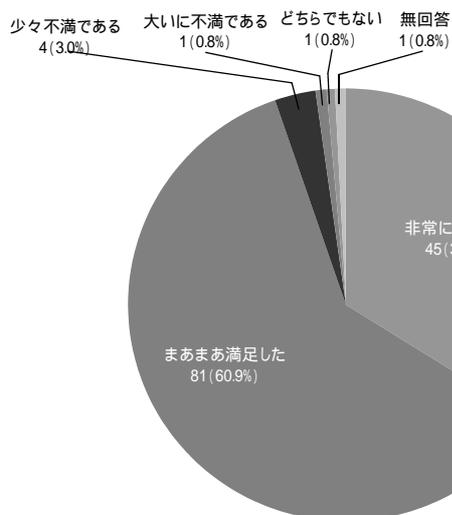
(2) 仙台会場 (回収枚数 43 枚)



○自由回答

- ・ 理論的でわかりやすい。
- ・ 流動化の内容が多少分かった気がする。
- ・ 地方における不動産に関する各種の業務の新しい行き方を考える上で参考になった。
- ・ 受講料が安くてよかった
- ・ 一つの流れに沿った話が聞けた。
- ・ 金商法などセミナー開催のタイミングがよかった。内容的にも実務に即してよかった。
- ・ 今後の営業、経営のあり方を組み立てる上で参考になった。
- ・ 国交省の政策についてよく理解ができた。実務経験のある講師の話は具体的でよかった。
- ・ 勉強不足もあると思うが横文字が多く意味が理解できない部分があった。
- ・ 丸八ファンドの具体例は非常に参考になったし、中央資本に占領されている地元仙台でも、何かできるのではという力を感じた。
- ・ 国土計画の上で、東京の土地の価格、その他において有益なお話をいただいた。

(3) 大阪会場 (回収枚数 133 枚)

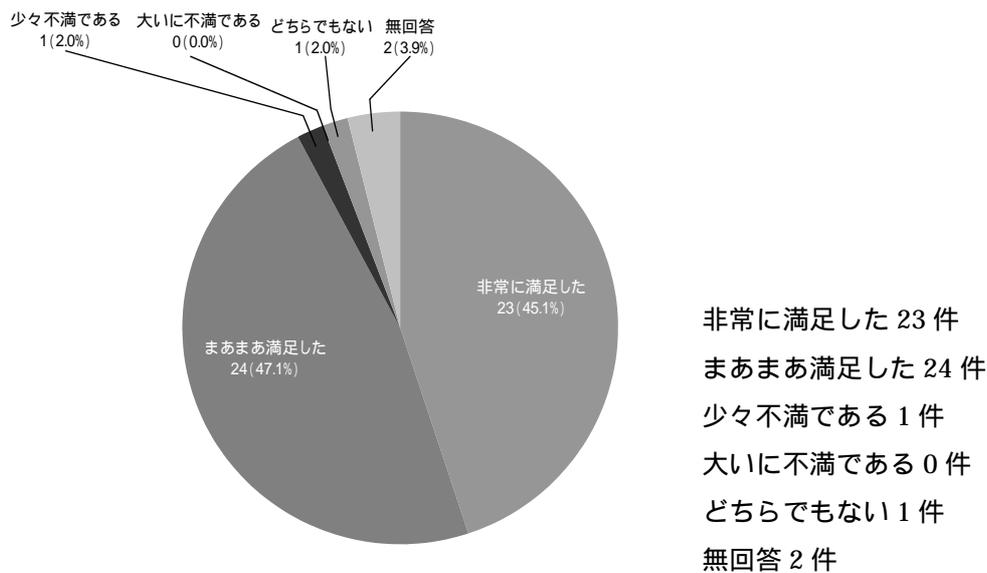


非常に満足した 45 件
まあまあ満足した 81 件
少々不満である 4 件
大いに不満である 1 件
どちらでもない 1 件
無回答 1 件

○自由回答

- ・不動産流動化・証券化の現状が把握できた。
- ・国土交通省の方から直接お話を伺える機会となってよかった。
- ・専門用語で分からない部分があった。
- ・最新の情報が得られた
- ・今後の不動産仲介業ビジネスで活かしていきたい。
- ・証券化・流動化の世界は、ほとんど東京中心に行なわれてきたが、このようなセミナーを開いていただいたのは地方で REIT 組成を目指している我々にもありがたいと考えている。
- ・ファンドスキームのスタートからゴールまでの実務が理解できた。
- ・昨今の厳しい金融情勢のなか、地方における証券化の今後と我々の地方業者の戦略について案じていることと、国土交通省後援ということはよかった。
- ・講演資料がカラーでないため、図表が見づらい。
- ・会場が遠かった。
- ・ファンド組成の流れと費用の再確認ができた。
- ・各セミナーの連携感が良く、お互いのセミナー内容が活かした内容だった。
- ・地方では経済・社会の衰退の中で、元気の出る仕組みづくりができることを理解できた。
- ・今回の丸八不動産のケースも小規模事業のために、通常の間接費が出ていない。ほとんど手弁当ないしは関連会社が協力しているため現実的な事業収支では合わないと思われる。もっと簡便でコストのかからないスキームでないかと広がらないのではないかとと思われる。
- ・金商法施行後の証券化の対応策について、もう少し説明がほしかった。

(4) 福岡会場 (回収枚数 51 枚)



○自由回答

- ・街づくりがファンドを利用して活性化することを祈りたい。
- ・新しいアイデアで地域の活性化を目的としたファンド組成という点で非常に刺激を受けた。
- ・地域の視点に合った事例を取り上げて、より参考となった。
- ・事例で具体的に必要な時間、金、プレーヤーが分かった。
- ・直接、自己の業務につながるの難しいと感じた。
- ・内容はかなり理解できたが、当社が取り組めるかを今後検討していくことが必要であり、議論はこれから。
- ・参加費の割りには内容があった。
- ・田中氏は、実務・事例の話であり、より現実的であり、小職も刺激を受けた。発想も拡大した。
- ・国策の中で、自社がどのように対応できるのか、またクライアントとどのような協力、アドバイスができるかという視点で参加したが、実務的な講義で理解しやすかった。
- ・国交省のかかわり、目的がいまひとつ理解できない。
- ・部屋(会場)全体が暗すぎた。

第3章 地方における証券化の課題点、解決方策等

3.1. 物件規模と組成費用について

3.1.1. 地方物件に係るJリークの投資基準額

証券化スキームの組成、運用に関しては、投資規模にかかわらず一定の費用がかかることから、あまり投資規模が小さい物件については、その費用を吸収することが困難となる。

前記1.5.2.(1)において、地方でJリークが保有している主な物件を整理したが、地方物件への投資が比較的多いJリークについて、物件組み入れに係る投資基準の概要を整理したものが図表3-1-1である。

これによれば、事務所施設に係る最低投資基準額は、一部のリークで5億円以上としているものがあるが、大半は延床面積で3,000㎡以上、投資額で10億円以上としている。また商業施設については、物件ごとに個別に立地特性、商圈の規模等の判断を行うことを前提に、5億円又は10億円を基準としている。

賃貸マンションの最低投資基準としては、リプラス・レジデンシャル投資法人では、住戸タイプ別に定めており、ワンルームタイプで1億円以上、ファミリータイプで2億円以上としている。また、ニューシティ・レジデンス投資法人では、原則として1億円以上としている。なお、プロスペクト・レジデンシャル投資法人では、最低取得金額に一律の制限を設けておらず、競争力があると判断される物件については、比較的小規模な物件であっても投資する方針を掲げている。

以上のとおり、Jリークの投資基準から判断すると、事務所施設、店舗施設については概ね5～10億円程度、賃貸マンションについては概ね1～2億円程度が最低投資額と考えられる。なお、Jリークの物件取得は、個別物件ごとのデューデリ費用等は当然かけるものの、個別不動産の証券化の場合と異なりヴァーカル組成に係る費用がかからないことから、個別不動産の証券化の場合と比較してコスト吸収力は高いと考えられる。

図表 3-1-1 地方物件への投資が多い主なJリートの投資基準の概要

投資法人名称	投資基準の概要	
日本プライムリアルティ投資法人	地域 用途 投資規模	3大都市圏及び3大都市圏を除く政令指定都市のほか、その地方エリアとしては、原則として人口30万人以上の県庁所在都市等の中核都市 オフィス:原則、延床面積約3,300㎡、かつ2階以上の標準的なフロア面積が約330㎡以上 商業施設:物件ごとに個別の立地特性・商圏の規模及び業態毎の標準的な規模、並びに地域の将来性を考慮のうえ、適正規模を判断する。 原則、最低投資規模(税金及び取得費用は含まない。)は10億円以上
クリード投資法人	地域 用途 投資規模	首都圏、関西圏、5大都市圏(名古屋市、福岡市、札幌市、仙台市、広島市)のほか、地方エリアとしては、県庁所在都市及びそれに準ずる経済規模を有する地方都市 原則として、事務所(教育施設・医療施設等を含む。)を主たる用途とするオフィスビルに投資する。ただし、分散投資の観点等から、物販販売、飲食・サービス提供等の商業店舗を主たる用途とするその他都市型ビルにも一部投資する。 原則、最低投資規模は5億円以上
福岡リート投資法人	地域 用途 投資規模	福岡市を中心に、北九州市、大分市、熊本市等九州地域の地方都市 商業施設を中心に、オフィス、住宅等に投資する。原則として、商業施設は延床面積1,500㎡以上、オフィスビルは延床面積3,000㎡以上に投資する。 商業:最低投資規模は5億円以上 オフィスビル:最低投資規模は10億円以上
阪急リート投資法人	地域 用途 投資規模	大阪市、関西圏を中心とし、それ以外にも全国の政令指定都市 商業施設を中心に、オフィス等に投資する。原則として、都市型商業施設は延床面積500㎡以上、都市近郊型商業施設は延床面積3,300㎡、オフィスビルは延床面積3,300㎡以上に投資する。 商業:原則としての最低投資規模は10億円以上(購入価格のみ) オフィスビル:原則としての最低投資規模は10億円以上(購入価格のみ)
リプラス・レジデンシャル投資法人	地域 用途 投資規模	各種タイプの賃貸マンションについて全国的に分散投資 ワンルーム、ファミリータイプ、プレミアムタイプの賃貸マンションを中心に投資 ワンルームタイプ:最低投資規模は、20戸以上、1億円以上 ファミリータイプ:最低投資規模は、20戸以上、2億円以上 プレミアムタイプ:最低投資規模は、3億円以上
プロスペクト・レジデンシャル投資法人	地域 用途 投資規模	東京圏を中心とし、その他政令指定都市、県庁所在地及びそれに準ずる都市並びにそれらの通勤圏。 賃貸マンション中心。 資産取得に際しては、競争力ある物件の取得を第一とし、取得金額に一律の制限を設けていない。競争力ある物件であると判断される場合には、金額において特段の下限を考慮することなく物件を取得する。都市部又は駅に至近な中小規模の賃貸用住宅物件(一棟あたりの取得金額で数億円程度のもの)等には競争力の高いものが存在する。
ニューシティ・レジデンス投資法人	地域 用途 投資規模	主として東京圏とし、その他、政令指定都市、県庁等所在地及びそれに準じる都市並びにそれらの周辺通勤圏等を含む。 賃貸マンション中心。 原則としての最低投資規模は1億円以上(購入価格のみ)

3.1.2. スキーム組成に係る主な費用項目

証券化に係る基本的なスキームであるGK - TK方式とTMK方式について、組成時にかかる主な費用項目を列記して整理したのが図表 3-1-2 である。

GK - TK方式の場合には、物件組込関連費用として、TMK方式に比較して不動産流通税を大きく圧縮できるメリットがあるが、物件について不動産信託受益権化することが前提となることから、信託設定に係る費用を見込む必要がある。

通常、小規模物件への対応が可能な信託会社においても信託報酬（アップフロントフィー）は、最低でも400～500万円程度はかかるとされている。なお、信託設定にあたっては、建物の遵法性等に関して受託基準が厳しくなっていることに留意する必要がある。スキーム組成費用に係る項目としては、中間法人・ヴィークル設立関連費用として、中間法人の設立にあたっては拠出金（基金）として最低300万円が必要であり、その他の設立費用（定款認証費用、登録免許税等）として約20万円程度が別途必要となる。また、合同会社の設立にあたっては、最低資本金要件はないものの、通常20～100万円程度を要するが、当該資本金は中間法人への拠出金の一部が充てられることになる。その他、登録免許税等の設立経費が20万円程度がかかることから、中間法人・ヴィークル設立費用としては合計約340万円程度を見込んでおく必要がある。

図表 3-1-2 スキーム組成に係る主な費用項目

		GK - TK方式	TMK方式 (実物不動産の場合)
取得費用	証券化対象資産の取得費用		
物件組込 関連費用	信託報酬(アップフロントフィー)		-
	信託設定登記料		-
	不動産取得税、登録免許税	-	
	不動産仲介料		
	司法書士手数料		
スキーム 組成関連 費用	中間法人・ヴィークル設立関連費用		
	初期アレンジメントフィー		
	匿名組合出資募集関連費用		-
	優先出資証券募集関連費用	-	
	特定社債発行関連費用	-	
	法律事務所関連費用(意見書、契約書作成等)		
	会計事務所関連費用(意見書等)		
	不動産鑑定費用		
	デューデリ費用(建物診断、地震リスク等)		
	格付け取得費用		
その他、予備費			

印は概ね必要となる費用、 印はケースによって必要となる費用を表す。

その他、適格機関投資家等特例業務の届出を行って自己募集する場合以外は、第二種金融商品取引業者に私募の取り扱いを委託する必要がある、その費用を見込む必要がある。また、法律事務所関連費用としては 200 ～ 500 万程度、会計事務所関連費用として 50 ～ 150 万円、不動産鑑定費用として 50 ～ 150 万円、デューデリ費用として 100 ～ 200 万円程度が見込まれる。

一方、TMK方式の場合には、物件組入関連費用としては、実物不動産を組み入れる場合には、不動産取得税、登録免許税等の不動産流通税を見込む必要があるが、特例により、土地と建物に係る不動産取得税が 1/3 に軽減され、移転登記に係る登録免許税は、税率が建物の場合 2% 0.8%に、土地の場合 1% 0.8%にそれぞれ軽減されている。なお、軽減対象は不動産取得税と登録免許税のみで、固定資産税及び保存登記、変更登記に係る登録免許税には特例による減額はない。

また、自己募集又は特定譲渡人に資産対応証券の取り扱いを委託する場合以外は、第一種金融商品取引業者に資産対象証券の取り扱いを委託することになり、その費用を見込む必要がある。その他の費用については、概ねGK - TK方式の場合と同様である。

こうした不動産証券化に係る組成費用は、取得物件の規模にかかわらず、最低費用として見込まざるを得ないことから、地方物件の証券化に際しては、例えば少額物件を複数棟束ねて証券化することにより、組成費用を吸収するような方策が有効と考えられる。

3.2. 地方における証券化の課題点と解決方策

3.2.1. 地方における証券化の課題点

第2章「証券化の実施過程に係る事例分析」等を踏まえ、地方に所在する不動産を地方プレーヤーが中心に証券化・流動化を実施する場合に考えられる課題点を全般的なものとするスキーム別のものに分けて整理した。

(1) 全般的な課題点

物件の特徴

- ・地方においては証券化対象物件が小規模なものが中心になるため、組成費用を吸収することが困難である。
- ・大型優良物件はすでに流動化済みで投資適格物件が少ない。

投資判断に係る情報量の不足

- ・地方においては、賃料水準、稼働率、キャップレート、不動産取引価格等の投資判断に必要なインデックスが十分に整備されていないため、賃料や出口戦略等の将来予測が極めて困難な状況にある（賃料・不動産価格のボラティリティが読みにくい。）。

地元プレーヤーの層の厚み

a. アレンジャー

- ・法務・税務・会計・不動産の各分野について専門的知識を有し、かつ交渉等において頑強であることが要求され、不動産証券化事業全体を取りまとめる重要な役割を担うアレンジャーが地方においては、現時点では、ほとんど存在しない。

b. レンダー

- ・適格機関投資家として重要なプレーヤーである地方銀行、信用金庫は不動産証券化事業の経験が少ないこと等から、総じて消極的である。
- ・東京等の大都市圏に営業基盤を置く大手金融機関は、地方物件は上記のとおり投資判断材料が乏しく、出口戦略等に不安要素があり、事業リスクに見合ったリターンが取れず総じて消極的である。

c. エクイティ投資家

- ・地元個人投資家は不動産証券化について知識が乏しく、積極的に参画する状況にはない。また、一般個人投資家を含めると適合性の原則等、募集に係るハ-

ドルが高い。

- ・東京等の大都市圏に営業基盤を置く大手投資家は、前記 b.同様、事業リスクに見合ったリターンが取れず総じて消極的である。

d. 弁護士・税理士・会計士

- ・現時点、地方の不動産証券化に関する専門家は少ない。
- ・不動産証券化案件に関する法律・税務・会計に関する知識は特殊であり、また案件自体それほど増えないと考えていること等から積極的に関与する者は少ない。

情報伝達のスピード

- ・税法上と金商法上の適格機関投資家の範囲が異なる（平成 20 年度の税制改正により T M K の導管性要件に係る税法上の適格機関投資家（改正法では「機関投資家」）の範囲について一部改正が見られたものの、一般事業会社が「機関投資家」となるための規定の変更はなく、金商法上の適格機関投資家とはその範囲が異なる。詳細は前記 1 . 4 . 2 . を参照。）こと等、関係者間で話題、問題になることが東京であれば即座に伝わるが、地方では伝わりにくく、迅速な対応が困難である。
- ・不動産証券化に関する一般的な情報自体も地方では少ない。

金商法施行

- ・地方では、投資運用業・助言代理業、第一種・第二種金融商品取引業者の既存登録業者が少ない。
- ・金融商品取引業者の登録も主に人的構成の要件からハードルが高い。

(2) スキーム別の課題点

T M K 方式（実物不動産を特定資産とする）

a. 導管性要件

- ・特定社債については引き受け先（税法上の適格機関投資家（平成 20 年度の税制改正により「機関投資家」に用語変更））がほとんどいない。
- ・導管性要件として、優先出資証券を 50 人以上が引き受け、かつ同族会社要件をクリアしようとする、一般個人投資家を対象とする必要があり、その場合、適合性の原則等ハードルが高くなってしまふ。また、公募となると目論見書作成等の負担費用が大きい。

b. 金商法関連

- ・優先出資証券の募集等の取扱事務を第一種金融商品取引業者に委託すると費用が嵩む。
- ・自己募集が資産流動化法上可能になったが、取締役（あるいは特定譲渡人）がそのリスクを取れるか不透明である。

G K - T K方式

a. 信託受益権化

- ・地方物件を信託銀行が信託受託することは極めて困難な状況にある。
- ・信託会社においても信託受託を委託した場合においても費用が嵩む。

b. 金商法関連

- ・AMについては、投資運用業者と一任契約を締結するのが最も適当であるが、地方に投資運用業者は現在ほとんど存在せず、また登録も主に人的構成の要件から困難な状況にある。
- ・投資運用業者と一任契約を締結したとしてもその委託費用が高額になる。
- ・適格機関投資家等特例業務としてSPCの運用業の登録を回避するために、匿名組合員に適格機関投資家を1人以上入れる必要があるが、現状における地方銀行・信用金庫等の地方の適格機関投資家は、地方の不動産証券化事業には消極的な状況にある。
- ・集団投資スキームの取り扱いは金商法上、第二種金融商品取引業者が行うことで問題はないが、実務上は、第二種金融商品取引業者及び関係当事者がそのリスクを負担しえず、法的安定性を高めるため、第一種金融商品取引業者（第二種金融商品取引業者の登録を兼ねている。）に委託しているのが実態がある。
- ・適格機関投資家等特例業務による自己募集についても、金商法上は可能であるが、SPCの取締役（アレンジャー、オリジネーターからの出向者）及び関係当事者がそのリスクを負担しえるか疑問が残り、実務では自己募集を利用した案件はみられない。

3.2.2. 地方における証券化を実施するための解決策等

(1) 適したスキーム

以上のように、G K - T K方式及びT M K方式ともに複数の課題点を有しており、地方における不動産証券化事業としてどちらが適当かは一概にいえません。

対象不動産の用途・規模・遵法性の程度、信託受益権化の可能性、レンダー及びエクイティ投資家の候補者とその意向等、対象不動産の証券化事業に係る各種要因を十分に検討のうえ、最適なスキームを選択するしかないであろう。

ただ、前記「証券化の実施過程に係る事例分析」「スキーム別の課題点」等を踏まえると、金商法適用外となる実物不動産を対象としたTMK方式（複数物件を組み入れて投資効率を上げる。）が法的安全性を有していて、実現可能性が比較的高いと考えられる。

3.3. あとがき

地方の物件は、大きくはJリート又は既存の私募ファンドが設定する投資基準を満たすいわゆる投資適格物件と、そのような投資対象に該当しない小規模又は特殊用途等の物件の2つに区分できると考えられる。

前者の物件は、近年の投資不動産の物件取得競争の加熱化を背景として、地方における主な投資適格物件はすでにそのようなファンドに取り込まれているのが現状である。

一方、後者は、一般的に規模が小さく、特殊用途(地域医療施設、老人介護施設、学生寮等)であり、また、投資を判断する情報が少なく市場性と物件価値の評価が難しいといった特徴を有する物件である。いわゆる「分かり難い」物件は、全国レベルのJリート又は東京資本の私募ファンドは取得しにくく、一方で、地方の事業者、投資家、証券会社・銀行等の金融機関のみがその市場性又は物件価値を適正に評価することができるので、証券化・流動化を実施することが可能であろう。

地方において、そのような投資対象となり得る潜在的な投資適格物件は決して少なくないと考えられる。したがって、まず地方における当該潜在的投資適格物件を探すことが重要である。また、小規模物件であれば、証券化には一定の組成コストが必ず発生するため、当該コストを吸収するために、複数の物件を組み込む必要がある。

地方の個人資産家を取り込むことも必要である。個人投資家の投資姿勢は、一般的に機関投資家等とは異なり、必ずしも投資合理性だけでなく、地域への愛着又は目の届く範囲内の身近な物件が指向されたり、当該地域に根をおろして事業を営んできた事業者への信頼なども重視されることが特徴である。京町家ファンドのように地域の文化と生活魅力の向上に貢献する投資、社会資本整備のための投資といった投資の意義も重要な意思決定要因になっているため、このような個人投資家をも呼び込む必要がある。ただし、個人投資家に対して当該証券化事業が有するリスクを適切に説明のうえ、情報を開示して、十分に理解してもらうことを前提とすることはいうまでもない。

アレンジャー、弁護士、会計士、税理士等の不動産証券化事業に必要なプレイヤーは、地方では調達できない状況にあるのは事実である。特に、不動産証券化の成否の鍵を握り、経験が力を発揮するアレンジャーの不在は地方における証券化の実施において致命的ともいえる。この点については、本事業(「地方における不動産証券化市場活性化事業」)におけるアドバイザリー会議による地方プレイヤーへの支援及び不動産証券化事業に関する各種講習講演会を通して、育成していく必要がある。

金商法施行後、適格機関投資家である地方銀行・信用金庫・証券会社等の金融機関の存在は、地方における不動産証券化事業を活性化するにあたってさらに重要な存在となっている。地方物件の価値評価と小規模物件に対する融資に関しては、大手金融機関又は外資系金融機関がきめ細やかな物件調査と適正なリスクを判断する

には限界があるため、地方の金融機関がアセットファイナンスのノウハウを修得し、地方物件の特性についての的確な投資判断を行ったうえで、適切にエクイティ・デットを供給することで、地方における不動産証券化事業を支援あるいは牽制して、健全な不動産証券化市場の育成を図る役割を担っていくことが必要である。

以上のように、地方の個人資産家の投資合理性だけでない投資姿勢、地域に密着した事業展開を図る事業者、適切なエクイティ・デットの供給者としての地方金融機関、弁護士等の関連プレーヤーが揃うことよって、地方の資金が地方の物件に還流する流れが築かれるものと考えられる。

以 上