

## 資料2

# 第7回部会論点資料 目次

論点1	不動産の集団投資スキームにおける信託の活用可能性について(信託法改正案の効果)	1
	スキームイメージ図	2
論点2	収益不動産の管理に係る行為規制について	3
	賃貸型不動産特定共同事業の概要	4
	参照条文	6
論点3	地方における不動産投資市場の育成	11
	Jリートを取得資産の地域別割合	12
	京都の町家の証券化事例	13
	京都町家の証券化のスキーム図	14

## 論点1

# 不動産の集団投資スキームにおける信託の活用可能性について(信託法改正案の効果)

今般の信託法改正案により創設された以下の3つの手法を組み合わせることにより、資産保有のためのビークル(合同会社等)を用いなくとも倒産隔離の図られる不動産投資スキームが実現しうるか。(別添イメージ図参照)

## 自己信託

不動産会社の特定の不動産事業を信託勘定とすることにより、不動産会社が引き続き当該事業を行いつつ、不動産会社本体からの倒産隔離が可能。

施行日 → 附則 この法律の日から起算して一年を経過する日までの間は、適用しない。

## 事業信託

不動産会社の特定の不動産事業・プロジェクトを消極財産(債務)も含めて信託を行うことにより、レバレッジ効果のある受益権(投資商品)の組成が可能。

## 限定責任信託

信託された不動産事業の第三者(取引先等)に対する責任財産が信託財産に限定されることにより、不動産会社固有財産へのリスクの遮断が可能。

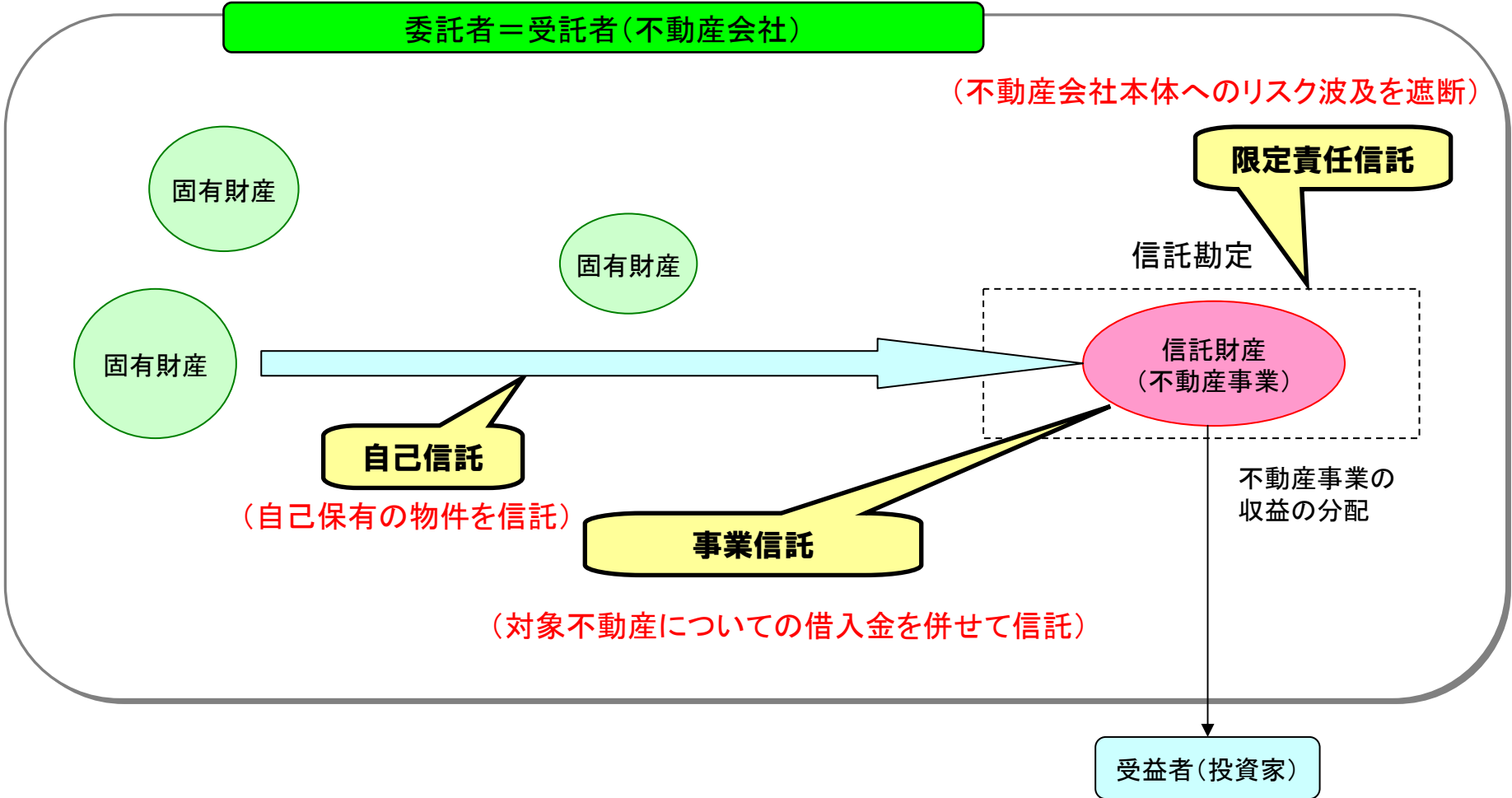
## メリット

- ・当該不動産事業に精通している不動産会社(委託者)自身が受託者となるので、受益者に対するきめ細かなサービスや運用責任の所在の明確化が実現。
- ・第三者である信託会社を活用する必要がなく、スキーム組成コストの低減が図られ、小規模な不動産事業についても、信託の利用が可能。
- ・さらに、受益権者が多数(具体的な人数は政令によって規定)でなければ、自己信託は信託業法に基づく信託会社の規制の対象外となり、不動産会社の事業制約がないこと。(なお受益者(投資家)保護の観点から、受益権の販売を行う場合には、金融商品取引法に基づく業規制の対象となる。)

## 留意点

- ・税務上の問題(法人課税)
- ・会計上の問題(連結対象)

スキームイメージ図



## 論点2

# 収益不動産の管理に係る行為規制について

不動産の管理処分信託を活用する集団投資スキームにおいては、不動産の管理業務に信託業法の行為規制が及ぶ一方で、当該信託を活用しない不動産の集団投資スキームにおいては、不動産の管理業務が当事者間の契約に委ねられることをどのように考えるか。

収益不動産への投資を行う場合、収益性の確保は不動産の管理の良否に大きく依存することから、不動産管理会社の能力やその遵守すべき行為規範は安定的な不動産投資スキームの確立のために重要な要素である。

### 不動産管理処分信託を活用する場合

信託会社の行う不動産の管理行為については、信託業務の一環として信託業法の行為規制に服することとなるほか、当該信託会社から裁量性のある不動産の管理行為の業務委託を受ける統括PM(プロパティマネジメント)会社についても、信託業法上同様の行為規制に服する(信託業法案第28条、同法案第118条第8号)。

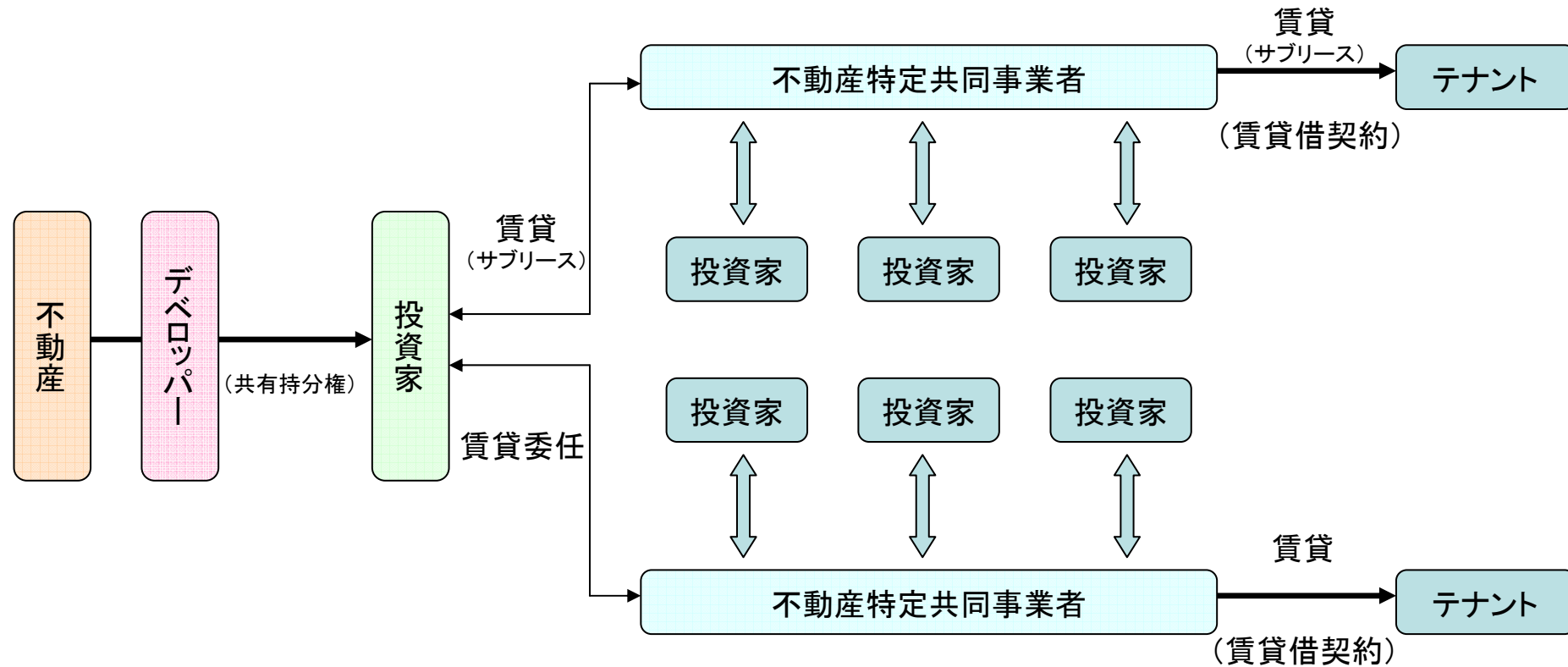
### 不動産管理処分信託を活用しない場合(通常の不動産管理委託契約の場合)

不動産管理委託契約の内容は、民法の一般原則に基づき、当事者間に委ねられる。

なお、

- ① 実物不動産をTMKにより流動化する場合には、その不動産の管理処分に係る業務委託契約には、資産流動化法上、分別管理義務や報告義務等の条件を付すことが義務付けられているほか、委託先の能力を担保するために委託先が不動産特定共同事業者の欠格事由に該当しないことが要件とされているところ(例えば、宅建業者等であることの要件など)(資産流動化法第144条第5項、同法第147条)。
- ② 賃貸型不動産特定共同事業は不動産の共有持分の転貸(又は賃貸の委任)事業であり、不動産特定共同事業法は収益不動産管理についての業規制法と捉えることが可能ではないか(不動産特定共同事業法第2条第3項第1号)。  
→ 賃貸型不動産特定共同事業は次頁参照

## 賃貸型不動産特定共同事業の概要



賃貸型不動産特定共同事業とは、投資家が、共有持分を有する不動産を事業者に委任して不動産賃貸事業を行い、そこから得た収益を投資家に分配する形態をいう。

(不動産特定共同事業法第2条第3項第3号)

<具体的仕組み>

- ①デベロッパーが、対象不動産の共有持分権を複数の投資家に売却(あるいは代理・媒介)し、所有権を各投資家に移転する。
- ②同時に、不動産特定共同事業者は各投資家と、彼らが取得した共有持分権の不動産の賃貸借契約または賃貸委任契約を締結し、賃料収入の分配を受ける。
- ③一定期間経過後、不動産を一括売却して売却代金(損益含む)を各投資家に分配する。なお、売却を予定しない場合もある。

上記の論点を踏まえ、統括PMにはどのような能力が求められるか

[求められる能力・体制]

- ・日常的な管理行為の状況と物件の現況(リーシングを含む)の把握及びAM会社への適切な報告
- ・業務を適正に遂行し得る社内組織体制
- ・自己の固有財産と投資契約に係る財産の分別管理体制  
(管理主体と財産保有主体が同一の場合)

## 〔 参照条文① 〕

### 信託法

(信託の方式)

第三条 信託は、次に掲げる方法のいずれかによってする。

一・二 (略)

三 特定の者が一定の目的に従い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公正証書その他の書面又は電磁的記録(電子的方式、磁気的方式その他人の知覚によっては認識することができない方式で作られる記録であって、電子計算機による情報処理の用に供されるものとして法務省令で定めるものをいう。以下同じ。)でその内容その他法務省令で定める事項を記載し又は記録したのによってする方法

(信託財産責任負担債務の範囲)

第二十一条 次に掲げる権利に係る債務は、信託財産責任負担債務となる。

一・二 (略)

三 信託前に生じた委託者に対する債権であって、当該債権に係る債務を信託財産責任負担債務とする旨の信託行為の定めがあるもの

四～九 (略)

2 (略)

(受託者の注意義務)

第二十九条 受託者は、信託の本旨に従い、信託事務を処理しなければならない。

2 受託者は、信託事務を処理するに当たっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる注意をもって、これをするものとする。

(忠実義務)

第三十条 受託者は、受益者のため忠実に信託事務の処理その他の行為をしなければならない。

## 信託法

(利益相反行為の制限)

第三十一条 受託者は、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 信託財産に属する財産(当該財産に係る権利を含む。)を固有財産に帰属させ、又は固有財産に属する財産(当該財産に係る権利を含む。)を信託財産に帰属させること。
- 二 信託財産に属する財産(当該財産に係る権利を含む。)を他の信託の信託財産に帰属させること。
- 三 第三者との間において信託財産のためにする行為について当該第三者の代理人となること。
- 四 信託財産に属する財産につき固有財産に属する財産のみをもって履行する責任を負う債務に係る債権を被担保債権とする担保権を設定することその他第三者との間において信託財産のためにする行為であつて受託者又はその利害関係人と受益者との利益が相反することとなるもの

2 前項の規定にかかわらず、次のいずれかに該当するときは、同項各号に掲げる行為をすることができる。ただし、第二号に掲げる事由にあつては、同号に該当する場合でも当該行為をすることができない旨の信託行為の定めがあるときは、この限りでない。

- 一 信託行為に当該行為をすることを許容する旨の定めがあるとき。
- 二 受託者が当該行為について重要な事実を開示して受益者の承認を得たとき。
- 三 相続その他の包括承継により信託財産に属する財産に係る権利が固有財産に帰属したとき。
- 四 受託者が当該行為をすることが信託の目的の達成のために合理的に必要と認められる場合であつて、受益者の利益を害しないことが明らかであるとき、又は当該行為の信託財産に与える影響、当該行為の目的及び態様、受託者の受益者との実質的な利害関係の状況その他の事情に照らして正当な理由があるとき。

3～7(略)

(限定責任信託の要件)

第二百十六条 限定責任信託は、信託行為において受託者がそのすべての信託財産責任負担債務について信託財産のみをもってその履行の責任を負う旨の定めをし、第二百三十二条の定めるところにより登記をすることによって、限定責任信託としての効力を生ずる。

2(略)



## 【 参照条文② 】

### 信託業法

#### （信託業務の委託）

第二十二條 信託会社は、次に掲げるすべての要件を満たす場合に限り、その受託する信託財産について、信託業務の一部を第三者に委託することができる。

一 信託業務の一部を委託すること及びその信託業務の委託先（委託先が確定していない場合は、委託先の選定に係る基準及び手続）が信託行為において明らかにされていること。

二 （略）

2 （略）

3 前二項の規定（第一項第二号を除く。）は、次に掲げる業務を委託する場合には、適用しない。

一 信託財産の保存行為に係る業務

二 信託財産の性質を変えない範囲内において、その利用又は改良を目的とする業務

三 前二号のいずれにも該当しない業務であつて内閣府令で定めるもの

#### （信託会社の忠実義務等）

第二十八條 信託会社は、信託の本旨に従い、受益者のため忠実に信託業務その他の業務を行わなければならない。

2 信託会社は、信託の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、信託業務を行わなければならない。

3 信託会社は、内閣府令で定めるところにより、信託法第三十四条の規定に基づき信託財産に属する財産と固有財産及び他の信託の信託財産に属する財産とを区別して管理するための体制その他信託財産に損害を生じさせ、又は信託業の信用を失墜させることのない体制を整備しなければならない。

#### （信託法第三条第三号に掲げる方法によってする信託についての特例）

第五十条の二 信託法第三条第三号に掲げる方法によって信託をしようとする者は、当該信託の受益権を多数の者（政令で定める人数以上の者に限る。）が取得することができる場合として政令で定める場合には、内閣総理大臣の登録を受けなければならない。ただし、当該信託の受益者の保護のため支障を生じることがないと認められる場合として政令で定める場合は、この限りでない。

2～12（略）

## 〔 参照条文③ 〕

### 資産流動化法

(業務の委託)

第百四十四条 特定目的会社は、特定資産(信託の受益権を除く。以下この条において同じ。)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。

2 前項の規定による特定資産の信託に係る契約には、次に掲げる条件を付さなければならない。

一 当該信託の受託者が、資産対応証券に係る有価証券届出書等に記載すべき当該信託に係る信託財産の管理及び処分に関する重要な事項につき知った事実を遅滞なく受益者たる当該特定目的会社に通知する義務を有すること。

二 政令で定める特定資産の管理及び処分については、政令で定める条件

3 (略)

4 特定目的会社は、前項の規定による特定資産の管理及び処分に係る業務の委託に関する契約には、当該業務を委託する相手方(以下この条において「受託者」という。)が次に掲げる義務を有する旨の条件を付さなければならない。

一 受託者は、受託した資産を自己の固有財産その他の財産と分別して管理すること。

二 受託者は、資産の管理及び処分に係る業務を委託した特定目的会社(以下この項において「委託者」という。)の求めに応じ、受託した資産の管理及び処分の状況について説明しなければならないこと。

三 受託者は、受託した資産の管理及び処分の状況を記載した書類を主たる事務所に備え置き、委託者の求めに応じ、これを閲覧させること。

四 受託者は、資産対応証券に係る有価証券届出書等に記載すべき受託した資産の管理及び処分に係る重要な事項につき知った事実を、遅滞なく委託者に通知すること。

五 受託者は、委託者の同意なく業務の再委託を行わないこと。

(不動産取引の委託の制限)

第百四十七条 特定目的会社は、資産流動化計画に従い譲り受けた不動産(宅地建物取引業法の宅地又は建物をいう。)の売買、交換又は賃貸に係る業務については、第百四十四条第三項及び第四項の規定に定めるところによるほか、不動産特定共同事業法第六条各号のいずれにも該当しない者に委託しなければならない。

## 【 参照条文④ 】

### 不動産特定共同事業法

(定義)

第二条 1・2 (略)

3 この法律において「不動産特定共同事業契約」とは、次に掲げる契約(予約を含む。)であって、契約(予約を含む。)の締結の態様、当事者の関係等を勘案して収益又は利益の分配を受ける者の保護が確保されていると認められる契約(予約を含む。)として政令で定めるものを除いたものをいう。

一・二 (略)

三 当事者の一方が相手方の行う不動産取引のため自らの共有に属する不動産の賃貸をし、又はその賃貸の委任をし、相手方が当該不動産により不動産取引を営み、当該不動産取引から生ずる収益の分配を行うことを約する契約

四・五 (略)

4～6 (略)

(欠格事由)

第六条 次の各号のいずれかに該当する者は、第三条第一項の許可を受けることができない。

一 法人でない者(外国法人で国内に事務所を有しないものを含む。)

二 宅地建物取引業法第三条第一項の免許を受けていない法人

三 第三十六条の規定により第三条第一項の許可を取り消され、その取消の日から五年を経過しない法人又はこの法律に相当する外国の法令の規定により当該外国において受けている同種の許可(当該許可に類する登録その他の行政処分を含む。第六号へにおいて同じ。)を取り消され、その取消の日から五年を経過しない法人

四 第三十六条各号のいずれかに該当するとして第三条第一項の許可の取消しの処分に係る行政手続法(平成五年法律第八十八号)第十五条の規定による通知があった日から当該処分があった日又は処分をしないことの決定があった日までの間に第十一条第一項第四号に該当する旨の同項の規定による届出をした法人で当該届出の日から五年を経過しないもの

五 この法律、宅地建物取引業法若しくは出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律(昭和二十九年法律第九十五号)又はこれらに相当する外国の法令の規定により罰金の刑(これに相当する外国の法令による刑を含む。)に処せられ、その刑の執行を終わり、又はその刑の執行を受けることがなくなった日から五年を経過しない法人

六(略)

(財産の分別管理)

第二十七条 不動産特定共同事業者は、主務省令で定めるところにより、不動産特定共同事業契約に係る財産を、自己の固有財産及び他の不動産特定共同事業契約に係る財産と分別して管理しなければならない。

(財産管理報告書)

第二十八条 不動産特定共同事業者は、事業参加者の求めに応じ、不動産特定共同事業契約に係る財産の管理の状況について説明しなければならない。

2 不動産特定共同事業者は、事業参加者に対し、主務省令で定めるところにより、定期に、不動産特定共同事業契約に係る財産の管理の状況についての報告書を交付しなければならない。

3 不動産特定共同事業者は、前項の規定により交付すべき書面を作成するときは、業務管理者をして、当該書面に記名押印させなければならない。

### 論点3

## 地方における不動産投資市場の育成

不動産投資の着実かつ健全な発展のためには、都市部のみならず、地方の不動産投資市場を育成することが必要である。地方においても収益不動産が存在するにもかかわらず、これらの不動産に投資が進まないことについて、不動産投資スキーム毎に制度的課題としてどのようなものが挙げられるか。

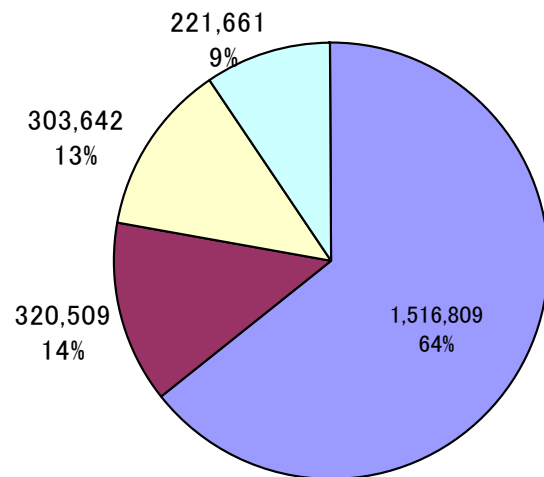
- ① 地方における証券化を進めるためには、アレンジメント業務、デューデリジェンス業務、ローンレンダー業務等証券化業務を行える人材の育成が必要であることは言うまでもない。
- ② 不動産の証券化には投資資金のみならず借入金も必要であるため、ノンリコースローンのための契約や法務、会計、物件調査などのデューデリジェンスなどのための書類整備等に費用がかかり、一般的には10億円以上の事業規模が必要であると言われている。
- ③ 従って、地方における証券化を進めるにあたっては、比較的小規模な事業にも対応できる不動産の集団投資スキームが望まれるところ。
- ④ この点、現在の集団投資スキームについては、それぞれ
  - ・YK-TKスキーム：信託設定費用によって組成費用が高くつくこと、また、地方における信託銀行の数が少なく、受託会社の確保が困難であること。
  - ・TMKスキーム：資産流動化計画作成等のコストがかかり、また、物件の柔軟な入替えについても計画変更に手間がかかること。
  - ・Jリートスキーム：基本的には、多数の一般投資家から多額の資金を調達し、また、上場市場での商品の流通を企画しており、小ロットの投資スキームには、投資法人の設立等のコストがかかりすぎること。
  - ・不動産特定共同事業スキーム：事業者の信用力に依拠したオンバランスによる投資スキームのため、倒産隔離ができず、また、ノンリコースローンも調達困難なことから、地方の中小不動産を証券化するためのスキームとして活用が進んでいないところ。
- ⑤ なお、このような中でも、地方の不動産業者の中ではこれらのスキームを活用した意欲的な取組みを進めている事例が存在する。

## Jリートの取得資産の地域別割合

(取得額ベース:百万円)  
(H17.3.31現在)

平成17年3月末

(取得額ベース:百万円)  
(H17.3.31現在)

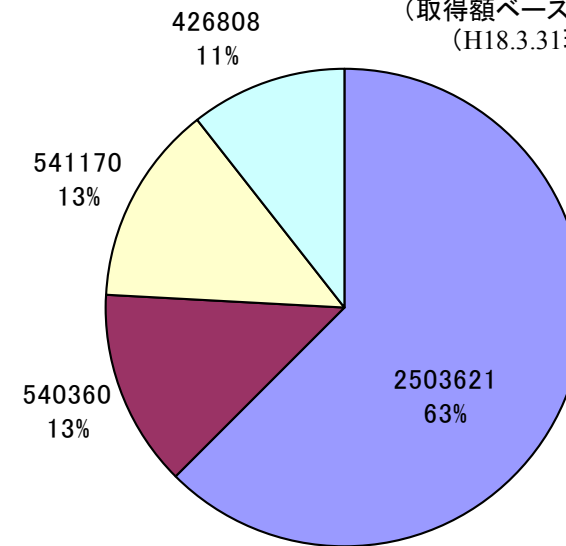


■ 東京23区 ■ 首都圏 ■ 大阪・名古屋圏 ■ 地方都市部

(区分) 首都圏: 東京都下、神奈川県、埼玉県、千葉県  
大阪・名古屋圏: 大阪府内、京都市、神戸市、名古屋市

平成18年3月末

(取得額ベース:百万円)  
(H18.3.31現在)



■ 東京23区 ■ 首都圏 ■ 大阪・名古屋圏 ■ 地方都市部

(区分) 首都圏: 東京都下、神奈川県、埼玉県、千葉県  
大阪・名古屋圏: 大阪府内、京都市、神戸市、名古屋市

## 京都の町家の証券化事例

- ① 地方都市部における小規模物件の証券化の可能性について検討するため、国土交通省の委託調査<sup>(注1)</sup>の中で、京都における伝統的な家屋である「町家」をとりあげシミュレーションを行い(平成15年10月2日より開始。)、その後、京都市周辺の不動産会社などで作る有限責任中間法人、京都不動産投資顧問業協会<sup>(注2)</sup>が中心となって証券化の検討を継続していたところ。

(注1)「地方都市部不動産証券化促進に関する調査」勉強会のメンバーは、京都市、(財)京都市景観・まちづくりセンター、京町家再生研究会、京町家情報センター、京都不動産投資顧問業協会、国土交通省。

(注2)京都不動産投資顧問業協会のメンバーは、(株)丸善ホーム、村山実業、(株)フラットエージェンシー、建都住宅販売(株)、奥田建設工業(株)、(株)都ハウジング、丸吉住宅、(株)長栄、(有)名神不動産、(有)イマヤスハウジング、キョウトホーム(有)、(株)八清

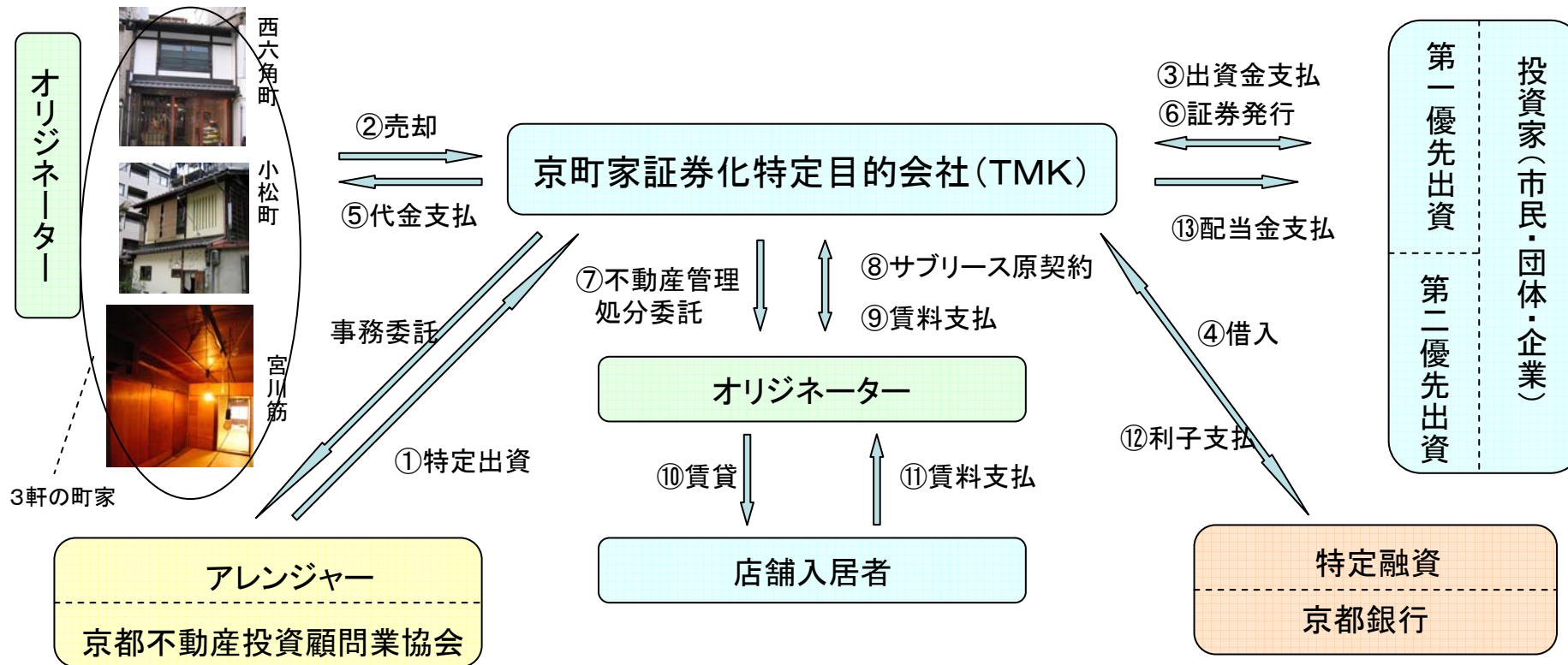
### <委託調査結果>

基本的組入れ物件数が少ない段階では証券化コストが高くなり、プロジェクトIRRは非常に低くなるため、本来であれば、証券化は困難。しかし、①証券化の初期コスト特にアレンジャー費用の引き下げ、②篤志的な資金を調達するための仕組みづくり、という条件を満たすことができれば可能である。その際には、行政や地域住民、地元の業者、地域金融機関、投資家などが“地域振興、地方活性化への貢献”という共通の視点で連携する必要がある。そのとりまとめや調整を行うリーダーシップを発揮できるような主体をどのように選定するかも今後議論していくべきである。

- ② その結果、京都不動産投資顧問業協会は、平成18年6月より町家建築の証券化事業を開始。東山区内の2軒と中京区内の1軒の計3軒を対象に1億500万円を募り、その資金を改修費などに充てて老朽化した京町家を維持・再生することとしている。期間は5年。延べ床面積は55—111平方メートル。飲食店などとして営業し年間約624万円の賃料を見込み、賃料の運用益と5年後の売却益を投資家に分配することとしている。

→ 京町家証券化のスキーム図は別添参照

## 京都町家の証券化のスキーム図



### ポイント

#### ①初期コストの引き下げ

→ 京都不動産投資顧問業協会のアレンジャー費用を定額に抑えることと各専門職者の廉価奉仕により達成された。

#### ②投資資金の調達

→ 配当等の経済性の追求にのみ目を奪われるのではなく、京町家の再生に貢献したいという意欲を持った市民や企業・団体に働きかけて、優先出資証券の購入を求めていく予定である。