

平成 27 年度
国土交通省調査

不動産証券化手法を活用した
不動産再生の推進のための
調査検討業務
報告書

平成 28 年 3 月

一般財団法人日本不動産研究所
一般社団法人不動産証券化協会

本書は作成時点で一般財団法人日本不動産研究所（以下「当研究所」といいます。）・一般社団法人不動産証券化協会（以下「当協会」といいます。）が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、本書中のいかなる情報の利用も各利用者自身の判断で行われるべきものであり、当研究所・当協会は利用の結果生じたあらゆる損害に対して、何ら責任を負わないものとします。個別具体的な取引及び許認可等の申請の際は所轄官庁、弁護士、税理士、会計士等の専門家の確認が必要となります。

本書の無断複製を禁じます。

「不動産証券化手法を活用した不動産再生の推進のための調査検討業務」 調査報告書

目次

第1章 調査の目的等.....	1
1. 調査の目的.....	1
2. 調査の内容.....	1
3. 調査期間.....	1
第2章 調査事項.....	2
第3章 特例事業スキームの特性整理.....	3
1. 主な不動産証券化プレイヤーへのヒアリング調査.....	3
2. 不動産特定共同事業等の不動産証券化事業を実施する事業者への支援業務.....	7
3. 特例事業スキームの活用ケース.....	16
4. 特例事業スキームの現状の課題点や留意事項.....	18
第4章 地方における不動産証券化事業等に関する普及啓発.....	22
1. 普及啓発活動概要.....	22
2. 地方における不動産証券化事業推進上の課題点等の整理.....	23
第5章 まとめ.....	26
1. 第3章特例事業スキームの特性整理及び第4章地方における不動産証券化事業等に関する普及啓発を通じて得られた、提案・課題.....	26
2. 今後の展望.....	26
参考1 主な不動産証券化プレイヤーへのヒアリングメモ	
参考2 地方における不動産証券化事業等に関する普及啓発活動メモ	

本報告書においては、以下の略語及び用語を用いる。

正式名称	略称
不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）	不特法
不動産特定共同事業法施行令（平成 6 年政令第 413 号）	不特法施行令
不動産特定共同事業法施行規則（平成 7 年大蔵省・建設省令第 2 号）	不特法施行規則
不動産特定共同事業法の一部を改正する法律(平成 25 年法律第 56 号)	改正不特法
不動産特定共同事業法の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備に関する政令案及び不動産特定共同事業法施行規則の一部を改正する命令案に対する意見の募集結果	パブコメ
宅地建物取引業法（昭和 27 年法律第 176 号）	宅建業法
金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）	金商法

用語	定義
特例事業	不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）第 2 条第 6 項に基づく事業をいう。
特例事業者	不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）第 40 条の 2 第 2 項の規定による届出をした者をいう。当該届出を行った、専ら不動産特定共同事業を行う特別目的会社（SPC）をいう。
特例事業スキーム	不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）第 2 条第 6 項に基づくスキームをいう。
アセットマネジメント	不動産証券化事業における証券化対象資産を管理、運営する業務をいい、当該業務を行う者をアセットマネージャー、当該業務を行う会社をアセットマネジメント会社という。
アレンジャー	不動産証券化事業において、スキームを検討し、投資家やレンダー等の不動産証券化関係者間の多様な調整や取り決めを行う者をいう。
レンダー	不動産証券化事業において、特別目的会社（SPC）へ融資を行う者をいう。
TMK スキーム	資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号）に基づく不動産証券化スキームをいう。
GK-TK スキーム	不動産信託受益権を対象資産として、特別目的会社（SPC）に合同会社を利用し、匿名組合出資により投資家より出資を受ける不動産証券化スキームをいう。

用語	定義
第一号事業	不動産特定共同事業法（平成6年法律第77号）第2条第4項第1号に掲げる行為にかかる事業をいう。
第二号事業	不動産特定共同事業法（平成6年法律第77号）第2条第4項第2号に掲げる行為にかかる事業をいう。
第三号事業	不動産特定共同事業法（平成6年法律第77号）第2条第4項第3号に掲げる行為にかかる事業をいう。
第四号事業	不動産特定共同事業法（平成6年法律第77号）第2条第4項第4号に掲げる行為にかかる事業をいう。

第1章 調査の目的等

1. 調査の目的

老朽・低未利用不動産の耐震改修・建替え等に当たっては、不動産証券化手法の活用により、資金調達手段の多様化を図ることで実現できる案件も一定程度存在するものと考えられる。

特に、不動産証券化手法のうち、改正不特法により導入された特例事業スキームは、このような老朽・低未利用不動産の耐震改修・建替え等の事業を行うに際して適したスキームと考えられる。

よって、まず本業務では不動産証券化手法を活用した老朽・低未利用不動産の耐震改修・建替え等を促進するために、特例事業スキームの特性を整理する(第3章)。さらに、特例事業スキームの活用が特に期待される地方において、不動産証券化事業等に関する普及啓発を行うことにより、地方における不動産証券化事業推進上の課題点等の整理を行い、不動産証券化手法の活用・推進に係る提案と課題・今後の展望を行う。

また、特例事業スキームにおいて、主に許認可申請手続に関する実務の手引書を作成することで、不動産証券化手法を活用した事業を行う意欲のある事業者等に対し、不動産証券化手法の普及・啓発を図るものである。

2. 調査の内容

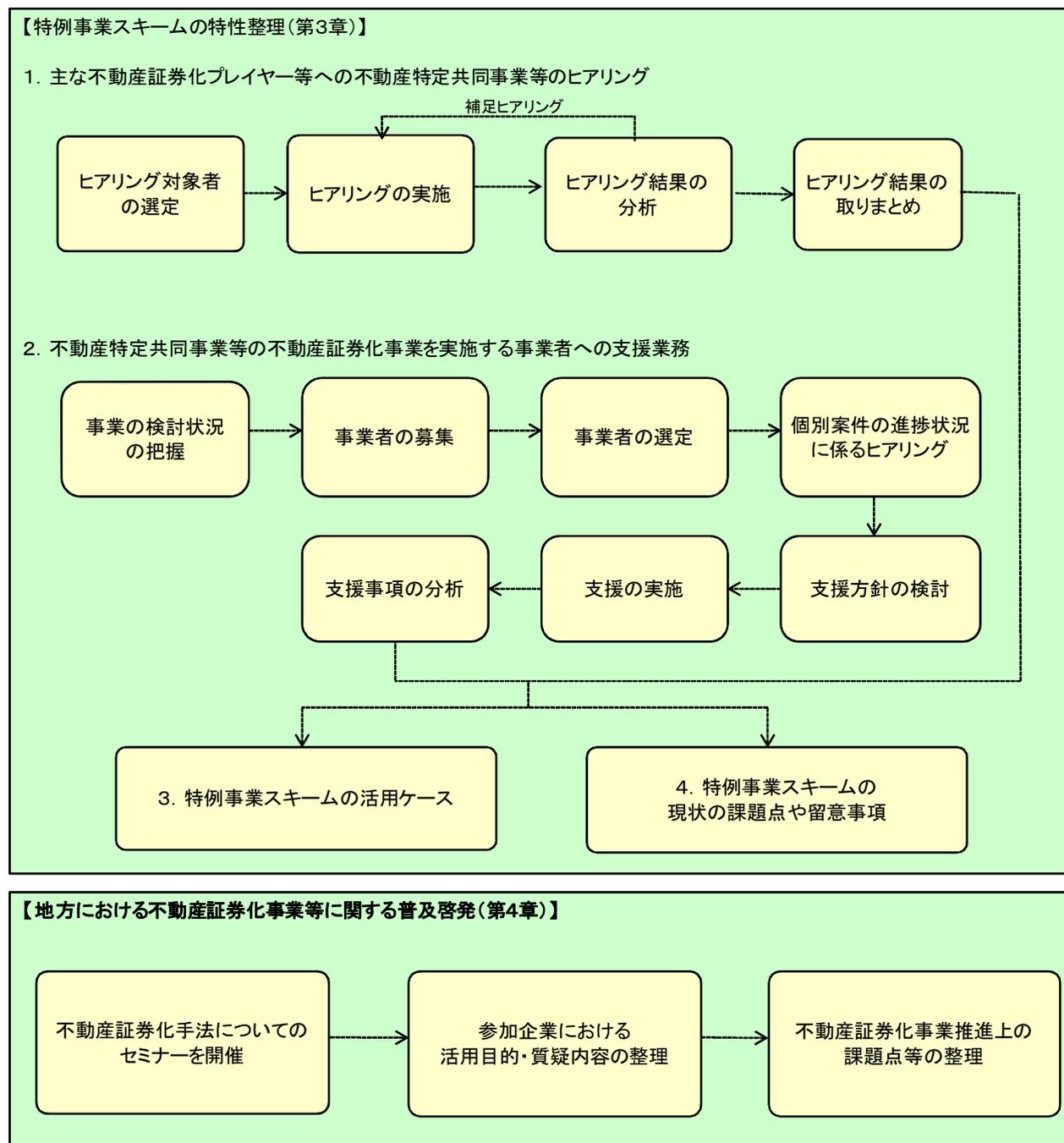
- ① 不動産特定共同事業等の不動産証券化手法の活用が見込まれる老朽・低未利用不動産の耐震改修・建替え等に係る具体的な調査
 - a. 不動産特定共同事業等の不動産証券化手法の活用が見込まれる事業を実施する事業者の募集・選定を行う。
 - b. 選定された事業者への専門家の派遣等の支援を行う。
 - c. 事業者に対する支援を通じて得られた情報をもとに具体的手法や留意事項等整理して報告書に取りまとめる。
- ② 不動産特定共同事業等の不動産証券化手法の活用が見込まれる老朽・低未利用不動産の耐震改修・建替え等に係る一般的な調査や上記①の具体的な調査をもとに不動産特定共同事業等の不動産証券化手法の具体的手法や留意事項等をまとめた実務の手引書の作成

3. 調査期間

平成 27 年 5 月 30 日～平成 28 年 3 月 22 日

第2章 調査事項

本調査の調査内容は第1章2. のとおりであるが、各業務で実施する調査事項の流れを示すと以下のとおりである。



第3章 特例事業スキームの特性整理

1. 主な不動産証券化プレイヤーへのヒアリング調査

(1) ヒアリング概要

特例事業スキームの活用に関心を示したアセットマネジメント会社 12 社（ヒアリング回数は全 14 回）に対してヒアリングを実施した。

ヒアリングの内容は、特例事業スキームの活用意向、特例事業スキーム活用予定の案件の概要、第三号事業及び第四号事業の許認可申請手続、他の不動産証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット、特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他とした。

ヒアリングを実施した企業の業種別の内訳は表 1 のとおりである。詳細は参考 1 参照。

表 1 業種別ヒアリング企業数

業種	企業数
デベロッパー・ゼネコン系	3
金融機関系	4
商社系	1
独立系	4
計	12

(注) 独立系とは、原則、デベロッパー・ゼネコン、商社、金融機関等と資本関係がないアセットマネジメント会社をいう。

(2) 特例事業スキームの活用意向

表 2 は特例事業スキームの活用意向についてヒアリングした結果をまとめたものである。

ヒアリングを実施した時点では、全体では特例事業スキームを積極的に活用すると回答した企業は 10 社、当面は様子見と回答した業者は 2 社、活用意向は消極的（やや否定的）と回答した企業は 0 社であった。

なお、ヒアリングを 2 回実施した 2 社については、直近の回答に基づき集計した。

表 2 特例事業スキーム活用意向の状況

業種	積極的	様子見	消極的	総計
デベロッパー・ゼネコン系	2	1	0	3
金融機関系	4	0	0	4
商社系	1	0	0	1
独立系	3	1	0	4
計	10	2	0	12

(3) 特例事業スキームの活用予定の案件の概要

表 3 は特例事業スキームを活用する予定の案件の概要について、整理したものである。

ヒアリングを実施した 12 社のうち半数のアセットマネジメント会社が小規模物件に特例事業スキームを活用する予定と回答している。その次に回答数が多かったのが遵法性に問題がある物件で、4 社であった。地方（東京都特別区、大阪市及び名古屋市を除く都市。以下同じ。）物件、再開発事業に係る物件がそれぞれ 3 社であった。

信託に係る費用を吸収できないような小規模物件、遵法性や耐震性に問題があり信託設定が困難な物件、また不動産の信託設定自体があまり浸透していない地方物件等で活用が予定されている。その他、公募条件（現物不動産での所有等を条件設定）のため、不動産証券化手法を活用する際は、実質的に特例事業スキームしか活用できないケースにおいて活用が予定されている。

表 3 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

(社)					
小規模物件	遵法性に問題のある物件	地方物件	再開発物件	老朽化物件	M&A
6	4	3	3	2	2

(4) 許可申請手続

既に第三号事業・第四号事業の許可を取得したアセットマネジメント会社の大半が事前相談開始から許可取得まで概ね 1 年程度時間を要したとのことであり、より迅速な対応、許可取得までの時間短縮化等の改善を要するとのことであった。

(5) 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

① メリット

ヒアリングを実施した結果、他の不動産証券化手法と比較した特例事業スキームのメリットは以下のとおりであった。

- TMK スキームにおける資産流動化計画の作成や導管性要件のために活用されるケースが多い特定社債の発行等が不要で、自由度が高い。特に地域金融機関は、特定社債の引受について難色を示すことがあり、この点が不要になることはメリットである。
- 現物不動産のため信託設定が不要である。信託設定のための各種手続や調整が不要になることは事務負担の観点からメリットである。

- 遵法性や耐震性に問題があり、信託設定が困難な案件への活用が可能。
- 信託費用が不要という経済的なメリット。ただし、近年、信託費用が低下傾向にあることから、先に挙げた3つのメリットの方がメリットとして大きい。
- 地方を中心に、現物不動産の方が信託受益権よりも流動性が高い。特に地方物件は出口時の流動性リスクが問題となるが、信託受益権の売買の仲介を行う第2種金融商品取引業者数（平成28年1月31日時点、1,157業者）より、現物不動産の売買の仲介を行う宅地建物取引業者（平成27年3月31日時点、122,685業者）の数が多く、また地方の不動産取得者は信託受益権よりも現物不動産を選好する傾向があるため、現物不動産の方が流動性が高く、メリットである。
- GK-TK スキームでは、レンダーは信託受益権を担保の対象として融資を行うが、一般的に地域金融機関では実績が少ない。一方、特例事業スキームでは、レンダーは実物不動産を担保の対象として融資を行う。実物不動産を担保とする点において、地域金融機関にとって馴染みがあるため、GK-TK スキームと比較して地域金融機関等の関係者の理解が得やすい。
- 特例事業スキームを活用した案件を行うこと自体の情報発信力が高い。すなわち、特例事業スキームは平成25年12月から活用可能となった新しい不動産証券化手法であることから、特例事業スキームを活用した本邦第1号案件、地域第1号案件である旨を宣伝できるなど、活用することによる宣伝効果が高いことがメリットである。

表 4 他の不動産証券化手法と比較した特例事業スキームのメリット

(社)			
資産流動化計画の作成、特定社債発行等が不要で、自由度が高い。	現物不動産を対象とするため信託設定が不要	届出のみで事業開始可能	現物不動産を対象とするため流動性が高く、分かりやすいスキーム。
8	3	2	2

② デメリット

ヒアリングを実施した結果、他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのデメリットは以下のとおりであった。

- 宅建業法第25条に基づく営業保証金1,000万円の供託義務。当該営業保証金を供託することは投資効率及び事務手続の観点からデメリットである。
- 他の不動産証券化手法においては、瑕疵担保責任が免除されることが通常であるが、宅建業法第40条による瑕疵担保責任についての特約の制限の適用があることがデメリットである。
- TMK スキームと比較して不動産流通税の軽減率が小さい。

- 不動産流通税の軽減特例措置の適用要件を満たすことが難しい。例えば、「対象不動産の取得後2年以内に新築等又は増築等に着手、当該新築等又は増築後10年以内に譲渡」という要件があるが、工事着工時期や譲渡時期は外部環境の変化等で容易に変動するものであるため、当該要件を満たすことを行政に対してコミットすることが難しい。
- その他、新しい証券化スキームであることから、許認可等の各種行政手続に時間と手間を要することや投資家の認知度が低いことがデメリットである。なお、このデメリットについては、実績が増加することで解消していくものと考えられる。

表 5 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのデメリット

(社)							
営業保証金の供託	瑕疵担保責任特約不可	不動産流通税の軽減措置適用の時間的制約等	不動産流通税の軽減措置の程度	特例投資家の制約	各種届出等、行政手続に時間がかかる	監査費用	認知度が低い
6	5	5	4	2	2	2	1

(6) 活用促進・普及方策、その他

ヒアリングを行ったアセットマネジメント会社の多くがデメリットとしてあげた営業保証金の供託と瑕疵担保特責任の特約の制限について、特例事業者への適用を除外すると活用促進につながるとの回答を得た。

また、特例事業スキームの認知度を高めるため、まず不動産特定共同事業者の数を増やすこと、そして事業者の数を増やすために許認可申請手続のサポートがあると有用との回答を得た。

その他、不動産証券化手法で一般的に活用されるノンリコースローンのレンダーである金融機関の特例事業スキームへの取組姿勢が前向きになることが活用促進に貢献するとの回答を得た。

2. 不動産特定共同事業等の不動産証券化事業を実施する事業者への支援業務

(1) 事業者募集

事業者の募集は一般財団法人日本不動産研究所のホームページにて以下のとおり行った。

① スケジュール

第1回募集：平成27年7月15日から平成27年8月14日まで

第2回募集：平成27年9月1日から平成27年9月25日まで

② 事業者参加資格要件

事業者参加資格要件については、以下のaからdまでに掲げる要件に合致することとした。

a. 以下のいずれかの要件を満たすものであること。

(a) 不特法第2条第5項に規定する不動産特定共同事業者であること。

(b) 金商第2条第9項に規定する金融商品取引業者であること（金融商品取引業等に関する内閣府令第7条第7号に規定する不動産関連特定投資運用業を行う者であることとする。）。

(c) 資産の流動化に関する法律第200条第2項柱書きに規定する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であること。

(d) 上記の(a)から(c)に準ずるものとして事務局が認める資格を有する者

b. 役員等に暴力団員による不当な行為の防止等に関する法律第2条第6号に規定する暴力団員又は同号に規定する暴力団員でなくなった日から5年を経過しない者（以下「暴力団員等」という。）がない法人であること。

c. 暴力団員等がその事業活動を支配する法人でないこと

d. 応募申請書及び提出書類に虚偽の記載がないこと

③ 事業者選定の評価基準

事業者選定の評価項目、評価基準、評価配分は以下のとおりとした。

		評 価 項 目	評価 配分
		評 価 基 準	
事業者に係る 評価項目	事業遂 行力	受託資産残高（アセットマネジメント契約を締結している不動産資産残高）の累計額が1,000億円を超える場合には優位に評価	10
		過去5年間における不動産証券化アレンジメント実績が多い場合には優位に評価	10
		不特法第2条第4項第3号、同項第4号の許可を受けている場合には優位に評価	5
	専任性	担当者が複数人いる場合には優位に評価	5
案件に係る 評価項目	実現性	平成27年12月31日までにスキームを組成し、不動産の取得を完了する実現性が高い場合（物件取得の蓋然性、関係権利者との合意形成、各種行政協議の進捗状況等にもとづき評価）には優位に評価	10
	地域性	地方都市（東京都特別区、大阪市及び名古屋市を除く都市）に所在する場合には優位に評価	5
	スキーム	不特法第2条第6項に規定する特例事業として実施する蓋然性が高い場合には優位に評価	5
	増築等	建替え、増築、修繕又は模様替を伴う場合には優位に評価	5

(2) 事業者の選定

事業者について、事業者参加資格要件を満たしているか確認のうえ、また事業者選定の評価基準に従い、選定した。

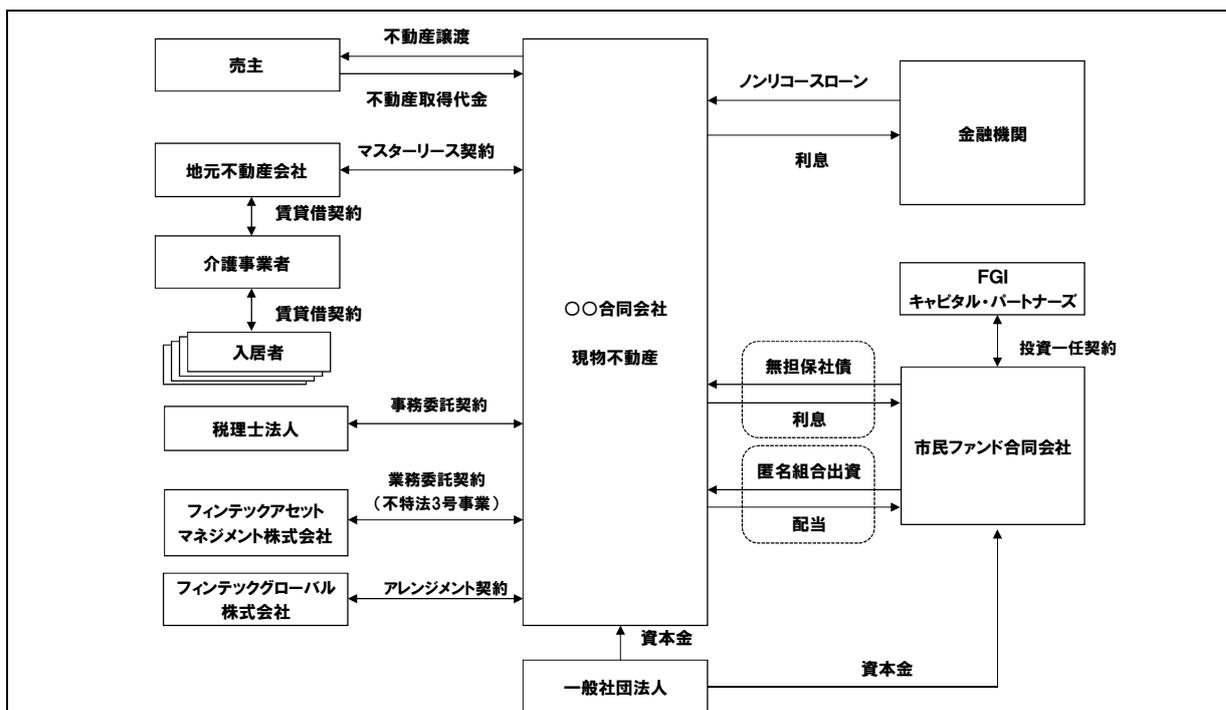
事業者名は事業者の行う選定案件の性質等も考慮して公表せず、選定事業者数のみ一般財団法人日本不動産研究所のホームページにて、平成27年10月2日にて3社を認定したと公表した。

(3) 選定事業者への支援

① 選定案件の概要

a. 選定案件 A

【事業概要】	
■対象不動産	
所在	札幌市内
用途	サービス付き高齢者向け住宅
土地面積	約 1,600 m ²
構造・階層	鉄筋コンクリート造 10 階建
面積・戸数等	延床面積約 2,900 m ² ・全 43 戸
築後年数	約 6 年
■事業概要・スケジュール	
スキーム	特例事業スキーム
総事業規模	約 8 億円程度
組成時期	平成 27 年 9 月頃
運用期間	約 5 年（予定）
■スキーム概要	
<ul style="list-style-type: none">• レンダー（地域金融機関）、投資家（地元個人投資家約 100 人）、介護事業者といった事業関係者の大半が地元の企業及び個人で構成されている点に特徴がある。• 地元個人投資家は、「市民ファンド合同会社」に対し匿名組合出資を行い、「市民ファンド合同会社」は、金商法第 34 条の 3 に基づく手続（自己を特定投資家として取り扱うように申し出る手続）により特定投資家とみなされることで、不特法上の特例投資家として、特例事業スキームに参加している。• 地元個人投資家からの出資については、地元証券会社に匿名組合契約の私募の取扱い業務を委託し、出資を得ている。• 介護事業によるキャッシュフローは入居率の変動に伴い家賃収入・介護保険収入等が変動するためリスクを有するが、地元不動産会社による固定賃料のマスタリース契約を導入することにより賃料収入を安定させることができ、キャッシュフローの変動リスクを限定的にした。	



【特例事業スキーム活用に係る特性整理】

■背景

- 特例事業スキームは、レンダー（地域金融機関）をはじめとした事業関係者にとって馴染みが深い現物不動産を対象資産としており、信託受益権を対象資産とする他の不動産証券化スキーム（GK-TK スキームや（信託受益権を対象資産とする場合の）TMK スキーム）に比べ、事業関係者の理解を得やすいため（詳細は下記「他のスキームとの比較検討」参照）、特例事業スキームを活用した。

■他のスキームとの比較検討

- GK-TK スキームとの比較

地域金融機関においては、企業への融資に当たって信託受益権を担保対象とした経験は少ない。一方、不動産に抵当権を設定して融資を行う、いわゆる不動産担保ローンの実績は一般的に多い。その観点から、現物不動産を対象資産とする特例事業スキームや現物不動産を対象資産とする TMK スキームを活用する不動産証券化事業への融資は、対象資産である現物不動産を担保に取る場合が多いため、地域金融機関にとってより馴染み深いスキームであり、協力が得やすかった。

GK-TK スキームを採用する場合、オリジネーター（現不動産所有者で売主）は信託の当初委託者となったうえで、当該信託受益権を SPC へ譲渡することになる。また、かかる手続について、アセット・マネージャーがオリジネーターに説明を行っても、地元の個人であるオリジネーターが信託設定等の手続を理解して対応してくれるかが不確実であったため、円滑な手続が行えるか懸念があった。

そのため、現物不動産を対象資産とする特例事業スキームは事業関係者においてスキーム自体の理解を得やすく、早期に事業着手が可能であった。

- TMK スキームとの比較

TMK スキームは、配当金の損金算入要件として、適格機関投資家による特定社債の引受等を行う必要があるが、レンダー（地域金融機関）は特定社債に馴染みがなく、取組み難いことが多い。また、資産流動化計画の作成や減税証明手続、業務開始届出前に売買契約を締結する等、特例事業スキームに比べ事務手続も煩雑であり、それら手続等のため SPC 組成費用が高む。

【今後必要となる改善点・スキーム組成に至らなかった要因】

- 特例事業スキームは、まだ活用事例が少なく、事務処理の手順等が確立していなかったことから、特例事業の開始に係る受理権限者（本件では北海道開発局長）への届出手続や営業保証金（1,000 万円）の供託等の手続に時間を要したため、SPC 組成に係る事務処理日数の短縮が望まれる。
- 特例事業の開始に係る届出の受理権限者は主たる事務所の所在地を管轄する地方整備局長（本件では北海道開発局長）であるが、届出書の提出先は主たる事務所の所在地を管轄する都道府県知事（本件では北海道知事）となっており、届出に係る書面は都道府県知事から地方整備局長に転送されることとなっている。このように都道府県知事に提出した段階では届出は受理されていないため、転送にかかる時間も考慮に入れて案件のスケジュールを組む必要がある。

【今後の特例事業スキームの活用意向】

- 特例事業スキームは、地方における投資規模が小さな物件では、上記のとおり、TMK スキームに比べ投資採算性・事務手続等の面でメリットを有する。
- 現物不動産を対象資産とするため、レンダー（地域金融機関）・投資家において、GK-TK スキームに比べ理解を得やすいことから、早期の事業着手が可能である。
- 選定事業者において、今後、他の案件でも特例事業スキームの活用を検討したいとのことである。

b. 選定案件 B

【事業概要】	
■対象不動産	
所在	東海エリア
用途	オフィスビル
土地面積	非開示
構造・階層	非開示
面積	非開示
■事業概要・スケジュール	
スキーム	特例事業スキーム又は GK-TK スキーム
総事業規模	非開示
組成時期	平成 28 年 3 月末
運用期間	10 年程度
■スキーム概要	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 築年数が古く、テナントの入居が長期にわたることから、テナントによる仕様変更・修繕・設備の追加等が断続的に行われてきたため、信託設定の際、信託会社より多数の是正措置等を求められる可能性が高く、特例事業スキームの活用を検討した。 ・ 現テナントにおける対象物件の利用状況から早期の退去リスクは小さく、期中において安定的な家賃収入が見込まれる。 ・ 地方物件は、地方の不動産流通市場が大都市圏と比較して小さいことから、出口時において、一定の流動性リスクが認められる。しかし、対象物件はマンション素地として高い需要があり、仮にテナントが退去したとしてもマンション開発事業が可能であることから、出口の流動性リスクに対し一定のリスク緩和がなされている。 	
<pre> graph TD Originator[オリジネーター] <--> 売買契約 SpecialOperator[特例事業者 (合同会社)] Tenant[テナント] <--> 賃貸借契約 SpecialOperator Lender[レンダー (金融機関)] -- ローン --> SpecialOperator AnonymousInvestor[匿名組合出資者 (特例投資家)] -- 匿名組合出資 --> SpecialOperator SpecialOperator <--> 業務委託契約 (第三号事業・第四号事業) AssetMgmt[〇〇アセットマネジメント株式会社] </pre>	

【特例事業スキーム活用に係る特性整理】

■背景

- テナントによる仕様変更・修繕・設備の追加等が継続的に行われてきた。そのため、スキーム検討段階において、信託設定の際、信託会社より多数の是正措置等を求められる可能性が高いことが予見された。そのため、組成時までのスケジュール及び是正措置に係る費用等から信託受益権化が困難なケースが想定され、特例事業スキームの活用が検討された。

■他のスキームとの比較検討

• GK-TK スキームとの比較

GK-TK スキームは信託受益権を対象資産としているため、本件の様に是正措置等が多数必要となる可能性が高いケースでは、組成時までのスケジュール及び是正措置に係る費用等から、信託受益権化することが困難であり、活用することができない。

• TMK スキームとの比較

TMK スキームの組成に際し、資産流動化計画の作成・監査役の設定等を要するため SPC 組成費用が嵩み、また事務手続が煩雑であること等から、事業規模（中規模オフィスビル）から鑑みると特例事業スキームに比べ投資採算性・利便性が劣る。

【今後必要となる改善点・スキーム組成に至らなかった要因】

- 選定事業者において、不特法第7条における許可の基準に適合しない可能性があったため、不特法第5条における許可の申請を控えることとなり、特例事業スキームの活用を断念した。

【今後の特例事業スキームの活用意向】

- 特例事業スキームは現物不動産を対象資産としているため、信託受益権化が困難な物件でも取組が可能である。すなわち、特例事業スキームにおいては、遵法性違反の物件や旧耐震建築物等を特例事業者（SPC）にて所有し、期中において賃料収入等を得ながら、遵法性の治癒・耐震改修等を行うことで出口時に市場のニーズをより満たした投資適格物件を市場に供給することができる。
- このように、不動産証券化事業において取組可能な案件の選択肢が広がるため、今後、信託受益権化が困難な物件等において、特例事業スキームを検討対象としたいとのことである。

② 選定事業者への支援概要

a. 第三号事業・第四号事業の許可の取得を検討している選定事業者に対する支援

選定事業者へのヒアリング・選定案件の実施状況等に鑑み、許可取得にあたり特に選定事業者のニーズが高く、支援内容として有用であると認められた許可申請における書面及び特例事業スキーム独自の各種契約の書式例（下記参照）を提供し、支援を行った。

- 許可申請書（第四面）不動産特定共同事業に係る業務の方法
- 許可申請書の添付書類である「許可申請書添付書類(5)不動産特定共同事業の業務を執行するための組織に関する事項」
- 業務委託契約（不動産特定共同事業法第三号事業）
- 私募の取扱業務委託契約書
- 不動産特定共同事業契約（匿名組合型）

b. 第三号事業・第四号事業の許可を受けている選定事業者に対する支援

選定事業者へのヒアリング・選定案件の実施状況等によると、特例事業スキームの普及のためには、普及啓発活動を行うことが必要であると推測される。特に資金の貸手となる地域金融機関における不動産証券化への取り組み実績は少なく、さらに特例事業スキームは不動産証券化の中でも新しいスキームであることから、特例事業スキームに対する認知度は低い。そのため、案件組成にあたっては地域金融機関における特例事業スキームへの理解を深めつつ、地方案件を取り扱うアセットマネージャーやアレンジャーとの接点を確保し、不動産証券化実績を積み重ねることが非常に重要である。

選定事業者より特例事業スキームの適用を前提とした事業計画の相談を受けたところ、選定事業者としては当該案件が所在する地域の地域金融機関との関係の構築を期待していることが分かった。そのため、一般財団法人日本不動産研究所にて過去に不動産証券化事業に興味を示した地域金融機関のうち、不動産証券化事業への取り組みが期待される地域金融機関の了解を得た上で、選定事業者とともに検討案件の紹介を行い、案件化への支援を行った。

③ 支援等を通じて得られた課題点の整理

a. 許可申請手続

第三号事業・第四号事業の許可を取得した選定事業者へのヒアリングによると、事前相談から許可取得まで半年から1年程度の時間を要したとのことであった。実

務上、事業者は特例事業スキームの活用を検討している具体案件への取組と併行して許可申請手続を行うケースが多いと考えられる。しかし、各案件の事業スケジュールは様々であり、投資家・レンダー等のニーズに応じて具体案件の検討からスキーム組成までの間に許可取得に要する期間を確保できないケースもあると考えられる。その際は、特例事業スキームに代わり、他の不動産証券化手法にて事業化されているケースもあると考えられる。

そのため、特例事業スキームの普及に当たっては、許可取得までの期間短縮が大きく寄与するものとする。

b. 特例事業スキームの普及

主な不動産証券化プレイヤーへのヒアリング及び選定事業者へのヒアリング・選定案件の実施状況等によると、特例事業スキームの活用が期待される主な案件として、信託に係る費用を吸収できないような小規模物件、遵法性や耐震性に問題があること等から信託設定が困難な物件、また不動産の信託設定自体があまり浸透していない地方物件等が挙げられる。

地方案件を取り扱うアセットマネージャーやアレンジャーは総じて少ないため、地方において特例事業スキームを含む不動産証券化事業をより進めていくためには、地方案件を取り扱うアセットマネージャーやアレンジャーの確保が重要である。

さらに地方での不動産証券化事業の普及のため、事業の資金の貸手となる地域金融機関の協力も必要不可欠である。

地方における投資家、レンダー、オリジネーター等は不動産投資に関し、対象資産として現物不動産への選好性が高いため、対象資産を現物不動産としている特例事業スキームとの親和性は非常に高いものとする。

そのため、地方案件を取り扱うアセットマネージャー等による許可取得数の増加及び地方案件を取り扱うアセットマネージャー等と地域金融機関とのネットワークの構築が非常に重要であるとする。

3. 特例事業スキームの活用ケース

前記 1. におけるヒアリング及び 2. における課題点の整理等を通じて想定される特例事業スキームの活用ケースは以下のとおりである。

<p>【ケース 1】</p> <p>地方における比較的小規模な不動産に対する投資事業</p> <p>例：地方都市における小規模不動産の開発や再生、投資事業。</p>
<p>①背景</p> <ul style="list-style-type: none">地方物件は投資規模（投資金額）が比較的小さいため、SPC 組成費用（初期費用）等を抑えることが投資採算性の観点から、重要なポイントである。地方の投資家は信託受益権の取引による不動産投資については一般的に経験が少なく、現物不動産取引を通じた不動産投資の方が馴染みが深い。そのため、対象資産として現物不動産での取得を希望する傾向が強い。 <p>②特例事業スキーム活用のメリット</p> <ul style="list-style-type: none">特例事業スキームは現物不動産を対象資産とするため、信託報酬が不要である。現物不動産を対象資産とする場合は、信託受益権化したケースに比べ、物件取得時の不動産流通税は嵩むものの、期中における信託報酬が不要なため、運用期間が長期の場合、投資効率が優るケースがある。特例事業スキームは現物不動産を対象資産とするため、地方の投資家や地域金融機関にとって、理解しやすく、取組の検討が比較的容易である。
<p>【ケース 2】</p> <p>不動産特定共同事業法施行令の改正に対応するための案件</p> <p>例：現物不動産を所有する 100%子会社へ匿名組合出資を行っていたが、償還期限到来等により匿名組合契約を変更する場合。</p>
<p>①背景</p> <ul style="list-style-type: none">平成 25 年 12 月 20 日施行の不動産特定共同事業法施行令の改正に伴い、改正前不特法施行令第 1 条第 2 号が削除された。これに伴い、改正前は不動産特定共同事業契約から除外されていた 100%子会社その他実質的に支配している法人向けの出資でも不動産特定共同事業契約に該当しうることになった。 <p>②特例事業スキームの活用メリット</p> <ul style="list-style-type: none">上記不動産特定共同事業法施行令の改正前に締結した不特法施行令第 1 条第 2 号に掲げる契約（予約を含む。）については、経過措置として改正前不特法施行令第 1 条第 2 号が適用される（パブコメ N06・7）ものの、スキーム変更等の際は、不動産特定共同事業契約に該当しうるため、特例事業スキームが活用されるケースがある。

【ケース 3】

二重課税の回避のために活用する案件

例：株式会社を SPC とする証券化スキームについて、従前の SPC（株式会社）が現物不動産を所有することを維持しながら二重課税を回避する場合。

①背景

- 不動産を所有している株式会社に投資家が株主として出資しているスキームでは、SPC である株式会社が賃貸収入等により得た利益に対し法人税が課税され、課税後の利益が投資家へ配当される。
- 投資家への配当にも所得税が課税されるため、二重課税の状態となっている。

②特例事業スキーム活用のメリット

- 不動産を所有している株式会社に投資家が株主として出資しているスキームから匿名組合出資を用いた特例事業スキームへ変更することで、株式会社に対して匿名組合出資をしている投資家への配当は損金算入されるため、SPC である株式会社への法人税課税を回避することができる。
- 特例事業スキームへの変更により、法人税相当額をローンの弁済や投資家への配当に充てることが可能となる。

【ケース 4】

公有地売却の公募条件等に応じて活用する案件

例：株式会社による事業推進、公有地の譲渡不可（信託設定不可）という公募条件の場合。

①背景

- 一部の地方公共団体等の入札参加要件において、現物不動産の所有や株式会社による所有等が設けられているケースがある。

②特例事業スキーム活用のメリット

- 不動産証券化手法を用いて不動産開発・投資事業を行いたい場合に、株式会社による現物不動産の所有等を前提とした不動産証券化手法は、実質的に特例事業スキームしか対応できるスキームがない。

【ケース 5】

信託受益権化が困難な不動産を対象とする案件

例：遵法性や耐震性に問題のある物件で、信託設定が困難な場合

①背景

- 信託会社は、信託の設定に際して信託財産のデューデリジェンス等を実施し、受託の可否を審査している。そのため、旧耐震建築物や遵法性を満たさない建築物等については、信託会社にて信託受託が困難なケースがある。

②特例事業スキーム活用のメリット

- 特例事業スキームは現物不動産を対象資産としているため、信託受益権化せずに不動産証券化が可能である。

【ケース 6】

長期の事業期間が想定される再開発事業

例：木造密集市街地等において、複数の物件を順次買収していく長期の再開発事業。

①背景

- 再開発事業等において、隣接地等を買収し開発素地を順次取得するなど、事業期間が長期に及ぶような事業において、不動産証券化手法を活用して事業費について資金調達を行う場合、GK-TK スキームは信託コストが嵩むことや対象不動産の遵法性等の問題から信託設定が困難なケースが多く、活用が困難である。
- TMK スキームでは、資産流動化計画に沿って事業を行わなければならないが、開発素地の取得等は実務上、計画どおりに進まず資産流動化計画を変更しなければならないケースも予測される。

②特例事業スキーム活用のメリット

- 特例事業スキームは資産流動化計画の作成・信託受益権の設定が不要である等の理由から、開発素地を順次取得していく場合をはじめ、物件を追加取得するときにはGK-TK スキーム・TMK スキームに比べ機動的な運用が可能であり、運用期間中の事務負担も小さいと考えられる。

4. 特例事業スキームの現状の課題点や留意事項

上記 1. 2. を通じて得た、特例事業スキームに係る主な現状の課題点や留意事項は以下のとおりである。

(1) 不動産流通税の軽減特例措置

<p>① 「土地及び建物の取得」要件を満たすことが難しい</p> <ul style="list-style-type: none">登録免許税・不動産取得税の軽減特例措置の適用要件の一つとして、「土地及び建物を取得すること」が規定されており、建物のみを取得する場合、つまり借地権付建物を取得する場合は適用要件を満たさないことになる。事業用定期借地権の普及等により不動産市場においては、借地権を含む不動産の取引は珍しくないが、このような借地上の建物を取得した場合及び借地上に建物を新築等をする場合には、軽減特例措置の適用を受けることができない。
<p>② 「対象不動産の取得時から2年以内に新築等・増築等に着手・10年以内に譲渡」要件を満たすことが難しい</p> <ul style="list-style-type: none">登録免許税・不動産取得税の軽減特例措置の適用要件の一つとして、土地及び建物（※）の取得後2年以内に特定建築物の新築又は改築（以下「新築等」という）、増築・修繕又は模様替え等（以下「増築等」という）に着手し、当該新築等・増築等の後10年以内に土地及び新築等又は増築等後の建物を譲渡することが規定されている。 <small>（※） 建物は、改築又は増築等を行う場合で、改築又は増築等を行う前の建物を指す。</small>実務上、不動産特定共同事業の実施にあたり、建築費の高騰や不動産市況の悪化といった市場環境の変化により、事業計画どおりに新築等又は増築等に着手・譲渡することが困難なケースが生じることが予想される。軽減特例措置の適用を受けた場合において、適用後に当該軽減特例措置の適用要件を満たさなくなったとき（事業計画どおりに事業進捗できなかったとき。例えば、着工時期が対象不動産の取得後2年以上経過したとき）の措置が不明であり、事業リスクとなる可能性がある。
<p>③ 「特定建築物とするために」要件を満たすことが難しい</p> <ul style="list-style-type: none">増築等をする場合の軽減特例措置の適用要件として、取得時に特定建築物（特定家屋）ではなかった建物を、増築等によって特定建築物（特定家屋）とする要件が規定されている。しかし、特定建築物（特定家屋）は（準）耐火建築物も含む広い概念となっているため、築年数が古く耐震基準を満たさない建築物に耐震改修を行った場合でも、その建築物が（準）耐火建築物であった場合には、軽減特例措置の要件を満たさない。そのため、実質的に木造家屋等を取得する場合にしか軽減特例措置の適用が見込めず、満たすことが難しい要件となっている。

(2) 許認可申請

- ① 第四号事業における欠格要件（不特法第6条第1項第2号（宅建業法3条第1項の免許（宅地建物取引業法の免許））を受けていない法人）の緩和
- 第四号事業を行う者として金融機関（証券会社）の参画が期待されるが、金融機関において、実務上、宅建業法の免許を取得するケースは限定的である。
 - 第四号事業は不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介する行為に係る事業であり、不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引（不動産の売買、交換又は賃貸借）に係る業務は第三号事業者へ委託される。そのため、第四号事業の許可に係る欠格要件のうち不特法第6条第1項第2号（宅建業法3条第1項の免許（宅建業法の免許））を受けていない法人を適用除外とすることを検討してもよいものと考えられる。
 - 金融機関における不動産特定共同事業への関与が積極的に行われれば、特例事業スキームの普及に繋がるものとする。
- ② 事務手続の煩雑さ
- 許可申請手続については、2. (3)③a のとおり、特例事業スキームの普及にあたっては、許可取得期間の短縮化が必要と考える。
 - 特例事業を営もうとする者は、特例事業を行うにあたって、あらかじめ主務大臣に届け出なければならず（不特法第40条の2第2項、不特法施行規則第28条の2、様式12号）、また、営業保証金を最寄りの供託所に供託しなければならない。
 - 特例事業開始の届出は、特例事業の届出の受理に係る権限が金融庁長官から財務局長及び福岡財務支局長へ、国土交通大臣から地方整備局長及び北海道開発局長へ委任されているため、財務局長又は福岡財務支局長及び地方整備局長又は北海道開発局長に対して行う。また、届出書は主たる事務所を管轄する都道府県知事を経由することとなっている（不特法第48条の2）。
 - 経由事務となっていることで各都道府県から各地方整備局への書類の送付が必要になることと、特例事業スキームは、まだ活用事例が少ないことから、特例事業の開始に係る受理権限者への届出手続や営業保証金の供託等の手続に時間を要したケースがあったため、SPC 組成に係る事務処理日数の短縮が望まれる。

(3) 業務遂行上の課題点

① 瑕疵担保責任

- 特例事業者は、宅建業法第 77 条の 3 により宅建業法第 2 条第 3 号に掲げる宅地建物取引業者とみなされ、一部の条文が適用除外される以外は宅建業法の適用を受ける。宅建業法第 40 条の瑕疵担保責任の特約の制限については適用除外がないため（宅建業法第 77 条の 3 第 1 項）、特例事業者は瑕疵担保責任の特約の制限が適用される。
- 宅建業者間相互間売買においては、瑕疵担保責任についての特約の制限は適用除外となるため（宅建業法第 78 条第 2 項）、特例事業者が宅建業者より不動産を購入する際は、瑕疵担保責任を負わない特約にて購入する場合がある。一方、特例事業者が不動産を宅建業者以外に売却する際は、瑕疵担保責任を売却後も負わなければならない。

② 営業保証金の供託

- 特例事業者は、宅建業法第 77 条の 3 により国土交通大臣の免許を受けた宅建業者とみなされることとなり、宅建業法第 25 条の規定（営業保証金の供託等（同条第 7 項を除く。)) が適用され、特例事業者は、営業保証金として、主たる事務所につき 1,000 万円（宅建業法第 25 条第 2 項、宅地建物取引業法施行令第 2 条の 4）を、最寄りの供託所に供託しなければならない。
- 営業保証金（1,000 万円）の供託は特例事業者（SPC）毎に行わなければならないが、また物件取得前は、通常、投資家から資金調達を行う以前のため、第三号事業者・アレンジャーが営業保証金を拠出することになる。投資家からの資金調達後は、当該営業保証金を振り替えると考えられるが、第三号事業者・アレンジャーとしては負担感があるとのことである。また、投資家から資金調達を行う場合、案件が成立するか不透明なときに、投資家が営業保証金分の資金を拠出してくれるかという問題もある。
- 地方物件は三大都市圏に比べて、一物件当たりの投資総額が少額となるケースが多いため、営業保証金の 1,000 万円を不動産投資の資金として活用できないことは投資効率上、不利となるものと考えられる。

第4章 地方における不動産証券化事業等に関する普及啓発

地方は三大都市圏に比べ、不動産証券化手法の活用が広く浸透していない。不動産証券化手法が幅広く普及・活用されることにより、老朽・低未利用不動産の再生や建替えに係る資金調達手段としても活用され、さらには不動産再生や建替えにより優良な不動産が市場に供給されることにより、不動産市場の活性化に資することが期待されている。

そこで、地方における不動産証券化手法の活用に係る具体的なニーズや課題の把握を目的に、不動産証券化事業等に関する普及啓発活動を行った。

1. 普及啓発活動概要

(1) 参加企業・開催メニュー

地方において不動産証券化事業の取り組みを検討している事業者等の関連部署職員を対象に、以下のような特例事業スキーム等を含めた不動産証券化手法の基礎知識や活用実例等についてセミナーを開催することにより、地方における特例事業スキーム等の不動産証券化事業等に関する普及啓発を図った。

- 不動産証券化の基礎
- 特例事業スキームの概要と地方都市における活用実例
- 耐震・環境不動産形成促進事業の概要
- 不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度
- 国土交通省の地方都市における不動産証券化事業支援業務の概要

普及活動を図った先としては、地方公共団体 2 市、地域金融機関 2 社、地元大手グループ会社（陸運業が中核事業） 1 社、地方不動産会社 2 社である。詳細は参考 2 参照。

(2) 不動産証券化事業の活用目的

参加企業等が不動産証券化手法の活用を検討している主な目的は表 6 のとおりである。

全参加企業と事業者が主な活用目的を「資金調達」としている。

表 6 不動産証券化事業を検討している主な活用目的

No	参加事業者	主な活用目的
1	A市・B地域金融機関	法定再開発事業に係る資金調達
2	C地方不動産会社	開発事業に係る資金調達
3	D地域金融機関	顧客における開発事業の資金調達
4	E社グループ企業	開発事業に係る資金調達
5	F地方不動産会社	顧客（投資家）における投資資金に係る資金調達
6	G市	法定再開発事業に係る資金調達

(3) 不動産証券化事業への質疑内容

参加事業者からの主な質疑内容は表 7 のとおりである。

No2～4 については、不動産証券化実績があり、又は具体的な候補案件を有していることから、具体的な取組を前提とした質疑内容が中心であった。しかし、地方公共団体や不動産証券化実績がない参加事業者においては、不動産証券化事業に係る基本的な質疑内容に留まり、不動産証券化に関する知識やノウハウが十分蓄積されていないことが判明した。

表 7 不動産証券化事業への質疑内容

No	参加事業者	主な質疑内容
1	A市・B地域金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不動産証券化事業に係る基本的な仕組みについて ・ 法定再開発事業における不動産証券化手法による資金調達手段の具体的な導入方法について 等
2	C地方不動産会社	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不動産証券化事業に係る基本的な仕組みについて ・ 地方デベロッパーが不動産証券化手法を活用するメリットについて 等
3	D地域金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地方都市における不動産証券化実例の具体的な内容について ・ 一般事業会社にとっての不動産証券化手法を活用するメリット・デメリットについて ・ PFI事業と不動産証券化手法との相違点等比較 等
4	E社グループ企業	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地方都市における不動産証券化実例の具体的な内容について ・ E社における特例事業スキームの活用可能性 等
5	F地方不動産会社	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不動産証券化事業に係る基本的な仕組みについて 等
6	G市	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不動産証券化事業に係る基本的な仕組みについて 等

2. 地方における不動産証券化事業推進上の課題点等の整理

地方において、不動産証券化事業を推進する上での課題点は、以下が挙げられる。

- ・ 資金の主な貸手である地域金融機関において、不動産証券化事業への融資実績が総じて少なく、ノンリコースローンへ慎重な姿勢を示す傾向にある。
- ・ 地方での不動産証券化案件を取り扱うアセットマネージャーやアレンジャーが総じて少ない。
- ・ 地方は大都市に比べ不動産マーケットが小さく、不動産需要者数も相対的に少な

い。そのため、出口時において不動産市況が悪化した場合、売却先を発掘することは特に容易ではなく、流動性リスクが高い。

- 地方における投資物件は都心部の投資物件に比べ投資額が少額となることから、不動産を証券化する際の費用等が投資額との割合で高くなり、投資効率が低くなるため、不動産証券化事業へ動機付けが弱くなる傾向にある。
- 地方における投資家、レンダー、オリジネーター等は現物不動産への投資に馴染みが深く、信託受益権と比較し現物不動産に対する選好性が高いため、GK-TKスキームの活用は消極的である。一方、現物不動産を対象としたTMKスキームでは導管性要件のために通常活用される特定社債の発行について、地域金融機関の理解が得られないことが多い。

一方、地方で不動産証券化事業へ取り組むメリットとしては、以下の点が挙げられる。

- 地域関係者・投資家・金融機関などの参画・理解を得ることで地域一体として事業を進めることができる。
- 地域活性化につながる都市再生や不動産証券化事業によるリスク・リターンを地域で共有することができる。
- 1企業ではリスクを負担しきれない不動産事業について、地域における複数の企業や関係者がそれぞれリスクを負担したり、事業化の補完を行うことで事業の実現が図れる。
- 法定再開発事業等に係る資金調達

(2)のとおり、不動産証券化事業に期待される主な活用目的は「資金調達」であるが、参加事業者のうち、地方公共団体の2市はともに法定再開発事業等に係る資金調達が不動産証券化事業に期待している。また、地方における法定再開発事業等は地域の都市再生・都市整備に大きく寄与し、地域における経済成長に資するものである。

そして、法定再開発事業等は、一般的に事業規模が大きく、不動産会社、建設会社、金融機関等の地元企業群だけでは当該事業費やリスクを負担しきれない場合がある。その場合、国や地方公共団体の補助金等の資金支援を必要とするが、当該地方公共団体の債務状況によっては地方債の発行等による資金調達が困難なケースも考えられる。

そこで、不動産証券化事業を活用することで、資金調達手段を増やし、事業推進が可能となることが期待される。

地方における法定再開発事業等の事業関係者としては、地方公共団体（まちづくり推進関連部署）、地元不動産会社、地元建設会社、地域金融機関等であり、当該

関係者向けに特例事業スキーム等の不動産証券化事業等に関する普及啓発を図ることは、地方における老朽・低未利用不動産の再生を促進するために非常に有用であると考えます。

第5章 まとめ

1. 第3章特例事業スキームの特性整理及び第4章地方における不動産証券化事業等に関する普及啓発を通じて得られた、提案・課題

- 旧耐震建築物の耐震改修・老朽化不動産の再生等にあたり、資金調達手段の多様化を図る上で、不動産特定共同事業を含めた不動産証券化手法の適用が期待されているが、当該改修・再生における不動産証券化事業の実績は依然として少ない。特に、地方における旧耐震建築物の耐震改修・老朽化不動産の再生等には、対象資産を信託受益権化することなく、現物不動産のまま証券化することが可能な、特例事業スキームが有用である事例も存在すると想定される。特例事業スキームの活用を推進するためには、認知度の向上が必要である。
- 法定再開発事業は、地域への貢献のほか、事業規模も大きくなることから、事業計画段階において、資金調達環境を整えることは非常に重要である。法定再開発事業は地域への貢献や事業規模等から事業関係者として地方公共団体のまちづくり推進関連部署や地域金融機関が中心となり、取り組まれるケースが多い。そのため、当該事業関係者に対して特例事業スキーム等の不動産証券化事業等に関する普及啓発を行うことは、非常に有用である。
- 法定再開発事業等の不動産再生事業において活用可能な関係各省庁の補助・支援及び公的な出融資制度は、不動産証券化スキームを前提としているものも多いが、それぞれの制度の長所・短所、特徴を横断的に整理し、事業計画にマッチした補助・支援・出融資制度の選択を行うことができるような継続的な情報提供は、非常に有用である。
- 地方では不動産証券化実績が少ないため、地方において不動産証券化事業を検討している事業者にとっては、一元的に不動産証券化に係る情報の収集・発信・知識の共有化がなされ、かつ当該事業者が実務的なアドバイスの提供が受けられるようなプラットフォームの構築が必要であると考えます。
- 地方における不動産証券化事業の浸透により、地方の資金が地方の事業に投資され、その結果得られる収益が地方を潤すという資金循環が成立することで、地方創生に大きく貢献するものと考えます。

2. 今後の展望

建築物の耐震改修の促進に関する法律等の改正（平成25年11月25日施行）により、要緊急安全確認大規模建築物（病院、店舗、旅館等の不特定多数の方が利用する建築物及び小学校・中学校等、老人ホーム等の避難確保上特に配慮を必要とする者が利用する大規模建築物等）の所有者に対して、平成27年12月31日までに所管行政庁へ要緊急安全確認大規模建築物の耐震診断結果の報告が義務付けられた。今後は、所管行政庁において耐震診断結果の公表が行われるため、旧耐震建

建築物においては耐震改修における資金需要が一層強まるものと考えられる。

また、少子高齢化の進展や中心市街地の空洞化等により、地元商店街や住宅街等で空き家が増加していることや、必要資金が不足していること等から建替えや改修がされないまま老朽不動産化していることが多い。このような老朽・低未利用不動産（空き店舗、空き家住宅、空き地等）の再生を望むニーズは高く、これらの再生のための資金調達の必要性が今後も高まるものと考えられる。

他方、不動産市場は依然として回復傾向にあり、さらに、日本銀行における「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に代表されるように金融緩和政策が継続的に進められており、今後、資金調達環境の一層の軟化が予測されるため、地方不動産へも投資資金の流入が期待される。

このように、耐震改修、老朽・低未利用不動産の再生に対する資金需要の増加の見込みや投資資金の地方への流入期待といった背景がある中で、地方においてもこれらの資金需要と投資資金を結びつける不動産証券化手法が普及することにより、不動産証券化手法を活用した不動産再生の一層の進展が期待されている。

以 上

参 考 1

主な不動産証券化プレイヤーへのヒアリングメモ

ヒアリング①

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（金融機関系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年6月3日 14時00分～15時00分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 現時点では、特例事業スキームの活用は様子見又はやや否定的である。
- 当社は、特例事業スキームの柔軟性にメリットを感じ、第三号事業・第四号事業の許可を受けた。しかし、不動産流通税の減税措置を受けるための時間的制限（2年以内に建築着手・改修、10年以内に譲渡）や特定建築物・家屋とするために増築、修繕又は模様替を行う場合の事業計画書の提出等の理由で、当該スキームの活用に対して様子見又はやや否定的な見方となった。特に事業計画書は、物件取得検討段階で詳細にデューデリジェンスを実施しなければその作成は困難で、実務的に対応が難しい。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 信託受益権化が困難な小規模・老朽化物件等のバルクセールに活用予定であったが、上記1の回答のとおり現時点では活用予定案件はない。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号事業・第四号事業の許可申請には、多数の行政機関の所管によって準備書類等が多く、手続に手間を要した。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- TMKスキームは資産流動化計画の作成や変更に関係する手間がかかる。また、GK-TKスキームは信託設定が困難な案件には活用できない。
- この点、特例事業スキームの方が柔軟性があり、活用のメリットがある。
- デメリットとしては、①不動産流通税の減税措置を適用するための手続等において手間がかかる、②案件規模に対し経費率が高い、③特例事業者の責任負担が大きい等が指摘される。
- 具体的には、①は上記1の回答のとおり、②は特に小規模物件である場合、営業保証金1,000万円の供託手続等の費用と時間がかかること、③は、特例事業者が「みなし宅建業者」になるため、対象物件売却において瑕疵担保責

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

	<p>任を負うという点である。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 現時点において、第四号事業を行う者が数少ないため、当該スキームの活用がより難しい状況にある。
	<p>5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • 不動産特定共同事業契約の締結の勧誘に係る業務を行う第四号事業者が増加するとより活用が促進されると考える。 • 全般的な手続簡素化(減税措置適用のための手続を含む)が進められると小規模物件の建替え、改修に当該スキームを積極的に活用されると考える。

ヒアリング②

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（金融機関系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：－

日 時：平成 27 年 6 月 24 日 12 時 30 分～13 時 30 分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 現時点では、従来の不動産特定共同事業者（不動産特定共同事業者法第 2 条第 4 項第 1 号・第 2 号に基づく事業者）を含め特例事業スキームを積極的に活用する意向である。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 特例事業スキームを活用する予定の案件としては、名古屋・東京において 10 億円程度を想定している。
- 今後は、地方における信用金庫等とともに特例事業スキームを始めとした不動産投資商品開発を行うことを計画している。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業者を行う者）許可申請手続

【回答】

- 当社の今期決算が赤字であったため、次年度決算で黒字化を達成した後、第一号、第二号、第三号及び第四号の許認可申請を平成 28 年 6～7 月に行う予定である。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 特例事業スキームは、機関投資家向けスキームという認識であり、個人投資家向け商品としては考えていない。
- 個人投資家向け商品としては、不動産特定共同事業者法第 2 条第 4 項第 1 号・第 2 号に基づく事業者と考える。
- 不動産証券化スキームの選択肢の一つとして有用と考える。

5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策

- 不動産特定共同事業者の許可申請において、コンプライアンス態勢を含めた社内組織体制整備が重要かつ手間がかかると考えており、そのサポートがあると有用と思う。

¹ 不動産特定共同事業者法第 2 条第 4 項第 3 号・第 4 号の種別（第 1 号・第 2 号は除く）

ヒアリング③

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（デベロッパー系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：－

日 時：平成 27 年 6 月 25 日 9 時 30 分～10 時 30 分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- ・ 特例事業スキームは不動産証券化スキームの選択肢の 1 つとして、不動産特定共同事業者の許可を取得のうえ、当該スキームに適した案件には積極的に活用していく意向である。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- ・ 特例事業スキームの活用予定案件としては、①再開発事業、②リノベーション物件を想定している。
- ・ 当社が所有している不動産を他の地権者と共同で、耐震・環境不動産形成促進事業の資金を活用し、再開発事業を実施したい。具体的に 2 案件ある。
- ・ リノベーション物件においては、主に耐震性に不備がある建物の改修等を行う改修事業を想定している。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- ・ 第三号事業者・第四号事業者としての許認可申請手続を行っている。今年の年末には許認可を取得したいと思う。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- ・ 特例事業スキームのメリットとしては、GK-TK スキームや TMK スキームと比べて活用範囲が広く、自由度が高いことが挙げられる。
- ・ また、TMK スキームは資産流動化計画作成や計画変更届出等、事務手続が煩雑であり、導管性要件としての特定社債発行も手間である。特例事業スキームは、TMK スキームより事務手続が簡便であることから、小規模な再開発案件等に有用と考える。
- ・ GK-TK スキームは、再開発事業の場合、対象建物が老朽化し、信託設定が困難なケースが多い。また、老朽化した建物の飲食店は消防関係の法定点検で指摘を受けることが多く、その都度信託会社の定めた期間内にテナントと交渉して治癒することが困難な場合がある。

¹ 不動産特定共同事業法第 2 条第 4 項第 3 号・第 4 号の種別（第 1 号・第 2 号は除く）

	<ul style="list-style-type: none"> • 再開発案件は、同一時期に物件取得が難しいケースが多く、物件取得の度に信託設定を行うことは、事務手続上、煩雑である。 • 特例事業スキームのデメリットとしては、他業者の実例であるが、許認可申請後から許認可取得まで長期間を要したケースがあると聞き、許認可手続が煩雑であることが予想される。 • その他、不動産流通税の軽減措置を受けるための要件（2年以内着工、10年以内譲渡）が懸念事項である。軽減措置の適用が不確定の場合では、おそらくTMKスキームを活用することになると考える。
	<p>5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • 特例事業スキームが使いやすい仕組みであれば、自然と活用されるようになると考える。

ヒアリング④

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（デベロッパー系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：－

日 時：平成 27 年 6 月 25 日 11 時 00 分～12 時 00 分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 平成 27 年中に第三号事業者及び第四号事業者の許可を取得し、適した案件については特例事業スキームを積極的に活用していきたい。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 活用予定案件は、首都圏を中心に、約 10 億円規模のコンビニ(不動産)ファンド(2号)で開発する物件(約 5～6 件)を対象にしている。
- その他、主に信託設定が困難な物件を対象に活用していく予定。遵法性を満たしていない物件や M&A を含めて活用できる案件が多いと考えられる。
- 平成 28 年 3 月まで約 5～6 件の物件に対して、特例事業スキームを活用したい。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 現在、許可申請手続の準備を行っている。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- TMK スキームは、特定社債発行や資産流動化計画の作成といった事務手続が手間である。一方、特例事業スキームは、許認可を取得すれば届出を行うことで事業開始ができることがメリットである。
- 信託受益権より現物不動産の方がエンドユーザー（個人、事業法人等）に対しては馴染みがあり、また、宅地建物取引業者に対して幅広く売却情報を配信できる点で売却時にメリットがある。特に、地方案件や小規模案件については、エンドユーザー向けの売却が想定されるため、メリットがある。
- 不動産流通税の軽減措置については TMK スキームの方が有利であるものの、特定社債発行や資産流動化計画の作成といった事務手続が不要であることから、特例事業スキームを適用するケースはある。なお、コンビニファンド 2 号案件では、不動産流通税の軽減措置の適用は考慮していない。
- 特例事業スキームのデメリットとしては、営業保証金の供託や瑕疵担保責任

¹ 不動産特定共同事業者法第 2 条第 4 項第 3 号・第 4 号の種別（第 1 号・第 2 号は除く）

	<p>がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 不動産流通税の減税措置を受けるための期間要件(2年以内着工、10年以内譲渡)は、実際に特例事業スキームを活用する際、懸念事項になる可能性がある。 • しかし、不動産流通税の軽減措置を主目的として特例事業スキームを利用するわけではなく、現物不動産を対象とした自由度の高いスキームというところにメリットを感じている。 • 実務として、物件取得後2年以内の着工は、建築費の高騰等によって遅延する可能性がある。
	<p>5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • まずは特例事業スキームの認知度を高めることが必要と考える。 • 営業保証金の供託、瑕疵担保責任について改正が必要かと思う。

ヒアリング⑤

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（金融系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号

日時：平成27年6月26日9時30分～10時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 地方では、信託設定を行う GK-TK スキームは馴染みがなく、現物不動産の方が取り組みやすいので、地方案件については特例事業スキームを積極的に活用していきたい。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 札幌で2案件について特例事業スキームを平成27年夏頃に活用する予定。
- その他にも地方を中心に、5～15億円規模のヘルスケア物件で特例事業スキームを活用予定。
- 札幌2案件は、サービス付き高齢者向け住宅（約10億円）とサービス付き高齢者向け住宅及び商業施設（コンビニエンスストア・クリニックモール）の（約14億円）の複合用途施設に当該スキームを活用する予定である。
- 2案件ともにオペレーターは大手企業ではなく、地元企業。10～20棟程度を運営している。その他、レンダー、デベロッパー、建設会社も地元企業を活用予定。
- 地元証券会社が市民ファンドとして投資家を募集し、開発期間は20名程度、稼働期間は100名程度の予定。
- 開発リスクのうち、建設に係る部分については、完工保証、留置権放棄、請負劣後等の内容で、建設会社と請負契約を締結予定。
- テナント（オペレーター）とは、固定賃料で賃貸借予約契約を締結することで、開発後の安定稼働を確定させる予定。
- 土地取得の際の不動産流通税の軽減措置は適用しない。建物の保存登記は軽減措置を適用する予定。
- その他にも複数物件で特例事業スキームを活用する予定である。
- 北海道は建設費が比較的安価（公共事業が少なく、また都心部への出稼ぎも少ない）なので、開発案件が取り組みやすい。
- ヘルスケア施設は札幌でもヘルスケアリートが還元利回りについて5%台で取得検討が出来るマーケット環境なので、ヘルスケアリートを想定出口とす

¹ 不動産特定共同事業法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

る開発型が取り組みやすい。
3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続
<p>【回答】</p> <ul style="list-style-type: none"> 第三号事業については許可を取得し、現在、第四号事業の許可申請を行っている。
4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット
<p>【回答】</p> <ul style="list-style-type: none"> 特例事業スキームのメリットとしては、GK-TK スキームや TMK スキームと比べて活用範囲が広く、自由度が高いこと等が挙げられる。 特例事業スキームのデメリットとしては、まだ実例が少ないこと等から、特例事業開始の届出や営業保証金供託の手続等において、時間を要することである。特に、地方の管轄行政機関が特例事業スキームを知らず、担当者が理解するのに時間を要する。 営業保証金の供託は、資金が寝てしまうので、デメリットではある。
5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他
<ul style="list-style-type: none"> 地域金融機関の不動産証券化事業への取組姿勢が積極的になることが重要。 北海道もある地銀は取り組む意思はあったが、当社が考えるローン条件とは全く合わなかった。他の地銀は、リスクを整理し、建設会社のクレジットも見ることができ、当社が考える条件で、取り組んでくれる予定。地元は地元が一番よく理解し、リスクを取ることができると考える。

ヒアリング⑥

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（独立系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：－

日 時：平成 27 年 6 月 26 日 11 時 00 分～12 時 00 分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 現時点では、特例事業スキームの活用については様子見である。既存スキームで対応可能である。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 特になし

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 許可申請を行う予定はない。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 耐震性能が劣る物件や瑕疵を有する物件について、活用が期待されるスキームと思うが、そのような物件にファイナンスを行う金融機関が存在するのかが疑問である。

5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他

- 特例事業スキームは、耐震性が低い物件等に有用であると考えられるものの、これらの物件に対してレンダーがファイナンスを行うかが懸念事項である。
- 耐震性能が劣る物件や瑕疵を有する物件に対する金融機関の融資スタンスが緩和されると、当該物件に対して特例事業スキームが活用されることが考えられる。

¹ 不動産特定共同事業法第 2 条第 4 項第 3 号・第 4 号の種別（第 1 号・第 2 号は除く）

ヒアリング⑦

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（独立系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年6月29日14時30分～15時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- ・ 特例事業スキームに適した案件については、活用していく予定である。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- ・ 1～2ヶ月前に、特例事業スキームに適した小規模な案件があり、投資家に特例事業スキームを提案したが、単純に特例事業スキームの経験がなく、社内説明が手間ということで断念した。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- ・ 第三号・第四号事業の許可を取得した。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- ・ GK-TK スキームにおいては、遵法性リスクは信託設定で解決されるが、特例事業スキームではその部分をAMが負担することになる。
- ・ しかし、そのリスクに対する報酬の支払いという概念が投資家には現時点馴染みがない。つまり、AMとしてはその手間に対応するフィーがもらえないとなると、GK-TK スキームを使った方がよいことになる。
- ・ 特例事業スキームのメリットとしては、GK-TK スキームやTMK スキームと比べて活用範囲が広く、自由度が高いこと等が挙げられる。
- ・ TMK スキームよりは使いやすい。特に再開発事業等で、当初キャッシュを生まない案件については、TMK スキームは減資の手続等が煩雑である。GK-TK スキームの方が柔軟に対応できる。外資系企業等、会社の方針でTMK スキーム以外は取り組めないという投資家以外は、特例事業スキームの方がTMK スキームより使いやすいと考える。
- ・ 10億円未満になると特例事業スキームのメリットが出てくると感じる。

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

	<ul style="list-style-type: none"> • 再開発事業の素地取得など、長期保有を前提とした再開発事業については特例事業スキームが適合する。比較して GK-TK スキームでは長期間保有になると信託コストがそれなりに負担となる。 • 不動産流通税の軽減措置の要件で、土地取得後 2 年以内に工事着手、10 年以内に売却は負担感が大きい。 • みなし宅建業者になり、営業保証金の供託と瑕疵担保責任は負担感が大きい。 • スケジュールがタイトな案件では営業保証金の供託の手續に要する時間が課題となる。振込みだと口座の確認や通知に時間を要するので、日銀小切手を直接持ち込んだ。それが最も早い方法かと思う。 • 営業保証金を TK 出資で先行して調達することが難しい。 • 瑕疵担保責任については、新築物件等で、瑕疵担保責任をゼネコンにほぼ負わせることができる案件以外は取り組みにくいと思う。 • 物件を購入するときは瑕疵担保責任がなく、売却時は瑕疵担保責任を負担することは過大負担と思う。 • いわゆる遵法性リスクと瑕疵担保責任とは次元が異なると思う。実際、プロ対プロの取引では、購入する側はエンジニアリングレポートに記載のない修繕リスクを飲み込んで取得しているのが実態であり、それを売り側が負担するのは違和感を感じる。 • 不動産市場の取引実態と法律が合致していない。基本的にプロ向けの商品であるはずなので、瑕疵担保責任は外すしてほしい。
	<p>5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • 営業保証金の供託、瑕疵担保責任の特約の制限については適用除外にすると、特例事業スキームの活用が進むと思う。

ヒアリング⑧

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（商社系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年6月29日16時00分～16時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 不動産証券化スキームの選択肢の一つとして適した案件には活用する予定である。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 特例事業スキームを活用する具体的な案件はない。
- 現在は、GK-TKスキームによる信託受益権の取引が中心である。また、不動産市場が非常に過熱しているため、物件購入が難しく、案件化まで至らないのが実態である。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号・第四号事業の許可は取得済みである。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 現物不動産を対象としたTMKスキームと比較して、資産流動化計画の作成が不要でメリットを感じる。
- 不動産流通税の軽減措置がTMKスキームより劣るのがデメリットである。

5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他

- 不動産流通税の軽減措置をTMKスキームと同程度以上にすれば活用が拡大すると思う。

¹ 不動産特定共同事業法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

ヒアリング⑨

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（独立系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年6月30日9時30分～10時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 活用案件があり、許認可を得たため、積極的に利用していく意向である。
- 当社は、個人資産家・企業オーナー向けコンサルティング業務に取り組んでおり、不動産特定共同事業法の改正前より、不動産特定共同事業における資産運用商品の開発・販売を行っている。地方では、信託設定を行う GK-TK スキームは馴染みがなく、現物不動産の方が取り組みやすいので、地方案件については特例事業スキームを積極的に活用していきたい。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 北陸地方の再開発案件にて活用を予定している。総事業費40～50億円、8階建・複合施設の開発。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号・第四号事業の許可取得済み。許可申請手続は相当時間を要した。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- TMK スキームを過去に活用したことがあるが、SPC 組成に関する事務手続が煩雑であるため、現物不動産を扱う場合には、事務手続の負担が小さい特例事業スキームにメリットを感じる。
- 特例事業スキームの活用は、他社においても事例が少なく、他のスキーム活用に比べ、スキーム自体に情報発信力を感じる。
- 営業保証金の供託、借地権付建物における不動産流通税の軽減措置が適用されないことが、他のスキームに比べてデメリットを感じる。

5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他

- 第三号・第四号の不動産特定共同事業者が増えることが活用促進につながると思う。

¹ 不動産特定共同事業法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

ヒアリング⑩

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（金融系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年10月21日14時00分～15時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 積極的に活用していきたい。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 中国地方の工場地にて活用。当該案件の概要は以下のとおり。
- オリジネーターは大手メーカーで、10年以上前に県の工場分譲地を取得したが未利用の状態であった。3年前から分譲を計画していた。
- 開発許可も取得し、平成26年に売買契約も締結していたが、決裁が未了の間に、当該開発を手がけていた地元デベロッパーの経営が悪化し、資金調達の目処が立たなくなった。そのため、当該地元デベロッパーは、売買契約を解除したが、違約金が払えず、民事再生手続の開始を申し立てた。
- 不動産特定共同事業者の許可を取得後、すぐにこの話を聞き、新スキームで取り組むことになった。
- 県・市も協力的であったので、スムーズに開発許可も特例事業者が承継できた。
- 対象土地は5万坪（15万㎡）、総事業費40億円（造成費含む）。
- 不動産流通税の軽減措置の適用はない。
- みなし宅建業のため、瑕疵担保責任について特約が付けられないので、特例事業者は2年間存続させる。なお、当社が瑕疵担保責任の保証をするものではない。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号・第四号事業の許可取得済み。許可申請手続には概ね1年を要した。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 当社は、債権を対象として、ローンや出資を行うスキームは手慣れており、債権を不動産に替えた特例事業スキームはまさに手がけたい事業であった。

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

	GK-TK スキームやTMK スキームの実績はない。
	5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他
	<ul style="list-style-type: none">• 現在、札幌の賃貸マンションの開発を特例事業スキームで検討しているが、大手金融機関の取組が消極的である。新しい不動産証券化スキームで、行内調整や審査を通すのが困難なのかもしれない。• 金融機関の特例事業スキームへの積極的対応が活用促進につながると考える。

ヒアリング⑩

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（デベロッパー・ゼネコン系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年12月11日 13時30分～14時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 特例事業スキームの活用予定案件がある。それ以後の活用は現段階では未定である。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 東京都が一般公募にて選定した民間事業者が複合施設を建設する事業で特例事業スキームを活用する予定である。
- 一般定期借地権（70年）で借地のうえ、複合施設を開発する。公募条件等により、SPCは株式会社、現物所有という制約があったため、不動産証券化スキームを適用する場合は特例事業スキームが適していると考えた。
- 借地権なので、不動産流通税の軽減措置の適用がないことは理解している。
- 開発規模は、敷地面積約5,000㎡、地下2階付地上16階建、事務所・店舗・共同住宅の複合施設、延床面積約35,000㎡。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号・第四号事業の許可を取得した。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 特例事業スキームは、営業保証金の供託が必要なこと、GK-TKスキームと比較して不動産流通税の軽減の程度が小さいことがデメリット。不動産証券化スキームの選択にあたって投資対象物件に制約がない場合には、スキームの設定・維持に係る費用がポイントとなるが、昨今、信託受託者の報酬も低廉化してきていることもあり、特例事業スキームを活用するインセンティブは乏しい。
- モデル約款について、実務を理解している委員の方が中心に作成していることもあり、個別契約との関係性において柔軟な規定内容になっているため、実務には基本的に支障はない。

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他

- 特例投資家の枠を緩和すると活用が増えるのではないかと思われる。当社は旧耐震基準の建築物の改修・建替えに特例事業スキームの活用を考えているが、特例投資家要件の制約により、現段階では活用が難しい。
- 許認可取得において、許可業者における会計監査義務が許可取得の若干のハードルになっていると思われる。当社は当初パブコメを参照し、親会社連結監査で規則第 5 条の監査に代用することを考えていたが、対応が難しいと思われたので、許可取得までの時間を優先し、当社単体の監査を受けることとした。

ヒアリング⑫

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（独立系）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年12月11日 15時00分～15時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- すぐに特例事業スキームを活用する具体的な案件はない。今年度中には実績を作りたい。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 活用予定案件はない。
- 小規模で遵法性にやや問題のある物件を取得して、バリューアップするような案件について特例事業スキームを活用したい。
- 特例事業スキームの商品は、大々的に販売するのではなく、当初は、既存の顧客を対象に、信頼関係を活かして手がけていきたい。
- まずは、当社がサブリースで入ったり、賃料保証を行ったり、一定の劣後を負担したうえで、安定商品にして、顧客の理解を深め、信頼を得ていきたい。ローンも長めに設定する予定である。
- 東京都心部よりは周辺部、千葉、埼玉、神奈川が対象。出資期間も短めで1～2年を想定している。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 法改正後、すぐに許可取得に動き、平成26年3月頃には事前相談を始めたが、本申請まで時間を要した。その結果、事前相談から許可取得まで1年半要した。
- 投資運用業並の組織整備が求められており、当社を始め、大手ではない会社は許可を取得することは大変なのではないかと思う。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- TMKスキームについては資産流動化計画の作成もそれほど手間を要せず、また関東財務局も慣れており、特に不便さを感じない。
- TMKスキームは税金のメリットが大きい。TMKスキームと同程度の不動産流通税の軽減措置が受けられると特例事業スキームの活用が相当期待できるので

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

	はないかと思う。
	5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他
	<ul style="list-style-type: none">• 許可申請手続において、どういうことをどの程度記載し、またどのような資料を揃えれば良いのか非常に戸惑ったため、こういう資料を揃えて、こういう記載をするように指示してくれると助かる。• TMK スキームと同程度の不動産流通税の軽減措置が受けられると特例事業スキームの活用が相当期待できるのではないかと思う。

ヒアリング⑬

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（独立系）（ヒアリング⑦と同一企業）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年12月21日 16時00分～16時30分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業者の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 特例事業スキームに適した案件については、活用していく予定で活用意向に変更ない。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- すぐに特例事業スキームを活用する具体的な案件はないが、平成27年度中には実績を作りたい。
- 特例事業スキームを活用する案件としては、小規模物件があげられる。その他、順次物件を取得していく再開発事業については特例事業スキームが適するかもしれない。一つ一つ取得した物件について信託を設定のうえ、長期間保有するのは手間やコストから馴染まない。しかも、老朽不動産では信託が困難なケースや遵法性の確認や治癒で手間が結構かかる。むしろ現物で保有できる特例事業スキームの方が使い勝手が良いかもしれない。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号・第四号事業の許可取得済み。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 投資家への認知度が依然として低いことがデメリットである。今年夏頃に投資家へ特例事業スキームを活用した投資案件の提案を行った。投資物件は小規模な現物不動産であるため TMK スキームに比べ費用面での投資効率が優れている点を説明したが、投資家において過去に TMK スキームを活用した経験があるため（特例事業スキームに馴染みが薄い）、投資家は TMK スキームを選択した。
- 対象物件が借地権の場合には不動産流通税の軽減措置の適用がないことがデメリットである。ある案件では、土地の一部が借地であるため、建物の登録免許税の軽減措置の適用はない。
- 取り組む案件のうち、土地の利用権原が借地であるケースは比較的多いため

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

	<p>適用対象に含めてほしい。また、「土地の取得後」の定義として特例事業としての SPC の取得後からなのか、既存 SPC の取得後からなのか不明である。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 営業保証金の供託に時間と手間を要するのがデメリットである。振込みにて営業保証金を供託する場合は、事業開始の届出からクロージングまで 1 カ月程度の期間を確保した方がよい。特例事業を活用した案件は既に土地を取得していたので、スケジュール調整は問題なかったが、もし外部からの取得の場合、スケジュール調整は慎重に行った方がよい。なお、供託金の持ち込みにて供託する場合、現金でなければ、日銀小切手という特殊な小切手になるため、注意を要する。
	<p>5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • 特例事業スキームの活用促進策としては、まず投資家への認知度を高めること、借地権についても不動産流通税の軽減措置の適用を可能とすること、営業保証金の供託、瑕疵担保責任の特約の制限については適用除外にすること等が考えられる。

ヒアリング⑭

ヒアリング先（業種）：アセットマネジメント会社（金融機関系）（ヒアリング①と同一企業）

不動産特定共同事業者許可状況¹：第3号・第4号

日時：平成27年12月24日 10時00分～11時00分

ヒアリング事項・回答

1. 不動産特定共同事業の特例事業スキームの活用意向

【回答】

- 時間と費用をかけてライセンスを取得したので、是非、使える案件には活用したいと思う。

2. 特例事業スキーム活用予定の案件の概要

【回答】

- 特例事業の活用予定の案件はあるが、現時点で内容を話すことは控えさせてほしい。

3. 不動産特定共同事業者（第三号・第四号事業を行う者）許可申請手続

【回答】

- 第三号・第四号事業の許可取得済み。許可申請手続には概ね1年を要した。

4. 他の証券化スキームと比較した特例事業スキームのメリット・デメリット

【回答】

- 特例事業の届出の受理権限者が各財務局長及び地方整備局長であり、不動産特定共同事業者の監督権限者は主務大臣（国土交通省大臣、金融庁長官）である。各種申請・届出書類は、一旦書類受付窓口である都道府県（知事）に提出してから各権限者に回付されるため、各手続に時間がかかる。
- また、書類受付の窓口が都道府県であるが、担当者は許可申請手続や個別案件の相談手続に関わっていないにもかかわらず、形式面の審査とはいえ、提出された書類の審査をする必要があるがあるため、申請者・不動産特定共同事業者にて改めて経緯等を説明せざるを得ないことが多い。書類提出も郵送は認められず、窓口で直接持参するように言われる。
- 特例事業者の場合、不特法と宅建業法の2つの法律に基づく変更届出義務があるため、同じ届出内容でも、2つの法律に基づき2種類の届出を提出する必要がある。
- 物件取得検討段階において、不動産流通税の軽減措置が決まらなると購入価格が定まらない。しかし、軽減措置を受けるためには、開発・改修・バリューアップ等の実施時期、費用等を含めた計画を説明できる資料を申請書に添

¹ 不動産特定共同事業者法第2条第4項第3号・第4号の種別（第1号・第2号は除く）

付する必要があるが、これらの事項を確定するためには、外部業者に見積もり等を依頼する必要がある。しかし、通常、物件取得前にいろいろとお金と時間をかけることは難しい。このように、TMK スキームと違い、予め軽減措置の対象物件かどうかは明確ではないため、物件取得検討時点で特例事業スキームの利用を断念することが多い。

- TMK スキームはやはり資産流動化計画の作成や変更の届出などが手間である。また、TMK の減資の手続を考えると匿名組合出資の方が使いやすい。現物不動産を対象とする場合は、匿名組合出資の方が断然使い勝手が良い。
- 不動産特定共同事業法改正の趣旨が地方都市における旧耐震建築物の耐震改修、老朽不動産の再生を意図していたはずだが、前述のように、改修、バリューアップ案件は不動産流通税の軽減措置を受けることの可否が物件の取得を検討する時点で明確ではないことから、取得の対象から外れてしまうため、この類の案件に資金が流入する障害となっていると考えられる。現状では法改正の趣旨を実現しにくいと思える。
- 不動産特定共同事業者のどの行為が第二種金融商品取引業としての行為に該当するのか、第四号事業と第二種金融商品取引業の線引きが明確でない。
- 即ち、金融庁第二種金融商品取引業の監督官庁は、匿名組合出資者を探してくるという勧誘行為自体がなければ、私募又は私募取扱い業務は発生せず、よって、第二種金融商品取引業に該当しないという見解を示している。例えば、ブラインドプール型で、すでに投資家から集めた資金を個別の不動産投資に回す場合は、新しい投資家を探す訳ではない。つまり外国投資家資金のSPC から物件取得のSPC へTK 出資する場合は、勧誘はそもそも必要がないため、私募取扱い業務は発生せず、第二種金融商品取引業に該当しないと考えられることになる。しかし、不特法の監督官庁がもしこのケースも第四号事業・第二種金融商品取引業の行為に該当するという見解であれば、不動産特定共同事業者にとっては、結果として、特例事業スキームを利用することで、新たに第二種金融商品取引業の事務負担も強いられることになる。
- 不特法の事業報告書の財務諸表様式の勘定科目が他の業法のそれと比較すると少し細かすぎる。日本の会計基準であればまだよいのであるが、外国会計基準の場合はどの科目に該当するのか判断に迷う。日本投資顧問業協会は、会員向けに金商法の事業報告書の勘定科目に関する細かい基準を公表している。
- 施行規則第5条第2項第4号によって監査法人又は公認会計士の監査が必要となり、コストアップになる。地方や中小規模の不動産事業者の参入障壁となりうる。

	<p data-bbox="272 147 1450 203">5. 特例事業スキームの活用促進・普及方策、その他</p> <ul data-bbox="272 203 1450 468" style="list-style-type: none"><li data-bbox="272 203 1450 360">• 特例事業者のみなし宅建業も除外規定を増やすと活用促進につながると思う。特に、営業保証金 1,000 万円の供託は TMK スキームよりコストアップになり、特例事業スキームのメリットがないので、除外する必要性が高い。<li data-bbox="272 360 1450 468">• 地方や中小規模の不動産事業者も参入できるようにすれば、地方都市での不動産市場の活性化につながると思う。
--	--

参 考 2

地方における不動産証券化事業等に関する普及啓発活動メモ

普及啓発活動①

開催先：A市まちづくり推進関連職員・B地域金融機関職員

開催場所：A市役所会議室

参加人数：計11名

日時：平成27年8月11日 14時00分～15時30分

活動概要

1. 開催内容

- 法定再開発事業等、A市のまちづくりを推進する部署職員及びB地域金融機関職員に対して、以下のメニューで勉強会を開催し、地方都市における不動産証券化手法の普及啓発を図った。
 - ①不動産証券化の基礎
 - ②特例事業スキームの概要と地方都市における活用実例
 - ③耐震・環境不動産形成促進事業の概要
 - ④不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度
 - ⑤国土交通省の地方都市における不動産証券化事業支援業務の概要

2. 質疑等

- 主な質問は以下のとおりである。
- メザニンとは？ 優先劣後とは？ 耐震改修事業や開発事業を行うのは誰か？ ローンはないといけないのか？ 再開発事業でも使えるのか？ 空き店舗でも使えるのか？ 個人オーナーはSPCへ不動産を売却することになるのか？等
- A市内で再開発事業の計画が複数あり、不動産証券化手法を活用することで事業推進ができないか検討してみるとのことであった。
- B地域金融機関が関わっているA市隣接都市の再開発事業の準備組合にも説明をしてもらいたいとのことであった。

3. 所見等

- 全体的に不動産証券化事業の基本的な質問が大半であり、地方においては、不動産証券化に関する知識やノウハウが十分蓄積されていないことが判明した。
- 地方都市では資金調達に苦慮している老朽不動産の建替事業、再開発事業が相当数存在し、従来の資金調達手法に加え、不動産証券化手法という新しい資金調達方法の活用を検討することは有意義なものと感じられた。

普及啓発活動②

開催先：C 地方不動産会社 不動産開発関連部署職員

開催場所：C 社会議室

参加人数：計 23 名

日 時：平成 27 年 9 月 28 日 15 時 00 分～16 時 30 分

活動概要

1. 開催内容

- 東海地方の地元デベロッパーの不動産開発関連部署職員に対して、以下のメニューで勉強会を開催し、地方都市における不動産証券化手法の普及啓発、実現化支援を図った。
 - ①不動産証券化の基礎
 - ②特例事業スキームの概要と地方都市における活用実例
 - ③耐震・環境不動産形成促進事業の概要
 - ④不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度
 - ⑤国土交通省の地方都市における不動産証券化事業支援業務の概要

2. 質疑等

- 主な質問は以下のとおりである。
- 自己資金で開発する通常の場合と比較した不動産証券化のメリットとデメリットは？ リターン水準はどの程度で可能か？ 不動産証券化ではどのように開発利益を享受できるのか？ 市内で実績はあるのか？ 地方都市でも普及・活用されるようになるのか？ 開発 SPC が連結対象になる基準は？ 等
- 市内の商業施設跡地開発事業において、不動産証券化手法を活用することで事業推進が図れないか検討してみるとのことであった。

3. 所見等

- 各職員で不動産証券化に関する知識のレベルが異なり、基本的な質問と高度な質問が混在していた。
- C 社は現在、健全経営であり、財務内容も良好であるが、大規模開発事業等、資金調達の多様化を図るために、不動産証券化手法を理解したいとのことであった。
- 不動産証券化の候補案件も具体的に複数あり、その実現化の可能性は比較的高いものと思料される。

普及啓発活動③

開催先：D 地域金融機関職員

開催場所：D 地域金融機関会議室

参加人数：計 8 名

日 時：平成 27 年 9 月 30 日 13 時 30 分～15 時 00 分

活動概要

1. 開催内容

- 東海地方の地域金融機関職員に対して、以下のメニューで勉強会を開催し、地方都市における不動産証券化手法の普及啓発、実現化支援を図った。
 - ①不動産証券化の基礎
 - ②特例事業スキームの概要と地方都市における活用実例
 - ③耐震・環境不動産形成促進事業の概要
 - ④不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度
 - ⑤国土交通省の地方都市における不動産証券化事業支援業務の概要

2. 質疑等

- 各地方都市における活用実例について、エクイティ投資家とレンダーの属性、各トランシェ別の利回りと深さ、不動産証券化事業推進者、不動産証券化に取り組む契機等、具体的な内容についての質問を受けた。
- 市内のロードサイド型商業施設の開発において、不動産証券化手法を活用することで事業推進が図れないか検討してみるとのことであった。

3. 所見等

- 不動産証券化に関する知識は相当有しており、より具体的な案件への取り組みにあたっての実務的質問が多かった。
- 不動産証券化の候補案件も具体的に複数あり、その実現化の可能性は比較的高いものと思料される。

普及啓発活動④

開催先：E社グループ企業 不動産関連部署職員

開催場所：E社会議室

参加人数：計28名

日時：平成27年10月22日 13時00分～14時45分

活動概要

1. 開催内容

- 中国地方の地元大手企業のグループ会社（陸運業が中核事業）の不動産関連部署職員に対して、以下のメニューで勉強会を開催し、地方都市における不動産証券化手法の普及啓発、実現化支援を図った。
 - ①不動産証券化の基礎
 - ②特例事業スキームの概要と地方都市における活用実例
 - ③耐震・環境不動産形成促進事業の概要
 - ④不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度
 - ⑤国土交通省の地方都市における不動産証券化事業支援業務の概要

2. 質疑等

- 各地方都市における活用実例について、SPCの非連結要件、エクイティ投資家とレンダーの属性、各トランシェ別の利回りと深さ、LTV、実質的な事業推進者、不動産証券化に取り組む契機等、具体的な内容についての質問を受けた。
- 特例事業スキームに係る第三号事業者、第四号事業者の許認可手続について、スケジュールや難易度、地方事業者が取得可能か、質問を受けた。

3. 所見等

- 不動産証券化の実績を数件有していることから、不動産証券化に関する知識は相当高かった。

普及啓発活動⑤

開催先：F 地方不動産会社 資産運用関連部署職員

開催場所：F 社会議室

参加人数：計 10 名

日 時：平成 27 年 10 月 26 日 17 時 00 分～18 時 00 分

活動概要

1. 開催内容

- 九州地方の地元中堅不動産会社の資産運用関連部署職員に対して、以下のメニューで勉強会を開催し、地方都市における不動産証券化手法の普及啓発を図った。
 - ①不動産証券化の基礎
 - ②耐震・環境不動産形成促進事業の概要
 - ③不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度

2. 質疑等

- 不動産証券化事業にあたって組成される SPC への不動産譲渡に際して、仲介手数料を得ることが可能か、など質問を受けた。

3. 所見等

- 不動産証券化の実績はないようであったが、不動産所有者に対して、不動産開発の資金調達手段として不動産証券化を提案することを検討している様子であった。

普及啓発活動⑥

開催先：G市まちづくり推進関連部署職員

開催場所：G市役所会議室

参加人数：計6名

日時：平成27年10月27日 13時30分～15時00分

活動概要

1. 開催内容

- 法定再開発事業等、G市のまちづくりを推進する部署職員に対して、以下のメニューで勉強会を開催し、地方都市における不動産証券化手法の普及啓発を図った。
 - ①不動産証券化の基礎
 - ②特例事業スキームの概要と地方都市における活用事例
 - ③耐震・環境不動産形成促進事業の概要
 - ④不動産再生に活用可能な不動産証券化手法等を用いた公的出融資制度
 - ⑤国土交通省の地方都市における不動産証券化事業支援業務の概要

2. 質疑等

- 以下のような質問を受けた。
- メザニンとは？ 優先劣後とは？ 耐震改修事業や開発事業を行うのは誰か？ 倒産隔離とは？ 事業保証は必要か？ 誰がスキームを作るのか？等

3. 所見等

- 全体的に不動産証券化事業の基本的な質問が大半であり、地方においては、不動産証券化に関する知識やノウハウが十分蓄積されていないことが普及活動①と同様に判明した。
- また、普及活動①と同様に、地方都市では資金調達に苦慮している老朽不動産の建替事業、再開発事業が相当数存在し、従来の資金調達手法に加え、不動産証券化手法という新しい資金調達方法の活用を検討することは事業推進にあたって有意義なものと感じられた。

不動産証券化手法を活用した不動産再生の推進のための調査検討業務

平成 28 年 3 月

委託者：国土交通省土地・建設産業局 不動産市場整備課

受託者：一般財団法人 日本不動産研究所
東京都港区虎ノ門 1 丁目 3 番 2 号
一般社団法人 不動産証券化協会
東京都港区赤坂 1 丁目 1 番 14 号