

日本における不動産ファイナンスの 現状と課題*

吉本健一**

目次

- | | |
|------------------------|-------------------------|
| I. はじめに | III. 日本における不動産ファイナンスの課題 |
| II. 日本における不動産ファイナンスの現状 | 1. 不動産ファイナンスの課題 |
| 1. 不動産ファイナンスの発展 | 2. 不動産ファイナンスの将来 |
| 2. 不動産ファイナンスの基本的仕組み | IV. おわりに |
| 3. 不動産ファイナンスに関する法規制 | |

I. はじめに

本報告は、日本における不動産ファイナンスの法的枠組みと法規制の概要を説明することを目的とする。この分野は、最近発展がめざましくまた流動的であるが、時間的制約と私の能力不足のため、遺憾ながら十分な報告内容となっていない。

II. 日本における不動産ファイナンスの現状

1. 不動産ファイナンスの発展

日本では、第2次世界大戦後長い間、不動産は所有することによ

* 本 논문은 2008. 9. 26. 실시된 건국대학교 법과대학 제2회 사회인프라개발사업법 국제 심포지엄에서 발표한 자료이다.

** 大阪大学大学院 高等司法研究科 教授

り値上がり益を享受でき、また企業活動に必要な資金借入の担保としても活用できるので、自ら長期間所有することが基本となってきた。しかし、日本経済の高度成長が終わり、1990年代のバブル崩壊後、地価の下落や金融機関の不良債権問題などで、不動産を対象とする事業活動は長らく低迷した。アメリカ合衆国では、1989年~1991年の不況時に不動産資本市場の大改革が行われ、これにより REIT (Real Estate Investment Trust)や CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)という新しい不動産ファイナンスの手法が生み出された。日本でも、ようやく2000年頃から、アメリカの不動産を活用したファイナンスの実態を参考に、不動産ファイナンスという事業分野が本格的に稼働してきた。2000年の資産の流動化に関する法律（資産流動化法）や投資信託および投資法人に関する法律（投資信託法）の改正は、このような動きを法制面から支援するものであった（J-REITの上場は2001年）。

それ以後、日本では不動産ファイナンスの本格的発展の時代に入ってきた。正確な統計資料はないが、すでに不動産証券市場の市場規模は2006年段階ですでに25兆円といわれている（国土交通省）。ところが、2007年のアメリカにおけるサブプライム問題に端を発した信用不安・収縮、および日本での耐震構造計算偽装問題による改正建築基準法施行に伴う住宅着工の大幅な落ち込み等により、不動産ファイナンスの分野は新たな局面を迎えている。2008年になってからは、スルガコーポレーションやアーバンコーポレイションなどの中堅不動産建設・開発業者が相次いで倒産し、また不動産ファンド運営会社である株式會社レイコフも3月に民事再生手続を申請したものの、6月に破産手続の開始が決定した。このように、昨年から今年にかけては、不動産ファイナンスの分野は全体的に大変厳しい状況になってきている。

2. 不動産ファイナンスの基本的仕組み

不動産ファイナンスは、不動産市場と金融市場を結びつけることを目的とする仕組みである（不動産資本市場）。資金提供者は、地価のような不動産の交換価値ではなく、基本的に不動産を運用して得られる収益価値に着目して投資決定を行うが、ファンドの運用期間終了時には、対象不動産の売却処分も想定されている。そこで、不動産ファイナンスの基本的な仕組みは、① 不動産運用から生じる収益確保の仕組み、② この収益を対象とするファイナンスの仕組み、③ これらの2つの機能を結びつける仕組み、の3つの局面に分けることができる。3つの局面における各機能を実施するための法的枠組みにはいくつかの選択肢があり、全体としての不動産ファイナンスの構造も多様であるが、本報告では代表的なものののみを取り上げることとする。

(1) 不動産の運用面

不動産ファイナンスを実行する目的は、不動産の運用から生じる収益（地代・賃料など）を安定的に確保することである（場合により、対象不動産の売却益も含まれる）。他方で、このような不動産をファイナンスにより流動化する所有者（オリジネーター）は、当該不動産を処分しオフバランス化することにより、資産効率を高め、自己資本比率やROA(Return on Asset)ないしROE(Return on Equity)を改善したいというニーズがある。また、開発型プロジェクトでは、そもそも開発資金の調達手段としての不動産ファイナンスがある。このような両者の目的が一致することで、不動産ファイナンスが生まれる契機があり、そのためには対象不動産自体をファイナンスの実行組織（通常SPC(Special Purpose Company)と呼ばれ

る) が直接取得し運用することが考えられる。

しかし、日本では、① コスト面でのメリット (實物不動産の取得よりも信託受益権の取得の法が流通課税を軽減できる。ノンリコースローン(Non-Recourse Loan)の貸し主が担保設定する際のコストが實物不動産 (抵当権設定) よりも信託受益権 (質権設定) が有利である)、② ノンリコースローンの貸し主の安心感 (信託銀行によるデューデリジェンス(Due Diligence 対象不動産の収益性精査)があり、また信託自体に倒産隔離機能がある)、③ 匿名組合を利用するスキームでは、法制面での制約 (不動産特定共同事業法による免許が必要となる) から、實物不動産を取得することができない、などの理由から、オリジネーターが所有不動産を信託銀行を受託者とする不動産信託を設定し、当該不動産から得られる収益を対象とする信託受益権をSPCに賣却する形式をとることが多い (信託協會によれば、不動産信託受託額は、2002年3月末の5.8兆円から 2008年25.9兆円に年々増加している)。

(2) ファイナンスの面

不動産ファイナンスに資金を提供する投資家としては、金融機関や証券會社のほか、機關投資家、年金基金、さらには一般投資家も想定される。このうち、一般投資家向けには、不動産ファンドを上場する投資信託 (J-REIT) も導入され、大きな市場規模に育っている (2006年末では約6兆円。ただし、2007年からは減少)。他方、それ以外の投資家向けのファイナンスは、私募ファンドと呼ばれる。

不動産ファイナンスでは、投資家の投資収益率を上げるために、ローン利用によるレバレッジ効果の活用がポイントとなる。そして、このローンは、ファイナンスの投資家との関係からいゆるノ

ンリコース型のローンとされる（これをSPCから見てデットと呼ぶ）。これにより、ローン供与者は、確實な不動産収益を担保としつつ（信託受益権に質権を設定）、安定した金利収益を上げることができる。他方、ファイナンス投資家は、レバレッジ効果により、高収益を挙げることができる（エクイティと呼ばれるがSPCに対する出資ではない）。多様な投資家ニーズに応えるために、両者の中間的なメザニンファンド(Mezzanine Fund)の利用も見られる。

ところで、このSPCへの投資については、二重課税問題が非常に重要である。SPCは法人であり、SPCの利益に法人税が課せられると、投資家への運用益分配にも所得税が課せられるので、二重課税となる。これを避けるためには、投資家とSPCの関係を法人とその構成員ではなく、SPCを営業者とする匿名組合という形式を利用することが有益である。これにより、二重課税を避けることができる（SPC自体は、一定の範囲で分配運用益が非課税となる。特定目的会社や投資法人でも二重課税が回避されている）。

(3) 不動産運用とファイナンスとを結びつける組織（SPC）

SPCは、不動産運用とこれに対するファイナンスを結びつける組織である。しかし、実際の資産運用は、アセットマネジャー（Asset Manager）に委託され、また現実の不動産管理業務はプロパティマネジャー（Property Manager）が担当するので、SPC自体は実体のない組織である。SPC自体の管理業務も別の管理会社に任される。SPCの法形態としては、2005年会社法により新たに導入された合同会社か、資産流動化法による特定目的会社が多い（J-REITの場合は投資信託法上の投資法人）。そして、合同会社の場合、その社員は不動産ファイナンスの實質的組成者（アレンジャー、アセットマネジャー、オリジネーターなどのスポンサー）ではなく、別に設立さ

れる有限責任中間法人（2008年12月1日の一般法人法（一般社団法人及び一般財団法人に関する法律）施行後は、一般社団法人）が出資者兼業務執行者となる。その理由は、有限責任中間法人は基金據出者と社員を分けることができるので、ファイナンスに直接關与する者を社員から除外することによって、これらの利害關係者がSPCに社員として直接影響力を行使することを防止し、利害關係者の倒産がSPCに及ぶことを避けること（倒産隔離）が可能となるからである。

このように不動産ファイナンスの法的枠組みは、種々のニーズに対応するために、複雑な組織となっている。

3. 不動産ファイナンスに関する法規制

このような複雑な組織を有する不動産ファイナンスを規律する法規範は多種多様である。

まず第1に、不動産運用面では、信託を利用する場合、信託の設定・運営・終了等に関し、信託法の適用がある。これ以外に、不動産の賃貸契約には民法が適用されることは当然である。

第2に、ファイナンス面では、匿名組合の利用に関し、商法の適用がある。匿名組合は、長らく共同企業のための法形態としてはあまり利用がなかったが、不動産ファイナンスの分野では、非常に積極的に利用されている。法人格がないため法人税が課せられず（二重課税の回避）、また組合契約であるため、商法の規定は基本的に任意規定として、当事者のニーズに応じた柔軟な対応が可能であるためである。そして、金融商品取引法の施行により信託受益権もみなし有価証券として、金融商品取引法の規制対象となる。さらに、匿名組合契約に基づく出資が集団投資スキームとして、アセットマ

ネジャーの業務が投資助言業または投資運用業として、それぞれ金融商品取引法の対象となる。

第3に、SPCの組織面に關しては、合同會社には會社法が、特定目的會社には資産流動化法が適用される。合同會社は、定款自治が大幅に認められた組合型の内部構造を有する會社であり、その事業目的に応じて社員の議決權や利益配当に關し定款による任意の定めが可能となっている。ただし、合同會社自体は、当初のアイデアとは異なりパススルー課税が認められなかったことから、不動産ファイナンスの投資家との關係は、匿名組合形式を利用することとなる。

Ⅲ. 日本における不動産ファイナンスの課題

1. 不動産ファイナンスの課題

日本における不動産ファイナンスの課題は、他の先進諸國と比較した場合に、不動産市場の透明性が低いことである。日本では、伝統的に不動産取引の価格に關するデータ整備が重視されてこなかった。そして、株式や債券と異なり信賴できる不動産インデックスも十分な認知がない狀況である。このような狀況では、年金基金等の安定的な資金を不動産ファイナンスに導入することは困難であり、早急な対応が望まれている。

また、不動産ファイナンスに關わる法規制では、先に見たように多くの法律が關わり、しかもそのような法律の改正が少なくない。これは不動産ファイナンスに關わる法整備が急速に進んだことの裏

返しでもあるが、適用される法律が多数に上り、しかも改正が頻繁に行われることは、法的安定性を害するおそれがある。今後、不動産ファイナンスの特性に対応した柔軟な法規制が一元的になされる必要があるとともに、とくに税制面での積極的な優遇措置が望まれよう。

2. 不動産ファイナンスの将来

日本の不動産資産は約2200兆円あるといわれており、日本で最大の資産項目である。このうち、投資対象不動産は約575兆円であるにもかかわらず、収益不動産は約75兆円、証券化不動産は約25兆円に過ぎない。したがって、収益不動産として活用が期待される不動産は相当額に上るだけでなく、今後ヘルスケア施設等オペレーション型不動産への投資拡大など、投資不動産の裾野も広がっていくと考えられる。

次に、ファイナンス側の投資家には、海外投資家や国内投資家がある。従来、海外投資家の資金は、外資系のファンドや投資銀行を通じて不良債権等を対象とするオポチュニティ型不動産ファンドに向かっていたが、不良債権処理の一巡、景気の回復、不動産ファンドマーケットの発展により、これまでのような大きなキャピタルゲインを得ることが難しくなっている。今後、コア型不動産ファンドに安定的に資金を提供してもらうには、不動産市場の透明性を高めることが必要である。国内投資家では、高齢化社会の本格化により、年金基金の活用が一層重要な課題となってくる。株式、債券と並んでコア型不動産ファンドに対して安定的な資金供給が期待されている。

もっとも、短期的には、最初にも触れたように、アメリカのサブ

ブライム問題による信用収縮や日本の耐震構造計算偽装問題による改正建築基準法施行、さらには公共事業費の抑制や建築資材の高騰などによって、足下の不動産マーケットは急激に悪化しており、不動産ファイナンス分野でも一時的な停滞が避けられない状況である。

IV. おわりに

以上、日本の不動産ファンドの法的枠組みと法規制の概要について報告した。この分野はまだまだ流動的な要素があり、今後の動向に注意を拂わなければならない。

(게재 확정일 2008년 10월 30일)

主題語： 不動産ファイナンス, 不動産 市場, 信託受益権, 投資信託, 二重課税