

我が国への不動産証券化導入経緯の整理

高橋 円香

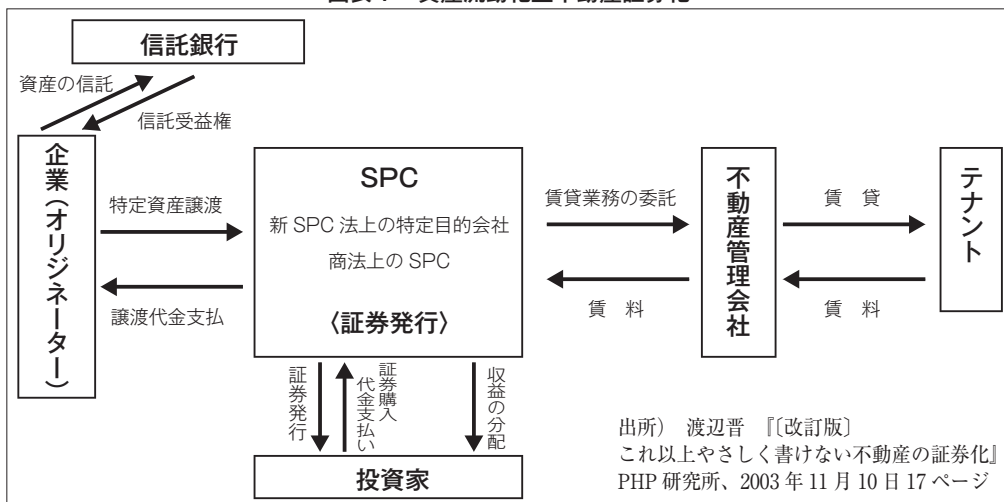
1. はじめに

本論文は不動産証券化に係る会計研究を行うにあたって、わが国での不動産証券化取引の導入およびその制度インフラの整備が、対象不動産のオフバランス化、および当該不動産を譲り受ける特定目的会社の諸リスクからの隔離を前提に構築されたものであるということを再整理することを目的としている⁽¹⁾。まず日本における不動産証券化事業の本格的導入に至る歴史的経緯を整理する。次いで形成されたスキームの一つである資産流動化型不動産証券化について、資産流動化法⁽²⁾(以下「SPC法」)上の特別目的事業体(以下「SPE」)である「特定目的会社(以下TMK)⁽³⁾」の規定を概観しその特性を再検討する。

2. 不動産証券化の種類

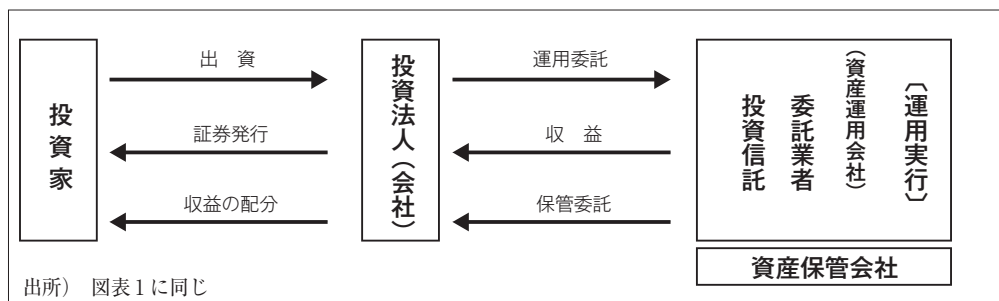
現在日本における不動産証券化は「資産流動化型」と「資産運用型」に大別される。資産流動化型の不動産証券化は、一般的な資産の証券化のスキームと同じように、証券化の対象となる不動産をオリジネーターからSPCへ譲渡し、SPCが当該不動産のキャッシュフローを裏づけとする証券の発行を通じて当該不動産取得の資金を調達するというものである。不動産そのものを証券化の原資産とするだけではなく、当該不動産を信託した「信託受益権」を原資産とする場合もある。資産流動化型の不動産証券化ではSPCとして会社型のSPCが選択される。

図表1 資産流動化型不動産証券化



次に資産運用型の不動産証券化は、あらかじめ投資のみを行うよう設定された投資法人に投資家から資金を集め、これを不特定の不動産に投資しその利益を投資家に配当するというものである。ここでは契約型のSPEが選択される。非上場の私募ファンドも存在するが、公募である東京証券取引所の「不動産投信(REIT)市場」に上場する投資法人を利用した不動産投資信託を日本においては「Japan Real Estate Investment Trust」の頭文字を取り「J-REIT」という。

図表2 資産運用型不動産証券化



図表3は、それぞれのビークルや特徴などについてまとめたものである。このようにスキームによって、目的、適用法律、利用するビークルは異なっている。

図表3 不動産証券化スキーム

	資産流動化型スキーム	資産運用型スキーム
概念	ある特定の不動産をビークルに譲渡して、主にその資産が生み出すキャッシュフローを裏付けとした資金調達を行う。証券化によって実質的に不動産を小口化することで資金調達が容易になる。	複数の投資家から集めた資金をプールし(ファンド化)、それを不動産に投資して、その運用益を投資家に分配する。証券化により投資の小口化と流動性の確保が可能となる。
代表的なビークルと根拠法	特定目的会社⇒資産流動化法	投資法人および投資信託⇒投信法
上記の代表的なビークルの主な特徴	はじめに不動産を特定する(資産流動化法に基づく特定目的会社の場合、流動化する不動産をあらかじめ特定する必要がある)。物件(キャッシュフロー)の良否がポイントとなる。原則として投資期間は有期(エンド)がある。	投資家からの出資によりファンドを形成。基本的には不動産の入れ替えは自由。J-REITの場合、運用は外部の投資信託委託業者に委ねられる。ファンドマネージャーの力量がポイントとなる。投資法人の場合は原則として“ゴーイングコンサーン”
備考	中間法人、ケイマンSPC+慈善信託、特定持分信託などにより倒産隔離を図る。特定目的会社では一定要件を従属すれば配当金の損金参入が認められる(ペイ・スルー)。	投資法人では倒産隔離の規定なし。投資法人・投資信託では一定要件を従属すれば配当金の損金参入が認められる(ペイ・スルー)。

出所) 社団法人不動産証券化協会編『不動産証券化ハンドブック2009-2010』

2009年6月29日、18ページ。

3. 我が国への不動産証券化導入経緯

(1) 日本における不動産の流動化 —不動産特定共同事業法に基づく不動産小口化商品—

日本における現代的な不動産証券化の始まりは、1987年の不動産の信託受益権を小口化した商品や、1990年の国鉄清算事業団による不動産変換ローンとするのが一般的である⁽⁵⁾。

1987年に登場した不動産小口化とは、それまでは投資単価が大きすぎて流通性に欠ける不動産を、個人投資家でも購入可能なように所有権を小口化して販売したものである。事業者が各投資家の持分を一括して合同運用する点でそれまでの不動産投資とは違っていた。いわゆる、不動産に関する集団投資スキームの一形態といえるが、投資家保護の観点から不十分な面が残っており、バブル崩壊後投資家が損害を被るケースが多発することとなった。

こうしたことから投資家保護を強化するために施行されたのが、1995年4月の「不動産特定共同事業法」⁽⁶⁾である。同法は「複数の投資家が出資し、不動産会社などの専門家が不動産事業を行い、その運用収益を投資家に分配する事業」を「不動産特定共同事業」と定義し、開業と業者としての遵守規定を定めている。同法においては、①任意組合、②匿名組合、③賃貸契約が主なスキームとして定められている。この不動産特定共同事業法に基づく不動産の小口化、いわば「不動産の流動化」によって不動産共同投資商品としての基盤が整備されたのである。これらのことがその後の現代的な不動産証券化事業の発展へとつながっていった。

(2) 不動産証券化の導入—不良債権処理問題と証券化の導入—

不動産の小口化商品に関する法整備に並行して、金融制度改革のひとつとして資産の流動化・証券化の検討が進められ、1995年6月には「特定債権等に係る事業の規制に関する法律(以下「特債法」)⁽⁷⁾」が施行された。特債法は、特定債権をリース料債権やクレジット債権などに限定するなど、流動性に関して制約があったが、1996年4月の改正により同法に基づく資産担保証券(ABS)などの国内発行が可能となった。

その年の夏以降、いわゆる「住専法」⁽⁸⁾の成立以後、不良債権問題の処理が本格化するなか、同年10月に「担保不動産等関連連絡協議会」が発足し、この中で米国の証券化や邦銀による海外SPCを利用した証券化の事例が分析・検討され、不良債権処理としての不動産証券化の活用が検討された⁽⁹⁾。1997年1月に東京市場の株価が暴落すると、同年3月には「担保不動産等流動化総合対策」がまとめられた。さらに6月の「金融制度調査会報告書」および「証券取引審議会報告書」では、資産担保証券に関する記述がみられ、「担保不動産等の証券化」が不良債権処理の中心的なテーマとなった⁽¹⁰⁾。

そして翌年の1998年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」⁽¹¹⁾(以下「旧SPC法」)が施行され特定資産として不動産が列挙された(対象資産は限定列挙)⁽¹²⁾。同法は日本初の総合的な資産証券化のための法律と言われている⁽¹³⁾。しかし、実務上手続きが煩雑で報告義務等のハードルが高いことなど、利用者側からすればその使い勝手は必ずしも良いものではなかったため、より利用を促進する観点から改正が行われ、2000年11月に現行法であるSPC法が施行

された。

また、1998年に改正された「証券投資信託法」に新たに投資法人に係る規定を追加され「証券投資信託および証券投資法人に関する法律」に改正された。同法は改称され2000年11月「投資信託および投資法人に関する法律⁽¹⁴⁾」が施行され、このなかで明確に不動産を直接運用できるよう規定が設けられた。このように2000年に「資産流動化型」と「資産運用型」の不動産証券化に係る基本法が確立し、不動産証券化の際の代表的導管体となる特定目的会社と投資法人・投資信託が法的に整備された。

4. 証券化事業におけるSPCの特徴

先に述べたように、日本における不動産証券化事業の利用促進のために、導管体であるSPCの利便性を高めるという方向で旧SPC法は、SPC法へと改正された。以下では、証券化に利用されるSPCについて、SPC法上のTMKに係る規定を概観し、その事業体としての特殊性、すなわち証券化事業におけるSPCの利便性に焦点を当て検討する。

(1) 特定目的会社

TMKとは「資産の流動化のみを目的として設立される特別法上の営利社団法人⁽¹⁵⁾」である。資産の流動化はSPC法第2条2項で下記のように定義されている。

この法律において「資産の流動化」とは、一連の行為として、特定目的会社が資産対応証券の発行若しくは特定借入れにより得られる金銭をもって資産を取得し、又は信託会社（信託業法（平成十六年法律第百五十四号）第二条第二項に規定する信託会社をいう。以下同じ。）若しくは信託業務を営む銀行（銀行法（昭和五十六年法律第五十九号）第二条第一項に規定する銀行をいう。以下同じ。）その他の金融機関が資産の信託を受けて受益証券を発行し、これらの資産の管理及び処分により得られる金銭をもって、次の各号に掲げる資産対応証券、特定借入れ及び受益証券に係る債務又は出資について当該各号に定める行為を行うことをいう。

- 一 特定社債、特定約束手形若しくは特定借入れ又は受益証券 その債務の履行
- 二 優先出資 利益の配当及び消却のための取得又は残余財産の分配

SPC法の規定には、株式会社に準ずる規定が多く存在しているが、資産の流動化・証券化という事業における特徴はどのようなものであるのかについて、TMKの設立・業務開始とガバナンス態勢についての規定を次項で概観していく。

(2) TMKの設立・業務開始

TMKの設立は、発起人が定款を作成（同法第16条1）する。この発起人の資格については特段の定めはなく、金融機関のみならず一般の事業会社も資産の流動化・証券化のために特定目的会社を設立することが可能であり、また複数の発起人による設立も認められていると解されている⁽¹⁶⁾。2006年5月の会社法施行⁽¹⁷⁾に伴い、最低資本金の規定、資本金となる特定出資の一口あたり

金額の規定が削除された。それまでは最低資本金については10万円と規定されていた。なお、旧SPC法ではこの金額が300万円と旧有限会社法上の有限会社に係る規定と同額であった。

出資口数およびその割当については、株式会社と同様、定款または発起人全員の同意を持って定めるものとされた(同法第17条)。TMK設立までのプロセスは以下の通りである(同法第16～24条)。

- ① 定款の作成
- ② 発起人による特定出資の宗口数の引受け・払込み
- ③ 設立時取締役および設立時監査役の選任
- ④ 検査役の調査等
- ⑤ 設立登記

TMKの業務開始については、同法では第4条で「業務開始届」(商号・営業所住所・役員氏名および住所など：同法第4条2の一～六)を内閣総理大臣に届け出ることを規定しており(同法第3条の1)、その書類には「資産流動化計画」(計画期間・資産対象証券の総額やその償還について等基本的な事項を定めた計画：同法第5条1の一～六)を添付することを義務付けている(同法第3条3の二)。旧SPC法上では届出制ではなく、内閣総理大臣の登録をもって業務開始が許される登録制によるものであった(旧SPC法第3条)。また、定款には資産流動化計画が含まれており(旧SPC法第18条2の6)、旧SPC法上の設立および業務開始に係る規定においては計画の詳細が未定の段階で資産流動化計画を作成しなければならず、その後に変更が生じた場合さらにコストが生じるなど、機動的な流動化の実施が困難であるといった問題が生じていた。⁽¹⁸⁾

なお、「資産流動化計画」の内容に社員総会(株式会社における株主総会に当たる)の決議の内容、および取締役の行為が違反する場合、社員、特定社債権者等の債権者がその決議および行為を停止させることが出来る(同法第57条2および第64条1)。

これはTMKの事業が「資産流動化計画」に従って営まれる業務以外の、他の業務を営むことを禁止している(同法第195条1)からであることに他ならない。流動化・証券化業務について、当該業務以外で被った損害は、原資産の生み出すところ以外での損害となり、資産の価値とは関係の無いところから生じた損害となる。純粋に原資産の収益のみを裏づけとした流動化業務のみを業務とするよう規制を設けることで、債権者の保護を図っていることになる。

(3) TMKの機関

TMKにも株式会社同様、最高意思決定機関である社員総会、業務執行機関である取締役会、取締役の業務の執行を監査する監査役という機関が存在する。

① 社員総会

社員総会で決せられる決議事項については二種類存在し、優先出資社員が存在しない場合(第

一種特定目的会社：SPC法第51条1の一)の社員総会が目的とすべき事項(同法第51条1の三のイ)および優先出資社員が存在する場合(第二種特定目的会社：同法第50条1の二)の社員総会が目的とすべき事項のうち、優先出資社員が議決権を有する事項以外の事項である無議決権事項(同法第51条一の3)と第二種特定目的会社の社員総会が目的とすべき事項のうち、優先出資社員が議決権を有する事項(同法第51条1の三のロ)とに分けられる。

決議方法は、無議決権事項について総特定社員の議決権の過半数を有する特定社員が出席し、そのうちの過半数の議決権をもって行なう(同法第60条1)。有議決権事項については、総特定社員および総優先出資社員の議決権の過半数を有する特定社員が出席し、そのうちの過半数の議決権をもって行なう(同法第60条2)。

要するに、特定社員のみで決議できる事項と優先出資社員も含めて決議する事項とに分かれており、このように分離することによって、決議事項の重要性に応じて、また優先的に分配を受ける側としての権利の保障のために、機動性のある決議方法を採用しているものであると推測される。

②取締役・会計参与および監査人

SPC法第67条では、取締役、監査役、会計監査人(または会計参与)を設置するよう義務付けている。同法上の特徴として、取締役および監査役については、欠格事由として、以下の規定が設けられている(同法70条1の七～十)。

- ① 資産流動化計画に定められた特定資産の譲渡人(当該譲渡人が法人であるときは、その役員)
- ② 資産流動化計画に定められた特定資産(信託の受益権を除く。)の管理および処分に係る業務を行わせるために設定された信託の受託者である法人の役員(第200条3の規定に基づき特定資産の管理および処分に係る業務を委託したときは、当該業務の受託者(当該受託者が法人であるときは、その役員))
- ③ 資産流動化計画に定められた特定資産が信託の受益権である場合には、当該信託の受託者である法人の役員
- ④ 特定出資信託の受託者である法人の役員

この規定により、証券化におけるオリジネーターなどからの人的支配からTMKを隔離しているということがわかる。

(4) TMKに対する公認会計士監査

TMKに作成が義務付けられている計算書類は、貸借対照表、損益計算書その他特定目的会社の財産および損益の状況を示すために必要かつ適当なものとして内閣府令で定めるものである(同法第102条2)。これらの資料は、監査役および会計監査人(同法第102条5～6)の監査を受ける必要があるとされている。しかし特定社債のみを発行し、特定社債の発行額と特定借入

れの総額との合計額が政令に定める金額に足りないTMKについては、公認会計士による監査を受ける必要が無いとしている。(第85条4)政令ではこの金額を200億円と定めており、旧商法特例法上の大会社(資本金5億円以上、又は、負債総額200億円以上の株式会社：旧商法特例法第1条2)が監査役による監査、および会計監査人による監査を受ける必要がある旨を定めている(旧商法特例法第21条の26)ものと同様の規定になっている。

旧商法特例法では資本金が1億円を超える株式会社について、定款をもって大会社の監査に関する特例の適用を受けることが可能で、みなし大会社となり大会社と同様の監査、会計監査を受けることが可能となるわけだが、TMKについて公認会計士監査の規定には資本規模に応じた規定がない。

(5) 証券化事業におけるSPCの特殊性

SPC法上のTMKについてのガバナンス規定を見ていくと、事業内容を資産の流動化・証券化のみに制限する規制を設けることで債権者の保護を図っており、取締役および監査人の欠格事由規定により、TMKの人的な独立を図るよう規定されている。しかし、資産の流動化・証券化の「器」として利用される事業体であるがゆえに、現行法ではその組織・資本面において簡素化の措置が取られている。

このような組織・資本面における簡素化は、旧SPC法からの改正が資産の流動化・証券化においてTMKの利用を促進させようという意図が存在していたからである。旧SPC法下においては、法人課税、および最低資本金制度の適用がないこと、倒産隔離の面で慈善信託の利用が可能という点から、海外、特にタックス・ヘイブン諸国の一つに挙げられるケイマン諸島にSPCを設立するケースが多くみられ、国内においてTMKが設立されるケースはあまりみられなかった。

こうした背景から日本国内にTMKを設立し易いよう旧SPC法が改正され、現行のSPC法が整備されたのである。つまり、日本国内でもTMKを利用した資産の流動化・証券化の促進のために、TMKの組織、および資本面に関する規定を簡素化する、すなわち資産の流動化・証券化の「器」としての利便性が重視されたということである。

5. おわりに

本論文では、まず日本における不動産証券化事業の本格的導入に至る経緯を概観した。バブル崩壊後の不良債権処理問題が顕在化した1997年以降、その対応策を巡る議論の中で、不良債権の担保となっている不動産の証券化が中心的テーマとなった。その後制度的インフラ整備が急速に進められ、現在の不動産証券化事業の枠組みが形成された。

次にこうして形成されたスキームの一つである資産流動化型不動産証券化について、SPC法上のSPCであるTMKの規定を概観し、その特性を検討した。TMKは法人であり、基本的には会社法の規定を遵守するものとされるが、資産の流動化・証券化という特殊な事業に係る規定であるがゆえに、役員欠格事由など他の一般的事業体の規定とは異なるものも存在している。

しかし現行SPC法は、旧SPC法からの改正において、SPCの利便性を高めるという方針の下、設立やガバナンス規定に簡素化が図られた規定である。

先に述べたように証券化取引導入時に不良債権担保となっている不動産の証券化が真っ先に取り上げられたことを踏まえると、ここでいう証券化のメリットとは、対象資産のオフバランス化であると解せられる。資産流動方不動産証券化では継続的関与を持ったまま当該不動産をオフバランスすることが可能であり、その収益をもとに資金調達も可能となる。こうした取引のメリットを享受し、なおかつ社会的問題となっていた不良債権処理についても解決できるとなれば、法制度もそれを助長するよう整備されるのは当然である。

このオフバランスを第一の目的とした制度設計は、原所有者でからのオリジネーターリスク⁽¹⁹⁾を低減する意味合いも持つ。このような傾向は、これまでの筆者の研究で主張しているように、会計制度にもみられている。すなわち証券化に係る会計制度は対象不動産のオフバランス化、および当該不動産を譲り受ける特定目的会社を諸リスクから隔離することを前提に構築されていたものと解される。今後の研究ではこの整理を踏まえ、証券化に係る会計制度の問題をとらえていくこととしたい。

参考・引用文献

片山さつき『SPC法とは何か 資産の証券化と流動化に向けて』日経BP社, 1998年8月

小林秀之編著『資産流動化の仕組みと実務－倒産隔離と近時の立法－』新日本法規, 2003年12月

社団法人不動産証券化協会編『不動産証券化ハンドブック2009-2010』2009年6月

高橋円香『不動産証券化に関する会計研究』明治大学大学院博士学位請求論文, 2011年3月

(注)

- (1) 本論文の大部分は拙稿『不動産証券化に関する会計研究』(明治大学大学院博士学位請求論文)(2011年3月)「第2章 不動産証券化」に加筆・修正をしたものである。
- (2) 資産の流動化に関する法律(平成十年六月十五日法律第百五号)
- (3) 流動化・証券化の導管体として利用される特別目的事業体はSPVまたはSPEとされ欧米などで一般的に利用されている略称であるが、国内では会社形態をとるSPV・SPEを指すSPCという略称が多く使われている。本論文では形態は問わず導管体としての機能を考慮するため、3つの呼称を併用している。なお、本文中の引用については引用文献での表記のままである。
- (4) 一般的に、SPC法上の特定目的会社は、SPCと区別するためローマ字表記(Tokubetsu Mokuteki Gaisya)の頭文字をとり「TMK」と略される。本論文でもこれを採用している。
- (5) 社団法人不動産証券化協会編『不動産証券化ハンドブック2009-2010』(2009年6月)26ページ。
- (6) 平成六年六月二十九日法律第七十七号
- (7) 平成四年六月五日法律第七十七号
- (8) 「特定住宅金融専門会社の債権債務の処理の促進等に関する特別措置法」(平成八年六月二十一日法律第九十三号)
- (9) 片山さつき『SPC法とは何か 資産の証券化と流動化に向けて』日経BP社(1998年8月)24ページ。
- (10) 同上書, 31ページ。

- (11) 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(平成十二年法律九十七号にて改正前のもの)
- (12) 不動産証券化協会, 前掲書(注5)28ページ。
- (13) 同上。
- (14) 昭和二十六年六月四日法律第九十八号
- (15) 小林秀之編著『資産流動化の仕組みと実務－倒産隔離と近時の立法－』新日本法規, 2003年12月, 96ページ。
- (16) 同上書, 107ページ。
- (17) 平成十七年七月二十六日法律第八十六号
- (18) 小林, 前掲書(注15)109ページ。
- (19) オリジネーターリスクについては、川北秀隆編『証券化—新たな使命とリスクの検証』、金融財政事情研究会(2012年)をもとに拙稿「資産証券化における会計制度の位置づけに関する考察」『経営論集』第25巻第1号(2015年)で詳しく述べている。

(2018.10.12 受理)