

中国における不動産証券化の現状と課題

平成 21 年 8 月

東京工業大学

国際開発工学専攻

張 磊

目 次

1. はじめに.....	1
2. 日本の REIT の状況.....	1
2.1 不動産証券化のメリットとデメリット.....	2
2.1.1 メリット.....	2
2.1.2 デメリット.....	3
2.2 プレイヤー.....	3
2.3 不動産証券化スキームの特徴.....	4
2.4 J-REIT に関する官庁.....	7
2.5 法制度.....	8
2.6 J-REIT の売買に関する税制度.....	9
3. 中国の REIT の現状と課題.....	11
3.1 中国の REIT の現状.....	11
3.1.1 土地使用权.....	11
3.1.2 法制度.....	13
3.1.3 税制度.....	17
3.1.4 市場の需求.....	18
3.2 中国の REIT の課題.....	18
4. 課題の解決策の提案.....	20
5. おわりに.....	22

1. はじめに

米国で1960年に誕生したREIT (Real Estate Investment Trust) は、その名の通り、「不動産 (Real Estate)」に投資する「投資信託 (Investment Trust)」のことであり、投資家から証券会社を通じて集められた資金を運用のプロが、オフィスビルやマンション等に投資をして、その賃貸料や売却益を投資家に分配する仕組みの商品である。

中国では2005年に香港証券取引所に中国本土物件を投資対象とした初の上場REITが誕生した。しかし、その後、外資に対する規制等により、中国における不動産の証券化は私募REITにとどまっている。中国の不動産市場の潜在力を考えると、公募の民間資金による不動産市場の発展が期待される。

ここでは、中国の不動産市場・証券化の現状を把握し、REIT市場を志向するが私募REITにとどまる中国の不動産市場の課題を整理する。それらを日本のJ-REITの普及の要因と比較し、中国において民間資金の活用を考えた場合にフィールドをどう整備したらよいかを考える。

2. 日本のREITの状況

近年、不動産事業リスクの顕在化により、従来の尺度で不動産事業や不動産投資を進めることができなくなり、事業者や投資家はこれまでの考え方を大きく転換せざるをえなくなった。

今後も地価は景気や需給を反映して中期的な周期で変動すると見れば、不動産の長期保有は必ずしも合理的な投資選択といえず、収益性と流動性を重視し、適切なタイミングで不動産を売買して、期間収益を得ることが求められる。不動産の証券化は、このような新しいパラダイムに合致した仕組みで、その登場は必然的なものであったともいえる。

J-REITは2001年9月に2銘柄（時価総額2,600億円）が東京証券取引所に初上場されて以来、現在（7月末）では41銘柄（時価総額2兆9,349億円）に拡大した。市場規模推移においては、2007年5月末のピーク時には時価総額6兆8,024億円まで達したが、2008年後半から世界金融危機が起こると同時に、J-REITも大きな影響を受けた。

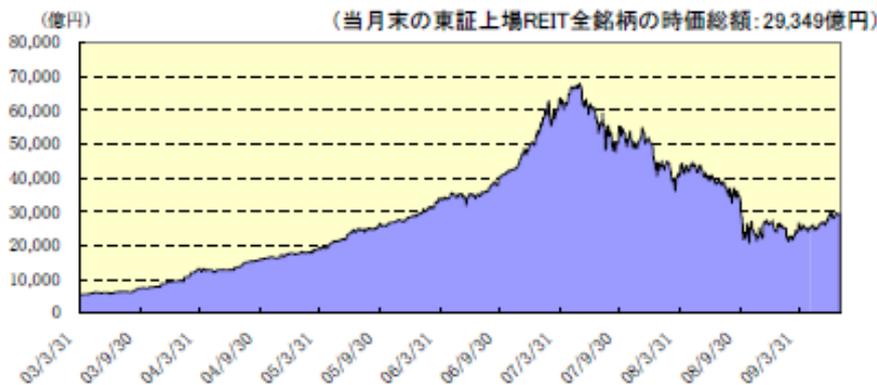


図 1. J-REIT 全銘柄の時価総額の推移

日本における不動産投資信託（ファンド）は投資家から資金を募り不動産に投資する仕組みであるが、大きく分類すると公募と私募の二つのタイプがある。

- 公募— 個人投資家も含め広く資金を募り、株式と同様に上場市場で売買される REIT である。公募が換金性、公開性が高く、投資参加者の制限がないということに対して、様々な法律による規制がある。
- 私募— 特定少数の投資家から資金を募り、上場しないファンドである。私募に関する規制が相対的に緩く自由度が高いことに対して、投資参加者が限定され、換金性、公開性が低いということがある。

2.1 不動産証券化のメリットとデメリット

2.1.1 メリット

- 運用収益の安定的分配が期待できる：

不動産投資信託は、不動産の運用収益を投資家に分配する金融商品である。不動産が適切に管理運営されている場合には、賃料収入は比較的安定していると期待される。しかし、短期的に大きなキャピタルゲインを狙うようなタイプの商品ではなく、中長期的投資に向けた商品である。
- 配当利回りの比較優位性：

不動産投資信託は、定められた一定の要件を満たすことで、投資法人段階での法人税が実質的に非課税になり、また収益のほとんどが分配にまわされる。結果として、法人税がかかる上場不動産会社株等に比べると相対的に高い配当利回りが期待できる。
- 小口分散投資が可能：

従来、不動産への投資には大きな金額の投資額が必要であったため、そもそも不動産投資というものは一般的には難しく、まして複数の不動産を保有して分散投資をすることは極めて困難であった。しかし、不動産投資信託は、その商品性から、少額からの投資が可能であり、また投資法人自体が不動産を複数保有することで間接的に分散投資効果も期待できる。
- リスク・リターン特性（株式、債券、実物不動産）：

一般的に投資対象をリスク・リターン度で並べると株式、実物不動産、債券の順でハイリスク・ハイリターンからローリスク・ローリターンとなるが、不動産投資信託は株式と債券の中間のリスク・リターンの位置付けとなると考えられる。

2.1.2 デメリット

- 保有不動産に関するリスク：

REITはその収益の大半を保有不動産から得られる賃料収入に頼っている。そのため、賃料の値上げ・値下げ、入居率（空室率）の増減の要因等による賃料収入の増減はREITの収益に大きな影響を与える。特に、自然災害等によって保有不動産に大きな損害が生じた場合にはREITの価格は大きく変動することもある。また、大きな損害が生じなくとも、不動産の老朽化や立地環境の変化等によっても不動産の価値は変動する場合がある。
- 金利変動に伴うリスク：

REITはその配当の高さから、金利商品としての特徴を強く持っている。それによって、金利の上昇局面等で他の金利商品との比較からREITが売られ、価格が下落するといった状況もある。結果として収益が少なくなることもあるため、会社の財務の負担が大きくなる。
- 市場リスク：

REITは株式と同様に金融商品取引所等で売買されている。そのため、市場における需給や不動産市況に対する見通し等、様々な要因で価格が変動する。また、REITの中には資産規模が小さく流動性の低いものもある。こうしたREITへの投資は、流動性の高い株式等に比べて制約を受けることもある。
- 信用リスク：

REITは、一般の事業会社と同様にその運営如何によっては収益や財務体質が大きく変動することがある。また、収益の悪化等の理由により投資企業が倒産することもある。
- REIT制度に関するリスク：

REITに関する法律（税制度、会計制度等）が変更となった場合、REITの価格や配当に影響を与える。

2.2 プレイヤー

不動産証券化・流動化の実質的な流れの中では、多くの専門家がそれぞれの役割を果たしている。ここで、主なプレイヤーを以下に記載する：

- 投資家：

株式や債券等の有価証券を資本市場で売買し投資を行う他、不動産等の実物資産への投資や融資を行う者である。
- オリジネーター：

証券化・流動化の対象となる資産の原所有者である。
- アレンジャー：

オリジネーターによる検討段階から、証券化・流動化の組成、取引の実行までのプ

プロジェクト全般をマネジメントする専門家である。

- **アセットマネジャー：**
クライアント(物件所有者)からの委託を受けて、クライアントの不動産のポートフォリオに関し、その投資からの売却処分に至るまでの運用に関して助言もしくは代行を行う者である。
- **プロパティマネジャー：**
不動産の所有者やアセットマネジャーから委託を受けて、不動産の収益の増加と建物管理コストの削減を図るべく、不動産の運営・管理の実務であるテナント管理と建物管理の他、コストマネジメント等の業務を行う者である。
- **ノンリコースローンレンダー：**
多数の SPC（特定目的会社）がデット資金（借入）を銀行やリース会社等からのノンリコースローン（非遡及型融資）によって調達しており、ノンリコースローンレンダーは不動産証券化・流動化におけるデット投資家（不動産から得られる収益から、まず優先して元利金の償還を受けられる者）のメインプレーヤーである。（主に銀行、信託銀行、証券会社）
- **信託会社：**
信託の受託者として、信託契約に従って不動産の賃貸、管理運営および売却処分を行い、不動産からの得られる賃貸収入等の収入から各種の経費を控除した残りを、信託配当として受益者に分配することを行う者である。

2.3 不動産証券化スキームの特徴

以下のように不動産証券化には4つの主なスキームがある：

- **投資法人：**

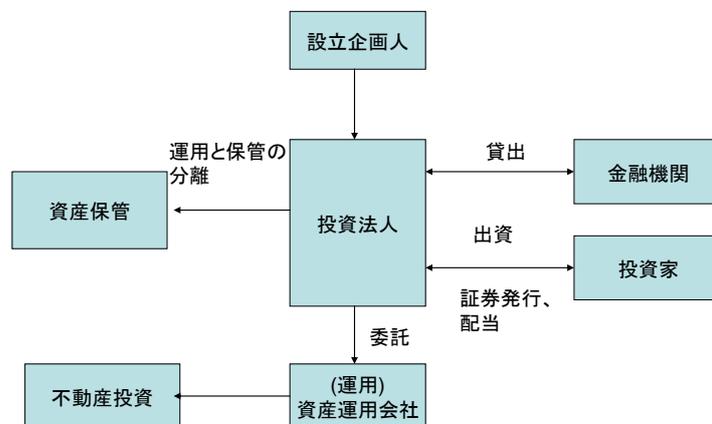


図 2. 投資法人スキーム

スキームの特徴：

[全 般]

- ① 投資信託および投資法人に関する法律に基づいて設立された投資法人が投資証券を発行することにより、投資家から出資を募るスキームである。
- ② 投資証券については、証券取引所に上場市場が整備されており、個人投資家が証券会社を通じて売買が可能である。
- ③ 投資証券には、有価証券として証券取引法に基づく情報開示規制や販売規制が適用される。

[行為規制]

- ① 資産運用については、投信法に基づき認可を受けた投資信託委託業者に業務委託されなければならない。

● 特定目的会社 (TMK)：

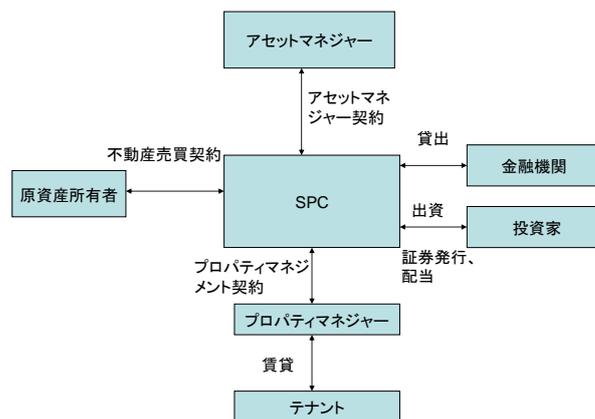


図 3. 特定目的会社スキーム

スキームの特徴：

[全 般]

- ① 資産流動化法に基づいて設立された特定目的会社が優先出資証券を発行することにより、投資家から出資を募るスキームである。
- ② 優先出資証券には、有価証券として証券取引法に基づく情報開示規制や販売規制が適用される。

[行為規制]

- ① 不動産の管理処分については、資産流動化計画に沿って、信託会社または宅建業者に業務委託される。

● 合同会社+匿名組合：

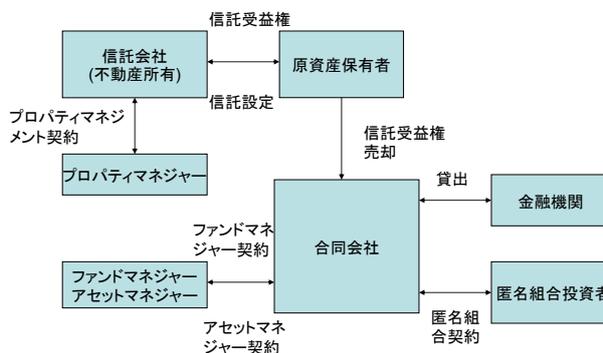


図 4. 合同会社+匿名組合スキーム

スキームの特徴：

[全 般]

- ① 資産保有者は、不動産を信託会社に委託して、それで信託受益権を受ける。また、合同会社はその受益権を買収して、それによって生ずる収益で投資家に分配するというスキームである。

匿名組合：

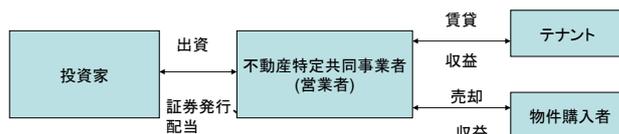


図 5. 匿名組合スキーム

スキームの特徴：

[全 般]

- ① 不動産特定共同事業契約を締結して、該当不動産特定共同事業に基づいて営まれる不動産取引から生ずる収益または利益の分配を行うスキームである。
- ② 不動産特定共同事業の締結の代理または媒介をする行為で業として行うスキームである。

[行為規制]

- ① 事業許可の際に行政庁の審査を受けた約款に基づいて契約を締結する義務がある。
- ② 契約成立前の書面交付・対面説明義務、契約成立時の書面交付義務がある。
- ③ 事業者は、投資家の求めに応じ、財産の管理状況について随時報告する他、定期的に報告書を交付する義務がある。

2.4 J-REIT に関係する官庁

● 国土交通省：

国土の総合的、体系的な利用・開発・保全、またそのための社会資本の総合的な整備、交通政策の推進等を担う責任官庁として設置された。中央省庁等改革の趣旨を踏まえ、より良い行政サービスの提供を目指し、総合的な国土交通行政を展開している。日本における不動産業に対して、以下のような事務を行っている。

- 不動産業の発達、改善および調整並びに不動産取引の円滑化及び適正化に関する事務
- 不動産特定共同事業の発達、改善および調整並びに不動産投資市場の整備に関する事務
- 宅地および建物の取引、分譲マンションの管理に係る苦情の処理、および宅地建物取引業者、マンション管理業者等の監視、監督に関する事務

● 金融庁：

国の経済の再生と活性化のためには、不良債権問題を解決して、構造改革を支えるために強固な金融システムを構築することが不可欠である。また、経済発展を支える投資資金が円滑に供給されるよう証券市場の構造改革を進め、「貯蓄から投資へ」の流れを加速していくことも重要である。

金融庁においては、市場規律と自己責任原則を基軸とした、透明かつ公正な行政を基本に、金融制度の企画立案や民間金融機関等に対する厳正な検査、監督、証券取引等の監視を通じ、このような重要な課題に全力を挙げて取り組んでいる。J-REIT に関する金融商品の取引のため、公平で適切な環境を作り出している。J-REIT に対する法整備の具体的な内容は、以下のように大きく分けられる：

- 投資性の強い金融商品に対する横断的な投資者保護法制の構築
- 開示制度の拡充
- 取引所の自主規制機能の強化
- 不公正取引等への厳正な対応

● 財務省

健全な財政の確保、適正かつ公平な課税の実現、税関業務の適正な運営、国庫の適正な管理、通貨に対する信頼の維持および外国為替の安定の確保を図ることを任務とする。不動産業における土地使用税制と J-REIT に関する課税制度を制定する。

- **法務省**

基本法制の維持及び整備、法秩序の維持、国民の権利擁護、国の利害に関係のある争訟の統一かつ適正な処理並びに出入国の公正な管理を図ることを任務とする。また、整備された法律はJ-REITに対する施行が成功するかしないかにとって重要なポイントだと考えられる。

2.5 法制度

J-REITは日本の投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)に基づいて組成される。不動産証券化は金融商品として取引されるため、証券取引法、投資信託および投資法人に関する法律、銀行法、保険業法その他の関係法律によって規律される。しかも、近年の現実の様々な事案において、証券取引法の規定の不備等が指摘されていたことにより、法案の一部の改正で金融商品取引法(金商法)が平成19年に施行された。金商法は不動産証券化ビジネスに関する様々な事項を規律する法律である。そのため、J-REITに適用する法制度は整備されつつある。また、J-REITに適用する主な法律を以下のようなものがある。

- **投資信託および投資法人に関する法律—投信法(J-REITには、基本的な法律規制)：**

投資信託または投資法人を用いて投資者以外の者が投資者の資金を主として有価証券等に対する投資として集合、運用し、その成果を投資者に分配する制度を確立し、またこれらを用いた資金の運用が適正に行われることを確保するとともに、この制度に基づいて発行される各種の証券の購入者等の保護を図る。これにより、投資者による有価証券等に対する投資を容易にし、よって国民経済の健全な発展に資することを目的とする法律である。

- **金融商品取引法—金商法(J-REITの他、金融商品には専門的な法律規制)：**

「証券取引法」の改正法。2006年の「証券取引法等の一部を改正する法律」により、証券取引法の題名を「金融商品取引法」と改めた。金商法は、株式や変額保険等投資性の強い金融商品、サービスに対し、投資者保護のため、幅広く横断的な制度の整備を図り、規制を及ぼそうとするものである。これにより、証券取引法をはじめ金融先物取引法や投資顧問業法等の複数の法律により複雑に規制されたものが一本化され、金商法の施行と共に金融先物取引法等が廃止された。

この規制の横断化のほか、規制の柔軟化も特徴としてある。業務内容の違いや、顧客対象の違い、すなわち機関投資家等のプロか一般投資家を区別して、行為規制を柔軟化している。さらに、企業の内部統制に関する強化も盛り込まれた。

- **会社法：**

会社一般について定める法律である。最近の社会経済情勢の変化への対応等の観点から、最低資本金制度、機関設計、合併等の会社に係る各種制度のあり方について、見直しを行った。不動産証券化・流動化においては最重要な法令の一つである。

- **不動産特定共同事業法**（不動産会社の事業推進のため活用しうる仕組み）：

「不動産特定共同事業法」、すなわち複数の投資家が出資して不動産会社等が事業を行い、その運用収益を投資家に分配する事業について、これによって販売される不動産小口化商品を買う投資家を保護するために制定された法律である。

事業者としては、資本金1億円以上で宅地建物取引業法上の宅地建物取引業者としての免許を受けている株式会社が原則であり、不動産特定共同事業契約という概念を中心に構成されており、これは認可を受けた約款に基づかねばならないという厳しい制限がある。

特に、事業者を許可制にしており、これが同法に基づくスキーム組成の大きなハードルとなっている。そして、同法は、実物不動産取引を対象としており、不動産信託受益権を保有する場合には適用されない。そのため、不動産証券化・流動化のスキーム、そして不動産特定事業法を用いたものはあまり利用されなくなり、GK+TKスキーム（合同会社+匿名組合）が一般化した。

- **信託法**

ある者（委託者）が信頼できる者（受託者）に財産を引き渡し、一定の目的にしたがい、一定の者（受益者）のために、受託者がその財産（信託財産）を管理・処分する制度を「信託法」といい、そのような信託に関わる法律関係を規律する法律である。

SPCが実物不動産を保有しようとする、不動産特定共同事業法の適用を受け、許可を要することになってしまったため、不動産を信託受益権化してSPCが保有するのが一般化している。また、不動産証券化ビジネスにおいては、会社型のヴィークルを用いることが一般化しているが、契約型、すなわち信託をヴィークルとする手法が考えられる。このようなことから、信託法は不動産証券化ビジネスと深い関わりを持つ。

- **資産の流動化に関する法律**

特定目的会社または特定目的信託を通じて、保有する資産を裏付けとした有価証券や社債の発行、または対象資産の信託受益権を譲渡等することで行われる資産の流動化について様々な規制を定める法律である。SPCはこの規制法律に基づき、設立された特別法上の営利社団法人のことである。

- **宅地建物取引業法**

宅地建物取引業法は宅地・建物取引の公正を確保し、顧客の利益の保護等を目的として、宅地・建物の取引に関わる宅地建物取引業者についての免許制度を定める共に、重要な事項の説明、書面の交付業務、取引一任代理等に係る特例等様々な業規制を定めている。

2.6 J-REITの売買に関する税制度

日本の土地税制の推移土地使用に関する不動産証券化には、土地税制が基本的な税制度であり、その特別な金融商品に対して、株式に適用する課税制度もある。J-REITに対する課税の仕組みは、配当控除の適用がないことを除けば、上場株式に対するものと基本的

に変わらない。即ち、元本保有期間中の収益分配金は配当所得として原則総合課税、元本売却による利益は譲渡所得として分離課税される。

- **J-REIT** の収益分配金に対する課税：

配当所得は、現在軽減税率の適用により、収益分配金受取時に 20%の所得税が源泉される。その他に所得がある場合は、合算して所得税並びに住民税が総合課税されることになる。

- **J-REIT** の売却損益に対する課税：

J-REIT の売却により、利益がでた場合には原則として 20%（所得税 15%、住民税 5%）の税金により課税される。証券会社等の源泉徴収ありの特定口座にて売却した場合は、10%の源泉徴収のみの課税を完結できる申告不要制度を選択することもできる。

J-REIT の売却により、損失がでた場合にはその損失額は、同年中の他の株式等の譲渡益と通算することができるが、それ以外の所得と通算することは認められていない。但し、同年中の他の株式の譲渡所得と通算して、通算しきれない損失額は毎年確定申告することを条件とし、翌年以 3 年間に繰越、翌年以降の株式等の譲渡所得の金額から控除できるようになっている。

3. 中国の REIT の現状と課題

3.1 中国の REIT の現状

中国では、2000 年以後、都市化の急速な進展に伴い不動産投資が活発し、中国の不動産投資制度は時代の推移とともに大きく変化している。例えば、私有制から公有制へ、そしてまた一部の私有を認める公有制へと変わってきた。現在においても、不動産投資制度は健全化に向けて整備されている段階にある。

不動産投資市場制度は改革されて以来、都市住民の不動産投資に対する需要がますます増えている。しかし、現在の中国における不動産市場状況によると、数多くの不動産開発企業が持っている資金の不足や銀行による厳しい融資条件等の問題で、不動産市場が制限されている。そのため、REIT がそれらの問題を解決するためのよい融資手段だと考えられる。同時に、中国の不動産市場に新たなエネルギーを注ぎこんでいくと考えられる。

不動産証券化は中国の不動産市場に対して、以下の利点がある。

■ 資本の流動性の向上

現在の中国不動産市場では、大量な社会資金が積み立てられ、流動性が悪く、リスクがかなり高くなると考えられる。万が一、不動産危機が発生すると、中国はかなりの経済不況になると言える。

不動産証券化は証券の流通性を利用して、不動産の長期資本を同市場の短期資本と結びつけることで不動産市場の資本の流動性を向上する。それにより、不動産市場のリスク防止と分散の能力を強める。

■ 不動産資本ソースの開拓

現在の中国における不動産市場は非常に巨大であり、それを開拓するためには、大量な資金を投入しなければならない。それによる資金不足は単に政府財務に頼ってはいけない。しかし、不動産証券化により、社会と個人に向けての融資が可能になり、融資の規模も銀行と媒介機関に制限されないことになる。新たな資本ソースができることに役立つ。

■ 中国の資本市場の完全・多様な投資手段

不動産証券化は新たな金融商品であり、資本市場に新たな融資手段をもたらす。それにより、投資手段が多様化し、資本市場の投資の選択可能性を向上させ、同時に低コストで資金調達が可能になり資本市場の運営効率を高める。

3.1.1 土地使用权

3.1.1.1 中国土地の所有制度

中国の土地所有制度は、土地の私的所有制を認めず、都市部の国家土地所有制と農村部の集団土地所有制との二つの公有制の形態をとっている。これに対応して、中国の土地所有権も二つに分けられている。すなわち、国家土地所有権および集団土地所有権である。

- **国家土地所有権**

国家土地所有権とは、国家の代表が国有土地に対し行使する権利である。国家土地所有権者は国家であり、国家が抽象的な存在であるため、具体的な権利行使はその代表に委ねる。

国有土地の利用を実現するため、その土地所有権の占有、使用の権能を土地の使用者に譲る必要がある。国有土地については、国に所有権があるため、その所有権の登記の必要はなく、登記の対象となるのは、国有土地使用権である。その登記申請者は、審査を経て、国有土地の使用となり、国有土地使用権の証書を受領する。

- **集団土地所有権**

集団土地所有権とは、農民集団が法により集団所有の土地に対し行使する権利である。集団所有の土地について、県級政府が登記簿を作成し、集団土地所有権の証書を発行する。

集団土地所有権は、次のように制限されている。その権利の制限は、次の二つの面に表れている。

第一に、収益権能上の制限である。集団所有の土地は、直接に不動産の開発に用いることはできない。不動産の開発のために、集団所有の土地を用いる必要がある場合は、まず不動産開発業者が土地所在の政府の土地管理部門に申請しなければならない。その申請が許可されたら、国が集団所有の土地を収用し、国有土地に転換した後、その土地の使用権を不動産開発業者に譲渡する。

第二に、処分権能上の制限である。集団所有の土地は、無断で農業外の建設に譲渡、賃貸してはならない。また、集団土地所有権者は、自由に土地の用途を変更してはならない。

- **建物の所有権**

建物は、土地とは別個の財産で、私的所有権が認められ、賃貸や担保設定も可能であるが、土地と建物は一体処理という原則があるため、建物は敷地の使用権と一緒に処分しなければならない。

3.1.1.2 土地使用権

国有土地所有権の代表は、法に基づいて無償（割当）又は有償（譲渡）の形で、土地使用者に提供する。土地使用者は法により、市場取引の方法で国有土地使用権を取得することもできる。国有土地使用権は、取得される方法により、二つの種類に分けられている。即ち、割当土地使用権と払い下げ土地使用権である。

- **割当土地使用権**

割当土地使用権とは、土地使用者が法により無償・無期限で取得した国有土地使用権である。通常、割り当て土地使用権は国家機関、軍事用地、公共用地およびインフラストラクチャ用地等用途に限定されている。割当土地使用権は譲渡、賃貸または抵

当権設定をすることはできない。ただし、割当土地使用权は、払い下げ土地使用权に切り換えた場合には、譲渡、賃貸または抵当に供することができる。

- **払い下げ土地使用权**

払い下げ土地使用权とは、土地使用者が国有土地所有権の代表に対し払い下げ金を払って取得した土地使用权である。

中国は改革開放政策が実行されて以来、外資導入の必要性が生じ、外国資本と国内資本の合弁企業が認められる。ここでは、払い下げ土地使用权は合弁期間の使用料や政府が求める土地開発費を負担する有償・期限付きの使用权が生まれる。

国家が土地利用者に使用权を払い下げる際、その最長期間を用途別に定めている。

表 1. 国家が土地利用者に使用权を払い下げる際の最長期間

住宅用地	70年
工業用地	50年
教育, 科学技術, 文化, 衛生, 体育用地	50年
商業, 観光, 娯楽用地	40年
総合的なその他用地	50年

中国の土地使用权の場合には、使用权期間満了の1年以上前に延長申請しておけば、国は公共の利益の観点からその土地を収用する必要がある場合を除き、土地使用权の延長を認めなければならないとしている。延長する場合は、国に対して土地使用权払い下げ金を支払わなければならない。一方、期間が満了し延長されなかった場合には、土地使用权及びその地上建築物等は、国家が無償で取得できることになっている。

3.1.2 法制度

現在、中国では REIT に関連する法制度が未だ明確的に制定されていない。中国における既存の不動産に関連する法律は、主に次のようなものがある。「憲法」(2004年改正)、「民法通則」(1987年施行)、「担保法」(1995年施行)、「都市不動産管理法」(1995年施行)、「証券法」(1998年施行)、「土地管理法」(1999年施行)、「農村土地請負法」(2003年施行)、「物権法」(2007年施行)。そのほか、不動産に関する政府の条例と規則は同様な法的効力をもっている。

- **不動産開発の法制度**

不動産開発は、全面的計画、合理的配置、総合的开发および一括的建設を実行しなければならない。払い下げ土地使用权を取得し不動産開発を行う場合には、土地使用权払い下げ契約に約定された土地用途で着工、開発しなければならない。払い下げ契約に約定された着工、開発日を1年を超えてなお着工、開発しない場合には、土地使用权払い下げ金の20%以下に相当する土地放置費を徴収される。2年間着工、開発しない場合には、土地使用权を無償で回収される(ただし、不可抗力、政府行為での遅延

した場合を除く)。不動産開発プロジェクトの設計および施工は、国の関係基準および規範に適合しなければならない。不動産開発プロジェクトは、竣工し、検収を経て合格した後に限り、使用のために引き渡すことができる。

法により取得した国有土地所有権は、「都市不動産管理法」および関係法律、行政法規の規定に従って評価して、現物出資とし、合弁または合作により不動産を開発経営することができる。

不動産開発企業を設立する場合は、相応な法律により規制されている。特に、外資には企業設立が外国投資家投資企業の法律および行政法規の規定に基づき、審査手続きを行う。

● 不動産取引の法制度

■ 土地譲渡制度

中国において、土地の譲渡は土地所有権について行われている。この種の取引は、主に払い下げ土地所有権の譲渡と再譲渡の二つがある。

払い下げ土地所有権の譲渡が行われている市場は、土地の一级市場という。地方政府の土地管理部門が土地の所有権を一定の期間付きで土地の使用者に譲渡し、その所有権を取得した者が払い下げ金を支弁する。払い下げは主に協議、入札および競売の形で行われる。

一方、払い下げ土地所有権者が売買の契約によって土地所有権を再び他人に譲渡することは、土地所有権の再譲渡である。このような再譲渡の市場は土地の二级市場と呼ばれる。譲渡方法によって土地所有権が譲渡される場合に、その地上にある建物やその他の定着物も譲渡されなければならない。土地所有権の譲渡価格が明らかに市場価格より低い場合には、市または県の政府が優先購入権を有する。また、土地所有権の価格が高騰する場合には、市または県の政府は必要な対応措置を採る。

■ 土地賃貸借の法制度

土地の賃貸借は、主に払い下げ土地所有権について行われる。払い下げ土地所有権者が賃貸人として土地所有権および地上建物やその他の定着物を賃借人に賃貸し、使用させ、賃借人が賃貸人に対して賃料を支払う。

ただし、土地所有権払い下げ契約の規定する期間や条件に基づいて土地を開発利用していない場合には、土地所有権は賃貸借されてはならない。それは、土地所有権者が土地所有権を取得した後、実際に土地に対していかなる投資もせずに、ただ土地を放置しておくことや、土地所有権の賃貸借を利用して土地所有権を違法な売買行為をすることを防ぐためであると考えられる。

従って、土地所有権者は払い下げ方法で土地所有権を取得して、一定の資金を投入し、土地を開発、利用し、賃貸借の条件を満たした後、はじめて他人と土地所有権賃貸借契約を締結することが可能となる。

■ 建物譲渡の法制度

建物の譲渡は、主に住宅の売買市場において行われる。中国農村部の住宅は農民個人所有となっているので、原則として売買、賃貸等の取引が許される。しかし、現実には宅地が集団所有であるため、住宅の取引は大変困難である。特に、農民は住宅を売却、賃貸した後に、宅地を再び申請しても認可されないという規定がある。

一方、中国の都市部では、国の住宅制度改革の推進を伴い、住宅の私有化が急速に進んでおり、商品住宅の価格も高騰している。現在、商品住宅の販売には二つの方法がある。即ち、商品住宅の現物販売と予約販売である。その中で、商品住宅の予約販売は買受人にとって不利の面があるため、商品住宅の現物販売に比べ、法律による管理が強化されている。

■ 建物賃貸の法制度

建物を賃貸借する際に、賃貸人および賃借人は書面による賃貸借契約を締結し、賃貸期間、賃貸の用途、賃料および修繕責任等の条項ならびに双方のその他の権利および義務を約定し、かつ不動産管理部門に届出て登記しなければならない。

住宅用建物の賃貸借は、国および建物の所在する都市の政府が定める賃貸借政策を執行しなければならない。建物を賃貸して生産し、経営活動に従事する場合は、賃貸借当事者双方が協議して賃料その他の賃貸借条項を決定する。

建物所有権者が営利を目的とし、割当土地使用权に建設した建物を賃貸する場合には、賃料に含まれる土地収益を国に上納しなければならない。

● 不動産担保の法制度

法により取得される建物所有権は、当該建物が占有する範囲内の土地使用权と一括して抵当権を設定することができる。払い下げ土地使用权は、抵当権を設定することができる。不動産の抵当は、土地使用权証書および建物所有権証書に基づいて、これを行わなければならない。不動産を抵当に供する際には、抵当権設定者および抵当権者は、書面による抵当契約を締結しなければならない。不動産抵当権の設定された土地使用权が割当土地使用权である場合は、法により当該不動産を競売した後に、競売で取得する金額を納付したときに限り、抵当権者は優先して弁済を受けることができる。

不動産抵当契約が締結された後に、土地上に新たに増設された建物は抵当財産に属しないが、土地使用权と建物との一体処理制度があるため、当該抵当に供された不動産が競売される場合には、新たに増設された建物も競売されなければならない。ただし、抵当権者は新たに増設された建物の競売所得に対し、優先して弁済を受ける権利を有しない。

● 不動産登記の法制度

中国では、土地使用权および建物所有権の証明発行制度を実行している。払い下げ

土地所有権または割当土地所有権を取得したときには、県級以上の政府の土地管理部門に対して登記を申請し、県級以上の地方政府の土地管理部門の審査確認を経て、同級の政府が土地所有権証書を発行する。

法により取得した不動産開発用地上に建物の建設、不動産の譲渡および不動産の抵当を設定する場合には、土地所有権証書に基づき、県級以上の地方政府の建物管理部門に対して登記の申請を行い、県級以上の政府の建物管理部門が審査確認し、該当な証書を発行する。

もっとも、中国の土地と建物との登記機関は統一されておらず、登記制度も土地は「土地登記規則」、建物は「都市部建物権利帰属管理弁法」を中心に別々に規定されている。全国レベルの統一的不動産登記法は制定されていない。

● 証券法

不動産証券化は特別な金融商品として、証券に適用されている法律を同様に不動産証券化に使うことができると考えられる。証券法の特徴は、中国が証券市場の自由な発展を促そうとする方針をとるのではなく、国が統一的に市場を管理し、厳格な統制の基に置こうとする姿勢をとっていることに由来している。「証券法」は以下のような内容になっている。

- 株式の発行を届出制ではなく認可制にしたこと
- 信用取引、証券先物取引を禁止したこと
- 銀行資金の利用を禁止したこと
- 証券会社の顧客に対する融資を禁止したこと
- 国有企業による投機的取引を禁止したこと
- 場外取引を禁止したこと
- 証券業者(従業員を含む)の資格審査を厳格にしたこと
- 違法行為に対する処罰を強化したこと

信用取引や先物取引を禁止し、銀行融資等を利用した取引も禁止したことは、必要以上に証券市場が活性化し、利益追求のみを目的とした取引が拡大し、さらにそれらが投機行為に結びついていくような、証券市場の反公益的、反社会的な拡大は厳しく制限するというメッセージにほかならない。

3.1.3 税制度

表 2. 中国の土地関連税制度

		取得	不動産保有	不動産譲渡
国 税	個人	—	—	—
	法人	—	—	・企業所得税 (中央企業・地方銀行・非銀行金融機関) 損益通算により課税所得に 対し 33%
地 方 税	個人	・契稅 購入額に對し 3~5%	・都市郷鎮土地使用稅 (對内稅法) ・不動産稅 (對内稅法) ・都市不動産稅 (涉外稅法) 標準地価に對し 1.8% ・都市擁護建設稅 (對内稅法) 營業稅額に對し 1%	・土地増値稅 譲渡益に對し 30~60% ・個人所得稅 譲渡益に對し 20% ・營業稅 (住宅購入後 2 年以内の売 買の場合) 譲渡價格に對し 5%
	法人	・契稅 購入額に對し 3~5%	・都市郷鎮土地使用稅 (對内稅法) ・不動産稅 (對内稅法) ・都市不動産稅 (涉外稅法) 標準地価に對し 1.8% ・都市擁護建設稅 (對内稅法) 營業稅額に對し 1%	・土地増値稅 譲渡益に對し 30~60% ・企業所得稅 (中央企業・地方銀行・非銀行金融機関) 損益通算により課税所得 に對し 33% ・營業稅 譲渡價格に對し 5%

中国の土地税制度の中で、土地の取得、保有、譲渡等の三つの税制で構成されている。

- 取得関連税

土地所有権を移転する場合、受入企業と個人は契稅の納税者であり、購入額に對し 3~5%の稅率で課税される。

- 保有関連税

保有関連税では、不動産稅は建物を対象とする稅であり、建物の賃料収入に應じて、所有權者に對して課税される。不動産稅は内資（中国国内資本）企業、個人に適用される。外資企業に對しては、不動産稅は課されないが、同様の稅として都市不動産稅が課される。

不動産稅（都市不動産稅）の納税義務者は建物の所有權者であり、計算方法としては、建物の原価から 10~30%を控除した残額を課税標準とし、1.8%の稅率で年稅額を計算する。同様に、都市不動産稅の納税義務者は建物の所有權者であり、計算方法としては、建物の原価から 10~30%を控除した残額を課税標準とし、1.8%の稅率で年稅額を計算する。

- 譲渡関連税

不動産の譲渡で課税される稅として、營業稅、所得稅、土地増値稅がある。營業稅とは、広くサービスの提供に對して課せられる稅である。營業稅の課税範圍となる不

不動産の販売業務は建築物，構築物，その他土地に付着するものの売却行為を含む。不動産開発会社が開発した不動産を分

譲売却するときには、売却する不動産譲渡益に対し 5%の税率で納税する。そして、所得税が個人の場合には譲渡益に対し 33%の税率で課税されるが、法人の場合には損益通算により課税所得に対し 33%の税率で課税される。

一方、企業が不動産を売買して収入を取得する場合には、土地増値税が不動産の譲渡益に対し 30%~60%の税率で課税される。土地増値税の存在は、土地を開発して事業を行う開発業者にとって死活問題となるほどの重税である。

3.1.4 市場の需求

現在、マンション，オフィス等の賃貸市場は急拡大している。2001年のWTO（世界貿易機関）加盟による外資系企業の進出ブームを背景にオフィス需要は増加している。さらに、2006年12月の銀行業の対外全面開放等、外資進出に伴うサービス産業の規模拡大により、オフィス市場は新たな局面に入っている。オフィス賃貸市場の発展の将来性があると言える。

一方、多くの外資企業が進出することによって、住宅賃貸市場では外資企業の外国籍従業員による需要が高く、相当の部分をお占めている。また、国内富裕層向けの高級マンションと高級別荘の賃貸も注目されている。それにより、住宅賃貸市場の発展の将来性があると考えられる。国内企業にとっても、外資系企業にとっても、中国の不動産市場が魅力的なものだと考えられる。

日本の不動産証券化と中国の不動産証券化の比較結果を以下のようにまとめた。

表 3. 日本と中国の不動産証券化の比較

○：制度がある、×：制度がない

	日本		中国		
	私募(REIT)	公募(REIT)	公募(REIT)	私募(REIT)	既存
法制度	○	○	×	×	○
税制度	○	○	×	×	○
外国資本規制緩和	○	○	×	×	×
外国為替自由性	○	○	×	×	×
土地所有権	○	○	×	×	×

この表によると、日本の不動産証券化の場合に、法制度、税制度は非常に整備されている。そして、外国資本に対する積極的な導入制度、高い為替の自由性により、いい投資環境を作り出されると言える。一方、中国の場合には、現在不動産証券化に適用できる特別な法律がまだ制定しないが、既存の法律と制度はたくさんの不備のところがあ、外国資

本規制、為替の不自由および条件付きの土地所有権等により、不動産証券化の導入が制限されていると考えられる。

3.2 中国の REIT の課題

● 法制度の不足

J-REIT は投信法、証券取引法、投資信託および投資法人に関する法律、銀行法、保険業法その他の関係法律によって規律される。現在も J-REIT に適用する法制度は整備されていて、さらに完成に向かっている。

一方、中国では不動産証券化に関する法律法規がまだ制定されていない。現在の不動産証券化は、既存の法律で判断されざるを得ない。しかし、その新たな融資手段に対して既存の法律は完全に適用できると言えない。例えば、現行の証券法には、不動産資産の証券化に適用する規制が足りないことにより、それに関わる問題に対応できないという状況になる。それに、証券化、倒産隔離等は破産法と信託法に基づいている。それらの法律法規の不整備から、不動産証券化が中国に普及することが制約されている。

● 複雑な税制度

日本はバブル経済を経験した経験に基づいて、土地税制改革が引き起こされた。日本の税制度は比較的整備されたと同時に、課税に関する規制は相当に詳細であり、操作可能性はかなり高いものとなっている。不動産証券に投資しようとする投資家もしくは投資会社には、よい投資環境を作り出していると言える。

一方、REIT にとって中国の土地税制度は極めて重要な評価判断となる。現在、中国においては、既存の税制度は、急速的な不動産発展のニーズに適用できず、不備な点も指摘できる。現在、REIT に対する税制度は未明確という状態になっている。土地増値税、企業所得税、営業税、不動産税、都市不動産税等があり、税種類がかなり繁雑である。さらに、国税にも地方税にも同様な税制度が含まれるため、重複した課税になるといった状況が起こる。それらにより、REIT に興味を持っている投資家、投資企業に対しては財務負担がかなり重くなると考えられる。そのため、投資家や企業は中国における不動産証券市場に関心がなくなっていく恐れがある。

● 土地所有権の制限

中国には、市場で土地所有権の譲渡と取引が自由にできないという制限がある。払い下げ金を払って、一定期間付の土地所有権が取得できる。中国の土地所有権では、所有権期間満了後で延長する場合は、国に対して土地所有権払い下げ金を支払わなければならない。一方、期間が満了し、延長されなかった場合には、土地所有権およびその地上建築物等は、国家が無償で取得できることになっている。それにより、地上建築物を所有する者に対してリスクになると考えられる。

- **私募的傾向**

公募は公開市場参加者間で取引されるため、換金性が高く、ファンドに関する多くの情報も公開情報として開示されているのに対し、私募は投資に参加した投資家とファンド運用者等の関係者間にしか情報が発信されないため、全体の市場規模・動向を正確に把握することは難しい。それにより、投資参加者が限定的であり、換金性が低いため、正確な判断が困難である。

現在、数多くの中国の不動産投資家、投資企業は必要な条件が不足する問題により、法律法規に規制されるため、不動産市場に自由に参加できない。そのため、残りのわずかの大手企業が参加するという状況が起こっている。それによって、中国の不動産証券化は私募に傾いている。その状況は、初期段階の中国不動産証券化市場に対して、いくつかのリスクがあると考えられる。

- **外国為替の取引の不自由**

人民元は、自由両替できない通貨であるため、外資系企業は中国への投資を計画するときには、必ず、自由両替できないリスクを考慮しなければならない。一方、日本円は世界中で自由両替できることにより、外資系企業に対してよい投資環境が作り出されている。

- **外国資本に対する制限**

中国政府は、「不動産市場の外資参入及び管理の規範化に関する意見」において、外資系企業及び個人が中国国内において「自己使用目的でない」不動産を投資購入する場合、外国投資家による不動産投資の関連規定に基づいて、中国での事業拠点を持たなければならないとしている。それにより、外資系投資の参入は消極的になると考えられる。

4.. 課題の解決策の提案

- **法制度整備の完全**

不動産証券化は、新たな金融商品として推進し、応用されかつ成功するため、完成された法制度が必要とされる。そのため、中国では、会社法、信託法、証券法や破産法等の不動産証券化に関連する既存の法制度を完成させることは勿論、不動産証券化に適用できる特別な法制度を政府や政府関連機関が制定する必要があると思われる。特に、明確な証券化プロセスと証券取引プロセスの確立、倒産隔離および監督管理等について、適した法律規制を制定すべきだと思われる。また、各法律の役割を果たすため、法律間での衝突問題も注意しなければならない。

- **税制度の簡素化**

中国は税種類が複雑であり、税率が高く、重複した課税が発生することにより、不動産証券化が推進し、応用されることは妨げられることになってしまう。さらに、不動産投資企業の運営コストに対して、かなり負担がかかる。

従って、中国の税制度の簡素化ための改革が必要であると思われる。妥当な税率を設定し、重複した課税発生を防止するための税制に統一する政策を制定しなければならない。また、不動産証券化の推進のため、政府は不動産投資家や投資企業に適当な税金特恵政策を提供すべきだと思われる。

● 外国為替の取引の自由化

自由な外国為替の取引は、海外からより多くの資金を取り込むことができ、外国企業による投資にも制限を少なくすることができる。そのため、政府と金融機関は中国の経済成長に影響を与えないように、為替取引の自由化に取り組むべきである。同時に、政府と金融機関の為替管理、監督能力の向上も必要不可欠であり、それに関する相応な法律法規の整備も行われるべきである。

● 外国資本に対する規制緩和・公募の推進

外国資本は非常に大きい資本ソースだと言える。また、外資系企業は中国不動産市場に興味を持っていて、次々と魅力的な中国不動産市場に進出しようとする。それにより、資金不足により開発や利用が不十分な中国の不動産市場が開放されることになると思われる。そのためには、外資系企業の進出に対する規制緩和が必要である。しかし、大量な外国資本が中国不動産証券化に参入することによる様々な金融経済への影響について、政府と金融機関は正確に対応できるよう準備するわけにはいかない。規制緩和は、外資企業にとっても中国不動産市場発展にとっても有益である。

多量な外国資本の参入で、外資系企業がますます増えてくる同時に、異なる経営・管理方法と豊かな経験を持ち込んできて、中国不動産証券化市場の公募の規模を拡大させる。多数の企業の公平競争により、さらに不動産市場を完全させることになると思われる。それについて、政府は適当な法律法規に基づいて公平競争のための環境を作り、ある程度の政策保障を提供すべきである。

● 各分野の専門家

中国の不動産証券化はまだ初期段階にあり、経験不足である。不動産の証券化は、法律、証券、不動産、運営管理等の様々な分野の専門知識に基づいて構成される。そのため、それらの知識を十分に理解する専門家は非常に必要とされる。現在、中国ではそのような人材はまだ足りない。政府や政府関連機関が、不動産証券化に関する各分野を熟知している専門家を育成することに取り組むべきである。また、豊かな経験を積んだ外資系企業は、経験者の力として中国の不動産証券化に役立つと思われる。

5. おわりに

最近、中国は上海を対象にして不動産の証券化の導入を検討しており、国务院の同意を得て試行することを明らかにした。これには、金融危機等の影響を受けて低迷している不動産市場の支援策の一環として、現在は銀行に限られている不動産開発業者への融資ルートを広げる狙いがある。不動産の証券化が的確に実施されるような制度を設計することに対して、リスク防止に注意を払わなければならない。特に、法制度、税制度、土地使用权、外資導入等に考慮すべきである。そして、指摘される法律、政策、制度の不備に応じる改革が必要とされる。同時に、米国のサブプライム住宅ローン問題の経験を生かし、できるだけ簡単な REIT 商品にし、かつ REIT 商品の透明度も高め、中国に合ったものを設計すべきだと考える。

中国の不動産市場規模は非常に大きく、様々なチャンスがある。不動産の証券化はもう一つの不動産市場開拓の手段を提供している。不動産証券化が新たなものとして成功するまで制度を設計し、法律を整備するためには時間が必要である。REIT が発展することは、経験を積んでいくとともに、中国の不動産市場の発展に十分な貢献が可能であると思われる。

以 上