

## 【特集 4】

# 「不動産投資信託法の改正について」

大野 宗彦

### 1. 投信法改正についての評価

今回の投信法改正で日本型REIT(不動産ファンド)が認められる見込みになったが、この改正により日本にも本格的な不動産証券化の時代が到来するのではないかと、当社では考えている。

日本では1300兆円とも言われている巨額の個人金融資産が、長期にわたる超低金利政策によって運用先を失い、良質な投資先を求める動きが急速に高まりつつある。

一方、企業の形態は著しく変化しており、本社ビルについても時代の変化に応じた利用を選択する企業が増加すると思われ、本社ビルを所有から賃貸に変更したり、リストラの一環として本社ビルのセール・アンド・リースバックを行う企業が出てくることも考えられる。

さらに、時価会計が今後強化される方向にあること、連結決算時代を迎えROEが重視されるようになることなどを考え合わせると、企業の不動産に対する考え方が所有から利用へと大きく変わって来ることが予想される。

不動産の投資サイドと不動産の抛出サイドのニーズが合致しているのだから、不動産市場と金融市場を結び付けて解決する方法である不動産の証券化が進むと考えられるのは当然であろう。

ところが、これまでは資産流動化型の特定目的会社(SPC法上のSPC)しか証券化の手法が準備されていなかった。特定目的会社のように、投資対象物件や運用期間が限定されているのでは、不動産事業を行なうことは困難であり、不動産証券化の主流とはなり得ない。

当社としては、以前から不動産証券化の中心は、資産運用型の日本型REITであると考えていた。不動産投資ファンドは、株や債券などの金融商品と違い、あくまで不動産事業である。複数の優良不動産を投資対象にして、競争力の落ちたビルは入れ替えながら、キャピタルゲインではなく、インカムゲインを目的にした、継続的でエンドレスな事業として組成させる新しい不動産ビジネスであるとも言える。

現在、日本型REITを可能とした改正投信法政省令の細目待ちの状況であるが、その内容が使い勝手の良いものとなれば、不動産ファンド市場は数十兆円規模となり、100を超える不動産投資信託が誕生する可能性もあるだろう。

### 2. 改正投信法に関する要望事項

当社では、不動産ファンドが日本に定着してマーケットが拡大することにより、日本経済の問題点である金融・不動産の両市場の活性化が図られると考えている。不動産ファンド市場の健全な発展のために、以下の点について要望したい。

#### (1) 流通税

改正投信法における投資法人が、現物不動産を特定資産として取得する際の登録免許税および不動産取得税の減免措置が設けられることを期待している。

S P C法では、特定目的会社が現物不動産を特定資産として購入する際の登録免許税および不動産取得税が、通常の2分の1に軽減される特例措置がとられている。しかし、S P C法も含めたこれまでの不動産証券化では、不動産管理処分信託を設定し、その信託受益権を資産保有主体に取得させる方式が広く行われている。

これは、不動産信託では、信託登記の登録免許税が0.6%で、不動産取得税は非課税となっているため、他の不動産証券化スキームとの間でアンバランスが生じており、S P C法の特例措置も実務的には意味のないものとなっている。今後は非課税または信託並みに低い税率を基本とした横断的な不動産投資税制の整備を図る必要がある。

また、他の金融商品と比較した場合、不動産保有主体の流通税の負担は非常に重く、結果として投資家配当が減少することにより、運用商品としての魅力に乏しいものとなる可能性もある。改正投信法を利用した不動産ファンドが投資商品として定着するためにも、流通税の免除は必要不可欠のことであると考えます。

#### (2) 情報開示

保有資産である不動産の個別情報開示の範囲については、個別ビル情報までとし、個別テナント情報の開示は不要とすべきである。

S P C法では、主要なテナント（当該テナントへの賃貸面積が全賃貸面積の10%以上を占めるもの）の概要（テナントの名称、業種、年間賃料、賃貸面積、契約満了日、契約更改の方法、敷金・保証金など賃貸契約に関して特記すべき事項など）について記載することとされているが、特定物件・一定期間の流動化を目的とする特定目的会社と、物件ポートフォリオ・期限なしの不動産ファンドとでは自ずから開示すべき個別情報の範囲が異なるはずである。

不動産投信は継続型運用商品であり、個別物件の属性よりも運用ポートフォリオ全体としてのパフォーマンスに依存する商品である。また、商品性としてはクローズド・エンドとし、運用期限も短中期的に区切らず、基本的にゴーイング・コンサーンとして超長期の安定運用を目指すものが多いと予想される。

このような商品性に鑑みると、投資物件ごとの個別情報ではなく、運用ポートフォリオ全体としてのパフォーマンスに関する情報開示が重要である。この点、不動産投信の投資分析を行ううえでは、米国REITにおけるFFO類似の概念（キャッシュフロー計算）が重要である。

継続運用商品としての不動産投信の属性に鑑みると、個別物件に関する情報は、運用ポートフォリオ全体に関するFFOなどの主情報に対する補助情報としての位置づけである。したがって、保有物件すべてに関する情報の開示は不要であり、「重要性」を持ったものに限定することが妥当であると考える。

また、個別テナントの賃料情報など、その開示が、むしろ不動産投信投資家の利益に反する場合も予想され、テナントとの契約内容の守秘義務の問題もあり、個別事情に応じた対応が必要であると考える。

### (3) 時価評価

鑑定評価の徴求や時価評価などについては、情報の有益性とコストとのバランスや、一般会社の時価会計導入の動向との適合性を勘案し、妥当なものとするべきであると考える。現在、企業会計審議会などで時価会計について議論が進められており、投資家への投資用不動産の評価に関する開示はそうした議論の決着、定着を待って行われるべきである。

そもそも、クローズド・エンド型の不動産ファンドにおいては、投資物件の時価算定は、基本的にファンド清算価値に関する参考情報としての意味しか持たない。この点が、時価算定が解約価格の決定に直結するオープン・エンド型と大きく異なる点である。

また、厳密な意味での不動産の時価評価算定は、上場株式や債券などの有価証券に比べて非常に困難であり、特に収益用不動産の市場が成熟していないため実務上は限界があり、個別に決まる実際の売却価格と鑑定評価額が大きく相違するケースも少なくない。

このような限界がある鑑定評価額を投資家に対して開示することによって、むしろ投資判断をミスリードするおそれがある。取得時価格を基にした簿価表示に一本化し、投資家に混乱を与えないようにすることが望ましい。

公募型不動産投信については、FFOなどの情報に基づき、清算価値やゴーイング・コンサーンとしてのフェアバリューを、多数の証券アナリストが独自に算定して投資家に提供していくことが妥当であろう。

### (4) 行為規制

不動産投信市場の拡大を妨げるような画一的規制を行うべきではないと考える。

米国における「セーフ・ハーバー・ルール」のように、一定のルールを形式的に遵守することで適法性が確保される形態が望まれる。利益相反のおそれのあるものも情報開示で対応すべきであって、規制すべきではない。

改正投信法では、最低限必要な規制としてのファンド間売買の禁止などのほかは、利害関係人などとの売買も書面交付を義務付けてはいるが禁止はしていない。利害関係人の行なうプロパティ・マネジメント、物件仲介についても同様の考えとすべきである。

### (5) 行為能力

投資法人の行為能力については、実質的に「開発」が行えるようにすべきである。

投資法人は改正投信法において、「不動産の取得または譲渡」「不動産の貸借」「不動産

の管理の委託」を行うことが出来るとされているが、上記目的における「開発」とは、形式の異なる賃貸用不動産の取得にほかならず、転売目的の「開発」とは分けるべきである。

また、投資法人の運営は不動産事業そのものであり、複数の優良不動産を投資対象にして、競争力の落ちたビルは入れ替えていくことが不可欠である。入れ替えの際には、ビルの建て替えも当然のことながら選択肢の一つとなるはずであり、売却しか認められないのでは、不利な価格での外部売却を強いられる可能性もある。

業務範囲を既存ビルの保有に限定するような運用では、ファンドの役割が著しく狭められ、投資家の利益向上に大きな制約が付けられることが考えられる。

#### (6) 導管性要件

少人数私募での投資法人設立を認めるべきである。

現行では、①設立時に公募で1億円以上の投資口発行、②期末に、投資口が50人以上で所有されている、または適格機関投資家のみによって所有されている、のいずれかに該当することが投資法人の導管性要件となっている。これでは、上場を視野に入れたような本格的公募を目指す投資法人にとって公募（上場）準備段階において少人数私募での立ち上げが困難になる。発行条件または所有制限についての緩和が必要である。

### 3. 当社の不動産ファンドの方針

#### (1) 大和証券エスピーキャピタル・マーケッツ（以下大和SBCM）との共同事業

当社は、不動産市場と金融市場を結び付けて本格的な不動産証券化マーケットの創設を目指すべく、平成11年12月に大和SBCMと不動産ファンドの設立に関する共同事業に合意した。当社と大和SBCMとは、かねてより不動産証券化の促進と不動産市場の活性化が日本の大きな社会的課題であり、これを解決するためには不動産と金融の本格的融合が必要だとの認識が一致していた。

事業の目的は、不動産投資・運営・管理などの不動産事業に関するノウハウを持つ森トラストと、金融・資本市場に関するノウハウを持つ大和SBCMとが協力して不動産市場と金融市場を結び付け、本格的な不動産証券化マーケットを創設しようとするものである。

当社としては、大和SBCMと協働し、不動産と金融の専門能力の融合により、不動産証券化を通じた資本市場と不動産市場の結合の促進、日本の不動産市場の活性化に向けて大きな役割を果たせるよう努力していきたいと考えている。

#### (2) 森トラスト大和不動産投信株式会社の設立

上記の合意に基づき、投信法改正の動きを先取りする形で、平成12年2月には不動産ファンドの組成、運用などを目的とする新会社である森トラスト大和不動産投信を、森トラストと大和証券グループの共同出資により設立した。（別表1）

当該会社は、改正投信法による不動産ファンドの組成、運用を本格的に志向した初めての会社であり、これから始まる不動産投資時代のリーディング・カンパニーを目指してい

る。森トラストと大和SBCMの協力により、不動産事業に関するノウハウと資本市場に関するノウハウの相乗効果が発揮でき、資産運用と資金調達バランスのとれた不動産ファンド運営が可能となると考えている。

さらに、平成12年8月中には森トラスト大和不動産投信に三菱信託銀行の資本参加を検討している。同行の持つ信託ノウハウと情報力により、一層効率的で強力な事業展開が期待出来ることになる。

当社グループでは、改正投信法で可能となる会社型投信である投資法人を利用した不動産ファンド組成を検討しており、当該会社はその設立企画と資産運用を行なうことになる。改正投信法の施行後には、必要となる投資信託委託業および宅建業取引一任代理業務の許可を取得する予定である。

また、建設省で制度準備中の不動産投資顧問業者の登録を検討している。不動産投資顧問業者は、不動産ファンドの資産運用だけではなく、広く年金基金などの分離勘定の運用（投資判断・実行）を行ったり、機関投資家などが行う共同投資事業などについて一任を受けたり、助言を行ったりするものである。また、不動産投資ファンドについても、匿名組合、信託、会社など様々なビークルのファンドの運用を行うなど、極めて広範な業務範囲を有するものである。

当面は不動産ファンドの組成・運用が中心となるが、将来的には年金資産の運用・助言についても視野に入れていきたい。

### （3）不動産ファンド

当社グループで組成予定の不動産ファンドでは、「東京都心に位置する大規模優良オフィスビルを主要な投資対象に」、「長期投資を前提に安定した賃料収入に基づくインカムゲイン型」、「リファイナンスリスクを抑えた適度なレバレッジ」の3つを軸に、以下の通り運営方針を策定中である。

#### ①投資理念

当社グループの不動産ファンドの投資理念は、森トラストの堅実なオフィスビル事業のノウハウと大和SBCMの証券化などの金融技術力を融合し、ファンドで具現化することである。不動産ファンドの本質は、不動産事業の証券化であるということを念頭においてファンドの運営を行なっていきたい。

#### ②投資スキーム

森トラスト大和不動産投信が設立企画人として改正投信法施行後に投資法人を設立し、投資主体とすることを検討している。不動産の購入形態としては、不動産現物・不動産信託受益権・不動産証券化商品のエクイティ部分が考えられる。（図1）

管理運用スキームとしては、森トラスト大和不動産投信が財務マネジメント、アセット・マネジメントを行ない、森トラストなどがプロパティ・マネジメント、大和SBCMを中心とする証券会社が投資証券の引受と販売を行なう形式を考えている。（図2）

図1 投資スキーム

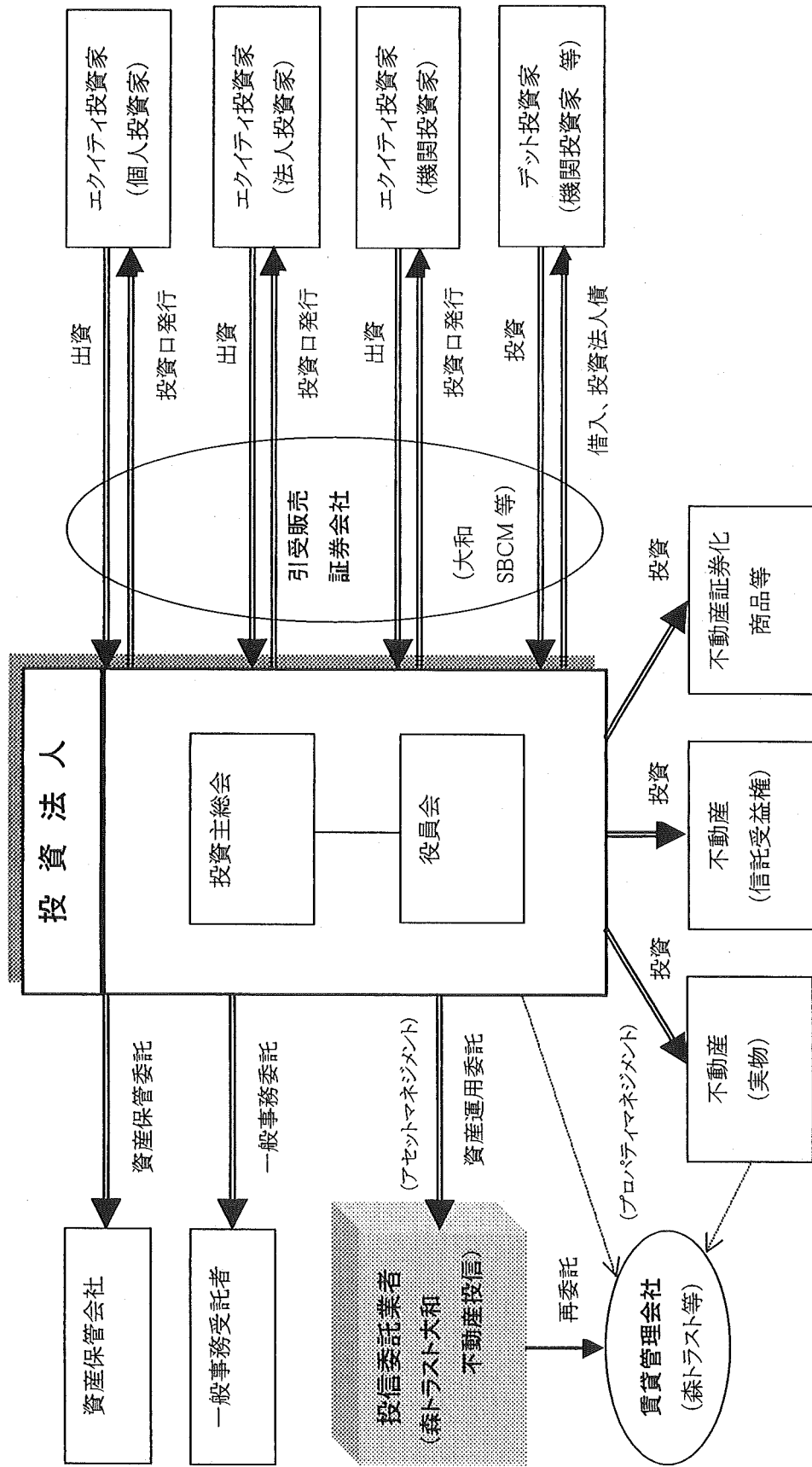
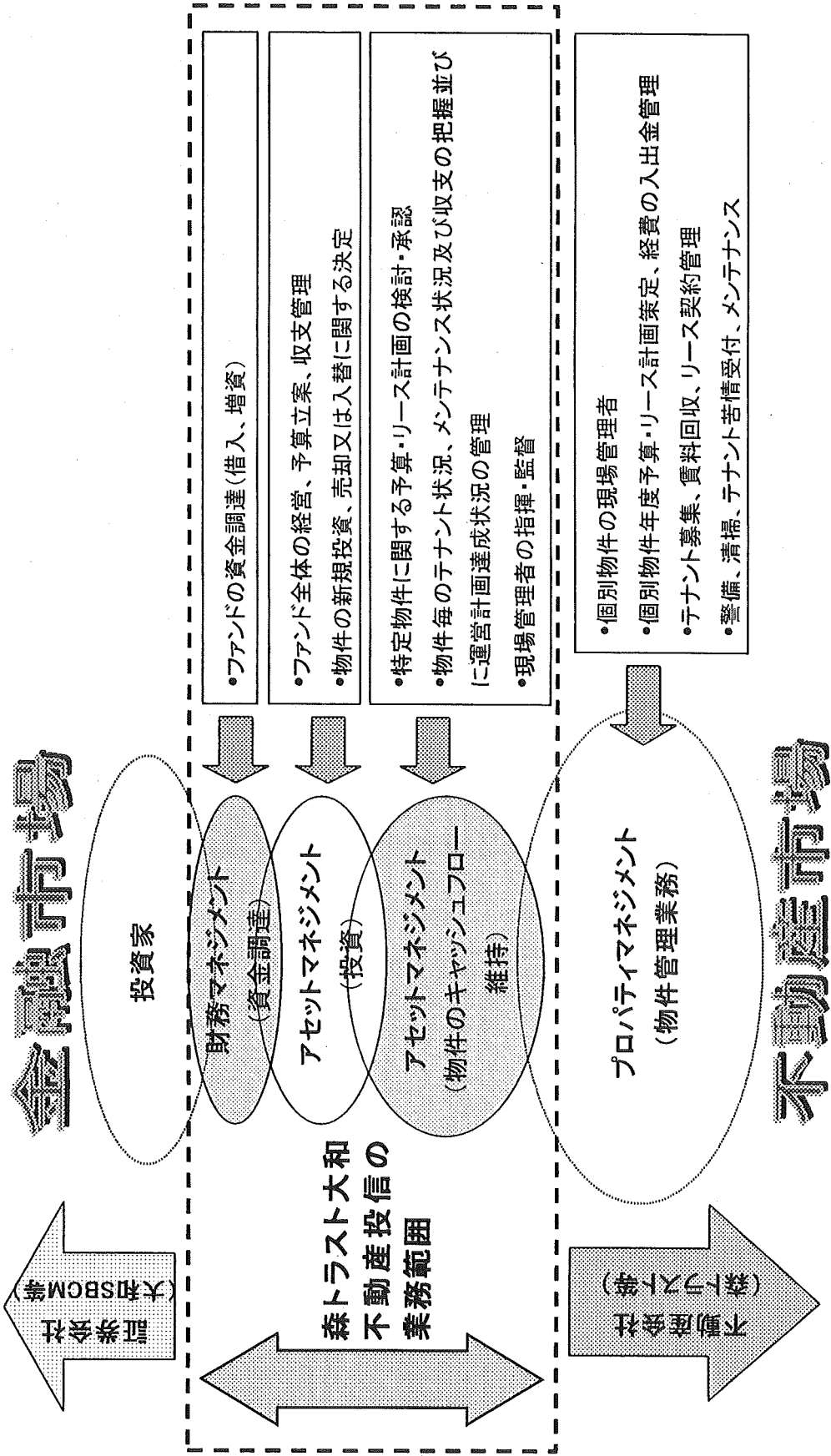


図2 管理運用スキーム



### ③ファンド規模と投資家

ファンド規模は早期に1千億円程度とし、その後3千億円の投資規模を目指したいと考えている。投信法改正後の上場・公募ファンドが最終目標であり、上場後の流動性を考慮すると一定規模の確保は絶対的に必要となってくる。

また、運用会社はファンドからの手数料収入を収益とするが、株式投信などのように高い料率を期待できないことを考え合わせると、1千億円から3千億円の規模は最低限要求されるものとなるだろう。

投資家については、ファンド立ち上げの段階では一定割合の大手機関投資家の参加も想定しているが、最終的には個人投資家を対象としていきたい。そのためにも、公募・上場による流動性の確保をする必要があると考えている。

### ④投資対象

当社グループでは「不動産投資マーケットが拡大していくかどうかを決めるのは、どれだけ魅力的なファンドを組成出来るかにかかっている」と考えている。そのために魅力ある物件、不動産事業の証券化にふさわしい物件を基準とし、現在、慎重に選定作業を進めている。

当然ながら、投資家のニーズに応じたハイリスク・ハイリターンのもものや、ローリスク・ローリターンのもものなど、多種多様なファンドが出てくると思われるが、当社グループのファンドは一つの物件だけでなく、複数の物件を組み合わせで合同運用し、安定性のあるものにしていきたい。「ローリスク・ミドルリターン」をセールス・ポイントとする商品設計を考えている。

具体的な投資対象物件については、都心に立地する大規模優良オフィスビルを中心として商業施設・賃貸住宅の組み込みも検討すべく、基準を設けて物件のソーシングを継続している。(表2)

不動産ファンド立ち上げの段階では、森トラストの保有物件を一定規模掘出してファンドの基礎とするほか、物件取得の際にファンドと森トラストによる一部共有とすることなどにより、ファンドの収益を安定的なものとすることも検討している。

ファンド全体のターゲット利回りは、コアとなる大規模優良オフィスビルの利回りに基づくものとなるが、ファンド規模拡大に伴い投資対象を拡大し、期待収益率によっては一部開発案件や再開発含み案件にも投資することも考えられるかもしれない。

### ⑤資金調達とレバレッジ

ファンドの規模拡大に伴い投資対象を拡大し、必要に応じて増資も行なっていくことが基本となるが、ノンリコース・ローンや資産担保証券に加え、投資法人による借り入れや債券発行によるデット・ファイナンスを活用することも考えられる。

デット・ファイナンスを利用してレバレッジを効かせる場合には、現状では比較的成本が低いと思われるノンリコース・ローンによる調達を主として検討している。



ただし、リファイナンス・リスクを過大化せず、適度なLTVを目処として、安定的なファンド運営に心がけていきたい。

#### ⑦スケジュール

今後は、所要の関係官庁の許認可などを取得したうえで、改正投信法の政省令の動向を見定めて、改正投信法施行後の出来るだけ早い時期に不動産ファンドを組成し、条件が整い次第、証券取引所へ上場することを予定している。

当社グループとしては、投資家に信認される運用体制を速やかに構築した後、ファンド設立・運営を通し、低金利の環境下における魅力的な投資機会の提供と同時に、不動産市場活性化に貢献出来るよう努力していきたいと考えている。

## 別表 1

会社概要	
設 立 日：	平成12年2月28日
会 社 名：	森トラスト大和不動産投信株式会社 英文名 Mori Trust Daiwa Real Estate Investments Co.,Ltd.
本店所在地：	東京都港区虎ノ門二丁目3番17号 虎ノ門二丁目タワー
資 本 金：	4億円
株 主：	森トラスト株式会社50%、 大和証券グループ本社45%、大和SBCM5%
代表取締役：	羽柴敬三 近藤秀樹

## 別表 2

投資対象	
対象物件：	オフィスビルを中心（商業施設・都市型賃貸住宅も検討）
仕 様：	原則は一般賃貸仕様（本社ビル仕様、一部自用仕様も検討可能）
立 地：	1）首都圏（東京、神奈川、千葉、埼玉） 2）大阪圏、名古屋圏 3）政令指定都市
築 年：	新耐震基準を満たす物件（もしくはそれに準じる物件）
権利形態：	共有、区分所有物件にも対応。 ただし、修繕計画や物件運営について、購入後に協議が可能なこと
規 模：	1物件あたり20億円以上、または総賃貸可能面積1000坪以上

[おおの むねひこ]

[森トラスト株式会社 常務取締役]