

## 【 寄 稿 】

# 不動産証券化における信託の役割とその現況・展望 ～信託設定・信託受益権取引の鈍化傾向を踏まえて～

国土交通省総合政策局不動産業課  
不動産業指導室長 齋藤 哲郎

### ■はじめに

わが国において不動産の証券化が始まったのが平成9年頃、それから約10年の間に不動産証券化市場は急激な拡大を見せ、これに伴い投資用不動産のほとんどが実物不動産から不動産信託受益権へと置き換わったようにいわれている。

しかしながら、不景気の中での企業からの余剰不動産の掃き出しが一段落し、経済回復に伴って大都市圏の地価が上昇する中で、不動産証券化における信託及び信託受益権の位置づけにも変化の兆しが現れてきている。

本稿では、不動産証券化に際して信託が果たしてきた役割について振り返るとともに、不動産証券化市場における信託の現況、特に最近の変化について分析し、さらにその背景及び今後の展開について触れることとする。

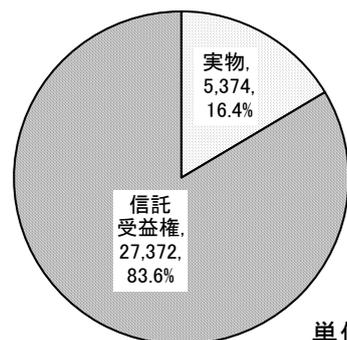
なお、本稿は、筆者が（財）土地総合研究所在籍中に得られた知見及び個人的な資料収集・分析に基づくものであり、現職務とは無関係である。また、文中意見等にわたる部分は、特に注書き等のない限りあくまで筆者個人の見解であることをお断りしておく。

### 1. 不動産証券化市場における信託の役割

不動産証券化市場における資産の売買は、その大部分が不動産信託受益権の形をとって行われてきている。例えば、平成10年度から平成18年度までの証券化不動産の累計額に占める不動産信託受益権の割合をみても、その84%に上っている。

このように不動産信託受益権がさかんに用いられてきた理由としては、通常以下のような要因が挙げられてい

図1. 平成10～18年度証券化不動産累計額に占める実物及び信託受益権の割合



単位：10 億円

資料：不動産証券化の実態調査（国土交通省）

る。

#### ① 流通税コストが格段に低くなること。

不動産信託受益権は金融資産であって不動産ではないため、不動産取得税の課税対象とはならない。また、登録免許税についても、信託受益権の場合は登記数×1000円で済むのに対し、実物不動産の場合建物価額の2%+土地価額の1%を課税される。なお、信託受益権による場合には、受益権取引に先立ちオリジネーターから信託会社への信託譲渡が前提となるが、信託譲渡の場合不動産取得税は非課税であり、登録免許税は不動産価額の0.2%であることから、信託譲渡による課税コスト自体も一般の土地譲渡に比較してはるかに低くなっている。なお、消費税については、建物価額又は建物価額相当分の5%を課税されるため、両者に課税コストの差は生じない。

## ② 不動産特定共同事業法の適用を回避できること

投資家から出資を募り、その資金により不動産を取得して運用益を投資家に還元する場合、当該事業は不動産特定共同事業に該当し、資金募集・運用主体は不動産特定共同事業法第3条に定める許可を得る必要が生じる。この許可については、宅地建物取引業の免許が必要なほか、資本金1億円以上の法人であること、不動産特定共同事業を適確に遂行するに足りる財産的基礎及び人的構成を有することといった要件が定められている。不動産証券化において形式上出資募集・資産運用の主体となるSPCは、単なるピークルに過ぎず、そのようなペーパー会社に宅建業免許や資本金1億円以上といった要件を満たすことは困難であり、したがって実物不動産をSPCが取得することは不可能である。不動産信託受益権を用いることにより不動産特定共同事業法の対象外となり、SPCが出資を募って不動産（信託受益権）を取得しこれを運用することが可能であった。（なお、金融商品取引法施行後の取扱いについては、4.（1）参照。）

## ③ 信託銀行の介在により安全性・信頼性が高まること

不動産及び金融資産の管理・運用のプロである信託銀行の介在により、資産運用に対するチェック体制が築かれることとなる。これにより、資産運用に係る遵法性、安全性が高まり、投資家やレンダーからの信頼が得やすくなる。

また、投資対象資産は、信託財産という形で明確に分別管理されることになるため、運用会社が対象資産を何らかの形で毀損するといったことも想定しにくく、資産保全がより確実に担保されることとなる。

## ④ 担保権の実効性確保が容易であること

レンダーが自らの債権を担保するためには、受益権に質権を設定することにより可能である。実物不動産の場合は、当該不動産に抵当権を設定することになるが、その実行には裁判所に対する申立て等の手続が必要になるほか、民事再生法上の担保権実行中止命令の対象となる。質権の場合、（競売申立等民事執行手続をとらない限り）執行手続の枠外での債権回収が可能であり（会社更生法による場合を除く）、担保権の実行確保が容易である。

もちろん、不動産信託受益権の活用にもデメリットが存在する。まず、信託報酬の支払いが必要となる分コストは増えることになる。また、手続的には複雑化、煩雑化し、組成コストや組成に要する時間は増大する。そしてファンド組成後においても、このスキームの複雑さや

信託銀行による審査を経なければならないことが資産の機動的運用の隘路となることも考えられる。

ただ、不動産信託受益権を用いるデメリットについては、事業者によって認識にばらつきが多く、最近までは特段のデメリットを感じていない事業者が多かったのが実態のようである\*。

\*（財）土地総合研究所「不動産ファンドにおける信託受益権をめぐる実態調査」参照。

## 2. 不動産証券化市場における信託活用の現況

以上のように、信託及び信託受益権は、不動産証券化市場においてさかんに用いられてきた訳であるが、ここ最近になってその風向きが変化する兆候が現れている。

### （1）東京都心部における信託設定及び受益権取引の鈍化

不動産の証券化は、全国津々浦々で行われている訳ではなく、その市場は証券化コストに見合うだけの収益が得られる大都市圏にほぼ限られている。例えば、平成19年3月末現在でJ-REITの物件取得価額合計に占める都心5区（千代田、港、中央、渋谷、新宿）の割合は、45%を超えている。そこでまず、不動産証券化市場の主な舞台ともいえる東京都心部の状況についてみていくこととする。

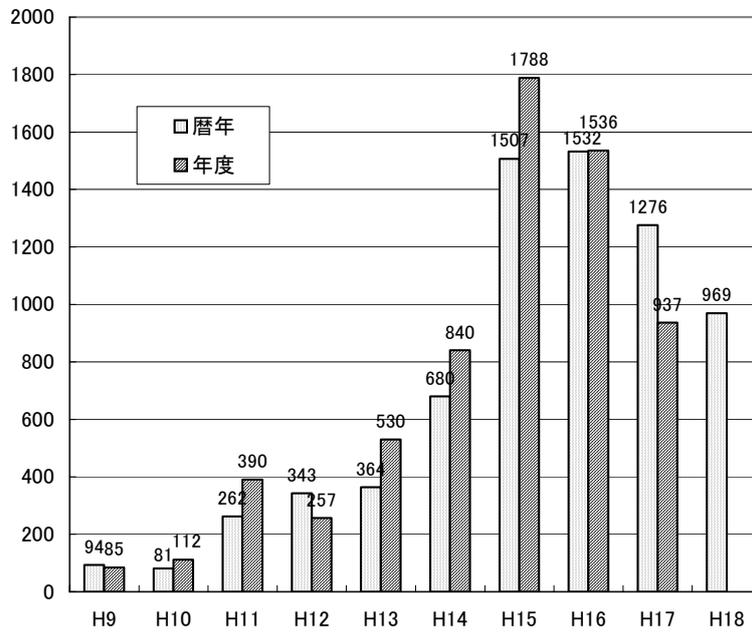
図2は、全国の市区町村の中でずば抜けてJ-REIT物件の多い東京都港区における平成9年から平成18年末までの不動産信託設定登記申請のあった不動産登記の個数の推移である。

この図でわかるとおり、信託設定が行われた不動産登記の数は、平成15～16年頃にピークを迎え、平成17年以降減少に転じていることがわかる。

この傾向は、不動産登記申請の件数でも同様である。登記申請件数による場合は、平成17年の下落は目立たなくなるものの、平成18年に大きく落ち込んでいる（図3）。

ただ、信託設定に係る登記の個数や申請件数による分析は、いわゆる不動産証券化を目的としない信託も含まれていること、実質的に一つの不動産について複数の登記、複数の申請が関わる場合や一つの申請に複数の不動産が関わる場合があること、信託受益権の取引規模はわからないことといった点で問題が残る。

図2.東京都港区における不動産信託設定登記申請個数

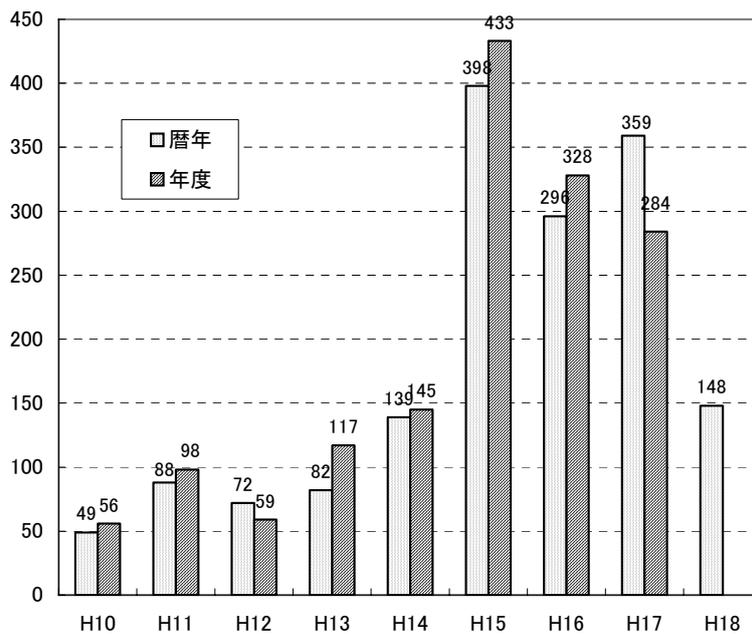


注) 受理されたものに限る。

各年末・年度末最後の信託目録番号による。まれに枝番や欠番があるため、実際の信託設定登記申請個数からぶれることがある。

資料：土地等の流動化の実態把握調査（H19.3 国土交通省）

図3.東京都港区における不動産信託設定登記申請件数



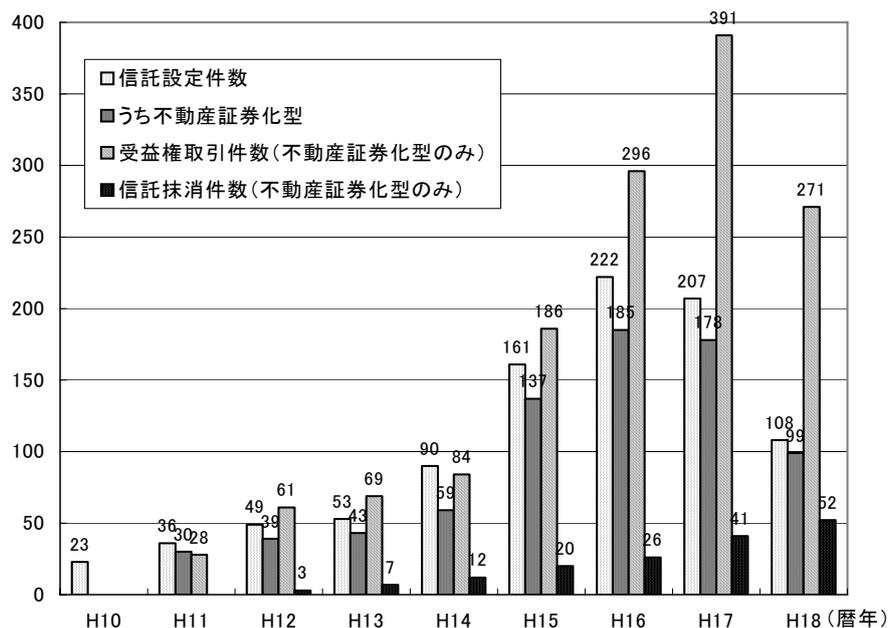
資料：図2に同じ

そこで、原則として1建物とその敷地を1物件とみなす形で登記データを整理・統合し、そのうち不動産証券化を目的とした信託を抜き出して受益権取引件数や信託抹消件数も含めて分析し直したものが、図4である。

この図においても、平成18年になって信託設定件数、

受益権取引件数のいずれも急減している。その一方で、信託抹消件数は増加し続けており、東京都心部での不動産信託は、ストックベースでは増加しつつあるものの、その増加ペースがかなり鈍ってきていることがわかる。

図4. 東京都港区における信託設定・抹消件数と受益権取引件数



注) 登記データを物件ごとに統合したデータをベースとしている(したがって、ほとんどの場合1件当たり複数の信託登記が含まれる。)

H9. 4. 1からH18. 12. 31までに設定された信託を対象としている。

1物件に含まれる信託登記の一部が抹消された場合であっても、他の信託登記が継続している場合は抹消件数に含めない(建物が取り壊されて当該建物の信託が抹消されたが、土地に係る信託が継続している場合等)。

1物件について事後に信託設定が追加された場合は、追加分は信託設定件数に含めていない(土地が先行して信託され、建物竣工後に当該建物が信託された場合等)。

資料: 図2に同じ

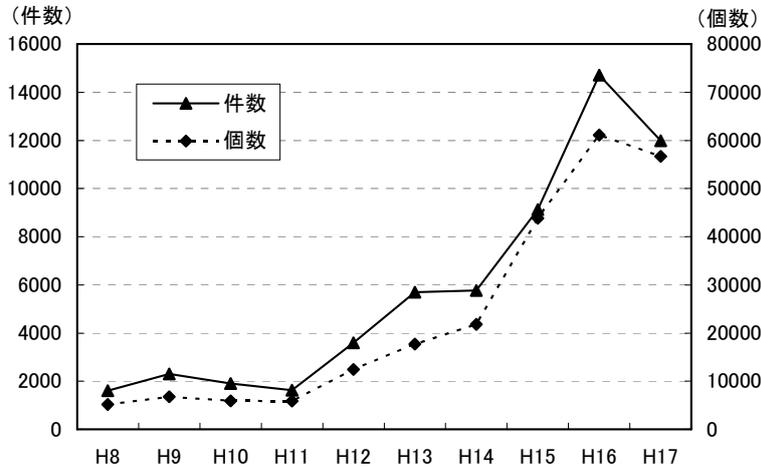
## (2) 全国レベルでの信託設定・活用の鈍化

信託物件を実質レベルで、かつ、受益権取引回数も含めて全国的に把握することは、非常に困難である。ただ、全国的にも不動産証券化市場における信託の活用が減退する兆候を垣間見ることができる。

図5は、全国における不動産に対する信託登記の受理件数及び個数を示したものである。平成16年までは、右肩上がりでの加速度的に増加してきた信託登記設定の件数・個数が平成17年になって一転して減少している。平

成12年頃からの信託登記設定件数・個数の変化は、平成15・16年に急激に増加するなど(1)で触れた東京都港区に係るデータとほぼ軌を一にしており、不動産証券化市場の活性化に起因するものとみてまず間違いのないであろう。ただ、ここで表れた不動産証券化市場における信託活用の鈍化が、全国的広がりをもっているものなのか、もっぱら東京都心部での鈍化に起因するものなのかは、この図からは必ずしも明確ではない。

図5. 不動産に対する信託登記の件数・個数の推移

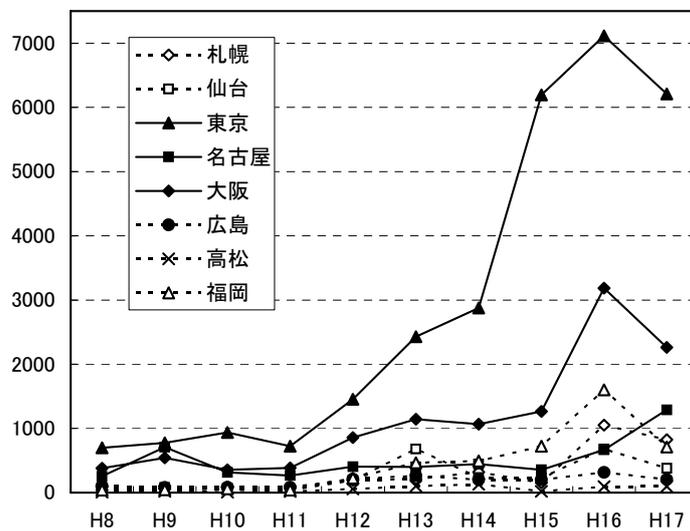


注) 設定、転売、抹消、条項の変更等信託に関するすべての登記が含まれるが、仮登記は含まない。  
資料: 民事・訟務・人権統計年報 (法務省)

そこで、全国の各法務局別に信託登記の件数の推移を示したのが、図6である。この図によると、平成17年においてはいずれの法務局管内においても信託登記件数が前年より増加し、平成18年になると名古屋法務局管内を

除き一斉に減少へ転じていることがわかる。このことから、不動産証券化市場での信託活用の鈍化は、東京都心部に限られた現象ではないものと考えられる。

図6. 地域別信託登記件数の推移



注) 全国の各法務局管内別の信託登記件数の推移  
資料: 図5に同じ

### (3) 不動産証券化のスキーム別実績の推移

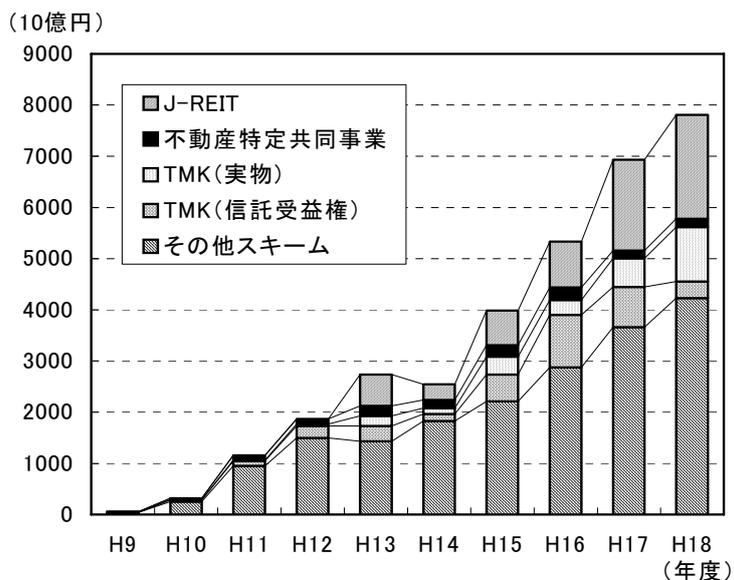
図7は、全国の不動産証券化実績の推移をスキーム別に示したものである。このうち、その他スキームのほとんどは信託受益権を活用したYK(GK)ーTKスキーム\*によるものと考えられる。

この図では新規信託物件の増減傾向がわかりにくいため、各スキームの実績前年比を示したものが図8である。なお、J-REITには、信託受益権と実物不動産のいずれも含まれるが、J-REITに関する分析は(5)において取り上げる。

\* SPCを有限会社（YK）の形で設立し、SPCが投資家との匿名組合（TK）契約に基づき資金を調達するスキーム。ほとんどの場合、出資のほかに金融機関からノンリコースローンで融資を受けている。また、倒産隔離を確保するため、SPCの議決

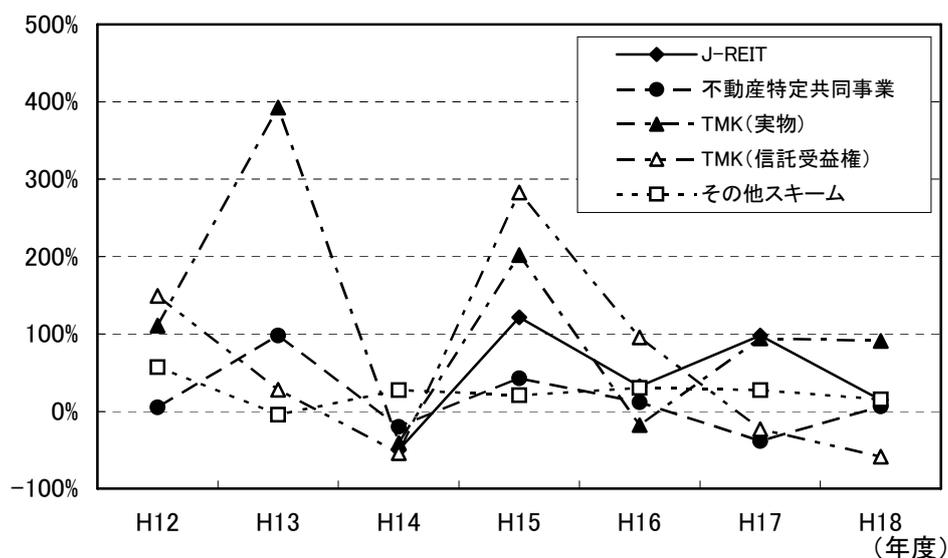
権は別途設立した中間法人やケイマンSPCが保有する。なお、平成17年5月の会社法施行後は有限会社に代わり合同会社（GK）が用いられるようになっている（4.（1）②参照）。

図7. 不動産証券化のスキーム別実績の推移



資料：図1と同じ

図8. 不動産証券化のスキーム別実績前年比



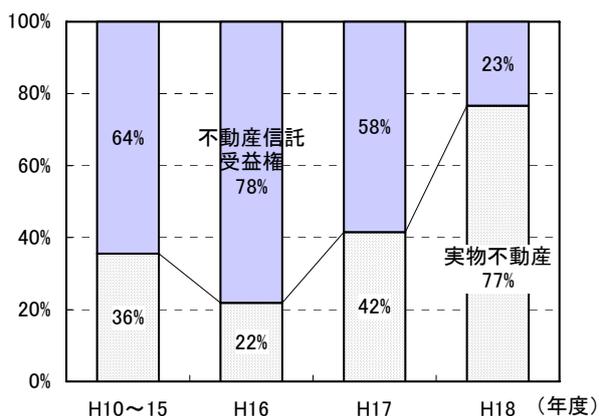
この図では、主にYK（GK）—TKスキームからなる“その他スキーム”について、特段の減少傾向はみられない。ただ、東京都心部をはじめとする大都市部の地価上昇傾向を勘案すれば、資産額レベルの伸び率が横ばい

であるということは、物件数や面積レベルでは減少傾向にあるものと考えられる。

さらに、資産流動化法上の特定目的会社（TMK）の資産構成において、注目すべき変化がみられる。TMK

は、制度上信託受益権、実物不動産のいずれの保有も可能であり、かつ、不動産取得に当たっての課税標準が取得価格の1/3となるといった税制上の優遇措置も設けられているため、本来実物不動産取得にさかんに活用されることが期待されていたスキームである。ただ、税制上の優遇措置があるといっても不動産信託受益権の取得には（消費税を除き）流通税がかからないことに比べれば実物不動産の取得はコスト高となることは否めない。そのため、従前はTMKの保有資産においても不動産信託受益権がその多数を占めていた。ところが、平成17年、18年と不動産信託受益権の件数が減少する一方で、これを補うように実物不動産の件数が増加し、平成18年には全体の8割近くを実物不動産が占めるようになってきている（図9）。

図9. 資産流動化法上の特定目的会社が保有する特定資産の種類別割合



したがって、TMKの資産保有形態に限っていえば、信託受益権から実物不動産へ移行しつつあることがわかる。おそらく、TMKの場合他の事業体に比べて実物不動産に係る流通税負担のハードルが低いことから、実物不動産への移行がより起こりやすかったことによるものと考えられる。

#### (4) 資産流動化信託の全国動向

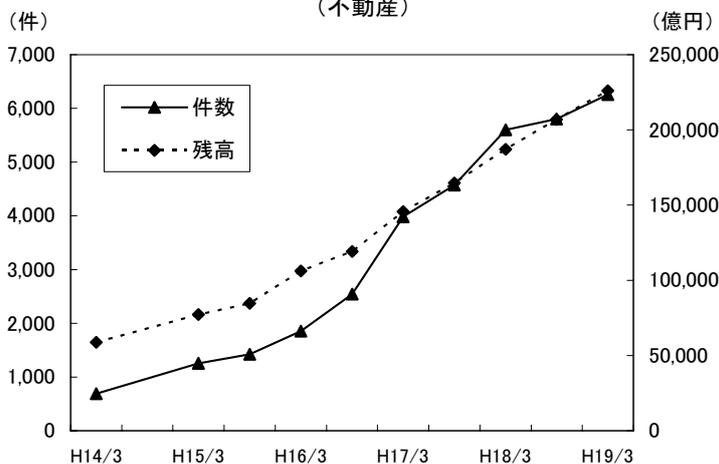
図10は、各年3月末・9月末における不動産に係る資産流動化の信託の受託件数及び残高の推移を示したものである。この図をみた限りでは、件数、価額ともに順調に増加しつつあるようにみえる。ただ、ストックベースのデータなので、これを年ごとのフローベースのデータに置き換え、さらにその前年比を示したものが、図11・12である。

これらの図をみてわかるとおり、特に件数ベースで新たな資産流動化信託の設定が減少していることが如実にわかる。他方、受託価額の増加分は減少傾向にはあるものの、件数の減少ほど顕著な変化はみられない。

この受託件数の変化と受託価額の変化との乖離の要因としては、次のようなことが考えられる。

まず、最近の地価上昇に伴う不動産価額の上昇が、受託件数の減少に伴う受託価額の減少をある程度補っている可能性がある。すなわち、新たな受託物件の価額の上昇が受託物件数の減少による物件価額合計の減少を減殺していることになる。なお、時価ベースでいえば、過去に受託した信託不動産の価額も上昇しているはずであるから、資産流動化信託に係る不動産価額全体はむしろ増加ペースが強まっていることも想定できる。

図10. 資産流動化の信託の受託状況の推移 (不動産)



資料：信託統計便覧 ((社)信託協会)

図11. 資産流動化信託の年度別  
増加件数・増加額の推移

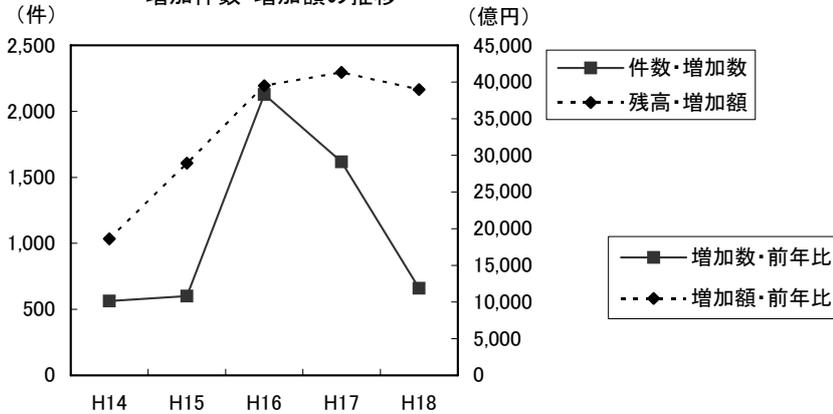
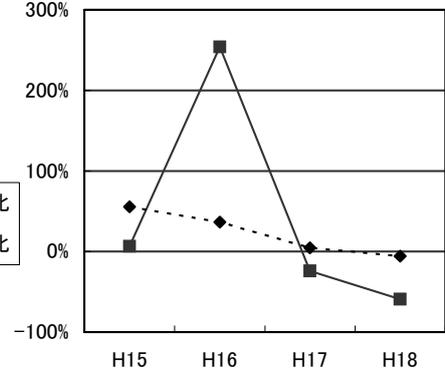


図12. 資産流動化信託の  
年度別増減率の推移

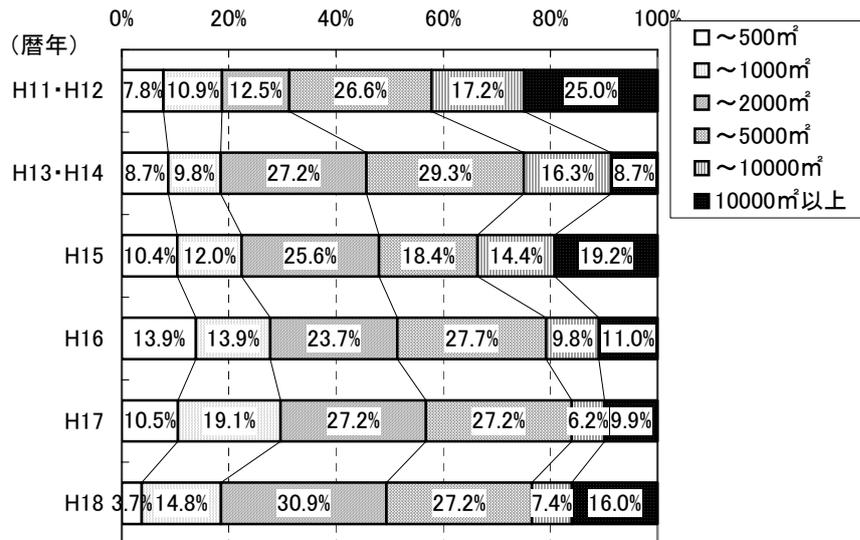


また、昨今の金融行政当局の監督強化に伴い、信託の引受けに当たっての審査が厳しくなり、比較的優良な不動産でなければ受託に応じなくなってきたことも要因として考えられる。優良物件であれば、それ以外の物件に比べて高価額で規模の大きい物件が多くなり、結果的に受託件数の減少ほどには受託資産価額が減少しないことになる。

ちなみに、この小規模物件の減少、大規模物件へのシ

フトは、東京都心部の不動産証券化型信託においても観察することができる。図13は、東京都港区における不動産証券化型の信託物件に係る信託対象床面積別の設定数の推移を示したものである。平成17年までは、小規模物件の割合の増加傾向が続いてきていた。これは、都心部での優良物件の不足、地価上昇に伴う取得コストの増大、賃料上昇期待に伴う小規模物件の採算性向上期待などによるものと考えられる。これが、平成18年になると小規模物件割合が減少に転じている。

図13. 東京都港区における証券化不動産の規模内訳  
(建物: 信託対象部分)



注) 各年に設定された不動産証券化型信託について、物件ごとの信託の対象となっている床面積で層化分類し、各分類の物件数の割合を示したもの。したがって、土地のみの信託は含まない。

資料: 図2に同じ

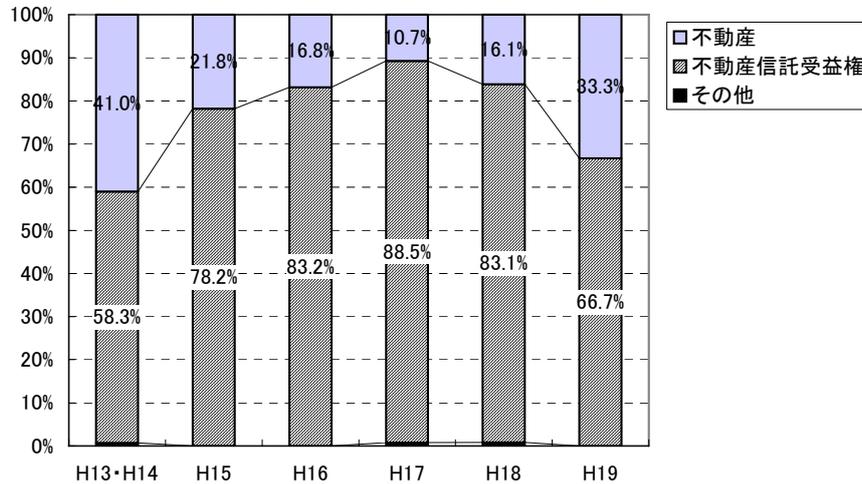
(5) J-REITの動向

それでは、わが国の不動産証券化市場の中核ともいえる上場不動産投資法人（J-REIT）においては、信託及び信託受益権はどのような動向にあるのだろうか。

図14-1は、特定資産の種類ごとの各年に新たに取得した物件数から各年に譲渡した物件数を差し引いた額について、それぞれの割合を示したものである。平成17年までは実物不動産の割合が減少し、不動産信託受益権の割合が増加する傾向が続いてきたが、平成18年に実物不動産の割合が増加に転じ、平成19年上半期には実物不動産の割合が2倍以上増加する一方、不動産信託受益権の割合が2割半ば減少している。

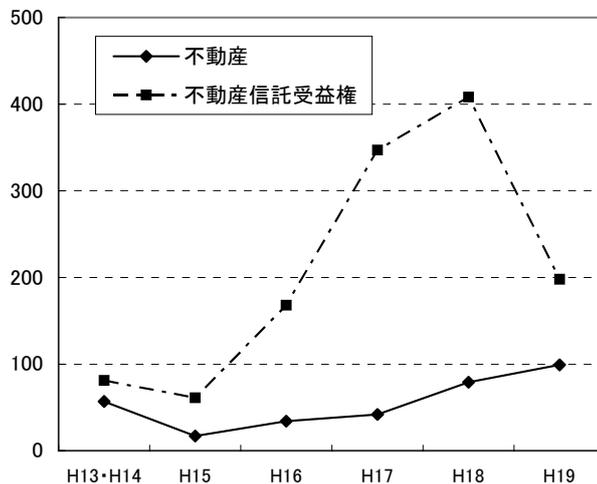
各年の物件純増数でも、平成18年になって信託受益権の増加傾向がかなり鈍ってきている。なお、平成19年の数字は8月末までのデータであるため、グラフ上で信託受益権の純増数が大きく低下するのは当然である。むしろ注目すべきなのは、実物不動産物件の純増数は、8月末の段階ですでに前年の増加数を超えていることである。このペースでいけば、今年の実物不動産物件の純増数は、今年の2倍を超える可能性がある（図14-2）。

図14-1. J-REIT物件の各年増減分に占める不動産及び不動産信託受益権の物件数割合の推移



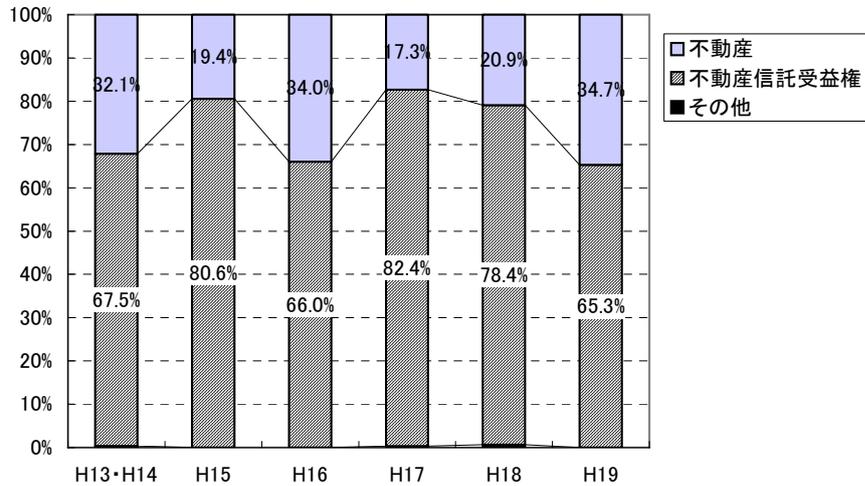
注) 特定財産の種類別に各年内において取得した物件数から譲渡した物件数を差し引いた件数の割合。不動産の中には、不動産信託受益権として取得すると同時に信託契約を解除して不動産として保有するものを含む。その他は、優先出資証券、匿名組合出資及び実物不動産と信託受益権との複合物件。H19は、平成19年1月から8月31日までのデータ。公開資料より作成

図14-2. J-REITにおける各年別純増物件数の推移



注) 不動産及び不動産信託受益権の各年内において取得した物件数から譲渡した物件数を差し引いた数。不動産の中には、不動産信託受益権として取得すると同時に信託契約を解除して不動産として保有するものを含む。H19は、平成19年1月から8月31日までのデータ。公開資料より作成

図15-1. J-REIT物件の各年増減分に占める不動産  
及び不動産信託受益権の取得価額割合の推移



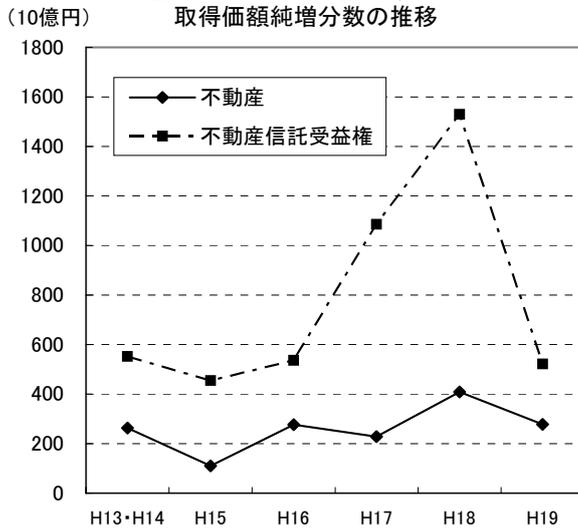
注) 特定財産の種類別に各年内において取得した物件の取得価額合計から譲渡した物件の取得価額合計を差し引いた価額の割合。

不動産の中には、不動産信託受益権として取得すると同時に信託契約を解除して不動産として保有するものを含む。その他は、優先出資証券、匿名組合出資及び実物不動産と信託受益権との複合物件。

H19は、平成19年1月から8月31日までのデータ。

公開資料より作成

図15-2. J-REITにおける各年別  
取得価額純増分額の推移



注) 不動産及び不動産信託受益権の各年内において取得した物件の取得価額合計から譲渡した物件の譲渡価額合計を差し引いた数。

不動産の中には、不動産信託受益権として取得すると同時に信託契約を解除して不動産として保有するものを含む。

H19は、平成19年1月から8月31日までのデータ。

公開資料より作成

また、取得価額ベースでの不動産と不動産信託受益権との割合の推移についてみると(図15-1)、物件数の推移ほど明確ではないものの、平成19年に実物不動産の占める割合が最も高くなっており、物件数の場合と同様の傾向を示している。取得価額純増分をみても(図15-2)、平成19年の不動産取得価額が8月までに平成15~17年の通年分を超えており、実物不動産の増加傾向をみることができる。

さらに、最近目立つのは、投資法人が信託受益権を取得した上で、速やかに信託契約を解除し、実物不動産として保有する事例が増えていることである。取得先がSPCの場合、不動産特定共同事業法との関連で実物不動産としての保有は想定できないことから、当然投資法人は不動産信託受益権の形で取得することになるが、投資法人であれば同法の適用対象外となるため、実物不動産としての保有も可能である。もちろん、信託銀行・信託会

社からの不動産取得の際に流通税がかかることになるが、J-REITの場合長期保有を前提とした取得が主であることから、その後の信託報酬コストがなくなることを考慮すれば、取得時の流通税コストはさほど問題にならないとも考えられる(3.(1)①参照)。

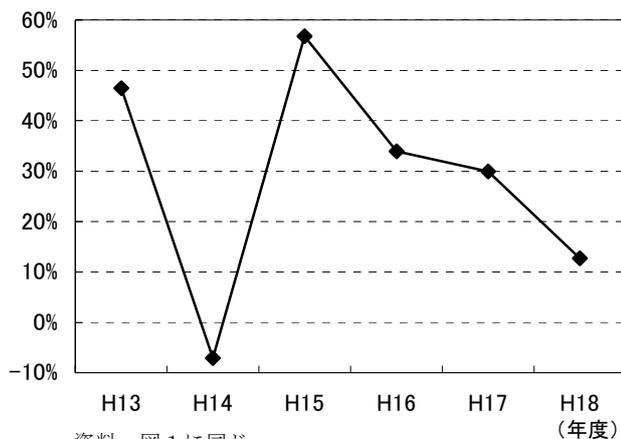
### 3. 信託及び信託受益権活用の鈍化の要因・背景

以上みてきたように、不動産証券化市場における信託及び信託受益権の活用が、以前に比べて鈍化してきている。そこで、次に信託及び信託受益権活用の鈍化の要因や背景について触れることとする。

この問題を取り上げるに当たっては、信託に限らず不動産証券化市場全般に関わる事項と信託及び信託受益権特有の事項とを区別して考察する必要がある。すなわち、不動産証券化市場自体の拡大が鈍化する要因があれば、不動産証券化の主たるスキームである信託設定や信託受益権取引の活用が鈍化するの当然だからである。

図16は、国土交通省調査に基づきJ-REITの上場が開始された平成13年度以降における不動産証券化実績(取得価格ベース)の前年比の推移を示したものである。平成15年度以降前年比プラスが続いているため、年度ごと(=フローベース)での資産増減額は増加傾向にあるものの、その勢いは明らかに低下していることがみてとれる。

図16. 不動産証券化全体の実績前年比



もっとも、信託に関していえば、J-REITやTMKにおいて実物不動産の割合が上昇し、信託受益権の割合が減少していること(図14、図9)、ストックベースでの

資産額は増加傾向になるものの年ごと(=フローベース)での資産増減額は減少に転じていることがほぼ間違いなく(図4・5・11)からみて、信託設定や信託受益権取引が不動産証券化市場の伸びの鈍化以上に減退しつつあることがわかる。

そこで、以下では不動産証券化市場全般の伸びの鈍化に係る要因と信託設定及び信託受益権取引の減少に係る要因とに分けて考察していく。

#### (1) 不動産証券化市場の伸びの鈍化要因

平成15年頃から急速な拡大を続けてきた不動産証券化市場であるが、すでに述べたとおり昨年あたりからその伸びにかつてほどの勢いがなくなってきている。その要因としては、次のような点が挙げられる。

##### ① 物件の枯渇化

まず、不動産証券化の進展に伴い、証券化に見合うだけの収益が期待できる物件が枯渇してきたことが挙げられる。投資適格物件の不足は特に不動産証券化の主な舞台である東京都心部において顕著であり、都心周辺・外環部や近畿圏・中部圏、さらには地方政令都市へと目を向ける動きが強まっている。ただ、大阪市、名古屋市、福岡市などを除き、地方都市の物件は、賃料収入が相対的に低く、空室リスクも高いため、一気に地方物件ヘシフトする訳にもいかないであろう。

##### ② 地価の上昇

最近の地価上昇は、物件取得コストの上昇を招き、新たな物件が取得しにくくなっている。これは、物件取得に当たってより多くの資金を工面する必要があるということもあるが、たとえ十分な資金を調達可能であったとしても賃料の硬直性のゆえに初期投資が膨らむ分収益率が低下せざるを得ず、そのことが投資戦略上物件取得の決断に向けての隘路となることも意味している(この点については、本節の最後で詳述する)。

##### ③ 物件獲得競争の激化

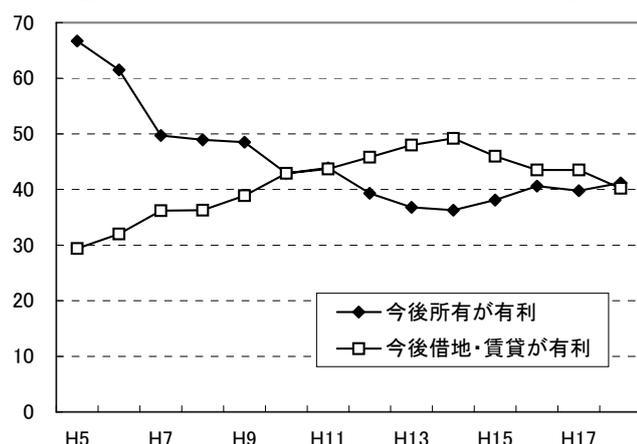
都心物件をはじめとする優良物件を取得しようとする動きは、デベロッパーやマンション業者等の中で、かなり活発化しており、一部では過熱化の様相も呈している。不動産ファンドが物件を取得しようとする場合も、不動産ファンド間での競争のみならず当然これらデベロッパー等との獲得競争も強いられることになる。その際、投資家との関係上確実な運用益が求められる国内の不動産ファンドが、経営戦略の一つとしてハイリスク・ハイリ

ターン投資を選択する不動産会社や投資銀行、特に分譲価格への転嫁が比較的容易なマンション業者に対抗することは容易ではなく、結果的に優良物件の取得が難しくなることとなる。

#### ④ 一般企業の不動産保有指向の高まり

一般企業の不動産保有指向は、バブル崩壊後一貫して減退してきたが、昨今の地価上昇等を背景にこれが反転、高まりつつある（図17）。このため、従来潤沢に供給されてきた一般企業の保有物件が、財務体質の適正化に伴う遊休資産の処分が一段落したことと相俟って不動産証券化市場に供給されにくくなってきている。一般企業は不動産証券化市場にとっての最大の物件供給源であり、そこからの供給が細るといことは不動産証券化市場の拡大にとってかなりの足枷となることを意味している。

(%) 図17. 今後の土地所有の有利性についての企業意識



資料：土地所有・利用状況に関する企業行動調査（国土交通省）

以上、不動産証券化市場拡大の鈍化要因として4項目を挙げたが、これらの要因は相互に密接な関連を有している。

例えば、不動産保有指向の高まりは不動産市場に流入する物件の減少という形で投資適格物件の枯渇の原因となり、物件の枯渇は需給逼迫による物件獲得競争の激化の要因となる。物件獲得競争が激化すれば当然地価の上昇に結びつくことになる。地価の上昇は、不動産の資産としての優位性を高めることから土地保有指向の高まりに結びつくとともに、取得コストの増大に伴う投資効率の低下による投資適格物件の減少という形で物件の枯渇の要因ともなる。

そして、地価上昇や不動産保有指向の高まりの背景に

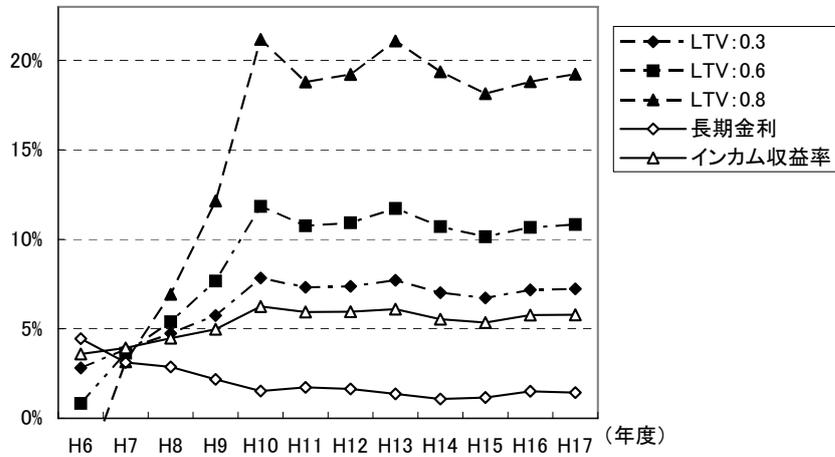
は、景気回復に伴うオフィス・業務用施設への需要の増大や保有資産縮減（オフバランス化）を通じての経営合理化の必要性の低下、さらには大都市部への人口集中に伴う都心等での住宅需要の拡大といった事情が存する。

一方、金利、為替相場といった基礎的経済要因の影響も無視できない。まず、金利が上昇すれば、長期金利と不動産利回りとのスプレッドが縮小し、不動産の利回りの持つ優位性が減退することになる。また、当然借入利息も上昇することから、金利の低い状況下と比べれば同じ借入コストで調達できる借入金の額が小さくなり（借入率が同じであれば借入コストの割合が高くなる）、投資総額が同じであればレバレッジ効果が低下することとなり、投資のうまみも減退することになる。ここ数年の間は長期金利が低い一方、不動産は比較的順調な運用利回りを継続してきたことから、長期金利と不動産利回りとの差が大きい状態が続いてきており、借入比率を高めればかなり高い運用利回りを確保することが可能であったが（図18）、今後の金利上昇への警戒感から不動産投資に消極的になることが考えられる。為替相場については、最近の円高基調への変化に伴い円安時期に比べて海外資金が入りにくくなってきている。そもそも金利上昇は円高の大きな要因となることから、これらの事象は相乗的に不動産証券化市場成長の鈍化要因として作用する可能性が高い。

なお、地価上昇が不動産証券化における資産取得にとって大きな問題となるのは、単に取得コストの増大にとどまらない2つの側面があると考えられる。

第一に、賃料水準は不動産価格に比較して硬直的であるため（例えば、平成7年から17年までの10年間に東京圏商業地の地価は半分以下になっているにもかかわらず、（別途建物価格分があるとはいうものの）オフィス賃料は15%弱しか下落していない（図19）。）、地価上昇局面においては不動産価格に見合うだけの賃料収入がすぐに得られるとは限らないこと、すなわち、本来あるべき水準より低い賃料収入しか得られず、結果的に少なくとも一時的には採算性（インカム収益率）が低下するおそれがあることが考えられる。

図18. エクイティ部分のインカム収益率の推移



注) 長期金利(新発10年国債金利)は、各年度の月末利率平均。

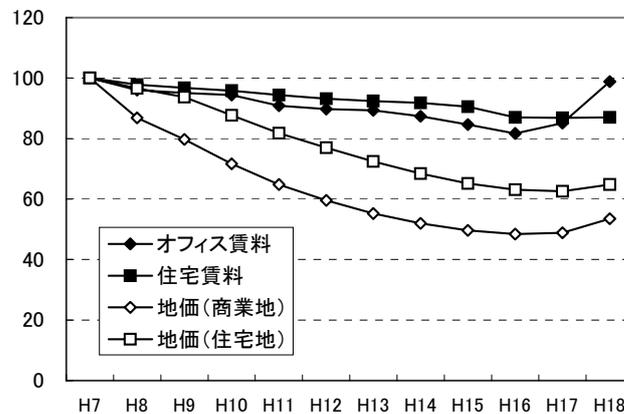
インカム収益率は、東京8エリア(千代田区丸の内・神田、中央区日本橋・銀座、港区新橋・赤坂、新宿区、渋谷区)の平均。

借入利息は、長期金利にリスクプレミアムとして1%を加えた割合。

資本的支出(長期営繕積立金等)などが含まれないため、実際の収益率はグラフよりやや低くなる可能性がある。

資料: STIX(住信基礎研究所)、日本銀行HP

図19. 東京圏における賃料及び地価の推移  
(H7=100)



注) 賃料は各年9月末日、地価は翌年1月1日現在のデータ。

「東京圏」とは、首都圏整備法による既成市街地及び近郊整備地帯を含む市区町村の区域をいう。

建物価格が含まれていないため、実際の不動産価格の動きとずれが生じている可能性がある。

資料: 全国賃料統計((財)日本不動産研究所)、平成19年地価公示(国土交通省)

第二に、不動産ファンドが物件を取得する際は、投資家(さらには金融当局)に対して合理的に説明可能な価格、すなわち得られるはずの収益から割り出した金額(収益還元価格)を取得価格として設定することになるが、地価上昇時においては往々にして(DCF法をとるにせよ直接還元法をとるにせよ)このような収益還元価格が実際の市場価格に追いつかず、市場価格での物件取得が困

難となりやすいことが考えられる。

前者は実際の賃料が不動産価額に見合った賃料に比べ低すぎることにより生じ、後者は市場価格が適正価格(収益還元価格)に比べて高すぎることにより生じる。このうち、前者の賃料の硬直性については、不動産価格がバブル的なものでない限り、後追的に適正な水準まで上昇し、いずれ来るであろう地価下落局面では逆にその硬

直性のゆえに不動産価額に見合った賃料水準に比べ高すぎる状態が一定期間生ずることから、長期的にみれば採算が合うことが期待される。

ただ、後者についてはそもそもここでの「適正価格」が本当にその時点での適正価格といえるのか疑問が残る。収益還元価格は現在までの賃料実績をベースにして算出せざるを得ないことから、NOIを多少高めに設定する等地価上昇傾向を勘案するにしても、昨今のような地価上昇局面においては市場価格に対する遅行性をめぐり去ることはおそらく困難である。したがって、取得価格を旧来の収益還元価格に拘束することは、適正かつ機動的な資産取得の障壁になりかねず、より多くの要因に配慮した柔軟な価格設定手法の創出が今後の不動産証券化にとって重要であると考えられる。

ちなみに、前者の実際の賃料と本来あるべき賃料との乖離については、開発型物件等新築物件では既存の借主がいらないことから問題にならないのではないかと指摘もあり得るが、新築物件の成約賃料は当該不動産の適正価格よりも他の不動産の賃料に影響されることが予想され（そうでなければテナントが他の物件へ逃げてしまう）、新築であることによる若干の上乗せはあるにせよ、新築物件であっても賃料の硬直性の影響を受けることは避けられないものと考えられる。デベロッパー等が成約賃料に係る情報の開示に消極的なには、情報の囲い込みによる利潤の最大化という側面のほかに、新築物件や大規模改築物件でありながら賃料の硬直性の影響を受けることをできる限り回避するという意図があるのではないか。

## （２） 信託設定及び信託受益権取引特有の鈍化要因

不動産証券化市場の伸びが一時期ほどではなくなってきた一方で、すでに述べたとおり不動産証券化における信託設定及び信託受益権取引の比重自体が低下していることも確かである。この信託設定及び信託受益権取引の比重低下の要因としては、次のような事項が考えられる。

### ① 信託報酬等信託に係るコストの上昇

まず、信託報酬に代表される信託に係るコストの上昇が考えられる。不動産証券化を目的とした信託における信託報酬額がどのような増減で推移してきているかについては、明確なデータは見当たらない。アセットマネジメント会社等においても、信託報酬の上昇を指摘する事業者が存する一方で、従前と特段の変化はないとの声もあり、あまり断定的なことはいえない。ただ、平成16年の信託業法改正により、信託業務の一部を外部委託する

際における信託会社の責任が厳格化され、これへの対応が信託会社側のコスト増を招いていることは、信託銀行関係者のほぼ一致した見解のようである。そもそも信託銀行の合併等により国内で不動産信託を取り扱える事業者の数が減少してきた上に、不動産証券化市場が急拡大して、不動産信託に係る業務がかなりタイトになってきていた。さらに、信託業法改正前に期待されていた不動産信託専門の新たな信託会社の設立もほとんどなされておらず、引き受け手不足に起因する信託報酬の上昇が生じやすい状況にあったことは確かである。

特にJ-REITをはじめとする長期保有型のファンドにおいては、定期的に支払わなければならない信託報酬に係る費用は、中長期的にみれば流通税の負担と比べて必ずしもコストパフォーマンスに優れているとはいえずなってきたと考えられる。

### ② 信託関連手続の厳格化

金融当局による信託会社に対する監督の強化、①でも触れた信託業法改正による信託会社の責任の厳格化に伴い、信託会社側の信託受託や信託受益権売買に当たっての審査も厳しくなったことが挙げられる。これにより受託を拒まれる事例が増加したほか、受託や受益権取引に至るまでの手続がより煩雑となり、時間も要するようになったといわれている。

手続の煩雑化や長期化は、市場での機動的売買の支障になりかねないため、不動産証券化において信託活用を回避する要因となる可能性がある。ましてや、信託受託に当たっての審査のハードルが高くなり、引受けを拒まれる事例が増加すれば、必然的に信託活用事例が減少することになる。

### ③ 金融商品取引法施行に向けての警戒感

金融商品取引法施行に伴う規制強化の内容については、次章において触れるが、信託受益権が金融商品に加えられたことにより信託受益権に係る取引の代理や媒介が金融商品取引業として金融商品取引法の規制下に置かれる。同様に自己募集が金融商品取引業に加えられたことによってSPCによる自己募集が困難となりアセットマネジメント業者による金融商品取引業登録が必須となってアセットマネジメント業者が金融商品取引業の規制下に置かれる。

現在のところ、金融商品取引法がどのように運用されるかは不明な点も多いことから、その規制に対する警戒感が強く、勢い金融商品である信託受益権の取引を躊躇する傾向が生じていることも予想される。

#### 4. 今後の不動産証券化市場における信託活用に向けての展望

最後に、今後の不動産証券化市場において信託がどの程度活用されていくのかについて、これから予想される新たな要因に焦点を当てつつ、プラスの側面とマイナスの側面とに分けておおまかに触れていくこととする。

##### (1) 今後の信託活用に当たっての消極的要因

###### ① 金融法制上の規制強化

平成18年6月に証券取引法が全面改正され、新たに金融商品取引法が制定された（平成19年9月30日施行）。この金融商品取引法の制定により、信託を用いた不動産証券化手法、特にGK(YK)－TKスキームに対する規制が強化された。

まず、信託受益権が新たに集団投資スキームに係る権利の一つとしてみなされ有価証券として位置づけられたことが挙げられる。ただ、GK(YK)－TKスキームにおいては、出資はすべて匿名組合契約の形で行われ、信託受益権自体を分割・証券化することは行われていない。匿名組合出資持分については、すでに平成16年の証券取引法改正において有価証券に組み入れられていることから、少なくとも出資募集段階で信託受益権の有価証券への組み入れにより新たな影響を受けることはない。ただ、信託受益権の取得・管理・売却に係る業務については、金融商品取引業に該当することとなり（これに併せて信託業法上の信託受益権販売業に係る条項は廃止される。）、アセットマネジメント業者は、内閣総理大臣への登録が必要となり、金融当局の監督が及ぶこととなる。

また、証券取引法においては、集団投資スキームに係る権利を発行者が自ら販売・勧誘する行為（自己募集）は規制の対象外であり、GK(YK)－TKスキームにおける出資の募集はSPCによる自己募集の形をとっていたが、金融商品取引法においては、自己募集であっても金融商品取引業に該当し、金融商品取引業の登録を要することとなった。

SPCは、単なるピークルであり、金融商品取引業者としての要件を満たすことは困難である。したがって、改正法施行後は金融商品取引業の登録を有するアセットマネジメント業者等に募集の取扱いを委託するよりほかないことになる。逆にいえば、従前はSPCによる自己募集の形をとることにより、アセットマネジメント業者が匿名組合出資に係る証券法の規制を免れていたが、今後は

金融商品取引業の登録を取得することが必須となる。（なお、適格機関投資家等特例業務として位置づけることが可能な場合については、事前の届出によりSPC自らが行うことも可能である。ただし、発行体SPCと借入人SPCとが異なる場合には、より複雑な規制に服することになるが、その詳細は割愛する。）

これらの制度改正は、不動産投資ファンドの透明性を高めるとともに、利用者保護に資することは確かである。ただ、手続的コストが増大することは間違いなく、金融商品取引業登録に当たっての審査や金融当局の監督の程度によっては、不動産信託受益権の金融商品としての収益性に悪影響を及ぼし、機関投資家等の投資対象が実物不動産や他の金融商品へシフトする要因となり得る。

###### ② 有限会社制度の廃止と有限責任中間法人制度の廃止

平成18年5月の会社法施行により、有限会社制度が廃止され、従前の有限会社は特例有限会社として原則として株式会社に係る規定の適用を受けることとなった。同法施行前までSPCの事業体として選ばられてきた有限会社を新たに設立することは制度上不可能となった。もっとも、有限会社に代わって同法により新たに創設された合同会社に今のところ順調に引き継がれているようである。

また、平成20年には、一般社団法人及び一般財団法人に関する法律の施行に伴い、有限責任中間法人制度が廃止され、既存の有限責任中間法人は一般社団法人へ移行することとなる。有限責任中間法人は、融資や出資のピークルとなるSPCの唯一の社員（議決権者）としてのSPCの事業体として活用されてきたが、同法施行後は有限責任中間法人を用いることができず、GK(YK)－TKスキーム設計に支障を来す懸念が残る。かつてさかんに用いられていたケイマンSPCを再度活用することも考えられるが、法令の文言をみる限り一般社団法人においても倒産隔離の確保は可能であり、特に手続的隘路も見当たらないことから、合同会社の場合同様に新たな事業体へ移行するものと考えられる。

###### ③ 税制上の取扱い

平成18年の信託法全面改正に伴い、信託関連税制も大きく改正された。その多くは信託法改正に伴い創設された新たな信託類型を念頭に置いたものであり、従来型の不動産証券化スキームに悪影響を及ぼす改正は特に含まれていないと考えられる。平成19年から任意組合、匿名組合等に適用されてきた損金算入制限措置が信託につい

でも適用されるようになり、信託財産簿価（を基準に算出した額）を超える欠損額については損金算入が認められないこととなったが、不動産の場合建物の瑕疵により第三者に多大な損害を与えたというような場合でも想定しない限り、信託財産簿価を超える損失は生じないため、それほど問題はないのではないかと。むしろ、今回導入された新たな信託類型の活用に向けて税制上障害となる要素がないかどうかについての検討が重要であろう。

#### ④ 会計上の取扱い

平成18年9月に投資事業組合の連結上の取扱いが明確化された（企業会計基準委員会 実務対応報告第20号「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い」）。これによると、当該投資事業組合の業務の執行を決定することができる場合は連結対象とする旨定められている。ここでの投資事業組合には匿名組合も含まれていることから、オリジネーターやアセットマネジメント会社（子会社も含む。）が匿名組合の営業者たる地位にある場合は、オリジネーターやアセットマネジメント会社は（自らは一切出資していなくても）その匿名組合を連結対象に組み入れなければならないことになる。

すでに不動産ファンド運用会社の決算に大きな影響が出ており、総資産が26倍に膨れあがった会社がある一方で、出資金をすべて償還して金融機関からの借入に振り替えた会社もあったようである。融資にせよ出資にせよファンドを組む以上は信託が活用される場合が多いとは考えられるものの、今後運用会社の業務実態がわかりにくくなることを嫌う運用会社や投資家がファンド組成や出資に対して慎重になる可能性も残る。

### （2） 今後の信託活用に向けての積極的要因

#### ① 信託業法上の規制の緩和

平成16年の信託業法改正による信託業務の再委託に係る受託責任の厳格化（3.（2）②参照）は、平成18年の信託法全面改正に伴う信託業法改正により、かなり緩和された。すなわち、信託財産の保存行為に係る業務の再委託等委託先が受託者と同様の機能を果たしているとはいえない場合は委託先を受託責任の対象から除外し、再委託先が信託行為や委託者・受益者からの指名に基づく場合等については、再委託に係る受託者の賠償責任を否定した。

信託不動産の管理・運用業務は、オリジネーターであ

る委託者や受益者から一任されたアセットマネジメント会社の指示により、受託者からプロパティマネジメント会社等に委託されている場合が多い。この法改正により受託者が過重な負担を負うことがなくなり、信託会社の作業コストが減少し、信託業務の円滑化が進むものと考えられる。

#### ② プロ向け投資に対する金融法制上の規制の柔軟化

金融商品取引法においては、一般投資家向け規制がそのまま機関投資家等プロ投資家のみを対象としたスキームにまで及ぶとなると、機関投資家の投資意欲やファンドマネジメント会社のファンド組成意欲に悪影響を及ぼすおそれがあることから、プロ向け投資については私募要件の緩和、適格機関投資家等特例業務制度の創設等規制を柔軟化している。

ただ、従来の不動産投資ファンドの場合、SPCの自己募集の形をとることにより、金融法制上の規制を回避してきたのが実態であり、これらの規制の柔軟化は今後の不動産証券化において有益ではあるものの、以前より不動産証券化や信託活用が促進される要因とまではいえないであろう。

#### ③ 新たな信託類型の創設

平成18年の信託法全面改正により、自己信託、目的信託、限定責任信託等、従来認められていなかった、ないし法的位置づけが不明確であった信託類型が、明文で認められることとなった。これら新たな信託類型は、工夫次第では不動産証券化の有力なスキームになり得るものとする。

例えば、自己信託（信託宣言）により、オリジネーター（その子会社を含む）自らが委託者兼受託者となることにより、信託銀行等を介在させることなく証券化を実現する途が開かれた。目的信託については、SPCの資本金を信託会社を通じて慈善信託とすることにより、中間法人やケイマンSPCの設立を不要とすることが考えられる。限定責任信託においては、受託者責任を有限責任とすることにより信託を物的会社と同様の性格を有するビークルとして位置づけ、SPC設立を不要とすることが想定される。

もちろん、新たな信託類型の活用に当たっては、信託業法等の規制や税制面での取扱いなどに配慮しつつスキーム設計を検討する必要がある。詳細には触れないが、上で例示した新たな信託類型については実際の活用にあたって様々な課題が存在することから、不動産証券化あるいはそこの信託活用を急速に促す要因とまではいえ

ないかもしれない。ただ、これらの信託類型は、不動産証券化においてよりシンプルで使いやすく、効率的な仕組みを設計する上で、有益なものとする。

## ■おわりに

このところ、米国サブプライムローン問題に端を発して、証券市場全体に信用収縮の傾向がみられる。これが、金融市場への資金流入規模の縮小と相俟って、流動性の乏しい資産を証券化という手法の活用により流動性を付加して投資家や金融機関からの資金流入を図ること自体へのリスク意識の高まりを助長すれば、不動産証券化市場の沈滞に結びつきかねない。しかし、投資法人にせよGK（YK）—TKスキームにせよ、特定の不動産からの収益をベースにした金融商品であり、そのリスクの高低は別にして、RMBSやCDOに比べればその実態がはるかにわかりやすい。制度的にRMBS等の有価証券保有が認められていない訳ではないが、国内の不動産ファンドは事実上不動産賃貸収入と売却益にもっぱら依存しており、金融商品の中でもそれ自身の不透明性に起因した信用不安は起こりにくいと考えられる。

事実、海外からの東京都心等の不動産への投資が依然継続しているのは、不動産証券化がCDO等証券化商品に比べてはるかにその実体がわかりやすいことにもあるのではないかと。したがって、今回の信用収縮は、対応によっては複雑な金融商品から不動産証券化市場へ資金をシフトさせる機会にもなり得ると考えられる。よくわが国の不動産投資市場は透明性に欠けるとの議論があるが、投資家一般、市場関係者一般あるいは行政からわかりやすいかどうかということと実際の取引当事者からわかりやすいかどうかということとは別である。後者の点においては、ERや不動産鑑定等の対応が可能であり、法的手続等も安定しているわが国不動産投資市場はけっして問題が多いわけではない。すでに記したとおり、信託にも今後様々なバリエーションが想定されることから、設計上の工夫によっては、信託の活用を不動産証券化市場の拡大にさらに活用していくことも可能と考える。