

【研究ノート】

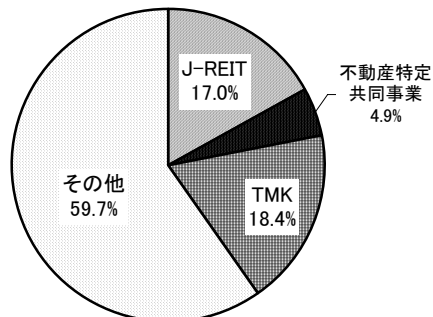
証券化不動産の資産実態について ～東京都心部における不動産信託受益権に着目して

齋藤 哲郎

1. はじめに

平成9～10年頃に黎明期を迎えたわが国の不動産証券化市場は、その後順調に拡大を続け、平成18年土地白書によると平成17年度末には累計で25兆円程度の規模にまで成長したとされている。このうち、平成13年度より上場が開始された不動産投資法人（J-REIT）については、当初から相当程度の情報公開がなされてきており、その資産の規模や内容を比較的容易に捕捉することができる。公表資料によると、平成18年9月末でJ-REITの資産規模（取得価格ベース）は5兆円を超えており、J-REITだけでもかなりの市場規模を有するに至っている。しかしながら、証券化不動産全体の中では、J-REIT保有分はその1/6程度にとどまり、いわゆるYK-TKスキームに代表されるSPC保有分、すなわち私募ファンド保有分が大多数を占めるといわれている（図1-1）。

図1-1. スキーム別の不動産証券化実績比



注) TMKは、資産流動化法上の特定目的会社（旧法下での設立分も含む。）

資料：平成17年度不動産の証券化実態調査（H18.3 国土交通省）

しかしながら、SPCについては、その保有資産に係る情報がほとんど開示されておらず、不動産保有の実態がどうなっているかはブラックボックスとなってしまう。資産規模については、国土交通省より19兆円程度（資産流動化法上の特定目的会社（TMK）を含む。）との推計がなされているものの、物件数、面積規模や用途、立地等の資産属性がどうなっているのかについては、全くの藪の中といった状況にある。

昨年度当研究所では、国土交通省より委託を受けて、信託不動産に係る保有・取引状況の把握の手段として不動産登記を用いた調査（「土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査報告書 vol.1 土地等の流動化の実態把握調査」）を行った。以下では、本調査報告書（以下単に「報告書」と略称する。）の結果及びJ-REITの有価証券届出書等公表資料を用いて、証券化不動産が最も集積している東京都心部（千代田、中央、港、渋谷、新宿のいわゆる都心5区）に絞り、かつ、証券化不動産のほとんどを占める信託物件に焦点を当てて*1、私募ファンドの保有分も含め、証券化不動産の資産属性及び資産規模について、その解明を試みることにする。

*1 YK-TKスキームをとる場合は、不動産特定共同事業法の適用回避のため、ほとんどの場合信託受益権を売買する形式となる。これ以外のスキームであっても、上場投資法人保有物件の約79%、TMK保有物件の約67%（いずれも平成13～17年度の累計：平成17年度不動産の証券化実態調査（H18.3 国土交通省））が信託受益権であることから、信託物件のみで大部分の不動産証券化物件がカバーされることになる。

2. 東京都心部における証券化型信託物件の実態について

既に述べたように、私募ファンドの下にあるSPCについては、J-REITのような情報公開手続も存在せず、公開された資料に基づいて不動産保有状況を調査・分析するといったことは困難である。アンケートやヒアリングを通じての情報収集も各方面で試みられているようであるが、SPCのペーパーカンパニー的性格に鑑み高い回答率を得られることはまず期待できず、回答内容の信頼性や正確度においても問題が残らざるを得ない。また、そもそもの調査対象から漏れてしまっているような場合も少なくないものと考えられる。

このような問題を回避するため、前記調査においては信託不動産に係る保有・取引状況の把握の手段として不動産登記を用いることとしたものである。すなわち、不動産登記による場合、取得・売却価格、SPCへの出資額や出資者属性等についての把握は困難であるが、物件の面積規模、位置、用途、取引時期等に関して、かなり信頼度の高いレベルで把握できる。取引経緯については、かなり過去に遡って権利者等を確認することも可能である。また、資産規模についても補完データを用いることにより概ねの推計が可能である。何よりも対象物件の遺漏が最小限にとどめられることが大きいものと考えられる。

ただ、全国の不動産登記情報を対象とするのは、時間的・費用的に困難であるとともに、大多数の地域では不動産証券化がほとんど行われていないことから、極めて

非効率である。そこで、不動産証券化がもっとも活発に行われている東京都心部、その中においても量的にも用途面でも最も不動産証券化が進展している東京都港区を調査対象として取り上げている。

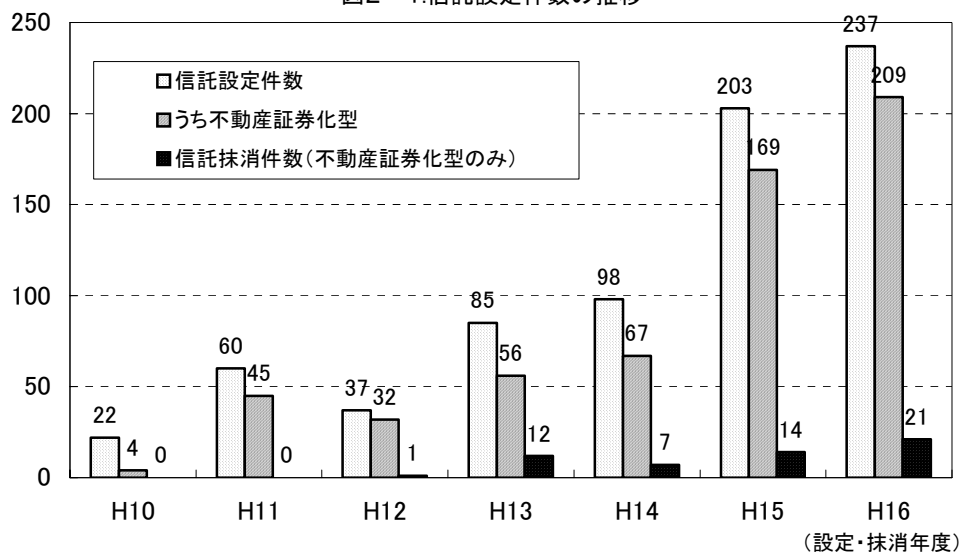
(1) 証券化型信託不動産の物件数

証券化型の信託不動産の物件数は、東京都港区においても増加を続けており（図2-1）、平成17年度上半期末時点で存在する証券化型信託不動産物件は、580件を超えるに至っている。

なお、登記情報の場合、一つの建物の敷地であっても複数の筆に分割されていれば、それぞれの筆ごとに登記が調製されており、また、一つの建物であっても、建物を区分して登記が設定されていることもままある。したがって、一つの建物とその敷地を同じ権利者が保有している場合には、その登記数にかかわらず1物件とみなしている。建物の一部に信託が設定されているような場合は、当該信託設定部分と建物敷地とが1物件とみなされることになる。

また、不動産信託は、証券化以外にも様々な目的で用いられるが、以下で取り上げる不動産信託は、特段の記載のない限り不動産の流動化ないしオフバランス化を目的とし、受託者が信託会社で信託設定後受益権売買が行われているもの（本稿において「不動産証券化型信託」と称する。）を対象としている（詳細は報告書参照）。したがって、特に私募ファンド保有分のみを抜き出したものではなく、証券化型信託であれば、J-REIT保有分等も含まれている。

図2-1.信託設定件数の推移



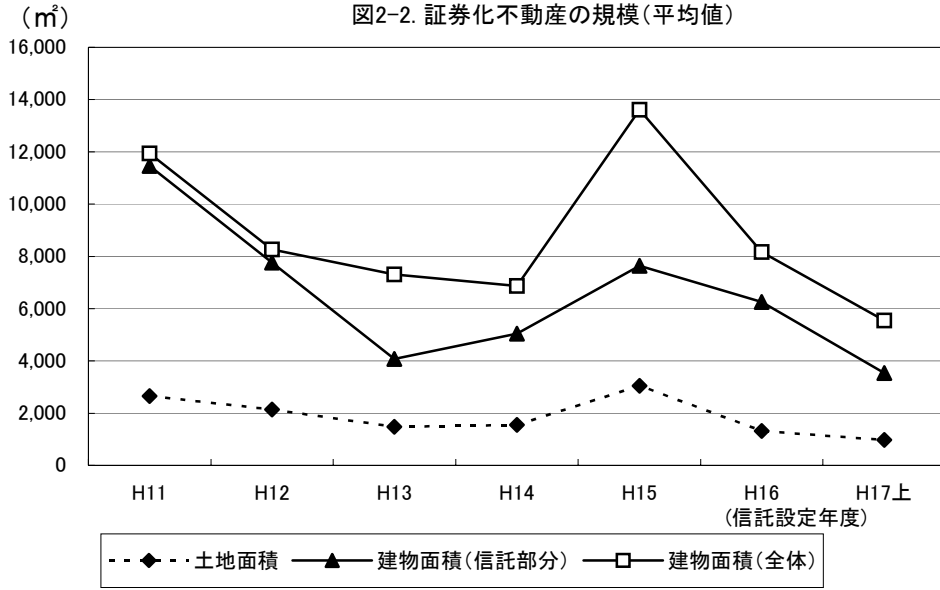
資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18.3 国土交通省）

(2) 証券化型信託不動産の面積規模

図2-2では、証券化型信託不動産について、土地、建物の信託設定部分、建物全体それぞれの面積規模平均の推移を示している。超大型物件の有無等により数値が上下しているため少々わかりにくいものの、物件の小規模化傾向をみてとることができる。

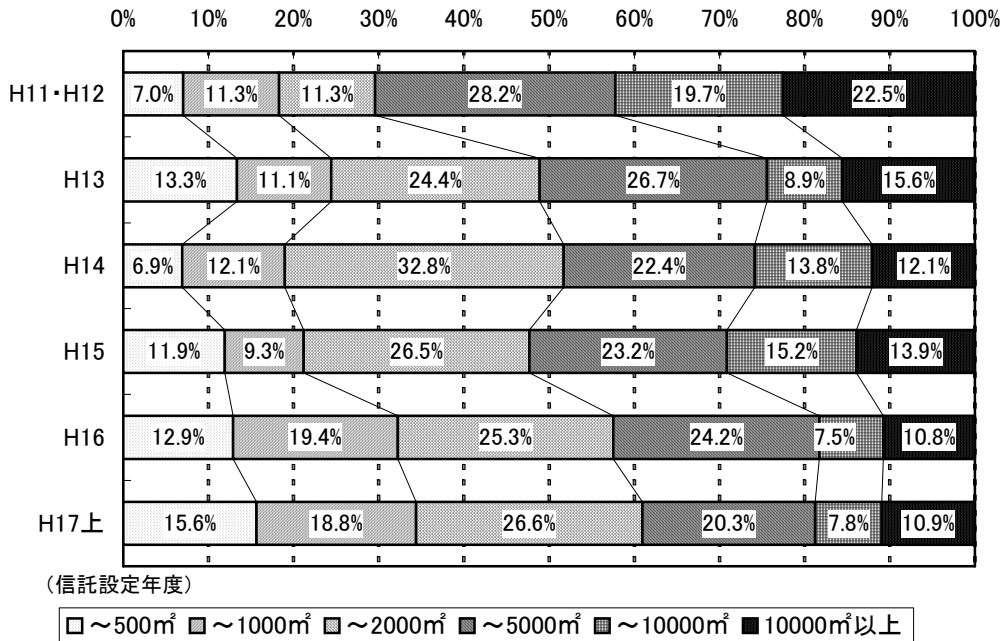
図2-3は、建物の信託対象部分の面積の推移を、面積規模内訳で示したものである。この図では相対的に小規模な物件へシフトしつつあることが、より明確に把握することができる。

やはり、都心での優良物件の不足が従前より小規模な物件の証券化をもたらしているのであろう。



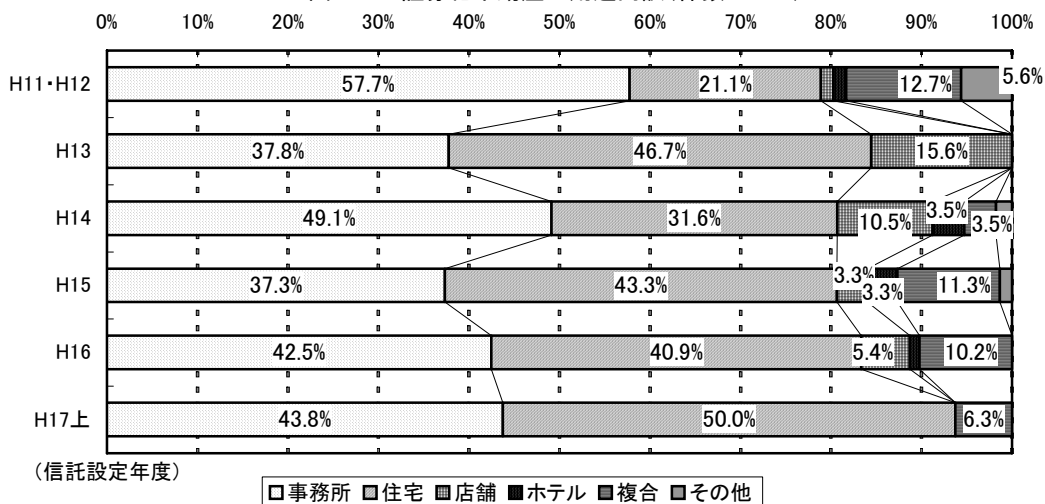
資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査 (H18. 3 国土交通省)

図2-3. 証券化不動産の規模内訳(建物:信託対象部分)



資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査 (H18. 3 国土交通省)

図2-4. 証券化不動産の用途内訳(件数ベース)



資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18.3 国土交通省）

(3) 証券化型信託不動産の用途

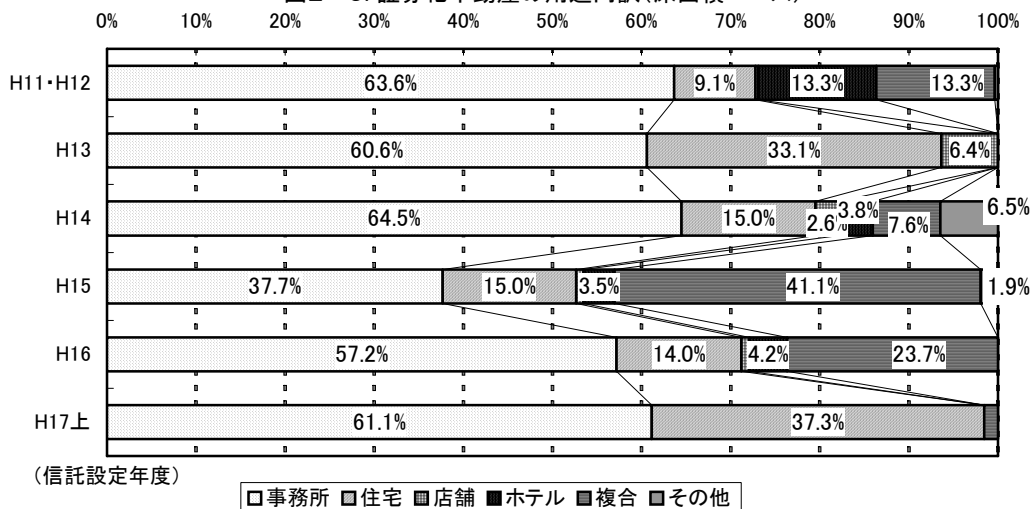
不動産証券化は、従前はもっぱらオフィス物件を対象とされてきたが、ここ最近では住宅、商業施設、物流施設等に広がりつつあるといわれている（平成18年土地白書等参照）。その根拠として、都心部では証券化に適した優良なオフィス物件が乏しくなってきたこと、郊外部や海岸部ではオフィスよりも住宅や商業施設、物流施設等が主にならざるを得ないことなどが挙げられている。それでは、都心の優良物件を多数抱える港区においても同様の用途の変化が生じつつあるのだろうか。

図2-4及び図2-5は、それぞれ物件数ベース、信託対象床面積ベースでの用途割合の推移を示したもので

ある。この図によると、件数ベースでは住宅がオフィスを上回りつつあり、住宅の証券化の増加傾向が窺えるものの、面積規模ベースでは、オフィスが新規投資対象の6割以上を占めている。J-REITの取得物件が物件数ベースでは住宅へ、面積ベースでは商業施設へと大きくシフトしていることと比較すれば、オフィスへの投資指向が強いものと考えられる。

なお、平成15・16年度には面積規模ベースで複合目的の物件の占める割合がかなり高くなっているが、平成15年度は六本木の再開発物件、平成16年度は湾岸部の大型物件の影響によるものである。

図2-5. 証券化不動産の用途内訳(床面積ベース)



資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18.3 国土交通省）

(4) 証券化型信託不動産の立地分布

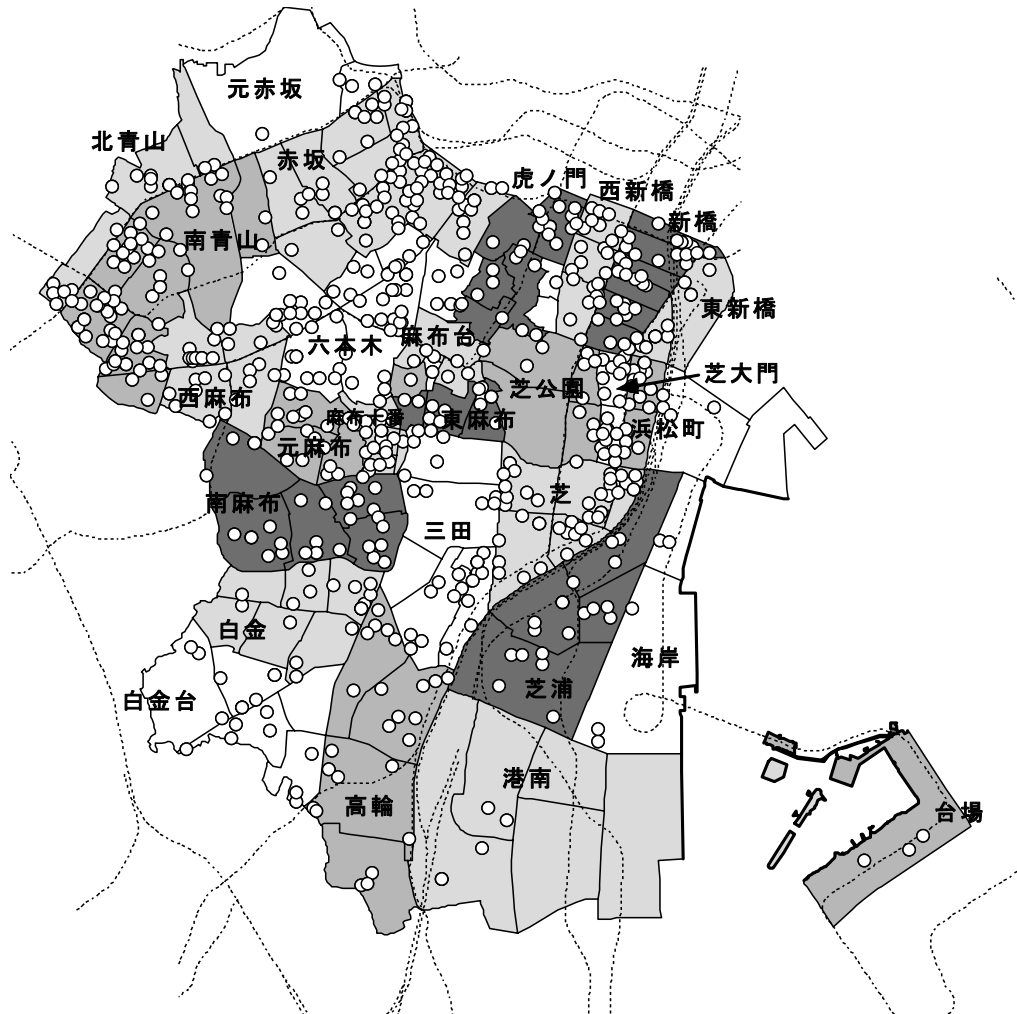
図2-6は、証券化型の不動産信託物件が初めて現れた平成10年度から平成17年度上半期までのほぼ全ての証券化型信託不動産の分布を平面図に落としたものである。すでに信託が終了した物件も含まれているが、図2-1でわかるとおりその数はわずかであるため、現時点での証券化型信託不動産の分布とほぼ重なるものとみてよいであろう。

証券化型信託物件は、区域全般に分布しているものの、山手線沿線内側の北中部（新橋～浜松町～芝）や北部から中央部にかけての区域（赤坂～六本木～麻布十番）に特に集中していることがわかる。一方、南部や湾岸部はやや密度が低いようである。（とはいえ、都心5区以

外の地域と比較すれば、かなりの高密度で分布していることになる。）

図2-7は、区域ごとの証券化型不動産信託の設定件数の推移を示したものである。オフィス、住宅、商業施設いずれの用途においても秀でたブランド価値を有する赤坂、青山、六本木が、平成15年度から16年度にかけてそろって減少に転ずる一方、麻布や新橋・虎ノ門、湾岸部が高い伸びを示している。これは都心部においても、とりわけブランド価値の高い区域の物件が枯渇して、物件の立地が他の地域へと変化していることを示している。特にオフィスは新橋・虎ノ門方面へ、住宅は麻布方面へと立地がシフトしていると考えられる。

図2-6 証券化型信託不動産の分布

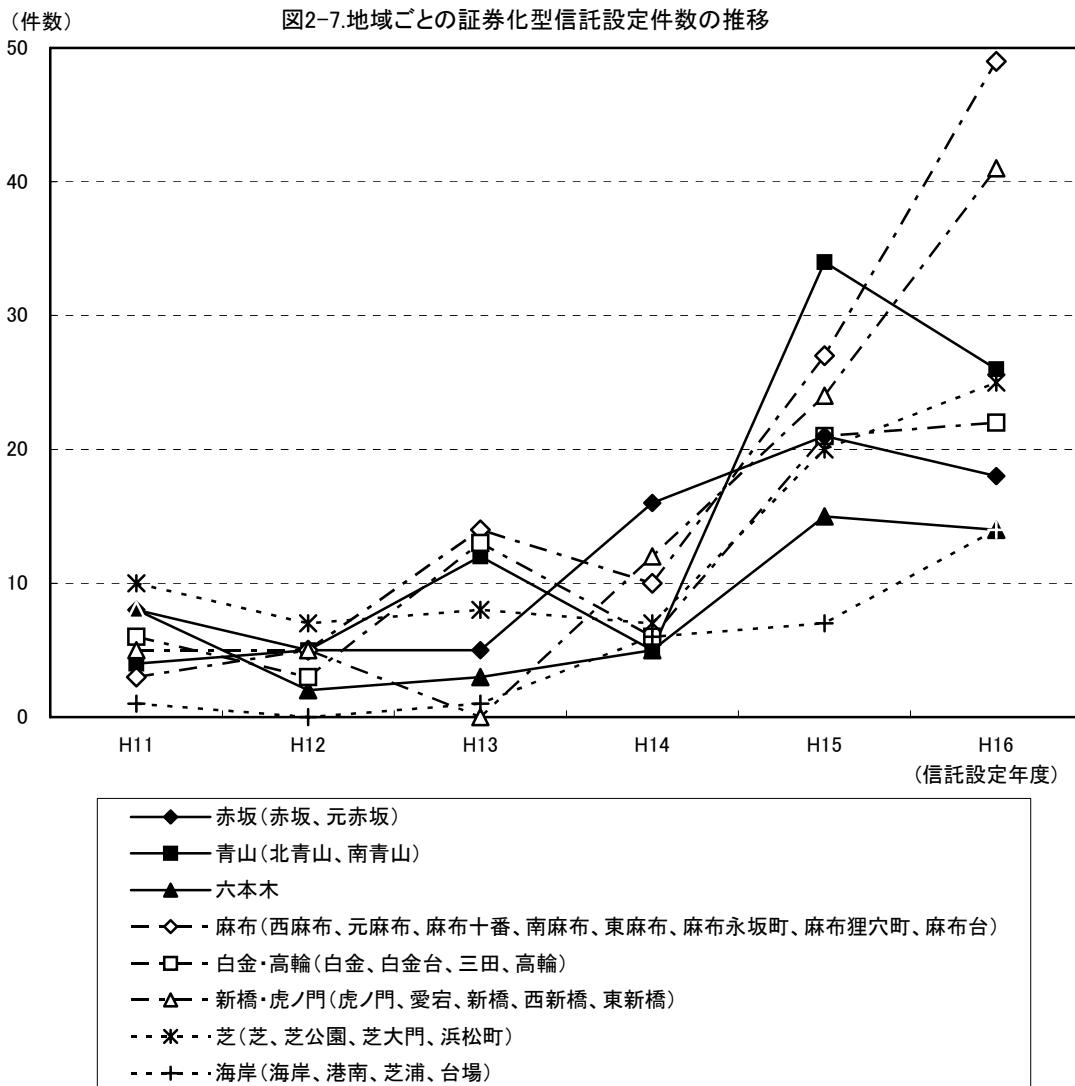


注) 対象は、平成10年度から17年度上期までに港区において設定された証券化型不動産信託物件すべて。したがって、すでに抹消された信託物件も含む。

座標値の捕捉が番地単位までのため、同じ番地に号数の異なる複数の物件がある場合には、大まかに位置を調整している。したがって、個別物件の位置を正確に示しているわけではない。

愛宕、麻布永坂町、麻布狸穴町については、町名の記載を省略している。

資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18.3 国土交通省）



資料:土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査(H18. 3 国土交通省)

3. 都心部に存在する証券化型信託物件の資産規模

以上、東京都港区に存する証券化型信託物件を取り上げるにより、都心部に存する証券化不動産の規模、属性、分布を概観してきた。ただ、既に触れたように登記情報からでは、当該不動産の経済的価値を知ることはできない。もちろん、立地や床面積、構造、築年等を詳細に分析することにより、登記情報から個別不動産の概ねの価額を導き出すことができない訳ではないであろうが、このような詳細な分析は今後の課題として、本稿では資産価額の把握が可能なJ-REIT物件を手がかりにして、都心部に存する証券化不動産の資産規模の大まかな把握を試みることにする。

(1) 東京都心部がJ-REITにおいて有する比重

東京都港区の面積は20.34km²、都心5区全体でも74.47km²であり、わが国のDID面積全体(12,457km²)と比較すれば、港区で0.16%程度、都心5区でも0.6%程度を占めるに過ぎない。不動産証券化市場にとってこのごく限られた地域が果たしてどの程度の意味をもつか。わが国の不動産であればその投資対象に取り込み得るJ-REITを通じて、はじめにこの点から明らかにしていくこととする。

図3-1、図3-2は、都心5区又は港区に存するJ-REIT物件の物件数、取得価格合計、総賃貸可能面積について、J-REIT全体に占める割合の推移を示したものである。都心5区で物件数の4割、取得価格の5割、

賃貸可能面積の2～3割を占めており、また、港区のみでも物件数・取得価格で全体の15%弱、賃貸可能面積で全体の6～8%を占めている。賃貸可能面積でやや割合

が低いのは、大規模ショッピングセンター等広大な床面積を要する施設の立地がないことによる。

図3-1. J-REITにおける都心5区の比重の推移

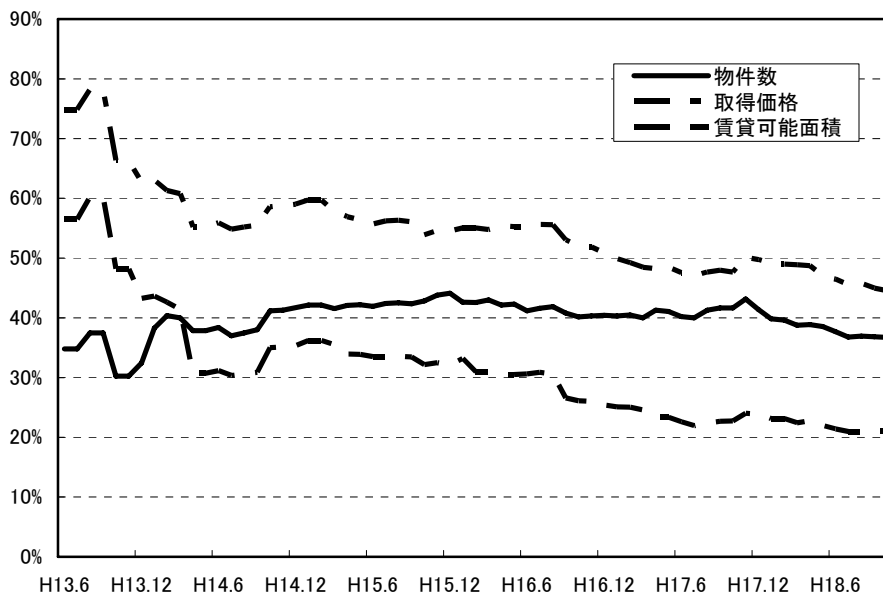
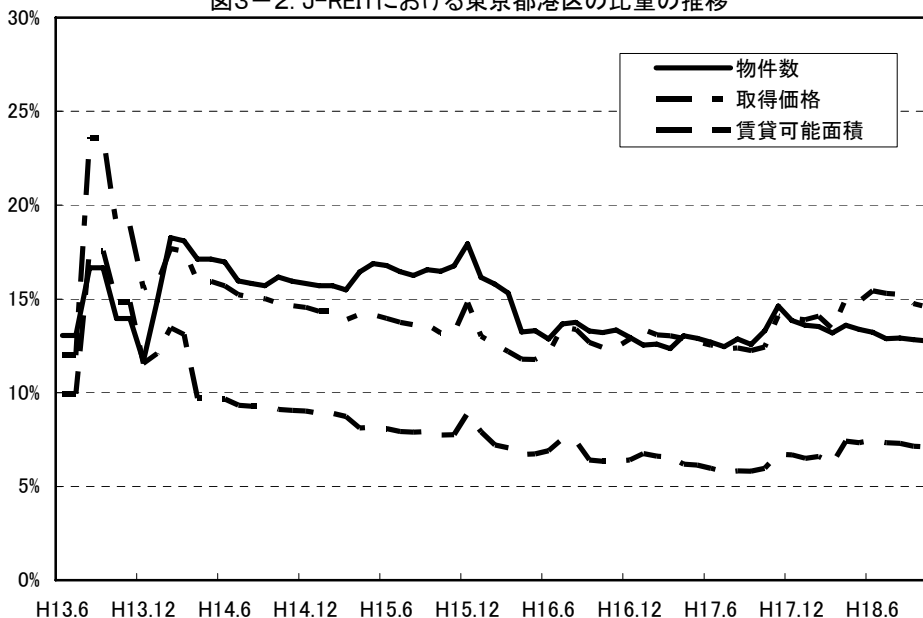


図3-2. J-REITにおける東京都港区の比重の推移



注) 図3-1、3-2ともに、各月1日現在。
信託以外の物件（実物不動産等）も含む。
公表資料より作成。

いずれにしても、都心5区でJ-REIT物件全体のおよそ半分を、港区のみでも全体の1/6程度を占めており、量的にはわが国の不動産証券化、なかんずく信託受

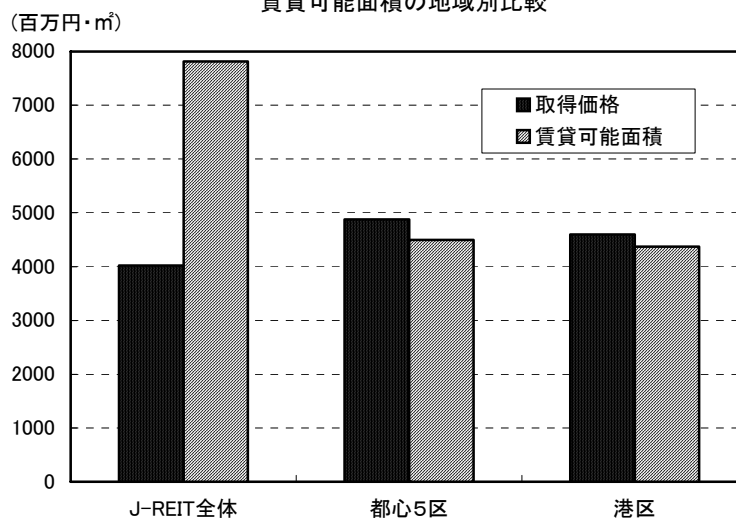
益権を介して証券化がなされているものの全体像をつかむに当たって、十分な手がかりになるものと考えられる。

次に、港区、都心5区、J-REIT全体それぞれで物件属性に大きな相違がないかどうか検証を試みる。物件属性に大きな相違がみられる場合には、資産規模推計が成り立たないおそれが大きくなるからである。

まず、規模的な属性に簡単に触れると、都心5区と港

区とは1物件当たりの取得価格、賃貸可能面積のいずれでもほとんど同じであり、極めて似通った属性を有していることがわかる。他方、J-REIT全体と比較すると、取得価格ベースではそれほど差はないのに対し、賃貸可能面積ベースでは1.8倍弱となっている(図3-3)。

図3-3. J-REIT 1物件当たりの取得価格・賃貸可能面積の地域別比較



注) H18. 10. 1現在のJ-REIT保有物件。

公表資料より作成。

さらに、用途面について触れると、物件数ベースでは(都心5区・港区でオフィスの割合がやや高めだが)それほど差はないのに対し、取得価格ベース及び賃貸可能面積ベースでは、都心5区・港区で商業施設の割合がかなり低くなっている。ここでは、物件数は多くないが面積的にはかなり大規模で取得価額も高額となる大型ショッピングセンター等の影響が強く表れている。

以上より、東京都心部全体と港区とは、その資産属性において極めて類似している一方、全国レベルでの資産属性とは異なる面が少なくないことがわかる。

(2) 証券化型信託物件全体に占めるJ-REITの比重

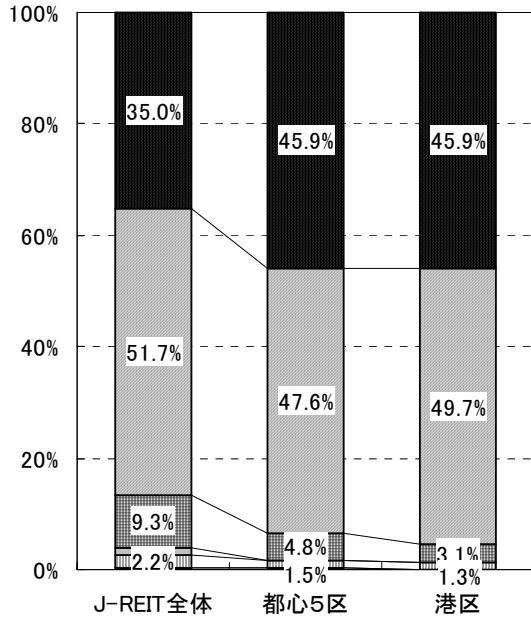
それでは、信託受益権の形で証券化がなされた不動産において、J-REIT物件はどの程度の比重を有するのであろうか。

図3-4・3-5は、J-REITが東京都港区内に保

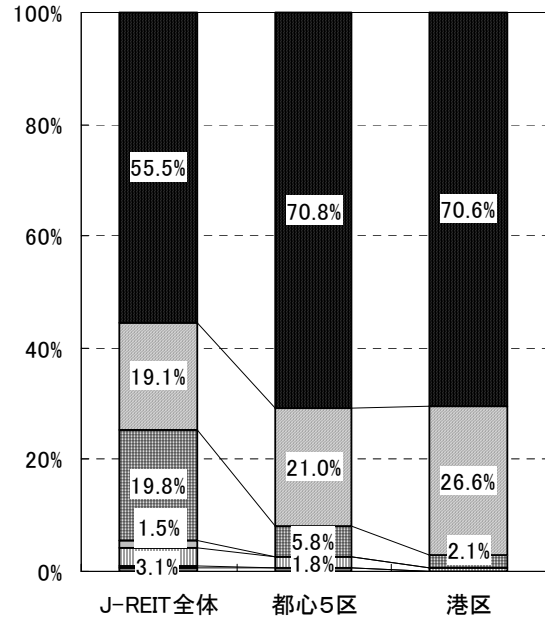
有する信託不動産の物件数・床面積及び港区内の証券化型信託不動産の総数・総床面積に占める割合を時系列的に示したものである。

J-REITにある程度(100件以上)の物件が蓄積された平成14年以降でみると、J-REIT物件の割合は物件数と床面積のいずれにおいても港区全体の5~8%程度で推移してきている。ただ、平成17年後半以降に相次いだJ-REIT上場の影響を受けて、平成17年7月以降物件数・面積、割合ともに急激な増加を示している。この増加傾向があくまでJ-REITの一時的増加によるものであって、私募ファンドの着実な増加によりいずれ従前の傾向へ収斂していくのか、不動産証券化市場の主たる担い手が私募ファンドからJ-REITへとシフトする構造的変化を表すものなのかについては、現段階での判別は困難であり、今後注意深く観察していく必要があるものとする。

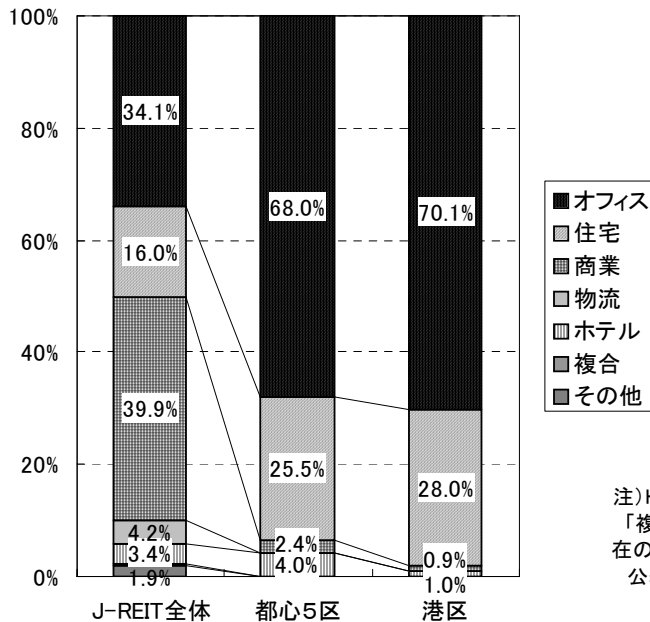
図3-4. 地域別用途割合の比較
(物件数)



(取得価格)

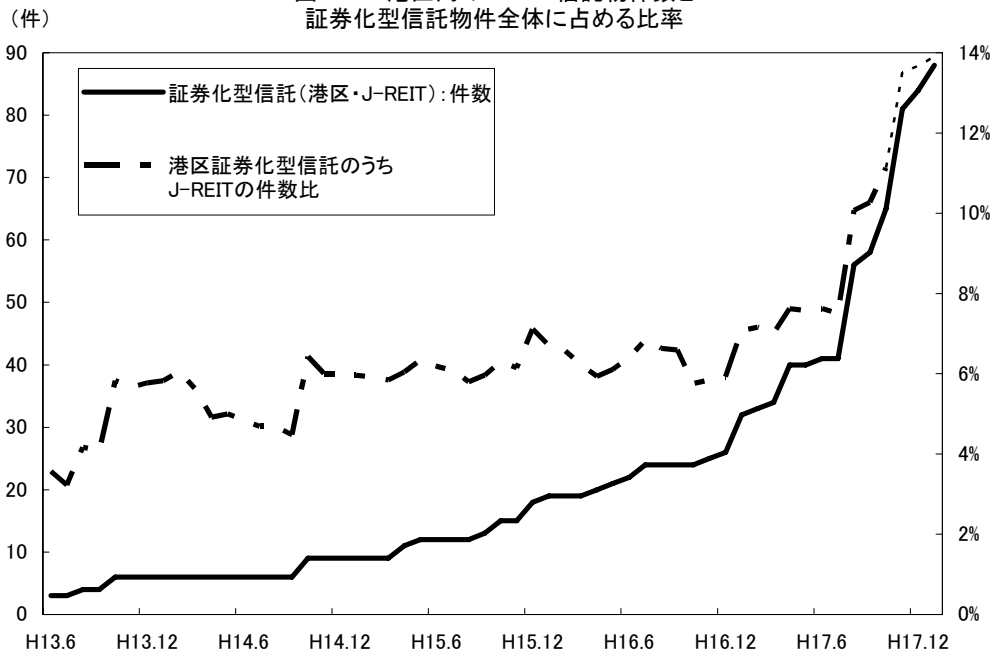


(賃貸可能面積)



注)H18. 10. 1現在でのJ-REIT保有物件。
「複合」は主たる建物用途が複数であるもの、「その他」は現在のところ土地のみの信託。
公表資料より作成。

図3-5. 港区内のJ-REIT信託物件数と
証券化型信託物件全体に占める比率

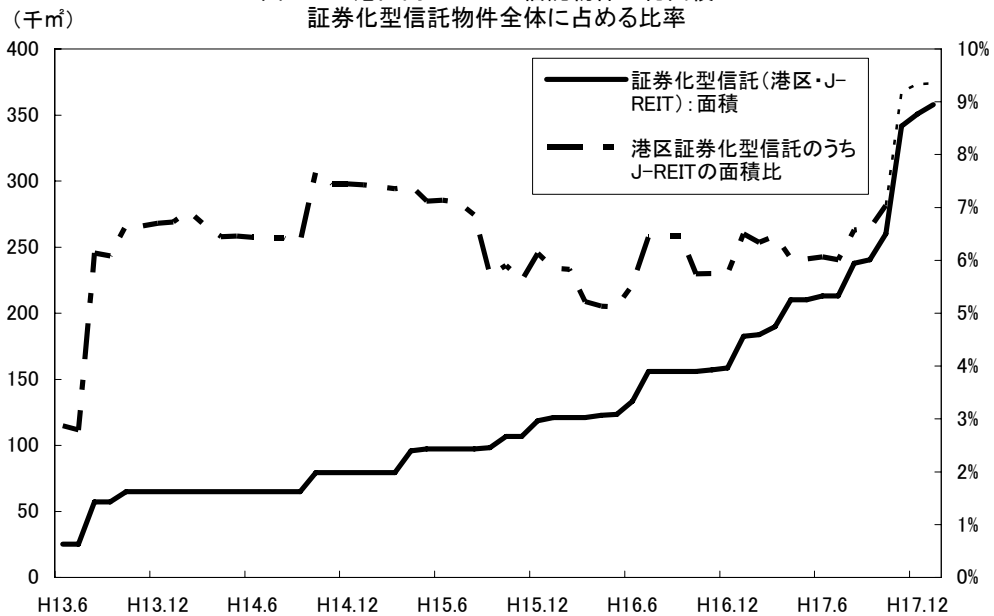


注) 証券化型信託に占める J-REIT の件数比については、港区の信託設定データが平成17年度上半期までのため、同年10月以降の値は推計による(点線部分)。

信託物件に限定しているため、港区内の J-REIT 物件総数とは合致しない(実物不動産等が含まれない)。

資料: 土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査(H18.3 国土交通省)及び公表資料

図3-6. 港区内のJ-REIT信託物件の総面積と
証券化型信託物件全体に占める比率



注) J-REITは賃貸可能面積、証券化型信託(港区)は信託対象面積。いずれも各月当初現在の保有物件の床面積合計。

証券化型信託に占める J-REIT の面積比については、港区の信託設定データが平成17年度上半期までのため、同年10月以降の値は推計による(点線部分)。

信託物件に限定しているため、港区内の J-REIT 物件総面積とは合致しない(実物不動産等が含まれない)。

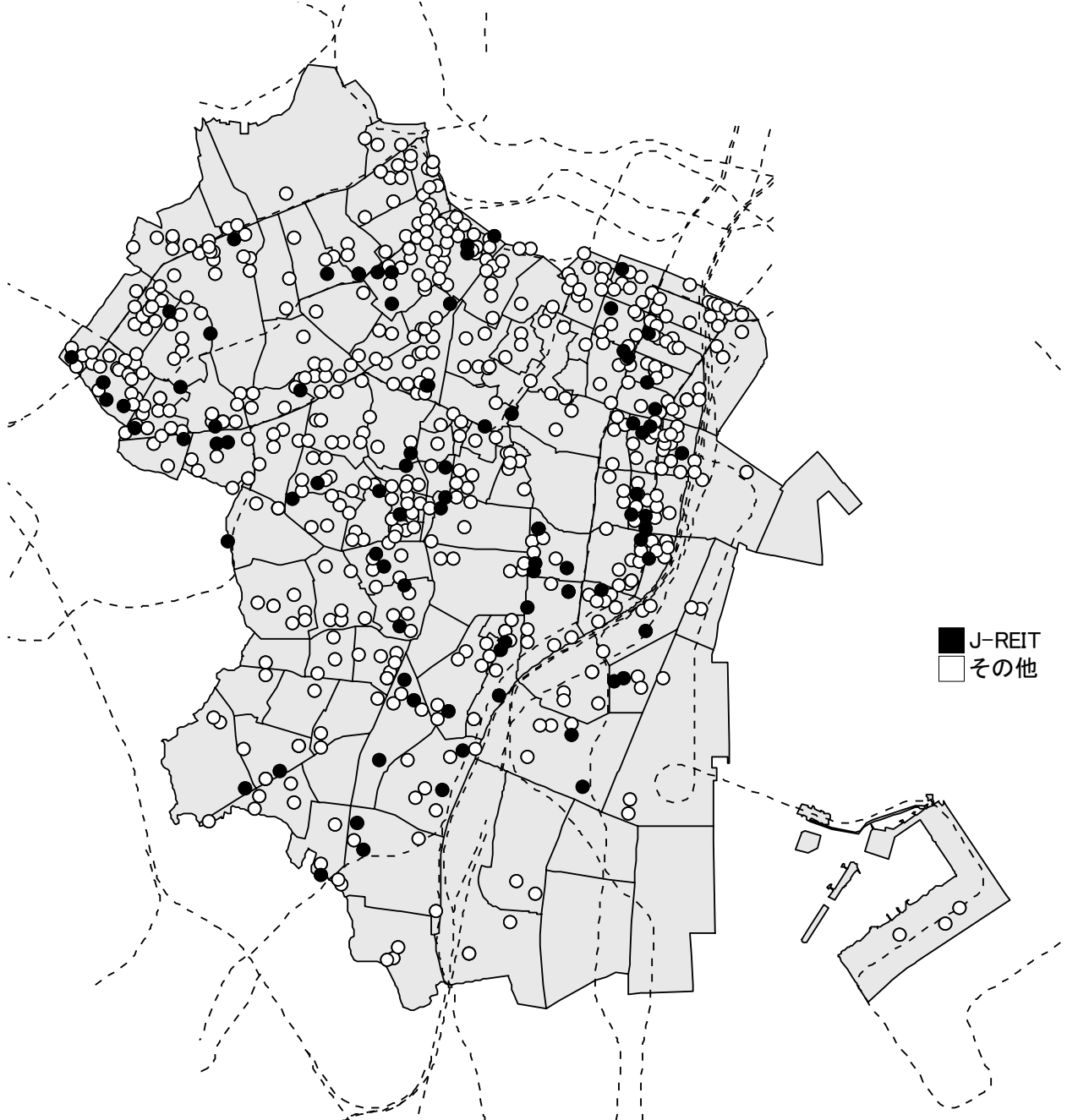
証券化型信託(港区)については、土地のみ信託の物件は含まれない。

資料: 土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査(H18.3 国土交通省)及び公表資料

図3-7は、平成17年度9月末現在での港区における証券化型信託物件の分布について、J-REITとそれ以外とを分けて示したものである。一見してわかるとおり、大部分はJ-REIT以外の物件であり、J-REIT市場の

背後にその数倍ないし十数倍に及ぶ私募ファンド市場が控えていることが窺われる。また、J-REIT物件も港区内まんべんなく分布しており、特にブランド価値の高い地域に偏在するといった傾向はみられない。

図3-7 証券化型信託不動産の分布（J-REITとそれ以外）



注) 平成17年度9月末現在で港区内に存する証券化型不動産信託物件。
J-REIT物件については、平成17年末までにJ-REITが取得した信託物件（ただし、信託設定が平成17年10月以降のものは含まない。）

座標値の捕捉が番地単位までのため、同じ番地に号数の異なる複数の物件がある場合には、大まかに位置を調整している。したがって、個別物件の位置を正確に示しているわけではない。

資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18.3 国土交通省）

4. 証券化不動産の資産規模について

最後に、都心部における証券化不動産の資産規模を推計する。推計の手順は以下のとおりとする。

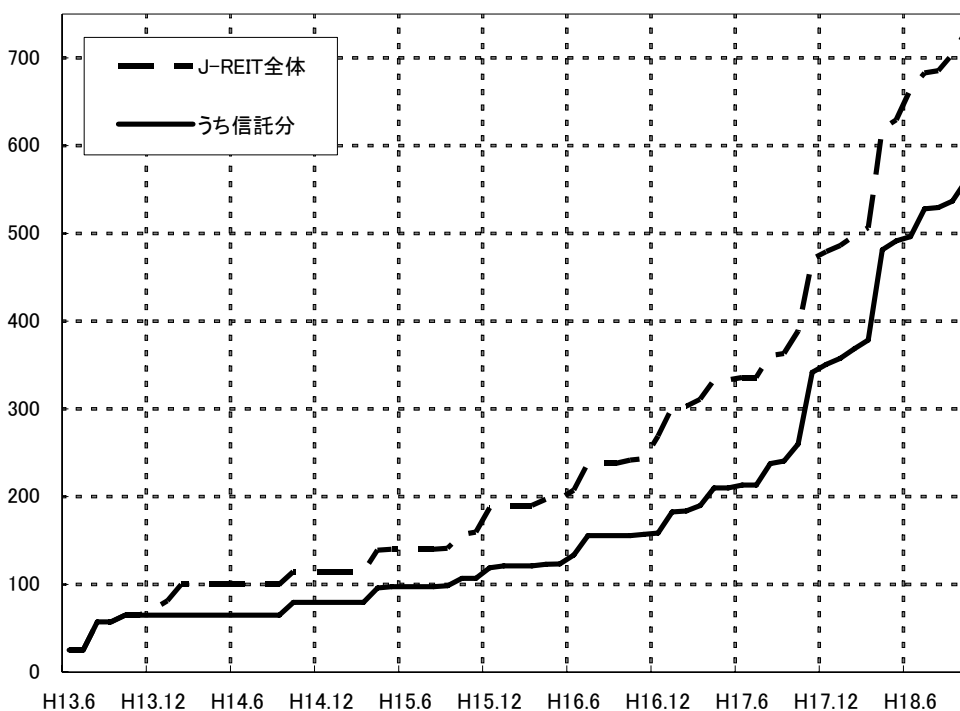
- ① 港区内にJ-REITが保有する信託物件の資産価額合計に港区内のJ-REIT信託物件と証券化型信託物件との床面積比を掛けて港区内の証券化型信託物件全体の資産規模を推計。
- ② ①で算出した値に、港区内のJ-REIT信託物件と東京都心部のJ-REIT信託物件との床面積比を掛けて、東京都心部の証券化型信託物件全体の資産規模を推計。

(1) 港区における信託不動産の資産規模

図4-1は、東京都港区においてJ-REITが保有する物件の取得価額合計の推移について、保有不動産全体とその中で信託受益権によるものに分けて示したものである。港区でのJ-REIT保有物件の場合、信託受益権が全体に占める割合は6~7割で推移してきている。この数字は、J-REIT全体に占める信託受益権の割合が平成17年度後半以降7割半ばで推移しているの比べると、やや低い結果となっている。

おそらく、港区という優良な立地環境にあるため、長期保有を前提としている物件が多く、したがって、当座の流通税コストの回避メリットよりも信託報酬等のコストが大きくなると判断される場合が少なくないことによるものと考えられる。

(10億円) 図4-1 港区内のJ-REIT保有物件取得価額合計の推移

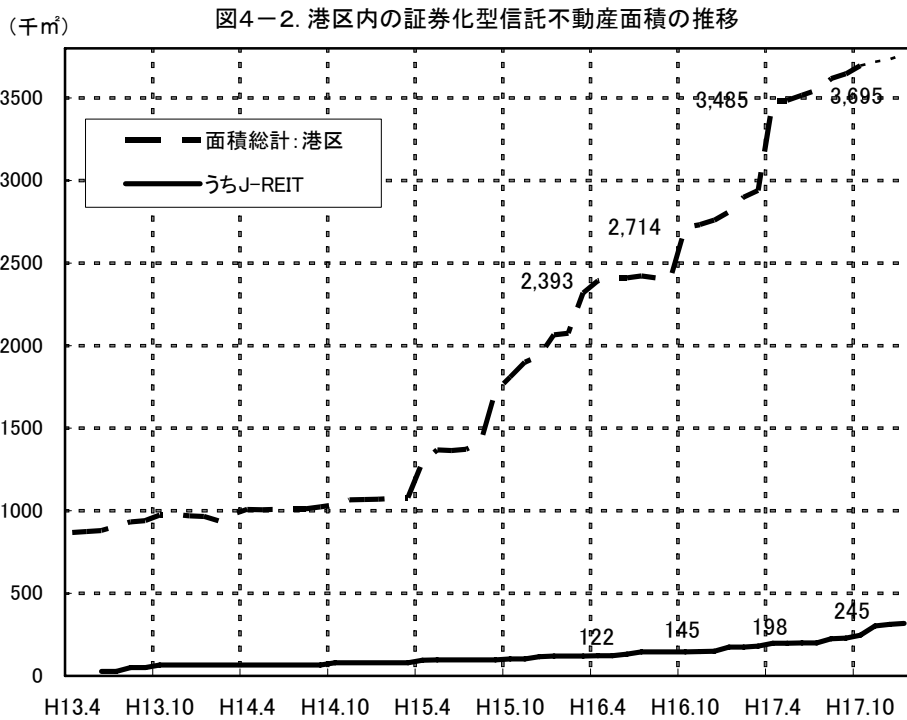


注) 取得価格ベース
公表資料より作成

それでは、港区における証券化型信託不動産の資産規模は、総体でどの程度になるのか。報告書においては、港区における証券化型信託不動産の量的規模は平成17年度上期末まで把握していることから、平成17年度上期末(=平成17年9月末)を基準時として資産規模推計を進めていくこととする。

平成17年度上期末現在で港区内の証券化型信託物件

の総面積は3,695千㎡、このうちJ-REIT物件の面積は245千㎡(図4-2)。また、同時期の港区内J-REIT信託物件の資産価額合計は2,600億円である(前掲図4-1)。この数値を面積規模比率で割り戻せば、港区内の証券化型信託不動産の資産規模は、3兆9,000億円程度と推計できる。



資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18. 3 国土交通省）及び公表資料

なお、平成17年9月末における証券化型信託物件総面積に占めるJ-REIT物件面積の比率（＝6.6％）という“瞬間風速”を用いて資産額を推計することを問題視する向きもあろうが、既に図3-6で示したとおり、過去4年程の間多少上下しつつも証券化型信託物件総面積に占めるJ-REIT物件面積の比率は一定の範囲内で推移してきており、また、平成14年度から基準時までの平均割合も6.4％と上記算出に用いた数値とほぼ同じであることからみて、一定程度の信頼に足るものと考えられる。

また、J-REIT物件の場合、他の証券化型信託物件に比較して優良な物件が多く、単なる床面積比率から資産価額を推計するのは問題ではないかとの指摘も想定される。しかしながら、少なくとも立地面ではJ-REIT物件が特に地価の高い地域に集中している様子はみられず（図3-7参照）、1物件当たりの床面積でみても、平成17年9月末現在で港区信託物件全体の平均が6,300㎡なのに対し、このうちJ-REIT信託物件の平均が4,000㎡とむしろJ-REITの方が狭小な傾向にあり（このことは、図3-5、図3-6において、全体に占めるJ-REITの割合において最近面積比より件数比の方が高くなっていることからみても見てとれる。）、少なくとも港区内においては優良物件がJ-REITに偏在している根拠を見いだすことはできない。ちなみに、平成17年

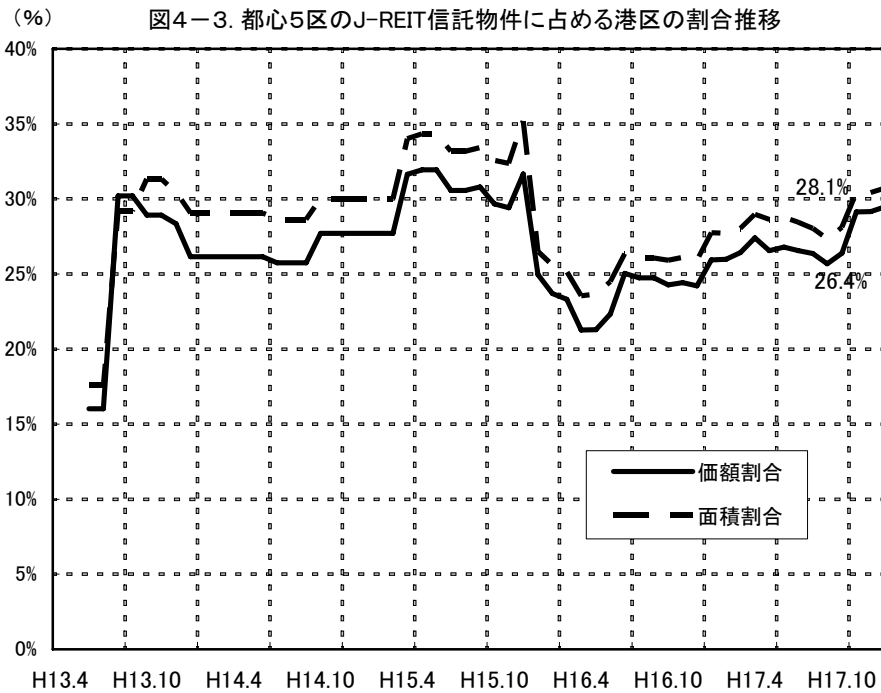
度上期末での証券化型信託不動産のうち、延床面積の大きい上位10件の中にはJ-REIT物件は含まれていない。

（2）東京都心部における信託不動産の資産規模

東京都心部の証券化型信託不動産の資産規模を推計する方途としては、（1）で導き出した推計値に都心5区と港区とのJ-REIT信託物件に係る価額比を掛ける手法と都心5区と港区とのJ-REIT信託物件に係る面積比から都心5区の信託不動産の面積合計を推計した上で都心5区内のJ-REIT資産価額に都心5区内のJ-REIT信託物件と全信託物件との面積比を掛ける手法とが想定される。

前者の手法をとった場合には、資産規模14兆7,700億円程度、後者の手法をとった場合で資産規模14兆6,900億円程度と算出される。図3-3にあるとおり、港区と都心5区とは、1件当たりの取得価格と床面積のいずれにおいてもほとんど差がなく、過去の経緯をみても価額比、面積比ともにほぼ安定して推移してきており、今回基準時とした平成17年度上期末の比率も過去の変動から見ても平準値であることから（図4-3）、推計値に特に問題はないと考えられる。

したがって、東京都心部の証券化型信託不動産の資産規模は、14～15兆円程度と推計できる。



資料：土地等の流動化の実態及び土地市場における資金フローの実態に関する調査（H18.3 国土交通省）及び公表資料

5. おわりに

以上わが国、特に東京都心部における不動産証券化の実態の概略について触れてきた。港区内の信託受益権及びJ-REIT保有分以外については推計によらざるを得ないため断定的なことはいえないものの、東京都心部においては、J-REIT市場の背後にJ-REITを凌駕する不動産証券化市場が存することはほぼ間違いないであろう。

一方、港区ないし東京都心部とその他の区域（特に地方都市）とは、双方の不動産属性がかなり異なることから（前掲図3-4）、港区ないし東京都心部のデータから全国の証券化不動産の資産総額を推計することは困難である。ただ、その規模は、東京都心部の証券化型信託物件のみで14兆円超となることからみて、従来土地白書等で推定されている実績（平成17年度までで約25兆円）程度に達することは確実と考えられる。

東京都心部において私募ファンドが信託受益権の形で保有する巨額の証券化不動産が今後どのような動向を示すのか。従前のようにJ-REIT市場の拡大とともに私募ファンド市場もさらに拡大していくのか、J-REIT市場の拡大に伴い私募ファンドから上場投資法人へと資産が流れていくのか、あるいは私募ファンド、J-REI

Tとともに東京都心部での市場が収束していくのか等について、これからも注目していく必要がある。

昨年度調査に引き続き、現在平成17年度下期以降のデータを更新・追加するとともに、平成17年度上期以前のデータの精査を行っているところである。成果がまとまり次第、上記の点についても分析を加えることとしたい。

【 さいとう てつろう 】
 【土地総合研究所 研究部次長】