

【第130回 定期講演会 講演録】

日時：平成19年7月25日

場所：東海大学校友会館

## 東京都心部における土地等の流動化の実態について ～港区における信託物件を対象として～

国土交通省大臣官房付  
齋藤 哲郎

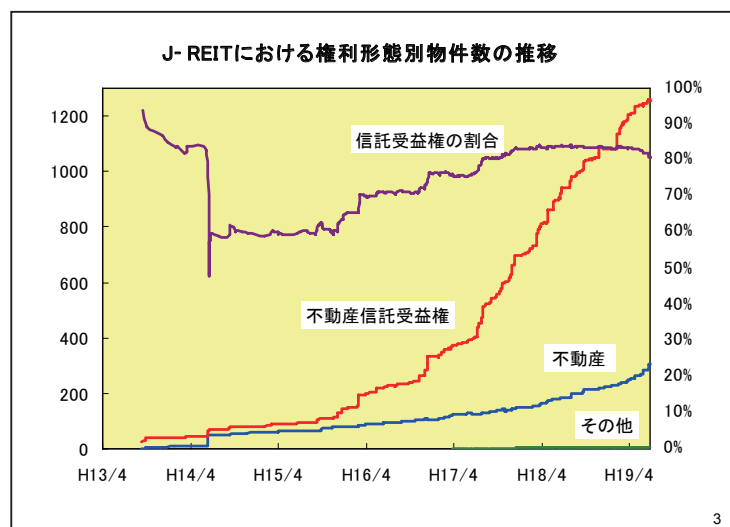
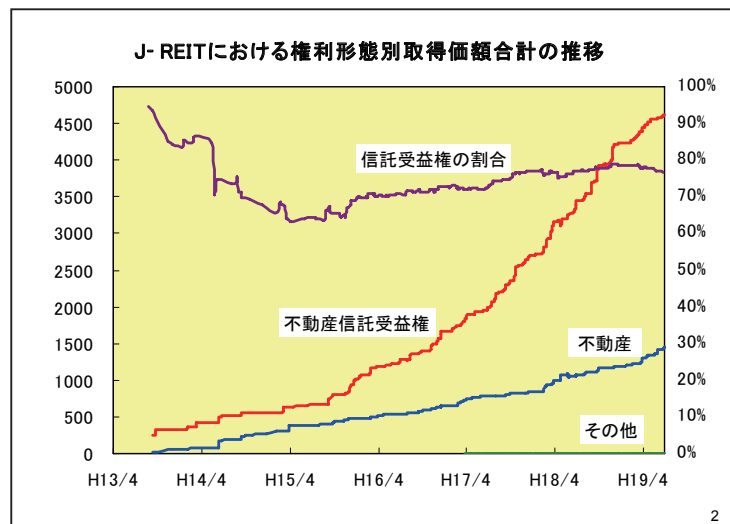
### ■はじめに

これからお話しする内容は、土地総合研究所に私がおりましたときに国土交通省からの受託研究その他から得られた知見に、若干最新の調査情報も交えながらお話をさせていただきます。配布資料は34ページですが、配布資料以外のスライドも交えまして、東京都心部における不動産信託の設定・抹消、それから受益権取引の実態を明らかにしていくということでお話を進めさせていただきます。なお、コメントの部分につきましては、あくまでも私の個人的な見解であることをあらかじめお断りしておきます。

本題に入る前に右図をご覧ください。これはJ-REITにおける権利形態別の取得価額合計の推移です。なぜ信託受益権を取り上げることになったのかということの発端になるのがこのグラフです。ご存じのとおり、J-REITの資産額はどんどん増えて来ているのですが、その中でも、信託受益権の方が、実物不動産よりも圧倒的に多い。物件が少なかった初期段階を除けば、大体、8割程度でずっと横ばいで来ている。ごく最近になって、ちょっと割合が減り始めているのですが、いずれにしても、信託受益権が大部分を占めているということです。

下の図は、物件数ベースで同じ比較をしたものです。傾向としては資産額ベースのグラフと大体同じです。受

益権の割合が大体8割程度でずっと推移して来ているということです。



それでは、なぜ信託受益権が活用されるのかということについてごく簡単に申し上げますと、まず、不動産取得税をはじめとする流通税負担が軽減されるということ、それから、不動産特定共同事業法上の許可が不要となること。また、信託銀行が介在することによって、安全性、信頼性が高まって、投資家の方を納得させやすいということ。さらに、当然信託財産になりますので、財産の分別管理が行いやすい。あるいは、これはレンダーの方からよく言われる話ですけれども、質権設定で担保権の実効性を確保しやすくなる。実物不動産の場合ですと、抵当権設定が必要ですが、質権設定の方が手続的に簡単ということ。その一方で、事務手続きが煩雑になるとか、信託報酬がかかるといったようなデメリットもあるので、少なくとも最近まではメリットの方がはるかに大きいと市場のプレーヤーの方々は認識されていたようです。それで、先ほど示したグラフのように信託受益権が、実物不動産よりも圧倒的に多く流通しているわけです。

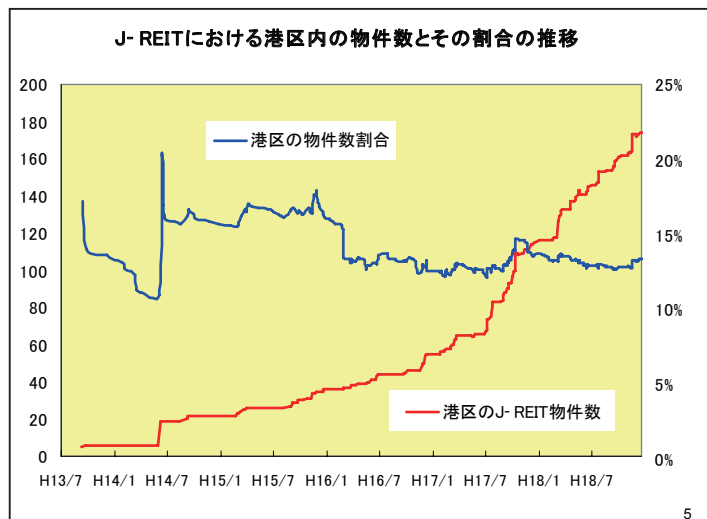
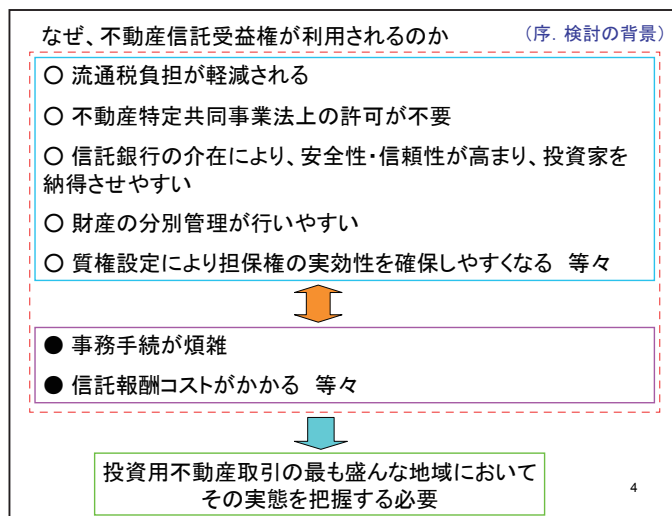
ただ、信託受益権のややこしいところは、信託の設定自体はまだ登記簿の権利欄の方に出てくるのですけれども、受益権の取引になってきますと、登記簿の信託目録の後ろの方を見なければわからない。電子化の対象にもなっていませんので、実態として、投資用不動産取引が信託あるいは信託受益権の形でどのように流通しているのか、ということ一度把握してみる必要があるのではないかとということで、17年度から18年度にかけて、国土交通省からの委託調査として調べたわけです。一部調査の内容は白書にも紹介はされていますけれども、ここでもっと突っ込んだ、詳細なお話まで含めたいと思います。

ではどこを調査対象とするかという話になります。当然全国の信託物件全てをあたるといったことをやっていたのでは労力的にも時間的にも無理ですので、調査対象地域を限定する必要があります。そこで、取り上げたのが東京都港区なのです。実は全国の市区町村の中でJ-REITの物件数が圧倒的に多いのが港区です。しかも、港区の場合は、住宅物件も、オフィスも、商業物件も適度に分布している。これが例えば渋谷区ですと商業物件の割合が多すぎるとか、千代田区だと住宅物件がほとんどないというようなことがありまして、いろんな用途に分散しているということも、港区を選んだ理由です。右の

図を見てわかるとおり、J-REITの物件数の中の港区の物件数割合が、大体10~15%のあたりですと推移して来ている。J-REITの物件数自体増加傾向にある中でもずっと一定して物件数割合が保たれている。しかも都心部ということで高額な物件がどうしても多くなりますので、資産額で言うともっと割合的には高くなるということです。昨年度末で資産額ベースで10%を超えている市区町村は確か、港区だけだったと思います。

### ■分析の切り口

いよいよ本題になりますが、まず、どのように分析をしていくかということが問題となります。ここでの分析検討の切り口としては、まず取引規模、具体的な信託設定・抹消の件数、受益権の取引件数、物件取引がどのように分布しているか、これは町域ごとにどのように分布



しているかということです。それから、物件の規模、あるいは用途、形態、形態というのは建物全体を保有しているのか、一部保有をしているのかというようなことが重要になると思います。なお、容積率とか階数も一応調べたのですが、実はあまり有意な結果は出てこなかったものですから、今回は説明内容からは省かせていただいております。それから当事者の属性、委託者、受益者、受託者。これからご説明するものは、不動産証券化を目的としているわけですから、受託者は信託銀行、あるいは運用型信託会社であることが前提になりますけれども、その中でも例えば外資系と国内とどういう割合になっているのかというような切り口があります。それから、取引頻度、これは受益権の取引はどの程度の頻度で行われているのか。かつてバブル期に見られた短期の土地の売買みたいなことが裏で行われているのかいないのか。これは所有権の売買の登記データからは出てこないことですので、これも調べてみる必要があるだろうということ。それ以外に、地価動向とかJ-REITとの関連についても触れさせていただくことにします。

## ■取引規模

右下のグラフが、港区において、不動産信託設定申請を受理された登記の個数です。信託に供された不動産の筆数と見ていただければ結構なのですが、平成15年、16年ごろにピークになって、17年ごろから減りだして18年はさらに減っています。薄いグレーのグラフが暦年ベース、濃いグレーのグラフが年度ベースになっています。18年度ベースまでは、調査の対象にはできなかったものですから、18年12月31日までに信託設定登記申請が受理された登記の個数ということです。信託設定登記数の減少傾向は、港区だけに限らず、法務省の統計においても全国規模で減少傾向にあることが見て取れます。したがって、おそらくこの減少傾向は単に港区等都市部で物件がなくなってきたからということだけに起因するわけではないのだろうと思います。

ただ、このデータは、あくまでも登記の個数です。したがって、実際はいくつかの区分所有権に分かれた建物が一体として取引されていたり、あるいは何筆にも分かれた土地が一つの建物の敷地になっているようなこともありますので、それら

を統合しなければ、実態に即した数字は出てきません。

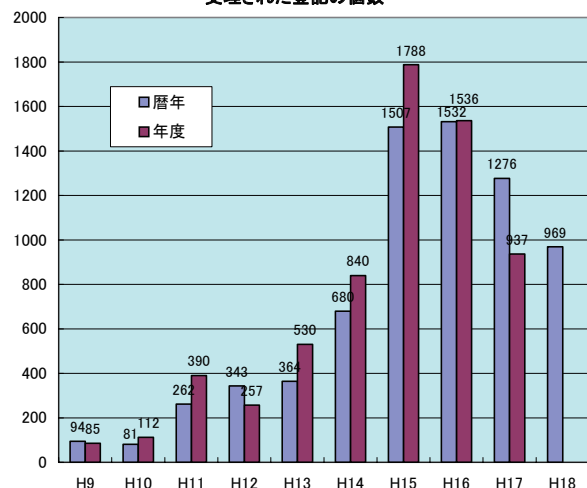
では参考までに1件あたりの登記個数がどの程度になるのかについて見ていただこうと思います。このスライドは、お配りの資料にはありませんけれども、1物件あたりの登記個数が多い事例を、上から順番に並べてみたものです。一番多いのはこれ、全部で284あるのです。これは集合住宅ですけれども、区分所有建物で、区分所有権の登記は284に分かれており、それらを一括して信託しているという例です。もちろん受託者も受益者も同一になります。信託設定時期もまったく同じ。ですから、さっき言いましたように、単に筆数だけでみますと、誤解を招く可能性があるということで、物件ごとに登記データを統合しまして、原則として一つの敷地プラス一つの建物を1物件とする、ただ、中には大きな建物などで、異なる複数の信託が設定されている場合もありますが、その場合は複数物件に分ける、そういう数え方をした上で、再度整理したものが次ページ上のグラフです。

## 分析・検討の切り口

1. 取引規模: 信託設定・抹消件数、受益権取引件数
2. 物件・取引の分布: 町域ごと、エリアごとの分布
3. 物件の規模: 土地、建物(信託対象部分と建物全体)
4. 物件の用途: オフィス、住宅、商業、その他
5. 物件の形態: 一部保有か全部保有か、容積率・階数
6. 当事者の属性: 委託者、受益者、受託者
7. 取引頻度: 受益権取引回数、保有期間
8. その他: 地価動向、J-REIT等との関連

6

港区において不動産信託設定申請を受理された登記の個数

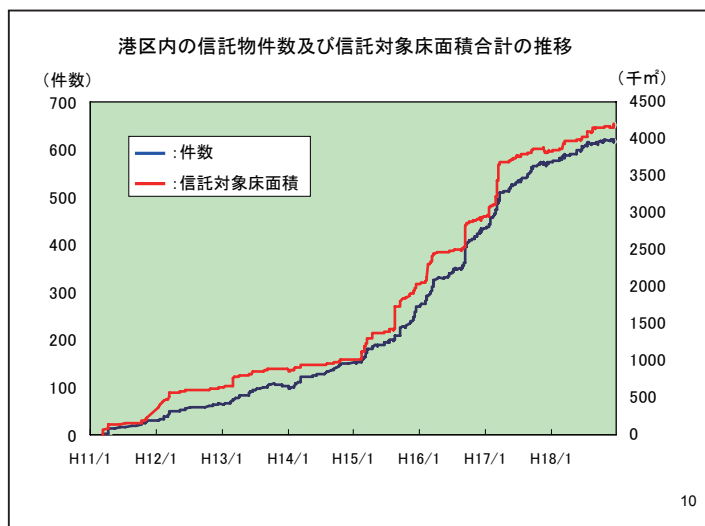
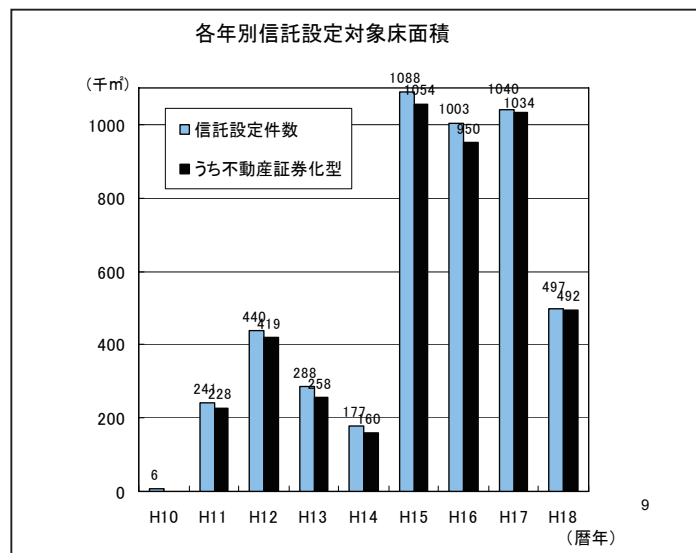
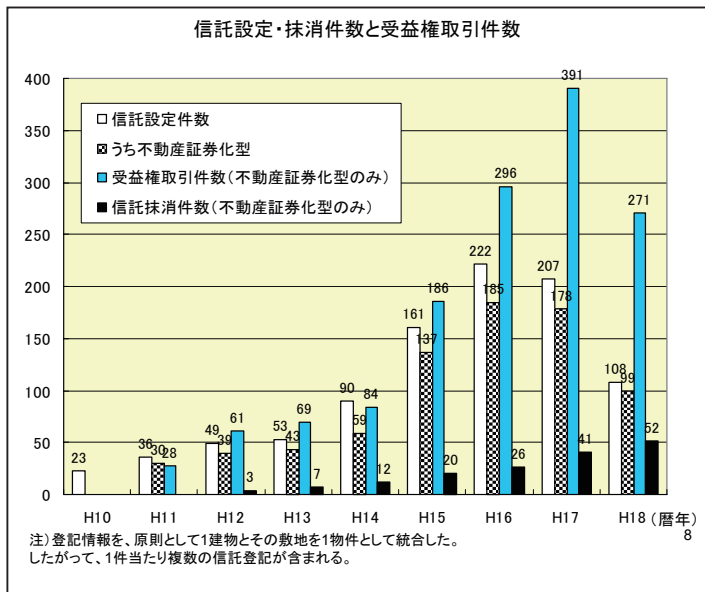


7

信託の設定件数は、これは物件ベースになっていますので、さっきよりもずっと数は少なくなっています。注書きに、不動産証券化型ってここに書いていますが、信託は債権保全のために行われたり、あるいは単なる財産管理の担保で民事信託が行われたりとかいろいろなパターンがあるものですから、ほぼ、不動産証券化あるいは、オフバランス化を目的としたものであろうと推察されるものだけを抜いたものが、このチェック柄のところ。じゃ、さらにそれらの物件の中で、受益権がどれくらい年ごとに取引されていたのかということを表したのが、グレーのグラフで、黒が、それぞれの年に抹消された信託件数ということです。これを見ていただきますと、設定件数は平成17年から、受益権取引件数は平成18年から減少に転じております。最近抹消件数はずっと増加傾向になっているということもちょっと気になるところで、おそらくこの要因としては、都心における物件の不足ですとか、あるいは地価が上昇したことにより、取得コストが増大したとか、あるいは信託報酬が、高くなっているのか、そういうふうなことも影響している可能性はあると思います。いずれにしても、物件ベースで見ても、ここ最近、新たな信託物件自体は減少傾向にあるということです。

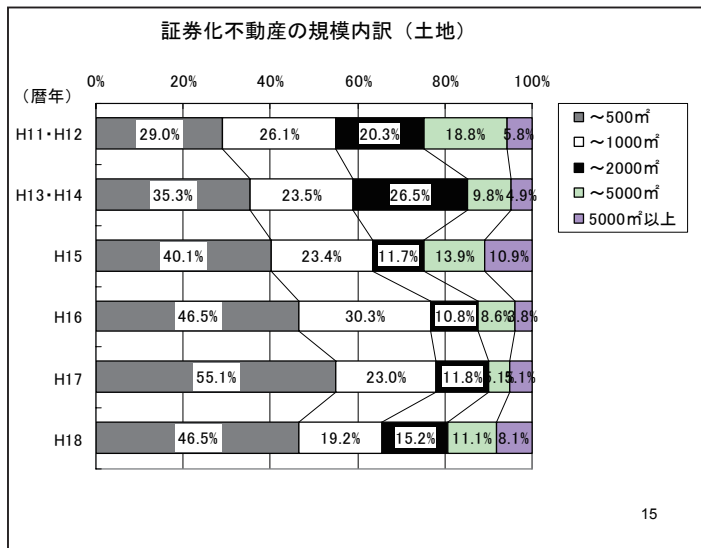
これを設定対象の床面積ごとに積算しなおしたのが真ん中のグラフです。つまり、信託設定された対象の年別の床面積合計をグラフ化したものです。この規模の面で言いますと、平成17年に大きく落ち込むといった現象は見られません。ここが物件数ベースのグラフと違うところ。これは、比較的大きな物件ほど減少傾向が鈍い。逆に言うと件数では減っても大きな物件が残っている分、床面積にするとそれほど大きな減少にはなっていない、あるいは横ばいになっているということだろうと思います。ただ、いずれにしても、平成18年になってから、年別の床面積合計もガクンと少なくなっていることは確かです。新たな信託設定自体が減少しているということは明らかだと思います。

ただ、さっきのグラフやこのグラフで誤解していただくといけないのは、信託物件自体が、ストック的に減少しているわけではありません。

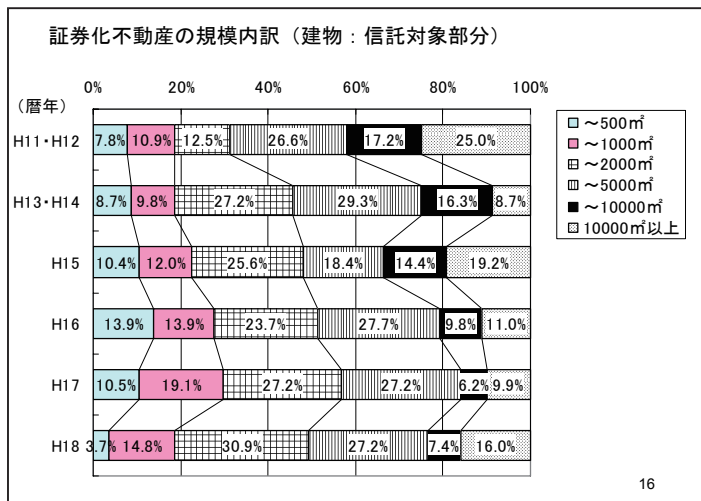




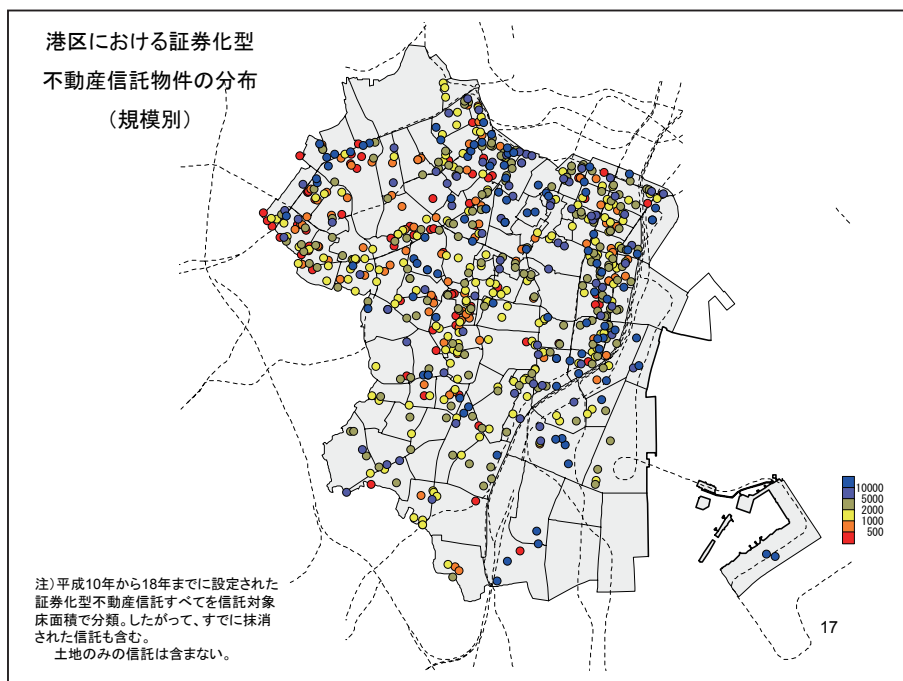




15



16



17

なります。経年的に小規模物件の割合がどんどん多くなって来ていたのですけれども、18年に入ってから、急に揺り戻して、大規模物件の割合がまた増えてきたということになります。これが恒常的に続くのか、あるいは一過性のものなのかわかりませんが、物件数が少なくなったということは、逆に言うともより採算性のいい物件でなければ信託化するという方式を取らなくなってきたことを意味するのかもしれないから、そうならばやっぱり規模の大きい物件の方が増えてくるのかなという感じがします。

真ん中のグラフは、信託対象部分の床面積合計について階層別に割合をグラフ化したものです。これも傾向的には同じです。17年までは、比較的小規模物件の方が増えてきて、18年に入ってから揺り戻して、大規模物件が増える傾向を見せてきたということです。

左下の図は、物件の規模ごとにどの程度の大きさの物件がどのあたりに立地しているかということ地図上に落とししたものです。全体的に見ておわかりのとおり、やっぱりオフィス系の多いところあるいは大型の複合開発が多いところは規模の大きな物件が多く、住宅系の多い麻布近辺等は比較的小さな物件が多いということです。この地図は建物の床面積でもってデータ化

していますので、土地だけを信託しているものは含んでおりません。ですから、数的には全体の数よりも少し少なめに出ております。お手持ちの資料にはありませんが、これを時系列的にどう変わってきたのかということを見てみますと、平成11年頃は物件がこれだけしかなかったんですね。ぽつぽつとあるだけなのですけれども。それが12年ごろで若干増えだし、13年ぐらいから本格的に証券化の動きが、港区の中でも出てきた。15年16年がピークを迎えるころですね。このへ

んあたりにピークを迎えて、これが今、現在にいたっているところですよ。

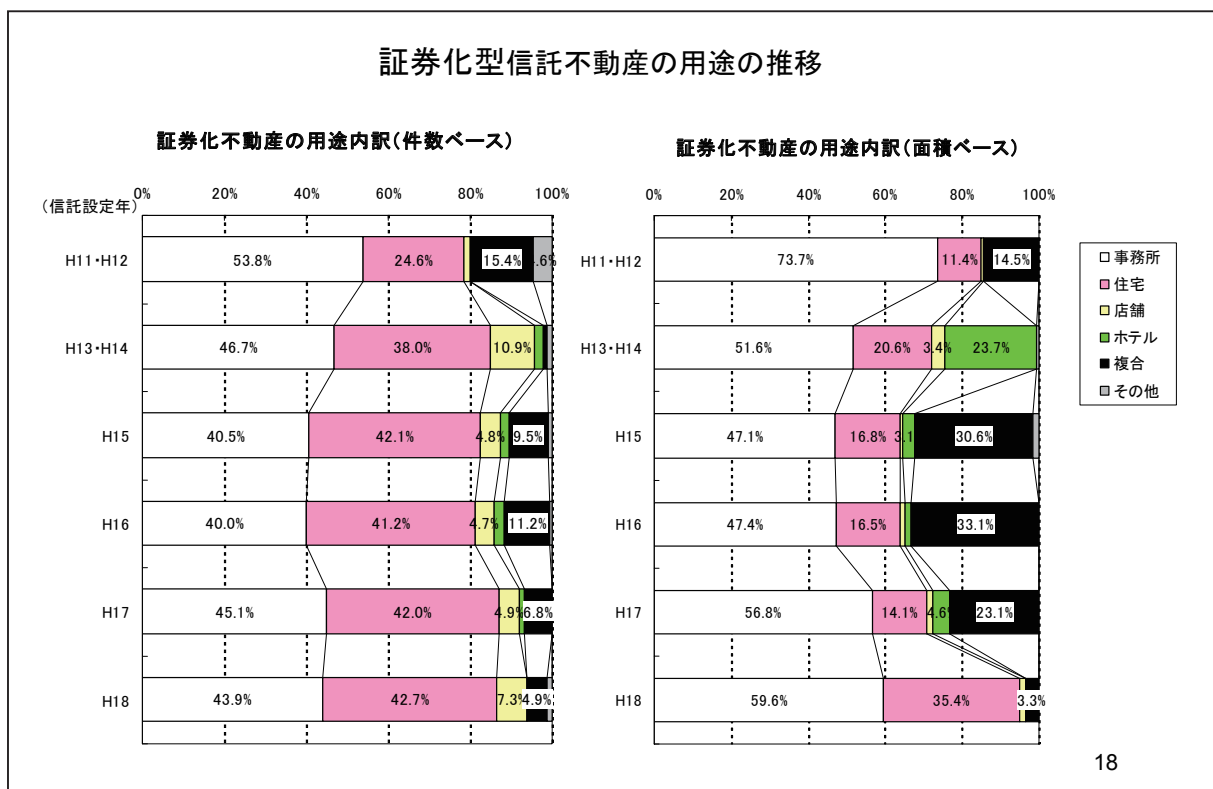
では、具体的に大規模物件の例としてどんなものがあるかということ。これも、お配りの資料の中には入っていませんけれども、信託対象の床面積の大きな証券化型の信託に供した物件を上位から並べてみたものです。この中で特徴的なのは、J-REITの所有物件というのが2件しかないということです。実は平成17年上期現在では一つもなかったのですが、その後、港区内でもJ-REITによる大型物件取得が進んでいるということです。逆に言うとREITにとっては大型物件を取得する余地が、採算的な話とはかくとして、物件的には港区内にもまだ残っているということの意味しているのだらうと思います。

逆に、小さい物件でどんなものがあるかということを示します。これもお配りした資料にはありませんけれども、まず目立つのが給油所です。おそらくこれは石油の元売り会社がオフバランス化を目的として信託に供したものだと思えます。実はこれらの信託は、もう大体信託が抹消されてしまって元のさやに収まっておりまして、現時点では、給油所で信託に供されている例というのは少なくとも港区内ではほとんどないはずですよ。それから、店舗、住宅等の例がいくつかありますけれども、これは、こういう狭い面積の事務所とか店舗を信託しよ

うという趣旨よりも、むしろ、底地を再開発するために取得するときに、そこにあった店舗とか事務所も一緒に取得してしまって、一緒に信託財産の中に組み込んでしまったというパターンです。ですから、このような物件は、大体取得してから1～2年ぐらいの間には建物を取り壊されて、建物自体の信託は抹消されています。土地の信託は当然残っていて、その上にまた、新たな建物が建っていくというパターンになるのだらうと思います。

### ■物件の用途・形態

次に、用途の話に移りたいと思います。下のグラフは、証券化不動産の用途の内訳を、件数ベースと、面積ベースに分けて示したものです。今のところ、一番新しい数字を見てわかるとおり、もっとも多いのが事務所、オフィス系で、その次が住宅でほぼ拮抗している。次いで、店舗が大体10%弱ぐらいというのが件数ベースの話です。面積ベースにするとオフィスが60%ぐらいになってしまうという状況になっています。ここで、「その他」とありますのは、工場ですとか、さっき出た給油所ですとか、展示場とか会館とか、ここでの他のカテゴリに入らないものを挙げています。それから、複合目的のものが結構ありますけれども、これは、六本木ヒルズ



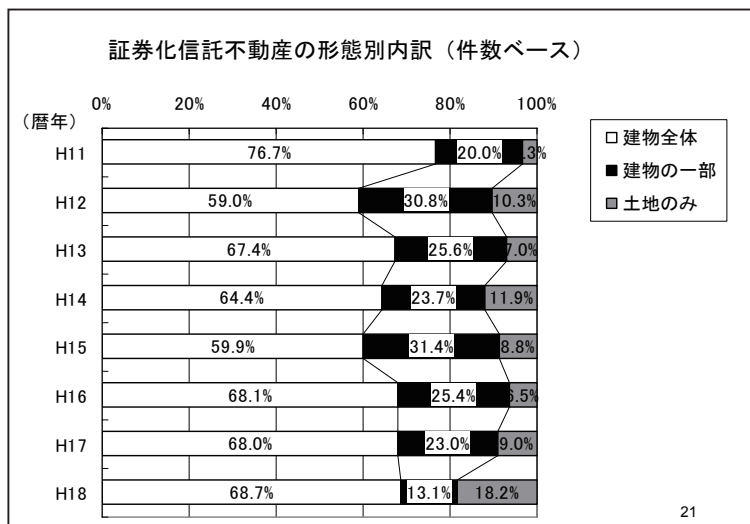
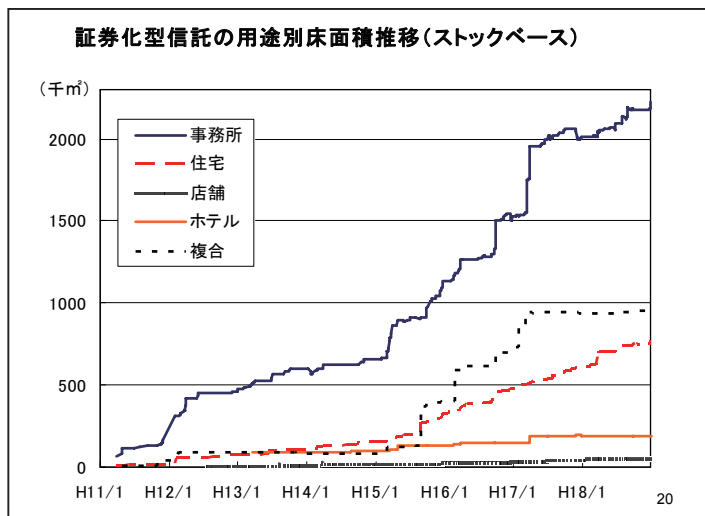
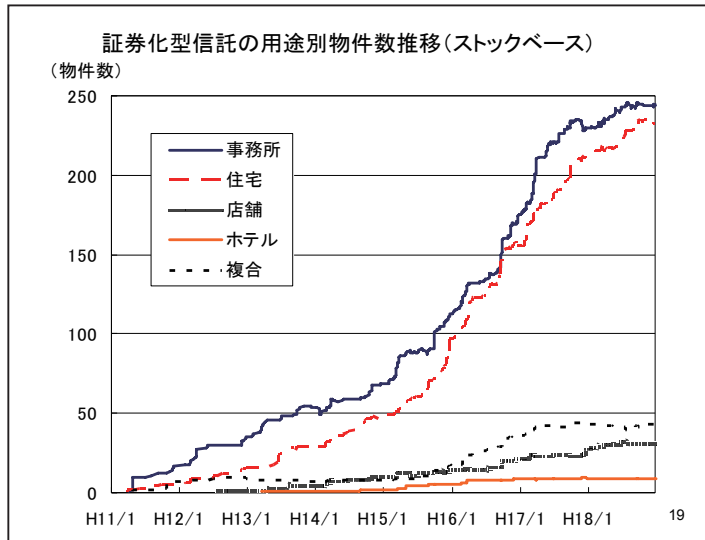


など大型の複合開発されるような例が、港区内にかなり多数あることによります。J-REITの場合ですと、ポートフォリオ設計上、オフィス系なのか住宅系なのかをきちんと分類する形で資産を整理するような場合がむしろ多いのだと思うのですが、少なくとも一般の証券化型の信託物件のレベルではそんなことはしていません。例えばホテルと住宅との複合利用の建物を一括して信託をしてしまうとかいうようなパターンがもちろんあるということです。

次に、用途別の物件数についてストックベースで見たときのグラフが、右上です。見ておわかりのとおり、住宅も多いのですが、やっぱり港区という土地柄もあるのか、物件数でいっても、オフィス系が多い。後でも出てきますけれども、J-REITなんかで全体を見ると、住宅の方が件数ベースでは圧倒的に多くなっています。真ん中にあるように用途別ストックを床面積別にみますと、住宅の割合はずっと小さくなってしまっていて、事務所のオフィス系の方が圧倒的に多くなる。むしろ複合開発されたような大きなビル面積の方が住宅よりも多くなっているという状態になっています。次が、物件の形態です。具体的には、全部保有なのか、一部保有なのかということです。右下は、証券化型信託不動産の形態別の内訳です。それで、建物全体を信託している、一つの建物とその敷地を全体として信託しているというものが白で、黒のところは、建物の一部分を信託しているものです。土地のみの信託もあります。この中には、まず開発型があります。建物を現に建てている工事中というようなものについては、当然土地は信託しているけれども建物信託自体はできません。直近18年に土地のみの信託が多くなっているというのは、そのためです。また、上ものはあるけれども、土地だけで信託しているという例もいくつか見当たります。

次に次ページのグラフで全部保有なのか一部保有なのかについて、建物の床面積ベースで見ると、かつては建物全体を信託するものの方が多かった、大規模な建物を

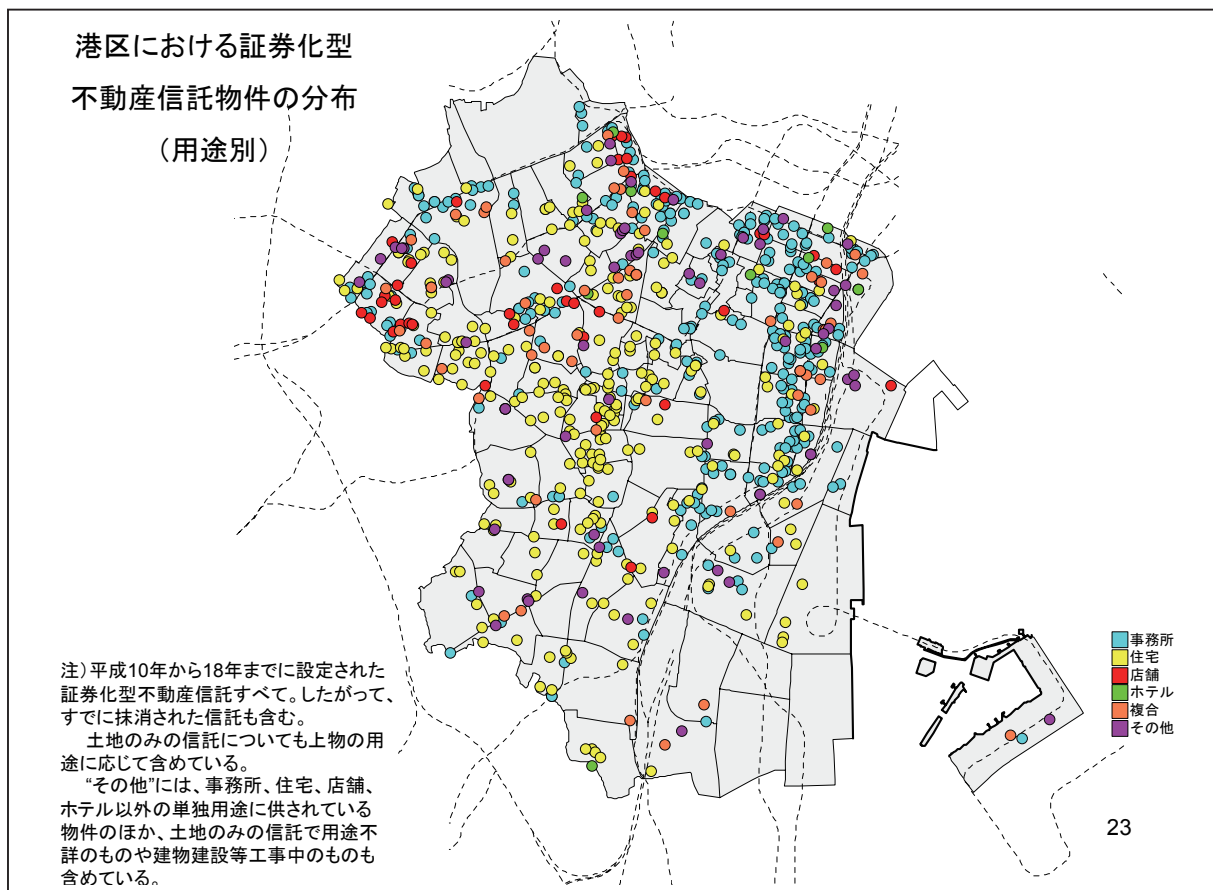
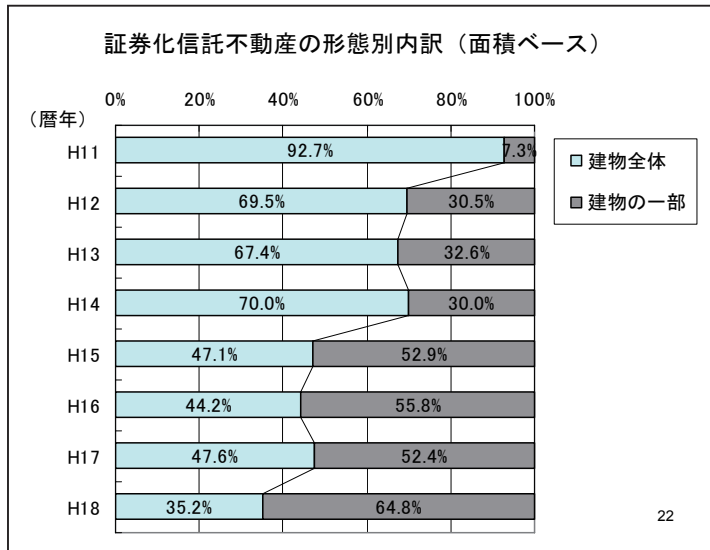
一棟全体信託するというパターンが、昔は結構多かったのですが、最近はずがに大規模な建物の一棟全体を一つの信託にまとめてしまおうというようなこ



とはあまり行われていないようで、大規模な建築物の場合建物の一部分だけを信託する。J-REITでも同様の傾向が出ていたと思います。そうなると、建物の一部分とは言っても、大規模な建物の一部分ですから、床面積の面積ベースに直すと結構大きくなる。だから物件のベースで見た数字に比べると、だいぶ変わってくる。建物全体を信託しているのは小規模の建物を中心ということ

になりますので、大規模な建物の一部分だけを信託しているような例によって数字が引っ張られて、建物の一部を信託しているものの方の割合の方がどうしても多くなってしまいうことがここからも見て取れると思います。やっぱり地価が上がって、初期投資がどうしても大きくなりましたので、大規模な建物について、一棟全体を私募ファンド形式で信託するようなことは、かなり無理が出てきた。だから、建物の一部分だけを信託しようという動きが主流になってきたのだらうと思います。ちなみに、一つの建物に複数の信託が設定されている場合も当然ありまして、大規模な建物を二つに分けて、それぞれ全然別の信託になっている事例も数例見受けられます。

下の図は、用途別に個別物件の位置を地図上に落としした図です。さっきの規模別の物件分布図よりも物件数が多くなっていると思います。その理由は、まず土地のみの信託でも、上物の用途がはっきりしている場合については、ここでの事務所・住宅、それから店舗・ホテル・複合というこの用途に合わせた形で図面の中に落とし込んでいます。



それからここでの「その他」と書いたものの中には、用途がよくわからない、あるいは未定の土地の信託も含んだ形で地図上に落としております。ですから、物件の分布密度はさっきの地図よりも濃くなっているということです。

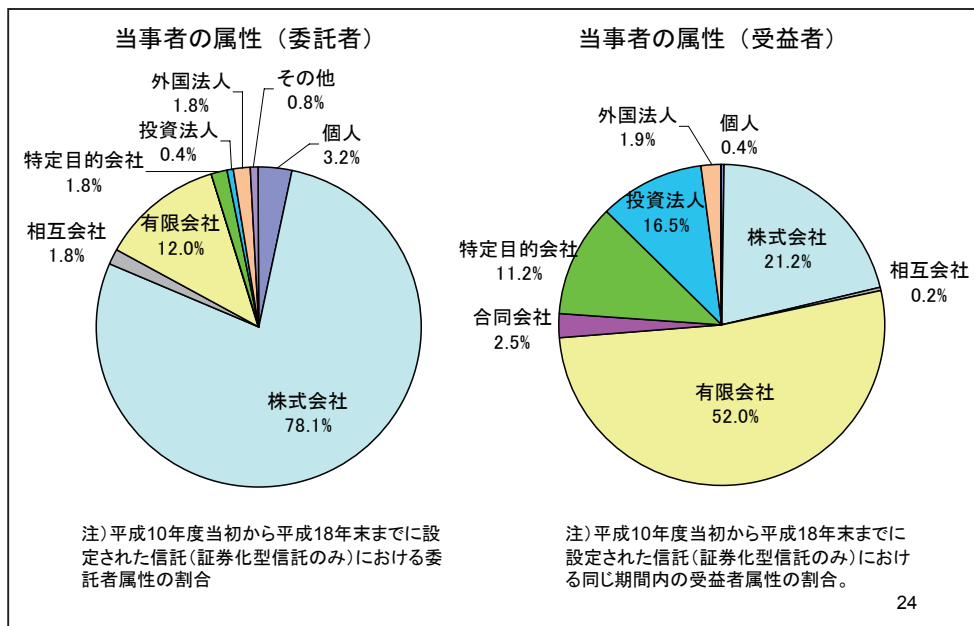
見ておわかりのとおり、新橋、浜松町のあたりはオフィス系が中心で、麻布、白金あたりは住宅系が中心で、六本木、赤坂は、両方の用途が混在していて複合目的も結構あるという、そういう地域よっての用途の特色というのは、はっきり出ていると思います。お手持ちの資料にはありませんが、用途別の分布状況を年ごとに追って行きますと、平成11年頃まだ分布がまばらです。もっぱらオフィス系が多いですけれども、それでも数は少ない。その次の年に若干増えますけれども、これでもやはりたいしたことはない。13年ごろから、住宅系が増え初めます。港区でも、まずオフィス系の用途の建物が先行して信託された上で、その後住宅系の建物が後追いついてきたという傾向になって来ていることはここからも見て取れると思います。このあたりから商業施設なんかも所々出てきて、平成15年ごろから今度住宅系が急増してきます。さっきいった白金、麻布あたりのところに住宅系の信託物件がかなりたくさん出てきているということです。平成16年になってくると、さらに多くなってきます。そして、これが平成17年で、これが直近の平成18年末の段階での信託物件の分布になります。

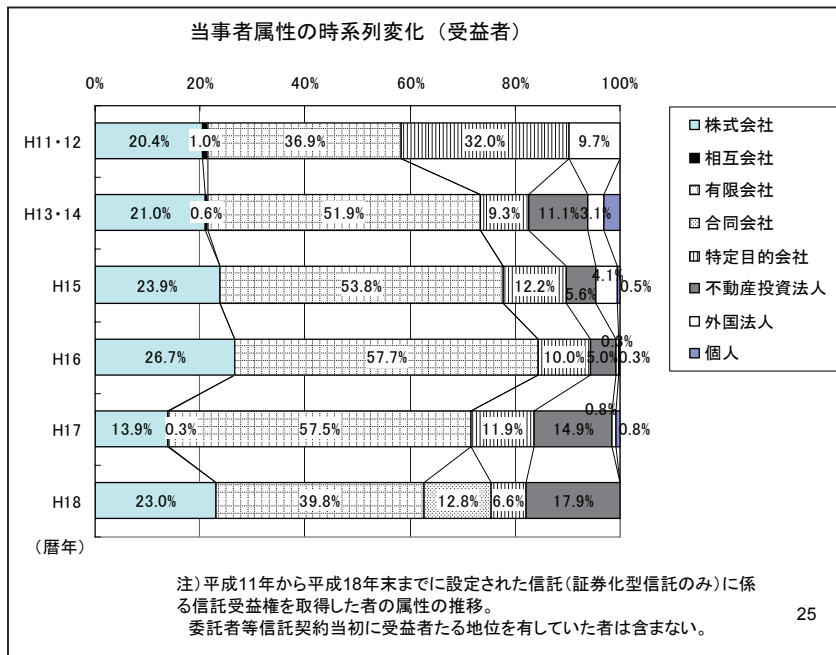
## ■当事者の属性

次に、当事者の属性について、話を進めていきます。下のグラフは、土地白書にも載っておりますので、ご覧になった方も、いらっしゃるかもしれませんが、委託者と受益者、それぞれの当事者の属性を円グラフにして表したものです。ただ、白書のグラフは速報値なので、数字が若干違うかもしれません。平成10年当初から平成18年末までに設定された信託すべて、抹消されたものもすべて含めて、各物件ごとの委託者ないし受益者の属性の割合を示したものです。ただ、受益権自体は転々流通することは結構ありますので、1物件について受益者が何名も出てくるということはありません。また、委託者も2法人共同で委託者になっているというような場合も当然ありますが、その場合には委託者が2名となります。

当たり前といえば当たり前なのですが、委託者の中では株式会社が一番多い。また、受益者では有限会社が多めです。新会社法の施行にともなって、新たに制度化された合同会社が既に2.5%ほどを占めるようになってきています。委託者のグラフのかなりの部分を有限会社が占めているのは何か妙だなという感じがされる方もいらっしゃるかもしれませんが、既に証券化された不動産の信託をいったん切って、それをSPCが直接信託してしまうというパターンを取っているような場合も中にはありまして、そういうときは、有限会社がいきなり委託者として現れることも結構あります。

ただ、このグラフでは、経年的な変化は何もわかりません。そこで次に次ページのグラフを見ていただくと、



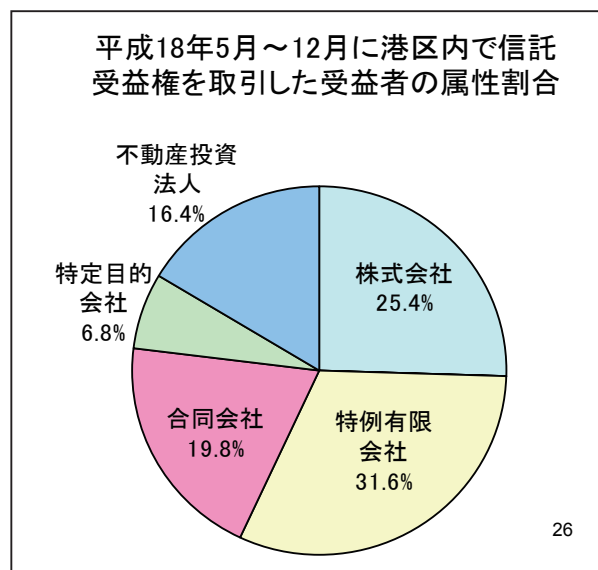


それとは別に、合同会社制度が創設され、今は、新たに設立するSPCを設立する場合は合同会社を使うことが多くなりました。見ておわかりのとおり、5月～12月の間だけでも、大体20%ぐらいを合同会社が占めているということになります。今後もおそらく、どんどん増えていくことになると思うのです。有限会社はもう、新たに設立できませんので、今ある特例有限会社をそのまま残している分だけが、この数字として残っていることとなりますので、合同会社の方がこのペースだと、19年、今年ぐらいには半数近くは合同会社になるのかなとは思いますが。もう一つ気になるのは株式

経年的な変化がわかると思います。なお、委託者の経年変化は載せていませんが、おそらくあまり変わらないだろうと思います。誰が委託するかということは、信託にとってはそれほど意味があることではないものですから。このグラフは、受益者の経験変化を見たものですが、受益者としては当初は特定目的会社とか、外国法人なんかの割合も結構多かった。おそらくまだ、YK-TKスキームが完全に確立されていなくて、むしろ制度的にしっかりとした後ろ盾のあるようなTMKを選ぶというような傾向もまだ残っていたのだらうと思います。それから、外国法人については、今はもう、直接受益権を保有するSPCとして外国法人を使うということは、ほとんどなくなっていますけれども、このころはケイマンSPCなどにそのまま不動産を持たせてしまうということなんかも行われていたことが、これでもわかるのだらうと思います。その後、有限会社の方は、大体50%強ぐらいのところまで推移してきました、13年にREITの上場が始まって、このころから港区内でも投資法人の受益権保有が出てきて、最近はやや増加傾向にあります。平成18年になってくると、有限会社は5月以降、設立できなくなりましたので、これに代わって、合同会社が、12.8%のパーセンテージを占めるようになった。

これを、さらに会社法が施行された後だけに限定する形でグラフにしたのが右のグラフです。平成18年の5月に新会社法が施行され、従来の有限会社の制度自体がなくなって、既存の有限会社は特例有限会社という形で、株式会社並みの取り扱いを受けることになりました。

会社の割合ですけれども、会社法の施行で、株式会社の設立もかなり楽になりましたので、一部に合同会社を選ばずに株式会社を選んでいるようなふしも見受けられます。会社更生法上の問題はどうかだのご意見もあるかもしれませんが、そのあたりのところを心配しないのであれば、別に株式会社だからまずい理由はおそらくないだろうと思いますので、株式会社の割合も、これから増えてくるのかもしれませんが、それから、投資法人は当然今後どんどん増えていくことになると思います。さっきのグラフに比べると、ずっと割合的に増えてきていることはこれでわかると思います。



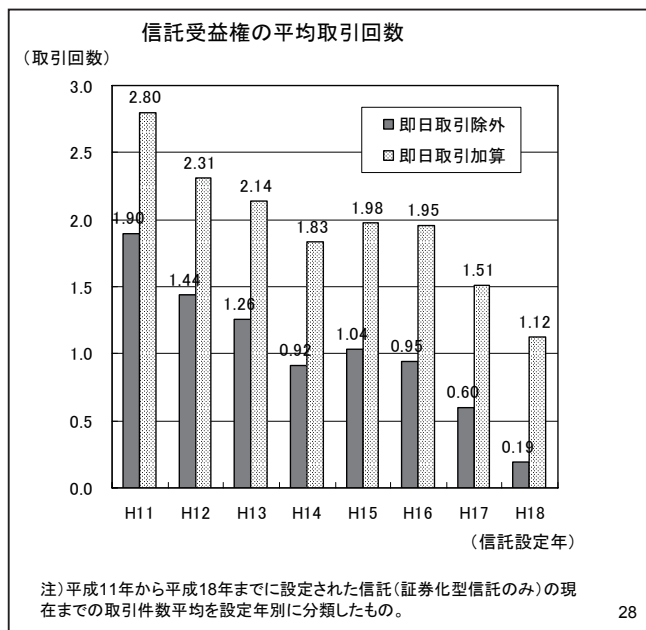
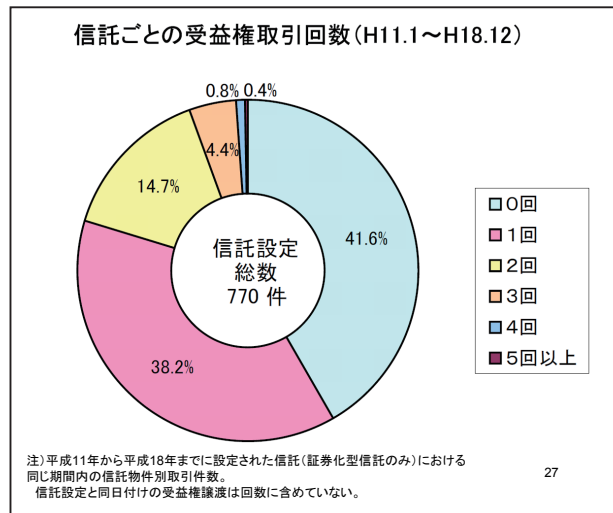
## ■取引頻度

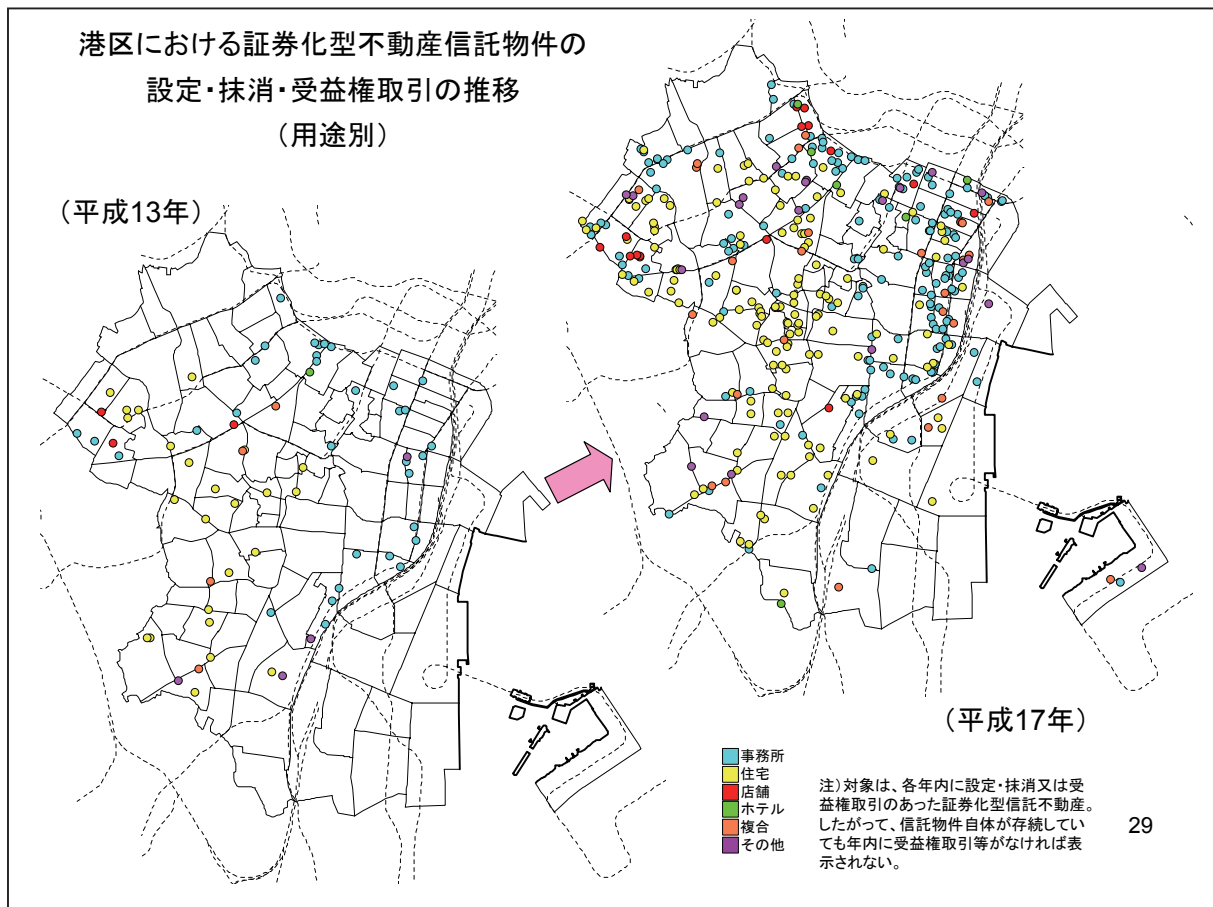
次に流通の話、受益権の取引頻度の話をしたと思います。右の上の図は、信託ごとの受益権が何回くらい取引されているのかということを示す円グラフにして表したものです。これは平成10年から平成18年までに設定された信託における同じ期間内での信託物件別の受益権取引件数です。ですから、受益権の取引が、1回あったものはピンク色です。ただ、一般に信託の設定は、まずオリジネーターが信託銀行に対して信託をして、その後、同日付でSPCに対してオリジネーターから受益権を譲渡するというパターンを取る場合がほとんどです。9割以上はそういうパターンをとるのですけれども、ここで受益権譲渡も1回として数えると、本来最初から同日付でそのSPCに譲渡する意図で信託をしたわけですから、それを1回として数えるのは問題があるだろうということで、あえてそれは回数から抜いてあります。ですから、ゼロ回がこれだけ多くなっている。ここでいうゼロ回というのは、信託後まったく受益権の譲渡取引がなかったか、あるいは、信託がその設定された日と同じ日にSPCに対して譲渡がされて、それ以来まったく譲渡がなかったか、どちらかということになります。それが大体ここにありますように、41.6%ぐらい。最初に信託された後に、後日になってから、受益権の取引が行われたのが、1回が38%ぐらい、2回が15%程度になっております。信託受益権というのは、不動産取得税がかからない関係もありますので、短期で転々売買されているんじゃないかというふうに思われているような節もあったのですが、私もおそらく結構転々売買されているのではと思っていたのですが、いざふたを開けてみると、意外に持ち続ける場合が結構多く、必ずしも短期で転々売買しているわけではないというようなことはこの数字からもわかると思います。

このグラフも時系列的な変化はわかりません。そこで、信託受益権の取引回数を、信託の設定年度ごとに分けてグラフ化したのが右の下のグラフです。より古い時期に信託された物件ほど、信託受益権の取引回数が増える蓋然性が高くなりますので、当然新しい信託ほど信託受益権の回数、譲渡の回数というのは減っています。ここでは即日取引を加算した場合と除外した場合とのそれぞれについてグラフ化していますが、平均して1回以上の取引があるまでに大体平成13年か14年ぐらいまでさかのぼらなければならない。逆に言うと、最初の受益権の譲渡まで4～5年ぐらいは持ち続けているのが平均的な信託物件の姿だということはこれで

わかると思います。

次ページの図は、これら信託物件の流通を地図上に落としたとき、どういう分布を示しているかということを示したものです。ここでは流通の頻度を表すという意味で、単に受益権の取引をされたもの以外に、信託物件を設定した場合と、それから抹消した場合、両方とも含んでいます。だから、信託物件の設定と抹消と、それから受益権の売買と、その三つのいずれかがその年内に1回でも行われた物件についてはこの地図上に出てくる。逆に言うとその年に1回も取引が行われなかった物件は、信託自体は存続していても地図上には表れてこないことになっています。これも、お手持ちの資料にはありませんが、平成11年ごろからさかのぼって、時系列的に見てみますけれど、徐々に物件の取引自体が増え、





13年から14年のころはやや横ばいになり、15年ごろからだんだん取引回数が多くなり、16年で受益権取引のピークの時期になります。最も信託受益権が港区内で流通していたのが、大体平成17年ごろでして、18年に入って、17年に比べると取引が少しまばらになっている、流通量自体も17年に比べるとかなり少なくなっています。もちろん、ストックベースで見れば、図に表れていない信託物件がたくさん埋もれていますので、信託自体がなくなったという意味じゃないですが。

この表もお配りした資料にはないのですが、受益権取引が何回ぐらい行われているのかということ、主体別に見てみたものです。まず、こちらの表は物件ベースで見たものです。信託受益権の取引みたいなもの、あるいは信託設定もそうですけれども、複数の物件をまとめて同日付で一つのポートフォリオを組んで売買するというようなことが非常に多くなされていますね。ですから、例えば、「六本木と赤坂と、それから新橋と虎ノ門、全部で四つの物件の受益権を売買しました」というふうに。この場合の受益権取引回数は、物件数に対応して4回として計算することになります。そういう計算の仕方をしますと、確かに投資法人も結構取引を行っ

ているのですが、有限会社とかTMKがより上位にあることがおわかりかと思いますが。

ただ、さっき言ったように、同日付でやるというのは、物件の場所は確かに違いますけれども、六本木、赤坂、新橋、虎ノ門の4件を一つの投資対象として見て、それを売買しているとも言えるわけですから、そういう形で、同日付で同じようにやったようなものを1回としてしか数えない。あくまでも取引時期ベースで数える。そういう形で数えなおした場合にどうなるかということを示したのがこの表です。この表では、さっきの表とがらっと顔ぶれが変わりまして、まず、SPC的な主体はやっぱり少なくなってしまう。つまり、SPCとかTMKというのは複数の物件を一度に取引するための器としてあくまでも設立されて、継続的に使われるということがあまりない。中には、一部の有限会社で継続的に活用されているものもあるのですが、1回の売買のために使われるものが大多数を占めるということが、大体これでおわかりなのかなと思います。そのため、上位に来るのはやっぱり投資法人ですとか、不動産会社になります。不動産会社の場合ですと、SPCがすぐに取得できない場合などにとりあえず、まず物件を押さえておくために取

得をしておくなど、機動的な物件取得を行う関係上、回数的には多くなっていくということです。

次に、取引頻度の多い委託者法人を並べました。本当なら実名が出せるといいのですけれども、一応念のために仮名にさせていただきました。これらのほとんどは、不動産会社です。委託者としては、不動産会社もっぱら中心になっている。

それから、これもお配りした資料にはないのですけれども、信託会社別の受託頻度を示したグラフです。会社名は仮名にしましたが、こっち側が外資系、このへんが国内の信託銀行になります。シェアで上位の信託銀行がどれなのかについては、この図では個別にはわかりませんが、皆様方にはある程度推察はつくのではないかと思います。

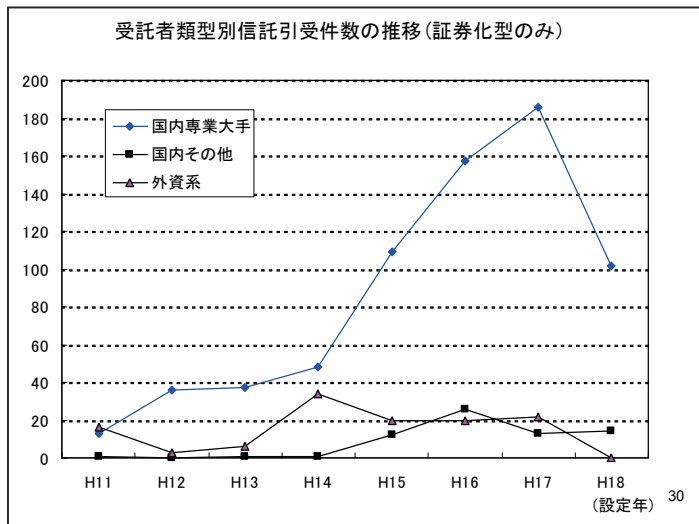
次に受託者の属性別に信託引受権数がどの程度推移してきたかということを示したのが下のグラフです。ここで、国内の專業大手というのは、住友信託、中央三井信託、三菱UFJ信託、みずほ信託の4行です。それから、国内のその他は、あおぞら信託、オリックス信託、新生信託、農中信託、野村信託、りそな信託、残り外資系というのはこれ、もう既にもう信託業務をやめてしまったところもありますけれども、クレディスイス、シティトラスト、J P モルガン、それから、チェース、ドイチェ。信託銀行は最近まで、結構合併とか事業譲渡とかいろいろありましたので、系統別に全部まとめてあります。ですから、かつて違う名前だったような信託銀行、例えば、安田信託ですと、みずほ信託の方に数字は計上するような形で出ております。見ておわかりのとおり、ずっと国内專業大手の引受件数が伸びてきたのですが、18年に来てから、がくんと減った。なぜこれだけ減ったのかということですが、やはり気になるのは行政当局

の監督も厳しくなったこともあって、引き受けに当たったの審査が厳しくなり、従前では引き受けていたような物件でも引受けを断る場合が多くなったのではないかと、ということがまず一つあります。あと、港区ですから、物件自体が枯渇したという事情、それもあるとは思いますが。特に最近では外資系の引受事例が、ほとんどなくなってしまいました。ただ、このグラフだけではわからないのですけれども、国内の專業大手以外の信託銀行については、引受件数自体は横ばいですが参入信託銀行の数はむしろ多くなっています。

次に、お手持ちの資料にはありませんが、受益権流通の話に関連して、取引頻度が多かった具体例の一つだけ挙げさせていただきます。委託者は株式会社で、平成13年の9月に受益者に対して、即日で受益権を売却しています。さっき説明したとおり、信託銀行に信託譲渡した後に、受益権の売買を同じ日にやっているということですね。その後、1年半ぐらいは持ち続けたのですけれども、15年の3月に次の受益者に売却されています。ここから後が結構小刻みに売買が行われていて、今度有限会社に半年ぐらいで売買しまして、その後はもう1月強ぐらいでさらに、別の有限会社に売買している。このときに受託者の更迭、つまり受託者が変わっています。念のために申し上げますが、受託者の更迭といっても別に受託者が悪いことをしたわけではなくて、単に受託者を変更することを受託者更迭と呼びます。その後2月くらいで、さらにまた受託者更迭があって、受益権も別の有限会社に移っている。さらにこれ、1年半くらいたってから、受託者の更迭もともなって、受益権が、別の有限会社に移る。そして、大体1年強ぐらいで、18年の9月に合同会社に受益権が移って、現在に至っているということです。ここから先、受益権がどうなっているの

かはちょっとフォローしていませんから、なんとも言えませんけれども、最初の委託があつてから、7法人目になるわけです。中にはこういうふうにとんとんと受益権の売買が行われているような事例というのにも確かにあります。ありますが、これが通例だというわけではありません。

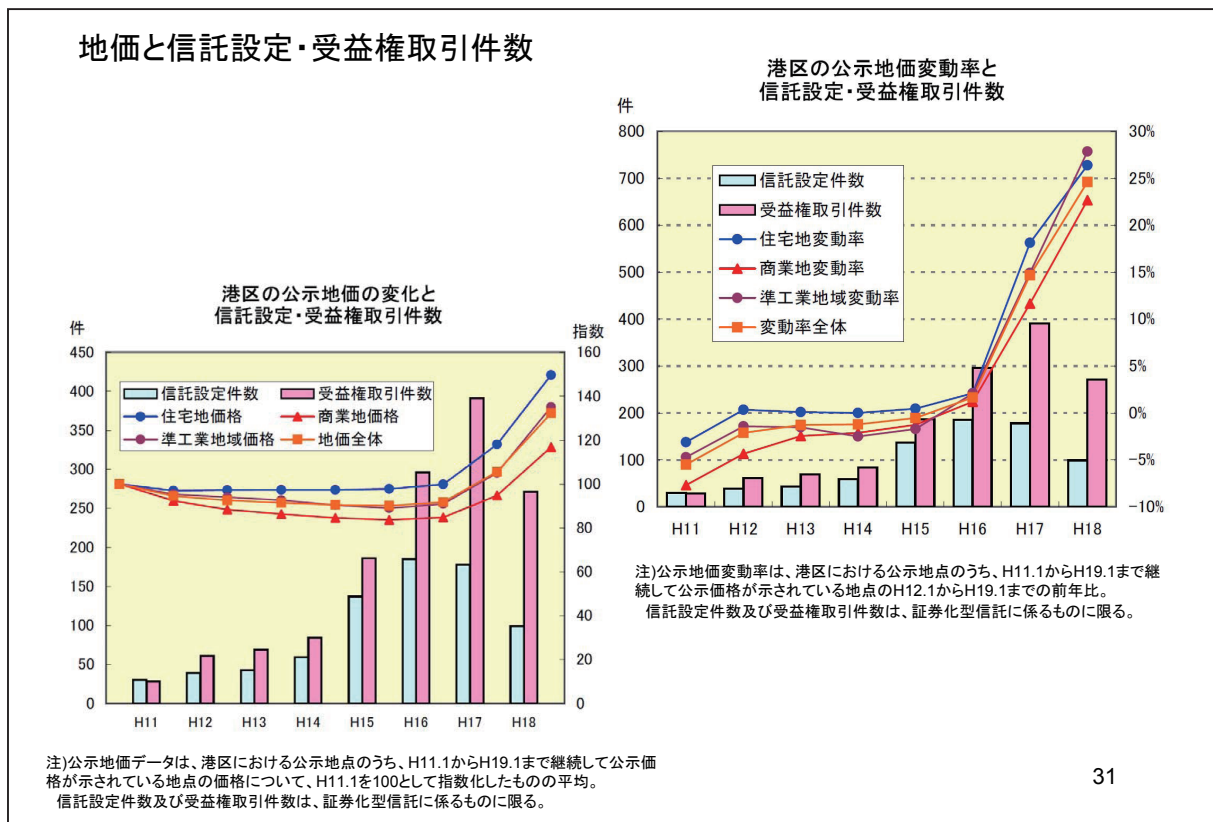
この表もお手持ちの資料にはないのですけれども、6年以上継続保有している物件を挙げてみたものの表です。保有期間の長いこの六本木の施設で7.2年になります。このうち、2件はもう信託が終了してしまいましたので、これ以上保有期間が延びるということはありませんけれども、残りの物件はまだこれから持ち続ける可能性があるということになります。で、



一般に不動産ファンドの平均的保有期間は3～4年だとよくいわれていて、投資法人が保有する場合を除き、大体信託は長くて3～4年程度で受益権が譲渡されるか信託が抹消されちゃうのだろうなと思っていたのですが、必ずしもそうではなくて、SPCが相当年数持ち続けているものというのが少なからずある。REITが上場したのが13年ですから、これらの物件はすべてREIT上場前に組成されたSPCの保有であるはずで。いずれにしても、不動産ファンドとは言っても、優良な物件でまともなインカムゲインが入ってくるような物件であれば、そう簡単にあっさり受益権の転々売買をやらうとか、キャピタルゲインをすぐに得ようというふうなことを必ずしも考えない。むしろ持ち続けてしまう。大規模物件のところでもお話をしましたけれども、意外に大規模物件が残っているというのは、別にJ-REITなんかに入れるよりも、むしろSPCで持ってしまった方が、上場規制や法的規制なんかもゆるいし、収入もまともに入ってくるのだからいいじゃないかというふうな、投資家の方も考えているんじゃないかと思います。今後、金商法等法規制が厳しくなって、これがどう変わってくるかということは留意する必要があると思うのですけれども。

## ■地価との関連

次に、地価動向と信託設定・受益権取引との関係についてとりあげます。下のグラフは港区の公示地価の変化と、信託設定、それから信託受益権取引件数の推移です。見ておわかりのとおり、ここ最近、地価上昇傾向にありますけれども、地価上昇よりも少し早く信託受益権の取引、あるいは信託の設定の増加傾向は表れてきている。その点で先行指數的な性格が強いことが、わかると思います。右のグラフは、これは、地価の変動率と比較したものです。最近どんどん港区の地価が上がっていますが、それよりも少し早めに、早い段階で受益権取引数や信託設定数が増えてきて、むしろ最近増加が鈍っている。地価変動率と信託設定抹消・受益権取引件数との間の相関係数をみると、0.65でそのままではそれほど大きな相関はありません。ただ、さっき先行指數であると申しあげましたけれども、2年ほど地価変動率をさかのぼらせてグラフにしますと、地価変動率と信託設定抹消・受益権取引件数とがほぼ同じ曲線を描いているんです。このときの相関係数を計算してみますと、0.995で、極めて相関が高い。データの数が少ないので、あまり安直なことは言えないのですが、かなり正確に、その後の地価を見越したような形で信託の設定・抹消、

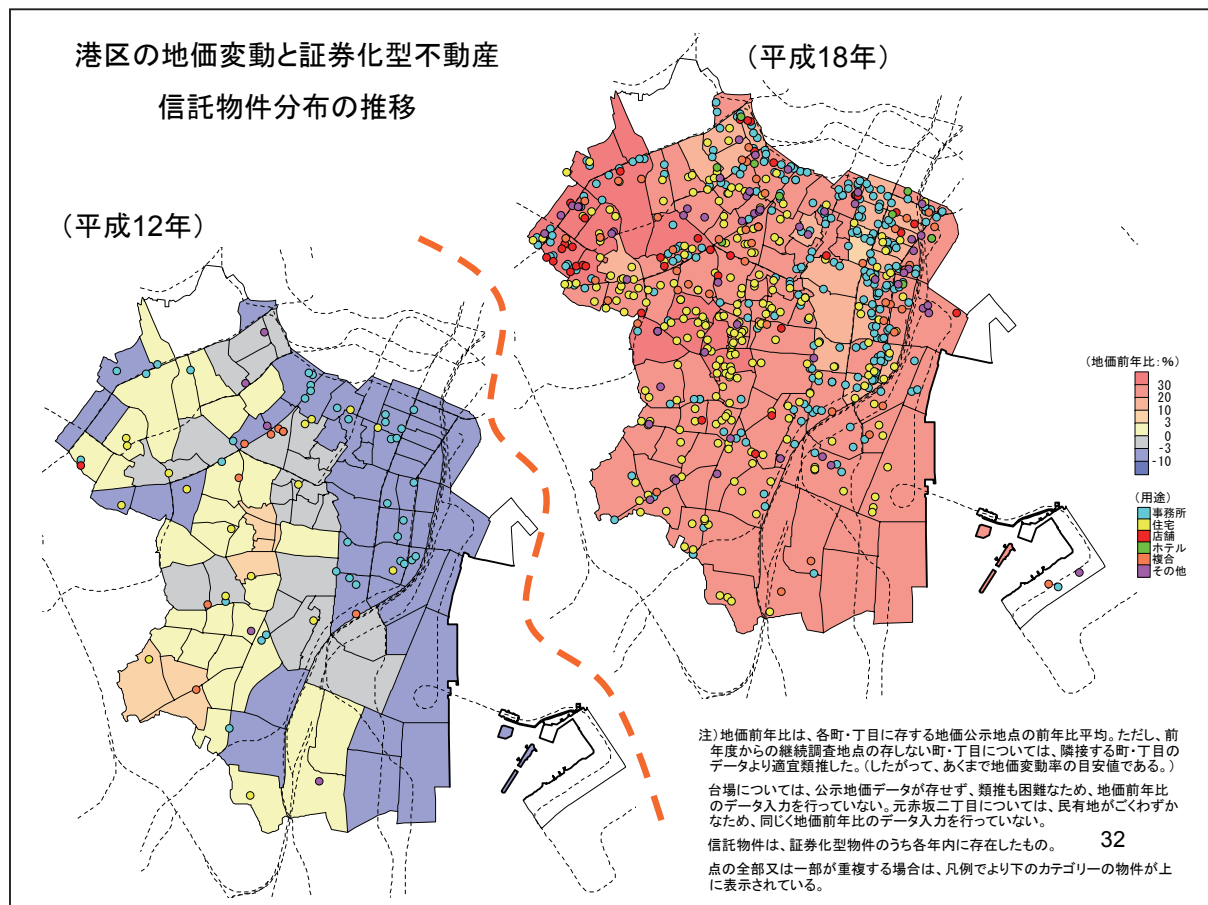




受益権の取引というような信託取引が増えてきていた、ということになります。ここから先はもう私のあくまでも予測ですけども、そうなると、ここで今取引件数が減少しているというのは、将来的に言うと、今の港区内の地価の上昇自体が今後、若干おさまる。ただ、これでも10%~15%の間ですから、別に地価が下落するわけではありません。青山あたりで地価上昇率が40%を超えたところもありますけれども、今みたいな地価上昇というのはあと1年ないし2年後にはおさまるということは、予測できるかなとは思いますが。

次に、下の図は、地価上昇と実際の物件の分布との関係について、地図上に落としてみたものです。青いエリアは地価の下落率が高いところです。黄色のエリアが大体横ばいで、エリアの色が赤くなるほど地価上昇率が高くなります。時系列的に見ていきますと、11年は大体地価上昇率がゼロから3%ぐらいのところは1カ所あるだけで、残りのエリアはみんな下落しています。12年・13年になってくると、少し地価が好転し始めます。注目したいのは、結構地価は下落しているにもかかわらず、オフィスの投資はかなり先行して行われていることです。その後地価が好転することを予測していたからかど

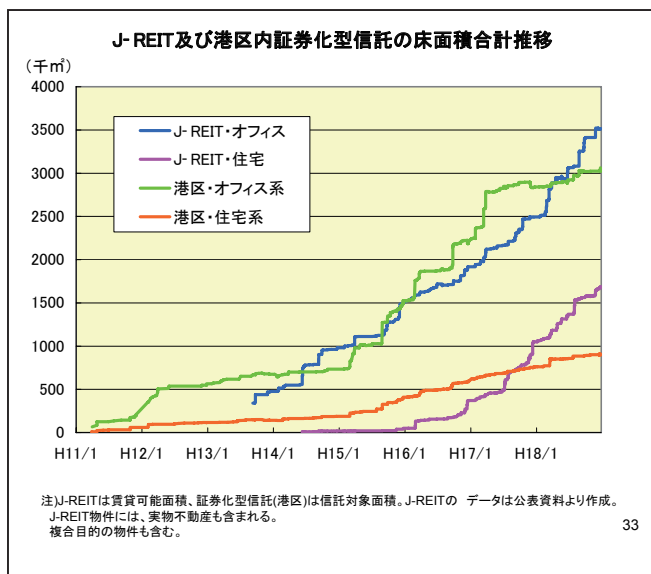
うかはわかりませんが、まともに運用益が得られるようなオフィスなんかであれば、5%程度の地価の下落率であればどんどん投資していくという性向があったのだらうと思います。平成14年頃になってくると地価の下落がおさまってきて、このころからようやく住宅についても本格的な投資が始まることになります。ですから、オフィスは地価の下落があっても、投資が先行的に進むのに対して、住宅は地価がある程度落ち着いてから投資が始まった、そういう傾向があるようにここからは見受けられます。平成15年になってくると、都心部への不動産投資は、ピークに近くなってきます。地価変動は、このころはまだ、ほぼ横ばいなしやや下落傾向にあるところなのですが、16年に入って、地価が少し上がり気味という形になって、17年になってさらに地価が急上昇し、18年になると、一部地区では猛烈な上昇が見られるようになります。この一番赤いところ、これは30%以上の上昇があったことを示しています。ここまで地価が上がると、なかなか投資しにくくなってきて、最近では投資が減少傾向にあるのはそういう事情もあるのだらうと思います。



## ■ J-REIT との比較

最後に、J-REIT との比較を試みてみたいと思います。下のグラフは全国のJ-REIT 及び港区内の証券化型信託物件の床面積合計の推移です。まず、平成13年半ばぐらいまで、REIT の上場が始まる前までの間は、オフィス系の信託物件ストックは既にこういうふうにかなり増えてきています。住宅物件も若干出てきている。

REIT の上場が始まってから17年半ばまでの間には、



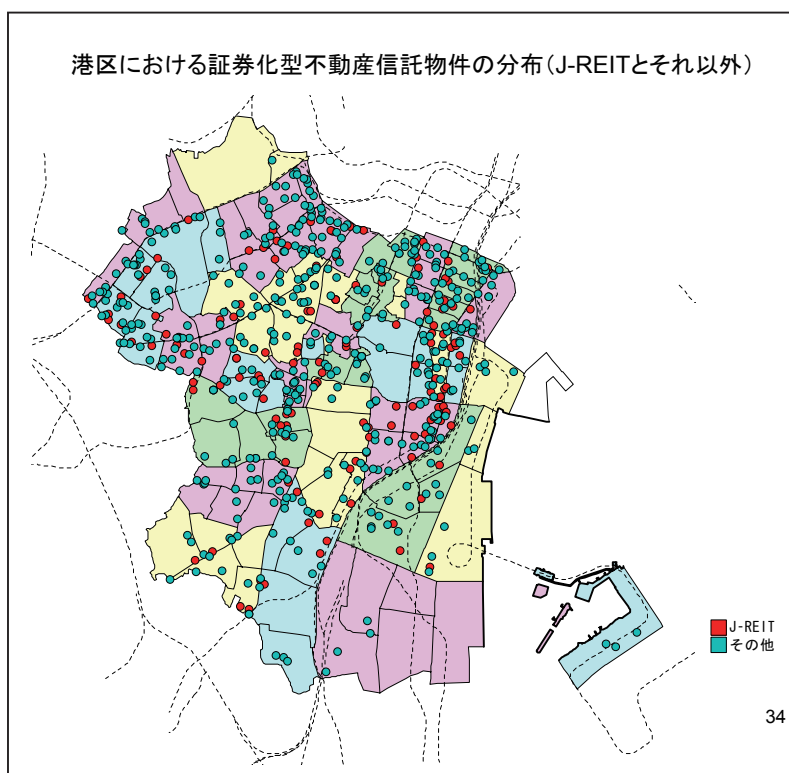
J-REIT の住宅物件ストックが急増し、港区の信託物件での住宅ストックがJ-REIT のそれに追い抜かれます。J-REIT には実物不動産も含まれますので、信託物件だけではないのですけれども。ただ、オフィスはまだ港区の方の信託物件の方が、J-REIT 全体の方よりも多くなっています。

17年半ばから現在に至る期間においては、もうオフィス物件の方も、REIT の方が床面積合計で多くなってきていますし、住宅ははるかに多くなっている。

お渡しした資料にはありませんが、件数ベースで言うともっとははっきりしてしまっていて、17年の前半にオフィスも住宅もREIT の物件数が港区全体の信託の物件数に追いついています。その後は、J-REIT の住宅の物件数が、増えすぎなのではないかと思えるくらい多くなりまして、今ではもう、港区の住宅物件数の2.5倍ぐらいになっています。少々前までは、港区全体の信託物件の物件数と、REIT 全体の物件数とが大体拮抗するような形だったのですけれども。というのも、このころはJ-REIT もまだ都心志向が強くて、あまり地方都市の物件などを買っていなかったのですが、ここ最近になって、札幌ですとか福岡ですとか地方物件も積極的に取り入れるようになったからだろうと思います。都心部での物件の増加の傾向に比べると、REIT の物件

の増加傾向の方がはるかに大きくなって来ている。REIT の都心離れと言ってしまうといいのかよくわかりませんが、より投資対象が広がってきたということになるのだろうと思います。

最後に、左の図で、今港区の中での証券化型信託物件のうち、J-REIT の分布とそれ以外の物件の分布とを、同じ平面図上に表したのがこの図です。港区全域にいろんなところにREIT 物件が入って来ているのは確かです。ただやはり赤坂とか、新橋近辺とかが多いように見受けられます。ただ、数的に言うともまだREIT 以外の信託物件の方が圧倒的に多い。おそらく、このうちのいくつかは、これからどんどんREIT に組み入れられるのかなとは思っています。



## ■おわりに

資料のご説明は以上です。今後、港区の信託物件、あるいは信託受益権の取引がどうなるかということについては、いろんな背景要因、物件が枯渇していることや金融商品取引法の施行にともなって、YK-TKスキーム、あるいはGK-TKスキームが使いづらくなって来ることとかがありまして、これからどのような変化をしていくかということについては、興味深いところではあります。これは土地総合研究所にとっての今後の課題として、研究所スタッフの方々にお任せいたしたいと思います。私からの、お話は以上です。