

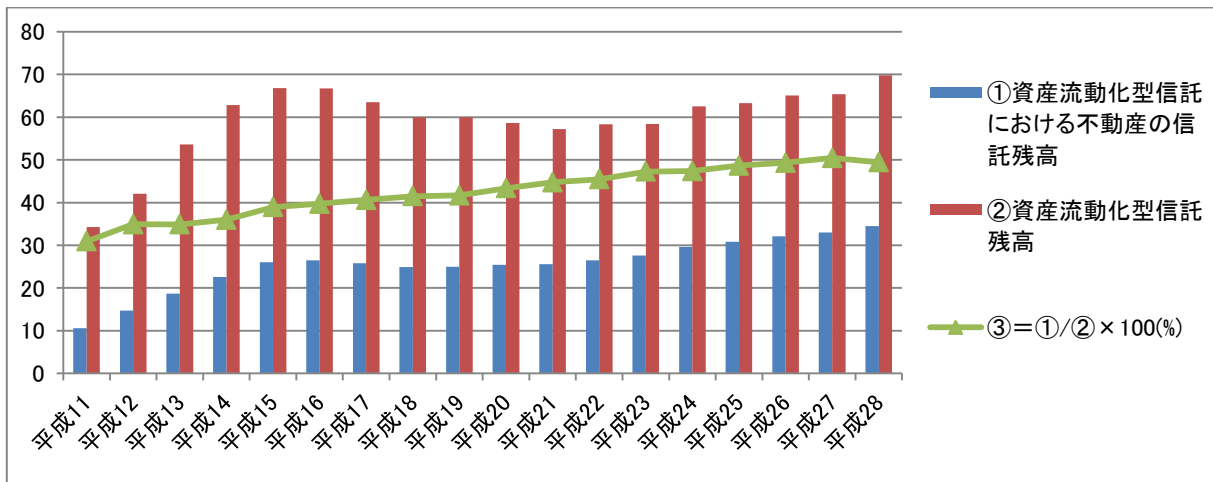
(増加が続く不動産証券化のための信託残高)

不動産の信託は、不動産投資市場においては、信託機能を活用した不動産の流動化に利用されており、信託協会の公表資料によれば、資産流動化型信託に位置づけられる不動産の信託残高は、リーマンショック前後に一時期停滞したが、その後順調に拡大し、平成28年度末には、約35兆円に達し、金融債権の信託及び動産の信託を含めた資産流動化信託全体に占める不動産の信託残高は約5割の割合に達している(図表1)。

不動産投資市場の取引動向は毎月の「日経不動産マーケット情報」により確認できるが、不動産事業関係者によると、不動産大口取引の大半は実物不動産ではなく不動産信託受益権取引であるという。実際、国土交通省が毎年公表している「不動産証券化実態調査」によると、平成28年度中の不動産証券化に係る取得価額4.8兆円のうちの4兆円、全体の80%以上が不動産信託受益権であった(図表2)。

(注) 信託協会の公表資料によると平成28年度末の信託受託額は、上記の資産流動化型信託のほか、受託者が自らの裁量により資産を運用する資産運用型信託、受託者が委託者等の指図に基づき資産を管理する資産管理型信託を含めると合計で1058兆円となり、この中には、具体的な数値は不明であるが、資産運用型信託及び資産管理型信託に係る不動産信託が含まれていると考えられることに留意が必要である。

(図表1) 資産流動化型信託における不動産の信託残高(平成15年度~平成28年度、各年度末:単位、兆円)



(注) 信託協会ホームページ資料による。

(図表2) スキーム別証券化対象となる不動産の取得(平成28年度)

(兆円)		実物	信託受益権	計
取得	リート	0.19	2.13	2.32
	不動産特定共同事業	0.16	-	0.16
	TMK	0.48	0.78	1.25
	GK-TKスキーム等	-	1.10	1.10
	計	0.83	4.00	4.83

(注) 国土交通省「不動産証券化実態調査」(平成28年度)による。

### （資産流動化信託に不動産が活用されるに至った歴史的背景）

1990年代のバブル経済の崩壊により土地神話が崩壊し、不動産は右肩上がりの値上がりを続ける特別な資産から、価格が上下動する普通の財産であるとの認識が広がり、不動産を持っていれば儲かる時代は終わりを告げた。こうした中、債務超過に陥った企業では自社ビルを売却して債務返済を余儀なくされた社が少なくないほか、不動産を担保に土地融資を続けた多くの金融機関は不良債権処理を迫られ、これらの円滑な実施のため、1998年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（2000年に、金融危機時の特別法という性格から資産の流動化に資する一般法に位置づけが変更されたことに伴い、法律の題名が「資産の流動化に関する法律」に改名されている。）が制定され、早期売却の要請の強い不動産及び不良債権化した担保不動産が市場で安価に売却に付される一方、こうした不動産を再取得して投資運用したいという新たな投資ニーズが生まれ、これに応えるため、2000年に「投資信託及び投資法人に関する法律」が制定された。これらはいずれも投資家の資金の集約化を目的に器（これを一般に特定目的事業体 Special Purpose Vehicle (SPV) という。このうち会社組織のものを Special Purpose Company (SPC) という。以下、実際には会社組織のものが多いため SPC という。）を設立し、自らの投資リスクを限定しつつ、投資家の資金を集約し、その生み出す収益を分配するという不動産の証券化を用いている。

その具体的な器（SPC）とは、上記で示した「資産の流動化に関する法律」に基づき、実物不動産及び不動産の信託受益権を主たる投資対象とする特定目的会社 TMK（TMK は、特定目的会社の頭文字）及び「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づき、実物不動産及び不動産の信託受益権を主たる投資対象とする投資法人（リート）のほか、商法、会社法に基づき、不動産信託受益権を投資対象とする合同会社 GK-TK 等（GK は合同会社の頭文字、TK は匿名組合の頭文字）である。

（図表 3）代表的な不動産証券化スキーム

	資産の流動化に関する法律に基づくスキーム (TMK)	投資信託及び投資法人に関する法律に基づくスキーム (リート)	商法・会社法に基づくスキーム (GK-TK 等)
主な対象資産	実物不動産 不動産信託受益権	実物不動産 不動産信託受益権	不動産信託受益権
SPC	特定目的会社 (TMK)	投資法人	合同会社等

- （注） 1. GK-TK 等方式では SPC として合同会社等が利用され、SPC が投資家から匿名組合を通じた出資でエクイティを調達する仕組みであり、合同会社と匿名組合を組み合わせる方式のため、GK-TK 等方式と呼ばれる。  
 2. GK-TK 等の「等」は 2006 年 5 月の会社法施行後も特例有限会社を SPC に活用していた場合が多いことによる（有限会社は、改正会社法施行後も、特例有限会社として存続が可能）。

### （不動産信託の基本的な仕組み）

不動産信託の基本的なプレーヤーは、信託法が定める委託者、受託者、受益者の 3 者である。委託者は不動産の原所有者（オリジネーター）であり、受託者である信託銀行等は、委託者との信託契約に基づき、信託財産の所有権の移転を受け、信託目的を達成するため、信託財産の管理・運用・処分を行い、受託者は委託者に対し、善管注意義務、忠実義務、分別管理義務を負う。受益者は信託財産から生ずる経済的利益を享受する者であり、多くの場合、委託者が受益者になる（これを自益信託という）。受益者が信託財産から生ずる収益の分配を受け、また、信託元本の交付を受ける権利（受益債権）その他信託法上認められた権利を信託受益権という。

不動産証券化スキームの手法として実際に多く用いられるのが不動産管理処分信託である（これに対応する用語とし、不動産運用信託があり、これは受託者が自らの裁量により信託財産の管理・運用・処分を行うものである）。不動産の原所有者が委託者兼当初受益者となり、受託者である信託銀行等と締結する信託契約に基づき、委託者兼当初受益者は受託者である信託銀行等に信託財産を譲渡し、受託者が委託者兼受託者のために信託財産の管理・運用・処分を行う一方、受益者は受託者に対して信託受益権を有することになる。

### （不動産信託受益権売買の基本的な仕組み）

この信託受益権は第三者への譲渡が可能である。不動産投資市場において、この信託受益権を譲り受ける新受益者には、信託受益権の取得を目的として出資を受けた SPC が多く含まれている。

不動産信託受益権売買においては、委託者兼当初受益者は受託者への通知をし、又は受託者の承諾を得て、不動産信託受益権を新受益者である SPC に譲渡する。新受益者は、自ら選定したアセットマネージャーを通じて、受託者に信託財産の管理・運用・処分上必要な指示を行う。

不動産の売買に実物の売買ではなく信託受益権売買が多用される理由はいろいろあるが、信託方式の活用は、信託銀行等が受託者として介在するため、信託財産の遵法性・安全性が確保されやすいこと、不動産特定共同事業法の規制を受けずに業務を行えること、信託受益権の取得のために融資をした銀行等のレンダーにとって、実物不動産であれば必要となる煩雑な抵当権設定が必要でなく、受益権への質権設定により債権管理が容易になることのほか、流通コスト（登録免許税、不動産取得税、印紙税）が大きく軽減できるメリットが大きいと考えられる（図表 4）。

（図表 4）実物不動産と不動産信託受益権の課税の比較

	実物不動産の売買			不動産信託受益権の売買
不動産取得税	土地	宅地等	評価額×1/2×3%	①信託設定時：非課税 ②受益権譲渡時：非課税 ③信託終了時： （i）非課税（←当初委託者が実物不動産を取得した場合（引続き受益者である場合に限る） （ii）左の実物不動産の所有権取得と同様の課税（当初委託者以外の者が受益権を取得した場合）
		非宅地	評価額×3%	
	建物	住宅	評価額×3%	
		非住宅	評価額×4%	
登録免許税	所有権移転	土地	評価額×1.5%	①信託設定（土地）⇒評価額×0.3% ②信託設定（建物）⇒評価額×0.4% ③受益権譲渡⇒1000円 ④信託終了⇒評価額×2% ⑤信託抹消⇒1000円
		建物	評価額×2%	
	所有権保存	評価額×0.4%		
印紙税	契約書	200円～48万円		受益権売買契約書 200円
	領収書	200円～20万円		売買代金受領書 200円～20万円

（注） 1. 不動産取得税率の3%軽減税率は平成30年3月までの特例（本則4%）。登録免許税率の土地に係る軽減税率（1.5%、0.3%）は平成31年3月までの特例（本則はそれぞれ2.0%、0.4%）。  
2. 信託財産は信託財産の受益権者が所有し、収益、費用は受益権者に帰属するものと見做され、消費税が課される。ただし土地には消費税が非課税であるので、信託財産に含まれる土地も非課税である。

### （不動産証券化に伴うツール別の信託受益権取得の動向）

平成28年度不動産証券化実態調査によると、同年度内に不動産証券化の対象として取得された実物不動産及び信託受益権の資産額は約4.8兆円であった。平成28年度中に取得された証券化不動産のスキーム別の内訳を見ると、リート2.32兆円（48%）、次いでTMK1.25兆円（26%）、GK-TKスキーム等1.1兆円（23%）、不動産特定共同事業0.16兆円（3%）であった（図表2）。

実物不動産の取得と不動産信託受益権の取得とに分けて内訳を見ると、実物不動産の取得が 0.83 兆円であるのに対し、不動産信託受益権の取得は 4.0 兆円であり、全体の 82.8%が不動産信託受益権であった。

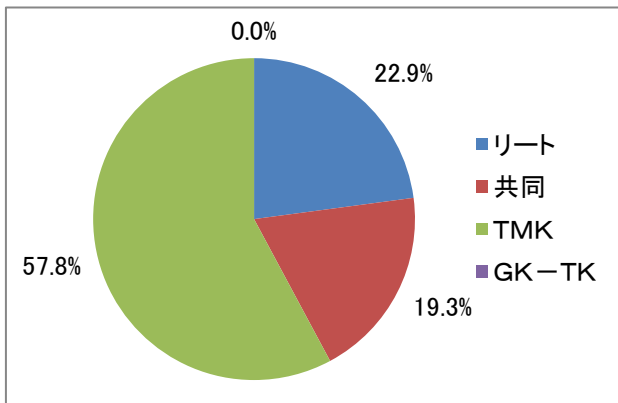
さらにそれぞれを細かくツール別の内訳を見ていくと、まず、実物不動産取得では、TMK（特定目的会社）による取得が過半を占め、残りの 4 割がリートと不動産特定共同事業であり、GK-TK 等方式はゼロである。次に不動産信託受益権取得では、リーートの取得が過半を占め、次いで GK-TK、TMK の順になり、不動産特定共同事業はゼロである。

実物不動産の取得において、TMK のウエイトが高いのは、既存不適格建物等信託によることが困難なケース等に TMK 方式が採用されていると考えられること、また、GK-TK が存在しないのは、GK-TK 等方式における投資主体は会社法に基づく SPC であり、実物不動産投資を行うには、別途不動産特定共同事業法の免許が必要となるが（特例事業（同法第 2 条第 6 項）を除く。）、現実に GK-TK 等方式の SPC はこの免許要件を満たせないペーパーカンパニーであるため、売買対象が不動産信託受益権に限られるためである（図表 5-1）。

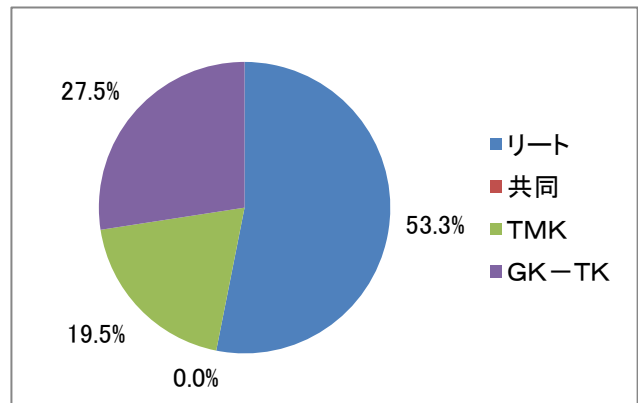
他方、不動産信託受益権売買は、証券化投資ニーズ全体の動向を反映したものとみられ、不動産市場の活況に推移する中で、リート市場の拡大がリートによる不動産信託受益権売買の高いウエイトをもたらしている大きな要因と考えられる。なお、不動産特定共同事業の投資対象は実物投資に限られるため、不動産信託受益権売買に、不動産特定共同事業は登場しない（図表 5-2）。

これに対し、特別法に基づく SPC である TMK の特定目的会社（資産の流動化に関する法律）やリーートの投資法人（投資法人及び投資信託に関する法律）は実物不動産、不動産信託受益権投資いずれでも取得が可能である。

（図表 5-1）平成 28 年度中の不動産証券化に係る  
実物投資金額のスキーム別割合

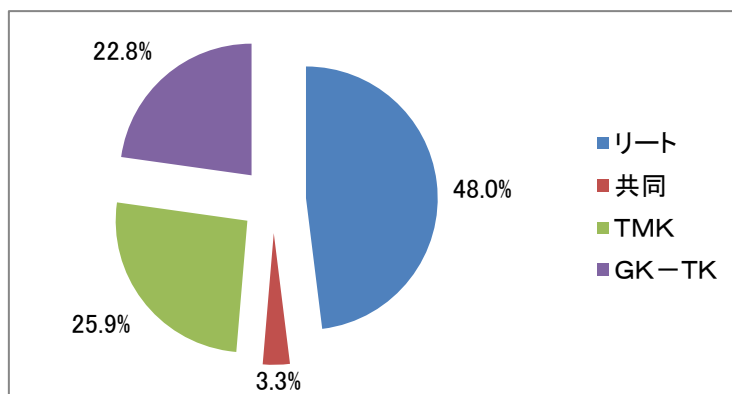


（図表 5-2）平成 28 年度中の不動産証券化に係る  
不動産信託受益権金額のスキーム別割合



(図表 5 - 3) 不動産証券化全体 (平成 28 年度)

③不動産証券化全体 (実物+信託受益権) のウエイト



(GK-TK等方式による不動産信託受益権取引の仕組み)

以下では実物不動産の証券化ができず、不動産信託受益権のみの証券化が可能な GK-TK 等スキームを例に、その仕組みの概要を図表 6 により確認しておくことにしよう。

GK-TK 等方式では SPC として多くの場合、合同会社が利用され、SPC である合同会社等が投資家から匿名組合を通じた出資でエクイティーを、また、金融機関等からデットを調達する仕組みであり、合同会社と匿名組合を組み合わせる方式であるため、GK-TK 等方式と呼ばれている。ここで「等」が付されているのは、SPC には、合同会社以外に、株式会社や特例有限会社が用いられることがあるからである。この方式は合同会社等 (会社法) と匿名組合 (商法) という既存の制度を組み合わせる証券化の仕組みが作られており、特別法に基づく SPC のように、法的要件の充足、監督官庁の許認可・届出の必要性などが無い点では利用しやすい面がある。28 年度の不動産証券化のピークルの取得額の約 4 分の 1 のウエイトを持つ。

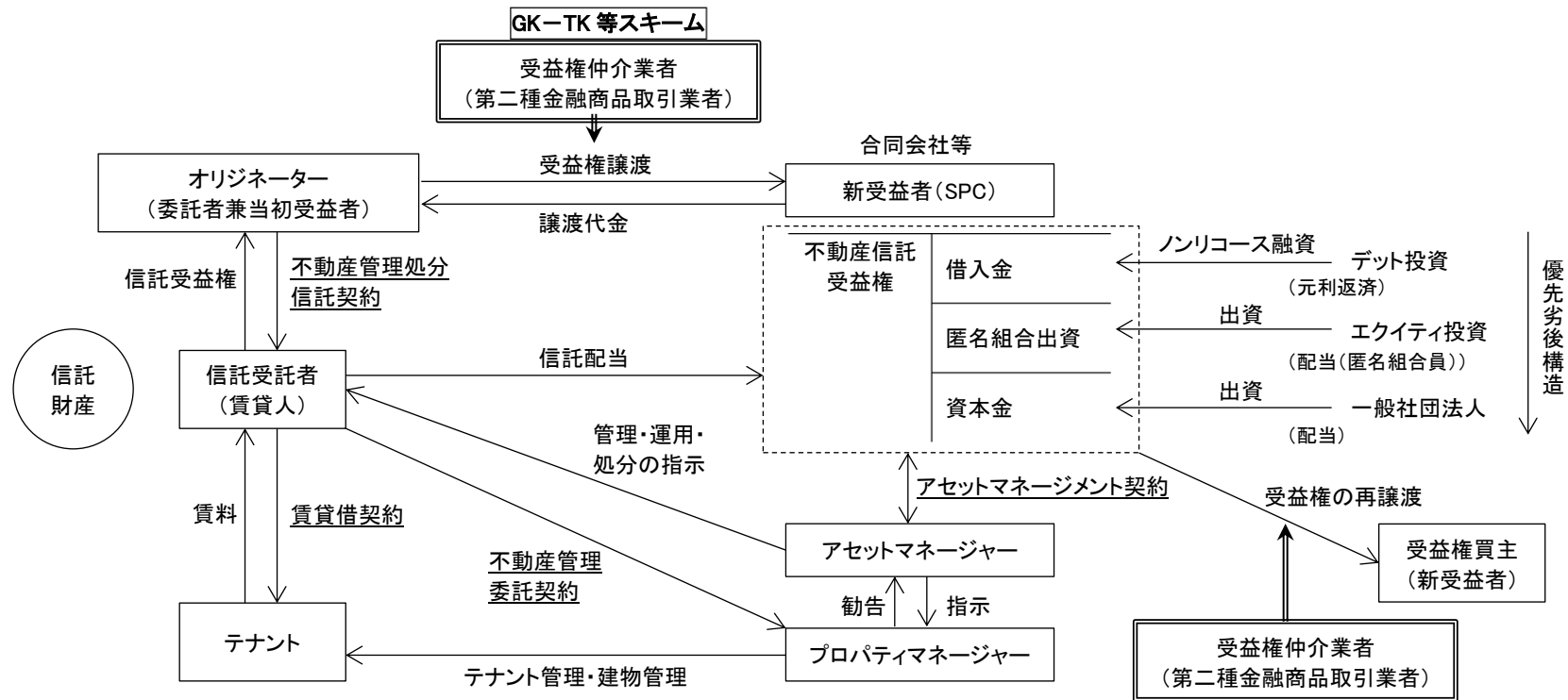
GK-TK 等方式における SPC としての合同会社等は、委託者兼当初受益者であるオリジネーターが受託者として信託財産の賃貸等を行う信託銀行等に実物不動産を信託し、受益者として信託銀行等から収益の還元を受ける不動産信託受益権を買い取って、新たな受益者となる。不動産信託受益権はその譲渡が、債権譲渡方式で行われるため、不動産登記法上は信託目録における受益者名義が変わるだけで、権利部の不動産所有者名義は受託者のまま代える必要がない。

他方、GK-TK 等方式の SPC は、銀行等からのデット借入金を受け入れるとともに、エクイティ資金として、匿名組合員からの出資を受け、これらの資金を不動産信託受益権の取得に充てる。また、オリジネーターからの支配力を排除するために、別途一般社団法人からの出資を受ける。当該 SPC は不動産信託受益権を新受益者に再譲渡することも出来る。

不動産信託受益権譲渡後は、新受益者 (SPC) は、通常不動産信託受益権譲渡と同時に委託者たる地位の譲渡を受け、新受益者 (SPC) は、自らが選定したアセットマネージャーを通じて、信託受益権の取得目的に応じた具体的な管理・運用・処分内容を受託者に指図し、新たなマネジメント体制を構築することが可能となる。受託者は、これを受けて、必要に応じ、物件管理をプロパティマネージャーに委託するなどして、信託目的の達成に努める。そして、受託者は信託不動産から得られた収益のうち、必要経費及び信託報酬等を差し引いた残額である信託配当を受益者に還元する。(図表 6)。



(図表 6)



- (注) ①不動産信託受益権は、金融商品取引法第2条第2項により有価証券とみなされ(第2項有価証券)、その売買や売買の媒介・代理を業として行うためには、第二種金融商品取引業の登録が必要になる。また、匿名組合出資も有価証券とみなされ(第2項有価証券)、投資家に匿名出資を勧誘するのは有価証券の取得の勧誘になるので、それらを行う業者も金融商品取引法の第二種金融商品取引業の登録が必要である。また、匿名組合出資分を不動産信託受益権への投資で運用する行為は投資運用業の登録を必要とする。この為、アセットマネージャーは、投資運用業(場合により、投資助言・代理業)の登録が必要である。
- ②信託受益権の私募の取扱については、当初委託者兼受益者が受益権を新受益者に譲渡した時点で当初委託者兼受益者が受益権を発行したとみなされる。(金商法上の規制対象外であり登録不要)
- ③当初委託者兼受益者から新受益者への信託受益権売買を金融商品取引業者が媒介すると私募の取扱となる。(金融商品取引法の第二種金融商品取引業の登録が必要)
- ④既存信託受益権の売買の媒介には売付の媒介と買付の媒介があり、両方とも金融商品取引法の第二種金融商品取引業の登録の対象となる。

## (まとめ)

これからも、J-REITをはじめとして、一般投資家が不動産証券化市場に参加する機会が増加すると見込まれるが、不動産証券化のメカニズムについては、正確な理解が難しい内容が多く含まれ、専門用語も多いため、国民が投資参加に二の足を踏む傾向があることは否定できない。証券化された不動産資金の運用実態についても、国民に分かりやすい形でのデータの公表が限られ、正確に知る機会が少ない。一般投資家、とりわけ現預金に保有が偏って多額の運用資産を多く持つ中高年齢層や純資産3億円以上、リスク性資産3億円以上を持つ、特定投資家になり得る少数の個人投資家の不動産証券化投資市場への一層の参画を促すためにも、不動産証券化投資にためらいを持たなくて済むような様々な啓発・教育の機会が確保・充実されることが望まれる。

(荒井 俊行)