

### はじめに

不動産投資ビークルは、不動産の賃貸により得られる賃借料、あるいは不動産の売却により得られる売却収入を投資家へのリターンに充てるのが基本パターンである。そのためには、不動産の保有が前提となる。この不動産の保有スキームとしては、まず不動産投資ビークルが実物不動産である土地・建物を単独で所有するパターンが想起されるものの、不動産投資ビークルによって行われている不動産保有はこれに限られるものではなく（むしろ少数派である。）、実際は様々なスキームが存し、かなり複雑な権利形態をとるケースも存する。

本稿は、不動産投資ビークルが不動産を保有する際の権原について、その権利形態としてどのようなスキームがあるか整理した上で、上場不動産投資法人（J-REIT）を例にして、そこにどのような傾向がみられるか検証を試みるものである。

なお、投資用不動産に係る権利スキームとしては、不動産保有権原に係るもの以外に、テナントとの賃貸借等に係るもの、レンダー等の担保権設定等融資に関連するものなども存するが、本稿での検討対象とはしない<sup>1</sup>。

### 1. 不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームの類型

まず、不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームについて、典型的に整理を試みる。権利スキームというと、所有権なのか賃借権なのか、単独保有なのか共有なのかといった点にまず目が向くが、次のとおりそこに至る前の次元での整理も必要である。

#### (1) 保有客体となる不動産～土地・建物か土地のみか

冒頭でも触れたように、投資用不動産の基本例は建物とその敷地（土地）を保有するスキームである。すなわち、この場合は土地と建物の双方を保有対象としていることになる。他方、土地のみを保有するというスキームも存する。この場合、平面駐車場のようにもそもそも建物の存在を前提としていないケースもあるが、圧倒的に多いのは、土地のみ保有して当該土地に建物所有者の借地権を設定するケースである。投資法人によっては、不動産保有リスクの低減などが図られるとして、投資方針の中でこのような底地保有を積極的に打ち出している例も存する<sup>2</sup>。

なお、法的に言えば建物のみを保有するというスキームも想定できないわけではない。建物全体を賃借し、それを個々のテナントに転貸して、各テナントから賃貸収入を得るといったケースである（なお、建物を所有する場合は、当該建物による土地占有に係る権原が必要なため、土地の保有権原の取得が必須となる。）。ただ、建物賃借権のみに依存することで法的安定性に欠けるためか、J-REITにおいても建物のみを保有するスキームはみられない。ちなみに、不動産信託受益権を保有する投資法人が信託銀行等受託者（＝建物所有者）から信託

<sup>1</sup> なお、テナントとの賃貸借等に係る権利スキームについては、拙稿「不動産投資における賃貸借の法的枠組み・リスクとその実態」（土地総合研究 2022年春号）を参照。

<sup>2</sup> 例えば、エスコンジャパンリート投資法人は、投資方針として底地への重点投資を打ち出している。その理由として、長期にわたる安定した賃料収入、減価償却及び保守・修繕等がないことに基づく低保有コストの実現、底地流通市場の拡大、災害等による資産価値の下落リスクが低い の4つを挙げている（2018年12月25日付け有価証券届出書（エスコンジャパンリート投資法人）p31）。

財産たる建物を借りた上で当該投資法人がテナントに建物を貸し出すといったケース(投資法人がマスターリースになるケース)も少なくないが<sup>3</sup>、これは建物賃貸借の円滑化のために行っているものであり、投資法人は建物賃貸借権とは別に不動産信託受益権を保有していることから、建物のみを保有するスキームとは異なる。

## (2) 信託の有無～実物不動産か不動産信託受益権か

不動産投資ビークルが不動産を保有する場合、実物不動産の権原を保有するよりも当該不動産に係る信託受益権を保有するケースが圧倒的に多い。この場合、実物不動産の所有権等を有するのは、受託者(信託銀行等)となる。不動産投資ビークルにおいて不動産信託受益権を用いることが多い理由としては、信託受益権であれば売買の際に不動産流通税が課されないこと、GK・TK スキーム等における不動産特定共同事業法適用を回避できること(実物不動産だと適用対象となる。)、信託銀行等が介在することにより取引や管理の安全性・信頼性が高まること、担保権の設定が容易であること(受益権に質権を設定することにより対応する。)などが挙げられる。

ちなみに、特定の不動産の保有のみを目的とした特別目的会社(SPC)に係る匿名組合出資持分や同じく特定不動産の保有のみを目的とした資産流動化法上の特定目的会社(いわゆる TMK)の優先出資証券も不動産保有のスキームとして位置づけられることもある。しかしながら、ここでの SPC・TMK が保有することになるのは実物不動産か不動産信託受益権となり、匿名組合出資持分や優先出資証券は不動産保有に係る直接的スキームとはいえないことから、本稿では不動産保有のスキームとして取り上げることはしない。

## (3) 保有する権原の中身～所有権、賃借権等々

不動産を保有するに当たり、その権原として民法上どのような権利を用いるかということである。

土地であれば、所有権か借地権かということになり、借地権については地上権か賃借権か、あるいは存続期間や契約更新の有無に着目すれば、普通借地権、定期借地権、事業用定期借地権などに分かれることになる。建物保有を目的としない場合には、所有権以外では、通常の地上権や賃借権が想定される。

建物については、既述のとおり賃借権のみに依存するケースは想定しにくいので、保有権原としては主に所有権ということになるが、所有権でも通常の所有権の場合と区分所有権による場合とに分かれるであろう。

## (4) 権原を保有する者の数～単独保有、共有等々

不動産を保有する不動産投資ビークル以外に同一不動産を保有する者がいるのかどうか、他に保有者がいる場合にはその保有形態はどうなっているかということである。

土地であれば、単独保有のほか共有・準共有であるケース、分有であるケースが想定できる。建物であれば、単独所有のほか、通常の共有であるケース、区分所有であるケース、さらにはタウンハウス(長屋)形式の建物であれば分有であるケースも想定できる。

また、不動産信託受益権が準共有となっており、結果的に複数名での保有状態となっているケースも想定できる。複数の主体が信託受益権を準共有し、不動産投資ビークルは当該受益権の準共有持分を保有する場合である。実物不動産を共有(借地権等の場合は準共有)する場合と類似しているが、法的には全く別物である。実物不動産の単独所有権に係る信託受益権を準共有する場合もあれば、実物不動産の共有持分に係る信託受益権を単独で保有する場合もあり、さらには、実物不動産の共有持分に係る信託受益権を準共有する場合もあり得る。

---

<sup>3</sup> テナントへの賃貸に際してマスターリース方式を用いる場合にとられることがある。なお、詳細は、前掲拙稿「不動産投資における賃貸借の法的枠組み・リスクとその実態」p90を参照。

## 2. J-REIT にみる不動産保有の権原に係る権利スキームの傾向

次に、不動産投資ビークルによる不動産保有権原に係る権利スキームに実際はどのような傾向がみられるかについて検証を試みる。以下では、不動産投資ビークルの中で唯一保有不動産に係る詳細な情報が公開されている J-REIT を取り上げることとする。

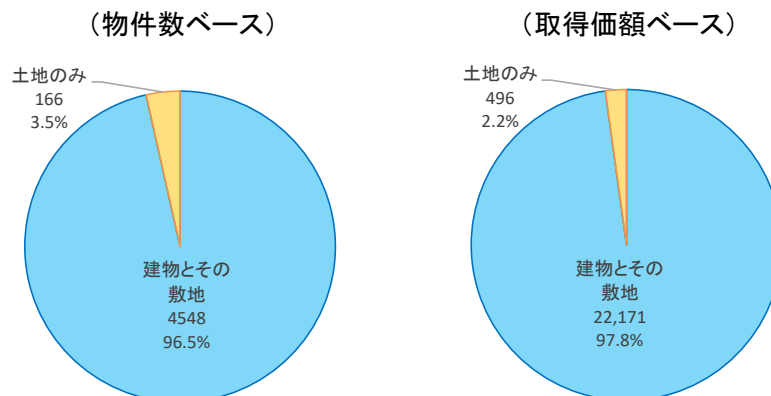
なお、以下において用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。

### (1) 土地・建物保有と土地のみ保有

図1は、J-REIT の保有不動産を建物とその敷地を保有する物件と土地のみ保有する物件とに分け、それぞれの件数・価額とその割合を示したものである。一目でわかるとおり、建物とその敷地を保有する物件が圧倒的に多い。不動産投資ビークルは不動産賃借料を主たる収益源とすることからいえば、ある意味当然の結果であると考えられる。

なお、土地のみ保有する物件においては、建物の底地のみを保有する物件がほとんどであり、これ以外の物件は5件に過ぎない。具体的には、建物以外の工作物の底地のみを保有するケースが4件、土地と一体化した施設を保有するケースが1件となっている。前者は、石油・ガスタンク<sup>4</sup>の敷地であり、後者は、港湾の乗下船ヤードである。ちなみに、土地のみ保有の典型例ともいえる屋外駐車場については、かつては J-REIT にも複数の物件があったが、現在の J-REIT では建物の付属施設である場合を除き、保有例はみられない。

図 1. J-REIT の保有不動産に占める土地・建物保有と土地のみ保有それぞれの割合



注) 2023 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

不動産とは、実物不動産又は不動産信託受益権をいい、匿名組合出資、優先出資証券は含まない(図2以下も同じ。)。ただし、海外不動産については、不動産保有法人の株式を含む。

物件数は各投資法人のポートフォリオ上の物件数とは必ずしも一致しない(図2以下も同じ。)

取得価額の単位は、10 億円。

取得価額において、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時の取得・売却価額を加算・控除している。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

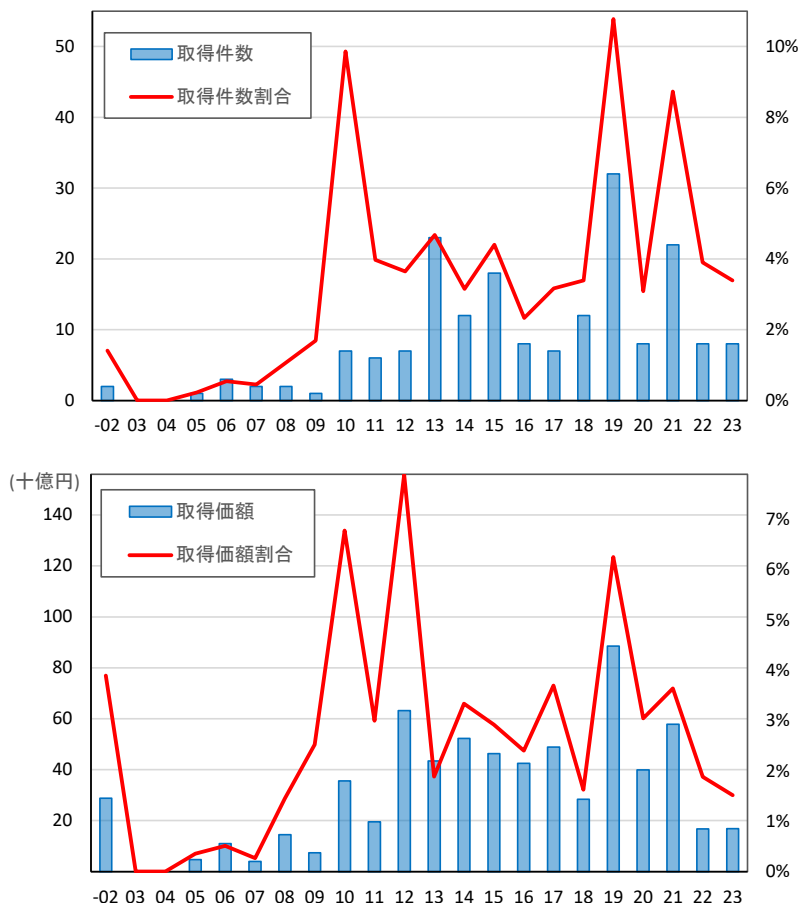
図2は、J-REIT において各年に取得した底地物件の件数・取得価額と全取得物件に占める割合の推移を示したものである。件数、取得価額ともに年によりまちまちであり、時系列的傾向を見出すことは難しいが、ここ 10 年ほどそれより前に比べて取得件数・価額が増えているのは確かである。かつてオフィス、共同住宅、商業施設がほとんどであった J-REIT に、物流施設やホテル、ヘルスケア施設などが増えてきた時期と重なり、底地の取得も

<sup>4</sup> 石油・ガスタンクは、不動産登記上建物としては扱われていないため(不動産登記事務取扱手続準則第 77 条)、建物の底地の保有とはいえない。

ポートフォリオの多様化の一環であったものと考えられる。

年別にみると、2019年が取得物件数・価額の双方で目立つが、この年は底地への重点投資を打ち出しているエスコンジャパンリート投資法人が新規上場しており、これにより20件の底地物件がJ-REITに加わったことが大きい。2021年も同投資法人による底地の取得によるところが大きい。また、2012年は取得価額とその割合において底地物件のウェイトが大きくなっているが、これは千代田区の超高層オフィスビルの底地の取得があったことが大きく影響している。

図2. J-REITの各年の取得不動産に占める底地物件の取得件数・取得価額とその割合



注) 2002年以降各年にJ-REITが取得した底地の件数・取得価額と取得不動産全体に占める割合を示している。

2002年の数値は、2001年と2002年の合計。

底地物件とは、建物等構造物とその敷地について、敷地のみを保有する物件をいう。したがって、単なる平面駐車場等は含まない。

上場前から保有していた物件については、上場時に取得したものとして処理している。

保有物件の追加取得は件数には含まれないが、取得価額には含まれる。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として割合算出の母数に加算している。

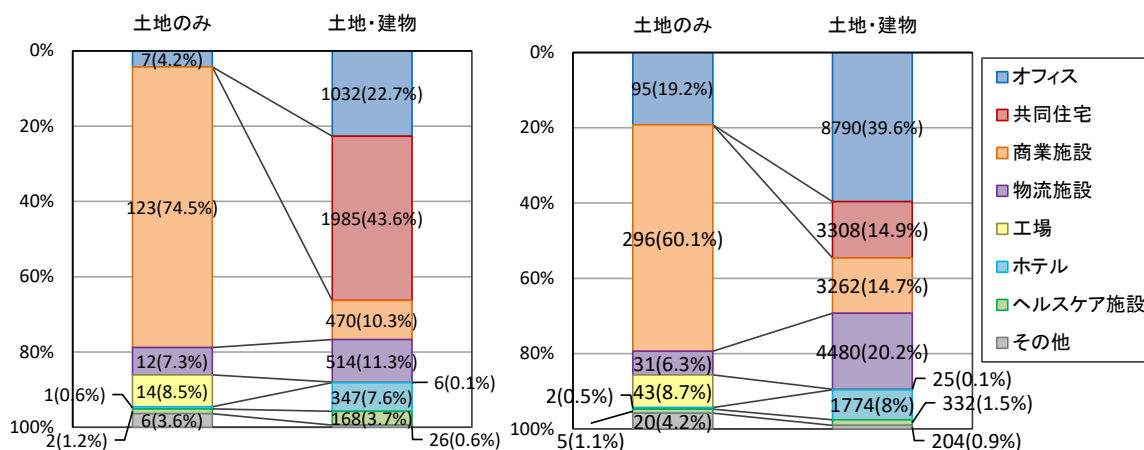
さて、1.(1)において、投資法人が土地のみ保有を選好する理由として、不動産保有リスクの低減が図られることを挙げたが、この不動産保有リスクは、当該不動産の用途によっても大きく異なるものと考えられる。そこで、図3では、J-REITの保有不動産に関して、土地のみ保有する物件と土地・建物を保有する物件のそれぞれについて、用途別の件数・価額とその割合を示してみた。

一目みて明らかなように、土地のみ保有物件と土地・建物保有物件とでは、その用途の構成が大きく異なっている。土地・建物保有物件では、物件数ベースでは共同住宅、取得価額ベースではオフィスの割合が最も大きいのであるが、土地のみ物件では、商業施設の割合が圧倒的に大きく、逆にオフィスの割合は小さく、共同住宅については1件も存しない。特徴的なのが工場であり、割合だけではなく件数・取得価額そのものの数字で見ても土地のみ物件の方が2倍程度多い結果となっている。

土地のみ物件において商業施設の割合が大きいのは、商業施設の建物はオフィス等他の用途に比べて入居

テナント独自の仕様となる傾向が強くなり、結果建物の汎用性に欠けるため、空室リスクが大きいことが挙げられる。敷地のみ保有するパターンであれば、建物の建設・管理コストを担うのはテナントであり、初期投資が大きい分退去しにくく契約の長期化が見込めるほか、仮に退去するとしても更地への原状回復が原則となり、投資法人側のリスクをかなり低く抑えられることになる<sup>5</sup>。さらに、工場ともなると、商業施設以上に建物の汎用性に欠けることになるのが通例であり、投資対象とするのであれば、敷地のみとするのが合理的ということになる。

図 3. J-REIT の保有不動産における土地のみ保有、土地・建物保有それぞれの用途別件数・取得価額とその割合  
(物件数ベース) (取得価額ベース)



注) 2023 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

取得価額の単位は、10 億円。

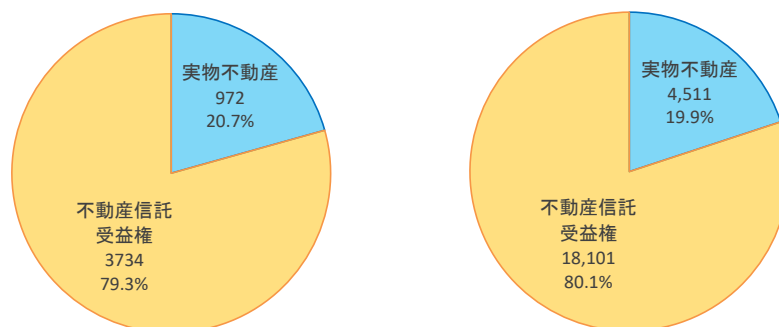
取得価額において、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時の取得・売却価額を加算・控除している。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

## (2) 実物不動産保有と不動産信託受益権保有

図4は、J-REIT の保有不動産を実物不動産と信託受益権とに分け、それぞれの件数・価額とその割合を示したものである。物件数ベースでも取得価額ベースでも、全体の8割が不動産信託受益権となっている。1. (2)でも触れたように、J-REIT においても不動産信託受益権としての取得・保有が主流となっている。

図 4. J-REIT の保有不動産に占める実物不動産と不動産信託受益権それぞれの割合  
(物件数ベース) (取得価額ベース)



<sup>5</sup> なお、商業施設向け底地保有の詳細については、拙稿「商業施設における賃貸借契約の形態とリスク管理」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 8 月 31 日 [https://www.lij.jp/news/research\\_memo/20200831\\_2.pdf](https://www.lij.jp/news/research_memo/20200831_2.pdf)) p6 参照。

注)2023 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

実物不動産と不動産信託受益権が混在する物件は対象から除いている。また、海外不動産で投資法人が現地の不動産保有法人の株式を保有する物件は含まない(図5・6・7も同じ)。

実物不動産として取得したが取得後速やかに信託した物件は不動産信託受益権として扱い、不動産信託受益権として取得したが取得後速やかに信託契約を解除した物件は実物不動産として扱っている(図5・6・7も同じ)。

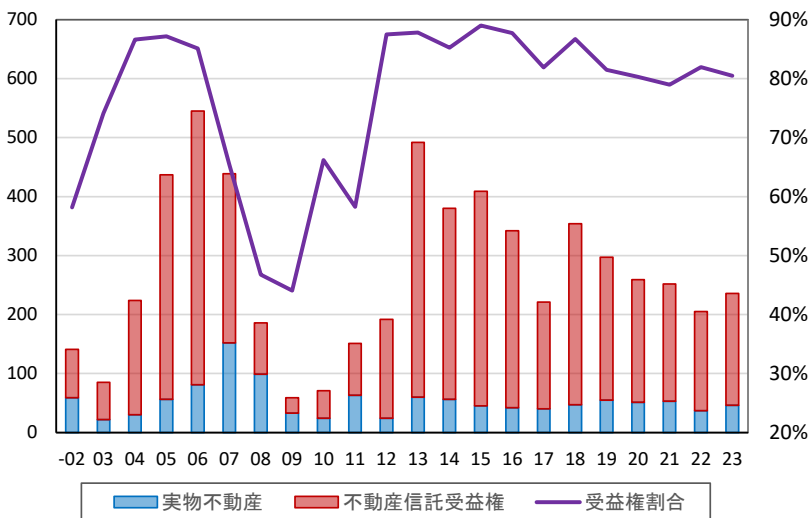
取得価額の単位は、10 億円。

取得価額において、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時の取得・売却価額を加算・控除している。

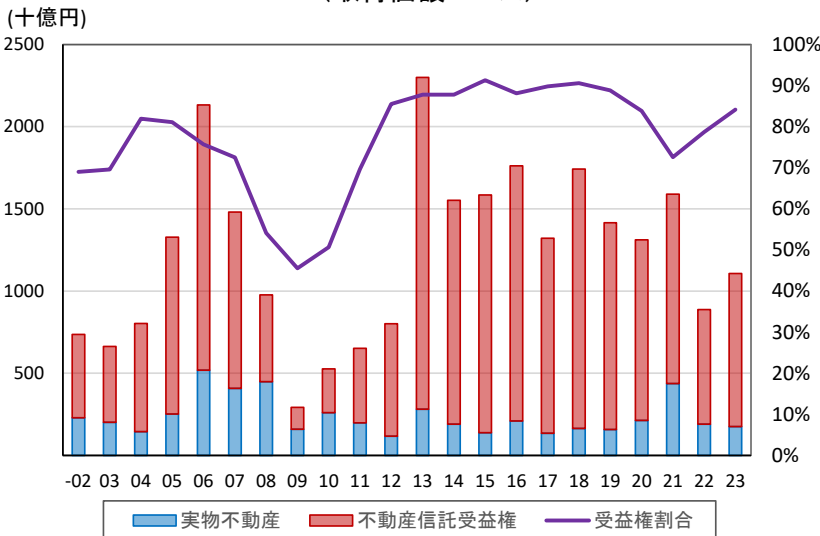
建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

図 5. J-REIT の各年の取得不動産に占める実物不動産・不動産信託受益権の取得件数・取得価額と不動産信託受益権の占める割合

(取得件数ベース)



(取得価額ベース)



注)2002 年以降各年に J-REIT が取得した実物不動産、不動産信託受益権それぞれの件数・取得価額と取得不動産全体に占める不動産信託受益権の割合を示している。

2002 年の数値は、2001 年と 2002 年の合計。

上場前から保有していた物件については、上場時に取得したものとして処理している。

保有物件の追加取得は件数には含まれないが、取得価額には含まれる。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡対価分を取得価額として加算している。

図5は、J-REIT において各年に取得した物件の実物不動産、不動産信託受益権それぞれの件数・取得価額と不動産信託受益権に占める割合の推移を示したものである。

ここ 10 年ほどは、不動産信託受益権の占める割合は、取得件数ベースでも取得価額ベースでも概ね8~9割程度で推移している。2021 年の取得価額ベースでの不動産信託受益権割合がやや低下しているのは、東京都

心の複数の超大型オフィスビルを実物不動産として取得したことによるものである。不動産信託受益権の割合が低かったのが、2008年から2011年にかけてであり、リーマンショック等世界金融危機の時期と重なっている。あくまで推察であるが、その要因としては、J-REITによる不動産信託受益権の主な取得先である不動産投資ファンドが金融危機により大打撃を受けていたこと、経済情勢にかんがみ信託銀行が不動産の受託に慎重となっていたこと、J-REIT側でも長期(少なくとも10年超)にわたる安定運用が確実な不動産の取得に絞ろうとしていたこと(長期運用が前提であれば、税負担が生じても信託報酬負担がない分実物不動産の方が有利ともいえる。)など、複数の事情があったものと考えられる。

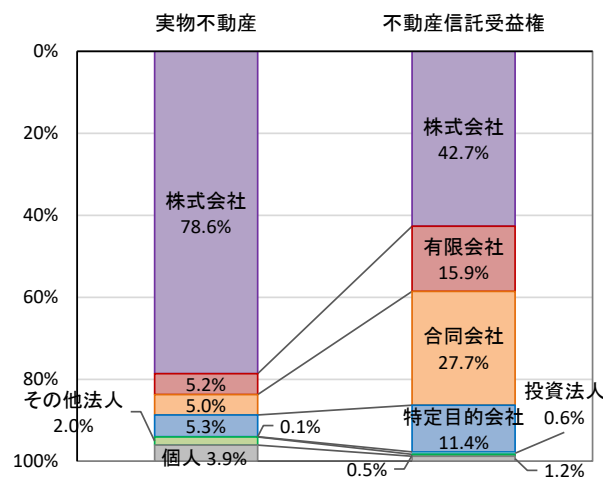
さて、1.(2)においては、不動産信託受益権を用いる理由の一つとして、GK・TKスキーム等との関連を挙げたが、となると実物不動産と不動産信託受益権の間には、取得先の属性面での違いが生ずる可能性がある。そこで、図6では、J-REITの保有不動産に関して、実物不動産と不動産信託受益権のそれぞれについて、取得先の属性別でみた割合を示してみた。

実物不動産については、その取得先の8割近くは株式会社である。実物不動産保有が想定されないはずのGK(YK)・TKスキームのピークルである有限会社・合同会社の割合も1割ほどあるが、これらは、不動産信託受益権として取得したが速やかに信託契約を解除し実物不動産としたものである。

他方、不動産信託受益権については、株式会社の割合は4割程度にとどまり、有限会社・合同会社の割合とはほぼ同じとなっている。資産流動化法上の特定目的会社(TMK)の割合も実物不動産と比べると倍以上となっており、結果として5割超がいわゆる不動産投資ファンドからの取得となっている。

以上より、J-REITにおいて不動産信託受益権の保有が多いのには、不動産投資ファンドからの不動産取得が少なくないことも影響していると考えられる。

図 6. J-REIT の保有不動産における実物不動産、不動産信託受益権  
それぞれの取得先属性別の取引件数割合



注) 2023 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象とし、取得先の属性別の取引件数割合を示している。  
 同一物件の追加取得についても、独立した取引として扱っている。この場合、同一契約に基づく追加取得であっても、取得時期が異なるケースは異なる取引とみなしている。ただし、一部取得分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には件数に含めていない場合がある。  
 取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、それぞれを異なる取引とみなしている。  
 取得先について非開示である場合は件数に含めていない。ただし、取得先について会社名等に関しては非開示であっても上記属性に係る情報開示がある場合には件数に含めている。

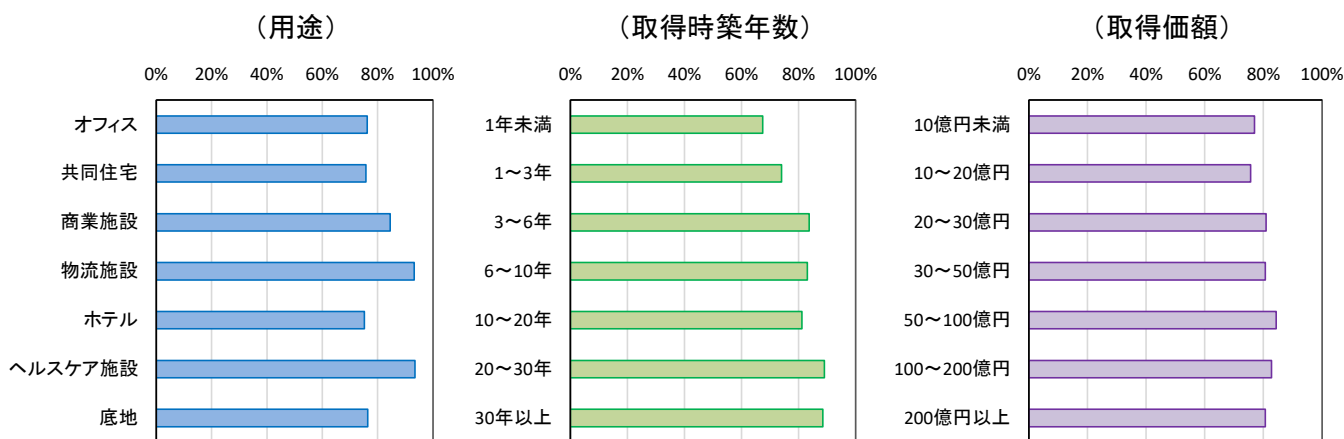
最後に、J-REIT が保有する不動産に占める不動産信託受益権の割合が、不動産の属性によって違いがみられるのかについてみていく。図7は、J-REIT の保有不動産を用途、取得時の築年数の長短、取得価額の多少によって分類し、それぞれにおける不動産信託受益権の割合を示したものである。

用途については、物流施設、ヘルスケア施設で不動産信託受益権の割合がやや高くなっている。いずれの用途も信託活用が一般化した比較的近年に取得が活発化してきたこと、ホテルや商業施設に比べて個別物件の独自性が低く信託引受審査が相対的に容易であることなどが要因として思い当たるものの、その理由等については単なる偶然である可能性も含め定かではない。

取得時築年数については、グラフを見る限りでは築年数が長いほど不動産信託受益権の割合が高くなる傾向があり、築年数を経た建物の受託に信託銀行等が慎重となるといった状況は見られない<sup>6</sup>。なお、建物竣工後間もない不動産について不動産信託受益権の割合が低いのは、ブリッジファンドを含めて不動産投資ファンドが介入するケースが少なくなることによるものと考えられる<sup>7</sup>。

取得価額については、用途や取得時築年数と比べると傾向が読み取りにくい。取得価額 20 億円未満の物件でやや不動産信託受益権の割合が低くなっているのは、この価額帯だと不動産信託受益権の割合が低めの共同住宅の比率が圧倒的に多いことによるものなのではないか。

図 7. 属性別にみた J-REIT の保有不動産に占める不動産信託受益権の割合



注) 2023 年末現在で J-REIT が保有している不動産を対象としている。

いずれも件数ベースでの実物不動産と不動産信託受益権の合計件数に占める不動産信託受益権の割合を示す。

取得時築年数は、J-REIT による取得時点での築年数であり、2023 年末現在の築年数ではない。また、取得時築年数のグラフには土地のみ保有物件は含まれない。

取得価額は、複数回にわたって分割取得した物件については、その合計額としている。

以下、後編に続く。後編では、引き続き J-REIT を題材にして、保有する権原の中身、権原を保有する者の数に着目して、検証を試みることにする。

(齋藤 哲郎)

<sup>6</sup> なお、旧耐震基準下での建物となる 1981 年 6 月 1 日以前に竣工した建物に限ると、不動産信託受益権の割合は 75.3%、取得時築年数 50 年以上の建物では (件数は少ないが) 57.1%となる。したがって、旧耐震基準下の建物については、信託銀行等の受託に多少影響が生じている可能性は残る。

<sup>7</sup> 不動産投資ファンドからの取得比率は、取得時築年数 1 年未満で 32.8%、3 年未満で 36.6%なのに対し、全体では 48.1%である (図6における算出手法とは異なり、追加取得に係る取引は含めていない)。