

不動産証券化を共に推進する情報誌

原三溪ほどに古建築を愛した数奇者はいない。横浜の三溪園内に移築された古建築を列記すると次のようになる。前回記した臨春閣のほかにも月華殿があり、これは徳川家康が將軍宣下を受けるために伏見城内に建てたもので、その後、茶匠上林家と黄檗宗三室戸寺を経て大正七年に三溪園に移築された。聴秋閣は三代將軍家光が佐久間將監に命じて二条城内に建てたもので、その後、春日局に下賜されて江戸城内に移築されたという歴史を

もつ。天授院は江戸時代初期に鎌倉の心平寺に建てられた地藏堂。旧天瑞寺寿塔覆堂は豊臣秀吉が母大政所のために大徳寺内に建てられた寿塔の覆堂。春草爐は織田有楽が三室戸寺に建てた三畳台目の茶室。庭にある手洗い石は天龍寺にあったもので、開山の夢窓国師が愛用したものとされている。金毛窟は一畳台目の極小の茶室だが、その床柱は利休ゆかりの大徳寺三門金毛閣の古材。蓮華院は二畳中板の小間と六畳の広間から成っているが、その土間中央に立つ大黒柱は宇治平等院鳳凰堂の古材である。ところで原三溪は何故に、これほどまでに古建築と古材にこだわったのか。以上列記しただけでも夢窓、秀吉、有楽、利休、家康、家光とのえにしを確認できる。茶人が茶入や茶碗や茶杓の伝世品を収集して歴史というものを実感するように、三溪は古い名建築を移築して歴史というものとつなげたのである。横浜という歴史の浅い港町に三溪園という庭園を造営しはじめたときから、氏はそのことを実践したのだった。けれども思えば、このことはただごとではない。原三溪という人間の歴史意識の深さと大きさは空前絶後というべきである。横浜という近代の港町でいち早く西洋の文物に接しながら、庭園内をあたかも日本美の聖域にするがごとくにして、そこに古建築と古美術を集めた。そのコントラストが見事なのだ。そして三溪存命中には、ここが日本美術の創造のメッカでもあったのである。

(井尻 千男：拓殖大学教授)



三溪園・臨春閣(日本／神奈川)

提供●世界文化フォト

SPECIAL

- 理事長あいさつ3
- 金融担当大臣あいさつ5
- 国土交通大臣あいさつ6
- 委員長あいさつ10

REPORT

- 不動産証券化に関する会計・税務の実務上の論点①
不動産証券化における会計上の論点15
清水 毅氏
(中央青山監査法人 公認会計士)
- 新・不動産証券化入門～How toからWhat forへ～
第1回「不動産を証券化する」とは、どういうことか20
内藤 伸浩氏
(三井不動産株式会社 S&E 総合研究所
兼不動産投資研究所 主任研究員)

REPORT

- アジアンREIT人気が盛り上がる27
一明暗が分かれたシンガポールと香港—
井出 保夫氏
(井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト)

SEMINAR

- 東京の賃貸オフィスマーケットの現状と展望30
前沢 威夫氏
(株式会社生駒データサービスシステム
取締役主席研究員)
- 信託業法の改正が不動産流動化に与える影響36
田村 幸太郎氏
(牛島総合法律事務所 弁護士)

NEWS

- 平成17年度税制改正大綱まとまる50
- 平成17年度「制度改善要望」の経過報告51

INFORMATION55

表紙文 井尻 千男●いじり・かずお

拓殖大学教授／日本文化研究所所長／元日本経済新聞編集局文化部編集委員

1938年山梨県生まれ。立教大学卒業後、日本経済新聞社入社。編集委員として文化論を中心に広く社会論評を手がける。97年4月より拓殖大学教授。『消費文化の幻想』『劇的なる精神 福田恆存』『言葉を玩んで国を喪う』『自画像としての都市』『保守を忘れた自民政治』など著書多数。



胭脂色(えんじいろ／ディーブレッド)

コチニールという虫から採った動物性色料からクリムゾン (crimson) とカーミン (carmine) の色名が生まれた。胭脂色もこれから出た色名である。現在は色料のいかんを問わず、濃い赤系の色を言うようになった。



社団法人不動産証券化協会
理事長 岩沙 弘道

市場は着実に拡大

新年を迎え、ひと言ご挨拶させていただきます。

不動産証券化協会としての実質3年目がスタートいたしました。協会発足以来の2年間を振り返ってみますと、わが国の不動産証券化市場は会員各位、行政当局の皆様を始め不動産証券化に関わる方々の熱意とご尽力により、順調に発展しております。

国土交通省の調査によれば、証券化された不動産は3年間で4倍、累計で約13兆円規模に達しているとのことです。J-REIT市場では投資法人数が15社となり、各法人が取得した不動産価額の合計は昨年末2兆円を突破しました。今後も多様なREITの上場が見込まれていることから、かなりの成長が期待できると思います。

また、開発型証券化の実績が増加し、地方における不動産証券化が浸透してきたこともあり、プライベートファンド市場も急速に拡大しております。ファンド・オブ・ファンズの増加や銀行による証券仲介業へ

の参入が始まり、個人投資家の拡大も期待されることなどとあわせると、不動産証券化市場の厚みと広がりがさらに増すことになると思います。まさに、当協会が中期目標（平成15年度～平成17年度）に掲げている「不動産証券化市場を成長軌道に乗せる」ことが着実に実現されつつあると言えるでしょう。

安定的な経済成長に向けて

経済全体に目を転ずると、一部に不安定要因はあるものの、景気は回復基調にあり、今年もこれは継続するものと思われれます。今後は、この景気回復を本格的な、より力強いものとし、わが国経済を資産デフレから完全に脱却させ、安定的な成長軌道に乗せていかなければなりません。従いまして、当協会が不動産証券化市場をさらに速いスピードで発展させるための諸施策の実現を図ることで、都市再生や地域の活性化を促進し、ひいては日本経済の再生に積極的に寄与していく重要性は益々大きくなると考えております。

時代の変化に的確に対応

特に今年度は、不動産証券化に関連する諸制度の幅広い改正議論が行われることが予定されており、これらに対する機動的な対応が課題であります。具体的には、投資家の育成・保護を狙いとした投資サービス法制定の動き、信託法の改正や会社法制現代化の動き、税制における金融所得の一元化の検討等に、適切な提言活動を行っていく必要があります。

また、当協会の重要施策である、不動産証券化に係る人材の育成につきましては、昨年にモニター講座として実務家養成講座を開始しました。今年は資格制度を視野に入れながら、不動産証券化に係る不動産分野と金融分野の知識を有し、投資家の信頼を得られる専門の人材のレベル向上と裾野が拡大するよう、教育プログラムの確立に向けて更に検討を進めたいと考えております。

グローバル化への対応

さらに、REITをはじめとする不動産証券化商品のグローバルな広がりに対応することも重要な課題となってまいりました。REIT制度は、現在17カ国で導入され、アジア各国を含め、世界の潮流となりつつあります。アジア・オセアニアには、米国のNAREIT、欧州のEPRAのような団体が未だないことから、当協会がアジア・オセア

ニアの基本的な諸データを整備し公表することで、海外投資家から評価される機関になることも中期的課題であると考えており、引き続き、各国制度の比較研究の充実や海外関係団体との連携強化を進めてまいり所存です。

市場の更なる発展を目指して

その他、個人をはじめとする投資家保護施策の充実、年金基金の不動産証券化商品投資に対する理解の促進などさまざまな課題があります。本年は先ほど述べました中期計画の最終年度にあたりますが、まさに「不動産証券化市場を成長軌道に乗せる」ことを名実ともに実現させるべく、本年も引き続き不動産証券化市場の健全な発展のために精一杯力を尽くして参ります。そのためには、会員の皆様をはじめ、広く関係各方面のご理解とご協力を頂くことが何より大切であります。

引き続き、皆様方のご指導・ご支援をお願い申し上げます、新年のご挨拶とさせていただきます。



金融担当大臣 伊藤 達也

平成17年の新春を迎えるに当たり、ご挨拶を申し上げます。

現在、わが国の経済状況は、企業収益が大幅に改善し、設備投資も増加するなど、景気回復が続いています。また、経済社会の情勢も、少子高齢化、経済のグローバル化が更に進展するとともに、インターネット取引の比重が高まる等変化しています。

こうした中、金融行政についても、わが国経済の持続的成長に資するために、環境変化に的確に対応していく必要があります。

こうした考えの下、金融庁は昨年末、平成17・18年度の2年間の金融行政の指針となる「金融改革プログラム—金融サービス立国への挑戦—」を策定・公表致しました。

この中では、金融を巡る局面が不良債権問題への緊急対応からあるべき金融システムを目指す未来志向へと転換していることや、IT化が進展していること等を踏まえて、今後の金融行政の目標を、金融商品・サービスの利用者がいつでも、どこでも、誰でも、適正な価格で、良質で多様な金融商品・サービスの選択肢にアクセスできるような、利用者の満足度が高い金融システムを実現することと定めました。

我々は、そうした取組みを「金融サービス

立国への挑戦」と名付けておりますが、その際の視点としては、①利用者ニーズの重視と利用者保護ルールの徹底、②ITの戦略的活用等による金融機関の競争力の強化及び金融市場インフラの整備、③国際的に開かれた金融システムの構築と金融行政の国際化、④地域経済への貢献、⑤信頼される金融行政の確立、の5つを掲げております。

また、「金融サービス立国」の実現を目指すに当たって、金融行政当局としては、①市場規律を補完する審判の役割に徹すること、②そのため、現行規制を総点検し、不要な規制を撤廃するとともに、金融行政の行動規範を確立すること、③その一方で、利用者が不測の損害を被ることのないよう、必要な利用者保護ルールの整備と徹底を図ること、が重要となると認識しております。

今後、本プログラムに盛り込まれた諸施策の実施を通じて、金融商品・サービスの利用者の満足度が高く、国際的にも高い評価が得られるような金融システムを「官」の主導ではなく、「民」の力で実現することを目指してまいりたいと考えております。

不動産証券化協会及び会員各位の皆様の一層のご理解とご協力をよろしくお願い申し上げます。



国土交通大臣 北側 一雄

平成17年という新しい年を迎え、謹んで新春のごあいさつを申し上げます。

昨年を振り返りますと、豪雨や相次ぐ台風の上陸、新潟県中越地震などにより、多くの被害が発生しました。お亡くなりになられた方々のご冥福をお祈りするとともに、被害に遭われた方々に対し心からお見舞い申し上げます。あわせて、関係者による昼夜を問わない復旧・復興の取組みに対し、心から敬意を表します。

今年一年、大きな自然災害が発生しないことを切に祈るとともに、国土交通省としましても、被災地の早期復旧・復興に全力で取り組みます。

国土交通行政は、国土政策、社会資本整備、交通政策等を総合的に推進するという幅広い任務を担っており、いずれもが国民生活に密着しています。

国土は、暮らしや経済活動の舞台そのものであり、社会資本や交通はそれらを支える最も基本的な基盤です。

そのため、国民の皆様の期待に応えるこ

とができるよう、国土の将来像を踏まえ、国民の立場・視点に立った国土交通行政を着実に推進します。

こうした幅広い任務の下、国土交通省が重点的に取り組む課題をいくつか申し上げます。

時代の要請に相応しい国土交通行政の新たな展開

我が国全体として構造改革の推進が求められる中、国土交通行政についても一層の改革を進めます。

社会資本整備については、「社会資本整備重点計画」に基づき、達成される成果に重点を置いて進めるとともに、効率的な整備が行われるよう、事業の重点化、コスト構造改革の推進、費用対効果分析を含む事業評価の厳格な実施等を推進します。また、価格だけでなく技術や品質を含めた評価の下で健全な競争を促進するため、入札・契約の一層の改革・適正化に取り組みます。

道路関係四公団については、本年10月を目標に民営化します。また、民営化の目的を踏まえ、高速自動車国道について、有料

道路事業費をほぼ半減するとともに、ETCを活用した割引制度により、通行料金の平均1割以上の引下げを本年4月から完全実施します。

住宅金融公庫については、整理合理化計画に基づき、平成18年度中に廃止し、証券化支援業務等を行う新たな独立行政法人を設置することとし、そのための法律案を今年の通常国会に提出する予定です。

ユニバーサルデザインの考え方に 基づく国土交通政策の構築

国土交通省全体を挙げて取り組む課題として、障害の有無や年齢、性別、言語等にかかわらず、「どこでも、誰でも、自由に、使いやすく」というユニバーサルデザインの考え方に基づく国土交通政策の構築を進めます。

このため、省内に「ユニバーサルデザイン政策推進本部」を設置するとともに、「ユニバーサルデザインの考え方に基づくバリアフリーのあり方を考える懇談会」及び「公共交通の利用円滑化に関する懇談会」を開催し、障害者団体、事業者、地方公共団体等の皆様から御意見を頂き、全ての人が自立し、安心して暮らし、持てる能力を最大限に発揮できる社会、ユニバーサルデザインの社会を目指して幅広く政策の検討を進めてまいります。

また、「心のバリアフリー」の実現や、ITの活用により移動時に必要な情報を利用できる自律移動支援プロジェクト等を推進します。

地域再生・都市再生

全国各地域では、高齢化の進展、中心市街地の空洞化等の課題を抱えており、地域経済の活性化や地域雇用の創出等を目指す「地域再生・都市再生」の実現が重要です。

このため、使途の自由度の高い「まちづくり交付金」の拡充や、汚水処理、道、港の政策テーマ別に省庁を超えて一本化した交付金の創設等地域の自主的な計画への支援を行い、地域の創意工夫を生かした地域の再生を後押しします。

また、全国のまち再生への取組みに民間資金を誘導する方策や都市再生緊急整備地域における民間都市再生事業への支援などにより、民間のノウハウを生かした特色あるまちづくりを推進します。

さらに、都市鉄道等の利便性を増進させる制度の創設、まちづくりと一体となった次世代型路面電車システム（LRT）の整備促進、バス交通再生プロジェクトや地方鉄道の再生等による公共交通の活性化、航空交通容量の拡大や整備新幹線の着実な整備等により、利便性・快適性の高いモビリティの確保に努めます。

このほか、地域の基幹産業である建設業の再生に向け、新分野進出に関するサービスセンターを都道府県ごとに設置し、関係省庁と連携した支援を行います。

観光立国の実現・良好な景観の形成

2010年までに訪日外国人旅行者を倍増の1千万人とし、「住んでよし、訪れてよしの国づくり」の実現のため、観光立国担当大臣として、観光立国の推進に取り組みます。

政府を挙げて取り組む観光立国行動計画に基づき、地域が取り組む姉妹都市交流を活用しながら、ビジット・ジャパン・キャンペーンの高度化による日本ブランドの海外発信の一層の充実、関係省庁との協力による訪日外国人旅行者に係る査証免除や手続き簡素化、空港から都市部へのアクセス円滑化、案内標識やITを活用した観光案内システムの整備、通訳ガイドの育成・確保等を推進します。

また、地域において民間と自治体が一体となって進める観光振興の取組みに対するハード・ソフト両面からの総合的な支援等により、国際競争力のある観光地づくりを推進します。

さらに、昨年末に施行された我が国で初めての景観に関する総合的な法律である「景観法」等に基づき、全国各地における良好な景観の形成や都市における緑地の保全・創出に取り組みます。

安心で暮らしやすい社会の実現

市場・ストック重視の住宅政策への転換を図る中で、地域住宅政策を総合的・計画的に推進する交付金の創設等により住宅セーフティネットの再構築を推進するほか、

建築物の安全対策として事故防止対策の検討体制の確立等に取り組みます。

さらに、自動車の総合的な安全対策として、リコールに係る不正行為の再発防止対策の強化、車両の安全性向上、事故情報の収集・分析の強化等を進めます。

このほか、「開かずの踏切」対策のスピードアップ、路上工事の縮減、道路環境の集中的改善、交通事故対策等に取り組みます。

大規模災害対策やテロ対策等の危機管理・安全保障対策等

昨年は国民の生命・財産を脅かす災害が頻発しましたが、これまでの災害対策を総点検し、ハザードマップの作成促進や地域密着の防災情報提供等のソフト対策とハード整備を一体的に実施する水害対策、土砂災害対策や地震・津波対策等に努め、災害に強い国づくりを推進します。

また、昨今の緊迫したテロ情勢を踏まえ、陸・海・空の交通機関や空港・港湾・ダム等の重要施設に対する警備の強化、港湾・空港における水際対策の強化等、危機管理・安全保障対策に取り組みます。さらに、我が国の海洋権益確保のため、尖閣諸島等における領海警備の強化、大陸棚の限界画定のための調査を推進します。

アジアとの大交流時代に向けた国際競争力及び国際連携の確保

世界各国、特に成長著しいアジアとの国際交流を支える基盤強化のため、大都市圏拠点空港の整備、スーパー中核港湾プロジェクトの推進、三大都市圏における環状道

路の整備等を進めます。

また、交通セキュリティや円滑な物流ネットワークの構築、海洋汚染防止等の分野で国際的な枠組み・連携に基づく取組みを推進します。

国土交通行政のグリーン化

本年2月の京都議定書の発効を見据え、地球温暖化対策を進めるため、低公害車の開発・普及の促進、海運・鉄道の活用による環境負荷の小さい交通体系への転換、公共交通機関の利用促進等を推進します。これらに加えて新たに、荷主と物流事業者の連携・協働した取組みの促進による物流のグリーン化や、住宅・建築物、運輸分野における省エネ対策の強化を図ります。あわせて、道路の保水性舗装化と散水等によるヒートアイランド問題への対応を進めます。

さらに、高度処理共同負担事業の創設等による水質改善や流域・川・海のリニューアル等を通じ、持続可能な国土の形成に取り組むほか、循環型社会の形成に向け、国土交通分野のリサイクルを推進します。

また、環境的に持続可能な交通（EST）の実現や水と緑のネットワーク形成に向けた地域の先進的な取組みなど、様々な環境対策に総合的に取り組む地域に対し集中支援を行うため「国土交通省環境行動計画モデル事業」を実施します。

効率的で競争力のある物流対策

流通業務の総合化、効率化を進めるため、

サードパーティロジスティクス（3PL）を担う人材を育成するとともに、3PL支援のための関連法の特例等を内容とする法案を通常国会に提出します。加えて、輸出入・港湾関連手続の国際標準化・効率化等を進めるほか、新しい総合物流施策大綱の策定に取り組みます。

また、革新的な次世代推進システム等により物流効率化と環境負荷低減を図るスーパーエコシップの開発・普及を進めます。

さらに、今後の経済社会の姿に適応した新たな国土計画の具体化に取り組み、地域の意見を反映した成熟期にふさわしい我が国の将来像を国民に提示していきます。

なお、国会等の移転については、国会における検討に必要な協力を行ってまいります。

以上、新しい年を迎えるにあたり、国土交通省の重要課題をいくつか申し述べました。今後とも、国土交通行政の推進に関し、国民の皆様の一層のご支援、ご協力をお願いするとともに、新しい年が皆様方にとりまして希望に満ちた、大いなる発展の年になりますことを心より祈念いたします。



「不動産と金融の融合」を掲げて当協会が誕生したのが平成14年12月、設立から2年が経過しました。この間に、不動産証券化市場は順調に成長してきました。一方、昨年からの制度改正が相次いで行われるなど、不動産証券化を取り巻く環境の変化は尽きることがありません。

当協会では不動産証券化市場を健全に発展させていくために、新たな動きに機動的に対応し、今年も多くの課題に取り組んでまいります。

■運営委員会 委員長



三菱地所株式会社
代表取締役専務執行役員
資産開発事業本部長

宮本 照武

当協会が公益法人としてスタートしてから、丸二年が経過致しました。この間の不動産証券化市場の発展は著しく、また同時に、これを取り巻く事業環境も大きく変化してきています。

J-REIT市場は、参入会社数や取得資産規模共に順調に推移しており、また不動産証券化市場の過半を占めると言われているプライベートファンドも着実に成長しています。市場規模の拡大に併せ、不動産証券化協会として気を引き締めなければならない重要なことは、市場からの信頼を裏切らないこと、すなわち、事業者側が怠ることなく常に高い規律意識を保持し、事業内容をチェックしていくことです。事業者の社員一人一人に高い規律意識と専門知識が求められている訳ですが、このような観点も踏まえ、当協会としても、実務家養成講座の本格実施に向けた準備を昨秋から開始致しました。また、事業環境の変化と言う点では、事業の基盤となる法制度改正が矢継ぎ早に打ち出されています。

不動産証券化事業の歴史はまだ浅く、十分に認知されているという状況ではありません。不動産証券化事業の更なる健全な発展が図られるよう、行政当局のご指導ご鞭撻を仰ぎながら、会員各者の知恵を結集して法制度改正に対応していくことが本年は従来にも増して求められています。

J-REITの発展等により不動産投資市場が活性化している中、4年前、当協会が発足する前に基本方針として打ち出した、「投資家保護の標榜」「あらゆる不動産証券化に対応」「業界・業種の横断的結集」という三つの基本方針を初心として忘れることなく業界を挙げて取り組んでいく必要があります。

末筆になりますが、この一年間が実りある飛躍の年となりますよう、皆様のご支援・ご協力を宜しくお願い申し上げます。

■企画委員会 委員長



三井不動産株式会社
企画調査部長
市村 重治

新春を迎え、ひと言ご挨拶をさせていただきます。

今年は、本協会にとって社団法人としては3年目となりますが、前身の不動産シンジケーション協議会から通算いたしますと15年目で、まさにめでたき節目の年であります。J-REIT市場に代表される不動産証券化市場の発展と歩をあわせるように、会員数も順調に増えて170社を超えるに至り、本協会が短期間でこのように成長しましたのは、事務局ならびに運営に携わられた会員皆様のご尽力の賜物と深く敬服いたします。

さて、昨年は、不動産証券化に携わる人材育成プログラムが会員モニターの皆様のご協力を得て「実務家養成講座」としてスタートいたしました。今後、講座の一般公開、資格制度の実施に向けて受講者の方々のご意見を踏まえた検討が行われます。また、法制度面では不動産証券化関連の重要な法改正がありました。証券取引法、信託業法の改正は会員向けの説明会もありましたように実務への影響が大きく、今後の証券化事業において適確な対応が必要であります。

金融法制はまさに変革期にあり、今年は会社法制の現代化に係る法案審議、投資サービス法の制定、信託法の改正に向けた枠組の具体化、税制面でも金融所得一体課税の検討が行われる予定です。企画委員会では、これらの重要なテーマに対して、制度・税務会計両委員会との連携のもと、事務局とともに俊敏かつ積極的に対応してまいりたいと思います。私も微力ながら全力を尽くす所存でございますので、会員の皆様におかれましてはご指導・ご支援の程、何卒よろしくお願いいたします。

■制度委員会 委員長



三菱地所株式会社
執行役員資産開発事業部長
檀野 博

昨年の制度委員会は、例年と同様に不動産証券化関連の法制度について、日本経済団体連合会と連携のうえ、内閣府規制改革・民間解放推進会議に対して制度改善要望を行い、関係当局と精力的に協議をして参りました。

振り返ると平成16年は不動産証券化関連の法制度について目まぐるしい動きを見せた1年でした。6月の改正証券取引法成立に伴う匿名組合出資のみなし有価証券化、12月の改正信託業法の公布と、法律改正が相次ぎ、不動産証券化事業へ大きなインパクトを与えました。特に前者に際しては、証取法の証券業規制に基づく投資家保護のあり方と証券化実務における投資家を始めた関係者のニーズをいかに整合させるかが大きな論点となりました。

本年もまた、新たな法制度の検討・改正が予定されています。特に、金融関係の法制度改正が不動産証券化事業に与える影響の大きさを踏まえて、関係当局のご指導を仰ぎながら、早い段階からの適切な対処が必要と考えています。現在、金融審議会で検討されている投資サービス法における業規制の在り方、また、会社法制の現代化に関連して新たなピークルの在り方が活発に議論されてくると思われますので、当委員会としてもこれらの動向を十分注視していくとともに、適宜必要な意見を具申して参りたいと考えています。

今後の不動産証券化市場の更なる発展の為に、会員の皆様のご協力の下、制度委員会を談論風発の場として、よりよい制度の実現を目指して参りたいと思います。

■ 税務・会計委員会 委員長



三井不動産株式会社
不動産証券化推進部長

尾崎 昌利

ここ数年の税務・会計委員会の活動は、「新しい不動産投資市場の創設・発展」に向けた関係各位の熱意と努力に支えられ、特に税務面におきまして大いなる成果が得られてきたと考えております。これも、関係省庁の多大なご理解とご協力、会員各社のご努力の賜物と考えており、この場を借りまして改めて御礼申し上げます。

今年も先達の作り上げてきたこの成果を少しでも拡大・発展させていくために、私も微力ながら尽くして行きたいと気持ちを新たにしております。

さて、J-REIT市場も不動産総額で2兆円を超え、プライベート・ファンド市場もそれに匹敵する規模に拡大するなど、「新しい不動産投資市場」の発展は、本格的な景気回復とも相まって今年も順調に推移していくものと、大いに期待しております。

一方、証券取引法・信託業法等不動産投資スキームに影響を与える重要な法改正が昨年末までに行われ、今年も従来のトレンドが大きな転換点を迎えていく「元年」だと言う気がしております。

最後に、健全な不動産投資市場の更なる発展には税務・会計インフラの時代に応じた整備・充実が重要であり、今後も関係各位の倍旧のご支援・ご協力を賜りますようお願い申し上げますと共に、合わせて会員各社の方々が資本市場の評価を越える良好な市場実績を今年も積み上げて行かれることを祈念いたします。

本年も宜しく願い申し上げます。

■ 市場整備委員会 委員長



住友信託銀行株式会社
執行役員不動産業務部長

千田 正

2004年は、過去に類を見ないほど年金問題が真剣に議論される傍ら、年金資金が投資対象として不動産に目を向け始めた年でもありました。J-REITを含む不動産投資市場に寄せる熱い期待を考慮すれば、近い将来、年金資金が大きくなるようになって不動産市場を席捲する日が来るかもしれません。

J-REIT市場は、昨年1年間だけで時価総額が8千億円以上増加しました。US-REITに比べると規模は10分の1以下ですが、成長スピードは格段に速く、条件さえ整えば10年後位にUS-REITに匹敵するマーケットに成長することも夢ではないと思われまます。また、不動産私募ファンドの市場も同様に急拡大し、わずか3年の間に両者合わせて4兆円規模に達しており、J-REITと共に不動産市場を牽引しています。

2005年は不動産証券化業界にとって更に重要な節目の年になると思われまます。昨年を上回る数のJ-REITの新規上場が予想されるほか、証券取引法・信託業法の改正に引き続き重要な関連法令の改正が順次行われる予定です。不動産証券化協会としては、市場の成長期に生じる環境変化や、「投資サービス法」制定の動きも視野に入れて投資家保護に関する対応等をきちんと行うことが重要です。

現環境下で、私ども不動産証券化業界に求められているのは、市場の活性化のための規制緩和やインデックス等の評価機能の整備だけではありません。委員・事務局の皆様と一丸となって、投資家の信頼を勝ち得るべく市場の透明性確保と適切な情報開示という大きな課題に引き続き真摯に取り組んでまいりますので、よろしく願い申し上げます。

■市場動向委員会 委員長



中央三井信託銀行株式会社
不動産業務部長

角谷 歩

市場動向委員会は、変化の早い不動産証券化市場の動きを把握することを目的として平成15年に設立され、証券化事業のリーダーや有識者をお招きし、市場の見通しなどをヒアリングするとともに参加者で意見交換を行っております。会員の皆様の関心も高く、現在37社が委員に名を連ねておられます。

証券化事業に関わるフロントランナーの方々からの最先端情報に触れる度、この市場の動きの速さと勢い（モメンタム）というものを痛感せずにはおられません。同時に、長い停滞の時期（「失われた10年（+α）」）を経て、このような時期に、不動産ビジネスの場に身を置けることの喜びと責任の重さもまた痛感する次第です。

思い起こせば20年前、市場開放への外圧が日に日に強まる中、85年9月のプラザ合意を契機に、日本経済は「マーケット」という大海に放り出され、海図なき航海を始めました。その後、私共が関わる不動産市場も、日本経済同様バブル前後の荒波に揺さぶられ、苦しい舵取りの日々が続きました。関係各位のたゆまぬご努力により、10年前の95年に不動産特定共同事業法施行、更に世紀が改まって01年にJ-REIT上場など、証券化を一つのキーワードとして着実に歩みを進め、昨今是一部でファンドバブルと揶揄される程の活況を呈しています。

この時期に新たなディケードを展望するにあたり、先人のご苦労や過去の足跡を踏まえつつ、証券化市場をサステナブルな成長ステージに乗せるべく努力していくことが私共の使命ではないかと考えております。

■教育プログラム推進委員会 委員長



野村不動産株式会社
専務取締役
資産運用カンパニー長

植松 丘

昨年の11月15日からスタートした「第1回不動産証券化実務家養成講座」は、12月16日に修了した。今回の養成講座は一般開放のためのモニタリングの1回目という位置付けである。

本年は、同様のモニタリングのための講座をあと2回実施する予定にしているが、並行して受講者から寄せられた意見や講座終了試験の結果を反映させつつ、次のステップである一般開放と資格付与の準備、検討に入る予定である。

昨年行われた証券取引法改正や信託業法改正を待つまでもなく、不動産市場はすでに資本市場との関連性を考えなくては成り立たないほど密接なつながりを持つに至っている。

日本の不動産市場の不効率性が指摘されているが、不動産証券化を取り巻く市場はもっと不効率である。わたくしを含む第一世代が経験したノンリコースローンの契約書が英文であったといったような極端な不効率性はなくなっているが、急拡大する不動産証券化を取り巻く状況に見合った人材の供給不足からくる不効率性は日々痛感するところである。金融と不動産両分野における高度な知識と豊富な経験を兼ね備えた人材を多くマーケットに供給することがこうした不効率を改善する最大の近道であると考えている。

本年は、そうした人材の裾野を広げるための制度づくりの大事な1年になると考えており、拙速に陥ることなく着実に教育プログラム推進委員会としての成果を挙げていきたい。

■広報委員会 委員長



東急不動産株式会社
執行役員
資産活用事業本部長

小倉 敏

昨年のJ-REITやプライベートファンドをはじめとする不動産証券化市場の飛躍的拡大は目覚ましいものがありました。健全で更なる発展には優良な新規プレイヤーの参入や実務者のレベルアップ、そして投資家層の裾野の拡大が欠かせません。

広報委員会は広報と研修を使命としておりますが、研修機能については会員向サービスとして、新規配属者等初級レベル向けの基礎講座と、制度・税制改正の動向やマーケット状況等をテーマにした中堅レベル向けの実務研修会を企画・実施しております。本年も会員のニーズを踏まえ、内容の充実と共に投資サービス法の導入や会社法制の現代化等、時代の変化に迅速に対応してまいります。

広報機能では、投資家層の裾野拡大を目的に、マスコミへの積極的なリリースやFPを対象としたフェアへの出展など、投資家への橋渡し役の方々を中心対象に活動してまいりましたが、本年はそれに加えて会報誌の充実やホームページの強化、特に昨年立ち上げた英語版ウェブサイトの充実にも努めていきたいと考えております。

最後になりますが、昨年11月開催のシンポジウムでは広報委員の方々の提案を受け、「投資立国への挑戦」と題し、堺屋太一先生をはじめご出演の方々のご協力や、会員の皆様多数のご参加をいただき、盛大に開催することが出来ました。あらためて御礼を申し上げるとともに、本年も倍旧のご協力をお願い申し上げます。

■規律委員会 委員長



麗澤大学 国際経済学部
教授

高 巖

不動産証券化に期待される社会的役割は、ここ数年、特に重要になっています。とりわけ、不良債権が整理される中、不動産の証券化はバブル清算の最後の課題とも言われます。これ無くして、日本経済の再生などあり得ないからでしょう。もっとも、期待される役割はバブルの清算というマイナス面にとどまりません。それは、当然、新しい日本社会の設計・創造という積極面まで含んでいます。

こうした社会的役割の重要性に鑑み、不動産証券化業界には、これまで以上に強く「規律や倫理」が求められています。2004年度、規律倫理委員会は、主だった活動を展開しませんでした。それは、各事業者が主体的に内部統制を敷き、投資家との間に健全な「信認関係」を築きあげつつあるとの認識を持っていたからです。

しかし、ここで忘れてならないのは、信頼に依存する仕事であればあるほど、それ自身で大きな落とし穴を作ってしまうということです。「信認関係」とは、一方が他方を信頼し、他方にほとんどすべてを任せる、という関係ですが、こうした関係ができあがった時、人は、意識しなければ、どうしても、自分を信頼してくれる人を「裏切る、手を抜く、欺く」という落とし穴にはまってしまうものです。しかもそうした行為は、その事業者だけでなく、不動産証券化業界全体の信頼失墜を招いてしまいます。

その意味で、規律倫理の問題は、一度、社内や業界でルールを作ったら、また内部体制を敷いたら終わりというものではありません。それは始まりに過ぎません。投資家や社会からの信認に応えるため、私たちは、継続して体制改善や意識改革に努める必要があると感じています。

不動産証券化に関する 会計・税務の実務上の論点 ①

不動産証券化における 会計上の論点



中央青山監査法人 公認会計士 清水 毅

不動産証券化および不動産ファンドの組成にあたっては、数多くの会計・税務上の論点をクリアする必要があります。中央青山監査法人グループが今号から6回にわたり、会計・税務上の重要な論点について、以下のとおり解説していく予定です。

1. 不動産証券化における会計上の論点
2. 不動産証券化における税務上の論点
3. 投資法人・特定目的会社における会計上の論点
4. 投資法人・特定目的会社における税務上の論点
5. 不動産ファンドにおける減損会計の影響
6. 投資法人・特定目的会社の投資家における税務上の論点

1回目は、不動産証券化・不動産ファンド設立時に生じる会計上の論点について解説します。なお、文中解釈に関する説明は、筆者の個人的な意見であります。

■特別目的会社に対する不動産の売却

(1) 基本的な考え方

会計上の特別目的会社（以下「SPC」とする）とは資産の流動化に関する法律に規定する特定目的会社および事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいいます（財務諸表規則第8条第7項）。従って、不動産証券化に利用される匿名組合でこの要件を満たすものは、会計上

特別目的会社として取り扱われることになります。SPCに対する不動産の売却については、日本公認会計士協会が平成12年5月に「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」（「流動化実務指針」）＝いわゆる5%ルールを定めており、これに従ってオフバランスの可否が判定されることになります。

(2) リスク・経済価値アプローチ

不動産の売却の認識は、不動産が法的に譲渡されていることおよび資金が譲渡人に流入していることを前提に、譲渡不動産のリスクと経済価値のほとんどすべてが他の

者に移転した場合に行われることとなります（リスク・経済価値アプローチ）。「不動産のリスク」とは、経済環境の変化等の要因によって当該不動産の価値が下落することであり、「不動産の経済価値」とは、当該不動産を保有、使用または処分することによって生ずる経済的利益を得る権利に基づく価値のことをいいます。

この不動産の譲渡後において譲渡人が当該不動産に「継続的に関与」している場合は、リスクと経済価値が他の者に移転していない可能性があるため、図表1に例示する継続的関与の内容について十分に検討する必要がありますとされています。

(3) 具体的な数値基準

リスクと経済価値の移転についての判断にあたっては、「リスク負担」の金額を流動化する不動産がその価値のすべてを失った場合に生ずる損失として計算し、以下に示したリスク負担割合によって判定します。

$$\text{リスク負担割合} = \frac{\text{リスク負担の金額}}{\text{流動化する不動産の譲渡時の適正な価額(時価)}}$$

この数値がおおむね5%以内であることが必要

流動化する不動産の譲渡時の適正な価額（時価）に対するリスク負担の金額の割合がおおむね5%の範囲内であれば、リスクと経

図表1 継続的関与の例示と取扱い

継続的関与の例示	オフバランス処理の可否
譲渡人が譲渡した不動産の管理業務を行っている場合	通常の管理業務であれば問題なし。
譲渡人が不動産を買戻し条件付き（優先買戻権等は除く）で譲渡している場合	不可能。
譲受人である特別目的会社が譲渡人に対して売戻しの権利を保有している場合	不可能。
譲渡人が譲渡不動産からのキャッシュ・フローや譲渡不動産の残存価額を実質的に保証している場合	保証しているキャッシュ・フローの額や譲渡不動産の残存価額がリスク負担の金額となる。
譲渡人が、譲渡不動産の対価の全部または一部として特別目的会社の発行する証券等（信託の受益権、組合の出資金、株式、会社の出資金、社債、劣後債等）を有しており、形式的には金融資産であるが実質的には譲渡不動産の持分を保有している場合	当該持分の取得価額をリスク負担の金額となる。
譲渡人が譲渡不動産の開発を行っている場合	開発コストのうち譲渡人が負担すべき金額がリスク負担の金額となる。また、算式の分母は、合理的に見積り可能な開発物件の譲渡時の適正な価額によって算定する。
譲渡人が譲渡不動産の価格上昇の利益を直接または間接的に享受している場合	享受する権利を得るための対価がリスク負担の金額となる。
譲渡人が譲受人の不動産購入に関して譲受人に融資または債務保証を行っている場合	融資額または保証額がリスク負担の金額となる。

済価値のほとんどすべてが他の者に移転しているものとして取り扱います。

(4) セールアンドリースバックの取扱い

SPCを用いて不動産の証券化を行う際には、セールアンドリースバック取り引きが用いられることがあります。これは、オリジネーターが自社で保有する物件を売却した後も、引き続き賃借する際に行われるものです。この賃借は一定の期間解約不能であることが通常ですので、オリジネーターの継続的関与に該当しますが、流動化実務指針によれば、以下の2つの要件を満たす場合にはオフバランス処理が認められることになります。

- ①リースバック取引がオペレーティング・リース取引であること
- ②オリジネーターが適正な賃借料を支払うこと

要件①は、リースバック取引がファイナンス・リースではなく、オペレーティング・リース取引であることを求めたものです。また、要件②はリース時の賃料が適正（市場実勢賃料であるということ）であり、オリジネーターと譲渡人（借手）等の関係人の間で仕組まれた賃料でないことを求めています。

■不動産投信に対する売却

会社が保有する不動産の不動産投信への売却については、流動化指針第26項に「不動産投資信託については、本報告においては直接的には対象としていない」と記載されており、5%ルールは原則として適用され

ないこととなります。また平成13年に日本公認会計士協会から公表されている流動化指針についてのQ&A6には以下のように記述されています。

- (1)投資信託又は投資法人は投信法にもとづくものであり、流動化法に基づく特定目的会社とは根拠となる法律が異なっていることと、事業内容の変更が特定目的会社に比して特に制限されていないことから財務諸表等規則第8条第7項に掲げられているSPCには該当しないものと考えられます。
- (2)投資信託又は投資法人は特定目的会社に該当しないものと考えられるため、これらを活用した不動産の流動化については、実務指針は適用されないことになります。
- (3)会計処理については、監査委員会報告書第27号「関係会社間の取引に係る土地・設備等の売却益の計上についての監査上の取扱い（「監査上の取扱い」）第2項に記載されているような留意事項に基づいて総合的に判断すべきものと考えます。

ここで、「監査上の取扱い」第2項においては、以下のとおり規定されています。

「関係会社間の土地・設備等の取引について会計上の利益が実現したかどうかの判定については、譲渡価額に客観的な妥当性があることのほか、次の諸観点より総合的に判断してみなすものとする。」

- ①合理的な経営計画の一環として取引がなされていること

- ②買戻し条件付売買又は再売買予約付売買でないこと
- ③資産譲渡取引に関する法的要件を備えていること
- ④譲受会社において、その資産の取得に合理性があり、かつ、その資産の運用につき、主体性があると認められること
- ⑤引渡しが行なわれていること、または、所有権移転の登記が行なわれていること
- ⑥代金回収条件が明確かつ妥当であり、回収可能な債権であること
- ⑦売主が譲渡資産を引き続き使用しているときは、それに合理性が認められること

■SPCに関する連結問題

(1) 連結の基本的な考え方

親会社から子会社へ資産を売却しても、それは連結企業グループ内の取引であるため、連結財務諸表上は売却処理が取り消されることとなります。従って、証券化取引においても子会社と認定されてしまうSPCを活用して不動産証券化を行ったとしても、連結財務諸表ベースではオフバランス処理はできません。

連結子会社の判定の原則的な取扱いは実質支配力基準となっており、意思決定機関を支配している会社については、連結子会社となる旨定められています。子会社の認定を行うときに基準については、平成10年12月に日本公認会計士協会が公表した「連結財務諸表における子会社及び関連会社の範囲の決定に関する監査上の取扱い（「連結範囲の取扱い」）」に従い、当該投資法人を支配しているか否かを判断することになります。一般的には子会社の議決権を50%超

保有している場合、当該子会社を支配しているとみなされます。

(2) SPCに対する特別規定①

ところが、SPCについては多くの場合、意思決定機関の支配というのはそもそも有り得ないようにスキーム組成を行っています。例えば、匿名組合スキームにおいては、営業者と匿名組合員が分かれていますし、営業者自身も中間法人の子会社としたりしています。そのため、連結子会社の判定の原則的な取り扱いに従った場合には、SPCは連結対象から外れてしまうこととなります。この点に関して、「連結財務諸表における子会社等の範囲の決定に関するQ&A」（平成12年1月、日本公認会計士協会）では、「金融機関・弁護士等がSPC等に全部またはその大部分を出資し、特定資産の譲渡人は出資を行っていない状況において、当該SPC等の重要な財務および営業または事業の方針の決定を支配する契約等で、権利義務並びに損益等が実質的に特定資産の譲渡人に帰属すると認められる場合には、…（中略）…当該SPC等は譲渡人の子会社に該当することとなる」旨定められています。したがって、SPCの連結については、リスク・経済価値の帰属に基づいて実質的な支配を判断されることとなります。しかしながら、資産の流動化・証券化に利用されるSPCの連結については、一定の要件を満たす場合、以下の特別規定が適用されます。

(3) SPCに対する特別規定②

具体的には、SPCについては、

- 1) 適正な価額で譲り受けた資産から生ずる収益を当該SPCが発行する証券の所

有者に享受させることを目的として設立されており、

2) 当該SPCの事業がその目的に従って適切に遂行されている

ときは、当該SPCに対する出資者およびオリジネーター（以下、出資者等という）から独立しているものと認め、出資者等の子会社に該当しないものと推定されます（財務諸表等規則第8条第7項）。当該規定により要件をみたまSPCにおいては、前述の損益に関する特別の規定がある場合においても、子会社には該当しないことになります。

■不動産投信に関する連結の考え方

証券取引所に上場されている不動産信託では考えにくいことですが、私募の不動産投資法人の投資口のある会社（「P社」とする）が50%超保有することとなった場合、当該不動産投資法人の意思決定機関である投資主総会を支配することになるので、P社は当該不動産投資法人を連結することになると考えられます。その他、通常の会社が子会社の認定を行うときに基準となる「連結範囲の取扱い」に従い、当該投資法人を支配しているか否かを判断することになります。「連結範囲の取扱い」によれば、たとえばP社がある不動産投資法人の投資口を50%超保有していなくても、40%以上保有していて、P社の役員もしくは使用人である者を投資法人の役員の過半数送り込んでいる場合は、連結子会社として取り扱われることになります。

また、不動産投信の運用会社を不動産の原保有者の子会社が行っている場合があります。不動産投信の運用会社は、不動産投信との運用委託契約にもとづき、不動産投

信が保有する不動産の売り買いを決定することになりますが、不動産投資法人には、独自の投資主総会・役員会が存在し、当該投資主総会の決議に基づき、運用会社の変更等も可能なため、運用会社の議決権の過半数を保有していることのみをもって、投資法人を支配していることにはならないと考えられます。

■最後に

不動産の証券化・不動産の組成にあたっては、オリジネーターにおけるオフバランス化および連結の問題がひとつの論点となります。不動産の売買については、いまだ統一的なルールが存在せず入り組んでいますので、税務と合わせてプロフェッショナルと検討する必要があります。また、特定目的会社、投資法人および匿名組合においては、会計上の取り扱いと税務上の取り扱いに差異が生じると、スキーム上の問題になる可能性が高いので、両者の調整を行いながら記帳していくことが望まれます。

しみず・たけし

- 1987年:
監査法人・中央会計事務所（現中央青山監査法人）入所。
- 1991年:
公認会計士登録。
- 2002年:
金融部代表社員

現在金融部で、不動産ファンドの監査・アドバイス業務を担当
著書:「投資信託の計理と決算」(共著)「不動産投信の会計と税務」(共著)「集団投資スキームの会計と税務」(共著)等

新・不動産証券化入門

～ How toからWhat forへ～

第1回 「不動産を証券化する」とは、
 ということか

三井不動産株式会社
 S&E総合研究所 兼不動産投資研究所
 主任研究員

内藤 伸浩



ARESをはじめ関係各位の長年にわたる努力が実を結び、不動産証券化がめざましい発展を遂げています。多彩な商品供給によって市場規模は10兆円を超え、J-REITの新規上場も相次いでいます。いまや不動産証券化は、制度整備と啓蒙の時代を終え、いかに投資家と不動産ビジネスのニーズに応じていくかを競う時代となりました。

この新しいステージでは、証券化の金融技術的側面だけでなく、その目的や効果をより深く検討していくことが重要です。不動産証券化がさらに発展し日本の経済社会にしっかりと根をおろすためには、証券化の本質的な効用に重きをおいた取引を展開しつつ、その理解を広めていくことが必要です。

証券化の専門家集団であるARESの会報で、あえて不動産証券化入門を連載するのは、このような問題意識を背景に改めて不動産証券化を見直したいという意図からです。表題に「新」とつけたのもそのためであり、以下のとおり不動産証券化の基本と実際とを概説しながら、新しいステージにおける論点と課題とを簡潔に論じてみたいと思います。

第1回 「不動産を証券化する」とは、ということか

第2回 資産流動化型証券化とノンリコース・ファイナンス

第3回 J-REITの成長とその意義

私が不動産証券化に携わるようになった十数年前では想像もつかない量の関連書籍が出版され、各種メディアでも盛んに取り上げられるようになりました。しかし複雑なスキームの奥底に潜んでいる意図や目的は、実は取引当事者ですら明瞭には意識していないことが多く、氾濫する情報から証券化取引の実相を把握するのは容易なことではありません。

そこで、ここではあえて私の個人的見解を断定的に示すことによって、いくつかの角度から証券化の特徴を浮き彫りにしてみたいと思います。そしてそれが今後の証券化に関する議論の材料として多少なりともお役に立てば筆者として幸いです。

まず第1回は、不動産を証券化するには具体的には何を指し、どんなことが実際に行われているのかを概観してみましょう。

1. 不動産証券化の概要

いわゆるSPC法が1998年に制定されて以来、不動産証券化を取り巻く制度が急速に整備され、それとともに証券化市場が順調に拡大してきました(図表1)。対象となる不動産も賃貸オフィスビルに限らず賃貸住宅、商業施設、ホテル、工場、倉庫へと多様化しています(図表2)。

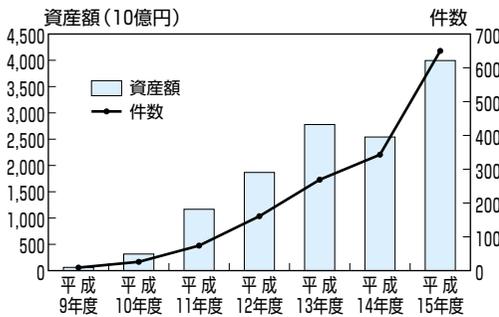
SPC法制定以前にも、抵当証券法(1931

年)や不動産特定共同事業法(1995年)など、不動産流動化を促す制度が存在していました。しかし発行証券が証券取引法上の有価証券に指定されたものは、SPC法に基づく特定目的会社の優先出資証券や特定社債券がはじめてでした(図表3)。

証券取引法とは投資家保護のために証券取引に関する規制を定めた法律です。この法律で「有価証券」に指定されたものを業として取り扱うには証券業の登録が必要となり、また有価証券取引にはインサイダー取引規制などの行為規制が適用されます。しかしこうした規制に服することで証券取引市場において多様な投資家から幅広く資金を募ることができるようになるわけです。

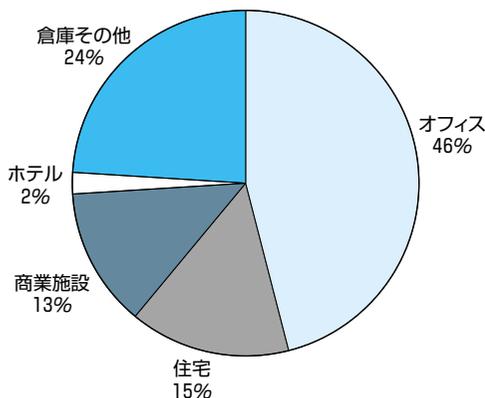
ところがSPC法に基づいて証券化された不動産は、実は全体の一部分にすぎません。なぜならSPC法に基づく特定目的会社は、設立から対象資産の取得・運用・処分にいたる手続きが法律によって厳格に規定されているため、投資家保護には手厚い仕組みであっても、プロ同士によるプライベート投資の器としては必ずしも便利ではないか

図表1 不動産証券化の実績の推移



原典:国土交通省「不動産の証券化実態調査」
出所:「国土白書(平成16年版)」より

図表2 証券化された不動産の用途別資産額の割合



原典:国土交通省「不動産の証券化実態調査」
出所:「国土白書(平成16年版)」より

図表3 証券取引法上の有価証券の定義

第二条	この法律において「有価証券」とは、次に掲げるものをいう。
一	国債証券
二	地方債証券
三	(略)
三の二	資産の流動化に関する法律(平成十年 法律第百五号)に規定する特定社債券
四	社債券(相互会社の社債券を含む。以下同じ。)
五	(略)
五の三	資産の流動化に関する法律に規定する優先出資証券(以下略)
六	株券、新株引受権証書又は新株予約権証券
七	投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資信託又は外国投資信託の受益証券
七の二	投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券若しくは投資法人債券又は外国投資証券
七の三~十一	(略)

らです。むしろ有限会社と匿名組合を組み合わせた方式の方が柔軟性に富んでいるので、プロの間では、この方式が採用されることも多かったわけです。

しかし、SPC法が不動産証券化の機運を盛り上げたことは間違いなく、その意味でSPC法は、特定目的会社制度の創設によっ

て証券化を直接的に促進したという面と、そのアナウンスメント効果によって不動産証券化の発展にはずみをつけたという面とから評価されます。

さらに2000年11月に、いわゆる投信法が大幅に改正され、個人から機関投資家まで幅広く投資家を集める上場型不動産ファンドの組

図表4 上場J-REIT一覧(2004年12月末現在)

名称 [上場年月日]	特色	資産規模、物件数、 テナント数	運用会社[主要株主]
日本ビルファンド投資法人 [2001年9月10日]	オフィスビル運用型 (都心5区中心)	366,200百万円 43棟、629社	日本ビルファンドマネジメント(株)[三井不動産(株)、住友生命保険(相)]
ジャパンリアルエステイト 投資法人[2001年9月10日]	オフィスビル運用型	257,372百万円 39棟、466社	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント(株)[三菱地所(株)、東京海上火災保険(株)、第一生命保険(相)、三井物産(株)]
日本リテールファンド投資法人 [2002年3月12日]	商業施設運用型	200,686百万円 20棟、308社	三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株)[三菱商事(株)、ユービーエス・エイ・ジー]
オリックス不動産投資法人 [2002年6月12日]	首都圏特化型 (運用資産は総合型)	174,868百万円 49棟、264社	オリックス・アセットマネジメント(株)[オリックス(株)]
日本プライムリアルティ 投資法人[2002年6月14日]	全国分散型(運用資産は オフィス・商業施設)	182,253百万円 38棟、437社	(株)東京リアルティ・インベストメント・マネジメント[東京建物(株)、明治安田生命保険(相)、大成建設(株)、安田不動産(株)、(株)損害保険ジャパン]
プレミア投資法人 [2002年9月10日]	首都圏特化型(運用資産は オフィスビル・住居の 複合型)	84,619百万円 23棟、587社	プレミア・リート・アドバイザーズ(株)[(株)ケン・コーポレーション、日興ビルディング(株)、中央三井アセットマネジメント(株)、三井住友海上火災保険(株)]
東急リアル・エステート 投資法人[2003年9月10日]	首都圏特化型(運用資産は オフィスビル・商業施設)	122,583百万円 13棟、94社	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント(株)[東京急行電鉄(株)、東急不動産(株)]
グローバル・ワン不動産 投資法人[2003年9月25日]	オフィスビル運用型 (3大都市圏)	72,121百万円 4棟、62社	グローバル・アライアンス・リアルティ(株)[日本ジーエムエーシー・コマース・モーゲージ(株)、近畿日本鉄道(株)、明治安田生命保険(相)、(株)東京三菱銀行、三菱信託銀行(株)]
野村不動産オフィスファンド 投資法人[2003年12月4日]	オフィスビル運用型 (東京都心、首都圏等)	173,545百万円 18棟、277社	野村不動産投信(株)[野村不動産(株)]
ユナイテッド・アーバン投資法人 [2003年12月22日]	総合型(商業、ホテル、 オフィスビル、住居)	74,152百万円 14棟、54社	ジャパン・リート・アドバイザーズ(株)[トリシティ・インベストメント・トラスト・エル・エル・シー、丸紅(株)、アンプロウズ・キャピタル・リミテッド東京支店、大和生命保険(株)、極東証券(株)]
森トラスト総合リート投資法人 [2004年2月13日]	総合型(商業、ホテル、 オフィスビル、住居)	127,959百万円 8棟、11社	森トラスト・アセットマネジメント(株)[森トラスト(株)、(株)バルコ、(株)損害保険ジャパン、(株)三井住友銀行、(株)UFJ銀行、(株)みずほコーポレート銀行]
日本レジデンシャル投資法人 [2004年3月2日]	住居特化型	45,528百万円 38棟(1,870戸)、 79社(サブリースを含む)	パシフィック・インベストメント・アドバイザーズ(株)[パシフィックマネジメント(株)、第一生命保険(相)、(株)モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン、(株)東京三菱銀行、三菱信託銀行(株)、住友商事(株)、小田急不動産(株)]
東京グロースリート投資法人 [2004年5月17日]	首都圏特化型(運用資産は オフィスビル・住居の複合型)	13,487百万円 17棟、17社	(株)パワーインベストメント[(株)東京リート、エイチ・エス証券(株)、(株)パワー・マネージメント]
フロンティア不動産投資法人 [2004年8月9日]	商業施設運用型	64,800百万円 6棟、8社	フロンティア・リート・マネジメント(株)[日本たばこ産業(株)]
ニューシティ・レジデンス投資法人 [2004年12月15日]	住居特化型(東京圏中心)	60,983百万円 50棟、5社 (サブリース会社、 賃貸可能戸数2,067戸)	シービー・アールイー・レジデンシャル・マネジメント(株)[シービー・リチャード・エリス・インベストメント(株)、エヌシーシー・ホールディングス・デラウェア・エルエルシー、(株)CSK]

(備考) 上表は、各投資法人の直近決算時点の決算情報(決算短信、有価証券報告書、資産運用報告書等)に基づいて作成している。ただし、フロンティア不動産投資法人、ニューシティ・レジデンス投資法人は目論見書を基に作成し、資産規模は物件取得価格とし、保有物件、テナント数は上場時の状況を表す。

出所:不動産証券化協会ホームページより作成

成が可能になりました。不動産会社が一定条件を満たすことで実質非課税となる米国リート (REIT: Real Estate Investment Trust) になぞらえ、Japanese REITの意味でジェイリートと呼ばれています。

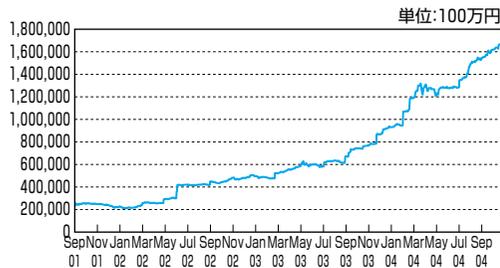
2001年9月に、まず2つのJ-REITが東京証券取引所に上場しました。「日本ビルファンド投資法人」と「ジャパンリアルエステート投資法人」です。これを皮切りにして不動産会社や商社、保険会社などが設立母体 (ファウンダー) となって、J-REITが順調に組成・上場されていきました。

また不動産証券化協会の働きかけなどによって、税制面でのJ-REIT普及促進措置が実現しました。特に個人投資家に対する配当金について、平成20年3月末までは実質的に10%の源泉徴収で課税関係が終了する制度が導入されたことは、高配当をセールス

ポイントとするJ-REITにとって非常にインパクトのあるものでした。こうしたインフラ整備を背景として2004年12月末現在で15銘柄が上場しており、市場は順調に成長しています (図表4、図表5)。株価 (正式には「投資口価格」といいます) も当初に比べて非常に高い水準で推移しています。一例として、図表6に「日本ビルファンド投資法人」の投資口価格の推移を掲げておきました。

なお上場J-REITの価格は新聞の株価欄に毎日載っていますが、多くは「不動産投資信託」ないし「不動産投信」という見出しがついています。投資信託とは、投資信託委託会社の指図にしたがって信託銀行が資産の取得・処分を行うもので、株式投信はその代表的商品です。ところが現在上場しているJ-REITは、すべて投資法人という形態を採用していて、法律的な意味での投資信託はひとつもありません。それにもかかわらずJ-REITが不動産投資信託と呼ばれているのは、投資信託という言葉が「大口小口の資金を広く集めて運用する金融商品」というぐらいの意味合いで使われているからです。

図表5 上場J-REIT投資口の時価総額推移



出所:不動産証券化協会ホームページより作成

図表6 日本ビルファンド投資法人の投資口価格 (一口あたり) の推移



出所:不動産証券化協会ホームページより作成

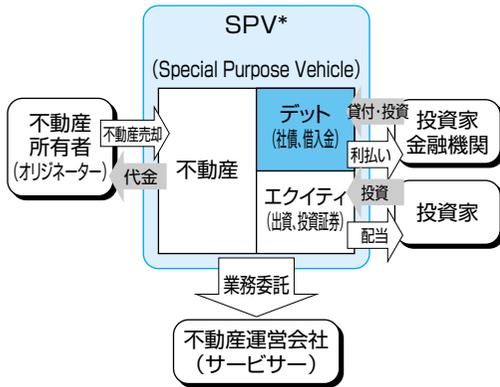
2. 不動産証券化の基本要素

ところで一口に不動産証券化といっても、その仕組みはさまざまです。ここでは各証券化手法に共通する基本要素をみてみましょう。図表7をご覧ください。

■SPV

証券化においてもっとも基本となる仕組み (法人あるいは契約) は、SPV (Special Purpose Vehicle) と呼ばれています。特定目的会社、投資法人、有限会社+匿名組合などが代表的なものです。信託や外国法人

図表7 不動産証券化の基本スキーム



*特別目的会社 (SPC: Special Purpose Company) といわれる法人形態を採用する場合があります

を組み合わせるケースも多くみられます。SPVは、投資家から資金を受け入れ、対象不動産を取得・保有・処分し、投資家に収益分配を行う法的主体となるものです。

■導管性

SPVに必要な最も重要な性格のひとつは、SPV段階では課税されず投資家に利益分配した時点ではじめて課税されるという点です。SPVに要求されるこうした性格、すなわち実質的に非課税扱いを受けることができる税制適格性を導管性といいます。この特性に着目してSPVのことを「導管体」(pass through entityないしconduit)と呼ぶ場合もあります。導管性は主として法人税法と租税特別措置法とによって規定されています。

■デットとエクイティ

SPVの資本構成は通常、デット (debt) とエクイティ (equity) とに分けられます。デットは借入れあるいは債券発行により調達された負債の部であり、利息の支払いや元本の償還においてエクイティに優先します。これに対してエクイティは出資や株式の引受けを

通じて投資家 (株主) から資金が払い込まれた資本の部であり、収益分配や清算手続きにおいてデットに劣後するかわりに、デットへの元利償還後の残余利益や残余財産の全てを手にすることができます。

なお不動産価値に対するデットの割合をLTV (Loan To Value) といい、元本回収リスクの指標として用いられています。例えばSPVの保有する不動産評価額が100億円で、SPVの借入れ金額 (デット) が60億円の場合、LTVは60%です。いわゆる担保掛け目と同じ考え方であり、この割合が高いとそれだけSPVへの融資が焦げつく可能性が高いと判断されるわけです。

■サービサー

SPVは通常ペーパー上の存在であり、不動産を運営管理するための従業員を雇うことはありません。したがって実際の運営管理業務は外部の不動産会社や信託銀行が行います。SPVからこうした業務を受託する者は一般にサービサーと呼ばれています。不動産証券化におけるサービサーの役割は、不動産の取得処分や追加投資に関する判断と実施、リーシング、物的管理などです。

なお証券化の対象となる資産の原保有者 (SPVへの資産の譲渡人) はオリジネーター (originator) と呼ばれています。

3. 一次商品と二次商品

図表7では、SPVが不動産を直接保有する一次商品を前提に説明しました。しかし不動産を基礎にした債権や証券を対象資産とする二次商品も重要です。商業用不動産担保ローンの証券化商品であるCMBS (Commercial Mortgage Backed Security) や複数銘柄のJ-REIT投資証券を運用資産とする証券投資信

託（いわゆるファンド・オブ・ファンズ）などは代表的な二次商品です。特に最近は二次商品市場が急拡大しており、一次商品への影響を含めて、その動向を注視していく必要があります。

4. 不動産証券化では「証券」は発行されない?!

さて不動産証券化が進んでいるというからには、いろいろな不動産「証券」が発行されているとお考えの方も多いのではないのでしょうか。ところが不動産証券化では紙片としての証券はほとんど発行されていないのです。本格的に証券を発行しているのはJ-REITが発行している「投資証券」くらいです。不動産証券化市場全体の中に占めるJ-REITの割合は1～2割なので、8～9割は証券を発行していないことになります。

証券化といっておきながら、なぜ「証券」が発行されないのでしょうか。

理由のひとつに、電子情報通信技術（IT）の発達によって、コンピューターシステム上の帳簿（振替口座簿）の記録や送受信を利用した取引の方が、紙片を使った取引よりもはるかに便利で信頼性も高くなっていることがあげられます。つまりコンピューター上の記録が紙の上の印刷にとってかわったのです。コンピューターシステムを使った社債振替制度において、証券を発行しないメリットとして以下の点があげられています（図表8）。

しかし以上の視点からは、証券が紙の上の文字からコンピューター上の記録（電子情報）に置き換わっただけで、いわば電子情報としての「広義の証券」は発行されていると考えることもできます。

ところが「広義の証券」についてもJ-

図表8 ペーパーレス化のメリット

- デリバリーリスクの消滅（紛失・盗難の回避）
- 決済期間の短縮（券面の作成・移転・呈示が不要）
- 券面作成事務・保管スペースが不要
- 流通の促進（流通単位の小口化が可能）
- 権利移転と資金支払いの同時履行を確保

REITを除く不動産証券化では、特定社債の支払利子にかかる源泉徴収義務の免除要件を満たすことを目的に利用するのがせいぜい（租税特別措置法第8条参照）^注。

注： 本来、社債利子の支払者には源泉徴収義務がありますが、振替口座簿に記録した一定要件を満たす社債についてはその義務が免除されます。

5. 有価証券とは

このようにJ-REITを除く不動産証券化では、証券がほとんど発行されていないのです。その理由を考える前に、そもそも証券とは、どんなものを指すのかを確認しておきましょう。

証券は、正式には「有価証券」といわれています。商法は有価証券を体系的に扱う学問ですが、その代表的な教科書ではつぎのように定義されています。

有価証券とは、「権利の流通性を強めることを目的とするもの」であり、「権利を表章する証券であって、権利の移転及び行使に証券を要するもの」である（鈴木竹夫『手形法・小切手法』有斐閣法律学全集より）。

つまり法学上の有価証券^注とは、権利の流通性を強めることを目的として発行されるものであると考えられています。ところが不動産証券化では、J-REITを除いて、ほとんどの案件において当初の投資家がそのま

ま権利を持ち続けています。つまり満期があるものは満期まで、満期のないものは最終的に対象不動産を処分・清算するまで、当初の投資家が権利を持ちきるケースがほとんどです。

注：証券取引法では、有価証券を前掲図表3のとおり限定列挙しています。手形や小切手は法学上の代表的な有価証券ですが、証券取引法では有価証券に指定されていません。このように証券取引法上の有価証券と法律学（商法学）上の有価証券は一致しません。

逆にこのことからJ-REITを除く不動産証券化においては、権利の流通性を高めることが必ずしも「証券」化の目的の中に含まれていないことがうかがえます。流通性を高めるという目的がないがゆえに証券を発行する必要がないわけです。

6. 資産運用型と資産流動化型

J-REITでは証券が発行されて流通市場でも幅広く取引されるのに対して、その他の不動産証券化ではそのどちらも行われていない場合が大半です。そして、これは両者の目的がそもそも異なっていることに由来します。J-REIT制度導入を答申した金融審議会においても、証券化は資産運用型と資産流動化型という二つのカテゴリーに分けられていました。

J-REITは資産運用型の代表的スキーム（scheme）です。資産運用型は多くの人や組織からおかねを集め、その資金を不動産で運用（取得・賃貸・処分）します。まず「かねありき」なのです。

これに対してJ-REIT以外の証券化は資産流動化型といわれ、まずもの（不動産）があって、それを流動化することに眼目があります。「流動化」という言葉には明確な定

義がなく使われ方もあいまいですが、「資産を取引しやすい状態にしておくこと」と考えておけばよいでしょう。

さらに資産運用型と資産流動化型とは、もうひとつ重要な相違点があります。それは人や組織への信任の有無です。資産運用型では投資家は運用者を信頼し、その才覚に期待して運用を一任します。その半面として運用者には「fiduciary duty」と呼ばれる投資家の信任にこたえる義務が課されます。これに対して資産流動化型証券化は、人や組織を信用しないことを前提に、裁量の幅を極力小さくすることがそもそもの目的のひとつです。したがって資産運用型では一定の幅の中で自由な対応が可能であるのに対して、資産流動化型では、あたかも機械が当初設定されたプログラムどおり作動するように、あらかじめ定められた対応以外は許されないのです。

このように資産運用型と資産流動化型とは同じ不動産証券化といっても、その根底にある思想が大きく異なっています。したがって両者を同じ枠組みの中で論じるとは困難であるとともに不適切です。

そこで両者を区別して議論するために、第2回は多様な動機をもって行われる資産流動化型の実際を明らかにし、第3回で資産運用型の代表的形態であるJ-REITの意義を考察することにいたしましょう。

ないとう・のぶひろ

●1958年生まれ。81年東京大学法学部卒業。同年三井不動産（株）入社。91年慶應大学大学院修士課程終了（MBA）。日本初のJ-REIT「日本ビルファンド投資法人」の組成など不動産証券化関連プロジェクトの企画・実施等に従事し、2004年4月より現職。不動産鑑定士補。著書に『アセット・ファイナンス』（ダイヤモンド社）、『日本企業の戦略管理システム』（共著、白桃書房）がある。

アジアンREIT人気が 盛り上がる

— 明暗が分かれたシンガポールと香港 —

井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト 井出 保夫



■ 5社目のS-REIT 上場

ここにきてシンガポールや香港など、アジアの代表的な都市でREITブームが起これつつある。昨年12月3日にシンガポール取引所（SGX）に上場したシンガポールREIT（S-REIT）のサンテック（Suntec）REITは、国際見本市・会議場とショッピングセンター、オフィスビルを抱えるシンガポール最大の複合商業施設「サンテック・シティ」をコアのポートフォリオに組み込んだREITである。同REITは早くから都心の人気物件のREITとして市場の注目を集め、上場初日は公募価格の1シンガポールドル（1SD＝約63円）を10%上回る1.1シンガポールドルで引けるなど上々のスタートを切った。シンガポールでは政府系不動産会社のキャピタランドや、政府系工業団地開発のアセンダス、香港の長江実業など4銘柄のREITが上場しているが、サンテックREITはそれらに次ぐ5番目のS-REITとなる。

サンテックREITは約93%を機関投資家に割り当て、残りの7%を個人向けに公募したが、その結果第三者割り当ては13.7倍、公募は10.6倍もの応募があり、当初の予定を大きく上回る8億3千万SDを調達した。このREITを運営するARAトラスト・マネジメントは、初年度の利回りを5.8%と予想して

いる。配当利回りを他の先行S-REITと比較すると、キャピタコマーシャルの4.5%や、キャピタモールの5.6%よりも魅力的だったことが成功の要因だと分析されている。

サンテック・シティは香港の富豪、李嘉誠氏らの投資家グループが開発した物件で、ショッピングセンターは同国最大規模である。テナントはカルフルをメインに250店舗が入り、稼働率は98.9%とほぼ満室。オフィスビルにはUBSなどが入居している。また、見本市・会議場は2003年に1,200のイベントを開催した実績がある。

さらに、シンガポールは将来中国国内の不動産ポートフォリオを活用して新種の中国REIT組成を目論んでいる節がある。報道によれば、同月23日に、東南アジア最大の不動産会社で、シンガポール政府系のキャピタランド社と、中国の深圳国際信託投資が、中国の商業施設に合弁で投資することで合意したという。その第一弾として、広東省などで六つのショッピングモールに投資し、将来はこれらの物件で構成する不動産投資信託（REIT）の上場も目指すという。深圳国際は米ウォルマート・ストアーズが中国南部で店舗展開を進める際の合弁相手として有名である。キャピタランドの子会社キャピタリテール・チャイナインベスト

メンツと深圳国際は、ウォルマートを核テナントとする建設中の六つの商業施設に投資する方針で、キャピタリテールの投資額は1億9,600万SD（約124億円）、出資比率51%、投資利回りは年率9%以上を見込んでいるという。中国には外資の商業施設が相次いで進出し、ウォルマートも今後数年で20~30店を新規出店する計画を立てている。キャピタリテールはさらに14の商業施設の買収も考えており、これらも合わせたREITを2~3年以内に組成して上場させる方針とのことである。

キャピタランド社は、日本でも東京・江戸川区で買収した商業施設などに投資する不動産投資ファンドを今年組成するなど、アジア市場の中で良質な商業施設を買収し、ファンド拡大を目指している。とりわけ中国国内の優良物件の囲い込みは、彼らにとって最重要課題だと思われる。おそらく近い将来、中国国内にもREIT市場が創設されることを睨んでの拡大戦略なのだろう。中国に不動産投資信託のような新市の市場を根付かすことができるのは、やはり日本よりもシンガポールの方が一枚上手なのだろうか。

■香港REITが上場断念

上述したサンテックREITの上場から2週間後には、香港初のREIT（H-REIT）であるリンク（Link）の上場が予定されていた。ところが、香港政府が上場予定日（12月20日）直前に上場取り止めを決めたため、市場は大混乱となった。取り止めの理由は、「政府資産の売却によるリンクの組成・上場が住民の利益を損なう」として、香港の一部の住民が起こした上場差し止め訴訟だっ

た。リンクは香港の政府機関である香港住宅委員会（HKHA = Hong Kong's Housing Authority）が保有していた商業施設（主に151のショッピングセンターと7万9千台分の駐車場）を政府が設立した資産保有会社に売却し、不動産投信として組成されたものだが、香港の住宅条例ではもともと公共住宅は周辺の商業施設と一体で開発されることが義務付けられていたため、一部の住民が公共住宅と商業施設を切り離して売却するのは条例違反だと主張し、上場中止を求めて裁判所に提訴した経緯がある。

リンクは香港政府主導で組成された、いわば香港公営のREITで、公開価格は10.51香港ドル（1HD = 13.47円）、総額233億香港ドルを調達する予定だった。また、リンクの前評判は上々で、一般投資家約51万人が申し込むなど個人の投資熱は加熱気味だった。こうした前評判の高さを反映して、香港政府は一般投資家への割当比率を56.5%に増やし、MPF（香港政府が運営する強制年金）向け割当を8.3%、海外投資家向け割当を10.6%まで抑制したほどである。

香港政府は2005年2月までにはリンクの上場を実現したいとしているが、まだまだ前途多難との印象が強い。

■米国REITが絶好調

こうしたアジアンREITが人気化する背景には、本場米国REITやJ-REIT市場の好調さがあるのは間違いない。米国REITの代表的な指標であるRMSの総合利回りは、ついに30%の大台に達するなど過熱気味である。米国株のキャピタルゲイン（値上がり益）がほとんど得られないなかで、インカムゲインとキャピタルゲインの両方を期待でき

図表 米国株式市場とREITのパフォーマンス
(単位%)

	2001年	2002年	2003年	2004年
①DJIA (ダウ)	▼7.0	▼16.8	△25.3	△0.8
②S&P500	▼13.4	▼23.4	△26.4	△6.8
③NASDAQ (ナスダック)	▼21.0	▼31.5	△50.0	△6.2
④Russell2000 (ラッセル)	△2.5	▼21.6	△45.4	△13.5
⑤RMS	△15.5	△3.6	△37.5	△29.7

※2004年の実績は12月10日時点の年換算

※RMSは配当込の総合利回り。他は配当含まず

※①Dow Jones 30-Stock Industrial Average:
俗にニューヨークダウと呼ばれる、世界で最も影響力が大きい株価指標。ダウジョーンズ通信社が、1928年10月から30種平均として公表を始めたもの。ニューヨーク証券取引所に上場する各セクターを代表する30の優良銘柄を対象に算出される。

※②S&P500:
ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダックに上場している金融、公共事業等を含む幅広い業種から選ばれた上位500の大型株で構成される。単に時価総額を基準に選ばれるのではなく、米国株式市場を代表する主要産業の中からリーディングカンパニーを選出するのが特徴。

※③Nasdaq Composite Index:
ナスダック市場に上場するすべての株式を網羅するインデックス。ハイテク関連株が多いことで知られ、代表銘柄にはマイクロソフトやインテル、シスコシステムズ等の有名企業がある。

※④Russell 2000:
フランク・ラッセル社が毎年5月末に米国株9,000社のうち時価総額上位3,000社の株式をランク付けするが、そのうち下位の2,000社でつくれた株価指数がRussell 2000と呼ばれ、米国小型株の代表的な指標とされている。

※⑤Morgan Stanley REIT Index (RMS):
RMSはサンプル数107で1996年から作成された代表的なREITインデックス。配当益を加算した総合利回りとなっている。当初からヘルスケアREITを対象から外してきたが、2001年からサンプルに追加。

るREITが終始人気化した1年だったと言えるだろう。

もっとも、ゴールドマンサックスのREITアナリストチームが、今年の米国REIT市場は20%近く下落するとの予想を発表したように、米国REITの過熱感もかなり極まってきたのも事実である。ウォールストリートジャーナル紙によれば、このゴールドマンのアナリストたちは、今年半ばまでに米長期金利が5%に達し、それが米国REIT市場暴落の切っ掛けになると予想し

ているという。そういえば、2004年4月に米国REITが突然暴落し始めた時の主因も長期金利の上昇だったはず。当時は長期金利が3.9%から4.8%まで急騰し、その影響で米国REIT市場は20%近く急落したと言われている。このシナリオが今年再現されることになるのだろうか。

一方J-REITでは、15番目の銘柄となるニューシティ・レジデンス投資法人が昨年12月に上場を迎えた。ブックビルディングでの人気も上々で、公募価格は上限の55万円/口で決定し、公開初値も値上がりで始まったところだ。しかし、配当利回りベースで見ると、この銘柄を55万円で投資した際の利回りは3.5%を下回る。配当利回りがここまで下がってくると、そろそろJ-REIT相場も大きな調整が入っても不思議ではない。

資本市場での需給タイト感と予想利回りから見た適正な収益価格とではどちらがリーズナブルなのか。少なくとも米国REIT市場では程よいバランスが取れているように見えるが、アジアンREITはどこも資本市場の過熱感がそのままREIT市場を強気にさせているような気がする。

いで・やすお

●1962年東京生まれ、85年早稲田大学商学部卒業後、秀和、オリックス、シンクタンク等を経て不動産金融アナリストとして独立。1999年に井出不動産金融研究所を設立し、主に不動産会社や金融機関向けの証券化コンサルティングや実務者向けの不動産証券化スクールの運営、不動産金融レポート発行等による情報提供を手がけている。主な著書として、『「証券化」がよく分かる』(文春新書)『REITのしくみ』『証券化のしくみ』(以上日本実業出版社)『不動産金融ビジネスのしくみ』『不動産は金融ビジネスだ』(以上フォレスト出版)等がある。『井出保夫の不動産証券化スクール』を随時開校中。 <http://www.hiho.ne.jp/index/>

第17回実務研修会
平成16年11月10日
中央大学駿河台記念館280号室

東京の賃貸オフィスマーケットの 現状と展望



株式会社生駒データサービスシステム
取締役主席研究員 前沢 威夫

本実務研修会では東京の賃貸オフィスマーケットに関して、2003年のマーケットを振り返りつつ、2004年におけるマーケットの変化および今後の展望について触れてみたいと思います。

1. 全国における東京マーケットの位置付け

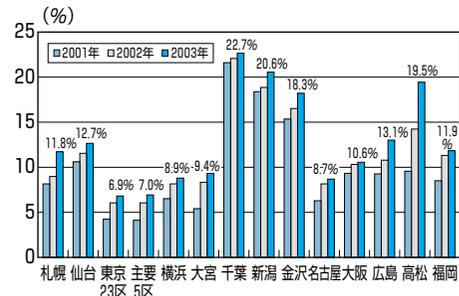
まず最初に全国の主要都市の中で東京の位置付けがどのようなものかを確認した上で話を進めてみたいと思います。

弊社が把握している都市のうち主要な13都市（東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、大宮、千葉、広島、高松、福岡）でみると、東京23区が貸室面積ベースで全体の60%弱を占めており、大阪の19%強や名古屋の6%強といった水準と比較しても圧倒的に大きなシェアを占めていることがわか

ります。したがって、東京の市場規模は東京以外の全国主要都市を全て合わせても及ばないほど突出しているといえます。

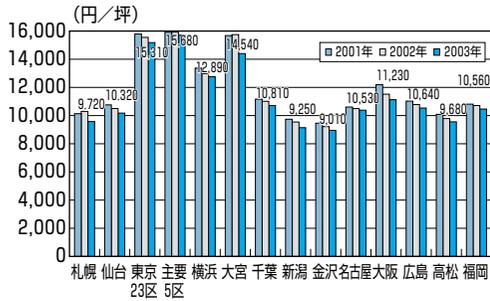
このような巨大市場である東京は、ほとんどの都市で空室率（図表1）が10%を超える水準なのに対し、突出してその水準は低く、7%未満となっています。また、賃料水準（図表2）でもても東京およびその近郊都

図表1 全国主要都市空室率推移

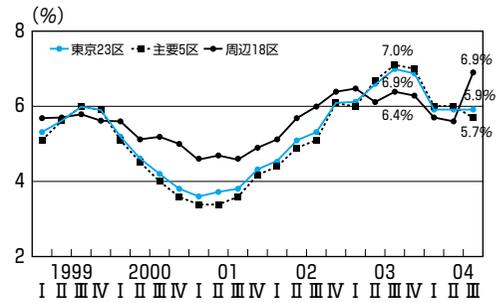


注:空室率の数値は各年12月時点

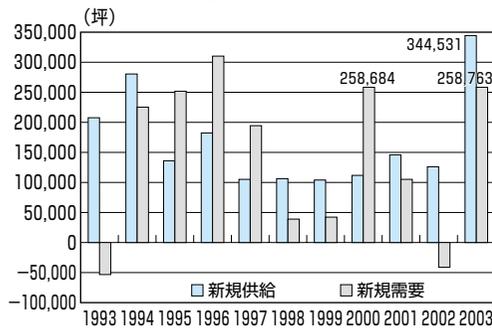
図表2 全国主要都市募集賃料推移



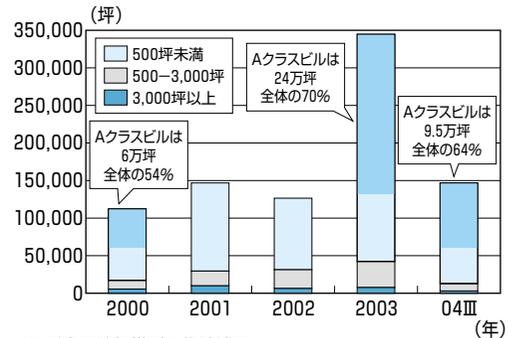
図表3 東京23区空室率推移



図表4 東京23区需要バランスの推移



図表5 東京23区新規供給量の規模別推移



市の水準が他都市と比較して突出していることがわかります。こうしてみると、あらゆる面で東京は他の都市とは比較にならないほど強いマーケットを構成していると考えられます。

2. 2003～2004年における需給バランスの推移

前述のように全国レベルでみて突出した東京マーケットですが、2003年以降の空室率の推移（図表3）をみると大量に供給が行われたにもかかわらず、2003年の9月期をピークに空室率は低下を示しています。これは、当然ながら需要が大幅に伸長したことを意味しており、実際に2003年は新規供給量には及ばないものの、ITバブルといわれた2000年と同水準の需要（図表4）が創出されています。

注：延床面積規模別の集計結果

3. 2000年以降の供給量の変化

ただし、2003年と2000年では供給量とその内訳が大きく異なっており、これが量的には同じでも質的には異なる需要の発生を促す結果となっています（図表5）。

2000年における供給量は12万坪弱であり、そのうち都心部で延床面積が1万坪以上の大型ビルが占める割合は全体の50%強、6万坪に留まるのに対し、2003年は供給量自体が34万坪強と突出しているうえに都心部の大規模ビルがそのうち70%、24万坪の水準に達しています。

4. 需要の質の違い

2000年と2003年の需要の違いをビル規模別にみると図表6に示すような結果となります。2000年は延床面積500坪未満のビルでも需要は増加しており、規模が大きいビルは

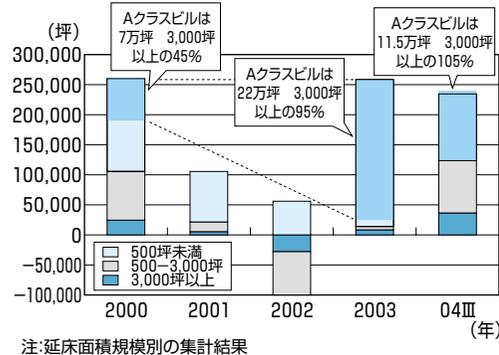
ど需要の伸長は大きいものの必ずしも延床1万坪以上のビルにのみ需要が集中しているわけではないのに対し、2003年は他のカテゴリーはほとんど需要が伸長していないにもかかわらず、延床面積1万坪以上の大規模ビルの需要のみが伸長しています。したがって、2003年は大規模ビルのみが需要を吸引したいびつな需要増加局面にあったといえ、中小ビルにおいて拡張ニーズや新設ニーズが顕在化するには至らず、市場全体がバランスよく需要を伸長させるといった状況にはなかったことを示しています。

一方、2004年をみるとビル規模にかかわらず、需要が伸長している点では2000年における需要の伸長に類似しており、景気回復局面において幅広いテナント層で需要が拡大したといえます。また、大規模ビルも順調に需要が伸長しており、延床3千~1万坪未満のビルが需要を大規模ビルに吸引され、若干厳しい状況になりつつあることがわかります。これは、2003年は大規模ビル間での需要の移動が中心であったものが、徐々に中規模クラスのビルからも大規模ビルへの需要流出が顕著になってきていることをあらわしていると考えられます。実際フロア面積別の募集面積の推移（図表7）を

みると、フロア100坪未満のビルの募集状況が最も変動幅が小さく、フロア300坪以上のビルは最も変動幅が大きく、2003年以降の募集面積の減少幅も大きくなっています。一方、フロア100~300坪クラスのビルは他のカテゴリーよりも募集面積が減少基調に入るタイミングが遅く、その減少幅も300坪以上のビルよりも小さくなっています。これは、中規模ビルの需要が300坪クラスのビルに吸引されたために起こった現象とも考えられます。このように小規模ビルは大規模ビル供給の影響を受けにくく、中規模クラスのビルが大規模ビルの需給の影響を受けやすいことがわかります。

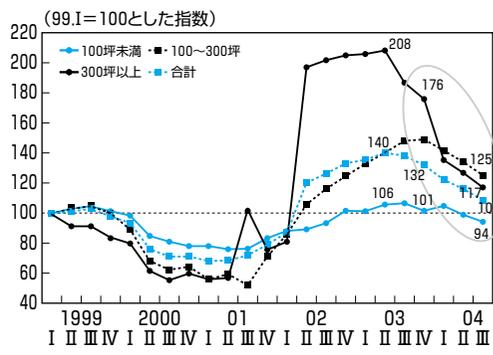
また、規模ではなく、竣工年の差異による違いを確認するために、最も需要を吸引し、総需要量が伸長している都心部の大規模ビル（図表8）をみると、2003年の後半以降、築10年未満のビルは急激に空室率が低下しているのに対し、築10年以上のビルでは空室率の低下が鈍くなっています。これは、大規模ビル間でのテナント移動に伴って、古いビルから新しいビルにテナントがシフトしていることをあらわしています。しかし、築10年未満のビルの空室率が3%を下回る水準になると、築10年以上のビルの

図表6 東京23区新規需要量の規模別推移



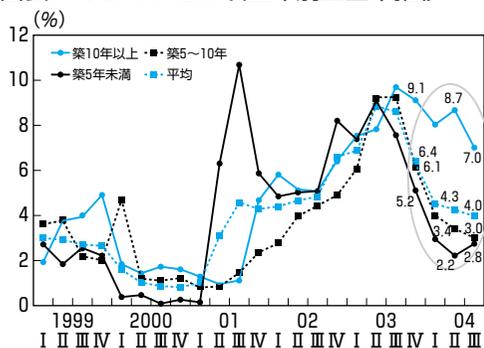
注:延床面積規模別の集計結果

図表7 東京23区期末募集面積推移



注:フロア面積規模別の集計結果を指数化

図表8 Aクラスビル竣工年別空室率推移



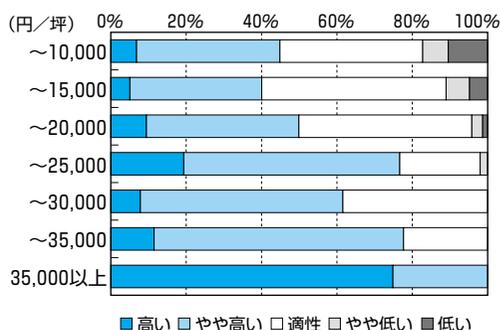
空室率も低下傾向が顕著となり、大規模ビルでは竣工年にかかわらず空室が減少傾向にあるといえます。

5. 賃料水準に対するテナント意識と募集賃料水準について

このように2003年以降需要が徐々に持ち直し、景気も回復傾向で推移するなか、テナントの賃料に対する意識や実際の募集賃料の水準をみるとどのようになっているのでしょうか。

弊社が行ったテナントアンケート結果では、現行の支払賃料水準が共益費を除いて1.0～1.5万円/坪未満のテナントが回答の30%強、1.5～2.0万円/坪未満のテナントが30%弱、2.0～2.5万円/坪未満のテナントが20%弱となっており、それらの賃料水準に対する評価(図表9)では、共益費を除く賃料水準が2万円/坪を超えると現在の賃料水準が高いと感じる企業の割合が50%を上回るといった結果になっています。各テナントがどのような属性のビルに入居しているかによって妥当と考える賃料水準は異なることから一概にはいえませんが、賃料のみで2万円/坪を超えると割高感を抱くテナン

図表9 支払賃料水準別評価



注:テナントの支払賃料水準(共益費除く)に対する評価をIDSS2004年テナントアンケート結果より集計

トが多くなるようです。したがって、テナント誘致を行う上で、共益費を含めて2.5万円/坪を超えると、一部の大規模ビルや超一等地に立地するといったビルなどを除くと、移転を検討する企業にとってはハードルが高いといえるかもしれません。

また、実際に募集が行われているビルの賃料水準の最多分布帯は、1.0～1.5万円/坪が全体の50%超であり、テナントアンケート結果の支払賃料水準よりも低めの水準での募集サンプルが多く、賃料水準的にはテナントの賃料負担力の範囲内に収まっているビルが多いものと考えられます。

6. 賃貸オフィスマーケットの将来展望について

ここまで、過去の動向を振り返りつつ現在のマーケット動向の変化をみてきましたが、ここからは東京23区の今後の動向について少し考えてみたいと思います。

ここでは、まず定量的にみた場合にどのようなことが考えられるのかを短期的な視点と中期的な視点でみるとともに、定性的にみた場合に供給面とテナントの意識の変化といった側面から見てみたいと思います。

①定量的な方向性

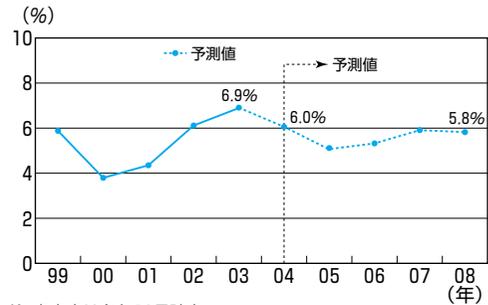
i 短期的な視点

2004年9月時点の東京主要5区（千代田、中央、港、新宿、渋谷）の空室率は6%弱の水準ですが、これがさらに大きく低下する可能性は低いと考えられます。その理由としては、空室率の集計対象とならない（空室率は各時点における即入居可能物件を対象として算出します）が、既に解約予告が行われており、募集を開始している物件で半年以内に入居可能な募集ビルが非常に多い点が挙げられます。半年以内に入居可能なビルを9月時点の空室に加味して仮の空室率を算出すると9%弱の水準に達し、現空ベースとの乖離が3%弱となります。これを2000年の空室率低下局面と比較すると2%も乖離幅が大きく、将来的にテナントの移転活動が鈍ると、これらの乖離分が空室として市場に顕在化し、空室率を押し上げることが考えられます。現在はテナントの移転活動は比較的活発なものの、大規模ビルにおいてまとまった面積の空室が減少していることから、大型移転による需要の顕在化は期待しにくく、都心部での空室減少スピードは現在よりも低下する可能性があることを考慮すると、急激な空室率の低下は想定しにくいと思われるためです。

ii 中期的な視点

一方、今後の新規供給面積を想定し、GDPの成長率の予測値などを参考に将来の需要量の増減を勘案し、需給バランスを予測すると（図表10）、2008年12月時点の空室率は2004年の9月時点とほとんど変わらない5%後半の水準になるものと考え

図表10 東京23区空室率予測



注:空室率は各年12月時点

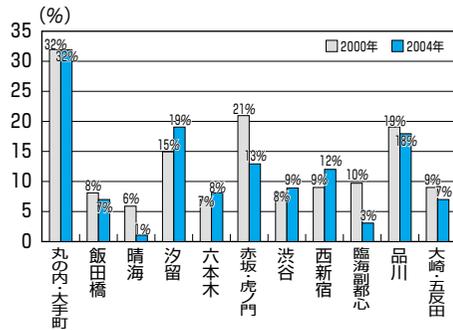
られます。2005年の供給面積がやや少なめであることから2005年には空室率は5%前半まで低下するものの、2006年以降の供給量の増加とGDP成長率の鈍化による需要の伸びの低下から2008年にかけてやや空室率が上昇するといったシナリオです。実際には、供給面積が想定以上に積みあがったり、景気動向が想定よりも堅調であることも考えられますが、総じて極端なぶれがなければ、4年後の需給も現時点と同程度と考えられます。

② 定性的な方向性

i 大規模開発計画から見た場合

今後も引き続き供給面では大規模複合開発が全体の趨勢を左右することには変わりはなく、特に都心部では東京駅周辺での開発が目白押しで注目されます。また、赤坂（最寄駅は六本木）では2007年に防衛庁跡地の開発が竣工を迎え、品川以南では大崎でも複数の開発が竣工を迎えます。これらの竣工物件の特徴として、フロア面積の大型化が挙げられます。今後の竣工物件では、ワンフロアの賃貸可能有効面積が1,000坪を超えるものも珍しくなくなりつつあります。そのため、より少ないフロア数でオフィススペースの

図表11 関心のあるオフィス立地



注:IDSS2000年および2004年テナントアンケート結果より集計

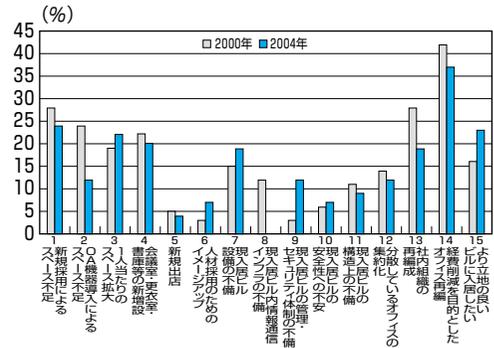
効率化が可能となります。その結果、より大企業の本社や本社機能の移転が活性化し、新たなオフィス集積地が生まれるものと考えられます。

ii テナント意識の変化からみた場合

前述した供給サイドの質的变化も手伝わってテナントの意識も変化しています。テナントの意識の中でオフィス立地として関心の高い地域を訊いたところ（図表11）2000年時点と2004年時点で変わらず一番関心の高いエリアは東京駅周辺であり、その他では近年開発の進んでいるJRを最寄とする汐留、品川などのエリアが上位にきています。新しい街といったイメージ的なものと実際の交通利便性の両面で人気が高いものと考えられます。

また、今後の移転動機となりうる項目について訊いたところ（図表12）、2000年と2004年を比較してみると、OA機器導入によるスペース不足といった理由は大きく減少しており、ここ数年でパソコンの普及などが一巡したことをうかがわせます。一方で、一人当たりのスペースの拡大が理由になる可能性は高まっており、オフィススペース

図表12 移転動機として考えられる項目



注:IDSS2000年および2004年テナントアンケート結果より集計

の拡大に期待が持てます。加えて前回2000年との大きな違いは、より立地の良いビルへの入居希望が増加している点と、ビル設備への不満やビルの管理やセキュリティへの不満が理由となる可能性を示唆した回答が大きく増加している点です。

立地の部分では、市場に新たな立地が大型開発などによって創造されたことと、テナントが大型移転をする際の選択肢が市場に増えてきたこと（一定の空室が市場に存在する）が、テナントに立地の再選択の意識を持たせたものと考えられます。また、設備の部分では、オフィスでの生産性の向上や業務の効率化といった側面でオフィスそのものの設備レベルが無視できないものとなってきていることをうかがわせます。管理・セキュリティ体制に関しても、オフィスで活動する時間が長期化し、24時間使用が当たり前のようになりつつあるなか、逆に重要度が高まってきているものと考えられます。

ビル運営者サイドも、今後はこのようなテナントの意識の変化を踏まえた上で、ビルに対する投資を考えていくことが一層重要になってくるものと考えられます。

第19回実務研修会
平成17年1月11日
全社協「灘尾ホール」

信託業法の改正が 不動産流動化に与える影響



牛島総合法律事務所
弁護士 田村 幸太郎

1. 信託業法はいつ改正され施行されたか

平成16年11月26日に改正信託業法が成立し、12月3日に公布され、12月30日に施行された。その間、12月27日に信託業法施行令(政令第427号)が、28日に信託業法施行規則(内閣府令第107号)が公布され、ほぼ同時期に、政令・府省令の整備案に対するパブコメと、「信託会社等に関する総合的な監督指針」(いわゆる「ガイドライン」)に対するパブコメが公表されている。信託業法は平成16年春の通常国会に上程され成立する目論見であったが成立せず、秋の臨時国会で成立したため、公布から施行まできわめて短時間の余裕しかない、稀にみる施行スケジュールになった。

2. 信託業法と信託法の関係

信託法は、民法と同様の実体法であり、

信託とは何かについて基本的な概念を規定している。信託業法は、業法であり、特に日本においては、金融制度として位置づけられてきた(兼営法による)。

信託業法は信託法とともに、大正11年に制定されて以来、大きな改正はなかったが、「信託」は、基本的な法制度(インフラ)として重要であるという認識がなされつつあり、今回、まずは金融制度としての信託業務に関する信託業法が全面的に改正された。

実体法としての信託法は来年以降の改正が予定されている。

3. 信託業法の改正が不動産流動化に与える影響は何か

大きく分けて、

- ①信託受益権販売業者の登録制度の新設

②投資家保護の観点から見た信託業務に対する規制

③管理処分型信託会社の新設

が、大きな影響を与える点である。

4. 信託受益権流通の歴史的背景

①信託型不動産小口化商品（1980年後半～1990年前半）

国鉄清算事業団の有する敷地上に建築された新築ビルが、1口1億円で販売されたりした時代である。

②不動産特定共同事業法（1995年施行）

不動産小口化商品を念頭において制定された。

③不動産流動化の動き（1998年～最近）

ここ、5～6年は、受益権の時代になった。不動産現物の売買と比較すると、不動産信託受益権の売買は、所有権移転登記に伴う登録免許税、地方税法上の取得税、不動産売買契約に貼付する印紙代や不動産抵当権設定登記に要する登録免許税などが不要になるので、その費用節減効果には相当のものがある。もちろん、信託受益権を取得するためには、現に不動産を所有する者（いわゆるオリジネーター）が当初委託者になって受託者との間で信託契約を締結し、受託者に信託報酬を支払う必要がある（商事信託の場合には、信託の引受を業とするので、報酬の支払いが発生する）、それなりのコストがかかるが、信託銀行による不動産のチェックなど外部の監視効果も期待でき、一定規模の不動産の場合には、コストと比較しても費用節減効果を得ることができる。

また、1995年以降は、不動産現物の取得資金を匿名組合出資で調達しようとする不動産特定共同事業法の適用を避けることができず（営業者が不動産取引から得る収入を分配するために投資家との間で匿名組合契約を締結し金銭の出資を受ける場合には、当該営業者は主務官庁から、許可を取得することを要する）、このことが強く影響して、不動産投資の対象は、現物から不動産信託受益権化への性状転換が必須のものとなっている。

5. 不動産現物と信託受益権販売業

不動産信託受益権の販売については、それを業として遂行するという発想は比較的最近のものであり、今回の信託業法の改正までは、なんらの規制もなかった。強いて言えば、信託銀行が、受益権販売業務の受託を受けて報酬を得るという位置づけをする場合が見られた程度であり、大々的に受益権の販売を業とするまでには至っていないように見受けられる。

信託受益権の販売ということになると、宅地建物取引業法の適用がなく、不動産特定共同事業法も無関係になる。実際には、信託受益権になっていようがいまいが対象となる現物不動産しか実在しないので、宅地建物取引業類似の取引形態（重要事項説明書のようなものを作成して販売に関与するものが立会人などとして売買契約に捺印し、それなりの報酬を得る）が取られてきている。しかし、法的には、不動産現物と不動産信託受益権は明確に区分されてきたのである。

6. 信託受益権販売業の概要

6.1 法律上の定義

信託受益権販売業は、改正信託業法第2条10項で「信託の受益権（証券取引法第2条第1項に規定する有価証券に表示される権利及び同条第2項の規定により有価証券とみなされる権利を除く）の販売又はその代理若しくは媒介を行う営業をいう」と定義されている。今回の信託業法改正により、信託受益権販売業の登録を行った者に限り信託受益権の販売又はその代理若しくは媒介を行えることとなった（法86条）。なお、法105条によれば信託銀行（管理型信託会社を除く信託会社、つまり、従前の信託銀行のようなもの）、証券会社、登録金融機関（証券取引法第65条の2第3項に規定する登録金融機関）は登録を経なくとも信託受益権販売業を営むことができる。

6.2 業の意味

改正信託業法では、「信託の受益権の販売又はその代理若しくは媒介を行う営業」が信託受益権販売業とされ（2条10号）、信託受益権販売業を営むには内閣総理大臣の登録を受けることが必要とされている（86条）。他の業法と同様に、「業として行う」とは、「不特定多数の者を相手方として反復または継続して行うこと、もしくは反復又は継続して行う意思をもって行うこと」あるいは「反復継続する意思のもとに行為をなすこと」をいう（不特定多数の者を相手方とする必要があるか否かは見解が分かれている）。そして「営む」といえるためには営利の目的があることが必要とされているが（最判昭和48年7月7日判時715号111頁）、営利の目的は、個々の行為について現実的利

益が存することは必要ではなく、一連の行為を包括的に見て利益を上げる場合であれば足りるとされる。

「信託の受益権の販売又はその代理若しくは媒介を行う営業」に受益権の取得の代理若しくは媒介が含まれるのであろうか。信託受益権を反復または継続して販売する場合は受益権販売業に該当することになるが、取得だけを反復又は継続して行う場合には含まれないような日本語になっている。もっとも、取得したものを通常はいつかは販売することになるわけで、その段階で登録が必要になると考えれば、自ら受益権を取得するだけの場合には、それが反復継続されても登録が不要と考えてもおかしくはないであろう。

問題は、受益権の取得者から、代理若しくは媒介の委託を受けた場合である。「媒介」とは「当事者の一方又は双方の依頼により、当事者間の売買や賃借等の契約の成立をあっせん尽力する事実上の行為」をいい（例えば、明石著、改訂版詳解宅地建物取引業法34頁）、具体的には、相手方当事者を探ること、当事者を現地に案内すること、当事者間にあって金額の折り合いをつけてやること、契約に立会うことなどをいう（注解特別刑法補巻（1）25頁）。そうすると、取得者（買主）となろうとする者から媒介を受けた場合でも、販売の媒介を行う営業と解釈できないわけではない。取得者の代理の場合には、あくまで取得者の代理人となって行動するので、販売代理をしているわけではないが、取得者からの媒介を受けた場合にも販売業になるとすると、それとの比較均衡からいって、取得者の代理の場合にも、販売業に含まれると解釈する余地が

ある。しかし、取得者からの買い仲介を受けた場合には、委託者の意思としては取得の仲介を依頼しただけであって、文言を素直に解したい（つまり買い仲介の場合には登録が不要）。また、別途、売主は販売業者としての登録ないし、販売業者の選任をする必要があり、買主保護は、最低限図られていると考えられる。

もっとも、この問題は、現時点では明確ではないので、今後の議論の進展に留意されたい。

6.3 受益権保有者自らが登録をすることの必要性

SPCが行う信託受益権の販売については、外部の登録販売業者に全面的に委任する場合には、SPC自身が登録業者になる必要はないという見解が、ガイドライン案で示されていた。最終的なガイドラインでは、これをさらに進めて、SPCという限定なしで、(1) 信託受益権の保有者が、勧誘、契約締結等の販売に関する対外的行為の一切を信託受益権販売業者に委任し、その旨を当該委任に係わる契約書等に明記したうえで、自らは全く販売行為を行わない場合には、当該保有者は販売を行わないものとして、登録は要しない（ガイドライン10-2-1）。

これは、外部委任型の例外といえるものであろう。

(2) 委託者兼当初受益者であるオリジネーターが、当該信託受益権を顧客への販売を目的とする信託受益権販売業者に、当該目的を契約書等に明記したうえで買い受けさせる場合、又は当該信託受益権を引当に実質的な受益者を募ることを目的とする特別目的会社に、当該目的を契約書等に明記し

たうえで譲渡する場合には、登録は要しない（ガイドライン10-2-1）。

これは販売仲介に該当する場合とSPCについての特別な措置といえるものである。この場合には上記（1）と異なり外部委託も必要とされていない。

6.4 登録の方法

6.4.1 別紙様式22号による登録申請書

信託受益権販売業の登録を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した申請書を内閣総理大臣に届け出なければならない（法87条第1項。なお、施行令、施行規則により宛先は財務局に委任）。信託業法施行規則81条により別紙様式22号により作成することとされている。

- (1) 商号、名称又は氏名
- (2) 法人であるときは、その役員の氏名
- (3) 信託受益権販売業を営む営業所又は事務所の名称及び所在地
- (4) 他の業務営むときは、その業務の種類
- (5) その他内閣府令で定める事項（信託業法施行規則82条が準用する同70条によると、役員が他の法人の常務に従事し、又は事業を営む場合にあっては、当該役員の氏名並びに当該他の法人又は事業所の商号又は名称及び事業の種類）

6.4.2 添付書類

申請書には次に掲げる書類を添付しなければならない（法87条2項）

- (1) 89条1号又は2号に該当しないことを誓約する書面
 - ① 主要株主が過去信託業法に違反し、罰則を受けたこと等がないこと
 - ② 役員に被後見人、破産者等がないこと

こと

(2) 業務方法書（信託業法施行規則84条、同72条）

①取り扱う信託受益権の種類

②取り扱う信託受益権の種類ごとに信託受益権の販売、その代理又は媒介のいずれを行うかの別（信託受益権の販売、その代理又は媒介のいずれを行う場合はその旨）

③信託受益権販売業務の実施体制

ガイドライン10-2-4（1）業務方法書の審査法令等を遵守した適性な営業を行うための体制として、以下の事項が記載されているか。

イ 申請者が法人である場合には、行おうとする信託受益権販売業務の規模・特性に応じて、顧客管理、苦情・紛争処理、社内教育・研修、法令遵守の管理（誤認防止体制の確保を含む）、内部監査等を的確に行うための体制が記載されているか。

また、内部監査部門は、信託受益権販売業務を行う全ての部門に対して十分な牽制機能が働く独立した体制となっているか。

なお、信託受益権販売業務を担当する組織およびその事務分掌について、業務方法書に詳細を記載していない場合には、社内規則に規定しているか。（なお、ガイドライン10-4-2では、「法人である信託受益権販売業者については、顧客への勧誘・説明に関する社内規則に、顧客への勧誘、説明の方法が具体的に定められ、顧客の属性に

照らした適切な信託受益権の販売等を行うこととしているか。また、その遵守状況を適切に検証することとしているか。」とあることに留意。）

ロ 規則84条2項において準用する規則72条2項1号及び2号に掲げる誤認防止のための体制が記載されているか（下記④、⑤のこと）。

ハ 取扱う信託受益権に係る受託者である信託会社又は信託兼営金融機関に対して、必要に応じて当該信託受益権の内容に関する照会を行うこととしているか。

ニ 法令等を遵守し、信託受益権の適切な説明を顧客に行えるよう営業の担当者に適切に研修等を実施することとしているか。

④他の信託会社、金融機関と同一の建物で信託受益権販売業を営む場合は、顧客が他の金融機関であると誤認することを防止するための体制

⑤インターネットを用いて信託受益権販売業を営む場合は、顧客が他の者であると誤認することを防止するための体制

(3) 定款及び商業登記簿の謄本

(4) その他内閣府令で定める事項
信託業法施行規則83条

①役員の履歴書及び役員の住民票の抄本並びに役員が法5条8号イからチのいずれかにも該当しないことを当該役員が誓約する書面

②信託受益権販売業以外の業務を営む場合は、当該業務の内容を記載した書面

③申請者が信託受益権販売業務に関する知識及び経験を有する者であることを

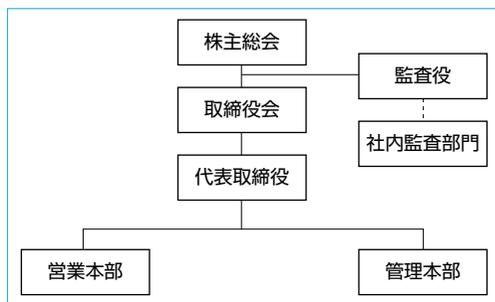
証する書面（適宜で履歴、業務の内容等を記載する必要あり）

ガイドライン10-2-4 (2) 業務遂行能力の審査

- イ 営業の本部機能を有する部門に、信託業務等に関する知識を有する者を複数名配置することとなっているか。
 - ロ 内部監査を行う部門に、信託業務等に関する知識を有する者を配置することとなっているか。
 - ハ 法令等遵守の管理部門に、信託業務等及び信託関係法令に関する知識を有するものを配置することとなっているか。
- ニ 信託受益権販売業務に係わる営業の担当者は、信託業務等に関する知識を有する者であるか。
- ホ 宅地又は建物を信託財産とする信託受益権の販売等を行う場合には、上記イ、ロ及びハの各部門に、宅地・建物の取引に関する知識を有する者を配置することとなっているか。また、宅地又は建物を信託財産とする信託受益権の販売等を行う営業の担当者は、規則別表11号に掲げる事項の説明を適切に行うことができるよう、宅地及び建物の取引に関する知識を有する者であるか。

ガイドライン10-2-4 (2) などの業務遂行能力の審査を見ると、営業部門と管理部門（法令遵守）のほかに、牽制機能を有する社内監査部門が別途独立して必要のようにも見える（右上図のようなイメージ）。し

かし、小規模の会社で、このような独立した社内監査部門を有することは困難な場合も多く、実態に即した運用が望まれる。



6.4.3 登録の拒否

内閣総理大臣は、申請者が次のいずれかに該当するとき、又は87条1項の申請書若しくは同条2項の添付書類に虚偽の記載があり、若しくは重要な事実の記載が欠けているときは登録を拒否しなければならない（法89条）。

(1) 法人であるときは次のいずれかに該当する者

①申請法人の主要株主が法人である場合に、当該主要株主が過去信託業法に違反し、罰則を受けたことがあることなど（法5条2項10号イ又はロ）

②申請法人の役員のうち被後見人、破産者等がいること（法5条2項8号イからチ）

(2) 信託受益権販売業務を的確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない者

(3) 他に営む業務が公益に反すると認められる者

6.4.4 経過措置

経過措置については、信託業法施行令附

則3条に、「法の施行の際すでに信託受益権販売業を営んでいる者は、法の施行の日から30日間は法第86条第1項の規定にかかわらず、引き続き信託受益権販売業を営むことができる。その者がその期間内に法第87条第1項の登録の申請をした場合において、その期間を経過したときは、その申請について登録又は登録の拒否の処分があるまでの間も同様とする。」とある。これにより、改正信託業法の施行日（平成16年12月30日）時点で現に信託受益権販売業を営んでいる者は、施行日から30日以内（※平成17年1月28日（金）まで）は引き続き改正信託業法の適用を受けずに業務を営むことができるし、その日までに登録の申請をすれば、その申請に基づき登録がなされるまでの間（登録が拒否された場合には拒否されるまでの間）は登録のない状態でも信託受益権販売業を営むことができるものとされている。なお、経過措置の適用を受ける間は、改正信託業法上の各種義務は適用されないと考えられる。

登録申請をしてから登録までの標準処理期間は、2カ月である（施行規則105条）。もし、1月29日以降に登録の申請をすると、実際に登録がなされるまで、信託受益権販売業は営めないことになる。

なお1月14日の金融庁ホームページによれば、登録申請に際しては、「信託業法の施行の際現に信託受益権販売業を営んでいることを証する書面」を別途提出する必要があるとされている。

6.5 信託受益権販売業者に対する規則

6.5.1 登録（内閣総理大臣）有効期間 3年
受益権販売業の登録の有効期間は3年であ

る。期間満了の3カ月前の前日から2カ月までの日までの間に登録更新の申請をしなければならない（法87条3項、施行令17条）。平成20年1月31日に期限が到来する場合は、平成19年10月30日から同年11月30日までの間に申請手続を行うこととなる。法87条1項各号に定める事項に変更があった場合、2週間以内に所管財務局宛に変更届を提出しなければならない（法90条、施行規則（6条、74条））。業務方法書を変更した場合は、遅滞なくその旨を所管財務局宛に届け出なければならない（法90条3項）。廃業等の場合には、30日以内に届出をしなければならない（法99条、施行規則102条、80条）。

6.5.2 営業保証金

営業保証金1,000万円を最寄の供託所に供託しなければならない（法91条、施行令19条）。ただし、当局からの命令があれば直ちに保証金を供託する旨の契約を締結し、その旨を届け出た場合は、保証金の全額又は一部を供託しないことができる（法91条3項）。

6.5.3 標識の掲示

営業所又は事務所毎に縦20cm以上×30cm以上の標識を掲示しなければならない（法92条、施行規則93条、別紙様式29号）

6.5.4 名義貸しの禁止

信託受益権販売業者は、自己の名義をもって、他人に信託受益権販売業を営ませてはならない（法93条）。

6.5.5 信託受益権の内容の説明

信託受益権販売等を行うときは、顧客に対し説明をしなければならない（法94条、

施行規則94条)。なお、施行規則94条3項9号では、不動産に係る信託受益権の販売等を行う際は、宅建業法35条に準じて別表11号に定める事項を説明しなければならないとされている。但し、顧客が機関投資家である場合、すでに同種の信託受益権を保有している場合、複数の販売業者の内の1社が顧客宛説明している場合は、この限りではない(法94条但書、施行規則97条)。

6.5.6 信託受益権の内容を記載した書面の交付

売買契約締結時には、所定の事項を記載した書面を顧客宛に交付しなければならない(法95条、施行規則96条)。なお、上記6.5.5の但し書きと同様の例外規定がある(法95条但書、施行規則97条)。

6.5.7 行為準則

法23条では、信託会社は信託の引受に際して委託者に対して虚偽のことを告げる行為を禁止されるなど、一定の行為準則が定められているが、信託受益権販売業者が顧客に対して同様のことを行うことも禁止されている(法96条、施行規則77条)。

6.5.8 帳簿書類の作成保存

信託販売業務に関し、所定の事項を記載した帳簿を売買契約の日から5年間、保存しなければならない(法97条、施行規則100条)。

6.5.9 信託受益権販売業務に関する報告書と公衆縦覧

営業年度毎に信託受益権販売業務に関する報告書を作成し、営業年度経過後3カ月以内に所管財務局宛に提出しなければならない

い(法98条、施行規則101条、別紙様式31号)。

6.6 監督措置

以下の監督措置がある。内閣総理大臣は、必要と認めるときは、販売業者に資料の提出を求め、又、立入検査を行うことができる(法100条)。また、必要と認めるときは販売業者に対して業務改善命令を出すことができる(法101条)。さらに、所定の事由に該当した場合は販売業者の登録取消等の処分を行うことができる(法102条)。

7. 有価証券化されている信託受益権

証券取引法上の有価証券は、信託受益権販売業者が取り扱えるものではない。

8. 信託契約に対する影響

8.1 信託業務の委託

従来の信託契約においては、不動産の管理方法として、受託者が受益者の指図により外部のPM会社との間でPM契約を締結し、管理業務を委託することを明らかにしていたが、これが信託業務の一部を受託者からPM会社に再委託しているという認識は余りなく、どちらかというPM会社の遂行するPM業務については受託者は何らの責任も負わないという側面が強調されてきた。今回の改正では、信託業務の委託について一定の事項を契約(信託契約)上、明らかにする必要があるが出てきた。下記の条項に従い、信託業務の一部を委託すること及びその信託業務の委託先(委託先が確定していない場合は、委託先の選定に係る基準及び手続)を信託契約において明らかにする必要がある、さらにはPM契約などにおいても、委託先(PM会社等)が委託された財産を自己の

固有財産と分別して管理することその他の内閣府令で定める条件（信託業法施行規則第二十九条）を義務付ける必要がある。

（信託業務の委託）

第二十二条 信託会社は、次に掲げるすべての要件を満たす場合に限り、その受託する信託財産について、信託業務の一部を第三者に委託することができる。

一 信託業務の一部を委託すること及びその信託業務の委託先（委託先が確定していない場合は、委託先の選定に係る基準及び手続）が信託契約において明らかにされていること。

二 委託先が委託された信託業務を的確に遂行することができる者であること。

三 委託に係る契約において、委託先が委託された財産を自己の固有財産と分別して管理することその他の内閣府令で定める条件が付されていること。

内閣府令（信託業法施行規則）

第二十九条 法第二十二条第一項第三号に規定する内閣府令で定める条件は、次の各号に掲げるものとする。

一 委託先は、委託を受けた財産を自己の固有財産その他の財産と分別して管理すること。

二 委託先は、信託会社の同意なく業務の再委託を行わないこと。

三 委託先は、信託会社の求めに応じ、委託を受けた財産の管理及び処分の状況並びに前号の信託会社の同意を得て行った業務の再委託の状況（再委託の契約の内容及びその履行に関する状況を含む。）について説明しなければなら

ないこと。

四 委託先は、委託を受けた財産の管理及び処分の状況を記載した書類を主たる事務所に備え置き、信託会社の求めに応じ、これを閲覧させること。

五 信託会社は、信託契約の委託者又は受託者の権利利益を保護するため必要があると認めるときは、委託先との委託に係る契約を解除することができること。

8.2 どのような行為が信託業務の委託に該当するか

ガイドライン3-3-5

業務の内容及び個々の信託財産の管理又は処分の状況等に照らして、当該第三者が信託財産の管理又は処分に関する裁量を有すると認められるか否かにより判断

該当しない例：

設備運転管理業務、清掃業務、警備業務、植栽管理業務

なおガイドライン3-3-5では、不動産の処分を不動産会社を通じて行う場合、訴訟を弁護士に委託する場合、信託財産を他の信託会社等に信託する場合も該当しない例として挙げられている。

該当する可能性がある例：

建物及び設備の保守・修繕業務、賃料の請求・徴収業務（なおガイドライン3-3-5では、「第三者が行う金銭債権の回収事務の内容が、債務者から当該第三者の預金口座に入金された弁済金を受託者の預金口座に入金するにとどまるなど、裁量を有しないものである場合」には、該当しないとしてい

る)、テナントとの賃貸借契約に関する媒介業務

8.3 委託先が具体的に決まっていない場合の措置

ガイドライン3-2-2 (5)

委託先が確定していない場合における委託先の選定に係る基準及び手続きについては、委託先が法第22条第1項2号に掲げる要件を満たすよう、例えば以下のような委託先の選定基準が記載されているとともに、選定にかかる手続きが具体的に記載されているか。

- ①委託する信託業務の種類ごとに、当該委託する業務に関して規制する法律に基づく免許、登録等を受けているものであること。
- ②信用力等に照らし、委託する業務の継続的な遂行が可能である者であること。
- ③委託する業務に係る実績や業務の内容に即した人材の確保の状況等に照らし、委託する業務を的確に遂行する能力がある者であること。
- ④委託される財産の分別管理を行う体制や内部管理に関する業務を適正に遂行するための体制が整備されている者であること。

8.4 信託業務の委託と受託者の責任

パブコメにあるとおり、受託者は民法第715条の使用者責任と同様の責任を負うとすると、民法第715条の判例理論からは、相当程度重い責任を負う。例えば、失火の責任に関する法律では、民法709条の特則として、失火の場合には失火者に重大な過失がある場合に失火者は責任を負うものとしている。

しかし、最高裁判例(昭和42年6月30日)では、失火者に重過失があって失火した場合、使用者の選任監督上の注意義務違反については通常の過失で足りるとする(重過失までは要求されない)。

なお、下記の信託業法23条を任意規定と解釈することは、困難ではないかと考える。

(信託業務の委託に係る信託会社の責任)

第二十三条 信託会社は、信託業務の委託先が委託を受けて行う業務につき受益者に加えた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、信託会社が委託先の選任につき相当の注意をし、かつ、委託先が委託を受けて行う業務につき受益者に加えた損害の発生防止に努めたときは、この限りでない。

8.5 信託契約の内容の説明(事前説明義務)

信託契約締結時には、事前説明義務(信託業法25条)と、締結時における書面交付義務(信託業法26条)が明記された。書面交付については、内容は契約書の記載で足り、また交付義務も契約書の交付で足りる。事前説明は、契約締結前に契約内容を説明することで足りる。

(信託契約の内容の説明)

第二十五条

信託会社は、信託契約による信託の引受けを行うときは、あらかじめ、委託者に対し当該信託会社の商号及び次条第1項第3号から第16号までに掲げる事項を説明しなければならない。ただし、委託者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令で定める場合は、この限りでない。

内閣府令

信託業法施行令第三十一条（信託契約の内容の説明を要しない場合）

（信託契約締結時の書面交付）

第二十六条

2 信託会社は、前項の書面の交付に代えて、政令で定めるところにより、委託者の承諾を得て、当該書面に記載すべき事項を電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であって内閣府令で定めるものにより提供することができる。この場合において、当該信託会社は、当該書面を交付したものとみなす。

参照政令・内閣府令

信託業法施行令第十三条（情報通信の技術を利用する方法）

信託業法施行規則第三十四条（情報通信の技術を利用する方法）

8.6 信託財産状況報告

（信託財産状況報告書の交付）

第二十七条 信託会社は、その受託する信託財産について、当該信託財産の計算期間ごとに、信託財産状況報告書を作成し、当該信託財産に係る受益者に対し交付しなければならない。ただし、信託財産状況報告書を受益者に交付しなくても受益者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令で定める場合は、この限りでない。

2 前条第二項の規定は、受益者に対する前項の信託財産状況報告書の交付について準用する。

信託業法施行規則第三十七条（信託財産

状況報告書の記載事項等）

信託業法施行規則第三十八条（信託財産状況報告書の交付を要しない場合）

8.7 信託会社の行為準則

（信託業務の委託）

第二十二条

2 信託会社が信託業務を委託した場合における第二十八条から第三十条まで（第二十九条第三項を除く。）の規定及びこれらの規定に係る第八章の規定の適用については、これらの規定中「信託会社」とあるのは、「信託会社（当該信託会社から委託を受けた者を含む。）」とする。

（信託会社の忠実義務等）

第二十八条 信託会社は、法令及び信託の本旨に従い信託財産に係る受益者のため忠実に信託業務を行わなければならない。

2 信託会社は、信託の本旨に従い善良な管理者の注意をもって信託業務を行わなければならない。

3 信託会社は、内閣府令で定めるところにより、信託財産を自己の固有財産及び他の信託財産と分別して管理するための体制その他信託財産に損害を生じさせ、又は信託業の信用を失墜させることのない体制を整備しなければならない。

※第二十二条によりPMにも適用されるので信託契約、PM契約双方において善管注意義務等の条項を設けることが必要。

（信託財産に係る行為準則）

第二十九条 信託会社は、その受託する

信託財産について、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 通常の取引の条件と異なる条件で、かつ、当該条件での取引が信託財産に損害を与えることとなる条件での取引を行うこと。
 - 二 信託の目的、信託財産の状況又は信託財産の管理若しくは処分の方針に照らして不必要な取引を行うこと。
 - 三 信託財産に関する情報を利用して自己又は当該信託財産に係る受益者以外の者の利益を図る目的をもって取引（内閣府令で定めるものを除く。）を行うこと。
 - 四 その他信託財産に損害を与え、又は信託業の信用を失墜させるおそれがある行為として内閣府令で定める行為
- 2 信託会社は、信託契約において次に掲げる取引を行う旨及び当該取引の概要について定めがあり、かつ、信託財産に損害を与えるおそれがない場合を除き、次に掲げる取引をしてはならない。
- 一 自己又はその利害関係人（株式の所有関係又は人的関係において密接な関係を有する者として政令で定める者をいう。）と信託財産との間における取引
 - 二 一の信託財産とそれ以外の信託財産との間の取引
 - 3 信託会社は、前項各号の取引をした場合には、信託財産の計算期間ごとに、当該期間における当該取引の状況を記載した書面を作成し、当該信託財産に係る受益者に対し交付しなければならない。ただし、当該書面を受益者に対し交付しなくても受益者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令で定める場合

は、この限りでない。

- 4 第二十六条第二項の規定は、受益者に対する前項の書面の交付について準用する。

参照内閣府令

信託業法施行規則第四十一条第一項、第二項、第四項（信託財産に係る行為準則）

※第二十九条第二項によると信託契約上当該取引を行う旨及び当該取引の概要について定めがあり、かつ、信託財産に損害を与えるおそれがない場合には、自己取引等も可能であるので、信託契約において、上記内容を踏まえた条項を設けることが望ましい。

また、第三項については、信託会社から委託を受けた者（PM）には適用がないので（第二十二条）PM契約上同項を踏まえた条項を設ける必要はない。

例) 第●条（自己取引等）

1. 受託者、第●条第●項の建物管理者、第●条第●項のPM会社及び第●条第●項の信託業務の委託先は、受益者の指図がある場合又は信託目的、信託財産の状況又は管理、運用若しくは処分の方針に照らして必要な場合には、次項に定める条件により、自己、利害関係人（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律第4条にて準用する信託業法第29条第2項第1号に定める「利害関係人」をいう。以下同じ。）、又は他の信託財産と本信託契約に係る信託財産との間で次の各号に掲げる取引を行うことができる。

①信託不動産の賃貸借取引

- ②信託不動産の管理業務等の受託
- ③信託不動産の売買取引
- ④信託不動産の賃貸借又は売買に係る代理又は媒介、資金の振込、残高証明書等の発行等、信託財産から手数料を収受する役務提供取引

⑤その他受益者が指図した取引

2. 前項の取引を行う場合の取引の条件は、次の各号のいずれかに該当する合理的な条件とする。

- ①受益者が指図した取引条件又は同意した取引条件
- ②鑑定評価又は市場実勢等を基準とした公正な取引条件
- ③自己又は利害関係人が前項の役務提供取引と同様の取引において第三者から収受する手数料と同水準の手数料

3. 受託者は、第1項の取引が行われた場合、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律第4条にて準用する信託業法第29条第3項に定める書面を、第25条第1項の計算期間ごとに同第2項の信託財産状況報告書とあわせて交付するものとする。但し、受益者のみの指図により第1項の取引が行われた場合を除く。

8.8 AM会社の行為準則

信託財産の管理又は処分の方法について指図を行う業を営む者を、信託業法65条で「指図権者」と定義した。

(指図権者の忠実義務)

第六十五条 信託財産の管理又は処分の方法について指図を行う業を営む者（次条において「指図権者」という。）

は、法令及び信託の本旨に従い信託財産に係る受益者のため忠実に当該信託財産の管理又は処分に係る指図を行わなければならない。

(指図権者の行為準則)

第六十六条 指図権者は、その指図を行う信託財産について、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 通常取引の条件と異なる条件で、かつ、当該条件での取引が信託財産に損害を与えることとなる条件での取引を行うことを受託者に指図すること。
- 二 信託の目的、信託財産の状況又は信託財産の管理若しくは処分の方針に照らして不必要な取引を行うことを受託者に指図すること。
- 三 信託財産に関する情報を利用して自己又は当該信託財産に係る受益者以外の者の利益を図る目的をもって取引（内閣府令で定めるものを除く。）を行うことを受託者に指図すること。
- 四 その他信託財産に損害を与えるおそれがある行為として内閣府令で定める行為

参照内閣府令

信託業法施行規則第六十八条（指図権者の行為準則）

※上記「指図権者」にAMが該当することは明らかである。よって、信託契約、AM契約の該当個所に第六十六条の内容を遵守する旨の条項を設けることが望ましい。

例) 信託契約

受益者は、受託者へ通知することにより、本件信託契約に定める受益者の受託者に対する指図権の行使を第三者（以下「指図権者」という。）に委託することができる。なお、受益者は指図権者に対して信託業法第66条に定める指図権者の行為準則を遵守させるものとする。

9. 管理型信託業

改正信託業法のポイントの一つに信託業務の担い手の拡大というものがある。従前、再開発事業において民事信託を利用するというような例外を除いて、資産の流動化は商事信託、つまり営業としての信託の引受けがなされてきた。歴史的な経緯により、営業としての信託業務を営めるものは、基本的に金融機関（銀行）であり、兼営法によって信託業務を営む法制がとられてきた。不動産流動化は、宅地建物の取引が絡むので、いわゆる専門信託銀行だけが不動産の管理処分型信託を営業として受託することができた。今回の改正により、銀行ではない信託会社が再度、誕生することになった。管理型信託会社で、法7条1項の内閣総理大臣の登録を受けたものをいう。伝統的な専門信託銀行のような業務を営むためには内閣総理大臣の免許を受ける必要がある（法3条）。管理型信託会社は管理型信託業を営む信託会社であるが、管理型信託業は以下のように定義されている。

次の各号のいずれかに該当する信託のみの引受けを行う営業をいう。

1. 委託者又は委託者から指図の権限の委託を受けた者（委託者又は委託者から指

図の権限の委託を受けた者が株式の所有関係又は人的関係において受託者と密接な関係を有する者として政令で定める者以外の者である場合に限る。）のみの指図により信託財産の管理又は処分が行われる信託

2. 信託財産につき保存行為又は財産の性質を変えない範囲内の利用行為若しくは改良行為のみが行われる信託

不動産の流動化のための信託としては、今後、この形態の信託会社でも引受けが可能となるが、既存の信託銀行との間で競争が起きるのかどうかは、いまだ定かではない。上述したように、信託受益権販売業者の登録でも結構な社内体制の整備が必要であるが、信託会社の誕生となると、次元が異なる。なお、委託者指図型投資信託の信託受託者は、信託会社又は信託業務を営む金融機関（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律第1条第1項の認可を受けた金融機関をいう。以下同様。）ということで管理型信託会社でも可能であるが、委託者非指図型（運用型）投資信託の信託受託者の資格は、信託会社（信託業法第3条又は第53条1項の免許を受けたものに限る。）又は信託業務を営む金融機関に限定されており、管理型信託会社は受託できない。

平成17年度税制改正大綱まとまる

【実現項目】

投資法人および資産流動化法上のSPC等の不動産取得の際に設けられている不動産取得税の軽減措置（課税標準を3分の1に軽減）の2年間の期限延長

平成16年12月15日、政府与党より「平成17年度税制改正大綱」が公表された。当協会は、今後、黎明期から成長期へと移行した不動産証券化市場を着実に発展させることが、日本経済の自律的回復と持続的成長を促進するうえで極めて重要な課題であるという認識に立ち、要望活動を行ってきた。

今回の税制改正において、当協会の要望事項の中で「投資法人および資産流動化法上のSPC等の不動産取得税の軽減措置の延長」について、関係官庁、関係団体および当協会の会員各社の厚い支援があり、実現することができた。

（事務局・廣田 康幸）

当協会の要望活動の経緯等

- 7月13日 「平成17年度税制改正要望」が当協会の理事会にて承認される
- 7月14日 関係官庁に当協会の「平成17年度税制改正要望」を提出
- 9月7日 自由民主党政務調査会に当協会の「平成17年度税制改正要望」を提出
- 11月12日 自由民主党国土交通部会、国土・建設関係団体委員会合同会議において、当協会の税制改正要望を説明
- 11月25日 不動産団体連合会住宅土地問題懇談会において、自由民主党の国会議員に当協会の税制改正要望を説明
- 12月15日 「平成17年度税制改正大綱」公表

平成17年度「制度改善要望」の 経過報告

内閣府規制改革・民間開放推進室
「全国規模の規制改革・民間開放要望」について

要 望 項 目

■資産流動化法関連要望

- ①資産対応証券の募集取扱要件の緩和
- ②特定持分信託の信託法第58条から適用除外を明確化
- ③特定社債に関する担保付社債信託法の一部適用除外

■投資信託法関連要望

- ①投資法人の資金調達手段の多様化
- ②投資法人の規約変更手続の緩和

■証券取引法関連要望

- ①大量保有報告制度の導入

■要望の活動経過および予定

平成16年10月18日～11月17日の期間に内閣府規制改革・民間開放推進室「全国規模の規制改革・民間開放要望」へ提出致しました要望について、同年12月14日に各省庁より一次回答が提示されましたのでご報告いたします。

尚、提示と同時に一次回答を踏まえた更なる意見等の受付が行われましたため、当協会より2項目（投資法人の資金調達手段の多様化、投資法人の規約変更手続の緩和）について意見を提出いたしました。また、内閣府規制改革・民間開放室より、残る4項目についても更なる意見の提出を行っていただきました。

一次回答および提出致しました意見等は以下の通りです。

※詳細については、規制改革・民間開放推進会議のホームページを参照ください。

「全国規模の規制改革・民間開放要望」に対する各省庁からの回答について

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/kiseikaikaku/osirase/041214/041214kaitou.html>

「全国規模の規制改革・民間開放要望」に対する各省庁からの回答への再検討要請について

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/kiseikaikaku/osirase/050107/050107kaitou.html>

引き続き各省庁との折衝が行われ、平成17年2月に内閣府規制改革・民間開放推進本部において対応方針の決定、3月には「規制改革・民間開放推進3か年計画」の改定を予定しています。

措置の分類について

a：全国規模で対応

要望内容について、全国規模での対応を図ることとしており、遅くとも平成17年度中に実施するものであって、対応策が明確であるもの

b：全国規模で検討

要望内容について、実施を前提に既に検討に着手しているものの、

- ・対応策が不明確であるもの
- ・実施時期が不明確、若しくは平成18年度以降のもの

現在検討は行っていないものの、

- ・今後検討を予定されているもの
- ・今後検討に値すると考えるもの

c：全国規模で対応不可

要望内容について、全国規模での対応不可能であるもの

■資産流動化法関連

1. 資産対応証券の募集取扱要件の緩和

(法第150条の2)

資産対応証券の発行時において、特定資産の譲渡人（オリジネーター）が自ら資産対応証券の募集等を行わない場合、且つ私募の場合に限り特定目的会社の取締役又は使用人が資産対応証券の募集等ができるようにしてほしい。

(一次回答)

処置分類：c〈6月要望時の処置分類：c〉

本規制は、発行証券の担保となる資産の取得が行われる見込みのないまま証券が発行されるといふ詐欺的行為を防止するため、特定目的会社の取締役等による募集を

禁止し、第三者たる証券会社等による証券募集を義務付けることにより、スクリーニング機能の作用を期待しているものであり、投資家保護の観点から維持すべき。

(再検討要請：内閣府)

現状特定資産の譲渡人（オリジネーター）が自ら資産対応証券の募集等を行わない場合は、証券業者に募集・販売等を委託する方法しかなく証券会社に支払う手数料等、SPCが余分なコストを負担することになってしまっている。また、特定目的会社の取締役等は募集後も引き続き流動化計画の終了まで継続関与するものであり、特定資産について熟知した特定目的会社の取締役・使用人が資産対応証券の募集をすることは、コスト低減の観点から投資家の利益に資するものである。①オリジネーターの委任を受ける等詐欺的行為を防止するための一定の措置を講じ、かつ私募の場合に限って、SPCの取締役又は使用人が資産対応証券の募集等を行うことについて、①改めて実施に向けた具体的な対応策を検討され、示されたい。②上記①を踏まえた実施時期について、その時期となる理由も含め具体的に示されたい。

2. 特定持分信託の信託法第58条から

適用除外を明確化（法第31条の2）

資産流動化法の特定持分信託に関わる法文において、信託法第58条の適用が除外されることを法文上明らかにするか、あるいは、当局の解釈を一般に対して明確化することを要望する。

(一次回答)

処置分類：b〈6月要望時の処置分類：b〉

法務省において、平成17年度中に信託法の改正について関係法案を国会に提出することを目途として作業を行っていく予定であると承知しており、特定持分信託に関して信託法58条の特例を設けるか否かについては、当該改正作業の動向を踏まえつつ検討する。

(再検討要請：内閣府)

- ①特定持分信託に信託法58条の適用があるかどうか解釈を明確にすることについて回答いただきたい。
- ②現時点の検討状況についてご回答いただきたい。
- ③平成17年度中に、特定持分信託について、信託法58条の特例を設けることについて回答いただきたい。

3. 特定社債に関する担保付社債信託法の一部適用除外（法第113条）

特定社債について、担保付社債信託法の一部適用除外とすることができるよう要望する。

(一次回答)

処置分類：c〈6月要望時の処置分類：c〉

担保付社債信託法は、社債権者の保護等の観点から広く社債に物的担保を附することとする場合の規制を定めたものであり、特定の会社形態の場合について規制を適用除外する仕組みとはされておらず、特定会社についてのみ一部適用除外とすることは困難である。

(再検討要請：内閣府)

要望では①「平等な担保利益の享受」（担信法第71条）②「転質・流質契約の禁止」（担信法第73条）③「担保の変更（担信法第75条）」「担保権の順位の譲渡または放棄」（担信法第75条の2）④「担保権の実行」（担信法第82条）の見直しを求めている。実務的ニーズを鑑みて、以上4点について担信法の一部適用除外とすることについて改めて検討し、具体的な対応策を示されたい。

■投資信託法関連

1. 投資法人の資金調達手段の多様化

投資法人が発行できる債券として、投資法人債に加え、CPの発行を可能とすることを要望する。

(一次回答)

処置分類：b〈6月要望時の処置分類：c〉

現状において投資法人の資金調達手段として、借入金及び投資法人債の発行が認められており、借入制限もなく、規約に限度額さえ記載すれば機動的かつ柔軟に投資法人債の発行を行うことができる。CPの発行に関し必要な措置について検討を開始する。

(再検討要請：当協会)

結論時期について、その時期となる理由も含め、具体的に示されたい。

2. 投資法人の規約変更手続の緩和

租税特別措置法等において、投資法人の規約への記載が求められる改正があり規約変更が必要となった場合においても、投資法人が規約へ記載しなければならない租税特別

措置法等で求められている要件を既に満たしている場合には、暫定措置として次期投資主総会までの間は官報等へその旨を掲載するか、投資主への通知をする事で済むよう要望する。

(一次回答)

処置分類：c〈6月要望時の処置分類：c〉

規約は投資法人の根本規則であり投資法人の基本的事項が定められたものであることから、規約を変更する場合において、投資法人の最高意思決定機関たる投資主総会の決議により、投資主の意思を反映させる手続きを踏むことは、必要と考えられる。

(再検討要請：当協会)

租税特別措置法等において求められている要件を既に満たしている場合に、規約へその旨を記載するために、投資主総会を開催することは、投資主総会開催の手間・コスト等を考えると重要性は低い。投資主への通知が担保されていれば十分であると考えられる。よって①次期投資主総会までの間は官報等へその旨を掲載するか、投資主への通知をする事等の措置を講じた上で緩和することについて対応することができないのであれば、その理由について具体的に示されたい。②改めて検討の可否について具体的に示されたい。

■証券取引法関連

1. 大量保有報告制度の導入

一般の株式等と同様に、証券取引法に規定する大量保有報告制度（5%ルール）を投資法人の投資証券にも適用されるよう要望する。

(一次回答)

処置分類：b〈6月要望時の処置分類：b〉

投資証券について大量保有報告制度を導入し、大量保有者の情報を開示することは、市場の公正性、透明性は確保される反面、新たに投資証券の大量保有者に報告義務を課すことになり、投資に係るコストを増大させるため、投資証券の流通性を阻害することが考えられることから、投資証券の発行者や保有者などの関係者から意見を聴取するとともに、金融審議会での導入の可否について、十分な検討が必要であり、今後の検討スケジュールについて示すことは困難。

なお、公開買付制度と大量保有報告制度の趣旨は異なるものであり、投資証券が大量保有報告制度の対象となっていないことが公開買付制度に影響を及ぼすとは考えられない。

(再検討要請：内閣府)

株価に影響を及ぼしやすい株券等の大量保有の情報を公開する事により、市場の公正性、透明性を確保し、投資過保護を図る制度の趣旨からすると、現在株券等と比較し流通数の低い投資証券の方が、大量保有報告制度（5%ルール）が投資家保護に資する貢献度は高い。改めて検討開始時期について具体的に示されたい。

(事務局・池田 哲也)

協会代表者交代（敬称略）

当協会の指定代表者が交代となりました。新代表者は次のとおりです。

<正会員>

●日興シティグループ証券株式会社

（平成16年12月21日付）

就任：代表執行役社長 安倍 秀雄

運営委員会 ●第11回／平成16年12月22日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 新潟中越地震義援金の拠出について
100万円を予備費より拠出し、日本赤十字社に寄託することを異議なく承認した。
予備費拠出は理事長決裁事項のため、理事長決裁後原案どおり履行した。

主な報告事項は右記のとおり。

1. 平成17年度税制改正要望結果について
2. 平成17年度制度改善要望の中間報告等について
3. 改正証券取引法（YK-TKのみなし有価証券化）について
4. 改正信託業法（信託受益権販売業者）について
5. 平成17年度事業計画策定スケジュールについて
6. 今後の主な日程

市場整備委員会 ●第16回／平成16年12月15日

当日の議事は以下の通り。

【報告事項】（事務局より説明）

1. 前回（第15回）議事録の確認
2. 個人情報保護法に係る対応について
3. 「不動産投資インデックスガイドラインのフォローアップ調査」について
4. 金融審議会金融分科会第一部会（投資サービス法の議論）について
5. 「一般事業会社の保有不動産に関する意向調査」について

【検討事項】

1. 投資家保護施策について
(1)「不動産証券化協会における投資家保護の方向性」について
主に、「不動産証券化協会における投資家保護の方向性」に関し、『平成17年度以降の取組み内容』と『平成17年度の重点活動テーマ』について議論した。

教育プログラム推進委員会 ●第3回／平成16年12月24日

【報告事項】

1. 第1回モニター講座について
2. 第1回モニター講座修了試験問題について
3. 米国視察の報告「米国不動産鑑定協会（AI）の教育プログラム」について

【審議事項】

1. 教育プログラムのコンセプトの確認
(1)どのような人材の輩出を目指すのか
(2)どのような資格制度を目指すのか
2. 資格名称（称号）について
3. 実務経験要件について
4. 継続教育と倫理行動モニタリングについて

投資行動研究会 ●第8回／平成16年9月29日

1. 主な議題
(1) 第4回「不動産運用に関するアンケート結果報告」
(2) 「本研究会とりまとめ方針」について
(3) 「北米調査団派遣」について
2. 報告・検討内容
本研究会は平成13年から継続しているものであるが、この間に年金基金をはじめとする機関投資家の意識および行動が大きく変化するとともに、昨今では年金向けの不動産投資商品が多く開発されつつある。こうした状況に鑑み、一旦これまでの研究会活動を総括し、今後の課題を整理する目的で今年度末を目処に報

告書を取りまとめる方針を確認した。次年度以降は、別途テーマを設定の上、メンバーも更新して新研究会を再開する予定。

「北米調査団派遣」は本研究会活動の締めくくりとして、北米の年金基金等による不動産投資の歴史と最新動向を調査するため平成16年11月に派遣するもので、その趣旨・訪問先・ヒアリング項目等について報告した。

その他、5月に実施した機関投資家向けアンケート結果について報告した。

■ 投資法人設立手続き研究会 ●第1回／平成16年11月30日

当日の議題は以下のとおり。

1. 委員自己紹介
2. 研究会設置の趣旨説明および進め方
当研究会設置については、投資法人設立に関する法令手続、会計、税務、内部管理等のポイントを盛り込んだ投資法人設立の手引書を作成し、今後新たに投資法人を設立しようと考えている事業者等が参考とし、ま

たJ-REIT市場の普及・拡大を図ることを目的とする。

研究会の進め方については、投資法人設立手引書目次案に沿って、各プレーヤーが執筆分担し、手引書をまとめる。

3. 意見交換
投資法人設立手引書目次案の内容について、意見交換が行われた。

●委員(社名五十音順、敬称略)

原田 昌平	新日本監査法人	金融サービス部金融ソリューション・グループ	代表社員
四釜 宏史	新日本監査法人	金融サービス部金融ソリューション・グループ	シニアマネージャー
木田 彰	新日本監査法人	金融サービス部金融ソリューション・グループ	
後藤 智之	住友信託銀行株式会社	不動産業務部企画・業務開発グループ	グループマネージャー
金子 伸雄	住友信託銀行株式会社	不動産業務部企画チーム	チームリーダー
金子 勝己	大和証券SMBC株式会社	ストラクチャード・ファイナンス部	課長代理
永井 雄久	大和証券SMBC株式会社	ストラクチャード・ファイナンス部	
清水 毅	中央青山監査法人		代表社員
和田 涉	中央青山監査法人	金融部	公認会計士
竹内 寛	中央三井信託銀行株式会社	不動産投資顧問部ファンド開発グループ	主席調査役
熊木 徹	中央三井信託銀行株式会社	不動産投資顧問部ファンド開発グループ	調査役
田中 俊平	長島・大野・常松法律事務所		弁護士
三原 秀哲	長島・大野・常松法律事務所		弁護士
萩原 俊昭	日興シティグループ証券株式会社	投資銀行本部	ディレクター
野村 誠	野村證券株式会社	アセット・ファイナンス部	次長
鬼頭 朱実	ブライスウォーターハウスコーパース税理士法人	中央青山	金融部 税理士
梅田 浩樹	みずほ証券株式会社	ストラクチャードファイナンスグループ	不動産ファンド部長
渾大防 清	三菱証券株式会社	投資銀行本部金融開発部REIT業務推進課	REIT業務推進課長
山口 巧	三菱証券株式会社	投資銀行本部金融開発部REIT業務推進課	部長代理
早坂 芳文	三菱信託銀行株式会社	不動産カストディ部不動産投資グループ	課長
中村 大介	三菱信託銀行株式会社	不動産カストディ部不動産投資グループ	営業推進役
中野 春芽	森・濱田松本法律事務所		弁護士
根岸 岳彦	森・濱田松本法律事務所		弁護士
尾本 太郎	森・濱田松本法律事務所		弁護士

●事務局

市井 達夫	事務局長
青柳 宏一	事務局次長兼業務部長
小林 秀智	業務部 主任調査役
水登 朱美	調査研究部 上席調査役

■ 不動産証券化に関わる人材育成方策に関する研究会

●第3回／平成16年12月17日

【報告事項】

1. 第2回 研究会議事録について
第2回研究会議事録について報告をした。

【意見交換】

1. 資格制度の目的について
2. 継続教育と倫理行動モニタリングについて
3. 研究会調査報告書(案)の骨子について

【審議事項】

1. 意見発表
(1)ユーエイエムジャパンインク シニアマネージャー
木浦 尊之氏
「米国不動産投資顧問業界で求められる人材像」について意見発表を頂き、出席者で審議した。

■ 投資法人資産運用業の新規認可取得について

投資信託及び投資法人に関する法律第6条の規定に基づく投資法人資産運用業の認可を、ジャパン・シングルレジデンス・アセットマネジメント株式会社(平成16年12月20日付)とスターツアセットマネジメント投信株式会社(平成16年12月20日付)が新たに取得した。

● ジャパン・シングルレジデンス・アセットマネジメント株式会社

本店所在地：東京都港区麻布台一丁目7番2号
 設立年月日：平成16年1月29日
 資本金：1億6千万円
 資本構成：(株)ダーウィン 33.3%
 リーマン・ブラザーズ・インベストメンツ・
 ジャパン・インク 33.3%
 (株)クリード 33.3%

● スターツアセットマネジメント投信株式会社

本店所在地：東京都中央区日本橋三丁目2番9号
 設立年月日：平成13年10月31日
 資本金：1億5千万円
 資本構成：スターツアメニティ(株) 67%
 スターツ(株) 33%

■ 事務局人事

● 出向元へ復帰(平成17年1月1日付)

● (前) 業務部 主任調査役 世川 寿弥

株式会社東京建物プロパティ・マネージメント
 資産運用マネージャー



1月から東京建物(出向元)の関連会社であり、主に不動産特定共同事業法商品を扱う(株)東京建物プロパティ・マネージメントというところに着任いたします。2年4カ月の間、関係者の方々には大変お世話になり、心から御礼申し上げます。ARES(当時はCRES)に来る前は、マンションの開発畑に長くおりましたので、不動産証券化はイロハからのスタートで、「アップリート? レバを効かす? 日本語さえも危ういの、聞いたことがないような英語を使って話さないでくれたら」という状況でした。今でも小学校1年生の娘に「お父さんの仕事って、何をやっているの?」と聞かれ、歯切れの良い説明ができず、困惑しております。それはさておき、税制改正要望活動においては、関係者の方々のご支援で、いくつかの成果を得られることができ、深く御礼申し上げます。また、ARESに在籍中、様々な場面でご支援くださった方々に、この紙面をお借りし、重ねて御礼申し上げます。

● 出向受け入れ(平成17年1月1日)

● 業務部 主任調査役 宮川 知治

東京建物株式会社
 ビルマネジメント部 営業推進グループ
 課長代理



■ 社団法人不動産証券化協会、社団法人不動産協会、社団法人不動産流通経営協会共催 「不動産信託受益権販売業の登録申請手続き に関する説明会」を開催

「不動産信託受益権販売業の登録申請手続きに関する説明会」(平成17年1月13日)を、金融庁総務企画局企画課課長補佐 細川昭子氏、金融庁監督局銀行第一課課長補佐 大澤清司氏、金融庁監督局銀行第一課法務係長 信耕学氏を講師にお招きし、霞ヶ関東京會館ゴールドスタールームで開催した。



■ 北米年金基金調査団帰朝報告

●調査の趣旨

当協会では、国内における年金基金による不動産関連商品への投資意欲の高まりを受け、かねてより「投資行動研究会」を設置し、最近の国内年金基金等による不動産関連商品への投資実態を把握するとともに、情報収集を行ってきた。

その一環として、今般、研究会メンバーより参加者を募り、北米に海外調査団を派遣し、アメリカ、カナダの年金基金（公的年金・企業年金）、年金からの受託運用機関・不動産投資顧問会社、業界団体、学術機関等を対象に、①不動産投資がどのような要因・背景のもとで発展してきたか、②現状における不動産投資形態はどのようなものか、③各投資形態からみた特徴はどのようなものか、④年金による不動産関連投資にかかわる課題は何か、などについて調査を行った。

投資行動研究会では、日本における年金基金等による不動産投資の健全な発展に向け、先進的な北米における年金基金の最新動向から見た課題を整理し、今後の日本市場へのインプリケーションとして、調査成果を取りまとめていく予定である。
 (事務局・水登 朱美)



●今回の調査におけるヒアリングの視点

- ・各年金のアセットアロケーション戦略と実際の投資行動（不動産市況との関連）
- ・不動産直接投資とピークル投資の使い分け、投資対象選定基準
- ・投資対象としての海外不動産（例えば日本）の位置づけ
- ・運用体制と受託機関・ファンドマネジャー選定基準
- ・ベンチマークやインデックスの利用
- ・ファンドマネジャー評価と運用報酬体系
- ・利益相反問題への対応、ガバナンス体制の確保

●調査団参加者（順不同、敬称略）

稲田 史夫	東京建物株式会社 投資事業開発部次長
西村 隆太郎	東京建物株式会社 投資事業開発部主任
三谷 隆雄	株式会社新日鉄都市開発 経営企画部担当部長
川目 正良	クリード不動産投資顧問 代表取締役
中島 哲也	三菱地所株式会社 資産開発事業部参事
久郷 幸夫	社団法人不動産証券化協会 調査研究部部長
水登 朱美	社団法人不動産証券化協会 調査研究部上席主任調査役

●現地参加者

関 雄太	野村證券資本市場研究所 主任研究員
三石 博之	JETROニューヨーク 年金福祉担当ディレクター

●調査日程表

日付	時間	内 容	
11月8日(月)	9:30 11:45 14:30 17:30	UBS Realty Columbia University General Motors JETRO年金研究会	不動産投資顧問会社 不動産投資教育機関 企業年金 在NY日系企業の研究会
11月9日(火)	10:30 16:00	TIAA-CREF Columbia Investment Management Company	アメリカ公的年金 大学寄付基金
11月10日(水)	10:30 15:30	GE Asset Management Pension Real Estate Association	企業年金 業界団体
11月11日(木)			移動(アメリカ→カナダ)
11月12日(金)	10:00 14:00	OMERS (Ontario Municipal Employees Retirement System) Ontario Teachers Pension Plan	カナダ公的年金 カナダ公的年金

不動産ファイナンス教育に関する米国視察報告

当協会では、国土交通省からの受託事業である「不動産証券化に関わる人材育成方策の検討業務」の一貫として、不動産ファイナンス教育の先進国であるアメリカの実態を調査するため、11月初旬から2週間にわたり、現地視察を行った。
(事務局・山口 真紀子)



CB・リチャード・エリス・インベスターズにて

●主な調査項目

- (1) 不動産ファイナンス教育の必要性、意義
- (2) 教育プログラムのあり方
 - ① 目標とすべき人材像
 - ② 教育プログラムの全体像
 - ③ 知識体系 (CKB: Common Knowledge Base)
 - ④ 教育カリキュラム、シラバス
 - ⑤ テキスト、試験
- (3) 資格制度のあり方
- (4) 継続教育と倫理行動モニタリングのあり方

また、併せて不動産投資顧問会社の米国における実態についても、現地でヒアリング調査を行った。

●訪問・ヒアリング先

I ニューヨーク

1. UBS Realty Investors LLC (不動産投資顧問会社)
2. コロンビア・ビジネス・スクール (昼食会)
3. GM Asset Management (GMの年金基金)
4. JETRO 年金研究会
(1~4は年金調査団と同行)
5. 嶋谷直也氏
(同氏はドイツ証券会社東京支店不動産投資・金融部より、ニューヨーク大学不動産大学院に留学中)
6. ニューヨーク大学 (NYU) 不動産大学院
7. コロンビア大学大学院 ポール・ミルスタイン不動産センター
(MBAプログラムの中で不動産ファイナンスを教育)

II シカゴ

8. 全米鑑定士協会 (Appraisal Institute)
9. CCIM Institute (不動産投資コンサルタント資格の教育・試験団体)
10. NCREIF (不動産投資インデックスの提供団体)
11. ハイトマン社 (不動産投資顧問会社)

III ロサンゼルス

12. グリーン・ストリート・アドバイザーズ (REITに特化した投資顧問会社)
13. CB・リチャード・エリス・インベスターズ (不動産投資顧問会社)
14. UCLA Extension (不動産ファイナンスに関する継続教育ではNYUと並び教育機関)
15. NAREIT グローバルREIT リーダーシップ サミット
(J-REITの運用会社代表者も招待されたコンベンション)

●視察参加者(敬称略)

巻島 一郎	社団法人不動産証券化協会	専務理事
笹川 寿弥	社団法人不動産証券化協会	業務部主任調査役
山口 真紀子	社団法人不動産証券化協会	総務部総務課長
上岡 榮信(通訳)	フレンズ ライフ ケア アット ホーム ジャパン	取締役副社長

Real-Estate Securitization Handbook 2004

「不動産証券化ハンドブック2004」英語版 発行

株式会社TPパブリッシングでは、社団法人不動産証券化協会とのライセンス契約の下、2002年より不動産証券化ビジネスへの総合案内書「不動産証券化ハンドブック」英語版を発行してきました。不動産業界にとどまらず金融機関、法律事務所など広く好評を博し、日本の不動産証券化ビジネスの英語ガイドブックの決定版としての地位を確立しています。2004年版では大幅改定を行い、世界17カ国で導入されている海外のファンド型不動産証券化商品に関する章の充実、カナダ、オランダ、ベルギー等の情報の追加、2004年からフランスでスタートしたSIIIC制度について詳細な情報を掲載しました。



不動産証券化ハンドブックは…

- 日本の不動産証券化市場を的確に分析!
- 海外顧客への対応もこれ一冊でOK!
- 不動産関連の最新の法令・規則にも対応!
- 英語表記の辞書としても活用可能!
- 不動産証券化スキームを簡潔に説明!
- 不動産市場マニュアルの決定版!

編集・発行：株式会社TPパブリッシング
版 型：A4版
発行予定日：平成17年1月末
定 価：42,000円(税込み、送料別)

【お問い合わせ先】

株式会社TPパブリッシング

〒190-0023 東京都立川市柴崎町2-2-5 あすなるTビル3階

Tel：042-528-8283 Fax：042-529-3350

E-mail：publishing@transpacific.jp URL：http://www.transpacific.jp/publishing/

※不動産証券化協会で販売はいたしておりません。

編集後記

ここにきて認知度が大いに高まったJ-REIT、雑誌に新聞に登場する機会が多くなりました。上場から3年と4カ月が経ち金融商品として定着したことを実感します。J-REITの成長とともに歩んできた「ARES」も一層の充実を図れるよう努めてまいります。

2005年が皆様にとって素晴らしい年となりますように。今年もよろしくお願いたします。

(七沢)

会報「ARES」第13号 平成17年1月30日発行

編集発行 社団法人不動産証券化協会

〒107-0052

東京都港区赤坂 1-9-20 第16興和ビル南館4階

TEL：03-3505-8001

FAX：03-3505-8007

URL：http://www.ares.or.jp