

不動産証券化を共に推進する情報誌

建造物に関する高さの秩序をどう考えるか。現在の日本人はそのことをほとんど論じない。これはいったいどうしたことか。木造建築と鉄筋コンクリート建築が混在するようになって以来、高さの秩序について考えることを放棄してしまったようだ。もう大都市に関する限り完全にアノミー（無秩序）である。しかしながら、歴史的に言えば高さの秩序は垂直的価値観の反映にほかならなかった。聖なるものは高く、俗なるものは低い。

その聖俗と高さの関係は古今東西を問わぬ一般原則だったといっていいたいだろう。人間の想像力は不思議なもので、鳥類にならなくとも、いつだって鳥瞰図というものを思い描くことができる。近代的遠近法とは無縁のことだ。だから展望台などなくても秩序感覚さえあれば、それで十分だったのである。近代という時代はその秩序感覚の源泉たるものを破壊してしまったがゆえに、高さについて無頓着になってしまった。特に日本において顕著だった。だが近代以前の日本には高さに関する秩序感覚が明瞭にあった。私は京都の二条城へ行くたびにそのことを思うのである。幕藩体制を確立した後の幕府の権力と財力は絶大だったにもかかわらず、よくそこの程度にとどめたなと感心する。特に石垣の高さと本丸御殿の高さについて。大阪城や名古屋城との比較でいえば、よくぞ禁欲したとほめてやりたくなる。城は武門の象徴であるからして、徳川家としては高くしたいという欲望をいざいに相違ないが、近くには御所がある。そして儒学的首都観によれば、その中心に皇帝がおられてはじめて都となる。天と地の中心が皇帝の居城でなければならぬ。特に三代將軍・家光は儒教を信奉していたから、都の秩序をつよく意識していたはずである。二条城二の丸御殿の唐門が儒教の象徴であるが、その唐門に比してきわめて簡素な本丸御殿を見ていると、そこに御所との関係を意識した秩序を感じざるをえないのである。

(井尻 千男：拓殖大学教授)



二条城本丸(日本/京都)

提供●世界文化フォト

SPECIAL

- 「一般事業会社の不動産保有と証券化に関する意識調査」報告3

REPORT

- 不動産証券化に関する会計・税務の実務上の論点②
不動産証券化における税務上の論点 18
藤本 幸彦氏（プライスウォーターハウスクーパース税理士法人中央青山 パートナー）
- 新・不動産証券化入門～How toからWhat forへ～
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22
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）
- いわゆるファンドバブルは本当なのか
—急成長続く私募ファンドとJ-REITの実状—30
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）

INFORMATION33

- J-REIT New Comer40
東京圏中心の賃貸住宅特化型REITが登場
ニューシティ・レジデンス投資法人

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。

今月の
色

緋褪色（ひざめいろ／ダル レッド）

緋色のあせたような、にぶい調子の赤系の色をいう。古代から赤には厄除けの信仰があった。鮮やかな赤でなくとも厄除け効果を期待して赤色が使われた。

「一般事業会社の不動産保有と証券化に関する意識調査」報告



調査研究部
主任調査役 澤田 考士

不動産証券化協会では、企業の不動産証券化に関する認識や実施経験は実際にどのような状況にあるのか、さらにそれらの企業が不動産証券化を活用する上で社内体制や現状の法制度などに関してどのような問題意識を有しているかなどについて調べるため、一般事業会社を対象にしたアンケート調査を実施した。

調査対象：一定規模以上の株式上場公開企業（金融、不動産業を除く）2,000社
有効回答数：209票（有効回答率：10.5%）
調査時期：2004年11月～12月

以下では、まず、調査実施の背景と結果の総括を述べるとともに本調査結果の概要とその意義について述べることにしたい。

1. 調査実施の背景と結果の総括

1990年代以降に不動産証券化の実績が拡大した背景には、一般事業会社の不動産オフバランスニーズの高まりとそれを支える不動産証券化制度の整備があったと考えられる。例えば、図表1は上場企業が売り手または買い手となった不動産売買で2004年1月

から2004年12月にリリースされたものうち、譲渡価格が150億円以上の取引を示している。ここで示されている取引をみると高額不動産の取引において、不動産業・金融業以外の一般事業会社（以下「一般事業会社」という）が売り手となっている取引が多いことや、不動産証券化ビークルが買い手となっている取引が多いことがわかる。

図表1 上場企業における不動産売買 譲渡価格150億円以上(2004年1月~2004年12月)

リリース日	譲渡人	譲受人	種類	所在	敷地規模	譲渡価格
2004年2月	みずほ銀行	東京プライムステージ	信託受益権	千代田区大手町1丁目	8,495	112,000
2004年12月	三菱商事	大手町ホールディング	信託受益権	港区港南2丁目	6,954	110,178
2004年2月	みずほ銀行	ファースト・ユー	信託受益権	千代田区内幸町1丁目	13,269	105,000
2004年12月	大京、大京管理、大京住宅流通ほか	中野ホールディングほか	土地、建物など	新宿区、埼玉県川口市ほか	—	80,000
2004年12月	グローバルビルディング、 菱光ロジスティクス	野村不動産の設立するSPC、 野村不動産オフィスファンド投資法人	信託受益権	品川区東品川4丁目	11,670	65,000
2004年3月	大成建設	マーレ	信託受益権	港区海岸1丁目	10,776	58,675
2004年11月	恵比寿ガーデンプレイス	銀座ホールディング	信託受益権	目黒区三田1丁目	14,470	44,255
2004年2月	東京急行電鉄	CTリアルティ	信託受益権	渋谷区桜丘町	9,395	40,200
2004年2月	東武百貨店	東武鉄道	土地、建物	台東区花川戸1丁目	85,748	35,772
2004年2月	エス・エス開発	日立造船	土地、建物	大阪市此花区、堺市、横浜市ほか	324,113	35,684
2004年2月	都市基盤整備公団	高島屋	土地、建物	立川市曙町2丁目	3,579	35,600
2004年2月	損害保険ジャパン	東京プライムステージ	信託受益権	千代田区大手町1丁目	2,539	33,000
2004年12月	藤和住販	パシフィックマネジメント	土地、建物	港区他	—	30,930
2004年12月	三菱自動車工業	大手町ホールディング	信託受益権	港区港南2丁目	7,340	30,000
2004年2月	石川島播磨重工業	TCBファンディング	土地、建物	江東区豊洲3丁目	—	30,000
2004年12月	浦和ストリーム	日本リテールファンド投資法人	信託受益権	さいたま市浦和区東高砂町	7,961	27,320
2004年11月	MC三田インベストメント	ユナイテッド・アーバン投資法人	信託受益権	大阪市淀川区西中島5丁目	7,265	24,000
2004年12月	阪急電鉄、阪急不動産	阪急リート投資法人	信託受益権	大阪市北区角田町	—	23,100
2004年1月	ニチモ、ニチモコミュニティ、ニチモ開発	ウラノスアセット特定目的会社	信託受益権	渋谷区、横浜市、さいたま市	—	23,100
2004年7月	TCプロパティーズ	浜松町タワー	信託受益権	港区浜松町1丁目	2,224	21,400
2004年9月	日本製鋼所	シンプレックス・インベストメント・ アドバイザーズ	信託受益権	府中市日鋼町	7,725	20,500
2004年8月	日本たばこ産業	フロンティア不動産投資法人	信託受益権	品川区東品川4丁目	22,599	20,100
2004年11月	霞ヶ関ホールディング	ユナイテッド・アーバン投資法人	信託受益権	川崎市幸区堀川町	8,615	19,200
2004年8月	日本たばこ産業	フロンティア不動産投資法人	信託受益権	茨木市松ヶ本町ほか	64,717	18,100
2004年8月	レゾン・プロパティ	日本ビルファンド投資法人	信託受益権	大阪市北区堂島浜1丁目	3,531	17,810
2004年11月	イオンモール、センチュリー・ リーシング・システム	日本リテールファンド 投資法人	信託受益権	大和市下鶴間1丁目	35,821	16,823
2004年3月	いすゞ自動車	ヨドバシカメラ	土地	川崎市川崎区殿町	181,525	15,371

住宅新報社提供データを元にARES作成

一般事業会社の不動産オフバランスニーズが、不動産証券化の活用によって実現しているといえよう。

しかしながら、不動産証券化が一般事業会社の中にどの程度浸透しているか、あるいはどのように評価されているかについて十分に調査されたとはいえない状況であった。そのため、どのような業種、企業で不動産証券化が認知されているのか、不動産証券化を活用するうえで、企業は何を阻害要因だと感じているのか、といった点が明らかになっていなかったのである。

また、一般事業会社の不動産保有意識についてはすでに調査を実施している機関があったのも事実であるが、それらは不動産証券化とのかかわりまで深く言及しているわけではなかった。

そこで、当協会では、一般事業会社における不動産証券化の実施・検討状況ならびに不動産の保有意識とのかかわりや一般事業会社が認識する不動産証券化の阻害要因や必要とするサポート内容を直接的に把握したいという意図をもって本調査を実施した。

本調査の回答数は209票（有効回答数10.5%）に過ぎない。しかしながら、調査によって得られた結果は現状の不動産証券化の各業界への浸透度を推し量るに十分な情報を与えてくれたといえ、大変有意義であったと考えている。我々は、それをもとに一般事業会社のグルーピングを試み、協会がそれぞれの企業群が抱えている課題に対応していく上での視点をグループごとに取りまとめた。図表2がその結果である。

2. 調査結果の概要

(1) 「所有から利用」への動きが顕著

従来は不動産を原則保有すると答えた企業が20.6%であったのに対し、今後とも原則保有とする企業は8.6%となっている。また、原則賃貸だが一部保有するという企業が、従来は16.3%であったのに対し今後は22.0%に増加しており（図表3）、いわゆる「所有から利用へ」のスタンスの変化が本調査でも顕著に表れる結果となった。

(2) 2004～2005年度の不動産取得・売却では、「選択と集中」を進める姿勢が明確化

図表4に示す取得に関する意向では、過半の企業（108件、51.7%）が「どうしても必要な場合を除き、不動産取得はしない」と慎重な姿勢を示した。一方で、「業績回復等に伴い、前向きな不動産取得ニーズが強まっている」「立地戦略等を効果的に実行するためにタイムリーな取得が必要」「大都市では地下の下げ止まりや上昇の兆候があり、取得の好期」と回答したところが67件（32.1%）に達するなど、一部に積極的な取得姿勢も出てきていることがわかる。

図表5に示す売却に関する意向では、「保有するものとしらないものを選択し後者は売却」が123件（58.9%）と過半を占め、「有用な不動産は取得を進め、一方売却や流動化により負担を軽減」と答えた企業が50件（23.9%）であった。

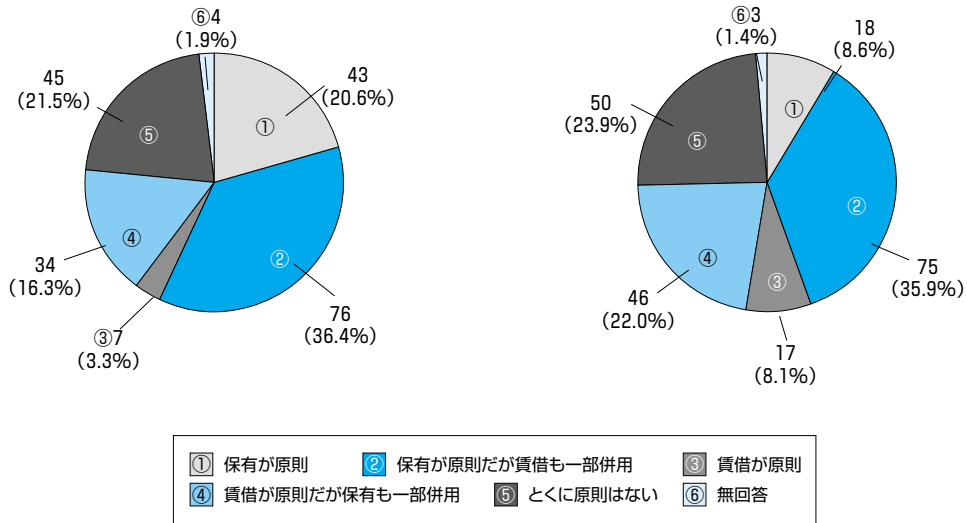
図表2 不動産証券化に関する企業の意識と行動:5つのグループ(類型)

グループ(類型)名とその特徴	不動産証券化協会の対応視点
<p>①先行活用グループ</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 証券化の実施経験があり、経験を踏まえてその有効性を十分認識している。 ● 今後も証券化を重視・活用する意向。 ● 証券化を活用する上でのネック、支援ニーズを多く認識している。特に経験を踏まえて税、会計制度、金利など証券化に関する将来の客観条件・環境変化に対する懸念を多く挙げていることが特徴。 ● 運輸倉庫業、総資産5千億円以上の企業で特徴あり。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 経験に基づく問題意識や制度改善要望などに関する情報やニーズを協会が集約して、不動産取引や金融・税、会計などの制度改善要望等に反映させていくこと。 ● 協会の現在の取組対応を継続し強化する。
<p>②活用志向グループ</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 証券化の実績経験はないが、活用検討中または検討経験あり。 ● 今後、条件次第で必要に応じて活用する意向。 ● 証券化を活用する上でのネック、支援ニーズを多く認識している。とくにこれから証券化に取り組む段階の企業であることを反映して、社内体制整備、人材育成、ノウハウ不足など社内諸事情に関する課題や問題意識を多く挙げていることが特徴。 ● 小売・卸売・飲食業・建設業・運輸倉庫業、総資産1兆円以上の企業で特徴あり。建設業、運輸倉庫業は取得型証券化の活用意向が強いことも特徴。 	<ul style="list-style-type: none"> ● これから証券化に取り組む段階の企業であるため、定型的な知識に留まらず、証券化を実施した場合の有効性検討をはじめとする実践的で問題解決型のサポートや手ほどきが何よりも必要かつ重要となる。 ● 協会による支援の他、民間専門機関によるコンサルティングも効果的。経営における不動産戦略立案、不動産マネジメントに関する支援ニーズに応えるコンサルティングなど。
<p>③重視・活用しないグループ</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 証券化の実施経験はなく、証券化に関する一般知識程度の理解はあるが、実際の有効性までは分からないとする企業。 ● 今後、証券化を重視・活用しないとする企業。 ● サービス業で比較的多く見られる。 ● 証券化を活用する上でのネック、支援ニーズ等の問題意識は多くない。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産証券化についての教育、啓蒙活動。 ● 証券化の有効性や、実施した場合のメリット・効果に関する分かりやすい情報提供。
<p>④経験・認識ないグループ</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 証券化の実施経験はなく、証券化に関する知識もなく分からない状態にある。 ● 今後の重視・活用についても判断できないとする企業。総資産3百億円未満の企業で多く見られる。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不動産証券化についての教育、啓蒙活動。 ● 証券化の有効性や、実施した場合のメリット・効果に関する分かりやすい情報提供。
<p>⑤非対象グループ</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 不動産を保有しておらず今後も保有しない企業。今回の調査では殆どみられない。 ● さしあたり証券化に関わりが薄いと考えられる企業。 	<p>—</p>

図表3

従来の、不動産の取得や保有のスタンス

今後の、不動産の取得や保有のスタンス



図表4で「取得すべき不動産と保有しない不動産のメリハリをつけて対応」は93件(44.5%)であったことと考え合わせると、「選択と集中」を進める姿勢が明確に表れているといえる。

(3) 多くの企業で不動産証券化が認識され、半数近くが不動産証券化を有効と認識

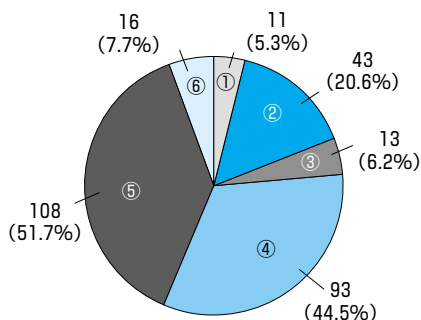
不動産証券化について「あまり認識がない」と答えた企業は36件(17.2%)に過ぎず、その他の回答企業に不動産証券化についての一般的な知識が相当程度浸透していることがわかった。また、「実施した経験を踏まえて、十分認識している」「実施した経験はないが、有効な手法だという認識は持っている」を合わせた89件(42.6%)の回答企業が証券化・流動化を有効な手法だと認識し

ている(図表6)。

「3回以上、実施したことがある」、「1~2回、実施したことがある」「実施経験はないが、実施に向けて現在検討中である」「検討した経緯はあるが、実施に至らなかった」を合わせ、証券化・流動化の実施または検討の経験のある企業が48.8%に上っている(図表7)。

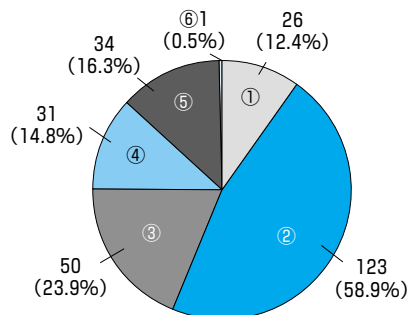
実施した証券化・流動化の類型については売却型を実施済であると回答した企業が特に多い(図表8)。また、実施した証券化・流動化の類型の対象不動産については、事務所ビル(本社や支社ビル等)、店舗・商業施設が主たる証券化・流動化対象資産となっている(図表9)。

図表4 04～05年度の不動産取得の考えや基本的スタンス（複数回答）



- ① 業績回復に伴い、前向きな不動産取得ニーズが強まっている
- ② 立地戦略等を効果的に実行するために、タイムリーな取得が必要
- ③ 大都市では地価の下げ止まりや上昇の兆候があり、取得の好機
- ④ 取得すべき不動産と保有しない不動産のメリハリをつけて対応
- ⑤ どうしても必要な場合を除き、不動産取得はしない
- ⑥ 不動産取得のスタンスは、特に決めていない

図表5 04～05年度の不動産売却の考えや基本的スタンス（複数回答）



- ① 保有不動産が多いため、今後、一層のスリム化が必要
- ② 保有すべきものと、しないものの選択が必要で、後者を売却
- ③ 有用な取得を進める一方、証券化・流動化や売却により負担を軽減
- ④ どうしても必要な場合を除き、不動産売却はしない
- ⑤ 不動産売却のスタンスは、特に決めていない
- ⑥ 無回答

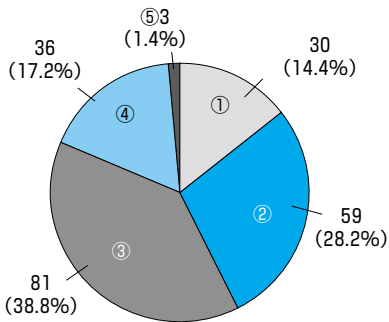
一方、証券化を検討したが実施に至らなかった理由を図表10に見てみると、「手間やコストが割に合わない」「証券化・流動化の仕組みに適さない」「対象不動産が充分大きくない」の比率が高く、ここからは流動化・証券化に適した不動産がコスト等の面から見て一定用途・規模以上のものに限定されていることが推察できる。

(4) 証券化・流動化を重視する企業、活用を検討する企業の割合が大幅に増加

一般事業会社が、不動産の保有や賃借利用を考える上で、不動産証券化をどの程度重視するのかについては、「不動産の保有や

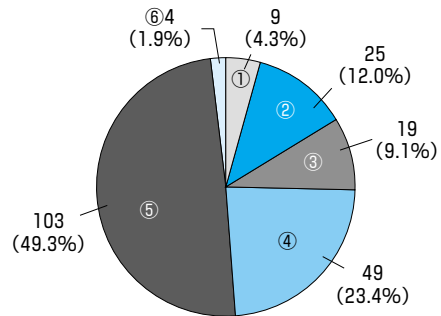
利用を考える上で、最重要条件の一つである」「最重要ではないが重要視はしている」「案件の条件が合うかどうかによって必要に応じて活用を考える」と回答した比率が、従来では70件（33.5%）であったのに対し、今後は86件（41.1%）に増加している。一方、「特に重要視していないし、活用する考えもない」「仕組みに伴う手間やコスト負担を考えると制約条件になりそう」「証券化・流動化はむしろ将来のリスク要因と考えている」の回答を合わせると、従来は94件（45.0%）であったのに対し、今後は55件（26.3%）と証券化・流動化の活用を検討しないとする企業割合が大きく減少している（図表11）

図表6 不動産の証券化・流動化の意識程度



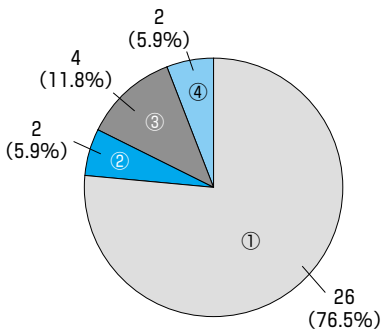
- ① 実施した経験を踏まえて、十分意識している
- ② 実施した経験はないが、有効な手法だという認識は持っている
- ③ 一般的な知識はあるが、有効かどうかまではわからない
- ④ あまり認識はない
- ⑤ 無回答

図表7 不動産の証券化・流動化の実施または検討の有無



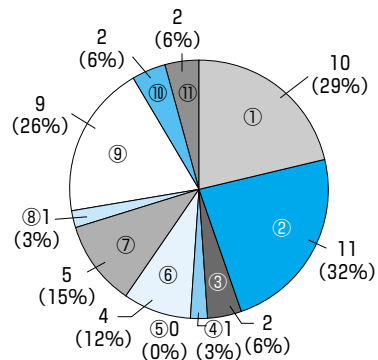
- ① 3回以上、実施したことがある
- ② 1~2回、実施したことがある
- ③ 実施経験はないが実施に向けて現在検討中である
- ④ 検討した敬意はあるが、実施に至らなかった
- ⑤ 検討したことはなく、実施したこともない
- ⑥ 無回答

図表8 実施した証券化・流動化の種類



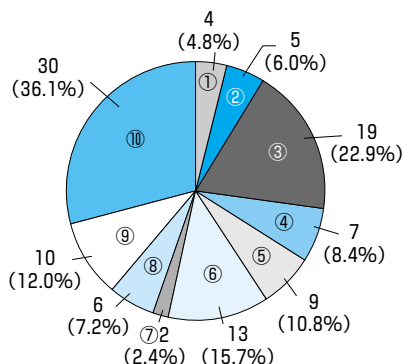
- ① 売却型証券化を実施した
- ② 取得型証券化を実施した
- ③ 売却型と取得型のいずれも実施した
- ④ 無回答

図表9 証券化の実施対象不動産



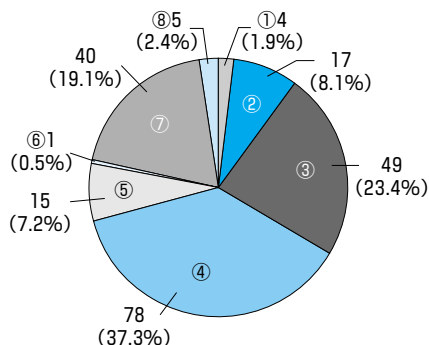
- ① 事務所ビル(本社や支社ビル等)
- ② 店舗・商業施設
- ③ 集合住宅(寮・社宅を含む)
- ④ ホテル
- ⑤ レジャー・娯楽施設
- ⑥ 物流施設
- ⑦ 工場・生産設備
- ⑧ 建築設備
- ⑨ 賃貸用・投資用不動産
- ⑩ 低・未利用地・工場跡地
- ⑪ その他

図表10 証券化を検討したが実施に至らなかった理由



- ① 仕組みづくりにかかる手間や事務処理が負担になった
- ② 仕組みづくりにかかるコストや税が負担になった
- ③ 効果に対する手間やコストを検討した結果、割に合わない
- ④ 対象不動産の試算額が証券化・流動化する上で充分大きくない
- ⑤ 対象不動産の収益性が証券化・流動化する上で充分高くない
- ⑥ 対象不動産の用途が証券化・流動化の仕組みに適さない
- ⑦ 対象不動産のリスクを充分分離しきれなかった
- ⑧ 会計制度や税制の見直しによる、リスクやコストが懸念される
- ⑨ その他
- ⑩ 無回答

図表11 (従来)保有・賃借考慮の際の、証券化・流動化の重要度



- ① 不動産の保有や利用を考える上で、最重要条件の一つである
- ② 重要ではないが重要視はしている
- ③ 案件の条件が合うかどうかによって必要に応じて活用を考える
- ④ 特に重要視はしていないし、活用する考えもない
- ⑤ 仕組みに伴う手間やコスト負担を考えると制約条件になりそう
- ⑥ 証券化・流動化はむしろ将来のリスク要因と考えている
- ⑦ よくわからない
- ⑧ 無回答

(図表12)。

また、不動産の保有や賃借利用を考える上で、不動産証券化を重視する理由としては図表13の結果から今のところまだオフバランスニーズが最も高いことがわかる。

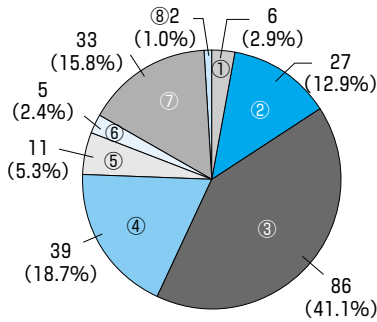
(5) 今後売却する際、約半数の企業で証券化・流動化を活用する意向

今後不動産を売却する際、証券化・流動化を活用する意向について、「前向きに検討

したい」、「案件の条件が合えば、必要に応じて活用したい」、「効果に対する手間やコスト等を充分に見極めて活用したい」を合わせた49%の回答企業において、今後不動産の売却において証券化・流動化の活用意向があることがわかる (図表14)。

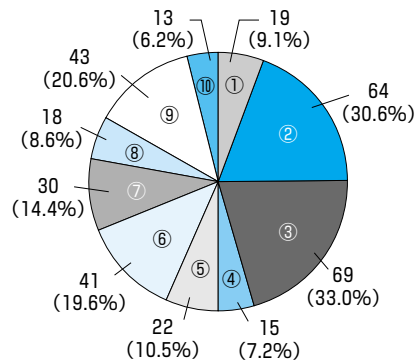
また、今後売却の際、証券化・流動化を活用する可能性がある対象不動産のタイプについては、事務所ビル、賃貸用・投資用不動産、店舗・商業施設、低・未利用地、

図表12 (今後)保有・賃借考慮の際の、証券化・流動化の重要性



- ① 不動産の保有や利用を考える上で、最重要条件の一つである
- ② 最重要ではないが重要視はしている
- ③ 案件の条件が合うかどうかによって必要に応じて活用を考える
- ④ 特に重要視はしていないし、活用する考えもない
- ⑤ 仕組みに伴う手間やコスト負担を考えると制約条件になりそう
- ⑥ 証券化・流動化はむしろ将来のリスク要因と考えている
- ⑦ よくわからない
- ⑧ 無回答

図表13 証券化を重視する(あるいは重視しない)理由



- ① 取得型により、一定額の資金でより多くの不動産を取得できる
- ② 取得や保有に伴う負担やリスクが軽減できる
- ③ 不動産を利用しながら、バランスシートから外すことができる
- ④ 一度オフバランス化した不動産を買い戻す余地が残せる
- ⑤ 管理に係る手間・コスト面や組織体面面の負担を外製化できる
- ⑥ 証券化・流動化するほどの不動産を保有していない
- ⑦ 証券化・流動化する仕組みに係る手間やコストが負担となる
- ⑧ 会計制度見直し等により、会計上の扱いが変わるスクがある
- ⑨ よくわからない
- ⑩ 無回答

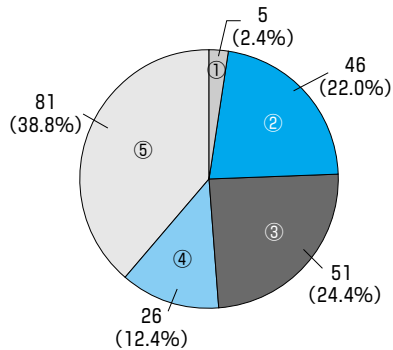
工場、物流施設、集合住宅（寮・社宅を含む）の順に多くなっており、バリエーションの広がりが見られる。対象資産の資産額については50億円以下が合計で34.4%となっており、比較的少額の不動産の割合が高い（図表15）（図表16）。

(6) 今後取得する際、40.7%の企業が証券化・流動化を活用する意向

今後不動産を取得する際、証券化・流動化を活用する意向については、「前向きに検

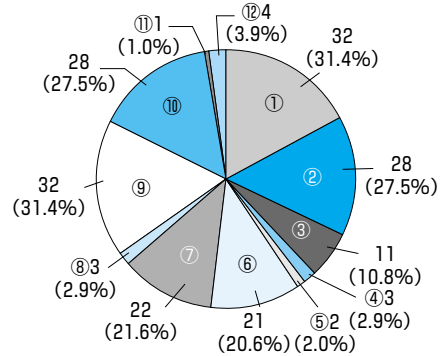
討したい」、「案件の条件が合えば、必要に応じて活用したい」、「効果に対する手間やコスト等を充分に見極めて活用したい」を合わせた40.7%の回答企業において、今後不動産の取得において証券化・流動化の活用意向があることがわかる。これまで実施された不動産証券化では売却型が多かったのに対し、今後は回答企業で取得型の流動化・証券化の活用意向が高まっている結果となった。（図表17）

図表14 不動産売却の際、証券化・流動化の活用への考えの有無



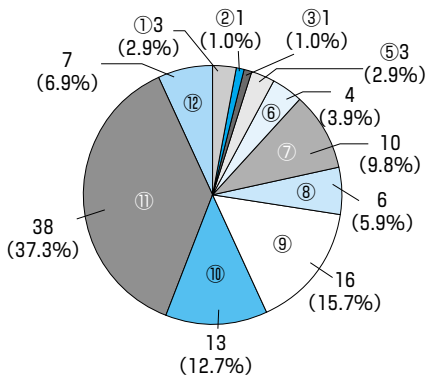
- ① 前向きに活用したい
- ② 案件の条件が合えば、必要に応じて活用したい
- ③ 効果に対する手間やコスト等を見極めて活用したい
- ④ 活用したい
- ⑤ 活用するかしないかについて、特に考えていない

図表15 売却型証券化を活用する際の対象不動産



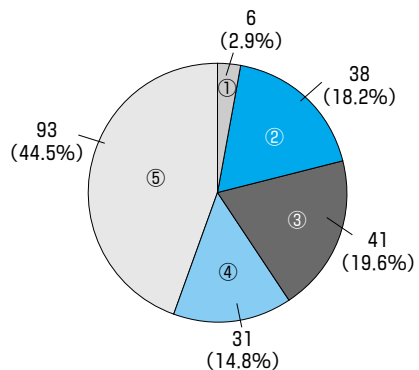
- ① 事務所ビル(本社や支社等)
- ② 店舗・商業施設
- ③ 集合住宅(寮・社宅を含む)
- ④ ホテル
- ⑤ レジャー・娯楽施設
- ⑥ 物流施設
- ⑦ 工場、生産設備
- ⑧ 建築設備
- ⑨ 賃貸用・投資用不動産
- ⑩ 低・未利用地・工場跡地
- ⑪ その他
- ⑫ 無回答

図表16 売却型証券化を活用する際の対象不動産の資産額合計見込み



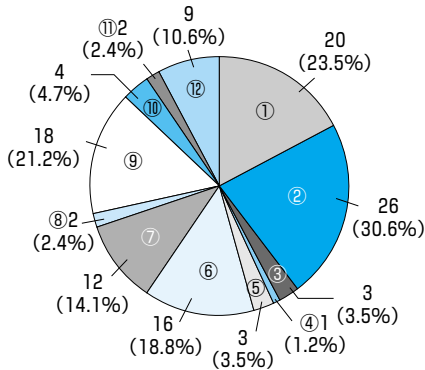
- ① 1千億円以上
- ② 500億～1千億円
- ③ 400億～500億円
- ④ 300億～400億円
- ⑤ 200億～300億円
- ⑥ 100億～200億円
- ⑦ 50億～100億円
- ⑧ 30億～50億円
- ⑨ 10億～30億円
- ⑩ 10億円未満
- ⑪ 不明
- ⑫ 無回答

図表17 不動産取得の際、証券化・流動化の活用への考えの有無



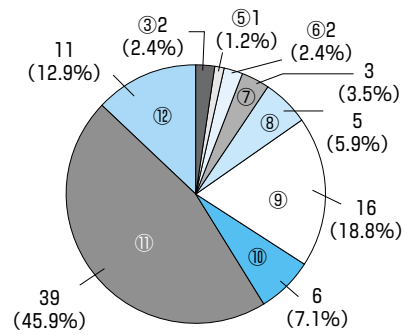
- ① 前向きに活用したい
- ② 案件の条件が合えば、必要に応じて活用したい
- ③ 効果に対する手間やコスト等を見極めて活用したい
- ④ 活用しない
- ⑤ 活用するかしないかについて、特に考えていない

図表18 取得型証券化を活用する際の対象不動産



① 事務所ビル(本社や支社等)	② 店舗・商業施設
③ 集合住宅(寮・社宅を含む)	④ ホテル
⑤ レジャー・娯楽施設	⑥ 物流施設
⑦ 工場、生産設備	⑧ 建築設備
⑨ 賃貸用・投資用不動産	⑩ 低・未利用地・工場跡地
⑪ その他	⑫ 無回答

図表19 取得型証券化を活用する際の対象不動産の資産額合計見込み



① 1千億円以上	② 500億円~1千億円
③ 400億円~500億円	④ 300億円~400億円
⑤ 200億円~300億円	⑥ 100億円~200億円
⑦ 50億円~100億円	⑧ 30億円~50億円
⑨ 10億円~30億円	⑩ 10億円未満
⑪ 不明	⑫ 無回答

また、取得の際、証券化・流動化を活用する可能性がある対象不動産のタイプについては、店舗・商業施設、事務所ビル、賃貸用・投資用不動産、物流施設、工場などの順に多くなっている（図表18）。対象資産の資産額については、50億円以下が合計で31.8%である（図表19）。

(7) 実施・検討経験の有無で異なる不動産証券化活用上の阻害要因

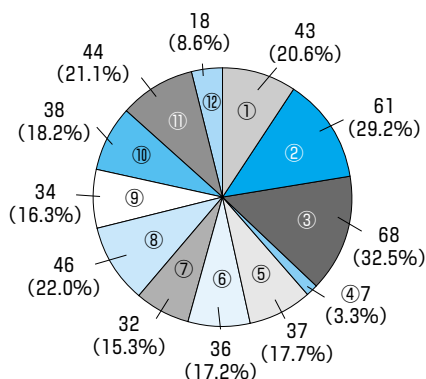
不動産証券化・流動化仕組みを活用する上での阻害要因を回答企業全社で集計すると、図表20が示す通り「社内に証券化・流動化に関する知識やノウハウが不足している」、「社内に証券化・流動化を推進するための体制が未整備である」、「社内に証券

化・流動化を推進する人材が不足している」といった社内体制の問題を指摘する企業が多い。

そこで実施経験・検討経験の有無で回答企業を分類し、図表21、図表22、図表23の結果を比較すると、実施経験がある企業では社内の諸事情を挙げる割合は相対的に少なく、むしろ証券化に係る手間、税・コストなどの負担や、会計制度見直しや金利上昇などの証券化に係る将来の環境変化を懸念する割合が大きくなっていることがわかる。

つまり過去の実施・検討経験の有無によって、一般事業会社が認識している阻害要因に濃淡があるといえる。

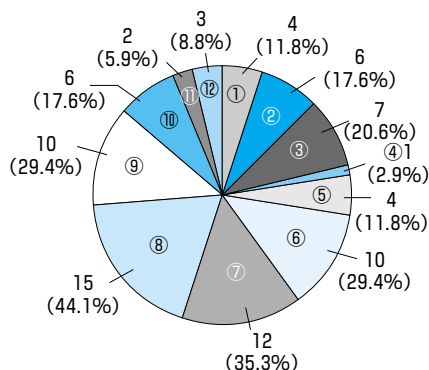
図表20 仕組みを活用する上での妨げる要因
(複数回答)



- ① 社内証券化・流動化を推進する人材が不足している
- ② 社内証券化・流動化を推進するための体制が未整備である
- ③ 社内証券化・流動化に関する知識やノウハウが不足している
- ④ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーがない
- ⑤ 証券化・流動化を取り巻く投資市場等の情報が不足している
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間が負担となる
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコストが負担となる
- ⑧ 会計制度見直しにより、会計上の扱いが変わる懸念がある
- ⑨ 金利上昇により、証券化・流動化に関する金利負担の懸念がある
- ⑩ コーポレートファイナンスの方が資金調達しやすい
- ⑪ よくわからない
- ⑫ 無回答

不動産証券化・流動化仕組みを活用する上での取り組み課題やサポートニーズを全企業で集計すると、「経営や事業の目的達成に関する知識やノウハウの強化」が70件(33.5%)で最も多く、次いで「証券化・流動化を推進するための社内体制の整備」の68件(32.5%)が多い。これらからは自社の

図表21 不動産流動化・証券化の仕組みを活用する上での妨げる要因
(複数回答)
(不動産証券化を実施した経験がある企業に関する集計)



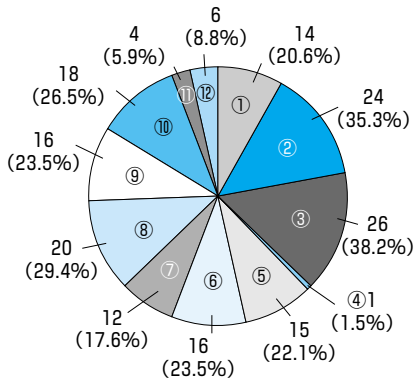
- ① 社内証券化・流動化を推進する人材が不足している
- ② 社内証券化・流動化を推進するための体制が未整備である
- ③ 社内証券化・流動化に関する知識やノウハウが不足している
- ④ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーがない
- ⑤ 証券化・流動化を取り巻く投資市場等の情報が不足している
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間が負担となる
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコストが負担となる
- ⑧ 会計制度見直しにより、会計上の扱いが変わる懸念がある
- ⑨ 金利上昇により、証券化・流動化に関する金利負担の懸念がある
- ⑩ コーポレートファイナンスの方が資金調達しやすい
- ⑪ よくわからない
- ⑫ 無回答

不動産戦略・戦術構築の必要性が強く認識されていることがわかる。(図表24)。

先と同様に実施経験・検討経験に応じて企業を分類した上で集計すると、図表25、図表26、図表27に示す通り、証券化の仕組みを活用する上での自社の重要取組課題・

図表22 不動産流動化・証券化の仕組みを活用する上での妨げる要因
(複数回答)

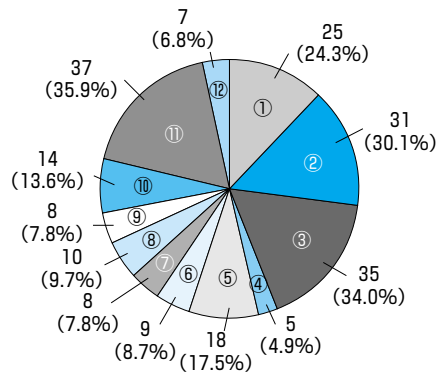
(不動産証券化を検討中または検討経験がある企業に関する集計)



- ① 社内に証券化・流動化を推進する人材が不足している
- ② 社内に証券化・流動化を推進するための体制が未整備である
- ③ 社内に証券化・流動化に関する知識やノウハウが不足している
- ④ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーがない
- ⑤ 証券化・流動化を取り巻く投資市場等の情報が不足している
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間が負担となる
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコストが負担となる
- ⑧ 会計制度見直しにより、会計上の扱いが変わる懸念がある
- ⑨ 金利上昇により、証券化・流動化に関する金利負担の懸念がある
- ⑩ コーポレートファイナンスの方が資金調達しやすい
- ⑪ よくわからない
- ⑫ 無回答

図表23 不動産流動化・証券化の仕組みを活用する上での妨げる要因
(複数回答)

(証券化・流動化の検討・実施経験がない企業に関する集計)



- ① 社内に証券化・流動化を推進する人材が不足している
- ② 社内に証券化・流動化を推進するための体制が未整備である
- ③ 社内に証券化・流動化に関する知識やノウハウが不足している
- ④ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーがない
- ⑤ 証券化・流動化を取り巻く投資市場等の情報が不足している
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間が負担となる
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコストが負担となる
- ⑧ 会計制度見直しにより、会計上の扱いが変わる懸念がある
- ⑨ 金利上昇により、証券化・流動化に関する金利負担の懸念がある
- ⑩ コーポレートファイナンスの方が資金調達しやすい
- ⑪ よくわからない
- ⑫ 無回答

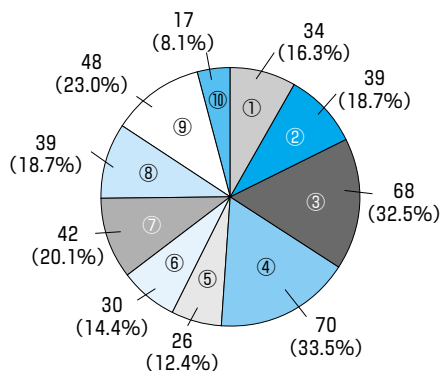
サポートニーズは前述の阻害要因の場合と同様、実施経験・検討経験の有無によって結果に差が生じていることがわかる。

3. 本調査の意義と今後の課題

本調査によって、一般事業会社は今後も

不動産のオフバランスを望んでいる割合が高く、その際、条件が合えば不動産の証券化・流動化を活用したいという意向のあることがわかった。また、不動産証券化・流動化に対する認知度は向上しており、不動産証券化の潜在需要が高まっていることを本調査結果は示唆している。

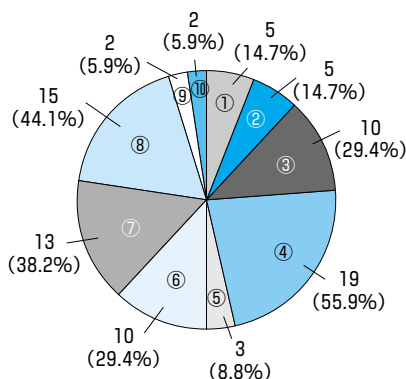
図表24 仕組み活用の際の、重要課題や必要なサポート（複数回答）



- ① 証券化・流動化を推進する社内人材の育成または確保
- ② 証券化・流動化を推進するための社内体制の整備
- ③ 証券化・流動化に関する知識やノウハウの強化
- ④ 経営や事業の目的達成に関する、保有・売買戦略、方策の強化
- ⑤ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーの確保
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間の軽減
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコスト負担の軽減
- ⑧ 会計制度や税制見直しの見直しとそれへの対策等の助言
- ⑨ よくわからない
- ⑩ 無回答

図表25 仕組み活用の際の、重要課題や必要なサポート（複数回答）

不動産証券化・流動化の経験がある企業に関する集計



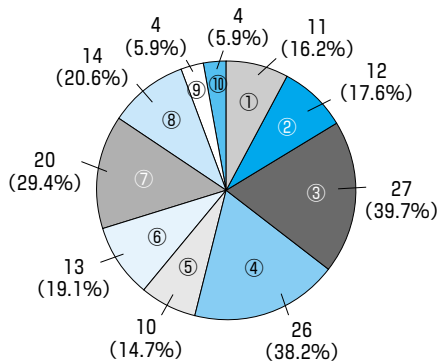
- ① 証券化・流動化を推進する社内人材の育成または確保
- ② 証券化・流動化を推進するための社内体制の整備
- ③ 証券化・流動化に関する知識やノウハウの強化
- ④ 経営や事業の目的達成に関する、保有・売買戦略、方策の強化
- ⑤ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーの確保
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間の軽減
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコスト負担の軽減
- ⑧ 会計制度や税制見直しの見直しとそれへの対策等の助言
- ⑨ よくわからない
- ⑩ 無回答

しかしながら、本調査の結果、現時点では不動産証券化の実施経験があると回答した企業の割合はごく少数に過ぎないことがわかっている。今後、対象不動産を保有する企業への不動産証券化の認知度向上を図り、かつ不動産証券化を活用する際の阻害要因をうまく取り除いていくことが出来れば今以上に不動産証券化の普及を促進していくことができると考えられる。

特に、図表2に示した企業グループのうち、2番目の「活用志向グループ」に効果的な問題解決型のサポートの提供がされれば経営資源の効率化がもたらされる可能性が高い。また、3番目の「重視・活用しないグループ」や4番目の「経験・認識のないグループ」に関しては、わかりやすく不動産証券化の有効性を啓蒙することでその何割かを「活用志向グループ」に格上げしていくことが出

図表26 仕組み活用の際の、重要課題や必要なサポート(複数回答)

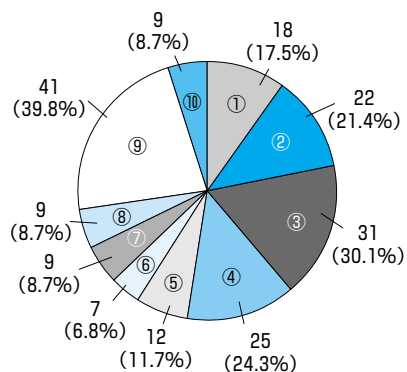
不動産証券化・流動化を検討中または検討経緯がある企業に関する集計



- ① 証券化・流動化を推進する社内人材の育成または確保
- ② 証券化・流動化を推進するための社内体制の整備
- ③ 証券化・流動化に関する知識やノウハウの強化
- ④ 経営や事業の目的達成に関する、保有・売買戦略、方策の強化
- ⑤ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーの確保
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間の軽減
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコスト負担の軽減
- ⑧ 会計制度や税制見直しの見通しとそれへの対策等の助言
- ⑨ よくわからない
- ⑩ 無回答

図表27 仕組み活用の際の、重要課題や必要なサポート(複数回答)

不動産証券化・流動化を検討・実施経験がある企業に関する集計



- ① 証券化・流動化を推進する社内人材の育成または確保
- ② 証券化・流動化を推進するための社内体制の整備
- ③ 証券化・流動化に関する知識やノウハウの強化
- ④ 経営や事業の目的達成に関する、保有・売買戦略、方策の強化
- ⑤ 推進をサポートする社外の専門家やアドバイザーの確保
- ⑥ 証券化・流動化する仕組みに係る手間の軽減
- ⑦ 証券化・流動化に係る税やコスト負担の軽減
- ⑧ 会計制度や税制見直しの見通しとそれへの対策等の助言
- ⑨ よくわからない
- ⑩ 無回答

来ると考えられる。

また、第一のグループに属する企業が認識する具体的な不動産証券化を活用する上での障害要因やサポートニーズを的確にキャッチし、政策提言活動等に結び付けていくことは何より協会にとっての重要課題であるといえよう。

いよいよ2005年4月期以降開始する事業年度より減損会計が強制適用される。既に多

くの企業でその対応が進められているものと考えられるが、実際に適用された後にどのような影響が出てくるのか。またそれにより一般事業会社の意識がどう変化するかについても今後の動向として把握していきたいと考えている。

不動産証券化に関する 会計・税務の実務上の論点 ②

不動産証券化における 税務上の論点



プライスウォーターハウスクーパース税理士法人中央青山 パートナー 藤本 幸彦

■不動産売却の取り扱い

金融資産以外の資産のオフバランスの取り扱いについては、税務上、明文の規定はありません。内国法人の各事業年度の所得の金額の計算上、当該事業年度の益金または損金に算入すべき金額は、別段の定めがある場合を除き、一般に公正妥当と認められる会計処理の基準に従って計算されるものとされていますので（法人税法第22条第4項）、不動産の売却についても、一般に公正妥当と認められる会計処理の基準に従い、売却時の損益が計算されると考えられます。

「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」に規定されている不動産の譲渡取引の会計上の取り扱いは、いわゆるリスク経済価値アプローチによって判断することが妥当であるとされています。リスク経済価値アプローチによれば、不動産が特別目的会社に適正な価額で譲渡され、不動産に係るリスクと経済価値が特別目的会社を通じて他の者に移転していると認められる場合には売却取引として取り扱われます。リスクと経済価値の移転の判断については、実質的な判断によるしていますが、具体的な基準として譲渡人の負担するリスク負担割合がおおむね5%の範囲内にあることを提示しています。

税務上も資産の譲渡の判定において、法形式を前提として、譲渡資産に係る経済的便益とリスクが譲渡人から譲受人に移転しているかが従来から重要視されています。したがって不動産の譲渡取引が会計上譲渡取引として認められる場合は、税務上も譲渡取引として認められる可能性が高いものと考えられます。

しかしながら、税務上の不動産のオフバランスの取り扱いについての最終的な判断は、あくまで税務当局に委ねられることになります。不動産の譲渡については消費税や不動産流通税も課税されることになるため、法人税以外の税目における取り扱いについても注意を要し、取引内容および税目によっては会計上の取り扱いと異なる可能性を検討する必要があります。すなわち、不動産の譲渡取引が、リスク経済価値アプローチに基づき、譲渡人の負担するリスク負担割合が5%の範囲内であるとして会計上譲渡として取り扱われる場合またはその逆の場合においても、税務上も譲渡として取り扱われるか否かの判断は、法形式が譲渡であることを前提として、経済的便益とリスクの移転、譲渡損益の大小、全体的な取引の意図および課税上の弊害の有無等を考慮に入れて総合的に判断されるものと考えられる点に留意が必要です。

■不動産のセールアンドリースバック取引

法人税法上のリース取引（以下、「ファイナンス・リース取引」）の意義は、法人税法施行令第136条の3第3項に規定されていますが、その内容は解約不能、フルペイアウトを条件とするリース会計基準に定めるファイナンス・リース取引の定義とほぼ同一です。

法人税法上、一定のリース取引については賃貸人から賃借人への引き渡しの時に当該リース資産の売買とされる旨が規定されています。土地、建物等のファイナンス・リース取引については、広告用の構築物等で移設が比較的容易に行い得るものやリース期間の終了時に賃貸人に返還されることが明らかなものを除き「その使用期間中賃借人によってのみ使用されると見込まれるもの」に含まれ、売買として取り扱われる旨が規定されています（法人税法施行令第136条の3第1項、法人税基本通達12の5-2-3）。

一方、譲受人から譲渡人に対する賃貸（法人税法上のリース取引（ファイナンス・リース取引に該当するもの）を条件に資産の売買を行った場合は、資産の種類、売買および賃貸に至るまでの事情その他の状況に照らして、これら一連の取引が実質的に金銭の貸借であると認められるときは、資産の売買はなかったものとし、譲受人から譲渡人に対する金銭の貸付があったものとして取り扱われる旨が規定されています（法人税法施行令第136条の3第2項）。この場合、譲渡人から譲受人への資産の譲渡およびその譲受人から譲渡人に対する当該資産の賃借にかかる一連の取引が、当該資産を担保とした譲受人から譲渡人に対する金銭の貸付として取り扱われることとされています。

したがって、不動産の譲渡人が譲受人に譲渡した不動産のファイナンス・リースバックを受ける場合、譲渡人から譲受人への譲渡はなかったもの

とされ、譲受人から譲渡人への貸付取引として取り扱われる可能性は高いと考えられますが、不動産のリースバックがオペレーティング・リース取引である場合は会計上の取り扱いと同様にこの限りではありません。

金銭の貸付とみなされた場合、譲渡人の処理については、当該売買により計上された譲渡損益については、税務上、売買がなかったものとされるため、損金の額または益金の額に算入されないこととなり、当該不動産の売買により譲渡人が譲受人から受け入れた金額は、借入金の額として取り扱い、譲渡人がリース期間中に支払うべきリース料の額の合計額のうちその借入金の額に相当する金額については、当該借入金の返済をすべき金額として取り扱われます。

リース料の額に係る元利区分は、通常の金融取引における元利区分の計算方法に準じて行うとされていますが、当該リース料の額のうち元本返済額が均等に含まれているものとして処理することも認められています（法人税基本通達12の5-3-2）。

譲渡した不動産に減価償却資産が含まれる場合、譲渡人は、当該減価償却資産について所有不動産として減価償却を行うこととなります。減価償却費の損金算入については、法人税法上、当該事業年度において償却費として損金経理することが要件とされていますが（法人税法第31条第1項）、金銭の貸付とみなされた場合、譲渡人が、支払うべきリース料の額をその支払うべき日の属する事業年度において賃借料として損金経理をしているときには、当該リース料の額のうち元本返済額に相当する部分の金額については、償却費としての損金経理をした金額に含むこととされています（法人税基本通達12の5-3-3）。

したがって、譲渡人がリース料をその支払うべき日の属する賃借料として損金経理している

場合には、償却費としての損金経理をした金額として取り扱われ、税務上、当該金額のうち減価償却限度額に達するまでの金額は、減価償却費として損金算入が認められます。

譲受人の処理としては、当該資産の売買により譲受人が譲渡人に支払う金額は、貸付金の額として取り扱い、譲受人がリース期間中に収受すべきリース料の額の合計額のうちその貸付金の額とした金額に相当する金額については、当該貸付金の返済を受けた金額として取り扱われます。リース料の元利区分については、譲渡人の取り扱いと同様に規定されています(法人税基本通達12の5-3-4)。

■不動産の譲渡時ならびに譲受人に譲渡された不動産の賃貸料に係る源泉税

①不動産の譲渡時に係る源泉税

不動産の譲渡人が日本法人の場合には、不動産の譲渡による対価に源泉税は課されません。しかしながら、外国法人に対して支払う国内にある不動産の譲渡による対価は原則として源泉税(10%)の課税対象となります(所得税法第161条第1号の2、第178条)。譲渡人が外国法人の日本支店である場合においても、下記の賃貸料に係る源泉税のように徴収免除を受けることはできません。

②譲受人に譲渡された不動産の賃貸料に係る源泉税

不動産の譲受人が日本法人の場合には不動産の賃貸料に源泉税は課されません。しかしながら、外国法人に対して支払う国内にある不動産の賃貸料は源泉税(20%)の課税対象となりますので(所得税法第161条第3号、第178条)、譲受人が外国法人の日本支店である場合には、所轄税務署から所得税法により要求される源泉徴収免除証明書を手入れし、不動産の借りに当該

証明書を提示しない限り、源泉税が課されることとなります(所得税法第180条第1項第1号)。

譲渡人から譲受人への不動産譲渡取引が、税務上、不動産の譲渡ではなく譲受人から譲渡人への金銭の貸付として取り扱われる場合、譲受人が受け取る不動産の賃貸料は譲受人から譲渡人への貸付に係る元利金の支払いとして取り扱われることとなります。譲受人が外国法人の日本支店である場合、貸付金の利子は源泉税(20%)の課税対象となりますが(所得税法第161条第6号、第178条)、不動産の賃貸料と同様、源泉徴収免除証明書を取得し、貸付金の利子の支払者たる譲渡人に当該証明書を提示することにより源泉税は免除されます。

なお、不動産の賃貸料の支払いの一部は借入金元本の支払いとなり、譲渡人において当該支払いの一部を損金算入することができないこととなりますので、不動産の譲渡取引が譲受人から譲渡人への金銭の貸付とみなされる場合は、不動産賃貸料の元利区分についても考慮が必要となります。

■証券化スキームにおける不動産信託の取り扱い

法人税法および所得税法上、但書信託を除いて、信託財産に帰せられる収入および支出については、受益者が特定している信託は導管として取り扱われ、当該受益者が信託財産を所有するものとみなして税法の規定が適用されます。不動産証券化において不動産信託が利用される場合、不動産信託は但書信託に該当しませんので、不動産信託の受益者は、その信託財産を直接有するものとみなされます。

信託導管理論に基づき、昭和61年に公表された「土地信託に関する所得税、法人税ならびに相続税および贈与税の取扱いについて」(以下、

「土地信託通達」)において、一定の要件を満たす「土地信託」についての取り扱いが定められています。

土地信託の対象となる信託財産は土地等または土地等およびその上にある建物その他の不動産とされ、土地信託の目的については、当該信託財産の管理、運用または処分を主たる目的とする信託とされています。

土地信託通達においては、法人税法の適用上、信託財産の取得、運用もしくは譲渡または信託受益権の取得もしくは譲渡については、信託財産に帰属する財産債務はその信託の受益者が自ら有するものとし、信託受益権はその目的となっている信託財産に帰属している財産債務そのものを直接有する権利であるものとして取り扱う旨が規定されています。

信託受益権が割合をもって表示されているものであるときは、その受益者が各自の有する信託受益権の割合に応じて当該信託受益権の目的となっている信託財産に帰属する各財産債務を有しているものとみなす旨が規定されています。

なお、土地信託通達において、信託の設定による委託者から受託者への信託財産の移転については法人税法の適用上、資産の譲渡または取得には該当しないものとされています。

また、土地信託通達においては、信託受益権の譲渡を行った場合には信託受益権の目的となっている信託財産が譲渡されたものとして取り扱われます。その他、収益の帰属の時期、費用の損金算入時期、減価償却計算等において、信託財産を直接保有している場合と同様の規定が準用されています。

平成10年に当初の信託受益権が分割される土地信託商品が創設されたことを受け、公表された「信託受益権が分割される土地信託に関する所得税、法人税ならびに相続税および贈与税

の取り扱いについて」(以下、「信託受益権分割に係る土地信託通達」)において、土地信託のうち、信託期間満了時に受益者に信託財産を交付することを原則とするもの、および信託受益権の分割口数および分割後の信託受益権の一口あたり金額等から見て、受益者が信託財産を所有している実態にあると認められるものについては、信託財産の異動および受益権の譲渡については受益者がその信託財産を所有しているものとして種々の規定の適用がなされる旨が規定されています。

したがって、不動産証券化における不動産信託が、土地信託通達または信託受益権分割に係る土地信託通達に規定する土地信託に該当する場合、受託者への不動産の信託譲渡は、法人税法上、資産の譲渡または取得としては取り扱われず、受益権者における収益の帰属の時期、費用の損金算入時期、減価償却計算等についても、受益権者が信託財産を直接保有するものとして取り扱われます。不動産証券化における不動産信託が、両通達に該当しないと考えられる場合には、個別の事案に基づき、受益者が信託財産を保有している実態にあると認められるかどうかについて、十分な検討が必要になると考えます。

※なお、本稿の税務上の取り扱いは、平成17年3月1日現在のものです。

ふじもと・さちひこ

●プ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パートナー、金融部部长。公認会計士、税理士。日本および外資系の銀行、証券会社等に対してJリート、ファンドの組成、投資信託、仕組債、証券化等の金融取引に関する税務コンサルティング等を行う。著書として「デリバティブの会計と税務」(中央監査法人編平成8年共同執筆)、「基礎解説 証券化の税務」(平成13年2月)、「投資ストラクチャーの税務」(平成16年7月)他執筆。
TEL:03-5251-2400(代表) / 03-5251-2423(直通)

新・不動産証券化入門

～ How toからWhat forへ～

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



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

前回は不動産証券化全般について概観しました。そして一口に不動産証券化といっても、そこには多様な形態があって、特に資産流動化型と資産運用型では、その目的も形態も異なっているため、同じ土俵で論じることは適切ではないと説明しました。そこで今回は、資産流動化型証券化の実際について考察します。

1. 資産流動化型証券化の実際

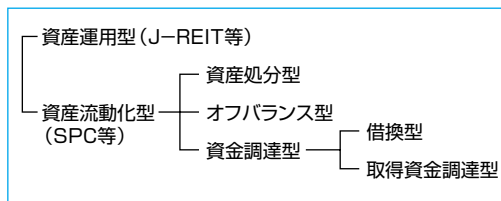
不動産証券化は資産運用型と資産流動化型に大別されますが、図表1のとおり、資産流動化型は、さらにいくつかの類型に分類することができます。

まず「資産処分型」は、不動産の売却処分を最終目的としてオリジネーターが主体となって証券化スキームを構築する類型で

す。しかしその実例は、超大型物件の売却やオリジネーター主導で行われるバルクセールなどに限られ、ごく少数です。なぜなら不動産の売却処分が最終目的なら、J-REIT（資産運用型）や最終自用者に直接売却の方が手取り早くしかも高い値段で売れる場合が多いからです。したがって資産流動化型は資金調達型とオフバランス型が中心です。

「資金調達型」は、特定の不動産を引き当てとしたノンリコース・ファイナンスが目的です。ノンリコース・ファイナンスとは、資金の貸手が特定の不動産にしか責任財産を求めることができない融資（責任財産限定特約付融資）です。SPVが借手の場合、もしデフォルト（債務不履行）が起きたとしてもノンリコース・ローンの貸手は、オリジネーターやSPVのエクイティ保有者に債務の返済を求められません。これと反対に、貸手が直接の借手ではないオリジネーターやSPVのエクイティ保有者などに対して債務の返済を求めることが「リコース（recourse）」であり、リコースができない融資だからノンリコース・ファ

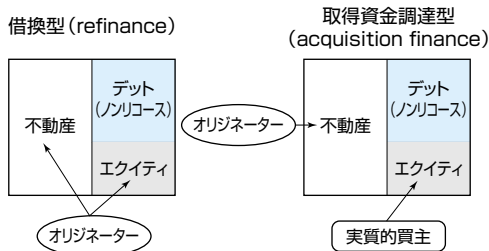
図表1 不動産証券化の類型



イナンスと呼ばれるわけです。

資金調達型は、さらに「借換型 (refinance)」と「取得資金調達型 (acquisition finance)」とに分けられます。借換型はデットの借換えを目的として行うもので、オリジネーターが主体となって実施します。これに対して取得資金調達型は、新たに不動産を取得しようとする者 (実質的買主) が取得資金の一部をノンリコース・ファイナンスによって調達しようとするものです。したがってSPVのエクイティ取得者は、前者ではオリジネーターですが後者では実質的買主となります (図表2)。

図表2 借換型と取得資金調達型



さて資産流動化型の中で資産処分型とも資金調達型ともいえないものが「オフバランス型」です。この類型が本社ビル証券化の中心的スキームであり、おそらく不動産証券化実績の中で金額的には最も大きなウェートを占めていると思われます。

オフバランス型は形式的には借換型 (資金調達型) と同じであり、オリジネーターがエクイティ持分を保有します。しかしオリジネーターの主たる目的はノンリコース・ファイナンスの導入ではなく、不動産に対する実質的な支配可能性を将来に向けて担保しながらバランスシートから当該不

動産を消去して負債比率の削減やROAの向上を実現することです。したがってオフバランス型とはオリジネーターが、SPVが将来 (多くの場合、5~7年後) 不動産を処分する際の優先買取交渉権を確保しているものです。

ところがオフバランス型の証券化では、オリジネーターが譲渡不動産価値の2割前後相当のエクイティをSPVに出資するため、売却処分として取り扱ってよいものかどうか会計士の中でも意見が分かれていました。そこで日本公認会計士協会が2000年7月31日に『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 (会計制度委員会報告第15号)』を公表し、その取扱いを統一しました。いわゆる「5%ルール」です。

そこには詳細な基準が規定されていますが、ごく簡略化していうと、SPCエクイティ持分の保有など譲渡不動産についてオリジネーターによる何らかの継続的関与がある場合には「リスク負担割合」を計算し (図表3)、その割合がおおむね5%以内であればSPCへの売却と認めるが、これを超える場合にはオリジネーターは売却処理を行うことができないというものです。その場合の資金のやり取りは金融取引として処理します。

図表3 「5%ルール」上のリスク負担割合

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

*リスク負担の金額 = 当該不動産がその価値をすべて失った場合に生ずる損失

2. ノンリコース・ファイナンスの効用とその限界

以上のとおり資産流動化型の目的や意図はまちまちですが、ノンリコース・ファイナンスがその仕組みの中核にあることは共通しています。そして当初はノンリコース・ローンの貸し出しにおよび腰であった日本の金融機関も、いまや非常に積極的な姿勢に転じています。

■ ノンリコース・ファイナンスの効用

このように多様な目的を背景に広まったノンリコース・ファイナンスは、うまく使えば大変効果的な手法です。しかし他方で副作用とでもいうべき影響をその利用者に与えることがあります。したがって、その利用に際しては、その効用と限界とをよく理解しておくことが大切です。

ノンリコース・ファイナンスの本質的な効用は以下の3点に集約することができます。

- ① リスク・リターンとリスク・エクスポージャーの操作
- ② 高エージェンシー・コスト企業の資金調達手段
- ③ オーナーによる個人保証の回避

それぞれについて、簡単に解説しておきましょう。

まず「①リスク・リターンとリスク・エクスポージャーの操作」は、以下の設例で考えます（図表4）。

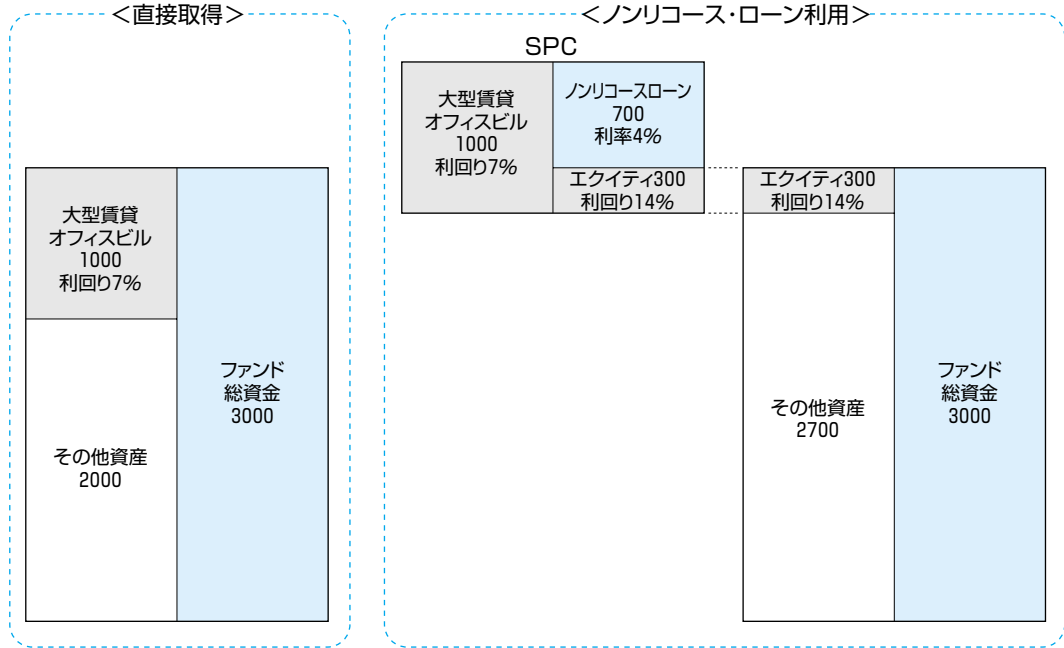
投資ファンドを主催するA社があり、運用資金約3,000億円を各種デリバティブや不

動産、M&A案件などに投資することで12%以上の利回りを目指しています。いま時価1,000億円の大型賃貸オフィスビルへの投資機会がA社に持ち込まれました。A社のファンドマネージャーは非常に優良な投資案件で希少性も高いと判断しています。ところが、この物件に直接投資すると、一つの不動産が全運用資産の3分の1を占めてしまうことになり、しかも賃貸収益から得られる予想期待利回りは7%で、目標利回りより5%も低い水準です。したがってこのままでは、このオフィスビルに投資することは不可能です。

ところがノンリコース・ローンを利用すれば、ポートフォリオに占める割合の問題と利回りの問題とを同時に解決することができます。例えばLTV70%のノンリコース・ローンを平均利率4%で導入できれば、A社の純投資額（リスク・エクスポージャー）は300億円に圧縮され、ポートフォリオに占める投資割合は10%となります。かつノンリコース・ローン利子28億円 $[1,000\text{億円} \times 70\% \times 4\%]$ を支払った後の残余利益が42億円 $[70\text{億円} - 28\text{億円}]$ となり、純投資の期待利回りは14% $[42\text{億円} \div 300\text{億円}]$ に上昇して目標利回りを上回ることができます。もちろんレバレッジをかけている分、投資リスクも高まりますが、高利回りを追求する以上それは容認しなければなりません。

つまり機関投資家や不動産会社など投資を本業とする者が、その要求利回り（リスク・アピタイト）に応じた最適な投資の組合せ（アセット・ミックス）を構築するために、個別投資案件にかかるリスク・リタ

図表4 リスク・リターンとリスク・エクスポージャーの操作



ーンと純投資額とを調整する手段としてノンリコース・ファイナンスを利用するわけです。

つぎに「②高エージェンシー・コスト企業の資金調達手段」です。エージェンシー・コストにはいろいろな意味がありますが、ここでは株主や社債権者からみればエージェントである経営者が、将来無謀な新規事業に挑戦したり、会社資産を浪費したりする懸念に対するリスク・プレミアム（社債でいえば上乘せ利息）を意味します。一般的には歴史の浅い新興企業やチャレンジ精神旺盛なオーナー経営者に率いられた企業では、このエージェンシー・コストが高くなります。そこで特定の収益用不動産を証券化手法によって企業とその経営者から切り離すことによってエージェンシー・

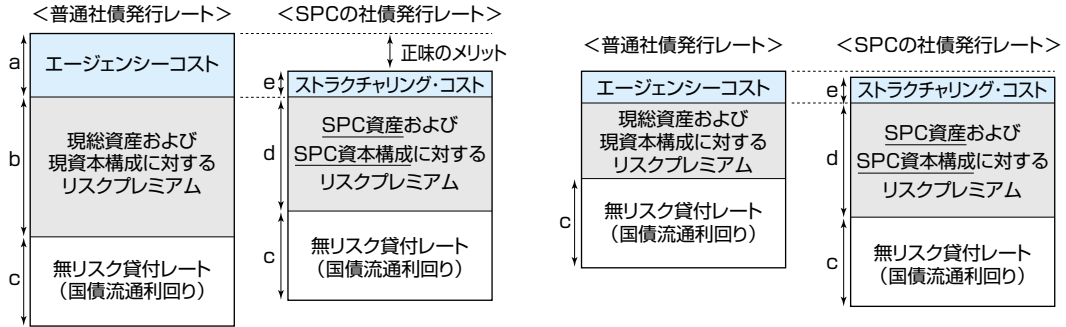
コストを取り除きます。

ただし、そのためには弁護士報酬などのストラクチャリング・コストがかかりますので、図表5 [A] のとおり、その分を差し引いたものが正味のメリットです。これに対して歴史のある優良企業の場合、こうしたエージェンシー・コストが相対的に低いので、この意味でのメリットはほとんどありません（図表5 [B]）。

「③オーナーによる個人保証の回避」は、ノンリコース・ファイナンスが対象資産だけに責任財産を限定することの当然の帰結です。ノンリコース・ファイナンスが広く根付いている米国では、勧誘広告等でこの点を強調するレンダー（貸手）が数多く見られます。

図表5 エージェンシー・コストの削減

[A] エージェンシー・コストの高い、新興企業等の場合 [B] エージェンシー・コストの低い、歴史ある優良企業の場合



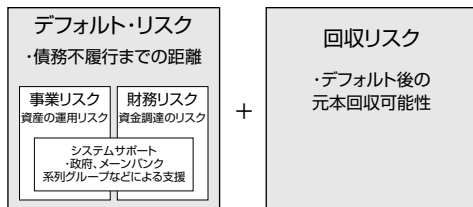
■ ノンリコース・ファイナンスによる企業信用リスクの変化

ノンリコース・ファイナンスには上記のような効用がある反面で、使い方いかんで企業信用リスクを増大させる副作用があります。図表6は格付会社が企業の債券格付けを行う際の基本的考え方を示したものです。このように企業信用リスクは、債務不履行が起る確率であるデフォルト・リスクと債務不履行発生時の未回収額ないし未回収率である回収リスクとによって評価されます。

そして図表7のように、ノンリコース・ロ

ーンを利用した間接保有では、直接保有と比べてデフォルト・リスクはまったく同じで回収リスクだけが大きくなってしまふ場合があります。このメカニズムの説明は非常に込み入った内容となるために、ここでは省略します。ただし、その理由をごく単純化して言えば、間接保有では直接保有に比べてSPCエクイティというリスクの濃縮された資産を取得するために、資産側リスクの上昇効果がノンリコース・ファイナンスによる負債圧縮効果を凌駕してしまうからです。

図表6 R&Iの債券格付けの考え方



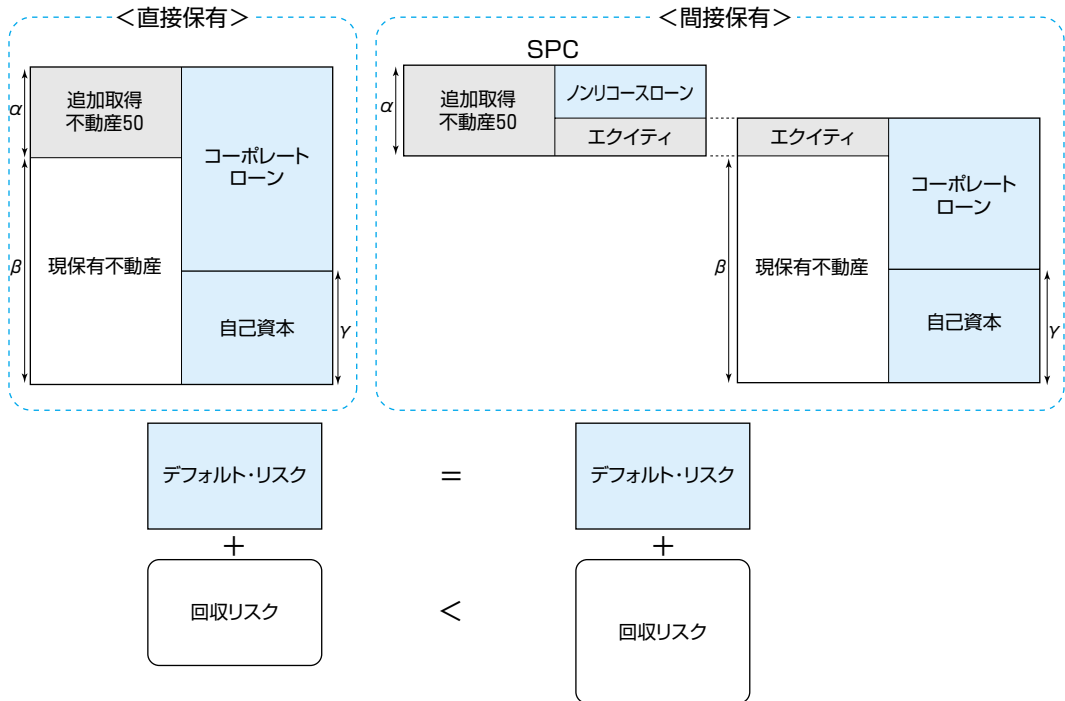
出所: 格付投資情報センター編
「格付けQ&A-決まり方から使い方まで」日本経済新聞社

3. 資産の証券化

以上のとおり、オフバランス型と取得資金調達型とが資産流動化型証券化の主要類型ですが、図表1 (前掲) のとおり、その他の類型も含めて資産流動化型の目的はさまざまです。しかし資産運用型との対比においては共通する点多々あります。

まず第1回(「ARES」13号掲載)でみたとおり資産流動化型では「証券」がほとんど発行

図表7 直接保有と間接保有の比較



されていません。また当初の投資家が権利を持ち続けている場合が大半です。このことから権利の流通性を高めることは必ずしも資産流動化型の目的ではないと考えられました。

では「証券」を発行しない資産流動化型証券化の核心は、いったいどこにあるのでしょうか。

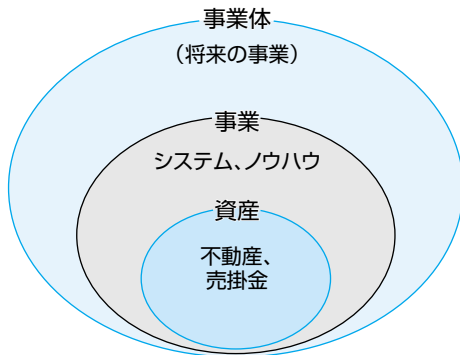
実は資産流動化型は〈可能なかぎり対象資産にかかるリスク・リターンだけを抽出して投資家に分配するための仕組みを整えること〉にその本質があります。これは「資産の証券化」という、より大きなカテゴリーの中で不動産の証券化をとらえるとよくわかります。ここでいう「資産」とは、不動産のほか、ローン債権やリース債権などの金融資産、あるいは売掛債権や在庫資産などの営業

資産が含まれます。そして資産の証券化と対置されるのが事業体あるいは事業の証券化です。「資産の証券化」と「事業体（事業）の証券化」とを対照することで、資産の証券化、ひいては資産流動化型不動産証券化の本質が見えてきます（図表8）。

代表的な有価証券である株券は、事業体（あるいは事業）を証券化したものです。証券化の対象が事業体であるがゆえに、将来大きく成長する可能性があります。その反面、経営者が新たな事業に着手し、それに伴って事業リスクや財務リスクが高まってしまもおそれもあります。たとえばユニクロのブランド名で有名なファーストリテイリング社の株主は、将来野菜ビジネスを始めること（そして当初の目論見を達成でき

図表8 事業体、事業、資産の関係

事業体 (ひと・組織)	事業 (システム・ノウハウ)	資産 (物権・債権)
事業体の証券化 (=企業金融) ex. 株式、社債	事業の証券化 (=事業金融) ex. トラッキングレコード	資産の証券化 (=資産金融) ex. 不動産証券化、ABS



ずに撤退すること)を覚悟しておかなければならないのです。もちろん具体的に野菜ビジネスへの参入を予見するのは不可能であったでしょうが、衣料品以外のビジネスに乗り出す可能性は、事業体の証券化である株券を保有する以上、予見しておかなければならなかったのです。

また既存事業においても、そのノウハウやシステムは模倣されたり、陳腐化したりしてしまう可能性があります。それに伴い事業の価値も大きく変動するリスクがあります。たとえばコンピューター産業における圧倒的な巨人であったIBMは、ダウンサイジングの流れの中で、それまでのビジネスモデルが時代遅れとなり一時大変な苦境に立たされました。

このように事業体や事業の証券化は、成長という楽しみがある反面、チャレンジや時流の変化に伴う失敗や衰退というリスク

も背負っているのです。

資産の証券化は、こうした事業体や事業のリスクから逃れるために、それ自身が独立の価値を有する資産を事業体や事業から切り離し、資産が生み出すキャッシュフローを投資家に分配する仕組みを整えようとするものです。

そして〈仕組みを整える〉とは、具体的には以下の3つを実現する枠組みをつくることです。

①資産信用分離

オリジネーターのリスクから資産を切り離すことです。このためにSPVには、「倒産隔離 (bankruptcy remoteness)」というオリジネーターの倒産やSPV自体が倒産手続きに入らないようにする法技術が施されるのが一般的です。

②運用方法の明確化 (固定化)

資産運用と投資回収とを明確なルールに基づいて行い、当事者による恣意的変更を封印します。

③リスク・リターンの操作

優先劣後構造や外部保証などを使ってリスクとリターンを投資家ニーズにマッチさせます。

なお①の「資産信用分離」は、負債比率が極度に高いなど信用リスクが大きくなりすぎてしまった企業が資産の証券化によって資金調達する際、特に大きな効果を発揮します。しかしそれは窮余の一策として緊急避難的に証券化を利用する局面での効果

であり、本質的な問題解決を先送りしているものであることをよく理解しておく必要があります。

ところで資産がキャッシュフローを生み出すといっても、物理的な意味での資金回収は組織や人が行わざるをえません。そのためにそれを担当するサービスが設置されるわけですが、さらにバックアップサービスと呼ばれるサービスの代替要員をあらかじめ準備しておくこともしばしばです。バックアップサービスは、サービスが倒産等によって業務遂行ができなくなった場合に即座に事務を引継げるような体制を常に整えています。

このように資産の証券化では、可能な限り対象資産にかかるリスク・リターンだけを抽出するための工夫が行われます。こうした仕組みを整えることによって、対象資産に精通していない投資家でも負担すべきリスクと期待可能なリターンを把握できるようになり、金融機関や機関投資家が安心してノンリコース・ファイナンスを実行できるようになります。また複数ないし多数の投資家が参加しても運用や成果分配に混乱が生じないため、共同投資ないし集团的投資が可能となります。

証券化とは、たとえば石油精製のようなものです。石油は掘り出されたままの原油の状態ではほとんど使い道はありません。精製してガソリンや軽油、重油、灯油、ナフサなど、ユーザーのニーズと取り扱い能力に応じた形態に転換することではじめて利用可能な商品となります。ガソリンは高出力のエネルギーを得ることができ

ますが、危険性が高く、その取り扱いには細心の注意が必要です。これに対して灯油はガソリンのような爆発的エネルギーはありませんが、安定性があり一般個人でも取り扱いが容易です。いわばガソリンはハイリスク・ハイリターンで、灯油はローリスク・ローリターンです。

資産の証券化もこれと同じです。大型不動産やクレジット債権などは、そのままでは専門事業者以外は投資できません。これを投資家のニーズ（要求リターン）と能力（専門知識やリスク許容度）とに応じた金融商品に転換することではじめて当該資産のプロ以外にも投資が可能になるわけです。つまり、

資産の証券化とは、対象資産とその運用にかかるリスクを制御・精製する技術であり、そうして管理されたリスクを分解・分散する方法

です。不動産証券化も資産の証券化の一類型であり、とりわけ権利の流通性を高めることを必ずしも目的としない資産流動化型では、この機能こそが証券化といわれるものの核心です。

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。

いわゆるファンドバブル は本当なのか

— 急成長続く私募ファンドとJ-REITの実状 —

井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト 井出 保夫



■ 私募ファンドの市場規模が2.2兆円に 拡大

住信基礎研究所の調査によると、外資系を除く国内ファンド72社へのアンケート調査の結果、国内の私募不動産ファンドの運用資産総額が、昨年末時点で2兆2,000億円と、1年前の2.2倍に急増していることが明らかになったという。これは私募ファンドのプレイヤーの実感にもかなり近い数字ではないかと思われる。J-REITの組成が免許や認可取得に時間がかかりすぎるという理由でやや停滞気味に映る一方で、あり余る資本市場の投資マネーの受け皿として、私募ファンドの存在感がより高まっていることがはっきりした。投資家は今のところ身動きが良く、配当利回りも高い私募ファンドの方に、より大きな魅力を感じているということが言えるのかもしれない。

同調査によれば、投資家の顔ぶれも若干変わりつつある。エクイティ出資額の割合で比べると、国内の機関投資家が47%と1年前の29%から大幅に増加した。一方で海外投資家は24%から13%に半減した。運用難を背景に、国内の銀行や企業年金などが不動産に資金を振り向けているのだろう。加えて要求利回りが高く、口うるさい外人投資家にカネの無心をするよりも、あまり煩いことを言わな

い国内のプロもしくはセミプロの投資家からカネを集めた方が楽だから、という心理的な要因も働いているのかもしれない。国内では機関投資家に次いで投資額が多かったのが事業法人と個人だったという結果もでている。

また、私募ファンドの乱立で物件争奪戦が激化していることも確認された。今回の調査でも、全体の7割強のファンドが、東京都心の大規模オフィスビルは取得が困難と回答したという。このため、関西やその他の地方都市などに投資地域を拡大する動きが顕著になっている。

一方、昨年末時点の上場J-REITの運用総資産額は約2兆764億円程度となり、運用資産規模では私募ファンドがJ-REITを上回ったと推測されている。私募ファンドの人気背景には、おそらく次のような要因が考えられる。

1. 組成、運営に柔軟性がある。

従来私募ファンドの組成には、J-REITに課せられている複数の認可や免許の類は必要ないと認識されてきた。もっとも、昨年12月の証取法改正によって、事実上証券投資顧問業の登録が必要とされるとの認識が広がり、さらに昨年末の信託業法改正によって、信託受益権販売業者登録が必要なケースも多々考えられるようになった。

2. 高利回り

私募ファンドも配当利回り低下が顕著だが、それでも昨年末時点で8%を下回るような商品はほとんど設定されていない。

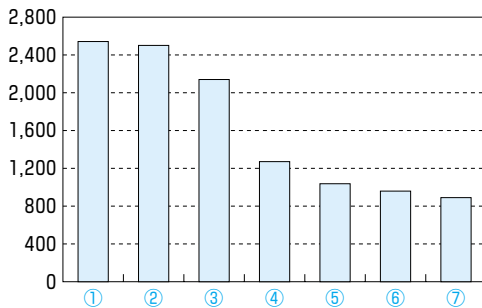
3. 時価評価が義務付けられていない

J-REITに投資すると証券市場で毎日市場価格が付くので時価評価が容易な反面、投資期間中は時価評価をしなくて済むのならそうしたいという投資家もいる。彼らにとって5年後に匿名組合出資が返還される時に初めて時価評価することが多い私募ファンドは、格好の投資先ということになる。

4. 成長テンポが早い

成長著しいファンドの運用会社として、図表1の7社をあげることができる。日経新聞の調べでは、2004年度末の上場私募ファ

図表1 私募ファンドの運用会社主要7社の運用資産残高



- ① シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ
2,542 (2004年末時点)
- ② ケネディ・ウィルソン・ジャパン
2,501 (2004年末時点)
- ③ ダヴィンチ・アドバイザーズ
2,140 (2004年末時点)
- ④ アセット・マネージャーズ
1,271 (2004年11月末残高)
- ⑤ セキュアード・キャピタル・ジャパン
1,037 (2004年9月末残高。同11月発表の決算短信より)
- ⑥ パシフィックマネジメント
959 (*速報値よりJ-REITの分を除く)
- ⑦ クリード
890 (2004年11月末残高)

※単位は億円
※各社ウェブサイト記載の情報を参考に作成

ンド主要6社（図表1のうち②から⑦）合計の運用資産残高は、9,700億円となり、前年度比で85%増となる見込みだという。

■ J-REITもバブルなのか

偶然だとは思いますが、2月半ばにFT（フィナンシャルタイムズ）とWSJ（ウォールストリートジャーナル）という英米の2大経済紙が、J-REITバブルを懸念する記事を載せている。FTは「Property Prices Rises Fuel Bubble Fears（物件価格上昇から不動産バブル再燃が懸念される）」、WSJは「Japan's Hot REIT Market May Not Be a Bargain（J-REIT市場は過熱してお買い得とは言えない）」といった論調だ。

もっとも、両紙の論調は微妙にずれている。FTが三菱地所の幹部のインタビューを中心に、J-REITの利回り低下がバブルの懸念を生んでいると指摘しているのに対して、WSJはJ-REITの利回りは確かに低下し過ぎたが、日本の長期金利が低水準にあるうちは、イールドギャップ（後述。約2.4%）は世界的に見てもまだ魅力的であり、問題は利回りではなく、NAV（純資産価格）と比較した投資口価格の割高感だと分析している。私見では、FTの論調は日本がまた不動産投機によって、「いつか来た道」へ逆戻りする懸念を説いているのに対して、WSJはJ-REITの過熱感を認めながら、市場が近く調整を迎える可能性が高まっている（裏読みすれば、調整を挟んでもまだまだ市場は拡大するとの解釈も可能）ことを警鐘しているとの印象である。

既上場のJ-REIT15社の運用資産残高は、2004年末時点で2兆765億円となり、前期末比で60%強拡大している。これに加えて、

認可取得済みの7銘柄（クレッシェンド、東京オフィスビルファンド、福岡リート等の既設立投資法人3社の他、阪急、スターツ、三井物産等が母体となって設立予定の投資法人4社）が今年度中に上場を予定していると報道されている。これらに潜在的なJ-REIT候補（おそらく10社程度は具体的な認可申請準備中）を加えると、市場規模は向こう1～2年で30銘柄、運用資産残高で3兆円の大台に乗せる可能性が高い。

ところで、不動産ファンドがこれだけ拡大を続けられる要因は何なのか。すでに使い古されたような理由に聞こえるかもしれないが、主因は次の2点だと思われる。

①超低金利の継続によるイールドギャップの拡大

②ノンリコースローンの貸出競争の過熱

①のイールドギャップとは、不動産の投資利回りから日本のリスクフリーレート、すなわち10年物長期国債の利回り（長期金利）を差し引いた、いわゆる金利差を意味する。今年に入って日本の長期金利は1.3%を割り込む水準に低下している。J-REITの2004年末時点の平均利回りが3.7%程度なので、イールドギャップは $3.7 - 1.3 = 2.4\%$ となる。2年前であれば日本のイールドギャップは4%を超えていたので、一般投資家から見ればイールドギャップは随分と縮小したかに見える。しかし、他の先進国のイールドギャップと比べた場合に、日本のイールドギャップはむしろ「依然として大きい」部類に入ることになる。直近のUBSの調査によれば、REIT市場を持つ世界主要国のイールドギャップは、米国=0.5%、フランス=0.6%、シンガポール=1.7%、豪州=1.9%、ベネルクス（オランダ・ベルギー）=1.9%

と、日本に比べてはるかに小さいことがわかる。日本は相対的にはまだまだ魅力的な投資収益率が確保できる国なのである。

また、②のノンリコースローンの貸出競争も、資金調達コストの低減とレバレッジ効果の拡大というプラスの影響をもたらすと考えられている。日経新聞の調査では、主要22金融機関の2004年度の新規融資額は約4兆4,950億円となり、前年比で54%増加しているという。なかでも融資額が最も大きい中央三井信託銀行では、7,000億円の融資を計画し、そのうち約6割が不動産投資信託（REIT）を含めた不動産ファンド向けだという。ある意味では、実物不動産以上に加熱しているのがこのローン市場だと言える。

結論的なことを言えば、日本の不動産ファンド躍進の最大の要因は、イールドギャップの相対的優位性と、ノンリコースローンの普及による投資リスクの低減化、ということになる。この2つの要因を覆す逆転要因としては、10数年前のバブル崩壊時の失敗体験から言えば、長期金利の上昇と当局による様々な規制の2点が考えられるが、いずれもその兆候は見られないというのが実状である。不動産ファンドの成長トレンドはまだ当面は強含みで推移しそうな勢いだ。

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/idx/>

■ 会員入会のお知らせ (順不同・敬称略)

第11回理事会(平成17年1月27日)において、正会員4社、賛助会員社12社の入会が承認された。これにより2月1日現在の当協会の会員数は正会員70社、賛助会員112社、計182社となる。

<正会員>

●ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社

代表者：代表取締役社長
本間 良輔
所在地：東京都港区
新橋2-2-9



●株式会社竹中工務店

代表者：取締役社長 竹中 統一
所在地：大阪府大阪市中央区
本町4-1-13



(賛助会員から正会員への会員種別変更)

●東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社

代表者：代表取締役執行役員社長
堀江 正博
所在地：東京都渋谷区道玄坂1-12-1

●株式会社 あおぞら銀行(4月1日付)

代表者：代表取締役社長
水上 博和
所在地：東京都千代田区九段南1-3-1

<賛助会員>

●阪急リート投信株式会社

代表者：代表取締役社長
山川 肇夫
所在地：大阪府大阪市
北区茶屋町19番19号



●株式会社ゼクス

代表者：代表取締役社長
平山 啓行
所在地：東京都新宿区
四谷4-28-4



●株式会社マックスリアルティー

代表者：代表取締役社長
島田 雅文
所在地：東京都中央区
八重洲1-3-22



●東京共同会計事務所

代表者：パートナー
内山 隆太郎
所在地：東京都千代田区
丸の内3-1-1



●渥美総合法律事務所

代表者：弁護士 渥美 博夫
所在地：東京都千代田区
内幸町2-2-2



●北浜法律事務所

代表者：弁護士 佐伯 照道
所在地：大阪府大阪市中央区
北浜1-8-16



●小竹・パートナーズ法律経営特許事務所

代表者：弁護士 小竹 治
所在地：東京都港区
虎ノ門4-3-13



●株式会社日本リート

代表者：代表取締役 松島 敬尚
所在地：大阪府大阪市中央区
谷町1-5-6



●株式会社アパマンショップネットワーク

代表者：代表取締役 大村 浩次
所在地：東京都中央区
京橋1-1-5



●有限会社あるとSPCマネジメント

代表者：取締役 森田 威
所在地：東京都新宿区
四谷1-19-2



●東京建物不動産販売株式会社

代表者：代表取締役社長
井上 克正
所在地：東京都新宿区
西新宿1-25-1



●株式会社ヒロ&リーエスネットワーク

代表者：代表取締役社長
磯部 裕幸
所在地：東京都千代田区
五番町2-13



■ 会員名称変更のお知らせ (順不同)

<賛助会員>

(平成16年8月3日付)
新名称：株式会社三輪不動産研究所
旧名称：有限会社三輪不動産研究所

(平成17年1月1日付)
新名称：アンダーソン・毛利・友常 法律事務所
旧名称：アンダーソン・毛利 法律事務所

■ 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。

<賛助会員>

●ジャパン・リート・アドバイザーズ株式会社
(平成17年2月1日付)
就任：代表取締役会長 阿部 久三

理事会

●第11回／平成17年1月27日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 会員の入会等について
正会員4社(うち2社は賛助会員からの種別変更)、賛助会員12社の入会を承認した。この結果、平成16年2月1日現在の会員数は、正会員70社、賛助会員112社、計182社となった。
2. 平成16年度委員委嘱会社の変更について
第10回理事会決議による正会員の變更に伴い、市場整備委員会の委員委嘱会社について、丸紅不動産株式会社への委嘱を解き、新たに丸紅株式会社に委嘱することを異議なく承認した。
3. 事務局事務所の館内移転について
必要な事務所スペースの確保等を目的として、第16興和ビル館内で事務所の移転を行うことを承認した。
なお、本件については、来年度予算に必要額を計上し、5月開催予定の第3回通常総会における予算案承認後、実施に移すこととなる。

主な報告事項は以下のとおり。

1. 平成17年度税制改正・制度改善要望について
2. 関係法改正について
3. 第1回不動産証券化実務家養成講座について
4. 平成16年度第3四半期予算執行状況報告
5. その他

理事会終了後、理事会メンバー、正会員代表者、運営・企画委員並びに各専門委員会正副委員長等、約80名にご出席いただき、平成17年新年懇親会を開催した。

●第12回／平成17年2月24日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 会員の入会について
正会員1社(賛助会員からの種別変更)、賛助会員5社の入会を承認した。この結果、平成16年3月1日現在の会員数は、正会員71社、賛助会員116社、計187社となった。
2. 平成17年度事業計画素案について
平成17年度事業計画素案を異議なく承認した。また、当該素案をもとに平成17年度事業計画案を作成し、第13回理事会で審議のうえ、第3回通常総会に提出することについても併せて承認した。
3. 平成17年度暫定予算案について
平成17年度暫定予算案を異議なく承認した。

主な報告事項は以下のとおり。

1. 投資サービス法等への対応について
2. 第1回実務家養成講座結果報告
3. 「一般事業会社の不動産保有と証券化に関する意識調査」結果報告
4. 今後の主な日程

運営委員会

●第12回／平成17年1月19日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 会員の入会について
2. 平成16年度委員委嘱会社の追加について
3. 事務所移転について

主な報告事項は以下のとおり。

1. 改正信託業法のパブリックコメントの結果について
2. 第1回不動産証券化実務家養成講座について
3. 平成16年度第3四半期予算執行状況報告
4. 米国視察報告
5. 今後の主な日程

●第13回／平成17年2月17日

当日議決された審議・承認事項は下記のとおり。

1. 会員の入会について
2. 平成17年度事業計画素案について
3. 平成17年度暫定予算案について

主な報告事項は以下のとおり。

1. 投資サービス法等への対応について
2. 第1回実務家養成講座結果報告
3. 「一般事業会社の不動産保有と証券化に関する意識調査」結果報告
4. 今後の主な日程

なお、次のとおり委員の交代があった(敬称略)。
新任：西名 弘明(オリックス株式会社 取締役
執行役副社長 不動産事業本部長)
前任：田代 正明(オリックス株式会社 専務執行役
不動産ファイナンス本部長)

企画委員会 ●第10回(正副委員長会議)／平成17年1月26日
●第3回／平成17年2月1日

当日の審議・承認事項は下記のとおり。

1.平成17年度事業計画素案について

主な報告事項は以下のとおり。

- 1.平成17年度暫定予算案について
- 2.今後の主な日程

税務・会計委員会 ●第17回／平成17年2月3日

当日の議題は以下のとおり。

- 1.平成17年度税制改正要望について
平成17年度税制改正要望の結果についての報告
- 2.平成18年度税制改正要望について

アンケート実施のお願いおよび今後のスケジュールの確認

- 3.日本公認会計士協会会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針」の改正について
- 4.信託業法改正による信託受益権販売業について

市場整備委員会

●第17回／平成17年1月20日

当日の議事は以下のとおり。

- 1.前回(第16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.不動産投信に関するジャスダック市場について
- 4.「一般事業会社の保有不動産に関する意向調査」について
- 5.その他
主に、事務局より「個人情報保護法に係る対応」と「一般事業会社の保有不動産に関する意向調査(中間報告)」について報告した。

- 2.個人情報保護法に係る対応について
- 3.「一般事業会社の保有不動産に関する意向調査」について
- 4.金融関連の最近の動きについて
(1)第28回金融トラブル連絡調整協議会
(2)第24・25回金融庁金融審議会第一部会
(3)金融庁金融改革プログラム
(4)グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)の改訂について

<検討事項>

- 1.不動産投資インデックスについて

●第18回／平成17年2月16日

当日の議事は以下のとおり。

<報告事項(事務局より説明)>

- 1.前回(第17回)議事録の確認

主に、事務局より「一般事業会社の保有不動産に関する意向調査」について最終報告と「不動産投資インデックス」について来年度活動方針を検討・確認した。

広報委員会

●第10回／平成16年12月14日

以下の議題について協議した。

- 1.「第6期 不動産証券化基礎講座」について
- 2.「ARES2005シンポジウム」の開催について

●第11回／平成17年3月11日

以下の議題について協議した。

- 1.「第6期 不動産証券化基礎講座」について
- 2.「ARES2005シンポジウム」実行委員会の発足について
- 3.実務研修会の開催状況と今後の予定について
- 4.年間スケジュールについて

教育プログラム推進委員会 ●第4回／平成17年2月1日

<報告事項>

- 1.第3回委員会議事録(決定事項)について
- 2.モニター講座修了試験結果について
- 3.モニター講座アンケート(修了試験時実施分)の結果について

<審議事項>

- 1.モニター講座の修了認定について
- 2.継続教育と倫理行動モニタリングについて
- 3.グランドファーザー制度について

不動産証券化に関わる人材育成方策に関する研究会

●第4回／平成17年2月15日

<報告事項>

1. 第3回研究会議事録について
2. 米国不動産ファイナンス教育施設の視察報告について

3. 「第1回 不動産証券化実務家養成講座」の結果について
4. 調査報告書(案)について

不動産証券化税制研究会 ●第11回／平成17年1月21日

メンバーの報告と報告後、意見交換が行われた(敬称略)。

柴 由花(明海大学不動産学部 専任講師)
「非居住者の不動産化体証券の譲渡所得課税」

<報告要旨>

米国では、1980年から、一定の不動産割合の大きい法人の株式を、米国不動産権益として扱い、それによって非居住者のキャピタル・ゲインに課税を行う方策を採用してきたが(FIRPTA: Foreign Investment in Real Property Tax Act of 1980)、REITについては適用除外とされてきた。

投資行動研究会 ●第9回／平成17年2月9日

当日の議事は以下のとおり。

1. 講演
テーマ「J-REIT 登場前後の国内機関投資家による不動産関連投資」
講師: 川原 淳次氏(野村證券株式会社 金融経済研究所 主任研究員)
2. 報告
「2004年11月北米年金基金等調査団についての報告」

3. 投資行動研究会報告書作成に向けたフリーディスカッション
テーマ「機関投資家による不動産投資の現状と将来をどう読むか」
来年度以降、これまでの勉強会から実際の機関投資家との対話と相互理解のための情報発信の場として、新たな研究会を立ち上げていくことで合意した。

J-REIT 商品特性研究会 ●第1回／平成17年3月2日

当日の議事は、下記のとおり。

1. 研究の開催にあたってのご挨拶
(国土交通省不動産課 桑田課長)
2. 今年度の研究の方向性について
現在までの研究概要と今後の方向性の詳細について大橋先生よりご説明をいただいた。

<内容>

- ・ J-REIT と他の金融商品との関係を分析した研究
- ・ J-REIT の商品特性に J-REIT 市場拡大や特定の投資主体の参入(ファンド・オブ・ファンズや地方銀行)が与える影響の検討

<方法論>

- ・ 収益率の時系列分析(週次データ分析の継続、月次データの利用)
 - ・ 先行研究の調査によるREIT分析のフレームワークの提示
 - ・ その他
3. 今後の運営方法等

●J-REIT 商品特性研究会参加者(敬称略)

- | | |
|--------|--------------------------------------|
| 大橋 和彦 | (一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 助教授) |
| 桑田 俊一 | (国土交通省 総合政策局不動産課長) |
| 菅井 雅昭 | (国土交通省 総合政策局不動産課 不動産投資市場整備室長) |
| 佐々木正士郎 | (国土交通省 総合政策局不動産課 不動産投資市場整備室 課長補佐) |
| 春日 典良 | (国土交通省 総合政策局不動産課 不動産投資市場整備室 不動産投資係長) |
| 市井 達夫 | (社団法人不動産証券化協会 事務局長) |
| 久郷 幸夫 | (社団法人不動産証券化協会 事務局次長 調査研究部長) |
| 水登 朱美 | (社団法人不動産証券化協会 事務局 調査研究部 席主任調査役) |
| 澤田 考士 | (社団法人不動産証券化協会 事務局 調査研究部 主任調査役) |

■ 投資法人設立手続き研究会

●第2回／平成17年2月23日

当日の議題は以下のとおり。

1. 手引書第1次ドラフト解説

第1回研究会にて承認をいただいた「投資法人設立手引書目次案」に沿って、各執筆担当者より、執筆した第1次ドラフト原稿の解説を行い、意見交換が行われた。

2. 研究会スケジュール案

投資法人設立手引書を、5月12日に予定されている当協会の総会に配布する前提で、スケジュール案を確認した。

■ 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、三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社（平成17年2月17日付）、プロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ株式会社（平成17年3月4日付）、FCリート・アドバイザーズ株式会社（平成17年3月4日付）、株式会社アセット・リアルティ・マネジャーズ（平成17年3月4日付）が新たに取得した。

●三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社

本店所在地：東京都千代田区神田錦町三丁目5番地1

設立年月日：平成16年7月13日

資本金：1億5千万円

資本構成：三井物産(株) 51%
三信リース(株) 24%
ケネディ・ウィルソン・ジャパン(株) 20%
中央三井信託銀行(株) 5%

●FCリート・アドバイザーズ株式会社

本店所在地：東京都港区六本木六丁目15番1号

設立年月日：平成16年2月27日

資本金：2億円

資本構成：(株)ファンドクリエーション 100%

●プロスペクト・レジデンシャル・アドバイザーズ株式会社

本店所在地：東京都千代田区丸の内二丁目2番1号

設立年月日：平成16年9月7日

資本金：2億円

資本構成：(株)プロスペクト 100%

●株式会社アセット・リアルティ・マネジャーズ

本店所在地：東京都千代田区内幸町一丁目1番1号

設立年月日：平成14年3月18日

資本金：1億1,500万円

資本構成：アセット・マネジャーズ(株) 35.7%
アセット・インベスターズ(株) 21.4%
イーバンク銀行(株) 3.6% 他

■ 実務研修会

●第20回実務研修会

「不動産証券化ミニ基礎講座」

平成17年2月28日、第20回実務研修会「不動産証券化ミニ基礎講座」を、新大阪丸ビル新館会議室で開催した。

「不動産証券化概論」

講師：松村 徹氏(株式会社ニッセイ基礎研究所 不動産投資分析チーム 上席主任研究員)

「不動産証券化に係る法改正ポイントの解説」

講師：田村 幸太郎氏(牛島総合法律事務所 弁護士)

書評

「実戦解説！不動産ビジネスのカタカナ語」

著者：瀬川昌輝、鼠屋政敏、
腰高夏樹、小島正二郎、
林 誠

発売：丸善
定価：1,800円(税別)



「アセットマネジメント」「ポートフォリオ」「バリュ」「ウォーターフォール」「デューデリジェンス」など、不動産投資ビジネスの分野には、カタカナ語が数え切れないくらいあふれている。

これらのカタカナ語は、日本語に変換しようとしてもどうにも適切な言葉が見つからず、カタカナでそのまま使われているわけだ。

言葉は文化なので、言葉の文化的背景で彼我の差を感じてしまうと、日本語に翻訳すること自体に抵抗を覚えてカタカナのまま使われてしまうのだろう。

もともとわが国には英米流の不動産投資ビジネスに通じる考え方(体系)がなかったのだから、不動産投資ビジネスにおけるカタカナ語の氾濫は当然のことということになる。

こう考えると、カタカナ語の氾濫までは仕方のないことなのだが、カタカナ語もそのまま日本語として使っているうちに日本の文化に同化し、母国で使われている意味とかけ離れた意味で使われることも起きてくる。

たとえば、米英では賃貸契約の更新の意味で使われている「リニューアル」という言葉は、日本ではもっぱら改修工事の意味で使われている。

これを、誤用だとあげつらうつもりはないが、カタカナ語の米英での本来の使われ方を不動産投資ビジネスの流れのなかでもう一度見直して理解することができたら、不動産投資に対する理解も深まるのではないかとと思う。

今回ご紹介する「不動産ビジネスのカタカナ語」は、そのような問題意識にぴったりの本である。監修は、瀬川昌輝氏、鼠屋政敏氏、著者は、腰高夏樹氏、小島正二郎氏、鼠屋政敏氏、林誠氏の4名で、昌平不動産総合研究所と不動産経済研究所が発行元になり、丸善から発売されている。

カタカナ語の説明は丁寧かつ簡潔で、アメリカ、イギリスおよび日本でのビジネス経験を基に、主としてアメリカでの不動産事業の流れを念頭に分類されている。米英での使われ方から考えて、現在の日本で誤用・混用が生じているもの、また重要だと思われるカタカナ用語が、150語解説されている。

日頃何気なく使用している不動産のカタカナ語の意味を確認してみたい時に使えるのはもちろん、頭から読み下していても飽きることはないだろう。

不動産業界だけでなく、証券業界、金融業界の方々にも、ぜひ読んでいただきたい本である。
(専務理事・巻島一郎)

「第6期 不動産証券化基礎講座」4月に開講

不動産証券化協会は、本年4月より「第6期不動産証券化基礎講座」を開講いたします。不動産証券化事業の未経験者、初心者を対象とした、不動産証券化に関する基礎知識を体系的に習得していただける講座です。

※ご参加は当協会会員に限らせていただきますのでご了承ください。

※募集要項は会員窓口にてお知らせいたします。

※講師の役職は3月1日時点のものです。

開催日	13:30~15:00	15:20~16:50
4月25日(月)	①<概論I> 松村 徹氏 (株)ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 上席主任研究員	②<概論II> 内藤 伸浩氏 三井不動産(株)S&E総合研究所 兼不動産投資研究所 主任研究員
5月16日(月)	③<不動産特定共同事業法商品> 加藤 和政氏 東京建物(株) 取締役投資事業開発部長	④<資産流動化法商品> 田丸 雅康氏 三菱地所(株) 資産開発事業部副長
5月23日(月)	⑤<YKTK> 田辺 信之氏 興和不動産(株) 不動産ファンド準備室 室長 兼 総務本部企画室 副室長	⑥<J-REIT> 廣本 裕一氏 三菱商事UBSリアルティ(株) 代表取締役社長

東京圏中心の 賃貸住宅特化型 REIT が登場



シービーアールイー・レジデンシャル・
マネジメント株式会社

代表取締役社長 **藤田 哲也**

NEW CITY RESIDENCE
ニューシティレジデンス投資法人

「ニューシティ・レジデンス投資法人」は、運用資産を賃貸住宅に特化した J-REIT として、昨年 12 月 15 日東京証券取引所に上場致しました。上場時には 50 物件 (2,067 戸)、約 610 億円の資産規模で、首都圏を中心として平均築年数 3.8 年 (平成 16 年 10 月末時点) の築浅かつ高品質の賃貸住宅にてポートフォリオを構成しております。

資産運用会社であるシービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント社は、ニューヨーク証券取引所に上場しているシービー・リチャード・エリス・グループ傘下の不動産投資顧問会社シービー・リチャード・エリス・インベスターズ(株)と、国内住宅デベロッパーの(株)ニューシティコーポレーションを主要スポンサーとし、これらのスポンサーが有する資産運用のノウハウや、物件取得・開発のパイプラインをバックボーンとして、長期安定的な収益を確保しつつ、持続的な成長を目指しております。

ライフスタイルの多様化に伴って拡大している賃貸住宅に対する社会的ニーズに対応するべく、単身者用のシングルタイプから、ファミリーや富裕層を対象としたプレミアムタイプまで、高品質かつ幅広いタイプの賃貸住宅に対し、地域的な分散にも配慮した投資を行っていく方針です。

また、入居テナントによる満足度の向上が、運用

資産の投資効率に資するとの理念から、「ニューシティレジデンス」のブランド化戦略を通じ、テナント向け各種サービスプログラムを実施するほか、運用資産のプロパティマネジメント業務を担う新会社によって、機動的かつフレキシブルに管理業務を遂行してまいります。

デベロッパーや全国規模の仲介会社各社との業務提携を通じ、より一層の資産拡大を図り、J-REIT における住宅セクターを担う 1 社として、業界の発展に貢献できますよう、社員一丸となって精進してまいります。



ニューシティレジデンス等々カ



ニューシティレジデンス西麻布ツインタワー

編集後記

先日、風邪をこじらせてしまいまして、1週間以上ダウンしてしまいました。その間、「実は私の体調はかなり危機的な状況なのでは」などと考えてしまうほど弱気で悲観的になっておりました。風邪を引き始めたころ、すぐに治るだろうと楽観的に考え、何もせず放っておいたのが良くなかったようです。楽観的なのは必ずしも悪いことではないと思いますが、油断は禁物だといえます。やはり、風邪を引いたら、早めに休むのが良いようです。

(澤田)

会報「ARES」第14号 平成17年3月31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>