

タイトル	不動産投資信託（REIT）におけるスポンサーの役割： 収益と資金調達の両側面から
著者	王，洪偉；Wang, Hong Wei
引用	北海学園大学大学院経済学研究科 研究年報(14): 139-191
発行日	2014-03-31

不動産投資信託（REIT）におけるスポンサーの役割

— 収益と資金調達の両側面から —

王 洪 偉

はじめに

第1章 REITの構造と特徴

第1節 REITの構造と法的要件

第2節 REIT市場の概観

第2章 REITの登場背景とスポンサー

第1節 REITの登場背景

第2節 REITとスポンサー

第3章 REITの費用とスポンサー

第1節 費用の内訳

第2節 REITの資産運用費用

第3節 不動産会社とREIT

第4節 REITの不動産取得

まとめ

第4章 不動産市場とREITの収益率

第1節 不動産市場の概観

第2節 REITの収益率

まとめ

第5章 REITの資金調達とスポンサー

第1節 REITの増資と第3者割当増資

第2節 REITの負債調達

まとめ

終わりに

引用・参考文献及びURL

はじめに

本論文における不動産投資信託（REIT）とは、投資家から資金を集めて、投資法人が不動産市場から不動産を取得し、そこから発生する賃料や、売却益などの収益を投資家に配当していく仕組みを持つ金融技術である。アメリカで生まれてきた不動産投資信託（US-REIT）は、近年、世界各国に導入・拡大されている。日本不動産投資信託 J-REIT（Japanese Real Estate Investment Trust）は 2001 年 9 月の市場創設以来、保険会社や、年金基金のような機関投資家はもちろん、銀行、個人投資家、外国人投資機構といった幅広い投資家層によって取引されている。この理由としては、不動産への小口投資を可能とし、分配利回りが高く、投資家ポートフォリオ

の多様化を可能にすることが考えられる。

REIT 制度の一つ大きな特徴は、US-REIT と異なり外部委託制度（すべての業務は自ら行使せず、外部の資産運用会社に委託する制度）が定められており、資産運用会社（以下スポンサー）は株主利益を最大化するため、不動産の投資・保有・資金調達に係わる運用戦略の策定・実行の受託者責任を担っている。

資産運用会社はスポンサーから完全に独立するのではなく、スポンサー会社の経営資源に依存しているのが REIT の実態である。REIT 市場は誕生以来順調に成長を続けてきたが、2008 年の世界的金融危機によって大きな打撃を受けた。このような環境の下で、REIT におけるスポンサーの役割は何なのかが厳しく問われてきた。

この領域において多様な研究がある。第一は資産運用報酬に関する論点である。例えば REIT が資産運用会社に支払う運用報酬について、岩佐（2009）はまず、資産運用会社の成長として、「物件を取得し資産規模を拡大することでポートフォリオの収益安定とリスク分散を図る」外部成長、「中長期のテナントとの信頼維持を前提に賃料引き上げやコスト削減などによりキャッシュフローの増加を図る」内部成長の 2 種類を分けた。また、REIT の資産運用会社と投資主との利害が一致した報酬体系として、外部成長を重視する投資法人に「資産残高連動性の強い報酬体系」を、内部成長を重視する投資法人に「収益連動性の強い報酬体系」を採用すべきと強調した¹。このように資産運用報酬の水準は投資主利益に影響を与えることが指摘されている。

第二はスポンサーによる投資法人への物件売却価格に関する論点である。金（2013）は物件売却価格について、外部機関の鑑定評価だけでは不十分で、「価格の妥当性を立証する抜本的な仕組み」が必要と強調した。また、NCR の破綻について彼は、「NCR の破綻は運用会社の投資判断、財務戦略、不完全なガバナンスを露わにした」と述べ、こうした問題に対して「独立取締役」の設置を提案

¹ 岩佐浩人「J-REIT の運用報酬は投資主利益と一致しているか」ニッセイ基礎研究所 2009 年 9 月 30 日 5 頁。

した²。このように、投資物件の価格評価は難しく、スポンサーが REIT に対して高値で物件を売りつけて投資主利益を損害するからであることが指摘されている。

第三は同族間取引に関する論点である。取引上の利益相反問題について、前川（2007）は REIT における同族間取引³について考察し、「同族間取引はエージェンシー問題を生む大きな原因である」と考え、REIT において「同族間取引が極めて多く、これが総合型と住宅特化・中心型 REIT の投資行動に影響を与えている」と指摘している⁴。

第四はスポンサーと資金調達に関わる論点である。資金調達における REIT のスポンサーの分類について石澤（2012）は、REIT を「上位 REIT」、「中堅 REIT」、「下位 REIT」の三つに分類し、上位 REIT には、スポンサー企業が「有力な不動産会社や、優良資産を保有する名門企業であるなど信用度が高く、財務内容なども安定した銘柄」が中心、中堅 REIT は、「スポンサー企業の知名度がやや劣るものの、運用実績が非常に良い」、下位 REIT は「スポンサー企業の信用力に難点がある他、運用実績や、財務内容に不安要因が多い」とする⁵。また、石澤は基本的に中堅 REIT 以上であれば、「資金繰りに窮する」ようなことにはならないと強調した。このように、スポンサー企業の資産規模、知名度、信用度、が REIT の資金調達、運用実績に相関していることが指摘されている。

また、資金調達においてスポンサーの影響度について浅原（2008）はスポンサーと REIT の関係は、「時間の経過に対して一定ではなく、その影響度は時期によって大きく変化している」と主張した⁶。特に金融危機後、増資が困難となる時にスポンサーの影響度が増える。このように、危機の際に REIT の資金調達にはスポンサーの影響力は不可欠であることを指摘している。

以上の先行研究では、利益相反問題、資産運用会社の報酬体系、物件の取得、資金調達、などの研究が一定程度進んでいる。しかし、REIT のスポンサー（特に不動産企業の場合）が投資法人を立ち上げる目的、スポンサーは収益、資金調達の面で REIT にどのように影響しているかについての実証的な考察は数少ないといえる。

本論文は、REIT の収益と資金調達の両側面におけるスポンサーの果たす役割について検討する。具体的には、まず、第1章では、REIT の仕組み、法的要件を整理した上で、REIT 市場を概観する。第2章では、REIT の登場背景及び REIT のスポンサーの状況について考察する。第3章では、費用の側面からスポンサーと REIT の関係を明らかにし、REIT のスポンサーが REIT を設立する真の目的について検討する。第4章では、REIT の収益を考察し、スポンサーが REIT の収益への影響力を考える。第5章では、REIT の資金調達とスポンサーの関係について考察する。REIT の公募増資、投資法人債の発行、借入金の状況について述べて、REIT のスポンサーが果たす役割について考察する。

第1章 REIT の構造と特徴

日本では、2000 年に投信法が改正され、REIT 制度が始まった。REIT は、現在、日本における不動産証券化商品の中で、唯一の上場商品である。そのため、REIT は証券取引所で容易に売買でき、その流動性が高い点が特徴である。本章では、REIT の仕組み、法的要件、市場の概観などをみていきたい。

第1節 REIT の構造と法的要件

1. REIT の位置づけと構造

(1) REIT の位置づけ

投資信託は、複数の投資家から資金を集めて大きな基金をつくり、専門機関が株式や債券など様々な資産で運用し、その収益を投資額に応じて投資家に分配する仕組みの商品である⁷。投資信託協会が発表したデータによると、2013 年 6 月の時点で日本における投資信託の純資産総額は 115 兆 9,334 億円に達した。そのうち、公募投資信託は 79 兆 1,547 億円、私募投資信託は 36 兆 7,787 億円となる⁸。

投資信託は、商品によって投資対象がさまざまとなる。例えば、株式投資信託、公社債投資信託、インデックス投資信託などが挙げられる。そのうち不動産投資信託（REIT）は、不動産を投資対象とする投資信託である。

REIT は一般投資家から幅広く資金を集めるので、通常「公募 REIT」といわれる。一方、少数・特定の関係者のみを対象として資金を集める REIT は「私募 REIT」という。

² 金 惺潤『不動産投資市場の研究』東洋経済新報社 2013 年 3 月 520 頁。

³ 同族間取引について前川は、「投資法人及び資産運用会社の関連会社等」と解釈した。

⁴ 前川俊一「J-REIT におけるエージェンシー問題」土地総合研究所 2007 年度報告書 73 頁。

⁵ 石澤卓志「2012 年 J-REIT 市場の見通し」J-REIT VIEW 2012 年 1 月 20 日。

⁶ 浅原大介「高まる J-REIT へのスポンサー影響力——事業運営に関する計量分析をもとに——」不動産投資レポート 2008 年 3 月。

⁷ 『日本の証券市場 2012 年版』公益財団法人 日本証券経済研究所 2012 年 3 月 240 頁。

⁸ 「平成 25 年 4 月の投資信託概況」投資信託協会 2013 年 6 月。

2013年6月の時点で公募REITの規模は5兆157億円で、私募REITは641.06億円となる⁹。運用期間は、公募REITは無期限で、私募REITは3～5年程度が一般的である。私募REITの場合、開示情報の大半は投資のプロのみを対象としており、情報を入手することが難しいため、本論文で取り扱うREITは公募REITに限定する。

不動産の証券化は2種類に分けられる。一つは、資産流動型の不動産証券化である。本社ビルの証券化や賃貸住宅の証券化がその代表例である。これは、不動産をSPC（Special Purpose Company 特別目的会社）という器に分離、売却し、その資産を担保して資金調達を行うスキームである。

もう一つは資産運用型の不動産証券化である。不動産投資信託（REIT）がその代表例である。これは、多数の投資家から集めた資金を資産プール（Asset Pool）にして、それを不動産に投資して、収益を投資家に分配するスキームである。

REITとSPCは、いずれも投資家から集めた資金で不動産を購入し、不動産から生ずる収入（家賃、地代、売却代金）を投資家に利益として分配する仕組みを持つ。しかし、REITとSPCの違いとして、以下の3点が指摘できる。

第一、REITは運用期限がないため、保有不動産を資産運用会社の判断で入れ替えることができる。また、資産売却によって得られる資金で借入金を返済にすることもできる。それに対して、SPCの場合、資産売却によって得られる資金について分配ルールが明確に決められるのが一般的である。

第二、REITは投資口を証券取引所に上場し、投資家はいつでも投資口を売買できる。SPCは上場していないので、プロ投資家を対象に設定している。

第三、REITの場合、投資主が資産運用会社の選定、解任など投資主総会を通してREITを支配することが可能である点でSPCと大きく異なることも指摘できる。

また、投資信託の形態は大きく分けて契約型と会社型がある。契約型の投資信託とは、投資家から預かった財産を資産委託会社と受託銀行が、信託契約を結ぶことで組成され、運用される投資信託のこと。日本の証券投資信託はこの形式が主流である。契約型投資信託には、そのファンドに新たな資金を追加できるタイプとできないタイプがある。これを「追加型（オープン型）」と「単位型（ユニット型）」という。

「追加型」とは、当初設定されたファンドに、その後も投資家による資金の追加が行われるタイプである。あるいは、投資家がいつでも購入・換金ができる。

「単位型」は、運用を開始した後ではそのファンドを投資家が購入できないタイプである。募集期間に限られ、全員が同じ価格で購入することになる。日本では、いつでも購入・換金のできる追加型投信（オープン）が主流で、様々なタイプがある。

一方、会社型の投資信託は、投資法人を設立し、その投資法人が発行する投資口を投資家が購入するという形式を取る。東京証券取引所、大阪証券取引所に上場されている不動産投資信託（REIT）は会社型投資信託になる。竹宮（2011）は、投資法人を「資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として、投信法に基づき設立された社団」と定義している¹⁰。

(2) REITの仕組み

REITの仕組みについては、図1-1を見てみよう。REITの仕組みを簡単に言うと、投資法人が多くの投資家から資金を集め、その資金で不動産市場から投資用不動産を取得し、そこから発生する賃料や、売却益などの収益を投資家に配当していく形式をとる。REITは、金融機関から融資を受け、株式会社の社債に当たる「投資法人債」及び株式を発行し資金調達を行う。証券取引所において投資証券を取得した投資家は投資主となり、投資主は株式会社の株主に相当する。

不動産投資信託が運用する不動産は「投資法人」によって所有され、その投資・運用に関する意思決定は資産運用会社が行っている。資産運用会社の運用の仕方が投資法人の業績、つまり投資家の投資運用の成果に関連する。また、後述するように、資産運用会社の大株主であるスポンサーが資産運用会社の株式を保有して支配し、資産運用会社の代表者が投資法人の代表者を兼任している場合も多いので、利益相反問題が生じやすい。スポンサーの社会的信用力は投資法人のリファイナンスに際して重要な要素となる。

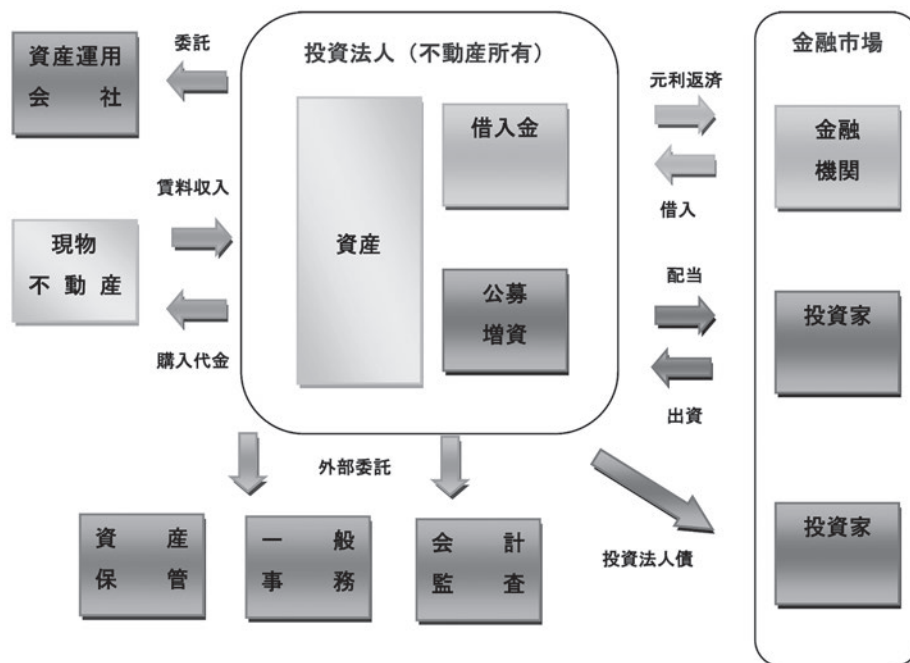
投資法人には、さまざまな業者が関わっている。例えば、投資法人は一般事務会社、資産保管会社、不動産管理会社などに業務を外注することを義務づけられているので、投資法人自身が行うべき業務は、外部への業務委託・事務委託そのものや、投資会の招集等に限定されている¹¹。投資法人は一般事務を一般事務会社に、資産保管業務を資産保管会社に、保有する不動産の管理を不動産管理会社に委託する。不動産管理会社とは、投資法人の保有不動産に関し建物や、テナントの運営を行う会社を言い、プロパティ・マネジメント（PM）会社ともいう。投

¹⁰ 竹宮裕二『不動産投資法人（REIT）の理論と実務』弘文堂 2011年3月 2頁。

¹¹ 森島義博『J-REIT投資のすべて』社団法人金融財政事情研究会、2007年9月 16頁。

⁹ 同上。

図1-1 REITの仕組み



(出所) 森島義博『J-REIT 投資のすべて』金融財政事情研究会、2007年9月を参考して筆者作成

資法人は獲得した賃料収入からコストを支払い、残りの利益を投資主に分配する。

REITのメリットとしてまず、分配金利回りが高い点が指摘できる。株式会社の場合、利益の一部は、法人税や、内部留保になる。しかし、REITの場合、投信法により利益の90%以上を分配すれば法人税が課税されない仕組みになっているので、現在上場しているREITは、実質的に利益の100%を分配している。これが一般の株式会社に比べて高い分配金を出せる理由となる¹²。REITは、ミドルリスク、ミドルリターン特性、プロによって運用すること、インフレに強いこと、少額から始められる不動産投資などのメリットが多く存在する。

また、投資家はREIT商品を通して少額資金で高額不動産の取得ができる。つまり、多数の投資家から資金を集めて高額不動産に投資することができるため、一人では取得できないような非常に高額な不動産の取得が可能となる。従来、実物不動産の所有は機関投資家や富裕層などに限定されていたが、REIT商品が登場したことにより、小口で不動産に投資することが可能となり、投資家にとって多様な投資選択が可能となったと言える。

さらに、投資家にとってREITに投資することによって、分散投資の効果がある。単独の不動産へ投資する場合に比べ、小口化された証券を通して地域（東京、地方都市）、種類（オフィスビル、商業施設、住宅）が異なる複数の不動産に投資することによって、投資リスク分散

が実現される。

(3) US-REITとJ-REITの比較

以下ではUS-REIT（米国のREIT）とJ-REITを比較してみよう。米国は1960年にREITを創立した。現在、US-REITの市場規模は、2013年7月の時点で、上場銘柄数148、市場規模42.3兆円となり、既に世界市場（上場銘柄数279、規模58.9兆円）の半分を超えている¹³。US-REITは、世界最大の資産を持ち、世界REITの市場の典型と言える。

US-REITは、①エクイティREIT（実物不動産の所有権に直接投資している）②モーゲージREIT（不動産モーゲージに投資している）③ハイブリッドREIT（両方に投資している）の3種類に分類できる。投資対象について、全米不動産投資信託協会（NAREIT）により、オフィスビル、商業施設、住宅、ホテル、個人用倉庫、ヘルスケア、スペシャルティのように細分化されている。

US-REITとJ-REITの比較は以下の表1-1に示されている。

まず、US-REITとJ-REITの共通点をあげると、配当要件について、アメリカでは、『内国歳入法典』856条の規定により、課税所得の90%以上を投資家に分配すると、税が課せられない。J-REITにおいても、類似する配当要件がある。

また、US-REITとJ-REITの違いとして、登場時期つ

¹² <http://yahoo.japan-reit.com/page/guide02.html> を参考。

¹³ 大和証券のデータによる。

表 1-1 REIT の日米比較

	J-REIT	US-REIT
制定時期	2001年	1960年
運用形態	外部運用のみ	内部運用・外部運用とも可
開発事業	開発不可	開発可能
配当要件	所得の90%以上を配当する	所得の90%以上を配当する
所有関係	不動産会社とREIT間に親子関係が見受けられる。	REITと各REIT銘柄間で親子関係が存在することはほとんどない。
特別制度	なし	UP-REIT

（出所）佐藤一雄『不動産証券化の実践』ダイヤモンド社 2007年を参考して作成

いては、アメリカでは1960年にREITに関する法律が成立し、REITが誕生した。そして、1963年に第1号のREITが登場し、US-REITの市場規模は迅速に拡大した。日本では、後述するように「投信法」や、「資産流動化法」の改正により、2001年にJ-REITが登場した。J-REITの歴史は、比較的に浅いといえるが、発展の速度は非常に速い。

また、J-REITとUS-REITの最大の違いは、資産運用の在り方であり、J-REITでは、資産の運用・管理等は、外部の専門機関に委託することになっているが、US-REITでは、外部の専用機関だけでなく（外部運用）、REITも運用・管理を行う（内部運用）。

次に、J-REITが不動産の開発主体になることはできないが、US-REITでは、それが可能になっている。

さらに、所有関係に関しては、日本では、不動産会社とJ-REITとの間に業務上の関係が構築されるが、米国では、不動産会社とREITの間に業務上の関係はほとんどない。また1992年以降、アメリカでは上場したREITのほとんどがUP-REIT¹⁴を利用した。しかし、税制の違いもあり、日本にはUP-REITの制度が導入されていない。

以上REITの仕組みについて述べたが、次に法的な角度から検討する。

2. REITの法的要件

(1) 投資信託法

まず、投資信託法には投資法人の設立・登録・解散・合併等の手続や、投資法人の機関、事務の委託に関する事項、その資産を運用する投信委託業者になるための条件、取引制限等について定められている。つまり、投信

法は投資法人を設立するための根拠法となる。現在上場しているREITは、いずれの銘柄も投信法の登録を受けなければならない。投信法の具体的な内容として例えば、投資法人は単に不動産を保有する器であるといわれ、資産運用業務や、ファンド運営に係る諸々の事務はすべて外部の業者が行っているが、これは投信法63条に「投資法人は使用人を雇用することができない」と規定されている。そうすると、投資法人が投資に関する意思決定を行わず、その意志決定を外部の業者に委託しているとすると、利益相反の問題が発生する。利益相反取引の制限についても、投信法に規定されている。

具体的に、投資法人は①執行役員または監督役員②資産運用会社③執行役員または監督役員の親族④資産運用会社の取締役、会計参与、監査役もしくは執行役、もしくはこれらに類する役職にある者または使用人（従業員）との間で次に掲げる行為を行ってはならないとされている（投信法195条、193条、投信法116条、118条、投信法施行規則220条の2）。

- A 有価証券の取得または譲渡
- B 有価証券の貸借
- C 不動産の取得または譲渡
- D 不動産の貸借
- E 不動産の管理の委託
- F 宅地の造成または建物の建築を自ら行うことにかかる取引以外の特定資産にかかる取引
- G 商品の生産、製造、加工その他これらに類するものとして内閣府令で定める行為を自ら行うことにかかる取引

上記の規定から投資法人におけるインサイダー取引が禁止されているが、投資法人はスポンサーとの間の取引は直接に禁止されていないことがわかる。あるいは、投資法人の物件取得はスポンサーの協力が必要なことは否定できないと言える。

また、投資法人の機関について投資信託法により投資主総会、執行役員、監督役員、役員会および会計監査人が存する（投信法95条各項）。具体的に投資主総会は会社法上の取締役会設置会社における株主総会（会社法295条2項）に相当し、投資法人の基本的事項の決議を行

¹⁴「Umbrella Partnership REIT」の略語であり、土地出資者とREITとがパートナーシップを形成することから名付けられた。アメリカで幅広く活用されている手法である。UP-REITにおいては、出資した土地の簿価が時価よりも低い場合でも、土地所有者に対する時価との差額益（譲渡益）課税は、REITの投資口に転換した時点で行なわれる。つまり、UP-REITを活用することによって、土地の含み益を顕在化することなく課税を繰り延べることができる。

う意思決定機関として投信法および規約で定めた事項に限り、決議をすることができる(投信法89条1項)。

執行役員は投資主総会で選任され(投信法96条1項)、取締役会非設置会社の取締役と同様に、代表権および業務執行権限を有し(同法109条1項)、その員数は1人で足りる(同法95条1号)。執行役員は、重要な職務を執行しようとするときは、役員会の承認を受けなければならないとされる(同法109条2項)。

監督役員は投資主総会において選任され(投信法96条1項)、執行役員の職務執行を監督するため(同法111条1項)、株式会社の監査役に相当するといわれるが、監督役員は、執行役員と同様に、役員として役員会を構成するため、むしろ、会社法上の社外取締役に相当する(会社法336条2項)。

役員会は、執行役員および監督役員により構成される(投信法112条)。監督役員は、執行役員の員数に1を加えた数以上の員数を選任しなければならないため(同法95条2号)、執行役員のみによって、役員会の上程事項を決議することはできない。役員会は、投信法および規約に定める権限のほか、執行役員の職務の執行を監督する(同法114条1項)¹⁵。

さらに、投信法にはREITの情報開示の方法、例えば、貸借対照表、損益計算書、資産運用報告書、金銭の分配に関する規則等も定められている。投信法は、証券市場を通じて不動産投資を促進する法整備だと考えられる。

(2) 金融商品取引法

REITに関する法令について投信法のほか、投資法人スキームを規律する法令等の中の最も重要なもののひとつとして、金融商品取引における投資家の保護などを目的とする金融商品取引法(以下、金商法)が挙げられる。金商法の内容として例えば、資産運用会社は投資運用業者として投資運用業の登録(金商法2条19項)を行った上で、顧客に対する誠実業務(金商法36条)、顧客の利益を害するおそれのある一定の行為の禁止(同法42条の2)などの規制がある。

また、上場株式等と同様REITでは、有価証券報告書や、有価証券届出書、目論見書は、金商法の規則に即して作成され、資産運用報告書が現在の投資主を対象に作成されるのに対し、有価証券報告書や、有価証券届出書等は、一般投資家等の利害関係者に広く知らしめる目的で作成される。

(3) 法人税法

法人税法では、投資法人や投資主に対する課税、投資

法人が不動産を取得する場合の課税などについて規定されている。例えば、導管性要件として90%超配当要件(利益を超えた金銭の分配を行った場合には、金銭の分配の額が配当可能額の90%超であること)が挙げられる(法人税法67条の15第1項)。このように、導管性要件を満たすと、所得の金額の計算上損金算入できる。REITにおける上場投資法人の多くにおいて、ほぼ100%の配当性向を有しており、投資証券の商品性の大きな特徴となっている。また、同族会社要件として、投資法人が法人税法2条10号に規定する同族会社のうち政令で定めるものに該当していないこと(法人税法67条の15第1項)を規定されている。つまり、導管性要件を満たすためには、投資法人の投資口の50%超を1グループの投資主が有していないことが必要となる。

(4) 東京証券取引所における上場審査基準・上場廃止基準・適時開示基準

東京証券取引所は、2000年12月19日の定例理事会で、不動産投資信託の上場制度概要を決定した。上場審査基準・上場廃止基準・適時開示基準が規定されている。REITの商品特性についての主な審査基準は、以下の表1-2 東証「不動産投資信託証券市場」上場制度の概要のように規定されている。

不動産投資信託証券の上場には、当該不動産投資信託証券の発行内容、その他の事項が「有価証券上場規程(不動産投資信託証券)」に定める上場審査基準に適合していることが必要となる。

REITの上場審査基準としては、「投資信託財産の75%以上が不動産、又は不動産証券化商品等であること」を要件とする。この要件から、投資信託財産の不動産に該当しない部分については、換金性が高く、価格変動リスクが低い資産での保有が望ましいことがわかる。あるいは、現金、現金と同等の短期金融資産の保有を求める方針が強調されている。

また、「投資信託財産の50%以上が、相応の賃貸事業収入、またはこれに類する収入が現に生じており、かつ1年以内に売却する見込みのない不動産等であること」の要件から、REITは保有資産の安定性を重視する姿勢がわかる。

次に、東証は「1口当たりの純資産額が5万円以上になる見込みがあること。上場口数が4,000口以上、投資主の数が1,000人以上になる見込みがあること」として、投資家を保護する方針を強調している。

上場廃止基準は、「不動産等の比率が投資信託財産の75%未満となり1年以内に75%以上とならない場合、現に賃貸事業収入が生じている不動産等の比率が投資信託財産の50%未満となり1年以内に50%以上とならない場合」などが該当するほか、「最近1年間の売買高が20口

¹⁵ 竹宮裕二『不動産投資法人(REIT)の理論と実務』弘文堂 2011年3月 13-19頁。

表 1-2 東証「不動産投資信託証券市場」上場制度の概要

上 場 審査基準	・ 投資信託財産の75%以上が不動産、又は不動産証券化商品等であること。 ・ 運用する資産のうち、賃貸事業収入などが生じているもので1年以内に売却の見込みがない不動産などの額の比率が50%以上になる見込みがあること。 ・ 1口当たりの純資産額が5万円以上になる見込みがあること。 ・ 上場口数が4,000口以上、投資主の数が1,000人以上になる見込みがあること。
上 場 廃止基準	・ 不動産等の比率が投資信託財産の75%未満となり1年以内に75%以上とならない場合 ・ 現に賃貸事業収入が生じている不動産等の比率が投資信託財産の50%未満となり、1年以内に50%以上とならない場合 ・ 最近1年間の売買高が20口未満である場合 ・ 運用会社等が投信委託業者の認可を取消され、投資信託協会会員でなくなった場合、当該発行者等が発行または運用する不動産投資信託証券の全銘柄の上場を廃止するなど
情報開示	・ 法定開示：運用資産の参考時価情報を含む決算情報（年2回） ・ 適時情報開示：運用資産に関して、①不動産の災害による損害の発生（損害が純資産額の3%以上に相当する場合）、②譲渡に伴う利益または損失（当期総利益の30%以上に相当する場合）、③資産の譲渡または取得（価額が直前決算期末純資産額の10%以上に相当する場合）など

（出所）<http://www.tse.or.jp/>より一部修正再作成

未満である場合」も上場廃止となる。それに加えて、「不動産投資信託証券等の発行者等が、投信委託業者の認可を取消され、投資信託協会会員でなくなった場合には、当該発行者等が発行または運用する不動産投資信託証券の全銘柄の上場を廃止する」の要件がある。

最後に、情報開示について、「運用資産の参考時価情報を含む決算情報」が、投資家保護のための情報として、開示が求められることとなっている。

REITが保有する運用資産に関して、①不動産の災害による損害の発生（損害が純資産額の3%以上に相当する場合）、②譲渡に伴う利益または損失（当期総利益の30%以上に相当する場合）、③資産の譲渡または取得（価額が直前決算期末純資産額の10%以上に相当する場合）などの適時情報開示が求められる。

このようにREITの情報開示は詳細に要求されている。こうした情報は、不動産マーケットの状況を知るための貴重な資料となり、不動産マーケットの透明性の向上に貢献すると言える。

第2節 REIT市場の概観

1. 歴史的推移

REIT市場は、最初の2銘柄（日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人）の上場によってスタートした。2001年12月の総資産額は2,568億円であった。総資産規模は、銘柄数の増加、投資口価格の上昇によって2007年（6.77兆円）までの間、順調に増加した。（図1-2）

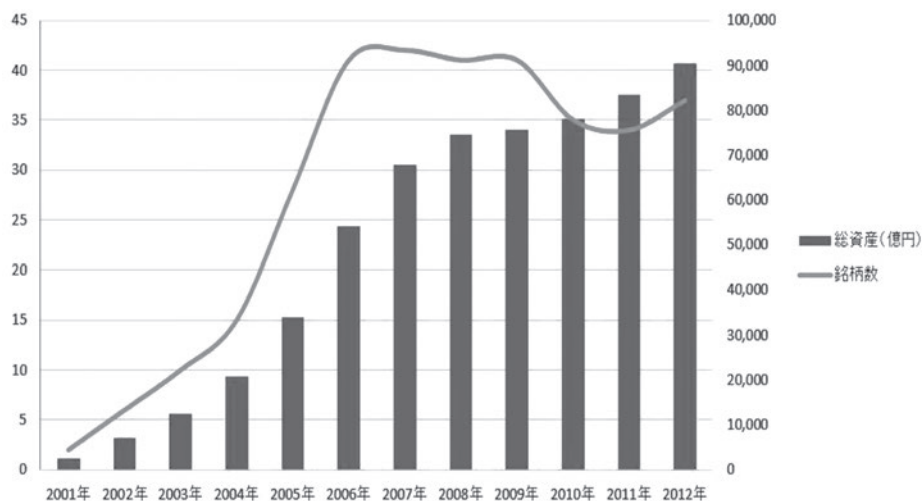
しかしながら、2007年から新規上場は停滞している。2007年度には、10月に産業ファンド投資法人の上場のみとなった。2008年以降、REITの銘柄数が減少する傾向

にあった。新規上場が延期するケースや、ニューシティ・レジデンス投資法人の上場廃止、REITの投資法人が合併するケースが複数見られた。REITが上場しにくい市場環境であったといえる。総資産額は、2012年に9.04兆円に達している。

また、REITの投資物件数も登場時（2001年）の20件から順調に伸び、2005年から2007年（1,142件）にかけて、銘柄数の増加や、各銘柄の資産規模拡大によって、各年度1兆円を超える物件取得実績があった。2008年（1,298件）から2009年（1,314件）までの期間、金融危機の影響で投資物件数は横ばいとなった。だが2010年（1,578件）から再び物件の増加が続き、2012年には1,718件となり、登場時（2001年）の約80倍の規模となっている。（図1-3）

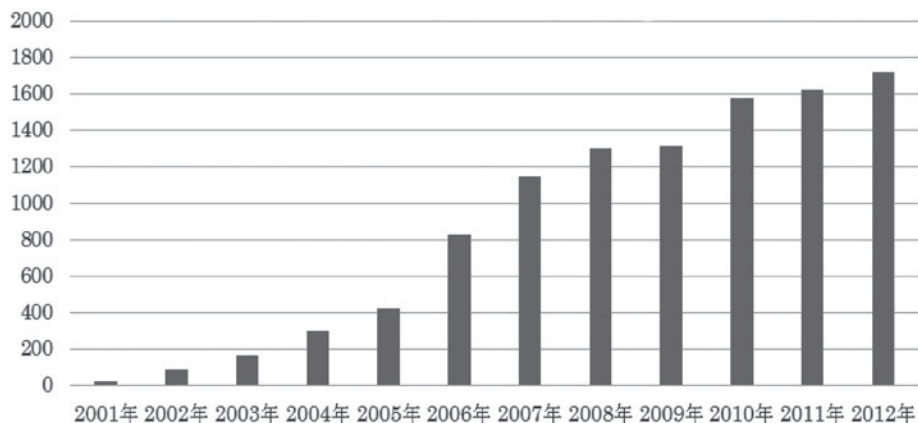
さらに、2003年4月1日より算出が始まった東証REIT指数は、図1-4のように2006年前半から緩やかに上昇を続け、2006年後半以降から2007年前半にかけて急激に上昇した。後述するが、この時期の上昇の原因は2006年における地価の反転、賃料の上昇、空室率の低下などにより日本の不動産に対する評価が高まったことが考えられる。この時期にはREIT指数だけでなく、TOPIX指数も高騰した。2007年6月に東証REIT指数（2,299）は最高値をつけたが、その後下落のトレンドに転換した。外国人投資家の売り越し、米国サブプライムローン問題がREIT市場に大きく影響した。2012年後半からREIT指数が再び上昇し始めた。その原因について日銀によるREITの買入、地方銀行による不動産投資信託への投資が活発化したこと、複数のREITを組み入れて運用する投資信託を通じて、個人資金が国内REIT市場に流入したことが考えられる。

図1-2 REITの総資産と銘柄数の推移



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

図1-3 REITの投資物件数の推移



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

2. 2013年の現況

2013年7月時点のREITは41銘柄である。

まずREITを投資対象不動産によって分類すれば、投資主体別銘柄数比率を図1-5のように整理できる。セクター別銘柄数をみると、総合主体型REIT(様々な用途の不動産に投資を行うREIT)が21銘柄で半分以上(51%)を占め、REITの最大のセクターとなっている。次いでオフィス特化型5銘柄(12%)、住居特化型10銘柄(24%)、商業施設特化型2銘柄(5%)、物流施設特化型3銘柄(7%)となっている。REITの投資対象が多様化していることがわかる。

REITによる保有不動産の所在地別保有比率(図1-6)では2013年7月の時点で、REIT全体では、東京23区が58.57%を占め、関東地区は17.33%、近畿地区は12.41%、中部地区は4.06%、その他7.53%となっている。

また、オフィス特化REIT(東京地区74.96%)、住宅特化REIT(東京地区72.76%)が保有している不動産は

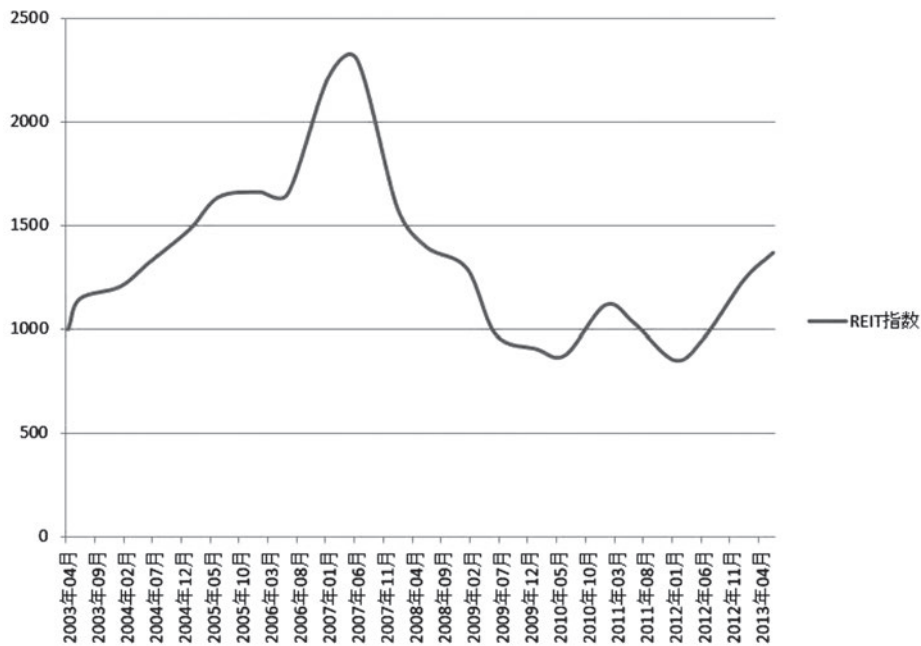
いずれも東京地区を中心に保有されている。それに対し、商業施設特化REITの場合、地域分散の特徴が見られる(東京地区が26%、関東地区が30.49%、近畿地区が20.03%、中部地区が7.65%)。

以上のことから、不動産証券化市場ではREITが様々な投資対象不動産に投資しており、投資対象地域が東京地区に集中している様子が見える。

また、2013年7月現在において、REITの総資産を規模で考察すると表1-3になる。資産総額が1兆円以上の資産規模の投資法人は2001年最初に登場したオフィスビル特化型の日本ビルファンド投資法人(1兆665億円)1社のみである。5,000億円～1兆円の資産規模の投資法人はジャパンリアルエステイト投資法人(7,818億円)、日本リテールファンド投資法人(7,201億円)の2社で、いずれもREIT市場開設の早期に登場した銘柄である。

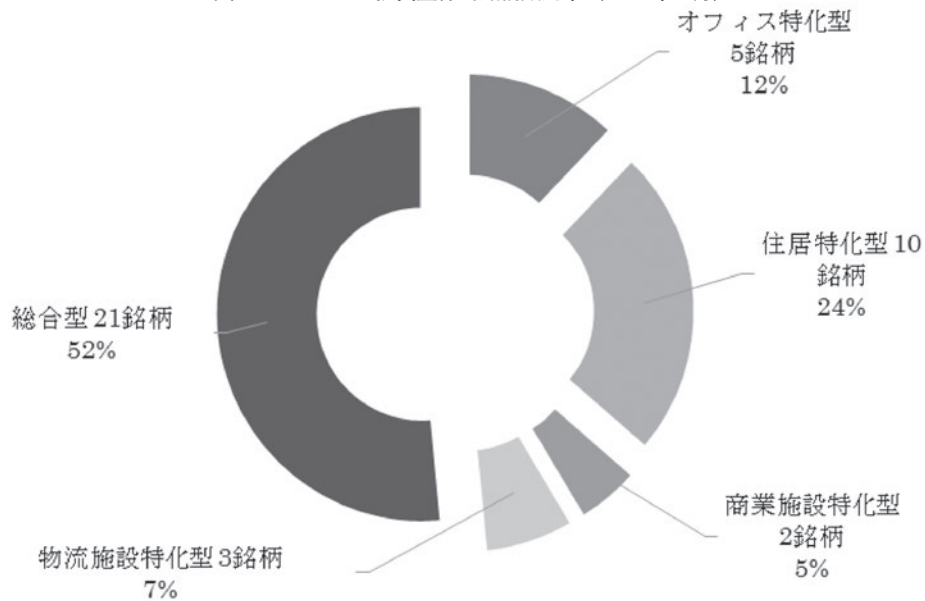
1,000～5,000億円規模の投資法人は33社と大半を占めている。そのうち、4,000億円台ではユナイテッド・

図 1-4 東証 REIT 指数の推移



(出所) 不動産証券化協会の開示データ

図 1-5 REIT の投資主体別銘柄数比率 (2013 年 7 月)



(出所) REIT の有価証券報告書より筆者作成

アーバン投資法人 1 社だけとなる。3,000 億円台では 6 社となり、日本国内の大手不動産、証券会社がスポンサーとなることが多い。2,000 億円台では 10 社となり、物流施設、住居型 REIT が多く、オフィス型 REIT が少ない。1,000 億円台では数が一番多く 15 社となり、2005 年以降に設立した外資系 REIT が多い。総資産額が 1,000 億以下の資産規模の投資法人（5 社）では総合型の新設投資法人が多く見られる。

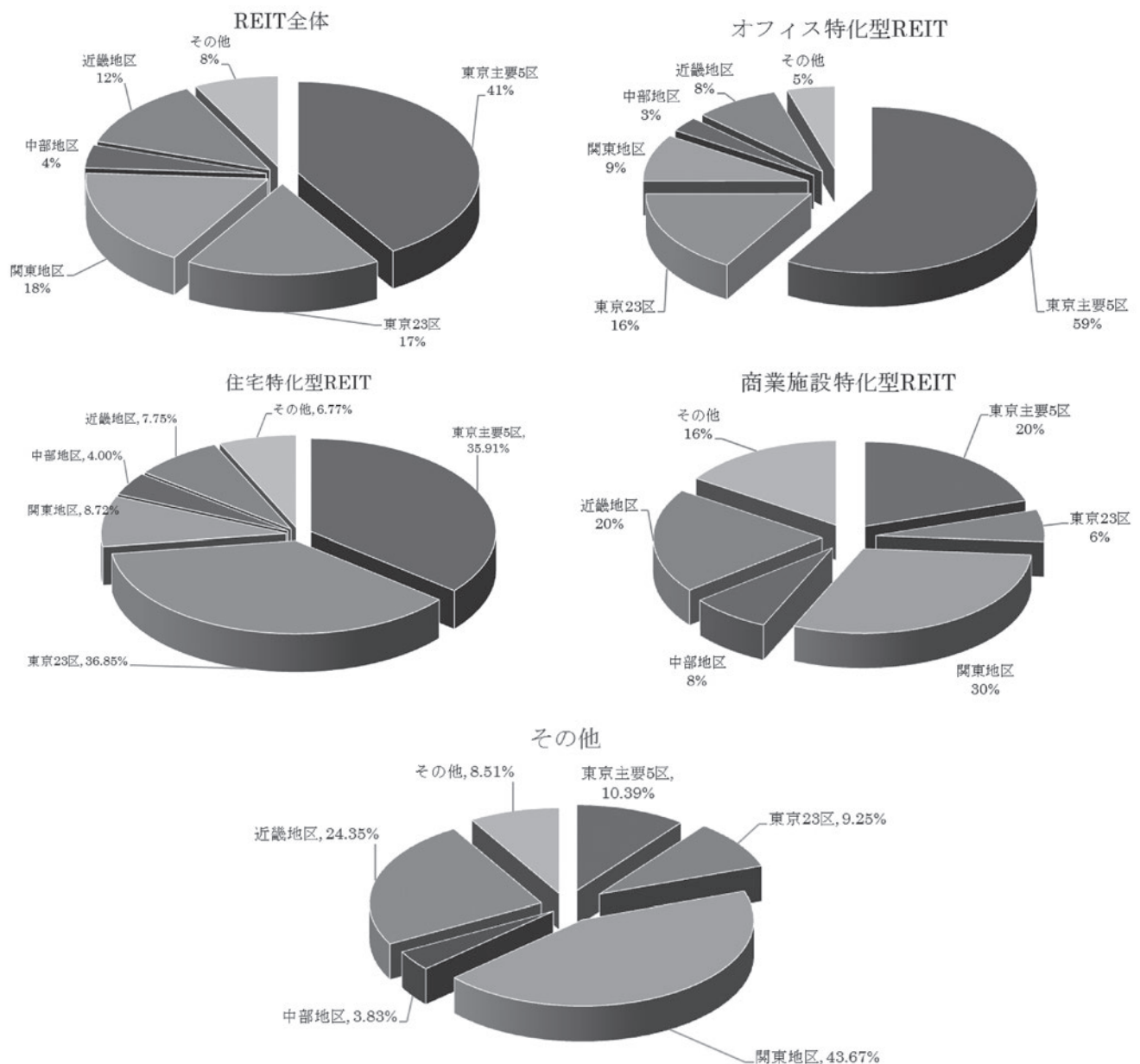
以上、本章では REIT の構造、法的要件、REIT 市場

について述べたが、次に、REIT の登場背景及び REIT のスポンサーの状況についてみよう。

第 2 章 REIT の登場背景とスポンサー

REIT はバブル崩壊以降、低迷した不動産市場を活性化させることを目的として 2001 年に登場した。本章では、REIT の登場背景及び REIT のスポンサーの状況について考察する。

図1-6 REITが保有する不動産の所在地別比率(2013年7月)



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

第1節 REITの登場背景

1. バブル経済の崩壊と地価下落

バブル景気の原因になったのは1985年のプラザ合意である。当時、ドル高による貿易赤字に悩むアメリカ合衆国はG5諸国と協調介入する旨の共同声明を発表した。これにより急激な円高が進行した。1985年に1ドル240円前後だった為替相場が1年後に1ドル150円台まで急伸した。

円高の元で日本では1986年から1991年までの株式や不動産を中心に資産価格が過度に高騰し、バブル経済の様子が現れた。

不動産バブルの原因について①東京の国際化、情報化、金融化が急速に進み、東京都心におけるオフィスビル需要の増大によって、都心の商業地が急騰したこと、②所得税の住宅買い換え特例によって周辺地域の住宅地の買い換え需要が増大し、東京圏全体にまで地価が高騰したこと、③このような実需の増大を受けて、最低時に公定歩合2.5%（1987年2月～1989年5月）という金融緩和による土地投機によって、地価上昇は大阪圏と、名古屋圏へ、さらに一部の地方圏へと波及したことが考えられる¹⁶。

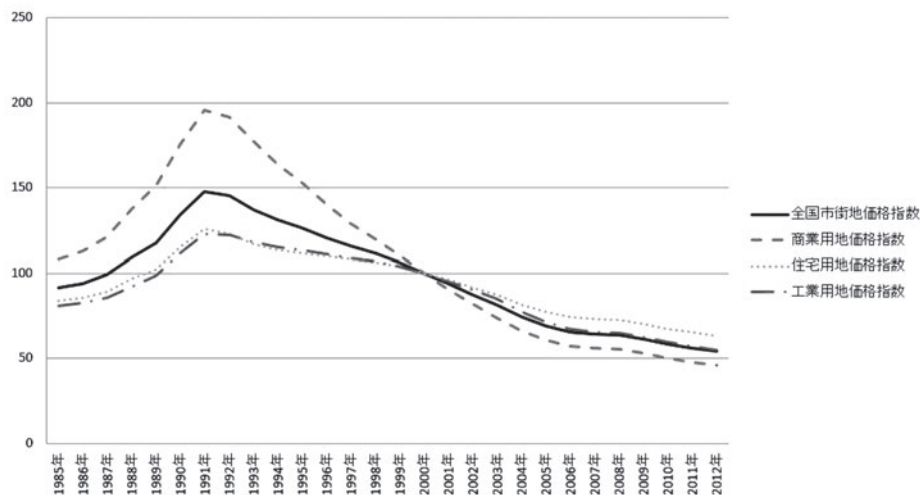
¹⁶ 角本伸晃『都市と不動産の経済分析』成文堂 2010年3月 22-23頁。

表 1-3 REIT の総資産規模（2013 年 7 月）

上場時期	投資法人名	総資産（億円）	投資対象
1 兆円以上			
2001年	日本ビルファンド投資法人	10,665	オフィスビル特化型
5,000億円～1 兆円			
2001年	ジャパンリアルエステイト投資法人	7,818	オフィスビル特化型
2002年	日本リテールファンド投資法人	7,201	商業施設特化型
1,000億円～5,000億円			
2003年	ユナイテッド・アーバン投資法人	4,726	総合型（オフィス＋住居＋商業施設＋ホテル）
2002年	日本プライムリアルティ投資法人	3,986	複合型（オフィス＋都市型商業施設）
2010年	アドバンス・レジデンス投資法人	3,948	住居特化型
2002年	オリックス不動産投資法人	3,834	総合型（オフィスビル中心）
2003年	野村不動産オフィスファンド投資法人	3,721	オフィスビル特化型
2005年	大和証券オフィス投資法人	3,321	オフィスビル特化型
2004年	森トラスト総合リート投資法人	3,273	総合型（オフィスビル中心）
2005年	ケネディクス不動産投資法人	2,920	総合型（オフィスビル中心）
2013年	日本プロロジスリート投資法人	2,855	物流施設特化型
2004年	フロンティア不動産投資法人	2,741	商業施設特化型
2005年	日本ロジスティクスファンド投資法人	2,733	物流施設特化型
2006年	日本アコモデーションファンド投資法人	2,626	住居特化型
2006年	大和ハウス・レジデンシャル投資法人	2,210	住居特化型
2006年	ジャパンエクセレント投資法人	2,456	総合型（オフィスビル中心）
2006年	森ヒルズリート投資法人	2,312	総合型（オフィス＋商業施設＋住居）
2012年	GLP投資法人	2,213	複合型
2003年	東急リアル・エステート投資法人	2,042	複合型（オフィス＋商業施設）
2002年	プレミアム投資法人	1,994	複合型（オフィス＋住居）
2006年	トップリート投資法人	1,856	総合型（オフィス＋商業＋住居）
2012年	アクティビア・プロパティ投資法人	1,813	総合型（オフィス＋商業）
2007年	産業ファンド投資法人	1,638	複合型
2005年	福岡リート投資法人	1,634	総合型（商業施設中心）
2007年	野村不動産レジデンシャル投資法人	1,504	住居特化型
2003年	グローバル・ワン不動産投資法人	1,569	オフィスビル特化型
2006年	日本賃貸住宅投資法人	1,565	住居特化型
2006年	MIDリート投資法人	1,554	総合型（オフィスビル中心）
2006年	ジャパン・ホテル・リート投資法人	1,554	ホテル特化型
2005年	積水ハウス・SI 投資法人	1,441	総合型（住居＋商業施設中心）
2005年	平和不動産リート投資法人	1,383	複合型（オフィス＋住居）
2005年	阪急リート投資法人	1,257	総合型（商業施設中心）
2012年	大和ハウスリート投資法人	1,171	複合型（物流施設＋商業施設）
2005年	いちご不動産投資法人	1,130	総合型（オフィス＋住居＋商業施設＋ホテル等）
1,000億円以下			
2004年	インヴィンシブル投資法人	771	総合型（住居中心＋オフィス等）
2013年	コンフォリア・レジデンシャル投資法人	712	住居特化型
2005年	スターツプロシード投資法人	478	総合型（住居中心）
2012年	ケネディクス・レジデンシャル投資法人	305	総合型（オフィスビル中心）
2013年	星野リゾート・リート投資法人	150	ホテル特化型

（出所）REITの有価証券報告書より筆者作成

図2-1 種類別市街地価格指数の推移



(出所) 一般財団法人日本不動産研究所

「市街地価格指数」は、全国223都市・約2,000地点(定点)の地価を鑑定評価し指数化するものである。図2-1は全国種類別市街地価格指数の推移を表している。全国の平均地価は1986年の94.1から1991年の147.8まで約1.6倍上昇している。そのうち、商業用地価格指数の上昇が最も著しく、1986年(112.5)からピーク時の1991年(195.5)まで1.7倍上昇している。地価上昇は住宅地(95.3→126.1)で1.3倍、工業用地(82.5→122.6)で1.5倍であり、商業用地の上昇率が最も高かった。

しかし、過度な資産価格上昇を抑制するため、日銀は1989年から1990年の間、5度公定歩合を引き上げた。

1990年3月に行き過ぎた不動産価格の高騰を沈静化させるため当時の大蔵省から金融機関に対して総量規制を実施した。全国の金融機関は、四半期ごとの不動産業界向けの融資残高を、貸出残高全体以下の伸び率に抑えることが義務づけられた。その他、不動産業、建設業、ノンバンクに対する融資の実態報告を求める(三業種規制)ことになった。以上の政策によって、土地を担保にした融資の拡大を抑制しようとした。

また、税制の面で1991年の土地税制改革の目玉として土地保有税は導入された。土地保有税は「事業経営の継続に配慮すると同時に土地の資産としての有利性を縮減する程度であることが望ましい」¹⁷⁾の方針を持ち、簡単にその概要を示すと次のようになる。

対象：法人

税率：相続税路線価の1%程度

基礎控除：5億円または1平方メートル10万円(これ未満のときは当該価格)×地積の多い方の額¹⁸⁾。

このように、土地保有税は土地保有者の所得を課税額だけ減少させるので、土地の留保需要も減少し、土地の供給を増大させ、地価上昇率を低下させる方向に働く効果があった¹⁹⁾。

バブル崩壊後(1992~2012)、全国市街地価格指数が下落し始めた。全国市街地価格指数において1991年の最高値(147.8)から2012年(54.2)まで63%以上下落した。そのうち、商業用地価格指数(191.6→45.9)は住宅(123→63.3)と工業用地(122.1→54.9)の価格指数に比べ、下落の幅も大きいことがわかる。

2. 固定資産の減損会計の導入

REITの登場背景として固定資産の減損会計の導入が指摘できる。

2000年3月期決算から始まった「会計ビッグバン」の導入により、日本の会計基準は国際的な会計基準とほぼ肩を並べ会計の国際的な調和が進んでいる。日本企業が国際的活動をするためには、国際的な会計基準の潮流に日本の会計基準を調和させることは欠くことのできないものである。その中で総仕上げとして行われた変革が固定資産の減損会計の導入である²⁰⁾。減損会計は回収の見込みがない投資額は、損失として処理すべきであるという考え方(時価主義)にもとづく会計上の仕組である。

減損会計が企業にどのような影響を与えたのかについて考えてみよう。固定資産というのは、どの企業にとっても決算書に多額に計上されている。特に、不動産企業、鉄道業などのように事業の性質上、資産の大部分が固定資産である事業もある。

¹⁹⁾ 宮尾尊弘『現代都市経済学』日本評論社 1995年4月。

²⁰⁾ 中野一豊 有馬義浩「企業に及ぼす減損会計の影響」Bulletin of Toyohashi Sozo University 2008, No. 12, 11-27。

¹⁷⁾ 石 弘光『土地税制改革』東洋経済新報社 1991年6月。

¹⁸⁾ 同上。

減損会計に対する企業の対応には次の二つがある。

一つは今まで保有した不動産を減損処理し、継続して保有すること。この場合、不動産の帳簿価額と時価との差額を当期の損失（減損損失）として計上する必要がある。

例えば、1997年に日立製作所が半導体製造用機械装置を443億円減損した。ブリヂストンは1998年期にバブル期に建設の社宅・研修センター等の土地の34億円の減損を計上した²¹。

もう一つは、不動産価格が継続して下がり、損失がどんどん拡大する可能性があると考え、損切りとして固定資産を売却すること。

例えば、不動産会社の場合は不動産を保有し続けるのではなく、企業や市場に売り出すことが挙げられる。

一般企業の場合、会社の保養地、リゾート等を売却したほか、オフィスをより賃料の安い場所に移して費用を削減し、本社ビルを売却して取得した資金で経営の立て直しを図る会社も現れた。ビルの売却に際して、オフィスは入居したままで、新たな所有者に賃料を支払う形式にする例もある。

このように、減損会計の実施により、企業は不動産の新規購入を控え、保有する不動産の一部を処分し始めた。そこで、REITは企業が処分した不動産の買手として登場した。

3. 担保不動産の流動化

金融機関の保有する担保不動産の流動化もREITの登場の背景として指摘できる。REITは担保不動産を流動化させる手段として位置づけられた。それについて、沖野（2010）は、「96年の住専処理に始まり、金融機関の破綻が現実のものとなってくると、世の中では不動産証券化の必要性が主張され始めた。特に銀行のバランスシートに塩漬けされた担保不動産を流動化する為に、不動産の証券化が有効であり必要であるという議論が高まり、この議論が政府や金融機関の関心を本格的に不動産証券化へと向かわせたと考えられる。即ち日本で不動産証券化の議論が大きく進んだきっかけは、「金融機関が保有する不良債権の担保不動産の流動化」という目的が第一義であったことは否定できないと思われる」と述べた²²。

まず、不良債権の定義について述べよう。不良債権とは回収不能な元本・利息もしくは延滞した貸金などの債権のことを指す。金融庁は、破綻先債権、延滞債権、3か月以上延滞債権、貸出条件緩和債権をリスク管理債権

と定義している。1997年には不良債権が金融機関の経営を圧迫し、倒産はないと信じられていた大手金融機関が破綻し、不良債権処理がバブル崩壊後の最重要課題となった。

不良債権の処理方法には、間接償却と直接償却の二つの方法がある。

間接償却とは貸借対照表に将来の損失に備える資金（貸倒引当金）を計上し、債権そのものが銀行の資産として残る形の処理である。直接償却とは、強制的に資産を回収し、売却するので債権そのものが銀行の資産から外す処理であり、オフバランス化ともいう。

間接償却では、企業は強制的な返済を迫られないが、銀行は貸倒引当金を次々に上積みしていく必要がある。引当金への繰入額は自己資本から控除するので、自己資本比率を引き下げる。このように、間接償却するために銀行の原資（利益、資本）が必要となる。しかし、バブル崩壊によって銀行株価の下落、利子収入の減少、時価会計の導入などで銀行の収入が減少した。前述したように、間接償却なら債権そのものが銀行の資産として残るので、さらに引当金を積む（費用がかかる）可能性がある。

直接償却とは、不良債権を銀行の帳簿から切り離してオフバランス化する方法をいう。直接償却では、銀行側は将来の追加債務に悩まされる必要がないが、企業は強制的な返済を迫られるために、会社の整理（倒産・再編）が必要になる。直接償却には、私的整理（銀行の債権放棄）、法的整理（会社更生法などの適用）、債権の売却（バルクセール）の3つの方法がある。

私的整理とは、不良債権の一部を銀行が放棄することで企業の再建を促し、放棄していない債権を回収するという方法である。私的整理は、企業（債務者）と銀行（債権者）の協議によって行われる。

法的整理とは、民事再生法、会社更生法、破産法などの法律に基づいて、裁判所を通じて不良債権を処理するという方法である。民事再生法や会社更生法では企業は再建を目指して事業を継続するが、破産法では企業は清算されて解散となる。この場合、清算された企業の不動産を市場に売り出すことが考えられる。

債権の売却（バルクセール）とは、不良債権の一部を第三者に売却するという方法である。売却先には、私募ファンド、外資ファンドなどが指摘できる²³。

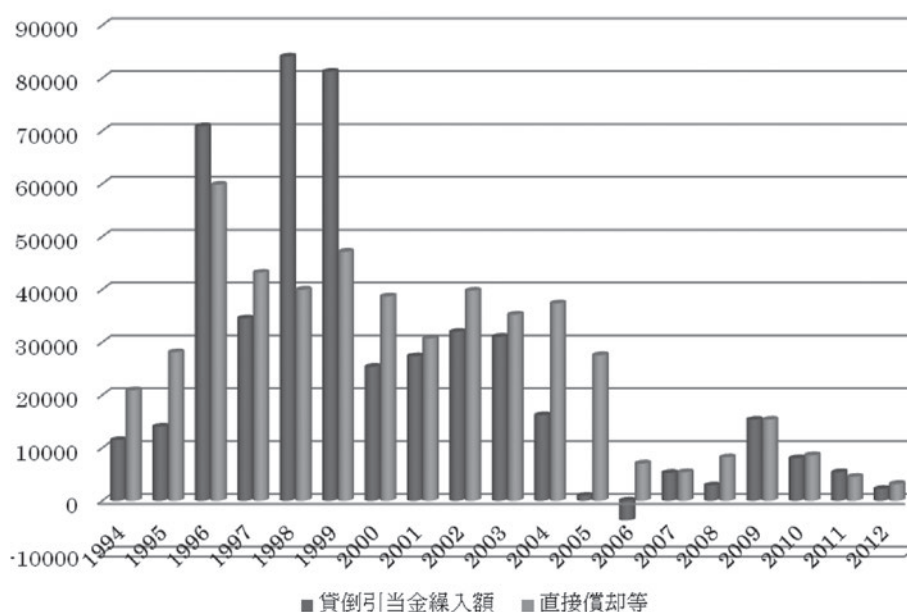
図2-2は間接償却（貸倒引当金繰入額）と直接償却の推移を示している。1998年、1999年に貸倒引当金繰入額が直接償却額より圧倒的に多かったことがわかる。2000年から、直接償却額が貸倒引当金繰入額より多くなって

²¹ 週刊「税務通信」1999年10月。

²² 沖野登史彦「10年を迎えるJ-REIT市場のこれまでの歩みと今後」2010年 25頁。

²³ 有馬秀次『金融用語辞典』フィナンシャル・アーティスト・アカデミー 2000年11月。

図2-2 全国銀行における貸倒引当金繰入額と直接償却等(単位:億円)



(出所) 金融庁が開示したデータより筆者作成

いる。REITが登場した2001年以降、直接償却、間接償却の残高が減少する傾向にある。REITの登場はバブル崩壊により膨らんだ不良債権の処理に積極的な意義を持つと言える。

以上のような不良債権の直接償却に関して影響を及ぼしたのは小泉内閣の構造改革である。2001年4月に内閣総理大臣となった小泉純一郎は、「改革なくして景気回復なし」と考え、構造改革を行った。具体的に、①不良債権の最終処理、②競争的な経済システムの構築、③財政構造改革を改革のポイントとした。特に不良債権問題について、彼は「二年から三年以内に不良債権の最終処理を目指します」とアピールした。それによって、2002年10月、金融庁はデフレ対策として「金融再生プログラム」を発表した。金融庁は、「2004年度には、主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させる」ことを公約した。

具体的な方策として、主要13行の貸出金に占める不良債権の割合を2002年3月の8.4%から2004年度末までに4%台前半に引き下げる目標を設定した。その目標を達成するために、主要行の資産査定を厳格化、自己資本の充実、ガバナンスの強化などの方策が打ち出された。

図2-3のように、不良債権の残高は2001年(43.2兆円)にピークとなり、構造改革を実施した小泉政権時代(2002~2006年)は、不良債権の最終処理を強力に進めることによって2007年に最低値(11.41兆円)となっている。この結果、不良債権比率はREITが登場した2001年(8.7%)の最高値から急速に減少し、2007年3月に最低値(1.40%)を記録し、2005年から2012年までずっと1.90%以下を維持している。

以上のように、バブル崩壊後、企業が損切りで売却し

た不動産、不良債権処理で市場に売却した不動産を流動化するために2001年に第一号のREITを立ち上げられた。次に、REITの資産運用会社(スポンサー)について見てみよう。

第2節 REITとスポンサー

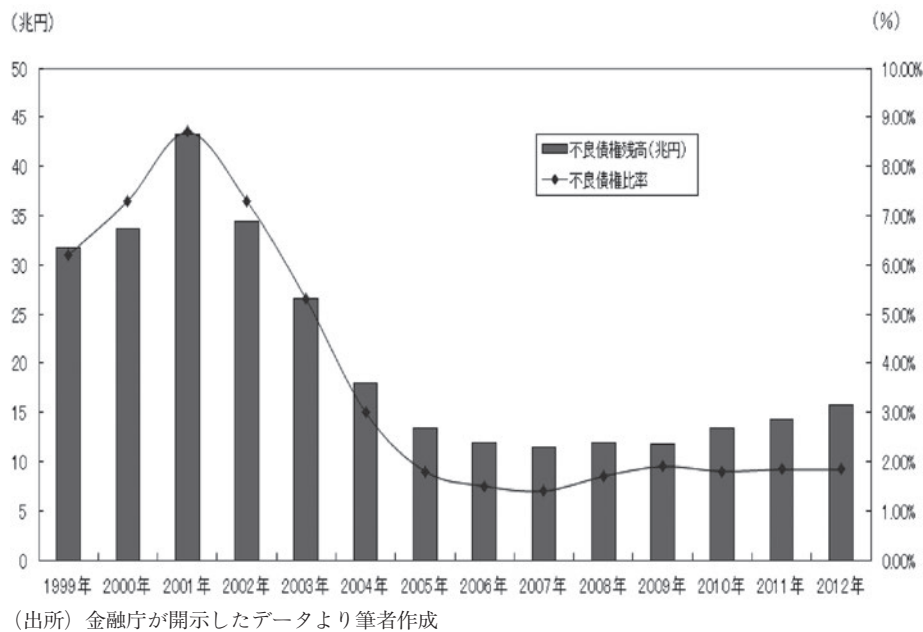
1. 資産運用会社とスポンサー

資産運用会社は、投資法人による不動産などの投資対象資産の購入、売却に関する投資判断、その他資産運用に関する一切の業務を行う機関である。具体的に、資産運用会社は投資する不動産の選定、不動産をどのような条件で賃貸するのかなどの戦略を決定する。また、不動産の価値を維持するための修繕計画を立案し、実行する。さらに、財務戦略を立案し、必要な資金調達を行う。

投資法人におけるスポンサーとは、資産運用会社の株主であり、投資法人の組成、上場、物件の取得に関する情報提供などについて主導的な役割を果たす企業のことである。

REITの発行主体である投資法人は形式的なピークルであり、実質的に不動産取得や、運営を行うのは資産運用会社であるため、一般にREITの信用力は資産運用会社の信用力に依存する。資産運用会社は、物件取得、人材、資金面でスポンサー企業に依存している。また、図2-4の通り、REITの資産運用会社の上位株主として日本国内の不動産会社、外資系企業(外資系不動産企業、ファンド)、国内金融機関(銀行、証券会社、保険会社)、商社、その他(鉄道会社など)のように分類できる。その内、スポンサーとして日本国内の不動産会社(26社)

図 2-3 全国銀行における不良債権残高、不良債権比率の推移

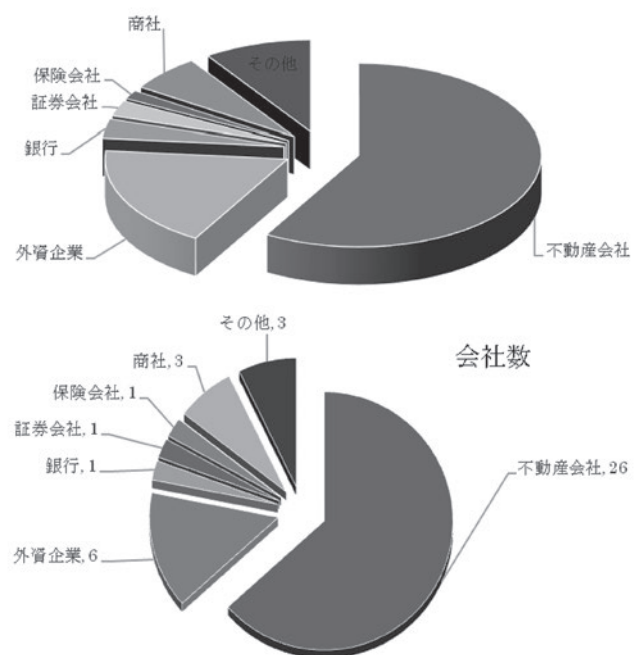


が58.4%で資産規模の一番大きいシェアを占め、外資系の銀行や投資ファンドなど（6社）が資産規模の18.05%を占め、金融機関3社（保険会社が1.54%で、銀行が3.33%で、証券会社が2.75%）が7.62%を占め、商社（3社）が6.42%となり、その他（3社）が9.51%となる。

例えば、最初に上場された日本ビルファンドはオフィスビルを中心に投資し、スポンサーの（資産運用会社の株主）三井不動産（43%）、住友生命（35%）によって立ちあげられた。スポンサーが外資系企業の場合、日本ホテルファンド投資法人の上位株主（70%出資）の Rock-rise Sdn Bhd（シンガポールの不動産会社）があげられる。（表2-1）

また、銀行がスポンサーになる場合、ほとんど外資系銀行となり、例えば、ホテル特化型のジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人の場合は、外資系投資銀行大手のゴールドマンサックスグループの子会社である MLQ Investors L.P が100%を出資している。スポンサーが証券会社の場合は、例えば、大和証券オフィス投資法人（大和証券グループが100%出資する）が挙げられる。このように、REITのスポンサーの多様化が見られる。

表の通り、同一スポンサーが複数のREITを運営するケースも多く見られる。例えば、三井不動産は日本ビルファンド投資法人（オフィス特化型）、フロンティア不動産投資法人（商業施設特化型）、日本アコモデーションファンド投資法人（住居特化型）を運営している。東急不動産はアクティビタ・プロパティ投資法人（オフィス、商業施設）、コンフォリア・レジデンシャル投資法人（住居特化型）を運用している。野村不動産は野村不動産オ

図 2-4 REIT のスポンサー構成（2013 年 7 月）
資産比率

(出所) REIT の有価証券報告書より筆者作成

フィスファンド投資法人（オフィス特化型）、野村不動産レジデンシャル投資法人（住居特化型）、野村不動産マスターファンド投資法人（複合型（物流施設＋商業施設））を運営している。不動産ファンドを運営するケネディクス（米国不動産会社ケネディ・ウィルソン・インクの子会社）はケネディクス不動産投資法人（総合型、オフィスビル中心）、ケネディクス・レジデンシャル投資法人（総

表2-1 REITの資産運用会社とスポンサー(2013年7月)

投資法人名	資産運用会社名	資産運用会社の上位株主	投資法人投資口の上位株主
日本ビルファンド投資法人	日本ビルファンドマネジメント	三井不動産 住友生命保険 三井住友信託銀行	三井不動産 住友生命保険
ジャパンリアルエステイト投資法人	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント	三菱地所 第一生命保険 三井物産	THE BANK OF NEW YORK 三菱地所 中国銀行
日本リートファンド投資法人	三菱商事・ユービーエス・リアルティ	三菱商事 UBS A.G.	三菱商事 ユービーエス・エイ・ジー
産業ファンド投資法人			三菱商事 UBSA GLONDON JAPAN 北洋銀行
オリックス不動産投資法人	オリックス・アセットマネジメント	オリックス	STATE STREET BANK オリックス生命保険 エイアイジー・スター生命保険
日本プライムリアルティ投資法人	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 大成建設 安田不動産	東京建物 ノーザントラストカンパニー
プレミア投資法人	プレミア・リート・アドバイザーズ	エヌ・ティ・ティ都市開発 ケン・コーポレーション 総合地所	野村信託銀行
東急リアル・エステート投資法人	東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント	東京急行電鉄	東京急行電鉄 東急不動産
グローバル・ワン不動産投資法人	グローバル・アライアンス・リアルティ	明治安田生命保険 近畿日本鉄道 森ビル	もみじ銀行 三井住友銀行
野村不動産オフィスファンド投資法人	野村不動産投資顧問	野村不動産	野村不動産 AIGエジソン生命保険
野村不動産レジデンシャル投資法人			野村不動産 AIGエジソン生命保険
野村不動産マスターファンド投資法人			野村不動産 AIGエジソン生命保険
ユナイテッド・アーバン投資法人	ジャパン・リート・アドバイザーズ	丸紅 極東証券	THE BANK OF NEW YORK 北洋銀行
森トラスト総合リート投資法人	森トラスト・アセットマネジメント	森トラスト バルコ 損害保険ジャパン	北洋銀行 AIGエジソン生命保険
インヴィンシブル投資法人	コンソナント・インベストメント・マネジメント	Calliope合同会社 ビッグ	GOLDMAN SACHS BBH FOR OPPENHEIMER
フロンティア不動産投資法人	三井不動産フロンティアリートマネジメント	三井不動産	三井不動産 AIGエジソン生命保険 北洋銀行
平和不動産リート投資法人	平和不動産アセットマネジメント	平和不動産	平和不動産 MSREFVIRIVERSIX, LIMITED JAPAN
日本ロジスティクスファンド投資法人	三井物産ロジスティクス・パートナーズ	三井物産 三井住友信託銀行 ケネディクス	ザバンクオブニューヨーク 北洋銀行
福岡リート投資法人	福岡リアルティ	福岡地所 九州電力 福岡銀行	福岡地所 富士火災海上保険
ケネディクス不動産投資法人	ケネディクス・オフィス・パートナーズ	ケネディクス・アセット ケネディクス	ザバンクオブニューヨーク BNP PARIBAS SECURITIES
積水ハウス・SI 投資法人	積水ハウス・SI アセットマネジメント	積水ハウス スプリング	積水ハウス ジョイント・コーポレーション

大和証券オフィス投資法人	大和リアル・エス・エート・アセット・マネジメント	大和証券グループ	大和証券グループ コロンパス
阪急リート投資法人	阪急リート	阪急電鉄	阪急 富士火災海上保険
アドバンス・レジデンス投資法人	ADインベストメント・マネジメント	伊藤忠商事 伊藤忠都市開発 日本土地建物	伊藤忠商事 日本土地建物
スターツプロシード投資法人	スターツアセットマネジメント	スターツコーポレーション	スターツコーポレーション BNP・PARIBAS SECURITIES SERVICES
トップリート投資法人	トップリート・アセットマネジメント	三井住友信託銀行 王子不動産	北洋銀行 王子不動産
いちご不動産投資法人	いちご不動産投資顧問	いちごグループ	いちごトラスト ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニ
大和ハウス・レジデンシャル投資法人	大和ハウス・アセットマネジメント	大和ハウス工業	大和ハウス工業 中央三井信託銀行
ジャパン・ホテル・リート投資法人	ジャパン・ホテル・リート・アドバイザーズ	Rockrise Sdn Bhd 共立メンテナンス オリックス不動産	ゴールドマンサックスインター ナショナル 共立メンテナンス
日本賃貸住宅投資法人	ミカサ・アセット・マネジメント	アップルリング・ホールディングス・ビー・ヴィ アップルリング・インベストメンツ・ビー・ヴィ 三菱東京UFJ銀行	アップル リング・ホールディングス・ビー・ヴィ アップルリング・インベストメンツ・ビー・ヴィ 三菱東京UFJ銀行
ジャパンエクセレント投資法人	ジャパンエクセレントアセットマネジメント	新日鉄興和不動産 第一生命保険 積水ハウス	興和不動産 第一生命保険 池田泉州銀行
日本アコモデーションファンド投資法人	三井不動産アコモデーションファンドマネジメント	三井不動産	三井不動産 AIGエジソン生命保険 中央三井信託銀行
MIDリート投資法人	MIDリートマネジメント	MID都市開発	MID都市開発 富士火災海上保険 ノムラバンクルクセンブルグエスエー
森ヒルズリート投資法人	森ビル・インベストメントマネジメント	森ビル	森ビル 富士火災海上保険 ノムラバンクルクセンブルグエスエー
アクティビア・プロパティーズ投資法人	東急不動産アクティビア投信	東急不動産	東急不動産 大光銀行
大和ハウスリート投資法人	大和ハウス・リート・マネジメント	大和ハウス工業	大和ハウス工業 朝日火災海上保険
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	ケネディクス・レジデンシャル・パートナーズ	ケネディクス	ケネディクス UBSA GLONDON JAPAN
GLP投資法人	GLPジャパン・アドバイザーズ	GLプロパティーズ GLPキャピタル合同会社 GLP Capital Japan	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ
コンフォリア・レジデンシャル投資法人	東急不動産コンフォリア投信	東急不動産	東急不動産 カンパニーレギュラーアカウント
日本プロロジスリート投資法人	プロロジス・リート・マネジメント	プロロジス	プロロジス 三菱UFJ信託銀行
星野リゾート・リート投資法人	星野リゾート・アセットマネジメント	星野リゾート	星野リゾートグループ 富士火災海上保険

（出所）REITの有価証券報告書より筆者作成

（注）投資法人投資口の上位株主から信託銀行を除いた。

合型、オフィスビル中心)を運営している。

前述したように、REITの場合、証券投資口の投資主が資産運用会社の選定、解任など投資主総会を通してREITを支配することが可能である。次に、投資法人の証券投資口の投資主について考察する。

投資法人の上位株主の種類については、不動産会社(三井不動産、平和不動産、野村不動産など)、保険会社(AIGエジソン生命保険、第一生命保険)、銀行(国内:三菱UFJ信託銀行、北洋銀行)、商社(伊藤忠商事)、証券会社(大和証券グループ)が挙げられる²⁴。日本トラスティ・サービス信託銀行、野村信託銀行、資産管理サービス信託銀行のような信託銀行は多く見られるが、信託銀行は委託者の指図に基づき自己名義で資産を管理、運用しているため、投資主総会で発言権を持つのは上記の不動産会社、保険会社、銀行などと考えられる。

例えば、日本ビルファンド投資法人の場合、資産運用会社の上位株主は三井不動産(43%)、住友生命保険(35%)、その他(22%)である。投資口の上位株主は日本トラスティ・サービス信託銀行(12.11%)、野村信託銀行(9.88%)、資産管理サービス信託銀行(7.49%)、三井不動産(3.64%)、住友生命保険(2.26%)となっている。

野村不動産オフィスファンド投資法人の場合、資産運用会社の上位株主は野村不動産だが、投資口の上位株主は日本トラスティ・サービス信託銀行(12.45%)、野村信託銀行(10.36%)、資産管理サービス信託銀行(6.65%)、野村不動産(5.01%)となっている。

上記のように、スポンサーが不動産会社の場合では、REITのスポンサーが投資口を所有し、大株主(信託銀行以外)になるのが一般的である。投資口の大株主は投資主総会を通してスポンサーを選任することができる。このように、REITにおいて実際に発言権を持つのは資産運用会社のスポンサーだと言える。

2. 利益相反問題

REITにおいて一般株主(投資主)と資産運用会社(スポンサー)との間で利益相反問題が発生しやすいと考えられる。利益相反の内容について例えば、REITは資産運用会社に支払う費用の設定に関する費用上の利益相反、投資物件の取得においての取得先、取得価格に関する取引上の利益相反が挙げられる。ここでは、投資物件の鑑定評価に関する利益相反問題について述べる。

2006年4月から証券取引監視委員会(SESC)がREIT

9社の資産運用会社及び投資法人に対して資産運用会社の利益相反行為や、内部管理態勢の不備による行政処分を行った。そのうち、情報開示の厳密性、内容、時間に関する処分が多かったが、利益相反問題で処分されたケースもある。

例えば、証券取引監視委員会が「投資法人資産運用業にかかる善管注意業務違反」で2006年10月20日にエルシーピー投資法人に対する行政処分を行った。エルシーピー投資法人が不動産の取得に当たり、外部の評価機関から鑑定評価を取得することとしているが、その評価額の客観性を高めるために、評価機関とは別の調査会社にエンジニアリングレポート(不動産の建物や設備の状況に関する事前レポート)の作成を依頼し、このレポートを評価機関に提出している。その際、自ら作成を依頼したエンジニアリングレポートを入手しているにもかかわらず、物件の売主から入手した古いエンジニアリングレポートや暫定版として作成されたエンジニアリングレポートを提出したまま鑑定評価額の算出を依頼し、その鑑定評価額を基にした価格によって投資法人の資産として取得していた²⁵。

また、2007年3月13日に証券取引監視委員会が大和証券オフィス投資法人に対して行政処分を行った。グヴィンチ・セレクトは、大和証券オフィス投資法人との間で締結した資産の運用に係る委託契約に基づき行っている当該投資法人の資産の運用において、当該資産に組み入れる不動産の取得時に行うべき資産の評価手続き等の際に、鑑定を依頼した不動産鑑定業者に対し適切な資料を提示しなかっただけでなく、適切な資料を提示しなかったことによって算定された鑑定評価の内容を確認しなかったことなどから、誤った鑑定評価内容が看過され、結果として過大に算定された鑑定評価額を基に投資法人の資産の取得を行うなどしていた²⁶。

利益相反については、第1章で前述したとおり、投信法上の規定があるが、資産運用会社の利益相反行為による行政処分の例も生じており、利益相反による弊害防止措置について検討する必要がある。

この点について、新家(2012)は利益相反防止措置として、①資産運用会社における社外取締役の選任を強制することにより、資産運用会社の業務執行を外部からモニタリングできる制度、②資産運用会社が忠実義務および善管注意義務を負担する対象をREITの経営者のみならず、直接REITの投資主にまで拡大し、投資主が直接資産運用会社に対して請求を行うことができる制度を提案した²⁷。

²⁴ 信託銀行とは一般に信託業務を主に営む銀行をいい、日本においては兼営法1条の認可により信託業務を営むことができる銀行のうち信託業務を主として行うものを指す。信託銀行における信託業務では、他人財産を自己の名義として預かり、運用する。

²⁵ 金融庁とREITの開示情報を参考にして作成。

²⁶ 同上。

²⁷ 新家 寛『REITのすべて 新規組成上場から倒産処理まで』民

表 3-1 日本ビルファンド投資法人の資産運用費用（2006 年 12 月）

項目	金額（万円）	支払先
役員報酬	1,920	日本ビルファンドマネジメント
資産運用報酬	94,936	日本ビルファンドマネジメント
会計事務委託報酬	2,464	税理士法人平成会計社
機関の運営委託報酬	150	日本ビルファンドマネジメント
資産保管報酬	3,023	三井住友信託銀行
会計監査人報酬	1,240	有限責任あずさ監査法人
オフィスマネジメント報酬	業務受託料	三井不動産
	工事管理業務料	
事務代行業務報酬	2,801	日本ビルファンドマネジメント
テナント媒介報酬	5,975	三井不動産
税務委託報酬	150	プライスウォーターハウス
投資法人債管理・委託手数料、投資法人債元利金支払事務手数料	80	金融機関、投資法人債投資家
合計	211,705	

（出所）日本ビルファンド投資法人の有価証券報告書 第11期 51頁

以上、本章では、REIT の登場背景についてバブル経済の崩壊及び地価下落、固定資産の減損会計の導入、担保不動産の流動化の側面から述べ、資産運用会社の上位株主、あるいはスポンサーの形態、種類、一般株主（投資主）と資産運用会社（スポンサー）との間で利益相反問題まで述べた。次の第 3 章では、費用（資産運用費用と資産取得費用）の角度からスポンサーと REIT の関係を検討する。

第 3 章 REIT の費用とスポンサー

REIT は、外部運用のため資産運用会社（スポンサー）と投資主（株主）との間にエージェンシー問題が発生しやすいと考えられる。つまり、REIT は資産運用会社に支払う費用、投資物件の取得費用が多ければ投資家に分配する配当が減少する関係にある。従って、如何に資産運用会社を評価するのが課題となる。

本章では、REIT が資産運用会社に支払われる費用（資産運用報酬）の側面からスポンサーと REIT の関係を明らかにし、REIT のスポンサー（特に不動産企業の場合）が投資法人を設立する真の目的について検討する。

第 1 節 費用の内訳

第 1 章で前述したように、不動産投資信託が運用する不動産は、「投資法人」が所有し、その投資・運用に関する意思決定は、資産運用会社が行っている。資産運用会社は、アセットマネジメント（AM）会社ともいい、投資法人は当該業務を外注すること（outsourcing）が義務づ

けられている。投資法人は、獲得した賃料収入から、費用を支払い、残りの利益を投資主に分配する。そこで、REIT の費用として、①REIT 資産を運営、管理するための資産運用費用、②投資物件を取得する費用の二つに分けられる。後者の不動産取得費用については第 4 節で考察することにし、本節では資産運用費用について取り扱うことにする。

資産運用費用は営業費用と営業外費用に分けられる。営業費用として賃貸事業費用、役員報酬、資産保管手数料、一般事務委託手数料などが、営業外費用として支払利息、融資関連費用のような項目が指摘できる。そこで、REIT における営業費用の内容を見てみよう。

オフィス特化型 REIT である日本ビルファンド投資法人は、時価総額・物件取得額ともに REIT 最大であり、スポンサーの三井不動産との連携が強い。資産運用を日本ビルファンドマネジメント（株主：三井不動産 43%、住友生命保険相互会社 35%、その他 22%）に委託している。資産運用費用として日本ビルファンド投資法人は以下のように開示している。（表 3-1）

日本ビルファンド投資法人の資産運用費用は資産運用報酬（94,936 万円）、オフィスマネジメント報酬（業務受託料 92,542 万円、工事管理業務料 6,424 万円）、テナント媒介報酬（5,975 万円）、役員報酬（1,920 万円）などからなる。

支払先について、会計関係（税理士法人平成会計社、有限責任あずさ監査法人）、資産保管（三井住友信託銀行）、税務関係（プライスウォーターハウス）、資金調達関係（金融機関、投資法人債投資家）以外、資産運用費用（総額：21.17 億円）のうち、9 割以上（20.47 億円）が三井不動産に直接に支払うか、資産運用会社に支払われることになる。三井不動産は日本ビルファンド投資法

人とその資産運用会社を通して大きな収入を得ている。

第2節 REITの資産運用費用

投資法人が資産運用会社の大株主であるスポンサーに対して多大な資産運用報酬を支払っていたが、その資産運用費用の計算方法及び実態についてここで考察しよう。

1. 資産運用費用の計算方法

REITにおける資産運用費用について明確な定義はないが、通常、投資法人が資産運用会社に業務を委託する際に支払う報酬だと理解できる。各投資法人が資産運用会社に支払う報酬料率は異なる。表3-2は、上場REITの資産運用費用の計算方法について示したものである。

表の通り、投資法人によって資産運用報酬の計算基準は異なり、資産運用費用の料率の設定は、主に賃貸収益、純利益、総資産、不動産取得価額、譲渡価額に連動することがわかる。

利益連動型の投資法人は29社となり、例えば、賃貸収益に連動性が高い投資法人として、大和証券オフィス投資法人(賃貸収益の5.5%)、日本アコモデーションファンド投資法人(賃貸収益の5.0%)が指摘できる。純利益に連動性が高い投資法人として、ジャパニリアルエステイト投資法人(純利益の5%+インセンティブ)がある。

資産連動型の投資法人は31社となり、そのうち、総資産の0.5%以上を資産運用報酬とする投資法人は日本リテールファンド投資法人(0.6%)、スターツプロシード投資法人(0.7%)、ジャパニエクセレント投資法人(0.5%)、産業ファンド投資法人(1%)の4社だけである。

総資産と不動産取得価額に連動する産業ファンド投資法人の場合、資産運用費用は上場REITの中で最高であり、他の投資法人より圧倒的に高いことがわかる。その原因について以下考察しよう。

産業ファンド投資法人の資産運用費用の計算方法は、①資産合計額に年率1/100を上限として別途合意する料率乗じた額を各計算期間毎の資産運用報酬とする。②不動産を裏付けとする特定資産を取得したとき、当該不動産又は当該特定資産の裏付けとなる不動産の取得価額に2/100を上限として報酬を設定する。③不動産を裏付けとする特定資産を処分したとき、不動産の処分価額に15/1000を上限として資産取得報酬を設定する²⁸。

このように、産業ファンド投資法人の資産運用報酬は「資産合計額の1/100」と「不動産の取得価額の2/100」

と「不動産の処分価額の15/1000」で計算され、資産運用報酬料率は設定資産だけに対して連動し、連動比率は他の投資法人より圧倒的に高いことがわかる。

以上の考察から、各投資法人が資産運用会社に支払う資産運用報酬の計算方法は異なり、投資家にとっては理解しにくい。投資法人自身は資産運用ができないため、運用資産の運営を資産運用会社に委託する。それによって、REITの中・長期の発展は資産運用会社の資産運用能力に依存する。

しかし、各投資法人の資産運用会社は、会社概要や、資産運用事業の沿革や、資産運用残高の推移のような簡単な情報だけを開示している。資産運用会社の資産運用能力や、株主利益最大化を実現するために効率的に運営しているかどうかを評価する基準がない。投資法人が資産運用会社及び資産保管会社に支払う資産運用報酬の額は重要な評価指標だといえる。

2. 資産運用費用の実態

REITにおける資産運用費用の実態はどうなっているのか、各投資法人に資産運用費用額の差はどれぐらいがあるのかを考察するため、ここで、2001~2013年の資産運用費用額の平均データを用いて比較する。まず、投資物件種類別の資産運用費用/純利益の比率を比較してみよう。(図3-1)²⁹

図では、資産運用費用/純利益の比率についてオフィス特化型、住居特化型、商業施設特化型、物流施設特化型、総合型で比較した。全体的に見ると、資産運用費用/純利益の比率は20%以下に抑えていることがわかる。住居主体型の資産運用費用が純利益に占める比率(25.33%)は一番高い。オフィスビル主体型の比率は最も低く14.73%となる。

また、各投資法人の10年間(2001~2010年)の資産運用費用・純利益・営業費用・総資産のデータを抽出し、10年間の平均値を使用し、資産運用費用/純利益、資産運用費用/営業費用、資産運用費用/総資産比率を計算してみると、表3-3になる。まず、純利益に対して資産運用費用の平均比率は、全体で20%前後となっている。資産運用費用/純利益の比率が最も低い投資法人は「大和ハウス・レジデンシャル投資法人」(7%)である。資産運用費用/純利益の比率が最も高い投資法人は「産業ファンド投資法人」(48%)で、「大和ハウス・レジデンシャル投資法人」の約7倍となる。

資産運用費用が営業費用に占める割合について、上場REIT全体の平均値は約13%となり、営業費用の大半を占める項目は「賃貸事業費用」である。資産運用費用/営

²⁸ 産業ファンド投資法人の有害証券報告書 第5期 62-63頁より引用。

²⁹ REITの分類について不動産証券化協会の分類方法を参考する。

表 3-2 REIT の資産運用報酬の計算方法について

投資法人名	賃貸収益	利益	総資産	取得価額	譲渡価額
日本ビルファンド投資法人	2.50%	3.00%		0.50%	
ジャパンリアルエステイト投資法人		5%+インセンティブ		0.25%	0.50%
日本リートファンド投資法人			0.60%	0.80%	
オリックス不動産投資法人		3%	0.35%	0.50%	0.54%
日本プライムリアルティ投資法人	2%	3%	1.5億/年		
プレミアム投資法人	3%	3%		0.25%	
東急リアル・エステート投資法人		6%	0.30%		
グローバル・ワン不動産投資法人		5%	0.30%	0.50%	0.50%
野村不動産オフィスファンド投資法人		5%+インセンティブ	0.35%		
ユナイテッド・アーバン投資法人			0.60%	0.80%	0.80%
森トラスト総合リート投資法人		1.50%	0.15%	0.40%	0.05%
インヴィンシブル投資法人		3%	純資産 の1%	0.50%	0.50%
フロンティア不動産投資法人		2%	0.30%	0.25%	0.25%
平和不動産リート投資法人		4.50%	0.55%	1%	
日本ロジスティクスファンド投資法人		3%	0.40%	0.70%	0.50%
福岡リート投資法人	2.00%	2.00%	0.30%	0.25%	
ケネディクス不動産投資法人		3.00%	0.30%	0.25%	0.50%
積水ハウス・SI 投資法人		3.00%	0.40%	0.40%	0.40%
FCレジデンシャル投資法人		3.00%	0.40%	1.00%	1.00%
大和証券オフィス投資法人	5.50%	2.00%	0.10%	0.50%	0.50%
阪急リート投資法人		5.00%	0.35%	0.50%	0.70%
スターツプロシード投資法人		3.00%	0.70%	0.55%	0.55%
ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人		5.00%	0.30%	0.25%	0.25%
トップリート投資法人		5.00%	0.30%	0.50%	0.50%
ジャパンオフィス投資法人		3.00%	0.20%	0.25%	0.25%
大和ハウス・レジデンシャル投資法人		0.75%	0.20%	0.40%	0.40%
日本ホテルファンド投資法人		1.00%	0.30%	1.00%	1.00%
日本賃貸住宅投資法人		1.50%	0.35%	1.00%	0.50%
ジャパンエクセレント投資法人		2.00%	0.50%		
日本アコモデーションファンド投資法人	5.00%	5.00%		0.50%	0.50%
MIDリート投資法人		5.00%	0.40%	0.50%	0.50%
森ヒルズリート投資法人			0.40%	0.50%	0.25%
野村不動産レジデンシャル投資法人			0.25%	1.00%	
産業ファンド投資法人			1.00%	2.00%	
アドバンス・レジデンス投資法人			0.40%	0.50%	

(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

業費用の比率では、一番低いのが最初に上場した「日本ビルファンド投資法人」（6%）であり、最高値の「産業ファンド投資法人」（27%）の1/4にすぎない。

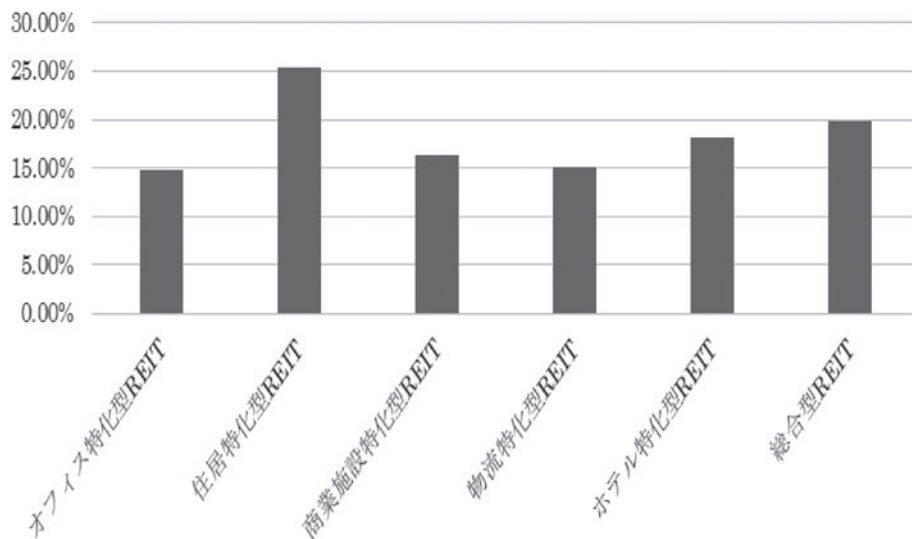
さらに、資産運用費用が総資産に占める割合について、上場 REIT 全体の平均値は約 0.23%となる。資産運用費用/総資産の比率では、最高値の「産業ファンド投資法人」（0.38%）は、最低値の「森トラスト総合リート投資法人」（0.12%）の3倍以上となっている。以上の考察をまとめると、以下のような結論となる。

・「産業ファンド投資法人」（スポンサー：三菱商事）

の資産運用費用は、資産運用費用/純利益、資産運用費用/営業費用、資産運用費用/総資産比率のいずれの評価基準にしても比率が一番高い。その原因として前述したように産業ファンド投資法人の資産運用報酬料率の設定が高いことが指摘できる。

・収益連動性の強い報酬体系を取る投資法人（内部成長を重視）の数（29社）は、資産連動性の強い報酬体系を取る投資法人（外部成長を重視）（6社）より圧倒的に多いことがわかる。

図3-1 投資物件種類別の資産運用費用/純利益の比率(2013年)



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

第3節 不動産会社とREIT

資産運用会社のスポンサーのうち1/2以上を占めているのは不動産会社である。不動産会社にとってREITがどのような意義を持っているかを考察しよう。

1. 不動産会社の収入構成

図3-2では、REITのスポンサーとなる大手不動産企業における事業別利益の推移を表している。図の通り、考察の対象は大手不動産会社の三井不動産、東京建物、東急不動産、三菱地所の4社である。

まず、三井不動産の場合、主要な収益源として、2000年、2010年のいずれも不動産賃貸事業が中心となるが、全体の収益に占める割合で2000年の62%から2010年の47%まで低下した。他方、不動産の仲介販売委託事業は2000年の14%から2010年の33%まで増加した。仲介販売委託事業収益の一部としてREIT事業に関連した「テナント媒介報酬」が挙げられる。

東京建物の場合、「不動産“サービス”事業」の収益となるビル運営管理の部分を検討すると、2002年の9%(41.99億円)から2010年の14%(111.51億円)まで増加したが、収益の大半は建物賃貸事業(2002年が73%、2010年が56%)を中心に行っていることがわかる。

また、東急不動産の場合、2004年に主要な収入は、賃貸事業62%(216億円)、分譲事業15%(50億円)、仲介・その他の業務12%(42億円)、管理委託事業収益9%(32億円)、リゾート15%(7億円)となる。6年後の2011年には、収益全体における賃貸事業収益の比率は増加し、85%(597億円)となっている。仲介・その他の業務、管理委託事業といった「不動産“サービス”事業」の収益

比率は増加ではなく、逆に減少している(仲介・その他の業務は12%→5%、管理委託は9%→7%)。

さらに、三菱地所の場合、2005年に主要な収益はビル賃貸事業(69%)となる。2010年にビル賃貸事業収益が全体に占める比率は87%と高まった。不動産サービス事業の収益比率は2005年の6%(77.53億円)から2010年の1%(4.3億円)まで大幅に減少している。

以上、大手不動産企業における事業別利益の推移を考察した結果、「不動産“サービス”事業」における収益は三井不動産、東京建物だけ増加したが、東急不動産、三菱地所は減少した。REITのスポンサー企業(大手不動産企業)における主要な収益はいずれも不動産賃貸事業となっていることがわかる。

2. 不動産会社経営の「サービス事業化」

REITのスポンサー(不動産会社)に関する考察について、高橋(2008)は、三井不動産の2000~2007年のデータを用いた経営分析を通じて、三井不動産グループが関与した不動産証券化事業の実態を考察している。「同社連結財務諸表分析において、それまでの資産を保有する不動産“生産・販売”事業から、資産を持たない不動産“サービス”事業へと経営の中心を変更している」と判断した。三井不動産はプロパティマネージャーとして仲介・コンサルティング事業および管理委託事業の拡大により証券化スキームへの関与による不動産“サービス”事業の伸長が図られていることを明らかにした。

「同グループが関与した証券化事例では、開発等の資金調達に証券化を利用していることに加え、同社および関連会社が様々な立場で証券化に携わり利益を得ていることから、不動産“サービス”事業拡大の背景に証券化事

表 3-3 REIT の資産運用費用と純利益・営業費用・総資産の比率

投資法人名	資産運用費用/ 純利益	資産運用費用/ 営業費用	資産運用費用/ 総資産
日本ビルファンド投資法人	8 %	6 %	0.13%
ジャパンリアルエステイト投資法人	12%	7 %	0.14%
日本リートファンド投資法人	23%	10%	0.30%
オリックス不動産投資法人	15%	10%	0.22%
日本プライムリアルティ投資法人	11%	7 %	0.14%
プレミア投資法人	10%	7 %	0.15%
東急リアル・エステート投資法人	27%	13%	0.27%
グローバル・ワン不動産投資法人	16%	14%	0.21%
野村不動産オフィスファンド投資法人	22%	16%	0.26%
ユナイテッド・アーバン投資法人	17%	15%	0.27%
インヴィンシブル投資法人	19%	12%	0.28%
森トラスト総合リート投資法人	8 %	10%	0.12%
フロンティア不動産投資法人	9 %	10%	0.15%
平和不動産リート投資法人	12%	21%	0.32%
日本ロジスティクスファンド投資法人	17%	17%	0.32%
福岡リート投資法人	18%	11%	0.30%
ケネディクス不動産投資法人	16%	10%	0.17%
積水ハウス・SI 投資法人	20%	15%	0.19%
FCレジデンシャル投資法人	19%	20%	0.23%
大和証券オフィス投資法人	16%	17%	0.20%
阪急リート投資法人	19%	9 %	0.23%
スターツプロシード投資法人	21%	13%	0.24%
ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人	19%	12%	0.37%
トップリート投資法人	19%	16%	0.22%
大和ハウス・レジデンシャル投資法人	7 %	10%	0.22%
ジャパンオフィス投資法人	32%	15%	0.30%
日本ホテルファンド投資法人	15%	14%	0.19%
日本賃貸住宅投資法人	18%	12%	0.18%
ジャパンエクセレント投資法人	16%	10%	0.10%
日本アコモデーションファンド投資法人	20%	19%	0.29%
MIDリート投資法人	26%	14%	0.25%
産業ファンド投資法人	48%	27%	0.38%
森ヒルズリート投資法人	15%	11%	0.16%
野村不動産レジデンシャル投資法人	21%	14%	0.22%
アドバンス・レジデンス投資法人	4 %	16%	0.16%

（出所）REITの有価証券報告書より筆者作成

（備考）アドバンス・レジデンス投資法人（3269）のデータは、2011年1月（第1期）と2011年7月（第2期）の2期だけとなる。以上の比率は各投資法人における上場時から2010年までの平均値である。

業への関与がある」と主張した³⁰。

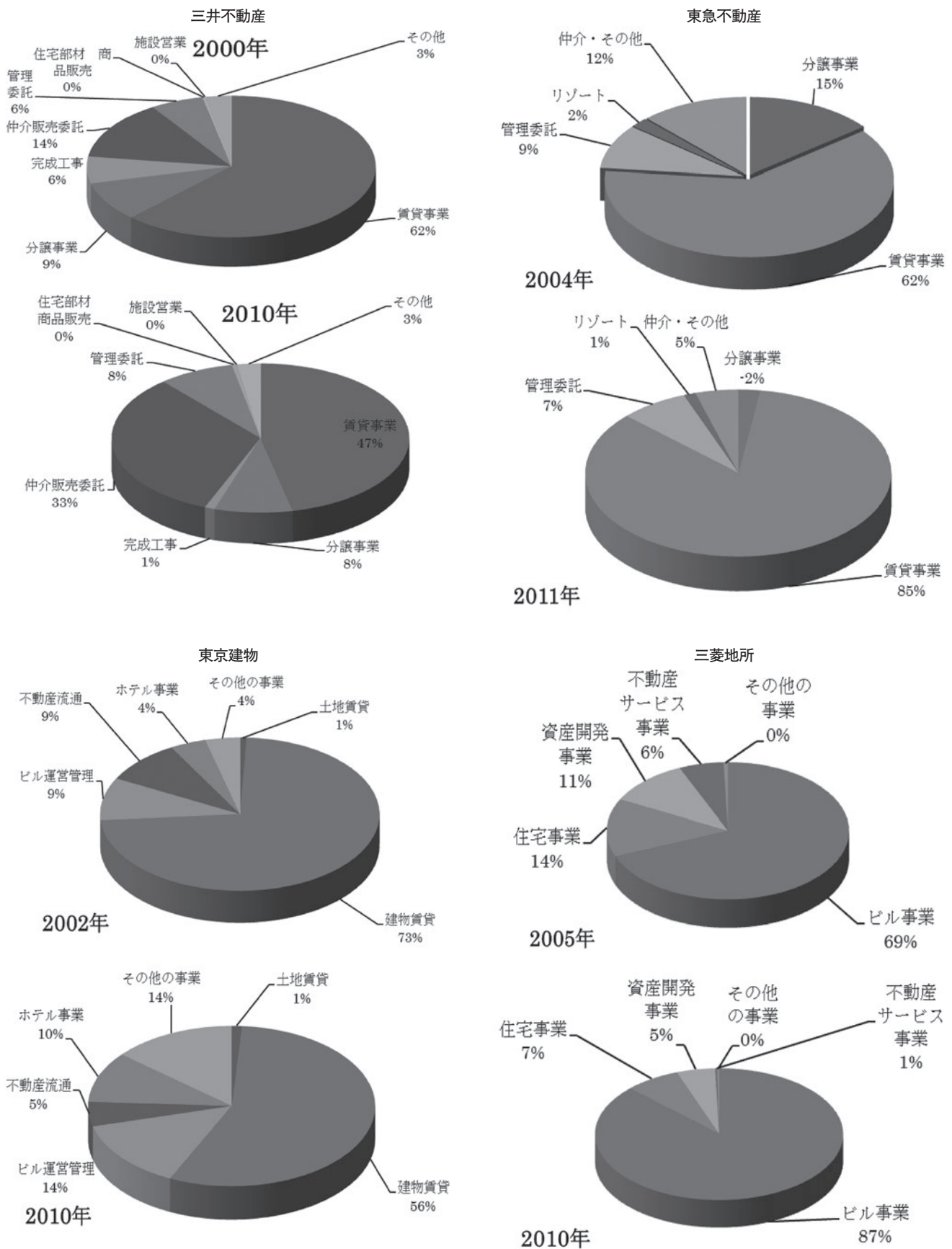
先に考察したように、三井不動産の場合、2001年と2010年を比較した場合、不動産の仲介販売委託事業の収益は確かに増加している。しかし、収益の中心はいずれ

の年にしても賃貸事業収益であることに変化がない。

三井不動産以外の不動産企業は不動産“サービス”事業（管理委託事業、ビル運営管理、仲介販売委託事業）からの収益は増加した場合もあるし、そうではないケースもある。しかし、不動産を所有することから派生する不動産賃貸事業収益は依然として不動産企業の主要な収益源の地位に留まっている。

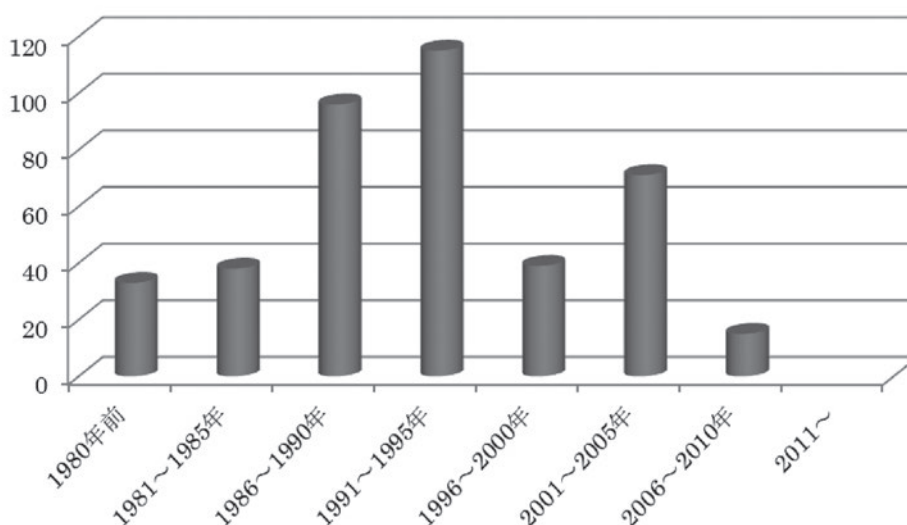
³⁰ 高橋円香「不動産証券化の実態と会計問題——三井不動産株式会社の経営分析を通じて」商学研究論集 第29号 2008年9月 323頁。

図3-2 大手不動産企業における事業別利益構成



(出所) 各社の有価証券報告書より筆者作成

図 3-3 REIT が創設時に取得した物件の建築時期（2001～2013 年）



（出所）REIT の有価証券報告書より筆者作成

第 4 節 REIT の不動産取得

第 4 節では、不動産取得コストというもう一つの側面から REIT とスポンサーの関係を考察しよう。

1. 取得不動産の建築時期

前述したようにバブル崩壊後、企業が損切りで売却した不動産、不良債権処理で市場に売却した不動産、新築物件を流動化するためには、REIT を立ち上げた。それでは、REIT が取得した物件はどのような時期に建築されたのかについて図 3-3 を見てみよう。

この図は、REIT の有価証券報告書をもとに作成し、REIT が登場した初年度に取得した物件の建築時期の分布を表す。図のとおり、REIT が取得した物件の建築時期は、昭和 30 年代から新築物件まで幅広く分布している。そのうち、バブル以前（1981～1985 年、96 件）、バブル期（1986～1995 年、116 件）に建築された物件が最も多く、全体（407 件）の半分以上を占めている。そこに、バブル崩壊により増加した不良債権処理のための施策の一環として REIT を立ち上げる目的が見えてくる。また、2001 年から 2010 年までの期間に建築されたより新しい物件は 86 件あり、不動産企業は自ら開発、建築した物件と考えられる。

ここでスポンサーは不動産物件をどのような価格水準で購入するのかが、重要な論点となる。購入不動産価格は資産収益率を規定する要因だからである。

(1) 不動産企業

REIT のスポンサーが不動産企業の場合をとりあげよう。日本ビルファンド投資法人は 2001 年 9 月に東京証券取引所に上場され、三井不動産（43%）と住友生命（35%）

によって設立された日本第 1 号の REIT である。2001 年から 2011 年の間、日本ビルファンド投資法人が購入した物件は表 3-4 に示されている。日本ビルファンド投資法人は、東京都心部のオフィスビルを中心に投資している。投資物件の築年では、新築物件が少なく、NBF 虎の門ビル（昭和 38 年築）、日本鋼管本社ビル（昭和 49 年築）のような昭和時代に建築した古い物件（13 件）も多く見られる。新潟テレコムビル（平成元年築）、NBF ALLIANCE（平成 1 年築）のようなバブル時代に建築した物件は 22 件となる。2001 年にバブル前後に建築した物件を多く取得したが、2003 年から新築物件の取得が始まった。

また、物件の取得先から三井不動産、住友生命は自社の物件を REIT に販売するか、販売仲介をして手数料を得るケースがほとんどである。例えば、大成建設は建築したシーノ大宮ノースウィングは三井不動産を通して日本ビルファンド投資法人に売却された。さらに、日本ビルファンド投資法人が取得した NBF 浦和ビルはもともと三井不動産が保有した物件（帳簿価格は 11.80 億円³¹）であり、REIT への販売（売買金額は 20 億円）によって 8.2 億円の利益を取得している。また、三井不動産はゲートシティ大崎（帳簿価格は 254.74 億円、REIT への販売価格は 301 億円）の売却を通して 47 億円の利益を取得した。

他の投資法人の例を見てみよう。ジャパンリアルエステイト投資法人（三菱地所が 63%、第一生命が 27% を出資した）の不動産取得状況は以下の表 3-5 になる。表の通り、ジャパンリアルエステイト投資法人は日本ビル

³¹ 三井不動産の有価証券報告書 2000 年 4 月～2001 年 3 月による。

表3-4 日本ビルファンド投資法人が取得した物件(2001~2011)

時期	物件名称	売買金額 (億円)	築年	建物用途	所在地	延床面積 (m ²)	取得先
2001	日本鋼管本社ビル	741.31	昭和49年	事務所・駐車場	東京都心部	62,949	—
	芝NBFタワー	320	昭和61年	事務所・倉庫		44,437	松下興産株式会社
	GSKビル	156.16	平成2年	事務所・駐車場		29,137	—
	新宿三井ビル 2号館	162.85	昭和58年	事務所		27,685	—
	興和西新橋ビルB棟	132.17	平成6年	事務所		20,180	—
	高輪一丁目ビル	66.67	昭和62年	事務所・駐車場		12,847	—
	日本橋室町センタービル	99.45	昭和61年	事務所・駐車場		23,019	昭和地所株式会社 (仲介:三井不動産)
	三田シティビル	53.65	平成3年	事務所・店舗		9,185	—
	新宿余町ビル	23.47	平成元年	事務所・駐車場		7,185	—
	横浜STビル	135.29	昭和62年	事務所・駐車場		42,568	—
	つくば三井ビル	68.65	平成2年	事務所・駐車場		26,266	三井不動産株式会社
	大同生命大宮ビル	23.61	平成3年	事務所	東京周都市	6,155	株式会社シンプレクス・インベスト メント・アドバイザーズ (仲介:三井不動産)
	稲毛海岸ビル	19.41	平成4年	体育館・事務所		7,175	—
	松戸シティビル	24.55	平成4年	事務所		6,386	—
	札幌南二条ビル	18.7	平成2年	事務所・店舗・ 駐車場・診療所	地方都市	8,149	—
	仙台大同生命ビル	35.66	昭和62年	事務所		10,585	—
	ユニックスビル	40.28	平成6年	事務所・店舗・ 駐車場		23,420	—
	新潟テレコムビル	39.57	平成元年	事務所・店舗		14,146	—
	浜松シティビル	13.77	平成2年	事務所		6,931	—
	堺東センタービル	22.27	平成3年	事務所・車庫		7,294	—
	大手前センター	18.25	平成4年	事務所・駐車場		7,580	—
	四条島丸南ビル	16.27	平成3年	事務所		5,792	—
	京町堀センター	7.49	昭和62年	事務所		3,919	—
	博多祇園21ビル	26.29	平成5年	事務所・駐車場		7,477	—
2002	西新宿三井ビルディング	16.03	平成11年	事務所	東京都心部	84,634	佐藤工業株式会社(仲介:三井不動産)
	中野坂上サンプライトツイン	89.79	平成8年	事務所	東京周都市	63,396	国際自動車株式会社
	横浜STビル	135.29	昭和62年	事務所・店舗・ 駐車場	東京周都市	42,568	—
	サンマリオンNBFタワー	105	平成8年	事務所・車庫	地方都市部	23,755	イチダ大阪ビル株式会社
2003	中目黒GTタワー	2.9	平成14年	事務所	東京都心部	56,171	三井不動産株式会社
	NBF広島立町ビル	29.3	平成3年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	8,656	恒和興業株式会社
	札幌エルプラザ	32	平成15年	事務所・店舗・ 公共施設	地方都市部	32,601	大成建設(仲介:三井不動産)
	広島袋町ビルディング	8.4	平成14年	事務所	地方都市部	16,411	三井不動産株式会社
	須田町ヴェルデビル	23.8	昭和60年	事務所	東京都心部	4,196	—
2004	シーノ大宮ノースウィング	112.36	平成16年	事務所	東京周都市	30,227	大成建設(仲介:三井不動産)
	アクア堂島大和堂島ビル	178.1	平成5年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	35,912	レゾン・プロパティ有限公司 (仲介:三井不動産)
	虎ノ門琴平タワー	60.43	平成16年	事務所、神社	東京都心部	29,828	三井不動産が開発・ マスターリースする
	NBF芝公園ビル	67.7	平成2年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	11,611	シービー・リチャード・エリス・ インベスターズ・ジャパン・ オフィス・ファンド・ワン有限公司 (仲介:三井不動産投資顧問株式会社)
	NBF虎ノ門ビル	133	昭和38年	事務所・倉庫	東京都心部	18,082	レゾン・プロパティ有限公司 (仲介:三井不動産)
	NBF ALLIANCE	91.26	平成1年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	6,214	エム・エフ・南青山プロパティ 有限公司(仲介:三井不動産)

2004	NBF池袋タワー	46.95	平成5年	事務所・駐車場	東京都心部	7,981	レゾン・プロパティ有限会社 (仲介：三井不動産)
	NBF名古屋広小路	540	平成12年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	14,589	東栄株式会社
	アクア堂島NBFタワー	178	平成5年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	35,912	レゾン・プロパティ有限会社 (仲介：三井不動産)
	渋谷ガーデンフロント	87	平成15年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	22,393	三井不動産株式会社
	NBF池袋シティビル	44.28	平成5年	事務所	東京都心部	6,747	有限会社匠インベストメント・ フォース (仲介：三井不動産)
	NBF豊洲キャナルフロント	352	平成16年	事務所・店舗	東京都心部	46,002	—
	NBF厚木ビル	23	平成3年	事務所・店舗・ 車庫	地方都市部	6,717	三井不動産株式会社
2005	NBF日比谷ビル	635	昭和59年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	50,847	有限会社ロクメイ (仲介：三井 不動産投資顧問株式会社)
	四谷メディカルビル	88	平成16年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	9,722	有限会社匠インベストメント・ サード (仲介：三井不動産)
	NBF赤坂山王スクエア	62.5	平成1年	事務所	東京都心部	7,427	有限会社匠インベストメント・ サード (仲介：三井不動産)
	NBF東銀座スクエア	52	平成17年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	7,152	—
	堺筋本町センタービル	65	平成3年	事務所	地方都市部	32,989	—
	NBF浦和ビル	20	平成2年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	5,090	三井不動産株式会社
	NBF宇都宮ビル	24.35	平成8年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	8,775	—
	NBF小川町ビルディング	49.4	昭和61年	事務所	東京都心部	5,083	三井不動産株式会社
2006	ゲートシティ大崎	301	平成11年	事務所・店舗	東京都心部	287,349	三井不動産株式会社
	NBFプラチナタワー	310	平成17年	事務所・店舗	東京都心部	487,632	三井不動産株式会社
	新川崎三井ビルディング	203	平成1年	事務所・店舗・ 駐車場	地方都市部	138,485	三井不動産株式会社
	信濃橋三井ビルディング	144	昭和57年	事務所・車庫	地方都市部	36,301	三井不動産株式会社
	パレール三井ビルディング	38	平成2年	事務所・機械室	地方都市部	50,934	—
	シーノ大宮ノースウィング	112	平成16年	事務所・店舗	地方都市部	30,227	三井不動産株式会社
2007	NBF銀座通りビル	17	平成2年	事務所・店舗	東京都心部	3,408	田崎真珠株式会社
2008	NBF南青山ビル	310	平成7年	事務所・駐車場	東京都心部	3,272	三井不動産株式会社
	NBF渋谷イースト	80	平成20年	事務所・駐車場	東京都心部	7,615	三井不動産株式会社
	NBF芝公園大門通りビル	61	平成3年	事務所・駐車場	東京都心部	5,350	三井不動産株式会社
	NBF熊本ビル	45	平成20年	事務所・駐車場	地方都市部	9,766	株式会社アーバンコーポレイション 仲介者：中央三井信託銀行株式会社
	NBF新浦安タワー	157	平成2年	事務所	地方都市部	76,767	—
	大手町建物青山ビル	310	平成7年	事務所・駐車場	東京都心部	18,720	エンデバー・プライベート・ ファンド有限会社 仲介：①中央三井信託銀行株式会社 ②三井不動産投資顧問株式会社
	NBF豊洲ガーデンフロント	250.18	平成19年	事務所	東京都心部	35,621	NBF豊洲ガーデンフロント
2009	三井生命御茶ノ水ビル	20.8	平成21年	事務所	東京都心部	9,258	—
2011	三菱重工ビル	363	平成15年	事務所・店舗	東京都心部	222,346	三菱重工業株式会社
	リバーシティM-SQUARE	13.3	平成22年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	26,439	三井不動産株式会社・ 住友生命保険相互会社
	日本橋兜町M-SQUARE	48.5	平成21年	事務所・店舗・ 駐車場	東京都心部	5,053	三井不動産株式会社
	NBF上野ビル	104	平成22年	事務所	東京都心部	15,467	清水建設
	調布サウスゲートビル	93.2	平成19年	事務所・倉庫	東京周都市	22,788	三井不動産株式会社
	博多祇園M-SQUARE	80	平成21年	事務所・店舗	地方都市部	18,670	三井不動産株式会社

(出所) 日本ビルファンド投資法人の開示データより筆者作成

表3-5 ジャパンリアルエステイト投資法人が取得した物件 (2001~2012)

物件名称	所在地	取得年月日	建築時期	取得価格	建物面積	不動産管理会社
芝二丁目大門ビルディング	東京都港区芝二丁目3番3号	2001/09/10	1984/03/31	4,859,000,000	16,235.10m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
JALセールスビル	東京都目黒区下目黒三丁目7番10号	2001/09/10	1991/09/21	1,362,000,000		
大森駅東口ビルディング	東京都大田区大森北一丁目5番1号	2001/09/10	1989/07/13	5,123,000,000	14,095.34m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
名古屋広小路ビルディング	愛知県名古屋市中区栄二丁目3番1号	2001/09/10	1987/05/28	14,533,000,000	33,377.73m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
日之出天神ビルディング	福岡県福岡市中央区天神一丁目12番20号	2001/09/10	1987/08/11	3,657,000,000	12,527.07m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
三菱総合研究所ビルディング	東京都千代田区大手町二丁目3番6号	2001/09/25	1970/07/01	27,267,000,000		
小伝馬町新日本橋ビルディング	東京都中央区日本橋小伝馬町4番9号	2001/09/25	1991/11/26	3,173,000,000	5,822.88m ²	㈱第一ビルディング
コスモ金杉橋ビル	東京都港区芝一丁目10番11号	2001/09/25	1992/03/23	2,808,000,000	5,420.93m ²	㈱第一ビルディング
高輪台ビルディング	東京都品川区東五反田三丁目1番5号	2001/09/25	1991/01/17	2,738,000,000		
大塚東池袋ビルディング	東京都豊島区東池袋二丁目32番22号	2001/09/25	1987/11/18	3,541,000,000	9,531.28m ²	相互住宅㈱
池袋二丁目ビルディング	東京都豊島区池袋二丁目14番2号	2001/09/25	1990/05/30	1,728,000,000	3,157.51m ²	相互住宅㈱
さいたま浦和ビルディング	埼玉県さいたま市浦和高砂二丁目2番3号	2001/09/25	1990/03/20	2,574,000,000	6,258.59m ²	㈱第一ビルディング
川崎砂子ビルディング	神奈川県川崎市川崎区砂子一丁目2番地4	2001/09/25	1990/12/20	3,375,000,000	9,623.83m ²	相互住宅㈱
仙台北本町ホンマビルディング	宮城県仙台市青葉区本町二丁目1番29号	2001/09/25	1991/11/28	3,174,000,000	8,247.50m ²	㈱第一ビルディング
新潟礎町西万代橋ビルディング	新潟県新潟市礎町通一ノ町1945番地1	2001/09/25	1984/11/30	1,010,000,000		
金沢南町ビルディング	石川県金沢市尾山町3番10号	2001/09/25	1987/03/06	1,331,000,000		
堺筋本町ビル	大阪府大阪市中央区南本町一丁目8番14号	2001/09/25	1992/10/28	4,164,000,000	17,145.59m ²	㈱第一ビルディング
御堂筋タイワビル	大阪府大阪市中央区久太郎町三丁目6番8号	2001/09/25	1991/09/30	14,314,000,000	31,213.27m ²	㈱第一ビルディング
神戸伊藤町ビルディング	兵庫県神戸市中央区伊藤町121番地	2001/09/25	1989/09/30	1,436,000,000		
東晴天神ビルディング	福岡県福岡市中央区天神三丁目9番25号	2001/09/25	1992/03/30	1,550,000,000	5,588.57m ²	㈱第一ビルディング
渋谷クロスタワー	東京都渋谷区渋谷二丁目15番1号	2001/11/30	1976/04/21	34,600,000,000	61,862.33m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
京都四条河原町ビル	京都府京都市下京区河原町通松原上ル二丁目	2001/12/20	1982/11/27	2,650,000,000	9,701.04m ²	㈱ザイマックスアクシス
新横浜ファーストビル	神奈川県横浜市港北区新横浜一丁目2番地1	2002/01/28	1992/04/23	3,000,000,000		
金沢パークビル	石川県金沢市広岡三丁目1番1号	2002/02/28	1991/10/31	4,580,000,000	43,481.20m ²	三菱地所㈱
MD神田ビル	東京都千代田区神田美土代町9番地1	2002/05/31	1998/02/20	9,520,000,000	8,185.11m ²	物産不動産㈱
ビュレックス京橋	東京都中央区京橋二丁目7番14号	2002/07/22	2002/02/28	5,250,000,000	5,470.54m ²	㈱スペースデザイン
神田橋パークビルディング	東京都千代田区神田錦町一丁目19番地1	2002/08/15	1993/07/21	4,810,000,000	9,370.25m ²	三菱地所㈱
こころとからだの元氣プラザ	東京都千代田区飯田橋三丁目6番5号	2002/10/31	1985/09/13	5,000,000,000	6,722.02m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
タヴィンチ原宿	東京都渋谷区神宮前三丁目25番15号	2002/11/22	1987/12/23	4,885,000,000	4,359.20m ²	㈱ザイマックスアクシス
青山クリスタルビル	東京都港区北青山三丁目5番12号	2003/03/14	1982/12/08	7,680,000,000	8,094.36m ²	㈱ザイマックスアクシス
有楽町電気ビルディング	東京都千代田区有楽町一丁目7番1号	2003/08/01	1975/09/23	7,200,000,000	70,287.65m ²	有電ビル管理㈱
名古屋御園ビル	愛知県名古屋市中区栄一丁目10番21号	2003/08/08	1991/09/17	1,865,000,000	5,348.00m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
神宮前メディアスクエアビル	東京都渋谷区神宮前六丁目25番14号	2003/10/09	1998/03/02	12,200,000,000	9,420.42m ²	㈱第一ビルディング
恵比寿ネオナート	東京都渋谷区恵比寿四丁目1番18号	2003/11/14	1994/10/22	4,100,000,000	36,598.38m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
日本ブランドウィックビル	東京都渋谷区千駄ヶ谷五丁目27番7号	2004/03/24	1974/03/09	6,670,000,000	11,957.38m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
NHK広島放送センタービル	広島県広島市中区大手町二丁目11番10号	2004/03/25	1994/08/25	2,770,000,000	35,217.28m ²	三菱地所㈱
代々木1丁目ビル	東京都渋谷区代々木一丁目22番1号	2004/04/01	2003/10/31	8,700,000,000	10,778.10m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
池袋YSビル	東京都豊島区南池袋一丁目13番23号	2004/08/02	1989/12/15	4,500,000,000	7,464.64m ²	㈱ザイマックスアクシス
新和ビルディング	東京都新宿区西新宿三丁目2番4号	2004/09/01	1989/11/01	7,830,000,000	8,291.69m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
東五反田1丁目ビル	東京都品川区東五反田一丁目24番2号	2004/11/01	2004/07/09	5,500,000,000	6,460.39m ²	相互住宅㈱
山王グランドビル	東京都千代田区永田町二丁目14番2号	2005/01/31	1966/09/27	20,900,000,000	33,875.95m ²	三菱地所㈱
定禅寺パークビル	宮城県仙台市青葉区国分町二丁目14番18号	2005/01/31	1993/01/22	1,000,000,000	7,648.33m ²	三菱地所㈱
ハモニータワー	東京都中野区本町一丁目32番2号	2005/02/28	1997/03/31	8,500,000,000	72,729.31m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
銀座三和ビル	東京都中央区銀座四丁目6番1号	2005/03/10	1982/10/01	16,830,000,000	8,851.00m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
菱進銀座イーストミラービル	東京都中央区銀座三丁目15番10号	2005/03/15	1998/10/30	7,999,422,762	5,751.68m ²	㈱第一ビルディング
八王子ファーストスクエア	東京都八王子市明神町三丁目20番6号	2005/03/31	1996/07/31	5,679,112,000	18,329.98m ²	相互住宅㈱
二番町ガーデン	東京都千代田区二番町8番地8	2005/04/01	2004/04/05	14,700,000,000	57,031.06m ²	㈱第一ビルディング
天神クリスタルビル	福岡県福岡市中央区天神四丁目6番7号	2005/06/01	1993/08/31	5,000,000,000	10,432.04m ²	㈱第一ビルディング
ビュレックス麹町	東京都千代田区麹町三丁目5番地2	2005/07/29	2005/01/07	7,000,000,000	6,526.64m ²	㈱スペースデザイン
東京オペラシティビル	東京都新宿区西新宿三丁目20番2号	2005/09/13	1996/07/31	31,776,831,885	232,996.81m ²	東京オペラシティビル㈱
リットシティビル	岡山県岡山市北区駅元町15番1号	2006/02/01	2005/06/30	4,650,000,000	52,653.19m ²	大成有楽不動産㈱
北の丸スクエア	東京都千代田区九段北一丁目13番12号	2006/02/24	2006/01/13	81,555,500,000	57,279.20m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
広小路栄ビルディング	愛知県名古屋市中区栄二丁目4番1号	2006/09/22	1987/09/24	1,680,000,000	6,445.08m ²	東京海上日動ファシリティーズ㈱
錦ヶ丘ビル	愛知県名古屋市中区錦二丁目4番3号	2006/10/02	1995/08/18	5,150,000,000	25,091.91m ²	三菱地所㈱
三菱UFJ信託銀行本店ビル	東京都千代田区丸の内一丁目4番5号	2007/03/28	2003/02/14	44,700,000,000	108,171.67m ²	三菱地所㈱
8・3スクエア北ビル	北海道札幌市北区北八条西三丁目32番	2007/06/01	2006/12/28	7,100,000,000	16,096.97m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
晴海センタービル	東京都中央区晴海二丁目5番24号	2007/12/18	2006/11/08	26,800,000,000	26,447.27m ²	三菱地所㈱
MMパークビル	神奈川県横浜西区みなとみらい三丁目6番3号	2008/03/24	2007/12/15	37,400,000,000	49,037.51m ²	三菱地所㈱
武蔵小杉STMビル	神奈川県川崎市中原区小杉町一丁目403番地9	2008/03/25	1990/10/01	4,000,000,000	22,839.61m ²	相互住宅㈱
新藤田ビル	大阪府大阪市北区堂島二丁目4番27号	2008/09/01	1995/04/10	24,000,000,000	45,411.31m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
汐留ビルディング	東京都港区海岸一丁目2番20号	2008/12/19	2007/12/14	75,850,000,000	115,930.83m ²	㈱三菱地所プロパティマネジメント
大崎フロントタワー	東京都品川区大崎一丁目2番1号	2011/02/01	2005/06/30	12,300,000,000	23,673.92m ²	三菱地所㈱
共同ビル(茅場町2丁目)	東京都中央区日本橋茅場町二丁目13番13号	2011/03/01	1991/04/17	4,410,000,000	5,505.80m ²	物産不動産㈱
赤坂パークビル	東京都港区赤坂五丁目2番20号	2011/11/15	1993/07/02	60,800,000,000	97,489.16m ²	三菱地所㈱
TIXTOWER UENO	東京都台東区東上野四丁目8番1号	2012/06/15	2010/07/21	22,000,000,000	23,727.48m ²	㈱第一ビルディング

(出所) ジャパンリアルエステイト投資法人の開示データより筆者作成

ファンド投資法人と同様、東京都心部のオフィスビルを中心に投資している。2001 年から 2005 年の間、ジャパンリアルエステイト投資法人には新築物件の取得がわずか 3 件にすぎない。2005 年以降でも中古物件を中心に取得している。取得した物件の不動産管理会社（第一ビルディング³²、相互住宅³³）についても三菱地所、第一生命の関連会社であることがわかる。投資物件の売買例を見れば、三菱総合研究所ビルディングは三菱地所がもともと保有していた物件であり（帳簿価格は 266.75 億円³⁴）、REIT への販売（売買金額は 272.67 億円）によって 5.92 億円の利益を取得している。

以上のように、REIT のスポンサーが不動産企業の場合、REIT への不動産仲介手数料、物件販売利益のほうに圧倒的に多いことがわかる。しかし、REIT へ物件売却はスポンサー企業にどのようなメリットがあったのかについてさらに次の図 3-4 を見てみよう。

この図は三井不動産と三菱地所の自己資本比率と有利子負債の推移を表している。三井不動産の場合、2001 年に日本ビルファンド投資法人を立ち上げてから自己資本比率は 2001 年（14.50%）から上昇し、2007 年（28.7%）にピークとなり、その後も 25.0%以上を維持している。三井不動産の有利子負債は、日本ビルファンド投資法人に物件を売却することによって 2000 年（174.50 億円）から、2001 年（90.22 億円）にかけて大幅に減少したことがわかる。2002 年（146.04 億円）から 2005 年（119.92 億円）までに減少する傾向にあった。

また、三菱地所の場合、三井不動産と同様、ジャパンリアルエステイト投資法人を設立することによって自己資本比率は 2001 年（20.50%）から上昇し、2007 年（35.6%）にピークとなり、その後も 25.0%以上に維持した。有利子負債についても 2001 年（127.15 億円）から金融危機前の 2007 年（101.25 億円）まで、減少する傾向にあった。

以上のように、REIT のスポンサーが不動産企業の場合、自社、関連会社が保有、開発した不動産の出口として不動産の価値を高めて REIT に売却し、自社の自己資本比率を高めることが明らかになった。

(2) 外資系企業

REIT のスポンサーが外資系企業の場合はどうなるかについて見てみよう。

ニューシティ・レジデンス投資法人（NCR）は、2004

年 9 月に、米国の大手不動産会社シービー・リチャード・エリスのグループの下にシービー・リチャード・エリス・インベスターズなどが、日本における不動産投資信託事業を目的に設立し、東京都の賃貸住宅に特化した資産運用を行っていた。資産運用をシービーアールイー・レジデンシャル・マネジメント(株)に委託し、2004 年 12 月に東京証券取引所不動産投資信託証券市場に上場した。

ニューシティ・レジデンス投資法人が取得した物件（表 3-6）を見ると、東京地区の物件が大半を占め、建築時期について平成 10 年以降に建築した物件が多く、新築物件を REIT に取り入れるケースは 84 件のうち 58 件であり、新築物件の比率は 69%となる。また、取得不動産はほとんどニューシティ・レジデンス・スリー有限会社、ニューシティ・リアルエステイト・トレーディング・フォー有限会社、ニューシティ・レジデンス・横浜イースト有限会社から取得している³⁵。

このように、外資系企業がスポンサーの場合、関連会社が開発した新築物件を取得しており、開発不動産の「出口」として REIT が利用されている。

(3) 証券会社

REIT のスポンサーが証券会社の場合についてみよう。大和証券オフィス投資法人はスポンサーの大和証券グループによって 2006 年に設立された。表 3-7 の通り、大和証券オフィス投資法人が設立時（2006 年）に取得した物件はほとんど古いオフィスビル（昭和 38 年から昭和 63 年の物件は 10 件、平成元年から平成 20 年の物件は 30 件）であり、新築物件は僅か 2 件で、投資地域も東京地区に集中していることがわかる。

REIT の物件の取得先は有限会社イル・カヴァーロ、有限会社ラバル、有限会社ポートラッシュ、有限会社グヴィンチ・リアルティ、有限会社グヴィンチ・オフィスファンド・ワンであり、何れも外資系の関連会社であることがわかる。2008 年と 2009 年において物件の取得は一時的に停止した³⁶。

³⁵ ニューシティ・レジデンス投資法人が開示した「資産取得に関するお知らせ」2004 年 12 月 15 日より。

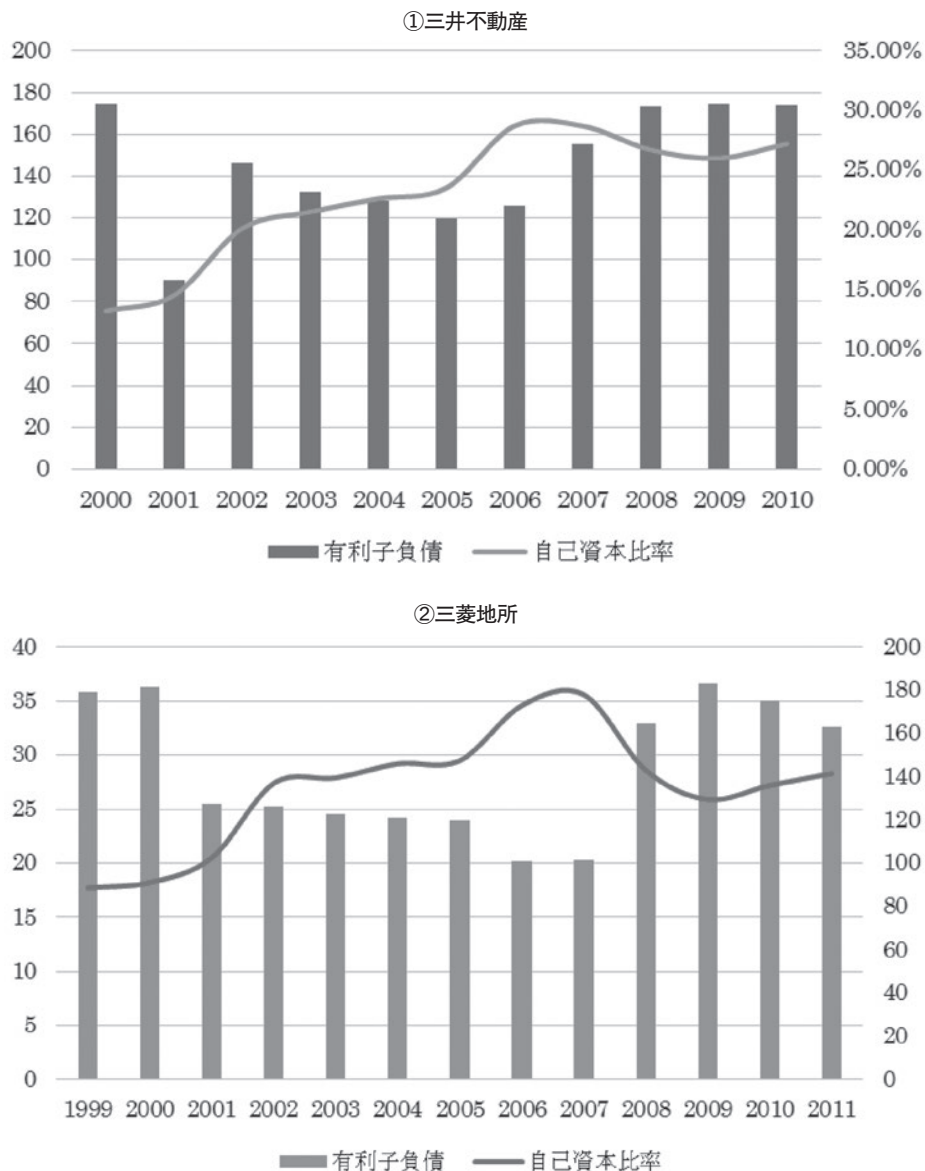
³⁶ 有限会社イル・カヴァーロ、有限会社ラバル、有限会社ポートラッシュ、有限会社クレタ、有限会社ファローについて大和証券オフィス投資法人の「資産取得に関するお知らせ」（2005 年 10 月 21 日）により以下のように説明している。有限会社イル・カヴァーロ、有限会社ラバル、有限会社ポートラッシュ、有限会社クレタ、有限会社ファローは、株式会社グヴィンチ・アドバイザーズの意向を受けて設立された、米国デラウェア州法上のリミテッド・ライアビリティ・カンパニーの 100%出資子会社であり、信託受益権の取得、管理及び処分等を目的として設立された特別目的会社である。株式会社グヴィンチ・リアルティは株式会社グヴィンチ・アドバイザーズの 100%出資子会社であり、信託受益権の取得、管理及び処分等を目的として設立された特別目的会社である。有限会社グヴィンチ・オフィスファンド・ワンは

³² 第一ビルディングは、1951 年、当時日本一高いビルであった「大阪第一生命ビル」の所有者として創業した。第一生命保険および自社所有のオフィスビルの運営・管理、ビルマネジメントに関するコンサルティング業をしている。

³³ 昭和 30 年に設立し、第一生命保険が大株主である。

³⁴ 三菱地所の有価証券報告書 1999 年 4 月～2000 年 3 月による。

図3-4 自己資本比率と有利子負債の推移(単位:億円)



(出所) 各社の開示資料により筆者作成

また、大和証券グループは証券会社のため、不動産を大量に保有することが考えにくい。

大和証券オフィス投資法人を設立した目的として大和証券グループの経営資源を活かし、証券発行の際の手数料収入、資産運用収入(資産運用会社は大和リアル・エステート・アセット・マネジメントで大和証券が100%出資)が考えられる。

以上考察したように、スポンサーがREITを立ち上げる目的が多様である。最大のスポンサーである不動産企

業の場合、REITを自社、関連会社が保有、開発した不動産の出口戦略として位置づけられていた。

ま と め

REITは、すべての業務を自ら行使せず、外部の資産運用会社に委託する外部委託制度を採用しており、資産運用会社(スポンサー)と投資主(株主)との間に利益相反問題が発生しやすいと考えられる。本章で考察したように利益相反問題は資産運用と資産取得の両側面に現れる。

資産運用においてREITが資産運用会社に支払う資産運用報酬料率の設定、資産取得において取得先、取得価格の評価に利益相反問題がある。

株式会社グヴィンチ・アドバイザーズの意向を受けて設立された、英国領ケイマン諸島法人の100%出資子会社であり、信託受益権の取得、管理及び処分等を目的として設立された特別目的会社である。

表 3-6 ニューシティ・レジデンス投資法人が取得した物件（2001～2007）

地域	名称	取得価格 (百万円)	取得時期	建築時期
東京都心部	NCR南青山	3,783	平成16年12月15日	平成14年
	NCR西麻布ツインタワー	3,315	平成16年12月17日	平成15年
	NCR西麻布	3,143	平成16年12月15日	平成14年
	NCRお茶の水	2,300	平成16年12月17日	平成14年
	NCR参宮橋	1,734	平成16年12月15日	平成10年
	NCR日本橋イースト	1,622	平成16年12月15日	平成15年
	NCR日本橋ウエスト	1,480	平成16年12月15日	平成15年
	NCR銀座ツインⅠ	1,133	平成16年12月15日	平成15年
	NCR銀座ツインⅡ	968	平成16年12月15日	平成15年
	NCR原宿	1,220	平成16年12月17日	平成12年
	NCR代々木上原	765	平成16年12月17日	平成12年
	NCR千駄ヶ谷	695	平成16年12月17日	平成12年
	NCR新宿7丁目	626	平成16年12月17日	平成7年
	NCR市谷左内町	577	平成16年12月17日	平成12年
	NCR日本橋人形町Ⅰ	1,230	平成17年2月25日	平成16年
	NCR日本橋人形町Ⅱ	1,290	平成17年2月25日	平成16年
	NCR新御茶ノ水	1,160	平成17年2月25日	平成16年
	NCR日本橋人形町Ⅲ	1,662	平成17年6月10日	平成16年
	NCR神保町Ⅲ	1,470	平成17年7月5日	平成16年
	NCR銀座イーストⅢ	841	平成17年7月5日	平成16年
	NCR新宿御苑Ⅰ	3,140	平成17年7月28日	平成15年
	NCR高輪台	1,180	平成17年7月28日	平成16年
	NCR日本橋人形町Ⅳ	842	平成17年7月28日	平成15年
	NCR新宿御苑Ⅱ	580	平成17年7月28日	平成16年
	NCR銀座イーストⅣ	510	平成17年7月28日	平成15年
	NCR高輪台Ⅱ	1,530	平成17年9月21日	平成16年
	NCR南麻布	840	平成17年9月21日	平成16年
	NCR銀座	4,000	平成18年4月27日	平成16年
	NCR日本橋水天宮	3,332	平成18年4月27日	平成17年
	NCR高輪	10,995	平成18年1月11日	平成17年
	NCR東日本橋	4,930	平成18年12月1日	平成18年
	カテリーナ三田タワー スイート（NCR）	16,200	平成18年12月22日	平成18年
	NCR新宿	3,597	平成20年1月30日	平成19年
	NCR目黒	1,050	平成16年12月17日	平成12年
	NCR大塚	1,290	平成17年2月25日	平成16年
	NCR自由が丘	1,470	平成17年7月28日	平成16年
	NCR目白イースト	1,080	平成17年7月29日	平成17年
	NCR池袋	3,227	平成17年9月21日	平成17年
	NCR要町	1,360	平成18年1月11日	平成17年
	NCR品川シーサイドタワー	9,350	平成18年6月30日	平成17年
	NCR八雲	1,160	平成18年12月1日	平成17年
	NCR戸越駅前	2,050	平成20年3月27日	平成20年

東京23区を 除く東京圏	NCR船橋本町	1,083	平成16年12月17日	平成9年
	SH元住吉	1,058	平成16年12月15日	平成3年
	NCR豊田	1,053	平成16年12月15日	平成4年
	NCR西船橋	997	平成16年12月17日	平成13年
	NCR舞浜	844	平成16年12月17日	平成15年
	NCR市川妙典	769	平成16年12月17日	平成15年
	NCR久米川	715	平成16年12月17日	平成11年
	NCR浦安	653	平成16年12月17日	平成15年
	NCR南行徳Ⅰ	648	平成16年12月17日	平成15年
	NCR南行徳Ⅱ	447	平成16年12月17日	平成15年
	NCR野毛山	469	平成16年12月17日	平成12年
	NCR南林間	456	平成16年12月17日	平成14年
	NCR湘南	445	平成16年12月17日	平成12年
	LM淵野辺本町	222	平成16年12月17日	平成3年
	LM東青梅第三	175	平成16年12月17日	平成4年
	PT市川	620	平成17年7月28日	平成16年
	PT塩焼	310	平成17年7月28日	平成5年
	PT堀江	193	平成17年7月28日	平成3年
地方	NCR大通公園	726	平成16年12月17日	平成12年
	五色山ハイツ	720	平成16年12月15日	平成5年
	NCR西公園	379	平成16年12月17日	平成12年
	NCR西大濠	258	平成16年12月17日	平成12年
	NCR加古川	274	平成16年12月17日	平成12年
	LhR前橋西片貝	202	平成16年12月17日	平成4年
	アブリーレ垂水	1,710	平成17年2月25日	平成15年
	クレスト草津	3,830	平成17年6月28日	平成11年
	NCR本町イースト	1,740	平成17年12月1日	平成17年
	NCR新梅田	1,640	平成17年12月1日	平成17年
	NCR阿倍野	5,400	平成18年4月27日	平成18年
	NCR大手通	382	平成18年4月27日	平成18年
	NCR栄	1,361	平成19年3月23日	平成19年
	NCR日本橋高津	4,780	平成18年6月30日	平成19年
	NCR円山裏参道	486	平成19年9月27日	平成19年
	NCR円山表参道	2,045	平成20年3月25日	平成20年
	NCR博多駅東	1,230	平成19年11月30日	平成19年
	NCR心斎橋イーストタワー	4,693	平成19年3月27日	平成19年
	NCR三宮	1,485	平成19年3月27日	平成19年
	NCR勾当台公園	655	平成19年4月26日	平成19年
	NCR一番町	965	平成19年7月31日	平成19年
	NCR大町	842	平成19年8月訪日	平成19年
	NCR上町台	3,214	平成19年8月20日	平成19年
	NCR肥後橋タワー	4,200	平成19年10月19日	平成19年

(出所) NCRの有価証券報告書より筆者作成

表 3-7 大和証券オフィス投資法人が取得した物件（2006-2012）

	所在地	物件名称	売買金額 (百万円)	築年	建物用途	取得先
2006	東京主要5区	ダヴィンチ銀座	14,100	昭和38年7月	事務所・店舗	有限会社イル・カヴァーロ
		ダヴィンチ銀座アネックス	3,050	昭和47年8月	事務所・店舗	有限会社イル・カヴァーロ
		ダヴィンチ神谷町	12,000	平成元年11月	事務所・車庫	有限会社ラバル
		ダヴィンチ芝浦	8,265	昭和62年10月	事務所・店舗・駐車場	有限会社ポータルラッシュ
		ダヴィンチ南青山	4,550	平成2年9月	事務所・駐車場	有限会社クレタ
		ダヴィンチ三田	3,250	平成5年3月	事務所・店舗	有限会社ダヴィンチ・リアルティ
		ダヴィンチ猿樂町	3,000	昭和60年6月	事務所	有限会社クレタ
		ダヴィンチA浜松町	2,865	平成5年7月	事務所・駐車場	有限会社ダヴィンチ・オフィスファンド・ワン
		ダヴィンチ神宮前	2,800	平成9年12月	事務所	有限会社ダヴィンチ・オフィスファンド・ワン
		ダヴィンチ芝大門	2,578	平成8年11月	事務所・駐車場	有限会社ダヴィンチ・オフィスファンド・ワン
		ダヴィンチ三崎町	2,346	平成8年7月	事務所・駐車場	有限会社ダヴィンチ・オフィスファンド・ワン
		ダヴィンチ新橋510	2,080	昭和49年4月	事務所	有限会社クレタ
		ダヴィンチ茅場町376	2,020	昭和63年7月	事務所	有限会社クレタ
		ダヴィンチ御苑前311	1,688	昭和61年11月	事務所・店舗	有限会社クレタ
		ダヴィンチ新橋620	660	平成2年12月	事務所・店舗	有限会社クレタ
		BPSスクエア	1,560	平成8年1月	事務所	
		ダヴィンチ築地	1,240	平成2年1月	事務所	
		ダヴィンチ築地616	2,440	平成6年3月	事務所	
		秀和月島ビル	7,840	平成8年7月	事務所	
		日本橋MSビル	2,520	平成5年4月	事務所・店舗	
		アトランティックビル	1,600	昭和59年4月	事務所・店舗・駐車場	
		渋谷SSビル	3,930	昭和52年7月	事務所・店舗・駐車場	
	首都圏	ダヴィンチ錦糸町	3,653	平成4年1月	事務所・駐車場	有限会社ダヴィンチ・オフィスファンド・ワン
		ダヴィンチ東池袋	2,958	平成5年6月	事務所	有限会社クレタ
		ダヴィンチ小石川	1,460	平成4年3月	事務所・車庫	有限会社クレタ
		ダヴィンチ湯島	1,080	平成2年3月	事務所・住宅	有限会社クレタ
		ダヴィンチ西五反田I	1,640	平成3年7月	事務所・店舗	
		ダヴィンチ新横浜214	2,180	平成元年11月	事務所・店舗・駐車場	
		ダヴィンチ新横浜131	1,350	平成4年10月	事務所・店舗・駐車場	
		ベネックスS-3	4,950	平成6年2月	事務所	
	地方主要都市	札幌千代田ビル	1,384	平成3年12月	事務所	有限会社クレタ
		ダヴィンチ岡山	1,266	平成6年2月	事務所・駐車場	
		ダヴィンチ博多	2,520	平成3年1月	事務所	
2007	東京主要5区	新宿マインズタワー	65,100	平成7年9月	事務所・店舗	
		SHIBUYA EDGE	5,900	平成18年8月	事務所・店舗・駐車場	
		ダヴィンチ品川	7,710	平成3年7月	事務所・店舗・駐車場	
		大和小伝馬町ビル	2,460	昭和60年6月	事務所	
2008	なし					
2009						
2010	東京主要5区	大和神保町ビル	4,150	平成9年12月	事務所・駐車場	
		大和西新橋ビル	5,000	平成5年4月	事務所・店舗・駐車場	
		大和九段ビル	4,000	昭和62年10月	事務所・店舗・駐車場	
2011	東京主要5区	大和茅場町ビル	5,600	平成22年10月	事務所・駐車場	
		神保町プレイス	3,550	平成22年4月	事務所・店舗	
		E・スペースタワー	24,000	平成14年3月	事務所・店舗	
2012		日本橋本石町トーセイビル	1,721	平成22年5月	事務所・店舗・駐車場	

(出所) 大和証券オフィス投資法人の有価証券報告書より筆者作成

また、REITのスポンサー(特に不動産企業の場合)は投資法人を立ち上げる目的として、自社、関連会社が保有、開発した不動産の出口としてREITを利用し、自社の財務構造を改善することが指摘できる。

次章では、REITの収益(不動産賃貸事業収益と投資物件売却益)の側面からスポンサーの影響力を考察する。

第4章 不動産市場とREITの収益率

REITの収益は不動産賃貸事業収益と物件売却益によって構成される。本章では、不動産市場の角度からREITの収益率を考察する。具体的に、REITをオフィス特化型、住居特化型、商業施設特化型、物流施設特化型の4つに分け、REITの収益を比較、考察し、スポンサーがREITの収益への影響力を考える。

第1節 不動産市場の概観

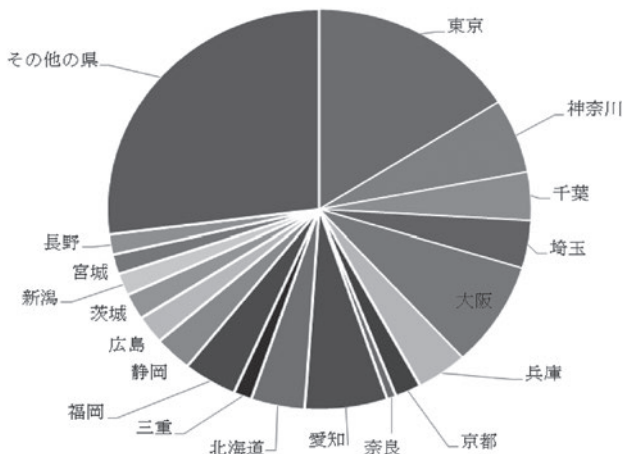
本節では、REITの収益に関連するオフィス市場、住宅市場、商業不動産市場、物流不動産市場の状況を概観する。

1. オフィス市場

まず、全国オフィス市場のストックの地域別割合について図4-1を見てみよう。ストックの割合は東京圏(東京都内16%、神奈川県6%、千葉県3.9%、埼玉県3.8%)で全体の29.7%、大阪圏(大阪8.5%、兵庫県3.9%、京都2.0%)で全体の15.1%、名古屋圏(奈良0.7%、愛知6.3%、三重県1.4%)で全体の8.4%を占める。このように、日本のオフィスビルは約50%が東京圏、大阪圏、名古屋圏に集中していることがわかる。

また、全国主要都市のビジネス地域におけるオフィスビルの平均空室率と平均賃料の状況について図4-2を見てみよう。

図4-1 オフィスビルストックの地域別割合(2013年)



(出所) 総務省のデータにより

図の通り、日本全国主要都市(東京、大阪、名古屋、横浜、仙台、札幌)のビジネス地域におけるオフィスビルの平均空室率は2000年(7.97%)から2003年(10.91%)まで増加し、一つのピークとなった。空室率は2003年から2007年(6.03%)まで低下したが、2007年10月から金融危機と世界同時不況の影響で空室率は上昇し、2010年(12.80%)に最高値となっている。

平均賃料は2000年(12,770円/坪)から2005年(11,590円/坪)まで下落し、2006年(11,845円/坪)から再び上昇し、2008年(12,405円/坪)にピークとなった。平均賃料は2008年から2010年(11,223円/坪)をかけて10%下落し、2011年(11,690円/坪)から再び上昇している。

2. 住宅市場

まず、全国主要都市における賃貸住宅の平均賃料と空室率についてみてみよう。図4-3のとおり、全国における賃貸住宅の平均賃料は2002年(46,414円)から2008年(56,321円)まで緩やかに増加した。2009年(53,363円)に約3,000円下落したが、2010年(53,914円)から再び増加する傾向が現れた。住宅市場の賃料の動きはオフィス市場ほど激しくないと言える。一方、空室率は2002年の15.98%から緩やかに上昇し、2011年(19.26%)にピークとなっている。

最新の総務省の『住宅・土地統計調査』によれば、全国の住宅戸数(5,759万戸)に対して調査した結果、空き家率は前回12.2%から一段上昇し、13.2%となった。日本の住宅の余剰化が一層進んだことが分かる。特に、賃貸住宅では18.7%と2割近い水準となっている³⁷。

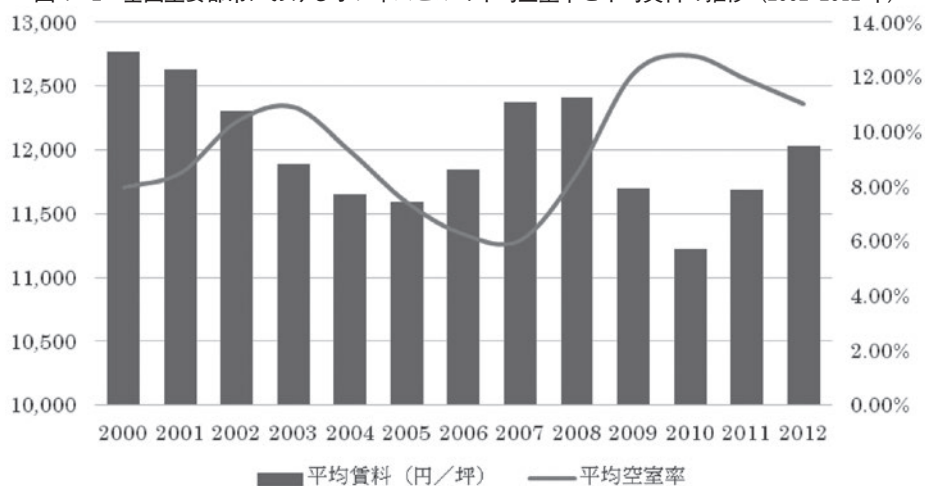
また、全国新設住宅着工戸数(図4-4)は2002年(115万戸)から2008年(139万戸)まで増加が続いたが、2008年のリーマンショック、2009年(78万戸)の建築基準法改正を経て、大幅に戸数が減少した。それは2010年(81万戸)から再び上昇を始めている。

さらにもう一つの供給側の動向として、首都圏の新規マンション販売の動向(図4-5)をみると、2001(7544戸)年から2005年(6,882戸)まで緩やかに下落していたが、2006年から2008年(2,341戸)にかけて大幅に減少し、2001年の約3分の1まで下落した。2009年から増加の傾向にあるが、2001年頃と比較して5割以下となっている。

このような新規マンション販売戸数の低迷は、マンションの総供給量を低下させ、既存マンション価格の押し上げ要因になると考えられる。加えて、マンションの購入と賃貸マンションへの入居はある程度代替的であると考えられることから、供給の低迷によるマンション価格

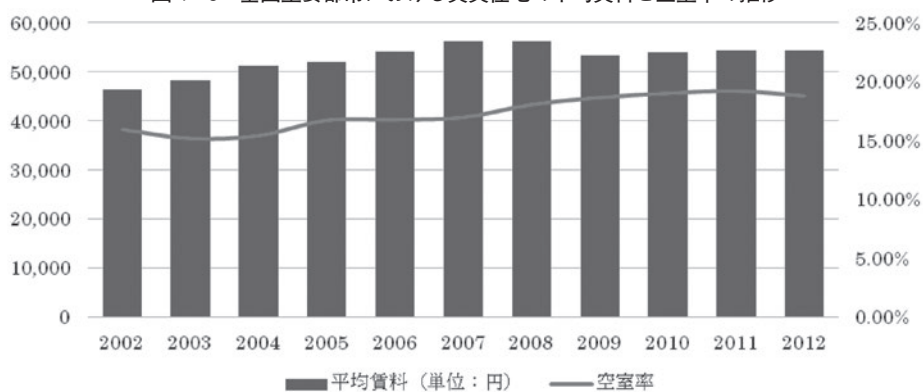
³⁷ 平成20年 総務省「住宅・土地統計調査」。

図 4-2 全国主要都市におけるオフィスの平均空室率と平均賃料の推移（2002-2012 年）



（出所）三鬼商事の開示データより筆者作成

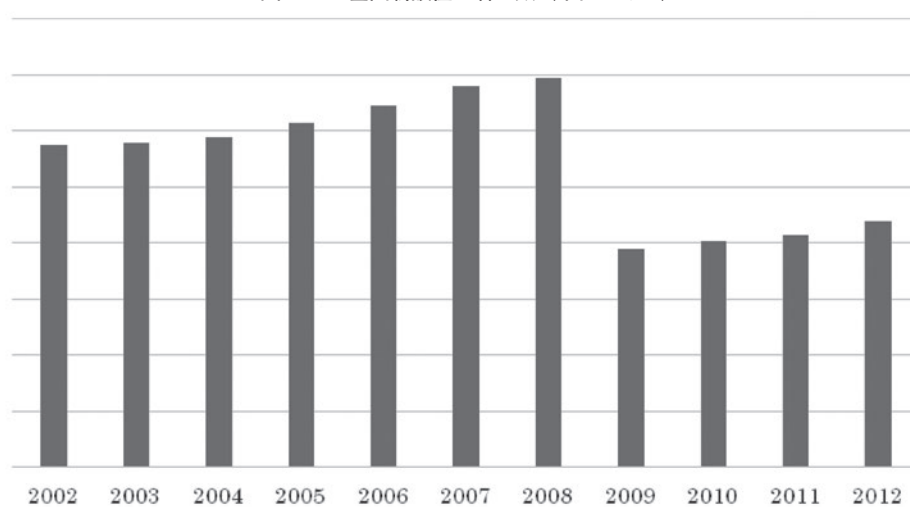
図 4-3 全国主要都市における賃貸住宅の平均賃料と空室率の推移



（出所）全国賃貸管理ビジネス協会

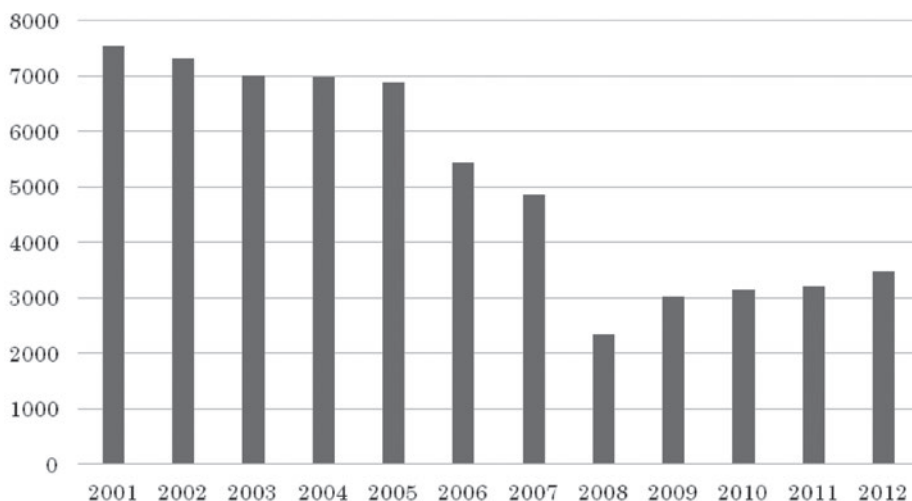
（注）総平均賃料は 1 部屋から 3 部屋までのデータより算出したもの。

図 4-4 全国新設住宅着工数（単位：万戸）



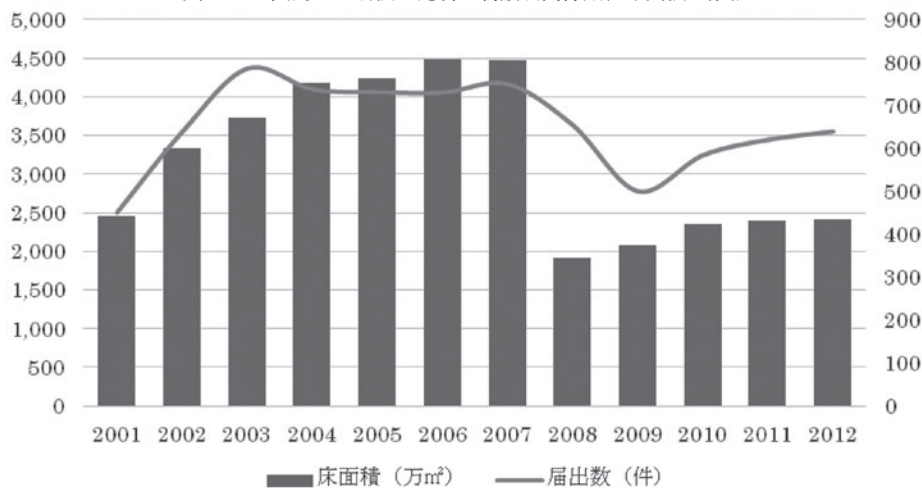
（出所）国土交通省「建築着工統計」2012 年

図4-5 首都圏マンション総販売戸数(単位:戸)



(出所) 不動産経済研究所「マンション市場動向」2012

図4-6 国内の大規模小売店の新設届出件数、床面積の推移



(出所) 経済産業省「大店舗立地届出の概要」2012より筆者作成

の押上げは、賃貸への需要シフトを促し、家賃の押上げにもつながるものと思われる。このように、近年、賃貸用マンション及び分譲マンションの新規供給量が低下しており、需給バランスの改善の一因となっていると考えられる³⁸。

3. 商業不動産市場

商業不動産市場について、国内の大規模小売店の新設届出件数、床面積の推移を見てみよう。(図4-6)国内の大規模小売店の床面積は2001年(2,455万㎡)から急速に伸び、2007年まで規模の大型化が進んできていたが、2008年(1,919万㎡)に大きく減少し、2001年の半分以上になった。リーマンショック後、大規模小売店の新規立地は大きく落ち込んでいたが、2009年(2,081万㎡)

から回復しつつある。

新設届出件数の動きは床面積の増減と同じ傾向にあり、2001年(450件)から2003年(786件)まで急速に増加し、その後、2007年(750件)までほぼ同一水準を維持している。2008年(654件)～2009年(500件)に大きく減少している。

このように、2008年以降、急速に下落する原因としてショッピングセンターの売上の急落が挙げられる。

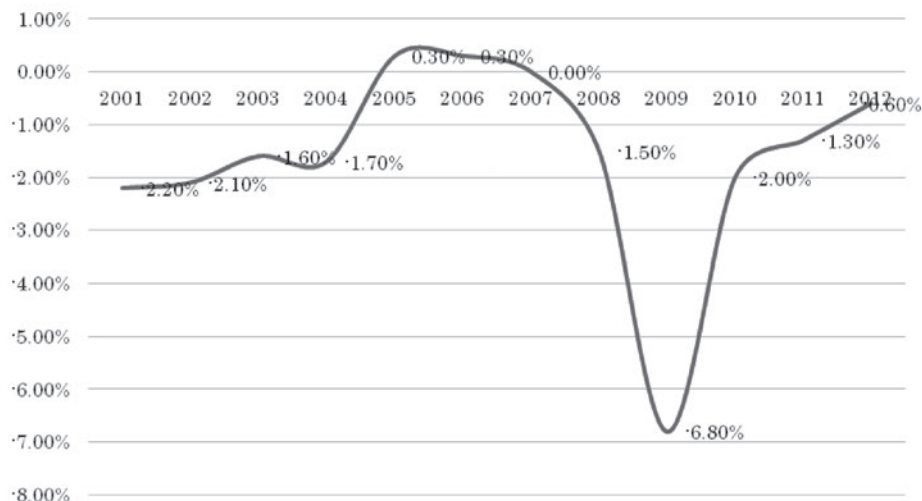
図4-7は、全国ショッピングセンターの年間売上高を前年対比増減率で示したものである。

売上高が前年の売り上げに対比しプラスになる年は2005年と2006年(0.3%)だけであり、2008年(−1.5%)、2009年(−6.8%)は大幅に下落したことがわかる。

売上は大幅に下落した原因について2008年秋の金融危機による景気後退の影響から、消費マインドは冷え込み、雇用不安や所得減少など先行き不透明感が高まり、

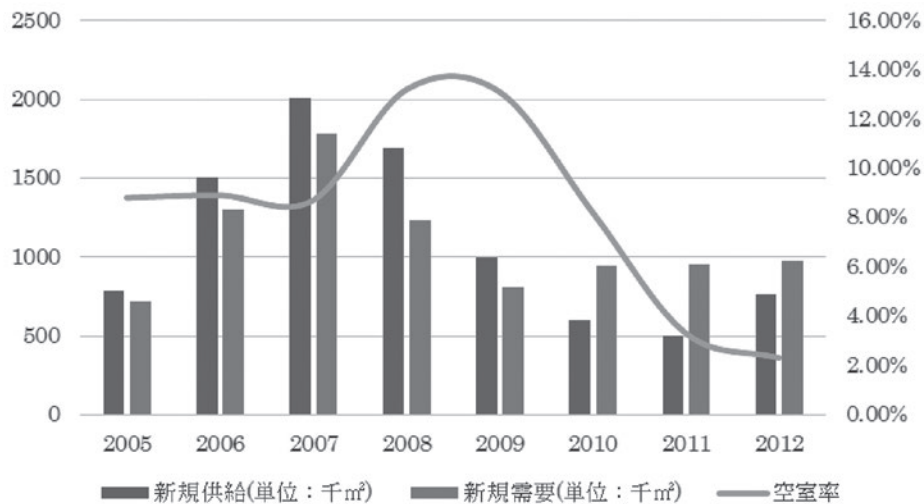
³⁸ 国土交通省「平成25年度土地に関する基本的施策」6頁。

図 4-7 全国ショッピングセンターの年間売上高前年対比



(出所) 日本ショッピングセンター協会「SC 販売統計調査報告」2013 年

図 4-8 四大都市圏における物流施設の需給バランスと空室率



(出所) 株式会社一五不動産情報サービスの調査による

一年を通じて低価格志向や買い控え傾向が浸透し、内向きの消費動向を際立たせる結果だと考えられる³⁹。

このように、ショッピングセンターの収益の減少は商業不動産市場に大きな影響を与える。

4. 物流不動産市場

近年、企業の物流戦略の変化や電子商取引の急成長などにより、物流サービスの多様化が進み、高機能な物流施設へのニーズが高まっている。2013 年 6 月の時点で、全国の倉庫の面積は 4.6 億 ㎡ となり、そのうち、大型倉庫(3,000 ㎡ 以上)は 1.3 億 ㎡ で四大都市圏に集中している⁴⁰。

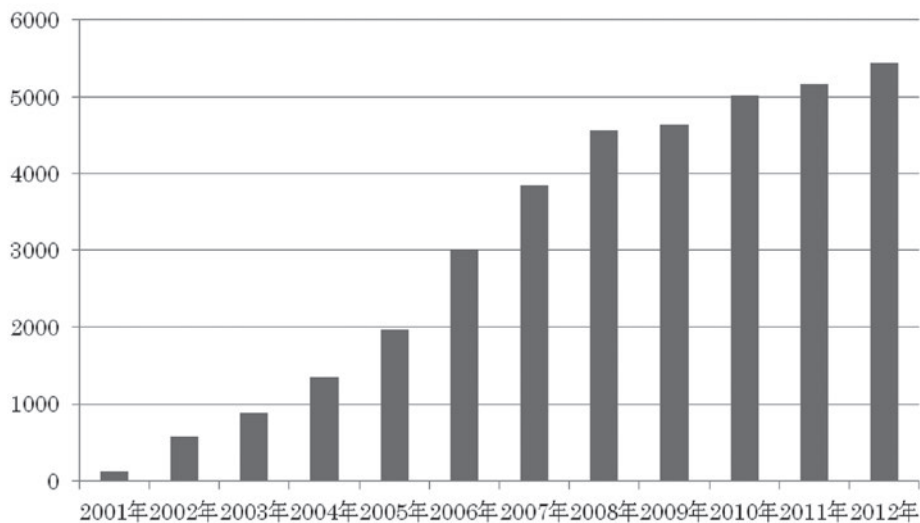
まず、四大都市圏における新規物流施設の需給バランスと空室率について図 4-8 を見てみよう。図の通り、2005 年から新規物流施設の供給量(786 千 ㎡)と需要量(721 千 ㎡)は大幅に増加し、2007 年に新規供給(2,009 千 ㎡)は約 3 倍、新規需要(1,784 千 ㎡)は 2 倍以上となった。しかし、2008 年から新規供給量(1,689 千 ㎡)が大幅に減少し、2011 年(503 千 ㎡)に最低値となり、ピーク時(2007 年)の三分の一まで下落した。新規需要は 2008 年(1,235 千 ㎡)、2009 年(811 千 ㎡)に低減したが、2010 年(943 千 ㎡)から回復が始まった。2005 年から 2009 年まで新規供給の総量は新規需要より大きい、2010 年から逆転している。

また、四大都市圏の物流施設の空室率は 2005 年(8.8%)から 2007 年(8.7%)まで安定した動きを示していたが、2008 年(13.2%)と 2009 年(13.1%)に急速に上昇している。だが空室率は 2010 年から急速に下落

³⁹「ショッピングセンター販売統計調査報告」日本ショッピングセンター協会 2009 年。

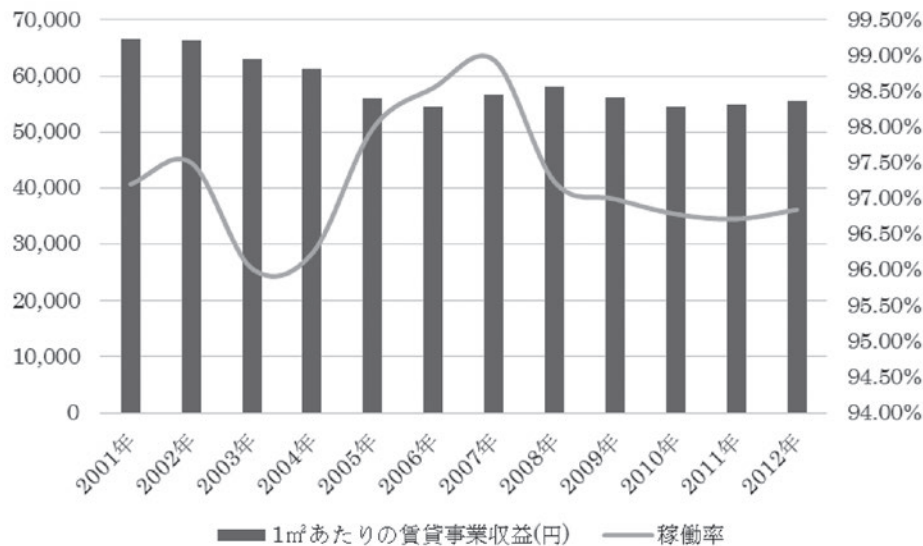
⁴⁰ 株式会社一五不動産情報サービスの調査による。

図4-9 REITにおける不動産賃貸事業収益の推移(単位:億円)



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

図4-10 REITの平均稼働率と1㎡あたりの賃貸事業収益(単位:円)



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

し、2012年に2.3%となっており、インターネット通販に加え消費財系の需要増が反映されている。

第2節 REITの収益率

REITの収入は、不動産賃貸事業収益と投資物件売却益の二要因からなる。本節では、その二つの側面からREITの収益を考察する。

1. 不動産賃貸事業収益

(1) 全体の賃貸事業収益

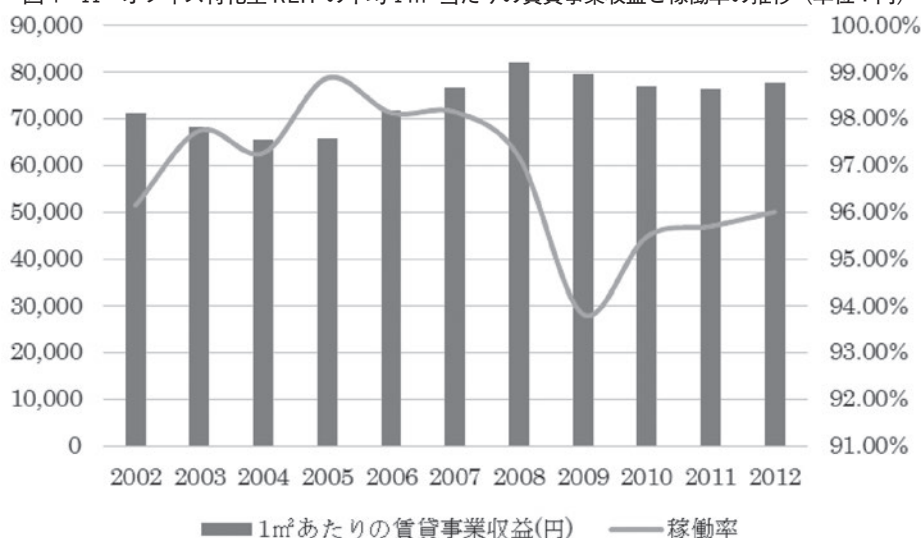
REITの不動産賃貸事業収益についてまず図4-9を見よう。

図の通り、REITの投資物件あたりの賃貸事業収入は

2001年の125.61億円から順調に伸び、2008年に4559.98億円となり、登場時の36倍に増加した。だが2008年以降に収益の増加が緩やかになり、2012年(5441.32億円)に20%増加したにすぎない。

次に投資物件の1㎡あたりの賃貸事業収入について図4-10を見てみよう。

REITの登場時には、オフィス特化型REITが圧倒的に多かったため、2001年(66,469円/㎡)、2002年(66,411円/㎡)の1㎡あたりの賃貸事業収入は高水準であった。その後、投資物件の多様化により、2003年から2007年まで稼働率が上昇(96.02→98.94%)していたが、1㎡あたり収入は下落を示している。金融危機後は需要減退や大量な新規物件の完成による供給過剰の局面になった。それによって不動産賃料の下落、稼働率の低下がも

図4-11 オフィス特化型 REIT の平均 1m² 当たりの賃貸事業収益と稼働率の推移（単位：円）

（出所）REIT の有価証券報告書より筆者作成

たらされ、収益は減少した。

一方、REIT の平均稼働率は、2001 年から 2012 年の間 95%以上を維持した。そのうち、2003 年(96.02%)の平均稼働率は一番低く、2007 年(98.94%)にピークとなり、07 年以降、下落の傾向が続いている。

(2) 種類別 REIT の賃貸事業収益

A. オフィス特化型 REIT

2013 年 7 月の時点で REIT 市場には、オフィス特化型 REIT が 5 銘柄(日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人、野村不動産オフィスファンド投資法人、大和証券オフィス投資法人) 存在する。オフィス特化型 REIT 保有のオフィスビルは 235 物件、2.7 兆円に達した。前述したように、オフィス特化型 REIT に三菱地所や、三井不動産といった日本を代表する不動産企業がスポンサーとなっている。

オフィス特化型 REIT 投資物件の平均 1m² 当たりの収益をみれば、それは 2002 年の 71,134 円から 2004 年(65,437 円)まで微落し、2005 年から再び増加し 2008 年(82,113 円)にピークとなった。その後、2008 年から 2011 年(76,367 円)まで下落が続いた。(図 4-11)

オフィス特化型 REIT の投資物件の平均稼働率は、2002 年から 2012 年までの平均値は 96.87%で高い稼働率を維持している。しかし、稼働率は 2005 年(98.88%)から 2009 年(93.83%)まで 5.1%低下しており、こうした稼働率の低下が収益の漸減をもたらしていた。2008 年(97.18%)から下落が加速し、2009 年(93.83%)までピーク時(2005 年)より 5.1%下落した。

2012 年に都心で大型ビルが相次いで竣工され供給量

の過剰による。空室増問題(2012 年問題)は心配されていたが、オフィス特化型 REIT へ大きな影響はなかったといえる。2012 年でもオフィス特化型 REIT は 96.01%の高い稼働率を維持していた。その原因について震災後は多少賃料が高くても安全なビルに入居したいというテナントが増えたことが考えられる⁴¹。

B. 住居特化型 REIT

REIT 市場には住居特化型 REIT が 10 銘柄(そのうち、消滅法人が 4 銘柄)ある。現在上場している住居特化型 REIT (6 銘柄)は 1,021 物件、資産規模 1.62 兆円に達している。上場時の 0.38 兆円より 4 倍以上増加した。

住居特化型 REIT の 1m² 当たりの収益と平均稼働率の推移について図 4-12 を見てみよう。

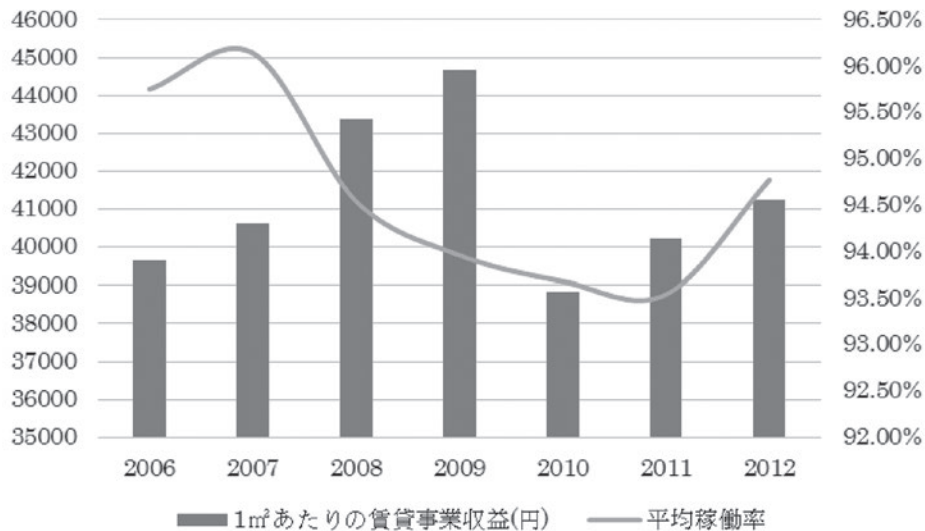
住居特化型 REIT の投資物件の平均 1m² 当たりの収益は、2006 年の 39,664 円から急速に増加し、2009 年に 44,672 円でピークとなり、12%以上増加した。しかし、収益は 2009 年から 2010 年にかけて 13.05%と急落した。その原因として東京 23 区の平均賃料は、2008 年 07～09 月の 12.3 万円/件から、2011 年 10～12 月の 10.1 万円/件まで 17.89%下落したことが指摘できる⁴²。

また、住居特化型 REIT の投資物件の平均稼働率(7 年間の平均値：94.63%)はオフィス特化型 REIT の平均稼働率(96.87%)より低いことがわかる。2006 年

⁴¹「オフィス底入で復調へ REIT を攻略せよ」週刊東洋経済 2013.1.12

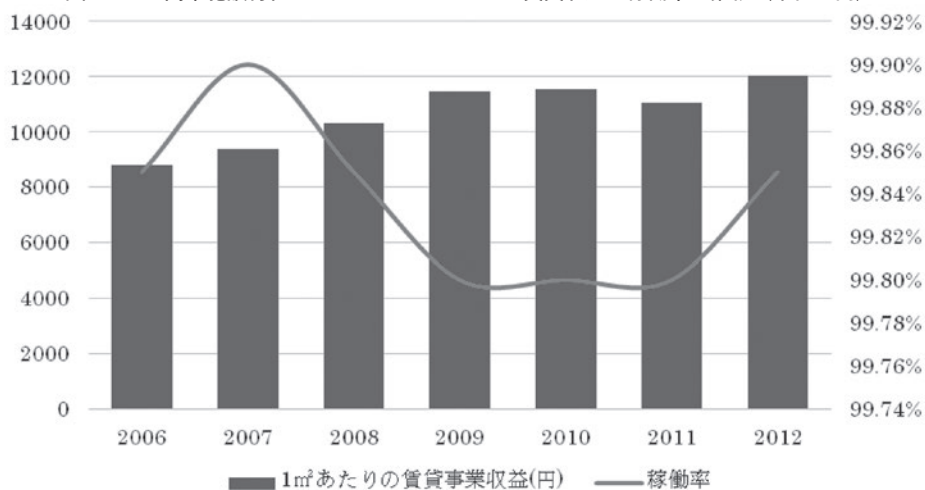
⁴²「首都圏賃貸居住用物件の取引動向」公益財団法人東日本不動産流通機構 2008～2011 年。

図4-12 住居特化型 REIT の1㎡あたりの賃貸事業収益と稼働率の推移 (単位: 円)



(出所) REIT の有価証券報告書より筆者作成

図4-13 商業施設特化型 REIT の1㎡あたりの賃貸収益と稼働率の推移 (単位: 円)



(出所) REIT の有価証券報告書より筆者作成

(95.75%) から2007年まで上昇したが、2007年(96.14%)のピーク時から2011年(93.54%)まで2.7%下落した。

最近、稼働率の推移から賃貸住宅系 REIT の収益安定性が高いと評価される観点がある⁴³が、以上考察したように投資物件の1㎡当たりの収益は大きく下落している。あるいは、稼働率だけでは REIT の収益を厳密に判断できない。投資物件の平均1㎡当たりの収益と稼働率で総合的に判断すべきである。

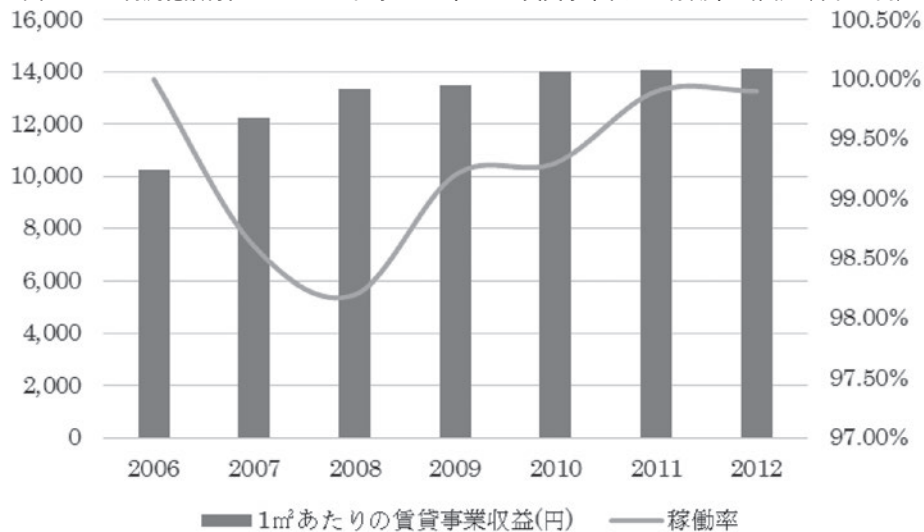
C. 商業施設特化型 REIT

2013年7月の時点で REIT 市場には商業施設特化型 REIT として日本リテールファンド投資法人とフロンティア不動産投資法人の2銘柄がある。商業施設特化型 REIT 保有の商業施設は106物件、9,915億円に達した。投資物件の内容としてビックカメラ(立川店)、イオンショッピングセンター(むさし村山店)、イトーヨーカドー(川崎店)、伊勢丹(杉並桃井店)などがある。

商業施設特化型 REIT の収益と平均稼働率の推移について、図4-13を見てみよう。

商業施設特化型 REIT の投資物件の平均1㎡当たりの収益は、2006年の8,799円から増加し、2010年に11,539円で一つのピークとなり、2011年(11,037円)に微落し2012年(12,044円)より回復の兆しが表れた。

⁴³ 山崎成人「住宅は収益安定性が抜群——住宅型の市場価値」週刊東洋経済 2013.1.12。

図 4-14 物流施設特化型 REIT の平均 1m² 当たりの賃貸事業収益と稼働率の推移（単位：円）

（出所）REIT の有価証券報告書より筆者作成

また、商業施設特化型 REIT の投資物件の平均稼働率（7 年間の平均値：99.83%）は全体的にオフィス特化型 REIT（96.87%）、住居特化型 REIT（94.63%）より高いことがわかる。2006 年（99.85%）から 2012 年（99.85%）まで 99% 台であり、上場時より一貫して安定性の高い REIT だといえる。

その原因について、一般的に賃貸借契約が 2 ～ 5 年程度であるオフィスビルや賃貸住宅と比較すると、商業施設の契約期間は郊外型の大型物件を例に取った場合およそ 20 年と非常に長く、優良テナントの物件を対象にすることで「安定性」の高い賃料収入が取得できることが指摘できる。

また、郊外型の商業施設には景気動向等に連動して循環的に変動する賃料相場というものがないため、売上が安定しているテナントにとっては、賃料負担率が適正レベルであれば、その後の大きな賃料変動はない。それゆえ、長期にわたる固定賃料の比率が大きく、安定した賃料を得られるというのが商業施設の特徴である⁴⁴。

D. 物流施設特化型 REIT

2012 年 12 月 21 日に、日本最大の資産規模を持つ物流施設特化型 REIT として、シンガポール政府系デベロッパーの GLP グループが組成した、GLP 投資法人が東京証券取引所不動産投資信託市場に上場した。

2013 年 7 月の時点で REIT 市場には物流施設特化型 REIT として、日本ロジスティクスファンド投資法人、GLP 投資法人、日本プロロジスリート投資法人の 3 銘柄がある。物流施設特化型 REIT 保有の商業施設は 73 物

件、5,772 億円に達した。3 銘柄のうち、2 銘柄(GLP 投資法人、日本プロロジスリート投資法人)が 2012 年以降に上場した新しい投資法人である。

物流施設特化型 REIT の投資物件の 1m² 当たりの収益は、2006 年の 10,239 円から、2012 年（14,118 円）まで増加のトレンドが現れた。ただし、2008 年（13,336 円）以降、増加は緩やかになった。

持続的な増加の原因として、近年、電子商取引による販売規模の拡大、多頻度小口配送の増加、配達時間の個別化、個人情報等のセキュリティ意識の高まり等に伴い、電子商取引業者により大規模な利便性の高い機能的物流施設に対する需要が増加したことが考えられる。

前述したように、四大都市圏における物流施設の空室率は 2008 年、2009 年に大きく上昇したが、物流施設特化型 REIT の場合、7 年間の平均稼働率は 99.24% と高くなっている。（図 4-14）

稼働率から見れば、物流施設特化型 REIT は比較的に安定性の高い REIT だといえる。その原因として、競合回避のためスポンサーの三井物産が開発した長期安定的な収入が見込める物件を中心に物件取得をしたことが指摘できる。それによって契約期限到来に伴うテナント退去後の新テナント誘致は順調になることが考えられる。

2. 投資物件売却損益

(1) 全体の売却損益

REIT における不動産の売却損益について表 4-1 を見てみよう。

2003 年に REIT において初めての物件売却があった。2003 年 8 月、日本ビルファンド投資法人は東京都に対し、1999 年に建築した「新宿余丁町ビル」の敷地の一部を譲渡（資産規模 3.4 億円）し、8,342 万円の譲渡利益を

⁴⁴ 日本リテールファンド投資法人の有価証券報告書より。

表4-1 REITにおける不動産の売却状況

時期	売却 物件数	売却総額 (単位：億円)	売却益 (単位：億円)	売却損 (単位：億円)	売却損益 (単位：億円)
2001	0	0	—	—	—
2002	0	0	—	—	—
2003	1	3.4	0.8	0	0.8
2004	8	170.22	43.26	0	43.26
2005	28	341.39	30.09	0	30.09
2006	43	2062.98	674.47	0	674.47
2007	56	1722.99	162.15	0	162.15
2008	72	1763.61	323.25	— 4.62	318.63
2009	33	1125.24	353.54	— 22.48	331.06
2010	117	2679.53	746.33	— 91.18	655.15
2011	59	1413.86	365.71	—142.94	222.77
2012	46	753.21	152.65	— 39.28	113.37

(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

表4-2 種類別 REIT の売却損益 (億円)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
オフィス特化型REIT	売却益	10.33	8.36	23.13	38.57	131.95	0.94	10.51	18.3	242.09
	売却損									
住居特化型REIT	売却益				11.97	1.83	0	5.98	7.92	7.23
	売却損							—49.16	—16.88	
商業施設特化型REIT	売却益				8.61	0	0.87	0.03	10.56	39.99
	売却損							— 5.12		
物流施設特化型REIT	売却益						1.19			
	売却損									

(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

取得した(仲介者：三井不動産)。

2003年以降、売却の規模、件数、売却益とも増加し、2006年に売却益674.47億円に達し、一つのピークとなった。この時期の売却は全国的に不動産価格の高騰により、物件を売却し、利益を確定したことが考えられる。例えば、ジャパンリアルエステイト投資法人は2006年6月に4件(JAL セールスビル、新横浜ファーストビル、新潟礎町西万代橋ビルディング、金沢南町ビルディング)を70.03億円で売却し、4.17億円の売却益を取得した⁴⁵。

しかし、2008年(72件、売却総額1,763.61億円)から初めて4.62億円の売却損が発生した。REITは金融危機後、借入金の返済のため、物件を売却したと考えられる。例えば、日本プライムリアルティ投資法人は明治安田生命保険からの長期借入金(50億円)を返済するため、2008年10月に1件の不動産(NORTH33ビル)を29.6億円で売却し、400万円の売却損があった⁴⁶。

2009年(33件、売却総額1,125.24億円、売却損—22.48億円)、2010年(117件、売却総額2,679.53億円、売却損—91.48億円)に売却件数の増加とともに、売却損が継続して出ており、2011年(59件、売却総額1413.86億円、売却損—142.94億円)にピークとなった。REIT合併の進行によって売却の数、規模が増加したと考えられる。

(2) 種類別 REIT の売却損益

種類別 REIT の売却損益について表4-2を見てみよう。

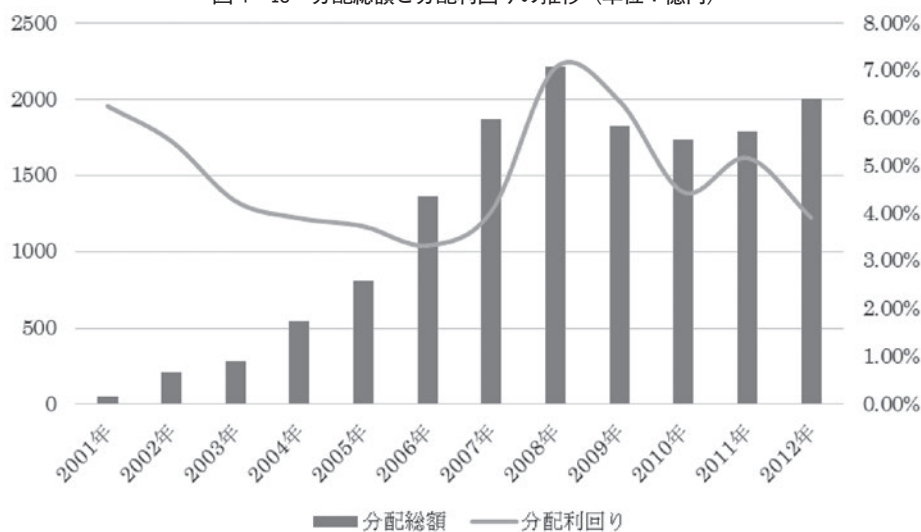
まず、オフィス特化型 REIT の場合では、2004年から2012年まで毎年売却益が発生している。売却益の規模は他の種類の REIT より圧倒的に大きく、売却損は発生しなかったことがわかる。2008年(売却益131.95億円)と2012年(売却益242.09億円)の売却額が一番大きかった。

また、住居特化型 REIT の場合では、2007年から売却が始まり、規模がいずれの年にしても10億円以下となっている。合併により2010年(—49.16億円)と2011年(—16.88億円)に大量な売却損が発生した。例えば、アドバンス・レジデンス投資法人(存続)と日本レジデンシャ

⁴⁵ ジャパンリアルエステイト投資法人の有価証券報告書 2006年9月期。

⁴⁶ 日本プライムリアルティ投資法人の有価証券報告書 2008年12月期。

図 4-15 分配総額と分配利回りの推移（単位：億円）



（出所）REITの有価証券報告書より筆者作成

ル投資法人（スポンサー破綻）の合併に際して13件の物件が売却され、49.16億円の売却損が発生した。日本賃貸住宅投資法人（存続）とプロスペクト・リート投資法人（消滅）の合併では、6件の売却で16.88億円の売却損が発生している。

商業施設特化型REITの売却益の規模は年によって異なり、売却が少ない年は2010年（0.03億円）、2009年（0.87億円）であり、多い年は2012年（39.99億円）となる。2010年の日本リテールファンド投資法人（存続）とラサールジャパン投資法人（消滅）の合併による売却損は25.12億円となっている。

物流施設特化型REITの売却損益は2009年の1.19億円の売却益のみとなった。

3. 分配金

通常、上場企業の配当金は利益と正比例関係となり、株価が下落すると配当利回りは上昇する。インカムゲインを重視する投資家にとっては、配当利回りは投資先を評価するうえで重要な指標である。

REITの場合、前述したように株式とは異なり、その収益のすべてが分配されるので、利益の動きが直接に配当に反映されることになる。ここでは、REITの分配総額と分配利回りについて検討する。（図4-15）

REITの分配総額は2001年の53.41億円から順調に伸び、2008年（2213.87億円）にピークとなり、登場時の約40倍となった。2008年以降、分配総額は賃料の下落によって低落する傾向にあり、2010年（1736.58億円）までピーク時より21.55%低下した。

分配利回りは2001年の6.26%から株価の上昇によって下落し、2006年（3.33%）に最低値となった。2007年（4.05%）から急激に上昇し、REIT株価の急落によって

2008年（7.07%）にピークとなり、その後下落トレンドへと転じた。上場してから2012年までの平均利回りは4.84%となる。

REITは通常、株価維持、借入金の返済、配当を維持するなどの理由で不動産を売却する。不動産売却損益が収益全体にどれくらい占めるかについて表4-3を見てみよう。

表のように、不動産売却損益が収益全体に占める比率は10%以上の投資法人が4社（いちご不動産投資法人31.96%、グローバル・ワン不動産投資法人20.19%、大和証券オフィス投資法人19.83%、平和不動産リート投資法人13.25%）、1%～10%が17社、1%以下が5社、売却損を出したのは6社、物件売却しなかったのは11社となる。

その内、不動産売却損益が収益全体に占める比率においていちご不動産投資法人（31.96%）が一番高い。具体的に、いちご不動産投資法人は2008年5月にビーサイト日本橋人形町、グランプレッソ河田町、フォレシティ尾山台、テラス乃木坂の4つを売却（譲渡価格54.95億円）し、13億円の売却益を得た。売却の理由として2008年10月の55.9億円の短期借入金（あおぞら銀行）の返済のためである⁴⁷。

日本国内の大手不動産会社がスポンサーになる投資法人の場合でも、物件の売却が進んでいる。

また、分配金が収益全体に占める比率の高い年は2007年と2008年に集中している。例えば、平和不動産リート投資法人（スポンサー：平和不動産）の場合は、2007年に三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、あおぞら銀行など

⁴⁷ いちご不動産投資法人「資産の譲渡に関するお知らせ」平成20年2月29日 1～2頁。

表4-3 物件売却益が全収益に占める比率

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	平均
いちご不動産投資法人						31.96%					31.96%
グローバル・ワン不動産投資法人			12.59%			27.78%					20.19%
大和証券オフィス投資法人				5.54%	20.50%	33.46%					19.83%
平和不動産リート投資法人				2.06%	32.33%	5.37%					13.25%
プレミアム投資法人			1.66%			15.04%				1.41%	6.04%
東急リアル・エステート投資法人				8.99%				1.37%			5.18%
オリックス不動産投資法人			1.53%	11.43%	1.35%	2.38%	5.70%	5.35%	1.46%	1.02%	3.78%
森トラスト総合リート投資法人				8.19%				1.16%		1.37%	3.57%
森ヒルズリート投資法人							1.33%	5.52%		3.87%	3.57%
大和ハウス・レジデンシャル投資法人					6.92%			0.34%	5.32%	1.52%	3.53%
日本賃貸住宅投資法人					8.18%	2.45%		0.15%		2.96%	3.44%
積水ハウス・SI 投資法人					1.42%	4.98%					3.20%
日本リートファンド投資法人					2.31%		0.21%		2.27%	7.52%	3.08%
アドバンス・レジデンス投資法人					8.89%				0.07%	0.22%	3.06%
日本プライムリアルティ投資法人	1.46%	4.49%			2.59%		4.26%	1.90%			2.94%
阪急リート投資法人							2.57%				2.57%
ケネディクス不動産投資法人				1.89%	0.99%	4.54%		0.32%	3.07%		2.16%
ジャパンリアルエステイト投資法人				1.34%	2.42%			1.98%	1.20%		1.74%
日本アコモデーションファンド投資法人					0.05%			4.51%		0.53%	1.70%
野村不動産オフィスファンド投資法人					0.04%		0.32%		4.58%		1.65%
日本ビルファンド投資法人		1.33%		2.78%		1.42%		0.30%			1.46%
日本ロジスティクスファンド投資法人							1.34%				1.34%
産業ファンド投資法人							0.86%				0.86%
MIDリート投資法人						0.63%				0.37%	0.50%
野村不動産レジデンシャル投資法人								0.06%	0.12%		0.09%
福岡リート投資法人					0.05%						0.05%
フロンティア不動産投資法人								0.02%			0.02%

(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

からの借入金(合計67.4億円)の返済の為、紀文第一ビル、DJR北新宿ビルなどの15件を売却した。(売却益:15.48億円)⁴⁸

また、プレミアム投資法人(スポンサー:NTT都市開発)の場合でも、2005年(1.18億円)2008年(18.46億円)2012年(1.46億円)に多額の売却益が発生した。売却の理由はいずれも借入金の返済である⁴⁹。

ま と め

本章では、不動産市場の角度からオフィス特化型、住居特化型、商業施設特化型、物流施設特化型REITの収益を考察した。2008～2009年の金融危機はREIT全体の賃料水準および投資家への分配金に大きな打撃を与えた。特に、住居特化型REITの賃貸収益の下落は他のタイプのREITより高いことがわかる。

⁴⁸ 平和不動産リート投資法人の資産運用報告書と有価証券報告書による。

⁴⁹ プレミア投資法人の資産運用報告書と有価証券報告書による。

本章で考察したように、REITの収益は不動産賃貸事業収益と投資物件売却益のいずれにしてもスポンサーの規模、知名度、信用力と関係なく不動産市場に左右される。

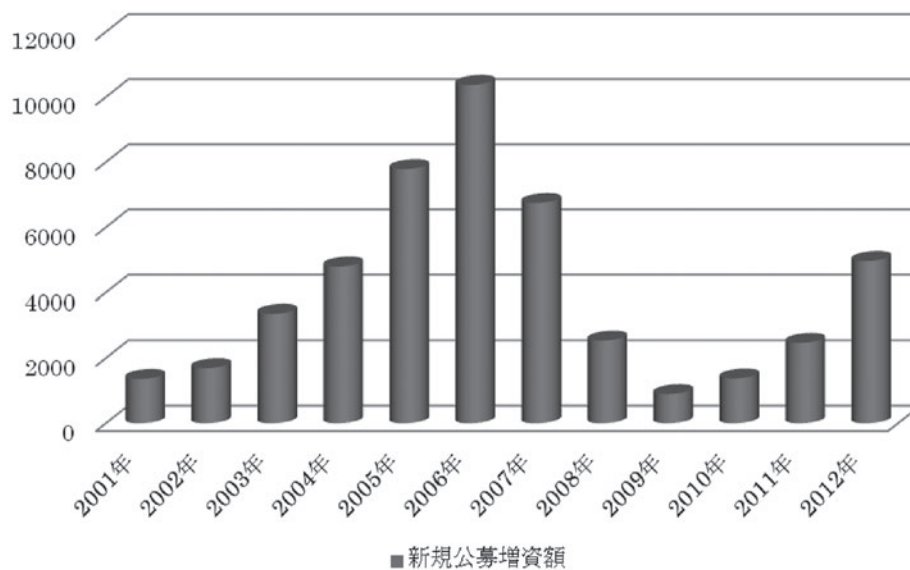
REITは収益を最大化(内部成長、外部成長)にするため、資産調達が必要となる。つまり、REITの資金調達は「借入金による物件取得(LTVが上昇)」と「増資(LTVの引き下げ)」というサイクルを繰り返すことになる。そこで、資金調達においてスポンサーが果たす役割を第5章で検討しよう。

第5章 REITの資金調達とスポンサー

前述したように、REITは利益の90%以上を投資家に分配しなければならず、内部留保できない特性を持つ。そのため、REITが外部成長戦略として新規物件の取得を行おうとする際には、そのための資金調達をどのように行うべきかが最も重要な問題となる。

本章ではREITの資金調達とスポンサーの関係について考察する。具体的にはREITの公募増資、投資法人

図 5-1 REIT の公募増資額の推移（単位：億円）



（出所）REIT の有価証券報告書より筆者作成

債の発行、借入金の状況について述べて、REIT のスポンサーが果たす役割について考察する。

第 1 節 REIT の増資と第 3 者割当増資

REIT は上場時の資産規模が小さく、分散効果を高めるために外部成長が必要となる。そのため借入金が短期間で上昇し、LTV を一定水準以下に維持するための増資が必要となる。本節では、REIT の資金調達における公募増資と第 3 者割当増資の状況について考察する。

1. 公募増資

REIT の全体的な公募増資の状況について図 5-1 を見てみよう。REIT の公募増資額は、2001 年(1358.13 億円)から順調に伸び、2006 年にピーク(1.03 兆円)となっている。しかし、2008 年から 2009 年にかけて米国のサブプライム問題などの影響で REIT 株価が大幅に下落してから公募増資が困難な状況が続き、新規増資が急速に減少している。2010 年から 2012 年にかけて回復の傾向が見えるが、金額では 2006 年の水準をはるかに下回っている。

例えば、日本ビルファンド投資法人の場合、2013 年 1 月の時点で、7 万 9 千口を発行し、発行総額は 5043.08 億円となっており、公募増資の規模で一番大きい投資法人となる。具体的には公募増資は下記のように行われている。

2001 年 9 月 82,900 口 499.99 億円
 2004 年 7 月 80,000 口 588.38 億円
 2005 年 8 月 58,000 口 514.91 億円

2006 年 3 月 80,000 口 790.04 億円
 2008 年 2 月 31,800 口 371.58 億円
 2011 年 1 月 34,000 口 269.57 億円
 2012 年 1 月 30,000 口 181.72 億円

上記の通り、日本ビルファンド投資法人の増資は 2001 年から始まり、2006 年にピークとなった。2006 年に株価は急速に上昇し、1 月の 105 万円/株（1 月の平均株価）から 12 月の 158 万円/株（12 月の平均株価）まで 33%以上増加した。2008 年 2 月の増資はリーマン・ショック前の最後の増資となった。その後の 2009 年、2010 年に増資ができなくなり、2011 年に再開した。当時の株価は 2010 年の 70 万円台から、2011 年の 80 万円台まで上昇したところである。

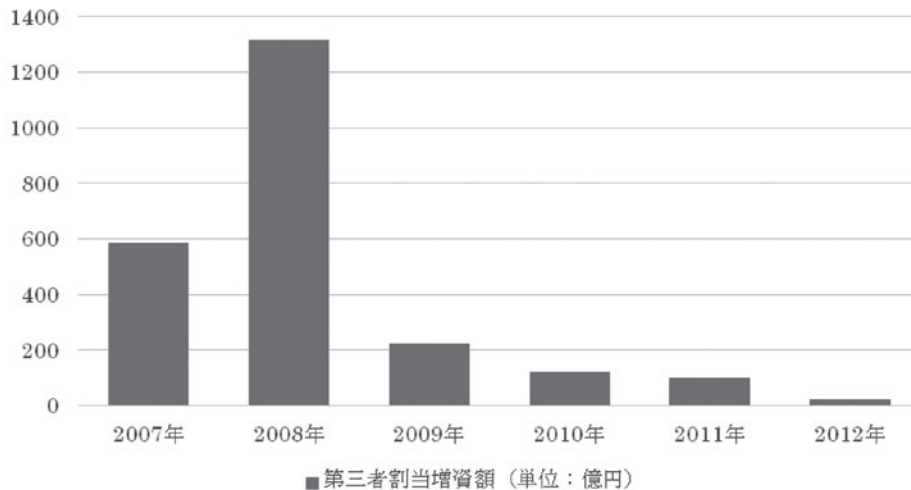
2011 年 1 月の増資の理由は、リバーシティ M-SQUARE、日本橋兜町 M-SQUARE、博多祇園 M-SQUARE、ゲートシティ大崎(追加取得分)、調布サウスゲートビルの取得だと考えられる⁵⁰。

ジャパンリアルエステイト投資法人の場合、2013 年 1 月の時点で、59 万 4,140 口を発行し、発行総額は 3960.18 億円となった。増資状況は下記通りである。

2001 年 5 月 400 口 2 億円
 2001 年 9 月 160,000 口 810.6 億円
 2002 年 5 月 65,000 口 308.92 億円
 2003 年 10 月 35,000 口 212.95 億円
 2005 年 4 月 85,000 口 680.24 億円

⁵⁰「資産の取得に関するお知らせ」日本ビルファンド投資法人 2011 年 1 月 11 日。

図5-2 REITにおける第三者割当増資総額の推移(単位:億円)



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

2006年10月 64,600口 632.11億円

2008年3月 33,000口 329.17億円

2009年12月 46,200口 267.5億円

2012年2～11月 104,940口 334.92億円

ジャパンリアルエステイト投資法人の増資は2001年から始まり、増資規模は812.6億円で最高となった。株価は2001年の55.1万円(平均)から2007年5月にピーク(160万円)となり、その後下落が継続した。

ジャパンリアルエステイト投資法人は日本ビルファンド投資法人と異なり、リーマン・ショック後からの回復は早く、2物件の持分追加取得(汐留ビルディング、東京オペラシティビル)のため2009年12月に増資を実施している⁵¹。当時の株価は62万1000円から68万8000円まで上昇したところである。

REITの株価について前述したように、2007年6月に東証REIT指数は最高値をつけた後、暴落が続いた。ジャパンリアルエステイト投資法人はこのような時期に増資ができた理由として日本ビルファンド投資法人(2008年45.5%、2009年46.9%)に比べ、LTVが明らかに低い(2008年36.7%、2009年38.7%)ことが考えられる。

REITの多くは借入比率を40～50%に抑える財務方針を取っているが、新規増資が困難な状況のもとで、昨今は50%を超えているREITが上場REITの半分近くを占めるようになった。通常、REITは利益の全額を投資主に還元し、借入金で資金調達をする。その後LTV(借入金比率)が上昇し、予め開示している財務方針を上回ってLTVの上限に近づくと、増資によりLTVを引き下げる。このため物件取得による外部成長を通じてポート

フォリオの収益拡大とリスク分散を図るREITにとって、増資は不可欠で宿命的なものと言える⁵²。

2. 第三者割当増資

REITの増資には、もう一つ、第三者割当増資がある。第三者割当増資とは、特定の第三者に対して募集株式を割り当てる方法による増資のことである。第三者割当増資で調達した資金は主に、借入金と投資法人債の返済、新規物件の取得資金として使われる。

REITにおける第三者割当増資総額の推移について図5-2を見てみよう。

2003年(25.61億円)に第三者割当増資が初めて行われた。その後急速に増加し、2008年に1317.13億円でピークとなり、2003年の5倍以上となった。2009年(223.58億円)から減少する傾向が現れた。2010年(121.13億円)と2011年(101.42億円)における第三者割当増資はほとんど再編したREITによって行われた。

第三者割当増資のうち、2008年にDAオフィス投資法人(現大和証券オフィス投資法人)によって行われた第三者割当による新投資口の発行規模が一番大きかった。2008年6月、DAオフィス投資法人は138,905口(一口当たり431,949円)、599.99億円の第三者割当増資を行った。割当先は当時のスポンサーのコロンブスであった⁵³。第三者割当増資の理由として当時、DAオフィス投資法人の総有利子負債約1,400億円のうち2008年に返済・償還期限を迎える有利子負債残高が1,076.25億円と

⁵¹「決算短信」ジャパンリアルエステイト投資法人 2010年3月。

⁵² 岩佐浩人「J-REITにおける公募増資の現状と課題——求められるエクイティ・ファイナンスの要件緩和——」ニッセイ基礎研究所金融研究部門 2008年3月14日 2頁。

⁵³ コロンブス 大株主：ダヴィンチ・ホールディングス(破綻) 100% 事業内容：匿名組合契約の締結並びにその出資財産の運用業務、有価証券の取得、保有及び売買。

なり、サブプライムローン問題の影響で低廉なコストでの借入金の再調達に極めて困難な状況を考え、スポンサーによる第三者割当増資を行った。調達できた資金を借入金の返済及び投資法人債の償還に充当することとした⁵⁴。

また、発行規模2位となったのは、フロンティア不動産投資法人の第三者割当増資である。2008年9月、フロンティア不動産投資法人は14,600口（一口当たり661,000円）、96.5億円の第三者割当増資を行った。割当先はスポンサーの三井不動産であった。調達した資金は投資物件「ゆめタウン広島」の取得のための短期借入金159億円の一部返済に充当された⁵⁵。

このように、金融危機後、市場環境が悪化し、公募増資では資金調達が難しい場合でも、第三者割当増資によってスポンサーによる資金提供が行われた。だが第三者割当増資は公募増資と同様、発行投資口数が増えるため、希薄化するデメリットがある。特に、REITのNAV（純資産価値）を下げる価格での増資は既存投資主の持ち分価値を低下させることにもなる。

3. LTVの状況

LTVはREITの財務構成の健全性を評価するための最も重要な指標の一つである。借入金による物件取得においてLTVは上昇するため、適切な増資をし、自己資本を増やし、LTVを引き下げることが非常に重要である。

図5-3は2001年から2013年6月までのREIT全体のLTVの推移を示している。REIT全体のLTVは2007年までは、42%以下で推移している。金融機関の貸出態度が緩い良好な資金調達環境下で、REIT各社はエクイティとデッドによる調達をバランスよく実行し、LTVを一定水準以下に保ちながら事業収益を拡大出来たといえる。2008年（45.03%）からLTVの値が急速に高くなり、2011年に最高値（49.44%）となる。リーマンショック後のグローバルな信用収縮の状況下では、これまでのようなバランスの取れた資金調達が困難になったことがわかる。

しかし、REITの公募増資額は2009年から2011年にかけて回復の傾向が見えるが、LTVを引き下げる規模の増資を実行できていない。その原因について、REITの市場低迷で「追加取得でLTVが財務方針に定めた上限に近づいても、投資口価格の下落により、公募増資が困難な状態に陥る銘柄が少なくない。また、市場の下落局面で公募増資を実施した銘柄に対する市場の評価は厳し

く、想定していた発行価格を大きく下回るケースも増えている」⁵⁶ことが指摘できる。

また、図のように種類別のLTVについては住宅特化型REITのLTVは他のタイプより高く平均で50.52%となり、増加する傾向がある。商業施設特化型REITのLTVでは、2004年の41.90%から増加し、2009年（51.55%）にピークとなった後下落し、平均で47.66%となる。オフィスビル特化型REITのLTVは、2004年（42.05%）から増加し、2006年（46.8%）にピークとなった。その後は低下し、43%以下を維持し、平均で41.83%となる。物流施設特化型REITのLTVは一番低く、20%から23%に安定して維持している。

LTVが高い投資法人の具体例を挙げれば、住宅特化型REITの日本アコモデーションファンド投資法人の場合は、2006年から2012年にかけて平均LTVが51%となり、スーターツプロシード投資法人の場合は51.53%（2006年から2012年までの平均値）となっている。破綻したニューシティ・レジデンス投資法人の場合では2005年から2008年の平均LTVは54.35%となり、非常に高いレベルになっている。

4. 証券口の投資部門別売買と株主構成

次にREIT投資口の部門別売買差額について表5-1を見てみよう。表は、東京証券取引所が公表している2004年からの投資部門別売買状況の投資口数の差額を示している。投資部門は、金融機関、投資信託、事業法人、その他の法人、証券会社、日本国内の個人、外国人投資家で構成されている。

まず、日本国内の金融機関の売買状況は、2008年（-120千口）、2009年（-75千口）以外、買越しが続いており、04~12年で1,220千口の買越しとなっている。特に、買越しは金融危機後の2010年（287千口）、2011年（348千口）、2012年（409千口）に急速に増加し、REIT市場の主要な資金供給の源泉となっている。

また、投資信託の売買について、2008年（売り越し20千口）以外、買越しが中心となっている。その内、2010年（283千口）と2012年（252千口）に大幅な買越しが行われた。買い越し規模が小さい年として2007年（92千口）と2011年（82千口）が挙げられる。

日本国内の個人投資家の場合は、機関投資家と逆の動きとなり、2008年（141千口）と2009年（27千口）を除く、2004年（-196千口）から2012年（-701千口）まで、REITを売越ししている（合計で売越し2,438千口）。特に2005年から2006年に大幅な売越しが続いた。この

⁵⁴ DA オフィス投資法人「第三者割当による新投資口発行に関するお知らせ」2008年5月。

⁵⁵ フロンティア不動産投資法人「第三者割当による新投資口発行に関するお知らせ」2008年10月。

⁵⁶ 岩佐浩人「J-REITにおける公募増資の現状と課題——求められるエクイティ・ファイナンスの要件緩和——」ニッセイ基礎研究所金融研究部門2008年3月14日 2頁。

図5-3 REITのLTVの推移

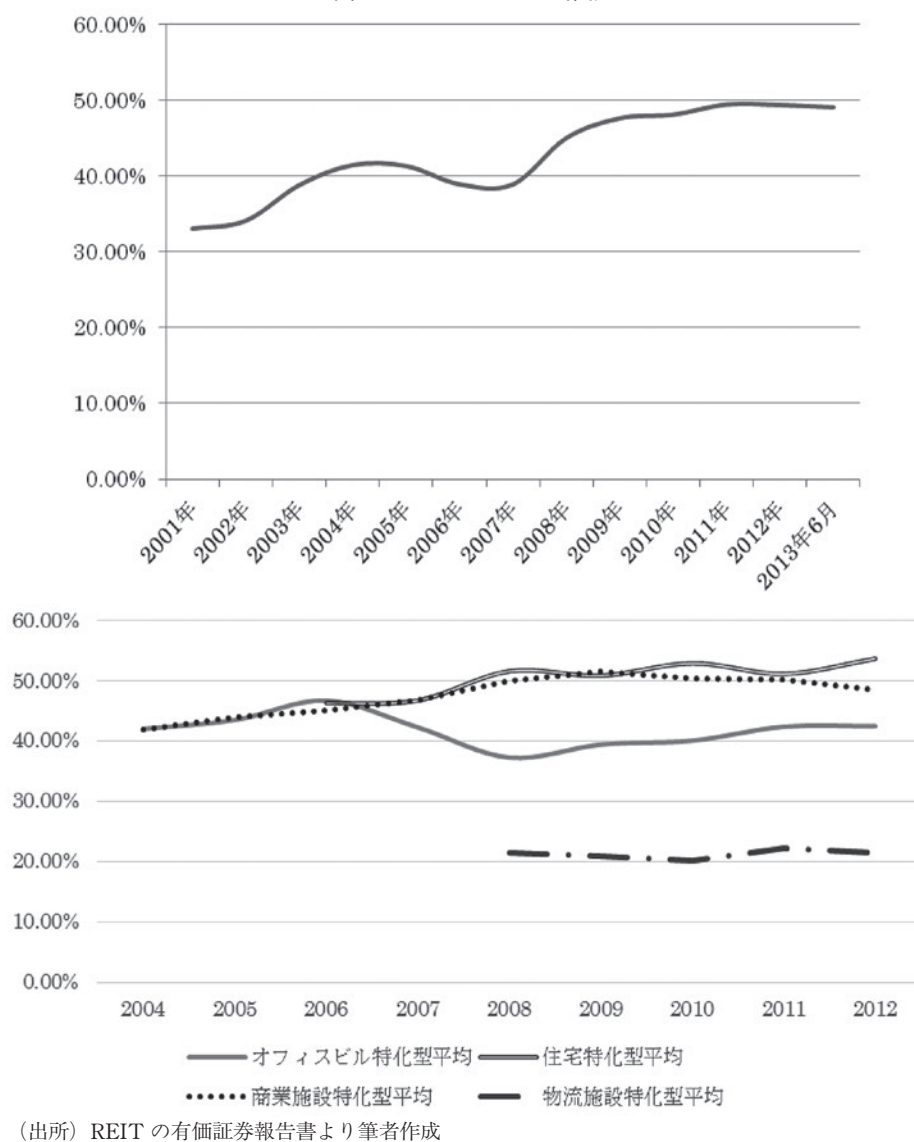


表5-1 投資部門別REIT証券口の売買差額（単位：千口）

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	合計
金融機関	180	127	62	2	-120	-75	287	348	409	1220
投資信託	106	143	168	92	-20	141	283	82	252	1247
事業法人	-54	-107	-125	-51	2	-4	-67	-71	-43	-520
その他の法人	-12	-16	-16	-10	9	-2	-15	-19	-5	-86
証券会社	4	-26	-90	-58	6	0.8	-16	-17	1	-195.2
個人	-196	-371	-491	-284	141	27	-294	-269	-701	-2438
外国人	-79	78	361	389	16	-56	-71	-18	74	694

（出所）東京証券取引所の開示データを用いて筆者作成

期間はREITの分配金利回りが4%を下回るようになった時期でもあり、分配金利回りの低下により個人投資家にとって不動産投資信託の魅力が低下したことが原因と考えられる。

外国人投資家については、2003年、2004年と売越しが続いた後に、2005年から2007年までの間は買越しが続

いた。特に、2006年と2007年には大幅に買越ししている。しかし、2008年以降の米国のサブプライムローン問題による金融危機は外国人投資家の投資行動に深く影響し、大幅な売越しが続いた。外国人投資家は04～12年では694千口の売越しとなっている。

証券会社、事業法人、その他の法人の場合、2008年と

2009年以外ほとんど売越しが続いている。以上9年間の売買差額で見ると、金融機関(1,220)、投資信託(1,247)、外国人投資家(694)が買越しの主体となり、事業法人(－520)、その他の法人(－86)、証券会社(－195.2)、個人(－2,438)が売越しの主体となっている。

また、東証の調査により、2013年10月の時点でREITの株主構成は外国法人43.46%、個人26.5%、金融機関13.84%、投資信託12.06%、事業法人1.77%、その他2.37%となる⁵⁷。

第2節 REITの負債調達

本節ではREITの資金調達のもう一つの方法、負債調達について考察する。特に、金融危機による資金調達環境の悪化に際し、スポンサーが負債調達において果たした役割について検討する。

1. 負債調達

REITによる負債調達には、投信法および導管性要件から特有の制限がある。例えば、一般の株式会社と異なり、REITの場合は、①種類投資口の発行、②投資口の有利発行、③現物出資、④新投資口予約権の発行などを行うことができない。REITの資金調達の方法は、融資と増資の二つしかない。前述したように、REITは利益の90%以上を投資家に分配しなければならず、内部留保できない仕組みである。そのため、銀行からの借入金が不動産取得の際に欠かせないものとなる。

(1) 借入金

銀行からの借入れは、投資法人債と同じくデット性の資金調達であり、レバレッジ効果により投資効率を高める利点がある。しかし、法人税法上、導管性要件の一つとして、投資法人の借入先は機関投資家であることが要求される。したがって、実務上は借入先が銀行その他の機関投資家に限られることになり、投資法人債と比較して、資金の調達先が限定されている。

借入金の担保について、実務上、信用力の高いREITでは、無担保・無保証とした上で非常に緩やかな条件で借り入れができる。一方、信用力の低いREITについては、担保提供、運用不動産に関連した表明保証、厳格かつ詳細な内容の誓約事項等、厳しい条件とならざるを得ない。

投資法人が行う借入れで用いられる財務指標のうち、代表的なものはLTV、DSCR（Debt Service Coverage Ratioの略。借入金に対する収入からの充当額比率で返

済の余裕を表す指標となる）などがある⁵⁸。

借入金には1年以内に返済期日が到来する短期借入金と返済期限が1年以上先にある長期借入金がある。長期借入金であっても返済期日が1年以内になった場合には長期借入金から短期借入金に振り替える。

投資法人の借入目的は主に過去の借入金の返済及び新規投資物件の取得である。ユナイテッド・アーバン投資法人は、Tip's 町田ビルの取得資金（取得費用等を含む）に充当するため、2007年12月19日に三菱東京UFJ銀行から44億円を借り入れた（固定金利で年率は1.44618%）。今回の借入に関しては、無担保、無保証で期間は4年半となる（返済期限は2012年6月20日）。

日本ビルファンド投資法人は、期限の到来する長期借入金の返済のため、2006年5月23日に中央三井信託銀行から100億円を借り入れた（利率：0.36386%）。今回の借入に関しては、無担保、無保証で返済期限は一週間後の2006年5月31日となる。

(2) 投資法人債

投資法人債とは、投信法の規定により投資法人が行う割り当てにより発生する当該投資法人を債務者とする金銭債権である。一般の株式会社の社債と同じ構成になり、増資による資金調達を補完するものである。投資法人債の種類として、担保付投資法人債、不動産市場が悪化し、投資口の発行希薄化で困難の時に発行する劣後投資法人債がある。借入金による調達はREITのスポンサーの信用力に関連するが、投資法人債は公開市場で取引されるため、金融市場に影響される。

投資法人債の発行により調達した資金は、土地や建物等の資産の取得、借入金の返済、過去に発行した投資法人債の償還金の支払いなどに使用する。投資法人債の期間としては、5年、7年、20年などがある。

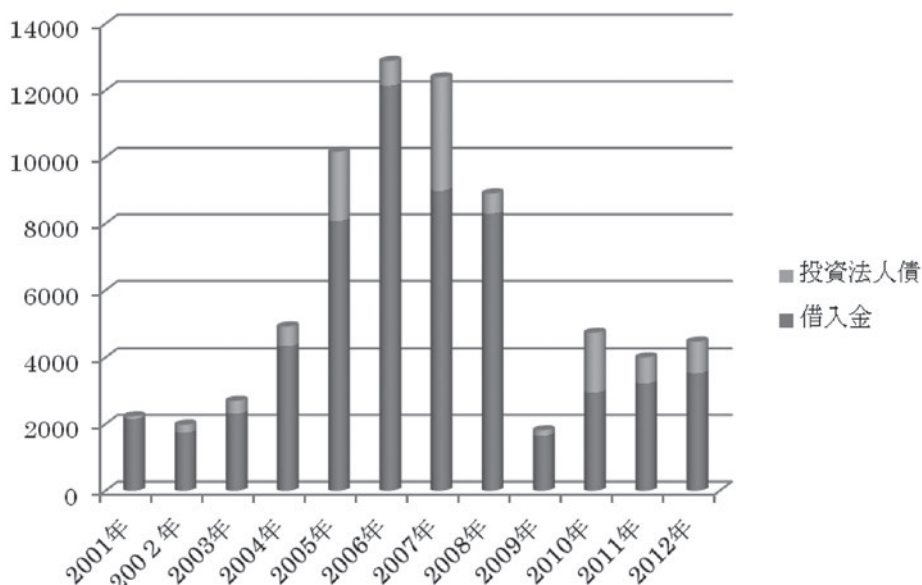
例えば、グローバル・ワン不動産投資法人は、2010年10月21日に償還期限が到来する第1回無担保投資法人債(250億円)の償還資金の一部に充当するため、無担保・無保証で100億円規模の第3回投資法人債を発行した（期間3年間で年利率：1.07%）。取得各付けは：A3（ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク）、AA－（日本格付研究所）となる。

森ヒルズリート投資法人は2013年5月15日に償還期限が到来する第3回無担保投資法人債50億円の償還資金に充当するため、三菱UFJ信託銀行を通して、無担保・無保証で30億円規模の第8回投資法人債を発行した（期間5年間で年利率：0.85%）。取得各付けは：AA－（日本格付研究所）となる。

⁵⁷ 東京証券取引所「投資部門別不動産投資信託証券売買状況」2013年10月。

⁵⁸ 新家 寛『REITのすべて 新規組成・上場から倒産処理まで』民事法研究会 2012年6月 449-450頁を参考。

図5-4 REITの新規借入金と投資法人債の推移(単位:億円)



(出所) REITの有価証券報告書より筆者作成

借入金と比較し、投資法人債には以下の特徴がある。

①投資法人債の引受先が限定されていないため、借入金よりも、広く資本市場から直接の資金調達を図ることが可能である。②借入金と比較して、引受け、開示規制の対応など発行するにはコストがかかるため、一般的に多額かつ長期の資金調達に利用される傾向にある。③通常無担保で発行され、前述した通り、比較的緩やかな条件で発行されるため、投資法人債の発行の可否は、投資法人の信用力に大きく影響を受けることになる⁵⁹。

以上のように、REITにおける負債調達はレバレッジ効果、エクイティ資金より調達コストが安い、機動的な調達のメリットがあるが、以下のようなデメリットもある。

①デット性資金調達の返済期限を重ねるとリスクが高くなる。②デット資金の返済に保有不動産の売却が必要となるとき、すぐに売却できない場合、LTVが上昇するリスクが高まる。③デット性資金を変動金利により調達する場合、金利の変動に左右されやすいこと。

以上のリスクがあるため、REITのLTVを低く維持し、良い格付により資金調達コストを低減することが必要となる。

(3) 新規借入金と投資法人債の推移

図5-4は2001～2012年におけるREITの新規借入金と投資法人債の推移を表す。REITの負債調達において銀行からの借入金が大半を占め、2001～2012年にお

けるREITの借入金総額(5兆2558億円)は投資法人債(1兆176億円)の約5倍となる。また、投資法人債額が負債額に占める比率に関しては、2005年(16.87%)と2007年(38%)が一番高いことがわかる。

しかし、2008年から2009年にかけて、投資法人債も借入金も大幅に減少し、リーマンショックや、ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻に伴い、REITのデットファイナンスが困難となった。当時は投資法人債のリファイナンスを乗り切るために官民一体となった「不動産市場安定化ファンド」の創設等により何とかリファイナンス問題を乗り切ることができたが、一方でデットコストの大幅上昇により一口当たり分配金が大きく減少するREITも相次いだ⁶⁰。

2. 銀行のREITへの貸出

次に、銀行のREITへの貸出額について考察してみたい。表5-2は2010年にREITへの貸出額が1,000億円を超す大手銀行をランキングしたものである。各銀行の中、三井住友銀行が一番多く、3,933億円となり、三菱UFJ信託銀行は3,460億円で第2位になる。

また、REITへの融資額が総資産に占める比率についてみれば、各行の比率はいずれにしても0.5%以下となり、リスクを考えて融資する姿勢がみえる。REITへの貸出額を1,000億円超の銀行は日本国内における主要大手銀行が中心(82%)となり、地方銀行(12%)や、他の金融機関(例えば保険会社)は6%を占めているにすぎ

⁵⁹ 新家 寛『REITのすべて 新規組成・上場から倒産処理まで』民事法研究会 2012年6月 449-450頁を参考。

⁶⁰ 鳥井裕史「J-REIT市場が時価総額10兆円、取得価格総額20兆円を目指すために」SMBC 日興証券 2010年 31頁。

表 5-2 大手銀行による REIT への融資（1000 億円以上）

(2010 年 単位：億円)

銀行	融資総額	REIT への融資/総資産
三井住友銀行	3,933	0.03%
三菱UFJ信託銀行	3,460	0.16%
日本政策投資銀行	3,033	0.20%
三菱東京JFJ銀行	2,885	0.02%
みずほコーポレート銀行	2,664	0.04%
住友信託銀行	2,429	0.11%
あおぞら銀行	1,679	0.33%
中央三井信託銀行	1,358	0.10%
りそな銀行	1,149	0.03%

(出所) REIT、各銀行の有価証券報告書より筆者作成

ない。

また、REIT における大手 9 行から調達した分が借入金全体に占める比率を考察すると以下の表 5-3 になる。REIT が取引する銀行の中に大手 9 行から調達した分が借入金全体に占める比率は、REIT 全体で 71.44% となっている。詳しく見ると、森トラスト総合リート投資法人は 97.77% で最高値となる。その内、大手 9 行(みずほコーポレート銀行が 290 億円、日本政策投資銀行が 241 億円、三井住友銀行 220 億円、住友信託銀行が 180 億円、三菱東京 JFJ 銀行 130 億円、三菱 UFJ 信託銀行が 175 億円、あおぞら銀行が 30 億円) から調達した金額は 1,266 億円となり、借入金全体 (1,294 億円) のほとんどを占めた。その他、新生銀行、第一生命保険、八十二銀行などからも調達している。このように、REIT 全体の借入金は日本国内の大手銀行に依存している状況がわかる。

他方、FC レジデンシャル投資法人⁶¹ は、東京スター銀行 1 行からの借入金に依存しており、大手行の比率は 0% となる。

前述したように米国サブプライムローン問題は株価の下落と同様、REIT 市場にも大きな打撃を与えた。それによって、国内大手銀行との取引関係が浅い外資系企業をスポンサーにもつニューシティ・レジデンス投資法人は、借入金の返済が困難になり、破綻している。合併された REIT、あるいは、消滅法人における大手銀行からの借り入れ状況について次にみよう。

消滅法人における大手 9 行からの借入金比率は消滅法人 7 社と倒産したニューシティ・レジデンス投資法人 (31.57%) の平均値で 41.48% となり、REIT 全体の平均値 (71.44%) と存続法人の平均値 (66.74%) よりかなり低いことがわかる⁶²。その理由について、消滅法人のス

ポンサーはほとんど外資系企業であるため、日本国内の大手銀行からの資金調達が難しくなることが考えられる。そのため、銀行からの借入金の更新をうまく進行できず、返済期限が集中的に到来することは REIT の致命的な打撃となる。

ま と め

本章では REIT の資金調達とスポンサーの関係について考察した。金融危機後、市場環境が悪化し、公募増資では資金調達が難しい場合でも、第三者割当増資によってスポンサーによる資金提供が行われた。

また、本章で考察したように、REIT の資金調達方法は、融資と増資の 2 種類しかないため、銀行からの借入が不動産取得の際に欠かせないものとなる。そのため、REIT 市場の成長に伴う最大のリスクはデットファイナンスの能力だといえる。特に、資金調達環境の悪化に際し、スポンサーの影響力（国内大手銀行との取引能力）が現れた。

終わりに

2008 年のサブプライム問題による金融危機は金融市場全体を大きく動揺させ、REIT 市場も 2001 年に創設以来初めて厳しい調整局面を迎えた。国内金融機関との取引関係が浅い外資系企業をスポンサーにした投資法人の資金調達が困難になった。特にニューシティ・レジデンス投資法人の破綻により REIT の信頼性が低下した。また、2010 年以降、複数の投資法人の合併による REIT 市場の再編も進行した。

本論文では、上場 REIT の有価証券報告書、資産運用報告書などの開示データを用いて REIT を不動産市場、資金調達の面から考察した。以上述べてきたことを踏まえ、本論文の結論は以下のようにまとめられる。

⁶¹ FC レジデンシャル投資法人は、2011 年 10 月 27 日にいちご不動産投資法人と合併した。

⁶² 各投資法人の開示データより筆者が統計した結果。

表5-3 REITにおける大手9行からの借入金が借入金全体に占める比率(2010年)

投資法人	大手9行からの借入金／借入金全体
森トラスト総合リート投資法人	97.77%
日本ロジスティクスファンド投資法人	96.58%
ケネディクス不動産投資法人	94.74%
トップリート投資法人	94.00%
阪急リート投資法人	92.67%
日本リートファンド投資法人	91.20%
フロンティア不動産投資法人	90.81%
プレミア投資法人	90.59%
産業ファンド投資法人	89.76%
森ヒルズリート投資法人	85.74%
平和不動産リート投資法人	84.82%
ビ・ライフ投資法人	84.67%
日本賃貸住宅投資法人	84.32%
MIDリート投資法人	82.93%
積水ハウス・SI 投資法人	80.79%
アドバンス・レジデンス投資法人	77.78%
ユナイテッド・アーバン投資法人	77.73%
ジャパンエクセレント投資法人	75.12%
東急リアル・エステート投資法人	73.62%
野村不動産レジデンシャル投資法人	73.20%
オリックス不動産投資法人	73.15%
大和証券オフィス投資法人	72.96%
日本ホテルファンド投資法人	72.73%
日本アコモデーションファンド投資法人	70.69%
グローバル・ワン不動産投資法人	70.25%
ジャパンリアルエステイト投資法人	69.83%
野村不動産オフィスファンド投資法人	57.86%
日本ビルファンド投資法人	57.61%
福岡リート投資法人	53.33%
日本プライムリアルティ投資法人	52.77%
ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人	50.24%
スターツプロシード投資法人	48.77%
インヴィンシブル投資法人 (エルシービー投資法人と東京グロースリート投資法人と合併)	19.49%
いちご不動産投資法人	11.75%
FCレジデンシャル投資法人	0
平均	71.44%

(出所) 各投資法人の有価証券報告書より筆者作成

①スポンサーがREITを設立する目的

REITのスポンサー(特に不動産企業の場合)が投資法人を設立する目的として、自社、関連会社が保有、開発した不動産の出口としてREITを利用し、自社の財務構造を改善することを示した。

②スポンサーと投資主の利益相反問題

第3章で考察したように資産運用会社(スポンサー)と投資主(一般株主)との間に発生する利益相反問題は資産運用と資産取得の両側面に現れる。資産運用におい

てREITが資産運用会社に支払う資産運用報酬料率の設定、資産取得において取得先、取得価格の評価に利益相反問題がある。

③REITの収益におけるスポンサーの役割

2008～2009年の金融危機はREIT全体の賃料水準および投資家への分配金に大きな打撃を与えた。特に、住居特化型REITの賃貸収益の下落は他のタイプのREITより高い。そこで、REITの収益は不動産賃貸事業収益と投資物件売却益のいずれにしてもスポンサーの規

模、知名度、信用力と関係なく不動産市場に左右される。

④ REIT の資金調達におけるスポンサーの役割

REIT 市場の成長に伴う最大のリスクはデットファイナンスの能力だといえる。REIT の信用力はスポンサーの信用力に連動し、特に、今回の金融危機による資金調達環境の悪化に際し、スポンサーの影響力が現れた。ニューシティ・レジデンス投資法人のように、REIT のスポンサーが破綻した際、大手銀行との取引能力は投資法人の清算か合併の運命を決める重要な要素だといえる。

このように本論文は、収益と資金調達の視点から REIT におけるスポンサーの役割を考察した。2008 年の金融危機の下で起きた REIT の破綻、合併の動向については次稿を期したい。

引用・参考文献及び URL

1. 著書

- ・井出保夫『不動産金融ビジネスのしくみ』フォレスト出版、2001 年 3 月。
- ・村松岐夫 奥野正寛『平成バブルの研究 — バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社 2002 年 3 月。
- ・相沢幸悦『平成金融恐慌史 — バブル崩壊後の金融再編 (MINERVA BUSINESS LIBRARY)』ミネルヴァ書房 2006 年 12 月。
- ・岡内幸策『証券化入門 — 資産価値に基づくファイナンス手法のすべて』2007 年 4 月。
- ・森島義博『J-REIT 投資のすべて』社団法人金融財政事情研究会、2007 年 9 月。
- ・江川由紀雄『サブプライム問題の教訓 — 証券化と格付けの精神』商事法務 2007 年 12 月。
- ・平野嘉秋『不動産証券化の会計・税務』税理士平成会計社発行 2008 年 3 月。
- ・本庄 資 藤井保憲『法人税法 — 実務と理論』弘文堂 2008 年 9 月。
- ・高橋正彦『証券化の法と経済学』エヌティティ出版 増補新版 2009 年 12 月 9 日。
- ・石田尚己『不動産会社と REIT の M&A』住宅新報社 2010 年 7 月。
- ・三菱 UFJ 信託銀行不動産信託研究会『不動産証券化の危機対応 — リーマンショックを乗り越えて』金融財政事情研究会 2010 年 10 月。
- ・不動産証券化協会『不動産証券化ハンドブック 2012』2012 年 7 月 31 日。
- ・大串淳子 田澤治郎 竹宮裕二『不動産投資法人の理論と実践』弘文堂 2011 年 3 月。
- ・川北英隆『証券化 — 新たな使命とリスクの検証』金融財政事情研究会 2012 年 01 月。
- ・武智克典『信託法の要点』青林書院 2012 年 4 月。
- ・新家 寛『REIT のすべて 新規組成上場から倒産処理まで』民事法研究会 2012 年 6 月。
- ・金 惺潤『不動産投資市場の研究』東洋経済新報社 2013 年 3 月。
- ・岡内幸策『REIT 不動産ファンド投資のすべて』日本経済新聞出版社 2013 年 4 月。

2. 雑誌論文

- ・河合延昭「良い REIT は ROA と不動産収益率でわかる」住信基礎研究所 2008.2 2 頁。
- ・岩佐浩人「J-REIT における公募増資の現状と課題 — 求められるエクイティ・ファイナンスの要件緩和 —」ニッセイ基礎研究所金融研究部門 2008 年 3 月 14 日 2 頁。
- ・鳥井裕史「サブプライム問題が与えた J-REIT 市場への影響」月刊 RMJ 2008 年 4 月（第 108 号）32 頁。
- ・高橋円香「不動産証券化の実態と会計問題 — 三井不動産株式会社の経営分析を通じて」商学研究論集 第 29 号 2008 年 9 月。
- ・川口有一郎「2007-09 年の金融危機が日本のオフィス市場に与えた影響」シービー・リチャードエリス総合研究所株式会社 2009 年 11 月 19 日。
- ・岩佐浩人「J-REIT 初の破綻を受けて～市場は不信の連鎖を遮断できるか」ニッセイ基礎研究所 2008 年 11 月 21 日。
- ・「J-REIT 再生の道筋を探る」不動産協会広報誌「FORE」J-REIT 市場の再生と不動産投資市場の活性化特集 2009 年 7 月（通巻 59 号）。
- ・鳥井裕史「J-REIT 市場が時価総額 10 兆円、取得価格総額 20 兆円を目指すために」SMBC 日興証券株式会社 2010 年 4 月 31～32 頁。
- ・三國仁司「J-REIT の内部留保と資金調達方法に係る検討 — 特に上場 J-REIT について —」T&A master NO.376 2010 年 5 月 55 頁。
- ・住信基礎研究所「金融危機後の J-REIT のリスク要因変化及び海外 REIT の実態に関する研究」トラスト 60 研究叢書 2010 年 5 月。
- ・沖野登史彦「10 年を迎える J-REIT 市場のこれまでの歩みと今後」2010 年 6 月 25 頁。
- ・鳥井裕史「J-REIT 市場が時価総額 10 兆円、取得価格総額 20 兆円を目指すために」SMBC 日興証券株式会社 2010 年 11 月 31 頁。
- ・筒井 薫「J-REIT 市場の活性化に向けた取り組み」株式グループ 2011 年 4 月。

3. URL

- ・『証券取引法』<http://kinyuu-hoken.hourei.info/kinyuu-hoken118.html>
- ・『NAREIT web サイト』<http://www.nareit.com/>
- ・『東京証券取引所 web サイト』<http://www.tse.or.jp/>
- ・『大阪証券取引所 web サイト』<http://www.ose.or.jp/>
- ・『JASDAQ 証券取引所 web サイト』<http://www.jasdaq.co.jp/>
- ・『Australian Stock Exchange web サイト』<http://www.asx.com.au/>
- ・『Singapore Exchange web サイト』<http://www.sgx.com/>
- ・『JAPAN-REIT.COM web サイト』<http://www.japan-reit.com/>
- ・『SPC-REIT.COM web サイト』<http://www.spc-reit.com/>
- ・<http://yahoo.japan-reit.com/page/guide02.html>
- ・<http://www.mfi.or.jp/kumiyu/stock11d.html>
- ・<http://www.jl.jpn.org/price/index.html>
- ・<http://reit.tse.or.jp/interview/analyst06.html>
- ・http://www.nsspirit-cashf.com/REIT/reit_bunseki.html
- ・http://www.tsr-net.co.jp/news/flash/1195666_1588.html