

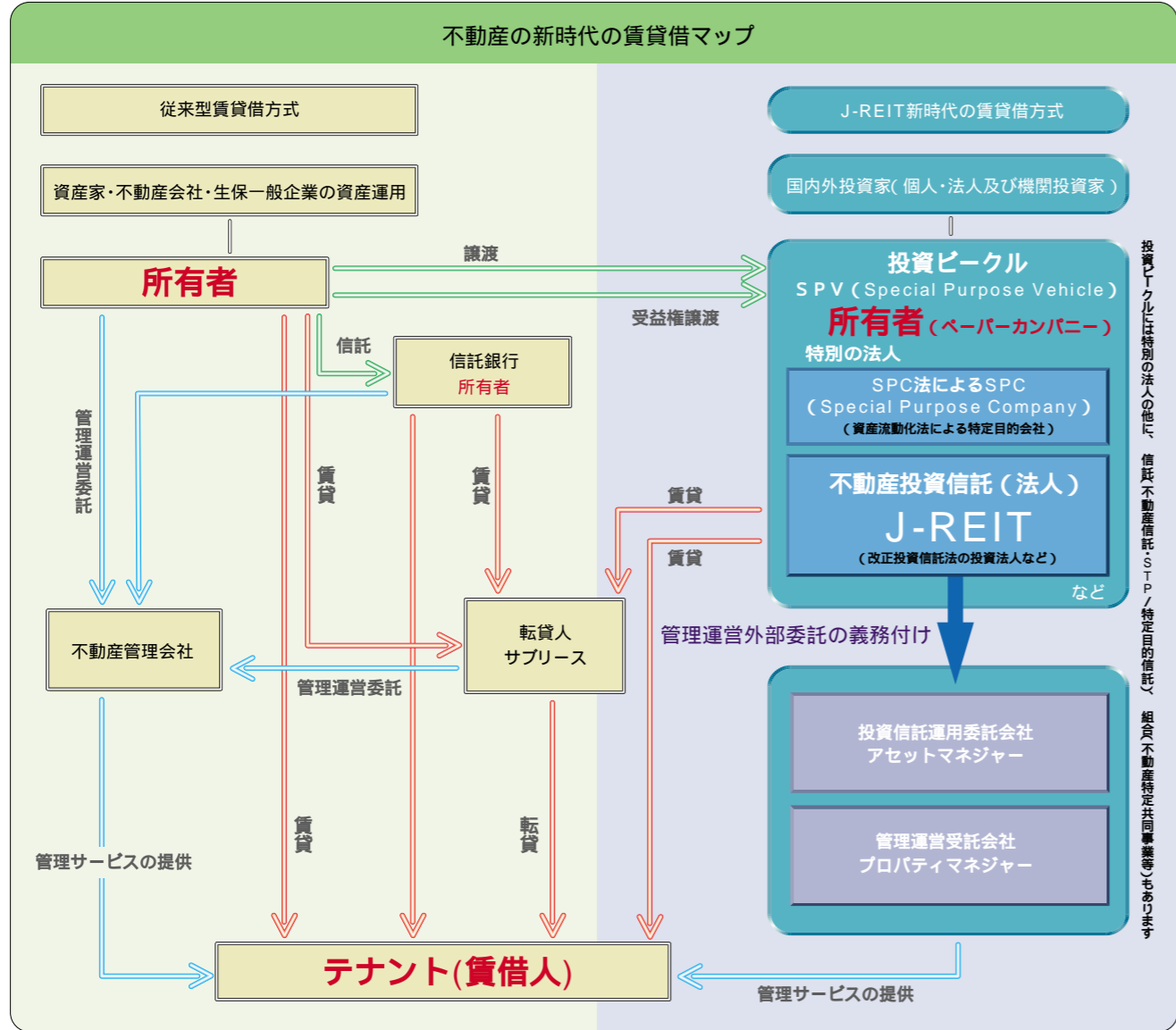
# 検証: J-REITビル<賃貸借Q&A>

特集

## J-REIT(日本版不動産投資信託)ビルの登場で、オフィスの賃貸借に変化はあるのか?

不動産の流動化が進み、日本でもオフィスビルなどへの投資が活発になっています。特に1998年のSPC法、2000年の改正投信法の施行により、さまざまな集団投資スキーム(仕組み)が可能になりました。そして個人の投資家まで対象を広げた日本版不動産投資信託「J-REIT(ジェイ・リート)」がこの9月から本格的にスタートします。これまで機関投資家を中心だった不動産投資に個人投資家加わることで、オフィスビルのマーケットがどのように変わっていくのか、テナントとなる企業も無関心ではいられないはず。『オフィスマーケット東京』では、東京証券取引所に上場が開始されるJ-REITについて、専門家からのご意見をいただくとともに、オフィス担当者にとって必要な知識をQ&Aの形式で解説します。

<p><b>J-REIT時代を読む1</b></p> <p>J-REIT誕生の経緯とその仕組みを知る</p> <p>株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 松村 徹 氏</p>	<p><b>J-REIT時代を読む2</b></p> <p>不動産の所有者と投資家から見たJ-REITの魅力</p> <p>野村證券株式会社 金融研究所 企業調査部 研究員 塩本 淳一 氏</p>	<p><b>J-REIT時代を読む3</b></p> <p>J-REITが生まれるまでの法整備の経緯</p> <p>弁護士 ニューヨーク州弁護士 西村総合法律事務所 小澤 英明 氏</p>	<p><b>J-REIT時代を読む4</b></p> <p>J-REIT登場によるオフィスビル賃貸借への影響</p> <p>弁護士 海谷・江口法律事務所 江口 正夫 氏</p>
--	--	--	--



### Q REITとは何ですか?

A 賃料収入を利益配当のかたちで出資者に還元する不動産投資信託をリートと呼ばれています。

REIT(Real Estate Investment Trusts=不動産投資信託)とは多くの投資家から集めた資金で不動産を取得し、運営、管理するためにつくられた法人または信託のことで、40年ほど前に米国で誕生しました。

「不動産を所有し、そこから利益を得る」という点では不動産会社に似ていますが、最大の違いは、REITは投資のための主体に過ぎず、事業運営は外部に任せるところです。そして自ら投資した不動産からの収入(主に賃料収入)を、利益配当のかたちで出資者に還元します。

ちなみに日本ではREITを「不動産投資信託」と書いている解説書が多いようですが、本来の意味からいえば「不動産投資会社」と訳すこともできます。現在、注目されているのは、昨年の投信法改正によって設立が認められた

不動産投資のための投資法人のことで、ここでJ-REIT(日本版不動産投資信託) P12で解説と呼ぶ場合は、その投資法人( P12で解説)のことを指します。

REITへの投資は、元本が保証された確定利回り商品ではありませんが、賃貸不動産から上がる安定した収益をベースにしていることから、米国のケースでいえば国債や長期金利に比べて最大で3%ほど高い利回りを実現しており、ミドルリスク・ミドルリターン金融商品として人気を集めています。日本においても多くの資金がJ-REITに向かうとみられますが、これにより不動産の流動性が高まったり、不動産市場全体の資金の流れが円滑になるなど、不動産マーケットの活性化が期待されています。

### Q J-REITが上場されるのはいつですか?

A 日本版不動産投資信託(J-REIT)は、2001年9月、東京証券取引所の新市場に登場します。

米国ではREITがニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所などに上場されたことで、資本市場から、直接、資金調達ができるようになりました。またREIT株は一般の株式と同じように投資家のあいだで売買されています。これにより、多くの資金が不動産投資に回ることで景気を支える要因の一つになったのです。

日本でも昨年11月に投資信託と投資法人に関する新制度が施行され、「不特定多数の投資家から不動産を対象として資金を運用すること」を前提としたJ-REITの上場が可能になりました。そしてこの9月には、東京証券取引所の新市場において2~3社のJ-REIT投資証券の売買が始まる予定です。

### Q J-REITの仕組みについて、賃貸契約を中心に詳しく教えてください。

A 所有者(賃貸人)が、不動産投資法人(J-REIT)となるだけで、賃貸借の法的な関係は従来型と変わりません。

図を見ていただければわかるように、従来のオフィスビルの賃貸借方式では、不動産の所有者とテナントは賃貸借契約によって、直接、結ばれています(あいだにサブリースが入ることもあります)。

J-REITでも、J-REITが所有者となるだけのことで、この点に変更はありません。ただし投資法人は、証券発行など資金調達だけを目的とした便宜上の会社ですから、不動産の運用や管理はそれぞれアセットマネジャー(投資信託委託会社)とプロパティマネジャーに委託することになります。

現在、大手の不動産会社や保険会社などが不動産投資法人を次々と設立し、上場する計画を進めています。これらスポンサー企業は自社物件をJ-REITによるファンド( P12で解説)に入れる一方で、新たにオフィスビルなどを購入し、ファンドに組込むケースが多いものとみられています。このため、J-REITが増えるにつれ貸主が変わることは多くなりますが、「よりしっかりしたスポンサーのいる貸主と契約できるようになる」と考えれば、テナントにとってはむしろ好ましいことなのです。

### Q オフィスマーケットにはどのような影響があるのですか?

A 資金流入で優良なオフィスビル供給が増え、賃貸借取引は市場の実勢に合う合理的な方向になるでしょう。

これまでオフィスビルなどの大型不動産は不動産会社や生保などの機関投資家、一般の事業会社が所有し、テナントに賃貸していましたが、しかしJ-REITの上場が可能になり、ビルオーナーにとっては自己勘定でビルを持たなくとも管理運営などで手数料を収入を得ることができるようになったのです。また、J-REITという買手にいつでもビルを売ることができるようになりました。この結果、大手の不動産会社などは設立した投資法人に不動産を売却し

て資金を調達したり、J-REITへの売却を前提に新たに開発事業に取り組むことができます。そして優良なオフィスビルの供給が増え、古いビルから新しいビルへの機能更新が促進されるものとみられています。また、賃貸市場においては、ビル運営専門の投資法人(実際には運用や管理は委託会社に外部委託)とテナントが契約するかたちになり、賃料や条件は、より市場の実勢にあう合理的なものになっていくと考えられます。

### Q ビルの所有者が変わることで賃貸借の条件が変わることはありますか?賃料が上がることはあるのでしょうか?

A J-REITビルになることで管理が疎かになる可能性はありますか? J-REITビルの経営は、安定性と透明性が求められる結果、より安心して入居できると見られています。

ビルの所有権がJ-REITに移ったとしても賃貸借の条件が変わることは、ほとんどないと見られます。もちろん、J-REITには多くの投資家が出資しており、株主総会と同じように出資者による投資主総会が開かれますから、そこで「より多くの賃料収入(=高配当)」を要求する声が出るかもしれません。しかしJ-REITへ投資する目的は、確実な配当(インカムゲイン)を受けることにあります。したがって投資家は投資法人に「相場に見合った適切な賃料設定」と市場

価値を維持し、安定的にテナントを確保するためのしっかりしたビルの管理」を期待するはず。すなわち、

いずれにしろ、J-REIT側(投資法人からアセットマネジメントを委託される投資信託委託会社)は投資家に対して運営の実績を十分に説明することが求められるため、オフィスビルの経営は極めて透明性が高くなります。このため、「J-REITビルのほうが安心して入居できるのでは」といった見方が正しいでしょう。

# 不動産の証券化を考えたとき J-REITは非常に有効なスキームです。

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 松村徹氏



## 不動産の証券化は 特別な器を使って仕組みが作られる

日本でも始まるJ-REITを理解するには、まず不動産を証券化することはどういふことなのか、その基本構造から知る必要があるでしょう。通常の株式は、企業が、直接発行し、証券会社を通して上場市場で取り引きされます。しかし不動産は有価証券のような金融商品ではありませんから、不動産市場と金融資本市場のあいだに投資ビークルという便宜上の器(会社、組合、信託など)を置き、ここが証券を発行します。ビークル(Vehicle)とは乗りものという意味で、交通機関が離れた2点を結ぶように、投資される資金と不動産という資産をつなぐのです。

投資ビークルは、証券化による資金調達という特定の目的のための器ですからSPV(Special Purpose Vehicle)とも呼ばれ、あとで説明するJ-REITの投資法人やSPC法によるSPC(特定目的会社)(P12で解説)もこれに含まれます。

さて、証券化された不動産に集団で投資するスキームは、表(P7)のように大きく区分できます。

このうち、不動産特定共同事業法に基づいて匿名組合が投資ビークルになる、不動産の小口化といわれるスキームでは最低購入単位が500万円(この7月に最低出資制限が撤廃されより小口化することが可能になりました)と大きいので、投資家が限られますし、流動性も高くない。これに対して、不動産の証券化として、今、注目されているのが、資産流動化法による資産流動化スキームと、改正された投信法による資産運用型スキーム(P12で解説)です。

それではこの2つにはどのような違いがあるのでしょうか?

「資産流動化スキーム」とは特定された不動産の収益価値を株式

や債権などの投資持分に変える方法で、簡単にいえば、まずオフィスビルなどのモノがあり、それを証券化して資金調達するのに適した仕組みです。

一方、「資産運用型スキーム」とは、不特定多数の投資家から集めた資金をいったんプールしてファンドとし、それを不特定複数の資産に投資して資金運用する方法で、ファンドマネジャーの運用技術が問われることになります。

## SPCそしてJ-REITへと 不動産証券化が進んできた

「資産流動化スキーム」は1998年9月にSPC法(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律)が施行されたことで制度が整備されました。その後、より利用しやすく見直されて2000年11月に「資産の流動化に関する法律」と改称された新しいISPC法が施行されています。

一方、「資産運用型スキーム」として、より多くの投資家の参加が期待されているのが2000年11月の改正投信法(投資信託及び投資法人に関する法律)施行で可能になったJ-REITです。

J-REITには3つのタイプがありますが、このうち「会社型(投資法人制度)」と呼ばれるものが、今、話題の上場が予定されているものです。

この仕組みは図を見ていただくとわかると思いますが、設立企画人が投資法人を設立し、投資家から集めた資金で不動産を取得して運用します。したがってオフィスビルの場合、賃貸借契約は投資法人と結ぶこととなりますが、実際には投資法人はJ-REITの仕組みをつくる箱にすぎませんから、資産保管や運用、さらに一般事務まで外部の専門家に委託します。これは投資法人の経営をそれぞれプロが行うことを

## 不動産集団投資スキームの分類

		資産流動化スキーム	資産運用型スキーム (不動産投資ファンド)		
投資ビークル	匿名組合	1 不動産特定共同事業 <不動産特定共同事業法>	4 不動産特定共同事業 (対象不動産変更契約) <不動産特定共同事業法>	契約型	
	信託	2 不動産信託・SPT <信託法・資産流動化法>	5 「投資信託」 <投信法>		
	特別の法人	3 SPC法によるSPC その他SPC <資産流動化法・商法>	6 投資法人 <投信法>		

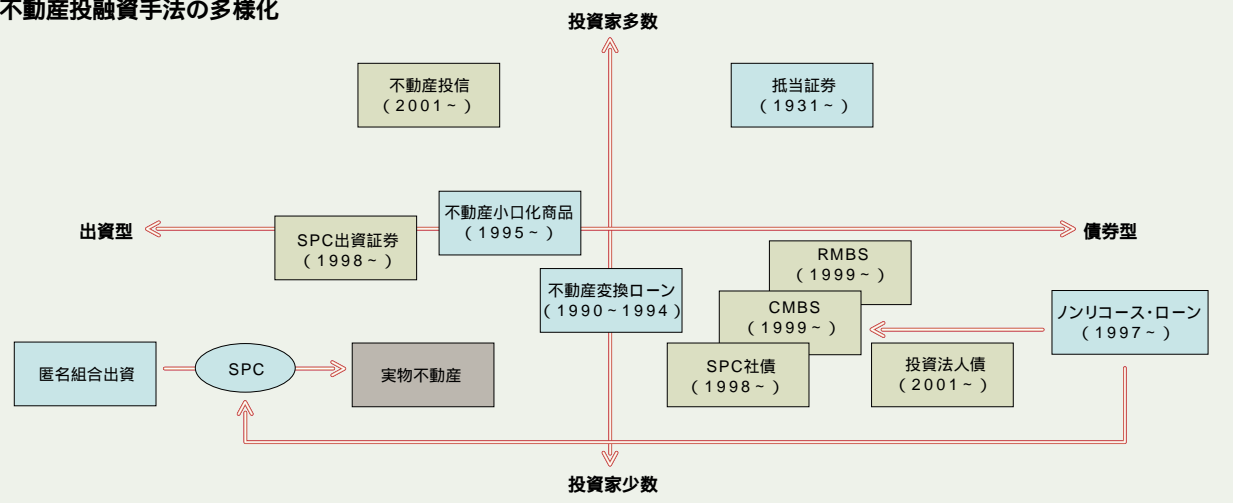
注) < > は、根拠法 (出所)ニッセイ基礎研究所

意味しますから、テナント側から見ても、J-REITにビルの所有権が移転したといっても不安を感じる必要はないのです。

投資法人に上場の義務はありませんが、多数の投資家から資金を募るといふ制度整備の目的からすれば、上場は当然のことでしょう。東京証券取引所に上場する場合の審査基準を別表にまとめておきましたが、「運用資産のうち、賃貸事業収入等が現に生じており、1年以内に売却見込がない不動産等の比率が50%以上」と規定されており、不動産が生む利益を多数の投資家に安定的に配当するよう求めています。

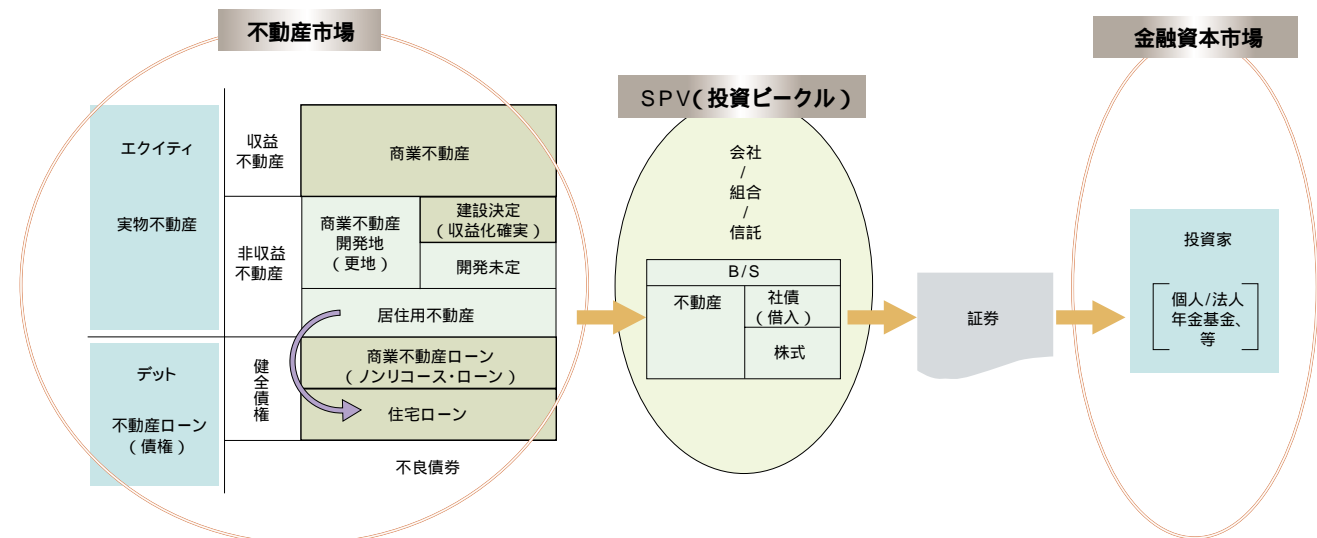
現在、不動産ファンドを計画している企業は数多くありますが、そのうちかなりがJ-REITとして上場を視野に入れています。これからはオフィスビルがJ-REITに保有されるのは珍しくなくなり、テナント側もごく普通に受け入れるようになるのではないのでしょうか。

## 不動産投融資手法の多様化



注) が1998年以降に登場した証券化商品。RMBSは住宅ローンの商品化商品、CMBSは商業不動産ローンの証券化商品。SPC出資証券と社債はSPC法に基づく証券化商品。不動産小口化商品は、不動産特定共同事業法施行後のもの。(出所)ニッセイ基礎研究所

## 不動産証券化の基本構造



## 東京証券取引所の上場審査基準の概要

不動産等の比率.....ファンドの運用資産のうち、不動産等の比率が75%以上  
不動産等以外の資産.....不動産等以外の資産が、現金および現金同等物に限られる  
運用資産・投資信託財産の収益性.....運用資産のうち、賃貸事業収入等が現に生じており、1年以内に売却見込がない不動産等の比率が50%以上  
運用会社の適格性.....ファンドの運用を行う投信委託業者または信託会社等が投資信託協会の会員であること  
上場口数.....4,000口以上  
投資主・受益者の分布状況.....上場時までに、大口投資主(投資口数の多い

上位10位)または大口受益者(所有受益権の多い上位10位)が所有する上場投資口または上場投資受益権の口数が75%以下。投資主または受益者の数が1,000人以上

純資産(負債を除いた資産)額.....10億円以上  
総資産額.....50億円以上  
1口当り純資産額.....5万円以上  
払戻し等.....原則として、規約等により投資主の請求による払戻しができないこと(クローズドエンド型)。営業期間または計算期間が6ヵ月以上

(注)「不動産等」には、不動産の他、地上権、不動産の賃借権、これらの信託受益権、不動産匿名組合出資持分、資産流動化法に規定するSPCの優先出資証券、同SPTの受益証券、投信法に規定する不動産投信の受益証券または投資証券などが含まれる。

# 不動産の所有者が魅力を感じる資金調達方法だけに「J-REIT」ビルがあたりまえになるかもしれません。

野村證券株式会社 金融研究所 企業調査部 研究員 塩本淳一 氏



**検証: J-REITビル<賃貸借Q&A>**  
 特集 J-REIT(日本版不動産投資信託)ビルの登場で、オフィスの賃貸借に変化はあるのか?

## 不動産の所有者も投資家も J-REITは歓迎すべき制度

不動産会社やビルオーナーから見たとき、J-REITのシステムは非常に魅力的に映るはずですが、

もちろん、従来のように金融機関から借入を行い、その資金で新規物件を開発する事業は重要ですが、不動産会社がこの方法だけに頼っていると、経営上のリスクが高まってしまいます。

借入、つまり**デット(=負債)**(P12で解説)は一定の金額を金利として支払う契約ですから、これを拡大してしまえば景気や業績の変動があったときに収益の安定性が低下します。経済が右上がりの時代ならともかく、金利というすでに決まった「将来の出費」を多く抱えることは、そのまま経営リスクへとつながるのです。

これに対して**エクイティ(=株式)**(P12で解説)は収益に応じて投資家に利益を還元する方式ですから、業績が悪化したときは支払う必要がなく、絶好の**バッファ(緩衝剤)**になります。

したがって、業績や市況の変動リスクが小さい時代には**デット**、大きい時

代には**エクイティ**を優先するのが経営の常識であり、今日の景気動向を見たとき、新しい**エクイティファイナンス**の手段であるJ-REITの市場が育成される可能性は高いでしょう。

一方、投資家から見たときは、J-REITは魅力的な金融商品でしょうか? これまでの不動産投資と異なり少額である点は大きな**アピールポイント**になるはずですが、実際、米国でも、多くの個人投資家がREITによるファンドを利用しています。

また不動産投資信託は一般の株式と異なり投資対象となる物件がはっきりしていますから安心感があります。たとえば都心の一等地にあるようなビルを運用するREITであれば投資対象としては極めて魅力的でしょう。

さらに不動産投資信託は複数の不動産を対象にしますから、ある一つの不動産においてテナントが退去し収入が減少しても、配当が極端に低下するというリスクも避けられます。少し前に流行ったワンルームマンションへの投資とは、この点が大きく違うのです。

このような条件を考えていくと、今後、不動産の所有者が投資法人を設立し、オフィスビルを中心に物件の所有権を譲渡していく動きは活発になるのではないかと思います。



## J-REITの投資信託委託業者の認可状況

商号	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社	エム・エフ資産運用株式会社 (現在は日本ビルファンドマネジメント株式会社へ変更)	三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社
認可年月日	平成13年3月7日	平成13年3月7日	平成13年4月5日
本店所在地	東京都千代田区丸の内3丁目3番1号	東京都中央区八重洲二丁目7番2号	東京都千代田区紀尾井町4番3号 泉館紀尾井町ビル6階
設立年月日	昭和47年1月11日 (商号変更・定款変更は平成12年10月1日)	平成12年9月19日	平成12年12月8日
資本金	1億3040万円	1億円	5億円
資本構成	三菱地所(株) 83.3% 東京海上火災保険(株) 8.3% 第一生命保険相互会社 8.3% (現在は40% : 30% : 30%へ変更)	三井不動産(株) 100% (資産運用業務を開始するまでに、住友生命金融機関各社の出資を仰ぐ予定)	三菱商事(株) 51% ユービーエス・エイジー 49%
代表者	榎(かけはし)良一	西山晃一	廣本裕一
役員員数	10名	11名	17名
既存業務	なし	なし	なし
営もうとする業務	投資法人資産運用業	投資法人資産運用業	投資法人資産運用業

商号	株式会社東京リアルティ・インベストメント・マネジメント	オリックス・アセットマネジメント株式会社	森トラスト大和不動産投資株式会社
認可年月日	平成13年6月20日	平成13年6月20日	平成13年6月20日
本店所在地	東京都中央区八重洲一丁目9番9号	東京都港区浜松町二丁目4番1号	東京都港区虎ノ門二丁目3番17号
設立年月日	平成12年4月28日	平成12年9月8日	平成12年2月28日
資本金	2億円	1億円	4億円
資本構成	大成建設(株) 50% (将来は、朝日生命、安田生命が1億円ずつ出資して、資本金は4億円になり、出資比率は各社25%)	オリックス(株) 100%	森トラスト(株) 47.5% (株)大和証券グループ本社 42.5% (株)大和証券エスエムビーシー 5.0% 三菱信託銀行(株) 5.0%
代表者	荻原稔弘	広瀬駒雄	五味博司
役員員数	14名	13名	12名
既存業務	なし	なし	なし
営もうとする業務	投資法人資産運用業	投資法人資産運用業	投資法人資産運用業

(出所)金融庁資料に野村証券金融研究所加筆

## J-REITの信頼度は スポンサーの顔ぶれでわかる

テナントサイドから見たとき、従来のような考え方でいけば、ビルの所有者が変わることは不安に感じるかもしれませんが、しかし、J-REITのことをもう少し詳しく調べてみれば、それほど心配しなくていいことがわかるはずですが。

J-REITのシステムは図のようになっており、現在、設立スポンサーとして名前があがっているのは大手の不動産会社を中心とする企業グループ、つまりオフィスビルのオーナーなのです。

そしてスポンサーが投資法人と**投資信託委託会社(運用会社)**(P12で解説)を設立し、形のうえではビルを所有する投資法人が運用会社に業務を発注ようになりますが、実質的にはコントロールするのは設立スポンサーであることがわかるでしょう。つまり、事実上「J-REITは不動産会社の賃貸事業のトラッキングストック(事業部門株)である」と

いえるのです。

したがって、もし入居しているビルの所有者がJ-REITの投資法人に移ったとしても、それは単に名義上の問題にすぎませんし、運用も同じスポンサーの出資する認可法人が行うのですから、テナントとの関係が変わるわけではありません。

もちろん、今後、J-REITの市場が拡大していけば、さまざまな企業が投資法人や投資信託委託会社を設立するかもしれません。しかし、どういった方針でビルの運営を行うかは、スポンサーを見ればわかるのですから、今までのオフィス選びと同じではないでしょうか。

結論をいえば、従来の企業の持ちビルであっても、J-REITビルであっても、テナント側にとってはまったく変わりありません。ただJ-REITの市場が育成され、より多くの資金が不動産に投入されるようになれば市場は活性化しますから、新たな開発プロジェクトが始まる可能性はあるわけで、管理や運営体制のしっかりした「いいオフィスビル」が増えれば、最終的にテナントにとってもメリットは生じるかもしれません。

## J-REITによって賃貸借契約は明確になり、定期借家制度への移行が早まるのでは。

弁護士・ニューヨーク州弁護士 西村総合法律事務所 小澤英明氏



### 不動産流動化に向けての法整備が進みJ-REITが生まれた

バブル経済時期には、不動産を小口化し、流動化するには次の3つの方式がよく用いられました。

#### 1. 任意組合方式

民法の規定によるもので、組合員が出資して不動産を共有し、その中の業務執行組合員(通常は不動産会社)が管理・運営を行う。任意組合に法人格はないので、任意組合に法人税は課されない。

#### 2. 匿名組合方式

商法上の規定によるもので、営業者に不動産を所有させ、営業者が出資者と匿名組合契約を結ぶ。営業者が対外的には所有者であるが損益は匿名組合員に帰属する。

#### 3. 共有持分賃貸方式

不動産会社がオフィスビルなどの共有持分を複数の投資家に売却し、一括して借り上げることで引き続き使用する。

しかしこれらの方法は、いろいろな面で問題がありました。特に不動産特定共同事業法が制定されるまでは、投資家に対する勧誘や不動産の運営管理に多くの問題がありました。そこで、かかるビジネスを行う者を許可制にかかるとして弊害を除去しようとして生れたのが、平成7年に施行された不動産特定共同事業法です。しかし、これは、角を矯めて牛を殺すようなところがあり、タイムリーに不動産を流動化させるには不向きで、その利用は極めて限られてしまいました。出資額も決して一般の投資家が気軽に出せるものではなく、また、これらの投資により投資家が取得する権利の処分も容易ではなく、株式などの有価証券に比べると投資対象としての魅力に欠けていました。一方で、バブル経済崩壊後、不良資産や担保不動産を流動化させる必要性は増々大きくなり、そのための仕組みが求められるようになりました。この求めに応じて制定されたのが、1998年に施行されたいわゆるSPC法(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律)です。

本来、SPCとは特定の目的を果たすだけの会社という意味であり、SPC法におけるSPC、すなわち特定目的会社とは、その一つの形態にすぎません。ところでその特定目的会社は、エクイティである「優先出資証券」、デットである「特定社債」などを発行して資金を集めます。したがって、不動産を持つ企業はSPCを設立し、そこに本社ビルなどを譲渡すれば資産の流動化ができます。

ただ、SPC法は「証券化を利用して早期に不良債権や担保不動産の処理を進めたい」という目的から生まれたため、まず最初に流動化すべき資産があり、これを多数の投資家に投資しやすい方法をつくりあげたにすぎません。つまり、投資家の運用資金を不動産投資のために活用することよりも所有者側の都合が優先されていたため、限界がありました。これに対し、J-REITは不動産をより多くの人の投資の対象とするために生まれた新しい証券化の手段です。2000年11月30日に「投資信託及び投資法人に関する法律」(投信法)が施行されたことで、SPC法の特定目的会社に代わる投資法人設立の動きが本格的になってきました。投信法はもともと「証券投資信託法」として存在していた法律を、1998年に「証券投資信託及び投資法人に関する法律」として、さらに2000年に投信法として改正したといったもので、これにより、不動産への小口投資が可能になったのです。

投信法のもとで設立される投資法人をここではJ-REITと呼んでいるのですが、その最大の特長の一つは、証券取引所に投資口(株式会社の株式に相当するもの)を上場できる可能性があることです。このため不特定多数から多額の資金を集めることが可能で、投資家にとっても魅力的な金融商品になります。したがって、不動産市場そのものが活発化するものと期待されているのです。

### 投資家のチェックを受けるから

#### J-REITビルは安心して入居できる

投信法による投資法人とはどういうものなのか、関連する条文を抜き出してみると表のようになります。(P11下)

これを読むだけでも、かなり厳しいルールに則った法人であることはわかるでしょう。

まず大事な点は、投資法人すなわちJ-REITは投資のための道具であり、「使用人を雇用してはならない」と規定されていることから、投資を行うために必要となるさまざまな行為はアウトソーシングすることが予定されていることです。したがって物件の運用に関わるアセットマネジメントやプロパティマネジメントも外部の会社に行わせなければなりません。

それでは、不動産の所有権が投資法人に移った場合、テナントとの賃貸借契約に影響は出るのでしょうか?

投信法の規定を知らない人がまず心配するのは、「そんなペーパーカンパニーのような会社がビルを持って大丈夫なのか?」という点でしょう。しかし、投資法人すなわちJ-REITはあくまで不動産への投資資金を集めるための手段(箱のようなもの)にすぎませんが、そのためにかかって投資家保護のための制度は整備されており、また、実際の資金運用は委託を受けた専門家がやりますから、通常のペーパーカンパニーとは意味が異なります。むしろ、多くの情報開示を義務づけられ、投資家の厳しい目に晒され、そこで合格しなければ資金を調達できませんから、倒産の可能性はかなり低いといえるでしょう。

賃料については、基本的に市場の相場に合ったものになっていくと思います。また、投資家にとっては将来の配当がJ-REIT株の価値になるのですから、対象となるオフィスビルは長く収益をあげてほしいと願います。そう考えると、「テナントにとって魅力のあるビル=投資家にとっても魅力的な投資対象」となるわけで、ビルの質は高まっていくのではないかと考えられます。

ただテナントと賃貸人の関係が変わってくるとすれば、よりビジネスライクになるのではないのでしょうか。

これまでであれば、「オーナー企業とは古いつきあいだから」という理由で賃料を低くしてもらったり、ビルの使用方法などについても既得権的な優遇をされることがあったかもしれません。しかしJ-REITに組み込まれた不動産ではテナントを不平等に扱うことはできなくなるので、賃料は相場並み、使用規定については明確にルールが決められていくと思います。たとえば原状回復の義務についても明文化されるでしょうね。

ビルが定期借家制度で組み立てられていけば、賃料変動リスクを避けられますから(定期借家以外では、常に賃料減額請求権を行使されるリスクがあります)、そのリスク要因を減価しなくてもすむことになり、ビルの評価が高まると考えられます。従って、J-REITの投資対象ビルは、定期借家契約が指向されると思われます。

## オーナーの経営状況が安定するのでJ-REITはテナントにとっても歓迎すべき。

弁護士 海谷・江口法律事務所 江口正夫氏



### J-REITビルになっても賃貸借契約は変わらない

日本では「不動産」という言葉の重みは非常に強く、オフィスビルなどの所有者が変わることは希で、まさに「不動」の資産だったのです。しかし国の政策として不動産の流動化が進み、その最終形としてのJ-REITの上場が始まれば、ビルオーナーが大手企業から投信法で規定される不動産の投資法人に変わるといことは頻りに起こるかもしれません。

そうなる当然、オフィスを借りている側にとっては不安を感じるケースもあるでしょう。それまでせつかく大手企業の所有するビルに入居していたのに、いつの間にかオーナーが名前も知らない会社になってしまう。オフィス担当者が心配する気持ちもわからないではありません。

しかし結論から言ってしまうと、J-REITの枠組みの中で不動産投資法人が所有するビルと従来のビルとで賃貸借条件が変わることはないでしょう。むしろ、テナント側にとっては安心して入居できる物件といえるかもしれません。

そのことを理解するためには、オフィスを借りる仕組みについて少し考えてみましょう。

賃貸借契約は、ある特定の物件についてテナント(賃借人)と、オーナー(賃貸人)あるいは管理会社とのあいだで結ばれるものであって、簡単に言えば、スペースやオフィスの機能を利用する代わりに賃料を支払うという内容です。したがってオーナーの名義が変わっても物件に関する契約は引き続き有効ですから、急に賃料が上がったりすることはありません。

J-REITへの移行は、あくまで賃貸借契約関係の上部の構造が変わるだけであって、オフィスビルを借りるといふ形態自体に影響があるわけではありません。ですから、これまで通り、新しいオーナーと契約を結ばないのです。

### 信用は企業のネームバリューでなく実績によってチェックする時代

賃貸借契約を結んでいるとき、テナントにとって最大のリスクとはいったい何なのでしょう?

実はそれは一つしかなく、オーナーの倒産なのです。この場合、これまで

の契約は無効になりますので、新しいオーナー(債権者)と交渉することになるのですが、相手が必ずしもオフィスビル運営のプロとは限りませんが、結果として多くのトラブルに巻き込まれる可能性は少なくありません。当然、ビルの管理も疎かになるでしょうから、入居者にとって、オーナーの倒産だけは避けなければならないのです。

そう考えたとき、不動産の投資法人は契約の相手としてむしろ信頼がおけます。そのビルにテナントが入っている限り収入は安定していますし、一般の企業と違って事業内容に制限があるので、賃料として得た資金を他の用途につぎ込んでしまう心配も少ないのです。

単純に考えてみても、たとえば大手町あたりの一等地にビルを持っている投資法人があるとします。オフィスとして人気があり、確実に一流企業が入居する。そうなれば、これほど安定した収益をあげられるケースはないでしょう。つまりそのような投資法人(J-REIT)は文句なく優良企業といえるのです。

しかも新制度によって上場が始まれば、投資法人の経営内容は公開されますから、契約相手としては安心です。どんなビルを持ち、どんなテナントと賃貸借契約を結んでいるかわかるので、オフィス担当者が物件を選ぶときも、経営者を説得しやすいのではないのでしょうか。

これまで日本では、契約相手の企業の経営内容が非常にわかりにくかったため、財閥系などのネームバリューを信頼度と解釈してつきあう傾向がありました。つまり「歴史もあるし、大きい会社だから安心だろう」という判断をしたわけです。

しかし景気動向が不透明になってきたことで、あらゆる契約において、取引先の実状を正しく知り、相手を選ぶ必要が生じてきました。

そう考えたとき、契約相手のネームバリューではなく、その経営実績や所有する資産などをチェックし、判断しなければならぬJ-REITの誕生は、まさに今の時代の流れを象徴する出来事の一つなのかもしれません。

本記事を作成するにあたり、次の書籍やレポートを資料として参考にさせていただきました。

「不動産金融ビジネスのしくみ」井出保夫(フォレスト出版)

「不動産投信のすべてがわかる本」大森正薫(日本法令)

「日本版不動産投資信託(J-REIT)投資ハンドブック」(野村證券)



検証: J-REITビル<賃貸借Q&A>  
特集 J-REIT(日本版不動産投資信託)ビルの登場で、オフィスの賃貸借に変化はあるのか?

### 投資法人に関する条文

- ・投資法人は、設立の登記をすることで成立する(74条)。
- ・登記所には投資法人登記簿が備えらる(176条)。
- ・投資口の譲渡には制限を付することはできない(78条2項)。
- ・投資口に投資する者は投資主と呼ばれ、投資口の移転は投資証券を交付して行わなければならない(78条4項)。
- ・投資口の移転を投資法人に対抗するためには、投資主名簿に記載が必要(79条)。
- ・投資法人が本店以外の営業所を設けてはならず使用人を雇用してはならない(63条2項)。
- ・投資法人の設立時の出資額は1億円以上であることを要する(68条2項)。
- ・以後、最低限の純資産額5000万円を維持しなければならない(67条4項)。
- ・投資法人は、資産運用以外の行為を営業として行うことはできない(63条1項)。
- ・投資法人は、資産運用ができるが(193条)、内閣総理大臣の登録を受ける必要がある(187条)。
- ・特定資産については資産運用取引の内容が一応制限されている(193条)。
- ・特定資産とは、投信法で「主として有価証券、不動産その他の投資で投資を容易にすることが必要である」として政令で定められたものである(2条1項)。

# 検証: J-REITビル<賃貸借Q&A>

特集

J-REIT(日本版不動産投資信託)ビルの登場で、オフィスの賃貸借に変化はあるのか?

## J-REITの基礎知識

### 1 なぜ不動産の証券化が望まれているのか?

不動産は物件一つあたりの価格が高いため、投資できるのも金融機関や大手企業などに限られていました。したがってビルオーナーは手持ちの資産をもとに資金調達を行うには、これまではそれを担保にした借入しか方法がなかったのです。

しかしそれでは、現在のように金融機関が不動産への融資に消極的になる

と資金が得られなくなり、新たな開発事業などに投資することが難しくなります。

一方で日本は世界でも有数の貯蓄大国であり、もし、個人が持っている金融資産を、証券化を通じて不動産市場に活用することができれば、新たな商業不動産の供給が生まれ、不動産市場の活性化、ひいては経済の活性化につながるものと期待されたのです。

## J-REITの基礎知識

### 2 米国に続き日本でも多様化してきた不動産投資形態

米国では早くから不動産を証券化し、小口資金を市場に誘導してきました。その一つが約40年前にスタートしたREITで、2度のクラッシュを経て、90年代には急成長して高い人気を誇り、不動産市場への潤沢な資金供給を支えたのです。その後、REITの株価は下がりましたが、景気が停滞気味になったことで、安定したインカムゲインが期待できるREITへの関心が再び高まっています。

一方、日本では、98年のSPC法、2000年のJ-REIT解禁により、いよいよ、多数の個人投資家がオフィスビルなど優良不動産に投資できる制度が整ったのです。

米国では早くから不動産を証券化し、小口資金を市場に誘導してきました。その一つが約40年前にスタートしたREITで、2度のクラッシュを経て、90年代には急成長して高い人気を誇り、不動産市場への潤沢な資金供給を支えたのです。その後、REITの株価は下がりましたが、景気が停滞気味になったことで、安定したインカムゲインが期待できるREITへの関心が再び高まっています。

一方、日本では、98年のSPC法、2000年のJ-REIT解禁により、いよいよ、多数の個人投資家がオフィスビルなど優良不動産に投資できる制度が整ったのです。

## J-REITの基礎知識

### 3 オフィスの賃貸マーケットに影響はあるのか?

J-REITやSPCを活用したスキームでは、貸主であるオーナーが替わることになりますが、テナントとの賃貸借契約に直接的な影響はないといえます。しかし、市場全体をみれば、次のような変化が生じる可能性はありそうです。

#### 1. 優良なオフィスビルの供給が増える

多数の投資家の資金を運用するJ-REITは、優良な不動産を適正な価格でファンドに組入れ、適切な運営で市場価値を維持していくことになります。そのため、優良なオフィスビルへの需要が高まりますから、新たな開発を促進したり、リニューアルや建替えによって優良なビルの供給が増えたと期待できます。

#### 2. 賃貸借契約がより透明になる

証券化された不動産に投資する側から見れば、テナントとの契約内容は非常

に重要な判断材料になりますから、相場と明らかに乖離した賃料を定めていたり、社撰な内容の契約は敬遠されるでしょう。したがって、賃料にしてもオフィスの使用規定にしても、契約書に明文化された内容が守られるようになり、テナントとの関係はより透明なものになるはずです。

#### 3. 定期借家権による賃貸借への移行

投資家は商業不動産におけるテナントとの契約について、入退去におけるトラブルは避けたいと考えるでしょうし、またできれば長期にわたって安定した賃料収入を望みます。したがって、今後は日本でも、定期借家権によるオフィスの賃貸借契約という形態が増えるものとみられています。

## Keyword

### J-REIT(日本版不動産投資信託)

不動産を主な運用対象とする投資信託のこと。信託勘定を使う契約型投資信託と、投資法人が運用する会社型投資信託があり、これらを総称してJ-REITという。現在、上場が予定されているのは、すべて会社型投信である。

### 投資法人

会社型投資信託の仕組みをつくるための便宜上の会社で、株式の代わりに投資口(投資証券)を発行して投資主から出資を受ける。資産運用を投資信託委託業者に委託するだけでなく、資産の保管や一般事務も外部に委託することが義務づけられている。

### ファンド(fund)

特定の目的のためにプールされた資金のこと。

### SPC(Special Purpose Company)

狭義では資産流動化法における特定目的会社であり、資産や財産(不動産だけでなく指名金銭債権、信託受益権なども含む)を流動化する目的で設立される法人。原保有者(オリジネーター)から特定資産の譲渡を受け、資産対応証券を発行して投資家からの出資を募る。資産対応証券には、優先出資証券、特定社債券、特定約束手形などがある。

### 資産流動化スキームと資産運用型スキーム

資産流動化スキームは最初にオフィスビルなどの大口資産があり、それを小口化して投資家から資金を集めるもの。資産運用型スキームは資産運用のプロであるファンドマネージャーが投資家から出資を募り、その資金(ファンド)を優良なオフィスビルなどに投資することで運用する。つまり前者が大きなケーキをひとり分ずつに切り分けて販売するのに対し、後者は先に購入者から材料費を預かり、それでケーキをつくって分配するシステムに近い。

### エクイティ(equity)とデット(debt)

簡単にいえば、エクイティが自己資金、デットが借金のこと。個人で住宅を買うケースでは、頭金がエクイティ、ローンがデット。企業の資金調達においては株式を発行して集めた資金がエクイティ、社債分や金融機関からの借入金がデットになる。

### 投資信託委託会社

投信法によって規定された不動産投資信託の運用専用会社。投資法人の利益のために忠実に業務を行うことが義務づけられており、証券会社や宅建業者、金融機関などの利害関係人の利益を図るために投資法人の利益を害する行為は規制されている。