

不動産の証券化に伴い信託財産となっている土地の取得について

濱田 翔平¹・深田 上²

¹九州地方整備局 佐賀国道事務所 用地第一課 (〒849-0924 佐賀県佐賀市新中町5-10)

²九州地方整備局 熊本復興事務所 用地課 (〒869-1404 熊本県阿蘇郡南阿蘇村大字河陽3574)

道路拡幅事業に伴い不動産が証券化され、信託財産となっている物流施設敷地を用地買収した事を通じ、不動産の証券化や信託の仕組みとその背景、契約・登記の流れ、留意点等を紹介する。

キーワード：証券化、企業価値、信託、税の軽減、信託受益権譲渡と信託解約

1. はじめに

一般国道3号の道路拡幅事業に伴い関東を中心とする都市圏に複数の物流施設を保有する物流施設開発・リース会社（以下、C社という）の前面駐車場敷地部分が事業用地となりました。登記簿を取得したところ、信託財産となっており不動産が証券化される過程のなかで権利関係がかなり複雑になっていましたが、各関係者と協議調整のうえ用地取得することができました。

そこで、当該土地の権利関係を説明しながら、なぜ不動産を証券化し、信託財産とするのかを明らかにしてその背景を理解して頂くと同時に、契約に至る過程とその登記手法、実務上の留意点等を紹介します。

2. 本事例の現状と権利関係

当該土地は約16,000㎡の敷地にS造2階建 延床面積約18,000㎡の物流施設が建築され、テナントと思われる大手運送会社が賃貸借していました。取得した

登記簿謄本によると、2016年3月に前所有者よりC社が土地の所有権を取得後、造成したうえで物流施設を建築し、2018年4月に信託銀行（以下、A信託銀行という）を所有者とする信託財産としてA信託銀行名義に土地・建物が所有権移転され、C社は財産を信託した代わりに信託財産から得られる利益を受け取る権利（信託受益権）を有する受益者となっていました。

また、同日付けで受け取った信託受益権をC社が設立した投資法人（以下、C投資法人という）へ譲渡したうえで、所有者のA信託銀行と不動産の管理・運用契約（プロパティマネジメント契約）を締結されていました。

以上が登記簿記載事項の概要であります。登記簿記載事項だけでは権利関係を把握しかねるためC社へ聞き取りしたところ、図-2のような権利関係となっていました。

（権利関係を2018年4月以前と以後に分け、下記のとおり図-1・図-2を図示します。）

C社の担当者からの聞き取りでは、C社が子会社として設立したC投資法人は、法人としての器（ペーパーカンパニー）だけであること、不動産収入を担保にした資産証券をJ-REIT市場を通じて小口販売し出資者から資金調達した事、C投資法人は器のみであるため実際の運用はアセットマネージャー（資産運用会社）であるB社が指示・運用していることがわかりました。図-1、図-2を見比べると2018年4月以前と以後でC社とテナントとの関係は変わっていないのに、なぜこのような複雑な権利関係にしたのか、そもそも不動産の証券化とはどのようなものが理解できず、C社の担当者にも聞いて見たが、不動産の管理をしているだけで詳細はわからないようだったので、調べてみる事にしました。

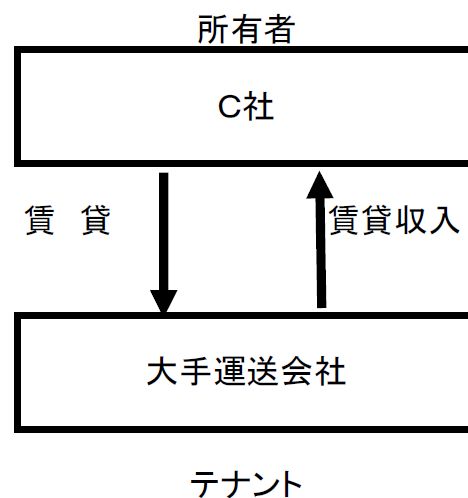


図-1 (2018年4月以前)

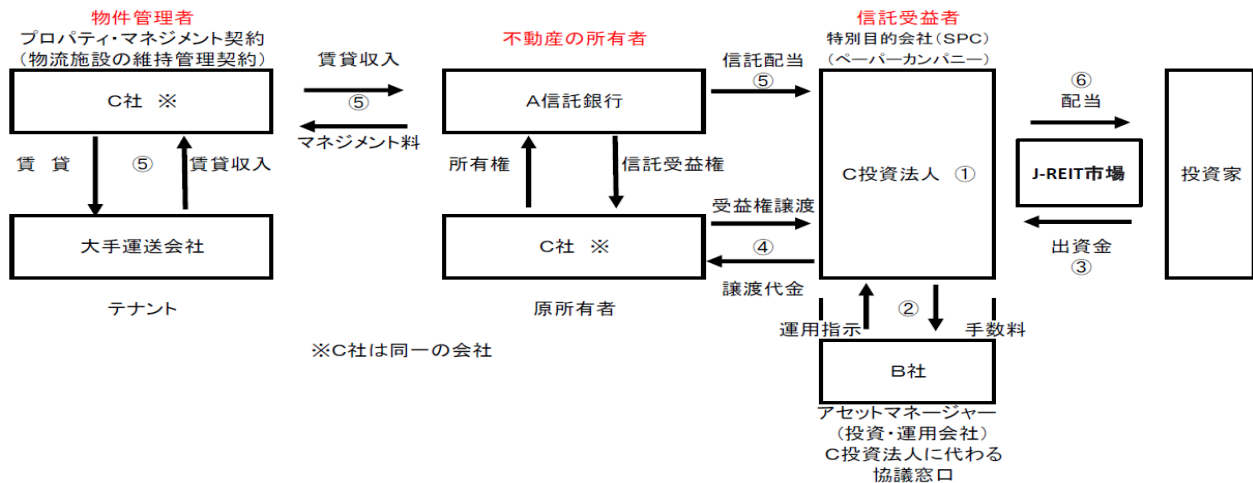


図-2 (2018年4月以降)

3. 不動産の証券化について

(1) 不動産の証券化とは？

証券化とは不動産である土地やビルなど、そのままでは切り売りできないような資産価値のあるものを担保に小口の有価証券にして資金を集める事を指します。テナントビルで言えば、入居するテナントから入ってくる家賃収入を担保にその家賃収入の一部をもらう権利を小口証券として販売、投資家はその証券を購入することにより資金調達する。また、家賃収入に限らずローンの債権等、不動産が生み出す収益であれば何でも証券化することが可能です。ちなみに皆さんがご存じの「フラット35」は、民間銀行と住宅金融支援機構が証券化の仕組みを利用して作った住宅ローンです。フラット35のローン債権は証券化されて投資家に譲渡されているのでローンで支払ったお金の大部分は、銀行ではなく証券を購入した投資家の手に渡っています。今回のケースでは図-2のとおり、テナントである大手運送会社から得られた賃貸収入は手数料等の経費を差し引き、残りをC投資法人を通じて投資家に配当として渡しています。

(2) 証券化の目的

ではなぜわざわざこのような複雑なルートを作って証券化するのか理由を述べてみます。

a) 低コストでの資金調達

C社は、冒頭でも記載したとおり関東圏を中心に複数(30棟を超える)の物流施設をリースしていますが、1施設あたりの資産価額は20億円から、大きい施設では100億円を超える施設を管理しています。開発にあたっては資金が必要になりますが、金融機関から借りるとなると借入金額が大きいため金利がかなり負担となります。しかし、証券化においては、資産自体が持つ価値(C社の場合であれば物流施設から発生する賃料収入の収益力)の信用力を背景に投資家から資金を調達するので、土地に抵当権を設定して銀行からの借り入れするこ

とに比べて低コストとなるという利点があります。

b) 企業価値を高める

昔のバブルの頃であれば、自己所有地に自社ビルを建ててたくさん不動産を持っている事は信頼の証でしたが、現在においては不動産のような資産はリスクと捉えられています。決算にあたり時価会計制度が導入されているため、不動産については常に最新の価格で会社の財産を表記しなければなりません。土地価格が下落基調の昨今では不動産が会社の保有資産を下げるリスクとなっている訳です。C社において言えば、全ての物流施設の総資産額は約1000億円となっています。自己資産であれば貸借対照表上かなりの部分を不動産が占め、その不動産の変動リスクに晒されます。また、仮に経営が傾いて一部の物流施設を売却する判断をしても、20億円から30億円する施設をすぐには買える企業は早々に現れるはずはなく、切羽つまって二束三文で売り払う可能性が高い訳です。

そこで貸借対照表から不動産をはずす(証券化して資産を譲渡して現金に換える)事により、換えた現金で負債を返済したり、次の物流施設の開発資金にまわせば、不動産が大部分を占めるリスクの大きい財務体質が改善され、企業価値が高まることとなります。

このように資金調達・財務体質の改善・企業価値の向上を目的に不動産の証券化がなされています。

次に証券化の過程を見ていきます。

(3) 証券化における過程

(図-2 ①) 特別目的会社の設立

証券化するためには、はじめに原所有者(C社)が、資産の運用をするためだけに作られた特別な会社(特別目的会社:C投資法人)を設立します。なぜこのような法人を設立するのかというと、資産を保有する(C社)から資産を切り離す必要があるからです。万が一、C社が倒産した場合C社の資産は差し押さえられ、その賃料収入も破たん処理をする管財人に渡ってしまい投資家の利益が保護されないからです。倒産から隔離するためにペーパーカンパニーを作る訳です。

(図-2 ②) アセットマネジメント契約

特別目的会社は器のみであるため、実際に運用する会社（アセットマネージャー：B社）と指示・運用のための契約をします。

(図-2 ③) J-REIT市場にて公募

アセットマネージャーがJ-REIT市場にて小口証券化して公募し、個人投資家等から資金調達をします。

(図-2 ④) 資産の譲渡契約を締結する。

調達した資金を元に資産（今回のケースでは信託受益権）を譲渡し、原所有者（C社）へ譲渡代金を払います。

(図-2 ⑤) 投資法人は信託の受託者を通じてテナントの賃料収入を得る。

(図-2 ⑥) 投資法人は投資家に配当を支払う。

以上が証券化における流れであります。不動産を直接譲渡の方がシンプルであるのになぜ信託受益権を譲渡しているのかがわかりません。次に証券化の中で信託が利用される理由を説明していきます。

4. 信託について

(1) 信託とは何か？

信託とは土地や建物など保有している資産の所有権を移して、その管理・運用、処分を他人に任せることをいいます。言わば、他人を信頼して託すという事です。その代わりに所有者は他人に信託して所有権を移す事と引き換えに「信託受益権」という財産から得られる利益を受け取る権利をもらいます。

たまにテレビ等で話題となる「投資信託」も投資資金を金融機関等に任せて利益を受け取るという意味で信託の一部です。

ここで図-2に戻って見ていただきたいのですが、C社はA信託銀行を相手方として信託契約を結んでいるものの、同時に不動産の管理・運用契約（プロパティマネジメント契約）をしており、信託されたA信託銀行は、受託者として管理・運用する立場であるものの実質的にはC社が管理・運用しています。当該土地の登記簿に記載されている信託条項においても、

「二 信託不動産の管理および運用

2. 受託者は信託不動産管理・運用業務を、プロパティ・マネージャーに委託することとし、受託者は、信託不動産管理・運用業務を自らの判断で行ってはならない。」

と明記されています。プロパティマネージャーとはC社です。

C社が自ら管理するのになぜ、わざわざ手数料を払って信託契約を結ぶのか、そもそも信託の目的を果たしていない点が疑問です。そこで信託されている理由について調べてみました。

(2) 証券化の過程において信託を利用する理由

不動産証券化で信託が利用される最も大きな理由は税制上優位だからです。不動産を原所有者（C社）から特別目的会社（C投資法人）へ移す際には不動産取得税が、登記をする際には登録免許税がかかります。

不動産取得税は、土地で現在1.5%（3%×軽減1/2）、建物では4%かかります。

ちなみに今回用地買収対象となった物流施設の評価額土地7億円+建物25億円 計32億円の土地・建物をイ→ロ→ハと所有が変わる想定で計算すると、不動産取得税及び登録免許税は、次の図のようになります。

現物不動産		
税の種類	不動産取得税	登録免許税
信託契約時		
イ→ロ	土地: 7億円 × 1.5% = 1050万円 建物: 25億円 × 4% = 1億円	土地: 7億円 × 1.5% = 1050万円 建物: 25億円 × 2% = 5000万円
ロ→ハ	土地: 7億円 × 1.5% = 1050万円 建物: 25億円 × 4% = 1億円	土地: 7億円 × 1.5% = 1050万円 建物: 25億円 × 2% = 5000万円
信託終了時		
小計	2億2100万円	1億2100万円
合計	3億4200万円	

信 託		
税の種類	不動産取得税	登録免許税
信託契約時		土地: 7億円 × 0.3% = 2100万円 建物: 25億円 × 0.4% = 1000万円
イ→ロ	¥0-	土地: 1筆 ¥1000 建物: 1個 ¥1000
ロ→ハ	¥0-	土地: 1筆 ¥1000 建物: 1個 ¥1000
信託終了時	土地: 7億円 × 1.5% = 1050万円 建物: 25億円 × 4% = 1億円	土地: 7億円 × 1.5% = 1050万円 建物: 25億円 × 2% = 5000万円
小計	1億1050万円	9150.4万円
合計	2億1000.4万円	

図-3 イ→ロ→ハの順で不動産が売買または信託した場合における税の比較

現物不動産と信託不動産で不動産取得税+登録免許税の合計で1億3200万円の差が生じ、信託の方が税額が少ない事がわかります。

また、イ→ロ→ハと所有が移っていけばいくほど、売買と信託では、信託の方が税額が少なくなる事がわかります。信託は終了時に税が掛かりますが、現物不動産の売買と比べると設立時及び運用中はコストが少なく済みます。

このような税制上の優位性があるために形式的に信託の形を取っている事がわかりました。

以上、証券化及び信託財産とした目的についてまとめると、

—不動産の証券化の目的—

- 低コストでの資金調達
- 不動産リスクを減らし、現金に換えることにより財務体質の改善と企業価値の向上を図る

—信託財産にする目的—

・税コストの削減を図る

以上のような理由により、近年証券化が広がっていることが背景にある事がわかりました。

次に実際に用地協議の経緯を振り返り、道路用地の取得契約に至る過程と契約・登記の流れ・留意事項について述べていきたいと思います。

5. 契約に至る過程

(1) 協議の相手方について

用地調査段階までは物件を管理しているC社と連絡を取り合っておりましたが、正式に用地協議を行うにあたり信託の内容を改めて把握し、誰と協議するべきか検討しました。

登記簿に記載されている信託条項には、

「二、信託不動産の管理および運用

1. 受益者（C投資法人）は、信託不動産の管理及び運用について、受託者（A信託銀行）に対し、随時指図を行うものとし、受託者は本信託契約に別途定める場合を除き、当該指図のみに基づいて信託不動産の管理及び運用を行うものとする。」

と記載があり、また、

「三、信託不動産の処分

受託者は、受益者から売却の指図があったときは、受益者が指定する第三者に対して、受益者の指定する条件及び価格で、信託不動産を売却する。」

と記載がありました。

よって信託の性質上、所有権は受託者であるA信託銀行に移転しているものの、信託条項を読む限り実質的には受益者の指図がないと売却できない事がわかりますので実質的な協議相手方は受益者であるC投資法人と判断しました。ただし、C投資法人はペーパーカンパニーであるため、実際の協議はアセットマネージャーであるB社との協議となります。

よって、C投資法人（B社）と協議しつつ、契約内容がある程度合意に達した時点で、契約手続きについて所有権をもっている受託者（A信託銀行）とも併行して協議することとしました。また、今回の用地取得に伴う物件は駐車場敷地にある附帯工作物ですが、信託不動産がどの範囲まで含むのかについては信託条項の「本信託は、信託不動産（本信託契約に記載された土地及び建物（建物に付属する工作物を含む）・・・）」

とありますので、附帯工作物も含めて信託不動産である事がわかりました。土地と附帯工作物共にC投資法人を協議の相手方としつつ、移転作業に関しては信託不動産の管理・運用契約（プロパティマネジメント契約）に基づき管理しているC社と調整を図りました。

(2) 契約のあり方

ある程度協議が進み契約が整いつつある段階で、契約の流れについてB社と協議しました。当所としてはシンプルに所有権を持っている受託者（A信託銀行）と土地売買契約することで、所有権が移転できると考えていましたが、A信託銀行から土地売買契約は出来ないという回答がありました。理由は宅建業法40条に基づいて最低2年の契約不適合責任（旧 瑕疵担保責任）が発生するというのが理由でした。

具体には、買主には「契約不適合責任」という引き渡された目的物が契約の内容と適合しない時は売主に対して修補や代替物の引き渡し、不足分の引き渡し等の請求することができ（民法562条1項）、その請求期限は買主が不適合を知った時から1年以内（民法566条）とされています。知った時から1年以内となると売主としては半永久的に責任を負うことにも成りかねないため、契約書の中で契約不適合責任を負う期限を設ける事となるのですが、その期限が2年を下回れないと宅建業法40条に書いてあるため、A信託銀行はその責任が負えないという事です。

※宅建業法第40条（担保責任についての特約の制限）

宅地建物取引業者は、自ら売主となる宅地又は建物の売買契約において、その目的物が種類又は品質に関して契約の内容に適合しない場合におけるその不適合を担保すべき責任に関し、民法（明治29年法律第89号）第566条に規定する期間についてその目的物の引渡しの日から2年以上となる特約をする場合を除き、同条に規定するものより買主に不利となる特約をしてはならない。2 前項の規定に反する特約は、無効とする。

土地の取得に伴い契約不適合責任が発生する原因として考えられるのは、土壌汚染や地下から廃棄物が見つかる等ですが、当該土地はC社が田地を造成して物流施設を建築しているため土壌汚染や廃棄物が埋没している事は考えづらく、B社からA信託銀行へ実際に契約不適合責任が発生する可能性はほとんどない旨を伝えましたが、法的理論的に責任を負うことになるという事で了解は頂けませんでした。また、どうしても土地売買契約しなければならない場合には、C投資法人との間で締結している現在の信託契約報酬を最低100万円以上は増額してほしいとの要求もあり、C投資法人及び国としてもその負担は出来ないという事で断念しました。

そこで、信託不動産から現物不動産へ戻す方法としてどのような方法があるのか調べたところ、一般的には3つ方法があることがわかりました。

1. 登記名義人である信託銀行が売主として売却する。
2. 売主側で信託契約を解除して現物不動産にしたうえで、売却する。
3. 信託受益権のまま売買し、売買と同時に信託契約を解約して現物不動産に戻す。

1については既にA信託銀行から宅建業法40条により契約できないと言われ断念しているため、残りの2つの方法について検討することとしました。

2をもう少し詳しく説明すると、信託財産となっているA信託銀行名義土地の事業用地部分を分筆後、信託解約してC投資法人名義へ変更した後に、C投資法人与自然地売買契約をするというものです。

ここで問題となるのは、特別目的会社（C投資法人）は原所有者から倒産隔離して投資家からの資産を守る事に特化された特別な会社であるため、権限が制限され、現物不動産を取り扱えない場合があることです。

そこで、C投資法人の法人登記簿を確認しました。C投資法人は投信法に基づく投資法人だと書かれており、信託受益権以外に不動産も法人活動の対象となっていました。B社にも確認したところ、投信法に基づく投資法人は投信法に定められている特定資産（不動産・賃借権・有価証券・再生可能エネルギー発電設備・・・等）であれば大丈夫だと回答をもらいました。

※特別目的会社によっては、現物不動産が扱えないものもあり土地売買契約すると、違法となるので必ず権限を確認する必要があります。

そこで、C投資法人を契約の相手方とする検討に入りましたが、A信託銀行からC投資法人へ信託解約して所有権を戻す際には、登録免許税と不動産取得税がかかります。計算したところ、不動産取得税と登録免許税だけでも150万円以上C投資法人に負担が発生し、さらに分筆登記費用も掛かります。また、事業用地部分の分筆登記をC投資法人の申請で行うことは好ましくないため、2の方法も断念致しました。

よって最後の**3. 信託受益権のまま売買し、売買と同時に信託契約を解約して現物不動産に戻す。**という方法で処理をすることとなりました。

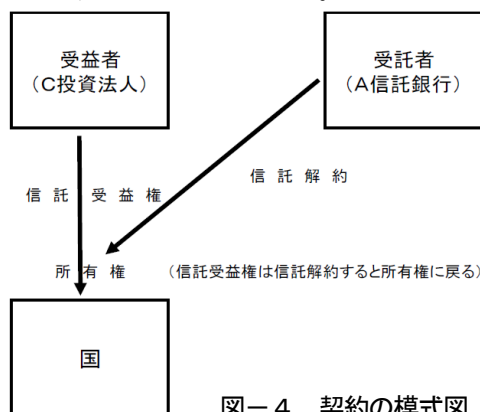


図-4 契約の模式図

3は、信託受益権譲渡契約と同時に信託一部解約契約を締結することで、信託受益権を所有権に戻し、所有権を取得する方法です。念のため当所より3の方法で契約することは可能かC投資法人及びA信託銀行に打診したところ、3の方法であればコストも少なく可能だという回答を頂き、契約に向けて協議を進めることとなりました。

次に具体的な契約・登記の流れについて説明します。

6. 契約と登記の流れ

(1) 契約の流れ

- ① **信託一部変更契約締結（C投資法人 - A信託銀行）**
不動産管理処分信託契約一部解約合意書の締結にあたり、信託契約を交わした当時と現在で異なる事項、信託受益権譲渡契約を交わすにあたっての追加事項等について事前に変更をする。
- ② **元本譲渡承諾依頼書送付（C投資法人・国 → A信託銀行）**
受託者に対し信託受益権の譲渡契約を予定しているので承諾するよう依頼する。
- ③ **元本譲渡承諾書の受領（A信託銀行 → C投資法人・国）**
信託受益権の譲渡契約の承諾書を受領する。
- ④ **信託受益権譲渡契約（国 - C投資法人）**
道路事業用地部分の信託受益権を譲受ける。
- ⑤ **不動産管理処分信託契約一部解約合意書の締結（C投資法人 - 国 - A信託銀行）**
譲り受けた道路用地部分の信託受益権解約をする。
- ⑥ **財産受領書の提出（国 → A信託銀行）**
不動産管理処分信託契約一部解約合意書に基づき財産を受領した旨の書類です。
上記①から⑥を同日付けで行い、所有権を取得することとなります。

ところで、事前に元本譲渡の承諾依頼を受託者に行う理由ですが、これは信託受益権の譲渡は譲渡人が受託者に通知し、受託者が承諾しなければ、受託者その他の第三者に対抗することができないからです。また、この通知・承諾は確定日付のある証書でなければなりません。（信託法94条）

※確定日付：契約日を勝手に遡りすることを防止するため公証人が契約日にて契約が有効に成立した事を証明する日付。

(2) 物件の移転契約について

信託受益権譲渡に伴う物件移転に関する契約書の締結（国 - A信託銀行）

物件の所有権は、登記簿添付の信託条項において建物に付随する工作物も信託不動産となっていたので、受託者であるA信託銀行と物件移転契約を別途結ぶ必要がありますが、土地に関しては信託受益権譲渡契約と信託一部解約合意書となるので、契約書の中に物件を盛り込む事が出来ませんでした。よって別途、地方整備局用地事務取扱細則第55条3項に基づく局長承認をもらい、「信託受益権譲渡に伴う物件移転に関する契約書」を作成のうえ契約を交わしました。条文の内容は、標準の

「権利消滅に関する契約書」をベースに一部条文を変更して作成しました。

補償金の支払いについてですが、受託者は所有権を持っているとはいえ、あくまでも信託財産を預かっているのみですので、物件移転料は全額受益者であるC投資法人に委任払いし、物件移転の作業は不動産管理・運用契約（プロパティマネジメント契約）を受託者と結んでいるC社と調整しました。

ちなみに委任払いすると税控除上、問題が発生しますが、C投資法人は、証券化に伴い利益の90%以上を投資家へ還元しており法人税が非課税となっていますので、税控除上の問題は発生しませんでした。

(3) 登記の流れ

続いて登記の流れを説明します。

① 分筆登記（国の代位登記）

道路用地部分を分筆する。

登記の目的 分筆

登記原因 令和〇年〇月〇日 信託財産引継

添付書類は、通常の分筆登記と変わりません。

② 受益者変更登記（C投資法人→国） （受託者による単独申請：受託者が応じない場合を除き代位権限はありません）

信託受益権の譲渡契約を根拠に受託者より受益者変更登記の申請をしてもらいます。

登記の目的 受益者変更

登記原因 令和〇年〇月〇日 売買

添付書類：登記原因証明情報を受託者に提出（受益者変更の事実を証明したもの）

③ 所有権移転及び信託抹消登記

受益権変更が終わった後、所有権移転と同時に信託抹消登記を行います。

登記の目的 所有権移転及び信託抹消

登記原因 令和〇年〇月〇日 信託引継

添付書類：登記原因証明情報（所有権移転・信託解約の事実を証明したもの）・印鑑証明

以上が登記の流れと必要書類となります。最後に留意事項について述べたいと思います。

7. 留意事項について

(1) 不動産管理処分信託契約一部解約合意書について

不動産管理処分信託契約一部解約合意書については、信託銀行の標準様式がありますが、今回の道路用地の取得と照らし合わせて契約内容がそぐわない部分があるので条文を変更する必要があります。

具体には信託受益権の譲渡にあたり通常ならば配当が貰える権利がある訳ですが、契約書上放棄しています。また、契約において発生する道路用地部分の土地におけ

る公租公課に関しては、協議のうえ譲受人（国）から譲渡人（C投資法人）に変更してもらいました。登記に関しても通常は信託銀行側で登記して相手方へ引き渡す事となっていたのですが、国で登記する旨の条文に書き換えています。

(2) 確定日付について

コメントは既にしておりますが、受益権譲渡契約に先立って元本譲渡承諾書もらうにあたり、C投資法人側で確定日付を公証人から取りに行っていますが、これで契約日が確定しますので、確実に契約可能かどうか判断のうえ日付けを決める必要があります。

(3) 消費税相当額の補償について

建物・工作物移転料の消費税相当額の補償にあたっては、所有者であるA信託銀行ではなく、受益者であるC投資法人の消費税確定申告書で判断する必要があります。理由は所有者として信託財産を管理している受託者は、あくまでも財産を預かっているのみで、利益を受けているわけではないからです。よって課税事業者は受益している受益者となりますので、成果品作成にあたって留意する必要があります。（消費税法第14条第1項）※消費税法第14条 信託の受益者（受益者としての権利を現に有するものに限る。）は当該信託の信託財産に属する資産を有するものとみなし、かつ、当該信託財産に係る資産等取引（資産の譲渡等、課税仕入れ及び課税貨物の保税地域からの引取りをいう。以下この項及び次条第一項において同じ。）は当該受益者の資産等取引とみなして、この法律の規定を適用する。

8. おわりに

証券化の流れは、2019年度時点の実態調査で東京が全体の半数を占めており、福岡は全体の3%程度となっているものの都市部を中心に今後は少しずつ広がっていくものと思われます。今回初めて証券化され信託財産となっている土地の取得に携わり暗中模索の中、何とか用地取得できましたが、本稿の報告が今後の用地取得取得の一助になれば幸いです。

また、今回の用地取得にあたり登記資料等を提供いただいた北九州国道事務所のご担当の方々にこの場を借りてお礼申し上げます。

参考文献

- 1) 株式会社日本経済研究所「不動産証券化に関する基礎知識」
- 2) 大和ハウス工業株式会社「今さら聞けない不動産証券化」
- 3) 信託登記実務研究会「第三版 信託登記の実務」
- 4) 日本法令不動産登記研究会「わかりやすい信託登記の手続き」
- 5) 国土交通省「令和元年度 不動産証券化の実態調査」