

不動産証券化ジャーナル

共に市場を創る

私募リート profile

58 CREインダストリアルアセット投資法人 1

Practical Study & Research

第70回 新リース会計基準と CRE
～不動産の借手・テナント企業への影響～ 2

株式会社ザイマックス総研 代表取締役社長
中山 善夫
株式会社ザイマックス総研 主任研究員
大西 順一郎

資産運用の最新トレンドと課題

第30回 AI (Artificial Intelligence) と資産運用 13

株式会社ニッセイ基礎研究所 常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長
徳島 勝幸

不動産証券化 30 年を振り返り

第10回 悲哀 証券化人生の岐路 17

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
不動産グループ シニア・アドバイザー
土岐 好隆

データセンター開発・運営プロジェクトの
ストラクチャリングに関する法的留意点 20

長島・大野・常松法律事務所 弁護士
齋藤 理
長島・大野・常松法律事務所 弁護士
洞口 信一郎
長島・大野・常松法律事務所 弁護士
渡邊 啓久

書評 「基礎からわかる 不動産信託受益権取引の実務」 31

CREインダストリアルアセット投資法人

運用会社名	ストラテジック・パートナーズ株式会社
運用担当者	取締役 私募リート投資運用部長 永井 勇己
運用開始年月	2024年6月5日
資産規模 (取得価格ベース)	約100億円
運用資産種別	産業用不動産



1 CREインダストリアルアセット投資法人の運用方針

本投資法人は、中小型倉庫を中心とする産業用不動産に集中投資する本邦初(当社調べ)の私募リートである。日本の物流不動産分野で60年以上の実績を有し、幅広いテナントネットワークに強みを持つ物流不動産に特化した不動産会社である株式会社シーアールイー(以下、CRE)をスポンサーとし、2024年6月5日に運用を開始した。投資対象資産は、CREが特に強みを有する延床面積5,000㎡未満の中小型倉庫、投資対象エリアは、4大都市圏(首都圏、近畿圏、東海圏、福岡圏)が70%以上、その他が30%以下と定めている。資産規模約100億円で運用を開始したが、ポートフォリオのバランスに配慮しつつ、3~5年後を目途に300億円規模への成長を目指している。

2 CREインダストリアルアセット投資法人の強み

前述のとおり、スポンサーは前身からの60年におよぶ業歴から得た物流不動産の管理運営の知見・ノウハウがあるCREである。本投資法人が保有する物件はすべてスポンサーであるCREと10年間のマスターリース契約を締結済みで、安定性の高いポートフォリオが実現できたことが最大の強みである。物件供給が少ないとされる中小型倉庫マーケットにおいて、CREの実績

を最大限活用し、物件取得のタイミングの時間的な分散を図りながら、安定的な外部成長の実現を目指すとともに、エンドテナントによる賃料が改善した場合は、スポンサーとの間で、合理的な範囲でマスターリース賃料の増額交渉を行い、NOI向上を目指していく。

3 私募リート市場/不動産投資市場の拡大に必要なこと

本投資法人が運用を開始する数ヶ月前に日銀がマイナス金利政策を解除、その後、2回の利上げを行い、日本経済は「金利のない世界」から「金利のある世界」に移行しつつある。私募REITが最初に組成されたのは2010年11月であり、全銘柄とも「金利のある世界」は初めての経験となる。今のところ不動産投資市場にも不動産取引市場にも大きな影響はないと考えているが、両市場とも、投資家の動向や不動産の需給バランス、建築費の高騰、賃料動向など、先行きに対する不透明感は強いように感じる。経済動向に細心の注意を払うことはもちろんのことであるが、投資家の投資収益を最大化できるよう、各投資法人が掲げる外部成長戦略、内部成長戦略を推進しつつ、私募REIT市場全体で機動的な対策を行う必要がある場合は、各社一丸となって取り組み、市場拡大に努めていくことが肝要と考える。

第70回

新リース会計基準とCRE

～不動産の借手・テナント企業への影響～



中山 善夫

株式会社ザイマックス総研
代表取締役社長
(ARES マスター M0600051)



大西 順一郎

株式会社ザイマックス総研
主任研究員

1. はじめに

2027年4月1日以降開始する事業年度から、新リース会計基準が適用される。この基準では、借手のリース取引の原則すべてを貸借対照表に計上することが求められるため、企業の財務諸表に大きな影響を与える。不動産賃貸借契約もリース取引として識別されることから、小売業、物流業、不動産業をはじめとした幅広い産業の企業で、賃貸借契約の一元管理化、システム化などの新リース会計基準対応が始まっている。一連の対応を通じて、賃貸借契約情報が整備され、経営指標への影響額が可視化されるなか、テナント企業の賃貸借に関する意思決定および行動が変化する可能性がある。不動産賃貸借における企業の行動変容は、不動産投資に新しいリスクと機会をもたらす。本稿では、新リース会計基準の適用について不動産の借手の視点で影響について整理を行い、新リース会計基準適用によるテナント企業の意思決定および行動の変化について考察する。また、リース

期間の参考情報として実際の契約データから分析した平均入居期間について報告する。

2. 新リース会計基準の概要

新リース会計基準は、借手のリース取引に関する財務報告を抜本的に見直し、リース取引を貸借対照表に計上することを原則としている。これにより、「オペレーティングリース」と「ファイナンスリース」の区分は撤廃され、原則すべてのリース取引がオンバランス化される【図表1】。

【図表1】新リース会計基準によるオンバランス

現行基準		新基準	
貸借対照表		貸借対照表	
資産	負債	資産	負債
	リース債務		リース負債
リース資産	純資産	使用権資産	純資産
オペレーティングリース取引はリース資産・リース債務に計上せず		計上	

リース取引の定義

新基準においては、契約書に「リース」という言葉が含まれているか否かにかかわらず、以下の両条件を満たした場合リース取引として扱われる。

①使用対象の資産が特定されていること、②特定資産の使用を支配する権利が一定期間にわたり借手に移転していること。不動産賃貸借契約もリース取引として認識されるため、オフィスビルや店舗、倉庫などの契約が大きな影響を受ける。

計上の変更

新基準では、従来のオペレーティングリースが原則すべて貸借対照表に計上されるため、企業の財務諸表に大きな変化をもたらす。具体的には、資産の部には「使用権資産」として計上され、負債の部には「リース負債」として計上される。この変更により、リース契約が企業の総資産や負債比率に与える影響が顕在化し、経営指標にも変化をもたらす(3-2参照)。

対象となる企業

新基準は、金融商品取引法の適用会社や会計監査人設置会社を主な対象とする。これには上場企業や大会社(資本金5億円以上または負債総額200億円以上)が含まれる。特に多くの店舗を賃借する小売業や、倉庫や輸送車両をリースする物流業、長期賃貸契約が多いホテル業など、幅広い業種で影響が予想される。

基準改正の背景

この改正は、国際会計基準(IFRS第16号)および米国会計基準(ASC Topic 842)に整合的に進められた。IFRSでは、2016年に第16号が公表され、すべてのリース取引のオンバランス化が義務付けられた。一方、日本でもこれに準じた基準を適用

することで、国際的な整合性を確保し、グローバル市場での透明性を向上させることが目的とされている。

新基準は、会計処理や財務報告の透明性向上という目的を達成する一方で、企業にとってはリース契約の精査や会計処理の見直し、リースの管理体制の構築、社内の契約管理プロセスの整備といった負担が生じることになる。

3. 借手企業への影響

3.1 会計処理への影響

新リース会計基準の適用により、借手はリース契約に基づき「リース負債」と「使用権資産」を計上し、それらに関連する複雑な会計処理を行うことが求められる。以下に、新基準がもたらす主な会計処理の変更点を解説する。

リース負債と使用権資産の算定

新基準では、リース開始日時点で、企業は「リース負債」と「使用権資産」を算定して貸借対照表に計上する必要がある。

リース負債は、将来のリース支払額を現在価値に割引して計算される【図表2】。割引率としては、貸手の提示する利率が使用されるが、これが不明な場合、借手の借入利率を用いてよいとしている。借手の借入利率は、企業の信用リスクや市場金利が影響するため、合理的な計算が求められる。

使用権資産は、リース負債に前払リース料、初期直接コスト、解約や復旧義務が発生する場合の費用を加えて算定される。この計算プロセスでは、契約内容や条件を詳細に精査する必要があり、多数のリース契約を持つ企業では管理負担が増加する。

使用権資産の償却

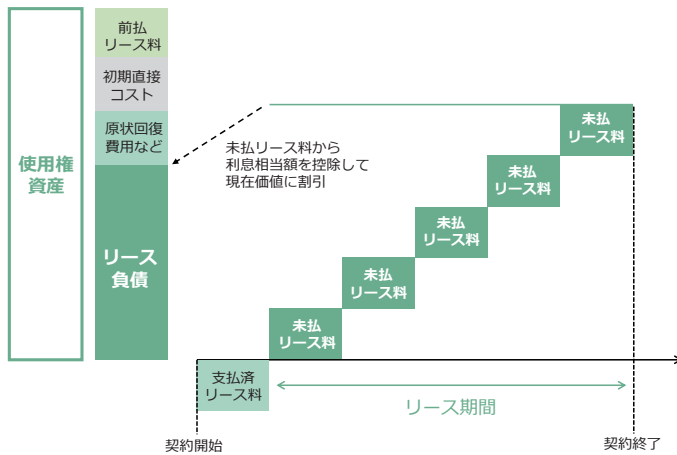
使用権資産は減価償却資産として扱われ、リース期間にわたって償却される。償却の方法と期間は、契約条件や資産の使用形態に応じて設定される。

所有権が借手に移転する場合、リース期間では

なく資産の経済的使用可能予測期間に基づいて償却する。所有権が移転しない場合、リース期間終了時点で資産の残存価額がゼロとなるように償却を行う【図表3】。

このように、資産の性質やリース条件に応じて異なる計算が必要となり、特に複数のリース契約を管理する企業では償却計算の負担が増加する。

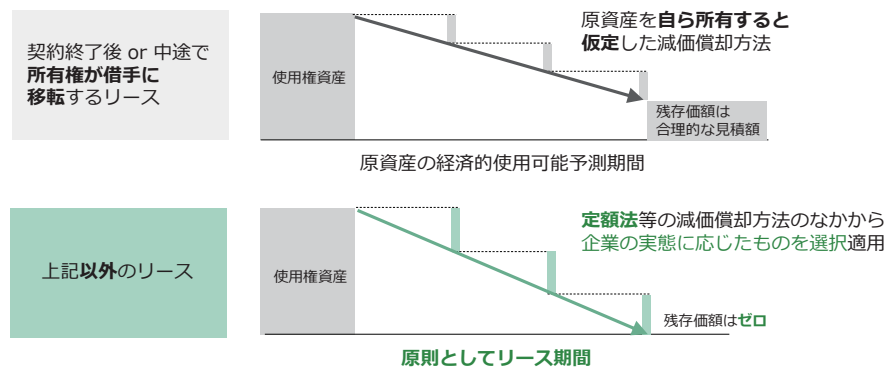
【図表2】リース負債と使用権資産の算定方法



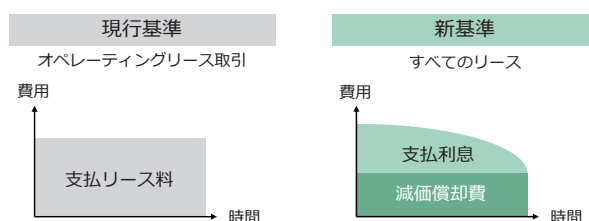
リース負債と支払利息の処理

企業が支払うリース料は、元本部分と利息部分に分けて計上する必要があります。リース期間の経過にともなって、元本部分は減価償却費として、利息部分は支払利息として損益計算書に計上する【図表4】。減価償却が進むごとにリース負債の元本は減少し、支払利息は減少するため、リース期間の初期には利息費用が多く計上され、期間の後半に向けて減少する構造が生じる。

【図表3】使用権資産の償却



【図表4】リース負債と支払利息



リース期間の設定

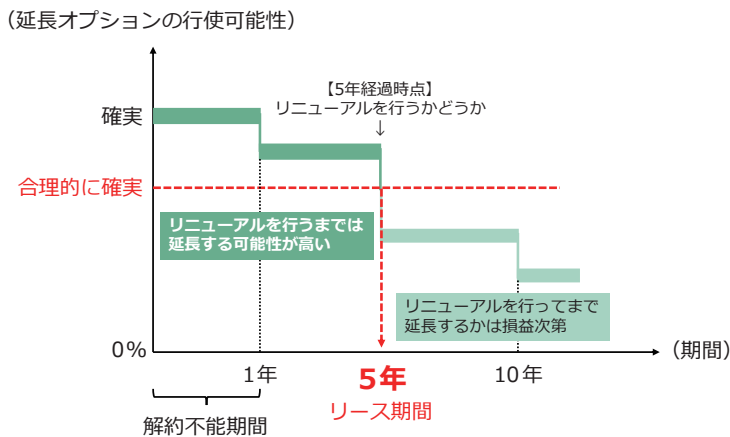
リース負債および使用权資産の金額を設定する際には、リース期間を適切に設定することが重要になる。契約期間に加え、延長オプションや解約オプションの条件を考慮し、合理的に確実にされる期間を設定する必要がある【図表5】。延長オプションが行使される可能性が高い場合、その期間をリース期間に含め、解約オプションが行使される可能性が高い場合、リース期間を短縮する。さらに、契約変更が生じた場合にはリース期間の再評価が必要となり、継続的なモニタリングが求められる。

この判断には、リース資産の物理的使用可能期間や事業内容に照らした原資産の重要性、契約履行の経済的インセンティブ、過去の契約実績などを総合的に考慮する必要がある。日本の不動産賃貸借契約は2年程度の短い契約期間と自動更新条項を設定していることが多く、将来の入居期間を事前に見積もることが難しい。入居期間の目安となる指標については本稿の5章にまとめて分析したので、参照されたい。

短期リースと少額リースの特例

例外規定として、短期リースと少額リースは貸借対照表に計上せず、期間費用として処理することが認められている。

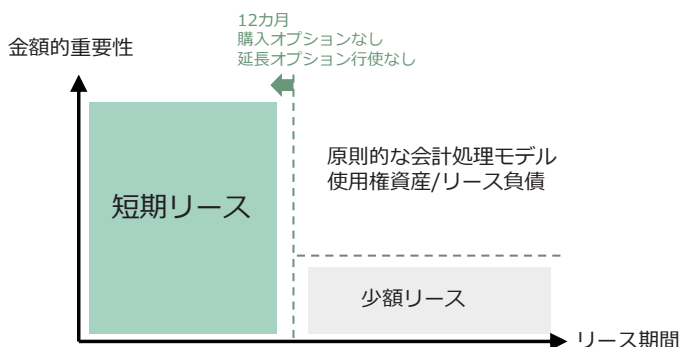
【図表5】リース期間の考え方(5年でリニューアする店舗の場合)



短期リースは、契約期間が12カ月以内で、延長オプションが合理的に確実ではない場合等を指す。一方、少額リースとは、契約金額が一定以下の重要性が低いリース(例：小型IT機器や家具など)を指す【図表6】。

特例を適用することで会計処理の負担を軽減できるが、適用には契約内容の分類や事前評価が必要であり、監査対応にあたっては、特例適用に関して、文書を用いた合理的な説明が求められる。

【図表6】短期リースと少額リース



会計システムと

業務プロセスへの影響

新基準に対応するため、企業は会計システムの更新や管理プロセスの見直しが必要となる。特に、リース契約の条件や変更

内容を正確に記録し、計算の基礎データを整備することが求められる。そのための対応策として、ITシステムの導入や専門知識を持つ人材の確保が対応策として挙げられる。

新リース会計基準は、企業にとって会計処理の複雑化を招くとともに、契約管理やシステム対応の負担を増加させる。企業はこれらの課題に対応するため、契約内容の精査、システム導入、専門人材の育成を進める必要がある。特に多拠点展開やグローバル事業を行う企業では、リース契約を一元化できる体制が鍵となるだろう。

3-2. 財務諸表と経営指標への影響

新リース会計基準の適用により、企業の財務諸表は大きく変化する。リース契約が貸借対照表に計上されることで、総資産や負債の増加が顕在化し、主要な財務指標にも影響を及ぼすことが予想される。以下では、財務諸表上の変化と、それが経営指標にどのような影響を与えるかを具体的に解説する。

貸借対照表

新基準では、リース契約に基づいて借手は「使用権資産」と「リース負債」を貸借対照表に計上する。使用権資産は資産の部に有形固定資産として分類される。一方、リース負債は負債の部に計上され、支払予定のリース料の現在価値に基づいて評価される。この結果、総資産が増加し、企業の財務指標が変化する。

損益計算書

従来、賃借料として販管費に計上

されていたオペレーティングリースにかかるリース費用は、使用権資産に対する減価償却費、リース負債に対する利息費用に分けて処理される【図表7】。この変更により、損益計算書上の費用配分が変わり、収益の変動が発生する可能性がある。小売業や物流業などでは、多数の店舗や施設をリースしているため、減価償却費と利息費用の変動が利益率に直接影響を及ぼす。

キャッシュフロー計算書

新基準では、リース料のうち、支払利息は営業キャッシュフローもしくは財務キャッシュフローに、リース負債の元本返済部分は財務キャッシュフローに計上される【図表8】。このため、営業キャッシュフローが増加し、財務キャッシュフ

【図表7】 損益計算書への影響

	現行基準		新基準
販管費			
減価償却費	—	増加	77
賃借料	100	減少	—
営業利益			
営業外費用			
支払利息	—	増加	39

数値例：年間リース料100、リース期間10年、金利5%の場合の1年目の処理を想定
 現行基準：賃借料100
 新基準：支払利息39、リース返済額61、減価償却費77

【図表8】 キャッシュフロー計算書への影響

	現行基準		新基準
営業キャッシュフロー			
税引前当期利益	△100		—
減価償却費の調整	—		77
支払利息の支払	—		△39
営業CF計	△100	増加	38
財務キャッシュフロー			
リース負債/債務の返済	—		△61
財務CF計	—	減少	△61

数値例：年間リース料100、リース期間10年、金利5%の場合の1年目の処理を想定
 現行基準：賃借料100
 新基準：支払利息39、リース返済額61、減価償却費77

ローが減少する傾向が生じる。この構造的変化により、キャッシュフロー計算書の見目が改善する一方で、財務活動の負担が増加する。

3.3 経営指標への影響

新リース会計基準の導入は、財務諸表上の見目を大きく変え、いくつかの代表的な経営指標にも多大な影響を及ぼす。小売業では、多店舗展開によるリース負債の増加が財務指標に直結し、出店戦略が変化し不採算店舗の閉鎖が加速する可能性がある。また、物流業など倉庫や輸送車両のリース契約が多い業界では、負債比率の増加が顕著となる。企業はこれらの変化を適切に分析し、財務戦略や資本政策の見直しを行う必要がある。投資家や金融機関に対しても、新基準の影響を丁寧に説明し、透明性を高めることが重要となる。

ROA

総資産が増加することで、ROA（総資産利益率）が低下する可能性がある。特に、不動産や設備を大量にリースしている企業ではこの影響が顕著となる。ROAが低下すると、資産効率が低い企業とみなされ、投資家や金融機関からの評価に悪影響を及ぼすことがある。

自己資本比率

総資産に対する自己資本の割合を示す自己資本比率も低下する。この結果、借入依存度が高いとみなされる可能性があるため、財務健全性を維持するための資本政策が求められる。

EBITDA

EBITDA（税引前当期純利益+特別損益+支払利息+減価償却費）は、減価償却費と利息費用が増加することで改善する可能性が高い。これによ

り、企業の収益力が向上してみえる場合がある。

4. 借手企業の行動変化

4-1. 拠点戦略の変化

新リース会計基準の導入によりリース契約が貸借対照表に計上されることで、従来の賃借を基盤としたモデルの経済性が変わり、オフィスや店舗などの拠点確保における考え方や方法にも変化が生じる。以下では、新基準が与える拠点戦略への具体的な影響について整理する。

賃借と購入の差異の縮小

従来、賃借はオンバランス化されないことが財務面での利点とされてきた。しかし、新基準ではリース負債と使用権資産がオンバランス化されるため、賃借と購入のバランスシート上の差異が小さくなる。また、賃借しても減価償却費や支払利息が発生するため、物件を借入金で購入した場合と比べるとPL上でも金額的な差異が小さくなる。

このため、拠点となる不動産の調達時には、所有リスクを考慮したうえで賃借と購入のいずれが最適かを検討する必要がある。特に、多店舗展開する小売業では、店舗規模や立地条件を見直し、購入か賃借の選択を戦略的に行うことが求められる。

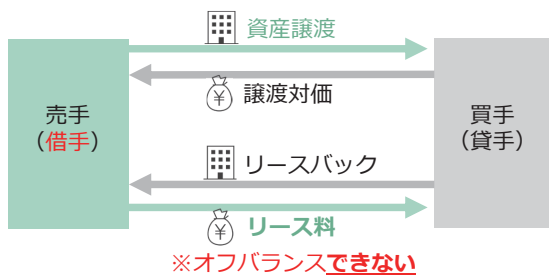
セールアンドリースバック取引の見直し

セールアンドリースバックは、企業が保有する不動産を売却し、売却先と賃貸借契約を結ぶことで資金調達を行う手法である。従来の基準では、売却により固定資産を減少させ、賃借料を費用計上することで、バランスシートを軽くするメリットがあった。

しかし、新基準ではこの取引もオンバランス

化されるため、財務指標の改善効果が減少する【図表9】。SPCを活用した取引にも影響がある。特に物流施設や商業施設で広く用いられてきた不動産流動化スキームにおいても、賃借する場合はリース負債と使用権資産を計上する必要があり、メリットが制限される。ただし、価格変動リスクの回避や資金調達手段としての有効性は引き続き存在する。

【図表9】 セールアンドリースバック



賃借以外の契約形態の活用

企業は、リース契約による財務影響を軽減するため、新しい契約形態を模索するようになり、短期利用や必要なときだけスペースを確保するシェアリングサービスがさらに拡大すると予測される。これらのシェアリングサービスはオンラインプラットフォームを通じて提供されており、企業は必要な時に必要な分のスペースを利用できる。

シェアオフィスは、企業が固定の占有スペースを必要とせず、短期契約や利用実態に応じた料金設定が可能な柔軟な契約形態を提供する。これらの契約は、前述の例外規定に加え、リース契約ではなくサービス契約として扱われることがあるため、オンバランス化を避けることができる場合がある。シェアオフィスサービスは、コロナ禍を経て広く浸透し、期間限定のプロジェクト拠点、従業員の居住地近くのリモートワークスペース、出社帰帰にともない不足がみられる会議室など、

様々な利用シーンに対応する形で展開されている。物流施設においても、季節性のある商品やスポット的なキャンペーン用商品を保管するため、未使用の物流倉庫や空きスペースを他の企業と共有する倉庫シェアリングの利用が増加すると予測される。

一方で、賃借による負債計上を避けるため、高額な資産を長期で利用する際は購入を選択する動きも増加すると予測される。これにより、不動産購入の需要が一部で増加する可能性がある。

新リース会計基準の導入は、企業の拠点戦略に再考を迫るきっかけとなる。賃借、購入の選択が重要性を増すとともに、短期リースやシェアリングサービスなどの柔軟な契約形態が市場での存在感を増す。企業は、リース契約の経済性や財務への影響を総合的に評価し、新たな拠点戦略を構築する必要がある。

4-2. 組織体制の変化

新リース会計基準の導入では、リース契約の内容を精査し、貸借対照表への計上や事業への影響を適切に把握することが求められる。しかし、多くの企業では、不動産やリース契約に関する情報や権限は各事業、総務部門、経理部門、経営戦略部門などに分散しており、統合的な管理がなされていない。その結果、財務報告や戦略立案の精度が低下し、業務の非効率を招く可能性がある。

このような企業における不動産情報と体制の問題は、かつて2000年代から2010年代にかけて盛んに議論されたCRE（企業不動産）戦略でも指摘されていた。CRE戦略は「企業価値向上の観点から、経営戦略的視点に立って、見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこうという考え方」（国土交通省「CRE戦略実践のためのガイドライン（2010改訂版）」より）であり、CRE戦

略の推進にあたっては「連結グループ企業内の不動産情報を一元的に把握したうえで、不動産への投資判断等の業務を集中的に推進」する全社横断型のマネジメント組織の設置を推奨している。

新リース会計基準の対象は直接的には賃貸借不動産であるが、4-1で指摘したように企業の拠点戦略が購入やシェアなど賃借以外の選択肢に今後広がる可能性がある。保有と賃借含めたCRE戦略推進のための体制整備のポイントは、新リース会計基準対応と共通点が多く、参考になると考えられる【図表10】。

具体的には、以下のようなCRE体制の取組みが新リース会計の対応にも有用である。

まず、統括部門の設置である。不動産関連業務を統括する専門部門を設置し、リース契約や不動産資産に関する情報を一元管理する。これにより、契約内容の把握や更新、財務報告への反映が迅速かつ正確に行える。

次に、契約管理システムの導入である。リース契約や不動産ポートフォリオの情報をデジタル化し、一元管理するITシステムを導入する。これにより、契約条件の追跡や変更の影響分析が効率化される。また、監査対応のために契約内容や会計処理の根拠を文書化する機能も必要となる。

続いて、専門知識の活用も重要である。社内に専門知識を持つ人材を育成するとともに、外部のCREサービスプロバイダーと連携する。CREサービスプロバイダーは、不動産ポートフォリオの分析、契約の最適化、資産の売却や購入のサポートなど、多岐にわたる機能を提供する。

そして、戦略的な意思決定の支援である。賃借と購入の選択、短期リースの利用、拠点の配置などに関して、財務的および経営戦略的な観点から意思決定を支援する仕組みを整備する。リース負債の影響を最小限に抑えつつ、事業運営の柔軟性を確保することが重要となる。

CRE体制の整備により、次のメリットが期待できる。まず、不採算のリース契約や過剰なスペースの削減により、財務の健全性を向上させることができる。次に、戦略的な資産活用が可能となる。不動産を単なるコスト要素ではなく、事業運営を支える重要な資産として位置付け、収益向上に寄与させる。最後に、透明性の向上が期待できる。リース契約の状況や財務への影響を適切に把握し、投資家や金融機関への説明責任を果たすことができるようになる。

【図表10】新リース会計基準対応とCRE体制整備の共通点

新リース会計基準の対応の流れ		CRE体制の整備の流れ
<ul style="list-style-type: none"> 企業経営・財務指標への影響 リース契約の分散・膨大な実務 	課題	<ul style="list-style-type: none"> 場当たりの企業価値向上につながらない 属人的対応 分散的な情報管理（物理・契約）
<ul style="list-style-type: none"> 現場への勉強会・契約書の収集 リース契約の洗い出し 	現状把握	<ul style="list-style-type: none"> 全社横断のCRE管理組織の整備 CRE情報の棚卸・情報システムの導入
<ul style="list-style-type: none"> 影響額の概算 会計処理・開示方法：識別・期間 	対応方針	<ul style="list-style-type: none"> ポジショニング分析 CRE最適化シミュレーション 財務影響分析：BS、PL、キャッシュフロー
<ul style="list-style-type: none"> 業務プロセス整理・処理マニュアル システム設計・データ移行 更新対応・リース契約の見直し 	導入・運用	<ul style="list-style-type: none"> CRE最適化プログラム実行：継続使用、購入、売却 モニタリング・予実分析

5. 入居期間分析

使用権資産およびリース負債の金額は、リース料にリース期間を乗じた額をもとに算定されるため、リース期間の設定次第で計上額が大きく変わる。また、リース期間の設定に際しては、リース資産の物理的使用可能期間や原資産の重要性、過去の契約実績などを総合的に考慮する必要がある(3.1参照)。しかし、日本の不動産賃貸借契約は2年程度の短い契約期間と自動更新条項を設定していることが多く、将来の入居期間を事前に見積もることが難しい。多くの企業にとって適切なリース期間を判断することは容易ではない。

そこで、不動産賃貸借契約のリース期間を設定する目安として、ザイマックスグループが運営管理する物件での実際の賃貸借契約データを基に「平均入居期間」を推定した。その際、入居期間はアセットタイプや契約形態によっても異なることを考慮し、①普通賃貸借オフィス、②定期賃貸借オフィス、③ショッピングセンター店舗、④ビル低層階店舗という4つのタイプに分けて推定を行った。

なお、本分析は、多数の契約データに基づき平均的な入居期間を推定したものであるが、すべてのケースで適用可能とは限らない。実際の事例に基づいた一般的なリース期間の目安として本分析結果を利用いただければ幸いである。

データと分析方法

本分析では、ザイマックスが運営管理を受託している全国の不動産に入居実績がある8,856テナントの賃貸借契約データを使用した(概要は末尾の「分析概要」を参照)。

手順としては、まず、各テナントの入居期間を、物件との最初の賃貸借契約の開始日から契約終了日までの期間として定義した。次に、入居年数ご

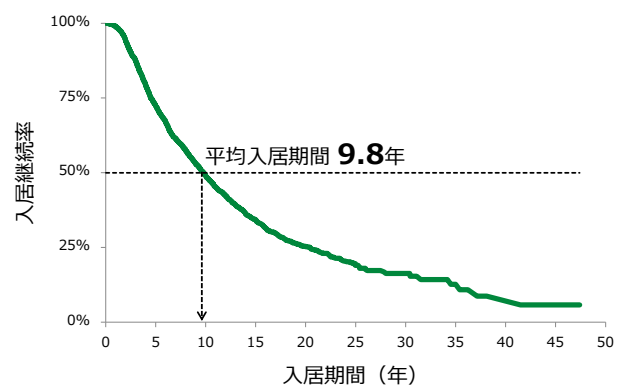
とに退去するテナントの割合(退去発生率)を算出し、退去発生率を積み重ねて入居継続率曲線を推定した。そして、ちょうど半数のテナントが退去するまでの期間を平均的な入居期間とした。なお、新リース会計基準適用によるオンバランスの対象とならない12カ月以内の短期リースの契約データについては、分析対象から除いている。

この手法は「生存時間分析」と呼ばれ、医学分野で薬品や治療の効果を評価する際にも使用される分析方法である(生存期間中央値など)。本分析では、この手法を応用し、不動産賃貸借契約における入居期間の特徴を定量的に捉えた。詳細な手法についてはザイマックス総研が2014年、2018年に分析したレポート(リンクを末尾の「参考文献」に掲載)を参照されたい。

普通賃貸借オフィス

普通賃貸借契約でオフィスに入居しているテナントの平均入居期間は9.8年であった【図表11】。入居継続率曲線は入居年数の経過にともないだらかに減少を続け、特定の入居年数において退去が多く発生する様子は観察されない。この結果は、普通賃貸借契約では契約期間は定められているものの、期間終了後は自動更新され、一定の予告期間を設ければいつでも解約できることを反映している。

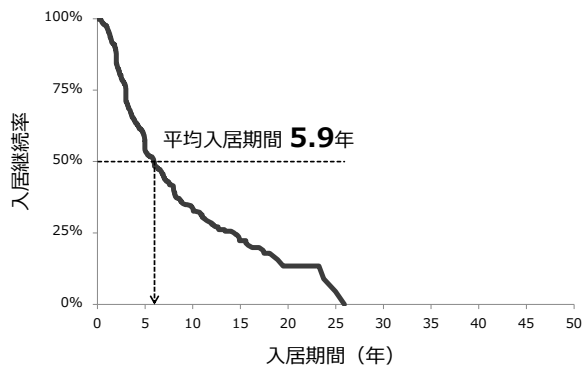
【図表11】普通賃貸借オフィスの入居継続率曲線と平均入居期間



定期賃貸借オフィス

定期賃貸借契約の場合、平均入居期間は5.9年であった【図表12】。入居継続率曲線をみると、普通賃貸借に比べ傾きが急であり、特に、入居5年付近で入居継続率の低下が大きい。これは、定期賃貸借契約が契約期間満了後に自動更新されず、貸主借主双方の合意がなければ終了するという特徴を反映している。また、25年で途絶えているように見えるのは、定期賃貸借が2001年借地借家法改正により施行された比較的历史が浅い制度であることが背景にある。

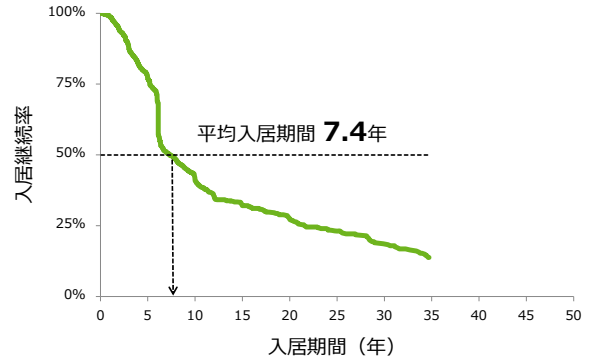
【図表12】定期賃貸借オフィスの入居継続率曲線と平均入居期間



商業施設店舗

商業施設の店舗テナントの平均入居期間は7.4年であった【図表13】。入居6年近くで大きな段が見られ、約15%のテナントが退去している。商業施設の所有者・デベロッパーは施設の資産価値を維持向上させるため、初回の契約期間が満了となる6年目のタイミングで施設のリニューアルを行うことが多い。この結果は、商業施設がリニューアルに際して定期的にテナントを入れ替える戦略をとっていることを反映している。

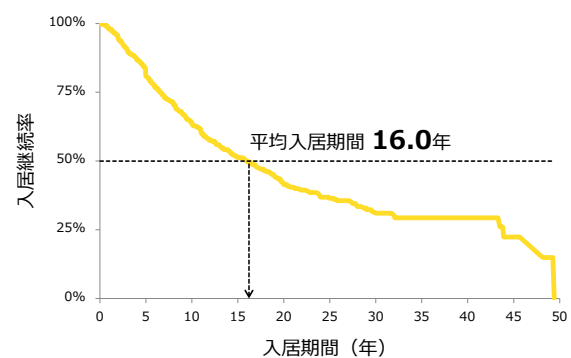
【図表13】商業施設の店舗の入居継続率曲線と平均入居期間



ビル低層階店舗

オフィスビルの低層階に入居する店舗テナントの平均入居期間は16.0年と、他のタイプに比べて非常に長い結果となった【図表14】。商業施設と異なり定期的なテナント入れ替えがないため、安定的な入居が続く傾向がある。什器や設備の耐用年数により5年程度で退去するテナントも存在するが、全体としては長期にわたり継続的な入居が見られる。

【図表14】ビル低層階店舗の入居継続率曲線と平均入居期間



6. おわりに

今回の新リース会計基準の適用により、不動産の貸手側には大きな変更がないため、不動産投資プレーヤーへの直接的な影響は限定的と考えられる。しかし、不動産の借手であるテナント企業に

としては、新たな業務負担が発生すると同時に、不動産賃借が企業経営に及ぼす影響が可視化され、不動産に関する意思決定や行動の変化を促す可能性がある。例えば、グループ全体の視点でリース契約を見直し、賃料や契約期間について貸主と交渉するケースや、退去を検討するケースが増えることが予想される。一方で、重要な拠点については、賃借から取得へと切り替えるニーズが生じる可能性もある。また、リース計上の対象とならない拠点利用サービスが台頭し、従来の賃借需要

を一部代替することも考えられる。

新リース会計基準は、不動産賃貸借における借手企業の判断基準や行動の変化を通じて、賃料収入を基盤とする不動産収益事業に影響を与え、不動産投資に新たなリスクと機会をもたらす可能性がある。不動産投資プレイヤーは、幅広い視点を持ち、企業の動向やニーズの変化を見極めながら、これらのリスクと機会に対応していく必要がある。

調査概要

分析対象	ザイマックスが運営管理するオフィスビルおよび商業施設に入居実績がある事業所・店舗の賃貸借契約
集計期間	2008年1月～2024年12月
調査地域	オフィス：東京23区、商業施設：日本全国
データ数	普通借オフィス：4048、定借オフィス：723、商業施設店舗：2484 ビル低層階店舗：1601（オフィスビルの利用者のために入居する店舗を指し、高層階に入居するものも含む）
分析手法	カプラン・マイヤー法

参考文献

- 企業会計基準委員会、「リースに関する会計基準の適用指針」, 2024-9-13, https://www.asb-j.jp/wp-content/uploads/sites/4/lease_20240913_04.pdf (参照2025.1.14)
- 企業会計基準委員会、「リースに関する会計基準の適用指針」(設例), 2024-9-13, https://www.asb-j.jp/wp-content/uploads/sites/4/lease_2023_06.pdf (参照2025.1.14)
- 企業会計基準委員会、「リース会計基準の解説」, 2024-11, https://www.asb-j.jp/wp-content/uploads/sites/4/2024_11_seminar.pdf (参照2025.1.20)
- ザイマックス総研, オフィスビルのテナントはどれくらい入居し続けるか?, 2014-5-16, https://soken.xymax.co.jp/2014/05/26/140526-how_long_will_the_office_tenant_continue_to_stay/ (参照2025.1.16)
- ザイマックス総研, (2014), テナントは何年入居し続けるか?～カプラン・マイヤー法を用いたオフィス平均入居期間分析の紹介～, ARES不動産証券化ジャーナル vol.20, pp.75-82 <https://soken.xymax.co.jp/results/pdf/201408.pdf> (参照2025.2.3)
- ザイマックス総研, ショッピングセンターのテナントはどれくらい入居し続けるか?, 2016-3-23, https://soken.xymax.co.jp/2016/03/23/1603-how_long_will_the_retail_tenant_continue_to_stay/ (参照2025.1.16)
- ザイマックス総研, 東京23区オフィステナントの入居期間分析(2018年), 2018-12-7, https://soken.xymax.co.jp/2018/12/07/1812-how_long_will_the_office_tenant_continue_to_stay/ (参照2025.1.16)
- ザイマックス総研, 新リース会計とCRE, 2025-2-17, <https://soken.xymax.co.jp/2025/02/17/2502-lease1> (参照2025.2.17)

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、CRE、FRICS、MAI、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「103 不動産投資の基礎」及び「201 不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。からくさ不動産みらい塾塾頭。

おおにし じゅんいちろう

2002年ザイマックス入社。2009年よりマーケティング部（現ザイマックス総研）でオフィス市場分析、国内外の大学との共同研究、不動産所有者向け情報誌・セミナーの企画運営などを担当。2018年より現職。不動産市場のダイナミズム、環境不動産の経済性、指標開発に関する研究を担当。不動産証券化マスター養成講座テキスト「103 不動産投資の基礎」"第V部 ESG と不動産投資"を執筆担当。東京工業大学工学部土木工学科卒業。麗澤大学都市不動産科学研究センター客員研究員。

第30回

AI (Artificial Intelligence) と
資産運用

徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所
常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. 資産運用の高度化とAI

資産運用の高度化というテーマは、資産運用立国実現プランなどでも求められており、古くは公的年金の積立金運用においても主張されてきた。従来のような伝統的資産と呼ばれる株式や債券を購入して保有しておくだけでなく、その他の非伝統的資産を投資対象にしたり、デリバティブ取引を活用したり、空売りを利用したり、など色々な主張が見られている。

一方で、伝統的資産の投資においても、市場インデックスを基にしたベンチマークに対する超過収益の獲得を狙ったアクティブ運用に対して、超過収益の獲得を諦め市場インデックス並みの運用パフォーマンスで良いと割り切るパッシブ運用が大きな地位を占めるようになってきている。パッシブ運用のブームについては、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)のような規模の大きなアセットオーナーがやむを得

ず採用するだけでなく、アクティブ運用を担うアセットマネジャーの選択が容易でない個人投資家も加わり、さらには、アクティブ運用で中長期的に超過収益を獲得することの難しさを認識した中規模の機関投資家さえもが、積極的に利用しようと取り組んでいる。

そもそも、アクティブ運用において、市場インデックスに対する超過収益を恒常的に獲得できる運用手法など存在するはずがない。市場価格が様々な要因で変動する中で、割安に放置されている銘柄や成長期待が価格に十分に反映されていない銘柄をピックアップすることが超過収益の大きな源泉であり、それら収益獲得の機会は時々刻々と変化する。恒常的に超過収益を獲得できる手法は存在しないし、各々の局面で超過収益の獲得が狙えそうな手法を持つマネジャーを採用することが、超過収益獲得のための要諦であり、委託先のアセットマネジャーを、随時、見直す必要がある。

アクティブ運用において、超過収益の獲得を狙う手法には様々なものがあり、かつては優秀なポートフォリオマネジャーの勘といったものです。超過収益を獲得できていれば用いることが認められていたが、現在では、単純な結果だけでなく、背景にある論理や投資手法についても委託者の理解を得ることが必要になっている。かつてAIJ事件と呼ばれる投資詐欺が年金運用者などに損失を与えた事例があったが、AIJ投資顧問はどんな運用環境でも継続して超過収益が獲得できていると販売資料に実績を明記しており、説明資料を分析したところ、運用に関して特殊な才能を持った天才でなければ実現できないし、将来の超過収益獲得を確信することは容易でないという評価であった。その後、AIJ投資顧問が顧客や見込客向けに公表していた過去のパフォーマンスは虚偽であったことが判明し、運用を委託していた企業年金等が損失を被ったのである。重要なことは、運用を委託する際にアセットマネジャーに求められるのは、決して過去の高いパフォーマンスではなく、それを将来においても同様に実現できると期待させる確信度なのである。

果たしてAI(Artificial Intelligence)に基づいた運用が、高い確信度を持って超過収益を獲得できると説明が可能だろうか。確信度については、運用の委託者であるアセットオーナーや運用の担当者であるアセットマネジャーのみならず、最終的な受益者や資金提供者といったすべてのステークホルダーが共有することが重要であり、単純にマネジャーが「この運用方法が優れて良い」というのだけでは納得が得られない。それでは、過去において一世を風靡したことのある、テーマ型投信の一例としてのAI投資ブームと同様であろう。日本の公募投信だけでなく、

株式の勧誘においても、すぐに価格上昇の期待ができる材料があると、〇〇ブームと囃して価格上昇を期待する動きが散見される。実際の価格上昇の多くは、早い者勝ちだとして飛び付く投資家が少なからず存在するための“買いによる価格上昇”であって、結果としては、購入が一巡すると上昇した価格が下落するのである。証券業界は、このようにして〇〇ブームをキャンペーン化することで、回転売買を促進し、株式や投資信託の販売手数料獲得を企んできた面もある。

2. AIと投資判断

アクティブ運用において超過収益の獲得を狙う手法には、歴史的にも様々なものが存在する。バブル経済の膨張期でどの銘柄を購入しても儲かるような局面では、前述したマネジャーの勘ですら奏功したであろうし、筆者の先輩には占星術を基にして投資判断を行うマネジャーもいた。星占いと馬鹿にするべきではなく、過去の米大統領や日本の首相が占い師に政治判断を相談していたなど、孤独な立場で責任を求められる場合には、「神頼み」をあながち否定することができないのである。アクティブ運用のマネジャーが銘柄選択を行う手法としては、大別してジャッジメンタル運用とクオンツ運用とがある。完全にどちらかに偏ることもあるが、実際には、ジャッジメンタル運用に支援材料としてクオンツ運用のツールを用いることもよく行われている。

クオンツ運用とは金融工学を用いて投資判断を行う手法であり、筆者が初めて接したのは、役員にクオンツ運用とは何か教えてほしいと言われた90年代初頭であり、その後、2006年には運用会社の金融工学投資部門のリーダーを拝命

していたのだから、人生は何があるかわからない。ジャッジメンタル運用がどうしても完全には説明責任を果たせない傾向があるのに対し、クオンツ運用の強みはすべてモデルによる分析の結果であるから、と言い切ることができるところにあった。そのため優秀なモデルさえ開発できれば、マネジャーはその後のメンテナンスだけで超過収益を獲得し続けられると期待されていたのである。しかし、前述の通り、金融工学に基づいたモデルでも局面の変化に対して十分に対応できるものではない。近年ではレジームチェンジといった手法を織り込んで、局面の変化に対応できるようモデルを設計する例も見られるが、それでも完全にはならない。

クオンツ運用の責任者を2年間務めて実感したのは、クオンツ運用において構築したモデルは、「過去に対する最適化であって、将来の収益を保障するものではない」ということである。過去の局面と同じような相場展開になれば、再び超過収益をもたらしてくれるだろうが、そうでない限り将来の超過収益を保障するものではないのである。つまり、バックテストで過去の相場にどんなに適応したとしても、将来の相場展開で収益を生むとは限らない。バックテストで高い収益を獲得できたというモデルを、実際の運用に投入すると、その後の市場には適応しきれず、モデルの修正を繰り返すというのが、お決まりのパターンであった。しかも、モデルによる分析結果だからという投資判断の説明は、結局のところ、判断がブラックボックス化しており、説明責任を必ずしも十分に果たしているとは言えないものになっていたのである。

では、近年注目されるAIによる投資は、クオンツ運用と大きく異なるものだろうか。AIは過去の様々な局面における価格変化を大量に読み

込み、発生確率を考慮して将来の結果を推測しようとしている。従来のクオンツと異なる点としては、特定のモデルの決め打ちがなく、大量のデータを参照しバイアスを排除できている可能性が高い。クオンツ運用に関しては、モデル作成者の分析に基づいたバイアスがどうしても残存していたが、AIによる判断は中立的な予測を可能にするものと期待する向きもある。

ところが、AIによる投資も、既に指摘したクオンツモデルに基づく投資と同様の弱点を有している。過去のデータを基にしていることが必ずしも将来の予測には役に立つという保障はない。また、判断がブラックボックス化してしまい、顧客等への説明責任を果たすことが難しいことには変わりはない。もしかしたら、将来においてAIの活用に習熟した社会が到来した場合には、AIが算出した結果に基づいた運用であるということ、顧客等が納得してくれるようになるのかもしれないが、現状では、到底、そこまでのAIに対する信頼は見受けられない。クオンツにしてもAIにしても、最終的な判断は人間であるマネジャーの関与することが前提にされていることだろう。決してAIに基づく投資を、神様のご託宣のようなものとしてはならない。

3. AIの活用される領域とビッグデータ

ここ数年の生成型AIの進歩は著しく、投資に際してそれらを部分的に用いることは極めて有用である。特に過去のデータを大量に読み込んで、そこから推論を導いたりするという意味では、従来から取り組まれて来たテキストマイニングへの取り組みには、AIの活用が極めて効果的であろう。過去においては、有価証券報告書やプレスリリースの全文を読み込ませて、その

中からキーワードを探して、といったアプローチが行われていたのが、現在では、AIによるビッグデータの処理が容易になっている。確かに、AIを用いたレポートや論文などの作成に際しては、著作権保護の問題やデータの流出等懸念されるトピックが複数あるが、投資判断の基礎分析に際しては、AIの活躍が期待されるし、また、適切な利用方法であるとも考えられる。

大学生のレポート課題提出に際しては、ネット情報のカット・アンド・ペーストかどうか懸念があり、そのための判定ツールも用いられていたが、現在では生成型AIの利用によってより巧妙なレポート作成が可能になっている。それに対して、AIを利用したかどうか判定するツールがまた開発されてイタチごっこのような様相を呈しているが、今後、AI利用に習熟した世代が運用の中核になってくる少し先の未来には、AIの活用に大きな進展があるのかもしれない。現在では、個人が保有するスマートフォンからAIを利用することが可能になっている。意識するにせよしないにせよ、AIの活用は、これから数年で劇的に変化する可能性があるし、その際には、これまでの論考が無意味になっているかもしれない。

4. AIの活躍する未来への期待

私たちの世代は、子供の頃からSF小説やアニメーション等の影響からAIに対する夢を持つ一方、映画「ターミネーター」の世界のように、人類は地球にとって害悪をもたらす存在であるとAIが判断し人類の根絶を志向するといったネガティブな面も意識させられている。私たちのような旧世代からAI慣れした現在の若者たちへとバトンタッチする中で、更なる進化が見られるものと期待したい。

現在の日本の投資に関する認識では、預金のすぐ次がFXや暗号資産へと、中間にあるべき投資をすっ飛ばして、投機に近い世界を志向する状況である。これは個人金融資産の多くが預金に残存している一方、期待値がマイナスであるものの、分布ではファットテールに位置する結果が出れば一獲千金が実現できるような投機といった両極に向かっている状況である。こういった投資と投機の区別がつかない金融リテラシーの十分でない個人を含む投資家が、AIのサポートを受けて一掃され、適切なリスクとリターンを志向するようになってくれれば良いのであるが。

とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクールMBA。

1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。

証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。

第 10 回

悲哀 証券化人生の岐路



土岐 好隆

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社
不動産グループ シニア・アドバイザー
(ARES マスター M0600064)

全身脱力感に苛まれ、ふとまどろむと、何かうなされるように目覚める — そして涙が止めどなく流れた。心配して自宅に訪れた部下も眼中になく、何度もそれを繰り返した。

むせび泣く、涙が枯れるまで、嗚咽 — 泣き方にもいろいろ表現はあるが、この時すべてを体現していたのでないか。昔から泣き上戸で、幼稚園の時には「泣いた赤鬼」、小学校の時は「ごんぎつね」の朗読で、人目をはばからず涙を流した。学生時代には、太宰やドストエフスキーに感涙し、社会人になっても映画「ゴースト」で号泣して、「一緒に映画に行くのは恥ずかしいから、いや」と家内に言われる始末であったが、それまでの 30 年ほどの人生で、こんなに泣いたことはなかった（恥ずかしながら、大学不合格の時よりも）。

遡ること 1 週間前の 1997 年 11 月 14 日、北海道拓殖銀行のアパートローン債権担保ユーロ円

債が発行された。翌週 17 日・月曜朝一のニュースで、同銀行の破綻が発表された。時代は金融危機真っ只中、証券化による本調達ができないと資金繰りが危ういこともうすうす知らされていたので、無事調達でき、ひと山超えたと認識していた矢先のことだった。極めて残念ではあったが、証券化アレンジャーとしての真骨頂である SPC の倒産隔離が機能し、連鎖倒産しないことの初の実証機会となった。

当初より万全を期していた。法律面ではこれまで研ぎ澄ました枠組みを採用、債権譲渡も登記に留まらず、担保となっている物件の抵当権移転のためにアパートローンの債務者全員から書面の承諾を得た（行員の方々に菓子折りを持って一軒ずつ回ってもらったが、道民の方は、北海道のためと快くご対応頂いたと聞いていた。また、結果的に、対象物件の処分価値まで評価の対象となる国内初の本格的な不動産の証券化案件となった）。

物理的な債権回収も、対象債権の口座データ等を切り分け、第三者であるサービサーに移管し、銀行が破綻しても業務が滞ることがないよう対応した。このような完璧な対応もあり、17日の午後一には早くも米系格付機関より、本債券に同行破綻の影響は一切なく、トリプルAは変更なしとのリリースがなされた(証券化商品では異例の速さであった)。同行の方々には誠に申し訳ないが、これが証券化商品の組成者、職人としての至福の瞬間だった。

金融危機の中、日本国内での金融機関の資金調達は日に日に厳しくなっていた。完全には証券化商品が根付いていない本邦では、オリジネーターの信用力に投資家の需要が左右されるため、当初から米系格付機関から最上位の格付けを取得したユーロ債発行での調達を目論んだ。当時、本邦金融機関が相次いで格下げされる中、最上位格付けを取得している円債へのニーズは思いの外強く、誰もが知る最上位の格付けを有する欧州の金融機関が50億～100億円レベルで購入した。グローバルに業務展開する欧州の優良金融機関の多くは、運用資産の通貨分散を図り、かつ自身の信用力維持のために、高格付けのデットへの投資を運用方針としていた。全てが上手く行ったと思っていた — 数日後、預金保険機構による債券買取が決定するまでは。

残念なことに、当時信用劣化による資金調達の困難性から証券化が一気に花開き、かつ資金需要の緊急性から、安易な証券化が横行していた。証券会社も質より量で、目先の収益に走ってしまった。つまり、オリジネーターが商品の保証類似行為をしたり、第三者対抗要件の未完備等、法的に不完全なスキームがスタンダードとなっていた。当局も多数案件の不備は理解していたため、法廷論争に陥る前に、残念ながら

スキームの詳細を検証することもなく画一的な処理を行い、唯一完璧なスキームも巻き添えを食らってしまったのだ。預金者を守るだけでなく、金融市場の混乱を避けるために証券化商品を買取ったのは、政府の英断ではあったが。

これに対して、欧州投資家は「最高の投資機会を奪われた。なぜ買い取られる？スキームに欠陥があったのか」と烈火の如くお怒りになり、当然のその矛先は当局ではなく販売証券会社に向けられ、ロンドンの販売サイドは商品組成をした東京の責に、そして東京ではプロジェクトリーダーだった小職の責任へと帰結した。

サラリーマンとしてプロジェクトの失敗をどやされることは止むなし、と諦められたが、似非証券化職人の未熟な商品組成によって、大学時代から追い求めた証券化に対する理想が脆くも崩れ去ったことが、この止めどなく流れる涙の原因であった。この悔しさは、この先証券化に向き合うスタンスを大きく変えた。一方で、心優しい道民への恩返しは、25年以上もの時を経て、北の大地初の私募リート立ち上げをサポートすることによって達成されたのだが！

この債券の商品性にも少し触れたい。アパートローンは長プラ、新長プラ等の金利をベースとした変動ローンであるが、当該ローンをスワップなしで(キャッシュフロー分析による劣後補完により)、円LIBORの変動利付債として組成した。米国修行時に手掛けたアパートローン債権のコンセプトは十二分に活用したが、そもそも米銀と異なり、過去データの整備もなされていないため、アパートローンが開始された1970年代からのデータ(ジュラルミンケースが山と積まれる多さ)を10台にも満たない旧式コンピューターを24時間酷使して分析した(コン

ピューター同様、我らも 24 時間稼働していたが)。同様に円 LIBOR についても創設からの変動、長期金利との関連性を分析した。米国では、金利の変動と期限前返済に強い関連性があり、分析は比較的容易であったが、本邦では金利よりも借り換えキャンペーンへの連関が強く、分析には相当苦勞したが、何とかトリプル A 取得に漕ぎつけた。

この後、張り詰めていた糸が切れたのか、肝炎になり、1 カ月床に臥した。復帰はしたものの、当時はまだ若かったのか、証券化に対する情熱は一旦消滅した。

どき よしたか

1990 年 4 月大和証券株式会社入社、同年証券化専門部署として新設された証券開発部に配属。1998 年 4 月住友海上火災保険株式会社入社、1999 年 9 月株式会社東京三菱銀行入行、2002 年 10 月三菱証券株式会社（現三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券）入社、現在に至る。

これまで立場変われども、本邦証券化黎明期から、共にその道一筋に歩く最古参、証券化取扱い実績は 1500 件を越え本邦トップ。セミナー講師や協会の委員なども多数つとめる。東京大学経済学部卒。

データセンター開発・ 運営プロジェクトの ストラクチャリングに関する 法的留意点



齋藤 理

長島・大野・常松法律事務所
弁護士



洞口 信一郎

長島・大野・常松法律事務所
弁護士



渡邊 啓久

長島・大野・常松法律事務所
弁護士

1. はじめに

AIの発展やデジタル化の進展などに伴う情報処理の急増を背景に、データを蓄積・処理するデータセンターのニーズが高まっている。近時国内におけるデータセンターの開発案件が急増し、今後もハイパースケール型^{注1}のデータセンターや都市型の小規模なエッジデータセンターなど様々な新規開発が活発に行われることが期待されている。一方で、データセンターは、伝統的な不動産案件ともプロジェクト案件とも整理しきれない特徴をもつアセットタイプであるがゆえに、法令上の論点の検討が必ずしも十分とは言い難い状況にある。

本稿は、データセンターの開発・運営に関連する主要な法的留意点のうち、ストラクチャリング上の留意点について整理を試みるものである。紙面の関係上、本稿でカバーすることができなかった他の論点（許認可や電力調達関連の論点など）については、別稿にて取り上げる予定である。

なお、本稿における意見にわたる部分は筆者らの個人的な見解であり、筆者らの所属する団体の見解ではないことにご留意いただきたい。

注1

データセンターは、メガクラウド業者（ハイパースケーラー）による利用を想定して建設される超大規模データセンター（ハイパースケール型）と、多数のカスタマーに対してラック単位で利用させること（コロケーション）を念頭に置いたリテール型の二つに大別される。本稿では、今後ニーズが急増するとされるハイパースケールデータセンターを主に念頭において議論を進めていく。

2. データセンターを取り巻く市場の概況

日本におけるデータセンターの数は、2024年3月時点で219に留まっており、米国(約5,400)や欧州の主要国^{注2}(約2,100)と比較すると大幅に数が少ないのが現状である^{注3}。もっとも、ここ数年、日系企業による国内データセンターの開発に向けた投資計画が相次いで公表されたほか、外資系IT企業による日本向けデータセンターの大規模な投資計画は、近時公表されたものに限っても数兆円規模に上るともされている。

政府も、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」(2024年6月21日閣議決定)において、データセンターを戦略部門のひとつと位置づけ、国内におけるデータセンターの開発を後押しする姿勢を示している。また、総務省及び経済産業省は、2021年10月から「デジタルインフラ(DC等)整備に関する有識者会合」を開催し、2024年10月4日に公表した「中間とりまとめ3.0」では、2030年代のAI社会を支えるデジタルインフラの整備に向けて、①データセンターの分散立地の更なる推進、②最先端技術の研究開発・社会実装の推進、③海底ケーブルの陸揚局の分散・国際的なプレゼンスの確立・向上、④GX政策との連携という四点を具体的な提言として掲げている。

また、近時のデータセンター市場を取り巻く環境として、データセンターの大規模化が進んでいることが指摘される。2023年末時点ではハイパースケール型がリテール型を逆転し、今後も特にハイパースケールデータセンターが急速に増加すると予測されている^{注4}。また、クラウド化の進展に伴って、オンプレミス構築からクラウドへの移行に置き換わることによって、地方に立地していたオンプレミス型のデータセンター需要が減少し、データセンターの東京圏・大阪圏への集中がさらに進んでいるとも指摘されている^{注5}。

3. 法的な観点からみたデータセンターの特色

データセンターの開発・運営に関する各種の法的論点を検討する上で、データセンターには他のタイプの不動産アセット(オフィス、レジデンス等)とは異なる特徴があることを理解する必要がある。

ひとつは、データセンターというアセットに占める土地・建物(主に躯体部分)の価値の相対的な低さである。データセンターの立地選択に際しては、①主たる需要場所(人口密集地及びインターネットエクスチェンジ(IX))からの距離^{注6}、②電力、光ファイバー、水などのインフラの整備状況、③利便性・近隣住民との共生、④大規模な建物

注2
ドイツ、イギリス、フランス、オランダ、イタリア、ポーランド及びスペインの7カ国の累計

注3
総務省「令和6年版 情報通信白書」158頁

注4
デジタルインフラ(DC等)整備に関する有識者会合「中間とりまとめ3.0」(2024年10月4日)(以下「中間とりまとめ3.0」という。)5頁

注5
「中間とりまとめ3.0」5頁

注6
一般に、距離が離れば離れるほど、レイテンシー(CPUなどがデータの転送要求を出してから実際にデータが転送されるまでに生じる通信の遅延時間)が長くなるためである。

の建設が可能となるスペースの確保可能性、⑤自然災害リスクなど様々な要素を考慮に入れる必要があるが、一般に、ハイパースケール型を中心として、郊外に建設されることが多い。その結果として、土地の取得費用が事業費に占める割合は比較的低廉になる傾向がみられる。また、建物に関しても、一定の耐荷重、耐震性や耐水性が求められるものの、他のアセットタイプと比較すれば、躯体の構造は通常シンプルであり、躯体に係る建設コストも事業費全体に占める割合は一般に大きくない。これに対し、受電設備、変電設備、UPS、非常用発電機などの電源設備、空調設備などの冷却設備、サーバーやネットワーク機器といったデータセンターを構成する設備の価値が高額になりやすい。これらの高価な設備が、不動産の構成部分と動産のいずれとして扱われるのかにより、様々な場面で法的な帰結に影響を及ぼすことになる。

第二に、データセンターは、ホテルなどと類似して、オペレーターの運営能力によって不動産の収益が変化することから、オペレーショナルアセットとしての性質を有することである。そのため、オフィスやレジデンスなどの非オペレーショナルアセットよりも一層、オペレーションの円滑性やオペレーターの属性などを踏まえ、

ストラクチャリングの観点や開発・運営に際して必要となるレギュレーション上の論点に注意を払う必要がある。

第三に、データセンターは大量の電力を消費することである。ウェブサイトの閲覧やメールがインターネットの利用形態の主流であった2000年代のデータセンターの受電容量は大きくても十数MW程度であったが、2020年頃からクラウド用途の数十MW規模のハイパースケール型のデータセンターの整備が増加し、今後はAIの学習や推論に用いるための数百MW～GWクラスのデータセンターの整備が増加すると見込まれている^{注7}。一方で、自社の温室効果ガスの排出量削減に熱心なメガクラウド業者の要請に応えるために、電力のグリーン化はデータセンターの価値を左右する重要な要素となっている。政府も、十分な量の脱炭素電源の不足によって国内データセンターへの投資機会が失われ、結果として日本の経済成長や産業競争力強化の機会が失われることは厳に避ける必要があるとし、大規模な電源投資の必要性を説いている^{注8}。データセンターを開発する事業者にとっては、エネルギー効率の改善だけでなく、コーポレートPPAの仕組みなどを活用した再エネ電力をいかにして調達するかもますます重要になる^{注9}。

注7

「中間とりまとめ3.0」3頁。なお、電力広域的運営推進機関が2025年1月22日に公表した今後10年間の電力需要の見通し（電力広域的運営推進機関「全国及び供給区域ごとの需要想定（2025年度）」）においては、2023年度までは人口減少や節電・省エネルギーなどにより電力需要が減少傾向にあったが、2024年度以降は、節電・省エネルギーなどの影響は継続しつつも、データセンターや半導体工場の新増設を見込むエリアの拡大等に伴い、2034年度における全国の需要電力量は約8524億kWhとなり、2024年度比で約6%の増加となることを見込んでいる。

注8

第7次エネルギー基本計画（2025年2月閣議決定）24頁

注9

政府は、近年増加するデータセンターを脱炭素電源の近傍等の適地に誘導することや（第7次エネルギー基本計画 25頁）、データセンター等の系統接続申込みの規律を確保するとともに、一般送配電事業者が早期に電力供給を開始できる場所を示した「ウェルカムゾーンマップ」を通じた立地誘導を進めるとしている（同46頁）。

最後に、膨大な量のデータを扱い、生成AIの頭脳を担うデータセンターは、経済安全保障の観点からも極めて重要な施設となる。政府も、経済安全保障の観点から、データセンターを国内に立地することは国家的課題であると位置づけている^{注10}。なお、経済安全保障推進法^{注11}に基づき、国は2024年5月17日から基幹インフラ役務の安定的な提供の確保に関する制度の運用を開始したが、特定社会基盤事業者^{注12}に対して特定重要設備(同法第50条第1項参照)に該当する情報処理システムを供給したり、特定社会基盤事業者からその維持管理又は操作の業務を受託する事業者には、特定社会基盤事業者に対し、届出に必要となる情報の提供などの協力が求められる^{注13}。

4. データセンターの運営・開発のストラクチャー

(1) ストラクチャリング総論

実務上、データセンターの開発・運営ストラクチャーとしては様々な手法が用いられている。不動産デベロッパーを中心とする事業会社が単独で、あるいは、他社(典型的には外資系データセンターオペレーター)と共同で出資するジョイントベンチャーSPCを組成してデータセンター開発・運営を行う例も多くみられる。一方で、従来の不動産証券化の手法を活用し、GK-TKやTMKストラクチャーを用いるケースもあれば、不動産特定共同事業の形態や投資法人^{注14}がデータセンターを保有する形態も想定される。以下では、現在の実務において用いられることが多いGK-TKストラクチャー及びTMKストラクチャーの論点について、若干の考察を加える。

注 10

新しい資本主義実現本部「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版」(2024年6月21日) 42頁

注 11

正式名称は、「経済施策を一体的に講ずることによる安全保障の確保の推進に関する法律(令和4年43号)」。

注 12

電気事業、ガス事業、石油ガス輸入業、水道事業、水道用供給事業、鉄道・海運・航空・空港事業、運送事業、電気通信事業、放送事業、郵便事業、金融業などの特定社会基盤事業の提供者のうち、その使用する特定重要設備(特定社会基盤事業の用に供される設備、機器、装置又はプログラムのうち、特定社会基盤役務を安定的に提供するために重要であり、かつ、我が国の外部から行われる特定社会基盤役務の安定的な提供を妨害する行為の手段として使用されるおそれがあるものとして「経済施策を一体的に講ずることによる安全保障の確保の推進に関する法律に基づく特定社会基盤事業者の指定等に関する内閣府令」で定めるもの)の機能が停止し、又は低下した場合に、その提供する特定社会基盤役務の安定的な提供に支障が生じ、これによって国家及び国民の安全を損なう事態を生ずるおそれが大きいものとして主務省令で定める基準に該当する者の中から主務大臣により指定を受けた者をいう。

注 13

詳細については、内閣府「経済安全保障推進法の特定社会基盤役務の安定的な提供の確保に関する制度のパンフレット(2025年3月14日時点)【特定重要設備の導入版(主に設備の供給者の方向け)】」を参照。

注 14

米国では複数のデータセンター特化型上場REITが時価総額ベースでも全上場REIT中の上位を占めるなど、上場REITの投資先としてデータセンターは確固たる地位を築いている。日本国内でも、将来的には、REITが積極的にデータセンターをポートフォリオに組み入れていくことが期待される。もっとも、上述したとおり、総資産に占める設備の価値の割合が高いデータセンターを投資法人が取得するには、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)や東京証券取引所の有価証券上場規程との関係でいくつかの障壁が存在する、まず、投資法人は主として特定資産に対する投資として資産を運用することを目的とした法人であるため(投信法第2条第12項)、上場REITか私募REITかを問わず、一般に、運用資産の総額の50%以上は不動産などの特定資産であることが求められると解釈されている。また、上場REITに関しては、同有価証券上場規程上、設備が「流動資産等」に該当しない場合、運用資産等の総額に占める設備の割合が、他の「不動産等、不動産関連資産及び流動資産等」以外の資産の額と合算して5%を超えてしまうと、上場廃止基準に抵触してしまう(同規程第1218条第2項第(2)号)。また、設備が「流動資産等」に該当したとしても、運用資産等の総額に占める設備等の動産の額の比率が、他の「不動産等」以外の資産の額とあわせて30%を超えた場合、上場廃止基準(同項第(1)号)に抵触することになる。

(2) GK-TK ストラクチャー

不動産証券化の実務一般における典型的なGK-TKストラクチャーは、①一般社団法人等が100%の出資持分を保有する合同会社が、オリジネーターが信託銀行に対して不動産（開発型の場合は土地のみ）を信託譲渡することにより取得した不動産信託受益権を、オリジネーターから譲り受ける一方、②合同会社は、投資家から匿名組合出資を受け、金融機関等からノンリコースローンを借り入れることにより、当該信託受益権の購入資金（開発型の場合は購入資金及び建設資金）を調達するというものである。

データセンターの開発・運営においてGK-TKストラクチャーを用いる際、まず問題となるのが不動産特定共同事業法（以下「不特法」という。）との関係である。不特法上、不動産特定共同事業契約^{注15}を締結し、当該不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引^{注16}から生ずる収益又は利益の分配を行う行為を業として行うためには、基本的に、不特法上の許可等の手続を経る必要がある（不特法第3条参照）。現物不動産の場合には不特法の適用を受ける可能性があり、その結果、営業者が同法の許可事業者であること等の必要が生じて商品組成上の自由度が損なわれてしまう。そのため、GK-TKストラクチャーを用いる場合は、不動産を信託受益権化するのが一般的である。データセンターの場合、電源設備、冷却設備、ネットワーク機器などのデータセンターを構成する設備が占める割合が

多いことや、設備の管理には従来の不動産の管理とは異なる側面があるため、伝統的な不動産管理処分信託と同等の信託商品として信託銀行等に信託を引き受けてもらえるかどうかを事案ごとに議論していく必要がある。

また、データセンターに限らず、不動産証券化取引一般において、GK-TKストラクチャーについては匿名組合性（TK性）の論点が生じ、法的な観点及び税務的な観点からの安定性が懸念されるケースも頻繁に生じる。外国投資家（外資系のオペレーターや投資家）とともにデータセンターの開発・運用を行う場合、仮に匿名組合性が否定されてしまえば、税務的な観点からPermanent Establishment（PE）の問題が生じ、外国投資家に対する匿名組合配当等に対して国内源泉が発生してしまい、投資効率が大きく毀損される可能性が生じる。また、匿名組合性が否定された場合の法的な帰結については必ずしも定説を見ないものの、実務的には、任意組合などと認定され、匿名組合員が合同会社の債務につき無限責任を負担するリスクが生じるとされている。匿名組合性の肯否に関しては明確な基準がないため、匿名組合性を確保するための手当を講じることにつき実務的には苦勞する場面も少なくない。データセンターの場合、オペレーショナルアセットであるという性質ゆえに、実際の開発・運用に際しては、実質的なスポンサー（匿名組合員の関連エンティティ）のノウハウや技能に依拠しなければならない局面も多い

注 15

組合契約・匿名組合契約等によって投資家から資金を集めて不動産取引を営み、その収益を投資家に分配することを約する契約が典型である（不特法第2条第3項参照）。

注 16

不動産の売買、交換又は賃貸借をいう（不特法第2条第2項）。なお、不特法において「不動産」とは、宅建業法第2条第1号に掲げる宅地又は建物をいう（不特法第2条第1項）。

ことから、匿名組合性確保の要請のバランスを上手く工夫しながら保つ必要がある。

(3) TMKストラクチャー

TMKストラクチャーは、特定資産を保有し証券を発行するビークルとして、資産の流動化に関する法律(以下「資産流動化法」という。)に基づいて設立される特定目的会社(TMK)を利用する方式である。TMKは、GK-TKストラクチャーにおけるGKとは異なり、資産流動化法に基づいて特別に認められた資産の証券化・流動化のためのビークルである。

データセンターの開発・運営においてTMKストラクチャーを活用する際の主なメリットとして、TMKは不動産を現物で保有することができるため、必ずしも不動産を信託受益権化する必要がないことや、租税特別措置法上の導管性要件(同法第67条の14第1項参照)を満たす場合には利益配当の損金算入が可能となり二重課税の回避が制度上認められているため、GK-TKストラクチャーと比較して税務上の安定性が高いことなどが挙げられる。

一方で、TMKが資産の流動化のためのビークルであり、法令に基づく行政庁の監督に服する法人であることから、GK-TKストラクチャーと比較して、制度設計上の柔軟性に劣る部分がある。例えば、TMKが資産の流動化に係る業務を行うときは、あらかじめ届出(業務開始届出)を行う必要がある(資産流動化法第4条第1項)、かかる届出の際にはTMKによる資産の流動化に関する基本的な事項を定めた資産流動化計画を提出する必要があるが、届出事項又は資産流動化計画の内容に変更がある都度、一定の軽微

な変更を除いて変更を管轄財務局に届け出なければならず(同法第9条)、オペレーション上の煩雑さがある。データセンターの場合、TMKが動産を特定資産として保有する際、それが従たる特定資産に該当しない限り、資産流動化計画に記載しなければならず(同法第5条第1項第3号)、変更や更新等の都度、資産流動化計画を変更して管轄財務局に届出を行わなければならない。更新や廃棄等により頻繁な入替えが想定される動産については、資産流動化計画に記載する必要のない従たる特定資産として整理することが実務的には重要であるが、後述のように、付帯設備の価値が相対的に高いデータセンター資産の場合、従たる特定資産と扱うことに困難が生じる場面も少なくない。

また、TMKは、資産流動化計画に従って資産の流動化にかかる業務及びその付帯業務を行う必要があり、他の業務を行うことができない(同法第195条第1項。他業禁止規制)。「資産の流動化」とは、一連の行為として、TMKが資産対応証券の発行もしくは特定借入れにより得られる金銭をもって資産を取得し、又は信託会社等の金融機関が資産の信託を受けて受益証券を発行し、これらの資産の管理及び処分により得られる金銭をもって、資産対応証券、特定借入れ及び受益証券に係る債務又は出資について債務の履行あるいは利益の配当・消却のための取得又は残余財産の分配を行うことを意味する(同法第2条第2項)。特に、高付加価値のハイパスケールデータセンターを運営する観点では、単に電源と冷却設備の備え付けられた空間を利用させるだけでなく、建設業、警備業、廃棄物処理業などに該当する可能性のあるサービスをカスタマーに対して提供する必要に迫られる場面

も少なくない。ところが、特定目的会社の場合、他業禁止規制に抵触した場合には、監督処分(同法第218条等)の対象になるだけでなく、租税特別措置法上の導管性要件のひとつ(租税特別措置法第67条の14第1項第2号ロ)を満たさず、税務上の悪影響が大きい。そのため、他業禁止規制に抵触しないようなデータセンター運用の仕組みを検討する必要があり、場合によっては、制度設計の柔軟性を犠牲にしなければならないケースも生じる。

5. データセンター関連設備の取扱い

上述したとおり、データセンターは高度な技術と信頼性が要求されるインフラ施設であり、建物の躯体以外に、サーバーやラックなどの設備に加え、昇降機、受変電設備、非常用発電設備、電力貯蔵設備、空調設備、衛生設備、防災設備、セキュリティ設備など、多くの付帯設備が必要となる。上記のようなデータセンター関連設備の中には、サーバーのように物理的な取り外し・交換が比較的容易なものから、給水・排水設備の配管などのように躯体との固着性が強いものまで、様々な設備が存在する。

(1) データセンター関連設備は建物の一部を構成するか

データセンター関連設備が動産ではなく建物の一部を構成する場合には、建物の中に含めて整理することができ別途の取扱いをする必要が

ない。この点に関し、民法242条は「不動産の所有者は、その不動産に従として付合した物の所有権を取得する。ただし、権原によってその物を附属させた他人の権利を妨げない。」と規定するのみであって、動産が建物にどの程度結合していれば「従として付合した物」として不動産の一部を構成するか(建物(躯体)の所有者が当該動産の所有権を取得するか)、について基準を明示していない。また、裁判例もこの点について統一した見解を示していない。

例えば、ビルに敷設した揚・排水ポンプ、消火設備等について、物理的に分離しにくいこと(壁にはめ込まれていたり、ボルトで固定されているなど)、当該ビルの付帯設備として設置されたこと、分離により当該ビル及び当該設備の社会経済上の価値が低下することなどに着目して当該設備は当該ビルに付合すると結論づけた裁判例^{注17}、さらに、ビルの空調設備、エレベーター関連設備、変電設備等について、当該ビルにおいてこれらの設備が必要不可欠であること、当該設備を分離してしまうと当該ビルや当該設備の社会経済的価値が著しく毀損してしまうことなどに着目して当該設備は建物に付合すると結論づけた裁判例^{注18}が存在する。他方、建物工事の下請負人が設置した窓枠サッシ、建具、扉等について、取り外しが可能であり独立して存在していることや取り外しにより対象建物に物理的な損傷や著しい経済的損失をもたらしていないことなどを理由として付合を否定した裁判例^{注19}、マンション

注 17
東京地判昭和42年11月27日判時516号52頁

注 18
東京地判昭和55年1月28日判タ410号107頁

注 19
大阪地判昭和48年4月23日判タ306号223頁

ンに設置されたエレベーターについて、機能を損なうことなく取り外して他の建物のエレベーターとして利用でき、当該マンションも取り壊す必要がないといった物理的な分離容易性に着目するとともに、エレベーターの取り外し費用が設置費用の一割にも満たないこと、エレベーターを必要とする住戸の少なさや階段の存在などを踏まえてエレベーターを取り外しても社会経済上不利な程度には至っていないとして、付合を否定する裁判例^{注20}が存在する。

上記を踏まえると、データセンター関連設備が建物に付合するかについては、建物及び設備の用途、機能、形状、構造、設置状況等に照らして、①当該設備を建物から分離することによる物理的な損傷の有無・程度、②分離に要する費用の程度、③分離による建物や設備の経済的価値の低下又は社会経済上の不利益の有無・程度などを総合的に勘案し、個々の設備ごとに判断する必要があると考えられる。

(2) 当事者の合意によりデータセンター関連設備を建物と切り離せるか

データセンター事業においては、データセンター事業者が建物所有者から建物を賃借した上で自らサーバーやラックなど各種関連設備の搬入・据付を行う場合がある。このような場合、実務上、建物所有者と賃借人であるデータセンター

事業者との間でそれぞれの資産の所有区分・管理責任区分を決めることが多いが、かかる区分は当事者の合意のみで自由に決めることができるのか、前記(1)で述べた民法242条但書の「権原によってその物を附属させた他人の権利を妨げない」という部分の「権原」とは何かが問題となる。

民法上、この「権原」については特段定義されておらず、裁判例においても統一的な見解は示されていない。例えば、既存家屋の2本の通し柱及び天井の梁を除き他の構造物を撤去して増改築した部分(飲食店の店舗部分)について、既存家屋とは独立した建物であることや賃借人が賃貸人から上記増改築の承諾を得ていることなどを踏まえ、当該賃借人が「権原」に基づいて当該増改築部分の所有権を留保するとした判例^{注21}、反対に、既存建物の上に増築された二階部分について、外部への出入りが既存建物の梯子段を使用することなどを理由として既存建物の構造の一部を構成するものとして、賃貸人から増改築の承諾を得ていたとしても、当該二階部分は既存建物に付合する(賃借人は「権原」を理由に所有権を留保できない)とした判例^{注22}も存在する。かかる各判例を踏まえて、建物と付属物との結合が強いいわゆる強い付合の場合には本条但書の適用はなく、いわゆる弱い付合に留まる場合にのみ「権原」による所有権の留保を認める見解も有力に主張されている^{注23}。

注 20

熊本地判昭和54年8月7日下級裁判所民事裁判例集30巻5～8号367頁。なお、左記裁判例ではエレベーター一式が問題となり建物への付合を否定しているところ、脚注4の裁判例ではエレベーターの運行制御を行う設備やエレベーターの巻上機を作業させるためのモーターについて建物への付合を肯定しており、建物の設備が建物に付合しているか否かが事案によって様々であることを示す一例といえよう。

注 21

最判昭和38年10月29日民集17巻9号1236頁

注 22

最判昭和44年7月25日民集23巻8号1627頁

注 23

大村敦志=道垣内弘人=山本敬三(編集代表)、小粥太郎(編)『新注釈民法(5)物権(2)』499頁など。但し、これに反対する見解として能見善久=加藤新太郎『論点体系 判例民法2 物権[第4版]』386頁～387頁などもある。

さらに、「権原」による所有権の留保は一物一権主義の例外を認めるものであるから、取引の安全性の観点からは何らかの公示ができることが望まれ、公示がない場合に取引関係に入った善意の第三者との関係が問題となる。特に、設備の価値が高い場合には当該設備単独で担保権の対象となることが考えられるため、対抗要件の必要性が高まるところ、上記公示との観点では、当該設備が一般的な動産譲渡担保の対抗要件を具備することができるか、といった検討も有用であろう。

この点に関する議論はまだ決着を見ていないものの、実務上は少なくとも、データセンター関連設備のうち、公示できる程度に建物から独立性を有しており、かつ、賃借権だけではなく当該設備について建物賃貸人との間に建物賃借人の資産のままとする特段の合意がある場合（賃貸借契約等にその旨が明記されている場合）には、当該建物賃借人は「権原」に基づき当該設備の所有権を留保できる（当該設備は当該建物の一部を構成しない）と考えるべきであり、かかる整理は上記判例とも矛盾しないと思われる。

(3) 建物の一部を構成しないデータセンター

関連設備は「従たる特定資産」に該当するか

前記5(1)で述べた各要素を踏まえて検討した場合、データセンター関連設備の中には建物の一部を構成することが難しいもの（以下「非建物構成設備」という。）も存在するであろう。前記4(3)で述べたとおりデータセンター事業について用いられることが多いTMKが、建物とともに非建物構成設備を取得・保有する場合、かかる非建物構成設備は、原則として、建物と並んで「特定資産」としての規律を受けることになり、

例えば、資産流動化計画に記載する必要がある（資産流動化法第5条第1項第3号）、非建物構成設備に変更があれば変更届出を提出しなければならない（同法第9条）。もっとも、非建物構成設備の更新毎に資産流動化計画の変更を届け出るのは煩雑であることもあり、非建物構成設備が資産流動化計画への記載は不要とされている「従たる特定資産」（同法第4条第3項第3号）に該当しないかが実務上問題となる。

「従たる特定資産」とは、以下の5つの要件を充足する特定資産である。

- ① 主たる特定資産が不動産又は不動産信託受益権であること
- ② 従たる特定資産が不動産又は不動産信託受益権ではないこと
- ③ 主たる特定資産に付随して用いられるものであること（＝機能的な主従関係及び経済的な主従関係）
- ④ 主たる特定資産たる不動産（又は信託不動産）と一体として使用されるものであること（＝物理的又は機能的一体性）
- ⑤ 主たる特定資産たる不動産（又は信託不動産）について行う資産流動化業務の収益の確保に寄与するものであること（＝収益創出への貢献）

データセンター事業の場合、データセンター関連設備の価値が主たる特定資産である建物及び土地の価値を超えることが往々にしてあるため、特に問題となるのは③の機能的及び経済的な主従関係である。こちらについては、まず、土地及び建物（躯体）だけではなく、前記5(1)において挙げた要件を踏まえ建物の一部を構成する設備を加えた建物全体の価値と非建物構成

設備の価値の経済的な主従関係を比べることが必要となる。もっとも、かかる比較を行っても非建物構成設備の経済的な価値が高い場合も想定されるため、今後は、経済的な主従関係を判定するための価値算出方法などを含め、従たる特定資産における「経済的な主従関係」の要件に関する再整理についても議論の深化が望まれるところである^{注24}。

(4) 非建物構成設備をTMK以外の別法人で

取得・保有する場合の留意点

前記5(3)のとおり、非建物構成設備のうち「従たる特定資産」の要件を充足しない設備(以下「動産MEP」という。)については、TMKとは別のSPC(GKを用いる場合が多い)を設立して取得・保有する例が実務上見受けられるが、その場合の留意点について2点ほど紹介する。

① SPCの資金調達

SPCが動産MEPを取得するに際してその原資を調達する必要があるところ、正面から社員出資という形で資金調達する方法もあるが、税務面等を考慮し、匿名組合出資や株主(社員)ローンといった形でSPCに資金を注入するアレンジも考えられる。もっとも、匿名組合出資については投資家(匿名組合員)が対象たるデータセンター事業で果たす役割によっては匿名組合性(TK性)の観点から検討が必要であろうし、株

主(社員)ローンについては貸金業法上の登録を不要とできるか、具体的には、当該株主(社員)ローンが貸金業法の適用を受ける「貸金業」に該当するか^{注25}、該当するとしても貸金業法施行令第1条の2が個別に定めている適用除外の要件を充足しないか^{注26}、という検討も必要となる。

② 建物及び動産MEP双方の

データセンター事業者への賃貸

データセンター事業者が建物所有者から不動産(その一部を構成する設備を含む)を、SPCから動産MEPを、それぞれ賃貸する場合、法形式上は別々の法人からこれらの対象物をそれぞれ賃貸することになるが(建物所有者との間の不動産に関する賃貸借契約及びSPCとの間の動産MEPに関する賃貸借契約を締結することになるが)、両者はデータセンター事業においては一体不可分の関係に立つため、そのコンセプトを双方の賃貸借契約に規定していくことが必要となろう。例えば、不動産に関する賃貸借契約が終了すれば、動産MEPに関する賃貸借契約も終了するといった規定、さらには、不動産や動産MEPの修繕や更新の工事についてそれぞれに悪影響を及ぼさないように工事実施のタイミングや手法など両者のインターフェースの調整を行うといった実務上の手当を意識した規定も必要になるであろう。

注24

法文上の文言としては「付随して用いられる」と記載されているのみで、経済的な主従関係について言及しているのは「従たる特定資産」の枠組みが資産流動化法に導入された改正時のパブリックコメントに対する当局の回答(平成23年金融商品取引法等改正(6ヶ月以内施行)に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果のNo.4の回答など)であるため、法文の改正を伴わず議論を深化できる余地があるように思われる。

注25

貸金業法第2条第1項に定める「業として行うもの」に該当するかが問題となる。

注26

実務上、貸金業法施行令第1条の2第6号記載のグループ会社間の貸付や合併事業における株主から合併会社への貸付に該当しないかを検討することが多い。この点、SPCが合同会社の場合には、同号ロやハで述べられている「議決権」が会社法上は規定されていないため、より複雑な検討が必要となる。

さいとう まこと

1999年東京大学法学部卒業、2000年長島・大野・常松法律事務所入所、2006年University of Michigan Law School卒業。

ホテル、データセンター、ヘルスケア施設等のオペレーショナルアセットを中心とする不動産取引及び不動産ファイナンス取引を取り扱うほか、M&Aや事業再編と不動産取引の複合案件を数多く取り扱っている。

ほらぐち しんいちろう

2003年京都大学法学部卒業、2005年京都大学大学院法学研究科修了（法学修士）、2006年長島・大野・常松法律事務所入所。2012年Duke University School of Law卒業（LL.M.）、2012年から2013年Haynes and Boone, LLP (Dallas)勤務。不動産関連取引（J-REIT及び私募ファンドの組成・運営、不動産ファイナンス、不動産証券化、不動産関連企業のM&A等）、日系不動産関連企業の海外不動産投資・開発案件、プロジェクトファイナンス、エネルギーその他インフラ事業関係取引等を取り扱っている。

わたなべ よしひさ

2007年慶應義塾大学法学部政治学科卒業、2009年慶應義塾大学法科大学院修了。2010年弁護士登録。2016年University of San Diego School of LawにてLL.M.を取得。2016年～2017年Slaughter and Mayのロンドンオフィスにて勤務。J-REIT、不動産ファイナンス、不動産証券化等の不動産取引全般、PPP/PFIを含むインフラプロジェクト、洋上風力発電プロジェクトをはじめとする再生可能エネルギー分野、バンキング、プロジェクトファイナンス等を取り扱っている。

[書 評]

基礎からわかる 不動産信託受益権取引の実務

評者

石田 達也

一般社団法人不動産証券化協会
市場基盤ディビジョン 統括ディビジョン長
(ARES マスター M1405900)

不動産証券化スキームにおいては、現物不動産以上に不動産信託受益権での売買取引が一般的ですが、不動産信託受益権はみなし有価証券であるため、宅地建物取引業法ではなく金融商品取引業法の定めに従って売買取引を行うことになります。取扱いができるのは、宅地建物取引業者ではなく第二種金融商品取引業者であり、誤って取扱うと法令違反となります。このことを知っていても見た目は同じ不動産であるため、取引に際しては宅地建物取引業法に基づく手続きを確実に行えば問題ないと思いがちですが、根拠法令が違うということは異なった内容を求められています。現物不動産売買におけるルールと不動産信託受益権売買におけるルールが、少しずつ異なっているために、混乱をきたしている実務現場の方が多いと聞き及んでいます。

このルール違いによるモヤモヤ感を払拭してくれるのが本書です。内容を見ると、不動産信託受益権とは何かから始まり、売買取引の際の信託受益権の譲渡や終了、現物不動産取引との違いなどが記されています。金融商品取引法については行為規制などについて、全ての顧客をプロかアマか判別しなくてはならない特定投資家制度や、顧客の知識・経験・財産状況・契約目的に照らして不当な勧誘や投資者保護に欠けることがないようにしなければならない適合性の原則など、不動産業者には分かりにくいところが、丁寧に解説されています。金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律など取引に関係してくる法律についても触れられています。

実務の手順としては、売主か買主か仲介者かを整



著 者：衣川 信行
発 行 所：(株) 中央経済社
発行年月：2025年2月
販売価格：2,970円(税込み)

理し、受益権の取引が1回目か2回目以降になるかによって手順が異なることを踏まえ、フロー図と文章で詳しく解説しており、業者登録の進め方や業者として義務付けられている事業報告や各種届出についても触れられていて、金融庁が求める高いレベルのコンプライアンス態勢構築のポイントについて解説されています。加えて実務者に必要な知識として、不動産証券化の内容や仕組みについても述べられています。

著者は、大手不動産流通会社で仲介営業などを担当し、後に自主規制団体である第二種金融商品取引業協会で不動産信託受益権関係を担当した経歴をお持ちです。実務者側と規制管理側の双方の視点を踏まえ、実務現場の方々の理解が進みやすいよう、図や表を多く用いてわかりやすく書かれており、不動産信託受益権取引に携わる方々に是非お読みいただきたい一冊となっています。

マスター資格制度に関するお問い合わせ

マスター資格制度事務局

マスター資格制度に関するお問合せは下記 URL(または右の QR コードのリンク)のお問合せフォームよりお願いいたします。



<https://www.ares-campus.ares.or.jp/inquiry/>

ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.86
2025 年 4 月 20 日発行
ISSN 2759-6389

編集発行 一般社団法人不動産証券化協会
〒105-0003
東京都港区西新橋一丁目 8 番 1 号 REVZO 虎ノ門 2 階
TEL : 03-3500-5601
FAX : 03-3500-5607
<https://www.ares.or.jp>