

不動産証券化と自治体における活用可能性

三井健次

SPC（特定目的会社）法の施行を契機として機運が盛り上がっている不動産証券化を促進する制度改革が、急速に進みつつある。今後、金融システムのグローバル化の進展、不動産市場の底打ち、情報の開示や投資パフォーマンス指標の整備などの条件が整えば、不動産証券化が進展するポテンシャルはかなり大きい。このような不動産証券化は、不動産価格の収益還元価格への収斂、資本市場との連動性の強まりといった不動産市場の質的变化をもたらす可能性がある。財政面で困難な状況にある地方自治体の経営においても、不動産証券化手法の活用を検討すべきだろう。

■急速に整いつつある 不動産証券化の関連制度

不動産証券化のための制度改革が急速に進みつつある（表1）。大蔵省はすでに、2000年1月に招集される通常国会を目途に、投信法（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律）の改正によって日本版のREIT（Real Estate Investment Trust：米国の不動産投資信託）を解禁する方向で、検討に入っている。

また、これに連動する形で、東京証券取引所が不動産投資信託を中心とした会社型信託の新しい市場を2000年に創設する計画も明らかにされている。さらに、1999年12月の臨時国会では、定期借家法（良質な賃貸住宅の供給促進特別

措置法）が成立し、2000年3月1日から施行されることになった。

1998年9月の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）施行を契機として、機運が盛り上がりつつある不動産証券化であるが、ここに来て、ようやく法的な枠組みが整いつつあるといえる。

一般事業会社や不動産会社が保有不動産を証券化する動きが進む一方で、森トラストが野村證券と組んで最大2000億円に及ぶ不動産投資事業に乗り出すという報道もされており、証券発行サイド、投資サイドのプレイヤーがそろいつつある。

本稿では、このような不動産証券化の概要と今後の展望を整理

し、併せて自治体経営の観点から不動産証券化がもたらす影響や、証券化手法の活用可能性を議論したい。

■不動産の証券化は 時代の要請

（1）不動産証券化とは何か

資産証券化とは、資産を保有する者が、資産をバランスシート（貸借対照表）からオフバランス（受け皿会社に譲渡）して、その資産から得られるキャッシュフローを裏付けとした収益を受ける権利を証券として発行し、投資家に販売することにより、資金調達を行う仕組みである。

すなわち、資産証券化とは、不動産の生み出す収益に着目する投

資家に、証券という形でその収益を得る権利を小口販売する仕組みである。逆にこれは、資産保有者からみると、将来得られる収益と引き換えに、資金調達を行う仕組みである。

厳密には、「証券化」は証券取引法における「有価証券」を指すが、不動産の価値を小口化して流通させるという広義の意味で、不動産特定共同事業法を含めて使われている。

証券は一般的に、デット型（債権）とエクイティ型（出資持ち分）とに分けられる（図1）。

デット型とは、社債などが相当し、一般にはローリスク・ローリターンという性格がある。米国におけるCMBS（Commercial Mortgage Backed Securities：商業用不動産ローン担保证券）などが、これに相当する。

エクイティ型とは、株式が相当し、相対的にはハイリスク・ハイリターンという性格をもつ。米国のエクイティREITがこれに相当する（次ページの表2）。

いずれにしても、証券である以上、投資家に対する情報開示が絶対条件である。

（２）金融・企業経営の変革がもたらす不動産証券化の潮流

不動産証券化の機運が高まって

表1 不動産証券化の関連制度の動向

1995年 4月	●不動産特定共同事業法の施行
97年 5月	●不動産特定共同事業法の改正により、機関投資家が事業参画しやすい制度に
98年 9月	●SPC（特定目的会社）法の施行
98年12月	●会社型投資信託が解禁。運用対象は主として（50％以上は）有価証券に限定
99年 2月	●不動産特定共同事業法の改正で、共有持ち分権の第三者への譲渡が解禁。併せて、最低出資単位も500万円まで引き下げ
99年 9月	●不動産特定共同事業法の施行規則の一部改正で、対象不動産の追加・入れ替えが可能な不動産ファンド商品の組成が可能に
99年11月	●東京証券取引所が2000年1月に不動産投資信託を中心とした会社型信託の新市場を創設することを発表 ●2000年の通常国会を目的に、大蔵省は投信法（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律）を改正。運用対象に不動産を加えることが可能に ●金融審議会の第一部会がSPC法の改正に関する中間報告をとりまとめ、最低資本金制限の撤廃を明記。登録制も見直し、届け出制に変更する方針

資料）各種新聞報道などより作成

図1 ファイナンスの4つの象限と不動産証券

	デット（債権）	エクイティ（出資持ち分）
パブリック（公的）	社債 CMBS SPC特定社債 など	株式 REIT SPC優先出資証券 など
プライベート（私的）	銀行融資	直接投資 非公開株式

注）CMBS：商業用不動産ローン担保证券、REIT：不動産投資信託

いる背景はいろいろあるが、主要なポイントとして以下の2点があげられる。

第1に、企業の資産保有に関する考え方の変化がある。

間接金融から直接金融へと金融システムが大きく変化するなかで、企業は資本市場を強く意識した経営を迫られている。企業は、

利益を生まない資産は極力圧縮（リストラクチャリング）し、自らのコアビジネスに経営資源を集中することにより、ROA（総資産利益率）の向上などを目指す方向に向かっている。

したがって、不動産についても、売却、リースバック（いったん売却したうえでの賃貸）、あるいは

表2 米国のREIT（不動産投資信託）の資格要件とメリット

米国におけるREITは、日本版REITのモデルと想定される。

①内国歳入法に定められた、不動産投資を行う法人がREITとして認定されるための主な資格要件

- 課税所得の95%以上が株式配当されなければならない。
- 75%以上の資産は、不動産（実物、REIT株式などを含む）、現金、現金に準じる受け取り債券、政府保証債である必要がある。
- 総収入の75%以上が不動産関連収入である必要がある。

②REITのメリット

- 上記の資格などを満たす場合、「導管体」と認められ、法人所得の計算上、配当利益の損金参加が認められる。

証券化などへの期待が高まっている。

第2は、内外の投資家にとって、新しい投資運用対象の1つとして、不動産証券への期待が高まっていることである。

もともと不動産は、長期のインフレヘッジ型投資対象として位置づけられてきたが、ここに来て、ポートフォリオの多様化という点からみても、不動産の魅力が改めて見直されている。

さらに、最近の超低金利状態にあって、相対的に高い利回りを確保できる不動産投資対象が出てきたこともある。わが国の1200兆円といわれる個人資産からみても、不動産証券は当然運用対象として期待される。

このように、不動産の証券化は、わが国の金融システムおよび企業経営の変革を背景として、証券に

よって資金調達を行う側、証券に投資する側の双方から期待されている枠組みであるといえることができる。

■基本的には拡大が見込まれる不動産証券化市場

（1）拡大が見込まれる不動産証券化市場

不動産の証券化が進んでいる米国を参考に、わが国における不動産証券化市場の可能性を簡単にみておこう。

まず、米国のREIT（ほとんどがエクイティ型）についてみると、制度自体は1960年に発足しているが、市場規模が急拡大したのは92年以降である。

その要因としては、1986年の税制改革のほか、80年代後半から90年代初頭の不動産不況への対応から、不動産会社が新しい資金調達

を資本市場に求めたことが大きいといわれている。また、譲渡に伴うキャピタルゲイン課税を繰り延べできるUPREIT（Umbrella Partnership REIT）のような派生型のREITなども開発され、ここ1990年代中葉から後半にかけて急成長を遂げた。

1999年の時点で、REIT株式の市場規模は約1400億ドル（約210社）であり、ニューヨーク証券取引所の時価総額中約1.5%程度を占めている模様である。

商業不動産ローンを証券化したCMBSについては、急成長を遂げたのは1990年代中盤以降である。その成長には、ずさんな不動産融資で破綻したS&L（貯蓄貸付組合）を整理するために設立されたRTC（整理信託公社）の果たした役割が非常に大きかったといわれている。

RTCは、不良債権をCMBSのスキームを活用して短期間のうちに処分した。これが市場を確立し、民間の資金導入を先導したという。現在、CMBSは約1700億円程度の市場規模に達している。

このように、米国でも不動産証券化が拡大したのは、ここ7～8年である。もちろん、米国の場合は、不動産市場そのものが回復したこと、資本市場がきわめて成熟

していることなどが、不動産証券化の追い風となっていたことは間違いない。

わが国においても、金融システムのグローバルスタンダード化の進展、不動産市場の底打ち、後述する課題への対応などの条件が整えば、不動産証券化がかなり速い速度で進展するポテンシャルは大きいと見込まれる。

なお、財団法人民間都市開発推進機構・都市研究センターは、2008年の不動産証券化商品の市場規模をおおむね15～20兆円程度と予測している。

(2) もたらされる不動産市場の質的变化

不動産証券化の進展は、不動産市場へも一定のインパクトをもたらす可能性が高い。

第1に、不動産価格の収益還元価格への収斂である。

資本市場では、不動産証券の価値は将来の収益だけから評価される。したがって、不動産証券化が進むことにより、不動産そのものの価格についても、収益還元価格に収斂せざるをえない。

第2に、資本市場との連動性の強まりである。

米国では、1998年のロシア経済危機により、投資家が質の高い債券に資金を移動し、好調な不動産

市況にもかかわらず、CMBSの暴落を招いた。このように、従来最もローカル色の強いセクターであったはずの不動産が、国際的な資本市場と連動する状況となりつつある。

(3) 情報開示などへの対応、投資家の厚みが課題

冒頭で述べたように、不動産証券化に向けて懸案となっていた法制度面の整備は、不完全とはいえ徐々に進みつつある。しかし、不動産証券化市場が成長していくためには、法制度以外にも、まだ多くの課題があることも事実である。

まず、不動産取引慣行と情報開示の問題がある。不動産証券が成立するための絶対条件の1つに、客観的で透明性の高い情報の開示がある。そのためには、たとえばテナント関連の情報の開示など、これまでの不動産取引慣行からは非常に難しい問題を解決する必要がある。

第2に、投資パフォーマンス指標の整備という課題がある。すでに複数の機関などが投資インデックスづくりを試みているが、情報の開示と併せ、より正確でタイムリーな指標を整備することが必要である。

第3は、資本市場における多様

なニーズを持つ投資家の厚みが欠如していることである。

現在、証券化されている案件でも、リスクの高いエクイティ分への投資家は少なく、結局、証券発行主体（オリジネーター）が自らエクイティを保有するケースが多い。このような自らリスクをとる投資家が出現することが、証券化可能な不動産の幅を広げることに結びつくであろう。

このような課題への対応が、不動産証券化を拡大するうえで非常に重要なポイントである。

■不動産証券化の活用が期待される地方自治体

最後に、地方自治体の観点からみた不動産証券化のインパクトと活用の可能性について、3つの仮説をあげておきたい。

(1) 土地売却などへの活用の可能性はほとんどない

自治体のなかには、不動産証券化の仕組みを使って投資家呼び込み、未処分地の売却に活用できないかという発想を持っているところもある。しかし、残念ながら、土地売却への活用可能性は非常に低い。

そもそも、証券化可能な不動産は、キャッシュフローをすでに生み出している、あるいは確実に生

み出すと見込まれることが基本的要件である。したがって、利用がされていないような土地については、証券化のスキームには馴染まないと考えられる。

(2) 開発事業への活用可能性は低い

同じように、再開発事業や都市開発事業についても、不動産証券化のスキームを活用できる可能性は低いと考えられる。これは、開発事業の場合、完成に至るまでに不確実な要因が数多くあり、確実なキャッシュフローを期待する投資家を広く呼び込むことは非常に困難であると考えられることによる。

おそらく、開発事業では、私募債といったプロだけを対象とするような方法か、完成時点でのリファイナンス（借り換え）で証券化

を活用するといった方向が考えられよう。

(3) 自治体経営での資産のオフバランス化への活用可能性

現在、自治体レベルにおいて、バランスシートの作成が1つの潮流となっている。自治体の事業目標は民間企業とは異なるため、単純な比較はできないが、中核的な事業領域に資源を集中すべきという点は全く同じである。

そういった点で、自治体経営においても民間企業と同様、不動産などの資産をオフバランス化して証券化することにより、資金を調達し、その資金をより重要性の高い施策領域に活用していくべきである。

自治体の場合、証券化の対象としては、庁舎および関連行政機関オフィスがあげられる。これらの

不動産については、自治体という信用力のあるテナントが長期でリースすれば、市場性のある証券化商品を生み出すことは十分に可能と思われる。

また、このようなオフィス型不動産以外にも、公営住宅、公共駐車場など、証券化の可能性がある資産はいろいろと考えられよう。

このような自治体レベルでの不動産証券化を実現していくためには、クリアすべきさまざまなハードルがあると考えられる。しかし、検討する価値は十分にあろう。

『NRI 地域経営ニュースレター』
Vol. 16 より転載

三井健次（みついけんじ）
関西地域開発研究部上級研究員