

不動産の証券化

～地元の資金で地元の不動産を証券化するには～



不動産鑑定士 わた なべ たい すけ
渡 辺 泰 輔

((社)日本不動産鑑定協会 会員)

長崎総合鑑定株式会社 代表取締役
資格：不動産鑑定士、再開発プランナー、補償業務管理士等
長崎県収用委員、長崎県都市計画区域マスタープラン策定委員等を
歴任し、現在、長崎家庭裁判所家事調停委員等

1. はじめに

(1) 土地神話も昔の話で、バブル崩壊後の長引く不況により、土地価格は下落し続けています。平成17年9月、国土交通省土地・水資源局が発表した地価動向によると、「東京都区部において、地価が平成2年以来15年ぶりに全体平均で上昇」となり、ようやく東京圏においては地価の底打ちから反転の兆しが見えてきました。

これは、不動産の取引形態の変化に起因するところが大きいと思われます。以前の不動産取引は、周辺の売買事例や相場を目安に行われてきました。しかしここ数年、不良債権の大量処理に伴う外資の参入等の影響により、不動産自体の生み出す収益性（賃料）や利便性に基づき不動産が取引されるようになってきました。

大都市圏でも収益性や利便性に優る不動産の価格が上昇する一方で、それらの劣る不動産については、買手がつかず価格は依然として下落し続けるという、不動産の個別化・二極化がますます顕著になってきました。

(2) 収益性に基づく不動産市場の活性化の要因に、不動産の証券化があげられます。現在、大都市圏における不動産の証券化の件数、総額は共にうなぎ登りで、優良な収益用不動産においては争奪戦が繰り広げられ、一部では「不動産ファンドバブル」といわれる現象を呈しています。

一方、長崎のような地方都市では、不動産の証券化を活用した事例はまだまだ少ないのが現状です。しかし、全国的に不動産の証券化の件数は増加傾向にあり、最近は大都市圏での収益用不動産の取得が困難となっており、地方都市の長崎へも不動産の証券化の波が徐々に押し寄せてきています。

2. 不動産の証券化とは

(1) 不動産の証券化とは、「不動産の運用益を投資家に分配することを約した契約書（証券）と引換えに投資を募るための仕組み」のことをいいます（図表1）。一般的に不動産の証券化を行うには、以下の4つの要素が必要となります。

- ① 証券化の対象となるキャッシュフロー（収益）を生み出す不動産（これを「原資産」といいます）
- ② 当該不動産が生み出すキャッシュフローに融資や投資をする投資家（金融機関等を含む）
- ③ 原資産と投資家をつなぐ導管体の役割を担う仕組みとして、不動産の証券化の受け皿（SPC等投資ビークル）
- ④ 投資媒体となる証券化商品

(2) 原資産の保有者が倒産した場合に、投資ビークルがその倒産に巻き込まれないようにする倒産隔離や、二重課税（企業の利益についての法人税と投資家への配当に対する課税が二重で課されること）の回避、投資単位の小口化、各種のリスクをコントロールする技術等を総合的に組み込んだ取引全体を指して証券化といいます。

図表1 不動産の証券化の基本的な仕組み



(3) 不動産の証券化はさらに、「資産流動化型」の証券化と「資産運用型」の証券化に分類できます。

「資産流動化型」の証券化とは、「ある特定の不動産を投資ビークルに譲渡して、主にその不動産が生み出す収益を裏付けとした資金調達を行う仕組み」をいいます。これは、『不動産ありき』の証券化で、特定の不動産が投資対象となります。

一方、「資産運用型」の証券化とは、「複数の投資家から集めた資金をプールし（ファンド化し）、それを不動産に投資して運用し、その運用収益を投資家に分配

する仕組み」をいいます。これは、『お金ありき』の証券化で、日本では不動産投資信託（J-REIT）がその代表的なものです。

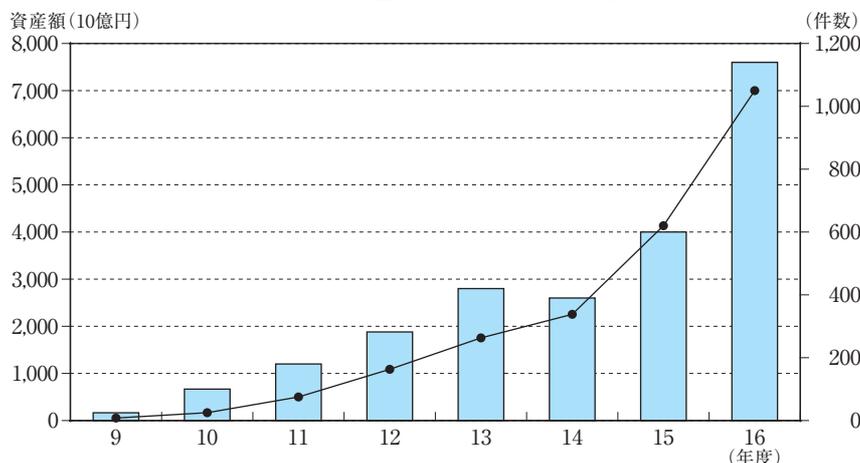
「資産流動化型」と「資産運用型」は共に、不動産を裏付けとする証券を発行する点や不動産に係るリスクと便益を投資家に帰属させるという点で共通します。そのため、大枠で捉えると両者とも大きな違いはありません。

以下、単に「不動産の証券化」といえば、「資産流動化型」と「資産運用型」の2つを含めた「不動産の証券化」を指します。

3. 不動産の証券化の現状

- (1) 1998年9月「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（旧SPC法）が施行され、さらに2000年11月には同法をより実用的な「資産の流動化に関する法律」（SPC法）に改正し、同時に「投資信託及び投資法人に関する法律」（投信法）も改正となりました。これらの法改正を受けて、不動産の証券化の活用が年々拡大してきました。2001年9月に2つの投資法人が東京証券取引所に上場して始まったJ-REIT市場は、当初2銘柄（時価総額2,600億円）でしたが、2005年10月20日現在、東証・大証を含め25銘柄（時価総額約2兆6千億円）と、この4年間で約10倍もの市場規模に急成長しました。
- (2) J-REITを含む不動産の証券化市場の全体規模について、国土交通省土地・水資源局が実施している「不動産の証券化実態調査」（図表2）^{注1}によると、これまでの累計資産額は、平成16年度で約20兆円と順調に拡大してきており、今後も更に拡大していくものと思われます。

図表2 不動産の証券化の実績の推移



注1) 調査対象は、不動産又は不動産の信託受益権を原資産保有者から投資ビークル（投資法人、匿名組合、特定目的会社、有限会社SPC、株式会社SPC等）に譲渡し、投資ビークルがその譲受にかかる資金を証券発行やノンリコースローン等により投資家から調達したものを。

4. 不動産の証券化の意義

ある企業等が現在保有している不動産に対して証券化を行おうとした場合、不動産の証券化を行うメリットとしてどんなものがあるのでしょうか。以下、「資産流動化型」の証券化を例にその代表的な効果を列挙します。

(1) 新たな資金調達手段

今までの間接金融と異なり不動産の証券化の場合、不動産から直接生み出される収益に基づく資金調達が行われます。その代表的なものが、ノンリコースローンです。これは、「非遡及型融資」と直訳され、担保を債務履行の責任財産（この場合は不動産）に限定するもので、特定の不動産のみが担保となり債務者に対し、その他の不動産や財産を以て債務の履行を強要することができないローンのことです。このように、旧来の資金調達手段以外に、新たな資金調達手段の選択肢が広がってきています。

(2) 不動産の流動性の向上

一般に、不動産は投資金額が大きいいため、流動性が低いものです。流動性が低いということは、多くの不動産を保有する企業にとって、不動産の売却・処分等の困難性がつきまといまいます。しかし、不動産を証券化することにより投資単位の小口化が可能となり、投資家が不動産へ投資しやすい環境となり、不動産の流動性が向上します。

(3) オフバランス効果

不動産を証券化すると、原資産の保有者は、その不動産に影響力を残しつつ、不動産を貸借対照表から切り離す（オフバランスする）ことも可能^{注2)}となります。同時に、証券化によって得られた資金を他の事業に再投資したり、有利子負債の削減を行ったり財務体質の改善も図れます。

注2) オフバランスするためには、日本公認会計士協会が2000年7月に定めた「特定目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」に従う必要があります。

(4) 不動産の有するリスクの軽減

不動産の所有者は、価格変動のリスク等不動産固有の様々なリスクを負っています。しかし、証券化された不動産については、不動産の所有と経営・運営の分離が行われ、

各種リスクの軽減が図られます。また、不動産の運営・管理等には専門的な知識が必要であり、運営や管理は、その道のプロの専門業者（アセットマネージャーやプロパティマネージャー）に外部委託されることとなるため、資産価値の向上にもつながります。

5. 長崎が抱える課題

先に述べたように大都市圏では、不動産の証券化が盛んに行われています。なぜ長崎では、不動産の証券化があまり行われなんでしょうか。理由は、大きく3つあります。

（1）不動産の規模が小さいこと

大都市圏の不動産と比較すると、長崎は敷地面積が狭く、建物の規模も小さいため1件あたりの不動産価格が低額となります。一方、不動産の証券化を行うためには特有の組成費用（アレンジャー費用、弁護士費用等）がかかり、この費用は不動産価格の大小にかかわらず、一定額が必要となります。このため、不動産価格が低額の場合、組成費用が不動産価格に対して大きな割合を占め、配当利回りの低下を招くという結果になり、不動産の証券化の動機を減退させる大きな要因となっています。

今後、この費用をどのようにして最小化するかが課題となりますが、証券化が定着してきた昨今、制度改正や競争により徐々に費用の軽減が図られていくものと思われます。また、地方の実情に合致した不動産の証券化の仕組みを工夫することでも、費用の軽減を図ることができるようになると思われます。

（2）各種プレイヤーの経験不足

不動産の証券化を行うためには様々なプレイヤーが必要です。例えば、不動産の証券化をアレンジする者（アレンジャー）、不動産の運営・管理を行う者（アセットマネージャー、プロパティマネージャー）、各種専門家（弁護士、税理士、不動産鑑定士、一級建築士等）、資金の融資や投資をする投資家（銀行、機関投資家、一般投資家等）等、多くのプレイヤーがあげられます。しかし地方で不動産の証券化を行おうとした場合、これらの主なプレイヤーは経験の差から大都市圏の者に依存せざるを得ないのが現状です。このような状況では、大都市圏の人達を益するための証券化になってしまいがちです。

今後は、地方の不動産の証券化を支える専門家として、地方のプレイヤーがいかに多くの実務経験を積んでいくかが課題となります。それには、各プレイヤーが中央の経験者の力を借りながら、日々の勉強と実務を積み重ねることが必要と感じます。

(3) 地方金融機関への期待

不動産の証券化を行うには、ノンリコースローン等不動産の収益性に立脚した非遡及型の融資形態が必要となります。しかし、地方の小規模不動産に対する融資に関して、大手銀行や外資系金融機関には能力・意欲ともに限界があり、地方の金融機関による融資が必要不可欠となります。九州の地方銀行の中には、既に対応している銀行もありますが、長崎県下を含めノンリコースローンの融資体制が整っている地方銀行が少ないのが現状です。

地方銀行に対しては、その地域の実情に合致した不動産評価力や融資条件設定力などのノウハウを身につけ、早急な取り組みが期待されるところです。

6. 地元主導型による不動産の証券化のメリット

巷で話題の不動産ファンド（「資産運用型」の証券化）が、大都市圏の資金で長崎の不動産を取得することも、広義では長崎における不動産の証券化になります。しかし、これでは大事な長崎の優良不動産が、大都市圏の人達のために使われることとなり、地元経済の活性化には繋がりません。

そこで、先に述べた3つの課題をクリアし、長崎で不動産の証券化を行おうとした場合、地元主導型の「地元で投資家を募り地元のプレーヤーによって不動産の証券化」を行う必要があります。地元主導型で不動産の証券化を行うメリットは次の3つです。

(1) 地元への利益還元

本来、不動産が生み出す利益は生活や産業の基盤として地元へ還元されるべきだと思います。「地元の金融機関による融資」と「地元の投資家からの出資」を募ることで大都市圏への資金・利益の流出を防ぎ、「地産地消による不動産の証券化」が可能となります。

(2) 目に見える不動産への投資

大都市圏の不動産と異なり、地元の不動産であれば投資する者にとっても、その市場性や価値を直接実感でき、常に目の届く身近な不動産として安心と愛着を持つことができます。

また、不動産の証券化を行うためには、先に述べたように様々なプレーヤーが必要となりますが、これらのプレーヤーについても、地元の人々が携わることで一層の信

頼感・連帯感が生まれるものと思われます。

(3) 地方特有の不動産証券化

J-REIT等で代表される投資目的の証券化の場合、投資対象となる不動産はオフィスビル、賃貸マンション及び大型商業施設等、安定的な収益を生み出す不動産がほとんどです。これは、投資家がより良い配当利回りを望むため仕方の無いことです。

しかし、地方で不動産の証券化に取り組む場合、収益性のみを重視するだけではなく、地元の実態や特性を取り入れて証券化を行うことにも意義があると思われます。例えば、京都では、地元の不動産業者が中心となり京都不動産投資顧問業協会を設立し、互いの不動産を持ち寄って、京都市内にある古い町家を再生するための証券化を試みます。このように、地方特有の文化や風土に根ざした不動産の証券化を行うことにより、単に利益だけを追求するのではなく、地域社会の発展に寄与できる不動産の証券化手法は、地元主導でしか成し得ないことます。

7. 今後の展望と課題克服

現在、日本は低金利により、多くの資金が不動産投資へ向けられてます。大都市圏の不動産市場が過熱気味なため、この資金は徐々に地方の不動産投資へシフトしてます。平成16年度のJ-REITの九州地方における保有不動産額は、対前年度比150%（国土交通省「不動産の証券化市場の拡大とその影響に関する調査」）となり、全国規模になってます。

そのような中、長崎の不動産が大都市圏主導型の証券化の波に呑み込まれないようにするためには、先の3つの課題を早期に克服することが必要不可欠です。

当社では、社内に証券化チームを結成し、地元完結型の不動産の証券化を実現すべく全社一丸となって取り組んでます。

私達は、長崎県内の不動産マーケットに精通するものとして、「地元の資金で地元の不動産を証券化する地域密着型」の不動産金融プレイヤーを目指し、地域への貢献と皆様のお役に立ちたいと願ってます。

[参考文献]

- 渡辺 晋 (2003) 「これ以上やさしく書けない不動産の証券化」
- 開発型不動産証券化研究会 (2004) 「開発型不動産の知識と実際」
- 不動産証券化研究会 (2004) 「基礎からよくわかる不動産証券化ガイドブック」
- (社) 不動産証券化協会 (2005) 「不動産証券化ハンドブック2005」