

(はじめに)

本年 5 月 31 日に国土交通省より平成 29 年度「不動産証券化の実態調査」の結果が公表された。本稿においては、本調査の結果について、若干の説明を交えつつ紹介するとともに、調査結果の背景について考察を試みることとする。なお、図表については、図表番号も含め公表資料に掲載のまま引用するが、一部の図表等については引用を省略するので、適宜公表資料を参照されたい。

(不動産証券化の市場規模)

平成 29 年度に不動産証券化の対象として取得された(証券化ビークル等が取得した)不動産又は不動産信託受益権の資産額は約 4.8 兆円、件数は 1,093 件となった。このうち、証券化ビークル等から取得されたものは約 2.6 兆円であった。また、証券化ビークル等が譲渡した資産額は約 4.2 兆円であった(図表 1)。

取得分は、昨年度と比べ資産額、件数ともにほぼ横ばい、譲渡分は、昨年度と比較して資産額ではやや減少、件数ではやや増加している。取得分、譲渡分ともに平成 26 年度をピークとして、やや減少傾向が続いている。

① 本調査の対象となっている証券化ビークル・スキーム

この調査では、証券化ビークル等が不動産(不動産信託受益権を含む。)を保有することをもって、不動産証券化として取り扱っている。ここでの証券化ビークルとは、リート、TMK、GK-TK スキーム等における GK 等及び不動産特定共同事業者(不動産特定共同事業法第 2 条第 5 項)をいう(図表 1 の注 1)。リートとは、投資信託及び投資法人に関する法律(投資信託法)に基づき設けられた不動産等を主たる投資対象とする投資信託又は投資法人をいう。ただ、投資信託法に基づく不動産投資信託の実績はないため、ここでのリートとは実質的には不動産投資法人を意味することになる。TMKとは、資産の流動化に関する法律(資産流動化法)に基づき設立された特定目的会社をいう。資産流動化法上の証券化ビークルとしては、他に特定目的信託(同法第 2 条第 13 項)があるが、これも不動産に係る実績がないため、ここでは証券化ビークルとして挙げられていない。GK-TK スキームとは、合同会社が営業者となる匿名組合契約(商法第 536 条)に基づく出資による証券化スキームをいう。平成 17 年の会社法制定前は営業者として有限会社が用いられることが多く(したがって、当時は YK-TK スキームと呼ばれていた。)、現在でも会社法制定前の有限会社が移行した特例有限会社(会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第 3 条)が用いられている例もある。数は少ないが株式会社が用いられる場合もあり、ここで「GK-TK スキーム等」、「GK 等」と「等」が付されているのは、これらの場合も包含する趣旨である。

国内法に基づく証券化ビークルとしては、これらで尽きていると考えられるが、外国法に基づくビークルによる不動産証券化もあり得る。例えば、外国リートの中にはわが国の不動産を保有している例もあるが、本調査ではそこまでは対象に含めていないことになる。

なお、リートには上場不動産投資法人(J-REIT)のほか、非上場の不動産投資法人(私募リート)も含まれる。法的根拠は同一であるが、J-REIT がクローズドエンド型(投資家の請求による払戻しを行わない)であるのに対

し、私募リートは、上場制度による換金性がないため、オープンエンド型（投資家の請求による払戻しを行う）となっている。

② TMKの実物不動産及び匿名組合持分等の取扱い

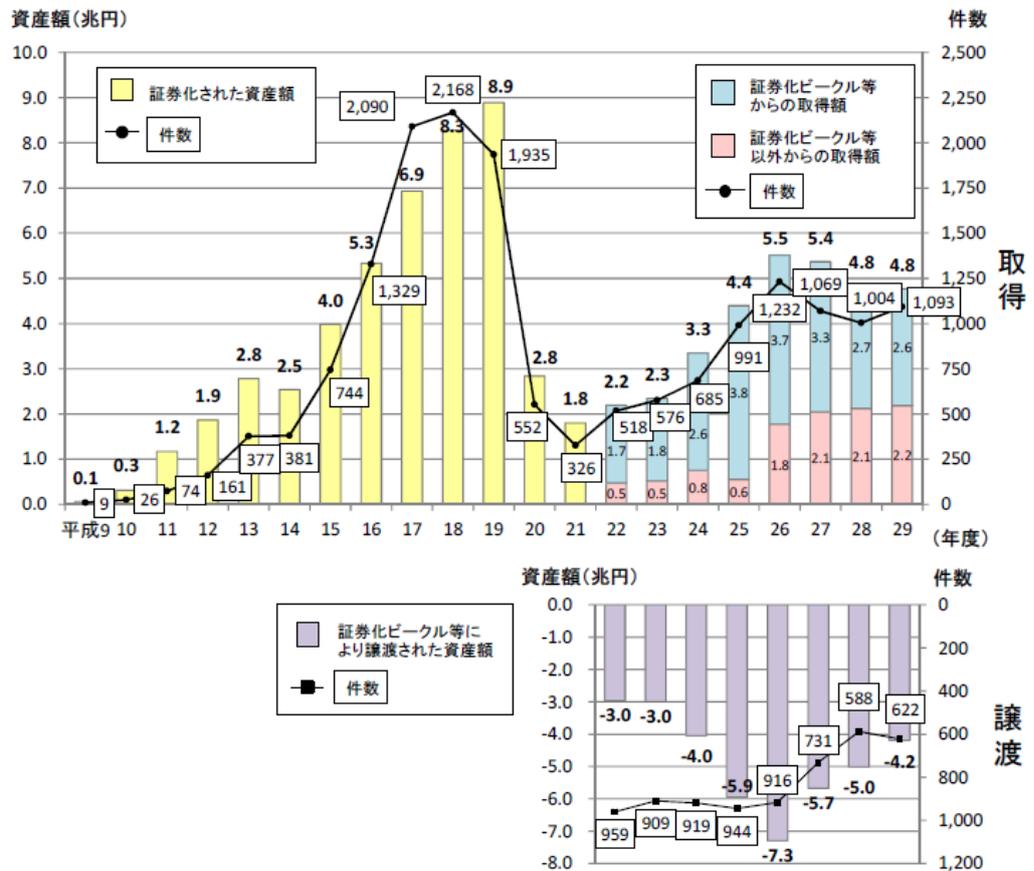
取得・譲渡件数には、TMKの実物不動産分は含まれていない(図表1の注2)。本調査は、元データの一つとして信託銀行が把握する不動産信託受益権の取得・譲渡実績を用いているが(公表資料末尾の「集計方法」参照)、実物不動産については(信託を用いていないため)信託銀行では把握できないことによるとみられる。

リートの取得額には匿名組合出資分等は含まれていない(図表1の注3)。ここでの匿名組合出資分等とは、実質的にはGK-TKスキーム等による匿名組合出資持分及びTMKが発行する優先出資証券(資産流動化法第2条第9項)を意味している。いずれもリートの主たる投資対象として位置づけられているが(不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則(一般社団法人投資信託協会)第3条)、匿名組合出資持分と優先出資証券のいずれについても、その出資対象となっている不動産等は、それぞれGK等の取得・譲渡分、TMKの取得・譲渡分に含まれているため、これをリートの取得分に含めると重複することになることから、除外しているとみられる。また、一般に不動産投資法人においては、匿名組合出資持分と優先出資証券は不動産等の取得に係る優先交渉権を確保するために用いられており、不動産投資法人が優先交渉権を行使して実際に不動産等を取得するタイミングで算入した方が、より不動産等の保有実態に即しているという面もある。

③ 平成21年度以前と平成22年度以降との集計方法の違い

本調査は、平成21年度以前と平成22年度以降とでは集計方法が異なり、平成21年度までの資産額には資

図表1 証券化の対象不動産の取得・譲渡実績の推移



注1:平成22年度調査以降は、不動産証券化のビークル等(リート、特定目的会社(以下「TMK」という)、GK-TKスキーム等におけるGK等及び不動産特定共同事業者をいう。以下「証券化ビークル等」という)が取得・譲渡した不動産又は信託受益権の資産額を調査している。リートには非上場の不動産投資法人を含む。
 注2:平成22年度調査以降の取得・譲渡件数は、証券化ビークル等が取得・譲渡した不動産又は信託受益権の件数である。但し、TMKの実物不動産分は取得・譲渡件数に含めていない。
 注3:リートの取得額は匿名組合出資分等(平成22年度約150億円、平成23年度約30億円、平成24年度約30億円、平成25年度約100億円、平成26年度約26億円、平成27年度約1億円、平成28年度約101億円、平成29年度約188億円)を含まない。
 注4:平成15年度調査から平成21年度調査までの資産額には資産の取得・譲渡を伴わないリファイナンスを含む。
 注5:内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しないことがある。

産の取得・譲渡を伴わないリファイナンスを含む(図表 1 の注 4)。いわゆる不動産投資ファンドにおいては、GK・TK スキーム又は TMK を用いることが多い。不動産投資ファンドの運用期間は、概ね 3～5 年程度といわれており、運用期間が経過すると保有不動産を処分し、投資家及び債権者に対して償還するのが原則である。ただ、運用期間経過時点での市場の状況等によっては、保有不動産の処分を行わずに改めて投融資を受ける、すなわちリファイナンスを行うケースもある。つまり、平成 21 年度以前の資産額には、このように証券化ビークル等による不動産等の取得・譲渡がなされていないケースも取得額に上乗せされている。証券化不動産の取得・譲渡実績を把握する意味では必ずしも適切とはいえないため、平成 22 年度以降はこの点を改めたことになる¹。

(証券化不動産の取得・譲渡実績の推移からみえてくるもの)

① 平成 9 年～29 年の取得実績の推移に係る時代背景

既に触れたとおり、本調査は平成 21 年度以前と平成 22 年度以降とでは集計方法が異なるため、時系列での詳細な比較は困難である。ただ、わが国の不動産証券化市場の長期的な動きをある程度追うことは可能である。

すなわち、平成 13 年の不動産投資法人の上場開始等を経て証券化不動産の取得額が急速に増加していき、平成 19 年頃にいわゆる不動産ミニバブルを背景に証券化不動産の取得額がピークを迎えた。ただ、同じ年の後半からの世界金融危機のあおりを受けて翌平成 20 年には証券化不動産の取得額が急減し、平成 23 年の東日本大震災の影響もあって平成 24 年ころまで不動産証券化市場は低迷する。その後、アベノミクスや日銀の金融緩和により不動産証券化市場にも資金が流れ込み J-REIT の新規上場も相次いだことで証券化不動産の取得額が順調に増加し、ここ 3～4 年は不動産証券化市場が安定期に入り取得額もほぼ横ばいで推移してきている。

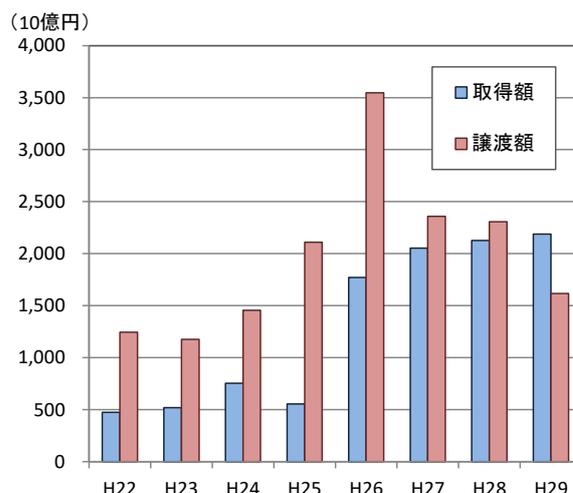
② 平成 22～29 年の取得額・譲渡額の推移から見えてくるもの

次に比較可能な平成 22 年度以降の取得額と譲渡額についてみると、平成 28 年度までは 7 年連続で譲渡額が取得額を上回っており、平成 29 年度に初めて取得額が譲渡額を上回った(図表 1)。

また、各年度の取得額のうち証券化ビークル等からの取得額は同じ年度の譲渡額の中にも証券化ビークル等への譲渡額として含まれているはずであるから、各年度の譲渡額から証券化ビークル等からの取得額を差し引けば、証券化ビークル等以外への譲渡額となるはずである。参考図 1 は、証券化ビークル等以外からの取得額と証券化ビークル等以外への譲渡額を年度別に示したものである。このグラフは、いわば不動産証券化市場へ新たにやってきた資産の額と不動産証券化市場から出ていった資産の額を示していることになる。

あくまで推察であるが、平成 20・21 年度頃には世界金融危機により多数の証券化ビークルが多額の損失を抱えるに至った。このうちリファイナンスが困難なビークルについては、平成 22・23 年頃に早々に損失を確定させてファンドを解散するなどした。リファイナンス等で何とかこの時期を乗り切ったビークルは、その後の不動産価格の上昇を受けて順次保有不動産を売却し投融資を償還し

参考図 1. 証券化ビークル等以外からの取得額と証券化ビークル等以外への譲渡額



¹ なお、これ以外にも集計方法の違いがあるようだが(例えば、件数の把握において、平成 21 年度以前は J-REIT については投資法人を 1 件として算出している。)、仔細が明らかでないためここでは触れない。

ていった。この時期は、オフィスビル等不動産に対する実需が高まった時期でもあるため、ある程度はリートが売却不動産の引受先になったものの、デベロッパー等も売却不動産の取得主体として大きなウエイトを占めていた（例えば、平成 26 年度では譲渡額 7.3 兆円のうち証券化ビークル等が取得した 3.7 兆円を差し引いた 3.6 兆円分、約半分は証券化ビークル等以外の者が取得した。）。

平成 26 年度以降、証券化ビークル等以外からの取得額はほぼ 2 兆円前後で推移してきている。つまり、不動産証券化市場への不動産の取り込み自体は安定的に推移している。他方、この間証券化ビークル等以外への譲渡額は明らかに減少してきている（参考図 1）。すなわち、世界金融危機以降続いてきた証券化ビークル等による保有不動産の売却傾向がほぼ収束し、平成 29 年度には証券化ビークル等以外からの取得額が譲渡額を上回るに至り、いわば安定成長モードに移行したのではないかと。

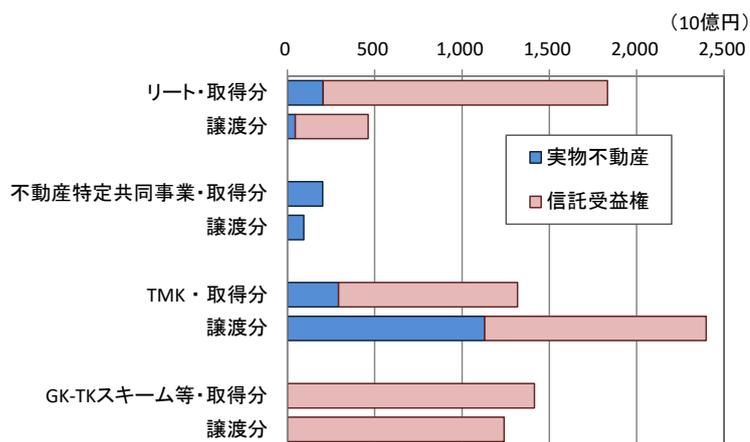
なお、証券化ビークル等、特に中・短期での不動産運用を行う不動産投資ファンドのビークルである TMK 及び GK 等においては、キャピタルゲインの確保を意図してファンドを組成しているはずである。いわば、今後価格が上昇するであろう不動産を購入し、価格の上昇により十分なキャピタルゲインを確保した不動産を売却する訳である。したがって、譲渡額には取得後の価格上昇分が含まれ、取得額よりも譲渡額が大きいということが必ずしも不動産自体の物理的ボリュームの減少、不動産証券化市場の縮小を意味するとは限らない点には留意する必要がある。

参考図 2. スキーム別の証券化の対象となる不動産等の取得・譲渡実績(平成 29 年度)

(スキーム別の実績)

① 平成 29 年度の実績

平成 29 年度に取得された資産をスキーム別にみると、リートが約 1.83 兆円で全体の約 38.0%を占めた。次いで GK-TK スキーム等が約 1.41 兆円、TMK が約 1.32 兆円、不動産特定共同事業が約 0.20 兆円となった。また、平成 29 年度に譲渡された資産は、TMK が最も多く約 2.40 兆円、次いで GK-TK スキーム等が約 1.24 兆円となった(図表 2-1:略)。



参考図 2 は、これをグラフ化したものである。全体的には、信託受益権の割合が取得分で 85%、譲渡分で 70%を占めており、実物不動産より圧倒的に多い。不動産証券化において信託受益権が用いられることが多いことについては、様々な理由が存する。まず大きいのは信託受益権売買の場合不動産流通税が課税されないことがある。他に、信託銀行が介在することにより取引や管理の安全性・信頼性が高まること、担保権の設定が容易であること(受益権に質権を設定することにより対応する。)などが挙げられる。

なお、GK-TK スキーム等については、実物不動産の取得・譲渡実績はない。これは、GK-TK スキーム等において実物不動産を投資対象とすれば、GK 等が行う投資運用行為は不動産特定共同事業に該当することになり、GK 等は不動産特定共同事業法上の許可を要することになるからである。ここでの GK 等は単なるビークル (SPC)、ペーパーカンパニーであり、同法の許可要件を満たすことは実質的に不可能である。GK-TK スキーム等が不動産信託受益権のみを取得・譲渡しているのは、このような制度的要因によるものである²。

² なお、平成 25 年の不動産特定共同事業法改正により、「特例投資家」に限定される等一定の制約の下で GK 等の SPC が特例事業者として不動産特定共同事業者となることが可能となっている。本年 6 月時点でこのスキームによる不動産特定共同事業に係

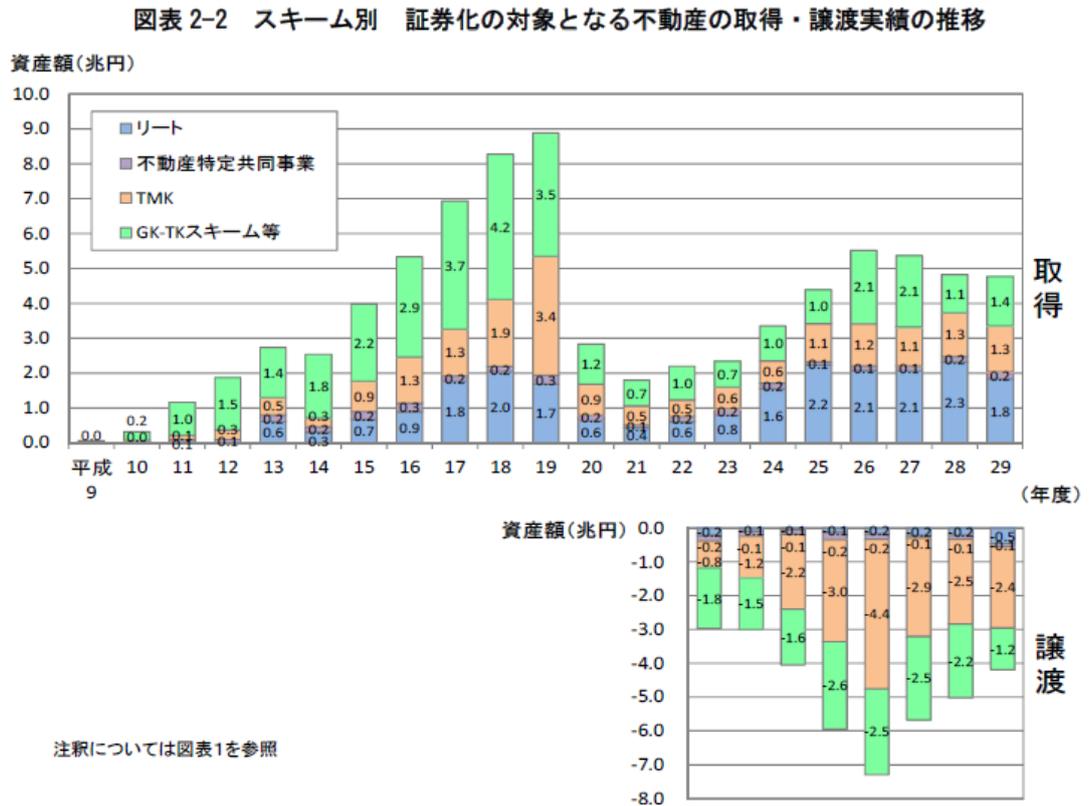
② スキーム別実績の推移(図表 2-2)

リートは平成 25 年度から毎年 2 兆円前後の取得で推移してきている。リートの性格上長期保有を旨としていることから、譲渡額は少額にとどまっており、いわば証券化不動産の安定的担い手として機能していることになる。GK-TK スキーム等と TMK は、中・短期での不動産運用に用いられていることもあり、取得額、譲渡額ともかなりの額で推移してきている。

スキーム別の割合の推移をみると、平成 18 年度頃までは GK-TK スキーム等がその比率をやや低下させつつも過半を占めてきていた。平成 19 年度頃から TMK の割合が GK-TK スキーム等の割合に拮抗するようになり、平成 24 年度頃からは取得分に占めるリートの割合が最も高い状況が続いている。リートの割合が高まったのは、長期保有される証券化不動産のボリュームが増加したことによるが、GK-TK スキーム等の割合が低下し TMK の割合が高くなった点については制度的背景によるところが大きい。

平成 16 年 12 月の証券取引法改正により、匿名組合出資持分が「みなし有価証券」に組み入れられ、平成 18 年 6 月の金融商品取引法制定により、信託受益権が「みなし有価証券」に組み入れられるとともに自己募集に係る規制が強化されるなど、GK-TK スキーム等については法的規制の強化が進んできた。一方、TMK については、平成 23 年 5 月の資産流動化法改正により、資産流動化計画の変更手続が緩和されるなど、法的規制が緩和されてきている。

かつては、TMK は GK-TK スキーム等に比べて非常に使いづらいという評価が一般的であったが、必ずしもそうではなくなり、TMK も不動産証券化市場においてさかんに用いられるようになった訳である。



(用途別・都道府県別の実績)

平成 29 年度に取得された資産額の割合を用途別にみると、オフィスが全体の 41.0%、次いで倉庫が 17.9%、住宅、商業施設がともに 12.4%となった(図表 3-2: 略)。用途の推移については、かつてはオフィスが圧倒的シェアを有していたが、その後住宅や商業施設の割合も高まり、平成 20 年代初頭までは、オフィス、住宅、商業施設がそれぞれほぼ横ばいのシェアを保ってきた。平成 20 年代半ばから、電子商取引の拡大等を背景にして倉庫

る許可業者は 30 以上存する(「不動産特定共同事業者許可一覧」(国土交通省))。平成 28 年 3 月までに特例事業(同法第 2 条第 8 項)は 34 あり(「不動産証券化ハンドブック 2017」((一社)不動産証券化協会) p164~)、この中には GK 等が事業者であるものも含まれていると思われる。

(物流施設)の割合が高まるとともに、外国人観光客の増加等を背景にしてホテル・旅館の割合も高まってきた。

平成 29 年度に取得された資産を所在地別でみると、東京都 436 件、神奈川県 102 件、大阪府 95 件、千葉県 80 件、愛知県 68 件、福岡県 55 件の順となった(図表 4-1:略)。立地の推移については、平成 20 年代半ばまで東京都とそれ以外とがほぼ半々かやや東京都が多い傾向が続いてきた。しかし、東京都心部等での物件枯渇や物件取得競争の激化等を背景に、ここ数年は東京都以外のシェアが高まり、6 割強を占めるに至っている。

すなわち、証券化不動産については、用途においても立地においても分散化傾向が顕著になってきている。これらの傾向は、J-REIT の保有物件にみられる傾向でもある³。

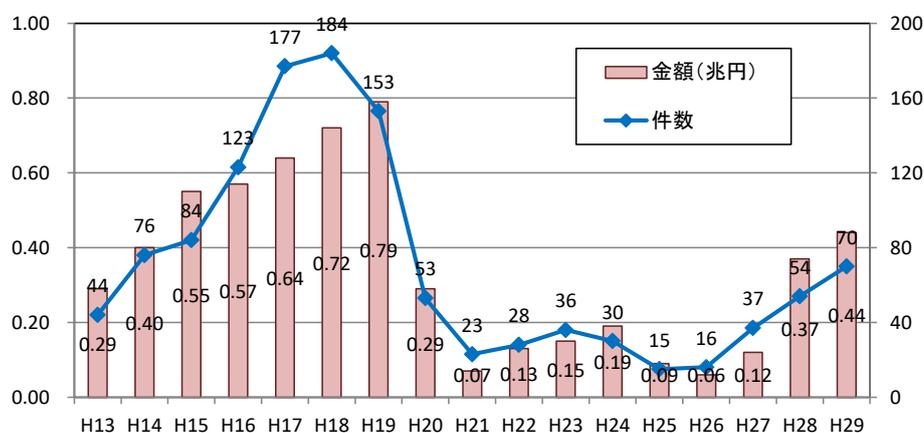
(開発型証券化の実績)

不動産の開発資金を証券化により調達する、いわゆる開発型の証券化については、アンケート調査によると、平成 29 年度は 70 件、約 0.44 兆円となった(図表 5:略)。参考図 3 は、図表 5 をグラフ化したものである。

開発型証券化の実績は、平成 19 年度ころまでは順調に増加してきたが、世界金融危機を受けて平成 20 年度に急減し、その後平成 27 年度くらいまで低迷が続いていた。ただ、この 2 年ほど実績が回復しつつある。世界金融危機により、不動産証券化におけるデット部分の流動化を担う ABS、特に CMBS 市場が壊滅的な打撃を受け、投資家のリスクオフ指向もあって開発型証券化は急減したが、ここ数年の金融市場の再生を受けて開発型証券化市場にも資金が流入するようになったようである。

開発型証券化は、不動産の開発資金をデベロッパー等のコーポレートファイナンスではなく、プロジェクトファイナンスにより調達する手法である。デベロッパー等が単独で事業リスクを負担せずに開発段階から資金調達が可能な点で開発側にとって有効な手法である。他方、投資家にとっては、投資の初期段階ではインカムゲインが存しないこと、既存物件に比較して開発完了後の収益が不確実であること、開発者倒産等による事業破綻の可能性があることなど、通常の不動産証券化にはないリスクが存する。もちろん、高い収益が確実に期待できるが、デベロッパー等単独では資金を調達できないような開発案件などに極めて有効な手法であり、今後も活用が期待される。

参考図 3. 開発型証券の実績の推移



(むすび)

以上、平成 29 年度「不動産証券化の実態調査」の結果を紹介し、関連事項について簡単に触れるとともに、調査結果の背景にある事情についての推察も試みた。本調査は、不動産証券化市場の変遷をみる上で大変有意義な調査であり、今後とも継続的実施と更なる内容の充実、より詳細かつわかりやすい記述を期待したい。

(齋藤 哲郎)

³ J-REIT については、リサーチメモ「J-REIT にみる不動産投資対象エリアの変化について」(2017 年 11 月 30 日)、「J-REIT における投資対象不動産の用途の広がり」(2018 年 3 月 1 日)、「J-REIT における都道府県・市区町村別の不動産投資傾向」(2018 年 5 月 1 日)を参照されたい。