

【特集 不動産証券化事業における今後の課題について 2】

不動産証券化の不動産開発事業への適用可能性について

三 國 仁 司

1. 不動産の証券化と不動産の価値

資産・債権の証券化を簡潔に定義すると、「対象となっている資産・債権（集合体を含む）から得られる価値の分配に参加者を募ること」となるだろう。従って、不動産の証券化商品とは、不動産から得られる価値の分配に参加する権利を表象したものであるということになるし、投資家は対価を支払ってこの参加権を獲得することになる。そして、不動産の証券化で投資家に分配される価値とは、具体的にいえば、対象不動産の①稼働収益金（賃料や地代からそれを獲得するための諸費用を控除したもの）と②売却代金になる。稼働収益金は不動産の利用価値そのものだが、実は売却代金も、今後得られるであろう稼働収益金を一度に実現したものと考えることが可能であり、利用価値の表現形態の一つとみなすことができる。そうすると、不動産の価格を決めるのは、その利用価値の大小ということになり、「不動産そのもの」に価値があると考える必要はなくなってしまう。

しかし、「未利用の更地が売買されるのは不動産そのものに価値があるからではないか」と思われるかもしれないが、これは潜在的な利用価値があるからであって、「不動産そのもの」に価値があると考える必要はないのである。不動産の利用価値について、その現状と可能性という点から考えてみると、顕在化しているものと潜在的なものに分類することができる。顕在化している価値（＝顕在価値）とは、既に利用価値が目に見える具体的な金銭收受の形をなしているものを指し、潜在的な価値（＝潜在価値）とは、将来利用価値が得られるようになった場合に確実に獲得できるものとして想定されたものを指している。そして、今得られている顕在価値を、これからも毎年獲得されるものとして現在価値に割り引き、それを合計したものが、DCF法による不動産の収益還元価格となる。一方、将来のある時期から以降に、毎年獲得できるようになるものとして「想定」された潜在価値を現在価値に割り引き、それを合計したものから、これを獲得するために投下されることになるであろう金額（整地などの基盤整備費用、建物建設費用、これらの資金調達に伴う支払金利や公租公課等）を控除したものが、DCF法から算出される未利用更地の「物件価格」ということになる。すなわち、未利用地の価格といえども、想定される潜在的な利用価値の大小によって決まることになるのである。

不動産の証券化では、その期間を定めると、この期間内に確実に得られる利用価値（稼働収益金か売却代金かを問わない）で利払いと償還を完了しなければならない。もし、こ

の一定期間経過後も、まだかなりの期間に亘って稼働収益金を獲得することができるならば、それを一度に実現させたものとしての売却代金を獲得することができるだろう。それは収益還元価格を決定する場合の「復帰価格」に相当することになる（ただし、復帰価格は獲得されるであろうとして想定されるものであって、実際の売却価格と異なることは避けられない）。売却代金を獲得する代わりに、再度証券化を行ってもよいし、金融機関から借入れを行ってもよいのだが、この場合の金利水準は、当初に証券化を開始したときの金利水準と同一であるとは限らない。そこで、たとえ金利変動が生じても資金の再調達が可能と思われる金利をあらかじめ決めておき、稼働収益金を獲得できる期間——たとえば建物の耐用年数——の稼働収益金をこの金利で現在価値に割り引いたものの合計を算出すると、これが当初に証券化を行う際の証券発行可能金額ということになる（このときの金利が「割引率」ということになる）。もし、物件の売却により償還資金の獲得を予定しているとする、復帰価格を設定するということは、決して意味のないことではないが、それをどのように、そしてどの水準のものとして決めるかは、非常に重要であり、かつ難しい問題となる。それでも、売却価格や復帰価格が物件の売却時以降に得られるであろう稼働収益金を一度に実現させたものであるならば、それは、売却や復帰価格を想定する時点までの稼働収益金の動向や変化率に影響されたものになるだろう、とすることはできる。

さて、割引率は、金利変動が生じても資金の再調達が可能となる金利でなければならないが、それを決めるには一定の規準が必要であろう。その場合に参考となるのは、金融商品の投資で採用される

$$\text{割引率} = \text{基準金利} + \text{リスク率}$$

であろう。そして、このリスク率は、さらにいくつかの要因から構成されるだろう。

まず第一は、「投資対象としてのリスク」である。不動産であれば、不動産投資のリスクをどの程度とみるかというものである。このリスクは、投資対象となる物件の所在地や利用形態（オフィス、住居、商業施設、あるいは複合施設など）によって差が生じるだろう。しかし、利用価値が既に顕在化している物件であれば、基本的には不動産投資はミドルリスクと考えてよいのではないだろうか。リスクとリターンの関係で言えば、ミドルリスク・ミドルリターンである（注1）。

第二は、「投資中断に伴う換価リスク」である。不動産の場合は、思い立った時に即座に売買できるほど取引に柔軟性があるわけではない。むしろ、売買や譲渡による換価はかなり困難と考えた方がよい。従って、このリスクはかなり大きいとしなければならない。なぜなら、売買や譲渡による換価が難しいということは、リスクの回避が難しいということの意味するからであり、それを補うものとしてリスク率の上乗せ（収益性という観点からすると、収益率の向上）が必要となるからである。そして、今後の金利上昇懸念がある場合には、このリスク率は一段と大きくなる。なぜなら、金利上昇によって投資対象の時価評価額は下落するが、譲渡してリスクを回避することが難しい場合、次善の策となるの

は「実損」の回避であり、調達金利が上昇しても投資対象から得られる収益率が高いほど実損は発生しにくくなるからである。このリスクも、投資対象となる物件の所在地や利用形態によって差が生じるであろう(注2)。

第三は、「税制や会計制度の変更などの不確定要因によるリスク」である。不動産の場合は過去に重課が行われたこともあり、注意が必要かもしれない。ただし、このリスクは全ての不動産について平等となるだろうから、前二者のように、物件によって差が生じることは、おそくないと考えてよいだろう。

さて、稼働収益金は、賃料水準や空室率が変動しても変化するし、修理修繕費や維持管理費、損害保険料や公租公課などが変動しても変化することになる。従って、稼働収益金は毎年変動すると考えなければならない。そこで、稼働収益金の変動するシナリオが必要となる。このシナリオ作成に当たっては、不動産投資インデックスによる解析が、かなり有効なものとなるだろう。特に、潜在価値はまだ利用価値そのものが現実とはなっていないだけに(潜在価値はあくまでも「想定」したもので、前提条件が変われば当然変化する)、その妥当性を確保するためには、統計データやそれに基づいて作成される不動産投資インデックス、さらに将来のインデックスの動きを示す「予測値」から、想定されるようになることが必要であろう(注3)。おそらく予測値は、今後の動向については「水先案内」の役目を果たし、実際の不動産投資に影響を与えるようになるだろう。また、予測値は実績値による修正を受けることにより、修正の原因が明らかとなり、それによってDCF法による収益還元価格算出の精度が向上するようになるだろう。

2. 不動産証券化の二つの方向

不動産の証券化は、不動産の根源的な価値である利用価値を投資家に分配するものであり、その利用価値には前節で述べたように顕在価値と潜在価値があることから、どちらの利用価値を投資家に分配するかで、二つの証券化が可能となる。

一つは、既に顕在化している利用価値の分配を目指す証券化で、これが、いわゆる「不動産の証券化」と言われているものに該当する。この場合、対象物件から長期間に亘って安定した利用価値を得られるかどうか、重要なポイントとなる。なぜなら、獲得される利用価値で投資家への利払いと償還を行ってそれを完了させなければならないからである。

もう一つは、潜在的な利用価値を顕在化させ、その分配を目指すという証券化であり、これは「不動産開発事業(プロジェクト)の証券化」ということになる。この場合、投資家への利払いと償還は、顕在化されるであろう利用価値(現状ではまだ潜在価値にとどまっている)に依存することになる。より具体的にいえば、潜在価値が顕在化された時に、それを一度に実現することになる「竣工物件の売却価格」に依存することになる。しかし、利用価値が現実のものとなっていないがために、

①それがいつ顕在化するのか(時期の問題)、

②顕在化したものが想定したものを上回っているのかどうか（金額の問題）、によって竣工時の売却価格が異なってくる。そのためこの証券化は、前者のいわゆる「不動産の証券化」と比べると、かなりリスクが高くなってしまふことは避けられない。しかし、この時の物件購入者は、改めて顕在価値の得られる不動産として、それを証券化して購入資金の調達を行うことができるだろう。

以上二つの証券化の関係を図で示すと、図1のようになる。

さて、証券化は見方を変えると、事業に参加するという側面を持っていることがわかってくる。すなわち、不動産の証券化が、対象となった不動産から得られる利用価値を投資家に分配することだとすると、投資家は利用価値を獲得するための、その事業に参加するという側面を持つことにもなるのである。そこで、顕在価値の分配を対象にした証券化は、不動産「賃貸事業」に参加するということになるし、また、潜在価値の実現とそれが現実のものとなった時の価値分配を対象にした証券化は、不動産「開発事業」に参加するということになる。そして、前者であれば、事業継続中は稼働収益金を受け取ることができるし、事業をやめて物件を処分すればその代金を受け取ることができる。しかし、後者の場合は、開発事業がうまく行って初めて竣工物件を処分することができるのであって、事業の中断は開発事業の失敗とほとんど同義となってしまう。開発途中の物件を処分しても、投資金額を回収することはほとんど不可能となるだろう。たとえ、このような事業への参加が投資であっても、それを途中で止めることは、決して容易なことではないだろう。すなわち、投資家としての投資持分の換価と第三者による肩代わりは、非常に限られたものとならざるを得ないということである。この意味で、開発事業はハイリスクであり、それに見合ったりターンが可能となるように、前節で述べたリスク率が調整されなければならない。そして、ハイリスクであるがために、開発事業者はそのリスクを一手に引き受けるのではなく、分散することが必要となってくるのである。そして、引き受け手には、ハイリスクに対応したハイリターンがもたらされる可能性のあることが、示されなければならない(注4)。このようなリスク分散の方法と、そのリスクに見合ったりターンを実現するものとして、証券化——この場合は「不動産開発事業の証券化」——を捉えるべきであろうし、それを可能にする条件を整備する必要がでてくるのである。

3. 不動産開発事業の証券化

不動産開発（あるいは再開発）には、二つの段階がある。第一段階は、不動産開発・再開発についての地権者の意思を統合して対象地域の権利を一つに纏め上げるものであり、第二段階は、開発・再開発の工事着工から基盤整備・建物建設を行って竣工するまでのものである。そして、この各々の段階で証券化が機能すると考えられるのである。

不動産開発は、対象となる不動産の潜在的な利用価値を顕在化するために行うものではあるが(注5)、潜在価値そのものが「想定」されたものであるというところに、地権者の

意思統一の難しさがある。なぜなら、

- ・潜在価値そのものが不明確であり、かつ変動の可能性が大きいこと、
- ・顕在化するまでの期間が不明確であること、特に、地権者の権利調整が長期化した場合には費用増加（金利負担を含む）の可能性が大きいこと、
- ・前者によって開発事業・再開発事業の採算性に不安が生じやすくなること、

等により、地権者間で開発・再開発の経済性についての考え方が異なってくるからである。そこで必要となるのは、潜在価値の想定にできるだけ妥当性を確保することと、地権者の権利調整の時間短縮である。

潜在価値の想定に妥当性を確保するためには、第1節で述べたように、不動産投資インデックスの「予測値」が必要となるだろう。インデックスは過去のデータに基づく投資収益の動向を示すが、そこからさらに進んで、GDPの予想とそれによる金利変動を加味して、不動産の需給バランス（空室率が含まれる）、賃料水準等の動向を予測し、インデックスの予測値を提示することが求められるようになるだろう（注6）。このようなインデックスは、地域細分型の方が対象地域の投資収益の動向をより適確に表すだろうし、従って、地域細分型インデックスの予想値は、全体的なものよりも、不動産開発の採算性のチェックや事業の開始や変更を決める上で重要な役割を果たすであろう。また、インデックスが対象としている物件が標準化されたものであれば、地域細分型では各地域ごとに標準物件が想定されるわけで、個別物件が、どのような項目でどの程度標準化されたものから異なっているかの調整を行うことで、両者の乖離を説明することができるようになるだろう。このようなインデックスの予測値に基づいて不動産開発・再開発の対象となっている事業の潜在価値を想定すれば、かなりの程度妥当性が確保できるのではないかと。そして、潜在価値が妥当性を確保することができれば、それは地権者に対して説得力を持つようになるだろう。すなわち、地権者の合意形成の促進や権利調整の時間短縮につながる可能性が出てくるということである。

権利調整の時間短縮につながるものとしては、もう一つのことが考えられる。それは、開発所要資金の調達である。開発所要資金の調達に不安がないのであれば、地権者の合意形成と権利調整の時間短縮に役立つであろう。しかし、それは、合意形成や権利調整がうまくいかなかった場合は、資金調達も機能しなくなるということと裏腹の関係にあることに留意する必要がある。そして、本節の冒頭で、不動産開発の二つの段階それぞれで証券化が機能すると述べたが、第一段階は地権者の合意形成や権利調整を証券化の手法で行おうというものであり、第二段階は開発所要資金の調達を証券化の手法で行おうというものである。それは、以下になるだろう。そして、時間短縮にもつながるだろう。

不動産開発・再開発を、対象となる土地の買収（いわゆる「地上げ」）から基盤整備・建物建設までのすべてを開発事業者が自力で行おうとすると、長時間と多額の資金が必要となる。そして、この買収資金は、物件が竣工するまでは支払金利や公租公課の負担とは

なっても、全く利用価値を生み出すことがない。そのため、時間がかかればかかるほど、その負担は大きくなるし、全体の所要資金が増加して収益性の低下と資金回収の超長期化を招くことになる。対象となる土地の買収は極力抑えた方がよいのである。そこで、図2に示すような土地に対する持分権の証券化とでも表現できるものが必要となろう。これは、再開発組合の代わりに特定目的会社（平成10年9月施行の通称「SPC法」に基づくもの）を利用して地権者の合意形成と権利調整を行い、もし地権者の中で転出希望者がいれば、その持分を地方自治体やデベロッパーが購入するというものである（注7）。建物竣工後、地権者がその物件を利用したいというのであれば、テナントあるいは借家人となればよく、希望する部分の利用に対しては相応のテナント賃料や家賃を支払わなければならないことになる。ただし、地代を原資とする利用価値を受け取ることができることから、純負担額はそれほど大きくはならないだろう（元の権利の価値と、借家の価値により異なる）。このような特定目的会社は合意形成のできた地区や街区ごとに設立すればよく、それがさらに受け皿となる信託会社へ土地信託することで全体としてより大きな地区・街区の開発や再開発をひとまとめにして行うことが可能となる。このような証券化は、これまでの土地・建物一体の証券化とは異なり、「土地の流通性」を増大させる効果をもたらすだろう。

第二段階は、工事着工から竣工までの開発所要資金を調達するための証券化である。不動産開発事業は、竣工すれば一応成功といえるが、想定していた潜在価値以上の利用価値が得られなければ、最終的に成功したとは言い切れない。まして、工事の中断は開発事業そのものの失敗ということになる。すなわち、開発事業はハイリスクであり、所要資金の提供者は、引き受けるリスクを軽減することが必要となる。その方法としては、多数の資金提供者によるリスクの分散と引き受けということにならざるをえないだろう。そして、資金提供者間でリスクの負担に濃淡を設ければ——たとえばエクイティ部分の引き受けとデット部分の引き受けのようにすれば——信用補完としても利用することが可能となる。証券化は、このような資金提供者一人当たりのリスクの引受け額を小さくする方法として、また、引き受けたリスクに濃淡をつける方法として、非常に優れているのである。

開発事業への資金提供方法としては、対象事業（＝プロジェクト）だけに求償する「プロジェクトファイナンス」がある。このようなプロジェクトファイナンスでさえわが国では一般化していないのに、ましてや開発事業の証券化はできないのではないか、と思われるかもしれないが、それは、むしろ逆転させて考えた方がよいであろう。すなわち、証券化できる可能性があるからこそ、プロジェクトファイナンスが可能になる、とするのである。金融機関がハイリスクと思われるプロジェクトファイナンスを実行できるのであれば、それを全て一身で引き受けるよりも分散した方が理にかなっている。プロジェクトファイナンスを実行した金融機関は、いずれリスクの分散やリスクに見合った収益以上の収益増大を狙って、それを証券化したり分売したりするようになるのである。極言すれば、証券

化や分売の可能性がゼロであれば、金融機関はプロジェクトファイナンスを全く行わないか、行ってもごくごく小額にとどまることになるのである(注8)。そこで、図3に示すような試案が考えられるだろう。ここでは、金融機関による資金提供(デット部分)と、ファンドなどの不動産投資家による資金提供(エクイティ部分)とに分けてみた。プロジェクト会社への株式出資はデベロッパーやゼネコンによって行われるだろうが、エクイティ部分の資金提供額が増えれば株式出資分を減らすことが可能となり、それだけデベロッパーやゼネコンのリスク負担は減少する。しかし、投資家によるエクイティ部分のリスクは大きくなることから、それは多数の投資家や資金提供者によって薄く広く負担されるようにしなければならない。最も効果的なことは、資金提供の上限額を決めることであろう。そうすれば、たとえ超ハイリスクであってもリスク負担は可能となる。それによって、不動産開発事業を含むプロジェクトの証券化が、機能するようになるのである。

わが国の不動産取引の活性化のために今必要なことは、ハイリスクを広く薄く負担できる「投資の仕組み」である(これを「日本型ハゲタカファンド」と呼ぶこともできる)。そのためには、投資対象の情報開示はもちろん必要だが、投資家にはリスクに慣れ親しむという感覚も必要だろう。リスクを楽しむという点で投資を見なおせば、不動産開発の証券化商品への投資は、長期間投資を楽しむことができるし、リスクに慣れることにもなるだろう。また、潜在価値が形を成してくるのが見えるという点でも、投資を実感することができるだろう。不動産開発の証券化は、投資の対象として面白いだけでなく、わが国経済の復興のためにも必要不可欠なのである(注9)。

注意 : 本稿の意見にかかわる部分は、筆者の個人的見解です。

(注1) 利用価値がまだ潜在的なものに止まっているものでは、「想定」した潜在価値がそもそも顕在化するか、顕在化したとして想定した水準どおりかどうか不明確である。従って、そのリスクは「ハイリスク」とならざるを得ない。詳細は第2節を参照のこと。

(注2) 潜在価値に止まっている物件の利用価値を顕在化させようという場合、その行為の中断は顕在化の試みの失敗(=開発事業の失敗)につながる。事業参加からの撤退(投資の中断)と第三者への肩代わりは、非常に難しい。詳細は第2節を参照のこと。

(注3) 不動産投資インデックスの予測値ではないが、賃料やその変動率については予測値が提示されるようになっている(参考図参照)。

(注4) 右肩上がりの土地神話が継続している間は、土地の値上がりがハイリスクを吸収することができた。しかし、バブル崩壊後は、土地にリスクの吸収を求めることはできな

くなっている。ここは、事業者が事業リスクの負担者を外部に広く求めるしかないのである。巨大なハイリスクを、広く薄く負担することによって小額のハイリスクに置き換えれば、機関投資家だけでなく一般個人であっても負担することが可能となる。それはたとえば、「宝くじ」のようなものである。当たれば大きいですが、はずれても数千円～数万円の損失で済むようなものである。

(注5) 不動産再開発は、対象地域が持つ現状の顕在価値よりも潜在価値の方が大きいときに、それを顕在化させるために行われる。顕在価値を否定し、まだ現実のものとなっていない潜在価値を実現しようとするところに、再開発のそもそもの難しさがあり、地権者の潜在価値に対する考え方に大きく差が生じることにもなる。

(注6) インデックスに求められているのは、価格変動や収益率変動の「リスクヘッジ」機能である。そのためには、「先物」が必要となる。不動産投資インデックスの先物を作ることは口で言うほど簡単ではないが、その第一歩として、先物のように機能するであろう「予測値」が示される必要があると、筆者は考えている。インデックスとその予測値を提示しようと努力されている方々には、敬意を表したいと思う。

(注7) SPC法上では、図2に示した土地の現物出資はできないが、資金の移動を考えれば図に示した効果は実現可能である。まず特定目的会社が地権者から土地を購入し、その代金を支払う。次にその代金を調達するために優先出資証券を発行し、その全額を地権者に購入してもらうのである。この場合の問題は、地権者に不動産譲渡に伴う税金が発生してしまうことで、この課税は優先出資証券を換価するまで行われないようにしないと、このような方法を採用の意味がなくなってしまう。

(注8) 一金融機関当たりのプロジェクトファイナンスの金額がごくごく小額でも、多数の金融機関が参加してリスクを引き受けてくれれば、開発事業者の資金調達はうまく行くことになる。しかし、これからの金融機関に求められることは、引き受けたリスクを転嫁することができるかどうか、転嫁条件はどのようなもので、それで採算確保ができるかどうか、という視点であろう。たとえば、リスクを引き受けることは可能でも、それが適正マージンを確保しているかどうかという観点からのチェックは必要である。

(注9) 投資に伴うリスクに慣れてそれを楽しむという点では、デット部分の証券化商品よりもエクイティ部分の証券化商品の方が良いだろう。その意味から、不動産特定共同事業法に基づく「不動産の小口化」商品を、改めて見直す必要があるだろう。

投資家にリスクに慣れてもらうには、仲間による「投資クラブ」のようなものがふさわ

しい。この点では、共同事業である「不動産小口化」商品の方が不動産投資を実感できるだろうし、共同事業として不動産開発を行ってもよいのである（三菱地所のマンション開発に東京海上が事業参加した例がある）。その方が、「おらがビル」や「おらが事業」という感覚を抱きやすくなり、開発の成果を実感することにもなるだろう。

〔みくにひとし〕

〔㈱日本格付研究所 格付企画部 ABS室長・主席審査役〕

図1：2つの証券化の分類図

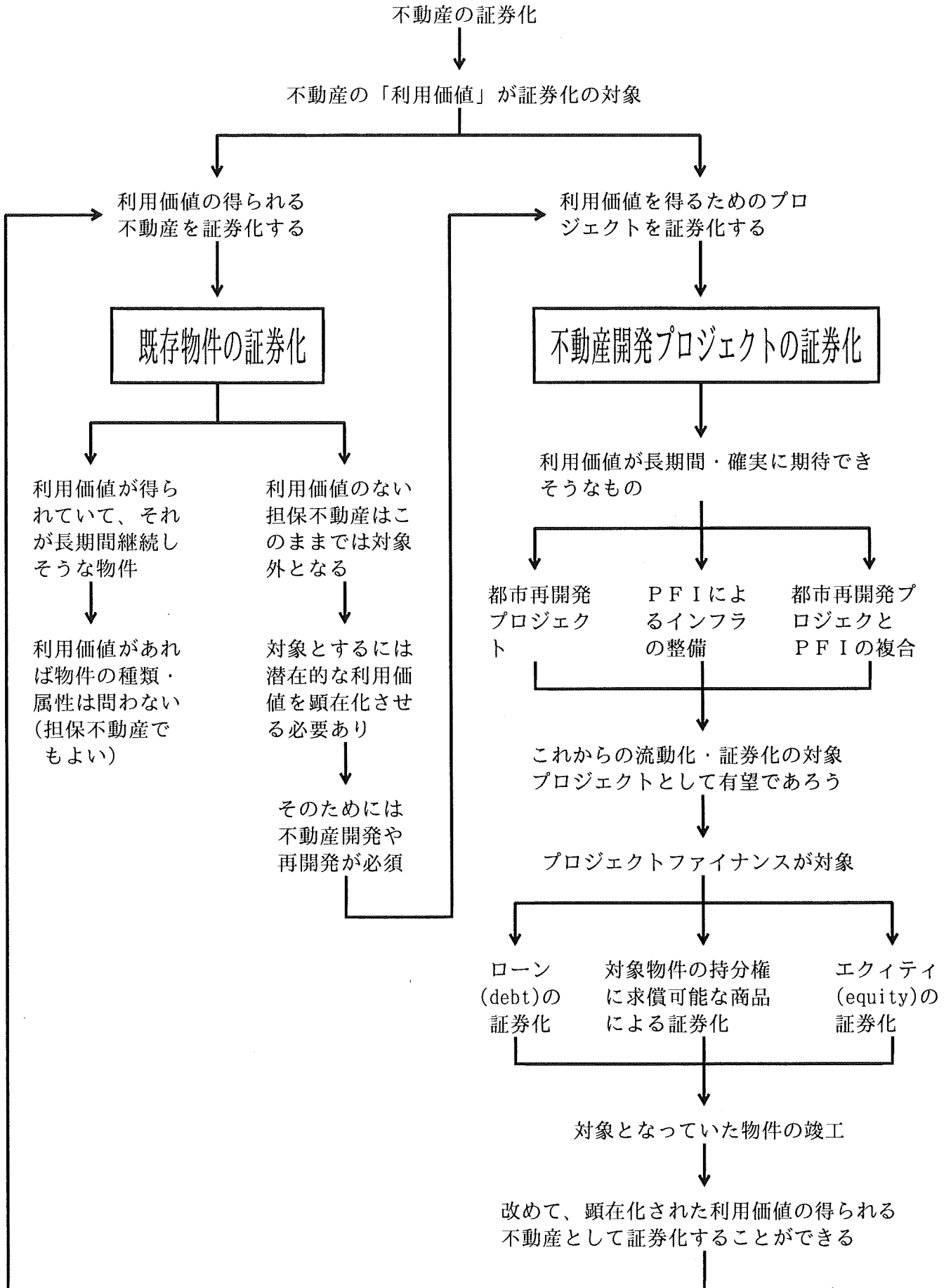


図 2：特定目的会社を利用した不動産開発の主体 — 持分権の証券化試案

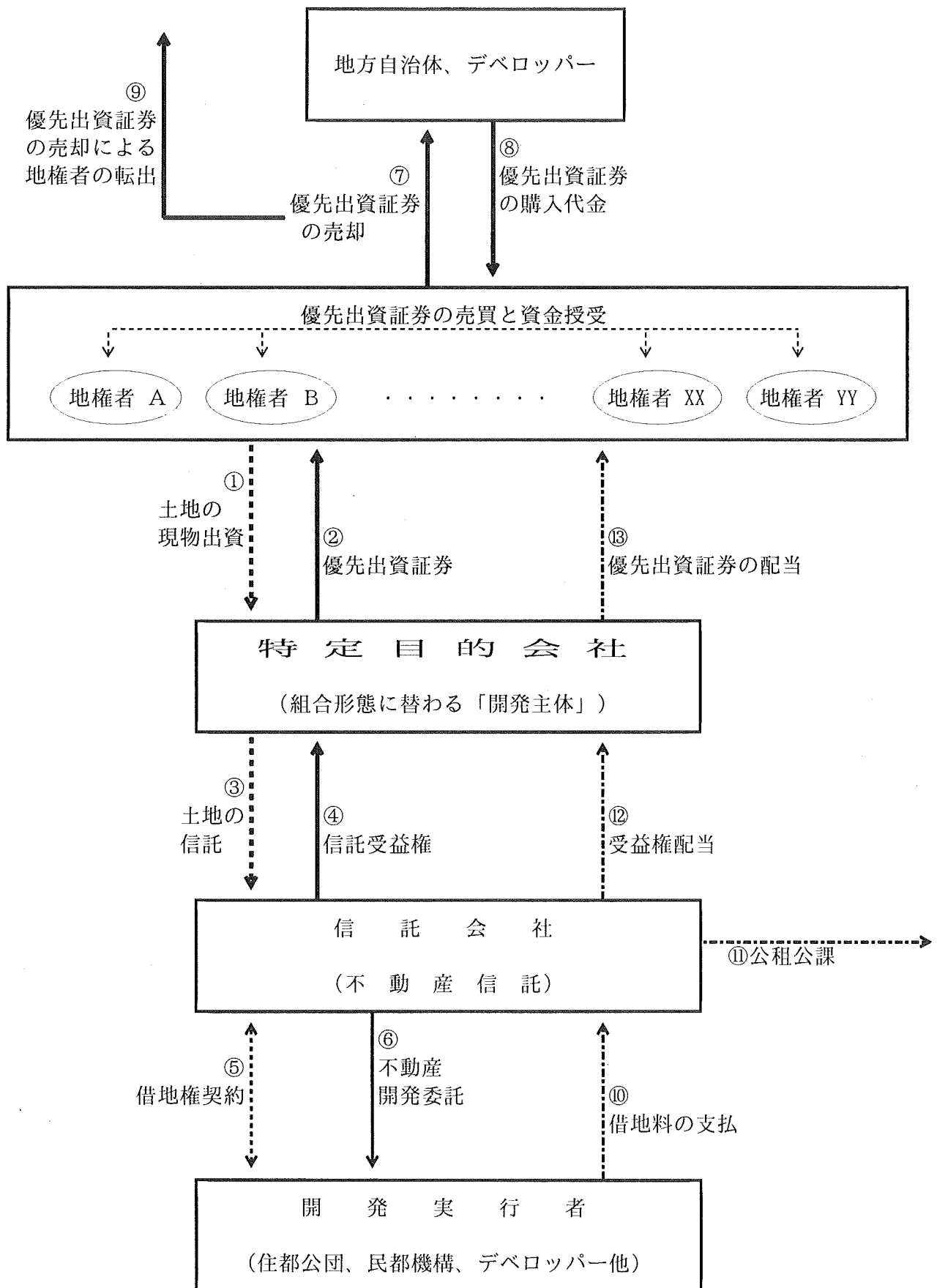
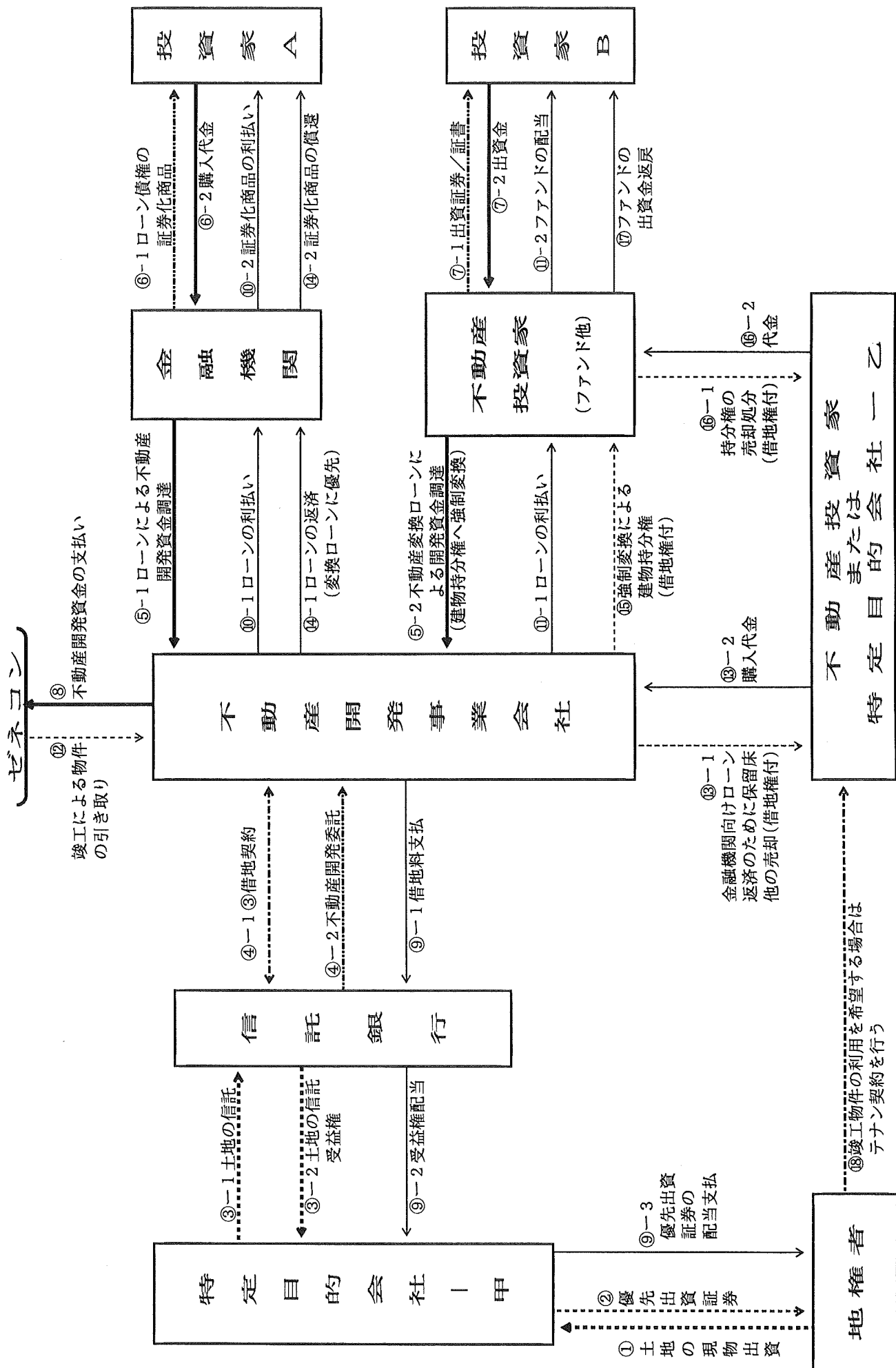
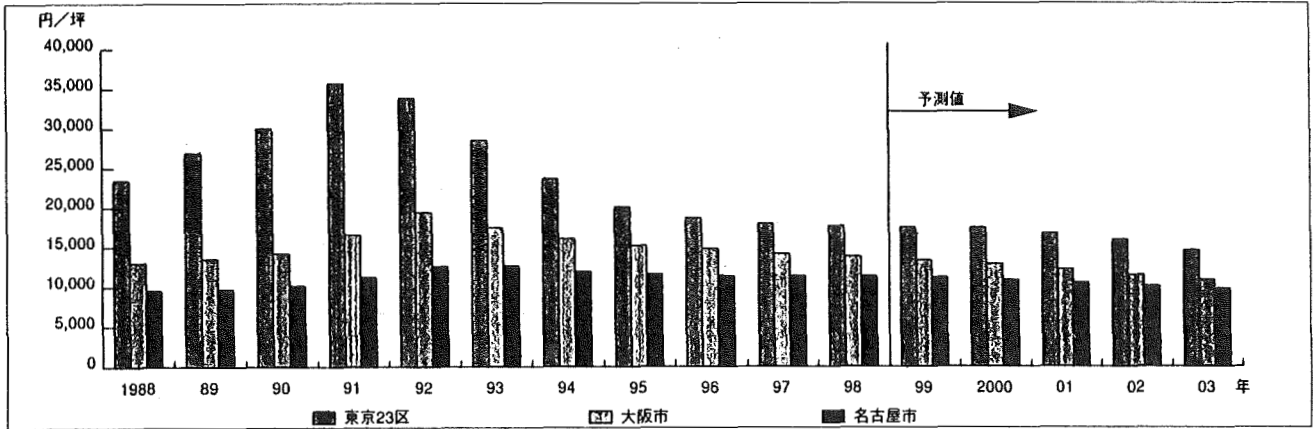


図3：特定目的会社と不動産開発事業会社による開発一試案

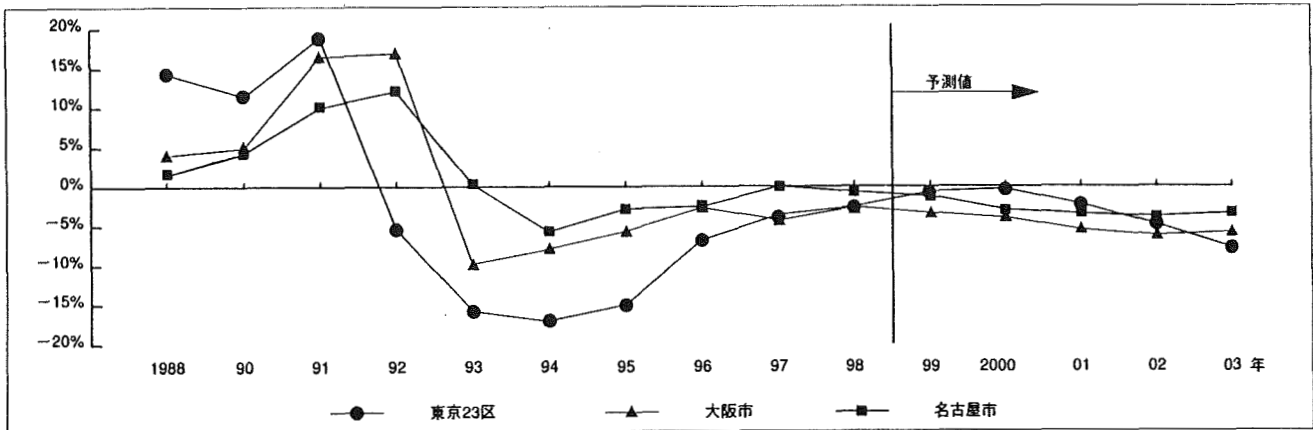


参考図：東京、大阪、名古屋における賃料とその変動率の推移—実績と予測

■ 実質賃料



■ 賃料変動率



出典：「不動産白書 '99」（株式会社 生駒データサービスシステム）