

【寄稿】

「不動産の証券化実態調査」結果について

白石 秀俊

1. はじめに

「不動産の証券化実態調査」は、平成13年版土地白書の作成に当たり、不動産の証券化の全体像を把握するために実施したものである。

不動産の証券化は、本年9月10日に不動産投資ファンド（いわゆるJ-REIT）が東京証券取引所に上場され、資産運用型の商品が広く国民の投資対象となったという点で新しい局面に入った。しかし、企業の資金調達や財務指標の健全化等々のニーズは引き続き強く、資産流動化型の証券化も活発に行われている。

「不動産の証券化実態調査」は平成12度末（平成13年3月31日）現在の実態を調査したものであるが、これまでの我が国の証券化の流れを振り返るとともに、我が国の証券化の現状を考察する際のひとつの資料として意義があると考えられることから、本稿でその詳細な結果を報告する。

2. 調査概要

(1) 調査方法

本調査は、(社)信託協会を通じ加盟の信託銀行に対して調査票を送付する方法によって実施した。信託銀行に対して調査票を送付する方法をとったのは、不動産を流動化する場合、流通課税の負担軽減のため、そのほとんどが信託受益権の形で売却されており、信託の活用実績を調査すれば、不動産の流動化の実績を把握できると考えたからである。原則として、資産流動化型の流動化はプライベートで行われる場合がほとんどで、その実態は公開されないことが多いことにかんがみれば、信託の活用実績の観点から調査することは、最も信頼性が高い調査手法と考えられる。

さらに、信託銀行では把握されていない次の案件については、以下の方法により調査して集計結果に追加した。

①資産の流動化に関する法律（SPC法）に基づく案件で特定資産が信託受益権でないもの

→平成12年末までの実績については、財務局において公衆縦覧に供されている資産流動化計画及び資産流動化実施計画に基づき調査した。平成13年1月から3月の実績については法律改正により公衆縦覧が行われなくなったため、公表資料等により把握できる範囲で調査した。

②不動産特定共同事業

→国土交通省総合政策局不動産課とりまとめの実績に基づき調査した。

なお、平成13年度税制改正によって、実物不動産をSPC法に基づくSP

Cや投資信託・投資法人に譲渡する場合には、流通課税について信託を活用した場合とほとんど同程度の軽減措置が受けられることとなり、今後、実物不動産そのものを売却する事例も増えることが予想される。しかしながら、流動化をプライベートで実施する場合には、一般の有限会社や株式会社を活用することがほとんどであり、その際には流通課税の軽減措置は適用されないため、上記の方法は引き続き有効であると考えられる。

なお、信託銀行に対する調査であることに伴い、信託銀行の関与する場面が主として「信託設定時」であるため、不動産に関するデータ（具体的には不動産の用途や資産額等）はかなり信頼性が高いと考えられるものの、当該信託受益権の譲渡に伴うSPV（注）の資金調達方法（ノンリコースローンや証券発行の別、発行証券の種類、証券発行額等）については情報が限定されることに注意する必要がある。

（注）SPV（Special Purpose Vehicle）：ここでは、不動産の流動化という特別の目的のために設立された会社、又は当該目的のために契約された信託・組合等を指す言葉として使用している。

（２）調査対象とした案件

本調査では、不動産又は不動産を信託した信託受益権をオリジネーターからSPVに譲渡し、SPVはその譲受けに係る資金を証券化等を通じて投資家から調達したものを、調査の対象とした。従って、必ずしもSPVが証券を発行しているとは限らず、ノンリコースローンや匿名組合出資等によって資金調達した案件も含まれており、厳密な意味での「証券化」だけではない。しかしながら、SPV自体が証券を発行していない場合でも、例えばノンリコースローンの貸し手が当該債権を証券化するなど、そのほとんどが証券化を前提とした案件、言い換えれば「証券化予備軍」であると考えられる。

（本調査の対象となったノンリコースローン債権がどの程度証券化されているか推計したところ、平成12年度で少なくともその3分の1が証券化されていると見込まれる。）

なお、厳密な意味での「証券化」と区別するため、本稿では「流動化」という用語を用いることとする。

また、本調査は平成12年度末現在の実績を調査したのものであるため、当該時点で商品化されていなかった資産運用型商品である不動産投資ファンドの実績は含まれておらず、資産流動化型の実績である。

3. 調査結果の概要

本調査による結果の概要は以下のとおりである。

（１）平成13年3月末までの流動化の実績は、資産額ベースの累計で約3兆3千億円であった。

また、年度ごとの実績の推移をみると、平成10年度以降、急激な伸びを示

しており、資産額ベースでみると、平成12年度は約1兆7千億円と前年度比48%の増加、平成10年度の約6倍の実績があった（図表1）。

（2）流動化された不動産の用途について資産額ベースでみると、オフィス（46.9%）の割合が最も高く、商業施設（23.5%）、住宅（8.8%）と続いており、これらで全体の約8割を占めている（1棟の不動産で複数の用途に使用されている場合及び複数の不動産で個々の不動産の用途が異なる場合を除く）（図表2）。用途別の構成比は各国の不動産投資の状況によって多様であるが、アメリカでは住宅の、イギリスでは商業施設の割合がそれぞれ高いことと比べれば、オフィスの割合が高いことが我が国の特徴と言える。

一方、特に平成11年度以降、工場、倉庫、ホテル等を対象とした事例が見られるようになっており、対象不動産の多様化が進んでいる。この理由としては、賃貸オフィスや賃貸住宅は、もともと所有と利用が分離しているため投資用不動産として流動化の対象となりやすく、早い時期から流動化されてきたが、現下の経済環境の下で、財務指標の改善とより効率的な企業経営が求められてきたことから、最近になって工場、倉庫、ホテルなど自らが事業で利用する不動産についても、リースバックの活用等により流動化の対象とされ始めたためと考えられる。また、流動化の実績の増加に伴い、ノウハウが蓄積されたことにより、ホテルなど比較的风险の高い不動産を対象とした流動化についても金融技術を駆使してリスク低減を図ることが可能となったことなども、対象不動産の多様化の一因であると思われる。

（3）リースバックによる流動化の事例をみると、平成10年度に初めて事例がみられるようになって以来、年々件数が増加しており、自ら事業で利用する不動産を流動化する事例が増加している様子がうかがえる。平成12年度のリースバックの実績は、40件、約8千2百億円であった（オリジネーターがサブリースして他に転貸する事例を除いた実績は、33件、約6千6百億円）。

（4）オリジネーターのエクイティ保有率が明らかとなっている事例で比較すると、会計基準における5%ルールへの導入の影響もあって、オリジネーターの出資割合は低下してきており、SPVの出資部分のほとんどをオリジネーターが負担するような「形式的な流動化」が減少し、対象不動産がオリジネーターから切り離される本来の意味での流動化が主流となりつつある。

（5）流動化の実績が増加し、ノウハウが蓄積されるのに従って、すでに稼働している物件にとどまらず、開発型事業の流動化に関する取組みも始まっており、平成12年度においては、20件（うち分譲マンション14件、商業施設3件等）で約1千億円の実績がみられた（図表3）。また、その手法別にみると、当初は匿名組合による不動産特定共同事業として実施されたものがほとんどであるが、最近ではノンリコースローンや証券発行によるものが増加してきている。平成12年度では、ノンリコースローンや証券発行によるものが7件、約6百億円の実績があった。

(6) 資産運用型スキームの解禁にあわせ、不動産投資ファンドの立上げのための物件確保を目的とした流動化が始まっており、11件、約3千億円を超える実績があった。

(7) オリジネーターの流動化の目的についてみると、財務体質の改善、借入金圧縮、決算対策、不動産含み益の実現等の事例が多く見られる一方で、平成11年度以降、新規事業のための資金調達等前向きな目的のために証券化が活用されている事例が見られるようになっている。

(8) 最後に資金調達方法について見ると、デット部分について証券を発行する割合が減少しており、ノンリコースローンによる資金調達の割合が増加している(図表4)。これは、わが国の金融機関によるノンリコースローン融資が一般的になってきたことによるものと思われる。

また、証券を発行する場合でも私募債の場合がほとんどであり、不動産の流動化における投資はほとんどが機関投資家によって行われているとみられる。これは、これまでの不動産の流動化がオリジネーターの資金調達を目的として実施されてきたことから、流動化する前から資金提供者を確保しておくことが一般的であること、時間とコストのかかる公募を避ける傾向があること等によるものと考えられる。

(9) エクイティとデットの比率については、年度間の明確な傾向は認められなかった。そもそもエクイティの額が非公開となっている事例が多く、その比率が不明の事例が多かったことにもよると思われるが、時々の金利や物価変動率、借入れによる資金調達のしやすさ等に大きく影響されるためと考えられる。

4. おわりに

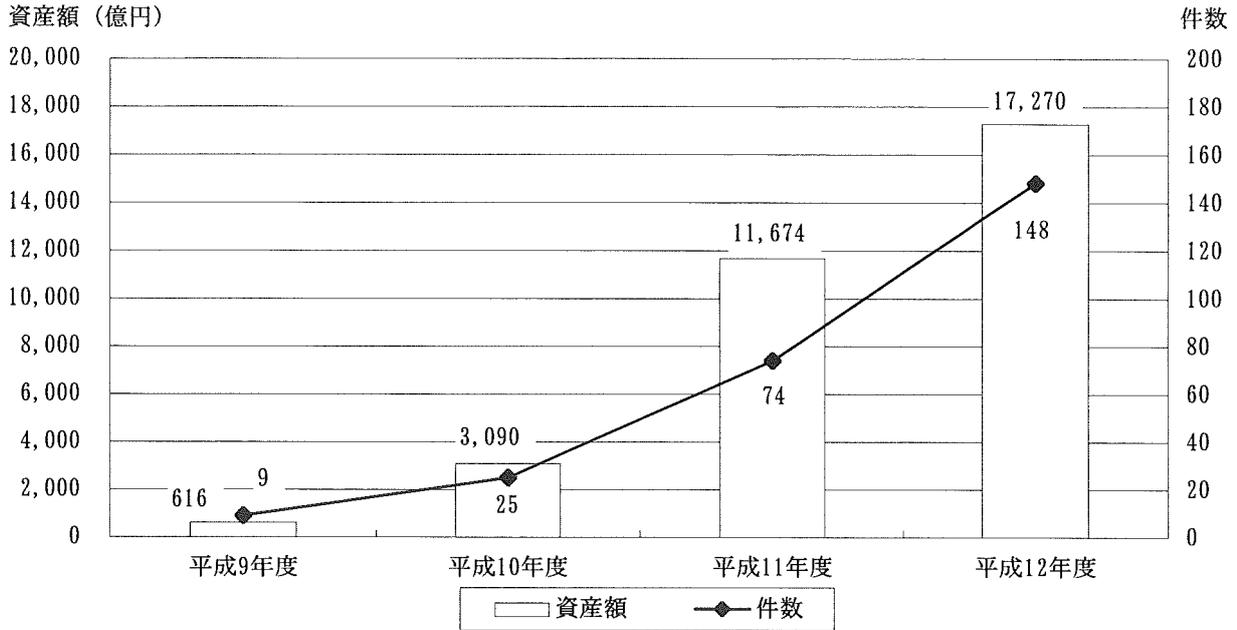
バブル崩壊以降地価下落が続く中で、企業の財務指標の改善や不動産が生み出す収益に着目した資金調達等を目的とした不動産の流動化、証券化が進められてきた。しかし、その動きはプライベートで行われることがほとんどであり、実態を把握することは困難であった。そのような中で、本調査が不動産の流動化の全体像を理解する一助になれば幸いである。

今年9月には不動産投資ファンドが上場され、当面の目標としていた資産運用型スキームの商品が、実際の投資対象として市場で取引されることとなった。今後とも、不動産の流動化、証券化の進展と不動産投資市場の健全な発展を期待したい。

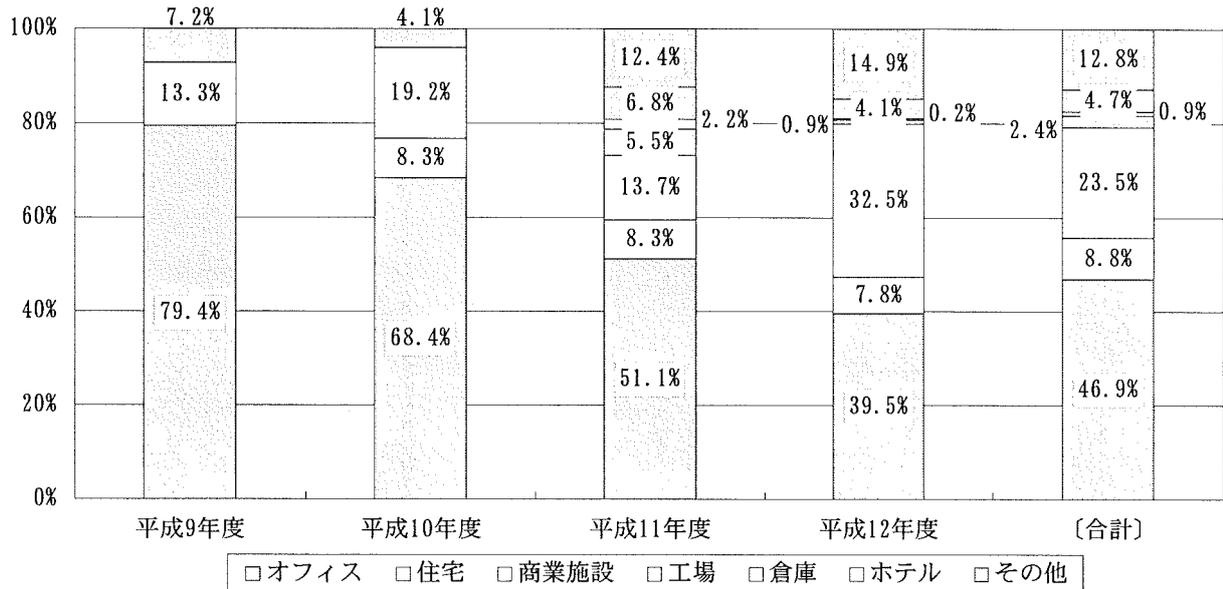
[しらいし ひでとし]

[国土交通省土地・水資源局土地情報課 課長補佐]

図表1 不動産流動化の実績の推移



図表2 流動化された不動産の用途別資産額の割合

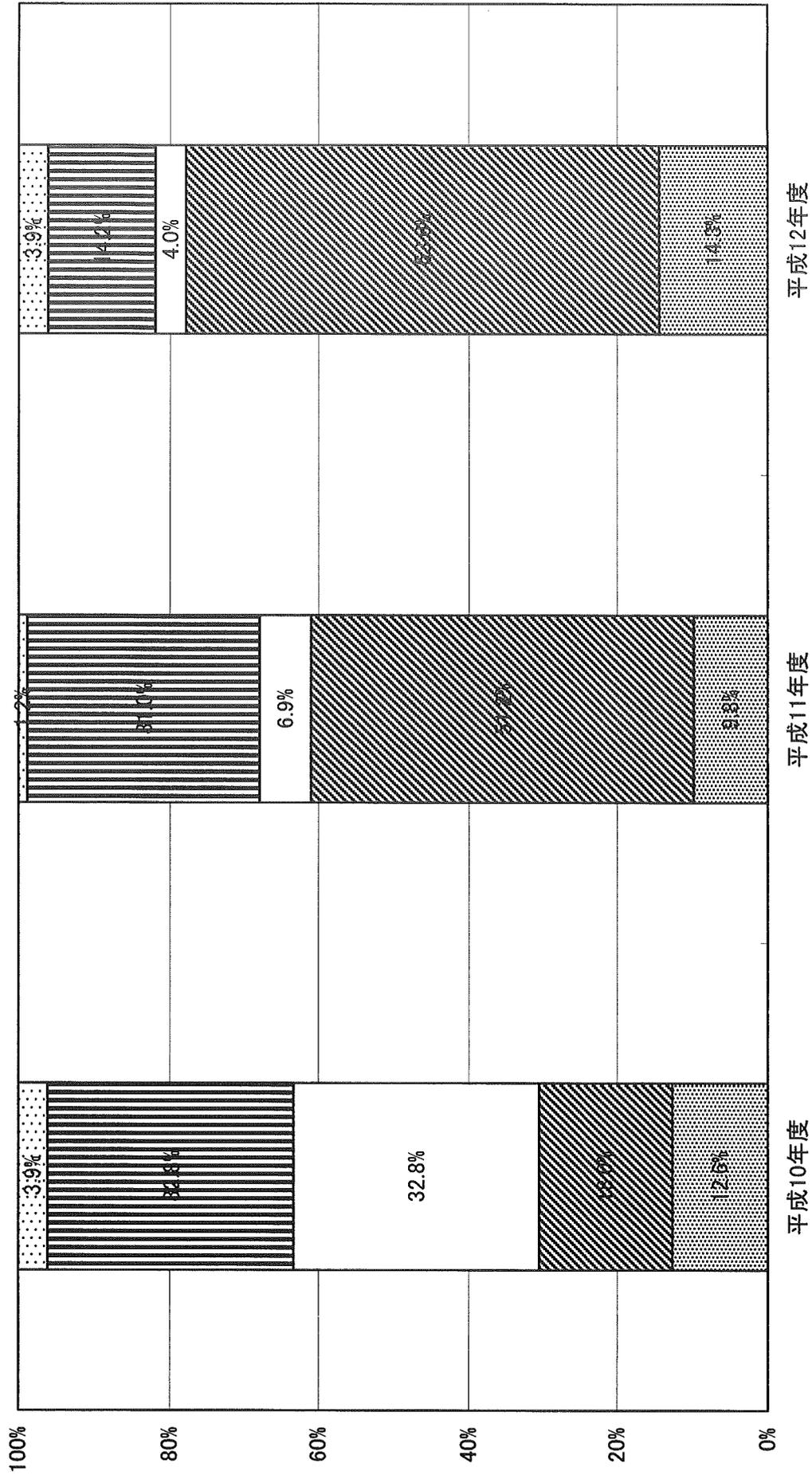


注：「その他」には、用途の異なる複数の不動産を対象とする場合を含む。

図表3 開発型事業の実績

年度	合計	
	件数	資産額
平成9年度	5	126
平成10年度	7	346
平成11年度	6	459
平成12年度	20	1,025

図表4 デット部分の資金調達方法別資産額の割合



デットなし
 NRL
 NRL + NRL
 NRL + 無回答
 無回答