

【 寄 稿 】

不動産証券化の実態調査について

国土交通省土地・水資源局土地情報課
土地情報企画官 笹原 顕雄

1. はじめに

不動産証券化の実態調査は、土地白書に掲載するために、平成13年度から開始した調査である。土地白書は、土地基本法第10条に基づき、土地に関する動向及び土地に関して講じた基本的な施策について、毎年、政府が国会に報告するもので、例年6月初旬頃に公表される。

本稿を起すきっかけは、平成16年度分の調査結果を平成17年版土地白書（本年6月10日閣議決定）で公表したところ、金融関係者を初めとする各方面から多くの問い合わせをいただいたことである。そのほとんどが追加的な集計結果を求める内容であり、この分野への関心の高さに比べ、情報量が極めて少ないことを実感するものだった。そこで、本調査の実務担当者として、現在の調査で把握できることの限界等について追加的な説明をさせていただくと共に、作業過程で試行的に集計したいくつかの粗集計について、整理しておくべきであると考えた次第である。ただし、本稿で示されたデータは、参考情報の提供にとどまるもので新たな事実を明らかにするものではなく、また、見解や解釈も個人的なものという位置づけであることをお断りしておく。

2. 調査の概要

（1）集計対象の「証券化」の範囲

不動産流動化の全体的なボリュームを把握する観点から、不動産又は不動産の信託受益権が、原保有者（オリジネータ）からSPV（特別目的ビークル）に譲渡された際に、証券を発行して投資家から資金調達した

もの（いわゆる狭義の証券化）に限定せず、全額をノン・リコースローンにより資金調達したもの（広義の証券化）も対象としている。

（2）調査方法

この調査では、以下のように不動産証券化のスキーム毎にいくつかのデータや調査を組み合わせて全体の額を集計している。

- Jリート（実物・信託受益権）・・・不動産業課調べ
- 不動産特定共同事業（実物）・・・不動産業課調べ
- SPC法に基づくSPC（実物・信託受益権）
・・・土地情報課推計
- その他スキーム（信託受益権）
・・・土地情報課アンケート調査

ここで、「SPC法に基づくSPC」とは「TMK（特定目的会社）」と呼ばれているもので、いわゆる旧SPC法によるものも含まれている。TMKについては、平成15年度以前分は確報値を利用しているが、最新の平成16年度分は土地情報課で推計した値である。

（3）「その他スキーム」の調査について

「その他スキーム」とは有限会社をSPVとして利用するスキーム等であるが、ここで把握できるのは、信託受益権を対象とした「その他スキーム」による証券化に限られ、信託受益権化しない実物不動産を証券化する案件は把握できない。ただし、こうした実物不動産を対象とした案件のほとんどは特定共同事業として別途把握されており、実際に業務に携わっている方々の意見でも、この調査体系から漏れるようなケースはほとんどないだろうとのことなので、全体の数値

に大きな影響はないと考えている。

「その他スキーム」の実査は、社団法人信託協会を通じて各信託銀行にアンケート調査をお願いし、国土交通省にいただいた回答を省内で集計している。調査している項目は、証券化対象の不動産の資産額、用途及び数、オリジネータの業種及び目的（開発型か否か等）、資金調達の内訳等であり、物件の所在や名称等の個別の情報はない。また、年度明け早々に調査をお願いしているため、直近の第4四半期分については記入漏れ等の可能性があるため、次年度にその期間を再調査して前年度の数値を修整している。

ここで、調査には以下のようなバイアスの可能性があることを注記しておく。複数の信託銀行が連携して一つの案件を手がけている場合には、それぞれの信託銀行から報告が上がってくるため、集計の前処理として重複を排除するクリーニングを行っている。連携した他行名、資産規模、用途、時期などの情報から判明する範囲で極力排除しているが、完全には排除できていない可能性がある。このデータ・クリーニング上のエラーは総資産額の上ブレ・バイアスとして作用する。逆に、調査票への記載漏れエラーの可能性も考えられ、

これは下ブレのバイアスとして作用する。現実には、いずれのエラーも大きな資産規模の案件では発生しにくいので、足し上げた総額への影響は小さいと考えている。

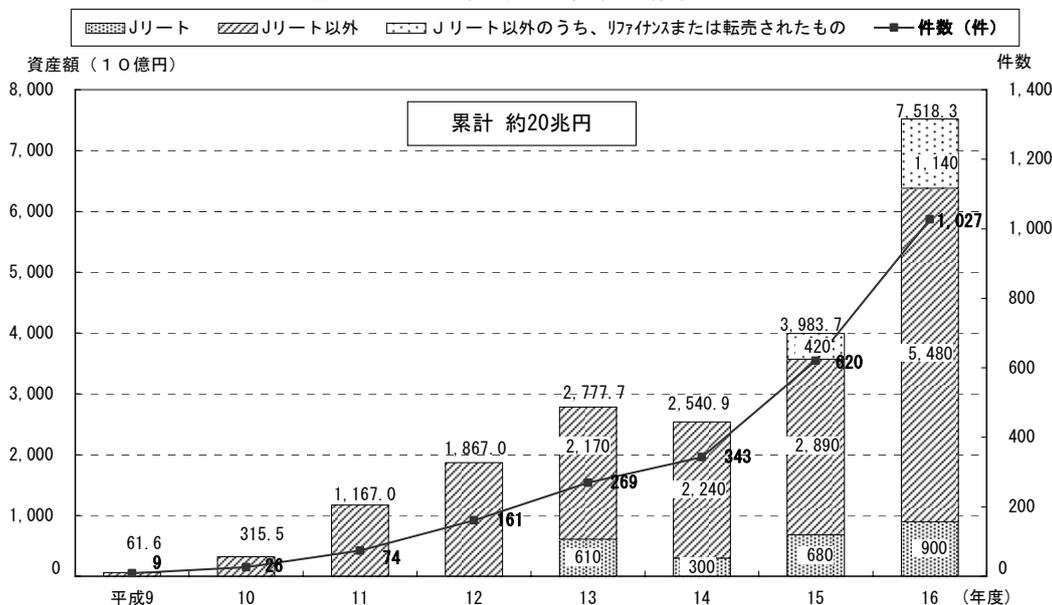
3. 不動産証券化の市場規模

(1) 総額

平成16年度中に証券化された不動産資産額は約7.5兆円で、平成15年度に比べると約1.9倍と大きく伸びている。平成16年度末までの単純累計は、約20兆円となっている。

注目すべき点は、証券化の出口を迎えた案件も出てきており、アンケート調査で確認できた「リファイナンスまたは転売」が、平成15年度で約4,200億円、平成16年度で約1兆1,400億円となっており、合計で約1兆5,600億円ある。Jリートを出口とするファンドも多いことから、実際のリファイナンスまたは転売額はこれよりも大きいことが予想される。

図1 不動産証券化の実績の推移



資料: 国土交通省「不動産の証券化実態調査」

注1: ここでは、不動産流動化の全体的なボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの(狭義の証券化)に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの(広義の証券化)も対象としている。

注2: 「Jリート以外のうち、リファイナンスまたは転売されたもの」

Jリート以外での信託受益権の証券化のうち、リファイナンスまたは転売との報告等があった物件の資産額である。そのため、実際の額はこれより大きい可能性がある。なお、平成14年度以前についてはこの項目は調査していない。

注3: Jリートについては、投資法人を1件としている。

注4: 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。

(2) スキーム別の実績

上の総額をスキーム別に実物と信託受益権の分解した結果が次の表1である。

表1 スキーム別 不動産証券化の実績

	H9年度～H16年度の累計(10億円)		
	実物	信託受益権	計
Jリート	633.1	1,854.7	2,487.8
不動産特定 共同事業	1,067.8	-	1,067.8
TMK	2,421.9	1,850.7	4,272.6
その他スキーム	-	12,359.3	12,359.3
計	4,122.8	16,064.7	20,187.5

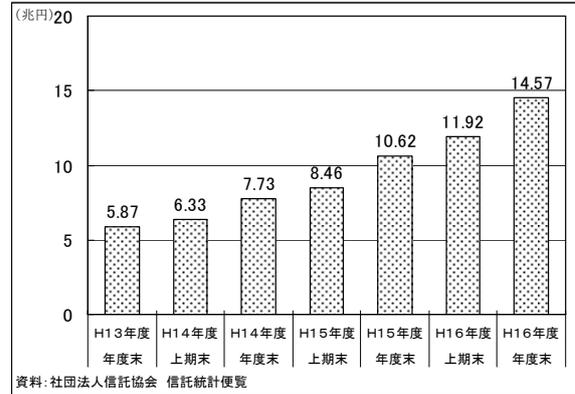
※スキーム不明の約500億円を含まないため累計値とは不突合がある。

この数値の確からしさを検証するために、社団法人信託協会が公表している資産流動化型信託の「信託の受託概況」の数値と比較してみた。「資産流動化型信託」とは、「資産の流動化を図り、原資産保有者が資金調達を行うための信託をいう。」とされ、「資産運用型信託」及び「資産管理型信託」と並びで表章されており、本調査の対象概念と比較すると、細かい違いがあるかもしれないが、ほぼ同じ範囲をとらえていると考えられるものである。平成16年度末の不動産の資産流動化型信託の受託残高は14.57兆円となっている(図2)。

一方、本調査では、平成16年度末までの信託受益権を対象とした証券化の単純累計が16.06兆円であり、

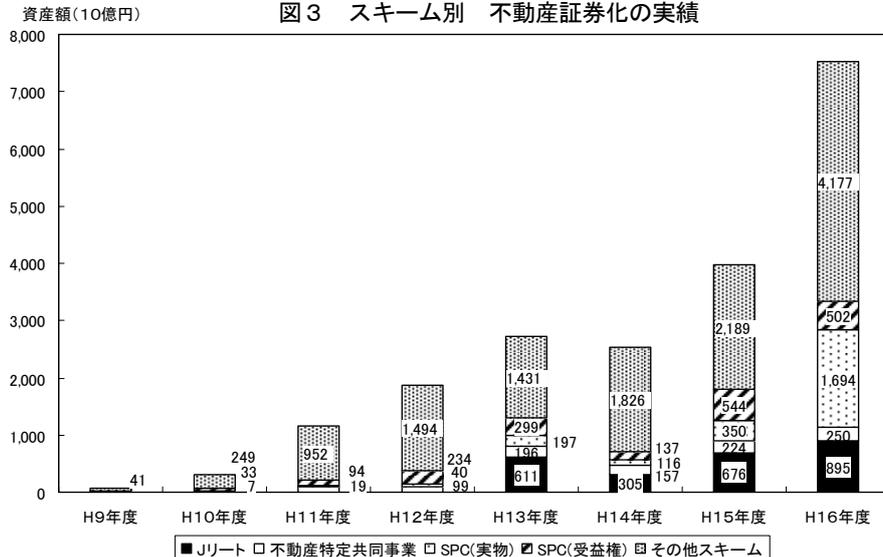
リファイナンスまたは転売として判明している1.56兆円を差し引いた残高は14.5兆円となる。信託協会の数字とかなり近いレベルで符合していることがわかる。

図2 資産流動化の信託の受託状況(不動産)



毎年度の実績をスキーム別に分解したものが図3である。「その他スキーム」がもっとも多く、平成16年度においては、4兆1,770億円で全体の約55%を占めている。Jリートは8,950億円、SPCは2兆1,960億円となっている。平成16年度は速報値の扱いであり、特にTMK(グラフ内ではSPCと表記)については、前述の通り、平成15年度までは実績値によっているが、平成16年度は推計値であり今後確報値に差し替えていく。また、その他スキームの第4四半期についても、次回再調査をして差し替えていく。ただし、これまでの経験から、全体額が大きく変わることはないと考えられる。

図3 スキーム別 不動産証券化の実績



※平成16年度分の内訳は速報値である。

(3) 不動産用途別の実績

平成16年度はオフィスが全体の3割でもっとも多い。前年度に比べて、割合では減少しているが、資産額ベースでは純増している。平成9年度からの7年間で見てみると、当初はオフィス中心だったが、住宅や商業施設へと広がってきたことがわかる。また「その

他」が増えているが、その内訳は「住宅とオフィス」、「住宅と商業施設」などの「住宅」をからめた複合用途物件が多く、「住宅」を対象とした証券化は見だ目以上に増加している。

なお、個別の案件が特定されないように配慮する観点から、1、2件しか存在しないような集計値についての数値は秘匿している。

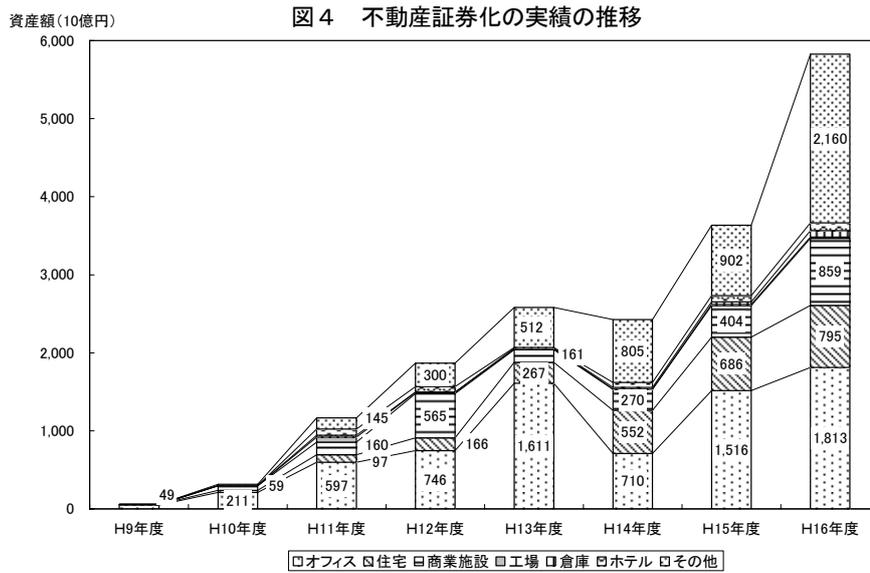
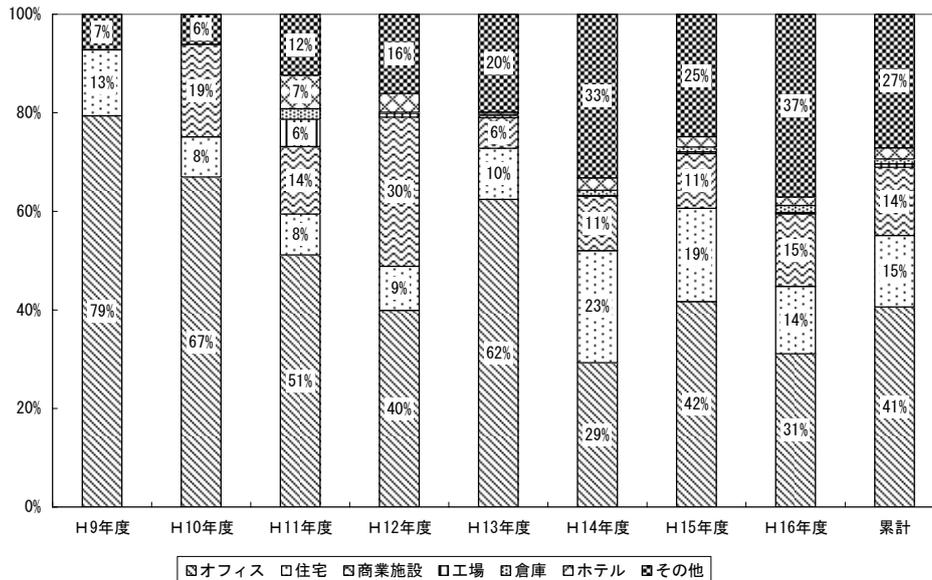


図5 証券化された不動産の用途別資産額の割合



注1: 「その他」に含まれるものは以下のとおり。

- ・オフィス、住宅、商業施設、工場、倉庫、ホテル以外の用途のもの（駐車場、研修所等）
- ・対象となる不動産が複数の用途に使用されているもの
- ・用途の異なる複数の不動産を対象としているもの

注2: 平成13年度以降は、SPC法に基づく実物不動産の証券化について、内訳が不明のため除いてある。

4. 追加的な参考情報等

(1) その他スキームの内訳

「その他スキーム」では、平成17年版土地白書にも記載してある通り、有限会社を利用したスキームがそのほとんどを占めている。

図6 「その他スキーム」のビークル

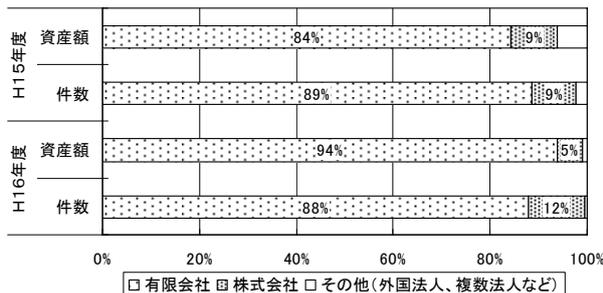
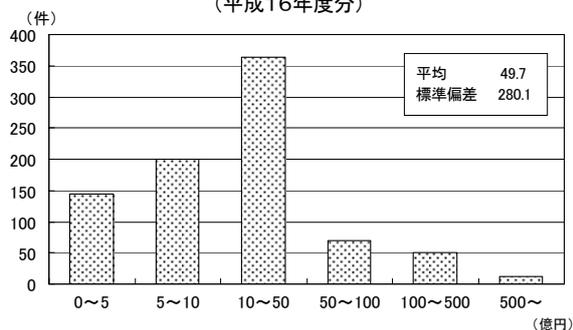


図7は、その他スキームによって証券化された不動産の資産額の分布をグラフ化したものである。1件としてカウントされている中には、複数不動産をまとめて証券化している案件を多数含んでおり、一団の不動産というよりバルク案件らしいものも見られる。そのため、必ずしも証券化対象不動産の資産規模の分布を適切に表していない可能性があるが、大雑把に見て、資産規模は1億円程度から500億円以上まであり、数十億円規模がもっとも多い。

図7 その他スキームによる証券化対象資産額規模の分布 (平成16年度分)

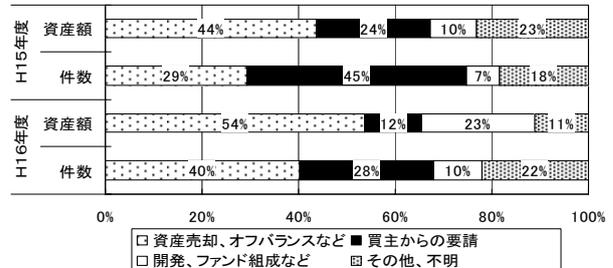


(2) オリジネータの目的

オリジネータの目的は、調査票に文言で記載してもらっており、元来、統計的に集計することを目的としていない。ここでは、信託受益権を対象としたTMK及びその他スキームによる証券化について、多少強引

に分類して集計を試みた結果表があるので、恣意性を排除しきれていないことを前提に参考までに示すこととする。

図8 オリジネータの目的



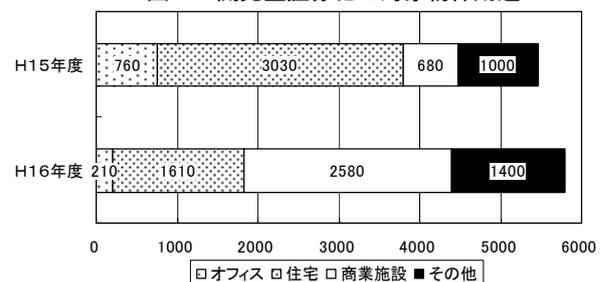
また、原保有者(オリジネータ)が、自ら利用する不動産を証券化し、引き続き賃借するリースバック(サブリースを含む)は、平成13年度は62件、1兆500億円、平成14年度は62件、7,700億円、平成15年度は64件、6,000億円、平成16年度は62件、4,400億円と、年々その額が減少しており、割合では大きく減少している。

(3) 開発型証券化

平成13年度は44件、2,900億円、平成14年度は76件、4,000億円、平成15年度は84件、5,500億円、平成16年度は123件、5,800億円と着実に増加している。また、通常の証券化と比べると、住宅や商業施設が多いという特徴が見られる。デットの調達方法をみると、デット証券を発行している事例は少なく、資産額ベースで約8割がノンリコースローンのみとなっている。

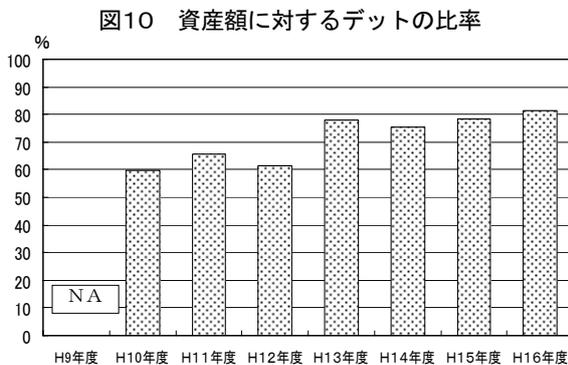
ただし、これはアンケート調査等によって開発型と判明しているものだけを集計した結果であり、TMKを使った実物不動産については開発型か否かを、現行の調査体系では把握できないのでここには含まれていない。

図9 開発型証券化の対象物件用途



(4) デットの調達

信託受益権を対象としたTMK及びその他スキームによる証券化について、資金調達の内訳について判明している事例から、資産額に対するデットの比率（デット調達額／資産額）を試算したところ、7割から8割で、7年間の単純平均は71%となった（平成9年度の比率はNA）。ただし、資金の全額をデットで調達している案件は、この試算には含まれていない。また、資金調達の内訳が不明な案件は計算に含まれていないため、年毎にサンプルバイアスの方向が異なり、上下方向にランダムにブレている可能性があるため、年毎の推移を比較することはできない。



また、信託受益権を対象としたTMK及びその他スキームによる証券化に融資されたノンリコースローン（NRL）の残高をざっくりと試算してみたところ約8兆円となった。試算方法は、資金調達方法の詳細が判明している一部の案件から、NRLの資産額に対する比率（NRL／資産額）を算出し、すべての案件の総資産額によって割り戻した。この比率は年による変動が少なかったため、デットをNRLのみで調達している案件では77%、デットをNRLと証券で調達している案件では33%を一律で適用した。デットの調達方法の詳細が不明な案件は、判明している分の比率で案分して足し上げている。

平成17年6月4日の日本経済新聞の報道によれば、大手銀行のNRLの残高が約4.2兆円とのことなので、地方銀行等を併せて約8兆円程度という数字は、明らかにおかしい数字ではないが、少し過大かもしれない。

5. ユニバースへの情報提供のお願い

今年も多くの方に調査に御協力いただき、また、この調査に関心を持っていただき、どうもありがとうございました。御案内の通り、不動産証券化市場を巡る情報は不十分であり、現在のところ、市場の全体規模については、この調査結果がほとんど唯一の数字となっています。こうしたユニバースに関する情報が、市場参加者にとって有用であることは誰もが認めることだと思いますが、その整備のためには、ユニバースへの積極的な情報提供が不可欠でもあります。本稿で、参考として示したいくつかの試算も、今後、関係者の方々の調査への一層の御協力をいただいで精度を高め、最終成果物としていきたいと考えていますので、どうぞよろしくお願いいたします。

(註)：「ユニバース」

ここでは、個々の市場参加者に対比して、それぞれがその一部分として参加している市場の総体をユニバースと呼んでいる。

ユニバースの情報整備が進むことによって、個々の市場参加者の利便が高まると考えられる。