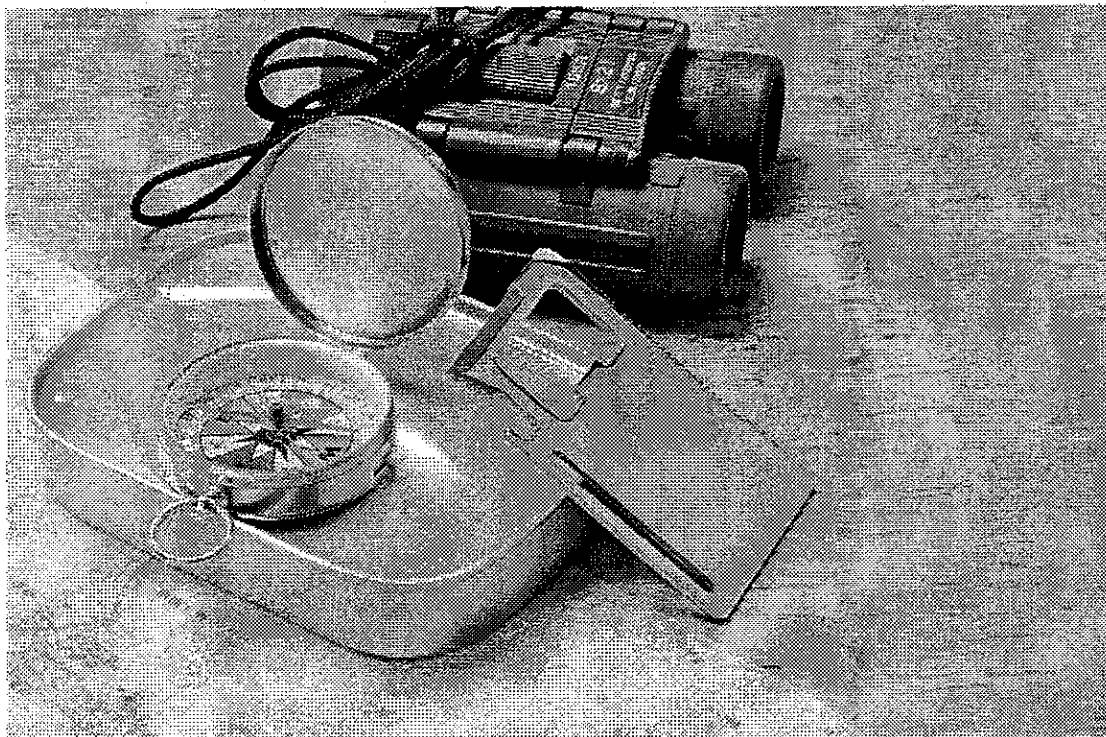


<仙台アセットマネジメント研究会>

『不動産証券化』

研究報告書



<平成11年6月吉日>

アセットブレインズ 仙台ネットワーク 事務局

〒981-3121 仙台市泉区上谷刈字新中谷地4番1号
TEL.022-773-6685(代) FAX.022-371-6880

「不動産証券化」研究報告書

＜仙台アセットマネジメント研究会＞分科会「不動産証券化」チーム

目次

<u>I 証券化の背景と目的</u>	1
1. 背景.....	1
2. 目的.....	2
<u>II 不動産証券化のスキーム</u>	3
1. 不動産共同投資事業.....	3
2. S P C法 (Special Purpose Company)	6
3. R E I T (Real Estate Investment Trust) .	8
<u>III 不動産証券化の今後</u>	9
1. これからの課題.....	9
2. 認識すべきこと.....	10
3. 方向性.....	11
4. 仙台圏での事業成立性.....	11
5. 雑感.....	12

資料

資料 1 「不動産証券化、取り組み加速」

資料 2 「不動産の証券ビジネスと市場性」

資料 3 「住友不動産ファンド『SURE九段下』^{サーフ}の仕組図と募集要項」

資料 4 「一般向けの証券化を」

I 証券化の背景と目的

1. 背景

米国において、89年から90年にかけて不動産バブルがはじけ、金融危機による信用収縮が始まり、不動産業等に対する貸し渋りが激しさを増すようになった。

この頃に、市場から直接資金を調達する手段として考え出されたのが不動産の証券化である。銀行・生保が不動産に対し潤沢に資金を供給していた時代には、敢えて煩雑な手続きを行って証券化する必要性はなかったものである。

現在の、日本の不動産業界に対する銀行の貸出残高は、GDP比で約1倍であるが、米国のそれは約0.4倍程度との試算がある。このことから、今後日本の不動産業界では長期にわたり借りすぎの解消に努めなければならないという指摘もある。

このような状況下、日本の一般企業はもとより、特に不動産業界にとって不動産証券化は必須のものとなると思われる。資金の不足している企業が、銀行等を通じず資金余剰の状況にある個人から直接資金を調達できるこの手法は、今後の日本経済に寄与するところ大と考えられる。

(不動産の証券化とは)

「企業がその保有不動産を導管体に移し、導管体が保有不動産を裏付けとした証券ないし債権の発行をして、市場から資金の調達を図ること。」

※導管体 (Conduit) : 受皿会社の様なもの。会社組織に限定されず、SPC、REIT、匿名組合等がある。

導管体の役割は二重課税の回避と倒産隔離である。

SPC : Special Purpose Company 特定目的会社

REIT : Real Estate Investment Trust 不動産投資信託

⇨社債の発行 一会社の信用、格付が低ければ売れない、利回りが高くなる。

⇨不動産の単純売却—購入客がいない。購入客に資金がつかない。

2. 目的

①オリジネーター（原不動産所有者）側

- ア. 資産・負債のオフバランス化を促進して、資産の効率性を高めることによりROE、ROAを高める。
 - ～計画的な売却（時期・金額）ができる
 - ～大型物件、収益物件（リースバック等）の売却が可能
- イ. 企業の信用リスクとその所有している不動産のリスクの分断を図り、新たな資金調達の手段を確保する。
 - ～直接金融（信用力の低い企業でも有利な資金調達が可能）
- ウ. 不動産を、証券投資家を含む多数の市場参加者の手に委ねることにより、リスク配分の適正化を図る。
 - ～ディスクロージャーの必要性

②投資家側

- ア. 資金運用手段の多様化、ポートフォリオの分散化。
 - ～確定拠出型年金等、自己責任運用の広がりに対応
- イ. 不動産の実物投資と比較してリスク管理がしやすくなる。
 - ～ディスクロージャーにより物件の内容を詳細に把握できる
 - ～小規模投資で不動産投資が可能
 - ～他の証券と同基準で比較できる
- ウ. インフレヘッジ機能を持つことができる。
 - ～原収益が不動産である為、不動産ノウハウがある投資家は将来のリターンを期待できる

II 不動産証券化のスキーム

「キャッシュフロー経営のための資産の証券化」 アセットパートナーズ著 より引用

1. 不動産共同投資事業

①信託型（任意組合理型）

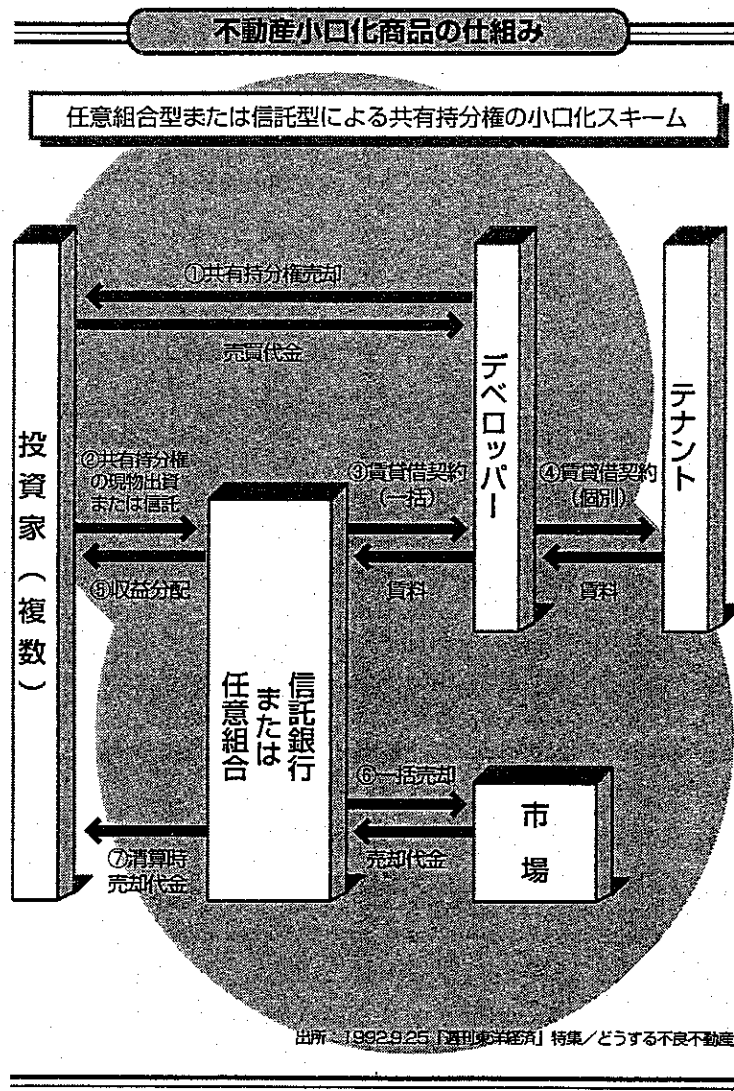
信託型商品 …… 1口1億円

任意組合理型商品 …… 1口500万円以下、1000万円以下

（代表的なスキーム）

デベロッパーが対象不動産を小口化し、共有持分権の形で投資家に販売し、同時にその共有持分権の信託（任意組合の場合は現物出資）を受け、信託銀行（組合）を通して対象不動産を一括して賃貸等により運用し、そこから得られた収益を分配する。

*情報開示の不足、投機性が高く収益が低い、事業主体の倒産などトラブル多発。



②不動産特定共同事業法

不動産共同投資事業について、投資家を保護する観点から平成7年4月より施行。

平成11年1月改正。(土地流動化策の一環として、規制緩和)

(スキーム)・・・以下に限定

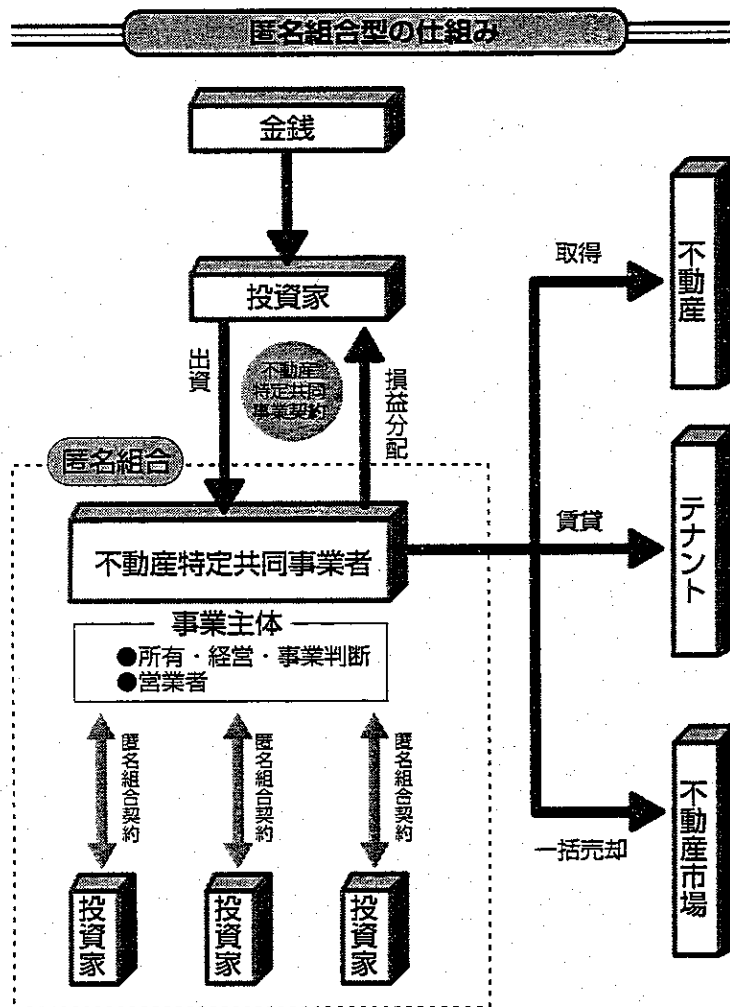
ア. 任意組合理型 (一号商品)

各投資家は取得した不動産の共有持分権を任意組合(理事長)に現物出資し、対象不動産については組合名義で賃貸事業等により共同運営を行う。

イ. 匿名組合理型 (二号商品)

各投資家は匿名組合(営業者)に金銭を出資し、営業者は出資金により対象不動産を取得後、賃貸等での運用を行う。

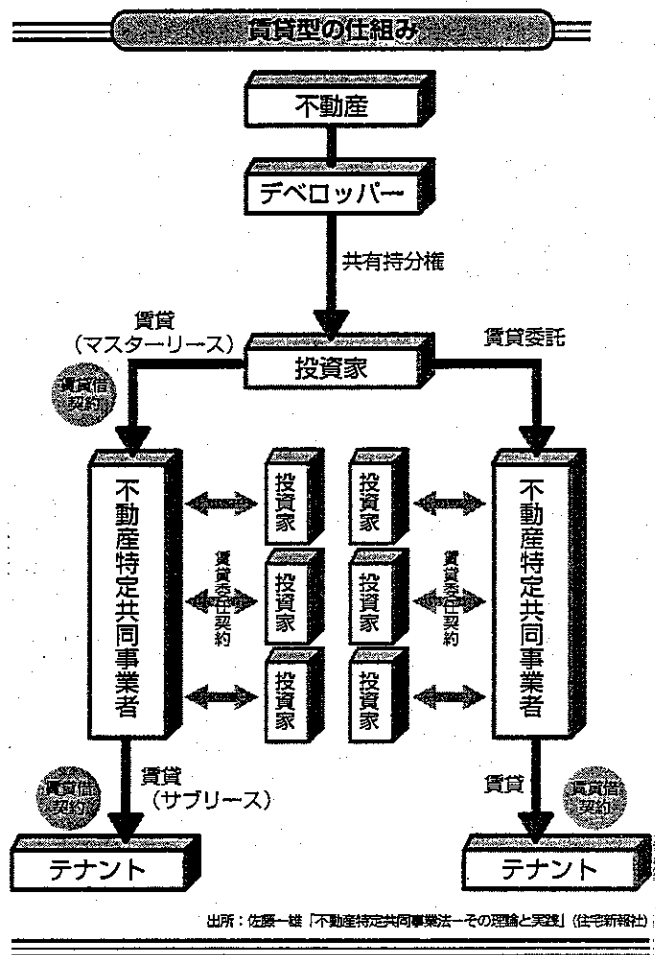
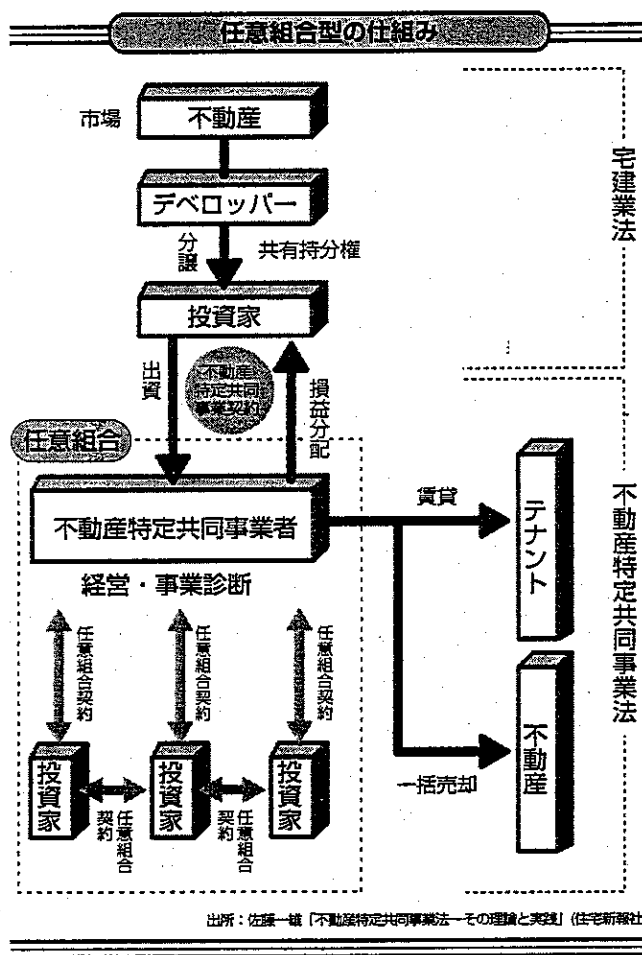
1口当たり500万円以上に引き下げられた。



出所：佐藤一雄「不動産特定共同事業法—その理論と実践」(住宅新報社)

ウ. 賃貸型（三号商品）

各投資家は取得した不動産の共有持分権について事業者に対し個別に賃貸（又は賃貸委任）し、事業者は対象不動産を一括してさらにテナントに賃貸する。



2. S P C法 (Special Purpose Company)

「特定目的会社による特定資産の流通化に関する法律」 平成10年9月1日施行
 資産対応証券の発行のみを行う。(原資産保有者との隔離)

ア. 優先出資証券 (エクイティ型)

不動産そのものに対する投資

賃料収入を裏付けとし、キャピタルゲインも見込める。逆に賃貸市場の影響を受ける。

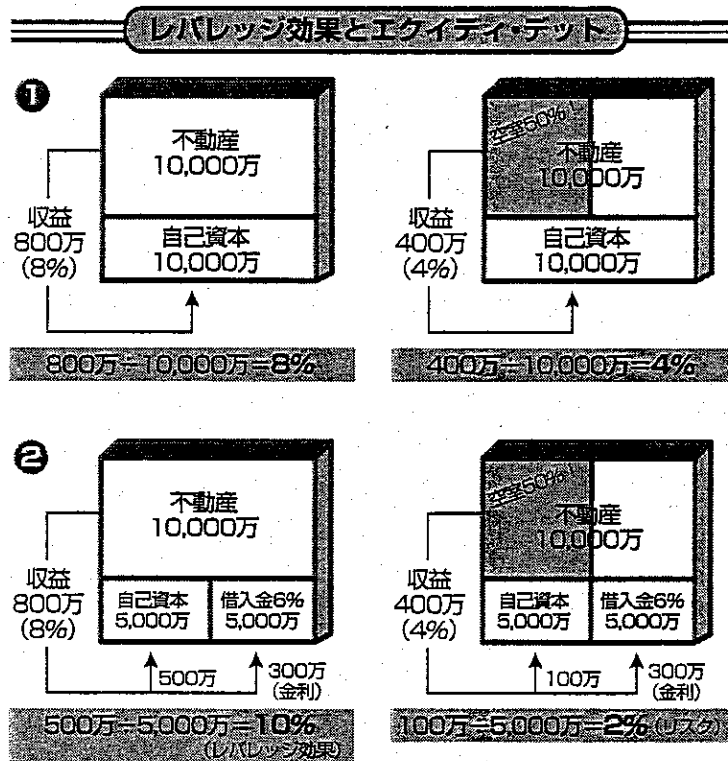
イ. 特定社債権 (デット型)

不動産担保ローンに対する投資

ローンの返済を裏付けとし、賃貸市場に左右されず比較的安定した収益を見込める。

逆に、キャピタルゲインは取れない。

ウ. 特定約束手形 (コマーシャル・ペーパー)



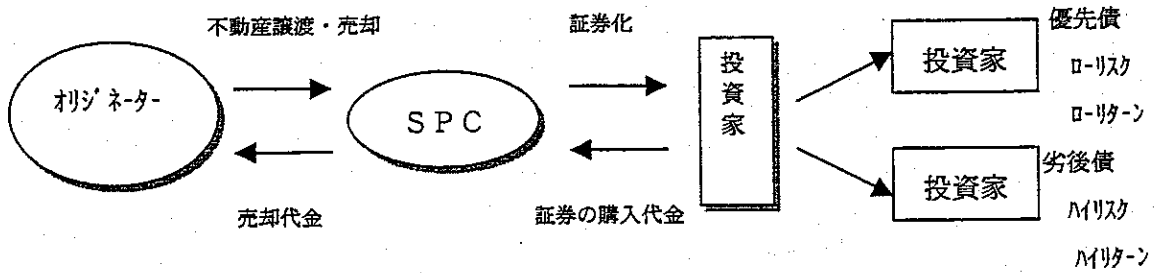
(SPCのスキーム)

- ①オリジネーターが物件をSPCに譲渡し
- ②SPCは資産(キャッシュフロー)を裏付けとした証券を発行する。

*デューデリジェンス(適正評価手続き)の必要性

*賃貸管理会社の技術向上の必要性

*情報開示の必要性



(SPCの配当)

収益の90%以上を配当するなど、一定の要件を満たせば二重課税が回避される。

EX. 不動産価格5000万円、収益400万円、減価償却費100万円の不動産を株式会社とSPCで購入した場合を比較すると

	株式会社	SPC
税引前当期利益	3,000,000円	3,000,000円
配当		3,000,000円 (損金算入)
税金(46%)	1,380,000円	0円
配当可能利益	1,472,727円 (10/11内部留保)	3,000,000円
利回り	2.95%	6.00%

3. REIT (Real Estate Investment Trust)

不動産投資信託と訳されているが、多数の投資家の資金を集めて、様々な形態の不動産を①取得②運営③管理するために作られた株式会社もしくは信託。

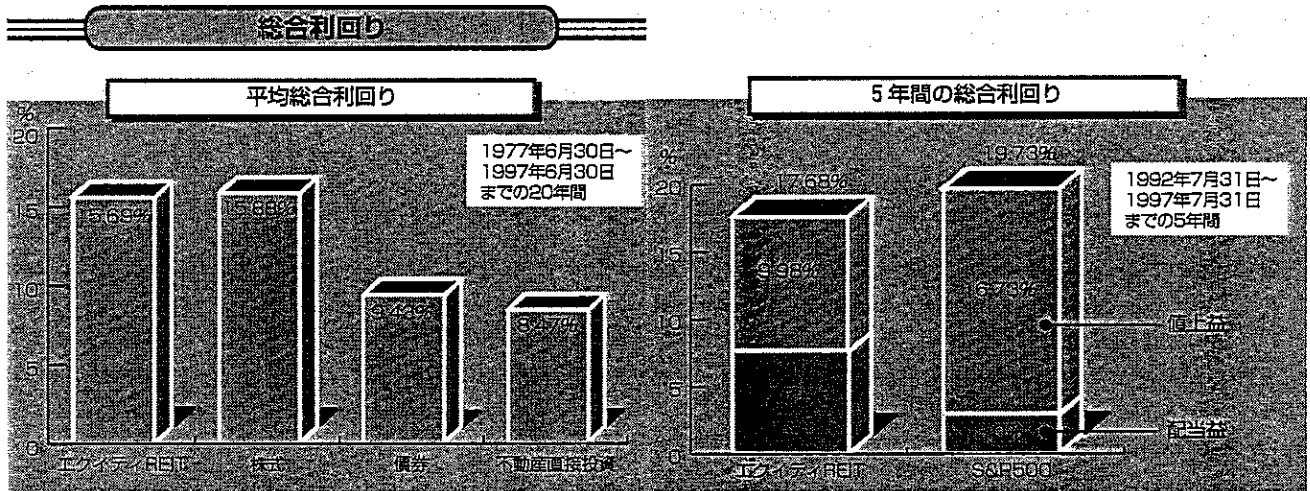
投資家は、この会社の株式を購入する。

(REITの投資対象)

アパートメント、ショッピングセンター、事務所ビル、ホテル、工場、医療関連施設、老人福祉施設等

(REITの特徴)

- ・ 95%以上配当することにより、二重課税を回避できる。
- ・ 概ね1000米ドルから証券会社の窓口で購入可能。
- ・ 一般の株式と同様にセカンダリーマーケット（流通市場）が整備されている。（転売が容易）
- ・ 物件の出し入れが自由。（SPCでは、定款の資産流動化計画で縛られている。）



出所：「不動産は金融ビジネスだ！」

III 不動産証券化の今後

1. これからの課題

- ・ S P C法等の各仕組みそのもの問題
硬直的で使いづらい仕組み、早期改正必要
- ・ 我が国の不動産取引固有の問題
市場データの未整備、ディスクロージャーの不徹底、借家法
- ・ 専門機能の育成充実
インデックスの整備、投資顧問業、格付け業務
- ・ 賃貸借条件の安定化
2年契約、投資利回り予測がつけにくい
- ・ 証券市場の展開施策
ファンド型の集団的投資スキームの構築

※<不動産証券化の誤解について>

- ・ 不動産を高い価格で売却できる
証券化は不動産の将来のキャッシュフローを受け取る権利を証券に化体したものであり、キャッシュフローを産まない不動産は証券化の対象になりにくい。従って流動化の手法を用いたからといって、金銭的な物件の価値以上の価格で不動産を処分できるということは基本的にない。
- ・ 低金利での資金調達が可能になる
現所有者の不動産の流動化による資金調達は、投資家から見れば経済効果としては不動産を購入する（エクウティータン投資の場合）、または不動産に融資する（債券的投資の場合）ことと同じであり、対象不動産自体の収益性、賃料下落リスク、価格下落リスク等判断することになる。つまり、所有者である企業の財務状況とは全く切り離された、資産単独の収益性・安定性を審査することになる。従って、調達コストが高いか低いかは、保有企業の信用力と流動化対象不動産の信用力との比較によることとなる。

・リスクを投資家に負担してもらって開発案件にとりくめる

不動産の証券化商品に投資する投資家は、殆どの場合、開発ノウハウまでは持ち合わせていない。稼働中の収益用不動産についてはある程度将来の見通しも持てるが、これから新たに開発するプロジェクトまでは収益性の判断やコストの見積もりができない。

つまり、開発事業ノウハウを持っているデベロッパーこそが開発リスクとそれに見合う大きな収益をあげるべきであり、アメリカのようなリスク・マネーが存在しない日本では、原則開発リスクはとらないものと考えられる。

2. 認識すべきこと

我が国の不動産事業は、これまで、開発・投資・経営が渾然一体となって全てのリスクとリターンを抱え込む傾向が強かった。しかし不動産価格は需給に応じて変動するようになった。価格変動リスクのある市場では、長期保有が常に有利とは限らず、今後の不動産事業は出口戦略を想定し事業リスクのコントロール（リスク分散、投資家転嫁、リスク負担範囲の限定）とリスクの向上（不動産の収益性向上）を目指すことになり、このため、不動産業界は開発・投資・経営機能及び、それぞれを補完する専門的諸機能への分化が進展するものと考えられる。

証券化は多数の投資家から資金を募る直接金融の仕組みであるため、投資家や格付機関に対する詳細な情報開示が必須となる。証券化によって持ち込まれる流動性／透明性を重視する金融資本市場の論理は、前近代的ともいえる我が国の不動産市場の慣行や法制度に風穴を開けることになると思われる。

3. 方向性

日本の不動産証券化事業としては先に述べたとおり、より本格的な証券取引上の「有価証券化」を意味するSPC手法と、あくまで不動産としての性格を残した流動化商品としての不動産特定共同事業が代表的であるが、不動産業界にとって今後どちらが主流になっていくのかは未知数である。しかし、日本型システムの名残ともいえる「たてわり行政」が続く限りは、SPC手法による不動産証券化は不動産業界ではなく金融界が主導権をにぎる公算が高い。

不動産業界から見れば、不動産のカテゴリーに留まっている不動産特定共同事業の規制緩和を更に推し進め、投資家にとって真に魅力のある商品づくりが重要になる。

今後、不動産特定共同事業が発展するためには、二次市場を創設することが急務であり、そのための共通ルールを定めていく必要がある。

4. 仙台圏での事業成立性

ア) 証券化の対象となり易い不動産の条件（当面）

・長期利回りが安定なもの	・優良商業者が長期一括賃借 ・優良企業が本社ビルとして長期一括賃借
・立地／建物	・大都市の都心部など一等地に立地 ・交通至便、周辺環境が良好、大規模ビル ・築年数が浅い、改修済み、建物設備のグレードが高い ・高格付のテナントが多数入居
・管理運営	・建物設備の維持管理が適切 ・物件の履歴情報データの整備
・権利関係	・単純な権利関係（共有や区分所有は合意形成が困難）

※上記以外の不動産でも不可能ではないが、信用補完等の措置が必要となり、その結果実質的メリットは少なくなる。又、現段階では幅広いマーケットが存在せず、一部機関投資家、金融機関等が市場に参加しているに留まっているが、今後は個人投資家も徐々に参加してくるため徹底した情報開示が必要。

イ) 事業成立性

基本的に上記の条件を満たす不動産であれば、事業化は可能と思われるが既に事業化が進展している東京都心部の商品に対し、如何に比較優位な商品を提供できるかが大きなポイントとなる。投資の3要素である収益性・安定性・安全性の全ての面で比較優位をアピールできる商品を、誰が、何を、どのタイミングで市場に出すのか、描く投資家のイメージ・ターゲットはどうするのか、ブームに煽られることなく冷静に判断する必要がある。

5. 雑感

機関投資家による不動産投資は、従来の長期で行う実物投資だけから、証券化投資を組み合わせたより洗練された投資に急速に転換していくものと思われる。不動産証券化は投資家にとどまらず不動産投資市場の参加者である、不動産会社・事業者などの行動に様々な影響を及ぼす。又、投資資金不足で閉塞状態にある我が国の不動産市場を活性化し、優良な不動産ストック形成と不動産投資市場の進展の中核をなすスキームと言える。

個人投資家は、今後個人のライフスタイルに合わせた資産運用の中で、不動産証券化商品に関心をよせ、より多くの個人投資家が市場に参加してくるものと思われる。

我々自身が、不動産証券化ニーズの高まりの中で、その背景と仕組みを理解しそれぞれの顧客に対し、「自身のノウハウ」としてアピールできるチャンスがここ仙台においても到来しているものと思われる。