

不動産証券化の解説

不動産証券化の解説

はじめに

「不動産証券化手法」は、投資規模を小口化し、多種多様な投資家ニーズに応じた商品提供を行うことで、不動産への新たな投資機会を創出することから、不動産の有効活用を実現し良質なストックの形成に資するとともに、不動産市場への資金流入による市場の活性化を促進するために有効な手法である。

また、不動産の所有と経営を分離することで、様々な業態の事業者がそれぞれの得意分野を活かして、証券化スキームの組成と運営に関与することが可能であり、新たな雇用機会が創出されるだけでなく、まちづくりの担い手を育成する効果もあることから、地域経済の活性化実現も期待されている。

この「不動産証券化手法」が不動産市場に登場してわずか10年余りだが、「不動産証券化手法」の活用により不動産ビジネスは劇的な変化を遂げ、昨今では不動産事業の推進にあたり多くの不動産証券化手法が活用されている。また、その手法の活用にとどまらず、Jリート（日本版不動産投資信託）や不動産プライベートファンドなどの「不動産証券化」独自の市場が形成されてきた。

しかし、不動産証券化市場に関与するプレイヤーは極めて限定的であり、そのほとんどが東京圏を中心とした都市部に偏在していることから、地方圏における不動産証券化スキームの活用状況は十分ではない。これは、地方において不動産証券化スキームの組成実績が乏しく、証券化手法のノウハウが蓄積されていないためである。

そこで、この「不動産証券化」とは何なのか、その仕組み・体系、活用についてのメリットや留意点を整理することで、地方において「不動産証券化事業」に新規参入する事業者や、「低・未利用地を所有している地主」などの関係者の「不動産証券化」に関する知識向上の一助となることを期待し、「不動産証券化」を概説する。

1. 不動産証券化の基本的な仕組み

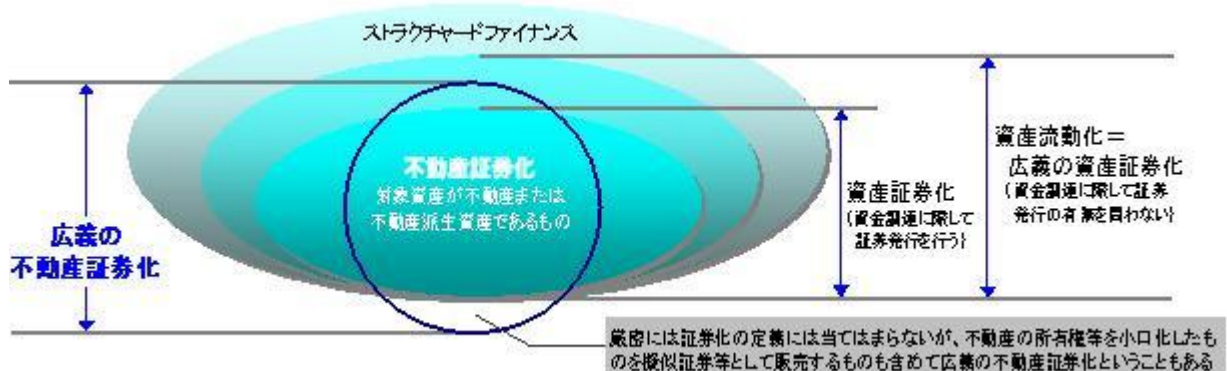
(1) 流動化・証券化とは

通常、「資産の流動化」は、文字通り流動性の低い資産をより流動性の高い資産に転換する意味で用いられ、「資産を保有する者が、特定の資産保有を目的とする別の主体（特別目的事業体＝SPE: Special Purpose Entity）を設立して、そこに当該資産を移転してその資産が生み出す将来のキャッシュ・フロー（これ以降「CF」という）を原資に資金調達を行う手法」のことをいう。

この「資産流動化」の中でも特に「資産の証券化」という概念は、「金融機関や事業会社などの資産の所有者が、ローン債権の元利金支払やビルテナントの賃料等のCFを生み出す特定の資産を自身のバランスシートから切り離し、当該資産に係るリスクを目的に見合った形に加工して、有価証券等の流動性の高い投資商品を発行する手法」と整理できる。

こうした整理を、広義の資産証券化とも呼ぶが、ここでは「不動産証券化」として、広義の資産証券化のうち証券化される資産が不動産あるいは不動産から派生する資産（不動産担保債権等）であるケースを対象とする。

(図表1)証券化・流動化の概念図



(2) 不動産証券化の仕組み

もう少し具体的に不動産証券化について説明してみる。不動産証券化については、証券化の対象となる不動産を所有する「原資産所有者(オリジネーター)」と、証券化された不動産に対して出資や融資等を行う「投資家(金融・資本市場)」の2つの視点からの説明が必要である。

「原資産所有者(オリジネーター)」の視点からの不動産証券化とは、「自己が所有する不動産を、法的・会計的に独立した便宜上の器＝投資ビークル(SPV: Special Purpose Vehicle)へ譲渡し、その不動産の経済的価値を裏付けとして資金調達を行う仕組み」と定義できる。所有者の信用力や業績等に基づいて行われる資金調達ではなく、所有する不動産が生み出す運用益や売却益等(いわゆるCFと呼ばれるもの)を裏付けとした新たな資金調達(アセットファイナンス)の手法ということになる。

一方、「投資家(金融・資本市場)」の視点からの不動産証券化とは、「実物不動産が生み出す収益を受け取る権利を、証券や出資持分等の金融商品へと加工し、投資家が不動産に対して投資をしやすくする仕組み」と定義できる。

実物不動産への投資は、一般的に“流動性に乏しい(株や債券等の有価証券と比較して換金が困難)”“投資に際して多額の資金が必要”“管理運営に関して専門的なノウハウが必要”“保有に際しての地震・火災等の災害による毀損滅失の危険性”等の様々なりリスクや負担を伴うが、「不動産証券化手法」の活用により、これらのリスクは分散され、不動産が「小口性」「透明性」「流動性」を兼ね備えた金融商品へと加工されることとなる。

(図表2) 不動産証券化のイメージ図



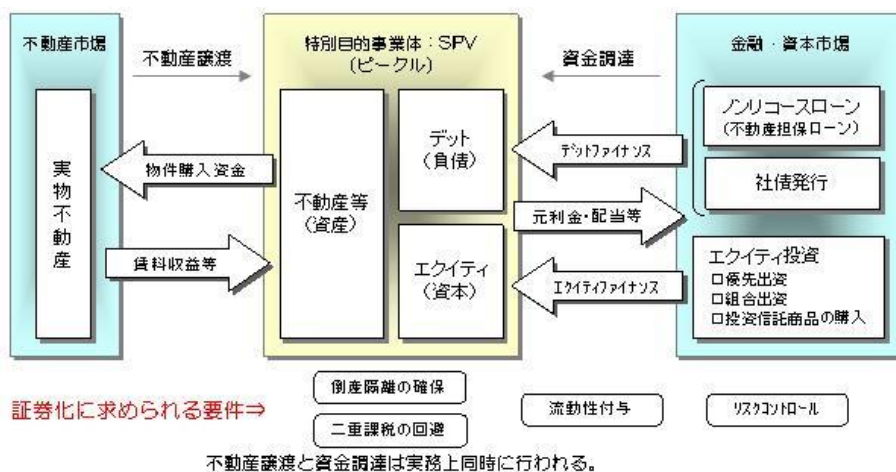
(3) 不動産証券化の基本構造

不動産証券化の基本は、実物不動産市場と、金融・資本市場を結びつける“仕掛け”である。

一般的に証券化の基本要素には、①「証券化の対象となるCFを生み出す不動産(原資産)」、②「不動産の生み出すCFに投資を行う投資家」、③「不動産と投資家をつなぐ導管体の役割を担う仕組みとしての特別目的事業体(SPV、ビークル等)」、そして④「実際の投資対象となる証券化商品」がある。

その構造を簡単に説明すると、証券化の対象となる不動産をオリジネーターがビークルへと譲渡し、ビークルは当該不動産から生み出される収益等を裏付けとして投資家や金融機関等から資金調達を行い、その調達資金を原資としてオリジネーター(原資産の所有者)は不動産の売却代金を投資ビークルから受け取り、投資家や金融機関等は当該不動産から得られる収益を「配当」や「元利払い」といった形で受け取ることになる。

(図表3) 不動産証券化の基本構造



ここでは、不動産証券化に求められる要件として、原資産の所有者オリジネーターが倒産した場合に、ビークルがその倒産に巻き込まれないようにする倒産隔離や、投資家から見て二重に課税されないことのないようにするための二重課税回避の措置、そして各種のリスクをコントロールする仕組みが求められる。詳しくは後ほど説明する。

(図表3)に例示した証券化のパターンは必ずしもこの型に限定されるわけではなく、多くのバリエーションが開発されて多様化・複雑化が進んでいる。

不動産証券化スキームのポイント

不動産証券化を実施するにあたり、特有の専門用語の理解やいくつかの基本的な要件を満たすことが求められる。次にそれらを概説する。

①投資ビークル

「投資ビークル」とは、不動産証券化の仕組みにおいて核となるものであり、投資家や金融機関から資金を受け入れ、これらの資金によって不動産の取得・保有・処分を行い、当該不動産から得られる収益を投資家等に分配する為の法的な主体・器(会社や組合などの形態をとる。)を指す。ビークルという用語以外にも、「特別目的事業体」、「SPV(Special Purpose Vehicle)」、「SPE(Special Purpose Entity)」等の呼称が用いられることもある(これらは同義のものとして理解しておいてよい)。

ビークルは組成に関して適用される法律によって様々な種類に分類され、代表的なものとしては「資産の流動化に関する法律(これ以降「SPC法」という)」に基づく「特定目的会社(TMK: Tokutei Mokuteki Kaisha)」、「投資信託及び投資法人に関する法律(これ以降「投信法」という)」に基づく「投資法人」、「会社法・有限会社法」に基づく「合同会社・有限会社(有限会社は平成18年の会社法の施行により廃止)」が挙げられる。詳細については後ほど説明する。

不動産証券化にビークルを活用する背景には、「投資家が投資をしやすい環境を整える」といった基本的な考え方がある。証券化の対象となる不動産をビークルに譲渡することによってリスクやリターンを限定するとともに、ビークルの資本構成(※1デットとエクイティ)やその優先劣後構造(※2)を活用することにより投資家のニーズに応じた様々な金融商品の組成が可能となるからである。

※1デット(debt)とエクイティ(equity)

ビークルの資本構成は通常、「デット」と「エクイティ」に分類される。

「デット」は金融機関からの借入、あるいは債券発行等により調達された「負債」を指し、一方、「エクイティ」は組合出資や優先出資証券等を通じて投資家から資金が払い込まれる、いわば「資本」にあたる部分である。

※2優先劣後構造

上記のデットとエクイティの間には、デットは利息の支払や元本の償還においてエクイティに優先し、これに対してエクイティは収益配分や清算手続きにおいてデットに劣後するかわりに、デットへの元本償還後の残余財産の全てを手にすることが出来るという、いわゆる「優先劣後構造」が設けられることが一般的である。

この優先劣後構造の設定により、単体の不動産への投資から「デット」という「利息支払や元本償還が優先されることにより安全性と固定された利益が得られるローリスク・ローリターン型金融商品」と、「エクイティ」という「デットと比較して資金回収は劣後するリスクはあるが、想定以上の収益が得られた場合、その全てを配当として得られるハイリスク・ハイリターン型金融商品」の2種類の商品組成が可能となる。

②倒産隔離

不動産証券化における倒産隔離の狙いは

- 証券化対象不動産をオリジネーターの倒産の影響から法的に分離すること。
- 証券化対象不動産を保有する投資ビークル自体の倒産リスクを極小化すること。

の二点にある。

先に述べたように、証券化の第一段階でオリジネーターは対象不動産をビークルに譲渡するが、その後仮にオリジネーターが倒産した場合、オリジネーターの破産管財人や債権者が証券化した不動産の譲渡行為の否認や取消しを主張する事態が発生すると、当該不動産に投資を行う投資家は想定収益が得られなくなるばかりか、元本の償還も受けられないという極めて不安定な状態に置かれることになる。このように投資家が被害を被る不測の事態を回避する為に、倒産隔離構造を構築することが重要となる。

また、対象不動産がオリジネーターの倒産手続から隔離されていたとしても、万一、ビークルそのものが倒産すれば、やはりデフォルトが発生して投資家が損害を被る危険性があるため、ビークル自体の倒産防止策についても関連当事者間でビークルの倒産申立を禁止する協定を事前に締結する等の手当てが必要となる。

③二重課税の回避

一般事業法人の株式への投資では、法人税支払後の利益(の一部)が配当として投資家に分配され、投資家の段階でも所得税という形で課税が行われる。これを(法人の所得に対する課税と投資家の所得に対する課税の)二重課税という。不動産証券化では、投資家が得る利益を極大化させる為に、ビークルが課税主体とならないような仕組みを作ること、この二重課税を回避し不動産からの収益を直接的に投資家へ分配することが要求される。二重課税の回避の具体的な手法としては、下記の2つがある。

- 組合や信託のように、課税主体とならないビークルを利用する方法(パス・スルー)
- 特定目的会社(TMK)や投資法人などのように、一定の配当・分配のルールを満たせば投資家への配当金・分配金を費用として税務上の損金に算入することができるビークルを利用する方法(ペイ・スルー)

④リスクコントロールの為に信用補完

不動産証券化とは、オリジネーターから投資家に不動産に係るリスクを移転し、そのリスク負担の見返りとして投資家が不動産から得られる収益を享受するものともいえる。従って、投資家が期待するリスク・リターン特性を十分吟味したうえでリスクをコントロールし、それを商品設計に反映させる必要がある。不動産証券化商品の組成においては、その証券の信用力を補完し、投資家のニーズに適合した商品とする為に様々な信用補完措置を行うのが一般的である。

対象資産からのCFを確保する内部信用補完としては、前述の優先劣後構造の設定やセラーリザーブ(※3)などがあり、外部信用補完にはキャッシュ・コラテラル(※4)や、第三者による保険・保証の付保などがある。

※3セラーリザーブ

オリジネーターがビークルに資産を譲渡する際に、自らが留保する持分を一定以上とする信用補完のこと。

※4キャッシュ・コラテラル

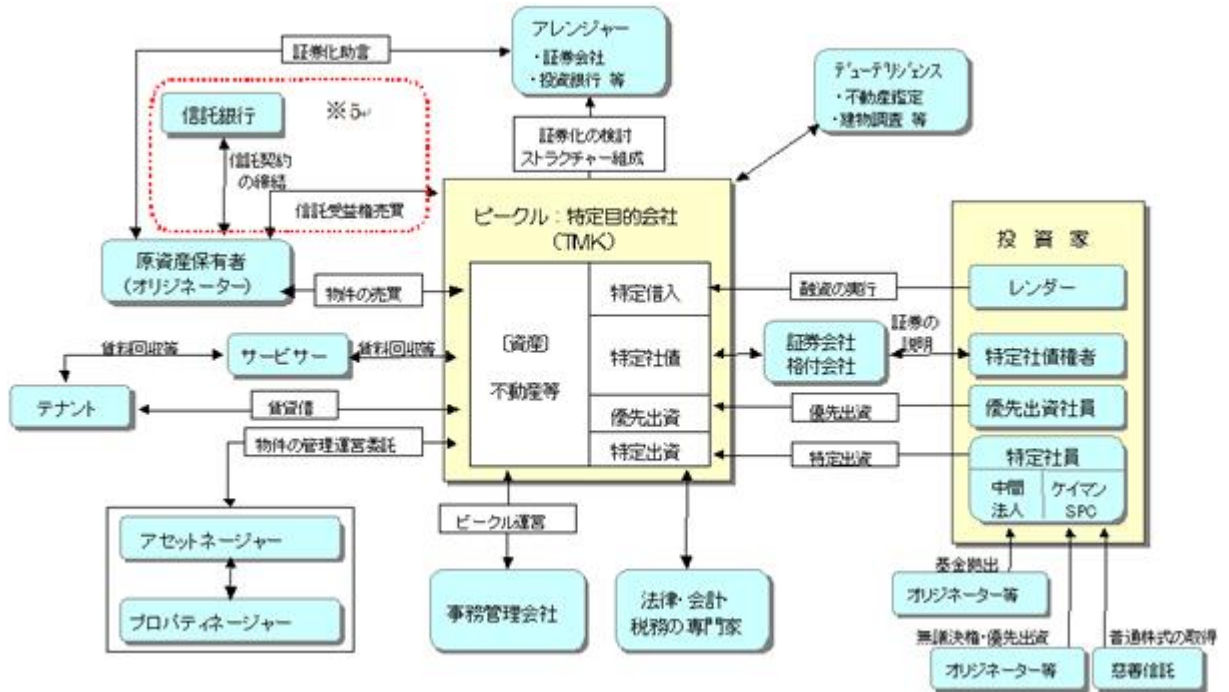
対象資産からのCF不足に対する現金担保のこと。

(5)不動産証券化に関わるプレイヤー

不動産証券化の1つの特徴として、不動産ビジネスと金融ビジネスが融合することで、従来に比べ関連するプレイヤー(業者)に求められる機能がより細分化され専門性が高くなったことがあげられる。その背景には取引全体で適用される法令等が多岐にわたり、また案件毎に利用されるストラクチャーが異なること等がある。

ここでは、ピークルとしてTMKを用いるケース(図表4)で、不動産証券化・不動産金融に関わるプレイヤーの役割について概説しておく

(図表4)不動産証券化・不動産金融に関わるプレイヤー



※5ピークルが不動産を直接保有するのではなく、信託受益権化して保有する場合

①オリジネーター

証券化する不動産の原所有者のこと。証券化に当たってまず対象となる不動産を特定し、それを不動産の保有を目的とするピークルに譲渡する。TMKが取得した対象不動産のことを「特定資産」という。オリジネーターにはデベロッパーのほか、一般事業会社や金融機関など、不動産を保有しているところであれば誰でもなることができる。

②投資家

不動産から生じるCFを受け取る代わりに、不動産の有するリスクを引き受けるのが投資家である。(3)「不動産証券化の基本構造」で前述したが、投資家が投資対象とする資本の種類によってデット投資家とエクイティ投資家に分かれる。投資家は自らが期待するリスク・リターン特性に従って不動産証券化商品に投資する。

③レンダー

投資家のうち、主にノンリコース・ローン(不動産担保ローン・後記(6)②で詳述)を実行する金融機関のことをレンダーという。レンダーはデット投資家である。単独の場合もあれば複数の金融機関が協調融資する場合もある。また、レンダー間で元利金の受取順位に優劣をつけることもある。

④アレンジャー

不動産証券化のためのスキーム全体を検査し、証券化を実現させるための基本的な枠組みをオリジネーター、投資家、レンダー等の関係者と協議しながら構築していく重要な役割を担う。各当事者のニーズを正確に把握し、実現するためのコーディネート能力が要求されるほか、必要に応じて弁護士、税理士、会計士と専門的な交渉を行うための高い専門知識が求められる。

上記の業務のほか、デュエリジェンス(不動産鑑定・建物調査等)を行う外部関係者への委託先幹旋や、会計士、弁護士、不動産鑑定士、信託銀行、証券会社等の各専門家選定の支援等を行う。また、ストラクチャー決定後は、資産対応証券の引受先やノンリコース・ローンの融資元を選定したり、不動産の処分についてもアドバイスを行ったりすることもある。

一般的なアレンジャーとしては、証券会社、都市銀行・信託銀行等の金融機関、不動産会社、コンサルタントなどがある。

⑤アンダーライター(引受会社)

不動産証券化商品の発行に際して、資本市場で募集・販売を行うことを目的に引受を行う証券会社などを言う。投資家需要調査等を行って発行条件の決定も行った。販売の際には投資家に対して商品に関する説明も行う。アレンジャーを務める証券会社が、引受も合わせて行うケースもある。

⑥信託銀行

不動産証券化においては、オリジネーターが不動産を信託銀行に信託し、信託受益権をピークルに譲渡する方式が多く採用されている。信託受益権化することで、特定資産の管理運営、売却手続きについて、信託銀行のノウハウを活用することができ、また実物不動産と違い、不動産取得税については課税対象外となるうえ、登録免許税も信託登記に関する額まで軽減できる。信託銀行は、こうしたアレンジャー機能、レンダー機能も持つほか、ピークルが社債を発行する際の社債管理会社や事務管理会社等となることもあるなど、不動産証券化に関連する多くの業務を受託している専門機関である。

⑦格付会社

「格付け」とは、対象とする債権(社債・CP・借入等)が「約束どおりに元本および利息が支払われるかどうかの確実性の程度を、利害関係のない第三者が判断(評価)するもの」で、その評価結果を簡易な表記方法で投資家に提供するものが格付会社である。格付会社から格付けを取得し投資家に対して客観的な評価基準を提供することにより、資金調達を円滑に行うことが可能となる。

⑧アセットマネージャー

不動産証券化におけるアセットマネージャーは、証券化された不動産の管理、運営する業務を行う専門家を言う。アセットマネージャーは、資産全体の財務戦略を策定して対象不動産の購入や売却に関する助言を行う。また、テナント誘致計画や物件の管理方針等を決定し、実際の管理・運営に従事するプロパティマネージャーに指示を与えたとともにその業務を監督し、資産全体としての価値を最大にすることを使命としている。TMKの場合、特定資産の管理および処分にかかる業務を必ずアセットマネージャーに委託しなければならない。

⑨プロパティマネージャー

不動産証券化におけるプロパティマネージャーは、不動産所有者やアセットマネージャーからの委託を受けて、対象不動産の収益を最大化させるための管理業務を行う。その業務は、テナント管理業務(テナントの誘致・賃貸借管理)と、建物管理業務(メンテナンス)があり、委託者に対して詳細なレポートを行う。アセットマネージャーが兼務するケースや、現地での建物管理業務を行う建物・設備管理会社が兼務することも多い。

⑩サービサー

不動産が生むCFの源泉はテナント(賃借人)が支払う賃料である。この賃料を回収・管理するのがサービサーである(一般的には、債権管理回収業に関する特別措置法の認可を得た貸付金等の債権回収や管理を行う業者を指すが、ここではより広い意味で捉えている)。不動産証券化ではプロパティマネージャーが賃料を回収するケースが多いが、資産流動化型などではオリジネーターが従前からのテナントとの関係を維持する目的で賃料回収業務を請け負うケースもある。

⑪事務管理会社(アドミニストレーター)

不動産証券化における事務管理会社とは、ピークル等から委託を受けて投資家とのやり取り等を含めた、ピークルの運営、維持を行う機関を言う。不動産証券化においては、ピークルそのものの倒産を回避するために、ピークルの業務範囲は極めて限定されたものになっていることから、ピークル自体に従業員を置かないケースが一般的であるが、こうした場合にはピークルが外部の機関に自らの事務管理を委託することになる。こうした背景から事務管理会社がピークルに役員を派遣することも多い。TMKの場合、取締役、監査役、会計監査人の選任が義務づけられている。ただし会計監査人については、資産対応証券のうち特定社債のみを発行しその額が一定規模以下の場合、選任しなくてもよい。

⑫弁護士

不動産証券化取引では多くのプレイヤーが参加することになるため、これらのプレイヤー間の利害関係を予め明示し、当事者間の意思を客観的に表明するための手段として多くの契約書を作成しなければならない。また、弁護士は後述するように、法律面からのデューデリジェンスを行う役割を担い、具体的には真正売買、倒産隔離、契約の有効性、関連法制との適法性等、スキーム上の法的問題点について意見書を作成する。

⑬公認会計士・監査法人

不動産証券化のピークルは、通常、毎決算期に貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、注記表を作成する。すべてのピークルにおいて会計監査人による監査が義務付けられるわけではないが、投資家保護の観点からは、専門家である会計監査人の監査を受けることが望ましい。会計事務所は証券化商品の会計処理を行うとともに、オリジネーター側の証券化に関する会計処理に関してアドバイスを行う。

⑭税理士・税理士法人

不動産証券化で利用される法定ピークルには、株式会社等と比較して、利益配当の損金算入、不動産取得税・登録免許税の軽減措置等、税務上有利な規定が設けられているが、この規定の適用を受けるためには多くの要件を満たすことが必要となる。これらの利益配当の損金算入や不動産流通税の軽減の要件には留意すべき点が多く、個別案件の事情に応じて詳細に要件を検討する必要があるため、ピークルの運営管理者は、税理士・税理士法人にアドバイスを求めたり、逆に、当該証券化に関連するプレイヤーから必要に応じて税務意見書の提出を要求されたりすることがある。

⑮デューデリジェンス実施者

デューデリジェンスとは、不動産の売買・証券化の際に、買主や投資家が対象不動産を詳細に調査して、投資価値やリスクがどの程度あるかを適正に評価することを言う。デューデリジェンスは、一般的に物的調査、法的調査、経済的調査の3つの分野で実施され、建設会社、環境調査会社、不動産鑑定士、司法書士、土地家屋調査士、弁護士、コンサルタントなどの専門家の手による報告書(ER:エンジニアリング・レポート、不動産鑑定評価書等)に取りまとめられる。

(6)不動産証券化の目的

では、地方において不動産証券化手法を活用する目的とはなんだろうか。それは証券化を企画する者の事情によってその目的は多種多様だが、地方における不動産証券化について、もっとも重要な効用は以下の2点であるといえる。

①幅広い投資家からエクイティ出資を募る

エクイティへの出資者は、不動産投資リスクの主たる担い手である。地方では不動産プロジェクトを推進する際、地権者やデベロッパー、機関投資家などから大口の投資資金を引き出すことが困難な場合が多い。こうした状況下で、幅広い投資家からリスクマネーを集めることが期待されているのが、不動産証券化手法の活用である。

②ノンリコース・ローンの調達

ノンリコース・ローンとは、資金の貸手が特定の不動産にしか責任財産(返済原資となる資産)を求めることができない融資(責任財産限定特約付融資)である。つまりノンリコース・ローンは、企業あるいは個人事業者の信用を裏づけとした融資ではなく、不動産(事業)の資産価値(事業価値)に着目して行われるものである。一般的にノンリコース・ローンはデットのレバレッジ(槌子の)効果を得ることを目的とする場合が多いが、地方の不動産証券化では、むしろエクイティ資金の補完的役割、すなわち、事業者の信用によっては十分な資金を借りることができない場合、あるいはエクイティ出資だけでは十分な資金が集まらない場合の補充的資金調達の側面が大きいと思われる。

なおノンリコース・ローンにおいて、事業者等の信用リスクを投資ビークルから遮断するために、前述した「倒産隔離」を行う必要がある。TMKを使った証券化スキームで倒産隔離を図る方法については、個別の案件によって対応が異なるため、実務における具体的な対応やスキームの構築には弁護士などの専門家の判断を十分に仰ぐ必要がある。

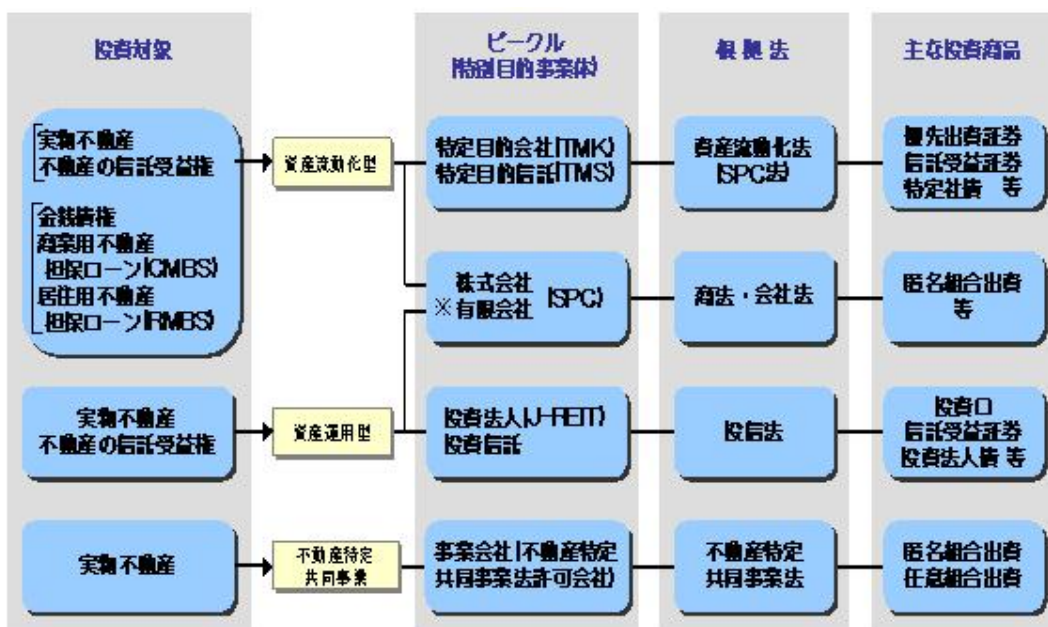
2.不動産証券化の体系

「不動産証券化」とは前段で述べたように、「自己が所有する不動産を投資ビークル(SPV)へ譲渡し、その不動産の経済的価値を裏付けとして資金調達を行う仕組み」、「実物不動産が生み出す収益を受け取る権利を、証券や出資持分等の金融商品へと加工し、投資家が不動産に対して投資をしやすくする仕組み」と定義できるが、これらの「仕組み」はその組成に際して根拠となる法律、活用の目的・形態等により様々な体系に分類することができる。ここでは、前段までの内容を踏まえて、法的な観点と活用目的の観点から整理する。

(1)法体系による不動産証券化の整理

(図表5)は、日本における不動産証券化商品を、そのスキームの組成に係る根拠法から整理・体系化したものである。前段でも少し触れたとおり、ビークル組成の根拠法から分類すると、代表的なものとしては、「SPC法」に基づく「特定目的会社(TMK)」、「投信法」に基づく「投資法人」、「会社法・有限会社法」に基づく「合同会社・有限会社(有限会社は平成18年の会社法の施行により廃止)」が挙げられる。また、不動産会社等の事業会社が、「不動産特定共同事業法」に基づき、事業主体となって複数の投資家から出資を調達し実物不動産に投資を行う「不動産特定共同事業法商品」も、不動産証券化スキームの一類型である。これらのスキームは、当然ながら根拠法によって組成の手续や作成すべき書類、使い勝手等も大きく異なるため、以下に各々についての概説をする。

(図表5)法体系による不動産証券化の分類



※平成18年4月までは「有限会社」を活用。平成18年5月1日の会社法施行後は、有限会社のかわりに「合同会社」を活用。また、実物不動産は不動産特定共同事業法により規制されることから、株式会社・合同会社による利用はない。

①資産流動化法に基づく不動産証券化(図表6)

「資産の流動化に関する法律(SPC法)」に基づく不動産証券化スキームで、投資ビークルとして「特定目的会社(後述の特別目的会社: Special Purpose Company = SPCと区別する為、ローマ字表記の頭文字をとってTMKと表記される)」と「特定目的信託」の利用が可能であるが、不動産を取り扱う場合のビークル活用については特定目的会社が殆どを占める。

オリジネーターが証券化対象資産を特定目的会社に売却し、TMKが当該資産から得られる収益や資産価値を裏付けとする資産対応証券(優先出資証券、特定社債、特定約束手形等)を発行することにより資金調達を行う仕組みであり、資産の運営管理等の業務は外部委託しなければならないとされている。

TMKは資産を証券化する為のビークルであることから、一般の株式会社や合同会社と比較して組織上の簡素化が図られており、一定要件を満たせば支払配当を税務上の損金に算入できるため、二重課税の回避が可能となる。また、投資家保護の観点から、対象資産の特定及び資産流動化計画作成の義務付け(スキームの変動防止)や、TMKの発行証券(資産対応証券)は金融商品取引法上の有価証券に指定されており、詳細な情報開示のルールを課せられている。

TMKを用いた不動産証券化は、資産流動化計画の作成、各種申請業務や情報開示に多くの手間や費用がかかる等、事務手続きが煩雑であるため、後述③のGK-TKスキームに比べて活用が敬遠されてきたが、平成19年9月30日の金融商品取引法の施行により、法定スキームとしての安定性、即ちGK、TKスキームのように予想外の規則を受けない点が評価されることとなり、地方における不動産証券化における活用が期待されている。

(図表6) 資産流動化法に基づく不動産証券化



②投信法に基づく不動産証券化(図表7)

「投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)」に規定される制度であり、複数の投資家から集めた資金を、専門家が各種資産に投資・運用し、それによる成果を投資家に配分するという仕組みで、資産運用型の集団投資スキームである。

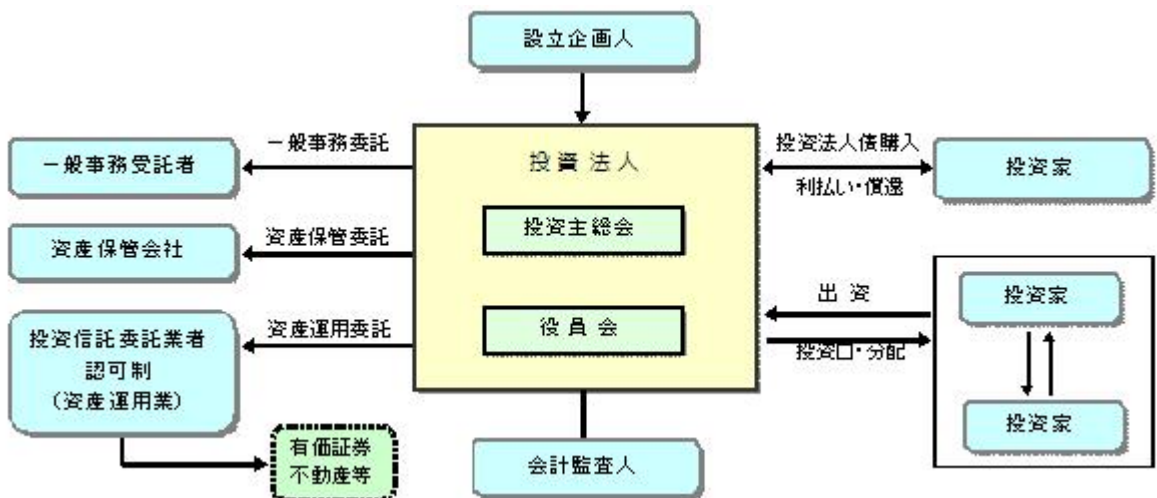
ビークルには、「投資信託(契約型投信)」と「投資法人(会社型投信)」があり、投資家の資金回収の手段として、投資家の請求により払戻し行う「オープンエンド型」と、払戻しは行わないが市場取引による換金性を確保する「クローズドエンド型」に分類される。そのなかで、主たる投資対象が不動産等である場合を「不動産投資信託」(リート:REIT:RealEstateInvestmentTrust)と呼ぶ。現在上場されているリートは、投資家からの払戻し請求に対して保有資産である不動産等を機動的に売却して現金化することが困難なこと、会社型のガバナンス機能が優れていることなどから、クローズドエンド型投資法人(会社型)を採用している。

「投資法人」は、所有資産を主として特定資産に投資して運用することを目的として設立される社団であり、法人格を有しているものの、資産運用を超える権限は有していない。また、本店以外に営業所を設けたり使用人を雇用したりすることができず、資産の運用や保管等の実務は外部の専門家(資産運用会社、資産保管会社、一般事務受託者等)に委託すること(=外部運用)が義務付けられている。

また、投資法人における資産運用状況の監視機能として投資主総会や役員会を設置して投資家ガバナンスを確保すること、投資家に株式会社の株主と同様の権利を付保する等、投資信託制度にはない仕組みがある。

TMKと同様に、投資家保護の観点からリートの情報開示に関しても、投信法及び金融商品取引法といった法令の規制に加えて、自主規制団体(投資信託協会等)による自主規制が行われ、更に上場リートについては、金融証券取引所の基準等による様々な規制がかけられている。

(図表7) 投信法に基づく不動産証券化



③法定スキーム以外の不動産証券化(GK(YK)-TKスキーム)(図表8)

運用資産を不動産信託受益権とし、ピークル(当該スキームにおいては「特別目的会社(SPC: Special Purpose Company)」)として「合同会社(平成18年5月の会社法施行前は有限会社)」を用い、「ノンリコース・ローン」と商法上の「匿名組合出資」を組み合わせる資金調達手法であり。前述した2つの法定スキーム(特定目的会社・投資法人)以外の不動産証券化スキームとして過去最も活用実績がある。合同会社(Goudou-Kaisha)有限会社(Yugen-Kaisha)と匿名組合(Tokumei-Kumiai)のローマ字表記の頭文字から「GK(YK)-TKスキーム」と呼ばれるこのスキームでは、運用資産を実物不動産ではなく不動産信託受益権とすることが特徴のひとつといえるが、その効用としては以下の3点が挙げられる。

- 当該スキームを用いて実物不動産に投資を行った場合、不動産特定共同事業法の適用を受ける可能性があり、その場合匿名組合営業(ここでは特別目的会社)は同法の許可事業者である必要が生じるが、対象不動産を信託受益権化することにより同法の適用を回避し、商品組成上の自由度を高めることが可能となる。
- 実物不動産の取得に際して、不動産取得税及び不動産登記に関する登録免許税が必要となるが、不動産信託受益権であれば不動産取得税が不要となり、また登録免許税も信託登記に関する額まで軽減が可能となる。
- 対象不動産を信託受益権とすることで、受託者である信託銀行の資産管理をはじめとする様々な機能を活用することができる。

合同会社をピークルとして活用するのは、株式会社では会社更生法の適用により、ローン等の担保権が更正担保権に変更されるリスクが存在するが、合同会社には会社更生法の適用がないこと、また、合同会社への出資者の全員が有限責任社員であり社員総会・取締役・監査役等の機関が不要で簡易な運用が可能であること等、他の会社法による制度に対して優位性があることが挙げられる。

当該スキームはその設計の自由度・柔軟性等の観点から、これまでに最も活用されてきたが、平成19年9月30日の金融商品取引法の施行により、それまでは有価証券でなかった信託受益権が「みなし有価証券」として金融商品取引業の規制対象となったことにより、特別目的会社自体や証券化に関わるアセットマネージャーも業者登録が必要となる等、様々な規制がかかることとなった。このような金融商品取引法の施行は、当該スキームに大きな影響を与え、地方における不動産証券化手法として、従前までのように活用することが難しくなったといえる。

(図表8) 法定スキーム以外の不動産証券化(GK(YK)-TKスキーム)



④不動産特定共同事業法に基づく不動産証券化(図表9)

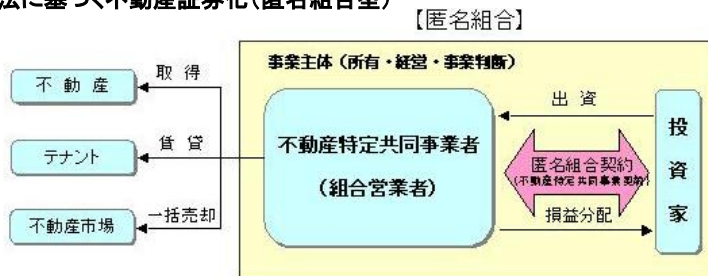
不動産特定共同事業法商品は、投資家が出資等を行い、不動産会社等の専門家が事業主体となって実物不動産取引により運用し、収益の分配を行うスキームである。

不動産小口化商品は、昭和62年から供給が始まったが、バブル経済崩壊後、業者が倒産したこと等により投資家被害をもたらすものがあつた。このため、投資家保護を目的として、平成7年に「不動産特定共同事業法(以下「不特法」という)」が施行された。不特法は、不特法商品を取り扱う事業者(不動産特定共同事業者)に対して、資本金や宅地建物取引業者免許等の一定の要件を設ける許可制を採用し、これらの規制により投資家保護を図る構造となっている。

不特法における「不動産特定共同事業」は、「不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引から生じる収益又は利益の分配を行う行為」と「不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介をする行為」の2つが事業として定義されている。また、法定の不動産特定共同事業契約として「任意組成型契約」「匿名組成型契約」「賃貸型契約」「外国法令に基づく契約」等が定められているが、近時供給されている不特法商品の殆どは「匿名組成型契約」であるため、以下にこの「匿名組成型契約」についてのみ詳述する。

「匿名組成型」とは、投資家(事業参加者)が匿名組合に出資を行い、匿名組合営業者となる不動産特定共同事業者が当該出資金により実物不動産を取得し運用して得た収益を投資家に分配する形態をいう。「匿名組成型」は、複数の投資家がいる場合でも投資家と事業者が1対1で匿名契約を締結すること、対象の不動産所有とその関連業務執行権が全て事業者に帰属すること等が特徴となっている。

(図表9) 不動産特定共同事業法に基づく不動産証券化(匿名組成型)

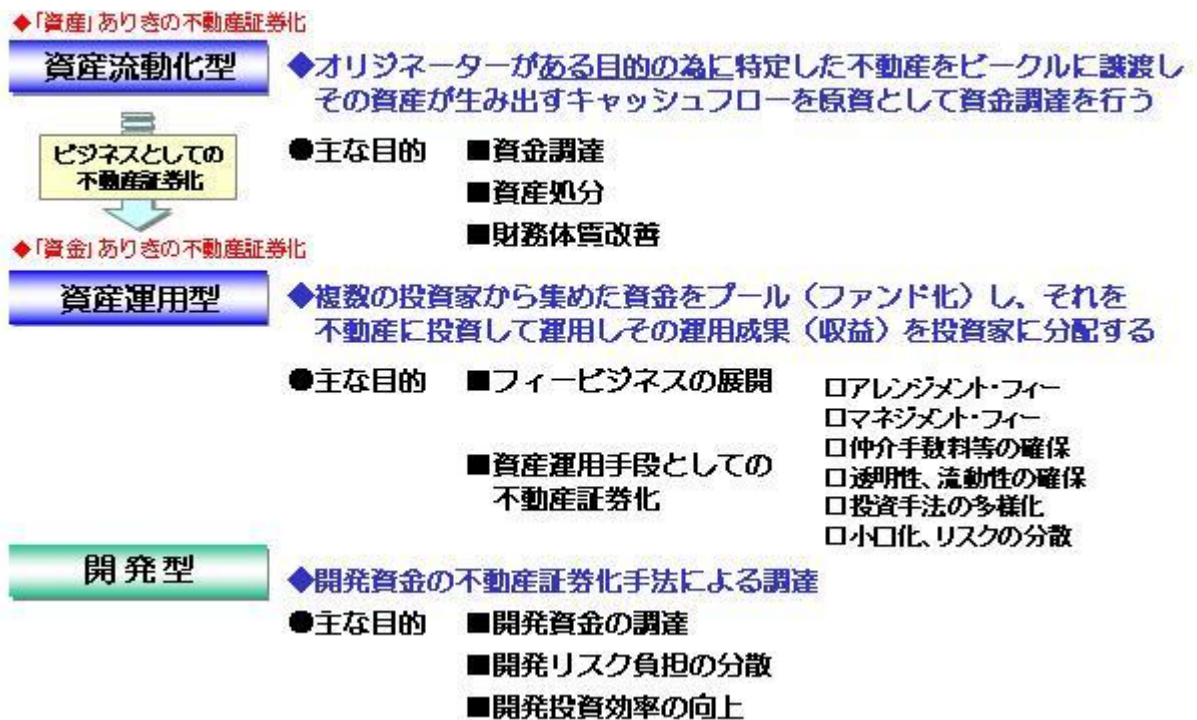


(2)活用目的による不動産証券化の整理

不動産証券化はその活用の目的や形態によっても「資産流動化型証券化」と「資産運用型証券化」の2つに分類・整理することができる。(図表10)

わが国における不動産証券化の黎明期においては、不動産証券化手法の導入自体が資金調達や資産処分による財務体質の改善を目的としたものであったため、資産流動化型証券化が活用されてきたが、最近ではビジネスとしての不動産証券化が定着したことや、経済のグローバル化から国際金融市場の膨大な資金が不動産ファンドを通じて日本の不動産市場に流入し始めたこと等から、資産運用型証券化が多くなってきている。

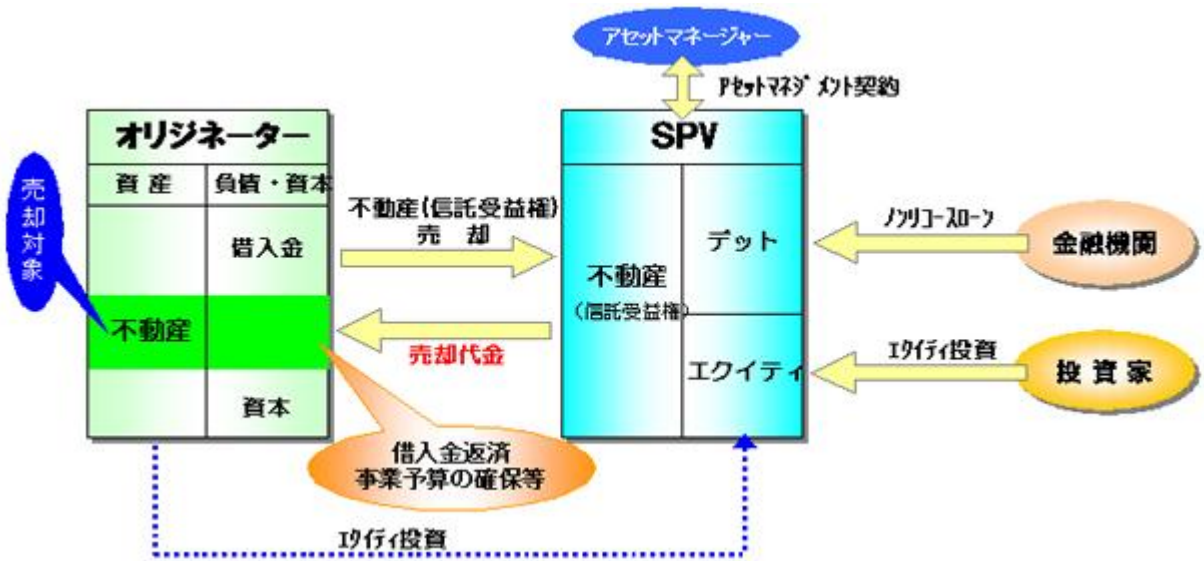
(図表10)不動産証券化の種類と活用の目的



①資産流動化型不動産証券化(図表11)

オリジネーターが、資金調達・資産処分・財務体質改善等を目的に証券化の対象となる不動産をビークルへと譲渡し、当該不動産が生み出す収益(CF)を裏付けに資金調達を行うスキームである。証券化の対象となる不動産の存在が前提となるため、いわば「資産ありきの不動産証券化」と言え、前述の「資産流動化法に基づく不動産証券化」は当該スキームを想定して制度化が行われたものである(但し、特定目的会社は必ずしも資産流動化型証券化だけに用いられるわけではなく、資産運用型や開発型の証券化スキームに利用される場合もあるため注意が必要)。

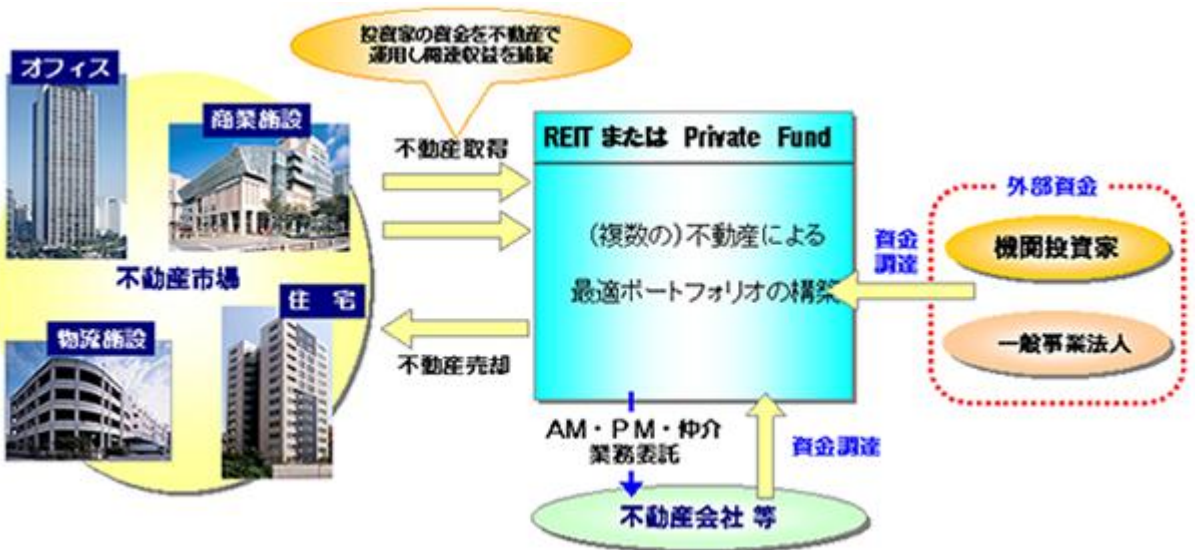
(図表11) 資産流動化型不動産証券化のスキーム



② 資産運用型不動産証券化 (図表12)

主に資金調達を目的とする資産流動化型証券化に対し、資産運用を目的とするのが資産運用型証券化である。複数の投資家から募った資金をプールし、当該資金を用いて不動産投資を行い、そこから得られる収益を投資家に対して配分する仕組みで、前述の不動産投資信託(リート)や不動産プライベートファンド等が代表といえる。運用すべき資金の存在が前提であるため、「資産ありきの流動化型」と比較して、「資金ありきの不動産証券化」と呼ばれる。

(図表12) 資産運用型不動産証券化のスキーム



なお、上記の分類の他に、近年利用頻度が高まってきた不動産証券化のスキームとして、不動産の開発資金を証券化手法で調達する「開発型不動産証券化」がある。当該スキームについては、後述の「3. 開発型不動産証券化」にて説明する。

3. 開発型不動産証券化

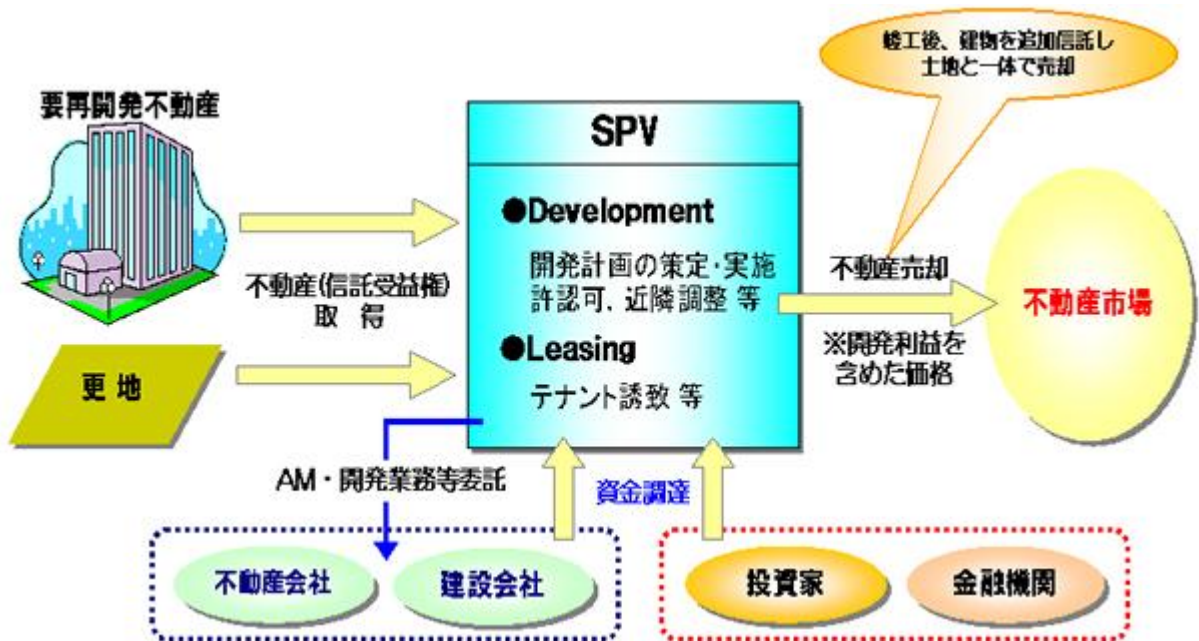
「開発型不動産証券化」は、不動産開発資金の調達を目的とした証券化の形態である。当該スキームは、不動産がCFを生み出す前の段階、つまり不動産の開発段階において証券化の手法を活用し開発資金の調達を行うことを目的としている。地方においては、有効活用可能地などを集約し新たなCFを生む不動産を開発することが必要となるため、当該スキームによる不動産証券化の活用が期待される。

(1) 開発型不動産証券化のスキーム(図表13)

開発型不動産証券化の基本的なスキームを(図表13)により、簡単に説明する。

まず、最初に開発事業を目的とする投資ビークルを設立し、開発不動産が完成後に生み出すであろう将来のCFを裏付けとする証券の発行や金融機関からの借入によって開発資金を調達し、当該資金を用いて開発用地の取得・建物の建設を行い、建物完成後に対象資産を運営あるいは売却して得られる収益で金融機関への元利金の支払や投資家への配当を行う流れになる。

(図表13) 開発型不動産証券化のスキーム



開発型不動産証券化は、既に収益を生み出している稼働中の不動産に対して投資を行う資産流動化型不動産証券化や資産運用型不動産証券化と比較して、収益を生み出す前の不動産に投資を行うため、利益分配の不確実性についてのリスクがより高い投資形態と言える。

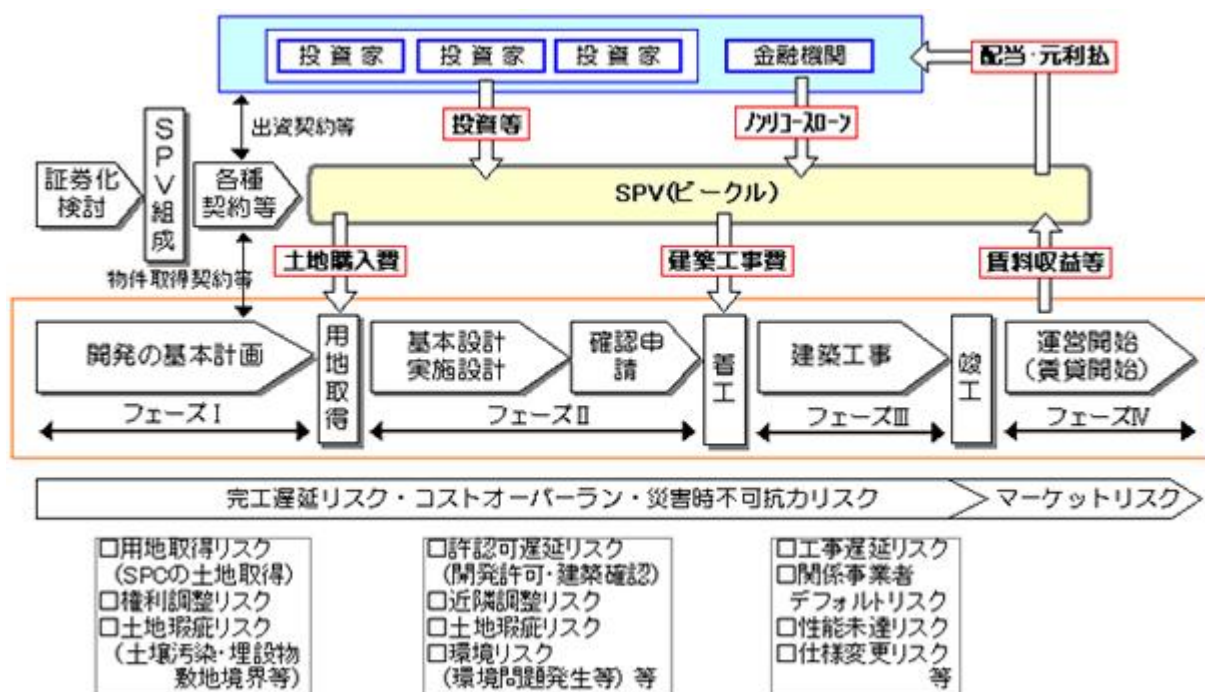
(2)開発型不動産証券化に内在するリスク

(図表14)に、証券化による開発事業の工程を「開発の基本計画段階(用地の取得まで)」「設計段階(建物の工事着工まで)」「建築工事段階(建物の工事竣工まで)」の3段階に区別し、各々の段階において想定される事業リスクを整理した。図に示されるとおり、開発事業には様々な事業リスクが内在する。

第一段階である用地取得までを見ると、計画地の権利関係の調整リスク・土壌汚染や埋蔵物リスク等があり、第二段階の工事着工までは、開発許可や建築確認等の許認可リスク・近隣調整のリスク等、そして建物工事中については建設会社の破綻リスク・災害による工期遅延リスク・設計変更によるコストオーバーのリスク等とさまざまな事業リスクが内在する。その全てのリスクを排除しなければ開発物件は無事竣工できないこととなる。

開発型不動産証券化においては、ピークルが工事発注者となるが、前述のとおりピークルは実質的な管理能力を持たない法律上の器に過ぎないため、上記のリスクに対するリスクマネジメント、予算・工程・品質等の各種マネジメント、開発企画、物件販売やテナントリーシング等の業務は開発事業の専門家(プロジェクトマネージャー、コンストラクションマネージャー等)に外部委託することとなる。以上のことから、開発型不動産証券化の成功は、いかに優秀なプロジェクトマネージャーを選任するかに懸かっているとと言っても過言ではない。

(図表14)開発型不動産証券化に内在するリスク



(3)開発型不動産証券化のメリットと留意点

開発型不動産証券化の活用のメリットとして、以下の点が挙げられる。

不動産開発事業には多額の事業資金が必要とされ、開発を企図する事業者(デベロッパー等)がその全てを資金調達する必要があったが、不動産証券化手法の導入により、開発資金を金融資本市場から調達できる環境が整えられ、また、事業への出資単位の細分化により開発事業のリスク負担を分散させることも可能となった。

しかしながら、開発型不動産証券化では次のような留意点を重視しておく必要がある。

資金調達の点では、リスクの高いスキームということで、実際に融資を行うレンダー等から非常に厳格な契約条件などを求められること、そして、証券化の為の固有のコストが加わるため、必要な事業資金が増大すること、また、前述した開発事業特有のリスクの点では、発生する可能性のあるリスクを的確に把握し、そのリスク要因が発生した場合に回避できるマネジメントが必要となること、この三つの留意点をマネージできる優秀なプロジェクトマネージャーを採用することが重要となる。

(4) 市街地再開発事業への不動産証券化の活用について

バブル経済崩壊前までは開発事業のほとんどのリスクはデベロッパーによって負担されてきたが、バブル経済崩壊後の長期の景気低迷と不動産開発事業の大型化・長期化といった要因により、単独のデベロッパーによる事業リスク負担が困難になってきたことを背景として、オフィスビルやマンション・大型物流施設といった開発事業に不動産証券化の手法が盛んに活用されるようになり、いわゆる「まちづくり」手法のひとつである市街地再開発事業においても活用事例が見られるようになってきている。

(図表15)は市街地再開発事業における不動産証券化の活用事例を整理したものである。再開発事業における活用事例では、資金調達の主体として証券化ビークルを活用するケースや、参加組員や保留床処分先として証券化ビークルを用いるケースが挙げられる。

(図表15)市街地再開発事業における不動産証券化活用事例

事業名称	所在地	計画(施設建築物)概要	証券化活用の概要
【市施行】 浦和駅東口駅前地区 第二種市街地再開発事業	埼玉県 さいたま市	□施設用途:民間施設(商業施設)、 公共施設(図書館・市民活動支援施設 公共駐車場)	■開発型証券化手法を活用 ■民間建設部分(商業施設)を REITが竣工後取得
【組合施行】 川崎駅北口地区第3西街区 第一種市街地再開発事業	神奈川県 川崎市	□施設用途:複合商業施設	■特定目的会社が参加組員と して事業に参画し、保留床を取得 ■竣工後REITが特定目的会社に 出資を行い、物件売却時の優先 交渉権を取得(交渉により取得)
【組合施行】 武蔵浦和駅第3-1街区 第一種市街地再開発事業	埼玉県 さいたま市	□施設用途:商業施設・住宅・公共駐車場 □住宅棟、ペントハウス棟、商業棟にて構成	■SPC(YK-TK)が保留床を取得 物件竣工後にREITが取得
【組合施行】 東京都港区白金一丁目東地区 第一種市街地再開発事業	東京都 港区	□施設用途:住宅・店舗・オフィス・工場 □施行地区は街区道路を設け、超高層街区と工場集約 街区の2街区に分割。超高層街区にタワー棟(住宅)・ テラス棟(住宅・店舗)・プラザ棟(店舗)・オフィス棟を建設	■REITが開発中に物件を取得 (売買契約締結)
【組合施行】 川口一丁目1番地区 第一種市街地再開発事業	埼玉県 川口市	□施設用途:住宅・商業施設・公共公益施設 公共駐車場 □分譲住宅棟・賃貸住宅棟・商業施設棟にて構成	■事業協力者が取得した保留床を 物件竣工後にREITが取得
【組合施行】 東池袋四丁目地区 第一種市街地再開発事業	東京都 豊島区	□施設用途:住宅・商業施設・業務・公益施設・公共駐車場 □住宅棟・業務棟にて構成	■事業協力者が取得した保留床を 物件竣工後にREITが取得

金融危機による不動産市場の停滞は、リートや不動産プライベートファンドにも大きな影響を与えているが、リートや不動産プライベートファンドによる、証券化の出口としての存在感は引き続き大きなものがある。ただし、証券化は金融市場と密接な関連を持つことから、サブプライム問題に端を発した金融危機の状況下にある現在では、資金調達手法について慎重な検討が必要であろう。

文責:(財)都市みらい推進機構

【参考文献】

「不動産証券化の標準的実務手順等に関する調査」H19年度委託調査国土交通省
 「不動産証券化ハンドブック2008 - 2009」:(社)不動産証券化協会
 「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」:日経BP社

【出所】

不動産証券化の解説:<http://tochi.mlit.go.jp/chiiki/securitization/doc1-1.html>