

不動産証券化の課題

～一般投資家にも魅力のある本格的な商品実現に向けて～

1. はじめに

最近、金融機関の不良債権処理方策のひとつとして不良債権および担保不動産の証券化が注目されている。しかし、不動産証券化の目的が金融機関救済に矮小化され、いまなぜ不動産証券化なのか、あるいは不動産証券化がめざすべき方向についての議論はほとんどない。

来るべき金融ビッグバン時代の主役は、現状で 1200 兆円もの金融資産を持つ個人投資家である。米国の個人金融資産に占める現預金比率 17% に対し、わが国は 55% と非常に保守的だが、今後はより多様な資産構成に変化する可能性が高い(図表-1)。

図表-1 日米個人金融資産の割合



【資料】日本「経済統計年報」、「国際比較統計」より作成

金融ビッグバンは企業だけでなく、個人にも自己責任原則を前提に金融資本市場参加の機会を拡大する。すでに、為替リスクのある外貨預金や

外債への投資が増加しているように、個人投資家にもリスクとリターン(利回り)の関係を踏まえた投資行動がみられるようになってきている。

本来、不動産証券化商品は、このような新たなニーズに対応した金融商品のひとつとして開発されるべきものである。

以下では、不動産証券化の現状をみた上で、求められる本格的な証券化商品のイメージを提示し、これを実現するための課題を整理する。

2. これまでの不動産証券化商品の特徴

住宅の抵当権や住宅債権を対象に発行される抵当証券の歴史は古いが、わが国で投資商品として商業系不動産の証券化が議論されたのはここ10年のことである。

87年に、不動産の共有持分権を多数の投資家に販売する不動産投資信託方式の不動産小口化商品が国内で初めて販売された。その後、不動産各社によって類似商品が販売されたが、これらはいずれも物件の値上がりを前提とし、節税メリット(損益通算による所得税節税効果、償却メリット、相続税評価メリット)をうたったものであった。しかし、個人による途中譲渡は制限され流動性は低かった。

その後、不動産特定共同事業(95年事業法施行)として特定の資格を与えられたデベロッパーによる組合型の証券化商品が登場したが、これにも流動性はほとんどない。

このような不動産業界が進める小口化とは別に、最近では金融機関の不良債権処理に証券化の手法が取り入れられ始めた。これらは限られた機関投資家向けに開発された複雑な仕組みのもので、流動性はほとんどない。また、最終的に担保不動産の売却処分が必要となるが、このときの不動産の値下がりがリスクは、銀行などが負担する仕組みのものが大半である(図表-2)。

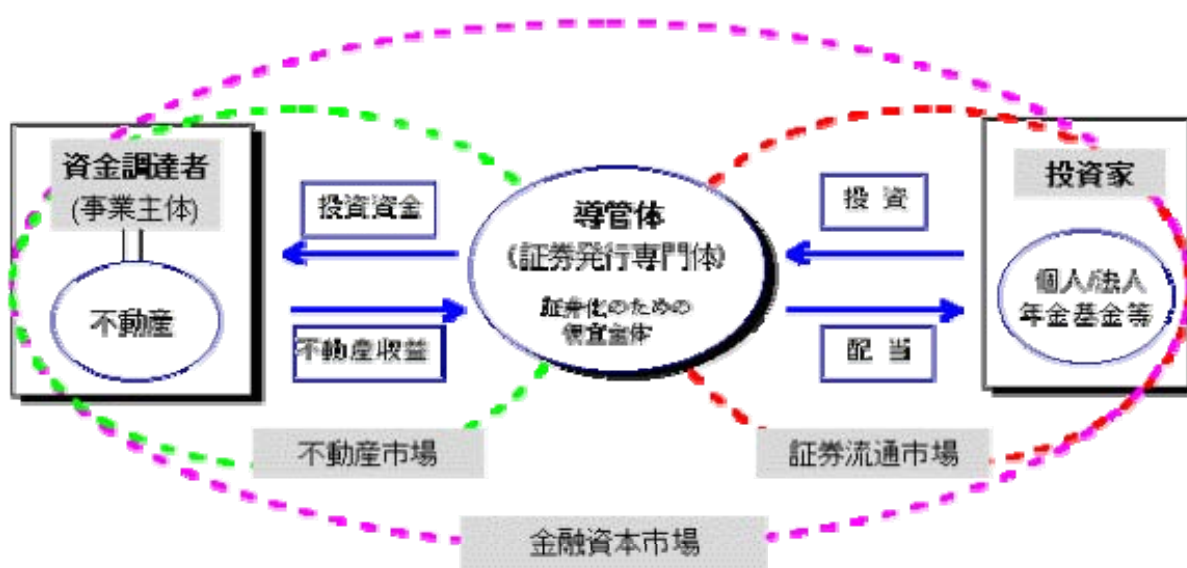
図表-2 最近の金融機関による証券化一覧

発表時期	銀行名	金額 (億円)	証券化 対象	対象物件の価格下落リスク
95/7	旧三井銀行	100	不動産	70%までを銀行が信用補完
96/7	東京三菱銀行	100	不動産	銀行などが100%補完
96/8	富士銀行	40	不動産	銀行などが100%補完
96/9	三和銀行	300	債権	第三者による100%補完
96/12	日債銀	32	不動産	銀行が100%補完
97/3	あさひ銀行	116	債権	銀行などが100%補完
97/3	東京三菱銀行	50	債権	投資家
合計		738		

〔資料〕エコノミスト (97/4/29号) 佐藤一雄資料に加筆

不動産の証券化では、不動産事業を行う者（資金調達者）が不動産からの収益権や不動産所有権を、導管体（証券発行専門体）を通じて有価証券等の証書にし、投資家はこれを購入する（図表-3）。この点は、投資家が配当・利子の取得や売却益を目的に、一般の株式・債券を購入するのと同様である。この導管体には、現行法で課税されない信託会社や組合などが用いられ、投資家への利払い・償還の責務は一般の有価証券と同様に発生する。

図表-3 不動産証券化の基本的な仕組み



(資料) ニッセイ基礎研究所

本来、不動産証券化商品も他の金融商品と同様に、一般投資家を含めた多数の投資家が自由に売却したり購入できるよう、小口性(大衆性)と流通性が確保されなければならない。しかし、これまでの不動産共同投資商品、不良債権担保不動産の証券化商品では、投資家が限定され、流動性もほとんどない(図表-4)。

97年3月に発表された担保不動産流動化総合対策では、証券化の阻害要因であった税制や法規制などについて、金融機関の不良債権・担保不動産に限定した制度改正の方向が示されている。これにより金融機関の不良債権処理が進むとされるが、実態は不良債権の担保不動産を一定期間オフバランス化し、損失確定時期を先延ばしすることでしかない。今後、不動産市況が改善されなければ当該不動産の買い手はなく、当該銀行が買い戻すことになると思われる。

今回の総合対策は一步前進とはいえるが、対象が不良債権・担保不動産に限定されていることから本来の証券化にはほど遠いものである。購入者が限定された証券化商品では、たとえ譲渡可能な仕組みであっても流通市場は育たない。

金融ビッグバン同様、不動産証券化の目的も不動産業保護や金融機関救済ではなく、内外の投資家にとって魅力ある不動産投資商品や市場の提供にある。このため、誰もが自由に購入・譲渡できる本格的な証券化商品が求められているのである。

図表-4 これまでのわが国の不動産証券化商品

商品	市場規模 (累計額)	投資収益の源泉		商品特性					
		賃料収入 (利払い)	売却益	流通性	小口性	節税 効果	対象 投資家		
不動産 共同 投資 商品	不動産小口化商品	5,875 億円	○	○	×	×	×	○	個人 法人
	不動産特定共同事業法 施行後の商品 (1995/4~1997/5)	294 億円	○	○	×	△	△	○	個人 法人
不良債権・担保不動産の 証券化商品		738 億円	○ (利払い)	×	×	×	×	×	機関 投資家
(参考)									
REIT(米国)		888 億円	○	○	○	○	○	○	個人 機関 投資家

(資料) 不動産シンジケート協議会資料等を基に作成

3. 求められる本格的な証券化商品

一般投資家が魅力を感じる本格的な不動産証券化商品の条件は、次の3つである。

- ① 不動産投資のメリットを比較的少ない投資額で享受できること
- ② 流動性が確保されていること
- ③ 投資リスクについて合理的に判断できる環境が整備されていること

従来、不動産投資のメリットとして減価償却による節税効果や土地の値上がりによるキャピタルゲインなどが挙げられてきたが、バブル崩壊で土地の値上がり益期待の投資は難しくなった。

しかし、本来キャピタルゲインは、土地の転売や収益性のない物件を保有して得られる不労所得ではなく、適切に管理・活用された不動産の利用価値である収益(地代・賃料)に源泉を置くものである。このような不動産から生じる収益とその収益を生み出す資産自体の価値(不動産価格)は、今後も長期的には経済成長に応じて上昇し、固定金利の債券や預貯金では得られないインフレヘッジ効果を持つとみられる。このため、良質な不動産への投資メリットは依然大きいといえる。

現在の不動産投資市場は、戦後初めて経験する大幅な地価下落で混乱していることもあり、不動産値上がり益に期待する投資行動は完全に否

定されたかのようなものである。しかし、土地を更地で保有して地価上昇を期待するという収益性を無視した投資行動は否定されても、土地の有効利用によって資産の実質価値を維持し、あるいはキャピタルゲインを得るといふ投資行動は国際標準からみても否定されるべきものではない。

これまで不動産は他の金融商品と比べ、投資金額の大きさ、個別性の強さ、流動性の低さなどから投資リスクも高く、一般投資家には手の出ないものであった。本格的な不動産証券化の目的は、一般投資家に比較的少ない投資額であっても、不動産投資のメリットを享受する機会を与えることに他ならない。

第二の流動性の確保は、金融商品は必要なときに簡単に売買できなければならないことから当然である。

第三の投資リスクを合理的に判断する環境整備とは、リスクとリターンの関係が明確になること、他の金融資産との比較ができるような情報が整備されること、投資家に代わって判断する格付け機関や投資顧問が業として成立していることなどを意味する。

すでにこのような特性を備えた不動産証券化商品として、米国のREIT(Real Estate Investment Trusts)やMBS(Mortgage Backed Securities)がある。REITは、多数の投資家から小口資金を集める不動産投資信託で、最低投資可能額が10万円程度と個人投資家にも魅力のある商品である。MBSは、住宅ローンや住宅そのものを担保として発行される債券である。

しかし、米国でも当初から大規模な証券化市場が成立していたわけではない。REITは過去二度も市場危機に見舞われているが、現在は個人投資家、特にベビーブーマーの老後のための資産運用手段のひとつとなっており、厚みのある取引市場が形成されている(注1)。

これは、米国の不動産証券化商品が様々な経験を経て投資家にとって魅力のある商品として洗練されてきたためである。また、これらが株式や債券と同様に米国証券取引委員会(SEC)の監督下に置かれ、事業主体は対象不動産の入居者契約条件、収益見通しなどの情報を投資家に公開するよう厳しい指導を受けるなど、投資家保護の仕組みも整備されていることも指摘しておきたい。

4. 本格的証券化実現の課題

このような本格的な証券化商品の実現にはハードルがいくつもある。何よりも、証券化以前に不動産投資のリスクとリターンを不透明にしているわが国の不動産投資慣行や制度自体の問題が大きい。

例えば、米国では商業ビルの賃貸契約は比較的長期(10年程度)で、途中退去の場合残存期間の賃料支払いが義務づけられているため、長期にわたるキャッシュフローが確定できる。しかし、わが国では、オフィスビルの賃貸契約が原則2年更新で、実際にはペナルティなしで6ヶ月前通告

で退去できてしまう。これでは将来の収益見通しも難しく、賃料収入が確定しない以上、収益還元による鑑定評価も難しくならざるをえない。

また、米国では不動産取引価格など市場情報がディスクローズ(開示)されているため、より合理的で信頼性の高い不動産評価が可能である。一方、わが国では地価は一物四価などといわれており、賃料も募集と成約の水準がかい離している。加えて、物件ごとに過去の収支データが整備されていない。

不動産の評価方法にも問題がある。利用価値に基づいて土地と建物を一体で評価する諸外国に対して、土地を建物から分離して評価するわが国の不動産評価の考え方そのものの見直しが必要である。将来にわたり収益が期待できない土地に価格を付けて証券化することは可能であっても、買い手は限定されるであろう。キャピタルゲインの本来のあり方について先に述べたが、不動産の利用を前提にしない土地の値上がり益期待との決別が、証券化の第一歩である。

ファイナンス方式の違いも大きい。米国では、大半の不動産担保貸付(モーゲージ)は、当該物件へのノンリコースファイナンス(注2)の形で行われるため、デフォルトリスク(利払・償還が不能になるリスク)は、当該担保不動産の収支状況や価値をきちんと評価することによって、適正に判断することができる。

不動産税制の見直しも必要である。特に不動産売却益(譲渡益)は、欧米では一般に法人所得に算入して通常の法人税率で課税されるのに対し、日本では長期(5年超)5%、短期(2年超5年以下)10%、超短期(2年以下)15%が法人税率に加算され、税引き後の収益率を低下させている。また、景気に応じて頻りに改正される点もリスクとリターンを読みにくくしている。取引税(わが国では不動産取得税と登録免許税)も欧米と比べると高い方であり、不動産売買に関わる税務コストの軽減が大きな課題である。

このような市場慣行や制度面の見直しが行われないうちに、仮に REIT のような不動産投資信託が解禁されても、不動産証券化市場は拡大しない。本格的な不動産証券化のためには、金融資本市場としての基本的要件を一般の不動産投資市場も備えるよう改革する必要がある。

5. 終わりに

— 社会の成熟化・高齢化社会を迎えて —

東京 23 区のオフィスビルのうち半分は旧耐震構造であり、耐震補強を目的としたリニューアルや建替えはあまり進んでいない。また、経済の成熟化時代を迎えたといわれながら、住宅価格の年収倍率ばかりが目立って、広さや構造など住宅ストックの質的側面はなおざりにされている。一方、住宅を所有しているものの、収入が少なく住宅改善余力がない高齢者世帯も増加しており、住宅資産のフロー化に関心が高まっている。

バブル期に日本1国で米国が4つ買えるとまでいわれたわが国の土地本位主義は、土地の価値を重視するあまり建物への投資余力を低下させ、結果として次世代に残すべき優良な都市ストック形成を阻害してきたといえる。

このように戦後 50 年を経たわが国では、オフィスビル、住宅や交通インフラなど様々な都市ストックの再生・再編が求められているにもかかわらず、人口構造の高齢化や人口の減少、経済の低成長化により、不動産ストックへの投資余力の低下が懸念される。不動産証券化は、不動産投資に関わる市場関係者のメリットだけにとどまらず、優良な都市ストック形成のための新たな資金調達手段や資産活用手段としても期待できる(図表-5)。投資家は自己の資産形成を通じて都市ストック再編に資金を提供することになるのである。

図表-5 不動産証券化のメリット

資金調達者 (事業主側)	<ul style="list-style-type: none"> ● 資金調達手段の多様化 ● 多様な開発事業・仕組みが可能
投資家	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資機会 の拡大 ● 投資対象の多様化 ● 不動産の流動性リスクの軽減
不動産投資市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 市場の健全化・活性化 ・ 他の金融商品と競合の動く多様な商品の品揃え ・ 内外投資家の新規参入促進 ・ 証券化市場形成による市場規模拡大 ・ 不動産の収益性・利用価値の重視 ・ 不良債権・担保不動産処分の進展

〈資料〉ニッセイ基礎研究所

先にみたように、本格的な不動産証券化商品の実現には、わが国の不動産投資市場の慣行・制度自体を改革する必要がある。改革は容易ではないが、アジア系外資による投資増加など海外投資家の注目も高まっており、金融ビッグバンが進む中でわが国の不動産投資市場だけがローカルルールを押し通すことが難しいのも事実である。

このような認識から、投資指標のひとつとなる賃料データの整備が様々な研究機関や団体で試みられ始めている。また、賃貸契約の多様化も進み、賃借人を過度に保護して自由契約を阻害している借家法の見直しも検討されるなど、これまでの市場慣行が変化する兆しがみられる。

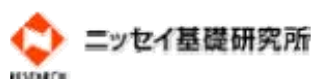
これらの動きを加速するためにも、魅力的な不動産証券化商品の出現が求められる。例えば、有名な超高層ビルなどの証券化や都心の大規模開発プロジェクトの証券化である。外為法改正で米国の REIT に投資資金

がシフトする可能性もあるだけに、本格的な不動産証券化商品の実現に向けて資金調達者、投資家、行政、その他市場関係者が早急に取り組む必要があろう。

(注1) REIT は、60 年代に登場し不動産ブームを背景に活況を呈した。しかし、73～83 年までに多くの REIT が倒産して一時低迷した。その後盛り返したものの、80 年代後半の株価暴落と不動産不況により二度目の危機に見舞われた。しかし、90 年代に入り不動産市況の回復とともに復活し、96 年の REIT の時価発行総額は、887 億ドル(約 10 兆円)に達している。REIT は一般投資家の小口資金を多く惹きつけており、投資家の半分は個人が占めている。

米国で本格的な MBS 市場が成立したのは、連邦関係機関の保証が備わり信用力が高まった商品(GNMA、FHLMC など)が公募された 70 年代である。80 年代には、MBS 特有の期限前償還リスクを軽減した商品や元利の組み合わせが異なる商品が登場した。80 年代後半には、オフィスビルなど商業用不動産を対象にした商業用モーゲージ証券(CMBS)も登場する。CMBS は、S&L(貯蓄貸付組合)の破綻資産の処理を行った RTC(整理信託公社)によって高度化し、不動産証券化商品の中心的存在となった。

(注2) 借り手が債務不履行に陥った場合、返済財源を当該担保不動産に限る不動産投資ファイナンスの一つで、借り手は担保物件の所有権を手放すことで、残債務の支払い義務を免れる。



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所[都市開発部](#)までお寄せ下さい。