

わが国における不動産証券化進展の可能性

—課題も多いがフロンティアを前に躊躇せず進むべき—

都市開発部 主任研究員 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

<要旨>

証券化商品を必要とする不動産市場と投資家

1. 長期にわたって右肩上がり続けてきた不動産価格は、バブル崩壊後、需給に応じて変動するようになり様々な投資リスクが顕在化した。このため、不動産投資においても他の金融商品同様、収益性と流動性を重視しリスクとリターンを意識した行動が必要となった。不動産投資パラダイムの転換である。
2. 価格変動リスクのある不動産市場では長期保有が常に有利とは限らない。このため、市場の変化に対応できるよう流動性が高くリスク分散の容易な投資の仕組みが求められる。リスクを切り分け小口で流動性の高い不動産投資を可能にする証券化は、このようなニーズを満たすものである。
3. 証券化投資の特性を理解できる洗練された投資家は、今後は実物投資に証券化投資を組み合わせた投資スタイルに転換していくとみられる。また、証券化により不動産投資の流動性と透明性、小口性が高まれば、個人投資家や海外投資家、あるいは年金基金など多様で多数の投資家が不動産投資に参加してくると予想される。
4. 証券化を積極的に進めることで、前近代的ともいえるわが国の不動産市場の慣行や法制度に風穴を開けることも可能である。実物投資の手段しか持たない不動産投資市場では内外の投資家から多くの資金が期待できず、証券化により閉塞状態にあるわが国の不動産事業に新たな資金を誘導し、良質な不動産ストック形成を図るべきである。

不動産証券化の現状—制度インフラは一步前進。専門サービスは外資が先行—

5. わが国では都銀を中心に、95年から不良債権と担保不動産を対象に試験的な証券化が行われた。これらのスキームでは、リスクの低い社債は機関投資家に販売し、不動産価格変動の影響を受けハイリスク・ハイリターンとなる劣後債券や出資部分は、信用補完のため銀行が購入や出資をするケースが多かった。
6. 98年9月に施行される SPC 法により、法人税と配当課税の二重課税が回避できる国内 SPC の設立が可能となり、証券化の手段に新しい選択肢が加わる。しかし、SPC スキームでは自由な運用が難しく、発行証券の買手となる投資家の見通しも不透明である。また、不動産の資産特性に起因する課題もある。

7. デュー・デリジェンス、プロパティ・マネージメント、サービシングなど、証券化に不可欠な専門サービスでは、すでに本国でノウハウを蓄積し整備されたマニュアルを持つ外資が先行する。政府の金融再生トータルプランでもサービサー制度創設が盛り込まれるなどインフラ整備も始まっているが、これと並行して当該分野に関わる民間企業の積極的な取組みが欠かせない。
8. 米国で商業用不動産の証券化市場が拡大したのは、80年代末の S&L 破綻に伴う RTC の不良債権処理以降で、このとき様々な証券化技術と商品の開発が進み、証券化に不可欠な専門サービス技術も確立された。景気回復の追い風もあったが、市場メカニズムへの強い信認を前提とした官民の役割の明確さとリスクを恐れない市場参加者の行動力が特徴的である。
9. 投資家にとって魅力的な証券化商品とは、①投資リスクに応じた利回りが設定されていること(リスク・リターンに対応性)、②投資リスクとリターンについて合理的に判断できる情報が開示されていること(透明性)、③売買が容易で換金性が高いこと(流動性)、④小額でも投資できること(小口性)、⑤デット型やエクイティ型など異なるリスク・リターン特性を持つ商品があること(多様性)である。わが国の証券化商品を米国と比較すると、多様な商品の品揃えに欠けており、特に REIT のように上場されて透明性・流動性の高い証券化商品が全く存在しない。

不動産証券化市場は創出できるか

10. 95年に金融機関の不良債権処理を目的とした証券化第一号、96年にリース、クレジット債権を裏付けとする資産担保証券(ABS)が解禁、98年に SPC 法が制定と、わが国では米国の証券化の歴史を飛び越え、金融資産・不動産の証券化が一気に動き出している。また、少子・高齢社会を間近に控え経済活力の低下が懸念されており、30年にわたる米国の証券化の歴史を繰り返す時間はない。
11. 今後、SPC 法等が施行される98年9月から年度末にかけて不良債権の証券化が本格化するとみられるが、これを契機に収益を生んでいる一般の不動産を対象とした証券化も積極的に進め、厚みのある不動産証券化市場の育成につなげていかなければならない。一般収益不動産の証券化を進めなければ、膨大な不良債権処理が一段落した時点で証券化の事業機会は大幅に縮小する。このとき、最大のメリットを享受した外資の多くが市場から去り、わが国には独自の証券化技術も専門家も育つことなく証券化は一時的なブームに終わりがねない。
12. 既存の不動産オーナーの所有志向は根強いものの、事業再編を進める金融機関や企業では自社物件を売却する動きもある。機関投資家である生保は大量の収益不動産を所有するため、今後の動向が証券化市場に与える影響は大きい。また証券化商品の買手としては、将来 REIT や会社型投資信託など個人投資家も参加できる集団投資の仕組が整備されるまでは、資金力、情報分析力があり自己責任で投資ができる洗練された投資家が対象になろう。
13. 専門サービスは有望な新規事業分野で競争激化も予想されるが、市場メカニズムによる淘汰の過程を経て定着すると思われる。市場創出における公的関与のあり方としては、制度インフラの改善、証券の信用補完、不良債権の最終処理と金融自由化・国際化の推進が重要である。

<目次>

I. 証券化商品を必要とする不動産市場と投資家	4
1. 不動産市場の構造変化と投資パラダイムの転換	
— 右肩上がり前提から変動前提へ —	4
2. 不動産証券化の意味(その1) — 洗練された投資の実現 —	7
3. 不動産証券化の意味(その2) — 不動産投資市場のインフラ整備 —	10
4. 不動産証券化の意味(その3) — 生活の豊かさへの還元 —	12
II. 不動産証券化の現状	
— 制度インフラは一步前進、専門サービスは外資が先行 —	14
1. 証券化のはじまり — 不良債権処理のモデルスキームによる試行と課題 —	14
2. SPC法の制定 — 意義と活用スキームの課題 —	16
3. 未熟な専門サービス機能 — 目立つ外資の進出 —	19
III. 米国の証券化からの示唆	20
1. 証券化の歴史 — 本格化はこの10年 —	20
2. 証券化商品の品揃え — 投資家と市場を向いていない日本 —	23
IV. 不動産証券化市場は創出できるか	25
1. 米国の歴史を繰り返す時間はない	25
2. どのように進めるのか	26
3. 市場創出に向けた公的関与のあり方	29
おわりに	32

はじめに

98年6月、SPC法(特定目的会社の証券発行による特定資産の流動化に関する法律。98年9月施行予定。以下SPC法と略す)が成立し、金融資産を証券化するための制度インフラのひとつが整備された。これと合わせて金融再生トータル・プランを活用して金融機関の不良債権(その多くは不動産を担保としている)の証券化が本格的に進められようとしている。政府系開発機関や金融機関において、不良債権処理の終わった担保土地の有効利用を進めるため開発プロジェクトの証券化に期待する声もある。また、バブル崩壊後8年目を迎えてもなお閉塞状態にある不動産業界では、新たな資金調達手法として不動産の証券化に関心を高めている^①。

一方、抵当証券や不動産特定共同事業法施行以前の不動産小口化商品の不幸な歴史に加え、今回、不良債権処理が強調されているため、投資メリットや市場拡大の可能性を測りかねる投資家が少なくない。また、健全な実物不動産の所有者は、あえて証券化することの意味を理解しかねている。しかし、外資系企業は証券化だけにごまかわらず、不良債権処理と金融ビッグバンを大きな事業機会と捉え積極的である。

このように、わが国における不動産証券化のプレイヤーの思惑や評価はそれぞれ異なっており、今後の市場展望は不透明な状況にある。

I. 証券化商品を必要とする不動産市場と投資家

1. 不動産市場の構造変化と投資パラダイムの転換

——右肩上がり前提から変動前提へ——

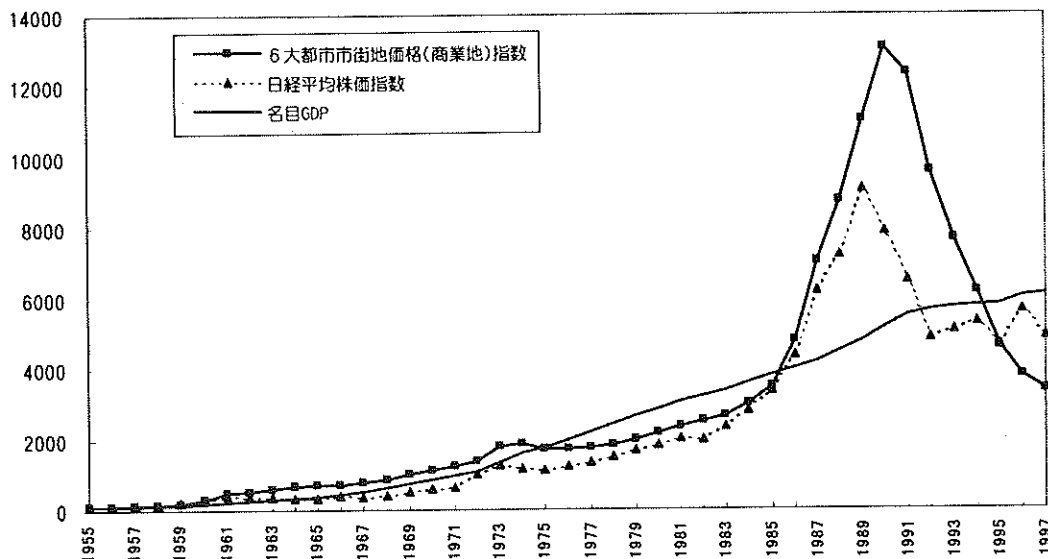
不動産の証券化についてみる前に、わが国の不動産投資のあり方が大きく変化しようとしている現状を明確にする必要がある。実は、これが不動産証券化を必然とする大きな圧力となっており、バブル期に盛り上がった不動産証券化論とは前提となる経済環境が全く異なる。

データで確認できる1955年から商業地価の推移をみると、地価の対前年増加率がマイナスとなったのは石油ショック後の75年以外バブル崩壊まで一度もない(図表-1)。この間、賃貸オフィスビル市場の需給バランスを示す空室率は景気循環に合わせて大きく変動していたが、賃料は地価同様に推移していた。このような右肩上がりの価格上昇が長期にわたって続いた結果、不動産は他の資産に比べて有利な資産と認識され、不動産会社や機関投資家、一般の事業法人から個人まで長期保有志向が当然とされた。不動産は、取引が非常に少なく資産としての流動性や透明性に欠けていたが、長期保有後の含み益や売却益に期待する投資家にとって大きな問題ではなかった。

^① 不動産の証券化では、“不動産を担保とする債権の証券化”と“不動産そのものの証券化”を指す場合がある。本稿では銀行の事例など一部を除き原則として後者について記述する。

しかし、右肩上がりの時代は終わり、バブル崩壊後、供給過剰となった不動産価格は下落を続けている。現在、一部の優良ビルでは賃料が下げ止まり景気回復次第で価格の反転・上昇も予想されるが、過去の価格上昇を支えた経済の高度成長やサービス経済化、人口増加や都市化という構造的な成長要因はもはや期待できず、景気変動による需給バランスが不動産価格の大きな決定要素となると考えられる。

図表－1 不動産価格の推移(指数)



(注)市街地価格指数は各年3月時点、名目GDPは年度値を、日経平均は年平均値を使用している。1955年を100とした指数。

(資料)財団法人日本不動産研究所「市街地価格指数」、経済企画庁「国民経済計算年報」、日銀「経済統計年報」

今後の不動産市場動向をこのように認識すれば、これまで土地値上がり益や値上がり期待に隠れていた不動産の様々な投資リスクが顕在化することになる(図表－2)。

例えば開発リスクである。不動産事業は開発認可や地権者合意の遅れ、埋蔵文化財出土による工期の遅れなど計画段階では予測できないリスクが多く、建物竣工後の賃借人や賃借料も確定していないとなれば、稼働中の(収益を生んでいる)不動産に比べ明らかに投資リスクは大きい。海外では開発・建設段階では融資条件の厳しい短期のコンストラクション・ローンによる資金調達が一般的で、建物が完成して収益化後に初めて長期のファイナンス(パーマネント・ローン)が可能になる。しかし、わが国ではこれまで土地さえ取得すれば将来の値上がり益が期待できたため、開発期間に関わるリスク意識は希薄であった。

図表－2 不動産投資にかかわるリスク

投資リスク		内 容
開発期 (収益化前)	開発・建設リスク	事業を立ち上げ建物が稼動するまでの収益化前段階のリスク。不動産事業は、開発認可や地権者合意の遅れなどによる開発期間の長期化、埋蔵文化財出土による工期の遅れなど、事業の計画段階では予期できないリスクが少なくない
	事業計画リスク	立地判断や事業内容、用途などの誤りで竣工後にテナントが決まらないなど、収益計画の見直しを余儀なくされるリスクがある
稼働中 (収益化後)	経営リスク	市場リスク：景気変動や需給により、不動産価格、賃料、空室率が変動するリスク。テナントの倒産リスクや地価下落による担保価値の低下なども 管理運営リスク：ビル管理やテナント管理の問題で収益性が低下するリスク
	流動性リスク	時価評価の難しさ、取引市場の不在、金額の大きさ、テナント退去の困難さなどから必要な時に簡単に売却して換金できない
	制度リスク	不動産税制や投資に関わる税制が変更されるリスク。地価上昇局面で規制強化が行われることが多い。その他耐震設計基準の変更等による建物の陳腐化も
	震災リスク	阪神・淡路大震災で顕在化した。東京圏の場合、投資期間が長期になればなるほど無視できない
	地域リスク	周辺都市の経済成長や商業施設の郊外移転などにより当該地域の経済拠点性が低下するリスク。逆に周辺開発により不動産価値が上昇する場合もある
	瑕疵担保リスク	設計ミスや手抜き工事など建築に関わる物理的リスク
	劣化リスク	建物は経年劣化するため、保守・修繕・改修など商品価値維持のために再投資が必要である。またいかに長寿命であっても物理的には有限である

これまでわが国の不動産事業は、土地の値上がりを前提に開発・投資(所有)・経営が渾然となって全てのリスク・リターンを抱え込む構造になっていた。しかし、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ないため、リスクの負担構造を見直さざるをえない。不動産事業は、事業リスクのコントロール(リスクの分散・投資家転嫁、リスク負担範囲の限定)とリターンの向上(不動産の収益性向上)のため、開発、投資、経営の各機能に分化していくと考えられる。

不動産投資のパラダイム(考え方の枠組み)は、右肩上がりの価格上昇に期待する長期保有(Buy & Hold)から、当初から売却を想定して(Exit Strategy：出口戦略を持って)一定期間のインカムゲインと売却益を目的とするものに転換せざるをえない。不動産投資では、他の金融資産への投資と同様、収益性と流動性を重視しリスクとリターンを意識した行動が求められているのである(図表－3)。

図表－3 不動産投資のパラダイム転換

投資パラダイム (考え方の枠組み)		バブル期まで (～1990年代前半)	金融ビッグバン時代 (1990年代後半以降)
投資目的		<ul style="list-style-type: none"> ・ 節税効果 ・ キャピタルゲイン(長期的な土地価格の上昇期待)、含み資産化 ・ インフレヘッジ ・ 土地の担保価値 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 安定的なインカムゲインと将来収益の先取りとしてのキャピタルゲイン ・ 総合利回り ・ 分散投資 ・ 担保価値
投資判断	市場見通し	・ 右肩上がり	・ 価格変動(価格下落リスクあり)
	売却時期	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特に想定しない ・ 無期限所有、buy & hold ・ 売ることに強い抵抗感 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一定期間後に想定する ・ exit strategy ・ 高く売れる時に売る(金融商品と同じ)
	不動産評価	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取引事例比較が主流 ・ 土地の重視＝更地の価値が高い ・ 流動性リスクの軽視 ・ 管理運営の軽視 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 有期収益還元が主流 ・ 投資利回り重視 ・ 収益価値の重視＝稼働物件が前提 ・ 流動性の重視 ・ 管理運営機能の重視
	投資リスク	<ul style="list-style-type: none"> ・ 値上がり期待大きく認識低い ・ 開発・稼働期間一体 	<ul style="list-style-type: none"> ・ リターンとのバランス重視 ・ 開発リスクの切り分け
	投資資金	<ul style="list-style-type: none"> ・ 他人資本と自己資本の資金調達区分を明確に意識せず 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自己資金の効率を意識 ・ 借入による金融レバレッジ効果
	投資の専門知識	・ 物件評価、会計・税務、法律	・ 市場分析、物件精査、会計・税務、法律、金融
	他の投資手段との裁定	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不動産の投資利回りを重視しないため、他の金融商品と比較できない 	・ 期間収益率で他の金融商品と比較
投資スキームの構造		・ 単純	・ 複雑・多様

すでに兆しは現れている。不動産は流動性が著しく低いとされてきたが、最近稼働中のビルの売買取引が増加しており、特にリストラクチャリング(組織・事業の再編)を進める金融機関が都心部に持つ本店・支店ビルをセール&リース・バック(リース契約付売却)する例が目立つ。また、外資系企業による不良債権の一括買いも簿価で1兆円を超えたとされる。ただし、これらは不況や不良債権問題を背景にした企業の消極的対応という側面が強く、一般投資家や所有経営一体の伝統的不動産所有者の多くは右肩上がりの土地神話から完全に脱却できずにいるとみられる。

しかし、機関投資家など一部の洗練された投資家(ソフィスティケイテッド・インベスター)の意識は明らかに変わってきており、不動産証券化のニーズや受け入れ体制が整いつつある。

2. 不動産証券化の意味(その1)

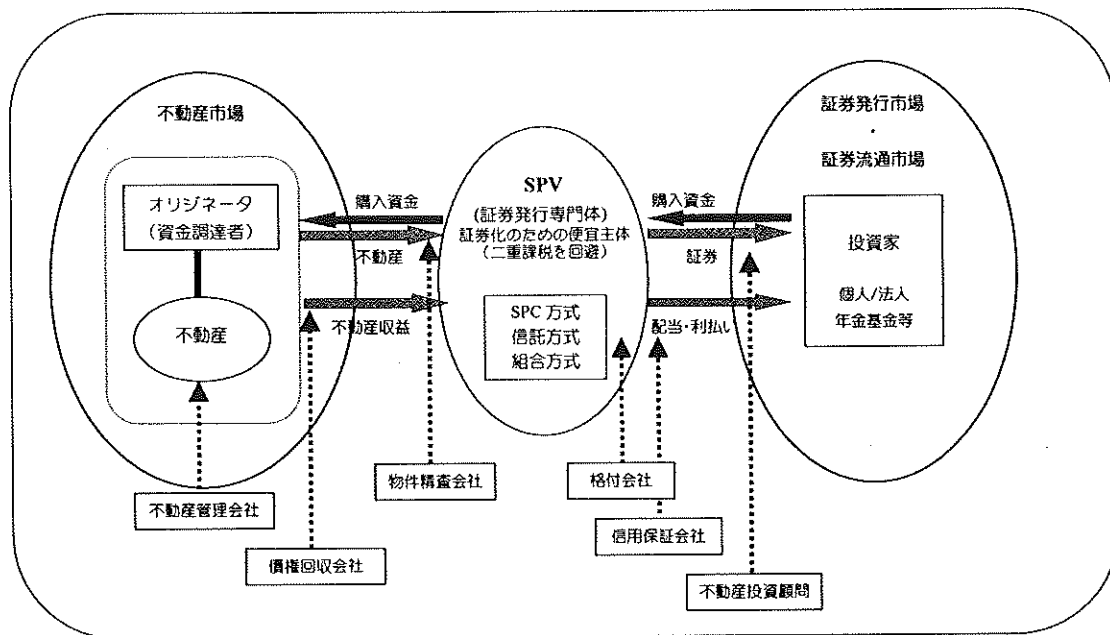
—洗練された投資の実現—

一般に資産の証券化とは、金融機関や企業が保有する貸出債権や不動産などの資産を他の資産と区別して特別目的会社(SPC: Special Purpose Company)などの証券発行専門体(SPV: Special

Purpose Vehicle)に移し、この資産を裏付けとした証券を発行して投資家から直接資金調達する仕組みをいう。

不動産の証券化は、不動産を対象資産としてその経済的な担保(キャッシュフローなど)を基に証券を発行することである(図表-4)。

図表-4 不動産証券化の基本的構造



以下では不動産証券化の意味を大きく三つに分けて説明する。

まず、投資家の視点から証券化を考えると、これまで実物投資だけだった不動産投資に新しい投資手法を提供し、洗練された投資を実現させる点に大きな意義がある。すなわち、価格変動リスクのある不動産市場では、市場の変化に対応できるよう流動性が高くリスク分散の容易な投資の仕組みが必要で、不動産証券化はこのような投資を実践する仕組みといえる。

右肩上がりの地価上昇期待が縮小した現在、実物投資の手段しか持たない不動産市場では投資家や投資対象が限られ、多様な投資ニーズを持つ内外の投資家から不動産事業に多くの資金流入を期待することが困難となっている。実物投資では流動性リスクの高さが最大の問題といえるが、大規模なオフィスビルやホテル・商業施設は、規模の大きさや管理運営の難しさもあり、不動産会社や保険会社など不動産投資に馴染んだ限られた投資家しか参加ができない。しかし、これら伝統的な投資家の多くはバブルの後遺症もあり資金調達力やリスク負担力の低下が著しく、巨額の投資資金を必要とする不動産投資には非常に慎重になっている。

これに対し証券化は、不動産をエクイティ(equity:自己資本、株式持分)型とデット(debt:負債)型の証券に分解・小口化し、実物投資では難しかったリスクの切り分けや劣後構造による多様な投資商品を作ることができるので、新しい投資資金を集めやすい。

エクイティ型の証券化は、不動産をSPCなどに譲渡して株式に変換するもので、事業者からみ

れば出資を受けることである。一方、デット型の証券化とは、不動産そのもののキャッシュフローや担保不動産に裏付けられた貸付債権の利払いを基に社債などの債券に変換することで、事業者からみると借入による資金調達と同じである。

デット型証券は期間・利子・償還金が確定されているが、エクイティ型証券は、デット型証券の利払い・償還や借入金返済後の利益に関する参加権といえる。例えば、収益が減少したり不動産価格が下落した場合、デット型証券の投資家はエクイティ型証券の投資家の持分によっても損失を吸収できない場合にはじめて損失を負うことになる。すなわちエクイティ部分が **first loss** のリスク・バッファーになっている。このことから、エクイティ型は実物投資のハイリスク・ハイリターン性をより強めた形の投資手法ともいえる。固定金利のデット型はリターンが安定し(変動リスクが小さい)、エクイティ型はリターンの変動が大きい(変動リスクが大きい)。またエクイティ型とデット型は相関関係が小さく、経済環境により優位性が入れ替わる。

このようなリスク・リターンの異なるタイプの証券を得て、投資家は市場見通しに対応した投資タイプを選択したり投資分散を図ることが可能になる。

ただし、証券化投資では、償却資産としての節税メリットなど実物投資で期待できる投資メリットが得られない場合がある。これは優劣の問題ではなく両者が異なる投資特性を持つため、投資目的や投資スタンスによって実物投資と使い分けるのが適当であろう(図表-5)。

このような証券化投資の特性を理解できる洗練された投資家は、今後は実物投資に証券化投資を組み合わせた投資スタイルに転換していくとみられる。また、証券化により不動産投資の流動性と透明性、小口性が高まれば、個人投資家や海外投資家、あるいは年金基金など多様で多数の投資家が不動産投資に参加してくると予想される。

図表－5 投資家からみた不動産証券化の意味

	証券化の意味	内 容
メリ ツ ト	①エクイティ型証券とデット型証券への分解と小口化が可能になる	<ul style="list-style-type: none"> ・投資家は従来の不動産の実物投資に加えて、証券化によってリスク・リターン特性の異なるエクイティ型証券(出資証券＝株式)とデット型証券(社債)に分解・小口化された投資の選択が可能になる。 ・従来、オフィスビルなど商業用不動産投資はかなりの額の資金を必要としたが、証券化で投資額を小口化できるため、これまで不動産投資を行えなかった投資家が参加できるようになる。
	②市場見通しに対応した柔軟な投資形態の選択が可能になる	<ul style="list-style-type: none"> ・半永久的に全てのリスク・リターンを享受する実物投資に比べ、証券のリスク・リターン特性の違いや、レバレッジ効果を活かして、投資家は市場見通しに対応した投資形態が選択できる。
	③流動性リスクを低減できる	<ul style="list-style-type: none"> ・証券化によって不動産の流動性リスクを低下させることができる。米国の REIT のように証券が上場されれば流動性はさらに高まる。
留 意 事 項	①償却資産保有による節税メリットはない	<ul style="list-style-type: none"> ・法人税節税のために不動産の償却メリットを得ようとする企業にとり、配当として利益を配分する証券化は魅力がない。
	②実物所有のメリットはない	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産の長期保有によるインフレヘッジや含み益の最大化を目指す投資家にとり、証券化商品への投資は魅力がない。 ・所有に関する情報開示を好まない投資家にとり、保有不動産の証券化は魅力がない。
	③資産運用・管理に影響を及ぼせない	<ul style="list-style-type: none"> ・小株主や優先出資株主が資産運用・管理に直接的に影響力を及ぼすことは難しい。
	④金融市場との連動が強い	<ul style="list-style-type: none"> ・証券化商品は金融市場との裁定が働くため、不動産市場だけでなく金融市場の変動の影響も受けやすい。例えば、米国の REIT の場合、不動産市場は堅調であっても、株式市場が下落すれば上場されている REIT 株式も下落する可能性がある。

3. 不動産証券化の意味(その2)

－不動産投資市場のインフラ整備－

次に不動産市場にとっての不動産証券化の意味を考える。わが国の金融ビッグバンが目指すものは、国内はもとより海外も含めた幅広い投資家に開かれた自由で透明性の高い金融資本市場の形成である。これは閉塞状態にある不動産投資市場においても同様で、わが国には流動性、透明性の高い不動産投資市場そのものが存在しないという指摘がある。

例えば、通常2年で6ヶ月前解約予告ならペナルティ無しという借手優位の賃貸借契約慣行は、投資家からみれば長期的なキャッシュフローの予測が難しいという問題を提起する。

また、物件の履歴データの未整備や情報開示姿勢の乏しさ、実勢を反映しない公示地価や賃料データ、取引事例による不動産評価など不動産取引の不透明さは、証券化以前の問題といえる(図表－6)。伝統的な不動産市場参加者以外の者からみて、現在の不動産市場に対する信認は非常に低いのはこのためである。

図表－6 わが国不動産市場の課題

理想的な市場	現 状
<p>アクセス性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・内外の多数の投資家が参入できる。 ・市場情報や個別物件データへのアクセスが容易である <p>透明性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場情報や個別物件データが整備され投資家に公開されている ・取引が活発に行われ市場価格が合理的に形成される ・収益を基にした投資利回りで評価され、金融資本市場と裁定が働く ・契約形態・慣行が合理的でわかりやすい <p>流動性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場価格(時価)でいつでも自由に売買できる ・流動性の高い証券化市場がある <p>多様性(オプション性)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・不動産証券化商品など多様な商品や資金調達の仕組みがある ・個人投資家も参加できる商品や市場がある 	<ol style="list-style-type: none"> ① 不動産売買時の課税が重く取引規制的(登録免許税、不動産取得税、譲渡益課税) ② 物件の収益予測が難しい(通常2年の賃貸借契約、借家法の問題=賃借人の解約容易・立ち退き交渉困難) ③ 不動産評価手法の混乱(収益還元法への移行段階) ④ 市場データの未整備(二重価格の賃料、地価公示制度の問題、ベンチマークや投資インデックスの不在)、個々物件の収支等履歴データの未整備 ⑤ ディスクロージャーの不徹底(取引情報、賃料、管理費、税額、不良債権・担保不動産情報) ⑥ 合理的説明が難しい賃貸借契約慣行(敷金)、画一的な契約内容(オプションの少なさ) ⑦ 不動産融資がコーポレートファイナンス(包括的な信用供与)で行われ、個々プロジェクトのリスク評価に基づくノンリコース・ファイナンスはほとんどない。このため、資金使途と担保不動産が必ずしもリンクせず、担保関係が複雑になるなどして債権者間の調整が難しい。 ⑧ 専門機能の未分化・未成立(開発管理、物件管理・プロパティマネジメント、投資顧問、債権回収・サービサーその他) ⑨ 根強い土地信仰による長期保有重視、不動産処分の忌避

これを以って不動産証券化の可能性を悲観するのは容易である。しかし、先端的な金融スキームといえる不動産証券化を進め、前近代的ともいえるわが国の不動産市場の慣行や法制度に風穴を開ければ、市場改革の端緒となる可能性は高い。

なぜなら税制など法改正を伴う課題以外は、市場参加者の意志さえあれば克服できるからである。例えば、投資リスクを測るための過去の履歴情報が未整備なのは事実だが、大手不動産会社や機関投資家が所有する物件では比較的データが整備されており、新たに整備することもそれほど難しくないとと思われる。また、民間企業や民間団体によって不動産投資インデックスの整備も始まっている。

元々、あらゆる商業用不動産^②が証券化に適しているわけではなく、例えば震災リスクが高いビルの証券化は難しい。また、全ての不動産所有者や投資家が証券化を切実に求めているわけでもない。市場拡大著しい米国のREIT(リート: Real Estate Investment Trust)が所有するオフィスビルの市場シェア(ストック面積ベース)は5%もないが、同様の事情が背景にあると考えられる。

まず、不動産証券化を切実に必要とする不動産所有者、投資家、金融機関が証券化に適した不

^② 商業用不動産: 賃貸オフィスビルやショッピングセンター、賃貸アパートメントなど賃料収入や売買を目的とした不動産を居住用不動産と区別して商業用不動産という。

動産から証券化を進め、その過程においてわが国不動産市場固有の問題を個別にクリアしていくべきである。流動性・透明性を重視する金融資本市場の論理を証券化によって従来の不動産取引に持ち込むことで、不動産取引全体の透明性・流動性を高める圧力が強まる可能性が高い。

4. 不動産証券化の意味(その3)

－生活の豊かさへの還元－

不動産証券化は、投資家以外の市場参加者にも大きな影響を及ぼす。例えば、金融機関は不良債権処理や営業用不動産を証券化すれば資産圧縮ができ、自己資本比率が向上する。また、同時にアレンジャーとなって手数料収入を得る機会も生じる。ROE(株主資本利益率)の向上が求められる一般事業会社も、証券化による資産圧縮効果が期待できる。その他、不動産市場と金融市場の垣根が崩れ、多くの事業機会が生じるなど様々な効果が期待できる(図表-7)。

何よりも重要な点は、証券化が投資資金不足で閉塞状態にあるわが国の不動産事業に新たな資金を誘導し、良質な不動産ストック形成に寄与することである。

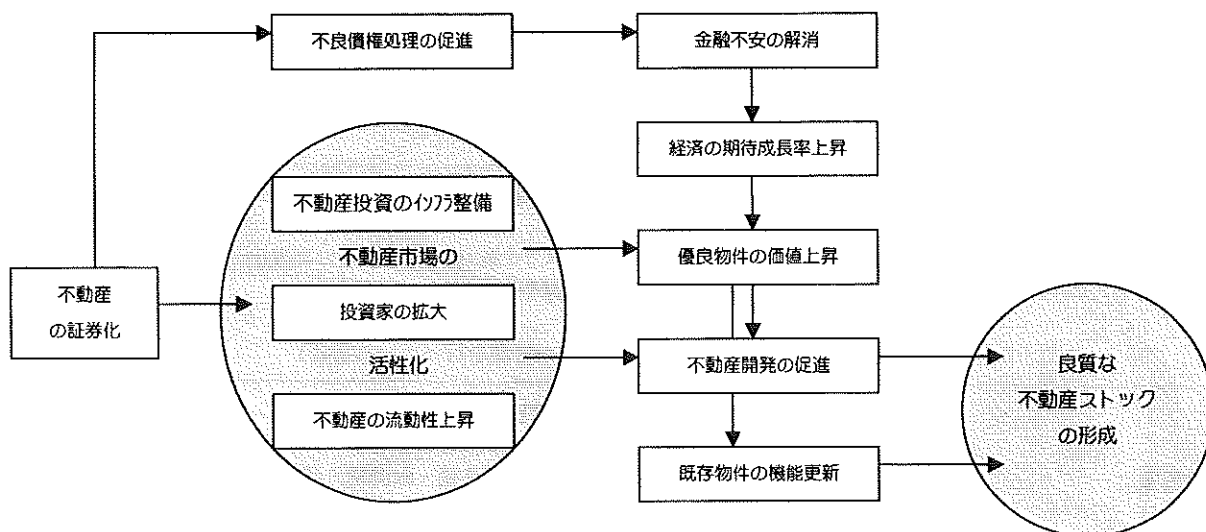
戸建て住宅やマンション、オフィスビルなどわが国の不動産ストックは量的には充足されたが、経済性、安全性、快適性といった質的な面では決して十分な水準にあるとはいえない。例えば、東京都区部において大きな震災リスクを持つオフィスビルはビルストック全体の30%近いとみられ、安全性の面からみて不動産ストックの機能更新や新規供給は重要な課題である。

将来的に証券化商品が大衆化すれば、個人投資家が自らの投資行動を通じて不動産ストックを充実させる仕組、言い換えればわれわれ国民の資金が生活の豊かさに直接還元される新たな運用手段を手に入れることができるのである(図表-8)。

図表－7 不動産証券化の効果

経済主体	証券化のもたらす効果
社会・経済全体 (長期的効果)	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産事業へ多様な投資資金の誘導 ・不動産投資市場のインフラ整備 ・良質な不動産ストックの形成
不動産所有者	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産資産のオフバランス化(貸借対照表の勘定から除外)。オーナーシップを一部残すことも可能 ・保有資産の流動性向上、保有リスクの転嫁、含み損益の実現化 ・売却資金の転用(他の不動産証券や金融資産へ) ・資産圧縮による資本効率の向上 ・所有と経営の分離(従前、所有者が管理を行っていた場合)
投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産投資選択の多様化＝不動産投資対象の拡大 ・投資リスク(流動性リスク、時価不明など)のコントロール、ポートフォリオの改善 ・不動産取引コストの軽減・回避(登録免許税・取得税・譲渡益課税が証券取引税・利子配当所得課税へ) ・金融レバレッジ効果(エクイティ型証券に投資した場合)
個人投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・投資単位の小口化と集団投資(間接投資)の仕組みによる不動産投資の大衆化 ・投資の多様化
不動産会社・事業者	<ul style="list-style-type: none"> ・資金調達手段の多様化・直接金融化 ・リスクの投資家転嫁、リスクの転嫁先の拡大 ・資金調達コストの低減(会社格付<発行証券格付の場合) ・資金の早期回収(金利リスク、流動性リスクの回避) ・資産の流動性向上＝資産再編の容易化、資産売却の円滑化 ・資産・負債のオフバランス化・ROAの改善 ・事業機会の拡大＝投資顧問、デューデリジェンス、アセットマネジメント、プロパティマネジメント
金融機関・証券会社など	<ul style="list-style-type: none"> ・不良債権の完全なオフバランス化・債権処分の促進 ・債権回収リスクの投資家転嫁 ・資産圧縮による自己資本比率の向上 ・事業機会の拡大＝アレンジャー、サービサー(債権回収・資産管理)、証券売買・証券管理、信託業務 ・プロジェクト・ファイナンスの促進
その他事業者	<ul style="list-style-type: none"> ・サービサーや物件精査(デュー・デリジェンス)業務、信用保証業務のニーズが創出され、弁護士事務所、監査法人、格付機関、損害保険会社などに新たな事業機会が拡大

図表－8 不動産証券化の不動産ストックへの影響



II. 不動産証券化の現状

— 制度インフラは一步前進、専門サービスは外資が先行 —

1. 証券化のはじまり

— 不良債権処理のモデルスキームによる試行と課題 —

わが国では、95年から都銀を中心に不良債権と担保不動産を対象に証券化が行われてきた。最近では、都心部の優良不動産の信託受益権を売買する例や、マンションの売掛債権を担保にしたコマーシャル・ペーパー(CP)の発行など、不良債権・担保不動産以外の証券化もみられるようになった(図表－9, 10)。

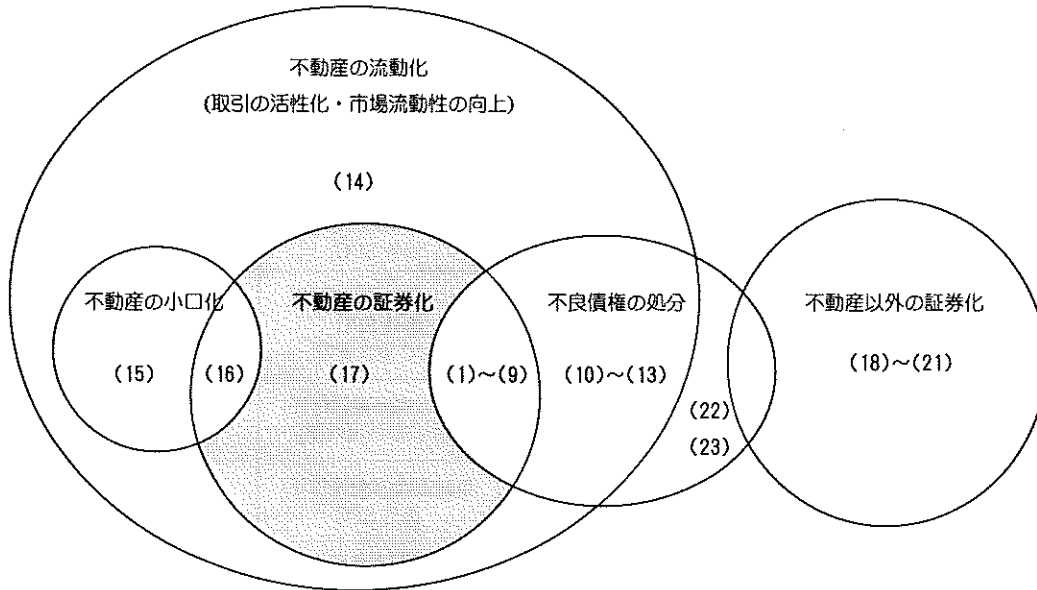
ここでは、不動産証券化の課題をより明確にするため、多くの銀行によって実施された不良債権処理を目的とした証券化スキームに焦点を絞ってみたい。これらは銀行にとって試験的な意味を持つモデル・スキームである。リスクの低い社債(デット型証券)を機関投資家等に販売し、不動産価格変動の影響を受けハイリスク・ハイリターンとなる劣後債券や出資部分(エクイティ)は、信用補完のため原債権者である銀行が購入や出資をするケースが多かった。

このため、期間満了時に不動産が売却できない、あるいは不動産価格が大幅に下落して債券の元本償還も難しくなった場合は、銀行が元本償還リスクを負うことになる。これらは、銀行の貸借対照表の資産勘定から不良債権を除外するものの、将来、最悪の場合は出資損を計上する、一時的なオフバランス化スキームともいえる(図表－11)。

図表－9 最近の不動産に関わる証券化・小口化事例(1997年以降/順不動)

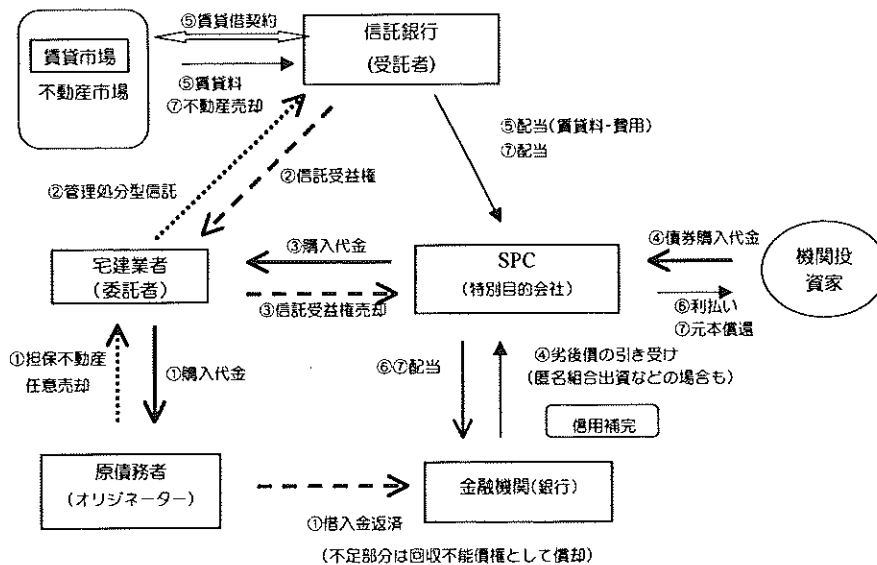
対象資産	発行証券	金融機関 (or 資産保有者)	内容		金額 (億円)
			基本スキーム/信用補完	or リスク保有	
(1)不良債権の担保不動産	社債 (ユーロ円債)	旧三菱銀行	信託方式(金銭信託)、 海外 SPC	旧三菱銀行	100
(2)不良債権の担保不動産	社債 (ユーロ円債)	東京三菱銀行	信託方式(金銭信託)、 海外 SPC	東京三菱銀行 コーポ・マンナックス	100
(3)不良債権の担保不動産	社債 (ユーロ円債)	富士銀行	信託方式(不動産信託)、 海外 SPC SPC 東京支店	富士銀行	40
(4)不良債権の担保不動産	社債	日本債券信用銀行	信託方式(不動産信託) 国内 SPC(国内初)	日債銀	32
(5)不良債権の担保不動産	社債 (ユーロ円債)	横浜銀行	信託方式(不動産信託) 海外 SPC	横浜銀行	80
(6)不良債権の担保不動産	社債 (ユーロ円債)	さくら銀行	不動産特定共同事業 (匿名組合理型) 海外 SPC	さくら銀行 三井不動産	100
(7)不良債権の担保不動産	社債 *公募	第一勧業銀行	信託方式(金銭信託) 国内 SPC	第一勧業銀行	100
(8)不動産担保付き債権 (不良債権)	信託受益権証書 (小口化)	三和銀行	信託方式(金銭債権信託) 自己競落会社	自己競落会社	300
(9)不動産担保付き債権 (不良債権)	社債 (ユーロ円債)	あさひ銀行	信託方式 海外 SPC	あさひ銀行 コーポ・マンナックス	116
(10)不動産担保付き債権 (不良債権)	無し	東京三菱銀行	債権の譲渡	投資家	50
(11)不動産担保付き債権 (不良債権)	無し	東京三菱銀行	債権の譲渡	投資家	125
(12)不動産担保付き債権 (不良債権)	無し	共同債権買取機構 (東京三菱銀行分)	債権の譲渡	投資家	200
(13)不動産担保付き債権 (不良債権)	無し	住友銀行	債権の譲渡	投資家	1000
(14)賃貸マンション (1200戸)	無し	大京	現物取引	投資家	350
(15)不動産共有持分権	無し	東京建物	不動産特定共同事業 (任意組合理型)	東京建物/投資家	8
(16)大和生命ビルの所有権	信託受益権証書	大和生命保険他	不動産信託×匿名組合	投資家	600
(17)住宅ローン	社債	富士銀行	SPC	投資家	数百
(18)マンション205戸 の売掛債権	資産担保 CP (ABCP)	伊藤忠商事	銀行所有の SPC	投資家	50
(19)マンションの売掛債権	資産担保 CP (ABCP)	大京	信託方式	投資家	600
(20)公共工事の未回収債権	信託受益権証書	大林組	信託方式	投資家	8
(21)公共工事の未回収債権	信託受益権証書	フジタ	信託方式	投資家	5
(22)中小企業向け貸出債権 (不良債権)	無し	住友銀行	債権の譲渡	投資家	400
(23)貸出債権(不良債権)	無し	さくら銀行	債権の譲渡	投資家	4000

図表-10 証券化事例の位置付け (イメージ)



(注) かっこ内の数字は前掲表の事例番号である。

図表-11 銀行の典型的な不良債権証券化スキーム



2. SPC 法の制定

— 意義と活用スキームの課題 —

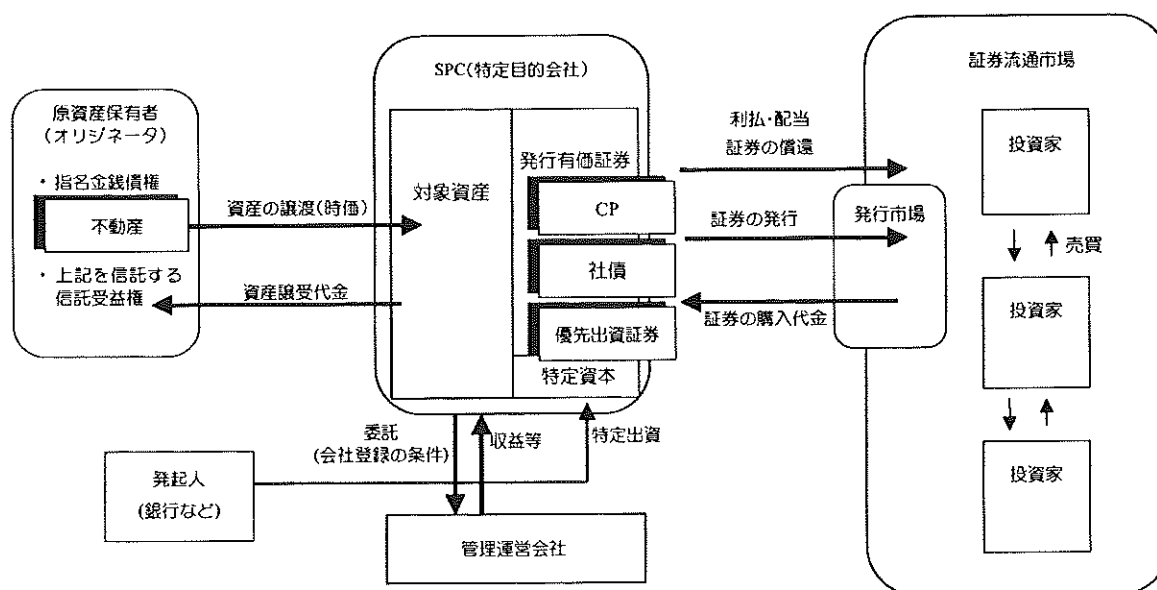
98年9月に、指名金銭債権(金融機関の不良債権など)や不動産などを証券化して第三者に販売するための SPC 設立に関する新法が施行される予定である。これにより、従来の証券化スキーム上の課題のひとつだった法人税と配当課税の二重課税が回避でき、また会社設立コストや不動産登録税などの証券化コスト(仕組コスト)もかなり軽減できる (図表-12)。

SPC は社債と優先出資証券(いずれも有価証券指定)を発行することができるが、資産の管理運営は外部に委託する (図表-13)。

図表-12 SPC法の意味

	SPC法前の一般の株式会社	SPC法による特定目的会社
最低資本金	1,000万円	300万円
設立コスト (登録免許税)	資本金×7/1000 (ただし、最低15万円)	3万円
取締役	3名以上	1名以上
監査役	1名以上 (資本金1,000万円の場合)	1名以上
法人税	通常の法人税	利益の90%以上を配当するなど一定の要件を満たした場合、利子・配当の損金算入可(導管性を認める)
導管性	会社は法人税、投資家は配当・利子にそれぞれ課税される。	導管性の確保により二重課税が回避される。
不動産諸税	通常の課税	移転時：登録免許税、不動産取得税は通常の1/2 保有時：特別土地保有税は非課税 譲渡時：譲渡益は配当とすることで、実質非課税

図表-13 SPC法を活用した証券化スキーム



SPC法の施行によりわが国の証券化スキームに新しい選択肢が加わるといえるが、改善すべき課題も少なくない。例えば、SPC登録に必要な資産流動化計画の条件が明示的でなく、金融当局の裁量性への懸念がある。また、資産流動化計画に無い借入は原則として認められないことや会社存続期間中に資産の入れ替えや処分、証券の追加発行が出来ないなど、安定的な仕組みではあるが不動産投資ファンド的な自由な運用が難しい。

SPC を利用した証券化スキームを米国の REIT と比較すると⁽³⁾、REIT の規制は明示的で自由度が高いのに対し、SPC はほとんど当初提出する資産流動化計画に規定したスキームしか構築できない (図表-14)。

図表-14 米国 REIT と SPC 法スキームの比較

	REIT の場合	SPC 法スキームの場合
発行証券の種類	リスク・リターンに対応した様々な証券発行が可能 証券取引所に上場する場合も多い	ひとつの資産流動化計画において、種類または発行の時期を異にする優先出資証券または特定社債を発行できる(第150条)。SPC の上場は不可と理解される
資金借入れ	様々な方法の資金借入れができ、増資、レバレッジによる最適な利回り確保が可能	資産流動化計画に基づく特定社債または特定約束手形による資金調達は可能だがそれ以外はできない(第108条、第151条)
期間途中における不動産物件の追加取得	可能。適切な物件取得による成長が期待できる	法案では物件の追加取得などは行わないことを前提にしているようにみられる(資産流動化計画に基づく可能性あり)
物件の経営管理	REIT 自身による経営管理が可能 (第三者に業務委託することも可能だが REIT の条件ではない)	SPC 自体は導管体でしかないため、実質的な経営管理を行う第三者への委託が必要(第147条)
経営管理の期間、満期の扱い	有期と無期の両方のタイプがある	法案では有期限を原則としているようにみられる(資産流動化計画に基づく可能性あり)
優先株等の追加発行	普通株、優先株の追加発行等は可能	資産流動化計画に基づく追加(計画された)発行は可能であるが、いわゆるオープンエンド型は不可と理解される
増資の可否	可能	特定資本の増加は定款の内容にかかわらず可能(第116条)
経営計画	目論見書で投資家に情報開示。公募の場合、証券取引法によって情報開示が義務付けられている	特定資産流動化計画を内閣総理大臣に申請(第3~9条、第12条)、計画変更についても申請。計画は公衆縦覧される
形態の違い	株式会社、信託、協会	株式会社(資本金、役員などの要件を緩和、第18~25条関係)
適用法	内国歳入法 Internal Revenue Code(Title 6), Subtitle A, Chapter 1., Subchapter M, PART II, Sec.856	特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律

(3) SPC を利用したスキームは、エクイティの証券化が主体である REIT より、RIC (Regulated Investment Company) もしくは REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduits) などの導管体を利用した MBS (Mortgage Backed Securities) や CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) と比較すべきである。しかし、ここでは上場証券導入の期待から REIT との比較をあえて行った。

また、SPC が発行する有価証券に対して、原債権者(銀行)や原資産保有者(資金調達者)など関係者以外の第三者の投資家がどのくらい存在するかも大きな課題である。証券化はリスクを投資家や信用補完者に分散・転嫁する仕組みともいえるが、銀行や資金調達者がほとんどのリスクを負担しないと証券化できない場合もある。仮にハイリスク・ハイリターンの優先出資証券を銀行が購入すれば、昨年まで銀行が行ってきた一時的なオフバランス化スキームと同じことになる。

さらに、不動産は個別性の強さなど本来証券化には馴染みにくい資産としての性質を持っている点にも留意すべきである。教科書的にいえば、賃貸マンションやオフィスビルなどの商業用不動産やこれらの担保債権は、住宅ローンや自動車ローン、リース債権などに比べ個別性が強く標準化が難しいため証券化に適さない。また、商業用不動産は長期間にわたり適切な管理運営を行わなければ、商品価値・資産価値が低下する。このため、通常の維持管理に加えて、築後15～25年でリノベーションによる機能更新のための新たな資本的支出が発生する。

このような点を捉えて、商業用不動産より住宅ローンから証券化を進める方が容易という見方がある。これについての考え方は後述する。

3. 未熟な専門サービス機能

—目立つ外資の進出—

右肩上がりの地価上昇を前提にした不動産事業では土地を所有することが最も重要と考えられ、市場見通しに基づく投資判断、収益不動産の市場価値の評価、収益性向上のための管理運営技術などはこれまで重視されてこなかった。また、不動産管理はグループ子会社が行い、競争原理に基づく徹底したアウトソーシングは多くなかった。

しかし、不動産事業が開発、投資、経営に機能分化する中で、このような専門サービスへのニーズが高まっている。特に、仕組金融(ストラクチャード・ファイナンス)のひとつである証券化では、仕組づくり、証券発行・流通、資産管理の各局面で高度かつ効率的な専門サービスが不可欠である。

例えば、資産を証券化する際に物件・証券発行条件を法的・物理的・経済的に精査するデュー・デリジェンス^④、不動産の管理運営を行うプロパティ・マネージメント、債権の回収受託・管理などを行うサービシング、投資ファンドなどの運用者に不動産証券化投資や不動産投資に関する専門的な助言を行う不動産投資顧問・アドバイザー、仕組の法的・財務的検証などを行う弁護士や監査法人、投資リスクを評価する格付機関である。特にデュー・デリジェンス、プロパティ・マネージメント、不動産投資顧問・アドバイザーは不良債権処理や証券化だけでなく、これからの

^④ デュー・デリジェンス(Due Diligence)は、不動産投資コンサルタント会社などが設計事務所や不動産鑑定士、会計士、弁護士などの専門家をコーディネートして行う。米国では専業会社もあるが、不動産会社や不動産鑑定士などの兼業が多い。また、わが国のオフィスビル評価では、需要側のニーズの高度化・多様化に対応し、建物・設備の物理的評価に加えて利用者の使い勝手や貸しやすさも市場価値を図る重要な評価要素となっている。

不動産投資全般において重要な役割発揮が求められている。

これらサービスでは高度な専門性はもちろん効率性と中立性も重視される。専門サービスの手数料は証券化の仕組みコストに直結していること、また、独立した専門機関がそれぞれ機能分担することで相互のチェック・アンド・バランスが働き、より透明性の高い証券化商品の組成が可能になるからである。

いずれもわが国では未成熟な業態であり、政府の金融再生トータルプランでもサービサー制度創設が盛り込まれるなど育成のためのインフラ整備も始まっている。しかし、今後予想される大量の不良債権処理を円滑に行うためには、制度づくりと並行して当該分野に関わる民間企業の積極的な取組みが欠かせない。この分野では、すでに本国でノウハウを蓄積し整備されたマニュアルを持つ外資の日本進出が目立つ。

例えば、デュー・デリジェンス分野では、E&Y ケネス・レベンソールの不動産グループが2年以上前から日本に進出し、米国での経験をもとにわが国の様々な課題をある程度克服している。RTC(整理信託公社)が S&L の不良債権処分のため構築した DIV(Derived Investment Value^⑤)を基に、日本版の JIV(Japanese Investment Value)を新たに構築し、すでに5,000億円を超える不良債権の評価を行ったとされる。これに対し、日本の多くの監査法人や不動産鑑定事務所などはこのような動きに遅れ、総合的システムとしてのデュー・デリジェンス・サービスを確立したと言いつける事務所はほとんどないとみられる。

III. 米国の証券化からの示唆

1. 証券化の歴史

—本格化はこの10年—

米国において公的機関が関与した第1号の不動産証券化は、70年に住宅用モーゲージ^⑥を証券化した GNMA(Government National Mortgage Association、政府抵当金庫、通称「ジニーメイ」)債といわれ、公的保証を裏付けとしていた。

一方、民間が商業用不動産を対象として行った証券化は、60年に制度化された REIT が最初と考えられる。また、最初の CMBS(商業用不動産ローンを担保にした証券化: Commercial Mortgage Backed Securities)は、85年にオリンピア&ヨーク社(カナダ)がアメリカン・エクスプレス本社ビ

^⑤ DIV: 派生投資価値と訳される。RTC では処分対象資産を所有不動産、健全な貸出、不良債権の3つに分類し、資産売却の際の合理的な現在価値を推計するため、それぞれの資産について3通りの手法を開発しマニュアル化した。

^⑥ モーゲージとは、ローンの借手が貸手に対して不動産を担保に供することを約束する証書で、これにより貸手は借手のデフォルトの際に抵当不動産に対する先取特権が与えられる。モーゲージによって裏付けされた抵当ローンは第三者に譲渡可能だったが、モーゲージの証券化はこの抵当ローンをさらに流通性の高い小口証券に置き換える仕組みである。金子晃三『本格化する米国の商業不動産証券化』より

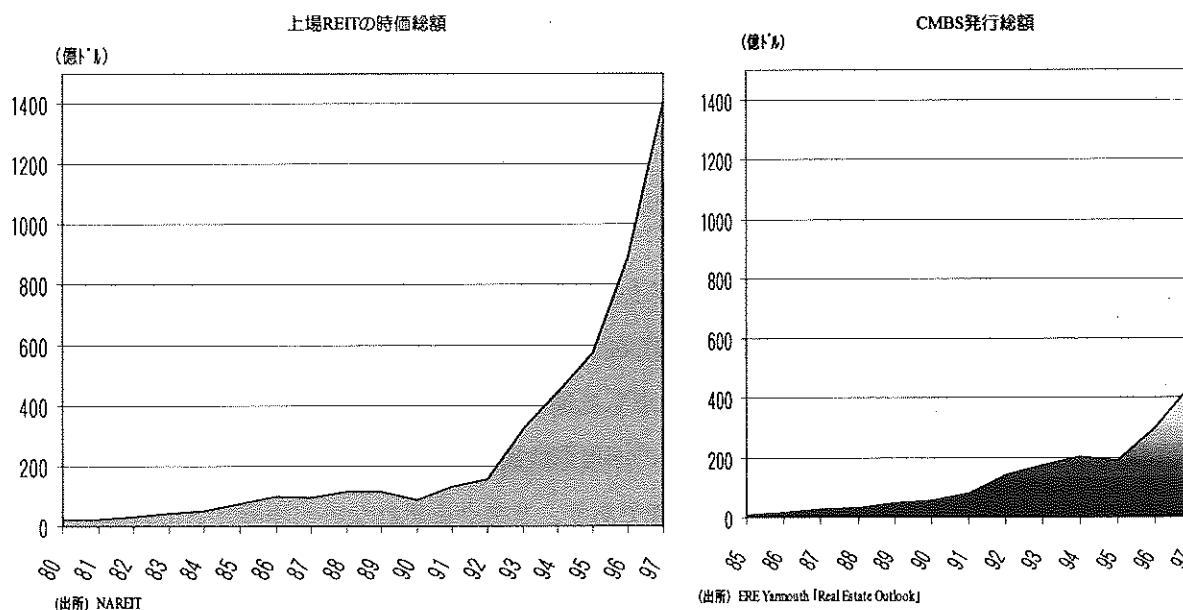
ルを担保に発行したものとされる。これらの市場規模が拡大したのは、80年代末の S&L(貯蓄貸付組合)破綻に伴う RTC(整理信託公社)の不良債権処理以降で、このとき様々な証券化技術と商品の開発が進んだ。また、90年代前半には銀行からの資金調達難を背景に、私募 REIT を上場する IPO(株式公開)ブームが起こり REIT の多様化も進んだ。

このことから、金融機関の不良債権問題を契機に、不動産事業の資金調達は投資家を通じて広く直接的に調達する仕組みが発達したともいえる。ただし、RTC の不良債権処理では、更地や開発途上物件など収益を生んでいない担保不動産の債権については証券化でなく抵当権実行や競売によって処分されている。

米国における CMBS 市場と REIT 市場は、97年時点(通年、年末)でそれぞれ440億ドル(発行総額)、1,400億ドル(発行株式の時価総額)に達する(図表-15)。ただし、住宅モーゲージ・ローンの証券化(MBS : Mortgage Backed Securities)市場は2兆ドルとはるかに大きく、米国債券市場の主要商品のひとつとなっている。

また、RTC が行った証券化の過程でデュー・デリジェンスとサービサー機能が整備されたこともその後の証券化の発展に大きく寄与した。例えば、RTC が設立された89年当時には不動産評価手法や基礎的なデータなどが整備されておらず、RTC が委託したエージェントによって詳細な評価手法と定型的なフォームが確立されたといわれる。CMBS 証券の格付けも同時に普及したが、最近では不動産所有のリスクについて信用補完が特にならない REIT についても格付けが行われるようになってきている(図表-16)。

図表-15 米国の不動産証券化の市場規模



(資料)REITはNAREIT、CMBSはERE Yarmouth “Real Estate Outlook”より作成

図表-16 REIT 会社の格付評価項目

事業リスクの特定	財務リスクの特定
<p>(業界における地位)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・不動産業界における相対的な地位 (市場占有率、支配要因) ・REIT 業界における相対的な地位 (簿価および時価、配当利回り) ・資産区分による相対的な地位 (経営者の地位、テナントからみた地位) <p>(物件価値)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場における立地条件 (一等地か、都市部と郊外部、地方、周辺環境の推移) ・建築時期、各物件の大修繕等の範囲 ・物件の利用期間、所有期間 ・所有物件または使用権を持つ物件規模 (潜在的なテナント、需給) ・特記すべき事項 (開発余地、低位評価資産、市場賃料を下回るリース) <p>(経営の多角化、安定化)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・物件タイプへの集中度 (商業店舗、オフィスあるいは賃貸アパート) ・地理的な集中度 (市、州、地域) ・特定テナントへの依存度、当該テナントの信用度 ・単一物件の賃料寄与度、トップ5とトップ10 ・物件の単純年間利回り (Cash on cash return) ・リース更新計画 (物件毎および全体) ・テナントの入退去率、空室率、空室期間、インプループメント計画 ・物件毎の平均賃料と市場賃料 ・当該 REIT と市場の空室率、損益分岐点に基づく空室率予想 ・損害保険の必要性、付与条件と範囲 (資産、災害、事業経営、地震) <p>(経営戦略、評価)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・所有権の形態 (絶対所有権、リース、リースバック、J/V) ・物件の利用、処分計画 (取得、開発、再開発、保有、交換) ・物件別の資産拡張計画 (計画中の物件取得数と規模、再開発予定) ・成長戦略 (新規戦略と既存市場、キャッシュ・フロー増進計画) ・事業スキームの法的側面 (一般 REIT と UPREIT、関係会社の利用等) ・事業スキームの機能的側面 (自己と外部経営、集中と分散管理) ・経営ポリシーと段取り (経営陣の責任、義務の範囲、その達成方針) ・経営管理情報システムの質とこれまでの情報開示水準 ・経営管理者の物件所有、権益の程度、利害関係の補償制度 ・経営陣の質、能力 (期間、関わり度、引継計画) ・取締役の質、能力 (内部と外部起用) 	<p>(財務管理計画)</p> <p>(収益力)</p> <p>(資本構成)</p> <p>(キャッシュ・フロー管理)</p> <p>(資金調達の実力)</p>

(資料) Standard & Poo's CREDIT REVIEW, October 3, 1994より

94年頃からの景気回復に伴い不動産市場が上昇に転じ、これが追い風となって REIT など商業用不動産の証券化が加速したが、RTC の徹底的な不良債権処分により不動産価格が底値を付け、市場参加者がこれを価格上昇のサインと見た点も見逃せない。

このような米国における REIT や CMBS の市場形成過程をみて感じるのは、市場メカニズムへの強い信託を前提とした官民の役割の明確さであり、リスクを恐れない市場参加者の行動力である。

例えば、ミルケンがジャンク債市場を作ったように、CMBS 市場は野村証券のイーサン・ペナーがほとんど独力で作り上げたといわれる。また、ハゲタカ・ファンド(vulture funds)やボトム・フィッシャーといわれる底値で不動産を買い叩く投機的な投資家の存在が、市場を底打ちさせ回復

を早めたともいえる。

ひるがえってわが国は、完全競争より市場の安定を求める金融当局の市場管理が長く続き過ぎたため、市場メカニズムによる調整に対して不安や戸惑いが官民共に強くみられる。厳しい市場競争から守られてきた企業や投資家も自己責任意識が弱く、安易に損失補填を要求したり公的資金による救済を求める傾向がある。

証券化は不特定多数の投資家から資金を募る以上、透明な仕組と情報開示が必須となるが、日米の情報開示に対する認識の差も大きい。不動産所有者は証券化にあたり、格付機関や投資家などに向けて徹底的な情報開示を求められるが、従来の不動産取引に慣れ親しんだオーナーの拒絶反応はかなり強い。

2. 証券化商品の品揃え

— 投資家と市場を向いていない日本 —

投資家にとって魅力的な証券化商品の条件は、①投資リスクに応じた利回りが設定されていること(リスク・リターンの対応性)、②投資リスクとリターンについて合理的に判断できる情報が開示されていること(透明性)、③売買が容易で換金性が高いこと(流動性)、④小額でも投資できること(小口性)、⑤デット型やエクイティ型など異なるリスク・リターン特性を持つ商品があること(多様性)である。

そこでわが国の証券化商品を米国と比較すると、多様な商品の品揃えに欠けていることがわかる。特に、REITのように上場されて透明性・流動性の高い証券化商品は全く存在しない(図表-17)。

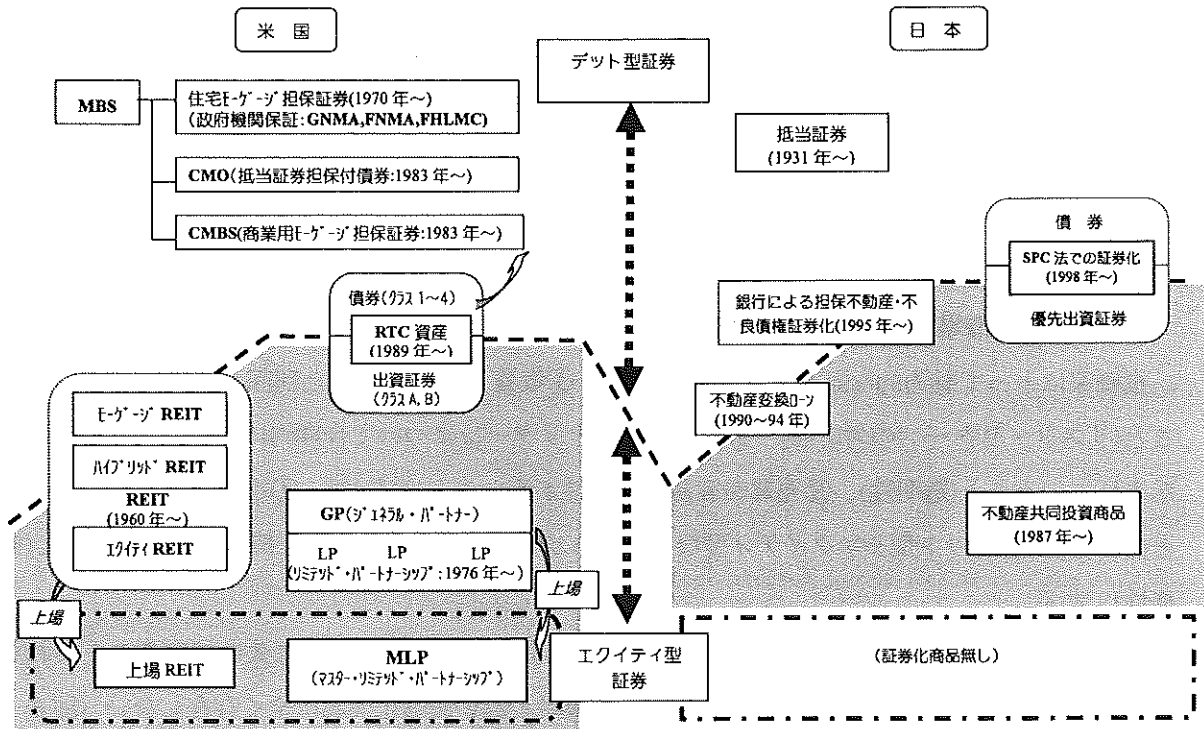
REITはエクイティ型証券に分類され、デット型のCMBSと比べると値上がり益に期待する分ハイリスク・ハイリターンな投資といえる。しかし、リスク情報の開示や会社格付などが徹底しており、投資家はそのようなリスクを認識した上、自己責任で投資を行っている。また、REIT会社の格付に必要な評価項目は詳細にわたり、REIT会社が投資家に提示する目論見書にはリスク情報が徹底的に記載されている(図表-18)。オフィスや住宅、ホテルなど対象資産を特化したREITなど種類も多く、投資家は資金の性格や市場見通しなどに対応した投資選択が可能である。

しかし、わが国の現行制度下ではREITの類似商品はつukれない。現在制度化されているエクイティ型の商品に不動産特定共同事業法による小口化があるが、魅力的商品の条件を満たしているとはいえず、不動産市場の先行き不安もあり事業実績、販売実績は非常に少ない。譲渡できないエクイティの小口化は運命共同体的な不動産投資ともいえ、不動産に精通した投資家以外から幅広く資金を募ることは難しい。SPCが発行する優先出資証券もエクイティ型商品だが、先に見たようにSPCスキームは投資ファンドとしての運用自由度が乏しく、上場も難しいとなれば日本版REITとはいえない。

さらに、CMBSのようにエクイティ REITよりも収益が安定し、様々なリスクとリターンに

分離されたパッケージを持つ商業用不動産の担保証券も魅力的な商品のひとつである。しかし、これまで借手・貸手双方の事情からノンリコース・ローン^⑦が普及していないわが国では商品組成が難しい。

図表-17 日米の不動産証券化商品と小口化商品の領域比較



(注)モーゲージ REIT も株式を発行するが、対象資産がモーゲージ(債権)のため発行証券の特性としてはデット型に近いとして位置づけた。

^⑦ ノンリコース・ローンとは、融資に伴う求償権の範囲が担保資産のみに限定されるローンで、事業を行う企業には求償権が及ばない。金融機関は高いリスク負担の見返りとして、通常より高い貸出金利や成功報酬として利益の一部を受け取る。

図表-18 REIT 投資の魅力

メリット	内 容
①高い流動性	米国で一般的なりミテッド・パートナーシップによる不動産投資では、その持分を売却するのは容易でないが、上場されている REIT 株は通常の株式とほぼ同様に売却ができる。
②小口性	最低投資単位の制限は無く、一株から購入できる。
③高い透明性	目論見書で投資リスクが開示されていること、REIT 会社が格付されていること、SEC の監視を受けることなどから商品の透明性が高い。
④投資の効率性	通常の株式投資では、法人課税後に配当が行われ配当段階でさらに課税されるが、REIT は法人課税を受けることなく高い配当が期待できるため投資効率が低い。
⑤維持管理の簡便性	不動産の直接投資に比べ維持管理の手間や時間が省ける。
⑥値動きの安定性	REIT の株価は、過去の推移をみる限り S&P500より安定している(価格変動率が低い)。また、通常の株式のように一日の間に大きく上下することは少なく、購入・売却を判断する余裕が十分ある。
⑦立地リスクの低さ	立地の異なる複数の物件をプールした REIT の場合、単独物件への直接投資に比べて、特定地域の経済変動や市場の需給変動などの環境変化に強い。
⑧選択肢の多様性	投資対象をオフィスやホテルなど特定の不動産に特化したり、商業施設や集合住宅などを組み合わせた REIT があり、各 REIT の利回り、株価は必ずしも相関していない。このため、特徴の異なる複数の REIT を組み合わせて戦略的な投資ポートフォリオを組み立てることができる。
⑨運用の専門性	97年の REITSA(REIT 規制緩和法)により REIT 経営の難しさは緩和されたとはいえ、通常の不動産経営を行う者以上のプロフェッショナルでなければ、その適格要件を維持しながら投資家の期待に応えていくことは難しい。逆に言えば、それだけ通常の不動産投資よりもしっかりした経営が行われているはずであり、投資家へのディスクロージャーの範囲も広い。
⑩税制面の優位性	REIT の配当は減価償却の戻し分を含むため、REIT 自体の純収益を上回ることがある。この差は投下資本の返還とみなされ、通常の配当とは区別され投資家はその時点では課税されない。このため投資家の資本コストは低下し投資利回りは向上する。また、低下した資本コストに基づいて発生したキャピタルゲインへの課税は将来の販売時点まで繰り延べされる。

IV. 不動産証券化市場は創出できるか

1. 米国の歴史を繰り返す時間はない

前述したように、米国では70年に政府抵当金庫が住宅モーゲージ関係の証券を発行するなど住宅ローン債権から本格的な不動産証券化が始まったといえる。しかし、80年代末から90年代にかけて商業用不動産を対象とした CMBS や REIT が発達する前の80年代前半には企業の売掛金やリース債権などの金融資産が証券化(ABS の開始)された。

一方わが国でも73年に住宅ローン債権信託、74年に住宅抵当証書が解禁されたが一般に普及しなかった。その後さしたる進展もなかったが、95年に金融機関の不良債権処理を目的とした証券

化第一号(旧三菱銀行によるもの)、96年にリース、クレジット債権を裏付けとする資産担保証券(ABS)が解禁、98年に SPC 法が制定と、米国の証券化の歴史を飛び越え金融資産・不動産の証券化が一気に動き出している。

わが国は少子・高齢社会を間近に控え経済活力の低下が懸念されており、豊かさを実感できる快適で安全な生活環境整備のために不動産ストックの再編を急ぐ必要もあり、30年にわたる米国の証券化の歴史を繰り返す時間的余裕はない。

2. どのように進めるのか

(1) 住宅ローンの証券化を進めるべきか

最近、BIS 規制対策や ALM 対策などを目的に住宅ローンの証券化を進めようという銀行の動きがある。住宅ローンは商業用不動産・ローンに比べ個別性が小さく標準化が容易という資産特性を持ち、証券化により銀行は大口のオフバランスが可能になることから、今後証券化が大きく進む可能性が高い。しかし、住宅ローンの証券化は当然ながら商業用不動産市場の活性化には直結しない。

大都市の賃貸ビルを中心に行われてきたわが国の不動産事業が新たな投資資金を呼び込めず閉塞状態に陥っていることを問題視すれば、商業用不動産の証券化も必要である。また、不動産投資の醍醐味のひとつである値上がり益(あくまで収益上昇の果実としての)を享受できるのはエクイティ投資であり、デット型証券だけではこのようなニーズを満たせない。

商業用不動産(債権も含む)の証券化を進め、わが国の不動産事業に幅広い投資家から新しい資金を流入させる必要がある。

(2) 不良債権処理から収益不動産の証券化へ

今後、SPC 法等が施行される98年9月から年度末にかけて不良債権の証券化が本格化する可能性が高い。われわれは不良債権の証券化を契機として、同時に収益を生んでいる一般の不動産(以下収益不動産という)を対象とした証券化も積極的に進め、多様で多数の投資家がアクセスできる厚みのある不動産証券化市場の育成につなげていかなければならない。

公表不良債権額を前提に証券の発行市場規模を試算^⑧すると3兆円だが、例えば一般のオフィス

^⑧ 証券化市場規模の試算：

(1) 不良債権の証券化市場規模

金融機関の不良債権額(簿価:第2~4分類合計77兆円)×時価修正率25%×証券化可能割合15%(RTC の場合の1/3以下)=約3兆円

(2) 一般の収益不動産の証券化市場規模(オフィスビルのみ)

①÷②×③=3.7兆円=約4兆円

①東京23区の賃貸ビルストック時価=東京23区の賃貸ビル有効面積(1996年12月2,680万㎡×2010年までの成長率10%)×稼働率95%×平均賃料(4.7千円/㎡×12ヶ月)×管理費用分修正70%÷投資利回り5%×自社ビル追加分200%=44兆円

②全国規模への修正=30%(1990年のオフィス人口シェア16.6%だが、地方都市は投資に適したビルが少ないとみた)

③証券化対象割合=2.5%(米国 REIT のオフィスストックに対するシェアを使用。1997年)

ビルの証券化だけで4兆円に達する。また、不良債権を証券化しても3～5年以内に償還されるとみられるが、一般のオフィスビルは長期にわたってキャッシュフローを生むことから証券の流通市場規模はさらに大きいといえる。

仮に一般収益不動産の証券化を進めなければ、膨大な不良債権処理が一段落した時点で証券化の事業機会は大幅に縮小する。このとき、最大のメリットを享受した外資の多くが市場から去り、わが国には独自の証券化技術も専門家も育つことなく証券化は一時的なブームに終わりがねない。証券化を支える専門サービスの必要性がいくら叫ばれたところで、市場の拡大が見込めないようでは、技術開発のイニシャル・コスト圧縮が可能な外資以外で積極的な投資を行う企業は多くないからである。

(3) より優良な不動産の証券化を

不良債権でなく一般の収益不動産を証券化する場合も、できれば優良な不動産を対象にすべきである。ここでいう優良不動産とは、市場競争力や安定性などいくつかの要件を満たすもので、必ずしもランドマーク的なビルや超高層ビルである必要はない。

例えば、稼働率が高い、都心部など市場の安定した一等地に立地し交通利便性や周辺環境が良い、市場競争力の高い大型物件で築年数が短い、実績のある専門の管理会社が管理、キャッシュフローの履歴データ等が整備され開示も容易、信用リスクの低い会社が所有あるいは融資、権利関係は単純で合意形成が容易、安定した収益が長期に見込める賃貸借契約、高い格付のテナント企業が複数入居、などの条件である。このような条件を満たす不動産はそうでない不動産と比較して、収益が安定しているため証券化資産としての適性が高く、リスク評価も容易である。

理論的には、収益を生んでいれば不良債権の担保不動産も証券化は可能である。立地条件の良い中規模ビルでテナントの信用リスクが高い場合であっても、リスクを織り込んで価格評価を下げれば高い利回りが期待でき、証券化は可能といえる。

しかし、現実には不動産の長期的な収益見通しは難しく予測不能のリスクも多い。リスクがあまり大きすぎると、信用補完部分が大きくなったりストラクチャー・コストがかかりすぎるなど証券化する意味自体がなくなる可能性がある。少なくとも、耐震性に不安のある古いビルは耐震改修しなければ、リスクが大きすぎて証券化は困難と思われる。

(4) 証券化のプレイヤーは誰か

① 不動産の供給者

不良債権の出し手は金融機関であるが、優良不動産を証券化する所有者は一体誰なのか。土地神話が崩壊したとえはいえ既存の不動産オーナーの土地所有志向は根強く、特に第三者への詳細な情報開示が求められる証券化への抵抗感は強いという見方がある。

確かに、資金調達手段の豊富な上場大手不動産会社には、所有する優良物件をあえて証券化

するニーズはあまりないとみられる。また、バブル期に進んだ大規模な不動産開発では、資金規模が巨額なことや地権者の事業参加意欲が高かったことから、複数企業による共同事業が少なくない。このような不動産を証券化する場合、オーナー間の合意形成の難しさが指摘できる。

しかし、事業再編や合併のため店舗の統廃合や売却を進める金融機関では、潜在的な不動産供給圧力はかなり強いと思われる。長引く不況でリストラを迫られる企業では、含み益のある自社物件を売却する動きが進みそうである。また、資金調達手段が限られる非上場不動産会社や貸し渋りに苦しむ中小事業会社では、所有不動産の証券化による資金調達は新しい選択肢と考えられる。

また、機関投資家である生保は大量の収益不動産を所有するが、不動産市場構造の変化や老朽ビルのリニューアル投資の増加、流動性リスクの上昇などから、実物不動産の長期所有が必ずしも有利ではないという認識が強まっている。伝統的な不動産投資家である生保の動向が証券化市場に与える影響は大きく、マーケット・メイカーの役割を期待する声もある。

このように潜在的な不動産供給圧力は小さくないが、これを顕在化し加速するためには、税制優遇など所有者に対するインセンティブも必要であろう。

② 投資家

投資家については、不動産の出し手の問題より楽観的にみることができる。なぜなら本来の投資家は、リスクの見極めがつき対応するリターンが期待できれば投資を行うはずだからである。買手がいないといわれた金融機関の不良債権を外資が一括購入しているが、これは客観的なリスク評価を行い、リスクを織り込んだ価格で売却されているからである。

これまでの銀行のモデル的証券化スキームではハイリスク・ハイリターン部分に第三者の投資家がいなかった。これは、複雑な証券化の仕組みに対して投資家の理解が十分でなかったことに加え、金融機関のリスク情報開示への強い不信感、不動産市場の先行き不安などから予測不能のリスクが多すぎたためとみられる。

このため、透明性の高いきちんとしたスキームで投資家のニーズに合った証券化が組成できれば、デット型証券だけでなくハイリスク・ハイリターンのエクイティ型証券の投資家も十分に期待できると思われる。

ただし当面は、資金力、情報分析力があり自己責任で投資ができる洗練された投資家(機関投資家など)を対象にすべきであろう。現状では個人など一般投資家のリスク感覚は低く、不動産証券化を理解するのは非常に難しいとみられるが、将来、REIT や会社型投資信託など個人投資家も参加できる集団投資の仕組みが整備されれば、幅広い投資家が不動産証券化投資に参加する機会が開かれよう。

なお、SPC の発行する資産担保証券(ABS)について郵便貯金や簡易保険の投資解禁が検討されている。この場合、国民への安易なリスク転嫁とならないよう、運用責任の所在を明確にし

た上で、対象はあくまで高格付を得たリスクの低い社債とすべきである。

③ 専門サービス

証券化に不可欠なデュー・デリジェンス、プロパティ・マネジメント、格付、信用保証、不動産投資顧問などの専門サービスは、アジア企業の不動産投資増加や銀行の不良債権証券化、外資の不良債権一括買いを背景に参入者が増加している。金融ビッグバンにより金融業界での事業再編や外資進出も増加しており、専門人材の流動性が高まっていることも追い風といえる。

しかし、有望な新規事業分野であるものの、各社とも先行する外資との提携や実践の中で手探りで技術やノウハウを整備しているのが実態とみられる。今後、競争激化も予想されるが、業界間の綱引きや縦割り行政により競争が排除され、事業領域や事業者が事前調整的に限定されるのは好ましくない。あくまで市場メカニズムによる淘汰の過程を経て信頼性の高い専門サービス業態をわが国に定着させるべきである。

特に重要なサービスは、デュー・デリジェンスとプロパティマネジメント、投資顧問(アセットマネジメントと表現する場合もある)である。現状ではゼネコン、設計事務所、不動産会社など建設・不動産業界からの参入が目立つ。また、金融業界では証券化のアレンジャーだけでなく、投資顧問分野への進出も予想される。中でも生保は証券投資や貸付だけでなく不動産投資でも実績があり、投資と経営機能の分化・純化が進めば不動産証券化における重要なプレイヤーとなる可能性が高い。

いずれにしても、証券化は関与する専門サービス機関の信用力が商品の格付や信用力に直結するため、最終的には信用力の高い企業が生き残ることになる。また現状では、各社とも先行投資的な取組みのため採算をそれほど重視していないといえるが、今後は採算性の確保が大きな課題となつてこよう。

3. 市場創出に向けた公的関与のあり方

米国の証券化の歴史から市場メカニズムへの信認の重要性を指摘したが、これは公的関与の否定でなく、特に証券化市場の創設時期においては重要な役割を果たすと考える。

(1) 制度インフラの改善

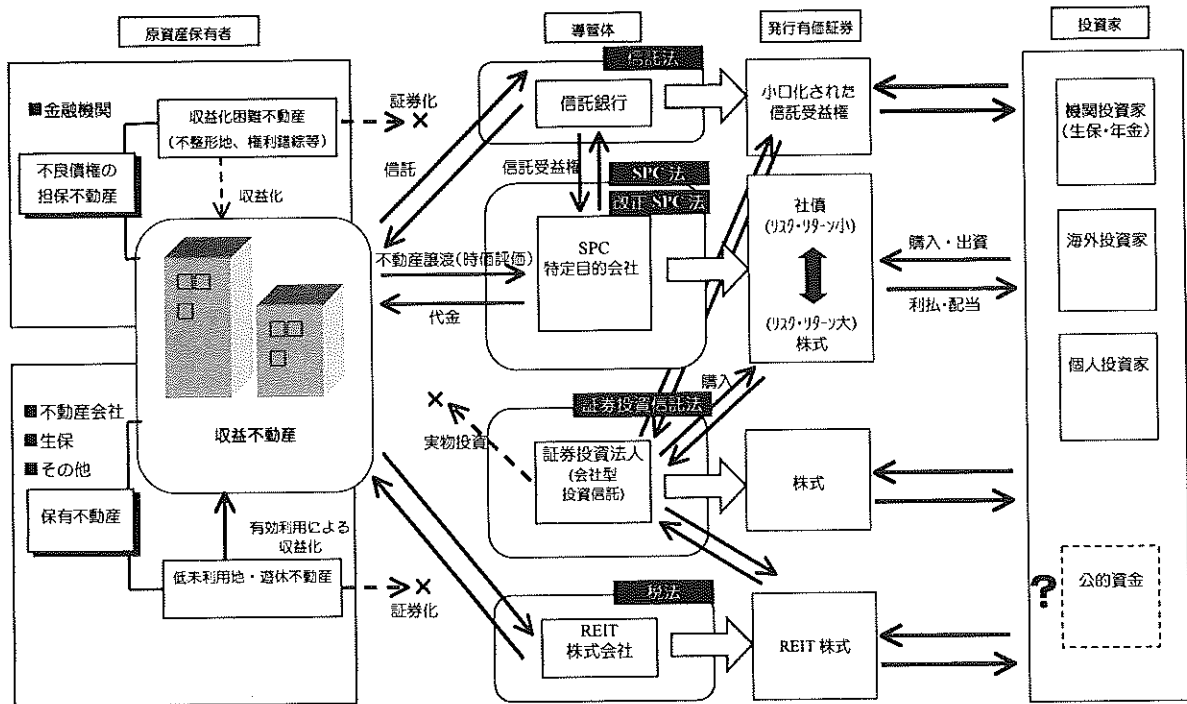
SPC法の制定によりわが国の証券化の制度インフラは一步を踏み出したといえるが、既存の仕組みだけでは魅力的な商品づくりに限界がある。今後、証券化の器(SPV)となる信託の使い勝手向上やSPC法の改正、解禁予定の会社型投信の仕組みを不動産証券化にも活用できるようにするなど、多様な商品開発のための制度インフラをさらに整備すべきである(図表-19, 20)。

図表-19 SPVの改善方向

改善シナリオ	方 向	メリットと課題
①信託受益権の有価証券化・小口化	不動産の信託受益権を小口化、有価証券指定する。	法的安定性の高い信託制度を基にするので制度的な問題は少ない。投資家から見て、この中では最も不動産特性が強い商品。信託業務や有価証券の取扱いなど業際問題の調整が必要になる。優先劣後構造が出来ない。有価証券指定によって、減価償却など不動産固有のメリットがなくなるが譲渡時に不動産取引税もかからなくなる。
②SPC法の改正	SPCの使い勝手や運用の自由度を高めるように改正する。借入制限の緩和や登録免許税・不動産取得税などの免除。	SPC ゆえに運用自由度向上には限界がある。例えば、不動産の管理運営は専門会社への委託が義務づけられているため事業性の発揮は難しい。タックス・ヘイブんに設立する海外 SPC ほど徹底した規制緩和は難しい。
③会社型投信の不動産投資解禁	会社型投信の運用対象に不動産を追加する。(注)発行する出資証券の上場も検討する。	投資ファンド的な運用が出来るという意味で、SPC法よりも米国のREITに似た投資の仕組みが可能になる。投資インデックスなど投資判断の材料やパフォーマンス測定技術などの問題があり、投資信託のファンド・マネージャーが実物不動産投資を直接行うのは難しい。不動産を対象とした SPC の発行有価証券への投資は可能だが、この場合でも、不動産投資顧問のアドバイスが必要と考えられる。
④REITの認可	米国同様、税制の適格要件を満たした一般の株式会社をREITとして認める。株式の上場も可能とする。	もともと会社として事業性を有するため、資産の入替えやレバレッジのための借入が行えるなど、不動産運用の自由度が高い。投資家から見て、この中では最も不動産特性が希薄な商品。REIT 担当者の資産運用の自由度の高さは、運用失敗のリスクの大きさということもできる。リスク情報開示の徹底など投資家保護の仕組みと、投資家の自己責任原則の確立が特に必要。

(注)これまで投資信託(契約型)の運用対象は次の通り拡大してきた。70/4外国証券、72/1転換社債(CB)、83/12二部上場株、86/4国内譲渡性預金(CD)、86/7店頭株、ワラント債、ユーロ円債、87/11国内コマーシャルペーパー(CP)、93/7外国 CD、外国 CP、貸付債権信託受益証券、住宅ローン債権信託受益権、94/12私募債、抵当証券、先物・オプションなどデリバティブのヘッジ目的以外の利用、海外の投資対象市場の規制撤廃、97/9未公開株。

図表-20 証券化イメージ図



また、SPC など資産の受け皿が不動産を取得する際の取引税(不動産取得税、登録免許税)は、証券化商品の利回り低下に直結するため一層の軽減が望まれる。証券化にかかわる税制だけでなく、わが国に流動性の高い不動産投資市場を創出するため、現在の取引抑制的な不動産税制(不動産取得税、登録免許税、譲渡益課税)そのものの抜本的な見直しを行うべきである。不動産の公共性・社会性をある程度考慮しても、他の金融商品に比べてあまりに重く複雑で例外的取扱いの多い現在の不動産関係諸税については、引き下げ・簡素化により金融取引に中立的な税制への転換が必要である。また、譲渡益課税はめまぐるしく見直しが行われて投資リスクを大きくしており、その安定化が望まれる。

さらに、わが国の投資商品に関わる法律は、縦割り行政の下、投資対象毎に様々な規制法が存在しているため、金融サービス法の早期制定や現在限定列举方式となっている有価証券の包括指定など、投資家保護や情報開示のための統一的なルールの実立も必要である。

(2) 証券の信用補完

不動産証券化はこれまでなかった新たな投資商品であるだけに、投資家はリスクを過大評価して投資に慎重になりがちである。このため公的な信用補完の効果は大きいと思われるが、対象は金融機関の不良債権処理に国内 SPC が活用される場合に限定し、時限立法で運用されるべきである。

ただし、民間主導で行われる場合でも、難度の高い先導的・先進的試みには何らかの支援を考

慮する余地はある。例えば、市街地再開発で大規模、多数参加、地域住民参加など一定の条件を満たす証券化や、建替えにより不良不動産を優良不動産に再生する証券化である。いずれも開発リスクを伴うため、一般の収益不動産の証券化より組成は難しい。

信用補完の方法は、高い格付が求められる社債部分について利払いや償還を開銀や政府など公的機関が保証したり、ハイリスク・ハイリターンエクイティ証券の一部を公的資金が購入するなどの方法が考えられる。後者の場合は高いリスクを公的資金が負うことになるので、条件を厳しく設定する必要があるだろう。

(3) 不良債権の最終処理と金融自由化・国際化の推進

不良債権処理の過程(証券化手法を使わなくてもよい)で不動産評価が徹底的に厳しく行われて底値が市場参加者に認識されれば、将来の価格上昇期待からエクイティ部分への投資が増える可能性が高い。また、不良債権の最終処理と金融再編が大きく動き出せば、金融不安が解消されてわが国経済の期待成長率も上昇すると予想される。

また、金融ビッグバンで企業の信用力・格付の差が貸付金利や社債発行金利にリンクする健全な金融資本市場が形成されれば、証券化による資金調達ニーズも拡大する。また、資産の時価評価が進めば含み経営は困難となるため、証券化の追い風となる。

金融ビッグバンを成功させ、わが国の金融資本市場への信認を取り戻すことができれば、不動産の金融商品化といえる証券化も大きく前進することは間違いない。

おわりに

わずか2年前、金融機関の不良債権が1兆円もバルク・セールで処分されると誰が予想しただろうか。あるいは、大企業が所有する都心の高層ビルがセール&リースバックされたり、外資系企業によって小口化される事態も同様である。このような現象は、わが国の経済構造改革や金融資本市場の再編が急速に進んでいることと無縁ではない。

これらの事例では、不動産・不良債権の売り手はこれまで規制に守られてきた日本の金融機関で、買手は外資系企業や海外資金という構図が目立つ。また不動産や債権の売買に関して、米国の投資銀行や監査法人、投資コンサルタント、デュー・デリジェンス会社など外資系企業の進出が著しい。

不動産投資に関わるわが国の伝統的プレイヤーも、このような現状を新たな時代に向けた事業再編の機会とみて積極的に取組まなければ、金融ビッグバン時代の生き残りは難しいと思われる。フロンティアを前に躊躇せず進むべきである。

主要参考文献

本稿は、通常国会での SPC 法成立や金融機関の不良債権処理の動きなどわが国の不動産証券化を取り巻く環境がダイナミックに変化していた時期に執筆したこともあり、主な情報源は新聞・雑誌などのマスコミ報道や専門家・実務家取材である。このため、既存の出版物や研究成果からの直接の引用はほとんど無いが、以下の文献・資料は有益な示唆を与えてくれた。

また、本稿での現状認識や図表の多くは、98年6月にとりまとめた『不動産証券化の現状と展望 — 市場創出に向けて何をすべきか — (松村徹、篠原二三夫、岡正規)』を基にしている。

高月昭年(1994)『日米比較不良債権の流動化対策Q&A』金融財政事情研究会

金子晃三(1994)『本格化する米国の商業不動産証券化』野村総合研究所

旭リサーチセンター(1996)『金融資産の証券化』

三國仁司(1997)『不動産の証券化と方法 — 不良債権処理から不動産開発まで —』東洋経済新報社

河野勉(1997)「戦後50年間の不動産関連指数の試算値について」『不動産研究』第40巻第1号

スティーブン・ワイラー(1997)「不動産証券化」『Jardine Fleming Research Japan』ジャーディン・フレミング証券 1997.8

不動産シンジケーション協議会(1997)『「日本型不動産投資ファンド研究会」報告書』

日債銀総合研究所(1997)『金融制度等改革の不動産業への影響に関する研究』

信託経済研究会(1998)『信託経済研究会報告書』

野々口秀樹(1998)「米国 RTC 不良債権処理とわが国への適用 — 証券化手法を中心として —」『不動産カウンセラー』No.16

村山利栄、デービッド・コスティン、清水雄也(1998)「日本における不動産証券化：その課題と方向を探る」『Japan Research』ゴールドマン・サックス証券会社 1998.4.7

片山剛敏(1998)「不動産証券化の活用：情報開示が投資家に受け入れられる必要条件」『金融財政事情』1998.6.15