

不動産証券化と金融ビジネスの動き

不動産鑑定士 出雲豊博

1. はじめに

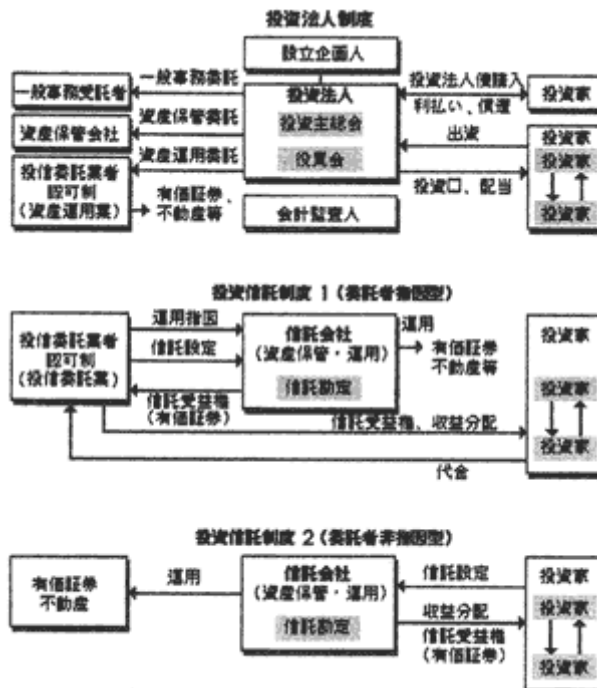
「不動産証券化」の動きは、新聞・雑誌等マスコミで報道されない日がないくらい刻々と新しい情報が発信されている。これは証券化ビジネス産業のすそ野が広く、本業務が様々な経済活性化へ寄与するであろうという期待も大きい為、各方面に大きな関心を集めていると思われる。さらに「不動産証券化」業務は、いわゆるベンチャー的な新規業務であるだけに、実務においては、ドッグイヤーの如くスキーム・理論が日進月歩のハードな仕事である。つまり担当セクションは、多方面で高度な専門能力とスピードを要求されており、新しい知識を入手しながら全速力で走っている状態で、多忙を極めている。

本稿では最近の日本版REITの動きを始め、不動産の売買をめぐる環境の変化や、最近の金融スキームの動きについて、実務サイドから考察してみたい。

2. 日本版REITの最新の動き

最近、(社)日本不動産鑑定協会の研修でも説明があった様に「資産流動化法」及び「投資信託法」の改定法の施行(2000年11月)に基づき「不動産投資信託」という新しい金融と不動産を融合した金融商品が生まれた。

「改正投信法に基づく3つの投信制度」



これがいわゆる日本版REITである。

本金融商品は2001年9月10日に、東京証券取引所に第1号(注1)が上場されるとともに、今後他の証券市場(大阪、福岡、名古屋)に別のファンドが上場されることで、不動産の流動化、小口化取引が活発化するであろうと期待されている。今後各研究機関の想定では、不動産市場に10兆円とも言われる大量の新規資金が流入する事が想定され、様々な経済効果が生まれると期待されている。

(注1)

- 三菱地所系の「ジャパンリアルエステート」投資法人
資産規模 1,000 億円のうち 800 億円を公募
- 三井不動産系の「日本ビルファンド」投資法人
資産規模 2,300 億円のうち 500 億円を公募

「東京証券取引所の上場審査基準の概要」

主な項目	内容
不動産等の比率	・ファンドの運用資産のうち、不動産等の比率が75%以上
不動産等以外の資産	・不動産等以外の資産が、現金および現金同等物に限られる
運用資産・投資信託財産の収益性	・運用資産等のうち、賃貸事業収入等が現に生じており、1年以内に売却見込みがない不動産等の比率が50%以上
運用会社の適格性	・ファンドの運用を行う投資信託業者または信託会社等が投資信託協会の会員であること
上場口数	・4,000口以上
投資主・受益者の分布状況	・上場時までに、大口投資主(投資口数の多い上位10位)または大口受益者(所有受益権の多い上位10位)が所有する上場投資口または上場投資受益権の口数が75%以下 ・投資主または受益者の数が1,000人以上
純資産(負債を除いた資産)額	・10億円以上
総資産額	・50億円以上
1口当たり純資産額	・5万円以上
払い戻し等	・原則として、規約等により投資主の請求による払い戻しができないこと(クローズド・エンド型) ・営業期間または計算期間が6ヵ月以上

(注)「不動産等」には、不動産の地、地上権、不動産の賃借権、これらの信託受益権、不動産置居組合出資持分、資産流動化法に規定するSPC(特別目的会社)の優先出資証券、同SPT(特別目的信託)の受益証券、投信法に規定する不動産投資の受益証券または投資証券などが含まれる。

(出所)東京証券取引所資料などを基にニッセイ基礎研究所が作成

又、不動産鑑定評価に関連して言えば、不動産の各種指標（利回り・価格・地域格差・物件格差・類型別格差等）がオープンとなり、いわゆるインデックスが整備される事により、従来ともすればブラックボックスであった不透明な不動産市場がオープンマーケットに近づく事で、鑑定業界の手法を始めとして、各企業・個人の投資判断、行動様式が大きく変化する可能性がある。参考にREITのフロントランナーと予想される主な上場予定会社の表を掲げておく。

投資委託会社への出資企業	投資委託会社	資産規模(当初→将来)	投資対象と、予想される主な組み込み物件
三菱地所、東武海上、第一生命	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント	1000億→1兆円	オフィスビルが対象。出資企業の保有ビル18棟(名古屋小島ビルディングなど)
三井不動産、住友生命など	日本ビルファンドマネジメント	2000億→1兆円	オフィスビルが対象。自友生命の東横ビル、新潟テレコムビル、異和西新橋ビル、新潟三井ビル2号館、つくば三井ビル、フジタ本社ビル、日本橋室町センタービル、東急三田ビル、大同生命ビル、コニカ本社ビル、NOX本社ビルなど
三菱商事、UBS AG	三菱商事・ユービーエス・リアルティ	600億→4000億円	ショッピングセンター、商業ビル、倉庫、フィットネスクラブなどが対象。山台中山ショッピングセンター、表参道ビブレ、同級エスバなど
東京建物、大成建設、朝日生命、安田生命	東京リアルティ・インベストメント・マネジメント	500億→3000億円	オフィスビル、商業施設などが対象。物件は選定中
オリックス	オリックス・アセットマネジメント	1000億円(上場時)	オフィスビルなどが対象。物件は選定中
森トラスト、大和証券グループ、三菱信託銀行	森トラスト大和不動産投資	500億→3000億円	オフィスビル、商業ビル、ホテルなどが対象。中外製薬本社ビル、日産自動車本社ビル新館

(注)不動産シンジケート協賛会作成

3. 不動産の売買をめぐる環境の変化

「不動産証券化に係る最近の大型不動産売買」

売り手	買い手	物件名	種類	場所	従来主	SPC	新主	新主	新主
東京建物	不動産投資	東急三田ビル	オフィスビル	港区三田	住友生命	SPC	新主	新主	新主
マイカ	不動産投資	区有表参道ビル	商業ビル	渋谷区神宮前	豊和興業(予定)	SPC	豊和興業	新主	新主
フジタ	不動産投資	フジタ本社ビル	オフィスビル	渋谷区千駄ヶ谷	ニューオーラニ	SPC	ニューオーラニ	新主	新主
ユニカ	不動産投資	日本橋室町センタービル	オフィスビル	中央区日本橋室町	三井マテリアル	SPC	大手町ファーストスクエア(持ち分)	新主	新主
日本興業	不動産投資	日本興業本社ビル	オフィスビル	千代田区丸の内	マルハ	SPC	マルハ	新主	新主
三菱地所	不動産投資	高層ビル	オフィスビル	千代田区大手町	高井不動産	SPC	リーディングタワー	新主	新主
森トラスト(予定)	不動産投資	京橋千代田ビル	オフィスビル	中央区京橋	丸善	SPC	第二丸善ビル	新主	新主
森トラスト(予定)	不動産投資	大塚ビル	オフィスビル	品川区北高井	百貨百貨店	SPC	百貨百貨店	新主	新主
NBC	SPC	NBC本社ビル	オフィスビル	港区芝	株主買収グループ	SPC	ダイエー	新主	新主
西武製菓	SPC	西武プラザビル	オフィスビル	港区芝	東武東上線ビル	SPC	東武東上線ビル	新主	新主
森ビル	SPC	アーチワークズ	賃貸マンション	港区赤坂					
住友不動産	SPC	住友不動産ビル	オフィスビル	新主					
住友不動産	SPC	新主	オフィスビル	新主					

(注)所有権分譲、区分所有権、持株会社による買収および交換を含む。
 買い手が不動産投資と表記されている事例は、不動産投資(買収)による買収とSPC(特別目的会社)が買収する事例と区別される場合がある。また、買い手がSPCと表記されている事例は不動産投資以外の証券化などの不動産流動化を意味する。
 (出所)ニッセイ基礎研究所

(1) 物件の供給サイドの事情

過去 10 年余り続く資金デフレのリスクと国際会計基準（グローバルスタンダード）の国内企業へ導入を背景とし、不動産の売却、証券化が増加している。

[1] 時価会計、減損会計導入による企業のバランスシートの毀損を避ける為に、真に保有を必要とする資産以外の不動産を社外へ売却するという、オフバランスの必要性が企業側に高まっている。

つまり企業の ROA（総資産利益率）、ROE（株主資本利益率）の向上を図り、自社の株価の向上を図る事が企業の時価価値を高めることにつなげる狙いもある。

[2] 不良債権の処分民事再生法・会社更生法等により、金融機関の担保となっていた企業の不動産を第三者へ売却する件数が近年増加している。

不良債権の早期回収という政策がその背景に強く影響を与えている。

(2) 物件の需要サイドの事情

[1] 超低金利の時代が続いているが、資金の運用難に苦しむ機関投資家や、1,400 兆円ともいわれる個人の金融資産は、多少のリスクはとってより有利な運用を求めて不動産に資金を投資したいと言う意向が強い。

[2] 外資ファンド・国内ファンドの相次ぐ大型ファンドの設定により、都心商業地ではファンドバブルとも呼ばれる位の高値で不動産を購入する事例が増加している。不動産投資信託への物件供給を目的とした先行投資的な動きも増加している。

[3] IT 企業等の株式公開により多額の資金調達を行った企業が本社や収益物件を購入する事例も増えている。

以上のような不動産の需給サイドの新しい動きが、不動産の証券化、流動性を促進している背景にあると思われる。

4 . 不動産金融システムの変化

従来の金融機関が行っていた伝統的な間接金融に対して近年増加してきたのが（欧米では通常であるが）ノンリコースローンという新しい名称のローンである。

(1) 従来の銀行による融資（リコースローン）

一般に融資を受ける人や企業について年収や、業績、財産、勤続年数や社歴等の信用力を裏づけにして融資を行うのが、リコースローン（遡及型ローン）と言われるものである。

このローンは担保価値の下落や、債務者の延滞等が発生すると、原則としてローンの返済責任は債務者の全財産や収入に 100% 遡及し、結果的に債務者の経済損失リスクが大きいローンである。

(2) ノンリコースローン

非遡及型ローンとも言われるが、基本的にローンの担保となった資産が生み出す収益（キャッシュフロー）並びに将来の売却代金をのみをローン元利金の返済に充当する融資である。

従がって、債務者はローンの担保価値が下落しようと、返済が滞ろうと、基本的に貸手から債務者の他の資産や収入に、何らの経済的補てんを要求されることはない。

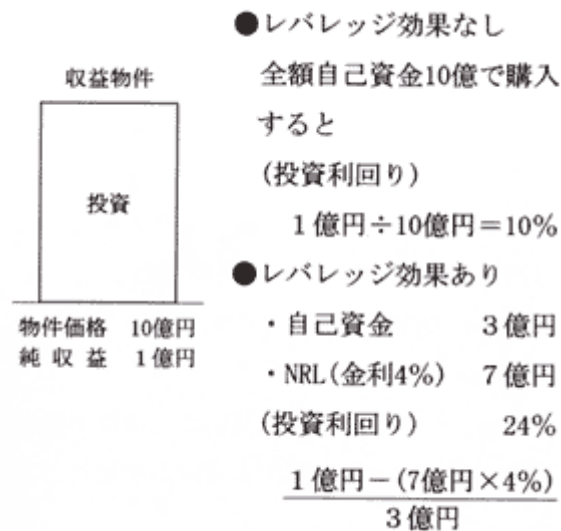
つまり、リスクがそのローンの対象となった収益物件に限定され債務者の他の資産や収入と遮断されるのである。

ただし一般的にリコースローンと比べて、貸手のリスクが大きい為、そのリスクプレミアム分だけ金利は高くなる傾向がある。

（銀行融資条件例）

- 物件種類 : オフィスビル・賃貸マンション・商業店舗ビル等キャッシュフローを生み出す不動産
- 物件所在地 : 東京・大阪・名古屋及びそれに準じる地方都市の一等地
- 借主 : 借主の信用力は基本的に問題とならない。ただし一定の簡易な審査はある。
- 信用補完 : S P C 等への所有権の移転が条件。
- 融資金額 : 1 億 5 千万円 ~ 30 億円。案件により拡大も可能。
- 融資掛目(L T V) : 65% ~ 80% 鑑定評価額の何掛けかの目安。
- 融資期間 : 5 年が標準。7 年も可。
- 金利 : 固定金利
- 返済方法 : 満期日に元本一括返済が基準。ただし一定額を毎月元利均等返済の併用も可能。

(3) ノンリコースローン（NRL）を利用したレバレッジ効果の例



この様に不動産投資において、ノンリコースローンを活用する事で、自己の全財産への債務負担リスクを遮断しながら、レバレッジを効かせ、最小限の自己投資額で最大のリターンを得る事が可能となるのである。

(4) 証券化とノンリコースローン

典型的な証券化は、不動産をSPCに移して所有権をオフバランスし、そのSPCに対して金融機関がノンリコースローンを融資することにより、一連の証券化の目的を達成する事が可能になるストラクチャー（仕組み）が多い。従って証券化の促進の為にはノンリコースローンの普及が不可欠とも言える。最近では外資系・邦銀系金融機関も本格的な普及に力を入れつつあり、実行例が増加している。

5. 不動産鑑定評価手法の変化

不動産証券化、日本版REITの市場拡大によって、不動産の鑑定評価に求められる評価手法や、内容、精度等が大きく変化しており、2002年度に「不動産鑑定評価基準」が11年ぶりに改定される一因ともなっている。

つまり、不動産の証券化は不動産と金融の融合であり、金融業界の投資運用の基準（スタンダード）が不動産業界の基準に強く影響を与えるのは、資金を投資する金融界からすると当然の事と言える。

例えば、金融業界では、金利等の各種金融指標は日々リアルタイムでオープンに開示されているが、不動産業界も賃料、利回り、地域格差等の各種指標がインデックスとして整備され、オープンに開示される事が今後強く求められるであろう。

これによって、不動産鑑定評価も精度の高い次のステージに向かう事が可能になると思われる。

6 . 不動産金融プレイヤー(専門家)の育成

不動産証券化に関与する人々は概ね、次の人々である。

(1)	オリジネーター	:	個人・法人等の不動産の原所有者。 供給者も兼ねているケースが多い。
(2)	投資家	:	一般投資家・機関投資家 (生損保・銀行・ノンバンク・年金・外資ファンド等)
(3)	不動産会社	:	全般的に多方面への役割が期待される。
(4)	プロパティマネジメント会社	:	収益物件のキャッシュフローの最大化を図るビルマネジメント会社
(5)	アセットマネジメント会社	:	資産を総合的に運用してグリューアップを図る会社
(6)	アレンジャー	:	証券化のストラクチャーを組む人 例えて言えばオーケストラでタクトを振る人
(7)	信託銀行	:	信託スキーム機能・信託受益権の発行の提供 S P C 事務代行管理運営。
(8)	弁護士	:	各種契約書類の作成とリーガルチェック
(9)	公認会計士	:	S P C の税金対策や会計決算書類の作成
(10)	不動産鑑定士	:	特定資産としての鑑定評価の義務付け デューデリジェンス
(11)	ゼネコン・設計事務所	:	建物等のエンジニアリングレポート作成
(12)	証券会社	:	不動産証券化の株式の引き受け及び販売業務
(13)	社債管理会社	:	社債の補完業務で、銀行又は信託銀行が受託する
(14)	格付会社	:	証券化商品に対して信用度のランクをつける
(15)	不動産投資顧問業者	:	2000年9月より登録制度がスタートした新しい業務である。 不動産投資に関する助言業務と不動産取引の一任業務を行う 「総合」業者と、助言業務のみを行う「一般」業者の2つに分類される。

他にもサービサーや、信用補完の為の損害保険会社等も関与している。これら多岐にわたる専門家が、高度なノウハウを集合させ1つの不動産証券化の作品を作り上げていくのである。従って証券化組成実務の現場は各専門家のネットワークの同時進行表をもとに、細心の注意と膨大な作業に忙殺されているのが実状である。

今後、一層の証券化の発展の為には不動産金融プレイヤーの専門家の育成が急務と言え

る。

7. まとめ

幅広い意味での不動産証券化とは、社会経済が激変している中で、金融ビッグバン、不動産ビッグバンの両業務を統合した新しい不動産金融ビジネスと言える。つまり時代が必然的に生んだ業務並びに金融商品とも言える。

今後、我々不動産鑑定士の研鑽と参画により、不動産証券化とそれに付随した金融ビジネスで活躍するステージがより広がるよう積極的に取り組んでいきたいと思う。

—— 上場する不動産投資信託の概要 ——		
	三菱地所系	三井不動産系
名 称	ジャパンリアルエステイト投資法人	日本ビルファンド投資法人
運用会社	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント(三菱地所40%出資)	日本ビルファンドマネジメント(三井不動産43%出資)
総資産	約936億円	約2265億円
投資対象	<ul style="list-style-type: none">三菱総合研究所ビルディング名古屋広小路ビルディング御堂筋ダイワビル大森東京海上ビルディング芝東京海上ビルディング など オフィスビル20棟	<ul style="list-style-type: none">日本鋼管本社ビル東京生命芝ビルディング(仮称)GSKビル新宿三井ビルディング二号館興和西新橋ビルB棟など オフィスビル24棟
今回発行口数	160,000口(800億円相当)	82,900口(500億円相当)
発行価格(1口)	52万5000円	62万5000円
決算期(年2回)	3月、9月	6月、12月
初回予想配当額(1口)	1万3000円	1万6200円

(注) 初回決算はどちらも実質約7カ月の変則決算

出典：日本経済新聞