

# 開発型証券化の経済効果とその適用について

研究開発部 矢口 和宏

## 目次

1章．はじめに .....	5
2章．開発型証券化のしくみ .....	6
3章．開発型証券化の効果と意義 .....	10
4章．開発型証券化の適用について .....	16
5章．おわりに .....	21

## 要旨

本研究は、本社ビルの証券化に代表される資産流動化型の不動産証券化に焦点をあて、その国民経済的な効果について論じている。特に、2000年に施行された資産流動化法によって以前と比較してより手がけやすくなった、開発型証券化について詳しく考察している。

不動産証券化の国民経済的な効果を、経済政策論（学）で用いられている政策目的ごとに示した。考慮している政策目的は、資源配分の効率化、所得分配の公平化、経済変動の安定化である。開発型証券化は、新規開発のリスクを移転・分散させるしくみであり、新規開発を促進させることにより不動産取引を増加させ、その流動化を図る。開発型証券化を経済政策の政策手段としてとらえるならば、それは不動産の流動化を促進させ、資源配分の効率化に寄与する効果をもつ。特に、開発型証券化は、新規開発の適合性が格付け等を通じて様々な主体に評価されることから、市場重視の政策手段としてとらえられる。

開発型証券化を住宅の供給手段としてみた場合、その特徴を最大限活用するには、民間部門による優良な賃貸住宅の供給手段として利用されることが効果的である。なお、福祉的な配慮によって政策的に供給される住宅にも、いくつかの処置を施したうえで開発型証券化を適用することも考えられる。だが当面は、証券化の特徴が十分に活かせられる民間部門の住宅供給手段としての役割が重要になろう。

開発型証券化を国有地の売却・開発手段に適用することは、低度利用の国有地の有効利用を促進するうえでは望ましい。ただ、利便性の悪い地域での証券化は、十分な収益があがりにくいと考えられるのでその実行は難しい。

不動産証券化が今以上に発展するには、証券化に関係する主体の努力や土地税制をも含めた証券化税制の検討が必要となる。その意味では、官民とも、今後の不動産証券化の発展のために果たす役割は大きい。

キーワード：開発型証券化、新規開発リスクの移転・分散、住宅供給手段

## 1章．はじめに

近年、不動産証券化が活発に行われ、証券化に関する話題が多くとりあげられている。具体的には、本社ビルの証券化、不動産投資信託（日本版REIT）といった話題がその中心となっている。

不動産証券化は、不動産ファンド（不動産金融）の範疇にあり、そのスキームは、資産流動型と資産運用型に区別される。前者は、SPV（special purpose vehicle：特別目的事業体）という器（ビークル）を用いた証券化であり、具体例には、既存のオフィスビル、住宅、店舗の証券化がある。

一方、後者は、投資家から集めた資金を不特定多数の不動産もしくは不動産関連商品等に投資して運用し、運用収益を投資家に分配するしくみである。具体例には、昨年秋に東京証券取引所に上場された不動産投資信託（J-REIT）がある。本研究で扱う不動産証券化のスキームは資産流動型であり、資産流動型のスキームを不動産証券化として分析する。したがって、不動産投資信託は本研究の対象には含まれない。

不動産証券化は、資金調達手段の一種であり、それは資産金融と呼ばれる。資産金融とは、資産が生み出すキャッシュフローを前提にした資金調達手段のことであるから、不動産証券化とは不動産が生み出すキャッシュフローを利払いや配当の原資にして証券を発行し、資金調達を行うことである。

企業からみると、証券化は新しい資金

調達手段であり、資金調達の選択肢の拡大とコストの低下が期待できる。さらに、証券化ではSPVに不動産を売却することから、貸借対照表上のオフバランス化により、財務指標の改善が期待できる。そのため、企業の不動産証券化への期待は高い。また、証券化は、ノンアセットビジネスやキャッシュフロー重視のビジネスモデルという枠組みでも注目されており、効率的な経営のための新しい手法としても注目されている。

ただ、不動産証券化は企業にだけ影響を与えるものではない。証券化は、有価証券を発行することから、不動産の金融化ととらえられる。したがって、それは資金配分の変化を通じて不動産市場に影響を与え、ひいてはマクロ的な資源配分にさえも影響を与える。その意味では、証券化は企業の資金調達手段という枠を超え、広い範囲で影響を与える問題であり、個別的な検討ではなく、国民経済的な視点からの検討が必要である。

一方、2000年に施行された資産流動化法では、開発型証券化が以前と比較して手がけやすくなった。開発型証券化とは、不動産の新規開発資金を証券化によって調達する方法のことであり、不動産開発の事業（プロジェクト）そのものを証券化するものである。この方法を用いれば、ひとつの主体で一度に多額の資金を調達する必要はなくなり、資金提供の分散化がはかられ、開発リスクを広い主体に分散できる。

開発型証券化は、住宅、国有地の開発、さらには社会資本整備の資金調達手段として注目されている。実際、証券化の条

件を付けた国有地の売却も行われている。本研究では、この開発型証券化に着目し、その経済政策上の位置づけや適用について分析している。

## 2章・開発型証券化のしくみ

本章では、本研究の主題である開発型証券化のしくみを簡潔に説明する。まずは資産流動型の不動産証券化の説明を行い、その後で開発型証券化の説明を行う。この順序で説明するのは、開発型証券化は前者のしくみを基本的に踏襲しているからである。

### (1) 資産流動型の不動産証券化

資産流動型の不動産証券化とは、特定の不動産をSPVに分離・売却し、その不動産が生み出すキャッシュフローや担保力を拠り所にした証券を発行し、資金調達を行う制度のことである。

資産流動型の不動産証券化は資金調達の手段であり、その観点からみれば、銀行借入や株式等と変わりはない。ただ、それらと異なることは、特定の不動産が

生み出すキャッシュフローや担保力を拠り所にすることである。銀行借入や株式等は、資金調達を意図している企業全体の信用力を拠り所に行っていることから企業金融と呼ばれるが、資産流動型の不動産証券化は、特定の資産が信用の拠り所であるから、企業金融との対比で資産金融と呼ばれている。

一般に、資金調達手段は、相対取引による間接金融、資本市場での取引による直接金融という分類がなされる。これに、企業の信用力にもとづいた企業金融と特定の資産の信用力にもとづいた資産金融という分類を加えれば、資金調達手段は4つのタイプに分けられる。それぞれの資金調達手段における具体例は、以下のとおりである。

資産流動化スキームは、ある特定の不動産が生むキャッシュフローを利払いや配当の原資にして、投資家に直接証券を発行して資金調達を行うものなので、資産金融でかつ直接金融である。その際に発行される証券は、ABS (Asset Back Securities : 資産担保証券) と呼ばれる。

ABSは、不動産に限らずキャッシュフローをうむ資産を裏づけにして発行され

図表1 資金調達手段の分類

	直接金融	間接金融
資産金融	ABS(資産担保証券) *不動産証券化	ノンコースローン (非遡及型貸付)
企業金融	株式、社債、CP	従来の銀行貸付 (遡及型貸付)

資料:各種資料を参考にして筆者作成

る証券である。ABSの中には、住宅ローンを裏づけにして発行されるMBS（Mortgage Backed Securities：住宅モーゲッジ担保証券）や、オフィスビルやショッピングセンターのテナント料を裏づけにして発行されるCMBS（Commercial Mortgage Backed Securities：商業用モーゲッジ担保証券）があり、そのほかにも、自動車ローンやリース債権等をもとにしてABSが発行されている。変わったところでは、ガソリンスタンドやゲームソフトが生み出す収益をもとにした証券化も行われている。

ABSの発行額の推移をみると、自動車ローンやリース債権によるABSは発行時期も早く、累計額も大きい。MBSやCMBSは1999年から発行され出したので<sup>\*1</sup>、比較的新しいABSである。ただ、近年の発行額は大きく、ABSの主流を占めつつある（図表2）。

ノンリコースローンは「非遡及型貸付」とも呼ばれ、担保となっている資産にしか債権者の求償権が及ばない貸付のこと

であり、特定の資産を対象を絞っているプロジェクトファイナンスでもある。求償権が担保資産にしか及ばず、融資の際には担保資産の詳細な調査が必要となって手間がかかることから、理論上は従来の銀行貸付（遡及型貸付）よりも借入金利は高くなる。ノンリコースローンは、貸付であるから間接金融だが、特定の資産やプロジェクトを対象にした資金調達なので資産金融でもあり、図表1では右上に位置づけられる。ノンリコースローンは、バブル崩壊後、外資系金融機関を中心に国内で広まった。

株式、社債、CPは企業自身の信用力にもとづく資金調達であり、かつ直接金融であるから図表1では左下に位置づけられる。従来の銀行借入は、企業自身の信用力にもとづく間接金融であるから、図表1の右下に位置づけられる。また、不動産証券化のしくみとそのプロセスは、以下の図表を用いて説明される（図表3）。

不動産証券化は、以下に示す3段階のプロセスを経て実行される。

図表2 日本のABS発行額

（単位:億円）

対象資産	年	1997	1998	1999	2000	対象資産	年	1997	1998	1999	2000
自動車ローン		800	1,687	4,992	3,749	CMBS		0	0	1,557	5,897
リース		1,246	3,130	5,307	4,991	MBS		0	0	674	3,878
消費者ローン		75	119	492	511	生命保険基金		0	0	0	1,800
ショッピングローン		0	998	1,950	1,305	その他		33	542	100	167
CBO・CLO		2,900	4,392	5,424	2,336	合計		5,054	10,868	20,517	24,634

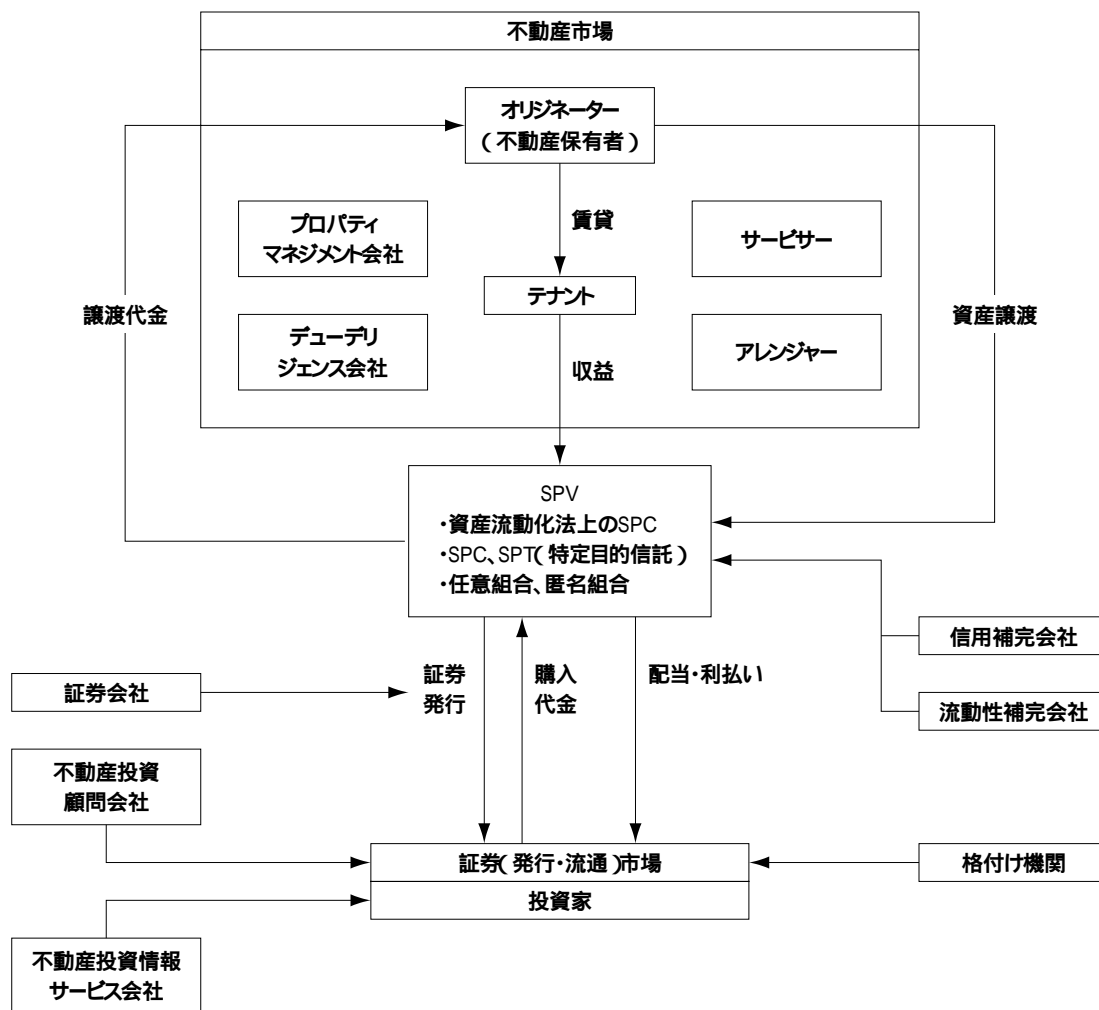
資料:日興ソロン・スミス・バーニー証券

第1段階は、証券化を行う不動産を特定化することである。このことは、リスクを証券化対象不動産のみに限定することを意味している。証券化は資産金融であるから、株式等の企業金融のように、企業全体のリスクは負わない。なお、証券化を意図している不動産保有主体のことを、不動産証券化の用語では「オリジネーター (originator)」と呼んでいる<sup>\*2</sup>。

第2段階は、オリジネーターの保有する不動産をSPVに分離することである。

SPVとは、証券化対象不動産の保有を目的に設立される組織の総称のことで、証券化のためだけにつくられる会社である。SPVは証券化対象不動産の新たな保有主体となり、譲渡された不動産が生み出すキャッシュフローを利払いや配当の原資にして証券を発行する。その意味でSPVは、オリジネーターと投資家をつなぐ主体なので媒介体とか導管体と呼ばれる。SPVはオリジネーターの所有する資産のうち、証券化対象不動産のみを譲渡され

図表3 不動産証券化のしくみ



資料:井出[1999]等を用いて作成

た存在であり、オリジネーターが保有する他の資産とは完全に分離される。この処置によって、SPVの発行する証券が証券化対象不動産の収益性とリスクにのみ関係するようになり、オリジネーターが保有する他の資産の収益性やリスクとは完全に分離される。

SPVには、資産流動化法にもとづいたSPC (special purpose company) 同法にもとづかないSPC、SPT (special purpose trust: 特定目的信託制度) さらには民法上の任意組合<sup>\*3</sup>、商法上の匿名組合<sup>\*4</sup>等がある。資産流動化法にもとづいたSPCを特定目的会社、同法にもとづかないSPCを特別目的会社と呼ぶ場合が多く、後者のSPCは海外のタックスヘイブン (租税避難地) に設立されることが多いので、「海外SPC」とも呼ばれる。

第3段階は、SPVによる証券の発行である。資産流動化法上のSPCが発行する証券は、特に資産対応証券と呼ばれる。それには、デット (負債) 型とエクイティ (資本) 型の2種類があり、デット型の証券には特定社債があり、エクイティ型の証券には優先出資証券がある。株式会社に例えれば、前者が社債で後者が株式に該当する。特定社債は支払い債務であるから元利金不払いの場合は債務不履行となるが、優先出資証券は債務ではないので無配でも債務不履行にはならない。ただ、優先出資証券は、特定社債の利払いの残余が配当に充てられるので、高収益が出た時には高い利益が得られる。そのため、優先出資証券は特定社債と比較してハイリスク・ハイリターンの特徴を有している。実際には、両証券ともいくつ

かのクラス分け、いわゆるトランシュ分けされて投資家に販売される。このことにより、証券に優先劣後構造が生まれ投資家の選択の幅を広げている。

なお、オリジネーターとSPVが証券化にかかわる主要な主体であるが、これに信託をからませる場合もある。オリジネーターは信託銀行等に証券化対象不動産を信託し、その代わりに信託受益権を受け取る。そして、SPVに信託受益権を譲渡し、SPVから信託受益権の譲渡代金を受け取るというしくみである。

## (2) 開発型証券化とは

開発型証券化は、新規の不動産開発の資金調達に資産流動型の不動産証券化を利用するもので、開発型スキームとも呼ばれる。開発型証券化は、2000年に施行された資産流動化法のもとでは、以前と比較してより手がけやすくなった。

それは、資産流動化法上のSPCが建築物を建てる前に土地を購入し、建物が完成した段階で証券を発行できるようになったからである。具体的には、SPCを設立する際の届け出事項に、予定建物に関する事項を省略できることになった。そのため、建物が完成して証券を発行する段階に至ったときに再度届け出を行えばよいことになり、建物の計画は後回しにすることが可能になった。つまり、何を建てるかといった開発プロジェクトの修正や変更が容易になったのである。

開発型証券化は、開発プロジェクトの資金調達手段であり、プロジェクトファイナンスの側面を持つ。今後、不動産の新規開発の資金調達手段として、開発型

証券化の利用が増加することが予想される。

### 3章．開発型証券化の効果と意義

本章では、開発型証券化の効果と意義について検討し、開発型証券化の事例を示す。開発型証券化の効果は、最初の節で開発事業者であるディベロッパーからみた効果について検討し、その次の節では国民経済的な効果について検討する。

#### (1) 開発事業者からみた効果

不動産の新規開発や都市開発をすすめる背景には固有の事情がある。それは、

開発に必要な初期投資が多額であること、開発期間が中長期に及び、安定した収益が得られるには時間を要すること、

開発期間が中長期に及ぶことから、その間に起きる不確実な社会経済現象<sup>\*5</sup>に開発が影響されやすいこと等である。

このような固有の諸事情があることから、開発事業者にとっての資金調達は重要な問題となる。より低いコストで資金調達を行いたいというニーズは常に存在するが、間接金融の形で開発事業者に資金を貸し付ける金融機関からみた場合には、このような不動産の新規開発への融資は難しい。このことは、金融機関の開発事業者への貸付金利に影響を与える。

さらに、現在の経済情勢をかんがみれば、不動産の新規開発に対する融資はさらに消極的になる。それは、開発事業者自身が不良資産を抱えており、信用力が乏しいということに加え、長引く景気低

迷が金融機関の開発評価を消極的にし、開発リスクが過大に見積もられがちになるからだ。そのような状況で、開発型証券化は新規開発の資金調達手段として注目に値する。

開発事業者にとって、開発型証券化による資金調達は、銀行貸付や株式等の企業金融による資金調達手段に、資産金融での資金調達方法が加わるという効果がある。この効果は開発事業者にとってのメリットであるが、そのほかにも、低コストでの資金調達、開発リスクの分散、貸借対照表上のオフバランス化による財務指標の改善、といったメリットが考えられる。以下、これらについて詳しく論じる。

の低コストでの資金調達は、証券化の性格である資産金融の特徴を活かしたものであり、企業金融下での信用力があまり高くない開発事業者にとってメリットがある。開発プロジェクトの評価が高ければ、開発事業者全体の信用力を通じた企業金融による資金調達よりも、より有利な条件での資金調達が可能となる。

の開発リスクの分散は、新規開発のリスクを開発事業者や特定の金融機関が抱えることなく、証券の発行・流通を通じて不特定多数の投資家にリスクを分散させることが可能になることである。これは、不動産に限らず、証券化が保持するリスクの移転・分散機能である<sup>\*6</sup>。

の財務指標の改善効果は、開発事業者の貸借対照表にあらわれる。従来の開発事業では、建設された不動産は開発事業者の貸借対照表に計上される。このことは、会社の資産が増加して規模が拡大

したことをあらわしている。ただそのことによって会社の効率が上昇したわけではない。管理費等の経費もそれにそって増加するからである。

不動産開発を事業としているかにかかわらず、企業にとっては、近年の時価会計の進展やコーポレート・ガバナンスの徹底は経営効率の改善を余儀なくされている。そのことは、株価対策や資金調達コストの軽減とも関係し、企業の財務指標の改善が必要とされている。企業にとって財務指標の改善は、今後、経営上最も大きな課題となっていくであろう。このことは、不動産開発事業にたずさわる会社にとっても変わりはない。

証券化を用いれば、オリジネーターである開発事業者が設立したSPVに不動産を譲渡することで、開発不動産は開発事業者の貸借対照表の資産項目から切り離される。会計上、開発不動産を売却したことになり、その譲渡代金を開発事業者自身の負債の削減にあてれば、貸借対照表上の資産と負債が共に削減されるので、総資産利益率（ROA）や自己資本利益率（ROE）といった財務指標が改善される。

また、証券化は、開発事業者の代表である不動産会社の新しいビジネスモデルである「ノンアセット・ビジネス」の発展にとっても欠かせない。余計な資産を抱え込むことなく、不動産関連サービスの手数料を中心にしたフィービジネスの確立にとっても、証券化は不可欠である。

## （2）国民経済的な効果

開発型証券化の国民経済的な効果を論じるにあたり、どのような効果が生じれ

ば望ましいのかを、先に示す必要がある。本研究では、経済効果の是非の基準に、経済政策論、ないしは経済政策学で用いる基準を採用する。そこでは、望ましい姿としての政策目的が設定される。その目的を達成するために採用されるのが政策手段であり、本研究では、開発型証券化を政策手段としてとらえて論じる。

経済政策論で想定する政策目的はいくつかある。例えば、限られた資源の有効利用、最低限の生活保障の確保、完全雇用の確保、物価の安定等である。このような目的は、その時々々の経済状況によって違ってくるし、政権を担っている与党の思想や官僚をはじめとした行政機関の考え方、またさらにはその時の社会が共有している価値観によっても違ってくる。ただ、数多き目的も、究極的には資源配分の効率化（効率）、所得分配の公平化（公平）、経済変動の安定化（安定）という3つの目的に集約される。この3つの目的が、経済政策の基本的な目的としてほぼ一般的な理解となっており<sup>\*7</sup>、本研究でもこれら3つのことを政策目的として設定する。

資源配分の効率化とは、生産要素や生産物といった経済的な資源を有効に利用して、社会の厚生をなるべく大きくしようという基準である。有限な資源を有効に配分し、かつ利用していくことによって資源配分の効率化が促進される。不動産証券化との関連では、土地の有効利用が求められる。土地は、有限であり、資産であるとともに生産要素でもあるから、その有効利用が必要である。そのため、不動産証券化の国民経済的な意義は、土



地の有効利用を促進することにかかっている。

所得分配の公平化とは、福祉的な観点からの政策目的である。ただ、何をもちて福祉的な公平が達成されるかという議論は価値判断に強く影響され、はっきりとした基準はない。ここでは、経済政策論や経済政策学で多く採用されている、垂直的な公平性を政策目的として採用する。この目的によれば、経済的な貧富の差が縮小されることによって、所得分配の公平化が促進される。

経済変動の安定化とは、好景気によるインフレや不景気によるデフレをなるべく抑制しようとするもので、前の2つの政策目的と比較すれば、短期的である。代

表的な政策手段は財政や金融のマクロ経済政策手段である。近年の経済情勢をかんがみれば、この目的からは、景気回復、デフレスパイラルからの脱却ということが必要とされる。

以上の政策目的ごとに、証券化の効果をまとめれば、それは以下ようになる(図表4)。ここでは、開発型に限らず不動産証券化全般の効果を示している。開発型証券化に関することは太字で記述している。

前節で示した開発事業者への効果である、資金調達の問題と開発リスクの分散化は、新規開発を通じた土地の有効利用に影響を与えるものであるから、資源配分の効率化に寄与する。したがって、こ

図表4 経済政策の目的別にみた不動産証券化の効果

資源配分の効率化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産保有リスクの移転と分散</li> <li>・不動産の流動化による有効利用の促進</li> <li>・資金調達の効率化(資産金融という選択肢の拡大とコスト削減)</li> <li>・資金配分の効率化 余剰資金が特定社債や優先出資証券等の証券化商品にも配分される</li> <li>・証券化プロセスにおける不動産市場の透明性の増加 不動産市場における情報の非対称性の除去</li> <li>・フィージビリティの発展による新たな市場と雇用の創出</li> <li>・開発型証券化による新規開発リスクの分散化(PFIも含む)</li> </ul>
所得分配の公平化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・地価の安定化によるストック面での不公平の緩和</li> <li>・住宅供給の増加による住宅価格の下落(開発型証券化)</li> </ul>
経済変動の安定化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産取引の活性化や不動産市場への資金流入による不動産市場の活性化</li> <li>・地価の安定化によるストック面でのインフレやデフレの抑制</li> <li>・開発型証券化による建設投資や住宅投資の増加</li> </ul>

注:PFIとは、Private Finance Initiativeの略で、公共施設の建設、維持管理、運営等を民間の資金、経営能力及び技術的能力を活用して行う手法のことである。  
資料:矢口[2001]等を用いて作成

のことは図表4の上段に示される。以下に、開発型証券化の特徴であるところの、新規開発リスクの分散化と設備投資や住宅投資の増加を検討し、開発型証券化の国民経済的な効果を論じる<sup>\*8</sup>。

### <新規開発リスクの分散化>

前述したように、証券化が本来持っている機能は、リスクの移転・分散機能である。これは、リスクが特定の主体に集中することなく、広く薄く投資家に配分されることである。したがって、証券化は資源配分の効率性という目的に対して効果的な手段である。不動産証券化は不動産保有リスクを広い主体に分散させるものであるから、それは不動産保有リスクを減少させ、不動産取引を増加させる。証券化は不動産の流動化を促す政策手段である<sup>\*9</sup>。

証券化が本来持っている機能から類推されるように、開発型証券化は、新規開発のリスクを移転・分散させるしくみである。したがって、開発型証券化による新規開発によって不動産取引が増加し、不動産の流動化が図られる。開発型証券化を政策手段とするならば、それは不動産の流動化を促進させ、資源配分の効率化に寄与するという効果をもつ。

ここで注意が必要なのは、不動産取引が増加してその流動化が図られるといっても、バブル経済期にみられた土地転がしのように、更地の取引が増加したり、低度利用の不動産が取引されるだけでは、真の意味で不動産の流動化とは言えず、資源配分の効率性は達成されないことである。有効利用がなされている不動産の

取引が増加してこそ、流動化が達成され、ひいては資源配分がより効率的になる。

その点で開発型証券化は、ただ単に新規開発を増加させ、不動産取引を活発にさせるだけではない。開発型証券化は、開発リスクを移転・分散させるものであるから、しっかりとした開発プランを提示し、きちんとした収益が見込めるようでないとは、誰もリスクを引き受けない。この場合、投資家のような証券を購入する主体がリスクを引き受けるのであるから、そのような主体に収益である、リターンを期待させるものでなければならない。

このことを開発事業者からみると、それは、新規開発の収益性が市場の評価にさらされることを示しており、十分なキャッシュフローがあがる開発を行わなければならない。その点で、開発型証券化は、開発事業者に不動産の有効利用を促進させる誘因を保持している。

また、開発型証券化は、証券を購入する主体だけに評価を受けるのではない。不動産の鑑定評価や投資対象としての綿密な調査を受けなければならないし<sup>\*10</sup>、証券の発行に際しては、発行を手助けする金融機関の評価も受ける。特に後者に関しては、証券のトランシュ分けの際に重要になる。

さらには、格付けという形で、その開発の評価が市場に公にされる。特定の開発事業者が新規開発を評価するのではなく、多くの主体、そして市場の評価にさらされることに特徴がある。開発型証券化は、新規開発の適合性、ひいてはそれが不動産の有効利用に寄与するかどうか

が市場によって評価されるという、市場重視型の政策手段としてとらえることができる。

この特徴は、不動産の有効利用による資源配分の効率化を促進するうえで有意義な効果をもつ。小泉内閣が重要課題として掲げる都市再生に対しても、開発型証券化による新規開発は有効である。

### <建設投資や住宅投資の増加>

開発型証券化によって新しく住宅が建設される場合には、住宅供給の増加による住宅価格の下落が期待できる。住宅は生活を営むうえでは必要不可欠な財であり必需品である。そのため、住宅価格の下落はすべての所得階層に恩恵を与えるが、住宅への支出の比重が高い階層には厚い恩恵を与える。一般に高所得者層よりも中所得・低所得者層の方が住宅への支出の比重が高いため、住宅価格の下落の効果は後者の所得階層に厚い恩恵を及ぼし、所得分配の公平化が期待される。ただ、今後は、若年人口の減少による世帯数の頭打ちが住宅需要を弱め、住宅価格は自然と下落に向かうという指摘もあり、その意味では、住宅価格の下落の要因と証券化の関係は希薄になる。

建設投資や住宅投資は、国民経済計算的には総需要の項目である<sup>\*11</sup>。そのため、開発型証券化によってこれらの投資が増加すれば、それは需要の下支えをする。特に、近年の需要不足という経済情勢をかんがみれば、不動産証券化にかかる期待は大きい。ただ重要なのは、何を建設するかということである。その点では、公共事業で問われている問題と同一であ

る。

### (3) 開発型証券化の事例

本節では2つの事例をとりあげる。両事例ともSPC法が改正される前に証券化がなされたものである。とりあげる事例は、ジャスコ（現・イオン）がオリジネーターとして、5店舗の建設資金を証券化によって調達したケースと、三井不動産がオリジネーターとして、分譲マンション8棟の建設資金を調達したケースである。

#### <「ジャスコ」のケース>

国内で最初の開発型証券化の事例は、ジャスコがショッピングセンター5店舗に適用したものである。同社は2000年度に新規出店した5店舗（宮城県・利府店、北海道・釧路店、山形県・山形南店、北海道・札幌平岡店、三重県・四日市北店）の建設資金を証券化によって調達した。証券発行額は300億円であり、SPVは国内SPCを用いた。また、東洋信託銀行と中央信託銀行が信託として入り、メインバンクである第一勧業銀行がアレンジャーである。発行された証券のうち、エクイティ部分は第一勧業銀行系のセンチュリー・リーシング・システムが引き受け、劣後ローンは日本政策投資銀行、東京海上火災、第一勧業銀行が保有している（銀行名はいずれも当時）。

本来ならば、新規出店1店舗当たり40億円から80億円の経費がかかるのだが、証券化の手法を用いたことによって、什器・備品等の負担のみで新規出店が可能になったと言われている<sup>\*12</sup>。

< 「三井不動産」のケース >

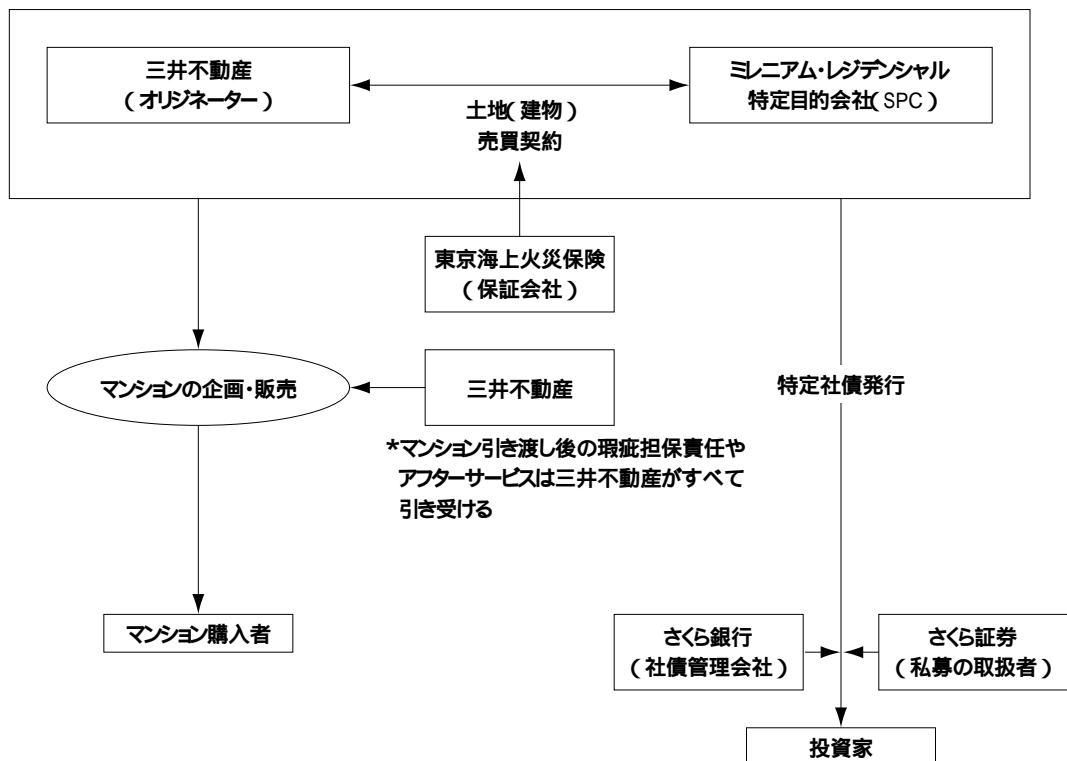
三井不動産は、首都圏の開発中の分譲マンション8棟、計484戸の建設資金を証券化によって調達した。そのスキームは以下のとおりである（図表5）。

オリジネーターの三井不動産は、開発中の分譲マンションの土地建物の共有持ち分権をSPCであるミレニアム・レジデンシャル社に譲渡したうえで、SPCが117億円の特定社債を発行した。両社はマンションの共同売り主となり、マンションの分譲代金（約144億円）で特定社債の償還と利払いを行う。マンション引き渡し後にSPCが負うべき責任（瑕疵担保責任やアフターサービス等）は共同売り主で

ある三井不動産がすべて引き受けている。

このケースの特徴は、分譲住宅での証券化を実行していることであり、マンションの分譲代金が証券の利払いや配当の原資となっていることである。証券化を住宅に適用する場合は、毎月の家賃収入がキャッシュフローになる賃貸住宅が証券化に適しやすいと考えられる。その意味で、このケースは分譲住宅の開発資金を直接金融で調達したことに特徴がある。なお、このスキームによって発行された社債の8割は、格付け機関ムーディーズによりAAAの格付けを取得している。

図表5 三井不動産による開発型証券化の概要



資料:三井不動産ホームページ(www.mitsuifudosan.co.jp:2002年2月28日付)等

## 4章．開発型証券化の適用について

本章では、開発型証券化の具体的な適用について示し、その現状と課題について論じる。最初の節では、住宅への適用をとりあげる。そして、次の節では国有地の売却・開発手段としての開発型証券化の適用をとりあげる。

### (1) 住宅

事例でもみたように、開発型証券化によって住宅は建設されている。実際、開発型証券化の適用例としては、オフィスビルよりも住宅が適しているという意見がある。その理由としては、住宅需要がオフィス需要と比較して安定的である上に取引事例も豊富にあることから、比較的マーケットが読みやすいことがあげられている<sup>\*13</sup>。今後も、開発型証券化による住宅建設が行われるであろうが、どの

ようなタイプの住宅に適合するのであるうか。

住宅は基礎的な財であるから、政府は様々な形でその供給に関与する。一番身近なところでは、供給主体は民間であるが、住宅金融公庫による融資を受けている住宅がある。そのほかにも、何らかの形で補助金や税制上の優遇措置が導入されている住宅、住宅供給公社や都市基盤整備公団（旧住宅・都市整備公団）といった公共部門が直接供給している住宅等がある。特に、住宅政策の対象として、政府による補助金が投入されたり、公共部門によって供給されている住宅には、以下のものがある（図表6）。

いくつかの住宅は、公共部門による供給が行われており、政策の対象となる住宅には賃貸が多い。以下に、図表6にある住宅の概要を示す。

公営住宅は低所得者向けの賃貸住宅であり、地方自治体等によって、福祉的な配慮にもとづいて供給される。公団住宅

図表6 住宅政策の対象となる住宅の分類

形態	供給主体	
	公共部門	民間部門
賃貸	公営住宅 公団住宅 公社住宅 高齢者向け優良賃貸住宅 シルバーハウジング	特定優良賃貸住宅 高齢者向け優良賃貸住宅 環境共生住宅
持ち家	公社住宅	環境共生住宅

資料:筆者作成

や公社住宅は、ローンや頭金の支払いが可能であることが条件となっている中間所得者層向けの公共住宅であり、諸外国ではあまり例をみない日本独特の制度である。なお、全借家世帯14,439千世帯のうち、公営借家では2,170千世帯が、公団・公社の借家では1,145千世帯が生活を営んでいる。また、公団住宅・公社分譲住宅は、全持ち家世帯28,429千世帯のうち、511千世帯が生活を営んでいる<sup>\*14</sup>。

なお、公団住宅は、1998年度までに約28万戸供給されてきたが、以前より、利便性が悪くて高価だという不満が出ていた。そして、特殊法人の整理・合理化により、住宅・都市整備公団は「都市基盤整備公団」として業務内容の一部を変更した。公団は、仕掛かり中のものを除き、持ち家である分譲住宅供給事業からは撤退することになった。

特定優良賃貸住宅は、ファミリー世帯向けの賃貸住宅で、民間の土地所有者等の建設する良質な賃貸住宅に関し、建設費及び家賃減額のための助成を行っている住宅である。高齢者向け優良賃貸住宅は、民間の土地所有者、地方住宅供給公社、都市基盤整備公団等が供給する高齢者の生活状況に配慮した仕様・設備<sup>\*15</sup>を備えた優良な賃貸住宅のことであり、建設費補助及び家賃補助が行われている。シルバーハウジングは、市町村における地域高齢者住宅計画等の計画にもとづき、高齢者の生活状況に配慮し、福祉施策による日常生活支援サ・ビスの提供を行っている賃貸住宅である。

環境共生住宅は、「地球環境を保全するという観点から、エネルギー・資源・廃

棄物などの面で十分な配慮がなされ、また、周辺の自然環境と密接に美しく調和し、住み手が主体的にかかわりながら、健康で快適に生活できるように工夫された住宅およびその地域環境」のことである<sup>\*16</sup>。環境共生住宅に対する施策としては、「環境共生住宅市街地モデル事業」や「環境共生住宅建設推進事業」があり、各種補助金という形で公費が投入されている。

このように、住宅にはいくつかのタイプがあるが、開発型証券化がすべてのタイプの住宅供給に適合するわけではない。持ち家と賃貸という区分では、賃貸住宅の方が開発型証券化に適しやすいと考えられる。なぜなら、毎月の家賃収入が安定したキャッシュフローとなり、比較的長い時間の収益の予想ができるからである。さらには、賃貸の方が入居者の回転が頻繁で、その時々を経済情勢によって家賃の改定がしやすいことも適しやすい理由である。

一方、持ち家の場合はどうであろうか。証券化で建設される持ち家はマンション等の集合型の分譲住宅である。この場合、開発事業者に対して入居者が支払う分譲代金や月々のローンが証券の利払いや配当の原資となる。そのため、持ち家でも証券化は可能である。前章の事例でもみたように、分譲代金だけを証券の利払いや配当の原資にして、分譲住宅を供給した例もある。

ただ、持ち家としての分譲住宅には、竣工する時点の環境に影響される部分が大きく、マーケットリスクが読みにくい。また、最近では分譲マンションの契約率が下がっており、分譲マンションを証券

化対象とすることへの投資家の見方も厳しくなっている。さらには、陳腐化や市場価格の下落の可能性が大きいという指摘が、証券化を実際に手がけている企業からあがっている<sup>\*17</sup>。

特に、昨今のデフレ経済下においては、市場価格の下落というリスクは耐え難い。また、家賃というフローの価格の方が分譲価格というストックの価格よりも変動が安定的であることから、現状では賃貸住宅の方が証券化には適していると言えよう。

また前章では、開発型証券化は市場重視型の政策手段として位置づけられることを示した。それは、証券を発行するにあたって、開発の収益性が様々な主体からチェックされることを重視した見方であり、開発の収益性が低ければ証券化が困難になることを重視している。そのため、開発型証券化による住宅供給は、民間部門による住宅建設の資金調達手法として有用である。では、開発型証券化を住宅政策に適用する場合には、どのようなことに留意する必要があるのか。

前述したように、政府の住宅政策として、いくつかの住宅がその対象となっている。本研究で掲げている政策目的のひとつである所得分配の公平性という目的からみた場合には、福祉的な配慮をした低所得者向けの公営住宅供給の手段として開発型証券化が適当であるかが問われる。

このような住宅は、従来は公的部門による建設・供給が一般的であり、リスクは公的部門がすべて背負っていた。これに開発型証券化を適用するならば、この

ような住宅のリスクは分散され、その一部を民間部門にも負担させる。その意味では、公的部門の直接供給よりは、資源配分上効率的であるかもしれない。ただ、その際には、政府が劣後部分の証券を購入したり、保証をつけるといった処置を証券化スキームに組み込むことが必要になるであろう。

それでは、公共部門による建設・供給よりは市場性があるかもしれないが、証券化の特徴を最大限に活かしたものとはならない。むしろ、劣後部分の証券の購入資金はどこから調達するかという問題が発生し、その際には資金配分のゆがみを通じて、資源配分上の非効率性を生じさせるという問題が発生する。

ひとつの案としては、住宅の建設・供給は純粋な民間部門による証券化で行い、開発事業者の収益確保のため、入居者に欧米で採用されているような家賃補助を実施するという方法も考えられる。ただ、それでも、家賃補助の資金をどこから調達するかという問題は解決できず、資金配分のゆがみを通じて、資源配分上の非効率性を生じさせるという問題が発生する。

このように、低所得者向けの公営住宅供給に対しては、証券化がすべてを解決するわけではない。公的部門が直接的に建設・供給する場合と、証券化を用いた場合とでの資源配分上の非効率性の程度が問題になり、結論は一意的に示せない。

このような事情もかんがみれば、当面、開発型証券化の特徴が十分に活用できる場面は、民間部門による質のいい住宅の供給手段としてであろう。なかでも、継

続的なキャッシュフローが得られる賃貸住宅に適している。特に、日本では、借地借家法の正当事由条項と継続賃料抑制主義が、床面積が広く質のいい賃貸住宅を供給する誘因を阻害しているといわれており、床面積が広く質のいい借家の供給が不足している。また、日本の住宅政策は従来から持ち家に重点をおいており、借家に対する政策は不十分であった。借家に対する政策は、国民経済的な観点からも求められている。

この点で山崎 [2000] は、「定期借家権と証券化を応用すれば、十分な広さの賃貸住宅が供給される」と主張しており、賃貸住宅の供給手段としての証券化の有用性を主張している。ここでいう証券化は、新規の住宅供給を目指した開発型証券化のことであるが、山崎の主張と同様に、質のいい賃貸住宅であれば開発型証券化による供給は可能である。むしろ、質のいい住宅でなければ高く安定した賃料が確保できないので、証券化による資金調達には困難になるであろう。その際には、山崎も指摘するように定期借家権を併用することが重要である。さもなければ立ち退きリスクが顕在化し、経済情勢や市場の動向を反映した賃料の引き上げができずに収益が保てなくなるからである。

## (2) 国有地の売却・開発手段

政府の巨額な財政赤字は、もはや国債の増発では対処できない状況になっている。そのため、国有財産の民間部門への売却が促進されており、この動きは今後も増加するであろう。また、以前より、

都心部には低度利用の国有財産や更地が存在すると言われ、それらの有効利用が必要だという指摘が強かった。

そのため、国有地の売却及び有効利用を図るべく施策の中で、開発型証券化による方法が検討された。特に、昨今の経済状況下では、一度に多額の開発資金を調達することは難しく、広い範囲の投資家から資金を集められる開発型証券化が注目された。広い範囲の投資家から資金を集めるため、証券は一口100万円で個人投資家にも販売するしくみを考案し発表した。また、法制度的なインフラとしては、2000年の資産流動化法の施行で、開発型証券化を以前より行いやすくした。

証券化を条件とした国有財産の売却は、2000年に2度行われている。ひとつの案件は、物納マンション等既存の不動産8物件の売却であり、もうひとつの案件は更地の売却である。後者の案件は、国が更地を譲渡するのであるから、必然的に開発型証券化となる。以下に、更地を売却した事例を紹介する。

### <証券化を義務づけた国有地の売却事例>

2000年9月に、旧SPC法にもとづく証券化を義務づけた国有地の売却が行われた。対象となった国有地は、六本木や神宮前にある官舎跡地などの更地6カ所であり、国内で初めての国有地の開発型証券化である。

国有地の売却は一般競争入札で行われ、野村証券、野村不動産、東洋信託銀行、鹿島建設のコンソーシアムが約77億円で落札した。この入札の仕組み等は、国



の予定価格（公表はされない）以上かつ最高金額の入札をした者が落札者となる。

入札時にSPCを設立している場合も未設立の場合も入札が可能である。落札から20日以内には売買契約が締結される。それから3カ月以内にSPCを登録し、証券発行等の資金調達により売買代金を国庫に納付すると国は所有権を登録SPC法人に譲渡する、というものである。また、設立されたSPCや資産対応証券の発行額等は、以下のとおりである（図表7）。

設立された2つのSPCのうち、ディア・ステージ特定目的会社は更地4カ所、ヒルズ・ステージ特定目的会社は更地2カ所が証券化の対象となっている。両者とも、新規開発の物件としては、共同住宅、オフィス、店舗等を予定している。開発期間中は東洋信託銀行の融資を受け、分譲の見通しがついたところで、融資を特定社債の発行に切り替える。そして、野村証券は、マンション分譲による収入を裏づけにして、一口100万円で個人投資家に証券を売る予定である。なお、ディア・ステージ特定目的会社のスキームは以下

のとおりである（図表8）。

国有地の売却・開発手段として、証券化に寄せる期待は高く、今後、開発型証券化による売却が増加すると予想される。これには、資産流動化法の施行によって、以前よりも開発型証券化が手がけやすくなったことが影響する。

実際、前述したように、現在の経済状況下では、開発事業者の資金調達は困難な状況にある。そのため、開発型証券化は資金調達に対して有効な手段となる。証券の発行・流通が円滑に行われ、より低コストでの資金調達が行えるための条件としては、より工夫された証券化技術を用いることも重要であるが、何よりもキャッシュフローが十分に見込まれる魅力のある開発プランをたてることが重要になる。また、そのことが制度的に組み込まれているところに証券化の利点があり、この点では国有地であろうと変わりはない。

実際、国有地は、事例のような利便性の高い地域に存在する場合がある。このような国有地には、開発型証券化による

図表7 国有地の開発型証券化を行うSPC

SPC (特定目的会社)	登録日	計画期間	資産対応証券発行額(億円)			資産管理受託者
			優先出資証券	特定社債	特定約束手形	
ディア・ステージ	2000.12.22	3年	50	100	50	鹿島建設
ヒルズ・ステージ	2000.12.22	3年	25	35	15	野村不動産、東洋信託銀行

資料:不動産シンジケーション協議会[2001]等を用いて作成

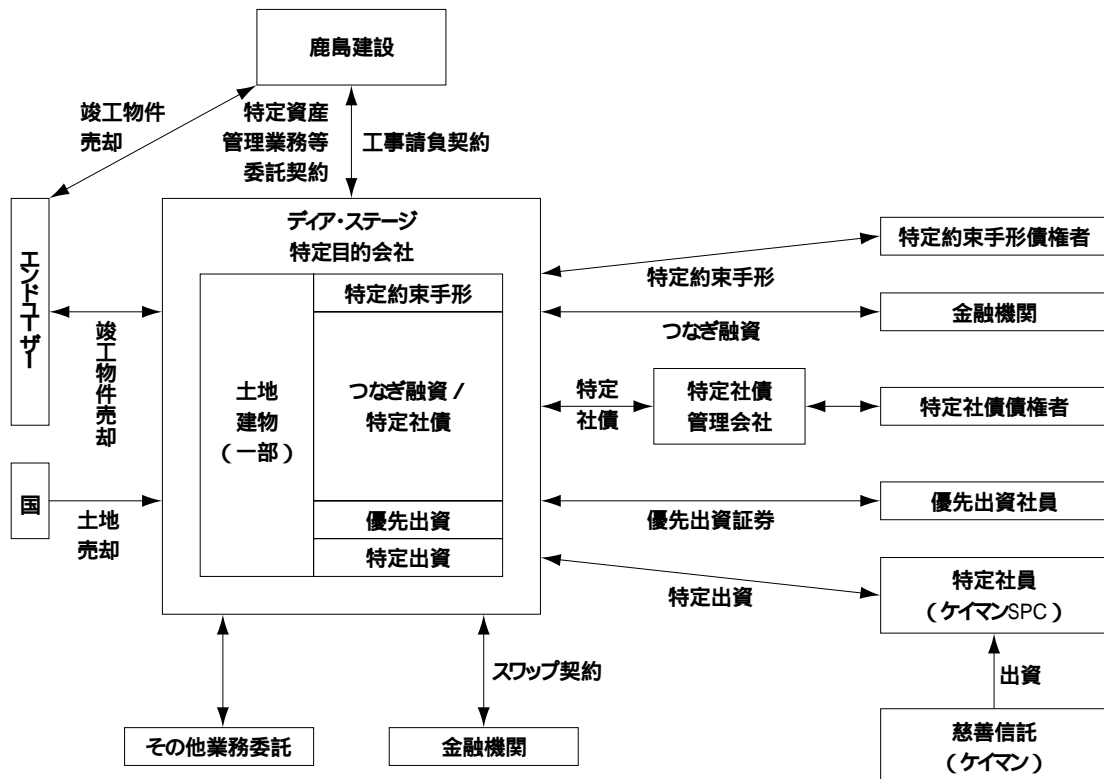
開発が適していると言えよう。ただ、国有地の中には、利便性の悪い地域に存在するものもある。そのような国有地を開発型証券化で開発するには、何を建てるかといった開発プランが重要になる。この点は、民間の開発事業者が新規開発をする場合と全く同様であり、キャッシュフローが十分に見込まれる魅力のある開発プランが先に求められる。このような事情から、国有地の売却に証券化条件を付ける場合は、当面の間は都心部の利便性の高い地域に限られるであろう。また、具体的な開発プランのないところに証券化条件を付けてはならない。

## 5章．おわりに

本研究では、近年新しい資金調達手段として話題になっている、資産流動型の不動産証券化を取りあげた。特に、2000年に施行された資産流動化法によって、以前と比較してより手がけやすくなった開発型証券化に焦点をあて、その経済効果と適用について分析した。

不動産証券化は、近年でこそ活発に行われているが、その始まりは1999年ごろからである。そのため、まだはっきりとしたリスクが明確に顕在化してはいない

図表8 ディア・ステージ特定目的会社の開発型証券化スキーム



注1:特定社員のケイマンSPCと慈善信託は予定

2:「その他業務委託」とは弁護士、司法書士、会計監査、事務代行等の付属業務を外部機関に委託することである。  
資料:資産流動化計画書等を用いて作成

し、証券化によってどのようなメリットが生じたかの事例も十分とは言えない。さらには、昨今の不景気によって、出口戦略と言われる証券化後の不動産処理の対策が非常にたてにくいという側面もあり、現状では不動産証券化が十分に行われているとは言えない。開発型証券化にいたっては、2000年に資産流動化法が施行されたこともあり、不動産証券化の発展はこれからと言えよう。

ただ、開発型証券化を含めた不動産証券化が、今後大きく発展するとは必ずしも保証されない。それには、証券化に参加する主体が不動産の金融化である証券化ビジネスにより一層慣れることも必要だし、マクロ経済的な景気の動向も影響するであろう。特に、昨今の不況下では、

企業が何か新しいことをしようとする企業家精神が薄れており、そのことが新しい資金調達手段であるところの不動産証券化の導入をためらっている部分もある。

また、不動産証券化が今以上に発展するには、政府の政策も重要である。篠原[2001]が指摘するように、土地税制をも含めた証券化税制の再構築も必要となろう。その意味では、今後の不動産証券化の発展には、官民とも努力が必要である。本研究では、不動産証券化が国民経済的にみて資源配分の効率化に寄与することを示したが、より効率化された経済を達成するうえでも、不動産証券化の促進は今後の課題である。

(研究開発部 研究員)

## 【脚注】

- \*1 1999年を「不動産証券化元年」と呼ぶことがある。
- \*2 以後、証券化を行う不動産保有主体のことを「オリジネーター」と表記する。
- \*3 民法第667条～第688条。
- \*4 商法第535条～第542条。
- \*5 ここでいう不確実性は、開発プランを企画し実行に移した段階では、合理的な判断にもとづいても予想できなかった不測の事態のことを指している。
- \*6 詳しくは大橋 [ 2001 ] を参照。
- \*7 安定の目的は効率の目的に含まれるという立場もある。また、公平の目的を具体的にあらわすには、何をもって公平とするかという基準に依存する。さらには、効率の目的は、「パレート効率」という比較的多くの人々が同意するであろう基準を保持していることをもって、政策目的としては効率性を最重要視する考えや、効率だけが目的になるとする立場もある。  
経済政策の目的についての研究は様々な見解をうんでいるが、本研究と直接の関係はない。したがって、政策目的の詳しい議論は本研究では展開しない。興味や関心がある場合には、熊谷 [ 1964 ]、丸尾 [ 1975 ]、丸尾 [ 1993 ] を参照されたい。
- \*8 これ以降は、開発型証券化に直接関係する効果だけを論じる。むろん、図表4に示してあるその他の効果も重要である。だがこれらは、開発型に限らず証券化一般の効果であり、本研究の主題からはやや外れる。その他の効果についての分析は、矢口 [ 2001 ] を参照されたい。
- \*9 詳しくは矢口 [ 2001 ] を参照。また、丸尾 [ 2001 ] では、ストックのフロー化という意味で流動化が促進されると論じている。
- \*10 不動産の鑑定評価や投資対象としての綿密な調査は、不動産証券化の世界では「デューデリジェンス」と呼ばれる。
- \*11 国民経済計算上では、建設投資は設備投資に含まれる。
- \*12 「Forbes日本版・2001年3月号」P76による。
- \*13 鹿島建設(株)がこのような見解を示している。詳細は、総合ユニコム [ 2002 ] のp34-p36を参照されたい。
- \*14 旧建設省(現国土交通省)「平成10年住宅需要実態調査」による。
- \*15 バリアフリー対応や緊急通報サービスの設置が義務となっている。
- \*16 環境共生住宅推進協議会編集 [ 1998 ] p12による。
- \*17 三菱信託銀行は賃貸住宅の方が証券化を行いやすいと指摘している。詳細は、総合ユニコム [ 2002 ] のp50-p51を参照されたい。

### 【参考文献】

- ・井出保夫，1999，『証券化のしくみ』日本実業出版社
- ・井出保夫，2001，『不動産金融ビジネスのしくみ』フォレスト出版
- ・岡内幸策，2001a，『不動産証券化と不動産ファンド』日本経済新聞社
- ・岡内幸策，2001b，『不動産流動化入門<改訂版>』東洋経済新報社
- ・大橋和彦，2001，『証券化の知識』日経文庫
- ・環境共生住宅推進協議会編，建設省住宅局住宅生産課・(財)住宅・建築省エネルギー機構監修，1999，『環境共生住宅A Z』ビオシティ
- ・久保田勇夫，2000，「不動産証券化の展望（マクロ経済の視点から）」久保田勇夫編著『展望日本の不動産証券化』大成出版社，1-8
- ・熊谷尚夫，1964，『経済政策原理』岩波書店
- ・国土庁，2000，『不動産の証券化に関する研究会 報告書』
- ・佐藤一雄，2002，『不動産証券化の実践』ダイヤモンド社
- ・篠原正博，2001，「不動産証券化と都市経済」『都市問題』第92巻第11号：43-54
- ・総合ユニコム，2002，「月刊プロパティマネジメント 2002年1月号No18」
- ・林宏明，2001，「不動産証券化のオペレーティング・リスク」『生命保険経営』第69巻第6号：75-84
- ・不動産シンジケーション協議会，2002，『不動産証券化ハンドブック』
- ・丸尾直美，1975，『福祉の経済政策』日本経済新聞社
- ・丸尾直美，1993，『入門経済政策（改訂版）』中央経済社
- ・丸尾直美，2001，「都市における住宅理論と住宅政策」田中啓一編『都市環境整備論 - 地球環境との共生を求めて - 』有斐閣
- ・三國仁司，2002，「不動産開発における証券化の可能性」『月刊プロパティマネジメント』2002年1月号No18：26-33
- ・矢口和宏，2000，「高まる不動産証券化の期待」日本工業新聞12月12日付（シンクタンクの目）
- ・矢口和宏，2001，「不動産証券化の経済政策的考察」『LDI-REPORT』2001年12月号
- ・山崎福寿，2000，「都市の土地利用推進へ、容積率売買市場を創設」日本経済新聞12月13日付（経済教室）
- ・山崎福寿，2001，『経済学で読み解く土地・住宅問題 - 都市再生はこう進めよ - 』東洋経済新報社