

不動産証券化

その仕組みと活用方法を探る



平野和俊

株式会社タクトコンサルティング
部長税理士

不動産証券化とは何か

不動産証券化とは、「企業が所有する不動産を他の資産と区分して特別目的会社や組合、信託などの器（ウィークル）に移し、その不動産から生まれる収益を裏付けとして社債や株式などを発行して投資家から直接資金を調達する仕組み」のことをいう。

不動産はその性質上、流通性が乏しいという欠点を持つが、それを解消するためのツールとして証券化が活用される。「動かない」「小分けできない」「値段が高い」という特徴を持つ不動産を、証券化によって、「動かせる」「小分けできる」という特徴を持つ証券に変えることができる。

企業金融の観点からみると、「不動産から得られるキャッシュフローを裏付けとした収益を受ける権利を表わす証券を発行し、それを投資家に販売して資金調達を行なう一連の手続き」ともいえる。

企業が所有不動産を証券化する動機づけとしては、「資金調達」と「不動産のオフバランス（売却処

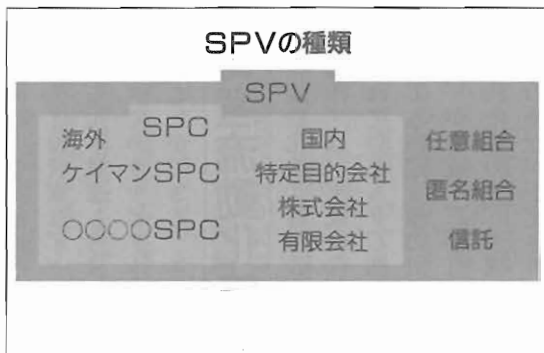
理）」がある。企業が所有不動産から資金を調達する方法として、いままでは単純に売却するか不動産を担保に借り入れるしかなかった。証券化はそのどちらでもない新しい資金調達の方法といえる。ただし、証券化はその仕組みづくりにおいて、少なくない組成コストが発生するので、どんな場合でも証券化が他の手法より有利になるわけではない。

売却と証券化を比較すると、証券化は売却しにくい不動産や売却したくない不動産において検討される。すぐに売却できる不動産をわざわざ証券化する意味はない。売却しにくい要因には、それが本社ビルや工場のように自用の施設であったり、巨額の投資額を必要とするものだったりする。

借入れと証券化を比較すると、借入れが企業の信用力によっているのに対して、証券化は不動産そのものの信用力によっているといえる。この点から、不動産証券化の本質は、借り手の信用力による企業金融から、物件の収益性に着目す

る資産担保金融への移行といえる。つまり不動産証券化の主役は企業ではなく資産である。証券化を活用する企業として、企業の信用力は高くないが優良な資産を持つ会社というイメージが湧いてくるだろう。

SPVの分類



対象不動産をオリジネーター(後述)から分離し、そこから発生する収益を投資家に分配するための橋渡しをする「器」のことをSPV (Special Purpose Vehicle) と呼び「特別の目的のために存在する

一方、買主側から証券化をみると、証券の顔をした不動産への投資だといえることができる。単独では購入できない不動産自体に代えて、その収益権の一部を手に入れることが可能となるのだ。

器」と呼ぶ。

SPVを分類すると上図のようになる。SPVの中には、会社組織であるSPC (Special Purpose Company) 以外にも匿名組合、任意組合、信託などが含まれる。

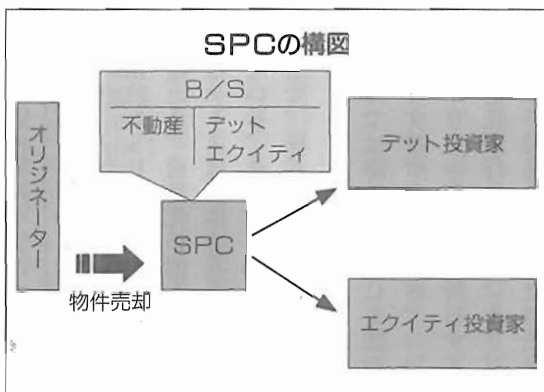
SPCの中に、海外SPCと国内SPCがあり、国内SPCの中に、特定目的会社、株式会社、有限会社などがある。特定目的会社は、いわゆる資産流動化法によるSPCのことで、特定目的会社のローマ字頭文字をとってTMKなどと呼ばれることもある。

資産流動化法によるSPCを除き、証券化におけるSPCの多くは特別の法律に基づいて設立されたものではなく、資産保有と証券発行だけを目的とした、ペーパーカンパニーだといえる。

ペーパーカンパニーというと、日本では否定すべきもの、存在してはいけないものという考え方が主流だった。法人格否認の法理などはこの考え方からきている。

ところが証券化では、積極的にペーパーカンパニーとすることが求められる。なぜなら、そのSPCは誰

SPCの構図



SPCに不動産を売却する人をオリジネーターと呼ぶ。もともと証券化が発達した金融の世界で、証券化の裏付けとなるローン債権などを創

の影響下にあっても問題があるわけで、株主の議決権行使すら極力抑えようとするのが、証券化の基本的な考え方になる。こうしたSPCは旧来の常識を覆すものだが、直接金融の仕組みづくりの中で社会的な要請は強く、次第にこうした考え方もなじみつつある。

り出した人という意味からオリジネーターと呼ばれ、それが不動産証券化の世界でも使われている。SPCに資産を売ることから、セラーと呼ばれることもある。

不動産を受け入れたSPCは、デットとエクイティを発行する。デットとは、いわゆる社債のことで、元本も利回りも固定している。ローリスク・ローリターン投資であり、利払いも元本償還もエクイティに優先する代わりに、キャピタルゲインはなく、利払金額も定額である。

一方エクイティとは、いわゆる出資のことで、収益次第で元本も利回りも変動する。

エクイティ投資には、有価証券としての株式や出資への投資と匿名組

合契約に基づく匿名組合出資がある。エクイティ投資家はデット投資家に利払いも元本償還も劣後する代わりに、すべてのキャピタルゲインを享受することができる。エクイティ部

資産流動化法の概要

資産流動化法（資産の流動化に関する法律）は、平成一〇年九月より施行されているSPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律）が平成一二年五月二三日に改正されたもので、平成一二年一月以降の施行が予定されている。

もともとSPC法が施行される以前にも、金融機関の不良債権処理の方法として不動産証券化が試みられていたが、いずれもケイマン諸島などのタックスヘイブンに設立したSPCを活用していた。

つまり、SPC法施行までは、SPCといえば海外SPCもしくは、その海外SPCが子会社として日本国内に設立した株式会社や有限会社のことをいった。こうした中、主に金融システム安定のため、国内法下の資産流動化を図るべくSPC法が制定された。

分は、いわば不動産としてのメリットもデメリットも圧縮された不動産のエキスのようなものであるから、不動産のプロが投資する性格のものであるといえる。

資産流動化法の大きな特徴として、業務制限が挙げられる。特定目的会社は特定資産の流動化にかかる業務を除き、一般的な業務は行えない（他業禁止）。不動産の管理運営は信託会社などの外部に委託するように定められているし、計画外の借入れを勝手に行うこともできない。そしてその業務の内容は資産流動化計画として金融再生委員会へ届け出なければならぬ。

株式会社や有限会社の難点として、株式会社ではコストがかかり（最低資本金一〇〇万円、取締役の数が多しなど）、有限会社では社債が発行できないなどのデメリットがあったが、特定目的会社の最低資本金は一〇万円（改正前は三〇〇万円）、取締役、監査役は一名以上とされ、社債の発行も認められている。また、特定目的会社の導管性を確保するた

めに、一定の要件を満たすと支払配当の損金算入が可能となっている。

信託と匿名組合を組み合わせた証券化

改正前のSPC法は使い勝手が悪かったため、流動化の器として利用されるケースは全体の5%程度といわれている。その他の九五%のうち多くで、株式会社や有限会社を証券化のSPCとして利用している。これ以外では海外のSPCを証券の発行体とするケースがある。

まずオリジネーターは所有する不動産を信託銀行に委託し、オリジネーターは不動産の代わりに信託受益権を受け取る。次にオリジネーターはこの信託受益権をSPCである株式会社や有限会社に譲渡する。この信託受益権の譲渡は、会計・税務上委託した不動産の譲渡として取り扱われるので、この段階で不動産の譲渡損益が認識される。

株式会社や有限会社は、特定目的会社のように支払配当を損金算入することはできないので、利益が出れば

不動産証券化の活用方法

現状では、日本の不動産市場における証券化の進展はまだまだといえる。優良な不動産が市場に出てこ

ば通常の法人税等を負担する義務が発生する。これを回避する仕組みが匿名組合だ。投資家はSPCを営業者とする匿名組合出資を行ない、SPCが得た利益をすべて分配してもらう。こうして法人には利益が全く残らないので、法人税等は発生しない。

また、このSPCたる株式会社や有限会社は、倒産隔離をする必要がある。通常その普通株式はケイマンSPCが引き受け、ケイマンSPCの普通株式は慈善信託される（つまり株式会社や有限会社はケイマンSPCの子会社として設立される）。

また、このケイマンSPCの優先株式はオリジネーターが所有し、普通株式に償還される現金以外の残余財産がオリジネーターに還流される仕組みをとる場合が多い。

る。優良な不動産が市場に出てこいからという話をよく聞くが、超優

良不動産でなくても工夫次第で商品化の余地はあるものと思われる。そんなちよつとした工夫をいくつか挙げてみた。

① 既存ビルを定期借地権付建物として証券化

非上場の中堅企業が古くから所有する土地に建つ優良なビルの証券化では、定期借地権付建物の証券化がベストと考えられる。その最大の理由は、土地譲渡益を認識させないことにある。

土地は簿価が低いので売ると税金が出てしまうから売りにたくない。とはいっても経営内容が悪く、いくら担保があるといっても銀行から借入れをするのは難しそうだ。できれば将来的には買戻しができる道も残しておきたい、といったかなり難しい希望にも、定期借地権付建物の証券化で対応することができる。

もう一つ、土地の移転コストが発生しないというメリットがある。定期借地権を活用すると移転コストは建物だけとすることができる。そして、証券化期間が満了した際、底地権者である企業がこの定期借地権付

建物を買い戻すというスキームを立てれば、オリジネーターとしても取り組みやすいものと考えられる。定期借地権とするデメリットとしては、調達金額に限界があること、そして価格の算定が難しいことが挙げられる。特に出口の金額をどう算定するのか、あらかじめ算定方法を決めておいたほうがよいだろう。

② エクイティを発行しない証券化

改正後の資産流動化法は、使い勝手がかなりよくなっている。特に特別目的信託の仕組みが取り入れられたことで、ケイマンSPCの組成がいらなくなり、かなりのコスト削減が見込まれる。公募で取り組むのであれば、特定目的会社をぜひ活用したいものだ。

ところが私募形式の場合、支払配当が損金算入できないばかりか、配当を受け取る法人側でも、受取配当の益金不算入規定の適用がないので、踏んだり蹴ったりとなる。税法上の要件がとれないぐらいであれば、むしろ株式会社や有限会社を活用し

たほうがよさそうだ。

ただ、日本の株式会社や有限会社は定款による事業制限ができないし、倒産隔離のためにケイマンSPCによる慈善信託等をする必要もある。投資家も、金融再生委員会に届け出された特定目的会社のほうが安心するであろうから、私募でも何とか特定目的会社を活用したいという要望もよくわかる。

こうした場合、流動化の内容次第では私募でも特定目的会社を活用してうまくいくケースがあるものと思われる。投資家への利益の還元方法が配当では損金算入されないの、支払利息とすることだ。つまり、エクイティたる優先出資を発行せずに、デットたる社債だけを発行すればよいのだ。

もちろん、この場合、収入が不安定では賃料収入イコール社債利息とすることはできないので、マスターリースによる定期借家契約などで収入を確定させることが必要となる。

③ 事業用定期借地権付建物の証券化

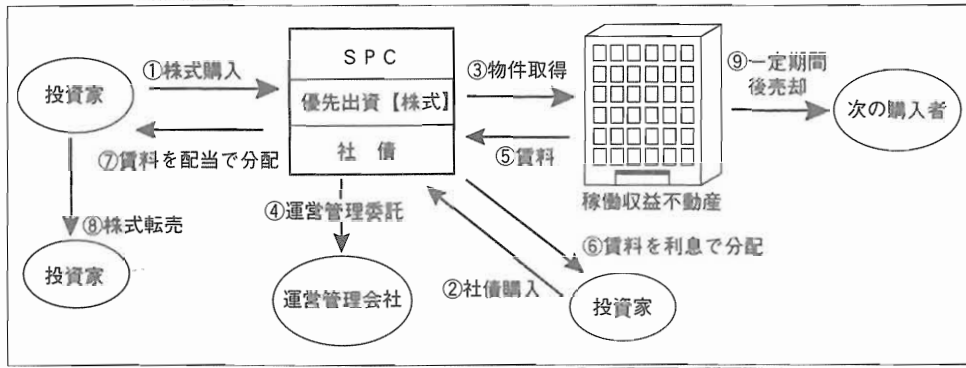
不動産の証券化でいつも頭を悩ま

すのが、出口の問題だ。一〇年後にこの不動産がいくらで売れるのかということである。シミュレーションでは、購入価額から償却費相当額を差し引いた金額とする（つまり土地価額には変動なし）ことが多いが、これとて保証はない。だから出口を考えなくては、事業用定期借地権付建物の証券化は大変魅力的なスタイルとなる。

ただし事業用定期借地権には、一つ大きな問題がある。それが減価償却期間の問題だ。つまり、事業用定期借地権の期間二〇年以内では償却がとられず、借地期間終了時に巨額の建物除却損が発生することになる。この問題を解決する方法が二つある。

一つが、昭和五三年のリース通達に基づき、売買処理を行なう方法である。リース通達によると、建物賃貸借契約がフルペイアウトとなっており、解約不能であれば、原則として売買処理を求められる。この場合、税務上は延払い処理が認められるので、実質的に借地期間で均等に建物を償却することができる。ところが逆に、賃借人側で売買処理を求めら

資産流動化証券の仕組み (ニュー・レポート 2000年7月号(vol.94)より)



れるので、賃借人側でこの問題を何らかの形で処理できるのであれば、このスキームも成り立つだろう。もう一つの方法が、インフィル(内装部分)の証券化だ。償却期間が長いスケルトン(躯体部分)は証券化の対象とせず、インフィルだけ証券化することで、減価償却期間の問題を解決することができる。証券化の金額が小さくなるというデメリットはあるが、一つの解決策ではある。

④ 市街地再開発事業と証券化

都市再開発法の市街地再開発事業にあたり、その権利形態をどのようにするかは重大な関心事だ。一般的には、各権利者が権利変換によりそれぞれ区分所有建物を所有し、居住事業、あるいは賃貸としている。この場合、各権利者が独自に自分の所有部分を利用・処分することができるが、得てして細分化されてしまい、雑多で統一性のとれないビルとなりがちだ。こうした欠点を補う方法として注目されているのが、民事信託による

一体化した開発方法である。具体的には各権利者が所有割合に応じて権利者法人(通常は株式会社)を設立し、その権利者法人に対して権利者が土地等を信託するという形態をとる。土地名義は権利者法人に移転し、権利者は代わりに信託の受益権証書を受け取る。権利者法人は信託された共有床を安定的に賃貸し、その収益を受益権者に配当する形になる。

通常大規模優良テナントの誘致により、独自に賃貸するよりも高収入を安定して享受することが可能になる。また、保留床の取得などにあたり、金融機関より有利な条件で資金調達をすることも可能になる。さて、こうして実現した信託受益権は証券化に適した形となる。権利者が受け取った信託受益権をSPCに譲渡し、ここで証券化の仕組みをつくるのが可能だ。この場合には土地譲渡のように移転諸税が発生しない。しかも信託受益権を対象とする不動産特定共同事業の認可対象外となるので、匿名組合出資により、簡単に導管性を確保することができ

慶応病院による

人間ドックのおすすめ 1日ドックコース 74,160円

- ◎成人病は自覚症状のある前に早期発見。
- ◎健康は明るい家庭生活をつくります。
- ◎健康こそ働く源です。

会員ならび経営者ご家族、知人等々の皆様に、慶応病院健康相談センター特別診断による人間ドックをおすすめいたします。

▶お問合せ・お申込みは、清話会人間ドック係◀

TEL(03)3262-0181(代) FAX(03)3264-4677

