

CONTENTS

第6回 REI カレッジ公開セミナー「多様化する不動産市場」 「不動産投資市場の発展と新たな市場政策」

国土交通省土地・水資源局土地情報課課長 藤井 健

はじめに	2
不動産市場の発展	
— 不動産証券化の進展が及ぼす影響 —	
1 日米における地価変動とREIT市場	2
2 日米におけるリート拡大までの流れ	3
3 デットからエクイティへの構造変化	4
4 エクイティ化が求めるもの — 透明性の向上と流動性の向上 —	5
5 不動産証券化進展の背景	6
6 証券化がもたらす不動産市場の変化	6
7 我が国の不動産市場	8
新たな不動産市場政策	
1 不動産投資市場に係る政策を考える上での基本スタンス	8
2 目指すべき資金循環イメージ	8
3 市場重視型土地政策における政策体系	10
4 国際市場間競争の視点	10
5 不動産鑑定信頼性向上と市場の透明性の向上	10
6 地方都市における不動産証券化市場活性化モデル事業	11

「不動産投資市場の発展と新たな市場政策」

国土交通省土地・水資源局土地情報課課長
藤井 健



略 歴

昭和58年 一橋大学経済学部卒業 同年建設省入省
建設経済局、都市局、北陸地方建設局、道路局を経て岡山県企画課長経済戦略
事務局、国土交通大臣秘書官事務取扱、土地市場企画室長を経て土地情報課長。



「不動産投資市場の発展と新たな市場政策」

国土交通省土地・水資源局土地情報課課長 藤井 健

はじめに

平成18年都道府県地価調査では、三大都市圏の住宅地、商業地の地価が平均で16年ぶりに上昇に転じています。また、全国では下落が続いていますが、マイナス幅が徐々に縮小しています。

三大都市圏の地価上昇をもたらした背景の最大要因の一つは不動産の証券化と言われています。

図表1は平成9年から調査をしている不動産証券化のプライベートファンド、Jリートを含めた総数の推移です。この数年間で不動産証券化が急成長を遂げ、今日では不動産証券化は、プライベートファンドを含めて約25兆円、リファイナンスのものを除くと約22兆円の残高と考えられます。不動産証券化の進展が今回の地価の上昇をもたらした大きな原動力であることは多くの方が認めているところではないかと思えます。

国土交通省では、平成17年10月に国土審議会の中に不動産投資市場検討小委員会を設け、平成18年7月に最終報告を公表していますので、その内容と動きなどを紹介いたします。

これからお話しすることは国土交通省の見解ということではなくて、個人的な見解であることをご承知いただければと思います。



図表1

不動産市場の発展 —不動産証券化の進展が及ぼす影響—

1.日米における地価変動とREIT市場

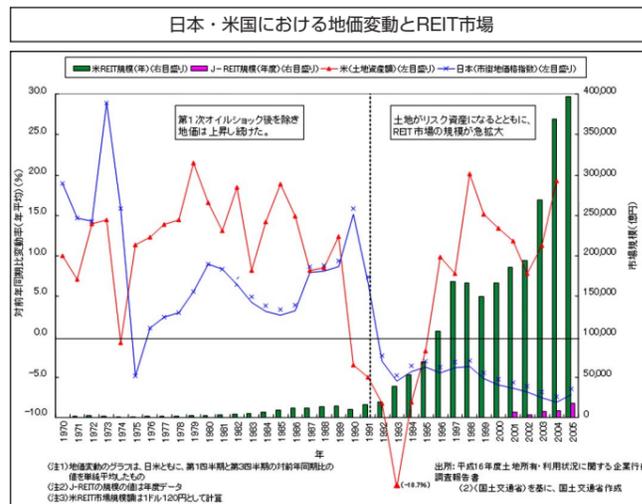
不動産証券化の進展が地価等にさまざまな影響を及ぼしているのは、日本独自の動きか、それとも普遍的な動きかについては、外国との比較が一番わかりやすいと思います。

図表2の日米の地価動向とリート規模の伸びを重ねたグラフをみると、二つの特徴があります。

一つ目の特徴は、日本とアメリカの似た動きとしてアメリカの場合は、90年初頭に地価が大暴落し、その後すぐに復活して地価上昇に転じている状況です。日本の場合は、アメリカより少し遅れて、バブル崩壊後に地価が暴落し、それ以後16年連続で地価は下落していますが、最近のリート急増により地価が浮上し始めている状況です。

このように日米の地価とリートの関係は似たような動きを取っているのではないかとということが想像できます。リートの増加と地価上昇の因果関係については議論がありますが、いずれにしても地価とリートの上昇が平行に動いています。

二つ目の特徴は、日本とアメリカの違う動きとして

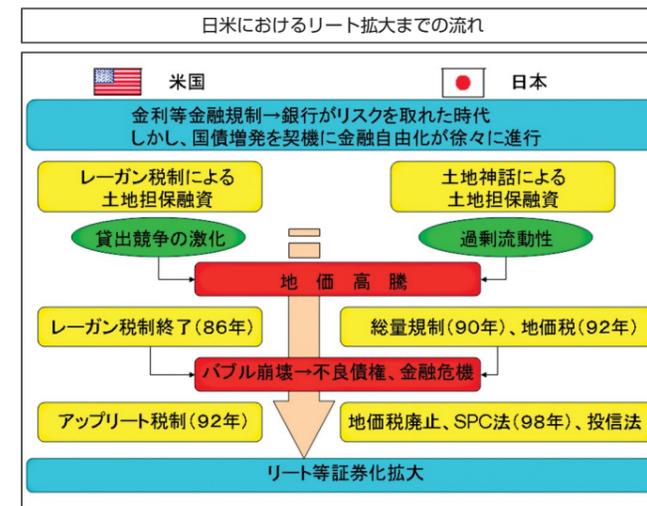


図表2

アメリカの場合は、地価暴落とともにリートが急伸し地価が好転していますが、日本の場合は、地価暴落からタイムスパンが生じリートが伸びるまでに時間がかかったために、地価下落が続いていることが見てとれます。【参考】図表参照

2.日米におけるリート拡大までの流れ

図表3は、日米を対比してリート拡大までの流れを抽象化してまとめています。



図表3

アメリカの場合は、バブル崩壊の前後では、特に不動産に関するファイナンスの状況が一変していますがバブル崩壊前は基本的に不動産の融資は銀行がローンで貸すという構造が長期間続いています。

日本の場合も、バブル崩壊前は土地担保融資が不動産のファイナンスの大部分を占めていたわけです。もともとファイナンスはすべてのリスクを取る力はなかったにもかかわらず、それまで日米とも金利規制で上限金利をつくって借入金利を政策的に抑えることでリスクを取れるようにしていたわけです。

しかし、国債の増発により急激な国債への資金流入が起こり金利規制を外していかざるをえなくなり、アメリカの場合は、70年代後半から金利自由化の動きが起こり80年の金融改革法によって自由化されていきます。

日本も、同じように、例えば中国ファンドなどの金

融商品が生まれて、中国ファンドへの資金流入が起こり、金利規制が通用しなくなってきたという時代背景があり、94年に預金金利の上限規制が撤廃になります。

しかし、ファイナンスの大部分は銀行ローンが担うという状況の中で、ローンがリスクをとれなくなり担保として土地が使われたのです。右肩上がりですリスク資産ではないという土地神話が、土地担保融資を支えていましたが、プラザ合意により、バブル前に過剰流動性が起こったために大量の資金が不動産に流れて日本の地価高騰を招いてしまいます。

原因としては、当時、世界都市東京と言われて再開発が急速に進み、事業主の買い換え特例や相続税評価額が低い等の問題が複合的に絡み、大きな原因となって資金が大量に土地マーケットに流れて地価高騰をもたらしたわけです。

地価抑制のため90年に不動産業向け融資の総量規制が行われます。税制は段階的に強化していますが、最後の真打ち登場というかたちで92年に地価税が導入されてバブルが崩壊します。担保とした土地の多くが不良債権となって金融危機が起こっています。バブル崩壊後は、買い手がいない状況が続いて、地価の下落は止まらずに16年間マイナスが続きます。

しかし、その中で地価税が廃止され、98年にSPC法、投信法が制定され2001年のJリート解禁で、証券化が新たな土地の買い手となり土地の反転をもたらしてきたというのが日本のリート拡大までの流れです。

このリート拡大までの流れは、日本独自の特殊な流れではなくアメリカも似た流れであることがわかります。アメリカの場合も、バブル前はファイナンスの大部分は銀行が担っていますが、80年頭の金融革命で金利が自由化され、銀行はリスクを取れない時代となります。その中で80年代のレーガン税制によって、減価償却が加速度的に認められ、不動産融資が促進されたということです。

その結果、不動産を担保にして借り入れると減価償却で節税効果が期待できることから、銀行は、減価償却できる不動産を購入する場合は、ローンをつけまし

ようとなった結果、貸出競争の激化が80年代に起こります。

アメリカの地価上昇は、80年代を見ると、日本以上に高い地価上昇を示しています。それをもたらしたのはまさに不動産に対する貸出競争で、当時、ランド (Land) レバレッジ・バイ・アウト (Leverage by out) リース (Lease) の3Lが競争の最先端といわれ、大量の貸出競争に入って、不動産購入をあおり地価の上昇をもたらしたと言われています。

双子の赤字などと言われたように、レーガン時代には財政が悪化して86年にレーガン税制を終了せざるをえなくなります。ちなみに、レーガン税制終了後も国債を大量に増発していく中で日本の円高が進み、円安に誘導するために過剰流動性が起こったことで、日本の状況はレーガン税制の廃止が裏表になっています。

日本場合は総量規制等によって一挙にバブル崩壊をまねいてしまいましたが、アメリカは86年のレーガン税制廃止後もすぐにはバブル崩壊にはなりません。アメリカの場合は、税制の特例がなくなっても銀行が情性で貸し続けたために、3年間は地価上昇が続きます。しかし、レーガン税制的な土地を支えるものがなくなったために、90年についに地価が暴落し、バブル崩壊そして不良債権が大量に発生します。S&Lが倒産するという話があって、RTCの立ち上げ等不良債権処理が大きな問題となってきます。

アメリカは92年にアップリート税制を実施します。アップリート税制は、簿価が低く時価が高い土地を所有する者が、その土地を現物出資することによって、不動産投資信託 (REIT) の株式のオプションを取得するという仕組みです。

日本とアメリカの税制の原則は、現物出資をすれば、その段階で時価評価をしますので譲渡益が発生し譲渡益課税を払うということになっています。しかし、アップリート税制はその譲渡益課税分を含めてリートに出資して、パートナーシップの持ち分権と交換しますが、将来、パートナーシップの持ち分権を上場リートと交換する時まで課税を繰り延べしてもいいという税制です。アップリート税制を簡単にいうと、現物出

資をした時に税金を払わなくていいということで、リート成長の原動力になったと言われています。

アメリカは60年からリートの制度がありましたが、図表2にあるように実際には活況を呈していなかったのですが、既存のファイナンスシステムが崩壊しアップリート税制が土地を支えたこととリート拡大とが軌を一にして、地価が上昇に転じたというかたちです。

3. デットからエクイティへの構造変化

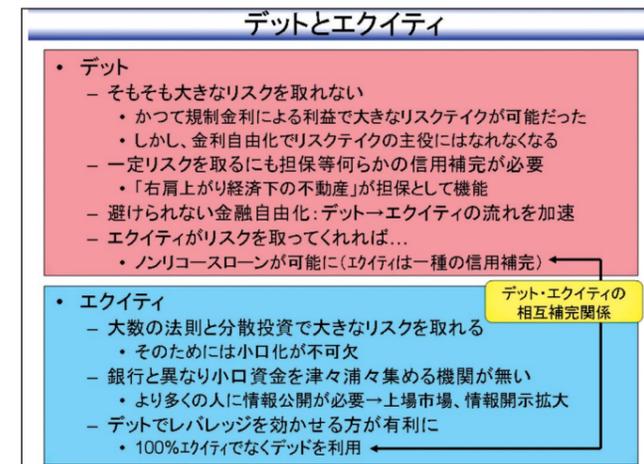
バブル崩壊前は、デットでファイナンスをした時代でしたが、バブル崩壊を経て、エクイティでファイナンスをする時代への転換が起っています。

デットとエクイティとは何かを、わかりやすく考えるために事例を想像してみます。

100円で宝くじを買くと、50%の確率で1000円になるという場合、大きな利益がでるので投資に値する宝くじとなります。50%の確率で1000円になると期待値は500円です。例えば1個だけの宝くじしか買えないと、外れて0になってしまう確率もありますが、宝くじを1000個、1万個と買っていけば、大数の法則に従って平均的な利益は500円になります。100円で投資したものが必ず500円で返ってくると5倍になります。パーセンテージ、金利で言えば、500%の利回り商品となると、当然、投資に値するということとなります。

しかしながら、これをデットにすると500%の金利をとることがローンで認められれば、十分採算がとれるということですが、ご承知のとおり500%などという金利は社会的に許されません。今まさに貸金業法が国会で議論されていますが、上限で2割~3割というところ。上限いっぱい3割の金利をとったとしても、半分の確率でデフォルトが起こってしまうというものであれば、デットはその宝くじに投資することはできないということになります。

デットとエクイティの違いは図表4にあるように、エクイティは大きなリスクを取ることができるものに対して、デットは基本的に大きなリスクは取れないので信用補完が必要になり、担保が土地だけで足り



図表4

なければ保証人を立てる、あるいは保証人の自宅まで担保にとらないと成り立たない世界です。これに対してエクイティは、大数の法則と分散投資によってリスクを軽減して大きなリスクをとることができるということです。

もう一つのデットとエクイティの違いは、デットは銀行という組織があって小口資金を全国津々浦々から集めるという仕組みがありますが、エクイティは、小口資金を津々浦々から集める機関が無いので、情報を公開して資金を集めざるをえない性格のもので上場市場が必要となります。

デットとエクイティを考える時に、デットが100%リスクを負えないといっても、全部がエクイティになることが必ずしもいいわけではありません。

エクイティの立場から、例えば100%エクイティで持つのではなくて、50%エクイティで、50%デットで持ったほうがいいのかという場合があります。それはいわゆるレバレッジを効かすと言われているもので、不動産からの利回りが金利よりも高ければ、デットを借りたほうがレバレッジが効いて、エクイティの投資利回りが高まっていくということがあります。

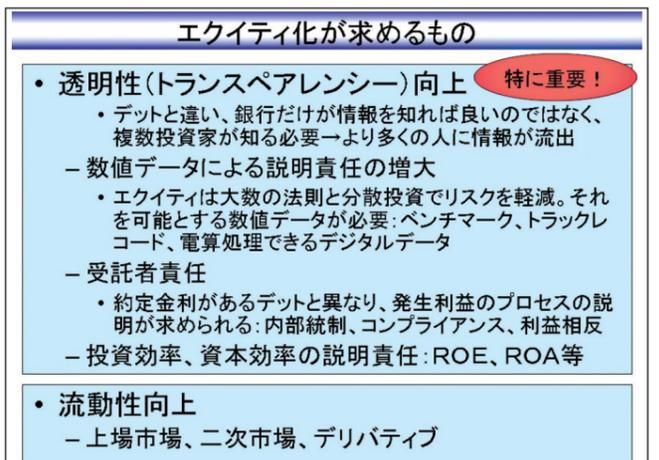
逆にデットの立場から、エクイティが50%でも入ると信用補完になります。ある部分リスクをエクイティがとってくれるので、ノンリコースローンが可能になるというのは、エクイティがリスクをとってくれるという構造があるからです。

日米の大きな流れとしては、そもそも大きなリスクを取れないデットが100%リスクをかかっていた時代から、デットとエクイティの相互補完の関係の時代に入ったと言えると思います。

4. エクイティ化が求めるもの - 透明性の向上と流動性の向上 -

エクイティ化が求める重要なものは、透明性の向上と流動性の向上です。

図表5にあるように透明性の向上については、デットの世界では、銀行と事業者の間だけで情報交換をすれば済みますが、エクイティの世界になると、小口で分散投資をすることになります。リスクをみんなで分担することになりますと情報公開が必要となり透明性の向上が求められます。また、単に情報が公開されているということではなく、トラックレコード、ベンチマーク、電算処理できるデジタルデータが開示される必要があります。



図表5

トランスペアレンシーの中には受託者責任という問題が出てきます。デットの場合、金利が約定金利で6%であれば、約束どおり金利さえ払ってくれば預金者は文句を言いません。しかし、エクイティは、金利が6%としても、本当は10%配当できるところを6%しか配当していないのではないのかという疑いをかけられたら、そのエクイティの受託者は責任を果たせないこととなります。約定金利のない世界ですので、

コンプライアンス、手続きを示さなければいけないということで、投資効率、資本効率の説明等、トランスペアレンシーを高めていくことが重要です。

インデックスの分野では、日本のトランスペアレンシーは国際的にみて遅れているといわれています。エクイティとデットを組み合わせた経済の中で、それにふさわしいトランスペアレンスを高めてくださいという国際的な圧力であると思います。

5. 不動産証券化進展の背景

デットからエクイティへの構造変化だけではなく、高齢化の進展が先進国共通の現象になっているということも考える必要があります。日本では団塊の世代の退職が問題になっていますが、第2次世界大戦後、平和がおとずれ世界中で子供が生まれています。アメリカでは46年から64年に生まれた方をベビーブーマーと呼んでいます。46年に生まれた方は今年で60歳になりますから、これから退職していきますので安定したキャッシュフローを得ることが年金にとって何よりも重要となってきます。

かつて年金の運用はほとんどが国債でしたが、これからは分散投資が必要となります。アメリカでは、74年にエリサ法によって分散投資が義務づけられています。分散投資は世界的な傾向で、投資対象としての不動産が必要になってくるということになります。

特に、不動産は安定したキャッシュフローを得ることができるので、これからベビーブーマーの退職でキャッシュを必要とする年金にとって不動産は魅力的な投資先と言えます。

一方、経済のグローバル化を背景に、国際会計基準が取得原価主義から時価会計へということで、持たざる経営の拡大を後押ししています。さらに、不動産が国際比較可能な対象になっています。

アメリカやオーストラリアは60年頃にリート市場が登場しています。日本は2001年、韓国とシンガポールは2002年、香港、タイは2005年に登場しています。2007年にはイギリス、ドイツ、インドも登場が予定されていますので、リート市場の登場は世界共通の現象です。

このように不動産証券化の進展は、日本だけの流れではなく、世界的、普遍的な流れになっています。

6. 証券化がもたらす不動産市場の変化

不動産証券化が普遍的な流れになって、不動産市場に大きな変化をもたらしています。

証券化がもたらす不動産市場の変化としては、①土地利用の効率化（不稼働不動産の稼働化、バリューアップ、PMの効率化、開発型証券化等）②市場の透明性の向上（情報開示の促進、受託者責任の拡大）③不動産の国際化（クロスボーダー取引の拡大、グローバルにフラットなマーケットの形成）④不動産の流動性拡大（不動産取引の拡大、デリバティブ）の四つがあげられますが、国際化とデリバティブという二つの問題を取り上げてみたいと思います。

不動産投資のクロスボーダー化

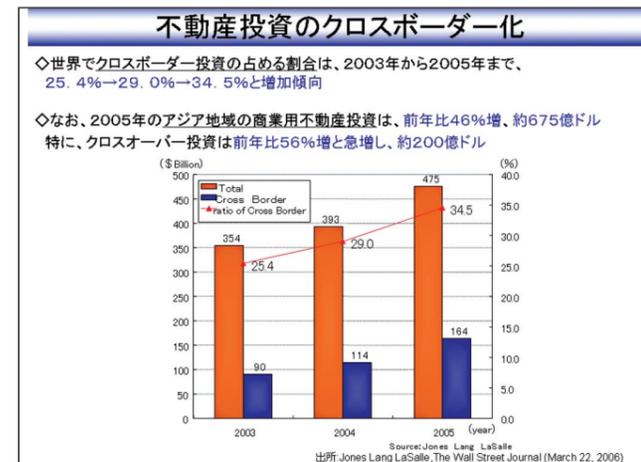
図表6は、Jones Lang LaSalleがまとめているデータです。世界の投資用不動産がオレンジ、それに対するクロスボーダーの取引が青い棒グラフです。クロスボーダーの取引がこの3年間で25.4%が34.5%まで伸びて増加傾向にあります。

その一つの大きな表われとしては図表7のオーストラリアのLPT市場です。オーストラリアは世界第2位のリート市場ですが、オーストラリア国内の証券化は、しつくされ投資できる不動産物件がないといわれる中で、約4割を海外に投資しています。右図のオーストラリアLPT市場に上場されているリストを資産の多い順から並べたグラフをみると、オーストラリアの国内オンリーは青だけで、ほとんどが海外に投資しています。海外にフルに投資しているのは赤いところで、例えば2005年4月上場されたBabcock & Brown Japan Property Trustは日本の不動産だけを投資対象にしています。

このように、日本のリート市場ではなくて、オーストラリアのリート市場で上場されているという現象が2005年4月から起こっています。この人気は非常に高く2006年11月にRubicon Japan Trustが上場予定、さらに2007年には3銘柄の上場が噂されてい

ます。日本の不動産が次の日にはオーストラリアのリート市場に上場されているということが現実の問題として起こり始めています。

不動産はドメスティックなもので、例えば観光や物流は国際化するだろうと思っていましたが、不動産が国際化するなどということは想像もしませんでした。しかし、少し考えてみると不動産はある部分で急速に国際化する可能性のある財だということがわかります。



図表6



図表7

不動産が流動化するといっても、不動産自体は1cmも動くことはなく、実際に動くのは「情報」だけということです。いままでは不動産についての国際的な同じ物差しがなかったので、不動産は国内だけで取引さ

れていましたが、世界各地でリートが上場すると不動産に対しても「利回り」という共通の物差しで見ることができるようになります。

物差しが同一ならば、情報はクリックするだけですぐに動いてしまいます。物流や観光は、実際に人が物が動くための港湾や施設等のバリアが存在しますが、不動産の場合はそのようなバリアはなく、瞬間的に国際間で取引されてしまう可能性を潜在的に秘めています。これからは不動産は国際化していくものであるということを考えていかなければならないことだと思えます。

不動産の自由化とデリバティブ

不動産が自由化されると、マーケットメカニズムが働くことになります。世の中の流れとして、自由化されるとリスクが発生し、リスクヘッジの問題が出てきます。大きな歴史をみると、そのリスクをヘッジするところで、必ずデリバティブという取引が発生してきます。

71年のニクソンショックによって固定相場制が変動相場制になり、翌年に為替の先物が上場され、80年に金利の自由化が起こって金利のデリバティブが起こり、82年に電力の自由化が起こって天候デリバティブが起きたように、証券化が進展して不動産にマーケットメカニズムが入ってくれば当然、不動産のデリバティブのさらなる進展が予想されます。

2006年5月にシカゴ市場に不動産の住宅地インデックスが上場され、全米10都市の住宅については、リピートセールスという手法を使い各都市の平均的な住宅を表すインデックスの先物とオプション取引が上場で開始され、2007年には商業系の上場も進めていると聞いています。

イギリスではIPDがインデックスをつくっています。インデックスを使った不動産デリバティブの相対取引が約8000億円のマーケットになっているのではないかとされています。

ちなみに、デリバティブの残高は、世界中では1万兆円以上で1京1兆2800億円の残高、日本だけでも2500兆円以上と言われていますが、不動産デリバテ

タイプが大きく成長するかどうかについて多くの人はまだ懐疑的です。私もで開催した国際シンポジウムで、MIT の不動産センター所長のチャクティニーさんなどに聞きますと、アメリカでも懐疑的という話があります。

デリバティブは基本的にヘッジをするということで、例えば個人が住宅の買い換えの時に地価が下がって売れないので償還リスクを個人の方が負う。あるいは、開発案件をする時にヘッジができればいいというニーズはありますが、ネガティブな側面として先物市場は、実物の先物にも差金決済の価格が大きく影響するという問題がありますので功罪両面がありますが、すでに世界的な流れが起こり始めています。

7.我が国の不動産市場

図表8にあるように我が国の不動産市場は、約25兆円という証券化のマーケット以外に、企業が持っている不動産が約490兆円あります。

図表9にあるように企業の不動産を最近、コーポレート・リアルエステートという言い方をしています。企業も国際的なグローバル化の中で競争していかなければいけないということで、不動産経営はできるだけ専門家に任せてアウトソーシングをして、自分たちはもっとコア・コンピテンスの競争に集中しようという動きが世界的に起こっています。例えば三洋電機では、不動産、工場の管理等すべてオンバランスで持っていますが、それを全部アウトソーシングするという動きが出ています。オンバランスで持つだけではなくて、売却するという世界が証券化という受け皿になっているという動きも世界的に加速してきています。

図表10の不動産に関するデータ交換の標準化の動きが出てきます。アメリカのOSCREとIPDがスポンサーになってつくっていたヨーロッパのPISCESという組織が2004年に合併しましてOSCRE International という組織となって国際的な不動産取引のデータコードの統一基準をつくらうという動きが起こっています。

この組織自体はまだ張り子の虎で、大きな影響力を持っているとはいえませんが、例えばアメリカの

Appraisal Institute（不動産鑑定協会）、CORENET GLOBAL（世界中の主要企業の不動産を戦略的に管理するビジネスリーダーの団体）が中心的に参加して、基準を標準化しようという動きを進めています。

新たな不動産市場政策

1.不動産投資市場に係る政策を考える上での基本スタンス

図表11は、土地政策の観点から見た不動産投資市場に係る政策を考える上での基本スタンスを図示したのですが、かいつまんで述べると、「いいまち、いい都市」をつくるために「適正な地価と適正な土地利用」を実現する必要がある、それを可能とする資金循環をいかにして構築していくか、ということが最大の関心事であるということです。

不動産のファイナンスの仕組みが抜本的に変わっていく中で、好むと好まざるとにかかわらず、ファイナンスの世界が実物の世界に大きな影響を及ぼしています。都市開発をやろうとすれば、証券化を抜きにそのプロジェクトを考えることができない時代になっています。これからは資金循環を考えて、いいまち、いい都市、いい地域づくりをするという認識を持つことが必要です。

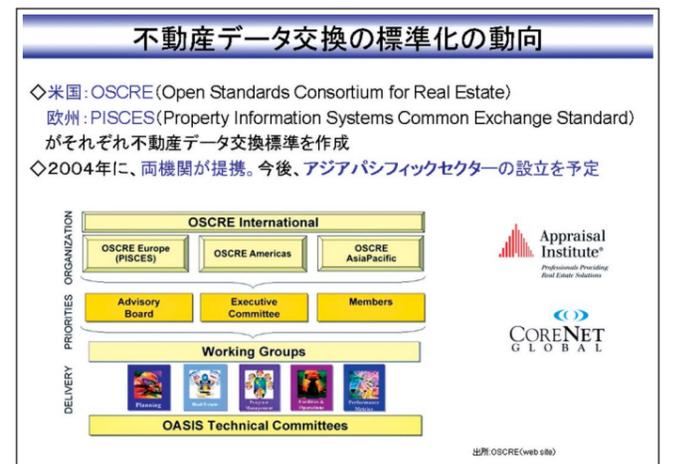
2.目指すべき資金循環イメージ

資金循環はどうあるべきかということを中心に考えていく必要があります。図表12に地域づくり、都市づくりというのは5年、10年、さらには50年、100年という時間がかかりますが、その間、持続的で安定的な資金が流れていくことが重要です。

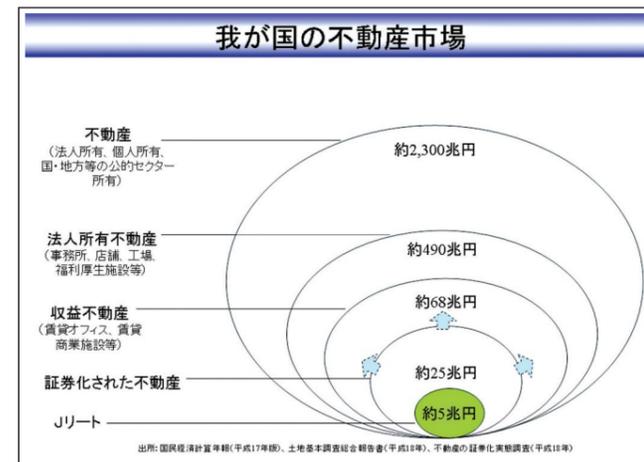
不動産の世界に自由化の流れができて、エクイティとデットを組み合わせる時代になって、マーケットメカニズムが不動産の世界に入っています。そのような中で市場の力で自立的に安定的に資金が循環する仕組みを構築していかなければなりません。そのためには、国際化、デリバティブにも対応できるような市場のトランスペアレンシーの向上を目指していく必要があります。

ます。

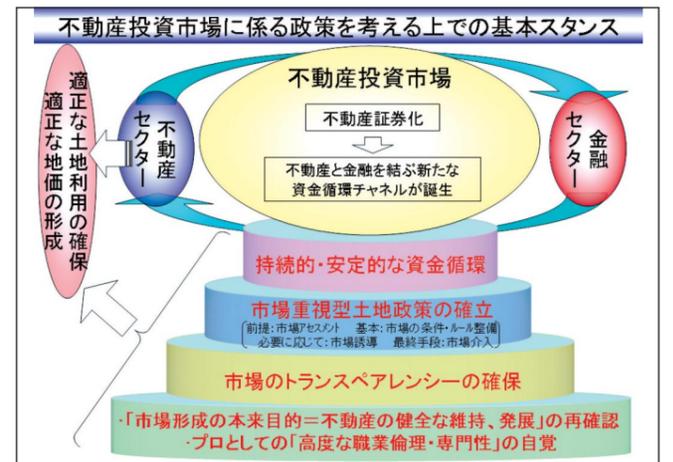
トランスペアレンシーを高めていくうえで重要なことは、トランスペアレンシーだけを高めても、基本的に悪いことをやっていいということが前提ではマーケットは成り立ちませんので、特にプロの職業倫理性が大事だということになります。長期安定資金の中で特に年金や個人の資金が不動産に回って、いいまちができ、それが社会的に還元されていくという好循環をつくっていくことが大切です。



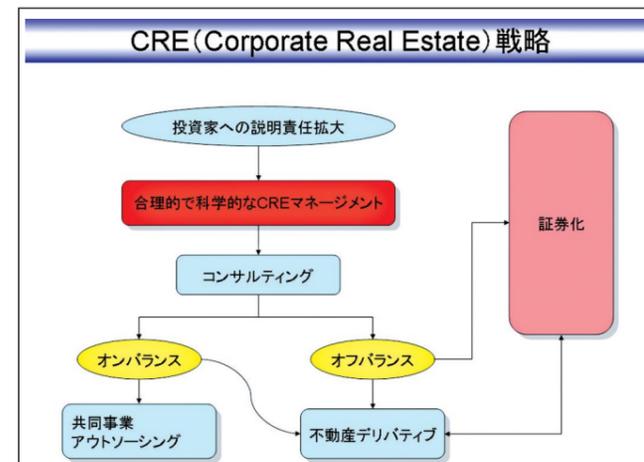
図表10



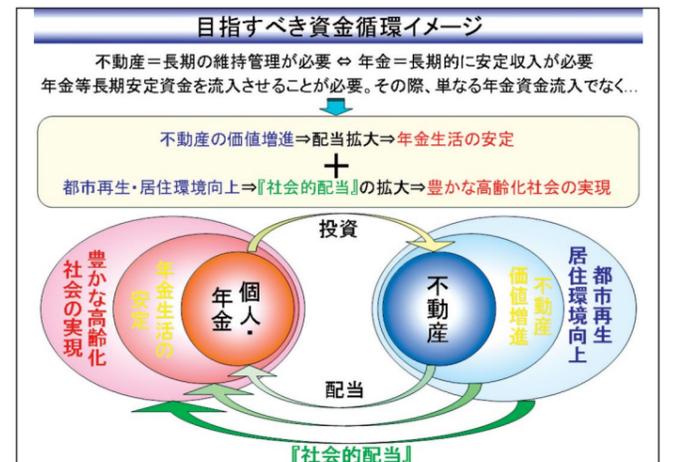
図表8



図表11



図表9



図表12

3.市場重視型土地政策における政策体系

図表13の市場重視型土地政策における政策体系は、不動産投資市場検討小委員会の基本的な考え方です。基本的には市場の条件整備、ルールづくり整備を政策の基本に据えて、達成できないところを誘導して、どうしようもない時にラスト・リゾートとして市場に介入することになります。常に市場の動きをモニタリングできる市場アセスメントが必要となります。

従来の土地政策はどちらかという事後処理型、規制型で、例えば、地価が上がってから初めて国土法が総量規制、税制を強化する等といった事後処理型となってしまうきらいがあります。しかし、これからは、地価が上がる前に、資金が安定するマーケットをつくるという事前予防型、市場重視型に変えていく必要があります。

例えば、風邪をひいて40度の熱が出た。大変だといって医者がいきなり執刀するようなやり方ではいけないわけで、日ごろから風邪をひかないような健康づくりのサポートをする予防医学の考え方が政策にも必要ではないかと思えます。

モルガンスタンレーの赤井氏が不動産投資市場検討小委員会で「日本は世界第2位の不動産の資源大国である。しかし、リートのマーケットで言うと4位になっている。これはどういうことか。」と主張されています。

資源があるというのは、産油国と同じようなことで、日本は不動産資源大国ですので世界の流通マーケットにどう乗せるか。世界のマーケットの中に資金循環をつくるのが日本の果たす役割と考えなければいけないのではないかと。特にリートの市場間競争を考えていくうえで、世界中で日本のリートだけが海外投資を事実上禁止しているという問題も解決していかなければいけません。

市場の自立的な力を高めていくためには、トランスペアレンシーを高めていく必要があります。国土交通省では2006年4月から「取引価格情報」の提供を開始しています。法務省のデータを基にアンケート調査をかけてスタートし、まだ十分ではありませんが、全取引の25%の個別価格情報を提供しています。トランスペアレンシーを高めるための情報開示は、世界的な流れの一つです。

5.不動産鑑定の信頼性向上と市場の透明性の向上

トランスペアレンシーを高めていくうえで、不動産鑑定の信頼性の向上が急務です。日本では、リートとTMKは法律上、不動産鑑定を取得することが義務づけられています。例えばアメリカ、オーストラリアでは不動産鑑定は義務づけられていませんので、日本の特異な現象と言えるかもしれません。日本の場合は、リートのつくり方については、利害関係取引の問題が出てくる可能性がありますので、チェックする意味で不動産鑑定が法律上義務づけられています。

不動産鑑定の信頼性を向上するために、現在、国土審議会不動産鑑定部会で、不動産鑑定の透明性向上を高める施策を四つのステップで進めていくことを検討しています。

第1番目に、不動産のDCF基準をつくらうということです。証券化の物件はDCFで不動産鑑定評価が義務づけられていますが、DCFで評価する際の費用

項目が鑑定士によってバラバラですと相互に比較することが難しくなります。例えば、ネット・オペレーティング・インカムがどれだけかをDCFで見ても、すぐわからないということで統一して、鑑定評価の相互比較ができやすいかたちをつくっていくことがステップ1です。

ステップ1を考える上で、国際会計基準との整合性も視野に入れていく必要があると思っています。いま国際会計基準が必ずしも不動産証券化にあっていないのではないかと。これを若干の国で問題視し始めています。先般、私どもでシンポジウムを開催した時、オーストラリアのPCAの方が国際会計基準の不動産基準が適正な情報開示になっていないことが大きな問題とされています。いまアメリカのNAREITと不動産証券化協会とPCAが協力しながら、検討しているという動きがあります。

国際会計基準はIASBで一気に動くということは難しいですが、日本の場合、鑑定士が国家資格で、不動産鑑定評価基準は国土交通省が鑑定士との関係で基準を決めていけば、一挙に、二十何兆円のマーケットを統一することができるポジションにあります。そのポジションの中で国際的な面でも先導的役割を担えないかどうか、考えていく必要があると思っています。

基準が統一されれば、ステップ2としてデータコードを統一するというのをわが国が率先してやることのできるのではないかと。先ほどお話ししたPISCESやOSCREと情報交換をしながら、最終的には世界標準に持っていくようなポジションに日本があると思えます。

鑑定の相互比較検証が容易になって電子データで処理できるようになれば、ステップ3として国土交通省がマーケットの方からデータを集めましてデータベースをつくります。そのデータベースを鑑定士に開示し、投資家へ一定の守秘義務をかせぎさせていただき開示することを検討していきたいと思えます。

ステップ4としては、このデータを使ってベンチマークサービスにも利用できる基本的なデータベースの整備を目指すこととしています。仮に、海外に対しても「このデータベースを見て投資判断をしてください」

ということができれば、こんなことができる国はたぶん世界に日本だけだと思いますので、国際的な面でも日本の透明性を大きくアピールすることができるのではと考えています。

6.地方都市における不動産証券化市場活性化モデル事業

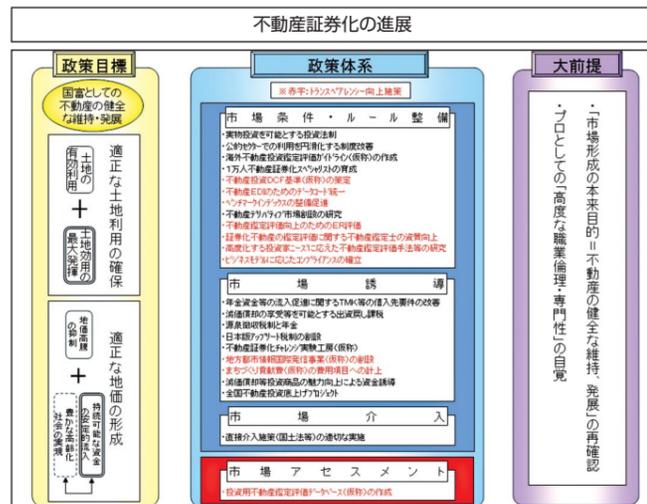
最後に、一つの大きな課題として、地方の証券化の問題があるかと思えます。

不動産証券化の進展が地価等にさまざまな影響をおよぼしているのは全国同じことが言えます。地方のまち、都市をつかっていくうえでエクイティを組み合わせるノンリコースローンができないということでのいいかどうかという問題です。

すべての社会をエクイティで組み合わせるのは無理かもしれませんが、できるところはやっていくことを考えなければいけないのではないかと。

これからのストックの活用を考えますと、スクラップ・アンド・ビルドではなくて、いろいろなストックをできるだけ活用して、例えばコンバージョンするといった対応が重要となってきます。証券化は基本的にできるだけ既存の建物を生かしながら、必要であれば壊す、建て替えていくということです。景観を考えると証券化は活用しなければいけない手法ですが、地方で十分活用できる見込みがないという状況にあります。

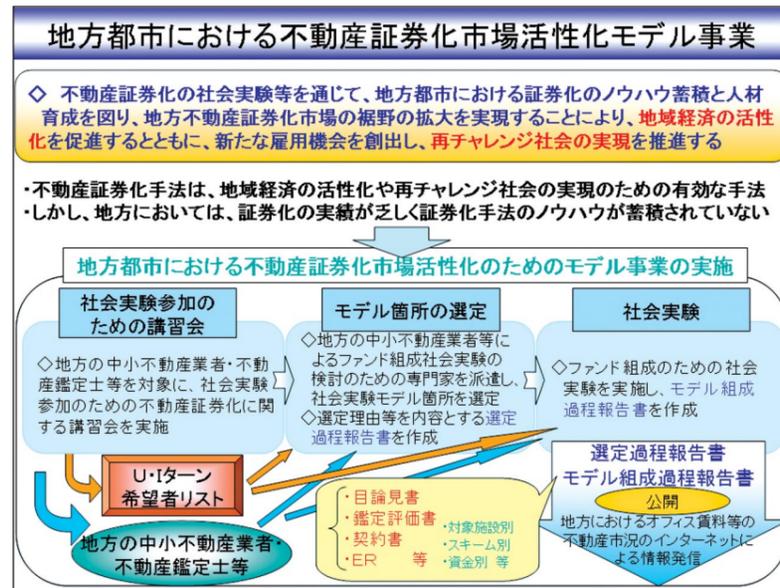
最近では東京の利回りが下がっていますので、ショッピングセンターなどは地方であっても外資が資金を出して買う動きが出てきています。こういう動きの中で地方での最大の障害は、ノンリコースローンの契約書を書いたことがない、あるいは地銀の方もほとんどわからないという状況ですので、人材を育成し、その地域の中でその芽を育てていくことが一つの課題と思っています。図表14にあるように、その課題を解決するために来年度の概算要求で、人材育成から、チームを組んで地域の実際の現場で社会実験をやっていただくというための概算要求をしています。これは私どもの概算要求の目玉にしています。



図表13

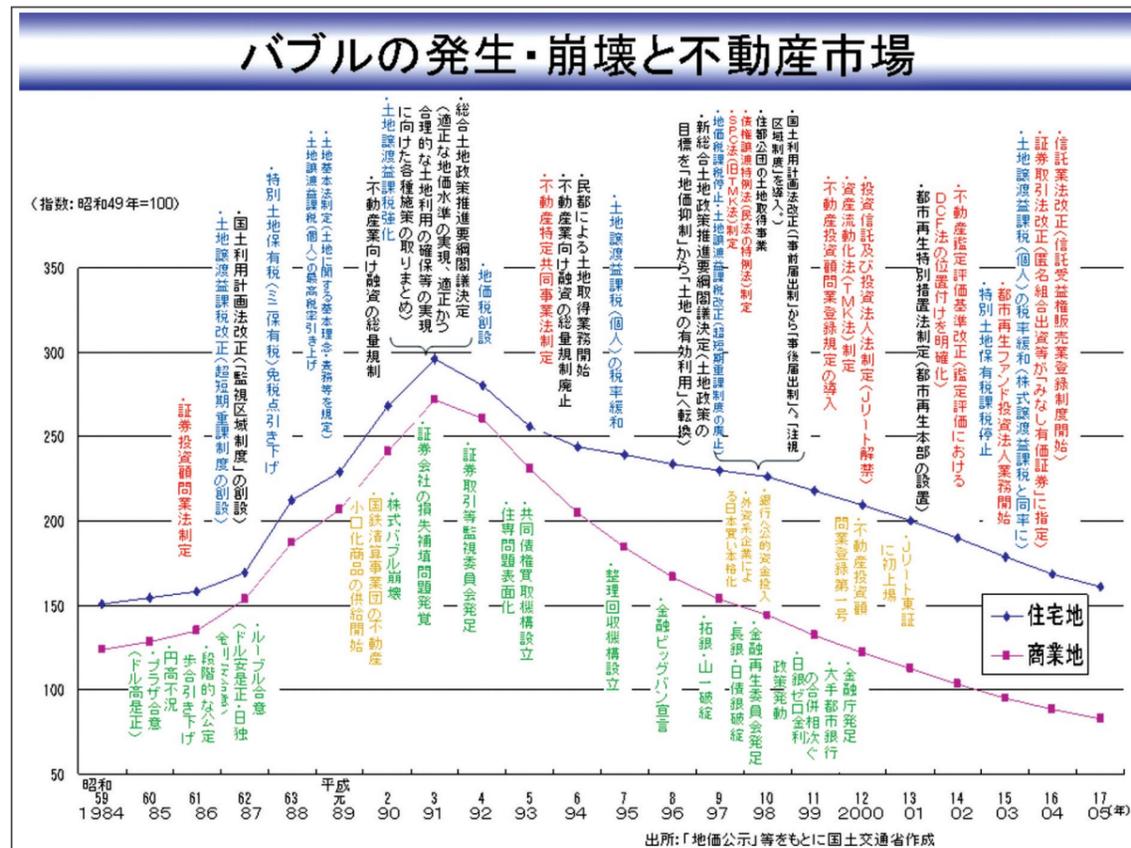
4.国際市場間競争の視点

もう一つ大事なポイントとして考えているのは国際的な視点です。



図表14

【参考】図表



【参考】用語について

リート (REIT)

不動産投資信託(REIT Real Estate Investment Trust)は不動産を証券化する仕組みの投資信託。

リファイナンス (refinance)

住宅ローンなどの借り換え。

レバレッジ (leverage)

借入をレバレッジ (てこ) として投資利回りを向上させること。

レバレッジ・バイ・アウト (leverage buy-out)

レバレッジ付買取

デット (debt)

負債

エクイティ (equity bond)

新株予約権付社債

デフォルト (default)

債務不履行

ノンリコースローン (非遡及型融資) (non-recourse loans)

コーポレートローン (リコースローン) に対して、償還請求が担保財産だけしか及ばないローン。

リコースローン (recourse loans)

デフォルトの場合に、担保財産を処分しても未返済残高があれば債務者の一般財産に遡及できるローン。

ヘッジ (hedge)

価格変動リスクを回避する手段。

マーケットメカニズム (market mechanism)

市場機能

リピートセールス (repeat sales)

同じ不動産が時点を異にして複数回売買される

ラストリゾート

最後の手段

オンバランス

貸借対照表の「資産の部」に資産として計上すること。

オフバランス

貸借対照表の「資産の部」から資産を外すこと。

デリバティブ (derivative)

先物取引、オプション取引、スワップ取引など、原取先によって取得した資産 (underlying assets) から一部又は全部を取り出した別の金融派生商品。

ファイナンス (finance)

融資

ネット・オペレーティング・インカム

純収益

(本稿は当研究所主催「第6回 REIカレッジ公開セミナー」における講演内容を録音テープをもとにとりまとめたものです。)