

不動産投資市場研究会 報告書

平成20年11月

国土交通省土地・水資源局

不動産投資市場研究会について

国土交通省土地・水資源局土地政策課

不動産投資市場の拡大は、優良な都市ストックの形成に寄与するとともに、不稼動不動産を稼動させるなど不動産の有効利用につながるものである。また、国内外の年金やSWF（政府系投資ファンド）、個人資産などの長期安定的な資金が不動産市場に投資されることは、優良な不動産ストックを長期にわたって維持・形成するために重要である。

これまで我が国の不動産投資市場は急速に拡大を続け、不動産証券化の実績は平成19年度までの累計で約42兆円になっている。しかし、サブプライムローン問題の進展による平成19年半ば頃からの世界的な資本市場の混乱の影響により、Jリート市場については、東証リート指数が下落を続けるとともに、投資法人の新規上場も本年は全く行われていない。特に、本年9月の米国の大手投資銀行の経営破綻以降は、東証リート指数が急落し、リファイナンスが困難となった投資法人が破綻するなど、現在、我が国の不動産投資市場はかつてない困難な状況に直面している。

このような市場動向の背景としては、外国人投資家の投資の縮小や、金融機関の貸出しの縮小等が多く指摘されているところであり、これまでの我が国の不動産投資市場が、規模的にもシステムとしても未だ成長途上にあり、短期的な資金の動向に影響を受けやすい側面があったことは否定できないと考えられる。

このような状況の中で、国土交通省では、不動産投資市場の持続可能な成長を図るためには、長期安定的な投資資金を呼び込むことが何よりも重要になってきているという認識に立ち、投資家が安心して投資できる透明で公正な市場環境整備を中心とした政策立案に活かすべく、不動産投資市場研究会を開催することとした。研究会では、明海大学の前川教授をはじめ、我が国の不動産投資市場に造詣のある学識経験者等をメンバー（別紙参照）として、我が国の不動産投資市場への投資を拡大することが我が国の社会・経済にどのような意義・効果を有しているかを改めて整理するとともに、我が国不動産投資市場へ国内外から長期安定的な資金が流入するための方策等について審議を行って頂いた。

国土交通省においては、現在、本年8月29日に政府・与党でとりまとめられた「安心実現のための緊急総合対策」等に基づき、不動産投資市場への投資の拡大に向け、不動産市場データベースの整備、不動産鑑定評価制度の充実検討、地方における不動産証券化の促進、国内外への情報発信・投資キャンペーンの実施等の施策を推進しているところであるが、当研究会において示された学識経験者や実務家の方々の貴重なご意見も参考にしつつ、例えば、我が国の不動産市場情報の英語による情報発信の拡充や地域活性化のための不動産の証券化・流動化の促進策等を速やかに実施するなど、不動産投資市場の持続可能な成長に向けた取組みを一層推進してまいりたい。

平成20年11月

委員名簿（敬称略）

- 座長 前川 俊一 明海大学不動産学部 教授
- 委員 赤井 厚雄 エルカソン・スタンレー証券（株）証券化商品部マネージングディレクター
（早稲田大学 国際不動産研究所 客員教授）
- 唐渡 広志 富山大学経済学部 准教授
- 清水 千弘 麗澤大学国際経済学部 准教授
- 細野 薫 学習院大学経済学部 教授
- 山崎 福寿 上智大学経済学部 教授
- 吉田 二郎 東京大学大学院経済学研究科 講師

不動産投資市場研究会実施概要

第1回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年6月26日（木）10:00～12:00

場 所：中央合同庁舎2号館 12階特別会議室

議 題

- (1) 研究会の趣旨説明
- (2) スケジュール説明
- (3) 日本の不動産投資市場に関する現状の説明
- (4) 研究会の委員報告について
- (5) 研究会の外部プレゼンター報告について

第2回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年7月17日（木）14:00～16:00

場 所：中央合同庁舎2号館 12階特別会議室

議 題

- (1) 前川座長（明海大学不動産学部教授）報告
「取引価格のばらつきと鑑定評価における区間評価の在り方」
- (2) 山崎委員（上智大学経済学部教授）報告
「マンション・オフィス開発と住環境問題ープット・オプション履行義務付き開発許可制度の提案ー」

第3回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年7月23日（水）10:00～12:00

場 所：中央合同庁舎2号館 11階土地・水資源局局議室

議 題

- (1) 竹内部長（（株）ザイマックス 資産企画事業本部資産活用部）報告
「不動産価値を高め投資を成功させるための重要ポイントー不動産実務者の視点からの一考察ー」
- (2) 清水委員（麗澤大学国際経済学部准教授）報告
「透明な不動産市場とはー不動産情報整備・開示の意味と意義ー」

第4回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年7月31日（木）10:00～12:00

場 所：中央合同庁舎2号館 11階土地・水資源局局議室

議 題

- (1) 唐渡委員（富山大学経済学部准教授）報告
「企業立地と集積の経済および容積率規制による不動産市場の効率性について」
- (2) 大井アジア・太平洋地域開発担当（ブルームバーグ L. P.）報告
「投資家から求められる不動産投資物件情報：商業不動産情報のオンライン化、米国グローバル市場での現状」

第5回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年8月6日（水）14:00～17:00

場 所：中央合同庁舎2号館 11階土地・水資源局局議室

議 題

- (1) 松野ディレクター（マークイットグループ／MTPセールスアジアパシフィック地域統括）
「海外投資家向け情報開示に関するご提案」
- (2) スティーブ ノレル／シニア ヴァイス プレジデント（キャピタル・サーヴィシング債権回収（株））
「不動産証券化におけるレポートの標準化への取り組み」
- (3) 山本部長（スタンダード&プアーズ ストラクチャードファイナンス）
「米国において入手可能な不動産投資関連情報」
- (4) アルジュン パンディット／ヴァイス プレジデント（モルガン・スタンレー証券（株）証券化商品部）
「海外投資家から見た日本の不動産投資関連情報の整備状況について」

第6回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年8月28日（木）14:00～17:00

場 所：中央合同庁舎2号館 11階土地・水資源局局議室

議 題

- (1) 赤井委員（モルガン・スタンレー証券（株）証券化商品部マネージングディレクター・早稲田大学 国際不動産研究所 客員教授）報告
「わが国不動産投資市場の課題と展望」
- (2) 細野委員（学習院大学経済学部教授）報告
「不動産金融の高度化と資源配分の効率化」
- (3) 大西課長（日本政策投資銀行地域振興部）報告
「不稼動不動産の稼動化ーコンバージョンによる老朽不動産の再生ー」

第7回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年9月10日（水）14:00～17:00

場 所：中央合同庁舎3号館 2階特別会議室

議 題

- (1) 竹端研究員（（株）野村総合研究所公共経営戦略コンサルティング部）報告
「不動産投資市場の経済波及効果分析」
- (2) 吉田委員（東京大学大学院経済学研究科講師）報告
「国際的投資環境およびベンチマークインデックスの整備促進」

第8回「不動産投資市場研究会」

日 時：平成20年9月25日（木）14:00～17:00

場 所：中央合同庁舎2号館 11階土地・水資源局局議室

議 題

- (1) 宮島教授（ビジネス・ブレークスルー大学院大学）報告
「国際投資家の世界各資産を巡る最新投資戦略」
- (2) フレッド・シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル（株））報告
「日本の不動産投資環境の現状と不稼働不動産の活性化」
- (3) 前川座長（明海大学不動産学部教授）報告
「不動産投資市場研究会の総括」

目次

1. 座長総括	1
2. 報告	
1) 「取引価格のばらつきと鑑定評価の在り方」 明海大学不動産学部教授 前川俊一	10
2) 「マンション・オフィス開発と住環境問題 ープット・オプション履行義務付き開発許可制度の提案ー」 上智大学経済学部教授 山崎福寿	30
3) 「不動産価値を高め投資を成功させるための重要ポイント ー不動産実務者の視点からの一考察ー」 (株) ザイマックス資産企画事業本部資産活用部部長 竹内桂一	44
4) 「透明な不動産市場とはー不動産情報整備・開示の意味と意義ー」 麗澤大学国際経済学部准教授 清水千弘	64
5) 「企業立地と集積の経済および容積率規制による不動産市場の効率性について」 富山大学経済学部准教授 唐渡広志	89
6) 「投資家から求められる不動産投資物件情報：商業不動産情報のオンライン化、 米国グローバル市場での現状」 ブルームバーグ L. P. アジア・太平洋地域開発担当 大井智生	109
7) 「海外投資家向け情報開示に関するご提案」 マークイットグループ/MTP セールスアジアパシフィック地域統括ディレクター 松野公彦	134
8) 「不動産証券化におけるレポートの標準化への取り組み」 キャピタル・サーヴィシング債権回収 (株) シニア ヴァイス プレジデント スティーブ ノレル	156
9) 「米国において入手可能な不動産投資関連情報」 スタンダード&プアーズ ストラクチャードファイナンス部長 山本武成	166

1 0)	「海外投資家から見た日本の不動産投資関連情報の整備状況について」 モルガン・スタンレー証券（株）証券化商品部ヴァイス プレジデント アルジュン パンディット	175
1 1)	「わが国不動産投資市場の課題と展望」 モルガン・スタンレー証券（株）証券化商品部マネージングディレクター （早稲田大学国際不動産研究所客員教授） 赤井厚雄	188
1 2)	「不動産金融の高度化と資源配分の効率化」 学習院大学経済学部教授 細野薫	217
1 3)	「不稼働不動産の稼働化ーコンバージョンによる老朽不動産の再生ー」 日本政策投資銀行地域振興部課長 大西達也	238
1 4)	「不動産投資市場の経済波及効果分析」 （株）野村総合研究所公共経営戦略コンサルティング部研究員 竹端克利	256
1 5)	「国際的投資環境およびベンチマークインデックスの整備促進」 東京大学大学院経済学研究科講師 吉田二郎	283
1 6)	「国際投資家の世界各資産を巡る最新投資戦略」 ビジネス・ブレークスルー大学院大学教授 宮島秀直	313
1 7)	「日本の不動産投資環境の現状と不稼働不動産の活性化」 モルガン・スタンレー・キャピタル（株）代表取締役社長 フレッド・シュミット	332

1. 座長総括

明海大学不動産学部教授

前川俊一

1. はじめに

不動産投資市場研究会では、我が国の不動産投資市場への投資の拡大が我が国の社会・経済にどのような意義・効果を有しているかを整理し、我が国不動産投資市場へ国内外から長期安定的な資金が流入するための方策について検討することを目的とし、研究会を都合8回開催し、合計17名の委員および講師から講義を受けてきた。その内容は、以下の4つのテーマに分類される。

- (1) 不動産投資市場の現状・全般的な課題
- (2) 不動産情報のあり方
- (3) 不動産のバリューアップ、不動産投資と都市政策
- (4) 不動産投資市場の経済効果

講義の内容はバラエティーに富んでおり、不動産投資市場の課題、情報開示の問題点、不動産投資市場の発展による経済効果などが明らかになったという意味で、有意義な研究会であったと思われる。各研究報告の内容は当該報告書において個別に示されているが、以下、テーマごとに内容を紹介する。

2. テーマ別の報告概要

(1) 不動産投資市場の現状・全般的な課題

1つめのテーマである「不動産投資市場の現状・全般的な課題」については、モルガン・スタンレー証券(株)証券化商品部マネージングディレクターの赤井厚雄委員、ビジネス・ブレイクスルー大学院大学教授の宮島秀直氏、モルガン・スタンレー・キャピタル(株)社長のフレッド・シュミット氏の3名(報告順)に報告していただいた。

赤井委員は、証券化が、企業活動に由来するリスクから不動産などの資産リスクを切り離すことで重要な信用創造機能を果たしていることを紹介し、地方の不動産投資市場の活性化のために、これまで中央金融機関が進めてきたイノベーションの成果としての証券化によるアセットファイナンスの仕組みを導入することを提案している。一方で、日本においては金融商品取引法上の適格機関投資家と税法上の適格機関投資家の間にギャップが存在するため、本来長期的・安定的な機関投資家等の資金が求められる不動産や住宅ローンが証券化を通じて逆に短期資金に支配されるシステムック・リスクがあると分析したうえで、不動産市場の持続的・安定的な整備のためには内外の長期資金導入が重要な課題であり、都市の更新やインフラの整備に対する長期ファイナンスの提供などこれまでの政府系金融機関が果たしてきた機能を代替しうるような不動産投資市場を官民の協力によって作りだすことが急務であると主張している。

宮島氏は、リーマンの破綻、AIGへの資金供給などの影響から、日本の中堅不動産会社の経営が厳しくなっていること、米国において逆資産効果が続く（金利を幾ら下げても景気は戻らない）可能性があることを警鐘したうえで、香港、米国の大手ヘッジファンドやソブリン・ウェルス・ファンドが日本の不動産に注目し、長期投資スタンスで日本への資金シフトの本格化を検討していることを示唆している。日本政府による情報発信を積極化することにより、その促進を行うことを提案している。

シュミット氏は、最近起きたマーケットの動きは未曾有なもので、米国での約70兆円の公的資金の導入は必須であるものの、現状では、本当にどこまで不動産資産価値が悪化しているかが見えないことから、米国の地銀の破綻、雇用への影響、消費の悪化による¹ファイアセールの可能性を示唆している。さらに、市場から短期で借り入れ、加工して金融商品を販売するというインベストメント・バンクのビジネスモデルが崩壊し、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドへの資金の出し手がないことにも言及している。

（2）不動産情報のあり方

2つめのテーマである「不動産情報のあり方」については、明海大学不動産学部教授の前川俊一座長、麗澤大学経済学部准教授の清水千弘委員、ブルームバーグ L. P. 地域開発担当の大井智生氏、マークイットグループの松野ディレクター、キャピタル・サーヴィシング債権回収（株）シニア ヴァイス プレジデントのステイブ ノレル氏、スタンダード&プアーズ/ストラクチャードファイナンス部長の山本武成氏、モルガン・スタンレー証券（株）ヴァイス プレジデントのアルジュン パンディット氏、東京大学大学院経済学研究科講師の吉田二郎委員の8名（報告順）に報告していただいた。

前川座長は、鑑定評価は現在の取引価格の最頻値を示すものと期待されるが、鑑定評価で表現できるものが最頻値といえるかには疑問点が多く、鑑定評価人の役割は、最頻値としての市場価格で取引させることではなく、その取引が株主にとって不利なものでないことを証明することであるとしている。鑑定評価は最頻値であるであろうものを幅で表現するしかなく、仮に最頻値を示すことができたとしても、分散を示すことができなければ市場の姿を現すものでないとし、J-REITなどが鑑定士など第三者の評価を必要とし、鑑定評価額で取引しなければならない状況にあるとすれば、不動産市場における一種の価格規制になると警鐘している。

清水委員は、日本の不動産市場の情報が不透明と見られているのは、情報量の問題ではなく質の問題であるとし、リスクマネジメントに必要な情報を分析する能力が重要で専門家の育成が急がれると指摘している。また、耐震性、アスベスト、土壌汚染などの品質情

¹火事場に残った品物の叩き売りを意味する。借入により資産を購入していた債務者が、資産の価格下落によりローンを返せなくなり、銀行の指導で資産を競売にかけるなど、安い値段で売却し、それがさらに資産価格の下落につながるという事象。

報および不動産から発生する収益と費用が正確でなければ、²DCFで収益不動産の価格を決定する際に鑑定評価にばらつきが出ること、情報は消費者などの利用者が理解しやすい形で公開される必要があることなどを示したうえで、国土交通省などの情報流通への努力や改善に前進が見られることを評価している。しかし、その改善内容が認知されていない点を指摘し、これが市場で広く認知されるための施策が必要だと提案している。さらに、募集賃料だけでなく成約賃料の整備を進めていくことが金融政策の観点からも非常に重要な役割だと主張している。

大井氏は、日本の不動産へ外資投資を推進するためには、ローン、物件データのオンライン開示による透明化を進め、検証や比較可能性を高めることが重要だとし、³米国ACRISの誰でも検索が可能な不動産所有権移転および売買価格のデータベースのようなデータベース化を日本で実現させることを提案している。また、日本はJ-REITsの開示は非常に進んでいるが、私募不動産ファンドは担保資産データの開示がないなど情報透明性が全くない事を指摘している。

松野氏は、海外投資家の資金を国内不動産投資市場に導入するためには、証券化による間接的投資の促進が現実的であるとしたうえで、日本では⁴CMBS分野において重要な客観的な不動産取引価格や⁵キャップレートの入手手段が限定的であること、格付け機関の情報以外の投資判断に必要な客観的情報が極度に不足していること、プライマリーレベルで秘密保持契約が結ばれており、そのためセカンダリーのマーケットにおいて情報開示が非常に難しいことを指摘している。そのうえで、海外投資家の日本の不動産投資市場の参入促進のためには、統一した取引フォーマットの設定と英語の情報の充実が急務であると提案している。

ノレル氏は、CMBS市場での日本のレポートの標準化が遅れていることを指摘し、日

² discounted cash flow (ディスカунテッド・キャッシュフロー) の略。企業 (事業、プロジェクトなど) が将来にわたって生み出すフリーキャッシュフローを推計し、その流れを一定の率で割引いて算出した現在価値。企業価値やプロジェクト投資などの投資成果の価値評価の際に使われる。企業価値の評価業務では将来計画を含めた価値把握のためDCF法が1980年代後半より使われ始め、不動産鑑定においては2002年の不動産鑑定基準の改訂の際に正式にDCF法が採用されるに至っている。

³米国では、すべての不動産取引に対して約定・取引値段の開示義務があり、ACRISというシステムを参照すれば、誰でも商業投資物件に限らず、すべての不動産投資のデータを得ることができる。

⁴ Commercial Mortgage Backed Securities の略。日本では商業用不動産ローン担保証券と呼ばれる。資産担保証券 (ABS) の一種で、賃貸マンション、オフィスビル、倉庫など商業用不動産に対する貸付債権 (ローン) を担保として発行された証券。特別目的会社 (SPC) が貸付債券 (ローン) を購入し、これを担保としてCMBSを発行する形態をとる。

⁵ capitalization rate (資本還元比率) の略。不動産の金利支払前・減価償却前営業利益 (NOI) を不動産価格で除した率で、機関投資家が期待する不動産投資における利回りのこと。

本向け⁶IRP策定が急務であると主張している。一方で、日本におけるIRP策定にはプライバシー保護法が障害になっていること、市場の参加者の協力が得られるかどうか、つくられたIRPを遵守する意欲があるかどうかことが重要であると指摘している。また、状況によっては、政府の助けも必要になるとし、政府の干渉を提案している。

山本氏は、米国においてはCMBSの業界団体や不動産市場に関連する複数の団体が様々な不動産関連情報を提供していること、プライシング・ツールを提供する情報ベンダーも多く存在し付加価値の高い分析ツールを提供していること、行政関連の情報も地域ごとの人口動向、地域や業種別の小売の売り上げ情報、地域や業種による雇用状況や賃金水準が入手可能で充実していること、CMBSのインデックス、鑑定価格ベース、取引価格ベース、賃料ベースのインデックスなど多くのインデックスがあり、インデックスの取引も可能であることを紹介している。

一方で、日本の情報提供会社の情報が住宅系、倉庫系、商業系に関しては、著しく少ないこと、インデックスに関しては発展途上の過程にあることを指摘している。

パンディット氏は、キャッシュフローの情報が鑑定士の主観的判断が入った推定値しか出されていない場合があり、J-REIT同士の比較に問題が生じること、プライバシー保護法の影響で、日本では物件ごとの賃貸料の情報が明確に開示されないこと、オフィス物件に比べ、ホテル、小売施設の情報開示が遅れていて透明性が低いこと、物件の取引価格が当事者間しかわからないこと、情報ベンダーの情報の信頼性が低いこと、神戸・福岡・札幌などの地方の情報が少ないことを指摘している。そのうえで、外国人投資家が知りたいのは、情報開示において継続して前進している、進歩が見られるという日本の姿勢であると主張したうえで、日本にはまだ、目に見えて前進という状況が見えないと手厳しい指摘をしている。

吉田委員は、日本で入手・利用可能な不動産情報には偏りがあると主張している。ほぼ全ての価格指数が鑑定評価に基づいていること、英語の情報が少ないこと、賃料も募集賃料しか手に入らないこと、海外投資家にとっての日本に関する情報が非常に限られており、東京の情報、供給情報に偏っていることなどを指摘し、英語の情報、地方の情報、需要情報、取引価格の情報、実質賃料の情報を充実させる必要性を説いている。また、情報提供方法についても、ウェブベースでダウンロード出来る形式の情報の充実、提供機会を増やすことを提案している。さらに、米国の情報ベンダーにとってもキャップレートや価格情

⁶ Investor Reporting Packageの略。Commercial Mortgage Securities Association(商業用不動産証券化協会)がCMBS業界のレポートング基準としてIRPを確立した。商業用不動産担保証券(CMBS)証券化に関する債券、ローン、物件ごとの情報一式を意味する。米国では不動産市場と金融市場を繋ぐものとしてCMBSが大きな役割を果たしているが、IRPの導入がCMBS市場の拡大に寄与した。また、欧州もIRPの導入によって標準化が進んだ結果、国境を跨ぐ不動産を組み入れたCMBSの組成が活発化した。日本においては、CMSA日本支部標準化小委員会が米国版のIRPを検討し、日本の市場のニーズに合わせてつくり変える作業を進めている。

報の入手は難しく、工夫しながら苦勞して情報を集めていることを紹介している。

(3) 不動産のバリューアップ、不動産投資と都市政策

3つめのテーマである「不動産のバリューアップ、不動産投資と都市政策」については、上智大学経済学部教授の山崎福寿委員、(株) ザイマックス資産活用部部長の竹内桂一氏、富山大学准教授の唐渡広志委員、日本政策投資銀行地域振興部課長の西達也氏の4名(報告順)に報告していただいた。

山崎委員は、マンション・オフィス開発と住環境問題の現状として、規制の硬直性や建築行為に関する民事上の基準と行政上の基準が混在していることによる法的処分や解決の予想可能性の低下を指摘している。また、用途・容積率規制や高さ規制が非効率な土地利用を許す結果、良好な居住環境が守られていないことや開発計画が公表された時点の地価下落においても、住宅を売って転居するという選択肢が消滅してしまうことを指摘している。そのうえで、マンション開発、オフィス開発において土地利用の規制を廃止してプット・オプション制度を導入することを提案している。具体的な提案として、用途地域、容積率、高さ制限等の権利調整や開発制限を目的とする規制は原則すべて廃止し、周辺住民に対し、その保有不動産を権利行使期間に権利行使価格⁷プット・オプションを与え、開発主体にはそのオプションの行使を受け入れる義務を課し、権利行使した住民には、売却資産を権利行使時点の市場価格で買い戻す権利を与え、移転費用は業者が負担するという手順を紹介している。さらに、この応用例として、①低層住宅街として評価されている地域に高層ビル計画ができてプット・オプション行使の可能性が高い場合は、開発業者が開発を断念することにより地区の景観が維持できること、②都心部のように、商業的な土地利用が支配的なところでは、プット・オプション行使の可能性が低いこともあり、高層ビルの開発が促進されること、が考えられると主張している。

竹内氏は、不動産の価値は収益から導き出せるが、その収益の一番大きな部分は賃料であるとしたうえで、テナント賃料の分析不足を指摘している。旧所有者に起因する要因の分析不足や賃貸マーケット相場の変動に起因する要因の分析不足を指摘し、耐用年数を過ぎた機器の更新費用を全く見ていないケースや不動産の価値を上げていくために必要なリニューアル費用を見込んでいないケースなど買い手の⁸CAPEX修繕費用の甘い査定や遵法性の把握不足リスク、環境リスクについても指摘している。さらに、今のCREはリスクの可視化が出来ていないために機能していないとし、企業が全ての情報を集約して、一つの情報としてまとめていくことが必要だと主張している。

⁷ ある金融商品を将来の一定の期日までに、あらかじめ決められた特定の価格(権利行使価格)で売る権利。保有する商品の値下がりリスクに対する保険の役割を持つ。

⁸設備投資のために支出する金額(資本的支出)。不動産の価値や耐久年数を延ばすためにかかる費用で、資産計上され減価償却の対象になる。

唐渡委員は、容積率規制が緩和された時に、市場にどのようなインパクトを与えるのかをモデルを使って実証している。その結果、規制を容積率 1,000 からなしに撤廃すると、161 までつくることができて、変化率で言うと面積が 16.1% 増え、賃金率、地代総額も増えて、厚生も上昇するとしている（2. 報告、P.101～P.102 参照）。実際の東京都のデータを使って千代田区の規制水準をすべて 2 倍に引き上げてみて規制緩和 1 年間後に、どれぐらい付加価値が変化するのかを計算し家賃支出額が規制緩和によってどう変わるかを計測した結果、賃金は増え、集計すると余剰が 6,492 億円（就業者の比率で案分すると、東京区部で 1 年間で約 51 兆円）、約 1.27% くらいのインパクトになるという結果を得ている（2. 報告、P.102～P.103 参照）また、容積率規制の緩和は、都市の不動産だけでなく、労働市場にも非常に大きな影響を与え、容積率規制緩和による生産性上昇効果のメカニズムとして、規制が **binding** な地区における緩和により、床面積需要が顕在化するので、労働の限界生産性が上昇し、その地区の労働需要が増大、賃金が増え、他の地区からの労働者の放出を促し、床面積供給が増大した地区の労働者数が増え、他の地区の労働者数が減って、新しい賃金のもとで均衡が達成し、都市全体の生産性も上昇としていくと分析している。

大西氏は、不動産投資市場における不稼働不動産の稼働化を、証券化以前に行うべきことと定義している。その一つの手段として江戸時代からあった家守事業を例にあげ、コンバージョンによる老朽不動産の再生を紹介している。徒歩圏内にある空室群を束ねて、一棟のビルと見立てて運営したり、内外装の用途変更（コンバージョン）により、新たな市場を開拓したり、ターゲットを法人から個人事業者（SOHO）に変更するなどの具体的な試みを紹介している。家守事業成功に向けた 3 つのステージは、第一段階として、空きビル再生・空室が埋まり建物オーナーに家賃収入が入ることでビル経営が安定化する水準（更なる空洞化の防止）、第二段階として、賑わい再生・新たに入居したテナントがコミュニティを形成、飲食業等周辺店舗も含めた「地域」が活性化する水準（地域価値の向上）、第三段階として、地域産業（経済）の再生＝最終目標・新たな文化を持ったテナントと従来の伝統的産業・コミュニティとの融合・協働により、「産業」も活性化する水準（新産業の創出）として紹介している。

（４）不動産投資市場の経済効果

4 つめのテーマである「不動産投資市場の経済効果」については、学習院大学経済学部教授の細野薫委員、(株)野村総合研究所研究員の竹端克利氏の 2 名（報告順）に報告していただいた。

細野委員は、失われた 10 年、90 年代の不動産業に対する資金の流れがかなりゆがんだ形だったことをマクロ経済モデルにより実証し、90 年代のゆがんだ銀行の融資行動が、経済全体として良いところが伸びて悪いところが縮むという市場メカニズムを阻害していたことを指摘している。2000 年代に入ってから銀行の健全性が回復したことにより、生産性

の高い土地に資金が集まり、生産性の低い土地はリストラ、再開発され、土地生産性、経済全体の生産性が上がってきたと指摘している。そのうえで、資本市場における証券化がマクロ経済的にどのようなインパクトを持つかをモデルに基づいた試算をしている。その結果、仮に証券化によって不動産業のバランスシートと完全に切り離れた資金調達が可能になれば、生産性の高い企業の投資が増え、企業の参入・退出が活発化する、という効果を通じ、不動産業の生産は0.6%、土地生産性および土地の賃貸料・地価は0.8%上昇するといくと推計結果を示している（2. 報告、P.231参照）。ただし、これは短期的な変動を除く長期的な効果の推計であり、また、資金調達コストについて一定の仮定をおいたもとの試算であることに留意が必要である。

竹端氏は、不動産投資市場に資金が流入することで実体経済としての市場規模がどれくらいあるのかを、現状分析という形で推計している。現状として不動産への資金流入が大体40兆円が見込めて、投資リターン（キャップレート）を8%（組成時のスプレッド3%、借入金利5%）で、プレーヤーフィーをアレンジャーフィー3%、デット投資家のスプレッド2%と置いた場合に、現在の不動産投資市場の規模は大体2兆円という試算結果を得ている（2. 報告、P.260参照）。これは、金融・証券・保険のマーケット規模38兆円の5.2%にあたる。投資用不動産と不動産投資市場が平行に増大する、日本における不動産への資金流入規模が対CDP比で米国並み（35%）に拡大するという前提で経済波及直接効果を6兆円と推計している。さらに、産業連関表による経済波及効果の推計を行なった結果、直接効果、1次波及効果、2次波及効果を含む生産波及効果は12兆円、誘発雇用人数は75万人と推計している。不動産投資市場への拡大による経済波及効果12兆円は、2016年東京オリンピックの経済波及効果3兆円の4倍、羽田空港再拡張の経済波及効果1.8兆円の7倍の効果が見込めるという推計結果を示している（2. 報告、P.266～P.267参照）。

3. 研究会のまとめ

（1）不動産投資市場の現状・全般的な課題

リーマンの破綻、AIGへの公的資金導入による救済などにより、米国において逆資産効果が続く可能性や米国の地域金融機関の破綻、雇用への影響、消費の悪化によるファイアセールの可能性があり、現在の不動産投資市場は不透明になっている。また、インベストメント・バンクのビジネスモデルが崩壊し、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドの資金調達手段も狭まっている。

一方で、香港、米国の大手ヘッジファンドやソブリン・ウェルス・ファンドが日本の不動産に注目し、長期投資スタンスで日本への資金シフトを検討しており、中央政府の誘致を積極化することにより、世界的マネーを日本の不動産投資市場に呼び込むチャンスでもある。

証券化によるアセットファイナンスの導入は、資金調達手段の多様化・低コスト化を実現し不動産投資市場のボリューム拡大に寄与するため、生産性の高い土地に資金が集まり、

生産性の低い土地はリストラ、再開発され、不動産業全体の産業体質の活発化を促進することになる。ただし、短期資金が市場を支配することはリスクが高いため、内外の長期資金の導入を適切に行うことが前提になる。

一方で、日本においては、J-REITにおいて情報開示の標準化がその途上にあることや私募不動産ファンド（デット型資産CMB Sとその担保資産）の情報開示が遅れているなど、投資家にとってリスク判断を行うに際しての必要な情報が限定的であるという情報開示の課題が多く残されている。

また、市場関係者のリスクマネジメント能力、投資情報分析能力の欠如という人材教育の課題も残されている。

（２）不動産情報のあり方

日本の不動産投資情報は、限定的であり、情報の質を考慮した情報の整備蓄積が必要である。新規賃料、取引価格などの基礎的データ不足に加え、住宅系、倉庫系、商業系の情報や地方の情報の欠如が目立つ。

また、J-REITやCMB S等不動産を裏付けとする証券化商品に係る情報開示の標準化が遅れておりディスクロージャーの統一フォーマットの作成が急務になっている。

海外に比べて、情報ベンダーによる投資分析ツールが欠如していることも指摘されているが、行政により提供される情報の使い勝手の悪さにも、その原因がある。エクセルでローデータをダウンロードできるなど、使い易い情報提供方法が望まれる。

海外投資家からは英語の情報が限られているとの指摘も多く見られ、この改善がなければ海外投資家を呼び込む最低限のインフラが揃っていないとは言えない状況にある。

さらに、鑑定評価、新規賃料、取引価格情報などのデータベースの構築・整備とデータベースのオンライン開示を望む声も多い。誰でも検索が可能なデータベースの開示が急がれる。

（３）不動産のバリューアップ、不動産投資と都市政策

不動産のバリューアップは、低利用、不稼働不動産の有効利用または稼働化（コンバージョンなど）、老朽化不動産等のリニューアル（模様替えなど簡易なもの、耐震補強・空調システムの変更など本格的なものなど）、賃料等収益の適切な管理および維持修繕、更新投資など適切なPM等のマネジメントなどによって実現する。

研究会において、不稼働不動産の稼働化についてはその一例としてコンバージョンによる老朽化不動産の再生が紹介された。また、不動産投資を行う者の立場から、アクチュアルのテナントの賃料の分析（テナントの特殊性、賃料相場との関連）、機器の更新投資費用およびバリューアップのために必要なリニューアル費用の適切な見積もり、ならびに遵法性、環境リスク、耐震性および土壌汚染等の把握などが必要であることが指摘される。

土地利用規制など都市政策は土地利用の配分を通じて都市の環境に影響を与えるばかり

でなく、不動産の価値、国民経済にも大きな影響を与える。

研究会において、用途・容積率規制や高さ規制の非効率性を指摘した上で、マンション、オフィス開発においてプット・オプション制度（周辺住民が権利行使期間に行使価格で不動産を売り権利（プット・オプション）をもつ）を導入して、開発者と周辺住民の利害を調整しようとする案が提案された。その制度により、外部効果を市場によって調整するとともに、容積率規制の緩和により開発地区の労働需要が増大、賃金上昇させることを通じて都市全体の生産性も上昇させる。容積率規制の緩和による経済効果も計量モデルを使って示された。

（４）不動産投資市場の経済効果

90年代の不動産業に対する資金の流れの歪みが、市場メカニズムを阻害し、不動産市場も歪めていた。不動産の証券化の流れは生産性の高い所に資金が流れるといった正常な資金循環をとりもどした。

研究会において、マクロ経済モデルを用いて90年代の資金の流れが市場メカニズムの阻害していたことを明確にするとともに、証券化がマクロ経済にどのようなインパクトを与えたかの分析を示した。また別の報告では、不動産への資金流入が対GDP比でアメリカ並みに拡大した場合の経済波及効果の分析結果を示した。いずれにしても不動産の証券化等を通じた不動産市場への効率的な資金の流入が大きな経済効果を上げること示している。