

中間整理
～ 土地政策の観点からの
不動産投資市場の検証と課題 ～

平成17年12月
国土審議会土地政策分科会企画部会
不動産投資市場検討小委員会

中間整理

～ 土地政策の観点からの不動産投資市場の検証と課題～

目次

はじめに	1
序章 土地政策の観点からの不動産投資市場の検証	3
1. 検証に当たっての基本的視点	3
2. 適正な土地利用の確保からの視点	4
3. 正常な需給関係、適正な地価の形成の観点からの視点	5
第1章 不動産投資市場が土地市場に与えた影響	6
はじめに	6
第1節 バブルの発生・崩壊と不動産取引市場	7
1. バブル発生と崩壊	7
2. バブル後の大量不良債権と不動産投資の減退	8
3. 証券化による不動産投資	9
第2節 不動産投資市場の拡大が果たしてきた土地政策上の意義	10
1. 資産デフレへの歯止めとしての意義	10
2. 不稼働不動産の稼働化	11
3. 不動産経営の効率化による価値の増進	11
4. 不動産市場の透明化	13
5. 不動産価格の安定化機能のビルトイン	13
第2章 不動産投資市場の現状と課題	16
第1節 不動産投資市場の現況	16
1. 資金循環における不動産投資市場の拡大	16
2. 不動産投資市場において資金の受け皿となる「ファンドの森」の現況	21
第2節 不動産投資市場の問題点	24
1. 不動産金融商品化に伴う問題	25
2. 資金循環上の問題	27
3. 「ファンドの森」としての問題	27
4. 不動産価格形成上の問題	28

第3節 不動産投資市場の課題	30
第3章 土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能	32
第1節 他の財との比較における不動産の特性	32
1. 適切な管理が必要な財	32
2. 不動産に内在する責務が求められる財	32
3. 個別性が強い財	34
第2節 不動産投資市場の特性と求められる方向	34
1. 不動産と金融の投資期間にミスマッチによる特性	34
2. 利益相反の特性	35
3. 外部経済性が資産価値に跳ね返ってくる投資財	36
第3節 土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能	36
1. 不動産の個別属性情報の投資家への的確な開示	37
2. 長期的視野に立った管理・運営方針の投資家への明示	37
3. 不動産の運用・経営に責任を有する主体による投資家への説明責任	37
4. 優良な投資物件の開発や適切なバリューアップによる物件の再生、外部 経済性の高いプロジェクトへの資金誘導を加速する仕組みの構築	38
5. 適切な不動産経営に繋がる最善の管理分担体制の構築	39
6. 価格面での説明責任の充実	39
7. 価格の安定化機能が有効に機能する市場環境の整備	40
8. 長期かつ安定的な資金の持続的流入の促進	40
9. 不動産投資市場における不動産流通コストの軽減	41
10. 投資スキームに関わりない不動産に共通したルールによる制度設計	41
第4節 市場メカニズムの自律的作用を通じた価値の創造	41

中間整理

～ 土地政策の観点からの不動産投資市場の検証と課題 ～

はじめに

土地に対する国民意識の変化等土地をめぐる情勢は、バブル崩壊を経て今日に至るまで大きく変化してきている。これらの変化に的確に対応できるよう、土地政策についても、これまでの施策の総点検を行い、再構築することが求められている。

国土審議会土地政策分科会企画部会においては、このような観点から、平成16年10月より、バブル崩壊後の土地に関する諸施策の検証と再構築の方向性について調査審議が行われ、平成17年10月20日に「土地政策の再構築」に関する報告が取りまとめられたところである。

同報告においては、ニュータウンの再生や定期借地権制度の改善など、土地政策全般にわたり広範な提言がなされているが、特に、今後さらに検討すべき課題として、不動産投資市場の環境整備の在り方が掲げられている。

具体的には、同報告においては、土地利用の再編・再生を実現するためには、そのための資金調達が効率的になされることが重要であり、不動産市場と資本市場をつなぐ不動産証券化の役割は、今後一層増大すると見込まれることから、不動産投資市場についてグローバルな市場の中で安定的かつ持続的な形で発展できるような環境整備を図ることが極めて重要であるとの指摘がなされている。

その上で、不動産証券化を巡っては、収益不動産市場に関する情報と証券化に関連する制度及び担い手の各面で必ずしも十分な不動産投資環境の整備がなされていないとして、その投資環境の整備のため、情報面、制度面及び担い手の面での取り組みが必要との指摘がなされているところである。

この報告を受けて、土地政策の観点から不動産投資市場のあり方について専門的かつ集中的に検討を行うため、国土審議会土地政策分科会企画部会の下に本小委員会が設置され、これまで土地政策の観点から不動産投資市場の検証を行ってきた。

本中間整理は、今後本小委員会において不動産投資市場に関して進めるべき施策を検討していく前提となる基本的な考え方を整理するものとして、特に、不動産投資市場が土地市場に与えた影響、不動産投資市場の現状と課題及び土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能について中間的に取りまとめたものである。

一方、不動産投資市場は、土地政策の観点ばかりでなく、不動産業行政とも密接に関連しており、この観点からは、特に、投資家の保護の在り方の検討が

必要とされている。このため、建設産業関連政策に関する調査審議を所管する社会資本整備審議会産業分科会においても不動産部会が設置され、本小委員会とも連携を図りながら、新しい時代に対応した不動産市場のあり方等について不動産行政の観点からの検討が進められている。

同部会は、年内にも資本市場に関する投資家保護制度の見直しが行われることが予定されているため、その動きに歩調をあわせ、投資家が安心して参加できる不動産市場の在り方のうち投資家保護制度の見直しに関する事項について、中間的な整理を行うこととしている。

これらを踏まえ、同部会と連携して調査審議を進めてきた本小委員会においても、本中間整理を企画部会に報告することとしたものである。

序章 土地政策の観点からの不動産投資市場の検証

1. 検証に当たっての基本的視点…(参考資料2頁)

土地は、現在及び将来における国民のための限られた貴重な資源であり、国民の諸活動にとって不可欠な基盤であり、他の土地利用と密接な関連を有し、その価値が主として社会的経済的条件により変動するといった公共の利害に関係する特性を有している財である。このため、土地基本法においては、土地の有する公共性を前提として、土地についての基本理念を定めると同時に、国、地方公共団体、事業者及び国民が当該基本理念に基づいて行動する責務を有することを明らかにしている。

土地基本法は、「適正な土地利用の確保」と「正常な需給関係、適正な地価の形成」を図るという土地政策の2つの目的の達成に向けて、それぞれの主体に土地についての基本理念の遵守・尊重を求めているが、この要請は、不動産投資市場が大きな発展を遂げようとしている今日においても引き続き求められるものである。

なぜなら、不動産は、都市や街の基本要素を構成し、住生活の基盤をなし、産業活動の基礎的条件となるものであり、その所有形態の如何を問わず、また、その所有に係る資金調達が企業に対する間接金融・コーポレートファイナンスによるものか、証券化を通じた直接金融によるものかを問わず、基本理念にかかわる範囲内において公共の福祉との適合が求められる財であることに変わらないからである。

土地は、私有財産でもあるが、同時に、国民経済的に見た場合、それは国富を構成するものでもある。土地が有効に活用されていることは、国富が健全に維持されていることを意味するものでもある。そして、国富として見た土地は、都市や街を構成し、住生活にも影響するという点で、他の資産と異なり、私有財産であると同時に、国民的見地から健全に維持発展されることが求められるものである。

今日急速に発達している不動産投資市場においては、実物不動産に係る管理技術と金融技術が融合することにより新しい投資商品が生み出され、不動産の利活用の促進をもたらしているものであるが、こうした投資商品であっても、その対象があくまで不動産である以上は、土地についての基本理念にかかわる範囲内において、実物不動産と同様に、土地基本法等が求める公共性との適合が図られるものでなければならない。

不動産投資市場の急速な発達により、土地基本法の目的とする「適正な土地利用の確保」と「正常な需給関係、適正な地価の形成」は、もはや単に実物不動産市場のみを想起すれば達成されることとはならず、金融との連動性を常

に明確に意識する必要があるが、同時に、金融だけで国民的利益が向上するものではなく、あくまで、金融の先にある実物不動産が国富として健全に維持発展していくよう必要な条件を整備して行かなければならないことを忘れてはならない。

本中間報告は、このような立場に立って、土地政策の観点から、今後の不動産投資市場が果たすべき役割、備えるべき機能、必要な施策の方向を明らかにすることを目的とするものである。

2. 適正な土地利用の確保からの視点

地価が高騰を続けていたバブル崩壊前においては、社会的関心は地価動向に向けられがちであり、適正な土地利用を確保するための対策についても、地価抑制の緊要度から、どちらかといえば、地価抑制対策と連携し、投機的な土地取引のような土地の仮需要を抑制する観点に重心が置かれる傾向にあった。このため、適正な土地利用の状況に関しても、建物の敷地とされている等の状況があれば、一応の土地利用がなされているといった程度の関心しか払われてこなかった感がある。

しかし、バブル崩壊後は、長期にわたり資産デフレが進行している中で、空室率が高止まりしたオフィスビルや中心市街地の空き店舗等の非効率的な土地利用が顕在化してきており、単に建物の敷地として利用されているだけでなく、土地上の建物も含めて、地域の諸条件に応じた諸活動が的確に行われるような土地利用でなければ適正な土地利用とはいえない状況になってきている。

こうした状況を踏まえ、前述の企画部会報告においては、今後の土地政策上目指すべき「適正な土地利用」について、「土地の効用が最大限発揮される」ようにすることと意義付けたところである。

土地の効用が最大限発揮されること、すなわち地域の諸条件に応じた諸活動が的確に行われるような土地利用がなされることは、収益不動産においては、適切なキャッシュフローが生み出されるような利用がなされることを意味する。

このような観点に立ち、不動産投資市場において適正な土地利用がなされているか否かを考える場合には、不稼働不動産の稼働化や所有と利用の分離を前提として、当該不動産を利用すべき者に適切に資源配分がなされているかどうかと同時に、当該不動産が適切なキャッシュフローを生み出すような的確な管理・運営等の不動産経営がなされているかどうかについても考慮すべきものと考えられる。

そのためには、当該不動産について、良好な状態を保持するよう健全に維持・管理されるだけでなく、耐震化やバリアフリー、省エネルギー等着実な質的

向上が図られ、さらには都市・地域再生など新たな価値の創造につながるようにしていく必要がある。

不動産投資市場を検証する上では、そのための環境整備が如何にあるべきかを明らかにすることを基本に考えられるべきである。

3. 正常な需給関係、適正な地価の形成の観点からの視点

地価が上昇の一途をたどっていたバブル期には、投機的な土地取引抑制が適正な地価の形成上最重要課題であった。しかし、バブル崩壊後は、投機的な土地取引抑制と並んで、持続可能な資金が不動産投資市場に安定的に流入することにより、正常な需給関係と、適正な地価の形成に資することが重要課題となってきた。

また、不動産投資市場への持続的な資金流入は、不動産を健全に維持し、質的な向上等を図る上でも不可欠であり、適正な土地利用にも資するものである。あたかも、血液循環なしに身体の細胞が維持できないのと同様に、持続可能な資金流入なしでは、国富としての不動産を維持することはできない。

今日、不動産投資市場は、我が国の資金循環の一翼を担うに至っていると考えられ、不動産は、そうした投資の受け皿としても一定の役割を果たすことが求められている。

このような観点から、不動産投資市場に対し、持続可能な資金流入が行われる環境にあるかどうかを検証する必要がある。

一方、近時、不動産への急激な資金流入が進む中、一部、過熱傾向を心配する声も聞かれるところである。したがって、不動産投資市場における価格形成についても検証する必要がある。

第1章 不動産投資市場が土地市場に与えた影響

はじめに

我が国の地価は、昨今、大都市中心部等一部地域で地価の下げ止まり傾向が鮮明となってきたが、全国平均では1990年代前半のバブル崩壊以降14年連続で下落が続いている。

地価下落は、住宅価格や賃料の軽減、税負担の軽減、企業の事業展開のしやすさ等利用コストや投資コストの引き下げをもたらすものであるが、一方で、長期的かつ継続的な地価下落は、資産価値の劣化といった問題だけでなく、不稼働不動産の発生や不動産の維持増進に必要な資金投入がなされないなど、適正な土地利用上も問題をもたらすものである。このため、バブル崩壊以降資産デフレの克服は、今日までの土地政策における最も重要な課題の一つとされてきた。

その意味で、今日の大都市中心部等における地価の下げ止まり傾向の鮮明化は、バブル崩壊以後の土地市場が新たなステージに入ったことを示唆するものであり、この流れを確実なものとしていく必要がある。

しかしながら、今日の地価の下げ止まり傾向は、大都市中心部等の一部地域に限られているとともに、当該一部地域内においてすら、隣接する地点であっても利便性や収益性に応じて地価の上昇と下落に分かれるといった地価の個別化傾向が見られる。したがって、現段階では、今日の地価の下げ止まり傾向が本格的な資産デフレの克服につながっているとはいいい切れない状況にあり、資産デフレが解消されているか否か、注意深く見極める必要がある段階に置かれていると考えられる。

その際、今日の地価の下げ止まり傾向に果たした不動産投資市場の役割を十分に認識することが肝要である。今日の大都市部等の地価の下げ止まり傾向は、都心居住等を背景としたマンション用地取得の活発化、オフィスの労働生産性等に着目した根強いオフィス需要の存在等様々な要因によってもたらされたものと考えられるが、特に、その要因の主要なものの一つに、不動産投資市場の活発化があると考えられるからである。

土地については資産デフレの解消が未だ道半ばにあり、その解消は今日的課題であるとの認識に立って各種土地政策を進めていくことが重要であり、その意味から、土地市場におけるバブルの発生と崩壊がもたらされたメカニズムと、その中で不動産投資市場が果たした役割、果たしつつある役割を認識することが重要である。

このような観点から、本章においては、バブルの発生と崩壊の過程と、不動

産投資市場の発達の経緯を概観し、不動産投資市場が土地政策に果たした役割について検証するものである。

第1節 バブルの発生・崩壊と不動産取引市場

1. バブルの発生と崩壊…(参考資料4頁、5頁)

我が国の地価は、1980年代後半に急激に上昇した。商業地について昭和58年地価公示の水準と比較すると、平成3年地価公示において、東京圏で約3.4倍、大阪圏で約3.9倍、名古屋圏で約2.4倍まで地価が上昇している。

この地価上昇の背景には、東京都心部での旺盛なオフィス需要が都心部業務地における地価の上昇を招き、これを契機に周辺住宅地における買換え需要の増大、これらの需要増大を見込んだ投機的取引の拡大等があった。しかし、地価上昇の最大の要因は、プラザ合意以降の資金流入、円高対策としての公定歩合引き下げ、ルーブル合意でのドル安食い止め等を背景とした過剰流動性の存在であり、これにより大量の資金が不動産市場に流れ込んだことにあると考えられる。

過剰流動性の存在が地価上昇をもたらしたメカニズムは、敢えて単純化すると、次のように整理することができる。

即ち、バブル崩壊前の土地市場では、昭和50年頃に一時的な地価下落があったものの、一貫して右肩上がりの経済に連動するように地価は上昇し続けた。このため、土地に投資する場合でも、その主眼は、土地が生み出すキャッシュフローではなく、地価上昇がもたらすキャピタルゲインに置かれる傾向にあった。また、土地に対する融資も、土地そのものの収益力によって融資するというプロジェクトファイナンスによるのではなく、土地を担保にとりつつ、企業そのものが有する信用力によって融資するというコーポレートファイナンスが主流であり、融資を受ける企業も融資する金融機関も、ともに土地の担保力を積極的に活用した経済活動を進めていた。

このため、地価が上昇すればするほど、土地を所有する企業の信用力が高まり、その結果、大量の資金が金融機関から企業を通じて不動産市場に流れ込み、それがさらに地価の上昇をもたらすという、スパイラル状に地価上昇がもたらされる傾向を内在した土地担保融資システムが機能していたと推察される。

このような中で、プラザ合意以後、過剰流動性が発生し、大量の余剰資金が国内に存在することとなった。当初、これら余剰資金は株式等に向かっていた

が、その中で、我が国の国際的地位上昇を背景に、都心部で旺盛なオフィス需要があると想定され、ここを突破口の一つとして不動産に大量の余剰資金が流入しはじめた。これらの資金流入は、当初は、限定的なものであったことから、東京都心部等に限られた問題と見られていたが、一方で、土地担保融資のシステムが、スパイラル状に地価上昇をもたらす傾向を内在していたことから、その後、地価の上昇が過剰流動性の流入を促し、それが地価上昇にさらに弾みを付けるという現象が生じ、結果として地価の急激な上昇をもたらされていったものと考えられる。

そのような中で、土地政策も、当初は、地上げや短期土地転がしといった一部の投機的な土地取引がターゲットとされ、短期譲渡益課税強化や国土利用計画法の監視区域制度の創設等の対策が講じられたが、その後過剰流動性を背景とした土地需要そのものの抑制を含む総合的対策が求められ、土地基本法の制定、不動産融資の総量規制、長期の譲渡益課税強化、地価税の創設等が実施された。

これらの取り組みにより、異常な地価高騰の抑制に一定の成果があり、公定歩合引き上げ等を契機とした平成2年の株式バブル崩壊の後を追い、地価は平成3年をピークに下落した。

2. バブル後の大量不良債権と不動産投資の減退

土地バブルは、土地を担保とする融資を基礎としていたことから、バブル崩壊により、その融資は担保権設定額が実勢価格を超える過剰債務となり、大量の不良債権を発生させた。このため、ノンバンクや住宅金融専門会社における不良債権問題が生じ、その処理が大きな問題となった。

同時に、大都市部においていわゆる地上げがなされた土地が開発途中で断念されたまま放置される地上げ途上地や、企業の経営破綻、景気後退による投資意欲の減退等により利用が具体化されていない土地など、不稼働不動産が発生した。

しかし、伝統的な銀行を経由した間接金融は、金融機関の財務状況の悪化により健全に機能しなくなっていた。

また、バブルの反動から、国民の土地に対する意識においても、地価が下落するという元本割れリスクに対する不安、流動性が確保されるかという懸念などにより過大にリスクを評価する等の変化が生じていた。

このため、土地に対する実需は喚起されず、土地の買い手が現れず、不良債権処理も進まない中、地価はさらに下落していった。地価下落は、景気後退と相まって、不良債権をさらに拡大させることとなり、地価下落→不良債権拡大→不動産市場に対する資金流入の縮小＝買い手不在→地価下落、といった

負の循環が形成されることになる。

このような状況に対応するため、平成6年の不動産融資の総量規制の廃止、民間都市開発推進機構による土地取得・譲渡業務の開始、平成7年の譲渡益課税の緩和、平成9年の新総合土地政策推進要綱(土地政策の目標について「地価抑制から土地の有効利用への転換」)の制定、平成10年の地価税の課税停止、国土利用計画法の改正による届出勧告制の改善などの諸施策が推進された。

これらの施策は、必要な時期に的確に行われたかについては議論があるところであるが、土地について課せられた過大規制や負担を緩和し、買い手不在が続く状況下において土地投資を誘導する上で、必要不可欠なものであり、一定の効果があったものと推察される。

特に、民間都市開発推進機構の土地取得・譲渡業務は、不動産証券化を大きく進展させる法制度の整備等により土地の買い手が現れ、土地取引が活発化していく平成12年度までに9千億円規模で土地を取得しており、不動産証券化が活用され、実需が喚起されるまでの間の買い手不在の穴を埋める上で、一定の役割を果たしたものと考えられる。

しかし、これら対策は、土地担保融資を背景とした不動産と金融の関係そのものを変えるものではなく、市場の自律的な力で買い手が現れる状況を出現させるには至らなかった。このため、不動産投資は減退したまま、地価下落はさらに進行し、平成9年及び平成10年には、大手金融機関破綻で金融機関の決済システムが全体的な決済不能状態に陥るシステムリスクの発生につながるとの懸念が問題とされるに至った。

3. 証券化による不動産投資

平成10年(1998年)頃から本格化した外資によるバルク買いを契機に、不良債権処理を前提とした不動産の流動化が進展した。その際、不動産証券化は、銀行を中心とする間接金融システムと切り離された資金調達を可能とし、流動化を支える買い手を出現させる制度として大きな役割を果たすことになった。

それまでも、不動産の小口化及び証券化は、平成2年の日本国有鉄道清算事業団の所有地処分における不動産変換ローン方式や、平成6年の不動産特定共同事業法の制定など、様々な形態で取り組まれてきていたが、不動産に投資する方策としての証券化が本格的に機能しはじめたのは、平成10年の特定目的会社による資産の流動化等に関する法律(SPC法)の制定と、その後の平成12年の投資信託及び投資法人に関する法律(投資法人法)の制定、さらに投資スキーム上の制約等を改善するためSPC法を全面改正した平成12年の資産の流動化に関する法律(資産流動化法)の制定により、投資ビークル

による投資スキームが制度的に構築されてから後になる。

また、これらと軌を一にし、有限会社+匿名組合(YK+TK)スキーム等によるプライベートファンドが拡大し、不動産投資市場の進展に大きな役割を果たしてきた。このスキームの出現により、公的な関与を受けずに市場メカニズムによる土地の購入が可能となり、土地市場における自律的機能の回復に大きく寄与した。

このような不動産投資市場の進展による土地市場の機能回復の流れは、平成13年のリート(J-REIT:不動産投資法人及び不動産投資信託)の証券取引所への上場が決定的なものとした。リートの出現により、各種のプライベートファンドが、投資期間終了後の不動産の処分先(出口)を想定できるようになり、不動産投資市場は急速に拡大することとなった。

今日においては、上場企業が売却する土地の7割が、不動産証券化関連の投資のために取得されるに至っている。

今般、平成17年地価公示及び平成17年都道府県地価調査の結果では、東京都心部、名古屋市中心部等の大都市中心部での地価の下げ止まり傾向がより鮮明となってきたところである。これらの地域は、不動産証券化が活発に行われている地域であり、このことから、不動産投資市場は、資産デフレ傾向の歯止めに大きな役割を果たすものと推定される。

第2節 不動産投資市場の拡大が果たしてきた土地政策上の意義

バブル崩壊以降における土地市場において不動産投資市場が進展してきた経過については、第1節のとおりであるが、この経過を踏まえて、土地政策の観点から不動産投資市場が果たしてきた意義を検討すると、次のように整理することができる。

1. 資産デフレへの歯止め…(参考資料6頁、7頁)

バブルの崩壊以降の金融機関、企業、家計それぞれの保有資産の資産価値の下落は、逆資産効果として消費を減退させ、資産デフレとして景気に重くのしかかってきた。

不動産証券化の進展は、銀行を経由した間接金融システムが十全に機能せず、土地の買い手の不在が常態化していた不動産市場において、間接金融にかかわりなく投資資金を流入させ、投資ビークルを不動産の買い手として機能させる新たな手法となった。

このことは、間接金融システムの機能不全が不良債権の処理を長引かせ、そ

のにより引き続き不動産の買い手の不在が常態化し、さらに不良債権の処理が長引くという悪循環を断って、価格の下げ止まりをもたらすものであり、土地政策の観点から見れば、土地について正常な需給関係と適正な地価を形成することに大きく寄与するものであると考えられる。

今日の不動産に対する資金流入の回復は、間接金融システムとは切り離され、倒産隔離を前提とした証券化スキームの組成が浸透してきたことにより、市場に自律的な回復力が生じることがなければ、実現しなかったものである。

このことは、今後の土地政策を進める上でも重要な示唆を与えるものである。すなわち、土地政策上の様々な課題を解決するには、行政的手法だけでは不十分であり、市場に内在する自律的機能を活用することが重要となってくることを意味する。したがって、不動産投資市場の問題を考えるに当たっては、できる限り市場重視型の土地政策を進めていく必要がある。

2. 不稼働不動産の稼働化…(参考資料8頁)

不動産証券化は、投資単位を小口化するものであるから、リスクを小口化し、リスクを区分けすることによるリスクのトランシング(細分化)を可能とするものであり、実物不動産のままであればリスクが大きかった不稼働不動産について、機関投資家や個人投資家からの投資を振り向けることを容易にするものであった。

この結果、不動産証券化は、そのようなリスクが高いとみなされる不動産に買い手を創出することとなり、バブル崩壊後の企業の経営破綻や景気後退、事業縮小により不稼働となっていた不動産に資金流入をもたらし、稼働化させる上で重要な役割を果たしたと言える。

例えば、工場跡地のような土地利用の転換が容易ではない、規模の大きい遊休地について、工場跡地の所有者とリートが連携し、当該工場跡地の開発計画に合わせて証券化スキームを利用して賃貸型商業施設等を開発する契約を締結し、土地の有効活用を図っている例も見られるが、こうした例は不稼働不動産を計画的な土地利用転換により稼働化させた好例である。

このことを土地政策の観点から見れば、対象不動産の効用が発揮されたこととなり、適正な土地利用に大きく寄与するものといえる。

3. 不動産経営の効率化による価値の増進…(参考資料9頁)

不動産証券化は、単に不稼働不動産の稼働化や、土地利用の転換を図るばかりでなく、不動産経営の効率化を通じて「土地の効用の最大限の発揮」に寄与するものと考えられる。

すなわち、不動産証券化においては、投資家からの投資を獲得する上で、ま

ず投資対象や投資方針等基本的な経営方針についての明確な説明がなされることが必要とされ、その上で、投資対象となる不動産についてキャッシュフローや収益についての履歴(トラックレコード)がデータで示され、これらデータに基づいた経営上の数値目標が明らかにされ、どのような考え方、戦略によってその目標が達成されるかについて投資家に明示されることが必要とされる。また、実際の運用状況、結果についても、詳細なレポートینگが求められ、目標と乖離が生じた場合にはその理由、改善方針についても説明が必要とされる。それらは、通常、口頭ではなく、時に数百ページにも及ぶ目論見書の形で書面化されるのが一般的である。

さらに、リート等広く資金を集める場合には、アナリストへの定期的な報告や機関投資家への説明会等詳細なIR (Investor Relations ; 企業が投資家向けに行う広報活動) が実施される。これらIRにおいては、投資の収益性やリスクについて、他の投資物件との比較が可能となるよう、金融の世界で通常用いられる分析手法によって説明されることが不可欠とされ、結果、さらに多くの衆目の監視の中で経営が進められることとなる。このことは、メインバンクと一部経営者による限られたプレイヤーの中で経営が進められる従来方式と異なり、経営が市場の監視の中で進められるようになってきていることを意味する。

このように、不動産証券化の場合には、従来のような直感的な経営は許されず、数値目標に基づくPLAN・DO・SEE・ACTION型のビジネスモデルが必要とされ、しかも、常に多くの市場関係者の目にさらされる中で経営の効率性が検証されることとなる。

この結果、不動産市場での競争が活発化し、不動産証券化によらないオンバランスによる不動産経営者においても、ビルの競争力を高めるための改築を前倒しで実施したり、維持管理の質向上を図ったりするといった経営努力を誘引することになる。

このため、不動産の管理主体は、同一不動産から少しでも多くのキャッシュフロー、収益が生み出されるよう、合理化、効率化努力を重ねることとなり、結果として、不動産の価値増進が図られることとなる。

このことは、国民の立場から見ると、同一の不動産でより大きな経済活動が実現していることを意味することとなり、土地政策が目指すところの「土地の効用の最大限の発揮」につながるものと考えられる。

さらに、不動産経営について、アセット・マネジメント(AM)業やプロパティ・マネジメント(PM)業などの専門分化を促し、それぞれの分野で効率化を図るアンバンドリング(機能分化)を促進することともなり、専門能力を活かした不動産ビジネスを活発化することとなった。

こうした不動産経営の効率化は、不動産そのものの価値の増進をもたらすも

のであるから、土地の経済的な有効高度利用が促進され、適正な土地利用に繋がるものとして評価できる。

4. 不動産市場の透明化…(参考資料10頁)

不動産証券化は、投資家ばかりでなく市場全体に対して、賃料、稼働率、修繕費等の様々な投資不動産に関する情報の開示をもたらした。

特に、リートについては、証券取引法等に基づく有価証券届出書等の開示が求められることから、鑑定評価額や建築基準、PCB、アスベスト等かなり詳細な情報まで一般に開示されることとなった。

さらに、先に述べたように、不動産証券化においては、メインバンクと一部経営者による限られたプレイヤーの中で経営が進められる従来方式と異なり、市場関係者の監視の中で不動産経営が進められるようになることから、情報開示に当たっても、複数の者のスクリーニングを経た形で開示がなされるようになる。

このように、情報の開示は、不動産の多様なリスクを明確化し、市場の監視の中そのリスクをもとにした不動産経営を促し、そのリスクを通じて不動産の価格が形成されるという、不動産市場の透明化(トランスペアレンシー)を促進してきた。

このことを土地政策の観点から見れば、市場の透明化を通じて、売り手と買い手がともに土地に関する情報を容易に入手できるようになることから、正常な需給関係に大きく寄与すると考えられる。

また、特に、多様な資金を不動産投資に流入させる上では、不動産市場の透明化が図られるかどうかは鍵を握るものであり、そうした投資資金の円滑な流入により適正な地価の形成を図ろうとする上でも、不動産市場の透明化は重要な前提条件となるものと考えられる。

5. 不動産価格の安定化機能のビルトイン…(参考資料11頁、12頁)

不動産証券化は、不動産の収益力に着目した資金調達手段であるから、不動産価格を元に内部収益率(IRR : Internal Rate of Return)等の収益利回りが計算され、当該利回りと他の金融商品の収益及び投資利回りとの相対関係で投資するか否かが決定される。このような価格算定方式は、証券化の対象ではない収益不動産においても一般的に定着してきた。これにより、収益不動産の価格は、利回りとの連動性で決定されることになった。

この結果、不動産価格が低下すれば、利回りが上昇し、資金流入が促され、逆に、不動産価格が高騰すれば、利回りが低下し、資金流入に歯止めがかかるという価格の安定化機能(価格のスタビライザー機能)が、不動産投資市場に

ビルトインされることになった。

今日、都心部等一部地域では、物件獲得競争が激化しており、入札による売却で、大幅な価格上昇が生じていることから、バブルの再来を懸念する声が多く聞かれるところである。

確かに、金融緩和措置が長く執られ、大量の資金が不動産投資市場を通じて一部地域の不動産に流れ込んでいることは、かつての過剰流動性がバブルを引き起こした状況を連想させるものであり、注意深い監視が不可欠である。

しかしながら、現段階では、賃料や住宅価格の大幅な上昇までには至っておらず、かつてのバブル期のような状況となっているとまでは言えないものと考えられる。

また、何よりも、バブル期と比べて、資金の投資システム自体が変化しており、地価の上昇が上昇に拍車をかけるような地価高騰の発生は起きにくくなってきていると考えられる。

即ち、バブル期までの投資システムは、地価上昇がもたらすキャピタルゲインに主眼が置かれ、土地に対する融資も、土地を担保とした信用力で融資するシステムであったため、地価が上昇すれば資金流入が加速し、それがさらなる地価上昇を招いた。

これに対して、証券化後の投資システムは、投資、融資ともに不動産がもたらすキャッシュフローに重点が置かれるようになっており、地価上昇局面では、いずれかの段階でキャッシュフローベースの収益率が低下することにより、資金流入に歯止めがかかり、地価上昇が止まるようなシステムがビルトインされたものと考えられる。

もちろん、このような中でも、キャピタルゲイン狙いの投資の可能性がなくなったわけではなく、地価上昇がキャピタルゲイン期待を拡大させ、結果、資金流入が加速されるおそれ無しとは言えない部分もある。しかしながら、バブル期の投資システムが、土地を担保とした信用力で融資するシステムであったのに対して、今日のシステムは不動産から得られるキャッシュフローを根拠として融資するシステムであることから、バブル期のように上昇が上昇に拍車をかけるといったことは起きにくくなっている。同時に、地価下落でもキャッシュフローを根拠に融資が行われているため、直ちに不良債権化することにはならず、金融システムの健全性は一定維持され、さらに地価が下落すれば、いずれかの段階でキャッシュフローベースの収益率が上昇に転じ、市場への資金流入が回復し、地価の下落に歯止めがかかる、という市場の自律的な機能がビルトインされたと考えるべきであろう。

ただし、このような価格の安定化機能が正常に作動するか否かは、今日までの段階では確証されておらず、的確なモニタリングを行う等により今後検証し

ていくことが必要だが、価格の安定化機能が正常に作動することは、不動産投資市場への持続可能な資金流入をもたらすとともに、適正な地価の形成を実現する上で、極めて重要な機能となる。

第2章 不動産投資市場の現状と課題

第一章のような発展を遂げてきた不動産投資市場は、現在も短期間のうちに急激な拡大を続けている。

実物不動産市場の中の収益不動産が75兆円と推計される中で、国土交通省が行った「不動産の証券化実態調査」の結果をもとに不動産証券化の状況を見ると、平成16年度に実施された不動産証券化の対象となった不動産又はその信託受益権の額は、約7兆5,000億円であり、平成16年度までの累計では約20兆2,000億円にも上っている。

そこで、本章においては、このように発展を続ける不動産投資市場について、その現況はどうなっているのか、そのような現況の中でどのような問題点があるのかを整理し、さらにその上で課題はどこにあるのかについても整理することとする。

第1節 不動産投資市場の現況

本節においては、不動産投資市場の現況を整理するに当たり、まずマクロな経済資金循環全体の中での不動産投資市場の占める位置付けについて分析し、その上で、当該資金の受け皿となる不動産投資市場の内部構造について「ファンドの森」という概念で捉えることにより現況について分析する。

1. 資金循環における不動産投資市場の拡大…(参考資料15頁、16頁、17頁)

国民経済計算によると、我が国の不動産資産は2003年末時点で2,300兆円の規模となっている。この額は、全国的な地価下落の影響を受けて減少を続けており、1999年の2,600兆円との比較でも、4年間で約300兆円縮小している。

これに対し、収益不動産の資産規模は、2000年時の60～70兆円に対し、2005年時には75兆円というように、逆に増大している。

これは、資産流動化や不良債権処理等により非収益不動産が収益不動産に転換した結果、全国的な地価下落が進行する中であっても収益不動産の規模拡大がもたらされたものと考えられる。

不動産証券化は、このような収益不動産の拡大において中心的役割を果たしていると考えられる。不動産証券化の資産規模は、2000年時に約1兆5千億円程度にすぎなかったが、2005年時には約20兆円と2000年時の13倍に急速に拡大しており、まさしく不動産証券化の拡大が不動産投資市場の拡大その

ものをもたらしたと言っても過言ではない。

このような不動産証券化の急速な拡大は、それを支える資金流入があって初めて実現するものである。そこで、次に、不動産証券化を支える金融サイドからどのような形で資金が流れているかを見てみよう。

日本銀行の資金循環統計によると、我が国の金融資産は、2005年時点で全体で約5,900兆円にのぼると推計される。これは、不動産証券化の約300倍、不動産資産全体に対してもその2.6倍に相当する規模である。

その内訳を見ると、まず、現金・預金が約1,252兆円、伝統的な投資商品である国内外の株式、債券の4資産が約1,719兆円となっており、両方で金融資産全体の約半分を占めている。

一方、投資対象的な資産のうち、伝統4資産以外のオルタナティブ資産(伝統4資産とは異なるリスク・リターンを狙った資産)について見てみると、不動産証券化に関連する投資信託受益証券、信託受益権、債権流動化関連商品、抵当証券の4資産が139兆円、国内未公開株・出資金が201兆円、金融派生商品が39兆円となっている。

このうち、不動産関連4資産139兆円の内訳を見ると、Jリートを含む投資信託受益証券が約66兆円、信託受益権が約43兆円、匿名組合出資、特定目的会社の発行証券、資産担保証券(ABS : Asset-Backed Securities)を含む債権流動化関連商品が約30兆円となっている。

さらに、これら4資産139兆円の投資主体を見ると、保有資産が約1,433兆円と最も規模の大きい家計部門から約51兆円、民間の非金融法人企業から約30兆円、年金基金から約3兆円、保険から約15兆円、資産の受け入れ側であると同時に貸し出し側でもある銀行から約24兆円が投資されている。

このうち、家計部門からの投資51兆円を見ると、その規模は非金融法人企業や銀行等からの投資を上回っているものの、家計部門からの資金の55%の781兆円は現金・預金に流れており、不動産関連4資産に対してはその15分の1、割合にして3.6%の資金しか向かっておらず、まだまだ小さな規模であることが理解できる。

次に、これら金融資産側から、不動産証券化に対してどのような形で資金が流れているかについて見てみよう。

まず、不動産証券化20兆円のうち、エクイティ部分の規模をみると、LTV(Loan to Value : 総資産に対する負債総額の比率。掛け目)を仮に6割とすると、20兆円の4割、即ち8兆円がエクイティと考えられ、これらが先に見た不動産関連4資産139兆円から不動産証券化市場に流入していると推察できる。

また、CMBS(Commercial Mortgage Backed Security : 商業用不動産ローン担保証券。不動産を担保としたノンリコースローンを裏付けとして発行される

デット型証券)の現在の残高が約3兆円と言われていることから、同じく、不動産関連4資産139兆円から3兆円の資金がCMBSの裏付け資産の形で不動産証券化市場に流れていると推察される。

一方、不動産証券化20兆円のうち、エクイティ8兆円、CMBS3兆円の残りの9兆円は、全てノンリコースローンと考えられるので、民間金融機関貸出698兆円から9兆円の資金がノンリコースローン形式で不動産証券化市場に流入していると推察できる。

以上のような我が国の金融市場と不動産市場の全体像を概観すると、以下の4つの特徴があることが指摘できる。

第一の特徴は、不動産証券化市場は急速に成長しているものの、金融市場、不動産市場全体に比べるとまだまだ小さな規模であり、今後、さらに成長していく可能性がある、ということである。

第二に、第一の点とも関連するが、不動産証券化は、金融市場と不動産市場をブリッジするパイプのようなものであるが、そのパイプは、巨大な二つの市場から見ると細いものである、ということである。このことは、不動産証券化が、特に巨大な金融市場の変動の影響を受けやすい構造にあることを意味するとともに、不動産市場全体の中でそのウェイトは大きくなってきているものの、必ずしも不動産全体の変動を決定するものではない、ということである。

第三の特徴は、不動産証券化に続く投資資金の提供主体を見ると、家計が最も規模が大きいことが分かるが、その額は現金・預金と比較すると非常に小さな規模に過ぎず、今後さらなる拡大の余地がある、ということである。

第四は、今日、不動産証券化は、金融市場、不動産市場に比べ規模が小さいとは言えるものの、両市場にとって無視できるものではなく、金融と不動産を結ぶ経済資金循環の一セクターを形成するに至っている、ということである。

特に、第四の点については、土地政策を考える上で改めて明確な認識を持つことが重要である。即ち、これまで、土地政策においては、不動産証券化は、例えば、平成9年に閣議決定された新総合土地政策推進要綱において「多様な資金調達手法についての検討を進める」という位置付けがなされていたように、資金調達のための一手段としてしか捉えられてこなかった面がある。しかしながら、今日の不動産証券化は、もはや単なる資金調達のための一手段といった位置づけを大きく越えて、金融市場と不動産市場を結ぶ経済資金循環全体の中の一セクターを構成するものとなっていていくといえる。このため、土地政策が目的とする適正な土地利用と適正な地価の形成を実現する上で、好む好まざるとに関わりなく、不動産証券化は無視することのできない政策ターゲットになってきていると考えられる。したがって、今後の土地政策においては、実

物不動産のみを見ているのでは不十分であり、常に金融市場全体の動向と、金融と不動産をブリッジする不動産証券化の動向に注意を払うことが必要とされることを十分認識すべきである。

このように、不動産証券化は一つの経済セクターを形成するに至っているが、こうした背景には、事業者側、投資家側のいずれの側からも、それぞれ以下に掲げるようにオフバランス不動産投資に対する需要が高まっていることがあると考えられる。

(1) 投資家側から見たオフバランス不動産投資に対する需要

…(参考資料18頁、19頁)

投資家側から見てオフバランス不動産投資に対し需要が高まっている要因としては、まず、不動産証券化商品が、オルタナティブな投資対象として、株式や債券等の伝統的な投資商品にない特性を有していることから、投資家としては、ポートフォリオを的確に組成する上で不動産証券化商品を新たな投資対象とする必要があることが挙げられる。

株式や債券とは異なる特性を有している不動産投資を運用対象とするという観点からは、実物不動産に投資することも考えられるが、実物不動産には不動産固有のリスク、特に流動性リスクが伴うことから、そうしたリスクが細分化される不動産証券化商品、特に流動性も確保されるリートは、投資家にとってポートフォリオを的確に組成する上で必要な投資対象となっていると考えられる。

この場合に、投資家は、あくまで株式や債券とは異なる特性を有している不動産に投資をしようとするのであり、株式市場との連動性の高い不動産会社の株式を投資対象とするのでは意味がないことから、このようなオフバランス不動産投資に対する需要を満たす不動産証券化商品が求められていると考えられる。

このようなポートフォリオとしての不動産投資に対するニーズ拡大は、金融緩和に伴う歴史的な低金利を背景としたイールドギャップ(得られる不動産の収益率と国債金利等フリーレートとの差)の存在と相まって、大量の投資資金を誘引することとなっている。

投資家から見たオフバランス不動産投資に対する需要拡大の第二の理由としては、先進国における右肩上がりの経済成長の終焉に伴い、世界的に資金運用先が不足し、その結果、安定的収益が見込める不動産投資市場に大量の資金が流入していることがあげられる。

特に、国内においては、現在各種国債の利回りが低い中で、景気対策と

して1990年代後半に発行された高利回りの国債が大量に償還され、当該資金が行き場を失ってしまったこと、さらには、優良企業による有利子負債削減努力の結果として企業の社債市場が次第に縮小し、投資先のあてのない大量の余剰資金が発生したと考えられることから、これら資金が、大量に不動産投資市場に流れていったことがあると考えられる。

さらに、不動産投資ニーズ拡大の理由として、年金の資金運用の問題があると考えられる。

運用収益の低迷による利差損、高齢化による死差損、企業のリストラ等による加入員の減少等から、年金財政悪化が問題となっている一方で、2000年4月以降は退職給付会計が導入されており、企業年金が当該企業自体の格付けに直結してしまうことから、企業にとって年金の運用収益を改善することが急務となっている。こうした動きは、国内のみならず、先進国に共通した課題となっており、運用収益の向上を目指して、年金資金が世界的な規模でオフバランス不動産投資に流入している。

日本は、アジアにおける中核国であることから、世界の機関投資家からの資金が日本のオフバランス不動産投資に流入していると考えられる。不動産投資市場は、このような年金資金運用の受け皿として機能し、拡大しているものと考えられる。

(2) 事業者側から見たオフバランス不動産証券化に対する需要

…(参考資料20頁、21頁)

事業者側から見てオフバランス不動産投資に対し需要が高まっている要因として、まずは、間接金融から直接金融へという大きな流れの中で、社債の格付けや株式の配当利回りを重視する株主資本の姿勢を受けて、企業は、株主資本利益率(ROE)及び総資産利益率(ROA)を高める経営を実現する必要が生じていることがあげられる。企業にとっては、これらの数値を高めるため、保有資産のオフバランス化が必要となっている。

次に、間接金融中心の金融システムにあっては、企業にとって不動産の保有は信用力の源泉として機能したが、改めて競争優位性を確保する観点から、企業の不動産の保有戦略が再検討されるようになっている。その結果、コストの合理性、リスクの合理性及び企業戦略との適合性の原則に合わない企業保有不動産がオフバランス化されるようになってきている。

さらに、企業間の競争が、グローバルにも国内的にも激化している環境に

において、限られた期間でマーケットにおける一定のシェアを確保し、競争力を維持するため、短期間で大規模に集中投資する必要が生じている。そのための資金の確保には、コーポレートファイナンスにより自ら資産を取得するオンバランスのみによる手法には限界があり、結果として、証券化手法による当該不動産の収益性に着目したオフバランスによる低コストの資金調達など、多様な資金調達手段を活用することも必要となってきた。

このように、投資家サイド、事業者サイドのいずれにおいてもオフバランス不動産投資ニーズが存在しており、これを背景として、不動産投資市場が拡大し、金融と不動産を結ぶ経済セクターを構成するに至っていることから、このような市場拡大の動きは、時計の針が戻ることが無いのと同様に、不可逆的な動きと考えられる。

従って、不動産投資市場の健全な発達には、好む好まざるに関わりなく、土地施策を進めていく上で避けて通ることのできない課題となっている。仮に、不動産投資市場への持続可能な資金流入が途絶えてしまえば、不動産市場は大きな打撃を被り、結果、適正な土地利用、適正な地価の形成は図れないことになってしまうであろう。このような意味から、今後の土地政策においては、様々な投資資金の受け皿として不動産投資市場が十分に機能していけるように配慮していくことも重要な課題であるとの認識を持つ必要がある。

2. 不動産投資市場において資金の受け皿となる「ファンドの森」の現況

(1) 「ファンドの森」の形成…(参考資料22頁、23頁、24頁、25頁)

不動産投資市場が上記のように経済資金循環の一セクターを形成するためには、多様かつ旺盛な資金ニーズを受け入れるに足る十分な広がりとお行きを持つ必要がある。

第1章で述べたように、当初、不動産投資市場は、外資のバルク買いを契機とした不良債権処理の過程で成長してきたと考えられるが、その後のリート上場を境に大きく飛躍し、急速な進化を遂げてきた。

今日の不動産投資市場においては、投資対象用途で見れば当初のオフィス一辺倒から、住宅、商業施設、物流、ホテル等多様化するとともに、対象不動産物件のリスクについても、安定収益の得られるコア投資物件(安定収益物件)だけでなく、よりリスクの高い開発物件も対象とするようになっており、あたかも巨大な森林のように広がりとお多様性を有するに至っている。

以下、不動産投資市場の発展過程をたどりながら、不動産投資市場の内部構造を明らかにしていくこととする。

本格的な不動産証券化は、不良債権処理のための資産流動化スキームとしてスタートした。このような資産流動化型の不動産証券化が出現してきた初期の段階においては、個々の不動産に対する流動化のニーズに応える形でプライベートファンドが形成されていた。しかし、プライベートファンドに投資される資金には運用期間があることから、その運用期間経過後の対象不動産の処分先(出口)が必要とされ、その確保がファンド組成上の最大課題とされていた。

そうした状況において、不動産を長期で保有して運用するとともに、組成後は証券取引所に上場され、その投資口が有価証券として証券取引所で流通するリートが出現したことから、リートは、そうしたプライベートファンドの不動産の出口として重要な役割を果たすようになった。即ち、リートにおいては、投資家は常に投資口を上場市場で売買できることから、十分な流動性を確保できる一方で、ゴーイングコンサーン型の法人であるリートの投資法人は、不動産を長期に保有することができることから、リートは、金融側が求める短期の流動性確保と、不動産側が求める長期保有の必要性問題を同時解決することとなった。

一方、プライベートファンドの存在は、リートの成長にとっても大きな役割を果たしたと考えられる。即ち、リートにとっては、プライベートファンドが存在することで物件取得が容易となり、短期間で外部成長できる環境が整えられたことになる。

このように、リートの存在がプライベートファンドの出口として機能することでその拡大を容易にし、リートはプライベートファンドから物件を確保することでその組成・拡大を容易にするといった、リートとプライベートファンドの相互補完的な成長メカニズムが実現した。

また、歴史的な低金利を背景に、プライベートファンドによるレバレッジ(てこの原理。少額の資金で大きなリターンを目指す投資行動。) 目的でのノンリコースローンの借り入れが活発化した。ノンリコースローンがCMBSとして多数の機関投資家に販売されることで、特定の金融機関に依存しない形での資本市場を通じた資金調達が可能となった。

これらを契機として、プライベートファンドの組成が容易となり、投資対象とされる不動産の用途をオフィスだけでなく住宅、商業、物流等に拡大していくとともに、投資におけるリスクについても、コア投資物件だけでなく、ハイリスク・ハイリターン物件(オポチュニスティック投資物件)にも資金が流入することとなり、リスクの特性に応じた多様なファンドが形成されることとなった。

これとともに、2003年に投資信託の運用規則が緩和され、様々なファンドに分散投資するファンド・オブ・ファンズも多数組成することが可能となった後は、少額の投資口による投資ができるようになり、個人資金等からの多様な資金を

受け入れることも可能になった。

こうしたファンドの種類と規模の広がりを受けて、不動産事業においても、これまでのオンバランス事業ばかりでなく、オンバランス＋オフバランスといった両事業を組み合わせながら戦略的に展開する方式が採用されてきている。

特に、このような資金調達の可能性の広がり、それまでの不動産事業者の資金調達力では困難であった長期・大規模開発事業について、開発型証券化による資金調達を可能とし、また、リスクの特性に応じた多様なファンドの形成は、倒産隔離等の投資リスクを当該開発案件に限定する投資スキームにより、建設リスク、マーケットリスク等の開発型証券化に伴うより大きな投資リスクを許容するファンドの組成を可能とし、その結果、不動産事業者による長期かつ大規模な開発型証券化の拡大がもたらされた。

さらに、この多種多様なファンドの形成は、市場に多種多様な物件が出回ることを促進した。これにより、ファンドにとっては、組成物件の取得がさらに容易となり、投資家にとっては、多様な物件への分散投資が容易となった。これと併せて、実物不動産にとっては、ファンド間の不動産のリレーにより、潜在的な投資不動産が原所有者から分離してオフバランス化され、バリューアップや再生が行われながら新たな投資適格性を備えつつ、適切な持ち手に引き渡されていくという質的向上の好循環を生じさせていると考えられる。

今日、これらのオフバランス市場における多種多様なファンド群は、巨大な森林のように広がり多様性を有する、いわば「ファンドの森」ともいえる市場を形成している。「ファンドの森」は、あたかも森の保水機能のように、より多様で大量の資金の受け皿を形成し、不動産投資市場の拡大に大きく寄与している。

(2) ファンドの森による不動産と金融のミスマッチの解消…(参考資料26頁)

このような「ファンドの森」は、不動産投資市場が内在する様々な問題の解決に大きく寄与するものである。以下、そのような問題解決の中で、まず、不動産と金融に係わるミスマッチの解消から見てみることにする。

投資期間のミスマッチの解消

まず、ファンドの森の効用のうち、投資期間のミスマッチの解消について見てみよう。

不動産は恒久財であり、長期的に管理し、適時改善していくことが必要とされる財である。一方、金融には、一定の運用期間が存在する。例えば、鉄骨

鉄筋コンクリートオフィスの法定耐用年数は50年間であるのに対し、平均的プライベートファンドの投資期間は5年間程度に過ぎない。

このため、オフバランスにより不動産を長期間適切に維持・管理・改善していくには、複数のファンドが不動産をリレーしていく必要がある。多様なファンドが組成していなければ、このようなリレーは不可能である。しかしながら、ファンドの森が形成されることにより、ファンド群の相互補完的關係を通じてこのようなリレーが実現されている。

投資のタイミングのミスマッチの解消

次に、ファンドの森によって、投資のタイミングのミスマッチが解消されるものと考えられる。

不動産物件は、有限で、他との代替性がなく、個別性のある財であり、その供給には時間的にも量的にも制約がある。

このため、ファンドの組成に当たっては、不動産物件を確保するための迅速な資金調達が重要となる。しかし、不動産証券化においては、個々の投資ビークルは内部留保を持たないスキームであることから、迅速な資金調達には限界がある。そこで、確保しようとする不動産物件の取得に向けた資金調達の目処がつくまでの間、一時的に他のファンドやオンバランス事業で物件を抱えておくブリッジ機能が必要となる（一般に、当該不動産物件を一時的に抱えるSPCは、「ウェアハウス」と呼ばれている。）。ファンドの森が形成されることにより、このブリッジ機能が発揮され、投資家ニーズにより応えられる不動産投資市場の形成が可能となった。

(3) ファンドの森による開発型証券化や再生型証券化の拡大…(参考資料27頁)

ファンドの森は、多様なリスクの不動産物件をオフバランス化する上で大きく寄与するものである。この結果、より多くのリスク処理が求められる開発型証券化や、不稼働不動産の活性化に係わる再生型証券化も、初めて一般的な証券化手法の一つとして実現可能となった。したがって、今後、開発型証券化や再生型証券化を拡大していくためにも、ファンドの森の健全な発展が必要である。

第2節 不動産投資市場の問題点

この節では、前節において分析した不動産投資市場の現況を踏まえて、その問題点と考えられる事項を、金融商品化に伴う問題、資金循環に伴う問題及び

資金の受け皿となるファンド群における問題に分けて分析するとともに、不動産投資市場が過熱傾向にあるとの指摘が一部にあることを踏まえて、不動産投資市場における不動産の価格形成上の問題についても分析することとする。

1. 不動産の金融商品化に伴う問題

(1) 不動産投資リスクが適切に情報開示されない懸念…(参考資料28頁)

不動産の投資商品は、特定の不動産の収益力のみを裏付けとする商品であり、その不動産の収益性により形成される利回りに着目して投資が行われることから、不動産固有の投資リスクについて適切に情報開示がなされ、投資家はその違いを的確に判断し、投資対象の物件の優劣が資金の投入に適切に反映されることが必要である。

例えば、耐震基準や建築基準法等の法令に適合していること、土壌汚染やアスベストの使用の有無やその状態等のエンジニアリング情報は、不動産固有のリスクに関する情報である。また、建築物の耐久性や、社会的競争力といった物件の優劣は、資産価値に直接反映されるものである。さらに、長期修繕費やリニューアル費、さらには建て替え費用等は、キャッシュフローの増減要因となる。これらは、結果として投資家のリターンに直接に跳ね返ってくるものである。

しかし、実物不動産への投資の場合と異なり、不動産が金融商品化されることにより、これら不動産固有のリスクへの認識が薄れ、リスクの程度に基づく合理的な投資が行われにくくなる。

このことは、同時に、実物不動産市場において本来達成されなければならない物件のリスクの程度に応じた合理的な資源配分が達成されない可能性があることを意味するものであり、実物不動産市場における適正な土地利用を歪めるおそれがある。

(2) 物件管理がおろそかになる懸念…(参考資料29頁)

近年、投資物件の獲得に向けた事業者間の競争は過熱傾向にあり、取得物件の投資利回りは低下する傾向にある。

このため、不動産証券化商品の組成に当たり、投資家に対してできる限り投資利回りを高く見せる必要から、管理に必要な費用を十分反映させないまま、当該利回りの説明がなされるおそれがある。

例えば、DCF法による価格設定においては、長期修繕費等の管理に要する費用をどのように算定するかが問題となるが、その費用算定の考え方が明確にされておらず、想定すべき維持修繕費の項目も統一が取れていないことから、維持管理の良否の違いが投資家に十分に示されない状況にある。

また、定期修繕や大規模修繕、耐震補強等については、テナントからの要請がなければ、アセット・マネジメント事業者やプロパティ・マネジメント事業者が先延ばしし、適当なタイミングに実施しない可能性も考えられるが、このことは、長期的に見れば、むしろ投資家にとっても不利益をもたらすものである。

しかし、不動産証券化された商品として見れば、金融商品化されていることにより、このような不動産の特性が見えにくくなっており、この結果、対象不動産の管理がおろそかにされる懸念がある。

このことは、不動産投資リスクの場合と同様に、実物不動産市場においてであれば本来作用すべき管理面の違いによる合理的な資源配分機能が、不動産証券化市場においては作用しなくなるおそれがあることを意味するものである。

対象不動産の管理がおろそかになることは、投資家にとって不利益となるばかりでなく、建物の安全性に関わるような問題を伴う場合には第三者にも不利益をもたらすおそれもある。

健全な市場の整備を図るためには、不動産のライフサイクルを適切に判断し、修繕更新費等の管理に要する費用を不動産価格に適切に反映させる必要がある。

(3) 大規模資金移動による不動産価格の攪乱の懸念…(参考資料30頁)

不動産が金融商品化されることにより、不動産投資市場は、金利や他の金融商品市場の影響など、金融市場の影響を大きく受けることになる。

このため、実物不動産の基礎的条件(ファンダメンタルズ)に関わりなく、金融市場において投資資金が大規模かつ急激に流入したり引き揚げられたりすることによって、実物不動産市場における健全な価格形成が阻害される可能性が生じている。

このことは、適正な地価の形成の妨げとなるおそれがあるとともに、実物不動産における資源配分と無関係な要因によって合理的資源配分が歪められることを意味しており、適正な土地利用の阻害要因ともなるものである。

(4) 良好な都市形成への責任の希薄化…(参考資料31頁)

不動産証券化のスキームは、投資ビークルの行動に制約を課すことで投資の安全性を高めるものである。このため、投資ビークルの判断は、その制約の中で硬直的になる傾向がある。

一方、不動産は、その立地特性が資産価値の決定に大きく影響する財である。不動産の立地特性は、地域の利便性、景観、にぎわい等外部経済要

因によって形成されるものである。都市や街への貢献といった外部経済性のある活動は、中長期的には資産価値に反映され、投資家利益に跳ね返ってくることから、これらに対しても長期的視点に立った柔軟な対応が求められる。

しかしながら、不動産が金融商品化されることで、投資家には外部経済性の高い支出の意義が見えにくく、また、不動産証券化のスキームにおいては、投資ピークルは自らを維持することを優先することから、行政側の誘導等の働きかけや、不動産に精通した主体がアセット・マネジメントに関与するなどの事情がない場合には、長期間に生じる状況変化に対して的確な対応がなされず、良好な都市形成への責任が希薄化される可能性が懸念される。

2. 資金循環上の問題…(参考資料32頁)

不動産投資市場において健全な資金循環が形成される上で、年金や個人資金等の多様な資金の流入は不可欠である。

特に、個人や年金資金は、比較的長期かつ安定的な資金であり、長期的視野に立った管理が求められる不動産の特性にも適合した資金といえる。また、個人や年金資金が流入することは、投資の裾野を広げることから、金融の攪乱による実物不動産市場への影響を軽減する上でも重要である。このため、個人や年金資金の流入を促す必要があるが、これらは進展途上にあり、その拡大を図っていくことが必要である。

その場合には、不動産固有のリスクが正しく認識されたうえで投資が行われる必要があるが、個人の投資家が必ずしも十分な認識をしているといえない可能性や、年金などの説明責任を有する投資資金において十分な説明責任が果たされていない可能性がある。

一方、銀行の預貸率は低下傾向にあり、その資金の一部は不動産投資市場に流入しているとみられるが、現在の不動産投資の対象は首都圏に集中しているとともに、地方における資産流動化案件は、テナントが長期でマスターリースを行う擬似的な流動化案件との指摘も一部にあることから、地域における健全な資金循環が実現されているとはいえない状況と考えられる。したがって、今後、地域において健全な資金循環がなされるための検討を行うことも必要である。

3. 「ファンドの森」としての問題…(参考資料33頁)

ファンドの森は、多様な資金を不動産投資市場に呼び込む上で大きな役割を果たすとともに、金融と不動産の投資期間や投資のタイミングのミスマッチを解消し、開発型証券化や再生型証券化を促進すること等に大きく寄与するも

のである。

しかし、同時に、複数のファンド間を不動産が移動することで、価格面での利益相反の可能性が生じやすくなる。また、プライベートファンドが、出口としてリートを組成することで、プライベートファンドに付随するリスクがリート市場に安易に移転されてしまう可能性が懸念される。特に、不動産投資市場の成熟に伴い、リート組成に時間がかからなくなっており、いわゆる「リート成り」によるリスク移転の懸念が高まっているとの指摘もあるところである。

不動産投資市場が健全に発展していくために、ファンドの森が森全体として健全に機能する必要がある、これらの懸念される要因を払拭していくことが必要である。

4. 不動産価格形成上の問題…(参考資料34頁、35頁)

不動産投資市場では、複数の市場関係者の監視の中でモニタリングが働く中、不動産価格と当該不動産の収益及び当該収益から算定される利回りを、他の金融商品の収益及び利回りと比較することで投資が決定されることから、理念的には不動産価格の安定化機能がビルトインされていると考えられる。この機能が正常に作動することは、適正な地価の形成を実現する上で極めて重要である。

この場合において、この機能が正常に作動しているかを外見上明確に判断することは困難であるが、例えば不動産投資市場において多用されているイーールドギャップを一つのメルクマールとして用いた手法を想定してみると、次のように考えることができる。

まず、イーールドギャップが十分大きい場合には、キャピタルゲインが限定されていても、投資に見合う十分な収益が得られることから、投資に合理性があり、価格の上昇も合理性があるものと推定できる。一方、イーールドギャップが小さい場合、さらにはマイナスとなっている場合には、大きなキャピタルゲインが得られることに十分な合理性がない限り、収益率が低すぎる、即ち不動産価格が高すぎると考えられ、それにもかかわらず不動産価格が上昇し続けているとすれば、その価格上昇には合理性があるとは考えにくく、不動産価格の安定化機能が正常に作動していない可能性が高いと推定される。

このように、イーールドギャップは、価格安定化機能が健全に作用しているか否かを見る上で、一つのメルクマールとなるものと考えられるが、一方で、イーールドギャップが、どの程度なら合理的であるかを判断することは極めて難しい側面を有する。例えば長期保有を前提とするとリスクの時間分散効果が期待されることから、ハイリスクの投資が可能となるなど、投資主体の投資戦略やスタンス、ポートフォリオの考え方により、リスクフリーレートやリスクプレミアムについて

の理解は異なってくる。投資戦略やポートフォリオ構成によっては、イールドギャップが小さい場合でも、十分合理性があることも考えられる。また、キャピタルゲイン期待がふくらむ過程においては、不動産価格が上昇すればするほど合理性のあるイールドギャップが低下してしまうことから、そもそも価格安定化機能が作用しにくくなってしまう可能性がある。

従って、イールドギャップをもって、直ちに価格安定化機能の健全性を判断することは適当とは言えないが、一方で、今日、一定のイールドギャップは存在しているものの、ファンドの投資責任者はファンド組成に向けて何らかの物件を取得しなければならない状況に置かれていることから、東京都心部での物件取得等について一部過熱傾向が懸念されており、イールドギャップも縮小傾向にある中で不動産価格が上昇し続けていることから、十分な注意が必要とされる状況にあると考えられる。このため、今後、価格安定化機能が正常に働くか否かについて、モニタリングを行うことなどにより、十分見極める必要がある。

一方、価格安定化機能が正常に働き、不動産価格の急激な変動を防ぐためには、その前提条件として、地域特性や用途のリスク、ボラティリティ(収益率の標準偏差のぶれ)のリスク、テナントの信用リスクなど、不動産のリスクプレミアムやキャピタルゲイン期待の判断材料となる情報が迅速かつ的確に開示されることが必要である。従って、価格安定化機能が健全に作用するよう、情報開示や不動産投資インデックスの整備等市場の環境整備を進めていくことも重要である。

(注)

不動産から得られる内部収益率(irr)が、不動産のリスクプレミアム(rsk)を加味した金利を上回る場合には、投資が行われ、不動産価格が上昇し、キャピタルゲイン期待を一定とすれば内部収益率が低下する。逆に、内部収益率がリスクプレミアムを加味した金利を下回る場合には、投資が行われず、不動産価格が低下し、内部収益率が上昇する。

$$R_f + rsk = irr (= R_r + g)$$

R_f : リスクフリーレート、 rsk : 不動産のリスクプレミアム、 irr : 内部収益率

R_r : 収益率、 g : キャピタルゲイン期待

つまり、 $R_r - R_f = \text{イールドギャップ} = rsk - g$

したがって、十分なイールドギャップが存在する場合には、不動産のリスクプレミアム(rsk)が過小評価され、又は、キャピタルゲイン期待(g)が過大評価され

ている可能性は少なく、収益率(R_r)に一定の合理性があると考えられ、収益からみて不動産価格に一定の合理性があると推定される。これに対し、イールドギャップが非常に低い場合には、不動産のリスクプレミアム(r_{sk})が過小評価され、又は、キャピタルゲイン期待(g)が過大評価されている可能性が高く、収益率(R_r)が過小、すなわち収益からみて不動産価格が過大評価されている可能性がある。それにもかかわらず、不動産価格が上昇し続けているとすれば、価格安定化機能が作動していない可能性がある。

第3節 不動産投資市場の課題

新たな産業構造に対応できる優良プロジェクトや、適切なバリューアップがなされた再生物件、生活の利便や居住環境の改善が図られた物件には、例えば次のようなニーズに応じて、今後も引き続き旺盛な需要が存在すると見込まれる。

専門知識を有するチームによるコラボレーションの必要等に対応するため、オフィス生産性向上の必要が強く認識されるようになってきている。このため、これを可能とする優良オフィスへの需要には引き続き根強いものがあると予想される。

産業構造の転換に対応し、事業拠点の集約再編が求められており、選択と集中が進む中、新たな事業拠点の確保が必要とされている。

主として都心部の利便性の高い地域において、高齢者やDINKS(子供のない共働きの夫婦)世帯等により、防犯や耐震化、バリアフリー化等居住環境の改善が図られた賃貸マンションに対する需要が高まっており、少子高齢化の進展に伴い、こうした需要は今後も続くものと予想される。

これらの需要の充足には、市場メカニズムが適切に働くことにより、優良プロジェクトや適切なバリューアップによる再生物件、居住環境改善物件が市場に供給され、これらに対して持続可能な形での資金流入が確保されるよう、自律的機能を備えた不動産投資市場を実現するようしていく必要がある。

不動産は、長期に亘って利活用され、都市や街、地域の構成要素として様々な諸活動の場となることで収益を産む財でもある。従って、短期的目先の利益だけでなく、長期的、都市経営的視点に立った利益を考慮した上で最適な資源配分がなされる必要がある。このような資源配分は、市場メカニズムだけで達成することは困難であり、都市計画制度や公共施設整備等総合的取り組みが必要であるが、一方で、このような長期的、都市経営的視点も視野に入

れた最適資源配分は、中長期的には投資家利益にかなうものでもあることから、できる限り、市場そのものの力により、このような長期的視点も視野に入れた最適資源配分がなされるようにすることが重要である。

このような不動産投資市場の実現は、単に投資家の利益にかなうだけでなく、産業の生産性を向上させ新たな産業構造に対応できることに繋がり、さらには、日本の競争力の向上を通じて国民の利益にもかなう。この結果として、土地政策の目的の一つである「土地の効用の最大限の発揮」にも繋がるものである。

従って、今後の土地政策においては、このような自律的機能を備えた不動産投資市場の形成を可能とする条件整備を図っていくことが重要である。

そこで、次章においては、そのような観点から見て、不動産投資市場が備えるべき機能がどのようなものであるかについて述べることとする。

第3章 土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能

…(参考資料39頁)

前章までにおいて、不動産投資市場がバブル崩壊以降の土地市場に与えた影響と、その拡大の土地政策上の意義、その現状と課題について検証してきたところである。本章においては、これらを踏まえ、土地政策の観点から求められる不動産投資市場のあるべき機能、役割について検討することとする。

以下、まず、他の金融商品との比較において不動産がいかなる特性を有しているかを検討し、次に、その特性を踏まえて、他の金融市場との比較を意識しつつ、不動産投資市場の特性と求められる方向性を明らかにした上で、土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能について検討することとする。

第1節 他の財との比較における不動産の特性

本節においては、他の金融商品の対象となる財と比較して、不動産が有している特性がどのようなものであるかについて検討することとする。

1. 適切な管理が必要な財

まず不動産の特性として第一に挙げられる点は、不動産は適切な管理が不可欠な財であるということである。

すなわち、不動産は、適切な管理がなされなければ、テナントが撤収し、賃料収入の低下によりキャッシュフローが減少してしまう財である。このことは、不動産の価値をキャッシュフローで判断することが浸透した今日においては、当該不動産の価格の低下に繋がり、資産価値の減少をもたらすことを意味する。

不動産は日々の継続的管理を必要とするいわば「生もの」であることから、日常的な管理方針が必要であり、同時に、定期修繕や大規模修繕のように、中長期的な管理計画に基づく管理方針も必要とされる。

不動産の管理においては、不動産のライフサイクルに応じて、これらの日常的な管理方針と長期的な管理方針の2つの管理方針に即して適切な管理がなされる必要があり、適切な管理がなされないときはその資産価値は毀損されてしまうという特性がある。

2. 不動産に内在する責務が求められる財

次に、他の財と比較して、不動産には、次のとおりその所有・管理について果たすべき責務が内在している財であるという特性がある。

すなわち、投資対象不動産についても、実物で不動産を所有する場合と同様に、以下のような責務が求められる。

(1) 公共の福祉との関連での責務

不動産の所有者や管理者には、例えば、土地基本法により土地について公共の福祉の優先が定められ、建築基準法により建築物の敷地、構造及び建築設備を常時適法な状態に維持するよう努めることとされ、廃棄物処理法(廃棄物の処理及び清掃に関する法律)により土地又は建物の清潔を保つよう努めることとされ、土壤汚染対策法により土壤の汚染の除去、汚染の拡散の防止等が命じられる等、公共の福祉に適合するよう所有・管理する責務が求められる。

このほかにも、耐震改修法(建築物の耐震改修の促進に関する法律)、ハートビル法(高齢者、身体障害者等が円滑に利用できる特定建築物の建築の促進に関する法律)等においても、特定の建築物について耐震改修やバリアフリー化が求められるなど、各種の法令において、公共の福祉に適合するよう所有・管理する責務が定められている。

(2) 所有権に内在する不法行為責任

民法第717条は、土地工作物の所有者に対して、当該工作物の瑕疵により他人に損害が生じたときに、最終的な責任を負うべき旨を規定している。このことは、例えば当該不動産に設置された回転ドア等や施工の不具合状況等によって事故が生じた場合の責任、地震が発生した際に、的確に点検等を行い、安全性を確認する責任、アスベスト等有害物質を取り除く責任等は、最終的には当該土地工作物の所有者に帰属することを意味する。

また、信託の場合、形式的な所有者となっている信託銀行がこのような責任を逃れることはできないのはもちろんであるが、同時に、信託法第36条に基づき、受益者にも一定の責任について負担が求められることとなる。

(3) まちづくりや地域への責任

都市計画やまちづくりに当たっても、不動産の所有者は一定の責務を有している。

特に、不動産が大規模な物件であればあるほど、一度建設されると簡単には壊すことができなくなることから、当該不動産は長期にわたって都市や街に影響を及ぼすこととなる。

また、土地利用には外部性があるため、例えばある不動産の所有ビークルが倒産し、当該不動産の管理が放棄され、スラム化することにより、土地利用

に混乱を来した場合には、その周辺の土地利用にも影響を与えてしまうこととなる。

これらの不動産に内在する責務に伴い負担が発生する場合には、結果的には投資家にもその負担が及ぶことになる。

3. 個別性が強い財

不動産は、上場株式等何百万もの均一商品が存在する一般的な金融商品や、大豆、石油等の商品取引の対象となる財と異なり、極めて個別性の強い財である。

特に、隣接する不動産であっても、通り一本隔てることで集客力や収益性に大きな違いが生じたり、同一不動産であってもテナント等リーシングの違いや管理の違いによって収益率が大きく異なってきたりすることが一般的であり、不動産は、このような個別性によって、その資産価値が大きく変動してしまう特性を有している。

第2節 不動産投資市場の特性と求められる方向

前節のような不動産の特性を踏まえ、本節では、不動産投資市場は他の市場との間でどのような特性を有するかについて明らかにすることとする。

1. 不動産と金融の投資期間のミスマッチによる特性

不動産は、他の財と異なり、必要な時期に適切な管理が行われることで価値が維持される恒久財であり、長期にわたって投下資金が回収される財である。一方、金融における資金運用は、相対的に短期運用が求められるものである。

したがって、不動産投資市場において不動産が適切に管理されるためには、複数のファンドがリレーしながら不動産を維持・管理・改善していく、「ファンドの森」の機能が必要となる。このような特性は、不動産だけに見られるものであり、現在、半ば自然発生的とはいえ、ファンドの森が形成されつつあることは、オンバランスを含む複数ファンド間の不動産の移転に伴う利益相反の懸念があるものの、望ましい方向性にあるものとして積極的に評価されるべきであり、今後は、健全性を確保しつつ、ファンドの森の形成を一層促進する必要がある。

このためには、長期的視野に立った管理が必要とされる不動産の特性にか

んがみ、不動産投資市場にできる限り長期的な資金が安定的に流入できる環境を整備する必要がある。

この点につき、例えば、特定目的会社(TMK)及び投資法人がデットの資金を借り入れる際に、税制上導管性を確保するためには、借入れ先を金融機関などの適格機関投資家とする必要があり、年金資金や投資ファンドなどの金融機関以外の者がレンダー(貸し手)として資金を融通することが制限されている。また、個人や年金資金などの長期的な運用資金を誘導するための情報の整備も十分ではない。

これらのことは、金融市場と不動産市場をブリッジするパイプを通じて不動産投資市場に長期的な資金を安定的に流入させる上での制約となるものである。

したがって、資金の流入口の多様性と長期的な投資資金の適切かつ安定的な流入を確保する観点から、不動産投資市場への資金流入環境を再点検し、的確な条件整備を図る必要がある。

2. 利益相反の特性

何百万も均一商品が存在する株式と異なり、不動産は個別性の強い財である。こうした個別性から、株式と異なり、取引市場での価格裁定機能は限定的で、価格は相対により決まるのが基本である。この結果、価格決定には最後まで不透明性が残るため、投資家の判断の一助となる価格面での説明責任が重要となる。

また、不動産は、株式と異なり、価格面での利益相反の可能性を持つ財である。このため、価格面での利益相反を生じさせない仕組みが必要となる。

一方、株式の場合、ある株取引情報を他の取引で不正に活用する、といった情報面での利益相反の可能性が生じるが、不動産ではそうした情報面での利益相反の可能性は生じにくい。

例えば、平成16年の証券取引法改正によりYK+TKスキームにおける匿名組合出資がみなし有価証券とされたことから、YK+TKスキームを子ファンド(ベビーファンド)とする親ファンド(マザーファンド)に対するアセット・マネジメント事業者等についても投資顧問業法上の規制対象とされた。このため、投資顧問会社に対する6ヶ月に一度の同一取引の有無の報告義務が課されるという、不正取引による利益相反を規制する規定が適用されることとなった。しかしながら、個別性の極めて強い不動産の場合には、たとえそれが出資持分という形式でみなし有価証券とされていたとしても、そもそも同一取引が行われること自体が想定しにくく、仮に投資顧問会社が類似の取引を行っていたとしても、個別性の極めて強い不動産の場合、顧客から得た情報を自らの取引に不正

に活用することは考え難く、不動産投資においては過剰規制となっていると考えられる(さらに言えば、この場合の報告義務は、マザーファンドの投資家に対してなされるのではなく、マザーファンドのピークルに対してなされるもので、投資家保護という観点からも意味のない規制と言える。)。逆に、株式等の場合、価格は常に取引市場で明らかとされ、価格面での利益相反が起こる可能性は少ないため、価格面での規制が課されることとはなっておらず、このように、一般的な金融商品に対する規制をそのまま不動産投資に適用することには、合理性に欠ける部分が大きいものと考えられる。

したがって、利益相反を生じさせない仕組みを構築するに当たっても、不動産投資における利益相反の特性を踏まえた適切なルールを形成する必要がある。

3. 外部経済性が資産価値に跳ね返ってくる投資財

不動産の価値を決定する要因の中でも、立地特性は最も重要なものの一つである。

立地特性は、当該不動産の周辺地域全体の利便性、環境、景観、機能集積等の外部経済要因によって形成されるものである。このため、都市や街づくりへの貢献は、中長期的には当該不動産の資産価値に反映され、投資家利益に跳ね返ってくるものである。

例えば、丸の内や日本橋、六本木といった街全体としてのブランドや環境の形成が、中長期的にはその地域の不動産の資産価値形成に大きく寄与し、結果として、個別の不動産の投資家の利益に跳ね返ってくる。

このような、外部経済性が資産価値に跳ね返ってくるという性格は、投資の中でも不動産投資に限って見られる特性の一つである。

したがって、不動産投資に当たっては、このような外部経済性も視野に入れた投資家への説明責任が果たされる仕組みの構築が必要である。

さらに、既存の収益不動産には「投資」に値する物件と「投資」に値しない物件があり、後者は、市場メカニズムが作用しにくいことから、証券化以外の手法により外部経済性を高めていく必要があるが、前者は、市場の拡大に応じて投資対象に取り入れられることから、証券化手法により個別不動産の価値を高めていくとともに、特に「投資」に値する優良物件に資金が傾斜配分されるようにすることにより、外部経済性を高めていくことが重要である。

第3節 土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能

前二節における不動産及び不動産投資市場の特性とその方向を踏まえ、ここに、土地政策の目標である適正な土地利用の確保、並びに正常な需給関係及び適正な地価の形成の観点から、不動産投資市場に備えられるべき機能について列挙すると、次に掲げるとおりである。

1. 不動産の個別属性情報の投資家への的確な開示

個別性が強く、内在する責務が求められる不動産への投資に当たっては、投資家に対して投資対象不動産の個別属性に関する情報開示が極めて重要である。

特に、建築基準法に適合していること等のエンジニアリング属性は、不動産投資市場において健全な投資環境を形成する上で、最も基礎をなすものである。

したがって、不動産投資市場においては、財務状況、金融や経営上の情報のような包括的な情報の開示だけでは不十分であり、対象とする個別資産ごとに、テナントやリーシングの状況等の管理属性に関する情報、さらにはエンジニアリング属性に関する情報等が開示されることが重要であり、これらの個別属性情報のうち投資に当たって必要不可欠なものについては、原則開示するという考え方に立って、できる限り開示が図られる必要がある。

2. 長期的視野に立った管理・運営方針の投資家への明示

不動産の個別属性に関する情報の中でも、特に、管理・運営に係る情報は、投資家にとっては、当該不動産からの的確なキャッシュフローを得る上で極めて重要な個別情報の一つである。

特に、管理・運営に関連して生じる長期修繕等の費用の計上の在り方は、キャッシュフローの確定や資産価値の形成において、大きな変動要因となるものである。

このため、長期的視野に立った管理・運営方針が的確に投資家に明示され、投資家の検証が働くことにより、市場メカニズムを通じて、管理の在り方の違いが資源配分に反映され、不動産管理の健全性、しいては適正な土地利用の実現が図られるようにすることが重要である。

3. 不動産の運用・経営に責任を有する主体による投資家への説明責任

不動産が健全に管理され、維持・改善されるためには、管理の重要性を投資家が的確に認識し、その合理的な判断に基づき、適切に管理されている不動産に対して資源配分がなされるようにしていく必要がある。

このためには、不動産の運用・経営について専門的知識を有する者により投

資家への的確な情報提供がなされることが重要であり、不動産投資市場においては、これら主体により直接投資家に説明責任を果たしていく仕組みが不可欠である。

特に、不動産投資においては、外部経済性が投資家利益に跳ね返ってくる特性を有することから、都市再生、街づくりに関しても、必要に応じて投資家利益に立った説明責任が的確に果たされる必要がある。これらは、金融というよりも、専ら不動産に関する専門的な知識が必要とされることから、不動産投資市場においては、そうした不動産に精通した運用・経営主体が中心となって投資家への説明責任を果たしていけるようにしていく必要がある。

また、投資商品である不動産証券化商品については、投資家に対して単に情報を開示し、商品に関する説明責任を果たしたというだけでは不十分であり、投資家の知識、経験、経済状況等に照らして不適当な勧誘を行ってははいけないという適合性の原則が満たされることが重要である。このため、よりリスクの高い不動産物件の場合には、投資家の知識、経験等に照らして、当該不動産投資に関する特性やリスク、責任に関する的確な情報の提供や説明を行い、これらについて正しい理解のもとに投資できる十分な能力を有する者が投資していくようにすることが重要である。

さらに、投資家が合理的な投資判断を安心して行えるようにするためには、金融商品として不動産証券化商品に投資しようとする投資家に対して、不動産について専門的知見を有する第三者により、不動産に係る金融商品であることに伴う固有の特性やリスク、責任などについて適切な助言等がなされることが重要である。このため、不動産専門の投資アナリストやゲートキーパー、不動産投資顧問業の充実発展が重要である。

4. 優良な投資物件の開発や適切なバリューアップによる物件の再生、外部経済性の高いプロジェクトへの資金誘導を加速する仕組みの構築

これまでは、不動産投資市場においては、優良物件を中心に投資が進められてきた。しかし、昨今、優良な投資物件の不足により、必ずしも長期的投資に値するとはいえない物件にも資金が流入し始めていないか懸念されるところである。

しかし、不動産投資市場が持続的な資金循環の受け皿となるには、長期的投資に値する良質な物件に資金が投入されるようにすることが必要であり、そのためには、投資に値する優良物件の開発や、適切なバリューアップによる物件の再生を加速させ、「金儲けだけの不動産証券化」から「良質なストックやまちづくりの創出につながる不動産証券化」に脱皮させる仕組みが必要である。

この場合には、都市計画による誘導や融資等の良質なストックの形成やまち

づくりに向けた制度も必要となる。

また、不動産投資には、外部経済性が資産価値に跳ね返ってくるという特性を有することから、投資家利益の観点からも外部経済性の高いプロジェクトに対し資金を誘導していくことが重要となる。

そのためには、外部経済効果について評価し投資家に説明できる主体の育成のみならず、その投資の意義や有効性を判断できる情報提供が投資家に対して的確になされることも重要である。

このため、投資家に対する都市経営戦略の説明において中心的な役割を担う新たな都市事業者の育成を図るとともに、プロジェクトの外部経済性について評価する仕組みの研究が必要である。

5. 適切な不動産経営に繋がる最善の管理分担体制の構築

不動産経営の効率化による価値増進を図られるためには、金融分野だけでなく、実物不動産の管理・運用の分野でも、より専門能力のある者が積極的に活用される必要がある。

特に、受託者責任においては、「受益者の最善の利益」という価値に立って、自己執行に形式的に固執することなく、「より大きな利益をもたらす場合には能力ある専門家を積極的に利用する」という考え方もあり得るところであり、不動産の管理、運用面で、専門能力のある者が十分活用されるようにしていくことが重要である。

しかしながら、このような視点を抜きに、受託者責任における自己執行義務を金融的側面から厳格に適用しようとすれば、不動産経営の専門能力が十分活かされなくなるおそれが生じ、その結果として投資家の最善利益が確保されない可能性がでてくる。このようなことにならないよう、不動産投資市場においては、適切な不動産経営に繋がる最善の管理分担体制の構築が必要である。

6. 価格面での説明責任の充実

不動産投資市場が健全に機能する上で、特に、不動産の鑑定評価における価格面での説明責任が十分果たされることが必要である。

不動産投資市場における鑑定評価は、次に掲げるとおり、不動産投資市場の基盤を支えるものであり、一般の鑑定評価における場合とは異なる観点からの留意も必要とされるものである。

鑑定評価の依頼者に対する説明責任ばかりでなく、投資家に対する説明責任が一層強く求められるようになってきていること。

当該鑑定評価が、結果として真正売買性や非連結性を担保するといった、スキーム組成の基礎条件の一つになっていること。

例えば、復帰価格に関する将来予測や管理費用の積算等によって収益価格が大きく異なってくる可能性があることから、鑑定評価額の決定理由についての説明を適切に行う必要があること。

他方で、不動産鑑定士がこうした説明責任を的確に果たすためには、鑑定評価の対象不動産について、投資スキーム上の位置付けや賃料情報、土壌汚染の調査結果、エンジニアリング・レポート等の情報が依頼者から的確に提供され、鑑定評価の信頼性を高めるような方策も併せて検討する必要がある。

このように、不動産鑑定士がこうした説明責任を的確に果たせるような不動産投資市場における不動産の鑑定評価のあり方について、早急に更なる検討を進める必要がある。

7. 価格の安定化機能が有効に機能する市場環境の整備

不動産証券化の進展により、利回りによる不動産価格の決定システムが浸透してきたことから、不動産市場における価格形成において価格の安定化機能がビルトインされてきており、これが適正な地価の形成に大きく寄与することが見込まれる。

したがって、適正な地価の形成に向けて十分機能するよう、不動産投資市場の進展に伴ってさらに充実させていく必要がある。

このためには、こうした価格の安定化機能が有効に機能するような市場環境の整備が重要であり、具体的には、上記に述べたような不動産固有のリスクや管理の良否等を判断できる情報、さらには収益の動向を判断できるような不動産投資インデックス等の情報の整備が重要である。

8. 長期かつ安定的な資金の持続的流入の促進

不動産が長期的な視野に立って適切に管理され、都市の成長にも資するようにしていくためには、不動産投資市場に長期かつ安定的な資金が持続的に流入することが必要である。

また、長期かつ安定的な資金流入は、金融市場における大量かつ急激な資金移動が、実物不動産市場において価格の攪乱要因となることを軽減する上でも重要である。

そのためには、個人や年金資金といった長期かつ安定的な資金が不動産投資市場に流入することが不可欠であり、そうした資金流入が可能となるよう、投資ビークルの資金の借入先の多様化や長期的な運用資金を誘導するための情報の整備などの市場の条件整備が重要である。また、このような観点からも、不動産投資インデックスの整備が必要である。

9. 不動産流通コストの軽減

複数ファンド間において不動産が円滑に移転できるようにするためには、不動産流通コストの軽減を図ることが重要である。

不動産取引における個別属性情報の流通実態は、売り主が保有する土壤汚染調査、エンジニアリング・レポート等の属性情報は必ずしも買い主には提供されず、買い主側は契約前に別途そうした調査を行っているなど、円滑な情報流通環境が整備されていないことにより、売り主・買い主で二重に費用を負担するという社会的コストが生じていた。

こうした社会的コストをできる限り低減するためには、対象不動産に関する個別属性情報に関する情報化項目の統一や電子情報化、維持・修繕などの履歴情報の保管体制の整備を進めること等により、これらの情報流通を円滑にする環境の整備が重要である。

また、不動産流通税など対象不動産を移転する上で要する経費についても、できる限り軽減することが必要である。

10. 投資スキームに関わりない不動産に共通したルールによる制度設計

これまでに掲げてきた不動産投資市場のあるべき機能は、いずれも土地政策の基礎となる実物不動産の観点から不動産投資市場が備えるべき機能である。

現在は、各投資スキームの依拠する法令に応じて適用されるルールが異なっているが、本来、基本的には投資スキームの違いによって変わってくる性格のものではない。

したがって、資産流動化法に基づく特定目的会社(TMK)、YK+TKスキーム、リート、不動産特定共同事業に基づくスキームといった投資スキームの違いに関わりなく、また、投資対象不動産が実物不動産のままか、信託受益権化されているかといった違いに関係なく、投資対象が不動産である限り、法制、税制、市場の各面において、不動産投資市場に共通して整備されるべきルールとして制度設計されるべきものである。

第4節 市場メカニズムの自律的作用を通じた価値の創造

前節に掲げる諸機能が不動産投資市場に備わることで、市場メカニズムの自律的作用を通じて、適切な不動産の経営、利益相反の回避、外部経済性につながる価値創造、さらには、価格の安定化機能の実現に寄与することが期待される。

これらの実現は、土地政策の目的である適正な土地利用の確保、並びに正常な需給関係及び適正な地価の形成に大きく資するものであり、土地政策の観点からも極めて大きな意義を有するものである。

また、このように、できる限り市場メカニズムを活用し、その自律的作用を通じて、土地政策上の課題とされる様々な問題が解決されるようにしていくことが重要であり、今後は、不動産投資市場のみならず、他の土地政策上の課題に対しても、民の力、市場の活力を最大限活用した土地政策、即ち「市場重視型の土地政策」への転換を推し進めていく必要がある。