

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 ～
参考資料

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

< 序章 >

土地政策の観点からの 不動産投資市場の検証

検証に当たっての基本的視点

基本的立場

土地政策の目的(土地基本法第1条)

適正な土地利用の確保

正常な需給関係、適正な地価の形成

不動産の存在意義

都市や街の基本要素
住生活の基盤
産業活動の基礎的条件

国富として健全に維持発展させて
いかななければならない。

目的

土地政策の立場から、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。

視点

適正な土地利用の確保

適正な土地利用は、「土地の効用が最大限
発揮される」ことで実現されるもの。

このためには、不稼働不動産の稼働化や、
所有と利用の分離を前提に利用すべき者に
適切に資源配分がなされるとともに、適切な
キャッシュフローが生み出されることが重要。

そのためには、健全な維持・管理、着実な質
向上、ひいては新たな価値創造につながる
ような環境整備が必要。

正常な需給関係、適正な地価の形成

バブル期には、投機的な土地取引抑制が最重要課題
だったが、バブル崩壊後は、持続可能な資金の安定的
流入が重要課題に。

不動産への持続的な資金流入は、不動産の維持、
質向上を図る上でも不可欠。

従って、そのような環境にあるか否かを検証する必要。
また、近時の不動産への急激な資金流入による過熱
傾向懸念に対し、不動産投資市場における価格形成
についても検証が必要。

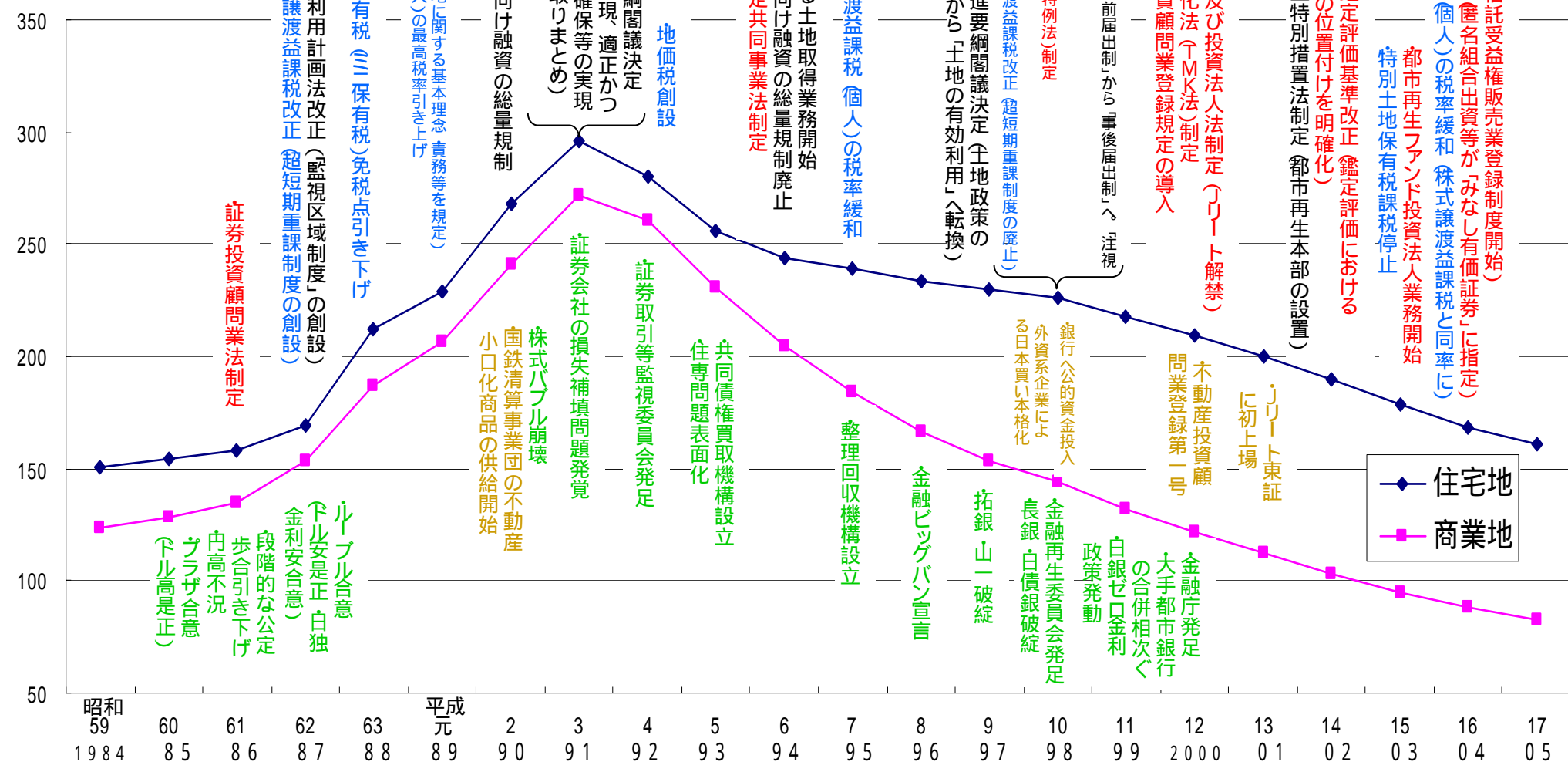
検証の目的視点

< 第1章 >

不動産投資市場が 土地市場に与えた影響

バブルの発生・崩壊と不動産取引市場

(指数: 昭和49年=100)



住宅地 (Blue line)

商業地 (Pink line)

昭和59 (1984): 証券投資顧問業法制定

昭和60 (1985): ヌール合意 (ドル安は正、白独金利安合意)

昭和61 (1986): 段階的な公定歩合引き下げ、内高不況、プラザ合意 (ドル高は正)

昭和62 (1987): 国土利用計画法改正 (監視区域制度) の創設、土地譲渡益課税改正 (超短期重課制度) の創設

昭和63 (1988): 特別土地保有税 (≡保有税) 免税点引き下げ

昭和64 (1989): 土地基本法制定 (全地に関する基本理念、責務等を規定)、土地譲渡益課税 (個人) の最高税率引き上げ

昭和65 (1990): 株式バブル崩壊、国鉄清算事業団の不動産小口化商品の供給開始

昭和66 (1991): 総合土地政策推進要綱閣議決定 (適正な地価水準の実現、適正かつ合理的な土地利用の確保等の実現に向けた各種施策の取りまとめ)、土地譲渡益課税強化

昭和67 (1992): 証券会社の損失補填問題発覚

昭和68 (1993): 共同債権買取機構設立、住専問題表面化

昭和69 (1994): 民都による土地取得業務開始、不動産業向け融資の総量規制廃止、不動産特定共同事業法制定

昭和70 (1995): 整理回収機構設立

昭和71 (1996): 土地譲渡益課税 (個人) の税率緩和

昭和72 (1997): 金融ビッグバン宣言

昭和73 (1998): 拓銀一破綻

昭和74 (1999): 金融再生委員会発足、長銀、白債銀破綻

昭和75 (2000): 銀行への公的資金投入、外資系企業による日本買い本格化

昭和76 (2001): 不動産投資顧問業登録第一号

昭和77 (2002): 金融庁発足、大手都市銀行の合併相次ぐ、白銀ゼロ金利政策発動

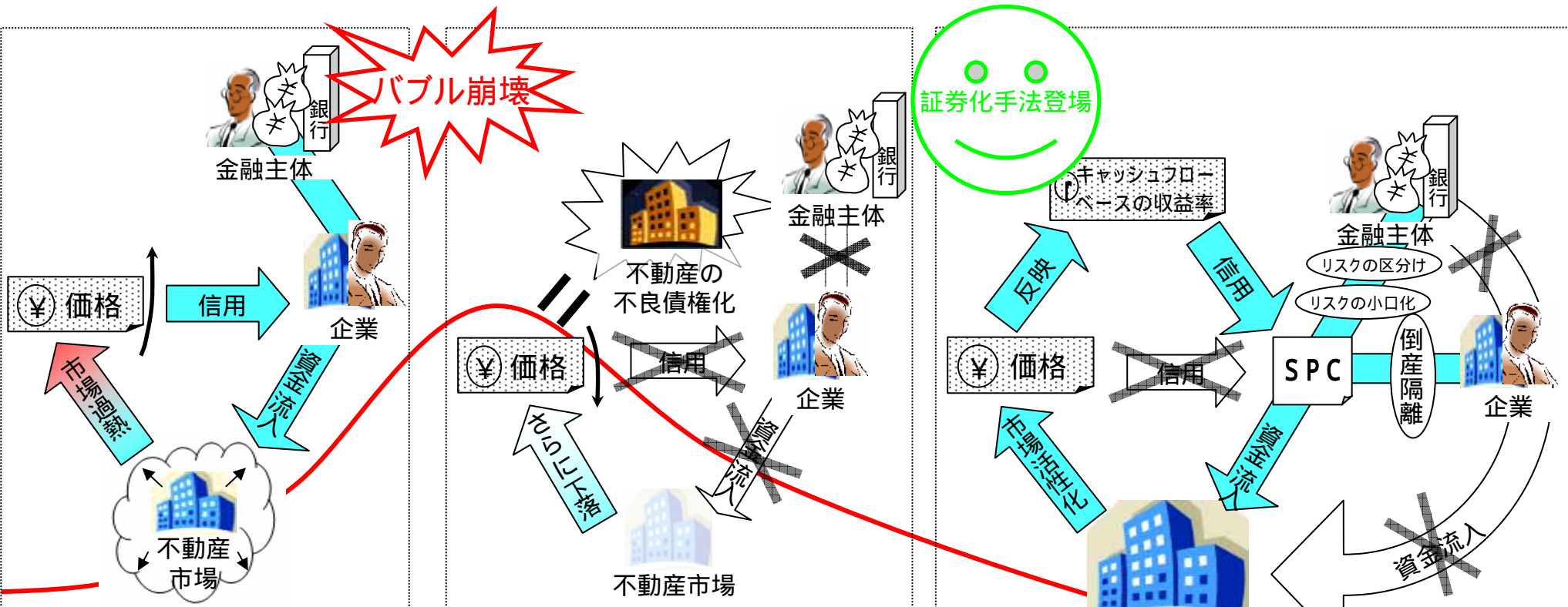
昭和78 (2003): 不動産鑑定評価基準改正、鑑定評価におけるDCF法の位置付けを明確化

昭和79 (2004): 都市再生特別措置法制定、都市再生本部の設置

昭和80 (2005): 信託業法改正 (信託受益権販売業登録制度開始)、証券取引法改正 (匿名組合出資等が「みなし有価証券」に指定)、土地譲渡益課税 (個人) の税率緩和 (株式譲渡益課税と同率に)、都市再生ファンド投資法人業務開始、特別土地保有税課税停止

出所: 国土交通省「地価公示」を基に作成 (年)

バブル前後における地価形成過程の変化



地価の推移

企業も金融機関も、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ため、地価上昇続く限り不動産市場に資金が流入し、それがまた、地価上昇を生むという現象を引き起こした。

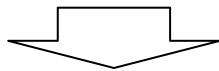
バブルが崩壊すると、地価の下落とともに不動産の不良債権化が進展し、間接金融システムは健全に機能しなくなった。それが不動産市場からの資金流入の縮小につながり、さらなる地価の下落を引き起こすという悪循環を引き起こした。

不動産証券化は、不動産価格を元に計算された収益利回りで投資が決定されるシステムであることから、リスクの区分け・小口化、倒産隔離スキームを背景として、間接金融システムと切り離された資金調達が可能となり、地価が下落しても不動産市場へ資金が流入し、地価の下支えにつながった。

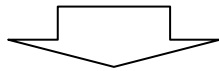
資産デフレへの歯止め

間接金融システムと切り離されたスキームにより、市場に自律的な回復力が発生。

バブル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いた。

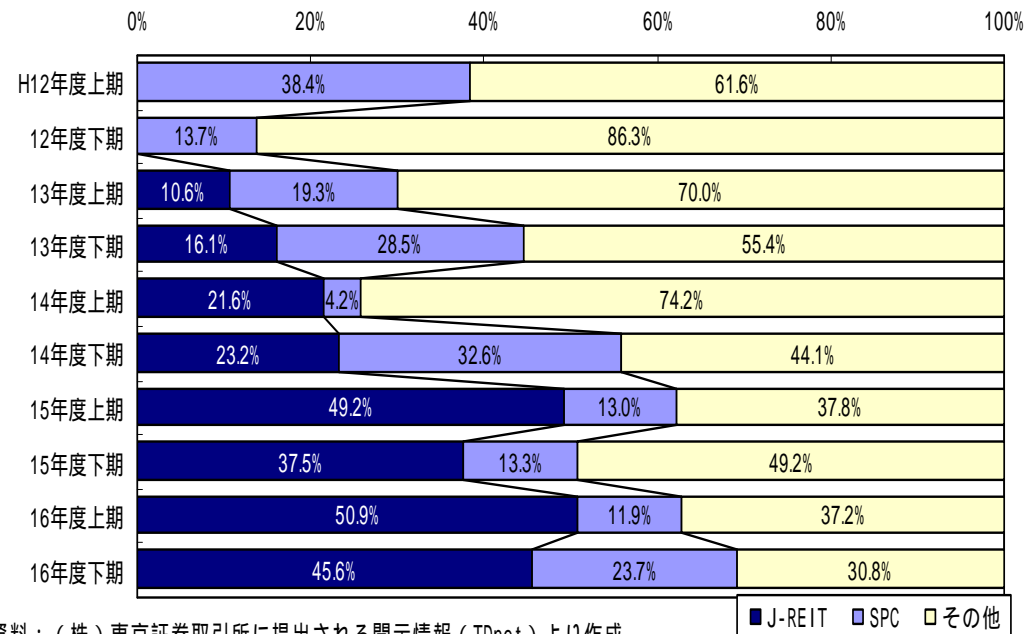


不動産証券化は、間接金融システムと切り離され、倒産隔離を前提としたスキームであるため、間接金融にかかわりなく不動産に投資資金を流入させ、投資ピークルを不動産の買い手として機能させる新たな手法となった。



土地市場に自律的な回復力が生じることによって、価格が下げ止まり、土地についての正常な需給関係と適正な地価の形成に大きく寄与した。

< 土地取引における売主・買主の形態(売買価格ベース) >



資料：(株)東京証券取引所に提出される開示情報(TDnet)より作成。

注1：東証、名証、札証、福証及びJASDAQの全上場企業並びに大証単独上場でTDnetでの開示を希望した一部の企業を含む。

注2：「SPC」は広義のSPCを指し、特定目的会社(TMK)等も含む。

資産デフレへの歯止め

< J-REIT物件から1km圏内にある地価公示ポイント数の状況(2005年8月31日時点) >



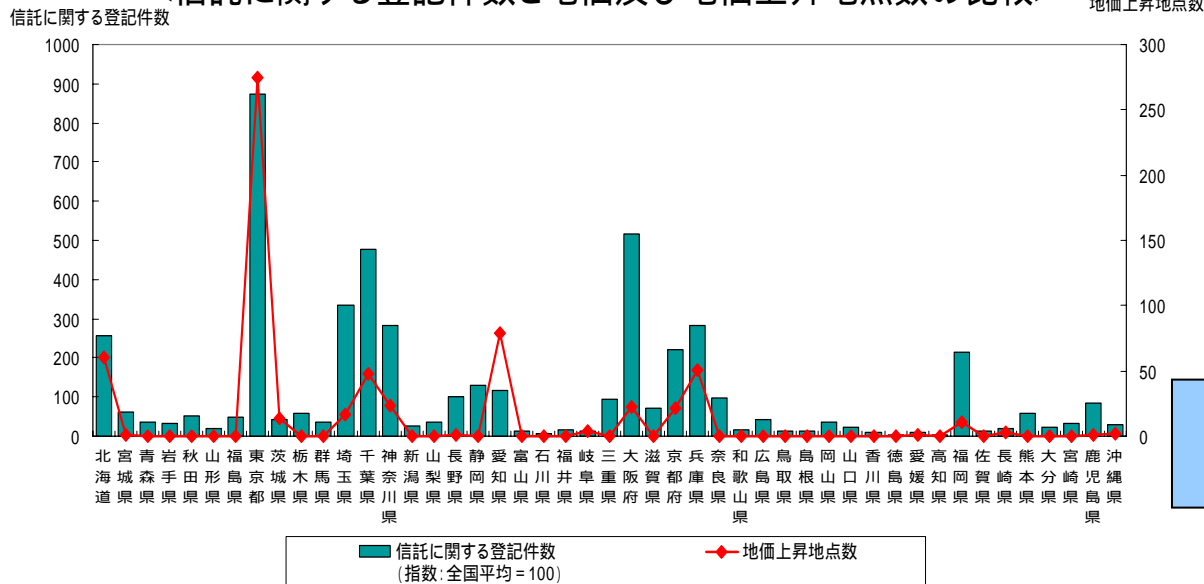
(J-リート物件及び地価公示をもとにニッセイ基礎研究所作成)

地価公示の上昇ポイントとJ-リート物件の周辺では地価上昇ポイントが多い。

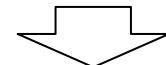
- : 地価上昇ポイントが多い。(107)
- : 地価上昇と横ばいのポイント数(5)の和と、下落ポイント数が同数
- : 地価下落ポイントが多い。(31)

(注) ()内は都心5区の該当J-REIT数

< 信託に関する登記件数と地価及び地価上昇地点数の比較 >



登記件数からも、不動産証券化、特に信託受益権化による取引が活発な地域が地価上昇地域であると推察される。



不動産証券化が地価の下げ止まり傾向に大きな役割

資料: 国土交通省「平成17年都道府県地価調査」、法務省「民事・訟務・人権統計年報」

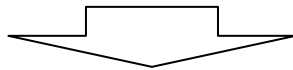
不稼働不動産の稼働化

倒産隔離、リスクの細分化により、リスクの大きい不稼働不動産に資金が流入

リスクの区分け、リスクの小口化によるリスクのトランピング(細分化)が可能となり、実物不動産のままであればリスクの大きかった不稼働不動産に投資を振り向けることが容易に。



不稼働不動産に資金流入がもたらされ、不稼働不動産の稼働化に重要な役割を發揮。



対象不動産の効用が發揮されることとなり、適正な土地利用の確保に貢献。

< JT工場跡地の活用 >

商業施設型REIT「フロンティア不動産投資法人」

・JTの全額出資により設立された「フロンティア・リート・マネジメント株式」により、平成16年に設立。

・JTが保有する遊休地及び将来遊休化が見込まれる土地について、賃貸用商業施設の建築等による有効活用及びその資産価値の向上を図っている。

・JTとのパイプライン契約によりJT閉鎖工場跡地の開発計画と連携して工場跡地を開発



< ジョイフルタウン岡山 >

JT岡山工場跡地を商業施設とアミューズメントテーマパークに転地し、都市再生を行った事例

不動産経営の効率化による価値の増進

競争の活発化により、不動産経営の効率化が促され、不動産の価値増進にも寄与

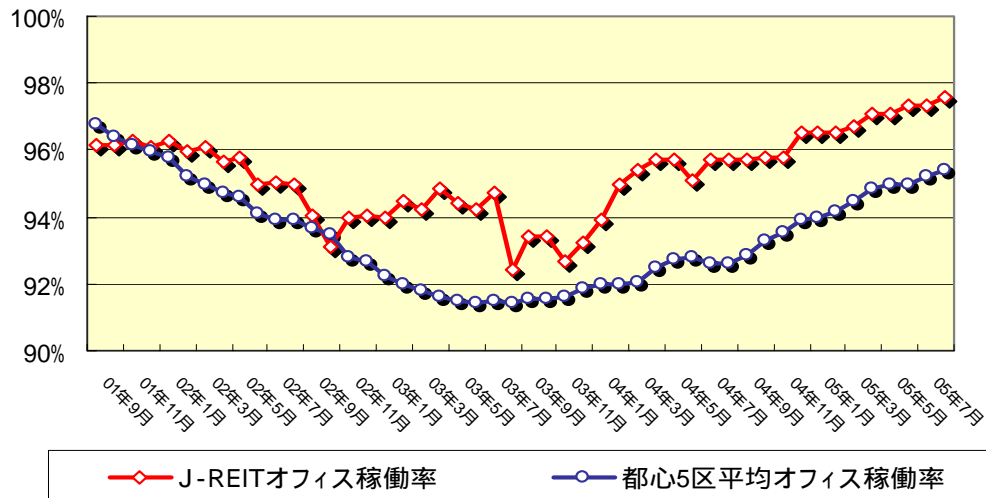
投資家からの投資を獲得するためには、基本的な経営方針やデータに基づいた経営上の数値目標、そこに至る戦略、さらには実際の運用状況、結果などが投資家に明示されることが必要。

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るとともに、常に多くの市場関係者の目にさらされる中で、経営の効率化が検証されることとなった。

不動産市場全体での競争が活発化し、不動産の管理主体による合理化、効率化努力が促進されるとともに、不動産経営の専門分化の促進による不動産ビジネスの活発化が図られるようになった。

不動産そのものの価値増進がもたらされることから、土地の経済的な有効高度利用が促進され、適正な土地利用の確保に貢献。

J-REITオフィスと都心5区オフィスの稼働率の推移



出所) 投資信託協会「投資信託」、三鬼商事データをもとに住信基礎研究所作成

注1) 都心5区平均オフィス稼働率 = 1 - 都心5区平均オフィス空室率

注2) J-REITオフィス稼働率には、都心5区以外に所在するオフィスビルも含まれている

(注) Jリートオフィスの稼働率が高い水準で推移している背景には、もともとJリートに組み込まれるビルの稼働率が高いなどの指摘もあるが、ビルオーナーに対するヒアリング調査結果(「不動産証券化市場の拡大とその影響に関する調査」(平成17年3月住信基礎研究所)のヒアリング調査)によれば、「ビル競争力を高めるため、1~2年前倒しでリニューアルを実施した」、「建物の維持管理に対する意識が向上した」などと指摘するビルオーナーも多く、Jリート保有ビルの登場は、オフィスビル市場での競争を活発化させているといえる。

不動産市場の透明化

投資家のみならず市場全体に、投資不動産に係る様々な情報開示をもたらし、不動産市場の透明化に寄与。

< 開示情報の例 >

特定資産の概要

用途地域、構造、所有形態、不動産管理会社、特記事項(区分所有、都市計画、建築基準、PCB、アスベスト等)

取得価格及び鑑定評価額等

取得価格、取得時鑑定評価額、期末算定価格、不動産鑑定会社、評価方法、利害関係等

賃貸借の概況

テナント総数、総賃貸面積、稼働率、賃貸事業収入、賃貸事業費用(修繕費、減価償却費)等

一覧表

②【投資不動産物件】

(1) 当投資法人の保有に係る不動産等資産の概要(一覧表)

下記の表は、平成17年3月31日現在における当投資法人の保有に係る不動産等資産の概要を一覧表にまとめたものです。個々の不動産等資産については、下記「(2)当投資法人の保有に係る不動産等資産の概要(個別物件表)」をご参照ください。

| 地域区分 | 物件名称 | 特定資産の種類 | 稼働率(注1) | 期末算定価格(百万円) (注2) | 取得価格(注3) (百万円) | 取得時比率 | 取得時比率 |
|---------|-------------|----------|---------|------------------|-------------------|--------|-------|
| 東京都千代田区 | ここらからの光風プラザ | 不動産(注4) | 100.0% | 5,890 | 5,900,000 | 1.7% | |
| | MD神田ビル | 不動産 | 100.0% | 8,140 | 9,520,000 | 3.3% | |
| | 御台場パーク | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 東京都千代田区 | 東横ビルディング | 不動産 | 100.0% | 1,340 | 1,500,000 | 0.5% | |
| | 目黒日出ビルディング | 不動産特別受益権 | 89.2% | 3,480 | 3,607,000 | 1.3% | |
| | 合計 | | 97.0% | 293,342 | 290,510,500 | 100.0% | |

(注) 1. 稼働率は、不動産の「利用開始日」から算出しております。

(注) 2. 期末算定価格は、当投資法人の規約及び内閣府令「投資法人の管理規程、損益計算書、資産運用報告書、金銭の分配に関する計算書及び財務諸表に関する規程」に基づき、不動産鑑定士による調査価格(決算日を価格時点として、大和不動産鑑定株式会社又は株式会社鑑定法人ルー・スティアが行った価格調査)によるものを記載しております。その評価方法等については、下記「(2)当投資法人の保有に係る不動産等資産の概要(個別物件表)」の取得価格、鑑定評価額及び期末算定価格等に関する説明をご参照ください。

(注) 3. 取得価格は、取得に伴う付帯費用は含まれておりません。

(注) 4. 資産種別は、東京府、神奈川県、千葉県及び埼玉県をいいます。

(注) 5. 「ここらからの光風プラザ」及び「N日大武蔵島根センタービル」の特定資産の種類は、不動産及び土地の賃貸借です。また、「小田原町日本橋ビルディング」の特定資産の種類は、不動産及び土地の賃貸借を債権とする信託の受益権です。

(注) 6. 上記の表は、不動産等資産が区分所有である場合には、当投資法人の保有に係る不動産等資産の概要のみを記載し、他の区分所有者の保有に係る不動産等資産の価格は除外したものであります。

(注) 7. 当投資法人は、上記の表に記載の資産のほか、平成17年3月31日に、建前フロント特定目的会社の発行する優先払戻証券を取得価格96百万円で取得し(優先買戻率49.87%)、これに伴い、「(仮称) 瑞穂センタービル」にかかる不動産等資産をその工事完了後に優先的に買取る権利(優先買戻権)を取得しております。

算定価格、鑑定評価会社等

個別表

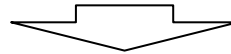
物件名称：有楽町電気ビルディング

| 特定資産の概要 | | 取得価格及び鑑定評価額等 | |
|--|----------------------------------|------------------------------|--|
| 特定資産の種類 | 不動産 | 取得価格 | 7,200,000千円 |
| 取得年月日 | 平成15年8月1日 | 本件不動産の取得価格合計に対する比率 | 2.5% |
| 信託受益権の概要 | 信託設定日 | — | 価格時点 |
| | 信託受託者 | — | 鑑定評価額 |
| | 信託期間満了日 | — | 取得時の不動産鑑定額の概要 |
| 所在地 | 土地地番 | 東京都千代田区有楽町一丁目3番10地26番(注)1. | 取得価格 |
| | 住居表示 | 東京都千代田区有楽町一丁目7番1号 | 鑑定評価額 |
| 用途地域 | 商業地域 | 調査の基準となる時点 | 平成17年3月31日 |
| 建物用途 | 事務所 | 期末算定価格 | 7,030百万円 |
| 面積 | 土地 | 5,749.91㎡(注)2. | 賃貸借の概況(平成17年3月31日現在) |
| | 建物 | 70,287.65㎡(注)3. | |
| 構造 | 鉄筋コンクリート・鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根地下4階付20階建 | 総賃貸可能面積 | 4,694㎡ |
| | | 総賃貸面積 | 4,694㎡ |
| 建築時期 | 昭和50年9月 | 稼働率 | 100.0% |
| 所有形態 | 土地 | 所有権(注)4. | 損益状況(単位：千円) |
| | 建物 | 区分所有権(建物所有割合：10.78%) *管理規約あり | |
| 不動産管理会社 | 有電ビル管理株式会社 | 運用期間 | 自平成16年10月1日 至平成17年3月31日 (日数182日) |
| 【特記事項】 ①当該建物の鉄骨に耐火被覆材としてアスベストが使用されており、当該建物の改修・解体時には法令に従った処理が必要となります。 ②当該建物は区分所有されており、区分所有者間で管理規約においては専有部分及び敷地の譲渡に係る他の区分所有者の優先買戻権に関する事項等が定められております。なお、当該土地に対しかる区分所有建物の敷地権の設定は行われておりません。 | (A) 賃貸事業収入 | 282,608 | |
| | (B) 賃貸事業費用 | 111,497 | |
| | 管理業務費 | 33,820 | |
| | 水道光熱費 | 18,561 | |
| | 公租公課 | 32,148 | |
| | 損害保険料 | 477 | |
| (注) 1. 27棟の内24棟は建物の他の区分所有者が所有。 (注) 2. 建物敷地全体の面積(建物の他の区分所有者の持分を含みます。) (注) 3. 建物1棟全体の延床面積(建物の他の区分所有者の持分を含みます。) (注) 4. 3番619.35㎡。一部に地下鉄道敷を目的とした地上権の設定があります。 | 修繕費 | 8,094 | |
| | 減価償却費 | 18,394 | |
| | その他費用 | — | |
| (C) 賃貸事業損益 (C) = (A) - (B) | | 171,111 | |

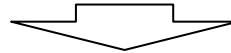
不動産価格の安定化機能のビルトイン

利回りと価格が逆相関の関係で結びつけられ、不動産価格の安定化に寄与

不動産投資市場においては不動産価格をもとにIRR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が決定



利回りと価格の逆相関の関係により不動産価格の安定化機能（スタビライザー機能）がビルトイン



不動産価格上昇
不動産価格下落

利回り低下
利回り上昇

資金流入低下
資金流入上昇

$$P_{\uparrow\downarrow} = \frac{C_1}{(1 + irr_{\downarrow\uparrow})} + \frac{C_2}{(1 + irr_{\downarrow\uparrow})^2} + \dots + \frac{C_n}{(1 + irr_{\downarrow\uparrow})^n} + \frac{P_n}{(1 + irr_{\downarrow\uparrow})^n}$$

P：不動産価格

irr：内部収益率

C_n ：n年目の収益

P_n ：n年目の不動産価格

現段階では不動産価格における安定化機能について明確な実証はされていないが、今後、適正な地価形成を実現する上で極めて重要。

地価と投資システム

バブル崩壊までの投資システム

土地投資では、地価上昇がもたらすキャピタルゲインに主眼が置かれる傾向にあり、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るため、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。

地価の下落局面になると、土地の資産価値が下落するため、不良債権化が急速に進み、それが金融の融資能力の減退を生み、地価下落の加速化につながった。

地価が下落する限り、土地の資産価値の減少は止まらないため、金融の融資能力の回復は望めず、土地市場が自律的に働いて地価を下げ止めることは困難であった。

証券化時代の投資システム

土地投資、土地融資のいずれも、不動産がもたらすキャッシュフローを判断して行われることから、地価の上昇局面においては、いずれかの段階でキャッシュフローベースの収益率が下落することにより、資金流入が止まり、地価上昇に歯止めがかかる。

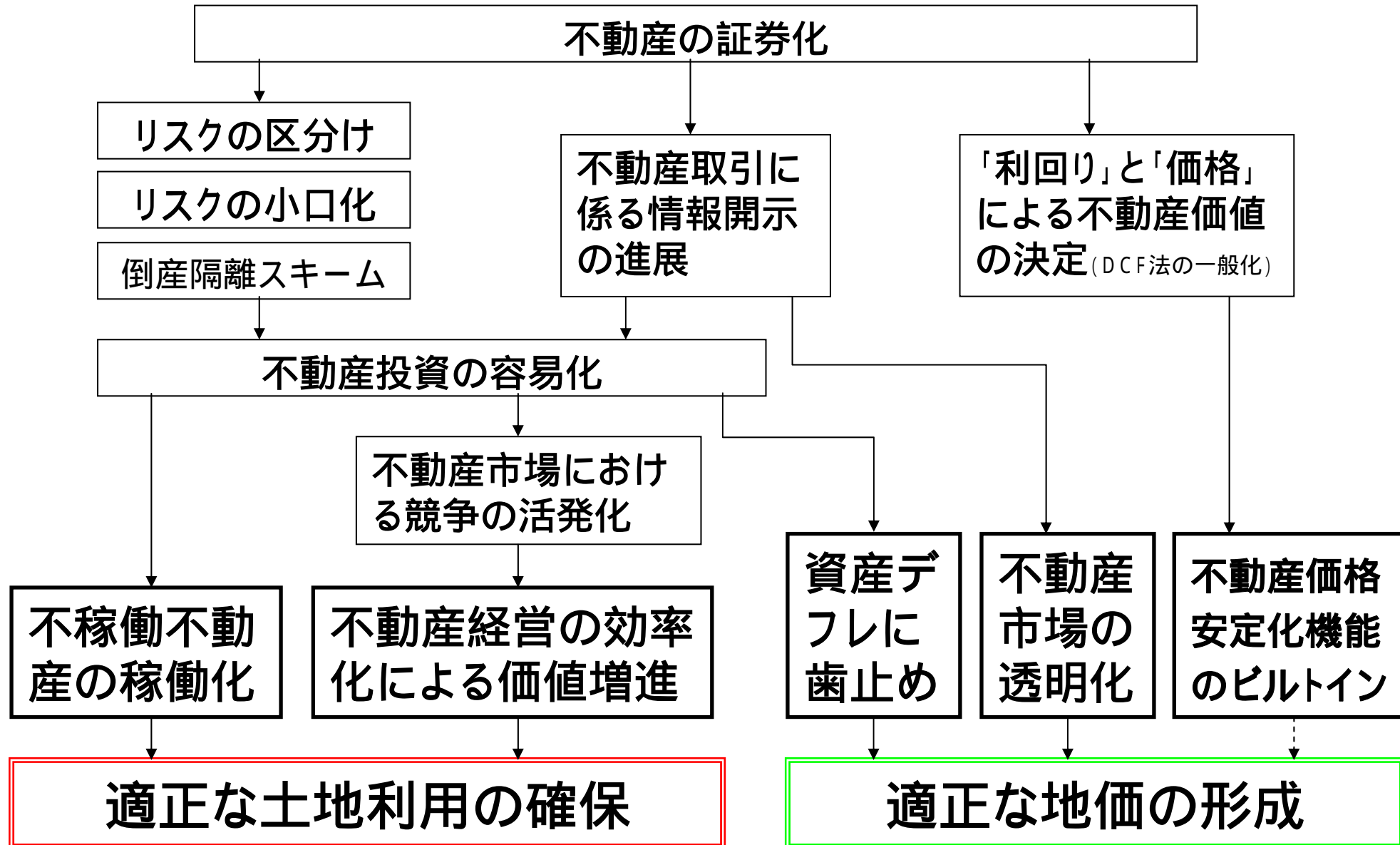
地価が下落しても、キャッシュフローを根拠として融資が行われているため、不良債権化は起きにくく、金融システムの健全性は維持される。

地価の下落局面においては、いずれかの段階でキャッシュフローベースの収益率が上昇に転じるため、市場への資金流入は回復し、市場の自律的な力によって、地価の下落に歯止めがかかる。

・ 現在は、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こりにくい。

・ しかし、今後、地価上昇に歯止めがかかるシステムが正常に機能するかについては、的確なモニタリングを行うことなどによる、しっかりとした検証が必要。

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



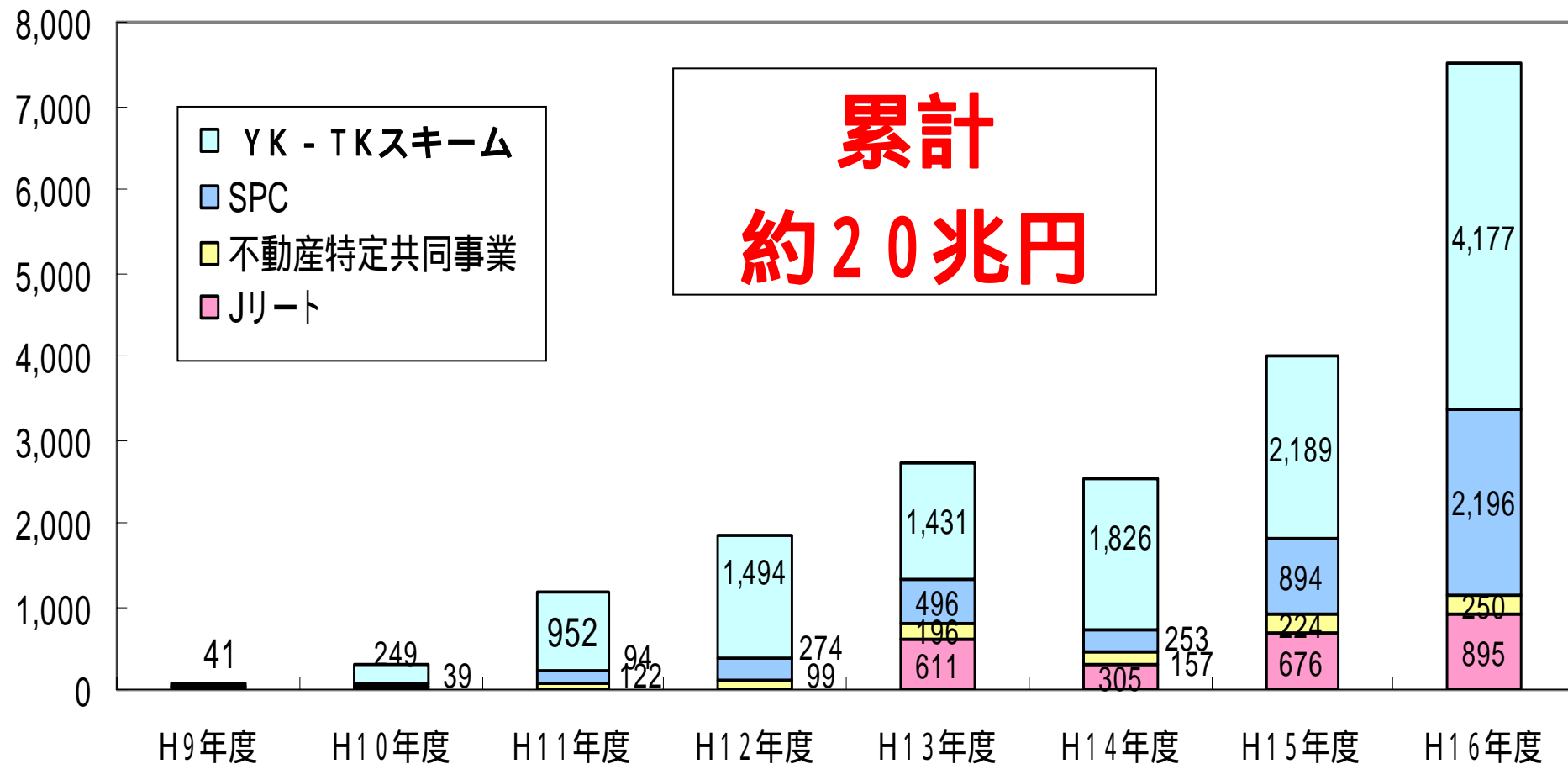
< 第2章 >

不動産投資市場の現状と課題

資金循環における不動産投資市場の拡大

<不動産証券化の実績の推移>

資産額(10億円)

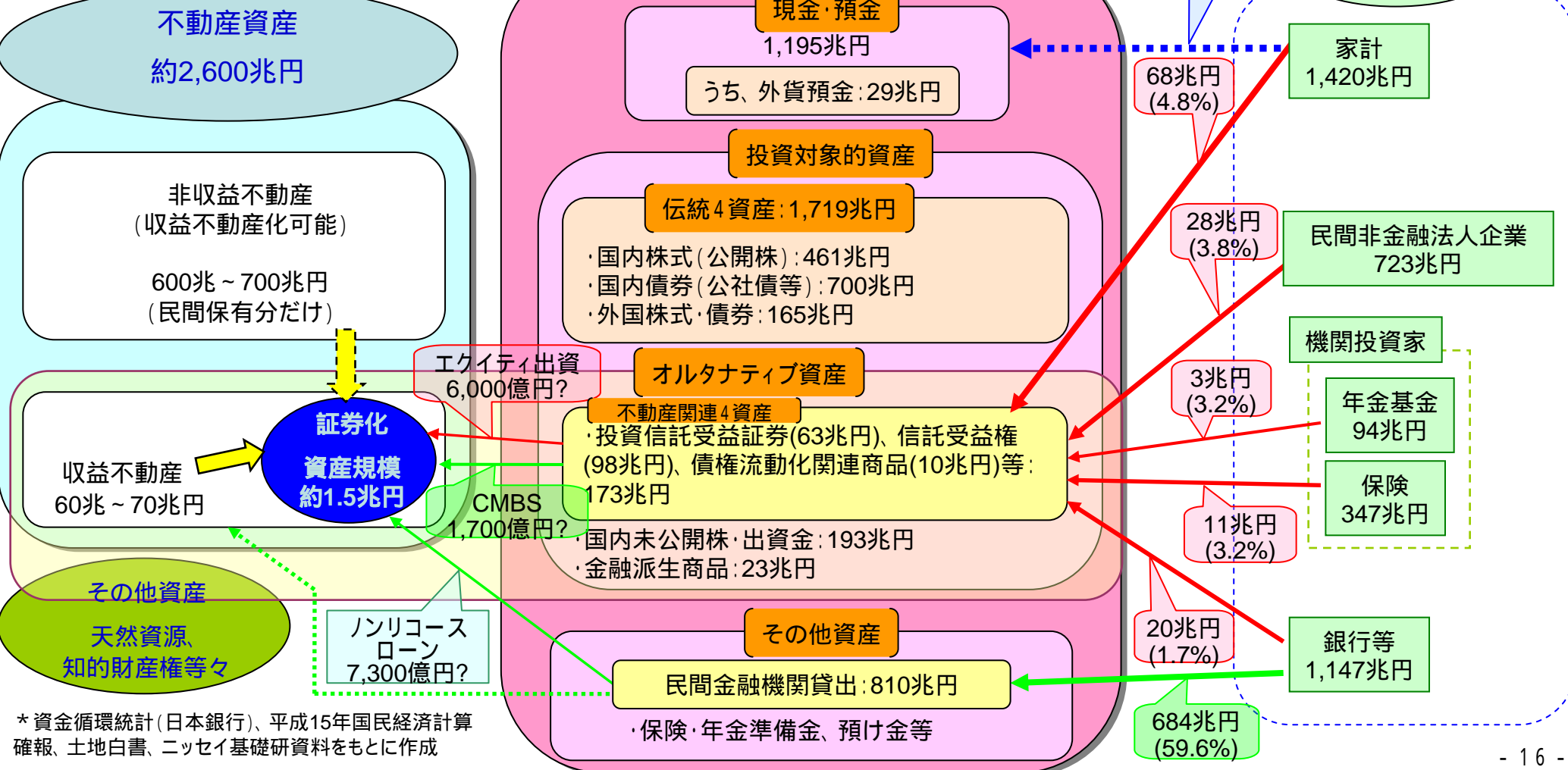


国土交通省「不動産の証券化実態調査」

日本の金融市場と不動産市場(2000年第2四半期)

証券化によって、金融資産と不動産資産がリンク。
しかし、不動産証券化市場の規模は約1.5兆円と小さく、未成熟。

- 1:債権流動化商品には、匿名組合(TK)出資や特定目的会社(TMK)の発行証券、資産担保証券(ABS)が含まれる。
- 2:CMBSの発行規模は1,700億円程度といわれている。
- 3:不動産資産・非収益不動産は1999年末、収益不動産は2000年末、不動産証券化資産規模は1999年度末現在。
- 4:証券化不動産に対する投資額は、エクイティ出資4割、デット出資6割(LTV=0%)として算出

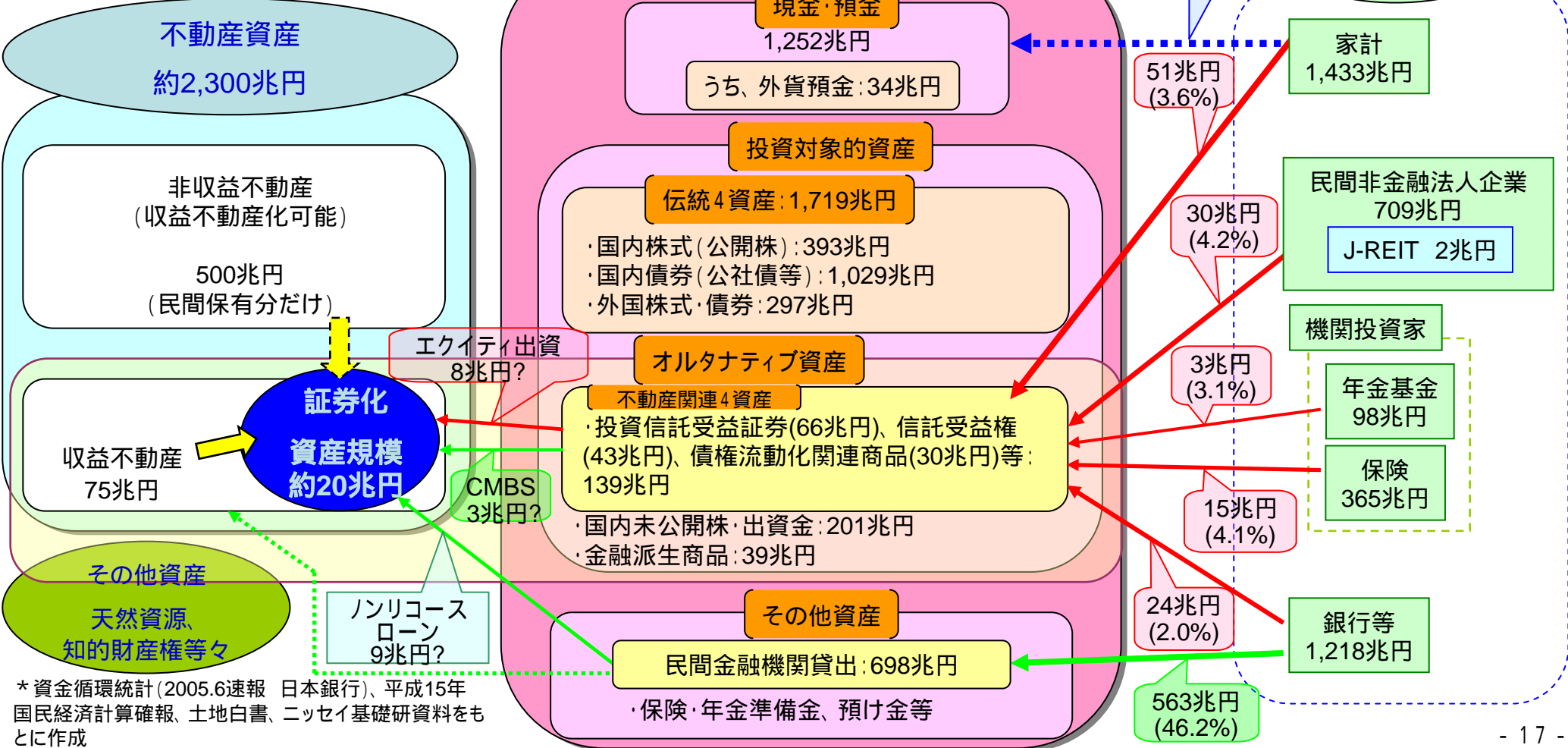


* 資金循環統計(日本銀行)、平成15年国民経済計算
確報、土地白書、ニッセイ基礎研資料をもとに作成

日本の金融市場と不動産市場(2005年第2四半期)

不動産投資市場は急速に成長しているが、まだまだ小さい規模。今後さらなる成長の可能性。金融、実物不動産の巨大な市場が存在する中、資金のパイプはまだ細い。最も大口の投資主体は家計であり、この資金をどう取り込むかが課題。しかしながら、不動産投資市場が資金循環の一セクターを構成するようになったことも事実。

- 1:投資信託受託証券には、J-REITの投資証券が含まれる。
- 2:債権流動化商品には、匿名組合(TK)出資や特定目的会社(TMK)の発行証券、資産担保証券(ABS)が含まれる。
- 3:不動産資産・非収益不動産は2003年末、収益不動産は2005年末(推計)、不動産証券化資産規模は2005年度末現在。
- 4:証券化不動産に対する投資額は、エクイティ出資4割、デット出資6割(LTV = 60%)として算出



* 資金循環統計(2005.6速報 日本銀行)、平成15年国民経済計算確報、土地白書、ニッセイ基礎研資料をもとに作成

資金循環における不動産投資市場の拡大

～ 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～

資産運用先不足を背景に、独自の特性を持つ不動産投資市場への資金が流入

< 投資家サイドのニーズ >

ポートフォリオ組成の的確化

不動産証券化商品は、株式市場との連動性が限定的であるなど、株式や債権とは異なる特性を有している。



不動産証券化商品を投資対象としてポートフォリオに組み込むことにより、よりリスクが分散された形での的確なポートフォリオ組成が可能に。

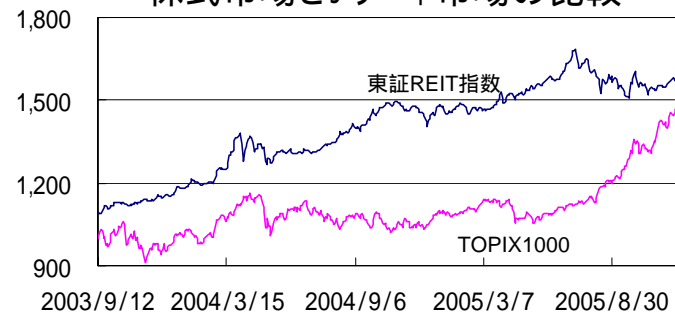
安定的収益が見込める資金運用先の不足

特に国内では、高利回りの国債の大量償還、優良企業による有利子負債削減努力による社債の市場の縮小が発生。



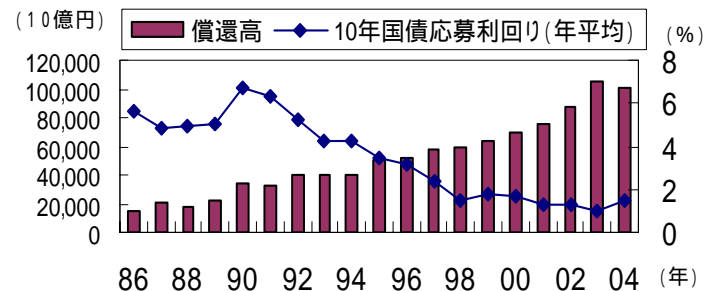
投資先のあてのない大量の余剰資金が発生し、不動産投資市場への資金流入の一因に。

< 株式市場とリート市場の比較 >



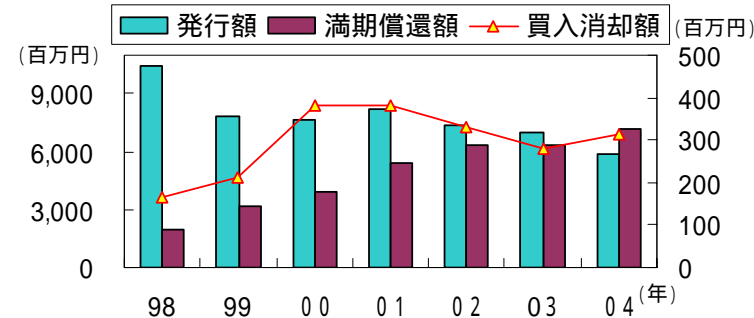
(東京証券取引所公表データを基に作成)

< 普通国債の償還高と利回りの推移 >



(金融経済統計月報(日本銀行調査統計局)を基に作成)

< 普通社債の発行額と償還額等の推移 >



(日本証券業協会HPを基に作成)

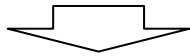
資金循環における不動産投資市場の拡大

～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～

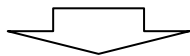
年金運用収益の改善の必要性が高まっていることも、不動産投資市場の資金流入の要因に。

年金運用収益改善圧力の高まり

年金を取り巻く環境は現在、運用収益の低迷による利差損の発生、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の影響から、年金財政の悪化が広く発生

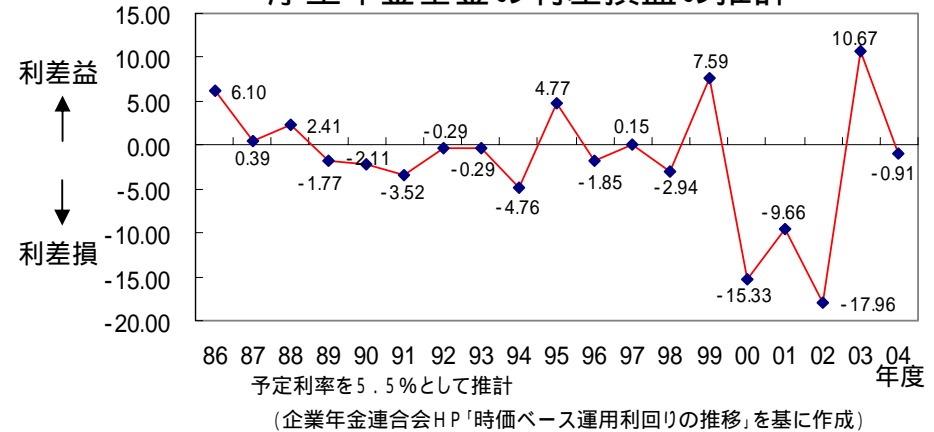


一方、「退職給付会計」の導入(2000年4月以降)により「退職給付引当金」が負債として計上され、企業の格付けに影響

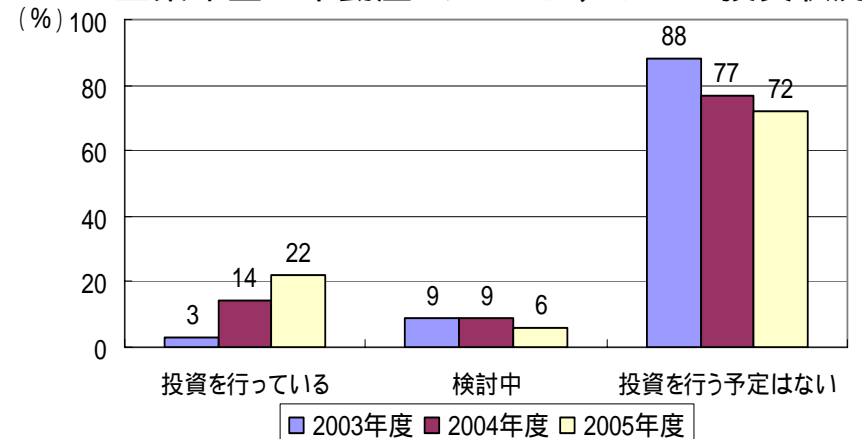


企業にとって、年金の運用収益を改善することが急務となり、不動産投資市場への資金流入の一因に。

< 厚生年金基金の利差損益の推計 >



< 企業年金の不動産プライベートファンドへの投資状況 >



(第3～5回「機関投資家の不動産・リート等投資に関するアンケート調査」(不動産証券化協会)を基に作成)

資金循環における不動産投資市場の拡大

～事業者側から見たオフバランス不動産投資に対する需要～

間接金融から直接金融への流れが、事業者の保有資産のオフバランス化を促進

< 事業者サイドのニーズ >

ROA、ROE 向上の必要性の高まり

間接金融から直接金融への転換の流れの中で、市場の評価を高めるため、ROA、ROEの向上が必要。

自己資本比率を下げずにROEを上げるためには、ROAの向上が必要。そのためには、総資産の削減が必要であるため、証券化の活用によるオフバランス化が促進。

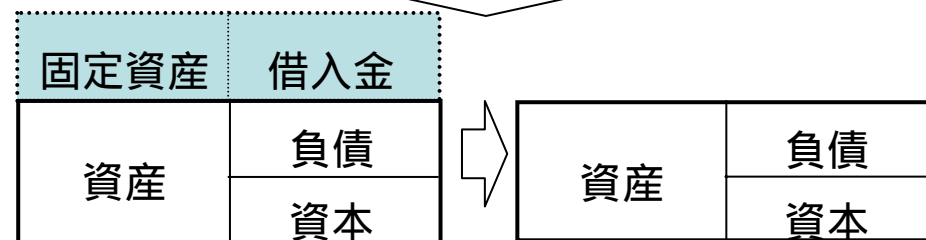
新たな競争優位性を確保する必要性が上昇

間接金融中心の金融システムでは、不動産保有が企業の信用力の源泉として機能したため、それがオンバランスでの不動産保有の要因となった。

間接金融から直接金融への転換の流れの中では、競争優位性を確保するためには、コスト合理性・リスク合理性及び企業戦略との適合性の原則に合わない保有不動産のオフバランス化が重要と考えるようになっている。

< ROA、ROEとバランスシート >

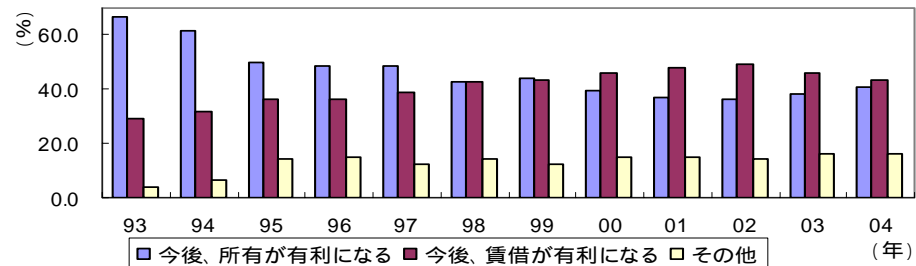
$$\text{株主資本利益率 (ROE)} \uparrow = \frac{\text{総資産利益率 (ROA)} \uparrow}{\text{自己資本比率}}$$



固定資産をオフバランス化し、借入金を返済

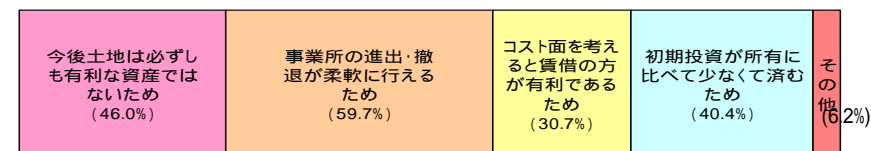
総資産が減少し、ROAが改善

< 今後、「所有」と「借地・賃借」のどちらが有利と考えるか >



(平成16年度「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」(株)ニッセイ基礎研究所)

< 工地・建物の賃借が有利になると考える理由 >



(平成16年度「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」(株)ニッセイ基礎研究所を基に作成)

資金循環における不動産投資市場の拡大

～ 事業者側から見たオフバランス不動産投資に対する需要～

競争激化による大規模な集中投資の必要性の上昇も、オフバランス化を促進

大規模な集中投資の必要性の上昇

グローバルにも国内的にも、企業間の競争が激化。

限られた期間でマーケットシェアを確保し、競争力を維持するためには、短期間で大規模に投資する必要。

オンバランス事業だけでは資金の確保に限界があり、オフバランスによる低コストの資金調達が必要。

< サンリブシティ小倉 >



福岡リート法人が取得。

地元資本の(株)サンリブのオフバランスにより事業展開を実現

< あるショッピングセンター開発管理業者が手掛ける店舗の例 >

商業施設のオフバランス化

1992年～1996年 : 「土地+建物」をオンバランスで所有(所有権)

1999年頃～ : 「土地」のオフバランス化(借地権)、さらには「土地+建物」のオフバランス化も(建物賃貸借)

事業用地の大規模化

商業施設面積規模 : **約2倍の規模に**
(49,632㎡ → 93,455㎡)

開店時期の早い5店舗(1～5)と最近開店した5店舗(14～18)について、それぞれの算術平均を比較

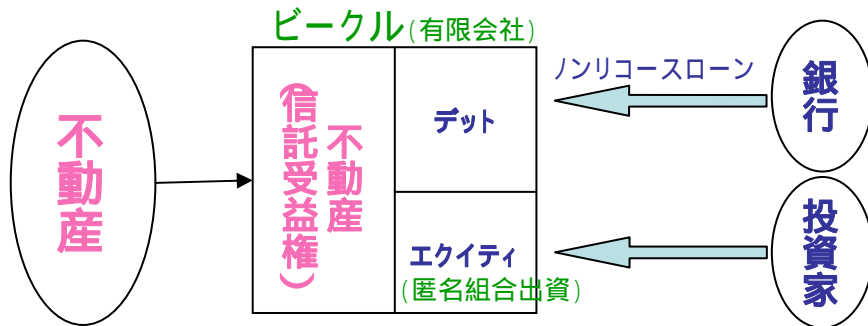
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| 開店時期 | 1992年 | 1993年 | 1993年 | 1995年 | 1996年 | 1996年 | 1999年 | 2000年 | 2000年 | 2000年 |
| 所在地 | 青森県西津軽郡 | 秋田県秋田市 | 千葉県富津市 | 青森県上北郡 | 三重県鈴鹿市 | 大分県下毛郡 | 岡山県倉敷市 | 千葉県成田市 | 愛知県岡崎市 | 高知県高知市 |
| 商業施設面積 | 35,989㎡ | 65,194㎡ | 32,425㎡ | 48,000㎡ | 66,554㎡ | 31,348㎡ | 71,706㎡ | 65,913㎡ | 69,118㎡ | 54,190㎡ |
| 事業方式 | 所有権 | 所有権 | 所有権 | 所有権 | 所有権 | 所有権 | 普通借地権 | 所有権+普通借地権 | 事業用借地権 | 建物賃貸借 |

| | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 |
|--------|---------|-----------|---------|---------|-----------|----------|-----------|----------|
| 開店時期 | 2001年 | 2001年 | 2001年 | 2002年 | 2003年 | 2003年 | 2004年 | 2004年 |
| 所在地 | 愛媛県新居浜市 | 愛知県知多郡 | 神奈川県大和市 | 富山県高岡市 | 岩手県盛岡市 | 群馬県太田市 | 静岡県浜松市 | 大阪府泉南市 |
| 商業施設面積 | 50,215㎡ | 56,334㎡ | 33,153㎡ | 64,534㎡ | 74,784㎡ | 120,008㎡ | 68,126㎡ | 139,822㎡ |
| 事業方式 | 普通借地権 | 所有権+普通借地権 | 所有権 | 普通借地権 | 所有権+普通借地権 | 普通借地権 | 所有権+普通借地権 | 事業用借地権 |

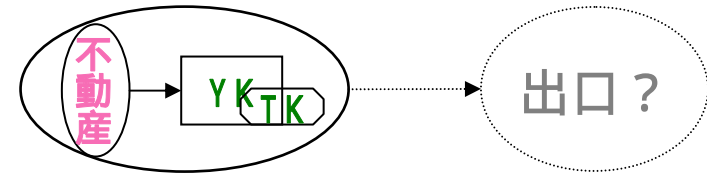
2004年までの開店実績

プライベートファンドとJリートの相互補完的成長・発展

不良債権処理のための資産流動化

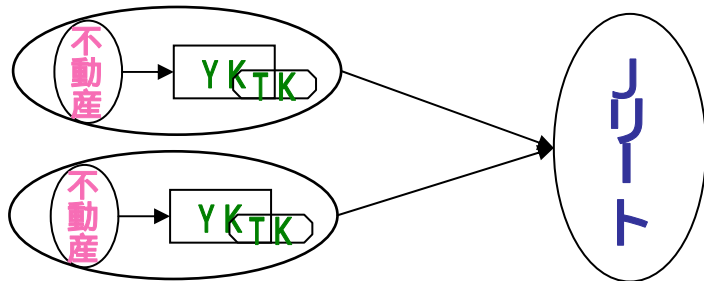


< ファンド組成上の課題 >



・運用期間経過後の対象不動産の処分先が必要

Jリートの出現



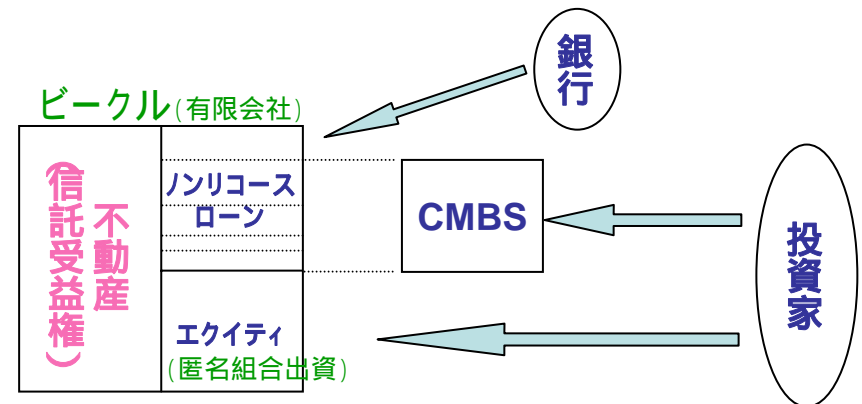
Jリートの出現

- ・金融側の求める流動性の確保
- ・不動産側の求める長期保有が可能に

プライベートファンド: 出口の確保
Jリート: 物件の確保

**相互補完的な
成長メカニズム**

ノンリコースローン借入れの活発化

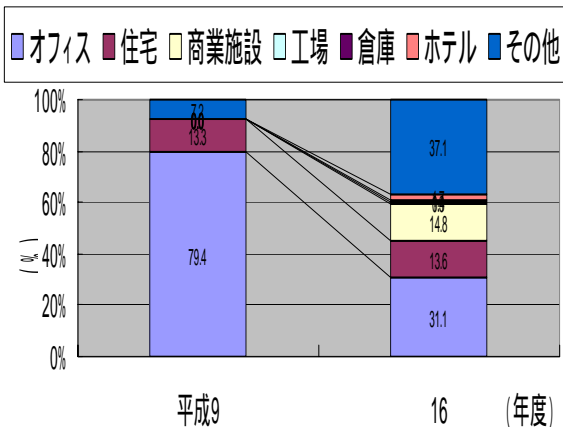


- ・歴史的な低金利を背景としたレバレッジ
- ・CMBS組成により、特定の金融機関に依存しない形で資本市場を通じた資金調達が可能に

プライベートファンドとJリートの相互補完的成長・発展

投資対象物件及び許容リスクの拡大

＜証券化された不動産の用途別資産額の割合＞



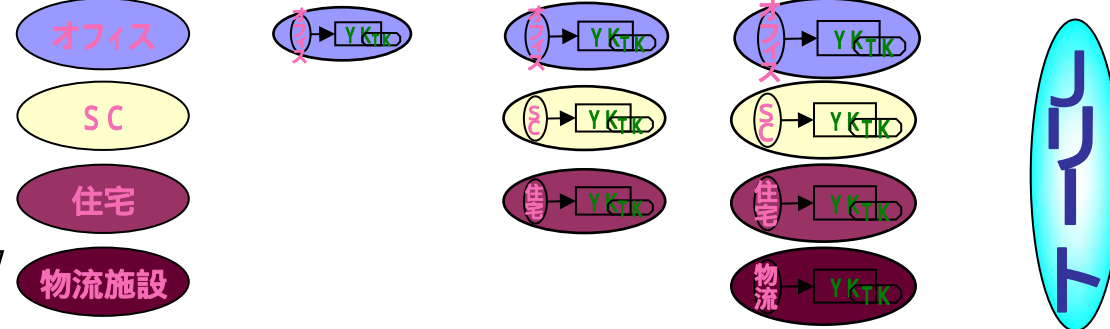
資料:国土交通省「不動産の証券化実態調査」
 注1:「その他」に含まれるものは以下のとおり。
 ・オフィス、住宅、商業施設、工場、倉庫、ホテル以外の用途のもの(駐車場、研修所等)
 ・対象となる不動産が複数の用途に使用されているもの
 ・用途の異なる複数の不動産を対象としているもの
 注2:平成13年度以降は、SPC法に基づく実物不動産の証券化について、内訳が不明のため除いてある。

| | Opportunistic | Enhanced | Core | Jリート |
|---------|-------------------|----------------|-----------------|-------|
| 投資家 | 海外機関投資家 海外ファンド | 国内事業法人 海外年金 | 国内機関投資家 国内年金 | 個人投資家 |
| LTV | 70%以上 | 60~70% | 50~60% | 50%以下 |
| 物件運用期間 | 2年以内 | 3~4年 | 5~10年 | 10年以上 |
| 目標配当利回り | 9~12% | 7~9% | 6~7% | 4~6% |
| 目標IRR | 20%以上 | 15%以上 | 10%以上 | 5%以上 |

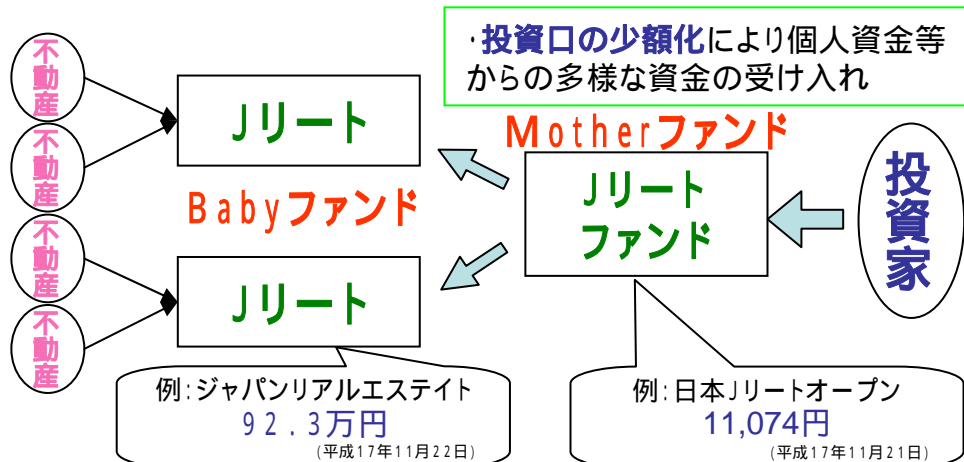
「不動産プライベートファンドの実態と不動産投資市場における役割」
 住信基礎研究所を元に作成

許容リスクの拡大

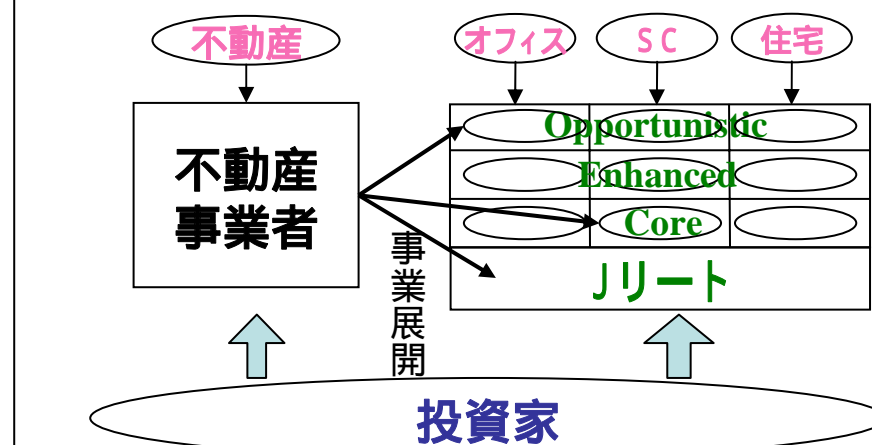
投資対象物件の拡大



ファンドオブファンズ

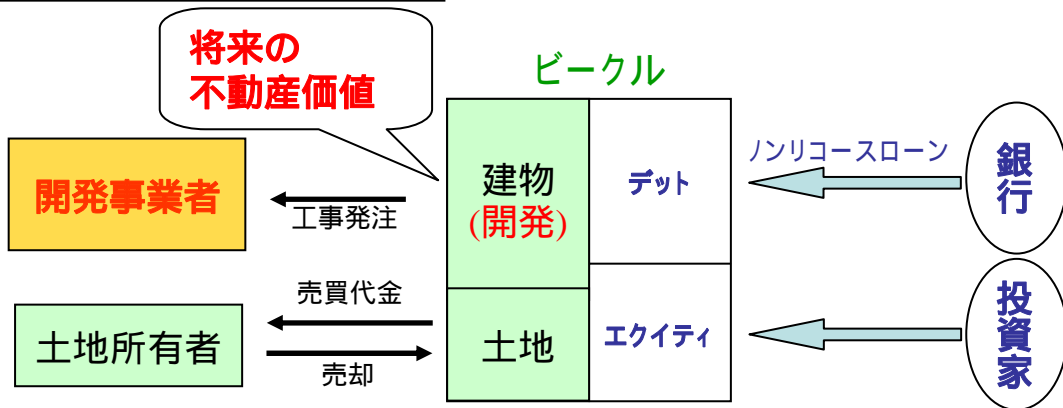


オンバランス + オフバランス事業



プライベートファンドとJリートの相互補完的成長・発展

開発型証券化の出現



・資金調達力の拡大

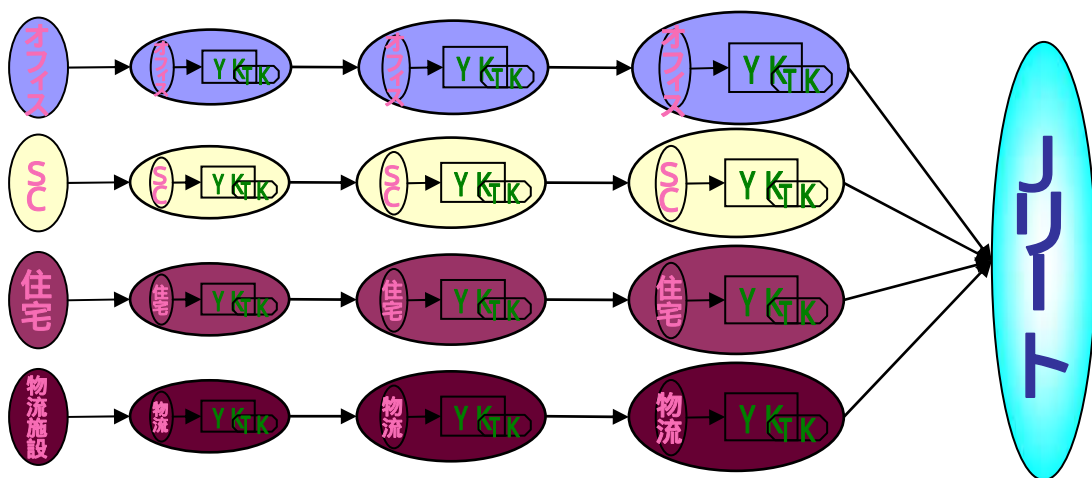
従来の不動産事業者の資金調達力では困難であった大規模資金の調達が可能に

・投資リスクの限定

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に

長期かつ大規模な
開発型証券化の拡大

ファンド間の不動産のリレー



多種多様なファンドの形成により市場に多種多様な物件が出回る

ファンド: 組成物件の取得がさらに容易に

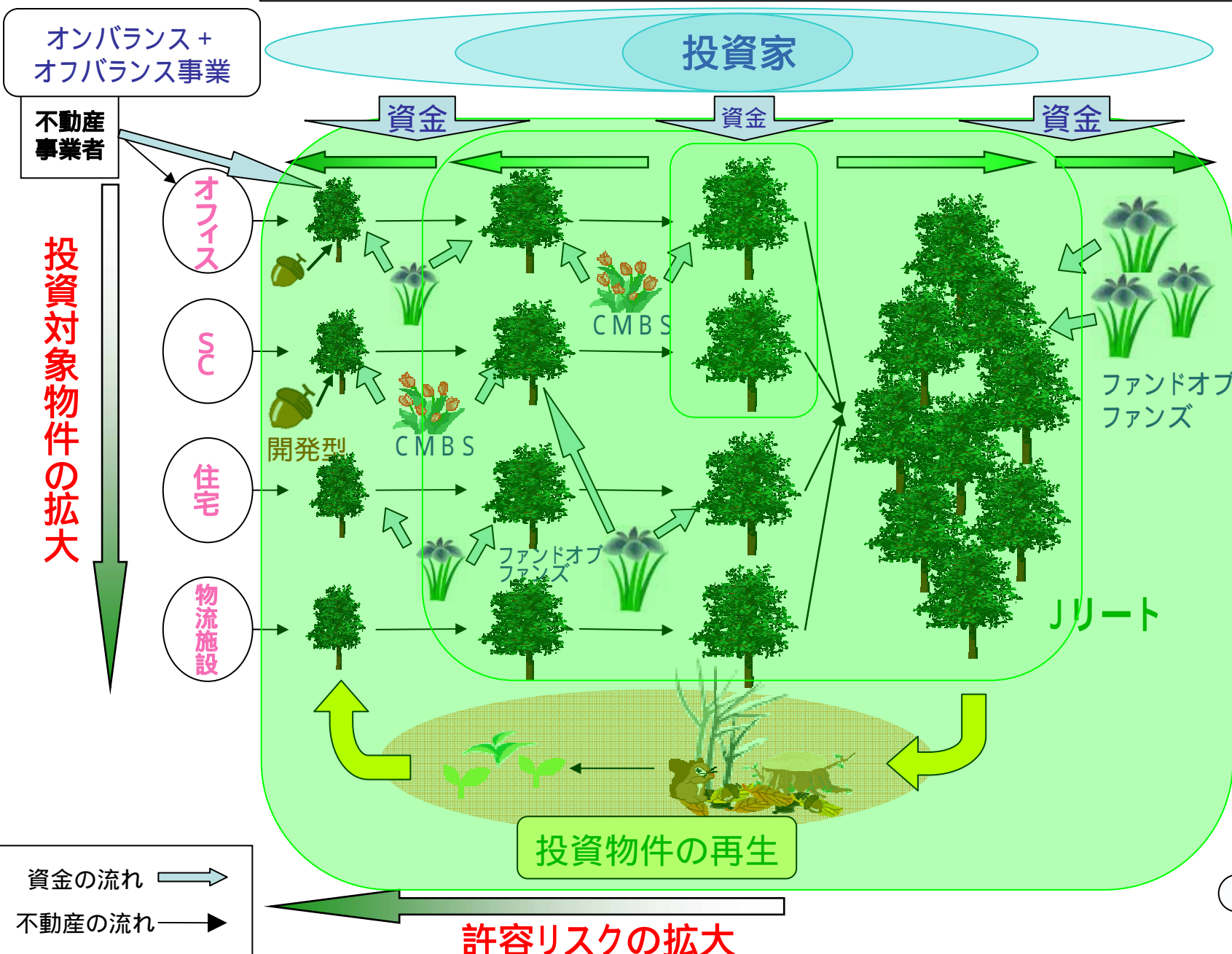
投資家: 多様な物件への分散投資が可能に

実物不動産: 潜在的な投資不動産が原所有者から分離・オフバランス化

バリューアップや再生をされながら
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る

質的向上の好循環

「ファンドの森」の形成



多様な資金の受け皿、森の保水機能、
 不動産と金融のミスマッチの解消
 ・投資期間のミスマッチの解消
 ・投資のタイミングのミスマッチの解消
 開発型不動産証券化、再生型不動産証券化の拡大

ファンドの森による不動産と金融のミスマッチ解消

ファンド群の相互補完的關係が不動産と金融の二つのミスマッチの解消に貢献

投資期間のミスマッチ

オフバランスにより不動産を適切に維持・管理・改善するためには複数のファンドが不動産をリレーしていくことが必要

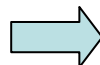
| 不動産 | 金融 |
|---|-------------------------------------|
| ・恒久財 (鉄骨鉄筋コンクリートオフィスの法定耐用年数は50年) ・適切な管理・修繕が必要 | ・運用期間が短い (平均的プライベートファンドの投資期間は5年) |

タイミングのミスマッチ

< 調達に係る性質 >

不動産: 物件の確保には時間的・量的制約

金融: 資金は迅速かつ大量に調達可能



< 不動産証券化の場合 >

不動産: 物件を迅速に確保する必要

金融: 内部留保が持てないスキームであるため、迅速な資金調達に限界

ファイナンスのメドがつくまで、一時的に他のファンドやオンバランスで物件を抱えておく「ブリッジ機能」が必要

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

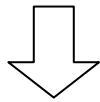
倒産隔離などによるリスクの限定は、投資機会を拡大させ、開発型証券化を可能に。

・資金調達の拡大

従来の不動産事業者の資金調達力では困難であった大規模資金の調達が可能に

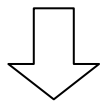
・投資リスクの限定

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に



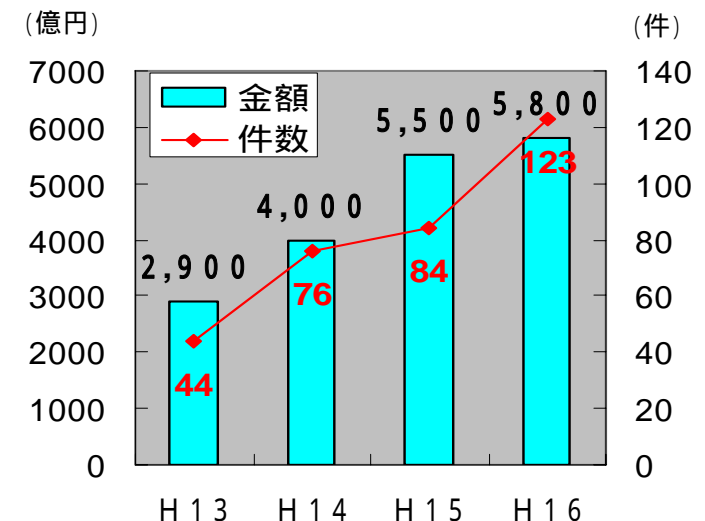
開発型証券化 長期・大規模開発事業が可能に

再生型証券化 不稼働不動産の活性化



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

< 開発型証券化の実績の推移 >



(平成17年版「土地白書」より作成)

不動産の金融商品化に伴う問題

～不動産投資リスクが適切に開示されない懸念～

不動産固有の投資リスクが開示されなければ、合理的な資源配分が歪む恐れがある。

不動産には土壌汚染などの固有のリスクがあり、それに伴って、所有者等に係る様々な義務が存在する。

不動産の金融商品化に伴い、不動産固有のリスクについて適切に情報開示がなされなければ、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ず、実物不動産市場における適正な土地利用が歪むおそれがある。

< 不動産の所有者に係る主な義務 >

公共の福祉との関連での責務

建築基準法第8条

建築物の所有者、管理者又は占有者は、その建築物の敷地、構造及び建築設備を常時適法な状態に維持するように努めなければならない。

廃棄物処理法第5条

土地又は建物の占有者(占有者がいない場合には、管理者とする。以下同じ。)は、その占有し、又は管理する土地又は建物の清潔を保つように努めなければならない。

土壌汚染対策法第7条

都道府県知事は、土壌の特定有害物質による汚染により、人の健康に係る被害が生じ、又は生ずるおそれがあるものとして政令で定める基準に該当する指定区域内の土地があると認めるときは、政令で定めるところにより、その被害を防止するため必要な限度において、当該土地の所有者等に対し、相当の期限を定めて、当該汚染の除去、当該汚染の拡散の防止その他必要な措置(以下「汚染の除去等の措置」という。)を講ずべきことを命ずることができる。

所有権に内在する不法行為責任

民法第717条

土地の工作物の設置又は保存に瑕疵があることによって他人に損害を生じたときは、その工作物の占有者は、被害者に対してその損害を賠償する責任を負う。ただし、占有者が損害の発生を防止するのに必要な注意をしたときは、所有者がその損害を賠償しなければならない。

不動産の金融商品化に伴う問題

～ 物件管理がおろそかになる懸念～

価格算定の根拠が十分に示されず、物件の管理がおろそかになる懸念がある。

< 修繕更新が物件価格に与える影響シミュレーション >

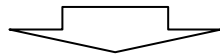
- ・想定物件: 2005年新築の10階建て事務所ビル(一部店舗及び駐車場含む)
- ・以下の2ケースの場合における物件価格を直接還元法により算出

ケース1: 当初3年の運営期間中にはほとんど修繕更新をしない
(年間修繕更新費 = 建築費の0.25%)

ケース2: 30年間に渡る修繕更新費の総額を各年に平準化
(年間修繕更新費 = 建築費の3.20%)

算出物件の価格差は14.1%に

修繕更新費の計上について統一的なルールがないため、
維持管理の良否の違いが投資家に十分示されない。



健全な社会整備を図るためには、建築物
のライフサイクルを適切に判断し、修繕更新
費を不動産価格に適切に反映させるべき。

< 算定結果抜粋 >

(千円)

| | ケース1 | ケース2 |
|----------------------------|--------------------|-----------|
| 経常収入 | 386,946 | |
| 経常支出 | 95,068 | 136,368 |
| 維持管理費 | 42,900 | |
| 修繕更新費 | 3,500 | 44,800 |
| PMフィー | 11,608 | |
| 損害保険料 | 1,400 | |
| 土地公租公課 | 19,000 | |
| 建物公租公課 | 16,660 | |
| Net Operating Income (NOI) | 291,878 | 250,578 |
| 物件価格 | 5,507,132 | 4,727,887 |
| キャップ・レート | 5.3% | |
| 物件価格差 | -779,245 -14.1% | |

< 想定物件の概要 >

| | |
|-------|---|
| 土地 | : 750 m2 (5,445千円 / m2で取得) |
| 建物 | : 6600 m2 (2000坪) (建築費 700,000 / 坪) |
| 事務所貸室 | : 4500 m2 (1350坪) (23千円 / 月坪で賃貸、入居率95%) |
| 店舗貸室 | : 260 m2 (80坪) (23千円 / 月坪で賃貸、入居率95%) |
| 駐車場 | : 25台 (50千円 / 月台で賃貸、稼働率80%) |
| 竣工 | : 2005年 |



< 想定物件のイメージ >

不動産の金融商品化に伴う問題

～大規模資金移動による不動産価格攪乱の懸念～

金融市場における大規模資金移動の結果、不動産価格が攪乱の懸念がある。

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発生。

< 東証REIT指数と東証不動産指数との比較 >

(03/03/31～05/10/13現在)



■ : 東証REIT指数
■ : 東証1部不動産指数

< 東証REIT指数と東証株価指数、JASDAQ指数との比較 >

(03/03/31～05/10/13現在)



■ : 東証REIT指数 (配当なし)
■ : TOPIX (配当なし)
■ : JASDAQ指数 (配当なし)

不動産の金融商品化に伴う問題

～良好な都市形成への責任の希薄化～

不動産の金融商品化

- ・投資家には、外部経済性の高い支出の意義が見えにくい。

証券化スキーム

- ・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。

- ・ビークルの判断は硬直的になる傾向

不動産の特性

- ・立地特性が資産価値の決定に大きく影響する財
- ・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
- ・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。
- ・長期的視点に立った柔軟な対応が求められる。



丸ビル；新装後の1年間で2,400万人の来訪者を記録。現在でも一日に5～6万人の来館者が全国から訪れる名所に。



“東京ミレナリオ”；2004年12月24日～31日までで、延べ209万7,000人の来訪者

良好な都市形成への責任が希薄化される可能性

資金循環上の問題

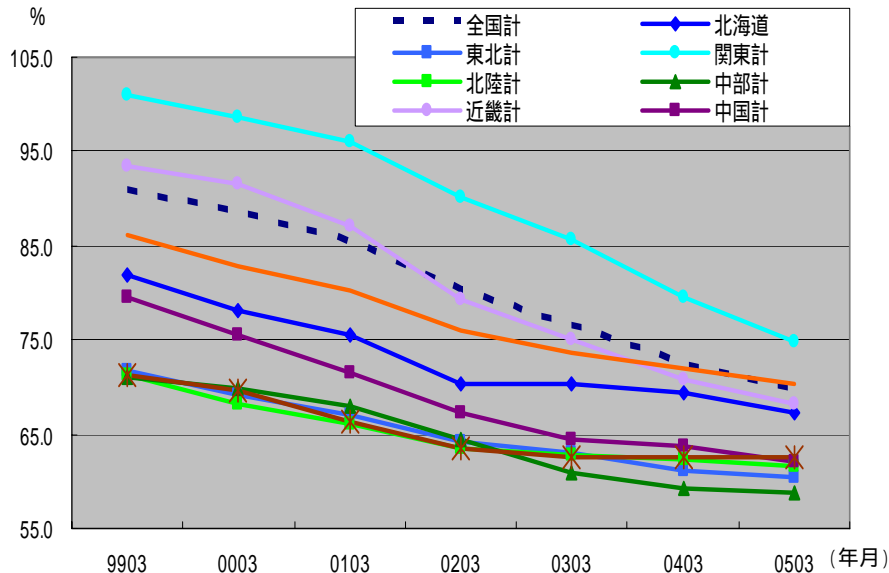
年金や個人資金の流入、地域内での健全な資金循環の形成が課題

年金や個人資金等の流入は進展途上

銀行の預貸率は低下傾向にあり、その資金の一部が不動産投資市場に流入し始めているとみられるが、不動産投資の対象は首都圏に集中

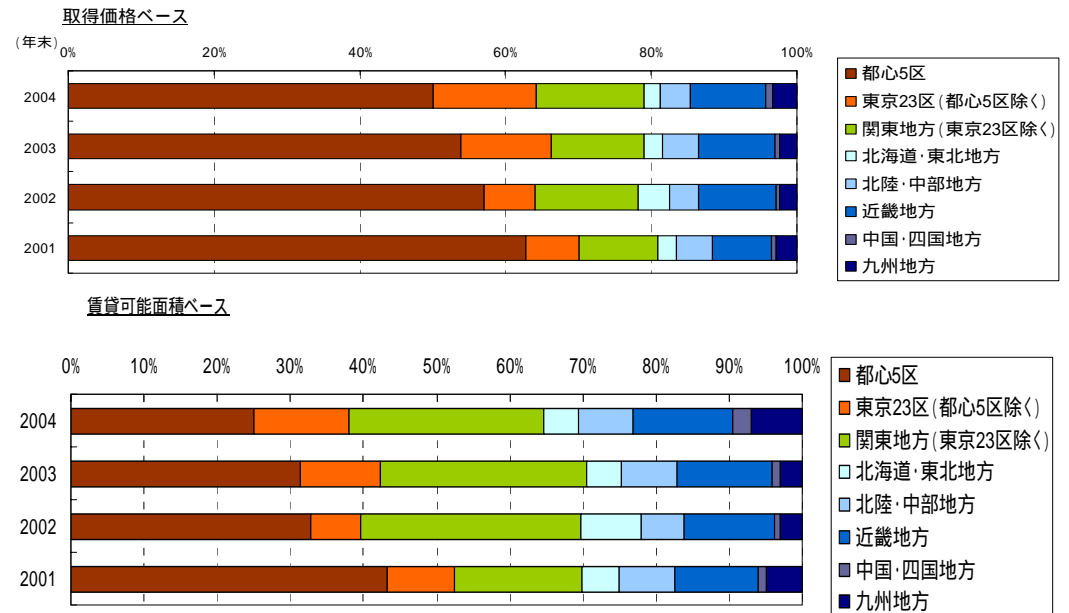
地域レベルでも健全な資金循環なされるよう検討が必要

< 銀行の預貸率推移(ブロック別) >



日銀HPより

< リート取得物件の地域別推移 >



住信基礎研究所作成

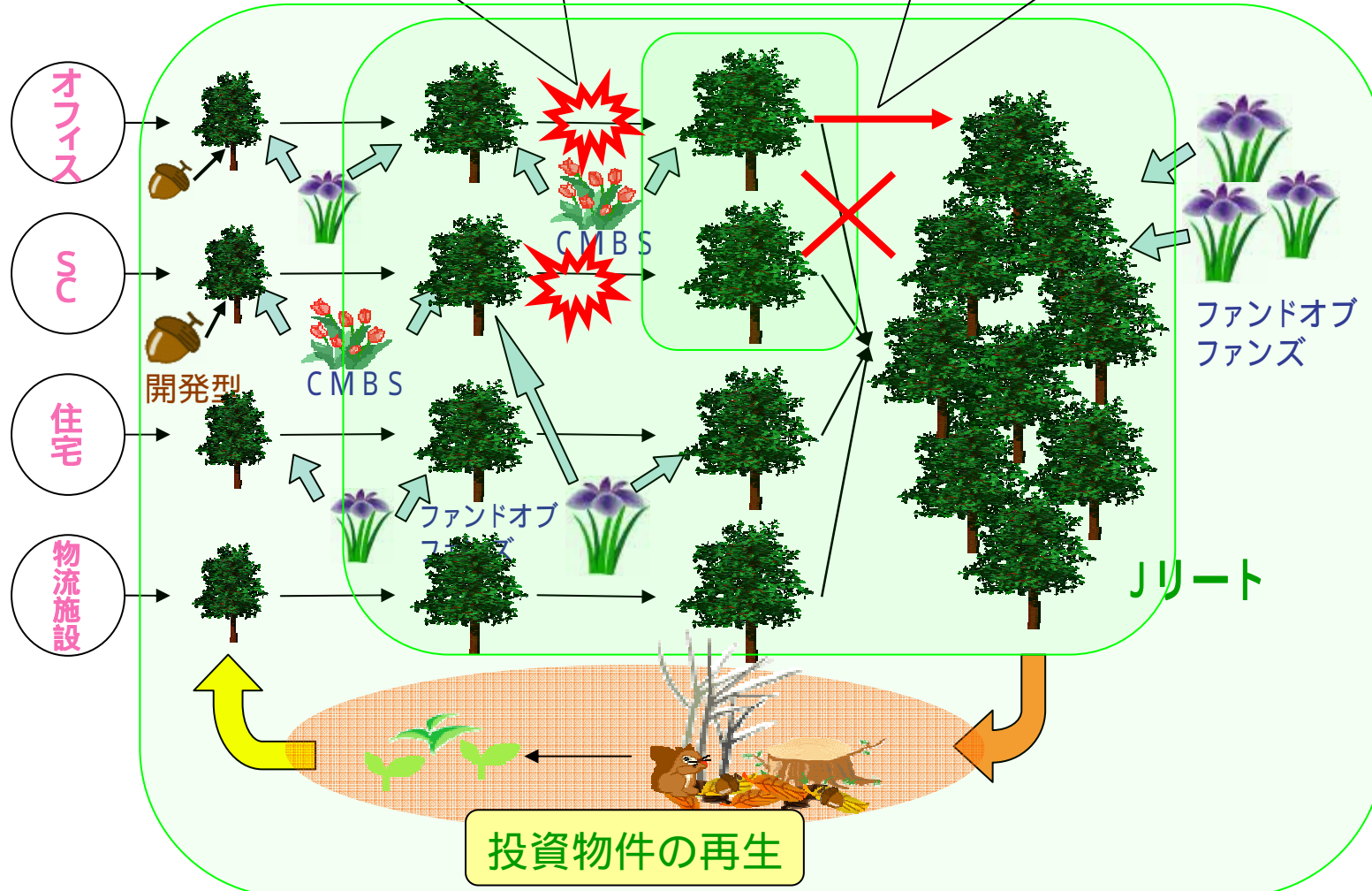
「ファンドの森」としての問題

価格面での利益相反

不適正な価格で物件の売買を行い、結果、投資家の利益に反してしまう懸念

「リート成り」

プライベートファンドが出口として「リート」を組成することにより、そのリスクの安易に移転してしまう懸念



不動産価格形成上の問題

不動産価格の安定化機能の動作性については、十分なモニタリングが必要。

適正な価格形成実現

< 投資家の投資判断 >

$$R_f + r_{sk} = irr (= R_r + g)$$

R_f : リスクフリーレート、 r_{sk} : 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

$$R_r - R_f = \text{イールドギャップ} = r_{sk} - g$$

昨今のイールドギャップ縮小について、今後、価格安定化機能が正常に働くか否か、十分に見極める必要がある。

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情報開示されることが必要。

不動産価格形成上の問題

東証REIT指数とイールドギャップの関係

$$(イールドギャップ) = (J - REIT 予想配当利回り) - (10年国債利回り)$$

・2002年9月末頃をピークに、イールドギャップは長期的には縮小傾向にある。＜上図＞

・東証REIT指数は、今年の7月11日にピークとなり、イールドギャップの反転を伴いながら、一旦価格安定化機能が働いたと見る見方もありうる。＜下図＞

しかしながら、長期的にはイールドギャップが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、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。

・また、東京都心部での物件取得等について一部過熱傾向の懸念もみうけられるところ。

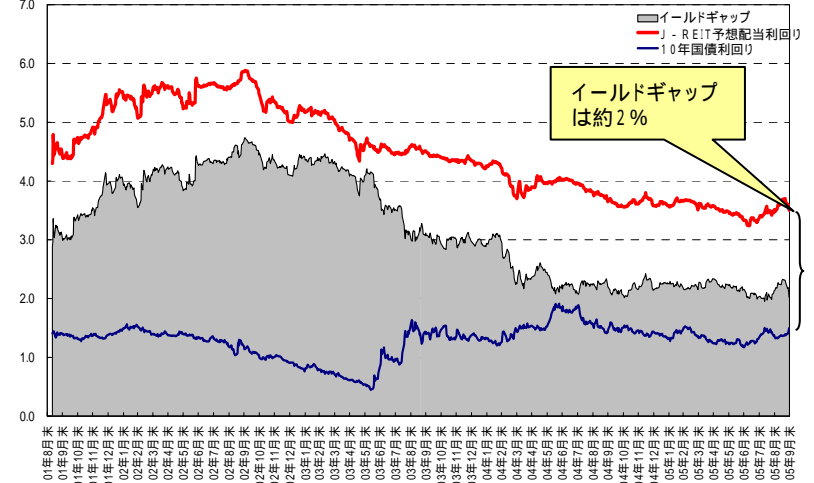


価格安定化機能が正常に働くか否かについて、モニタリングを行うことなどより十分見極める必要がある

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が重要

J - REIT 予想配当利回りと10年国債利回りの比較

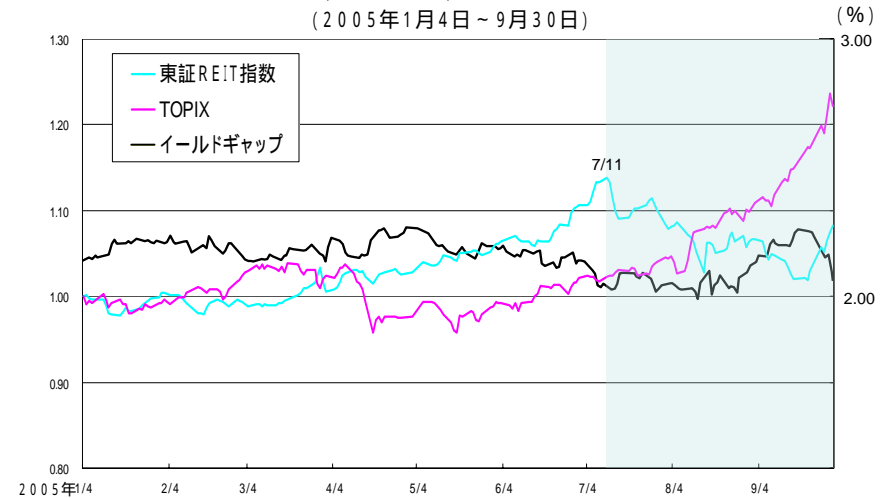
(2001年9月10日～2005年9月30日)



(住信基礎研究所調べ)

東証REIT指数、TOPIX、イールドギャップの比較

(2005年1月4日～9月30日)



東証REIT指数、TOPIXは、2005年1月4日時点をもとに指数化

(住信基礎研究所、東京証券取引所データより作成) 35

不動産投資市場の現状と課題

現状

資金循環における不動産投資市場の拡大

- 投資家
 - ・ポートフォリオ組成の的確化
 - ・安定的収益が見込める資金運用先の不足
 - ・年金運用収益改善圧力の高まり
- 事業者
 - ・ROA、ROE向上の必要性の高まり
 - ・新たな競争優位性を確保する必要性の高まり
 - ・大規模な集中投資の必要性の高まり

不動産投資市場への大量の資金が流入

資金調達の一手段から、経済資金循環全体の一セクターへ

資金の受け皿となる「ファンドの森」の形成

- ・プライベートファンドとJリートの相互補完的成長・発展
- ・ファンドの森の形成
- ・ファンドの森による不動産と金融のミスマッチの解消
- ・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

「ファンドの森」が形成

より多様で大量の資金の受け皿が形成
(森の保水力の拡大)

問題点

不動産の金融商品化に伴う問題

- ・不動産投資リスクが適切に情報開示されない懸念
- ・物件管理がおろそかになる懸念
- ・大規模資金移動による不動産価格の攪乱の懸念
- ・良好な都市形成への責任の希薄化

資金循環上の問題

- ・年金や個人資金等の流入は進展途上
- ・不動産固有のリスクを十分に認識していない投資家の参入
- ・投資資金の一極集中による、地域内の資金循環の不形成

「ファンドの森」としての問題

- ・価格面での利益相反の懸念
- ・Jリートにリスクを押しつける懸念

不動産価格形成上の問題

- ・不動産の価格安定化機能が正常に働くかどうかの問題

課題

新たな産業構造に対応した優良プロジェクト等への旺盛な需要の存在

市場メカニズムが適切に働くことによる、良質な物件の市場への供出と、市場への持続可能な資金流入の確保

自律機能を備えた市場の実現

長期的・都市経営的視点も視野に入れた最適資源配分の実現

日本の競争力の向上

土地の効用の最大限の発揮

優良プロジェクトへの投資

市場メカニズムの自律的な力により、優良プロジェクトへ資金配分がなされる不動産投資市場の形成が必要



< 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

土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能

不動産の特性

〔他の金融商品の対象資産(財)との比較〕

適切な管理が必要な財

- ・適切な管理がなされない テナント撤収 キャッシュ・フローの減少 不動産価格の低下 資産価値の減少
- ・不動産は「生もの」 2つの管理が必要
日々の継続的管理
中長期的管理計画に基づく管理

不動産に内在する責務が求められる財

- ・公共の福祉との関連での責務
土地基本法、建築基準法、廃棄物処理法、土壤汚染防止法、耐震法等
- ・所有権に内在する不法行為責任
回転ドア事件、地震後の点検等
信託では受益者にも一定の責任
- ・まちづくり、地域への責任(外部性)
- ・責務に伴う負担は、投資家にも及ぶ

個別性が強い財

- 資産そのものの個別性
リーシングや管理状況による個別性
- ・個別性により、不動産の資産価値が大きく変動

不動産投資市場の特性

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:恒久財 ↔ 金融:相対的に短期運用
- ・「ファンドの森機能」が必要
- ・ファンドの森の健全性確保と森の形成の一層の促進のため、資金の流入の多様性と長期的な投資資金の適切かつ安定的な流入の確保のための環境整備が必要

利益相反の特性

- ・不動産:個別性 ↔ 株式等:均一性
- ・相対価格が基本 価格決定には最後まで不透明性が残る
- ・価格面での説明責任が重要であり、価格の利益相反を生じさせない仕組みが必要

外部経済性が資産価値に跳ね返ってくる投資財

- ・立地特性は、不動産価値決定の最重要要素で、外部経済要因によって決定
- ・都市や街づくりへの貢献は資産価値に反映され、結果的に投資家利益に跳ね返る
- ・外部経済性に関する説明責任
- ・「投資」に値する優良物件に資金

土地政策の観点からの不動産投資市場のあるべき機能

不動産の個別属性情報の投資家への的確な開示

長期的視野に立った管理・運営方針の投資家への明示

不動産の運用・経営の責任主体による投資家への説明責任

優良投資物件、外部経済性の高いプロジェクトに資金誘導を加速する仕組みの構築

適切な不動産経営に繋がる最善の管理分担体制の構築

価格面での説明責任の充実

価格の安定化機能が有効に機能する市場環境の整備

長期安定資金の持続的流入促進

不動産流通コストの軽減

スキームに関わりない不動産としての共通ルールによる制度設計

市場メカニズムの自律的作用を通じた価値の創造