

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
最終報告

平成18年7月

1. 序章	1
1. 1 検討に当たっての基本スタンス	1
1. 1. 1 国富としての不動産と資金循環	1
1. 1. 2 市場重視型土地政策と市場の透明性(トランスペアレンシー)向上	2
1. 1. 3 不動産投資市場のプロに求められる高い倫理性と専門性	3
1. 2 検討を進めるに当たっての留意事項	5
1. 2. 1 高齢化社会と不動産	5
1. 2. 2 不動産の国際化への対応	6
1. 2. 3 景観に配慮したまちづくり等ストック活用型都市再生と不動産証券化	7
2. 土地政策から見た不動産証券化の意義と課題	10
2. 1 はじめに	10
2. 2 不動産投資市場の生成と拡大	10
2. 2. 1 バブル崩壊と不動産投資市場の誕生	10
2. 2. 2 不動産投資市場がもたらした効果	11
2. 2. 3 不動産投資市場の生成と拡大	15
2. 3 不動産投資市場の意義と課題	26
2. 3. 1 はじめに	26
2. 3. 2 不動産投資市場の意義	27
2. 3. 3 不動産投資市場の問題点	30
3. 不動産投資市場の成長戦略	41
3. 1 基本的考え方	41
3. 2 基本戦略	41
3. 2. 1 本来的長期安定資金の持続的流入	41
3. 2. 2 我が国不動産投資市場の国際的地位の確立	42
3. 2. 3 全国不動産投資市場の底上げ	44
3. 2. 4 三位一体的解決とトランスペアレンシーの向上	46
3. 3 成長戦略に向けた現状と課題	47
3. 3. 1 トランスペアレンシーの現状と課題	47
3. 3. 2 個人、年金資金と不動産投資市場	68
3. 3. 3 国際社会における我が国不動産投資市場の現状と課題	71
3. 3. 4 地方の不動産投資市場の現状と課題	73
3. 4 講ずべき政策	79
3. 4. 1 法制度	79
3. 4. 2 税制	80
3. 4. 3 Jリートの海外投資解禁に向けた取組み	80
3. 4. 4 人材育成	80
3. 4. 5 情報発信	81
3. 4. 6 まちづくりとの連携、外部経済性	82
3. 4. 7 全国不動産投資市場底上げプロジェクト	83
3. 4. 8 トランスペアレンシー向上策	83

1. 序章

1.1 検討に当たっての基本スタンス

1.1.1 国富としての不動産と資金循環

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、国全体としては国富を構成するものである。

土地政策の基本目標は、適正な土地利用の確保と適正な地価形成を通じ、国富としての不動産を健全に維持、発展させ、国民生活の向上に資することにある。

不動産の維持、発展には、必要資金の持続的流入が不可欠である。何故なら、不動産は、不断の管理無しに効用を発揮せず、さらには、経済社会情勢の変化に応じ、必要な質的向上を図っていかなければ十分な効用発揮を期待できない財である。これに必要な資金が的確に充当されて初めて不動産の健全な維持、発展が可能となる。適切な資金循環は不動産にとって無くてはならないものである。

しかし、時に、不動産への資金流入が、不動産の健全な維持、発展の大きな阻害要因となる場面も想定される。

即ち、バブル期においては、過剰流動性を背景として、土地担保融資システムの中、大量の資金が不動産に流入した。この結果、地価の急激な上昇を招き、住宅地の高騰等国民生活に多大な影響を及ぼした。

一方、その後のバブル崩壊では、間接金融が機能しなくなったことから、不動産に資金が流入せず、土地の買い手不在のまま地価下落が進行した。これがさらなる不良債権の拡大をもたらし、買い手不在、さらなる地価下落、という長期デフレ経済をもたらし、同時に大量の不稼働不動産の発生等土地利用にも大きな混乱をもたらした。

このように、急激な不動産への資金流入や長期的な資金の流出は、不動産市場に大きな攪乱をもたらし、適正な土地利用や地価形成の阻害要因となり得るものである。

従って、国富として不動産を健全に維持、発展させていくためには、不動産に係る資金循環が、その時々々の経済社会情勢に応じて、過不足無く、可能な限り持続的、安定的に行われるようにする必要がある。

このような中、不動産証券化という不動産と金融を結ぶパイプが形成され、新たな不動産への資金循環チャンネルが登場した。

当初、不動産証券化は、バブル崩壊後の不良債権処理の受け皿として登場したが、買い手不在が続く中、既存間接金融機関と切り離された買い手として機能し、その後

大きく拡大し、今日においては、単なる資金調達のための一手段という範囲を大きく越え、金融市場と不動産市場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。

不動産を国富として健全に維持、発展させる上で、不動産証券化は無視することのできない対象となってきたおり、不動産に係る資金循環の持続性、健全性を確保しようとするのであれば、不動産証券化の持続性、健全性を確保していくことが避けることのできない重要課題となってきたのである。

不動産証券化により、今後、不動産と金融の融合は一層進むこととなるが、このことは、これからの土地政策においては、実物不動産のみを見ているだけでは不十分であり、常に金融市場の動向と、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重要となることを意味している。不動産投資市場の健全な発達を促進する資金循環関係の構築は、今後の土地政策の重要課題の一つとして捉えるべきものである。

特に、前回のバブル発生と崩壊をもたらした主要要因に、不動産に係る資金循環問題があったことを十分踏まえ、その反省の上に土地政策を進めることが重要である。

1.1.2 市場重視型土地政策と市場の透明性(トランスペアレンシー)向上

このような政策を進める上で重要なことは、市場介入により問題を解決しようとするスタンスではなく、市場の自律力を最大限活用していくというスタンスを基本とする必要があるということである。即ち、金融においては資金移動が極めて容易なことから、介入型政策はかえって資金流出等の副作用をもたらしてしまう可能性が高ただけでなく、そもそも行政が市場の情報を完全に把握していなければ、適切な介入型政策の実施自体が困難であり、従って、必要な政策効果を実現するためにも、市場介入型政策ではなく、市場重視型政策をとっていくことが不可欠である。

よって、今後の土地政策では、まず市場の自律力による問題解決力を高めていくような市場の条件・ルール整備を基本とし、必要に応じて市場誘導のための政策を講じ、それでも市場が機能しない場合に限り、最終手段として必要十分な市場介入が迅速に実施できるようにすることとし、それを可能とするよう、その前提として不断の市場アセスメントの充実強化を図る、という市場重視型の政策体系に基づいて土地政策を実施していく必要がある。

市場の自律力が十分に機能するためには、必要な情報がプレイヤーにできる限り正確に伝えられ、この情報に基づき、市場関係者が合理的判断に基づき適正に行動できるようにすることが必要である。そのためには、市場の透明性(トランスペアレンシー)が十分に確保されていることが不可欠である。

不動産証券化は、不動産の流通やマネジメント・アンド・デベロップメントに係るビジネスのアンバンドリングをもたらし、これにより、不動産市場では、多くのプレイヤーの相互監視機能が働くこととなり、それまでの一部関係者に閉ざされていた不動産市場に比べ、透明性向上に一定の改善が図られたものと考えられる。特に、証券化では、コンプライアンスが重要視され、この結果、市場の公正性向上の面でも一定の効果をもたらしたものと考えられる。

このような市場の透明性向上は、市場の自律力向上の最も重要な基盤となるものであり、今後の土地政策では、特に、市場の透明性向上に力点を置く必要がある。

昨今、一部地域での地価の過熱傾向を懸念する声も聞かれるが、このような問題を考える上でも、まず、不動産に係る資金循環を想定しつつ、実物不動産だけでなく、不動産と金融の関係を踏まえた対策を検討するとともに、市場の透明性を高めていくことにより、できる限り、市場の自律力によって問題解決が図られるようにしていく必要がある。

1.1.3 不動産投資市場のプロに求められる高い倫理性と専門性

市場の自律力を前提とした土地政策実現のためには、当該市場が、国民活動の基盤である不動産の健全な維持、発展に資する市場となっていることが不可欠である。

そもそも、不動産投資市場は、我が国の不動産の健全な維持、発展を図る目的で構築されているものである。

もちろん、不動産投資市場に集められた資金は、収益獲得を目的とするものではあるが、無目的に資金が集められ、たまたま不動産が儲かるから不動産に投資することで市場が形成されたものではない。あくまで、「不動産の維持、発展のために投資することで収益を得る」という本来目的が先にある、この趣旨に賛同して集められた資金で不動産投資市場は形成されるべきものである。

事実、投資法人等のピークルにおいても、まず定款が定められ、それに基づき法人が設立され、不動産への詳細な投資方針が定められた後に、それに賛同した資金が投資される、という流れの中で市場が形成されてきた。資金が先にある、不動産が儲かるからそれが不動産に充当されたのではなく、不動産の維持発展に関わる定款や投資方針が先にある、それに賛同する資金が集められて市場が形成されているのである。

従って、不動産投資市場は、不動産の発展を無視した単なる利益分配装置であってはならないのであり、不動産の維持、発展を実現する投資システムでなければならないのである。

不動産投資市場が、不動産から得られる収益を分配するだけの単なる「箱」に過ぎないのであれば、当該市場によって不動産の価値増進は図られず、長期的には市場は縮小に向かわざるを得ないことになってしまう。

不動産は、国民生活や経済活動にとって重要な基盤となるものであることから、不動産投資市場が単なる利益分配装置に過ぎず、不動産の価値増進に寄与しないものであるならば、むしろ、国民経済的見地からは、当該市場は厳しい規制対象とされるべきものに過ぎず、市場の自律力を前提とした土地政策は到底実現し得ないものである。

不動産投資市場は、税務上の導管性や法人格等様々な制度的基盤の上に成立しているものである。これら制度的基盤は、不動産投資市場が広い意味での国民利益に資するものであるからこそ、国民から特別に授けられたものと考えべきであり、市場関係者は、その前提に立って、不動産投資市場を、その本来目的である「不動産の健全な維持、発展」に資するものとするよう、日々努力していく必要がある。

特に、不動産証券化の組成に携わるプロには、不動産投資市場は、単なる資金分配装置ではなく、「不動産の健全な維持、発展」という目的のために形成されているものである、との基本を再確認することはもちろんのこと、それに加え、高度な職業倫理と不動産、金融両面にわたる高度な専門性が求められるものであることを改めて自覚する必要がある。

近年、不動産投資市場の急速な拡大に伴い、一部で、このような職業倫理の欠如を懸念する声も聞かれるところである。また、不動産市場の動向についてプロとして十分な見識や分析力を持たない者が、組成や評価等の場面で、プロとして参入してきている、といったケースも心配されるところである。

このようなプロとしての倫理性や専門性の欠如は、不動産投資市場の信頼性低下を招き、結果、資金流出という形で市場は大きな打撃を被り、プロも含め、関係者全ての収益の縮小につながるものである。

このように、倫理性は、単にモラルだけの問題ではなく、中長期的には、自身の収益に跳ね返ってくる問題とも言えるものである。

市場の自律力を前提とした土地政策は、その前提として、不動産投資市場が、不動産の健全な維持、発展を目指しているものとなっていなければ成立し得ないものである。そのためには、市場関係者、特に、プロが、不動産投資市場の本来目的を十分自覚した上で、倫理や専門性を高めていくことが必要である。結局のところ、市場は人間によって形成され、その人間の努力無しには発達し得ないものなのである。

本委員会では、このような考えに立ち、国富としての不動産を健全に維持、発展させていくために必要な資金循環を実現するための不動産投資市場は如何にあるべきか、という視点に立って、市場関係者に倫理性、専門性への高い自覚と責任を促しつつ、市場の自律力向上に根ざした土地政策実現のため、特に、市場の透明性向上に力点を置きながら、不動産投資市場を検証し、それに対応した土地政策の進むべき方向について提言を行うことを基本とするものである。…(参考資料1頁)

1.2 検討を進めるに当たっての留意事項

1.2.1 高齢化社会と不動産

資金循環という観点から不動産投資市場を見る場合、単に、必要とする資金を不動産に流入させる、という一方向の流れが形成されるだけでは不十分である。

即ち、資金循環という観点からは、イ)国民資金が不動産市場に充当されることで、不動産の維持、発展に必要な資金が確保されるとともに、ロ)その見返りとして不動産から生み出された経済果実が国民に分配され、しかも、できる限り不動産の価値増進が図られることで配当が拡大し、結果、国民生活の安定向上に寄与し、ハ)さらには、不動産の維持、発展を通じて、都市の魅力や住生活向上という、いわば「社会的配当」という形でより広範に利益が国民に還元される、ということにより「循環システム」が形成されることが必要である。…(参考資料2頁)

特に、高齢化社会が進展する中、年金資金の安定運用が求められているが、投資財としての不動産は、イ)インフレ抵抗力があり、ロ)長期にわたって安定収益が見込め、ハ)毎月の一定額の収益を前提とした配当が期待できる、という特性を有し、年金資金の運用先に最も合致する性格を有するものである。とりわけ、不動産証券化商品は、このような不動産投資の特性を維持しながら、小口、分散投資を可能とさせるものであり、今後の年金資金運用を考える上、欠くべからざる投資先と考えられるものである。

一方、不動産は、長期にわたる維持管理が必要とされることから、長期安定資金が必要な財であり、その意味から、年金資金が不動産に充当されることは、不動産の維持発展を図る上で大きなメリットをもたらすものである。また、個人、年金資金は、投機的な資金の対極にある資金であり、これが不動産に充当されることは、不動産の価格安定にも大きく寄与するものである。

このように、年金資金と不動産を結びつけることは、不動産、年金両者にそれぞれ大きなメリットをもたらすものであり、特に、本格的高齢化社会を迎えようとしている今日においては、極めて重要な課題である。

今日、年金資金の適切な運用先確保は、我が国だけでなく世界共通の課題とされて

いるものである。即ち、高齢化の進展は、先進国共通の課題であり、年金の安定運用確保が急務となっている状況は、共通の課題となっている。昨今、不動産投資市場が世界的規模で拡大しているが、この背景には、不動産をその運用先として求めている年金資金の存在があると考えられる。

年金資金と不動産の関係構築は、21世紀の課題の一つである。今後は、不動産投資市場と年金資金との間で、持続的な資金循環関係を構築し、これが不動産の様々な問題解決に資するようになっていく必要がある。

1.2.2 不動産の国際化への対応

資金循環と不動産の関係を考える上で、留意しなければならないことは、今日においては、資金は、瞬時にクロスボーダーで移動してしまうことから、常に、国内だけでなく、国際的視点に立って対応を考えていく必要があるということである。…(参考資料3頁)

例えば、不動産投資市場が年金資金の受け皿として相応しいものだとしても、当該不動産投資市場が、国際的視点からして魅力に欠けるものであれば、国内年金資金の多くは、海外の不動産投資市場に流出してしまう。一方、国内の不動産投資市場が、国際的観点からしても魅力的なものであれば、国内年金資金との資金循環が形成されるだけでなく、海外の長期安定資金が国内不動産市場に流入することとなり、都市再生や住生活向上を通じて社会的配当の拡大に寄与することが期待される。

従って、国際的視点に立って、健全で持続可能な資金循環が構築されることを目指す必要があり、国際的にも理解できる透明性や魅力ある市場を構築していくことが重要である。

特に、現在の不動産投資市場の拡大を支えているリート市場への投資の相当部分は、外国資本が担っており、国際的に理解できる透明性を確保することが不動産投資市場の健全な発達を図る上で、極めて重要である。

一方、今後の不動産投資市場を考える上で、現在生じている現象の根底に、「不動産の国際化」があることを踏まえることも重要である。

即ち、経済のグローバル化を背景として、企業活動における資産評価が取得原価主義から時価会計主義に移行するに伴い、企業活動等に必要な不動産を収益還元的な手法で評価する方式が広く一般化してきている。さらに、各国で相次いでリート制度が構築されることで、各国の収益不動産は、利回りに基づき、国際比較可能な対象となってきている。

このような不動産の国際化に伴い、不動産の資産性について、国際的なスタンダー

ドに合致した説明がなされなければ、我が国経済の健全性、正当性についても、国際的には疑問がもたれることになりかねないと考えられる。

よって、今後は、不動産の国際化も踏まえ、不動産分野においても、常に、国際的スタンダードとの整合性を意識する必要がある。

不動産は、地域的特性が非常に強い財であり、日本国内においても、それぞれの地域にふさわしい管理が求められる財である。また、流通面でも、不動産そのものは物理的に移動できないことから、観光や物流と比較し、不動産は、ともすると国際化になじみにくいとの印象を持たれてしまう傾向がある。

しかし、不動産流通と言っても、流通するのは、物理的不動産ではなく、不動産に係る「情報」や「ファイナンス」であることから、インターネットが発達した今日においては、不動産は、クリック一つで国際的に流通してしまう性格を有しており、観光や物流よりも、むしろ国際化の対象となりやすいものであることに十分留意する必要がある。

これまでは、各国の不動産に対する共通尺度が存在しなかったことから、不動産はどちらかと言うと国内的(ドメスティック)な財であり、国際的流通の対象とは考えられてこなかったが、今後は、収益価格という不動産に対する共通尺度が確立されつつあることから、不動産流通は、国内だけでなく国際間でも活発化していくものと考えられる。

このような中、これからの不動産関連産業は、国際的な情報関連産業としての側面も強く持つこととなると考えられ、不動産関連産業の育成に当たっても、国際的競争力を有する情報インテリジェンス産業としてその育成振興を図っていくという視点が重要である。

特に、不動産を資源として捉えた場合、日本は、特に収益不動産に関しては、世界に冠たる資源大国であると言うことができ、世界をリードする不動産インテリジェンス産業の集積を図れる有望地域と言える。このような日本の優位性を最大限活かした不動産関連産業の育成振興を積極的に図る必要がある。…(参考資料4頁)

1.2.3 景観に配慮したまちづくり等ストック活用型都市再生と不動産証券化

不動産証券化は、まちづくりの観点から見れば、都市再生の手法そのものではなく、ファイナンスの一手法に過ぎないものである。よって、不動産証券化そのものによって、土地利用やまちづくりの流れが直ちに大きく変更されるものではないと考えられる。

しかしながら、ファイナンス方式は、まちづくりや都市再生に一定の枠をはめるものでもあり、その方式の違いがまちづくりにも影響を及ぼすことを踏まえる必要がある。

不動産証券化のファイナンス特性には、様々なものが考えられるが、その一つとして、

通常の不動産証券化では、対象不動産のスクラップ・アンド・ビルドを前提とするのではなく、むしろ、利回り最大化という観点から既存ストックの活用を視野に入れた手法であるということに特徴を有するものであるということがある。

このようなことから、不動産証券化は、古い町並みの残った中心市街地の活性化等既存ストックを活かしたまちづくりや都市再生のための手法として、非常に有効なものである。

昨今、景観に配慮したまちづくり等、ストック活用型のまちづくり、都市再生が求められていることから、不動産証券化手法を都市再生、地域再生に最大限活用していくことも重要である。…(参考資料5頁)

不動産証券化のファイナンス手法としての第二の特徴は、証券化が「所有と経営の分離」を前提とした手法である、という点である。

即ち、証券化では、所有と経営が分離され、やる気と能力のある専門家に経営を委ねることで、不動産価値の最大化を図るということに大きな特徴を有するファイナンス手法である。

このような特徴は、まちづくりや都市再生では、二つの側面で重要な効果をもたらす可能性があると考えられる。

第一の可能性は、土地利用の流動化がなされない地域の不動産が動き始めることで、土地の有効利用が図れる、ということである。昨今、中心市街地等の空き店舗や遊休地が問題となっているが、その原因の一つに、原所有者が所有権を手放さないため、土地が流動化されず、利用が放置されてしまっているということがあると言われている。このようなケースの場合、不動産証券化を活用し、原所有者が現物出資することで、実質的に所有権を留保しているのと同様の効果を得ながら、所有と経営を分離し、不動産の活用を図ることが可能となる。

第二の可能性は、所有と経営を分離することで、やる気と能力のある若者、女性、シニア等の活躍の場が地域で産み出されるということである。活躍の場ができるということは、雇用の場ができるということであり、地域のまちづくりの担い手のための受け皿が形成されるということになる。

このように、不動産証券化をまちづくりに活用することで、利用の流動化がなされない地域の不動産が動きはじめ、街が再生されるとともに、まちづくりの担い手の活躍の場が形成されることで、新たな雇用機会が形成される可能性があると考えられ、このような側面からも、不動産証券化手法を都市再生、地域再生に活用していくことが重要である。

一方、不動産証券化は、まちづくりに、このようなプラスの側面だけでなく、マイナス

面ももたらす可能性がある。即ち、特に我が国の不動産証券化の場合には、ピークル自体の行動に制約を課すことで投資の安全性を高める、というスキームになっていることから、ピークルの判断は硬直的になる傾向がある。このため、都市や街への貢献といった外部経済性のある活動を反映しにくいスキームとなっている。

結果、不動産証券化においては、ともすると良好な都市形成への責任が希薄化される可能性がある。

そもそも、景観や交通等の利便性、にぎわい等の外部経済性を高める活動は、市場メカニズムだけでは十分に実現されない可能性が高いものである。従って、まちづくりや景観については、市場メカニズム以前の問題として、経済活動の前提条件としての共通ビジョンや都市計画規制等のルールの確立が求められ、その中で経済活動が実施されるようにすることが不可欠である。

しかし、一方で、市場が完全に機能すれば、不動産においては、ある程度外部経済性を高める活動にも資源配分が実現される可能性があることを踏まえることも重要である。即ち、不動産は、立地特性が資産価値に大きく影響する財であることから、地域の利便性、景観、にぎわい等の外部経済性を高める活動は、中長期的には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、という特性を有する財である。従って、不動産証券化において、外部経済活動に係る説明責任が十分に果たされるようにすることで、景観やまちづくり等良好な都市形成への誘導が図られる可能性もある。

従って、今後は、不動産のこのような特性を踏まえつつ、まちづくりや景観形成を図る上で、より高い政策のレバレッジ効果が得られるよう、証券化を活用した都市政策を推進することが重要であり、例えば、都市計画や景観に係る厳格な規制の整備を前提とした上で、投資家にメリットのある仕組みを導入することによって、まちづくりや景観形成といった外部経済性を高める活動に投資家を誘導する政策が必要である。

2. 土地政策から見た不動産証券化の意義と課題

2.1 はじめに

不動産証券化を考える上で、それがどのような経緯で生成され、土地政策上、どのような意義を有しているのか、そして現時点で、どのような特徴を有し、どのような問題点、課題があるのか、を踏まえる必要がある。

このため、以下、不動産投資市場の生成と土地政策上の意義を概観し、その上で、不動産投資市場が抱える課題について整理する。

2.2 不動産投資市場の生成と拡大

2.2.1 バブル崩壊と不動産投資市場の誕生

1998年頃から、外資によるバルク(一括)買いを契機に、不良債権処理を前提とした不動産流動化が進展した。我が国の不動産証券化は、このような状況下、主として不良債権を流動化するための手法の一つとして誕生した。…(参考資料6頁)

不動産証券化については、それ以前にも様々な試みが行われていたが、証券化が不動産市場で本格的に機能しはじめたのは、1998年の特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(SPC法)制定と、その後の2000年の投資信託及び投資法人に関する法律(投資法人法)、資産の流動化に関する法律(資産流動化法)制定による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のことである。この時期は、まさしく、我が国の不良債権処理が本格化した時期であり、我が国の不動産証券化の生成は、不良債権処理の本格化と期を一にするものである。

このように生成された不動産証券化は、我が国の不動産市場において、特に、バブル崩壊後、買い手不在が続く不動産市場において、買い手として機能し、不良債権処理を支える重要な役割を担うとともに、特に、資産デフレ歯止め大きく寄与したと考えられる。

即ち、土地とコーポレートの信用力に大きく依存していた既存間接金融システムが、不良債権で病む中、地価下落が進行した。このため、地価が下がるほど、貸し出しに必要な信用力が減少し、貸し出し可能額が縮小するとともに、不良債権が拡大した。結果、資金流入が減少し、買い手不在はさらに深まり、地価下落がさらに進行 信用力減少 + 不良債権拡大 買い手不在常態化 地価下落進行...、という負の循環が形成されてしまったと考えられる。

不動産証券化は、このような負の循環を絶ち、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、買い手不在の不動産市場において買い手として機能したと考えられる。

結果、市場の自律的作用によって、実需が喚起され、土地市場は徐々に回復した。今日、大都市を中心に、一部地域で回復傾向が見られるが、このような市場の自律作用による地価の回復傾向は、不動産証券化無しには実現しなかったものである。

2.2.2 不動産投資市場がもたらした効果

このような不動産投資市場が、バブル崩壊以後今日に至るまでに土地政策に果たした役割を検討すると、以下のように整理することができる。

1) 不稼働不動産の稼働化

不動産証券化は、投資単位を小口化することで、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ピング(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の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る。

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。…(参考資料7頁)

不稼働不動産の稼働化は、土地の有効利用そのものであり、土地政策の目的である適正な土地利用の実現に大きく寄与するものである。

2) 不動産経営効率化による価値の増進

不動産証券化は、単に不稼働不動産の稼働化や、土地利用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。

即ち、不動産証券化においては、投資家から投資を獲得する上で、まず、投資対象や投資方針等基本的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、対象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ことも多い。

さらに、リートの場合には、アナリストへの定期的報告や機関投資家への説明会等詳細なIR (Investor Relations) が実施される。これらIR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になる。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、従来のような直感的経営は許されず、数値目標に基づくPLAN・DO・SEE・ACTION型のビジネスモデルが必須とされ、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になる。

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、不動産の価値増進が図られることとなる。…(参考資料8頁)

このことは、国民の立場から見ると、同一不動産でより大きな経済活動が実現することを意味しており、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が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増進をもたらし、結果、国富の増進につながるものと考えられる。

3) 資産デフレの歯止め

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。

不動産証券化は、銀行を経由した間接金融システムが十分機能せず、土地の買い手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処理を長引かせ、そのことにより引き続き不動産の買い手不在が常態化し、さらに不良債権処理が長引くという悪循環を絶って、価格の下げ止まりをもたらし、土地についての正常需給関係と適正な地価形成に大きく寄与したと考えられる。…(参考資料9頁)

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切り離され、倒産隔離を前提とした証券化スキームが無ければ実現しなかったものである。

4) 市場の透明化

不動産証券化は、投資家だけでなく、市場全体に対し、賃料、稼働率、修繕費等の様々な情報開示をもたらした。

特に、リートについては、有価証券報告書等による開示や積極的自主開示がなされており、鑑定評価や建築基準、土壌汚染、アスベスト等のエンジニアリング情報(ER情報)等かなり詳細な情報が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。

このような情報開示は、不動産の様々なリスクを明確化し、市場の監視下、そのリスクをもとにした不動産経営を促し、当該リスクを通じて不動産の価格が形成されるという、不動産市場の透明性向上、即ち、トランスペアレンシー向上を促進してきた。

このことは、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、正常需給関係の形成に大きく寄与すると考えられる。

5) 価格安定化機能のビルトイン

不動産証券化により、不動産市場の透明性が向上したことから、市場メカニズムによる地価形成が機能しはじめたと考えられる。

即ち、不動産証券化では、様々な市場情報が開示されるとともに、多くのプレイヤーの相互監視により事業が進められることから、不動産の購入に当たっても、データに基づく合理的説明可能性が求められ、合理的な経済活動を前提とする市場メカニズムに基づく地価形成を促す効果を有する。

特に、不動産証券化においては、不動産の収益力に着目して資金調達が行われることから、不動産価格を元に内部収益率(IRR: Internal Rate of Return)等の収益率が計算され、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ようになる。

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、不動産市場にビルトインされることになった。

もちろん、このような価格のスタビライザー機能が働くためには、必要な情報が的確に入手できるよう、市場の透明性が十分確保されることが不可欠である。

また、たとえ市場の透明性が十分高くても、キャピタルゲイン期待が上昇し続けている場合には、利回りが低下しても、投資の合理性は失われず、地価上昇に歯止めはかからないこととなる。この場合には、スタビライザー機能は働かない可能性がある。

しかしながら、合理的市場判断の中で、キャピタルゲイン期待が上昇し続けることは考えにくく、市場の透明性が十分確保されていれば、いずれかの段階で、価格のスタビライザー機能が作動し、地価上昇に歯止めがかかるものと考えられる。少なくとも、不動産投資市場が生成される以前と比較して、不動産証券化が市場の枢要部分を占めるようになった今日においては、価格のスタビライザー機能は格段に向上しているものと考えられる。

事実、バブル期以前では、データに基づく収益率についての詳細な検討が加えられた上で不動産投資が行われることは少なく、地価の右肩上がりの上昇を前提とした不動産に対する絶対的信用力を背景に投資が行われていた。このため、合理的投資判断が行われているかを見る上で参考となるイールドギャップ(不動産の利回りから長期国債の利率等リスクフリーレートを控除した値)の推移を見ると、1990年代半ばまでは、イールドギャップがマイナスになっているにも関わらず、投資が実施され続けており、過大なキャピタルゲイン期待の中で投資が実行されてきたと考えられる。…(参考資料10頁)

これに対し、今日では、一定のイールドギャップの存在を背景に投資が実行されており、特に、2005年7月には、イールドギャップ低下を嫌ってリート市場で調整が行われるという現象が生じたと考えられる。また、近年では、利回りが低下している都心物件を避けて、首都圏近郊や、関西、中部、地方政令都市、さらには、地方物件に投資対象の関心が向かいつつあり、バブル期前と比較すると、投資行動に、構造的変化が生じていると考えられる。…(参考資料11頁)

このような価格のスタビライザー機能は、市場の自律的作用による適正地価形成に資するものであり、土地政策上もその健全な発展を図っていくことが極めて重要である。

しかしながら、スタビライザー機能が正常に働くか否かは未だ実証されておらず、利回りによる投資行動が定着しても、過大なキャピタルゲイン期待が持続する場合には、急激な地価高騰が再現してしまう可能性もある。

昨今、世界的に投資資金は余剰傾向にあり、これが我が国の限られた不動産市場に集中したことから、都心部等で激しい物件獲得競争が展開されている。このため、イールドギャップが低下する中、地価上昇が続き、一部地域で過熱傾向を懸念する声も聞かれるところである。

よって、現時点では、スタビライザー機能が正常に働いているか否か、市場のモニタリングが重要であり、十分な監視が不可欠な段階と考えられる。

価格のスタビライザー機能が働くためには、市場の透明性向上が不可欠である。特に、各種データによる市場情報の提供は、過大なキャピタルゲイン期待を抑える上でも、極めて重要である。また、データによる市場情報の提供は、地価の過小評価を改善し、投資資金を呼び込む上でも重要である。

地価の急激な変動や長期にわたる一方的地価下落は、国民生活や経済活動にも重大な影響を及ぼすものである。従って、このような地価の急激な変動を市場の自律力で緩和する価格のスタビライザー機能の向上は、不動産の健全な維持、発展のため、極めて重要な土地政策上の課題と考えられる。

このため、今後の土地政策においては、このような価格のスタビライザー機能についての確にモニタリングできる政策手段や、価格のスタビライザー機能の向上を図れる政策手段の充実を図ることが極めて重要である。

2.2.3 不動産投資市場の生成と拡大

1) はじめに

不動産証券化は、バブル崩壊後、不良債権処理の過程で生成され、その後、急速に拡大し、2005年度で累計約25兆円の資産規模にまでなっている。…(参考資料12頁)

今日、上場企業の売却不動産のうち、約6割は、リート又はSPCが購入しており、不動産投資市場は、不動産市場の中心的役割を占めるに至っている。…(参考資料9頁(再掲))

今日の不動産投資市場の特徴をあげると、第一に、不動産証券化は、リートとプライベートファンドの相互補完的成長メカニズムの中で成長し、今日においては、多様なファンドが、あたかも「ファンドの森」のような群を形成しながら拡大することで、物件の多様化に加え、開発、管理、発展、再生等多様なリスクを吸収できるようになってきている、ということがあげられる。

第二に、このような不動産投資市場の拡大は、不動産証券化を単なる資金調達の一手段から経済循環の一セクターを形成するものに発展させるに至っている、ということがあげられる。今日、不動産投資市場は、従来のオンバランスだけの市場から、オンバランス+オフバランスの二頭立ての市場に転化するとともに、セールアンドリースバックに代表されるような商業、ホテル、物流、工場といった不動産を要素に含む一般企業活動が戦略的不動産所有を行う際の受け皿として企業戦略に組み込まれるようになってきている。

さらに、第三の特徴として、不動産投資市場の発達は、我が国だけでなく世界的規模で進んでおり、我が国の国内市場もこれら市場との競争関係の中に置かれるようになってきているということである。

このような変化は、我が国の不動産市場に、パラダイムシフトとも言える変化をもたらしつつある。この変化は、時計の針が戻ることはないようなものであるとともに、地域や業態に関係なく普遍的に当てはまる変化であることを踏まえる必要がある。

2) ファンドの森の形成

我が国では、不動産証券化は、当初、不良債権処理ニーズに応える形で、資産流動化型のプライベートファンドの形態からスタートした。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(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。

このような状況の下、不動産を長期保有可能なリートが出現したことから、リートは、そのようなプライベートファンド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却できることから、

十分な流動性を確保できる一方、ゴーイングコンサーン型の法人であるリート型法人は、不動産を長期に保有することが可能であり、リートにより、金融が求める短期の流動性確保と、不動産が求める長期保有の必要性問題が同時解決されることとなった。

一方、プライベートファンドが存在することで、リートも物件取得が容易となり、短期間のリエートの外部成長を可能とさせた。

このように、リートは、プライベートファンドの出口として機能することで、プライベートファンドの拡大を容易にし、一方、プライベートファンドが存在することで、リエートの物件獲得が容易となり、短期間のリエートの外部成長を可能とさせる、というリートとプライベートファンドの相互補完的な成長関係が実現した。

また、このような成長過程の中で、歴史的低金利を背景に、ノンリコースローンによる借り入れが活発化したが、当該ノンリコースローン自体が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) という形で証券化され、多数の投資家に販売されることにより、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拡大した。

さらに、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(FOF)も解禁され、1口10,000円程度の小口投資が可能となり、個人資金等多様な資金が流入できるようになった。

このようなファンドビジネスの拡大の中で、不動産事業も、これまでのオンバランス事業だけでなく、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るようになり、ファンドビジネスはさらに拡大・発展を遂げていった。…(参考資料13頁、14頁)

この結果、ファンドビジネスは、二方向での多様化を実現することとなった。

第一の多様化は、受け入れリスクの多様化である。即ち、当初、ファンドビジネスは、安定収益が見込まれる優良物件を管理運営する不動産への投資、即ち、コア不動産への投資に集中していたが、ファンドの拡大と、ファンドビジネスによる多様な資金の受け入れにより、コア物件への投資だけでなく、あえて空室率の高い物件を取得し、それをバリューアップしたり建て替えたりすることで高い利回りを実現する、という投資にも資金が向かうようになった。

さらに、このような受け入れリスクの多様化は、開発型証券化や企業再生型証券化といった、よりハイリスク・ハイリターンの証券化も可能とさせた。

この結果、今日、ファンドビジネスは、開発、管理、発展、再生等多様なリスクを吸収できるようになっている。

このような中で、開発や再生等の案件は、主としてプライベートファンドが担い、これらを安定的収益が得られるものに価値を増進した上で、リートに組み入れるといった、プライベートファンドとリートとの望ましい役割分担関係も構築されつつある。

第二の多様化は、用途の多様化である。即ち、当初、ファンドビジネスは、安定収益が見込め、空室率リスクの少ない都心オフィスビルを中心に運用されてきた。しかし、その後、ショッピングセンターや住宅、物流、ホテルというように用途が拡大してきている。

また、近年では、土壌汚染処理をオフバランスで実施するファンドも組成されており、今後、不動産証券化の対象は、病院、老人福祉施設、食品スーパー、コンビニ、工場というように、一般的なオフバランス手法として、さらに用途を多様化させていくものと考えられる。

さらに、今後予想される用途拡大の世界的流れとして、インフラストラクチャーを対象とするファンドが組成されるようになっていくと考えられる。

既に、諸外国では、有料道路、空港、トンネルといったインフラを対象とするファンドが数多く組成されており、今後、さらに拡大していくことが予想される。…(参考資料15頁、16頁)

インフラは、一見するとファンドになじみにくい印象を受けるが、組成の方法によっては、安定収益が見込まれ、むしろファンドになじみやすい側面がある。

今後、公的セクターの財政が悪化する中、地域間競争への対応や更新投資の拡大等から、必要なインフラ投資の拡大が、世界的に同時進行していくと考えられ、開発型証券化によりインフラ整備を行ったり、既存インフラをファンドにより流動化させたりすることで、インフラ整備のための資金を確保する、といった活用が世界各地で広く行われていくことが想定される。

このように、ファンドビジネスは、受け入れリスクの多様化と用途の多様化を通じて、多種多様なファンド群を構成するようになってきており、今日では、巨大な森林のような広がりと多様性を有する、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。…(参考資料17頁)

「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寄与するものである。第一に、金融と不動産の投資期間のミスマッチの解消に寄与する。即ち、不動産は恒久財であり、長期に管理し、適宜改善が必要な財である。一方、金融は一定の運用期間が存在する。このため、不動産を長期にわたって維持・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が、ファンドの森によってこのようなリレーが可能となる。

第二に、投資のタイミングのミスマッチの解消に寄与する。即ち、不動産は、有限で、他との代替性がなく、個別性の強い財であり、その供給には時間的にも量的にも制約がある。このため、不動産投資に当たっては、投資不動産の確保が重要となるが、不動産証券化では、個々の投資ビークルは内部留保をもてないスキームであることから、迅速な資金調達に限界がある。不動産証券化の組成に目処が付くまでの間、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るブリッジ機能が必要となるが(当該物件を一時的に抱えるSPCは一般に「ウェアハウス」と呼ばれる)、ファンドの森は、このブリッジ機能を可能とさせる。

さらに、第三に、このようなミスマッチの解消を通じて、ファンドの森の中で、不動産の開発、維持、発展、再生という長期的なサイクルが可能となり、あたかも森林が成長発展していくように、不動産の成長発展を可能とするものと考えられる。

3) 経済資金循環の一セクターとしての不動産投資市場

ファンドの森の形成により、不動産投資市場は、マクロな経済資金循環の中で、一定の規模を占めるようになってきている。

そこで、以下、経済資金循環の一セクターとしての不動産投資市場の現状を概観してみる。…(参考資料18頁、19頁)

国民経済計算によると、我が国の不動産は、2004年末時点で、2,200兆円の規模となっている。この額は、全国的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、5年間で400兆円縮小している。

これに対して、収益不動産の資産規模は、2000年末時点の60～70兆円に対し、2005年時には75兆円と、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、全国的に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、中心的役割を担っている。不動産証券化の資産規模は、1999年末時点で約1兆5千億円程度にすぎなかったが、2005年時には25兆円と約17倍に拡大しており、不動産証券化の拡大が不動産投資市場の拡大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年末時点において、全体で約6,200兆円にのぼると推計される。これは、不動産証券化の約250倍、不動産全体に対してもその2.8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1,255兆円、伝統的投資商品である国内外株式、債券の4資産が約1,919兆円となっており、両者で金融資産全体の約半分を占めている。

一方、伝統4資産以外の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権証券、信託受益権、債権流動化関連商品、抵当証券の4資産(以下「不動産関連4資産」と言う。)が158兆円、国内未公開株・出資金が264兆円、金融派生商品が33兆円となっている。

このうち、不動産関連4資産158兆円の内訳を見ると、リートを含む投資信託受益証券が約83兆円、信託受益権が約42兆円、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33兆円となっている。

さらに、不動産関連4資産158兆円の投資主体を見ると、保有資産が約1,509兆円と最も規模の大きい家計部門から約60兆円、民間の非金融法人企業から約32兆円、年金基金から約3兆円、保険から約17兆円、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30兆円が投資されている。

このうち、家計部門からの投資60兆円を見ると、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52%の783兆円は現金・預金に流れており、不動産関連4資産に対しては、その13分の1、割合にして4.0%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みてとれる。

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25兆円のうち、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。担保掛け目に相当するもの)を仮に6割とすると、25兆円の4割、即ち10兆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158兆円から不動産投資市場に流入していると推察できる。

また、CMBSの現在の残高が約4兆円と言われていることから、同じく、不動産関連4資産158兆円から4兆円がCMBSの形で不動産投資市場に流れていると推察される。

一方、エクイティ10兆円、CMBS4兆円の残りの11兆円は、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731兆円から11兆円がノンリコースローンとして不

不動産投資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、以下のような4つの特徴があることが指摘できる。

第一の特徴は、不動産投資市場は急速に拡大しているものの、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、金融と不動産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、不動産証券化への投資主体を見ると、家計が最も規模が大きいですが、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、不動産両市場に比べ規模が小さいとは言うものの、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、第四の点は、土地政策を進める上で改めて明確な認識を持つ必要がある。即ち、これまで土地政策において不動産証券化は、例えば、1997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」という位置づけがなされていたように、単なる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、今日の不動産証券化は、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、金融と不動産を結ぶ経済資金循環全体の一セクターを構成するに至っている。

このことは、これからの土地政策が政策目的を達成するためには、好むと好まざるとに関わらず、不動産証券化の動向に注意を払う必要があるということの意味するものである。

このように不動産証券化は、今日、一経済セクターを形成するに至っているが、その背景には、投資家側、事業者側のいずれの側からも、以下のようなニーズが存在しており、これが不動産投資市場拡大をもたらしているものと考えられる。

投資家側から見た不動産証券化に対するニーズ

投資家ニーズを見ると、第一に、ポートフォリオ組成上のニーズが考えられる。即ち、不動産投資は、長期安定収益が見込める、インフレ抵抗力がある等の特性を有しており、投資家から見ると、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資産である。このため、分散投資をする上で、ポートフォリオの一つに組み込むニーズの高い投資商品と言えるものである。

この場合、実物不動産に投資することも考えられるが、実物不動産投資は、資産規模も膨大になってしまい、リスク分散といった意味から難点があるとともに、流動性リスクを抱えることとなってしまう。これに対し、不動産証券化商品は、小口化されることにより、リスク分散を図ることが容易であるとともに、特に、リートの場合には、流動性リスクも相当程度回避できることから、ポートフォリオ組成上魅力的な選択肢を提供するものである。

事実、米国では、ERISA法(Employees Retirement Income Revenue Security Act)により、年金の受託者責任が強化され、分散投資義務が課されることとなった。このため、不動産証券化投資は、ポートフォリオ組成上無くてはならない存在となっている。

我が国でも、同様のニーズは存在すると考えられるが、年金の多くは、未だポートフォリオの一つとして不動産を組み込むまでには至っておらず、株等の伝統投資商品(トラディショナル・アセット)に対するオルタナティブ投資(代替投資)として不動産に限定的に投資しているのが実状である。

後に述べるように、今後の我が国の課題の一つに、不動産証券化に対する投資を、オルタナティブ投資から株式、債券等に並ぶポートフォリオの一部を構成する独立したアセットクラスとしての投資に転換していく必要があり、そのための環境整備を図っていくことが重要である。

投資家から見た第二のニーズは、第一のニーズとも関連するが、年金の資金運用ニーズの問題がある。

即ち、運用収益低迷による利差損、高齢化による死差損、企業のリストラ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、退職給付会計が導入され、企業年金の格付け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。

特に、団塊世代の退職により、今後、年金は、急増する支払いニーズに応えていく必要があり、年金運用の改善が強く求められることから、安定的な運用先として不動産投資ニーズが高まっている。

このような動きは、我が国だけの問題ではなく、先進国共通の問題である。即ち、運用先低迷や高齢化といった問題は、先進国共通の問題となっており、退職給付会計は国際会計基準により導入されたものであることから、世界共通の課題となっている。

このようなことから、世界的規模で年金資金が不動産を求めて移動しており、今日、我が国の不動産市場へ流入している外資の相当部分が、各国の年金資金を背景としたものと考えられる。

投資家にとっての不動産証券化投資の第三のニーズは、投資資金の運用先確保としての不動産証券化投資ニーズである。

即ち、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、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、優良企業により有利子負債削減努力の結果として企業の社債市場が縮小し、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、これらの資金が、大量に不動産投資市場に流れていったものと考えられる。

事業者側から見た不動産証券化に対するニーズ

事業者ニーズを見ると、第一に、間接金融から直接金融へという流れの中で、社債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:Return on Equity)及び総資産利益率(ROA:Return on Assets)を高める経営を行う必要が生じており、このため、保有資産のオフバランス化が必要となっていることがある。

第二に、グローバル化を背景に、国際会計基準への準拠が求められており、これまでの取得原価主義から時価会計主義に資産評価を移行する必要が生じており、結果として、不動産所有がリスク要因となってしまうことから、戦略的不動産所有を行う必要上、オフバランスが必要となっていることがある。

このようなオフバランスの必要は、新BIS規制(1988年のバーゼル合意(BIS規制。バーゼル銀行監督委員会が取り決めた「自己資本の計測と基準に関する国際的統一化」をいう。)に関する2004年6月発表の同委員会の見直し最終案(バーゼルⅡ)をいう。)の導入等、債権のリスクによる格付けが進むことにより、より拡大していく可能性があり、従来、企業の信用力の源泉として機能していた不動産がリスク要因に転化

してしまう可能性を回避する必要からオフバランス化ニーズは、今後さらに拡大することはあっても縮小することはないと考えられる。

第三に、企業競争の激化に対応できる新規投資や更新投資を可能とする資金確保からのオフバランスニーズの拡大が考えられる。

即ち、企業間競争の激化で、限られた期間でマーケットの一定シェアを確保し、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。そのための資金調達を、オンバランスのみで行うには限界があり、結果として、不動産証券化手法の活用が必要となってきた。

4) 不動産の国際化の進展

このような不動産証券化の拡大は、日本だけでなく、世界的規模で進んでおり、特に、上場リート市場は、近年、世界各国で相次いで開設されるようになってきている。現在、13カ国、アジア・パシフィック地域だけでも、オーストラリア、日本、韓国、シンガポール、台湾、マレーシア、香港、タイの8カ国・地域で、リート市場が開設されている。…(参考資料20頁)

今後、2007年度中には、ドイツ、イギリスが上場リート市場を開設することとしており、また、アジアでは、インドでの市場開設が検討されており、さらに、上場リート数も総資産額も急速に拡大していくと予想される。

このような世界的規模でのリート市場拡大の背景を見ると、第一には、不動産投資を求める大量の資金が世界的規模で存在しており、その資金獲得競争が激しくなる中、当該資金の獲得を目的として、各国で市場創設が相次いでいるということがあげられる。

即ち、年金資金等大量の資金が、不動産への投資を求めて、世界的規模で行き場を求めて彷徨っており、ある市場は、その資金の流れのゲートウェイとなることを目指し、ある市場は、その資金の流れを自国の不動産開発等に振り向けるため、国際的資金を獲得する目的で、リート市場を立ち上げている、ということがある。

第二に、各国とも、不動産のオフバランスニーズの存在があり、この受け皿として、リートが必要とされている、ということが考えられる。この点は、事業者ニーズのところでも述べたが、国際会計基準により、時価会計に基づく資産評価の考え方が浸透するに伴い、日本だけでなく、各国においても企業活動における不動産オフバランス化ニーズが拡大しているということである。企業は戦略的不動産所有を行うため、その時々の財務状況、経済社会情勢に応じて、不動産のオンバランス、オフバランス処理を相互に組み合わせていく必要が生じており、不動産証券化は、これを実現する

受け皿となるものである。

第三に、経済のグローバル化の進展に伴い、世界的規模で優良物件や優良プロジェクトの獲得競争が激化しており、そのためのファイナンス力強化の観点から、リート市場を創設している、という側面が考えられる。

このような国際的規模でのリート市場の開設ラッシュは、「不動産の国際化」という新たな現象をもたらしつつある。

第一に、各国の不動産は、リート市場を通じて相互比較が容易となってきており、その結果、不動産価格も、リート市場を通じた国際的裁定の中で決定される可能性が高くなると考えられ、不動産の価格面での国際化が進展していくものと思われる。

特に、国際会計基準の浸透は、収益価格という共通の物差しによる不動産評価を各国に浸透させることになり、国際的な不動産の価格裁定をより促す結果をもたらすものと考えられる。

このため、国内の地方都市の不動産の価格も、国際的利回りの裁定を通じて決定されるようになる可能性があり、例えば、キャッシュフローがサンフランシスコの10分の1の地方都市の不動産は、価格も10分の1、というようになる可能性がある。

このことは、不動産から産み出されるキャッシュフローを増やさない限り、資金が海外に流出してしまうことを意味しており、たとえ地方不動産であっても、今後は、国際的視点が必要とされることを意味している。

第二に、今後、不動産を巡って、資金調達面でも、物件獲得面でも、国際間競争が激しさを増していくことが考えられる。

例えば、2003年にフランスでリート市場が創設されたが、この背景には、EU統合を踏まえ、先行するオランダ、ベルギーに対抗する必要があったと言われている。このようなフランス市場の創設は、周辺諸国の市場創設を促す結果となり、2007年度には、ドイツ、イギリスで、リート市場の創設が表明されている。

また、アジア諸国でも、国際間競争が激しさを増しており、特に、香港は、2008年の北京オリンピックやその後の成長を睨み、政府主導でリート市場を創設するとともに、先行するシンガポールも、市場規模拡大のため、インド等に活発な投資を続けている。特に、インドは、2006年2月に外資による不動産投資が原則自由化され、世界の投資家から注目を集めており、これを背景に、シンガポールリート等が積極的な投資を行っており、アジア・パシフィック地域における不動産に係る資金獲得競争や物件獲得競争は、今後、さらに激しくなっていくと考えられる。…(参考資料21頁)

第三に、このような各国でのリート市場立ち上げの結果、クロスボーダーでの不動

産取引が一層拡大していく可能性があると考えられる。このため、各国とも不動産の売却先の選択肢がクロスボーダーで広がっていくこととなり、先に述べたファンドの森におけるファンド間移転も、今後は、クロスボーダーでも実施されるようになっていくものと考えられる。

このことは、日本のプライベートファンドの出口として、国内のリートだけでなく、海外のリートを想定することが可能となってくることを意味する。

事実、オーストラリアの上場リートであるLPT(Listed Property Trust)市場には、日本物件のみを扱う銘柄も上場されており、近年では、韓国のKリートでも、日本の国内プライベートファンド物件を原資産としたリート銘柄を上場する動きが伝えられている。

このようなクロスボーダー取引の活発化は、各国の投資資金を、不動産の維持、発展に振り向け、各国の社会基盤としての不動産の価値増進に寄与させることが期待できる反面、各国で厳正なデュー・ディリジェンスが実施されなければ、他国の投資家に不当な損害をもたらす危険性もはらんでいる。他国の投資家に対する不当な損害の発生は、他国から自国不動産への投資資金流入を縮小させ、結果として、自国の不動産市場の維持、発展にマイナスをもたらす。

特に、今後、日本は、アジア・パシフィック地域の発展、成長において、先導的役割を担っていく必要がある。このような観点からも、まず、自国の不動産市場のトランスペアレンシーを積極的に高め、国内投資家向け、海外投資家向けの区別なく、他国に率先してデュー・ディリジェンスの充実を図っていく必要があると考えられる。

同時に、今後は、アジア全体の不動産市場の健全な発展を促進するため、不動産市場関係者での国際連携を強化していく必要がある。

2.3 不動産投資市場の意義と課題

2.3.1 はじめに

上記に述べた不動産投資市場の生成、拡大は、土地政策上無視できないものとなっており、これに対する的確な政策抜きに、今後の土地政策を語ることはできないものである。

不動産投資市場は、先に述べたとおり、その誕生過程で、不稼働不動産の稼働化、不動産経営効率化による価値の増進、資産デフレの歯止め、市場の透明化等をもたらし、適正な土地利用と適正な地価の実現に大きく寄与したと考えられる。

本章では、不動産投資市場が土地政策にもたらす意義と課題についてあらためて

整理し、今後の土地政策に求められる基本的課題を明らかにすることとする。

2.3.2 不動産投資市場の意義

1) 市場の自律力による価格安定化機能の向上

不動産投資市場が土地政策にもたらす意義として最も重要なものは、これによって市場の自律力により価格の安定化機能の向上が図られる可能性がある、という点である。

かつて、不動産は、長期的地価上昇が続く中、信用力の源泉として機能し、利用されず何らキャッシュフローを得られなくても、不動産を所有しているだけで融資を受ける際に有利な扱いを受ける、といういわゆる「土地担保融資システム」が機能していた。

このような時代においては、地価が上昇するほど、土地のもたらす信用力が増大し、結果として、不動産への資金投入が拡大されさらなる地価上昇をもたらす、という構造が内在していたと考えられる。

前回のバブルは、このようなシステムの中、プラザ合意以降の過剰流動性の存在を背景として、地価上昇が上昇を招く中で生じたものと考えられる。

これに対して、不動産証券化では、土地の信用力に着目し企業活動に投資するのではなく、不動産そのものの収益力だけに着目して投資が行われるものである。この結果、右肩上がりの経済が終焉し、長期的地価上昇が見込めない今日、不動産証券化においては、不動産がもたらすキャッシュフローを重視した投資構造が定着してきているものと考えられる。

事実、1990年代前半までは、不動産に係るイールドギャップはマイナスとなっており、キャッシュフローよりも大きなキャピタルゲイン期待を前提に不動産投資が実行されていたと考えられる。これに対し、今日では、一定のイールドギャップを前提として投資が実行されており、キャッシュフローの収益率であるインカムゲイン利回りを重視した投資行動が取られるようになってきていると考えられる。…(参考資料10頁(再掲))

このようなキャッシュフロー重視の投資構造は、地価上昇 キャピタルゲイン期待の増加 さらなる地価上昇、といった上昇が上昇を招くスパイラル的地価上昇を生じさせにくくするものと考えられ、地価上昇 インカムゲイン利回りの低下 地価上昇の歯止め、といった価格安定化機能が作用しやすい環境をもたらすものと考えられる。

もちろん、このような投資構造においても、多くの市場関係者が地価上昇を予想し、それが継続する場合には、地価上昇によってインカムゲイン利回りが低下しても、キャピタルゲイン期待が増加し続け、地価上昇が地価上昇を招く可能性は存在する。よっ

て、今日、キャッシュフロー重視の投資構造が定着したからといって、急激な地価上昇が生じない、と言うことはできず、地価に関しては、常に、継続的な市場のモニタリングが不可欠であることは言うまでもないところである。

しかしながら、長期にわたる右肩上がりの経済が期待できない中、キャッシュフロー重視の投資構造が基本となっている限り、一時的にキャピタルゲインが期待できる場合であっても、キャピタルゲイン期待が持続することは考えにくく、インカムゲイン利回りが低下する中、いずれかの段階で価格の安定化機能が作動することになると考えられる。

このように、土地市場の行動原理が、土地担保融資システムによるものから、不動産証券化によるものに変化したことにより、キャッシュフロー重視の投資構造が定着し、これにより、市場の自律力による価格の安定化機能の向上が期待できると考えられる。従って、今後の土地政策においては、できる限り、市場の自律力による価格の安定化機能を活かした政策を実施する必要がある。

このような観点に立った場合、市場の透明性を高める施策が極めて重要である。何故なら、このような機能が健全に作用するには、キャピタルゲイン期待に対して、合理的な判断が可能となるような十分な情報が市場的に提供される必要があるからである。例えば、家賃上昇が見込める場合には、将来キャッシュフローの増大を前提とした地価上昇には一定の合理性が存在するが、当該家賃上昇に関する情報が間違っただけであれば、価格の安定化機能は正常に作用しなくなってしまう。

従って、価格の安定化機能を正常に作用させる上でも、市場の透明性を高め、できる限り多くの正確な情報が市場に伝えられるようにすることが重要である。

不動産証券化は、このような点においても土地市場に重要な転換をもたらすものと考えられる。

即ち、証券化によって、投資家への説明責任が発生し、賃料や空室率、耐震、アスベストや土壤汚染の有無等様々な情報が市場に開示されることとなった。

この結果、市場関係者は多くの情報を元に判断することが可能となり、この点も、価格の安定化機能向上に寄与するものと考えられる。

さらに、不動産証券化は、かつて事業会社とメインバンクの少数の人間で投資の意志決定が行われてきた方式と異なり、アンバンドリングの結果生じた多数のプレイヤーによる相互監視の中で投資の意志決定がなされる方式であることから、不動産証券化では、データに基づく合理的説明が困難な案件については、投資しにくい環境が構築されてきているものと考えられる。

今日、多くの関係者を説得できる十分に合理的なデータを提示できない限り、地価

上昇が継続している状況で、不動産投資をさらに拡大し続けることは困難となっており、結果として、いずれかの段階で、価格上昇に歯止めがかかりやすいシステムが構築されていると考えられる。

このような価格の安定化機能は、地価上昇の局面だけでなく、地価下落の局面でも機能することが期待される。

即ち、不動産証券化が健全に機能している市場においては、地価下落が続くと、キャッシュフロー利回りが上昇し、いずれかの段階で、不動産投資が回復することになり、地価下落に歯止めがかかることになる。

特に、証券化は、リスクを区分けし、細分化することが可能なため、地価の下落局面において不動産投資を回復させる上で、大きな役割を担うことが期待できる。

今日、一部地域で地価が反転しつつあるが、このような一部地域の地価の反転には、不動産証券化による不動産投資の回復が相当程度寄与したものと考えられる。

地価の回復は、不良債権処理や企業再生を容易にする土壌をもたらすとともに、新たな投資活動や事業展開を可能とする上で、極めて重要な課題である。

地価の急激な上昇は、国民生活や経済活動にとって深刻な影響を及ぼすものであり、このような事態が生じないよう、万全の対策を講じる必要があるが、同時に、長期的地価下落も多くの弊害をもたらすものであり、その意味からも、地価の安定化を図っていくことは極めて重要な政策課題である。不動産投資市場の発達には、このような地価の安定化に大きく寄与する可能性があり、その可能性が十分実現されるようにしていくことが、今後の土地政策の重要課題の一つであることを十分認識する必要がある。

2) 市場の自律力による不動産の開発、管理、発展、再生サイクルの形成

不動産投資市場が土地政策にもたらす意義として次に重要なものとしては、これによって市場の自律的作用により不動産の開発、管理、発展、再生のサイクルが実現できる可能性がある、ということである。

不動産は、50年、100年という極めて長期にわたって都市や街を構成し、我々の生活や経済活動を支える財である。

その間、不動産は、維持、修繕されるだけでなく、場合によっては開発、再生される必要があり、不動産の開発、管理、発展、再生といったサイクルが持続的かつ健全に実現されていくことが重要である。

このような不動産循環サイクルが実現されるためには、都市計画や街を構成する住

民、行政等多くのプレイヤーの参画と努力が必要とされ、不動産投資市場は、あくまでその一部を担うに過ぎないものであるが、不動産投資市場自身の中で、循環サイクルが実現されれば、市場の自律的作用によって長期的視点に立った不動産の維持、発展が実現されることとなる。

このことは、限られた財源の中、街や都市を健全に維持し発展させていく上で、極めて重要であり、国民経済上も大きな意義を有すると考えられる。

また、このような市場の自律的作用による不動産の循環サイクルが実現されていれば、市場に対する誘導策やインセンティブを加えることで、大きな政策効果を実現できる可能性が高くなることから、土地政策上も有用である。

不動産証券化は、先のファンドの森の部分で述べたように、当初は、不動産の維持、管理を主な対象としていたが、ファンドの森の拡大に伴い、不動産の開発、管理、発展、再生といったサイクルを市場の自律的なメカニズムの中で実現できるものに発展してきた。このため、今日では、市場の自律的作用によって不動産の循環サイクルが実現される可能性が生じている。

従って、今後の土地政策においては、このような不動産投資市場の機能を最大限活かしながら、都市や街が健全に維持、発展されるようにしていくことが重要である。

2.3.3 不動産投資市場の問題点

以上、不動産証券化の土地政策への意義を述べてきたが、一方で、証券化は土地市場に様々な問題をもたらす可能性も有する。以下、証券化がもたらす可能性のある問題点を検討してみることにする。

1) 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ER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。

不動産固有のリスク情報等が投資家に開示され、それに基づいて適正な値付けがなされることは、市場の自律的作用による不動産の循環サイクルを実現する上でも極めて重要である。

例えば、十分な耐震性能を備えていない不動産があれば、その耐震性能の低さが価格に反映されることで、バリューアップにより高い利回りが期待できるようになり、耐震化のインセンティブが生まれることから、市場による不動産の改善が実現されるようになる。しかし、逆に、不動産が金融商品化されることで耐震性能が見えにくくなり、その違いが十分価格に反映されなければ、耐震化のインセンティブは機能しないこととなってしまう。

このように、市場の自律的作用による不動産の循環サイクルが実現されるためには、その基礎として、不動産のER情報を踏まえた適切なデュー・ディリジェンスが実施され、その情報が的確に投資家に開示されることが不可欠である。

物件管理がおろそかになる懸念

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

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(Discounted Cash Flow Method)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。…(参考資料22頁)

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、AM業者やPM業者が先延ばしし、適当なタイミングに実施され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、不動産投資市場においては作用しない場合が生じてしまう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。

責任主体の不明確化

不動産特定共同事業を除いた、信託形式によらない不動産証券化では、実物不動産の所有権はピークルが有しているものの、ピークル自体は箱に過ぎず、物件取得に際しても契約者はピークルであるが、あくまでピークルはファンドマネージメント(FM)業者の助言に基づき物件を取得することとなっている。また、不動産の管理も、通常AM業者の指図に従い、PM業者に委託され、ピークル自体が直接管理行為を行うことはない。

信託受益権化された不動産の場合には、不動産は信託銀行が所有し、ピークルは受益権を取得することとなるが、その取得もあくまでFM業者の助言に基づいて取得することとなる。また、不動産の管理は、通常AM業者の指図に従い、信託銀行から委託を受けたPM業者が行うこととなる。この場合も、ピークルが直接管理行為を行うことはない。

このように、不動産証券化では、実質的所有はピークルにあるものの、ピークルは単なる箱に過ぎず、AM業者、PM業者、さらには信託銀行などの分担の中で不動産の管理がなされることとなる。

このため、不動産証券化においては、ともすると、不動産管理について、最終的に誰が責任を取れるかが必ずしも明確でない場合が生じてしまう恐れがある。

民法第717条では、土地工作物の瑕疵により他人に損害が生じたときには、土地工作物の所有者が最終的責任を負うべき旨を規定している。また、建築基準法や耐震改修法、ハートビル法等各種法令において、不動産の所有者に対して、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おり、所有者は、不動産の管理に対して、重い責任を有している。

例えば、エレベーターや回転ドア等で事故が発生した場合や、地震等で建物の一部が崩落し周辺に被害を与えた場合等においては、不動産の所有者には重い責任が求められることとなり、最悪の場合は人命にも関わることから、不動産所有者には、十分適切な管理が行われるよう、常に万全の注意を払い続けることが強く求められている。

しかしながら、不動産証券化は、上記のように、不動産管理について分業するものであることから、その責任の所在がどこにあるのかが不明確となってしまう、結果として、十分な管理が行われないといった危険性を抱えている。

特に、信託受益権化される不動産の場合には、信託銀行が所有権を有していることが明確であるため、責任を取る者が誰もいないといった問題は生じにくい。が、実物不動産の場合には、所有権は単なる箱にすぎないビークルが有しており、ビークルに最終責任が求められたとしても、ビークル自体に十分な損害賠償に応じる資力がなければ、事実上誰も責任を負えない、といった事態も発生しかねないところである。

また、現在、信託法の改正が進められており、この中で、自己信託の導入も予定されているが、これらにより、信託銀行以外の者が受託者になる信託も増加していく可能性がある。この結果、信託銀行が関与しない信託受益権の流通が拡大する可能性もあり、不動産管理に係る最終的な責任の取り方が今後ますます不明確化してしまうことも懸念される。

このようなことが生じないようにするには、不動産の管理の観点から、投資法制を検証するとともに、不動産証券化においても、不動産の管理体制の充実が図られるような方策が必要となってくると考えられる。また、建物や設備の点検、修繕等をいつ、どの程度行ったか等の管理履歴情報が的確に投資家に開示されることが必要である。

このため、例えば、上記で述べた管理に係る費用の開示と併せて、管理体制についても、プロ・アマの区分も踏まえつつ、一定の開示を促す方策を検討するとともに、管理履歴情報の流通、開示の充実を図ることが重要である。

大規模資金移動による不動産価格の攪乱の懸念

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。

このような大規模資金移動による攪乱は、不動産と金融の融合が進む上で避けることができない現象であるが、個人や年金といった長期安定資金の不動産への流入を促進することで、ある程度の回避は可能となると考えられる。

そのためには、まず、市場の透明性を高め、投機的取引のうま味が出にくい環境を構築することが不可欠であるとともに、個人、年金等長期安定資金にとって不動産投資市場が魅力的と言えるような制度、税制等の環境整備や、投資家への情報提供の充実を図っていくことが重要である。

良好な都市形成への責任の希薄化

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、投資ビ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。…(参考資料23頁)

2) 「ファンドの森」としての問題

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きており、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。

リート成りに伴うリスク転化を回避するための方法としては、イ)リートがプライベートファンドから物件を取得する際、投資信託委託会社が投資家に対して十分な説明責任を果たすようにさせること、ロ)投資法人が物件取得する際のデュー・ディリジェンスが厳格かつ的確に実施されるようにすること、ハ)実施されたデュー・ディリジェンスに係る情報が的確に投資家に開示されるようにすること、等が考えられる。

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。特に、不動産投資市場の急速な拡大に伴い、今後5年間で膨大な不動産がリート成りすると予想され、例えば一定の前提のもとにその規模を想定すると、今後5年間で生じるリート成りは、過去5年間のリート成りの5倍、規模にして今日のリート市場を大きく上回るスケールとなる可能性も想定される。したがって、的確な政策を講じることで、これらの懸念される要因を払拭していくことが極めて重要な課題となっている。…(参考資料24頁)

なお、今後、リート成りだけでなく、リートからプライベートファンド等に物件を売却するケースも増えてくることが予想される。このようなケースの場合もリート物件を安値で売却するといった利益相反行為がなされる危険性があり、リート成りと同様に的確な政策を講じることが求められる。

3) 資金循環上の問題

個人、年金資金の充当の不足

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、長期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、現状は十分な資金流入がなされているとは言えず、その拡大を図っていく必要がある。

個人、年金資金の流入を促進するためには、まず、市場の透明性(トランスパレンシー)向上を図ることが不可欠である。透明性が高くない市場では、投機的取引が行われる可能性が高まり、ハイリスク・ハイリターン市場となってしまうことから、個人や年金の資金が入りにくいものとなってしまうためである。

また、年金資金の流入を図る上では、ベンチマークインデックスの整備を図ることが重要である。年金は、運用者に厳しい受託者責任が課されており、単に、どのような利回りが得られたかだけでなく、その利回りが、全体の不動産投資の中でどの程度の成績、位置づけになっているかを年金受給者にデータで示す必要がある。

このようなデータでを提示するためには、不動産投資市場におけるベンチマークインデックスが必要である。しかし、我が国では、十分なベンチマークインデックスが整備されておらず、このため、年金が不動産に資金を流入させにくい状況となっている。

地方の資金循環問題

地方銀行の預貸率は低下傾向にあり、相当規模の資金が外債やヘッジファンドに充てられており、健全な地域内の資金循環が実現しているとはいえない状況にある。…(参考資料25頁)

また、その資金の一部はリートへの投資等を通じて不動産投資市場に流入しているとみられるが、現在のリーートの投資対象は首都圏に集中していることから、地方資金が東京の不動産には充当されても、地方の不動産にはあまり充当されておらず、地域内資金循環とはほど遠い状況となっている。

さらに、地方における資産流動化案件においては、倒産隔離機能が十分に発揮されていない案件もある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。

国際的資金移動

近年、年金資金やオイルマネー、富裕層資金等大量の資金が世界的規模で投資対象、特に、投資対象不動産を求め彷徨っている。

このような資金の一部が日本の不動産投資市場にも大量に流入していると考えられる。

これら資金の急激な移動は、我が国の実物不動産市場の攪乱要因となる可能性がある一方、安定的資金流入は、国内不動産の維持、発展に資することとなり、これに伴う不動産の価値増進、都市再生、居住環境の向上等による社会的配当の拡大を通じて、広く国民的利益にかなうものである。

今日の我が国の不動産投資市場は、外国資金の存在抜きに成立することはできない状況となっていると考えられ、特に、昨今のリート市場は、国内個人が売り越しの中、外人投資家が買い支えるという構造となっていることから、外資の持続的流入は、リート市場を維持する上でも、また、リートを出口とするプライベートファンド市場を維持する上でも欠かせない存在となっている。…(参考資料26頁)

外資にとっては、国内の不動産市場の実情が見えにくいことから、国内資金以上に市場のトランスペアレンシーが重要である。

外資にとってみると、トランスペアレンシーが高い国には、長期・安定的な投資を行うインセンティブが働くが、トランスペアレンシーが低い国では、そのような安定的投資は行いにくく、仮に、投資する場合でも、ハイリスク・ハイリターンを求める投資資金を充当することになってしまう。

このような投資資金は、短期で高い利回りを求めるものであることから、投機的不動産投資を誘引する可能性があり、実物不動産市場にとって攪乱要因となるものである。

日本の不動産投資市場のトランスペアレンシーは、海外から見ると、必ずしも高いものとは受け止められておらず、長期安定資金を呼び込む上で、十分な透明性を備えているとは言えないものである。…(参考資料27頁)

このため、国際的資金移動で、国内不動産市場の安定化に資する長期安定資金の流入を促進する上でも、諸外国との比較でも十分なトランスペアレンシーを確保していくことが重要である。

4) 不動産価格形成上の問題

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、理想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、キャピタルゲイン期待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ものであることを十分認識することも必要である。

一方で、今日、一定のイー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、東京都心部等で物件取得等について一部過熱傾向が懸念されているところである。この結果、イー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おり、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(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。

5) 国際的市場間競争の激化

先に述べたように、今日、不動産の国際化が急速に進展しており、このような状況の下、今後、国際的市場間競争が激しくなっていくことが予想される

特に、世界の投資資金は、アジア・パシフィック地域を一つのグループとして見立て、分散投資を図る傾向があることから、アジア・パシフィック地域の中での日本市場の国際的地位を確固たるものとしていく必要がある。

とりわけ、不動産業は、情報産業としての側面を強く持つことから、国際的枢要市場には、情報、資金だけでなく不動産インテリジェンスサービス産業の集積が進むと考えられる。不動産は、21世紀においても企業活動の重要な基礎的要素の一部を成すもの

であり、これに関連する国際競争力を備えたサービス産業が他国に集積してしまうことは、我が国経済にとって大きな損失をもたらすことにもなりかねないものである。

上場リート市場について見ると、現在、先行するオーストラリアを除くと、アジア・パシフィック地域の中で、日本市場は圧倒的な市場規模を有しており、シンガポール、香港がこれに続いている。しかし、シンガポール市場、香港市場ともに、市場規模は着実に拡大し続けており、特に、香港市場は、中国本土への投資を通じて今後急速に拡大していく可能性がある。…(参考資料28頁)

このため、我が国不動産投資市場の国際的地位の確立、特に、アジア・パシフィック地域での地位確立が喫緊の課題となってきている。

経済の基礎的条件の向上にも資する国際競争力を備えた不動産インテリジェンスサービス産業の育成、集積を図る意味からも、日本の不動産投資市場の国際的地位確立を図る必要がある。

特に、リート市場は、プライベートファンドの出口として重要な役割を担っており、例えば開発型証券化では、リスクをできる限り軽減するため、開発段階からリートとパイプライン契約を締結するといったことが一般的に行われている。

仮に、我が国のリートが十分な成長を遂げることができず、香港、シンガポールのリートが大きなウェイトを占めるようになってしまえば、国内の開発案件でも香港、シンガポールのリートとパイプライン契約を結べるか否かが事業成立の成否を決めてしまうことになりかねず、日本のリート市場の国際的地位確立は、今後の我が国の都市再生を円滑に進める上でも重要な課題となるものと考えられる。

3. 不動産投資市場の成長戦略

3.1 基本的考え方

これまで見てきたように、我が国の不動産投資市場は、不良債権処理が本格化する中誕生し、その後急成長を遂げ、今日に至っている。

今日、不動産投資市場は、我が国の収益不動産市場の相当部分を占めており、それ無しでは土地市場が成立しない状況にまでなっている。

従って、我が国の不動産を国富として健全に維持、発展させていくためには、不動産投資市場の健全で持続的な成長が不可欠である。

事実、不動産投資市場は、我が国だけでなく世界的規模で拡大しており、不動産投資市場は、当初の立ち上がり期から、持続成長期に移行しつつあると言える。

不動産投資市場が、持続的に成長していくためには、投資対象と流入資金の裾野のさらなる広がりが不可欠であり、「国民市場」と言えるような広範な広がりを持つ市場に発展させていく必要がある。

「国民市場」としての不動産投資市場は、単に、不動産から得られる収益を投資家に分配する、という目的のためだけに構築されるべきものであってはならない。不動産投資市場が、単に、不動産から得られる収益を分配するための「箱」に過ぎないのであれば、不動産の価値増進は図られず、長期的に見れば市場は縮小に向かわざるを得ないであろう。

不動産投資市場を、単なる利益分配装置としてではなく、あくまで不動産の健全な維持、発展に資する国民のためのインフラとして機能させることによって、貴重な国民資源であり、国富を構成する我が国の土地・不動産が、健全に維持、発展されていくようにする必要がある。

3.2 基本戦略…(参考資料29頁)

3.2.1 本来的長期安定資金の持続的流入

これまでも述べてきたように、不動産は、長期にわたる管理が必要なため、本来的に長期安定資金を必要とする財である。従って、不動産投資市場の成長発展のためには、第一に、長期安定資金の持続的流入が不可欠である。

もちろん、短期資金であっても、それが安定的に市場に投入され続ければ、当該資金をロールオーバーする(借り換える)ことで、不動産が必要とする資金を獲得することは可能であるが、不動産市場の安定的成長のためには、できる限り長期資金が流入することが望ましい。

長期安定資金の代表的存在は、個人、年金資金である。特に、我が国の個人資金は、1,500兆円を超える資産規模を有し、これらが持続的に不動産投資市場に投入される必要がある。

このため、法制度や税制についても必要な見直しを図るとともに、個人や年金資金が安心して投資できるような市場のトランスペアレンシーの向上を図っていく必要がある。

不動産投資市場への個人、年金資金の流入は、不動産から得られる長期安定収益を個人、年金に環流させる、という側面を有するが、不動産投資市場と個人、年金資金との関係を、そのような単純なサイクルにとどめておくだけでは不十分である。即ち、個人、年金資金によって、単に配当が環流されるというだけでなく、当該資金によって不動産の価値増進が図られ、配当が拡大することによって、個人や年金生活の安定に寄与するとともに、当該資金により必要な都市再生や居住環境の向上が図られ、これが広い意味での社会的配当として経済社会に還元されることにより、豊かな高齢化社会の実現に寄与するといった、社会的厚生拡大に資するサイクルとする必要がある。

3.2.2 我が国不動産投資市場の国際的地位の確立

個人、年金等の長期安定資金は、今日においては、瞬時にクロスボーダーで移動してしまう。従って、不動産投資市場への長期安定資金の持続的流入を可能とするためには、国際的視点から見ても我が国の投資市場が魅力的なものとなっていなければならない。

逆に、我が国の不動産投資市場が、国際的に魅力あるものであれば、世界中から長期安定資金が集積することとなり、これによって必要な都市再生、居住環境の向上が図られれば、これらは広く我が国の国民的利益として社会還元されることになる。

一方、先に述べたように、不動産の国際化の中で、不動産投資市場の国際間競争が激化しており、日本市場の国際的地位、特に、アジア・パシフィック地域での国際的地位の確立が急務となっている。

日本市場の国際的地位の確立は、単に、情報や資金の集積を促すだけでなく、不動産インテリジェンス産業の集積を左右するものである。従って、産業集積を促進する観点からも、国際的視点に立って我が国の不動産投資市場の魅力を高めていく必要

がある。

そのためには、第一に、国際的視点からも理解できる市場のトランスペアレンシー向上を図る必要がある。

即ち、国際社会から見て公正性に欠け、透明性が十分でない市場は、世界から資金を集めることはできず、国際的市場とはなり得ないものである。不動産投資市場の国際的地位を確立する上で、国際的視野に立ったトランスペアレンシー向上は不可欠な要素である。

第二に、市場の国際的地位を確立する上では、何よりも市場規模を拡大させることが必要である。市場規模の拡大は、流動性拡大をもたらすとともに、多様な投資機会を実現する上で不可欠なものである。

今日、アジアの中で、リート市場は、他国のリート市場に比べ圧倒的な規模を有しているが、今後、シンガポール、香港のリート市場が急速に拡大していくことも考えられる。これらの動きも十分踏まえ、リート市場のアジアの中での優位性を持続発展させていく必要がある。

特にリート市場の優位性を確保していくためには、諸外国のリート商品と比較してリーートの投資商品としての魅力を高めていくことも重要である。そのような投資商品としての魅力の一つに、海外への投資可能性といった問題があると考えられる。即ち、諸外国のリートは海外投資が可能となっている中で、リートは現在、海外投資が事実上可能となっていない。このため、ホテルリートや物流リート等海外投資の分散効果が期待できるリートにおいて、海外のリートと比べて相対的に魅力が低下してしまうといった問題が生じてしまう可能性がある。・・・(参考資料30頁)

後に述べるように、海外物件にリーートの投資が可能となれば、日本企業が海外での活動を行う際にも、リートからのファイナンスを活用できるといったメリットが生じるものと考えられ、日本のリート市場の国際的地位確立といった観点だけでなく、わが国全体の国際競争力の観点からもリーートの海外投資の可能性について検討する必要があると考えられる。

第三に、市場の国際的地位確立のためには、単に、情報が開示されるだけでなく、世界に向かって積極的な情報発信がなされる必要がある。

特に、この点は、不動産インテリジェンス産業の集積問題と密接不可分な問題でもある。

即ち、今後、不動産は情報産業としての側面をより一層強く持つと考えられることから、国際的情報発信の充実は、我が国における不動産インテリジェンス産業の集積、発展にとって不可欠なものである。また逆に、我が国における不動産インテリジェンス産

業の集積、発展は、国際的情報発信機能の充実をもたらすものであり、こうした相乗効果によって、我が国不動産投資市場の国際的地位向上が図られることとなる。

3.2.3 全国不動産投資市場の底上げ

不動産の国際化が進展すればするほど、その反射的問題として地方の不動産投資市場の問題が浮上してくる。

先に述べたように、不動産国際化の背景には、国際会計基準等の浸透により、不動産が信用力の源泉からリスク要因に変化し、不動産のオンバランス、オフバランス処理を、その時々的情勢に応じて適時適切に組み合わせる戦略的不動産所有が求められることから、その受け皿としての不動産投資市場が各国で発展してきた、ということがある。

このような戦略的不動産所有の必要性は、地方の企業活動においても求められるところであり、これを可能とする不動産証券化は、地方でも今後必要とされるものである。…(参考資料31頁)

特に、地方においても、企業間競争は今後一層激しくなっていくことが予想され、これに対応できる新規投資や更新投資がしやすい環境整備を図っていくことが重要であるが、不動産証券化は、事業者にとってみると、オフバランス化することで不動産に資金を固定しなくてすむ手法であり、競争力確保上重要な選択肢となるものである。このような選択肢を地方企業が利用しづらいという状況は、地方の産業にとっても大きなハンディ・キャップとなるものであり、このような不利益を改善する上でも、地方での不動産証券化を可能とする環境整備が重要となってくる。

また、地方経済の健全な発展を実現するためにも、地域内の資金循環を実現していく必要があるが、例えば、地方銀行の資金もクロスボーダーで大量の資金が瞬時に動いてしまう今日において地域内資金循環を実現するためには、国際的視点が不可欠であり、地方であっても、国際的に見て魅力ある投資対象が存在しなければ、地方資金の域外流出を抑えることはできないところである。

このように、地方であっても、今後は、不動産国際化の流れに対応していかなければならないが、リートの投資先を見ると、現在、リート物件が1件も存在しない県が全国に17県あり、市町村数では95%以上の市町村で、リート物件が1件も存在しない状況となっている。…(参考資料32頁)

このため、不動産投資市場の全国的底上げを図り、地方においても国際的視点に立った証券化のメリットを享受できるようにしていく必要がある。

地方の不動産投資市場底上げは、日本全体の不動産投資市場の裾野を広げるものであり、全国的な不動産投資市場底上げと我が国の国際的地位確立とは、コインの裏表のような関係にある問題と言える。

全国不動産投資市場の底上げを図るためには、地方の証券化案件、特に、国際的に見ても魅力ある投資対象を地方において発掘していく必要がある。

この場合の「国際的に見ても魅力ある投資対象」としては、ともすると超高層オフィスビルや大規模リゾート、メッセ等大規模施設を思い浮かべがちであるが、この場合の「魅力」とは、収益面での競争力を意味しており、むしろ、身近な不動産が対象となってくると考えられる。例えば、日常の食料品スーパーや医療介護施設等は、地価が安い地方なればこそ、収益面の競争力を持つ不動産であり、ポートフォリオに組み入れることで国際的視点からも十分投資対象となり得るものである。

このように、身近な不動産の証券化が可能となることで、例えば、シャッター街の空き店舗について証券化が可能となるようにキャッシュフローを生み出す店舗に改装し、それが中心市街地活性化の一助となったり、地方の中小事業者が、不動産に資金を固定することなく、証券化を活用して資金を調達し、それで浮いた財源を、他の設備投資や新店舗の開業費、既存店舗のリニューアル費にまわすことが可能となり、事業展開の選択肢を広げることが可能となってくる。

特に、中心市街地等の空き店舗や遊休地などを活用したまちづくりや地域再生のためには、「所有と経営の分離」により、土地利用の流動化を図り、やる気と能力のある者に経営を委ねることで不動産の価値増進を図る手法である不動産証券化が問題解決に向けて大きな役割を果たすことが期待できる。また、これにより、やる気のある若者、シニア、女性等の地域での活躍の場が確保できる可能性があり、地域の担い手の受け皿の形成にも資することが期待できる。このように、中心市街地活性化、地域再生のためにこそ、不動産証券化を積極的に活用すべきである。

このような「所有と経営の分離」といった証券化の特性を活かしたまちづくりを進める上で、特に現物出資に係る譲渡益課税の問題が重要である。即ち、原所有者が証券化手法を活用し、やる気と能力ある者に経営を委ねるためには、不動産の現物出資を円滑に行えるようにしていくことが重要である。しかしながら、そもそも法制度スキームによっては、現物出資が認められていないほか、認められていたとしても、現行税制上は、原所有者が現物出資を行おうとすると多額の譲渡益課税を納めなければならないことになってしまう。証券化を活用したまちづくりが円滑に行えるよう、現物出資の税制の在り方についても検討する必要がある。

さらに、昨今、地方公共団体は、土地開発公社用地等大量の遊休地や十分活用されていない公共施設を抱えているが、不動産証券化手法を活用することで、これらの円滑な流動化が図られることが期待される。

特に、昨今、市町村合併で公立病院の統合問題が浮上してくる可能性があるが、例えば、不動産証券化を活用することで既存病院を介護施設等にコンバージョンするとともに、証券化で得られた資金を活用することで新病院の建設資金を捻出することができる可能性がある。現在、リートではヘルスケア関連の施設には投資がなされていないが、米国では、リートの4.4%がヘルスケア関連施設に充てられている。介護施設等のヘルスケア部門は、地価の安い地方の方がむしろ高い利回りを確保できる可能性があり、不動産投資市場全体の中でも十分競争力を持てる可能性のある分野と考えられる。このような分野で不動産証券化手法を活用することで地域の医療サービスのレベル向上を図りつつ、介護施設の充実強化、さらにはそれにつながる地域での雇用機会の創出を図れる可能性があり、前向きに活用策を検討していく必要がある。

現在、地価は、都心部等一部地域で回復傾向が見られるが、地方では下落が進んでいる。

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一方、長期的かつ継続的地価下落は、資産価値の低下だけでなく、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である。

都心部等で地価の回復傾向が鮮明となってきた今日、地方における地価の回復が今後の重要課題となっていくと考えられるが、全国不動産投資市場の底上げは、このような地方での地価の回復に寄与するものと考えられ、このような観点からも、全国不動産投資市場の底上げを図っていく必要がある。

3.2.4 三位一体的解決とトランスペアレンシーの向上

このように、今後、不動産投資市場を国民市場として持続的に発展させていくためには、「本来的長期安定資金の持続的流入」、「我が国不動産投資市場の国際的地位確立」、「全国不動産投資市場の底上げ」の三点を実施していく必要があるが、これら三点は、いずれも相互密接に関連する問題であり、同時解決を図っていくべきものである。

例えば、長期安定資金の流入を促進するには、我が国市場の国際的地位を確立しなければならない。我が国市場の国際的地位確立には、市場規模の拡大が不可欠であり、そのためには、地方を含めた裾野の広がりが重要であり、全国不動産投資市場の底上げが必要とされる。しかし、全国不動産投資市場の底上げには、大量の資金が必要とされ、本来的長期安定資金の流入促進を図る必要がある。というように、3つの問題は、まさしく三位一体の問題解決を必要とするものである。

これら、三位一体の問題解決を図る上で最も重要なことは、市場の透明性(トランス

ペアレンシー)の向上である。

トランスペアレンシーの向上が無ければ、長期安定資金は流入しないし、我が国市場の国際的地位確立も図れない。また、地方の底上げには、中小物件であっても安心して投資できる環境が不可欠であり、トランスペアレンシー向上は、そのために無くてはならない課題である。

市場のトランスペアレンシー向上においては、イ)十分な情報開示や、ロ)計算可能な情報の流通、ハ)投資家に向けた的確な情報発信、さらには、ニ)厳格なデュー・ディリジェンスの実施が不可欠であるが、より基礎的条件として、安心して投資できる安定的な制度、投資に値する優良物件の提供、さらには、経験と豊富な知識をもったモラルある人材、が必要である。

よって、制度、人材、物件、トランスペアレンシーを組み合わせ、我が国不動産投資市場の成長に向けて、三位一体で問題に取り組む必要がある。

3.3 成長戦略に向けた現状と課題

上記のような成長戦略を実現する上で、どのようなことが課題となるかについて、以下、トランスペアレンシー、個人・年金資金の流入、国際市場への対応、地方問題、の4つに分けてそれぞれ検討してみることにする。

3.3.1 トランスペアレンシーの現状と課題

1) はじめに

不動産投資市場の健全な発展のためには、トランスペアレンシーの向上が不可欠である。

しかしながら、海外の不動産専門のコンサルタント会社が作成した各国の不動産投資市場のトランスペアレンシーの程度を示すインデックスによれば、我が国の不動産投資市場は、各国と比較して十分なトランスペアレンシーを備えているとは言えないとの評価がなされている。…(参考資料27頁(再掲))

そこで、まず、世界で最も高いトランスペアレンシーを備えているとされているオーストラリアと比較しながら、我が国の不動産投資市場のトランスペアレンシーの現状と課題について述べることにする。

2) 価格情報の開示

我が国では、土地価格については、公的土地評価システムが確立しており、これにより、その時々画地レベルでの価格水準をある程度確認できるようになっている。

即ち、地価公示法に基づく公示価格と、それを補完する基準価格により、毎年、1月1日と7月1日時点の価格が一般に開示されている。

これらの価格に基づき、相続税評価のための路線価と固定資産税評価がなされることとなっており、インターネットを通じて現時点の値を確認できるようになっている。

また、2005年度からは、不動産市場の透明化、取引の円滑化・活性化等を図るため、取引当事者に対して取引価格等に関する調査を行い、調査によって得られた取引価格情報を個別の物件が特定できないように配慮して四半期毎に公表しており、インターネットを通じて閲覧することができるようになっている。…(参考資料33頁、34頁)

一方、オーストラリアでは、各州によって制度が異なるが、我が国のような地価公示による公的土地評価システムは存在しない。固定資産税に相当するLand Taxのための不動産価格評価(Land Value)については、例えば、ニューサウスウェールズ州では、土地局(Department of Lands)が画地毎の評価を行っており、一定の条件を満たせば、第三者も知ることができるが、路線価のようにインターネットを通じて広く一般に開示がなされているわけではない。

しかしながら、オーストラリアでは、取引価格のデータベース化と情報開示が進んでおり、インターネットを通じて、画地毎の取引価格情報を一般利用者も簡単に入手することができるようになっている。

このように我が国と比較すると、評価額の面では、むしろ我が国の方が情報を入手しやすい側面があるものの、取引価格情報の開示面で大きな違いが生じている。

取引価格情報は、評価額と異なり、実際にマーケットで成立した価格であることから、不動産投資においては、非常に有用性の高い情報の一つである。このため、取引価格情報が電子化され、簡単に入手できるオーストラリアは、海外の投資家から見ても、非常に分かりやすいものとなっている。

取引価格情報の開示は、オーストラリアだけでなくイギリス、香港、シンガポール、米国等でも登記所又は登記所の協力を得て税務署がインターネットを通じて行っており、国際的観点からトランスペアレンシーの向上を図っていくためにも、今後、我が国においても、取引価格情報の開示促進が必要であると考えられる。

ただし、オーストラリアで取引価格情報の開示が進んでいる背景には、流通税 (Stamp Duty) と不動産登記制度の問題があることを踏まえる必要がある。

即ち、オーストラリアの不動産登記制度では、そもそも土地価格を登記することが可能となっており(全ての登記で土地価格が記載されている訳ではないが、相当部分で記載がなされていると言われている)、また、流通税も我が国が固定資産税評価額に基づいて課税されるのに対して、オーストラリアでは、実際の取引価格に基づいて課税されるようになっており、税務当局と流通税の調整が行われた後、登記が実行されるという流れが確立されている。このような状況の下、近年、登記に先立ち一定の数値情報を電子的に入力することが義務づけられ、その中に、流通税の基礎となった取引価格の記載が義務づけられたことから、大量の取引価格情報が、ほぼ悉皆的にデータベース化されている。

このデータベースを土地局と一定の契約を交わした情報ブローカーが、市場の求めに応じて有料で提供しており、これにより国民は、地番が特定できる土地についての面積と取引価格、取引年月日等詳細な土地取引価格情報を入手することが可能となっている(なお、プライバシー問題の回避を図るため、情報ブローカーは、土地局内に設けた第三者委員会が策定したガイドラインに準拠した情報提供を行うことが求められている。)。

我が国でも、同様の制度を導入しようとするのであれば、その前段として流通税と登記制度の改善を図る必要があると考えられ、中長期的な検討が必要と思われる。従って、取引価格情報の開示については、当面、2005年度から実施している土地取引価格情報の提供制度について、提供内容等の拡充、充実を図っていくことが必要である。

3) 不動産投資インデックス

不動産投資市場のトランスペアレンシー向上を図る上で、不動産投資インデックスの整備が極めて重要である。

不動産投資インデックスは、不動産の収益率を表したものであり、不動産がもたらすインカム収益率(不動産価格に対する賃料等のインカムゲイン利回りの割合)にキャピタル収益率(不動産価格に対する地価上昇等のキャピタルゲインの割合)を加えた総合収益率を、不動産の種類、地域毎に数値化したものである。

不動産投資インデックスは、その利用目的に応じて、大きく「マーケットインデックス」と「ベンチマークインデックス」に分類することができる。…(参考資料35頁、36頁、37頁、38頁)

「マーケットインデックス」とは、市場全体の趨勢を表す指標であり、債権や株式等他の金融商品と不動産との利回り比較を行う際に用いる指標である。

これに対して、「ベンチマークインデックス」とは、個々の物件やファンド毎の不動産投資の運用成績を比較・評価することを可能とする指標である。同一地域の物件や同種のファンドなどの収益率の平均値で表されるのが一般的である。

不動産投資市場において、不動産投資インデックスは、合理的投資判断を行う上で不可欠なものである。

特に、ベンチマークインデックスは、年金等運用者に高い受託者責任が課されている年金資金の不動産投資市場への流入を図る上で不可欠なものとなっている。

また、ベンチマークインデックスが整備されることで、市場が下げ局面の場合でも、不動産というアセットクラスの中での運用パフォーマンスの合理性が確認でき、分散投資の対象の一つとして不動産をポートフォリオに組み込む投資家は、価格下落局面でも、不動産からの資金引き揚げを行わないことにつながることから、不動産投資市場への資金流入の安定化に寄与することができる。

さらに、資産運用会社が投資の成績を投資家へ開示する際に最低限守るべき基準として国際的に採用されている「グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS)」でも、必須基準としてベンチマークインデックスとの比較が求められており(我が国も、証券化アナリスト協会がGIPS基準を採用しているが、基準に合致する不動産ベンチマークインデックスが作成されていないため、基準に従い、提示しない理由を開示することとなっている。)、ベンチマークインデックスは、国際的観点から安定的投資資金を流入させる上でも、重要なインフラと言える。…(参考資料39頁)

このように、不動産投資市場では、ベンチマークインデックスが極めて重要であるが、我が国においては、その必要性は長らく叫ばれていながら、実用に耐え得るベンチマークインデックスは現時点では未整備の状況にあり、その理由の一つにインデックス作成に必要な実際の取引価格や成約賃料等のデータについて、十分なサンプル数を収集することが難しいという問題が存在する。

これに対し、諸外国、特に、イギリス、米国、オーストラリアでは、ある程度実用に耐える不動産のベンチマークインデックスが整備されている。例えば、オーストラリアでは、不動産を運営する事業者の集まりである豪州不動産評議会PCA(Property Council of Australia)の主導で、プライベートファンドを含めて市場全体の25%をカバーするベンチマークインデックスが作成されている(なお、これら諸外国においても、インデックス創成当初は、賃料等の不動産に関する情報の収集が思うように進まず数十年にわたるデータの蓄積の後に、現在のように投資家等の間で利用可能なものになってきたと言わ

れている)。

これらの諸外国におけるインデックスの作成に必要な情報の収集方法としては、大きく三つのアプローチが存在する。…(参考資料40頁)

第一のアプローチは、資産運用者(AM業者、アレンジャー)側からのアプローチである。オーストラリアのPCAのインデックスは、このアプローチをとるものであり、PCAが外部のインデックス分析コンサルタント会社(イギリスに本社を置くIPD)の協力を得て会員企業に働きかけ、プライベートファンドも含めて、一定の様式に従い、不動産毎の運用成績情報を収集し、これを当該コンサルタントに委託してインデックスを作成している。

第二のアプローチは、資金提供のスポンサーである年金、生保等の資産運用者が相互に運用情報を交換し、これによりベンチマークインデックスを作成する方式である。米国のNCREIF(The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries:全米不動産投資運用業者協議会。年金等の運用者から成る団体。)がこの方式を採っている。

第三のアプローチは、投資分析コンサルタント機関がファンド運用者、投資家に運用情報の提供を求め、これをインデックス化するアプローチである。イギリスのIPDが、この方式によるものである。

このうち、我が国では、現在、(社)不動産証券化協会が、リートデータを基に第一のアプローチにより、また、民間のコンサルタント会社が第三のアプローチにより、不動産投資インデックス作成に取り組んでいる。そうした中で、プライベートファンドについては、情報集積が進んでいないことから、不動産投資インデックスの整備・充実までには、なお時間を要するものと考えられる。

不動産投資インデックスの整備を進めるためには、不動産に関する必要な情報を集める仕組みを構築し、情報の集積コストを引き下げることがまず重要である。そのためには、情報を提供する側の守秘義務等の課題を整理するとともに、投資不動産の運用情報のデジタル化を促進し、情報流通環境の電子化、情報項目の統一化(不動産EDI…Electronic Data Interchange)を推進する必要がある。

その上で、プライベートファンドを含む広範なデータ集積を促進する必要があるが、情報を集積する一つの方法として、不動産鑑定評価情報を収集するというアプローチが考えられる。

不動産鑑定評価は、後に述べるように、不動産証券化においては、プライベートファンドを含めほぼ100%取得されているものである。また、不動産証券化においては、不

不動産鑑定評価書は、守秘義務を負っている投資関係者間にPDF形式で電子化されている資料でもある。

不動産鑑定評価書は、あくまで不動産鑑定士が予測する将来キャッシュフローに基づき算定される価格が計上されているものであるが、証券化不動産に関する投資採算価値については、不動産鑑定評価基準上、必ずDCF法に基づき評価がなされることとなっており、この中で、特に初年度キャッシュフローに用いられているデータは、ほぼ実績ベースに近いデータであると考えられる。

このため、不動産鑑定評価情報を収集することで、ほぼ、運用実績に近いデータを収集することが可能となり、これにより、ベンチマークインデックスの作成が可能になると考えられる。

不動産鑑定評価情報の収集に当たっては、個人情報に関わるプライバシーの問題や、情報を取り扱う者の守秘義務との関連、不動産鑑定評価の依頼主から理解と協力を得られるか等の問題があり、今後より緻密な検討を進める必要があると考えられるが、インデックス作成という観点からは、例えば次のようなことが考えられる。

イ)収集する不動産鑑定評価情報の範囲をあくまで証券化対象となる不動産に関する鑑定評価に限定することで、個人のプライバシーが特に問題となる一般の不動産取引には全く影響を及ぼさずにすみ、現に投資家間でPDF形式で資料配布がなされている鑑定評価情報に限り情報を収集することが可能

ロ)不動産鑑定評価においてDCF法で用いられたデータセット等一定の情報が収集できれば十分であり、不動産鑑定評価書の中に記載されているプライバシーに関わる情報は、相当程度排除することが可能

ハ)収集したデータについても、原データそのものを一般開示せず、かつ、守秘義務等一定の要件を満たす関係者にのみ開示するという方法をとることにより、プライバシーや守秘義務の問題は相当程度回避することが可能

不動産鑑定評価情報を活用した不動産投資インデックスの整備は、単に、我が国不動産投資市場拡大のために不可欠であるベンチマークインデックスの整備に大きく寄与するだけでなく、これにより、後に述べるように、市場情報を的確に捉えた不動産鑑定評価の実施や、公示価格作成に当たってのマーケット動向の的確な把握、さらには、相互抑制機能を活かした中立公正な不動産鑑定評価の実現を図る上でも、大きな効果を有するものと考えられ、その具体化を検討する必要がある。

特に、我が国の不動産鑑定評価制度は、例えば米国と異なり、法律に基づく制度となっており、政府が関係しない一般の土地取引においても、不当鑑定がなされた場合

には行政処分、刑事罰の対象となる厳しいものとなっている。

このような法律に基づく鑑定評価制度により収集したデータは、対外的にも高い信頼性を主張できると考えられ、これにより作成した不動産投資インデックスは、国際的にも高い評価を得ることができるものと思われる。

また、ベンチマークインデックスを作成するには、分母となる不動産価格の評価が不可欠であり、インデックスはいずれにしろ鑑定評価をベースとしたものとならざるを得ない側面を有する。従って、理論的にも、鑑定評価データの収集により作成したインデックス以上に広範で正確なインデックスを作成することはできないものと考えられ、このようなインデックスが作成されれば、世界的に見ても、最も進んだインデックスを整備することが可能と考えられる。

このような不動産投資インデックスの整備は、我が国のトランスペアレンシー面での国際ランキング向上に大きく寄与するとともに、このような不動産投資インデックスの整備がなされれば、例えば、既にイギリス、米国で実施されているような不動産先物市場等デリバティブ市場創設への道も開けることとなると考えられる(不動産の先物取引が可能となれば、地価や賃料変動のリスクをヘッジすることができることとなり、安定的な土地利用に寄与する可能性があると考えられる。)。

このように、我が国の国際的地位も視野に入れた今後の不動産投資市場の健全な拡大を図っていく上では、不動産鑑定評価情報の収集による不動産投資インデックス整備は大きな突破口になるものと考えられる。

4) 履歴データ

トランスペアレンシー向上を図る上で、電子化された不動産の履歴データの蓄積は極めて重要である。

また、特に不動産証券化においては、不動産の金融商品化に伴い、不動産の特性が見えにくくなることから、物件管理がおろそかになる懸念がある中で、建物や設備の点検・修繕等について、どの程度行ったか等の管理履歴情報が的確に投資家に開示され、流通していくことは、的確な不動産管理を実現していく上で極めて重要である。

この点について、オーストラリアの実状を見ると、先の豪州不動産評議会PCAが、会員企業の協力の下、建物履歴情報のデータベースを作成しており、一般投資家は一定条件の下、投資対象となり得るオフィス、ショッピングセンターの相当部分について、賃料以外の建物管理に関する詳細な履歴情報(例えば、修繕履歴や空室率等)が入手できるようになっている。…(参考資料41頁、42頁)

これに対し、我が国では、PCAに相当する広範な建物データベースは整備されていないが、近年、プロパティ・マネジメントを目的としたASPサービス(WEBを通じてソフトウェアを提供するビジネス。顧客は事業者のデータセンターにインターネット等でアクセスし、ホームページ上でデータを処理。これにより履歴データが事業者のサーバーに蓄積される。)を通じて、建物管理に関する詳細な電子情報が急速に蓄積されるようになってきている。

当該データは、PCAのデータベースと異なり、一般投資家に開示されているものではないが、レントロール(賃貸履歴の一覧表)の管理や賃料の請求入金管理、保守点検メンテナンス等の日常業務管理やクレーム処理等といった詳細な履歴情報が電子データとして蓄積されており、これを利用することで、例えば、クレーム処理別に賃料や空室率の推移がどのように変化しているか、といった分析を瞬時に行うことができるようになっている。…(参考資料43頁、44頁、45頁)

従って、これらを活用することで、相当詳細な履歴情報(トラックレコード)を利用できることとなるが、そのためには、このような履歴データが、一定のフォーマットで出力され、これを他のソフトで読み込んで、活用できるようにする必要がある。

このようなデータ交換を可能とする方策が、次に述べる不動産EDIであるが、現時点では、このようなEDIは整備されていないことから、せつかくの履歴データも市場で十分活用されるまでには至っておらず、現時点では、オーストラリアと比較し、大きく遅れている状況にある。しかしながら、不動産EDIが整備されれば、ASPに蓄積されている履歴データが活用され、状況が大きく改善されるとともに、的確な不動産管理を促すことにもつながる可能性がある。

5) 不動産EDI

不動産EDI(Electronic Data Interchange)とは、投資不動産に関する情報を、標準的電子コード、フォーマットに統一し、業種・業界の枠を越えて、当該情報を電子的に交換できるようにする仕組みである。

現在、不動産取引についての、このような標準的電子コードやフォーマットは存在しないが、米国では、投資用不動産の取引が行われる際には、一定のDCFソフトやプロパティ・マネジメント用ソフトでデータ交換がなされるといったケースが普及していると言われている。

また、米国、欧州の民間NPO機関が、国際的に利用できる不動産関連のデータコードの統一を目指して、組織統合を図るといった動きも生じている。…(参考資料46頁、47頁)

不動産投資市場においては、不動産の履歴情報(トラックレコード)に基づく将来の収益率予測が大切であり、そのような投資分析を行う上で、不動産EDIは、極めて重要なインフラと言える。

このような不動産EDIは、データに基づく科学的分析を背景とした不動産投資を促進することになり、合理的な市場を形成する上で、大きな効果を発揮することが期待されるものである。

また、不動産EDIの整備により、ポートフォリオに組み込んだ場合の効果分析や履歴による物件のチェック、バルク売買の投資判断支援等取引に関連して発生する分析やチェックにまつわるコストを低減させることとなり、結果として、不動産の取引コスト削減に大きく寄与するものと考えられる。

さらに、上に述べたとおり、不動産EDIの促進により不動産の履歴情報が的確に投資家に開示され、流通することになれば、不動産の金融商品化に伴い物件管理がおろそかになる懸念も相当程度解消されることとなると考えられる。

今後、不動産投資市場の持続的発展を図る上で、不動産EDIの整備は非常に重要であり、国際的な動向も踏まえつつ、その整備を図っていく必要がある。

6) リートの情報開示

情報開示の現状

リートでは、法令や自主ルールに基づき積極的な情報開示が実施されている。これにより投資対象の不動産情報が相当程度分かるようになっており、我が国の不動産投資市場の透明性向上に貢献してきている。

開示されている内容も、オーストラリアの上場リートであるLPTとの比較でもそれほど相違ないものとなっており、リートについては、国際的に見ても相当程度透明性が確保されているものと考えられる。…(参考資料48頁)

不動産鑑定評価関連情報の開示

リートでは、物件を取得する際に、必ず不動産鑑定評価を取っており、この鑑定評価情報についても一定の開示がなされている。

ただし、開示内容を見ると、開示されているのはあくまで不動産鑑定評価書の概要であり、また、その内容も投資法人によって相当のバラツキがある。…(参考資料49

頁)

特に、収益還元における価格算定の根拠となっている総収益、総費用項目の内訳については、そもそも開示していない法人が多数あり、また、特に、鑑定価格に大きな影響を及ぼす修繕費や大規模修繕費積立額等の費用については、少数の投資法人しか開示していない状況となっている。

リートにおける不動産鑑定評価は、特に、「リート成り」の際に生じるおそれのある利益相反行為を回避させるためにも極めて重要なものであり、今後、リート成りの物件取得が急速に拡大していくことを想定すると、投資家への説明責任として、リートの取得価格の公正性、正当性を対外的に示す必要からも、リートにおける不動産鑑定評価に関する情報開示の充実を図ることは、極めて重要な課題である。

そのためには、投資法人側から開示される情報が充実されるとともに、開示された鑑定評価情報を、投資家が相互に比較可能なものとする必要がある。

しかしながら、後に述べるように、現在のところ、DCF法等不動産鑑定評価における収益還元法の適用に係る収支項目の統一が図られておらず、その統一を図ることがまず必要である。

その上で、投資家が相互比較できるようにするため、業界においてもできる限り開示項目の拡大が図られるよう、協力して積極的に情報開示を進める必要がある。

なお、現在、開示されているものが不動産鑑定評価書の概要に止まっていることから、不動産鑑定評価書そのものを開示させるようにすべき、との考え方もあり得るところである。

透明性の向上を図るためには、できる限り多くの情報が開示されることが望ましいが、同時に、不動産鑑定評価書そのものにはプライバシーに関わる情報も含まれており、鑑定評価書そのものについて、直接開示ではなく、有価証券報告書等の間接開示の対象とすることには、問題がある部分もあると考えられる。

また、リートの投資家が一般投資家であることも考えると、不動産鑑定評価書そのものが開示されても、その内容を十分に咀嚼できず、消化不良となってしまう、十分活用できない可能性もある。

従って、リートについて、その対象不動産の不動産鑑定評価書そのものを一般に開示することについては、慎重な検討が必要と思われる。

7) プライベートファンドの情報開示

リートについては、既に一定の情報開示がなされているのに対し、プライベートファンドについては、投資家以外の一般に対しては、ほとんど情報開示されていない状況にある。これは、50人未満の投資家を対象とする私募ファンドの場合、証券取引法(金融商品取引法)に基づく情報開示義務が課されないことから、通常10人未満の投資家で構成されるプライベートファンドの場合には、同法による有価証券報告書に基づく開示が求められないことによるものである。

もちろん、これらプライベートファンドにおいても、現状では、投資家からは詳細な情報開示が求められ、膨大な目論見書や物件ごとの不動産鑑定評価書、エンジニアリングレポートといったデュー・ディリジェンス関連の調書が、投資勧誘の際に投資家に交付されるのが通常である。しかしながら、これらは、一般に開示されておらず、一部の投資家の間では相当程度情報が集積しているものの、機関投資家の間でも、全体像は非常に見えにくい状況となっている。

このようなプライベートファンドの情報開示の状況は、オーストラリアでも同様であり、上場LPTと比較し、プライベートファンドの詳しい投資内容等は我が国と同様に一般には公開されていない。

ただし、オーストラリアにおいては、収益不動産の7割が不動産証券化の投資対象となっており、そのうちの7割が上場LPTであることから、我が国と比較し、市場全体の透明性は結果として非常に高いものとなっている。…(参考資料50頁)

さらに、オーストラリアにおける不動産証券化のうち、2割が機関投資家向けファンド(Wholesale funds)、1割が一般投資家向けファンド(Syndicates等)となっているが、このうちの一般投資家向けファンドについては、民間の情報機関が投資家向けに格付けサービスを実施している。また、一般投資家にこれらの商品を販売する場合には、金融サービス改革法(Financial Services Reform Act)により、ファイナンシャルアドバイザーがアドバイスを行うときには、当該アドバイスに十分な根拠がなければならないとの厳しい責務が課されることとなったことから、これら格付けサービスの積極的活用が図られている。従って、オーストラリアでは、不動産投資市場の2割を占める機関投資家向けのファンド以外は、事実上相当程度の情報開示が図られている状況にある。

このように、リートの情報開示は、オーストラリアとの比較でもあまり相違ないものとなっているものの、プライベートファンドを含む不動産投資市場全体の情報開示については、我が国とオーストラリアとは、相当の開きが存在している現状にあると言える。

このため、我が国も、リートにふさわしい物件がリートに組み込まれることで、そのウエイトが拡大していくことが重要であるが、現時点では、リートの資産規模は累計で約4

兆円で、全不動産投資市場規模累計約25兆円と比較し、小さなウェイトに止まっている。

このような中で、不動産投資市場全体の透明性を高めていくには、何らかの方法によりプライベートファンドの情報開示の促進を図っていくことが重要である。

しかしながら、プライベートファンドにおいては、関係者に相互に守秘義務がかかっており、投資関係者が情報を持ち寄って情報共有を図ろうとしても、難しい状況にある。

また、究極の情報開示の方策としては、例えば、AM業者等にプライベートファンドの物件取得情報を監督官庁(我が国の場合は金融庁)に報告することを義務づける、という方策も考えられなくはないが、プライベートファンドの全物件取得情報について、当局への報告を義務づけることは、手続的にも相当の事務負担をもたらす、現実的とは言えないだけでなく、情報を受け取った当局側としても、当該物件取得情報の適否を判断できる材料に乏しいことから、これにより期待できる政策効果はなかなかあがらないものと考えられる。

このため、プライベートファンドの物件取得情報の透明性を確保するには、ファンド関係者に直接働きかける方策だけでは限界があると考えられ、別の方策も併せて必要とされると思われる。

このような方策の一つとして、先に述べた不動産鑑定評価情報の収集という方策が考えられる。即ち、プライベートファンドも含めて、鑑定評価情報の収集を図ることにより、一定の関係者の間には、鑑定評価情報の一部という限られた情報であるが、情報が開示されることとなり、トランスペアレンシーの大幅な改善が期待できる。

8) デュー・ディリジェンスの現状と課題

はじめに

不動産投資市場が健全に発展していくためには、取得不動産について、的確なデュー・ディリジェンスが実施される必要がある。

この場合のデュー・ディリジェンスは、単に、詳細なレポートがなされれば良いというものではなく、投資家が理解しやすく、相互比較が可能なものであることが不可欠である。

デュー・ディリジェンスにおいては、クライアントがアセット・マネージャーやアレンジャーであるケースが大部分と考えられるが、不動産証券化においては、デュー・ディリ

ジェンスの実施者は、クライアントに対するのと同様に投資家やレンダー等市場に対して重い責任を有していることを十分認識する必要がある。

その意味で、不動産投資市場のデュー・ディリジェンスにおいても同様に求められると考えられる、国際会計基準における財務諸表が備えなければならない質的特徴として定められている以下の4つの基準、即ち

Understandability: 利用者が容易に理解できるものであること

Relevance: 利用者の意思決定にかなうこと

Reliability: 情報の信頼性が高いこと

Comparability: 企業の期間比較、企業間の相互比較ができること

の適応においても、不動産証券化のデュー・ディリジェンスの場合には、クライアントに対して以上に市場に対して求められるものであることを、デュー・ディリジェンスの実施者は十分認識する必要がある。

例えば、Comparabilityは、クライアントが相互に比較可能であれば満たされるというものではなく、市場関係者が相互比較可能となっはじめて満たされるものである。

このように、不動産投資市場におけるデュー・ディリジェンスにおいては、デュー・ディリジェンスの実施者は、クライアントが誰であるかにかかわらず、あくまでマーケット全体を思い描きながら、対応することが不可欠である。

不動産投資市場におけるデュー・ディリジェンスは、その重要度から見ると、大きく、不動産鑑定評価とエンジニアングレポートの二本柱からなるものである。これらは、不動産投資市場の健全性を確保する上で、極めて重要な役割を担うものである。

特に、今後、リート成りが急増していく可能性があるが、リート成りにおいて取引の公正性を担保する上で、適正なデュー・ディリジェンスの実施は極めて重要である。仮に、デュー・ディリジェンスの信頼性に疑義が持たれれば、リート成りに対する不信が広がり、結果、リート市場は大きな打撃を被る可能性がある。リートは、我が国不動産投資市場の出口として重要な役割を担っており、仮に、リート市場が大きな打撃を被る事態が生じてしまえば、我が国不動産投資市場全体が深刻な影響を受けることになってしまうであろう。

先に述べたように、リート成り自体は、ファンドの森による不動産の開発、管理、発展、再生サイクルの一過程で生じるものであり、それ自体が問題となるものではないが、同時に、リート成りは、プライベートファンドのリスクが安易にリートに転化される危険性や利益相反によるモラルハザードが生じる危険性を抱えており、それゆえ、デュー・ディリジェンスの充実、強化が必要とされるものである。

デュー・ディリジェンスの充実は、ファンドの森に例えるなら、森を支える水質と土壌

が良好に維持されるようにするための最も基本的インフラと言えるものである。ファンドの森が健全に成長していくためにも、デュー・ディリジェンスの充実是不可欠である。

デュー・ディリジェンスの充実は、同時に、不動産の金融商品化に伴い発生する諸問題、即ち、金融商品というラップに包まれることにより、不動産固有のリスクが適切に開示されない懸念や、不動産管理がおろそかになる懸念といった問題を回避し、不動産のリスクや管理の状況に応じて、適切な資源配分がなされるようにする上でも、非常に重要である。

例えば、耐震化が十分でない不動産について、その物件情報が投資家に適切に開示されれば、当該物件は、それに相応しい値付けがなされることになり、バリューアップ案件として有利な投資対象となることから、結果、市場メカニズムにより耐震化が促進されるというインセンティブが機能するようになる。

このように、今後は、デュー・ディリジェンスの充実を図り、それに応じた厳正な値付けが行われることにより、不動産の質的向上が図られるようにしていくことが重要である。

エンジニアングレポートの現状と課題

不動産証券化においては、必ず投資物件についての耐震性(通常PMLとして数値化される)や土壌汚染、アスベストの有無等を記載したエンジニアングレポート(Engeneering Report: 略称ER)の作成が求められる。ERは、不動産鑑定評価と並んで、デュー・ディリジェンスの主要な柱となるものである。

従って、適正なERは、健全な不動産投資市場の発展を実現する上で、極めて重要である。

ERは、ERの専門業者やゼネコン、設計事務所等により行われるのが通常であるが、ERを規範する法制度や業登録制度は無く、誰でもERを行うことは可能である。

このため、近年、不動産証券化の急速な拡大に伴い、経験や知識が必ずしも十分でないER業者が市場に参入してきており、ERの信頼性に疑問がもたれるケースが散見されるとの話も聞かれるところである。

また、ERは、不動産鑑定評価と同様に、アレンジャーやAM業者から発注されるのが通常であるが、AM業者等は、非常に限られた期間とコストの中、デュー・ディリジェンスを実施しなければならないこともあり、ERの質が安易に低下してしまう危険性がないとはいえない。

しかし、不動産からの将来キャッシュフローと出口価格によりその商品価値が決まってくる不動産証券化においては、ERを適正に行うとともに、必要に応じその内容を開示することは、物件情報を適切に開示すべき立場にあるAM業者等の責務である。

このため、ER業者の選定やER作成のための期間、相応のコスト負担など、AM業者等に対して適正なERを確保するようにさせる必要がある。

このような中、ERの側でも、その信頼性確保のための方策が必要とされており、業界内における自主ルールの作成や登録制度等を検討する必要があると考えられる。

一方、ER情報は、将来キャッシュフローや出口価格に反映されるものであり、不動産鑑定評価の大きな変動要因となるものである。

不動産鑑定士は、不動産鑑定評価を行うに当たっては、ERの有無に関わらず、不動産のER情報を想定し、価格を算定する必要があるが、通常、不動産鑑定評価のクライアントであるAM業者等は、不動産鑑定士に鑑定評価を依頼する際に、自身が別途発注したER業者のERと齟齬が生じないよう、当該ERを不動産鑑定評価に反映させることを指示するのが一般的と言われている。

このため、ER業者が行うERの信頼性が、不動産鑑定評価の信頼性に直結してしまうという状況が発生している。

このような中で、先に述べたERの信頼性低下の懸念が生じており、適正な不動産鑑定評価を実現する上で、ゆゆしき事態が生じてしまうおそれがある。

本来、不動産鑑定評価は、信頼できるER情報を用いて鑑定評価すべきものであり、その場合には、不動産鑑定士としては、鑑定評価に用いたER情報については、一定の責任を負っていくとの責任と自覚を持つ必要がある。従って、鑑定評価に採用したER情報については、たとえクライアントからの依頼による場合であるにせよ、当該ER情報に基づいて鑑定評価する場合は、不動産鑑定士に一定の責任が求められる可能性があることを十分認識する必要がある。

このため、本来、不動産鑑定士は、クライアントから反映するよう依頼のあったER業者についても、依頼があったからといって直ちに当該ER業者のERをノーチェックで採用するのではなく、当該ER業者の専門家としての経験、評判、能力等を十分見極めた上で、採用すべきは採用し、採用することが適当でないものは採用しない、という判断を行う必要がある。

しかしながら、個々の不動産鑑定士が、このような判断を時々に行うことは、時間も情報も限られており、極めて難しい状況にある。従って、何らかの方法でこのような事態を回避する仕組みを構築する必要がある。

このような仕組みの構築は、不適当なER情報に基づく不適当な鑑定評価を回避する上で有用だけでなく、不適当なERを排除する上でも有用である。不動産鑑定評価とERの信頼性向上に同時に役立つ仕組みを構築する必要がある。

不動産鑑定評価の現状と課題

不動産鑑定評価は、不動産投資市場のデュー・ディリジェンスにおいて、極めて重要な役割を担っており、不動産鑑定士は、デュー・ディリジェンス実施者として、その充実に貢献する責務を有する。

その場合、特に、不動産証券化においては、クライアントが誰であれ、不動産鑑定評価は、広く市場に対しても重要な責任を有していることを認識する必要がある。

事実、投資法人法や資産流動化法では、物件取得の際に、第三者による価格調査が義務づけられており、これに加えて、購入物件が不動産である場合には、法定の不動産鑑定評価が必要とされているところである。これら投資法制に基づく鑑定評価は、たとえ発注者がクライアントであっても、法の趣旨からして、発注者に対する以上に、広く公正で適正な鑑定評価を行う責務があると考えられる。

従って、これら法定行為に基づいて行われた不動産鑑定評価は、求めに応じて、クライアント以外の投資家や市場関係者からの問い合わせに対しても、十分な説明責任を果たすことが必要とされるものである。

特に、不動産鑑定評価に基づく価格調査は、リート成りの利益相反の危険性を回避する上で、AMやアレンジャーのガバナンスの公正性の確保等と並んで、唯一の担保措置となるものである。

だからこそ、投資法人法では価格調査において不動産鑑定評価が義務づけられているのであり、不動産鑑定士は、価格調査を実施する第三者と相まって、リート市場の健全性確保に大きな責任を有することを認識する必要がある。

因みに、米国リートでは、我が国のような不動産鑑定評価の義務化はなされていない。これは、米国リートは、既存法人が不動産事業への専念を宣言し、利益の9割を配当する等一定条件を満たす場合に税務上のリートとしての導管性が認められるという方式を採用しており、我が国のようにオンバランスとオフバランスの二眼レフ方式とはなっていない。

このため、オンバランスの物件をオフバランスが引き受ける、といった利益相反の問題が生じにくい構造になっていることから、リートが物件を取得する際に、特に不動産鑑定評価の義務づけがなされていないと考えられる。

これに対し、我が国ではリートとオンバランス事業の二眼レフ構造となっているため、第三者評価によって利益相反を回避する必要があることから、価格調査に当たって不動産鑑定評価の義務づけが求められているものと思われる。

このように、我が国の不動産投資市場においては、不動産鑑定評価は、投資家や市場関係者に取引の公正性を示す上で、重要な役割を担っていることを十分認識する必要がある。

このような観点から、不動産鑑定評価の現状を見た場合、第一の問題として、資産運用者や投資家が、適正な投資判断をするために不動産鑑定評価を相互に比較することが、困難となっていることがあげられる。即ち投資不動産に関する不動産鑑定評価は、DCF法が一般的に採用されるが、このDCF法に基づき収益価格を算出する際における収支項目が不統一となっているという問題がある。

現在、投資法人法、資産流動化法に基づく不動産鑑定評価は、不動産鑑定評価基準等において、投資採算価値による鑑定評価が義務づけられており、DCF法により求められた資産価格を標準とすることとされている。

この場合、DCF法が標準とされたそもそもの趣旨として、投資の世界でDCF法が一般的に用いられているということに加え、投資家に対する説明責任という側面があることも踏まえる必要がある。

即ち、不動産価格の正当性を頼りに投資が行われる不動産証券化においては、単に、鑑定価格が投資家に示されるだけでは不十分であり、その価格がどのような前提条件で成立するものなのか、その価格成立にはどのようなリスクが伴うものなのかが、投資家に開示される必要がある。DCF法は、このような前提条件、シナリオを明確にする手法であり、故に、投資採算価値ではDCF法が標準とされていると考えられる。

しかしながら、DCF法の適用に当たっては、収支項目の定義が統一されていないため、現時点では、不動産鑑定士によって収支項目の使われ方がまちまちになっている。

この結果、例えば、「維持管理費」が計上されている場合でも、ある鑑定評価では、修繕費や水道光熱費がこれに含まれるが、別の鑑定評価では含まれない、といった齟齬が生じており、投資家は、その違いを容易に判断できない状況となっている。…
(参考資料51頁、52頁)

このため、不動産鑑定評価の適正性をチェックしたい場合でも、鑑定評価相互の

比較ができにくい形になっており、仮に不当鑑定が発生しても、検証を難しくさせてしまっている。

費用項目をどのように想定するかは、鑑定価格に大きな影響を及ぼすものであり、特に、維持修繕費や長期修繕費といった支出項目をどのように見積もるかは、健全な不動産の維持管理を前提とした不動産投資市場を実現する上でも、極めて重要な要素となるものである。

収支項目の統一は、単に、鑑定価格を示すだけでなく、その価格の前提条件、リスク度合いを示すために、DCF法が標準とされている趣旨からしても、今後実施されなければならないものと考えられる。

このように、適正な不動産鑑定評価を実現する上で、まず、基準の統一を図ることが何よりも重要である。

第二に、不動産投資市場においては、主としてAM業者等不動産鑑定評価の依頼者側のニーズとして、投資に対する判断や投資家に対する説明を的確にできるよう、投資リスクの程度を踏まえて、確率分布的に価格をレンジで捉えたい、あるいは、バリューアップが行われた場合の価格変動等複数のシナリオを表示して欲しいといったニーズが存在するが、現行の不動産鑑定評価における価格提示方法は、これらニーズに応えることができないという問題がある。

即ち、現行の不動産鑑定評価基準では、単一の鑑定評価額の決定を求めており、不動産鑑定士がこのような複数価格の提示等のニーズに対応するためには、不動産鑑定評価という形式ではなく、価格意見レポートという形式を取らざるを得ないこととなっている。

もちろん、不動産鑑定士が中立的立場から不動産鑑定評価を行う以上、市場分析により導き出される事象等に基づき、単一の鑑定評価額に絞り込むことが重要であり、依頼者の要望のみに依拠してこの単一の鑑定評価額の原則をたやすく変えるべきではないと考えられる。

しかし、市場から信頼できる不動産鑑定評価を実現するためには、投資に対する判断や投資家への説明において援用されるDCF法に基づく価格提示においては、こうした市場関係者が認識するDCF法の特性を踏まえて、採用価格のほか、試算経過におけるシナリオ・リスク分析を踏まえた複数価格の併記を可能とする方策等について研究する必要があると考えられる。

第三に、不動産鑑定士が相互に不動産鑑定評価情報を共有できないこと等により、不動産鑑定評価を的確に実施するための市場情報が不足しているという問題がある

と考えられる。

本来、不動産鑑定評価は、アレンジャーやAM業者等のプレイヤーと異なり、第三者的立場から、市場を評価する責務を有するものである。このため、不動産鑑定士は、直接のプレイヤー以上に的確な市場情報を保有し、クライアントが誰であるかに関わりなく、あくまで第三者的立場から市場価格を的確に評価する必要がある。

しかしながら、不動産証券化に関連する情報、中でもプライベートファンド情報は、一般に開示されていないことから、不動産鑑定士も十分な把握ができていない状況にある。

一方、プライベートファンドであっても、物件取得に当たっては、我が国では通常不動産鑑定評価が求められており、当該鑑定評価情報は、投資家やレンダー等市場関係者の間には広く配布されるということが一般的に行われている。

このため、多くのプライベートファンドに關与している機関投資家や金融機関等には、これらの鑑定評価情報はもちろんのこと、各種投資情報が集積しており、この結果、不動産鑑定業者とこれらの市場関係者との間で、情報の非対称性が生じてしまっている。

このような情報の非対称性を放置し続ければ、実際に市場で成立する価格と不動産鑑定価格の間に大きな乖離が生じてしまい、結果、不動産鑑定評価の信頼性低下をもたらす可能性がある。

このような情報の非対称性を解消するためには、不動産証券化関連の不動産鑑定評価については、情報の共有化が図られるようにする必要がある。

このような意味から、先の「3) 不動産投資インデックス」で述べた不動産投資市場に係る不動産鑑定評価情報の収集を図り、不動産鑑定士の間で、これらの情報を共有化することができれば、情報の非対称性を解消する上でも非常に有用と考えられる。

第四に、物件獲得競争の激化やリート成りの増加が予想される中で、物件取得に当たって、高値の鑑定評価が求められる傾向が見られ、このような中で、不動産鑑定評価の適正性が損なわれる危険が生じているという問題がある。

即ち、物件獲得競争の激化で、ファンドマネージャーは、少しでも高値で物件を取得する必要に迫られ、不動産鑑定士に対し、取得価格に応じた高値の鑑定評価を求める可能性がある。また、いわゆるリート成りのケースでは、投資信託委託会社は、自社系列のプライベートファンドの出口価格が想定どおり実現されるよう、高値の不動産鑑定評価を求める可能性も否定できない。

このようなケースは、リート成りの逆のケース、即ち、リート物件をプライベートファンドに売却する場合にも問題となるものであり、この場合は、プライベートファンドが取

得しやすいよう、安値鑑定が求められることとなる。

不動産鑑定士は、その高い専門的知識と職業専門家としての職業倫理に基づき、鑑定評価額を決定しているものと考えられるが、このような構造的な問題から、仮にこうした依頼主の求めが広く一般的に行われるようになってしまうと、厳格な鑑定評価を行う不動産鑑定業者の仕事が減少してしまう事態が生じる可能性がある。仮に、このような事態になれば、不動産鑑定評価そのものの信頼性が大きく損なわれ、やがては、それを前提としている不動産投資市場全体の信頼性も大きく低下してしまうことになる。

このため、安易な高値鑑定や安値鑑定が実施されないような状況を構築することが極めて重要であり、不当鑑定を抑制する対策の強化を図る必要がある。

そのための方策としては、例えば、現在、鑑定評価が法的に義務づけられていないプライベートファンドについても法律上鑑定評価を義務づけた上で、当該不動産鑑定評価について、不動産鑑定士に対する罰則規定の強化や、不当鑑定に対する投資家等からの損害賠償請求に関する挙証責任を不動産鑑定士側に転換するといった手法もあり得なくはない。しかし、このような対策を講じても、特に、投資採算価値の鑑定評価の場合、どこまでが、どの程度不当であるかを立証することは極めて難しく、実効性ある歯止めとして機能することは難しいと考えられる。

むしろ、このような不当鑑定の抑制には、市場における相互監視の中に不動産鑑定評価を置くことにより、不当鑑定を行かせた業者と行った不動産鑑定業者が市場からの退出を迫られるようにすることの方が有用と考えられる。

特に、今後、不動産EDIの進展に伴い、不動産鑑定評価もデータコードでやりとりがなされるようになると考えられるが、このようなデータが市場における相互監視の中に置かれることとなれば、仮に不当鑑定がなされても、関係者は、データによる相互比較から、その不自然さに気づき、投資家に対する注意喚起がなされ、その結果、そうした不当鑑定を行かせた業者と行った不動産鑑定業者が市場から退出を迫られる可能性が高い。また、このような相互監視の仕組みが構築されていれば、不当鑑定に対する自己抑制が業者と鑑定業者に働くことになり、不当鑑定を効果的に抑えることが可能となる。

このような意味からも、先に述べた不動産投資市場に係る不動産鑑定評価情報の収集により得られた情報を、一定の守秘義務を課した上で関係者が閲覧できるようにすることで、不当鑑定に対する相互監視機能が働き、不当鑑定の抑制に大きな効果を発揮することができると考えられる。

第五に、急速に高度化している不動産証券化に対応するため、如何にして不動産鑑定士の資質向上を図るか、という問題がある。

不動産証券化においては、不動産の知識だけでなく、投資、金融の高度な専門知識が求められる。また、不動産証券化においては、市場を対象とするものであることから、証券化に係る不動産鑑定評価については、何よりも高度な市場分析能力が求められる。

このことは、土地政策において、市場の自律力を前提とした市場重視型土地政策への転換が求められるのと同様に、不動産証券化に係る不動産鑑定評価に対して、市場評価、市場分析を中心に据えた市場重視型不動産鑑定評価への転換を求めるものである。

不動産証券化に係る不動産鑑定評価は、不動産に関する専門能力だけでなく、投資、金融、市場分析に係る高度な専門能力が必要とされるのである。

しかしながら、現在の不動産鑑定士の中には、投資法制や投資理論、金融理論、市場分析論について必ずしも高度な専門能力を有しているとは言えない者も多く見られ、また、多くの不動産鑑定士が、実務上も証券化に係る不動産鑑定評価に関与した経験を持っていない状態にある。

このような中で、不動産投資市場が急速に拡大し、不動産証券化に関する知識と実務経験が必ずしも十分でない不動産鑑定士が市場に参加してくることも予想される。こうした中で、不動産証券化に関わる不動産鑑定評価の信頼性を確保し続けることができるかどうかを考えると、複雑で多岐にわたる専門知識を必要とする不動産証券化実務を踏まえれば、現状は、極めて厳しい状況に置かれていると考えられる。

従って、特に、不動産証券化について、専門的知識と経験を有する不動産鑑定士の育成を図っていく必要があり、研修制度等を見直し、さらにはアカデミズムにおける研究の充実を図っていく必要があると考えられる。

第六に、AM業者等から必要な資料、時間的余裕が与えられない中、不動産鑑定評価を行わなければならない、とう問題がある。

的確な鑑定評価を実施するには、特に、先に述べたとおりER情報等を踏まえた鑑定評価を行う必要があるが、現状では、十分な時間的余裕が無い中、必要なER情報が提供されずに鑑定評価を行うことが求められるケースが見られる。

不動産証券化においては、デュー・ディリジェンスは、投資家に対する説明責任を果たす上で、極めて重要な要素であり、的確なデュー・ディリジェンスが実施されるよ

うにすることは、AM業者等投資スキームに責任を有する者にとっても重要な責務と言える。

しかしながら、AM業者等の中には、デュー・ディリジェンスは形式上行われれば足りるとの認識を持っているものも見られ、極めて不十分な資料と時間的余裕の中で、不動産鑑定評価を求める者も散見される。

従って、AM業者等投資スキームに責任を有する者に対しても、適切なデュー・ディリジェンスの実施に対する責任と自覚を促す必要があると考えられ、AM業者等に対する適正な指導監督を実施していくことが重要であると考えられる。

3.3.2 個人、年金資金と不動産投資市場

不動産投資市場の持続的発展のためにも、また、高齢化社会に対応した国民生活の安定のためにも、不動産投資市場と個人、年金資金を結び付けることは非常に重要であることはこれまでも再三述べてきたとおりである。

このようなことから、近年、年金基金の不動産投資への関心は高まる傾向を示しており、年金は、不動産投資をオルタナティブな投資としてではなく、ポートフォリオに組み入れる独立したアセットクラスの投資として捉えるようになってきている。

しかしながら、我が国の年金基金の運用先に占める不動産投資の割合は、諸外国と比較し、非常に小さいものとなっている。…(参考資料53頁)

また、個人資金も、その多くは預貯金に向かっており、不動産投資市場に向かっていくものはわずかに過ぎず、我が国では、個人、年金資金と不動産投資市場の結びつきは極めて限定的なものに止まっている現状にある。

このような状況となっている原因を見てみると、第一に、個人資金については、そもそもリートという投資商品の認知度が極めて低いという問題がある。例えば、インターネットを通じたアンケート調査によれば、75%の個人は、そもそもリートという名前を聞いたことがないと回答しており、リートの存在自体が一般個人には知られていないというデータもある。このため、リートのメリットとリスクについて、分かりやすく個人投資家に知ってもらえるようなキャンペーン等が必要と考えられる。…(参考資料54頁)

また、例えば、投資信託に対して実施されている一般投資家向けの格付けサービスやファイナンシャルプランナー等アドバイザー業務でのプロモート支援等個人投資家に向けた分かりやすい説明を促していく必要がある。

第二の問題として、年金資金の流入に関しては、我が国ではベンチマークとなる不

不動産投資インデックスが無い、という問題が挙げられる。この問題については、既に述べたところであるが、特に、年金においては、厳しい受託者責任が求められ、単に、運用利回りが結果としてどうなったかという説明だけでは不十分であり、同じ不動産というアセットクラスの中で、当該利回りがどの程度のランクにいるかを組合員に説明する責務があることから、ベンチマークインデックスが不可欠とされていることに留意する必要がある。

第三には、年金運用者が不動産投資を一任できる運用会社と、それを可能とする法制度の問題があると考えられる。

即ち、年金運用者は、少人数で多額の資金を的確に運用することが求められており、ポートフォリオのアセットクラス毎に専門の運用会社に運用を一任することがどうしても必要となってくる。

しかしながら、我が国では、法制度に基づく不動産投資一任の業形態は無く、年金が安心して投資を一任できる仕組みが存在しない。このため、年金資金の流入を図るためには、まず、その前提として年金運用者が投資運用を一任できる法制度を構築する必要がある。

以上のような問題に加え、個人、年金の資金流入を図る上で、税制上の問題があることも踏まえる必要がある。

第一に、TMK等が税法上の導管性要件を満たす上で必要とされる借入先要件の問題がある。

現在、TMK等が税制上の導管性要件を満たすためには、資金の借入先を証取法に規定する「適格機関投資家」に限定する必要がある。

このため、現行では、「適格機関投資家」に位置づけられていない年金基金が、デット部分に資金提供することができず、結果、デットに相当するCMBSも、年金基金が購入できないこととなっている。

不動産投資市場の中でもプライベートファンドは、LTVが通常7割程度となっており、デット部分に年金資金が投入できないということは、結果、不動産市場全体に対する年金資金の流入を相当程度妨げるものとなっている。

このため、特に、CMBSに係る借入先要件の改善について検討する必要があると考えられる。

第二に、年金に関する匿名組合契約に係る源泉徴収制度の問題がある。

現在、事業者が10名以上の匿名組合と締結している匿名組合契約に基づく利益の分配については、所得税が源泉徴収されることとなっている。

しかしながら、年金基金は、税務上非課税扱いとなっており、確定申告できないことから、還付の手段を持たないものである。

このため、年金基金等が運用資金を信託銀行に委託し、当該信託銀行が事業者と匿名組合契約を締結する場合、契約者が10名以上になってしまうと、年金は源泉徴収分所得税を余分に支払わなければならないことになってしまう。

これにより、現在、年金が関与する場合、事実上投資家が10名未満のプライベートファンドしか組成することができず、大量の資金を運用できる大規模な年金以外の一般の年金基金は、不動産投資を行い難い状況となっている。

今後、小規模な年金基金も不動産投資が可能となるよう、源泉徴収制度に係る税制についての改善を検討する必要があると考えられる。

第三に、減価償却の享受を可能とする税制上の問題が存在する。

個人や年金が、実物不動産へ投資するメリットの一つに、減価償却のメリットを享受できるというものがある。

即ち、建物を含む実物不動産への投資は、他の金融資産と異なり、減価償却分を享受できることとなり、いわば、配当と同時に元本の繰り上げ返済を受けることが可能となり、その分、元本が固定される他の金融商品と比較し、有利な運用が可能となる。

不動産証券化においても、減価償却分を投資家に戻すことができれば(これを通常「出資戻し」という。元本返済に相当する資本の返済を行うもので、「配当」とは異なる。)、実物不動産と同様のメリットを投資家は享受することができる。

事実、このようなことから、例えば、オーストラリアの上場LPTでは、減価償却分は投資家に還元されることとなっており、これにより、LPTは、他の金融商品よりも魅力的な商品となっている。

減価償却分を投資家に還元することは、償却期間終了後、再投資に回す資金を、証券化のビークルが内部留保せず、投資家に還元することになるものである。

不動産は、長期にわたって維持管理することが必要であり、長期修繕費や維持管理費に相当する費用は、ビークル内部に留保し、適切な管理が行われるようにしなけれ

ばならないことは当然のことであるが、それを超える償却期間終了後の再投資の経費までピークル内部に留保することは、特に、ゴーイングコンサーンでない証券化ピークルの場合、必ずしも合理性があるとはいえないものである。

また、証券化の本来の趣旨からすると、たとえゴーイングコンサーンの組織であるリートにおいても、償却期間後の再投資が必要なら、その都度、取得する不動産情報を開示した上で、市場から資金調達すれば良いということも可能で、十分な維持管理費用が計上されている限り、選択肢として減価償却分の還元を認めても何ら問題はないと考えられる(事実、法制度上は、投資法人は、減価償却分の還元が可能であり、東証の上場基準上も6割までは還元できることとなっている。)。

減価償却分が還元されることで、不動産投資商品は、他の金融商品より魅力的な商品となり、個人、年金資金の流入に寄与できるものと考えられる。また、都市再生等優良なプロジェクトには、特別償却や割増償却が認められているが、減価償却分の還元を可能とすれば、これら政策が、直接商品の有利性に跳ね返ることとなり、政策効果にレバレッジを効かせることが可能となる。

このような観点から、今後、減価償却の享受を可能とする税制上の措置について検討する必要があると考えられる。

3.3.3 国際社会における我が国不動産投資市場の現状と課題

先に述べたように、近年、不動産が急速に国際化する中、各国でリート市場創設が相次いでおり、不動産分野における国際間競争が今後激しくなっていくことが予想される。

このような中、アジア・パシフィック地域での我が国不動産投資市場の国際的地位確立が必要とされており、国際的にも通用する市場のトランスペアレンシー向上を図るとともに、我が国の市場規模を国際枢要市場に相応しいものに拡大していく必要がある。

現在、日本のリートは、オーストラリアを除く日本、シンガポール、香港、韓国、タイ、台湾、マレーシアのアジア・パシフィック地域の中では、圧倒的市場規模を誇っており、規模拡大はさらに続いている。…(参考資料55頁)

しかしながら、シンガポール、香港も急速に規模を拡大してきており、特に、香港は、短期間でシンガポールに迫る資産規模を有するまでに至っており、今後、アジア地域におけるリート市場の国際間競争は、一層激しくなっていくことが予想される。

そのような中、リーートの国際間競争力を強化する上で、重要な課題になると考えられる問題の一つに、リーートの海外投資の問題がある。

各国のリートの海外投資の可否を見ると、現在市場が創設されている日本以外の世界12カ国のうち、禁止している国は、ベルギー、タイの2カ国、禁止ではないものの、承認が必要な国がマレーシア1カ国となっており、その他の9カ国は自由に海外投資することが可能となっている。…(参考資料30頁(再掲))

中でも、香港は、2005年6月までは、海外投資を禁止していたが、現在は、制度改正により投資可能となっている。

これに対して、我が国リートは、事実上海外投資ができないようになっている。

これは、投資法人法上、海外投資を禁止している規定は無いものの、投資法人法第16条の2で、リートが不動産を取得する際には不動産鑑定評価が必要とされ、海外物件について不動産鑑定評価を取得することができるのかが問題となり、そもそもリートの不動産鑑定評価で海外物件を鑑定評価することを想定していない、ということがボトルネックの一つとなってしまっているということによる。

我が国の不動産鑑定法は、対象不動産を特に国内不動産に限るとの規定は設けておらず、法律上は、海外不動産も鑑定評価することは可能と考えられる。

また、事実、これまでも税務上の問題から海外不動産について鑑定評価が求められ、鑑定評価を行っている事例も見られるとともに、東京地裁の民事事件でも、裁判所から海外物件の鑑定評価が求められた事例も存在する。

従って、法制度上は、海外不動産の鑑定評価も可能と考えられ、リートの海外投資は、現在でも行うことは不可能ではないと考えられる。

しかし、リート業界も不動産鑑定業界も、リートでの海外投資の鑑定評価をそもそも想定しておらず、また、どのように取り組んで良いのか、どこまで取り組めば責任が果たせるのかが明確ではなく、実務上の問題が事実上のボトルネックとなり、海外投資を制約してしまっている。

リートの海外投資が可能となれば、これにより、例えば、ホテルリート、物流リート等で魅力向上が期待でき、結果として、リート市場から海外リートへの資金流出抑制に寄ることができると考えられる。…(参考資料56頁)

また、リートの海外投資が可能となれば、日本企業が海外事業を行う際のプロジェクトファイナンス手法として、あるいは、日本企業が海外に保有する不動産を流動化する際の受け皿としてリートを活用できるようになり、日本企業の国際競争力を高める上でも有用である。

さらに、リートの海外投資解禁により、リート関連不動産の国際進出が可能となり、特に、国際的不動産インテリジェンス産業の育成に寄与するものと考えられる。

オフバランスニーズは、国内外を問わず存在し、リートはそのための受け皿として機能するものであるが、仮に、諸外国のリートが海外物件を取得できる中、リートの海外投資を禁止し続けられれば、日本の資金を含めて世界の資金が、海外リート市場経由で不動産に流れることになってしまい、日本のリート市場は、バイパスされ、結果として、日本市場からの資金流出をもたらす恐れがある。…(参考資料57頁)

事実、近年、米国の年金は不動産への投資を拡大しており、そのうちの一定割合が海外不動産に向かっており、アジア・パシフィック地域では、現在はその大部分が日本市場に向かっていると考えられる。ところが、今後の米国年金の動向を見ると、日本への投資は減少し、代わりにオーストラリアへの投資が増加していくとの意向も見られる。…(参考資料58頁、59頁)

オーストラリアでは、国内で証券化できるものは既にほぼ証券化し尽くされているといわれており、上場LPTの4割は既に海外投資に充てられている状況にある。このことは、これまで日本に流入してきた資金がオーストラリア経由で流入することになる可能性があることを示している。…(参考資料60頁)

オーストラリアのLPTの多くは、オーストラリア国内投資と海外不動産投資を組み合わせたポートフォリオを組んでおり、これによりリスク・リターン特性を向上させていると考えられるが、我が国のリートが海外投資を制限し続けるとすれば、リートのLPTに対する有利性が相対的に減少し、日本の不動産市場そのものに流入する資金は変わらずとも、リート市場からLPT市場への資金シフトが生じる可能性も考えられなくはないところである。

また、今後は、リートを通じたインフラ整備や公営住宅のように公的セクターがオリジネーターとなったリートの上場も想定され、日本の建設産業やエンジニアリング産業が激化する海外でのプロジェクト獲得競争で有利な地位を得る上でも、リートの海外投資解禁は、非常に重要な課題と考えられる。

このようなことから、実務上のボトルネックを解消する方策を講じる必要があり、例えば、「海外不動産投資鑑定評価ガイドライン(仮称)」を作成することにより、海外投資を可能とする環境整備を図っていく必要がある。

3.3.4 地方の不動産投資市場の現状と課題

先に述べたように、不動産投資市場の健全な発展を図っていく上で、地方の不動産投資市場を拡大していくことは重要な課題である。

しかしながら、我が国の不動産証券化案件、特に、リート案件は、大部分が東京等に集中している。

その理由の一つとして、我が国の不動産証券化物件の用途がオフィスに大きく偏っていることがあると考えられる。…(参考資料61頁)

即ち、上場リークの用途について、リートとオーストラリアLPTとを比較すると、LPTではリテール(商業)が大きな割合を占めているのに対し、リートではオフィスに大きく偏っていることが分かる。…(参考資料62頁)

この場合のリテールとしては、大規模ショッピングセンターといったものもあるが、例えば、ロードサイドのファーストフード店舗や食品スーパー等日常生活に関連する商業施設もリテールに含まれている。

このような商業施設は、用地費が安い分、地方の方が利回りの的に有利となるものも多く見られ、この結果、オーストラリアでは、大都市だけでなく地方でも証券化が進んでいると言われている。…(参考資料63頁、64頁)

従って、今後、証券化の用途がオフィスからリテール、物流、ホテル等に拡大していけば、地方物件も徐々に増加していくと考えられる。

近年、東京等では、物件取得競争が激しくなっており、キャップレートが低下し続けているため、地方物件が相対的に利回り上も有利になってきており、我が国においても、外資を含め、地方物件に対する関心が高まりつつあると考えられる。

事実、昨今、外資向けに、食品や衣料品等日常の生活必需品を扱う地方の中規模ショッピングセンターを証券化した案件も出始めており、また、オフィス投資でも、昨今、県庁所在地の物件が外資の投資対象となる等外国資本の証券化投資も徐々に地方に拡大しはじめている。…(参考資料65頁)

このように、証券化の地方への広がりを見据え、地元不動産関係者の間でも、このような証券化に対応しようとする動きも出始めている。

例えば、地方のある不動産事業者は、証券化を実際に経験してみる必要があることから、組成コストの上では成立しない資産規模数千万円の物件を地元鑑定士等との協力の下、証券化し、その経験を活かして、その後の小規模物件の証券化に取り組んでいる、といった事例も出始めている。…(参考資料66頁)

しかしながら、このような動きが本格化するためには、様々な障害がある。

第一の障害は、担い手、人材不足、という問題である。

不動産証券化では、不動産と金融の高度な専門知識が必要とされるが、我が国では、このような人材が圧倒的に不足しており、しかも、その多くは東京に集中してしまっている。

例えば、通常、不動産証券化では、ノンリコースローン(非遡及型融資。債務履行の原資を特定の不動産及び当該不動産から生じる収入のみに限定する、責任財産限定特約付きの貸付け)が必要となるが、このようなノンリコースローンの契約書を締結できる人材が地方の金融機関では極めて限られており、証券化に相応しい物件があったとしても、技術的にそれを証券化することができない、という問題が生じている。

このような地方における担い手、人材不足の結果、地方物件を証券化したくても、東京の専門家の助けがなければ証券化を進めることはできない状況にある。しかしながら、東京の業者も地方物件にまで人手を割けない現状にあり、これが東京等への証券化物件の集中をもたらしている最も大きな要因の一つとなっていると考えられる。

このため、人材の育成、特に、地方における人材育成を図ることが何よりも重要である。

第二に、地方では、大規模な物件の証券化は限界があり、中小物件の証券化が必要とされるが、このような中小物件を扱える簡易で安定的な投資スキームが存在しない、という問題がある。

現在、我が国における不動産証券化手法としては、大別すると、リートの投資法人スキームに加え、イ) 有限会社(会社法では合同会社)と匿名組合契約を組み合わせた手法(Yugen KaisyaとTokumei Kumiaiの頭文字を取ってYK + TKスキームと呼ばれる)、ロ) 資産流動化法による手法(資産流動化法に基づく法人である特定目的会社... Tokutei Mokuteki Kaisyaの頭を取ってTMKスキームと呼ばれる)、ハ) 不動産特定共同事業による手法、の大きく3つが存在する。

しかしながら、YK + TKスキームは、不動産特定共同事業法の制約から、実物を扱うことができず、利用に先立ち、物件を信託受益権化する必要があり、信託設定による高い組成コストを負担することが求められ、地方の中小案件で利用することは、非常に難しくなっている。

また、TMKは、信託設定無しで、実物不動産を取得できることから、地方の中小物件の証券化には適した側面があるが、TMKは、資産流動化計画に沿って運用を行う必要があり、物件の追加取得手続きの煩雑さ等運用が硬直的になってしまうという問題がある。

一方、不動産特定共同事業は、倒産隔離ができず、オフバランススキームとして不十

分な側面がある。

このため、地方の中小物件でも利用できる簡易な実物投資スキームを構築する必要がある。

我が国の不動産証券化法制は、不良債権処理の過程で生成されてきたものである。そのため、投資法制も、不良債権処理の性格を引きずっており、制度もパッチワーク状になっていて、実物不動産の一般的オフバランス手法としては不十分なものとなっている。

この点は、地方だけの問題でなく、先に述べたように年金資金の流入を図る上でも問題であり、大規模な投資物件から地方の中小物件まで安心して扱える安定的な投資法制が強く求められていると考えられる。

地方の証券化を拡大する上での第三の問題として、税制上の問題が考えられる。

これまではバブル後の不良債権処理が主な証券化の対象となってきたが、今後は、一般的物件が証券化の対象となってくると考えられる。

特に、今後、地方での証券化が有効と考えられる中心市街地や温泉旅館街の再生、工場等事業用跡地の利用転換を想定すると、証券化に当たって多額の譲渡益課税が発生する可能性があり、この点が証券化する上での最大のボトルネックとなってくる可能性がある。

例えば、昨今、中心市街地の空き店舗の発生等が問題となっているが、不動産証券化により所有と経営を分離し、所有者は、現物出資の代わりにエクイティを取得し、やる気と能力のある経営者に運営を委ねることができれば、これら空き店舗の活用が図られることとなり、地域再生やまちづくりを進める上で大きな効果をもたらすことが期待できる。

しかしながら、このような現物出資を行うと、現行税制では、その段階で譲渡益が発生し、多額の譲渡益課税を納める必要が生じてしまう。

不動産の元の所有者からすると、現物出資は、不動産を単にエクイティに変えたに過ぎず、その段階では手元に何らキャッシュが発生していないにも関わらず、譲渡益課税分については税をキャッシュで支払う必要が生じ、事実上現物出資できないという事態に陥ってしまう。

この点、米国では、パートナーシップ制度を介して、現物出資した段階では譲渡益課税がなされず、当該出資分を上場リートに変換する時点まで課税が繰り延べされる

「アップリート(UPREIT)税制」が認められている。

アップリート税制は、米国でリート市場に優良物件を供出させる上で大きな効果を発揮し、リート市場拡大の重要な原動力となったと言われており、我が国においても、特に、地方物件のリート市場への組入れを拡大する観点から、今後検討していくべき課題と考えられる。

第四の問題として、地方からの情報発信、特に、海外投資家に向けた情報発信の問題がある。

今日、外国資本も、徐々に地方物件に関心を向け始めているが、外国資本が地方に投資する際には、個々の投資物件の情報だけでなく、その物件が所在する都市の概要や当該都市の不動産マーケットの概要が英文で求められることとなる。

米国では、主要都市の不動産資産別の空室率、需給状況、賃料の変遷等広範な市場動向を四半期毎に提供する独立系の情報提供会社が存在し、この情報を活用して、例えば、豪州の投資家が投資するといったことが行われているが、日本では、このような投資家向けの情報、特に、英文化された情報が無く、外資に物件を紹介する場合にも、その都度個別に市場概要を英文化しなければならない状況に置かれている。…
(参考資料67頁、68頁)

地方の裾野を拡大する上で、情報発信は極めて重要であり、特に、急速に不動産の国際化が進展している今日においては、地方についても投資家向けに英文情報を発信していく必要がある。

本来、このような情報提供サービスは、民間企業により行われることが望ましいが、現時点でこのようなサービスを実施する企業は無く、民間サービスが現れるまでの間、政策的にサービス提供がなされるようにする必要がある。

地方の証券化を拡大するための第五の問題として、公的セクターがオリジネーターとなる場合の制度的ネックの問題がある。

地方で不動産証券化を拡大する上で、公的セクターがオリジネーターとなる証券化を図っていくことが重要である。

即ち、公的セクターは、地方の土地開発公社等に見られるように、多くの不稼働不動産を抱えており、また、地方財政も厳しさが増す中、不動産のオフバランス化による財政の立て直しが必要とされており、公的セクターが積極的にオリジネーターとなって、証券化手法を活用していくことが今後必要とされと考えられる。

しかしながら、現行制度は、そもそも公的セクターの所有不動産の証券化を想定しておらず、実際に証券化しようとする、地方自治法等様々な場面でボトルネックが発生してしまう。

例えば、地方の土地開発公社が所有する不動産をYK+TKスキームに売却しようすると、売却に先立って土地開発公社が不動産を信託する必要が生じるが、地方自治法上、管理処分型でない賃貸型信託は認められておらず、YK+TKスキームに売却することはできなくなっている。

また、今後、世界的には、インフラを対象とした証券化が拡大していくと考えられるが、インフラの証券化に当たっては、PFIと同様、公物管理体系上の制約があり、その点が障害となってしまう可能性がある。

このため、公的セクターでの利用を円滑にできるよう、各種制度について検討を進める必要がある。

第六の問題として、まちづくりや景観との連携の問題があると考えられる。

今後の地方都市の再生等を考える上で、不動産証券化の拡大と、まちづくりや景観政策との整合性を図っていくことが極めて重要である。

不動産証券化は、冒頭に述べたように、既存ストックの活用を常に視野に入れた手法であることから、特に、地方の古い街並みを活かした中心市街地の活性化や地域再生で、大きな役割を果たすことが期待できるものである。

しかし、このような不動産証券化の特性が有効に機能するためには、まちづくりと証券化をブリッジするような方策を検討する必要がある。

具体的には、まちづくりへの貢献の度合いが強いプロジェクトに対し補助や出資、税制上の特例等によりリスク軽減を図ることで、投資家にとっての投資の魅力を高め、これにより、優良プロジェクトへの資金配分を傾斜させる、といった方策や、プロジェクトの中でまちづくり等外部経済効果の高い費用支出項目が、外形上投資家にも分かるようにすることで、社会的責任投資を誘導する、といった方策が考えられる。

これまで採られてきたまちづくり政策は、主に、事業者がオンバランスの事業体であることを前提としたものであったといえる。

しかしながら、今後は、まちづくりの一定部分は証券化等オフバランススキームにより扱われることとなる。

この場合は、「事業者」は単なるピークルにすぎず、「事業者誘導」による政策が常に

効果があるとはいえない状況となることも考えられる。また、今後は、証券化を活用して、オフバランスで企業立地を行う場面も想定されるが、これまでの企業誘致政策はオンバランスでの事業実施を前提としており、オフバランスでテナントとして立地する企業にとって必ずしもメリットが見出せない場合も想定される。

従って、オフバランススキームにおいては「事業者誘導」よりも「投資家誘導」や「利用者・テナント誘導」に力点を置いた政策が求められると考えられ、まちづくり政策も投資家政策、テナント政策としての強化を図っていくことを検討すべきである。

3.4 講ずべき政策

以上のような認識のもと、当面、以下の政策について、具体化に向け検討を行う必要がある。

3.4.1 法制度

1) 実物投資を可能とする安定的投資法制

不動産証券化を拡大する上で、安心して投資できるシンプルな投資法制は、極めて重要である。

我が国の不動産証券化スキームは、不動産の一般的なオフバランス処理が可能となるよう、徐々に改正されてきているが、当初の不良債権処理の性格をひきずったままパッチワーク状に制度が構築されており、シンプルで安定的で分かりやすい制度とはなっていないのが実状である。

特に、今後、年金資金の流入を促進するとともに、地方のまちづくり等でも証券化手法を活用できるようにするためには、実物不動産に直接投資できる、シンプルで安定的な制度が必要である。

このため、投資法制について見直しを図り、安定的な制度を構築する必要がある。

2) 公的セクターでの利用を円滑化する制度改善

不動産投資市場の拡大を図るとともに、公的セクターの財政再建等にも資するため、公的部門でも不動産証券化を活用できるようにすることが重要である。

このため、各種制度を改めて点検し、公的セクターがオリジネーターとなる場合の制度的ネックを解消していく必要がある。

具体的には、公的セクターが、不動産を信託受益権化した上で、当該受益権をビークルに売却できる制度や、民間と連携した都市再開発やインフラ整備が可能となるよう、

一定の公的セクターがAM事業やPM事業に参加できるようにする制度等が考えられ、各種制度を再点検し、公的セクターでの不動産証券化の利用を円滑化していく必要がある。

3.4.2 税制

以下の税制について、検討を行うべきである。

- 1) 年金資金等の流入促進に資するTMK等の借入先要件の改善
- 2) 減価償却の享受等を可能とする出資戻し課税
- 3) 源泉徴収税制と年金
- 4) 日本版アップリート税制の創設

3.4.3 リートの海外投資解禁に向けた取組み

リアートの海外投資解禁は、リートが海外不動産に事実上投資できないという他の海外リートとの間でのハンディ・キャップを解消するとともに、ホテルリートや物流リート等の魅力向上に寄与し、日本企業が海外事業を行う際のプロジェクトファイナンス手法や日本企業が海外に保有する不動産を流動化する際の受け皿としての活用を可能とするなどの効果をもたらすものであり、リート市場に本来流入すべき資金の海外流出を抑制し、日本企業が国際間競争で有利な地位を得る上で、非常に重要である。

このため、リートが海外不動産に投資する上での鑑定評価実務上のボトルネックを解消できるよう、当該不動産の所在地の鑑定人等との間での連携体制の整備や、当該所在地における法制度等の情報収集体制、鑑定評価の適正を図るための留意事項など、海外不動産に関して不動産鑑定士が国内で鑑定評価を行う上での指針等をまとめた「海外不動産投資鑑定評価ガイドライン(仮称)」の作成に向けて検討すべきである。…(参考資料69頁)

3.4.4 人材育成

1) 1万人不動産証券化スペシャリストの育成(証券化・地域マイスタープログラム)

不動産投資市場の全国的底上げを図るためには、何よりも、証券化を担う人材育成が重要である。

不動産と金融に関する高度かつ膨大な専門知識が必要とされる不動産証券化について、正しく理解し、実務で活用できるスペシャリストを育成するためには、これらの知識を合理的で充実したカリキュラムに基づき計画的に修得させる必要がある。

また、現在の証券化のスペシャリストの東京集中の偏在を解消し、地域においてもそ

の自主的な発案により不動産証券化を自立的に行えるようにするためには、少なくとも各県に200名、全国で10,000名程度のスペシャリストの輩出が望まれるところである。

このため、特に、地方における不動産証券化の担い手、人材不足を解消するための人材育成制度を設ける必要があり、例えば、業界団体が実施する不動産証券化のスペシャリスト育成事業等を活用し、地方へのUターン、Iターン希望者や地方の不動産、金融関係に従事する者を対象に研修支援を行う「証券化・地域マイスタープログラム(仮称)」の実施を検討すべきである。…(参考資料70頁)

2) 不動産証券化チャレンジ実験工房

証券化のスペシャリスト育成のためには、上記の研修支援等による専門知識の修得のみでは不十分であり、実際に証券化プロジェクトに関わることで、実地経験を積み、そうした応用技術の意味や背景を理解しながら証券化手法を修得できるようにすることが重要である。

このため、地域において、実験的に証券化プロジェクトを実施しようとする者(不動産業者、法務・会計の実務者、不動産鑑定士等)により構成されるチームに対し、モデル事業として組成に必要な費用の助成を行うことにより、実地経験の機会を提供するとともに、当該事業で得られた目論見書や契約書、鑑定評価書やER等関係書類を広く公開することで、地方の証券化に取り組もうとする者の一助となることを目指す「不動産証券化チャレンジ実験工房(仮称)」の実施を検討すべきである。…(参考資料71頁)

3.4.5 情報発信

地方都市情報国際発信事業の創設

近年、東京、大阪等では、激しい物件獲得競争を背景に、投資利回りが低下してきている。

このため、相対的に利回りの高い地方物件に海外資本も含めて投資の目が向かっており、日常生活品を扱う商業施設やヘルスケア、物流、ホテル等の物件は、投資スキームの工夫により海外からの投資対象となる余地は十分にあると考えられる。

これまで、我が国における地方物件に対する海外からの投資は一部の工場等非常に限定されたものであったが、不動産の国際化に伴い、地方への海外投資の選択肢が大きく広がる可能性があり、地方不動産への海外からの投資は、地方にとって新たなフロンティアともいえるものである。

しかしながら、これらの海外資本の多くは、投資する際には、個々の投資物件の情報だけでなく、その物件が所在する都市について、その人口・経済・産業等の都市の概要や、当該都市における不動産の資産別の空室率、需給状況、賃料の変遷等のマーケットの概要等をも求めることが通常であるが、我が国においては、こうした海外投資家

の不動産投資向けの英文による情報が一般にはないのが現状である。

このため、不動産証券化の投資を行うに当たって必要とされる投資家向けの地方都市情報を海外に向けて発信する「地方都市情報国際発信事業(仮称)」を実施し、地方への海外投資の拡大を図ることを検討すべきである。…(参考資料72頁)

3.4.6 まちづくりとの連携、外部経済性

1) 「まちづくり貢献費(仮称)」の費用項目への計上

まちづくりや都市再生と連携した不動産証券化を促進するには、証券化プロジェクトが、地域のお祭りやイベント、さらには、地域の清掃や美化等まちづくりとの関わりをどの程度持ち、そのためのコストをどのように負担しているかを外形的に示せるようにすることで、投資家がそのようなコストを評価できる仕組みを作ることが重要である。

このような投資家を誘導する政策の強化を図ることにより、将来、このコストの違いに着目しつつ投資を行うSRI(Socially Responsible Investment：社会的責任投資)の実現につながっていくことが期待され、まちづくりと連携した不動産証券化を側面から支援できる可能性がある。

このため、例えば、以下に述べる「不動産投資DCF基準(仮称)」の費用項目の一つに「まちづくり貢献費(仮称)」といった費用項目を設け、このようなまちづくりに関する費用を計上する場合には、当該費用項目に計上させる、といった方策が考えられる。

同様に、政策的誘導効果を持つと考えられる費用項目に、耐震やバリアフリー、省エネ等の投資に対する費用項目が考えられるが、「不動産投資DCF基準(仮称)」の費用項目を定めるに当たっては、現実のフィージビリティを踏まえつつ、このような費用項目を設定できないかについても併せて検討する必要がある。

2) 減価償却等投資商品の魅力向上による資金誘導

まちづくりと連携した不動産証券化を促進するには、公益的に優良なプロジェクトについて、最小の公的負担で最大限の資金誘導を図れる仕組みを構築することが必要である。

そのような方策として、従来のように、対象プロジェクトそのものに助成する仕組みも考えられるが、不動産証券化の場合には、単に、対象プロジェクトに助成するだけでなく、その助成によって組成投資商品の投資家にとっての魅力を高めるようにすることで、資金の流れを誘導する方策を考える必要がある。

その意味で、例えば、「税制」で示したように、減価償却分を出資戻しできる制度を構築した上で、優良プロジェクトに対しては、割増償却や特別償却を可能とさせる方策や、補助金や政策金融においても一定のリスクを負担することで、投資リスクを軽減させ、投資家誘導を図る方策等が考えられる。

このような方策を講じることにより、不動産証券化をまちづくりや都市再生に連動させるようにしていく必要がある。

3.4.7 全国不動産投資市場底上げプロジェクト

上記の投資法制、税制、人材育成、情報発信、まちづくりとの連携を的確に組み合わせることで、全国不動産投資市場の底上げを図る総合的な対策の実施を検討すべきである。

3.4.8 トランスペアレンシー向上策

1) 「不動産投資DCF基準(仮称)」の策定

我が国の不動産投資市場においては、不動産鑑定評価が、投資家や市場関係者に対して、利益相反を回避し、取引が公正であることを示す上で重要な役割を担っていることを踏まえると、不動産投資市場におけるトランスペアレンシーの向上には、不動産鑑定評価の透明性の向上が極めて重要である。

投資法人法、資産流動化法に基づく不動産鑑定評価については、不動産鑑定評価基準等においてDCF法により求められた資産価格を標準とすることとされており、また、それ以外の投資不動産についても、投資の世界における一般的な鑑定評価手法であることや、投資家への説明責任を果たすという側面から、DCF法が一般的に用いられていると考えられる。

しかし、現時点では、このDCF法の運用に当たっては、収支項目の定義が統一されていないため、不動産鑑定士によって収支項目の使われ方がまちまちになっている。他方、費用項目をどのように想定するか等は鑑定価格に大きな影響を及ぼすものであるから、収支項目の取り扱いが異なれば、投資家が不動産鑑定評価の適正性を判断したり、鑑定評価を相互に比較したりすることが困難な状況にある。

このため、不動産鑑定評価の相互比較を容易にし、その信頼性の向上を図るため、収支項目の統一等、投資不動産に対するDCF法の運用に関する統一かつ精緻な基準(不動産投資DCF基準(仮称))を、不動産鑑定評価基準のサブ・ブックとして策定することを検討すべきである。…(参考資料73頁)

なお、この不動産投資DCF基準の検討に当たっては、不動産取引における標準的電子コード化やフォーマット化のような情報環境の改善の進捗度合いや、国際会計基準や新BIS規制のような資産評価に関する国際標準の動向なども視野において、次の「2)不動産EDI」にも資し、資産評価に関する国際基準にも適合できるようにすべきことに留意する必要がある。

2) 不動産EDIのためのデータコード統一

不動産投資市場の持続的な発展のためには、将来の収益率予測のような投資分析や、物件の履歴のチェック等、投資判断に当たっての科学的分析を可能とするとともに、その分析等のコストを低減させる不動産関連データの標準化の促進が必要である。

現在、欧米では、投資用不動産の取引の際に、これらのデータ交換がなされるケースが普及してきているとともに、国際的に利用できる不動産関連のデータコードの統一を目指す動きもあることから、我が国においても、不動産投資DCF基準(仮称)に基づき、不動産鑑定評価のためのデータの電子的交換に関する標準データコードを制定することを検討すべきである。

併せて、不動産投資DCF基準(仮称)に基づき鑑定評価を行った不動産鑑定士に対し、不動産鑑定評価書にデータコードで出力したものの添付を義務づけるとともに、各種ソフト提供会社と連携し、不動産関連データの標準化の促進を図ることを検討すべきである。

これにより、計算可能なトランスペアレンシーが確保されるとともに、データ収集コストの削減、投資判断の支援、取引コストの低減等が期待される。

また、特に建物や設備の点検、修繕等をいつ、どの程度行ったか等の管理履歴情報が明確に投資家に開示され流通していくことは、不動産の安全性を高め、的確な不動産管理を実現していく上で極めて重要である。

不動産EDIは、このような管理履歴データの流通、蓄積に大きく寄与するものであり、各種管理ソフトやASPサービスに働きかけ、その統一を促進するとともに、これら管理ソフト等の利用促進を側面から支えていくことも重要である。…(参考資料74頁)

3) 「投資不動産鑑定評価データベース(仮称)」の作成

不動産証券化に関わる不動産鑑定士は、あくまで第三者的立場から市場価格を的確に評価する必要があるが、こうした不動産鑑定士であっても、投資家やレンダー等市場関係者で広くシェアされている不動産証券化に関連する情報を把握する立場になく、不動産鑑定業者とこれら市場関係者との間で情報の非対称性が生じてしまっており、これが、市場で実際に成立した価格と不動産鑑定価格の間に大きな乖離を生み、不動産鑑定信頼性低下をもたらす懸念がある。

このため、このような情報の非対称性を解消し、不動産鑑定士が市場動向を的確に捉えた鑑定評価を実施できるよう、不動産証券化関連の不動産鑑定評価について情報の共有化を図るため、不動産鑑定評価の依頼主の理解と協力を得つつ、国の主導により証券化案件に係る不動産鑑定評価のデータベースを作成することを検討すべきである。

このデータベースの検討に当たっては、今後、物件獲得競争の激化やリート成りの増加が予想される中で、不動産鑑定評価の適正性が損なわれるおそれもあることを踏まえ、上記「2)」の不動産EDIの進展に伴い不動産鑑定評価の資料もデータコードで

交換されるときには、当該資料を不動産鑑定士等が相互に閲覧できるようにすることにより、不当鑑定に対する自己抑制と相互抑制機能を活かした、中立公正な不動産鑑定評価の実現を図ることも検討すべきである。

併せて、このデータベースの情報が、公示価格作成に当たっての市場動向の的確な把握や、ベンチマークインデックスの作成の促進にも資するようにすることを検討すべきである。

データベース作成に当たっての具体的な仕組みについては、不動産鑑定評価の依頼主や不動産鑑定士など関係者の協力も得ながら緻密に検討する必要があるが、現時点では、例えば、次のようなスキームとすることも一つの案であろう。

- イ) 不動産証券化に係る不動産鑑定評価に限定し、不動産投資DCF基準(仮称)に基づくデータコード等の一定の事項の提出を不動産鑑定士に求め、それらをデータベース化する。
- ロ) 当該データベースについて、守秘義務等一定の条件を課した上で、不動産鑑定士の閲覧や、データベース作成に協力する金融機関、不動産事業者、投資関係者等一定の者の利用を認めるようにするとともに、地価公示等の作成の際の基礎資料の一つとすることにより、的確な市場動向の把握と不当鑑定の自己抑制を図る。

…(参考資料75頁)

4) ベンチマークインデックスの整備促進

ベンチマークインデックスは、年金資金等高い受託者責任が課されている資金運用者が投資できるようにするとともに、国際的な投資環境を整備するという観点からは、不動産投資市場に不可欠のインフラといえるが、我が国においては、これらの要求水準を満たすベンチマークインデックスは、現時点では未整備である。

上記「3) 投資不動産鑑定評価データベース(仮称)」は、ほぼ運用実績に近いデータを収集することが可能であり、また、不動産鑑定評価行為は行政処分や刑事罰をも予定して規律されるので、鑑定評価からの収集データは対外的にも高い信頼性を主張することが可能であること、不動産の評価と同じ手法によるデータであること等から、これにより作成した不動産投資インデックスは、国際的にも高い評価を得ることができるものと考えられる。

このため、このデータベースの一部の情報について、守秘義務等一定の条件を満たす民間事業者等に提供し、ベンチマークインデックスの整備促進を図ることを検討すべきである。

5) 不動産デリバティブ市場創設の研究

ベンチマークインデックス等を活用し、不動産価格の変動リスクをヘッジ可能とする

不動産デリバティブ市場の創設について研究を行う必要がある。

これにより、テナント等利用者は、価格上昇リスクを、デベロッパーは、価格下落リスク、さらにはノンリコースローンの貸し手は、不動産の担保価値の下落リスクをヘッジできることとなり、市場の安定性に寄与するものと考えられる。また、一般企業も減損会計リスク等資産の変動リスクをヘッジできるようになり、経済の安定化にも寄与することが期待できる。

6) 不動産鑑定評価信頼性向上のためのER評価

ERは、投資対象不動産について必ず実施されるデュー・ディリジェンスの柱であるとともに、その内容はキャッシュフローや出口価格に反映されるため、適正なERは、健全な不動産投資市場の発展を実現する上で極めて重要である。

しかし、ER業者に関しては、規制する法制度や業登録制度はなく、また、近年の不動産投資市場の急速な拡大に伴い、その信頼性に疑問のあるER業者が参入しているケースも散見されている。

このような中、不動産鑑定士は、依頼主であるAM業者等が別途発注したER業者のERを不動産の鑑定評価に反映させることが常態化している。

このため、例えば、信頼性に疑義のあるERの活用の際に、不動産鑑定士側において対応するための一方策として、ER情報に基づく不動産鑑定評価の信頼性を向上させるとともに、不適当なERの減少を図るため、ER情報を鑑定評価に反映させる不動産鑑定士側において、ER情報を相互に持ち寄り、専門家の知見を得ながら、当該ER業者につき専門家としての経験、評判、能力等を十分見極めて評価を行い、鑑定評価を行うに当たっての手持ちの資料とさせること等の方策を検討する必要がある。

7) 証券化不動産の鑑定評価に関する不動産鑑定士の資質向上

不動産鑑定士が不動産投資市場において信頼されるEvaluator集団として一定の役割を担えるよう、証券化不動産の鑑定評価を行う不動産鑑定士の資質向上を図ることとし、投資関連の知識及び技術、不動産証券化の実務等について資格取得後の研修で実施すること等を検討するとともに、不動産証券化という不動産、金融、会計等複雑で多岐にわたる分野の専門知識や、高度な市場分析能力を備えた不動産鑑定士(証券化シニアアプレイザー)制度について検討する必要がある。

8) 複数価格提示等高度化する投資家ニーズに応えた鑑定評価手法等の研究

現行の不動産鑑定評価基準では、単一の鑑定評価額の決定を求めているが、これは、不動産鑑定士が中立的立場で不動産鑑定評価を行う上で重要な原則といえる。

しかし、不動産投資市場において、依頼者側の、適正な投資判断や投資家への説明の必要性から来る不動産鑑定評価に対するニーズに応えるためには、投資リスクの程度を踏まえた確率分布的な幅で捉えた価格や、バリューアップが行われた場合の価格変動等複数のシナリオに基づいた価格提示を可能とすることも重要である。

本来、不動産投資市場において一般的に採用されているDCF法は、こうしたリスク分析やシナリオ分析に基づく予測値を試算過程に明らかにする価格判定手法であり、市場関係者もそうした手法であることを認識している。そこで、不動産投資市場においてDCF法により価格が提示される際には、試算経過におけるシナリオ分析やリスク分析を踏まえた複数価格の併記を可能とさせること等、こうした市場関係者が認識するDCF法の特性を踏まえた、市場から信認される鑑定評価額の提示の在り方や、投資分析結果の的確な提示の在り方等を研究することを検討する必要がある。

9) ビジネスモデルに応じたコンプライアンスの確立

不動産鑑定士が投資不動産について鑑定評価を行う場合、あくまで第三者的立場から市場価格を的確に評価する必要がある。他方、今後は、上記4)のようなベンチマークサービス等を、金融等の専門的知識を修得した不動産鑑定士が行うようなことも、十分に想定されるところである。この場合には、前者の立場の不動産鑑定士と後者の立場の不動産鑑定士は、同じ不動産鑑定士としての地位を有していても、利益相反することも考えられる。

このため、同じ不動産鑑定士の地位にあっても利益相反的な立場に立つ場合があることを踏まえて、利益相反の回避や同一不動産鑑定業者内のファイアウォールの在り方など、新たな不動産鑑定業のビジネスモデルに対応した信頼性の確保のためのコンプライアンスの確立方策を検討する必要がある。

以上