

REPORT IV

不動産証券化が加速させる投資的取引 - 不動産投資市場形成への期待 -

金融研究部門 不動産投資分析チーム 松村 徹

はじめに

これまで、日本には中古住宅の流通市場や賃貸住宅市場、賃貸オフィス市場はあっても、不動産投資市場というべき活発な投資的取引はほとんど存在しなかった。

しかし、90年代後半の不良債権のバルクセールや不動産証券化などを契機に不動産の流動化^(注1)が進んでおり、本格的な不動産投資市場の形成も視野に入ってきた。

1. 増加する事業用不動産の流動化

(1) 証券化による投資的取引の増加

昨年11月にJREITといわれる不動産投信が解禁され、98年のSPC法施行からわずか3年で日本の不動産投資スキームがほぼ米国並みに整備された。

これにより、特定少数による実物不動産投資だけであった日本の不動産投資の選択肢が一挙に拡大した。

エクイティ投資では、SPCのエクイティ証券から不特定多数の投資家を対象にした上場型のJREITまで、またデット投資ではSPCの社債、不動産ローンを証券化したCMBSやRMBSまで投資対象が広がった。

すでにこの3年間で、賃貸オフィスビルや本社ビル、百貨店、ショッピングセンター、都市ホテル、賃貸マンション、給油所など、様々な形態の不動産が証券化されたり、投資ファンドなどにより購入された(図表-1)。

これらのスキームによる流動化では、資金の出し手は第三者である複数の投資家である。これは収益分配を目的とする投資的取引であり、相対で行われる不動産取引や自社利用土地の購入、決算調整のためのグループ内取引などに比べ、契約や価格の客観性・透明性がより求められる。

(2) 事業用不動産の商業不動産化

証券化スキームの整備は、資産を売却しようとする企業側からみれば、不動産流動化手法の多様化を意味する。

事業会社の不動産売却件数は98年度以降急増しているが、この背景にはバブル崩壊後の業界再編や企業のリストラ、本業回帰の大きな流れがある。

特に、2000年3月期から始まった一連の会計制度改革は、連結化された子会社救済や年金積立不足のための資金捻出、販売用不動産の強制評価減や固定資産の減損会計に備えた前倒し

の損失処理などを目的とした不動産処分を増加させた。

日本の地価は戦後長期にわたって右肩上がりで推移したため、土地さえ所有していればその利用のいかに関わらず、物価上昇率を大幅に上回る値上がり益(キャピタルゲイン)が期待できた。

このため、製造業やサービス業など、賃貸事業や不動産投資を業としない事業会社による不動産取得も一般に行われてきた。これら事業会社は、担保価値や減価償却資産としての節税効果、事業リスクの緩衝材としての含み益期待などから不要不急の土地まで競って購入した。

また、金融機関からの潤沢な資金供給を受け、

図表 - 1 商業不動産の売買事例

(2000年以降 / 東京23区)

売手	買手	物件名	種類	住所
東急電鉄	JREIT	東急三田ビル	オフィスビル	港区三田
マイカ子会社	JREIT	原宿表参道ビル	商業ビル	渋谷区神宮前
フジタ	JREIT	フジタ本社ビル	オフィスビル	渋谷区千駄ヶ谷
日本鋼管	JREIT	日本鋼管本社ビル	オフィスビル	千代田区丸の内
エカ	JREIT	日本橋室町ビル	オフィスビル	中央区日本橋室町
三菱地所	JREIT	三菱総研ビル	オフィスビル	千代田区大手町
森トラスト(予定)	JREIT	京橋千代田ビル	オフィスビル	中央区京橋
森トラスト(予定)	JREIT	ON森ビル	オフィスビル	品川区
NEC	SPC	NEC本社ビル	オフィスビル	港区芝
森永製菓	SPC	森永プラザビル	オフィスビル	港区芝
森ビル	SPC	アークワース	賃貸マンション	港区赤坂
住友建設	SPC	住友建設本店ビル	オフィスビル	新宿区荒木町
住友不動産	SPC	新宿住友ビル(持分60%)	オフィスビル	新宿区西新宿
住友生命	SPC	新宿住友ビル(持分40%)	オフィスビル	新宿区西新宿
雪印乳業(予定)	SPC	雪印乳業東京本社ビル	オフィスビル	新宿区本塩町
ニューオータニ	SPC	ニューオータニガーデンコート	オフィスビル	千代田区紀尾井町
三菱リアル	SPC	大手町ファーストスクエア(持分)	オフィスビル	千代田区大手町
マム	SPC	マム本社ビル	オフィスビル	千代田区大手町
三井不動産	SPC	リバーサイドタワー他2棟	賃貸マンション	中央区佃
丸善	SPC	第二丸善ビル	オフィスビル	中央区日本橋
西武百貨店	SPC	西武百貨店池袋店	百貨店	豊島区南池袋
横井英樹グループ	SPC	タイン碑文谷店	ショッピングセンター	目黒区碑文谷
全日空エンタテインメント	SPC	東京全日空ビル	ビル	港区赤坂
夏目商事	デベロ	夏目商事本社ビル	オフィスビル	港区芝
三越	デベロ	新宿アルタ館	商業ビル	新宿区新宿
大成建設	安田生命	新宿ビル(持分)	オフィスビル	新宿区西新宿
宇都興産開発	交通公社不動産	天王州UBEビル	オフィスビル	品川区東品川
日交総本社	三菱地所	山王パークタワー(持分)	オフィスビル	千代田区永田町
太平洋セメント	三菱地所	青山ビルディング(持分40%)	オフィスビル	港区北青山
三菱地所	明治生命	千代田ビル(底地)	オフィスビル	千代田区丸の内
東急ビルヂング	時事通信社	銀座東急ビル	ビル	中央区銀座
東京建物	小田急電鉄	小田急ハルカ別館	商業ビル	新宿区新宿
林野庁	森ビル	麻布グリーン会館	ビル	港区六本木
東京日産	森ビル	東京日産本社ビル	オフィスビル	港区六本木
三菱リアル	創芸	月島ビル	オフィスビル	中央区月島
東急電鉄	東信不動産	東急溜池ビル	オフィスビル	港区赤坂
日本NCR	日本財団	日本NCRビル	オフィスビル	港区赤坂
長谷工コーポレーション	平和不動産	長谷工本社ビル	オフィスビル	港区芝
東京生命	平和不動産	東京生命新橋本社ビル	オフィスビル	千代田区内幸町
千代田生命	ブルディンク生命	永田町プロジェクト(建設中)	オフィスビル・マンション	千代田区永田町
千代田生命	目黒区	千代田生命本社ビル	オフィスビル	目黒区上目黒

(注) 共有持分権、区分所有権、借地権付建物、信託受益権の売買および交換を含む。
(資料) ニッセイ基礎研究所

積極的な土地投資を梃子に事業の全国展開を図る大手小売業や、事業多角化戦略として不動産取得や施設建設を進めた企業も多かった。

事務所であれ店舗であれ、これら不動産の多くは企業が自らの事業用に保有する固定資産に分類されるため、最近の不動産流動化の動きは事業用不動産から商業不動産への転換という側面を持つ。

ここでいう商業不動産^(注2)とは、賃貸オフィスビルや賃貸マンション、ホテル、ショッピングセンターなど賃貸収入を目的に所有・投資される不動産のことで、投資用不動産ということもある。

(3) 不動産所有から賃借への切替え

バブル崩壊から10年を経て、不動産所有を絶対視しない企業も増加しつつある。

財団法人日本不動産研究所の調査^(注3)によると、都銀・信託など大手13行は、金融再編などに伴い95～99年の4年間で店舗用土地建物面積を20%減少させた一方で、賃借建物を40%増加させている。

安田信託銀行の調査^(注4)では、2003年3月期からの導入が予想される固定資産の減損会計に対応して、今後、不動産を自社所有から賃借へ切替える方針と答えた企業が17%あった。保有方針を変えない企業が42%と最も多いものの、全体の20%近い企業が不動産所有方針の転換を検討している事実は無視できない。

(4) 強まる不動産供給圧力

景気低迷や経済構造改革の遅れなどから不動産需要の拡大は期待できないが、業界再編や会計制度改革などを背景に不動産の供給圧力は強まる傾向にある。

例えば、相次ぐ経営破綻により生保などの保

有不動産の売却が増加しているが、拡大路線を見直す大規模小売業での店舗リストラの動きも急である。

また、金融機関の不良債権処理がいよいよ期限を定めて処理される見込みのため、今後、担保不動産処分の急増も予想される。

さらに、財政事情の悪化から、国や地方公共団体^(注5)、外郭団体などの不動産処分が増加することも確実である。

(5) 新しい買手、JREIT

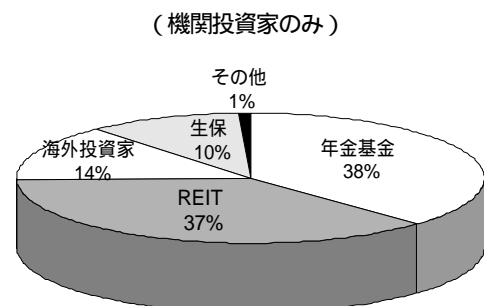
80年代後半、土地は希少で資金は無限と言われ高騰を続けた不動産投資市場は、90年代には需給構造が一変した。

巨額の含み損を抱えた生保や年金基金などの機関投資家、不動産会社は実物不動産投資に消極的となり、不良債権問題を抱える金融機関も新規の不動産事業融資には慎重となった。

このような状況から、不動産への新たな投資資金誘導を目的に不動産証券化の制度整備が進められたのである。

結果として先にみたように、様々な投資家による不動産購入が増加し、最近ではJREIT市場創設を控え、オフィスビルを中心に物件の入札価格が上昇(投資利回りは低下)する過熱状況も一部でみられる^(注6)。

図表 - 2 米国の不動産エクイティ投資家



(資料) Emerging Trends in Real Estate 2001

しかし長期的にみれば、米国のREITが年金基金と並ぶ不動産エクイティ投資家となっているように^(注7)、JREITは伝統的な不動産投資家に代わる新たなエクイティ投資家に成長すると期待される(図表-2)。

2. 本格的な投資市場形成に向けて

(1) 投資適格不動産不足の解消

日本では、法人所有の不動産が400～450兆円あると推測されるのに対し、商業不動産は60～70兆円にすぎない。このようにみれば、最近の事業用不動産の商業不動産化は、まだごく一部の現象といえる(図表-3)。

また、4兆ドル以上^(注8)とされる米国の商業不動産に比べ、経済規模からみて日本の商業不動産市場規模は過小といえる。特に、米国では安定した投資対象となっている集合住宅市場が小

さいが^(注9)、これは日本の持家政策と旧借地借家法の影響が大きいと考えられる。

さらに、これら商業不動産には、震災リスクや複雑な権利関係による合意形成の困難さなど投資家への売却が難しい物件も多く、全てが投資適格というわけではない。

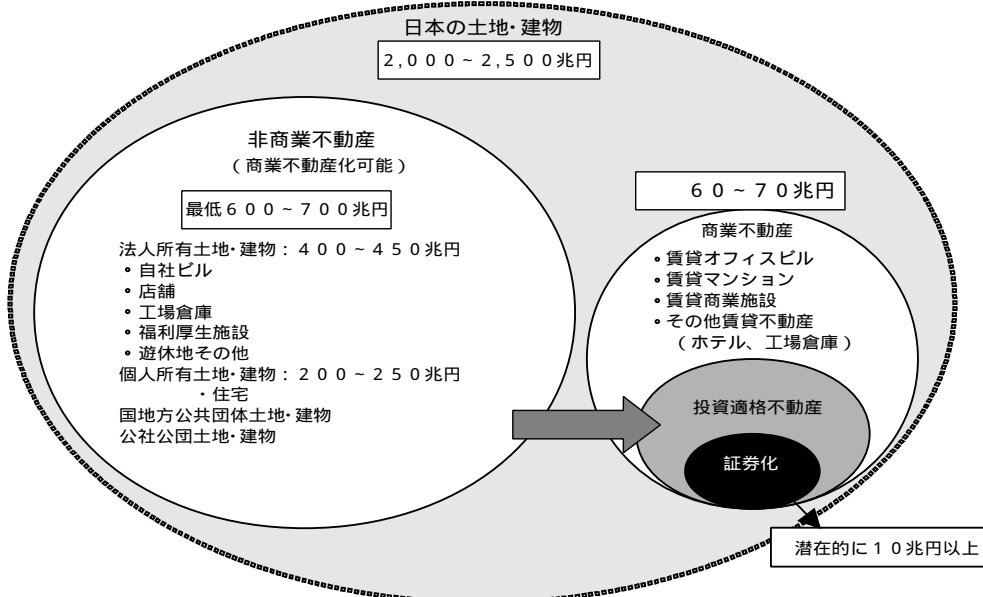
事業用不動産はもちろん商業不動産においても、これまで第三者への売却(出口)を想定してこなかった結果、流動化する際にさまざまな実務上の障害が顕在化することが多い(図表-4)。

投資適格不動産でなければ証券化やJREITへの組込みが難しいため、投資適格不動産の少なさが、証券化市場も含め本格的な不動産投資市場形成の制約要因のひとつになっている。

しかし、今後は事業会社や公共部門において保有不動産の流動化が進むため、投資適格不動産も徐々に増加していくと予想される。

図表-3 日本の不動産構造

(2000年の市場推計)



(資料) ニッセイ基礎研究所

このような動きを加速するためには、金融機関の不良債権の最終処理に加え、不動産流通税制の見直しや不動産開発規制の緩和、不動産情報の整備など政策的な支援も不可欠である（図表 - 5）。

(2) 不動産市場データの整備

バブル崩壊後10年を経て、不動産評価手法は取引事例から収益還元重視に転換してきた。特に90年代後半の不良債権のバルクセールや証券化を契機に、投資目的の不動産評価はいっきに

収益還元法に収斂したといえる^(注10)。

しかし、最近増勢にあるとはいえ、投資的取引数の絶対的な少なさ^(注11)と守秘義務等による情報開示の難しさなどから、例えば収益還元法の適用にあたって前提となるキャップレート^(注12)や割引率の客観的な査定が困難な状況にある。信頼性の高い不動産投資インデックスの作成が難しいのも同じ理由である。

とはいえ、今後は投資的取引の増加が予想される上に、JREIT市場形成で、第三者も閲覧可能な不動産情報の開示が進み、投資利回りの水

図表 - 4 投資家への不動産売却に障害となる事象

	項目	例示
建 物	耐震性能	・ 新耐震設計基準を満たさず、耐震補強が困難
	既存不適格	・ 既存不適格建築物で、改築の届出が必要な大規模修繕が必要
	建築確認	・ 違法建築物（建築基準法、都道府県条例、消防法等） ・ 検査済証がない ・ 投資対象外の建物と一体で確認申請。全体共用部分が存在
	施工	・ 施工図がない ・ 施工不良
	土壌・地盤	・ 重金属等で土壌が汚染 ・ 地盤が弱く地震による液状化等被災の可能性が高い
	アスベスト	・ 建物にPCB、アスベスト等汚染物質が使用されている
権 利	登記	・ 登記と現況が不一致 ・ 未登記部分がある
	所有権	・ 共有持分権者が多数または個人 ・ パートナーとの各種覚書が存在 ・ 区分所有で規約等に不備 ・ 優先譲渡特約等が付いているが、権利者不在等で意思確認不能
	借地権	・ 敷地全部または一部が借地で、売却について地主の承諾がとれない、あるいは膨大な承諾料を要求される
	境界確認	・ 越境、または越境されている ・ 境界確認が困難
	近隣	・ 都市計画道路等の計画線が未確定 ・ 近隣との紛争があり、解決されていない ・ 近隣との各種覚書が存在したり、その更新状況が不明
管 理	修繕積立金	・ 修繕積立金が不足
	テナント	・ キーテナントの信用リスクが高い ・ 不適切なテナントがいる ・ オーナー子会社との賃貸契約が不備
	不法占有者 管理規約	・ 共用部分の不法占有者がいる ・ 共用部分の管理、修繕に関する規定が不備 ・ 共用部分の専用使用に関する規定が不備 ・ 譲渡に関する規定が不備
	履歴 管理会社	・ 過去の収支、賃貸借契約、修繕・改修などの履歴データが未整備 ・ 大規模再開発で管理会社を共同設立したため、撤退困難
市 場 性	立地・用途	・ 商業不動産としてみると立地が市場から逸脱、あるいは地域が衰退 ・ 郊外部の工場など従前用途のままでは市場性がない ・ 本社仕様などオーダーメイド的設計・設備のため、賃貸転用で、使い勝手が悪い、有効率が低い、共益費が高いなどの問題が顕在化。膨大な追加工事の発生も

(注)ほとんどの障害は、これにより売却（投資）が成立しないような致命的なものではない。障害の程度によって、リスクやコストとして価格に反映、付保等により対応可能といえる。

(資料) ニッセイ基礎研究所

準や設備・機能評価について市場にある程度のコンセンサスが形成されてくると考えられる。

市場参加者は、不動産の情報開示や市場データの整備に積極的に取り組むべきであるが、行政も、たとえば不動産課税情報の開示や、地価公

示に用いる取引事例情報の分析と結果の公表など、積極的に情報開示に努めるべきであろう。

いずれにしても、投資的取引の活発化には市場情報の一層の整備により、不動産評価の客観性・透明性を確立していくことが不可欠である。

図表 - 5 商業不動産市場の規模拡大要因

項目	内容
不動産供給面	<ul style="list-style-type: none"> ・金融機関の不良債権最終処理 ・産業再編、企業リストラ進展による資産売却圧力の増加 ・会計制度改革（固定資産の減損、販売用不動産の強制評価減、連結重視、年金積立て不足補填）による資産売却圧力の増加 ・企業の資産効率向上戦略による資産売却圧力の増加 ・譲渡益課税繰延など売却促進税制の実施
国有不動産の市場放出	<ul style="list-style-type: none"> ・国・地方財政悪化による資産売却圧力の増加 ・PFIによる国有地再開発の促進
新規開発事業の促進	<ul style="list-style-type: none"> ・都市計画・建築基準などの規制緩和による建替え、再開発促進 ・開発法制度と運用の乖離、不透明な行政指導の改善 ・行政事務手続きの効率化
投資資金面	<ul style="list-style-type: none"> ・SPC法改正、JREIT解禁 ・不動産流通税の見直し（不動産取得税、登録免許税の減免）
不動産市場データの整備	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産証券化等における情報開示の促進 ・市場データの整備、取引事例に基づく投資指標の整備
不動産需要面	<ul style="list-style-type: none"> ・新たな商業不動産需要の創出 ・経済構造改革推進による新興産業の創造と市場拡大 ・持家政策や定期借家法見直しなどによる賃貸マンション需要の顕在化 ・小売業やホテル業などサービス業における所有と経営の分離促進

（資料） ニッセイ基礎研究所

（注1） 不動産の「流動化」とは、不動産を所有する企業がこれを売却・オフバランス化することをいい、証券化の他、小口化、競売、任意売却、入札など様々な流動化手法がある。

（注2） 商業不動産は英語でCommercial Propertiesということが多い。なお、土地はland(地表)、土地と建物はreal estate、土地・建物とこれに付帯する諸権利を合わせてreal propertyという。

（注3） 財団法人日本不動産研究所「日本における金融業の土地建物資産の動向調査」1999年12月より

（注4） 安田信託銀行「不動産トピックス12」2000年12月より

（注5） 東京都は、所有する土地・建物の利用状況調査に基づき2000年度にまとめた財産利活用総合計画で、329件、115万㎡の土地を売却や他事業に転用し、2000～2002年度の3年間で1,000億円以上売却することを目標にしている。

（注6） 過熱する入札を避け、各出資企業の保有物件を組入れてファンド組成を図るJREITや、リスク評価は難しいが比較的競争の少ない地方都市の物件、あるいはオフィスビル以外の商業不動産を投資対象とするファンドもある。

（注7） 図表 - 2のグラフには、機関投資家ではない個人および個人事業主が経営する会社が所有するクラスのオフィスビル、アパート、倉庫、小売店などの商業不動産は含まれていない。

（注8） 図表 - 2と同じ出典によれば、機関投資家による不動産投資額がエクイティ3,787億ドル、デット15,519億ドル、非機関投資家による不動産投資額が23,700億ドル、合計4.3兆ドルとなっている。

（注9） ニッセイ基礎研究所は、商業不動産市場としてオフィスビル35兆円、賃貸マンション2兆円、ショッピングセンター7兆円、ホテル8兆円と推計している。

（注10） 2001年3月、国土交通省が不動産鑑定評価基準を前回（90年改正）から見直すと発表したのが、現状の追認といえる。

（注11） 商業不動産に対する投資的取引は、東京23区内で多くて年間100件、ストック全体の0.2%程度しかない(ニッセイ基礎研究所推計)。これは商業不動産ストックの5～10%程度が毎年取引されるといわれる英米に比べるとあまりにも少ない。

（注12） キャップレート（Capitalization Rate）は、収益還元法（この場合直接還元法という）で不動産価格を算定するために単年度の純収益を割戻す利回りのこと。