

不動産市場データの本格的整備に向けて

- 求められる証券化市場の情報インフラ -

金融研究部門 松村 徹

1. 不動産情報整備の緊急性

99年は不動産証券化元年といわれたが、不動産証券の発行額は2000年中に債券、株式合わせて1兆円を超えると予想される。また、不動産向けのノンリコース・ローン^(注1)も増加しており、これを証券化したCMBS^(注2)市場の拡大も期待できる。

さらに、2000年11月解禁予定の不動産投資ファンドには、多数の企業が参入を計画している。これらの中心となるのは、^{ジェイリート}J-REIT^(注3)といわれる上場可能な公募型ファンドで、ニッセイ基礎研究所では潜在的な市場規模を4~5兆円^(注4)と推計している。

図表 - 1 不動産投資ファンド参入を計画する企業

三井不動産・住生・野村証券	三菱地所
三井不動産・みずほファイナンシャル	安田信託
森トラスト・大和SBCM	住友信託
東急不動産	三菱信託
三菱商事	中央三井信託
三井物産	クリート
伊藤忠商事	クレスト
リックス	マークス
GE キャピタル	ケンコーホレーション
野村証券	ピー・アイテクノロジーズ
日興証券	エ・アジア

(資料)公表資料より

不動産証券化は、企業の新しい資金調達手段として進められてきた側面が強いが、最近では低金利に悩む投資家側の関心も高まり、高格付債券は生保や年金基金、地銀などにより競って購入されている。

証券化は実物投資と比較すると、分散投資やリスクに応じた投資の実現、流動性リスクの軽減、レバレッジ効果^(注5)の享受が期待できる新たな不動産投資手段として注目できる。

しかし、最も重要な点は、相対取引中心で情報開示がほとんど行われてこなかった不動産投資分野で、株式や社債などの金融商品同様に、リスクやリターンに関する詳細な開示情報に基づく合理的な投資判断が出来るようになることである。

そもそも証券化は、不動産投資リスクの一部を、金融資本市場を通じて第三者の投資家に転嫁する仕組みである。また、年金基金や個人、海外投資家などこれまで日本の不動産投資に馴染んでこなかった新たな投資家から幅広く資金を募る仕組みともいえる。このため、市場と商品の透明性確保のための情報開示が不可欠である。

特にJ-REITは、個人投資家も視野に入れた商品となる可能性が高いために、徹底した情報開

示による投資家保護が望まれる。一方、不動産証券化商品への年金基金の関心が高まっているが、運用受託者が説明責任を果たすためには、不動産市場や証券化商品に関する情報整備が大前提となる。現在のように、不動産投資のリスク・リターン構造や他の金融商品との相関性が不透明では機関投資に馴染まない。

不動産証券化では、元利払いが最優先される債券やローンに対し、不動産の価格下落リスクを負うメザニン（中間部分）やエクイティ（最劣後部分）投資家の少なさが市場拡大の懸念材料となっている。

これまでは、元の資産保有者であるオリジネータが社債投資家の信用補完などのため、劣後債やエクイティを所有するケースが多かった。

しかし、会計上のオフバランス基準が厳格化^(注6)される予定であるため、今後は劣後部分のほとんどを第三者の投資家に売ることが必要となる。このため、エクイティ投資家層の厚みが証券化の進展を左右することになった。

本来、洗練された投資家は、投資判断のための情報が少なければリスクプレミアムを上乘せし、より高いリターンを求める。しかし、ヘッジ・ファンドやハゲタカ・ファンドなどのリスクテイカーが国内にほとんど存在しないことを考慮すれば、商品に関する情報開示にとどまらず、市場情報の整備と開示で不動産市場自体の不透明性を払拭することが、投資家層拡大のための緊急課題といえる。

2. 不動産市場データの現状と課題

証券化の増加に伴い、デューデリジェンス^(注7)といわれる、買手責任で行われる総合的かつ詳細な不動産のリスク調査手法が普及しつつある。この過程で、賃料や不動産売買価格、投資

利回りなどの市場データや個別物件の収支に関する履歴データが、いかに未整備であるかも明らかになった。

もともと、株式や債券など流通市場を持つ金融商品と不動産では、市場データの蓄積量や流通量に大きな差がある。金融商品としてみれば、不動産投資に関する情報の整備や開示状況は圧倒的に遅れているといつてよい。

これは、これまで長く続いた不動産投資のあり方が他の金融商品と異質であったためである。相対取引が中心で、機関投資家といえども取得した不動産を売却して投資利回りを確定させたり時価でパフォーマンスを測定する慣習はなかった。米国では、不動産市場の長期サイクルの中で不動産を売買するため、実物投資を行っている機関投資家の平均的な保有期間は7～10年程度とみられ、長期投資ではあるが日本に比べれば流動性は高く情報も格段に整備されている。

これに対し、永続的保有が一般的で、売買が極端に少なかった日本の不動産は、金融商品の投資判断の基本であるリスクとリターンさえ明確でない。特に、不動産の投資利回りに関するデータは未整備で、リスクプレミアムの水準や考え方について投資家など市場関係者に定見されない状態であった。

しかし、バブル崩壊による不動産市場の低迷と新たな投資資金の不足、証券化の進展などを背景に、市場データの整備がようやく進みつつある。

従来からある商業地価、オフィス賃料や空室率の市場データに加え、90年代後半からオフィスビルや高級賃貸マンションなどの投資インデックスが相次いで開発されている。

ところが、データの期間や範囲に制約があるのはやむをえないとしても、オフィス賃料や商

業地価などで実態を反映していないデータが多い点に問題がある。

例えば、オフィス賃料はテナント募集の際に表示される賃料のみ公表されているが、この募集賃料と実際に成約した賃料はバブル崩壊後大きくかい離するようになった。最近はいかい離度が縮小しているものの、成約賃料は募集賃料を平均12%程度下回っている。

さらに、賃料データは、テナント募集しているビルの賃料だけが単純平均され、人気が高く満室状態の大型新築ビルなどの賃料はデータに含まれない。このため、市場実態以上に賃料が下落する傾向が強いなど、市場判断をミスリードする可能性をはらんでいる。

また、オフィス賃料は、正確な市場情報が開示されない中、当事者間で相対により決定されているため、現在の水準が当該不動産の競争力や市場価値を必ずしも正確に反映していないと考えられる。例えば、十分な市場データを基に、立地条件、建物・設備状況、賃貸空間や管理サ

ービスの質などを精査して賃料を査定すれば、物件格差が拡大する可能性が高い。

一方、地価は1物4価ともいわれ、そのこと自体投資指標として問題である。今後、企業会計やリスク管理上、不動産への時価評価採用は不可避だが、公示地価、路線価、鑑定価格など時価算出の基準が複数ある状態では恣意性が入り込む余地が大きく、評価の客観性が保てない。また、通常、建物を分離した更地価格で示されること、発表回数が少なくタイムラグも大きいことなどから、投資指標として適当でない。

例えば、東京都千代田区にある公示地点の商業地価は90～91年をピークに下落傾向が止まっていない。しかし、都心部の標準的な大規模オフィスビルを想定し、賃料と金利の変化を織込んだ収益還元価格（土地建物は一体評価）を試算すると、不動産価格は95年から上昇に転じるなど公示地価と異なる動きを示す。

ただし、あくまでひとつの考え方を示したもので、仮定の数字にすぎない。

図表 - 2 日本の不動産市場データの現状

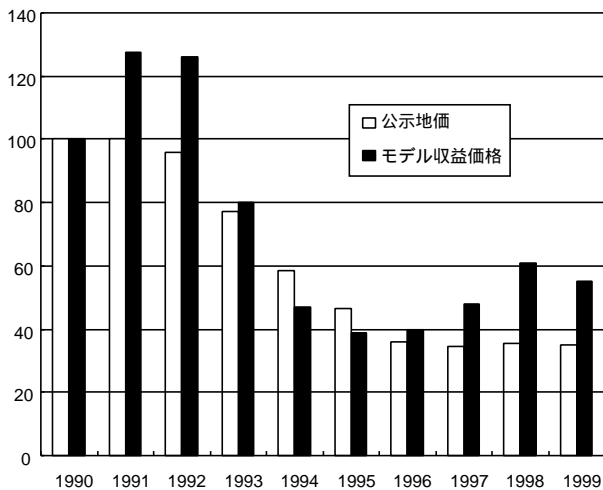
対象資産	名称・種類	公表者	時期
土地	公示地価	国土庁	年次
	基準地価	都道府県	年次
	路線価	国税庁	年次
賃貸オフィス	市街地価格指数	日本不動産研究所	半年期
	募集賃料データ	生駒データサービスシステム、三幸エステ、三鬼商事	月次～四半期
	投資利回りインデックス	住友生命総合研究所、住友信託銀行、三菱信託銀行・生駒データサービスシステム	四半期～年次
賃貸マンション	賃料インデックス	日銀	四半期
	成約賃料データ	ケコーレション	四半期
	投資利回りインデックス	ケコーレション・日本不動産研究所	四半期
分譲マンション	投資利回りインデックス	不動産経営研究所・不動産鑑定士市場賃料研究会	四半期
店舗	賃料インデックス	日銀	四半期
ホテル	賃料インデックス	日銀	四半期
駐車場	賃料インデックス	日銀	四半期
倉庫	募集賃料データ	生駒データサービスシステム	半年期

注1. 価格と利回りに関する情報のみ掲載。対象地域は全国から東京都心部までデータにより異なる。

注2. 募集賃料とは、貸手側が募集上提示する賃料をいう。これに対し、成約賃料とは実際に契約された賃料をいう。

注3. 上記の他、経企庁が景気判断指標のひとつとして不動産価格インデックスを、日本不動産研究所が賃貸オフィスの投資利回りインデックスを開発している。また、住友生命・三菱信託・三井不動産は、共同で不動産投資指数の開発を行う計画である。

図表 - 3 モデル収益価格と公示地価の推移（指数）



注1. 1990年を100とした指数。公示地価は東京都千代田区有楽町の公示地点を採用。
 注2. 収益価格は、都心3区の標準的な大規模ビルの市場賃料と空室率を基にキャッシュフローを算定し、以下のキャップレートを用いて直接還元法で求めた。
 注3. $\text{キャップレート} = \text{基準金利}(10\text{年国債の過去5年移動平均値}) + \text{リスクプレミアム}(250\text{ベースポイントで一定とした}) - \text{資産価値の期待上昇率}(GDP\text{名目成長率の3年移動平均値を補正})$

商業不動産を土地建物一体として収益還元法で評価するといういわば国際標準的考え方は、不良債権のバルクセールや証券化を契機に、ようやく日本でも主流となりつつある。それだけに、公定価格では市場実態を表さないばかりか、市場の底打ち時期の判断を誤らせるなど、投資家をミスリードする可能性がある。

一方、商業不動産^(注3)の代表である賃貸オフィスビルや高級賃貸マンションのデータに比べ、市場データがさらに未整備なホテルや大規模商業施設、倉庫などは投資リスクの判断が難しく証券化が進みにくいという事態も生じている。

また、英米の先例を参考に開発されたオフィスビルの投資利回りインデックス^(注3)は、市場の実績データ入手が困難なため、公表されている募集賃料や公示地価を代用して利回りを推計せざるをえなかった。このため、投資指標としての信頼性に欠け、不動産ポートフォリオのパフォーマンス評価に用いるベンチマークにも適さない。

このような状況から、信頼性の高い市場データの本格的な整備が強く望まれるのである。

3. 本格的な市場データ整備に向けて

データ整備の目的

データ整備の目的は、不動産市場の不透明性を払拭し、投資家の合理的な投資判断に資する情報を提供することである。ここでいう投資家の中心は、相対取引に馴染んだ伝統的な実物投資家ではなく、資産の流動性と透明性を重視し、証券化商品に関心を示す新しい不動産投資家層である。

例えば、運用委託者に対して受託者責任を負う機関投資家やJ-REITの運用会社、不動産投資顧問会社などが該当し、専門家が十分活用できるデータの整備が望まれる。

整備するデータ

98年以降、商業不動産の売買が急増し、以前に比べて収集可能な情報は格段に多くなっているが、何よりも不動産市場の実勢を把握するための指標性の高いデータを整備する必要がある。

このとき、不動産全般についてデータ整備を行う必要はなく、証券化されるような投資適格不動産を対象とすべきである。これは、日本では事業会社が償却資産や信用力の源泉として不動産を保有するケースが多く、81年以前の物件では震災リスクも大きいなど、投資家のデューデリジェンスに耐えうる商業不動産はかなり限定されるとみられるためである。

整備の優先度が最も高いデータは、キャッシュフローの源泉である成約賃料と、リスクプレミアムが反映された投資利回り（現在価値算出のための割引率など）である。

このとき、可能な限り大量のデータを確保し、

統計分析手法を用いて物件規模や築年数、立地条件の違いを調整したデータに加工することが望ましい。これは、個別性の強い商業不動産のデータは、品質調整を行わないと指標としての一貫性が欠けるためである。

投資利回りの整備には、証券化や単純売却の際の情報に加え、市場に大きな影響力を持つ機関投資家などへの定期的なアンケート^(注10)も併用すべきである。投資利回りはこれまで整備されてこなかったデータであるだけに、十分な検証と市場へのフィードバックが不可欠である。

なお、過去の投資利回りを実証することは重要だが、不動産投資の基本的考え方が全く異なるバブル期以前については割切りが必要と思われる。

整備体制

市場データの整備は、個々の証券化やファンド運営に直接利害関係のない第三者が行うべきである。しかし、徴税の基礎となる公示地価のように、中央官庁が強権的に整備すべきものではない。

例えば、投資家や不動産事業者など多数の市

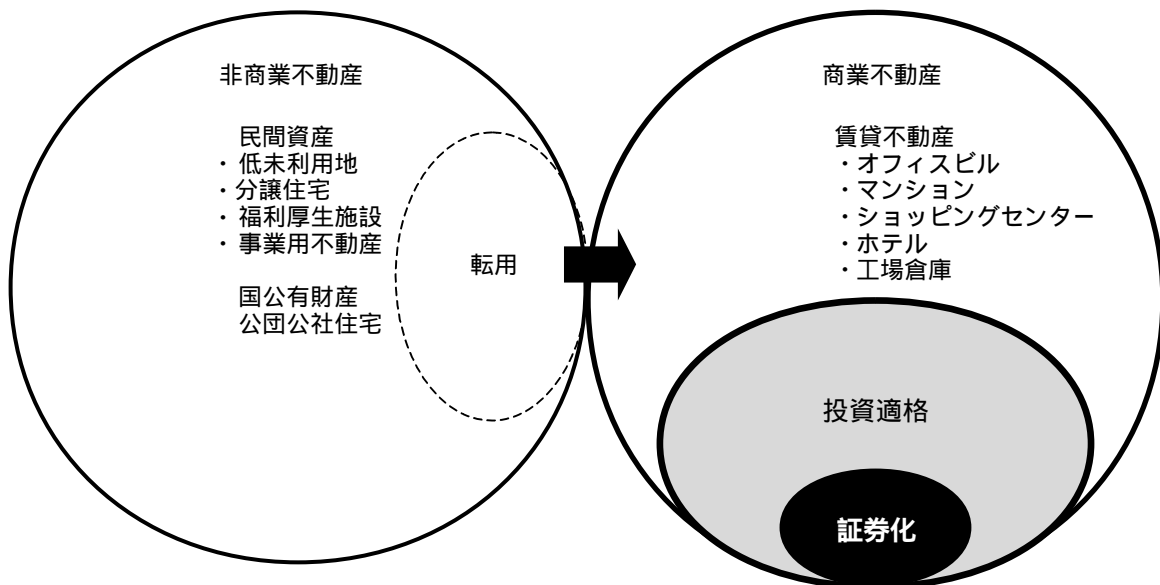
場関係者が共同出資した系列色のない会社が、厳格なデータ管理体制を条件に担当することが望ましい。

このような動きを主導するのは、生保など機関投資家と、J-REIT市場創設を積極的に進める不動産会社や証券会社で、自ら積極的に情報を開示していくことが期待される。なぜなら、運用に対する説明責任を負う機関投資家は、洗練された不動産投資の実現という証券化のメリットを最も享受できるからである。また、広く投資資金を募るJ-REITにとり、外部のアナリストや評価機関への情報開示は不可欠である上、市場データ整備による不動産市場の透明化や信頼性の高いインデックス整備が成長の条件といえるためである。

強権的なデータ収集を想定しない以上、他の市場参加者の積極的な協力は不可欠だが、不動産所有者や売買当事者の多くは個別情報の外部提供への抵抗が非常に強いことも事実である。

しかし、市場データ整備の目的は特定の不動産情報を公表することではなく、統計処理された投資指標の開発である。また、不動産証券化

図表 - 4 投資適格不動産と証券化対象不動産



市場では、従来のように情報の非開示が収益機会を生むのではなく、情報を開示しないことが市場の活性化を阻害して市場全体のリスクになりうることを訴え、広く協力を求めていくべきである。

日本は今、米国が30年以上かかって育てた不動産証券化市場を、わずか3年程度で立ち上げようとしている。証券化により金融資本市場から広く投資資金を呼び込む選択をした以上、市場参加者は主体的に情報インフラの整備に取り組むべきである。

(注1) ノンリコース・ローンとは、担保となっている不動産にしか求償権が及ばない貸付（非選及型貸付）で、将来債務不履行が発生した場合に回収不足があっても、債務者の他の資産からの回収はできない。このため、貸手は未回収残債権（貸付残高 - 担保物件価値）が生じるリスクを負うことになる。従来の日本の不動産担保貸付は、担保以外の資産にまで求償権が及びリコース・ローンが一般的で、ノンリコース・ローンはほとんど利用されていなかった。

(注2) Commercial Mortgage backed Securities、商業不動産を担保にしたノンリコース・ローンを基に発行される資産担保証券の一種。住宅ローン債権を基にしたものはMBSもしくはRMBS（Residential Mortgage backed Securities）という。

(注3) 2000年11月に解禁される会社型不動産投信は、取引所に上場されて流通市場が構築される可能性があるため、これまでの証券化で課題だった流動性リスクの回避と、株式同様に上場時や上場市場における資産価値増加というエクイティ投資の醍醐味が期待されている。このため、米国のREIT（不動産投資信託）に類似した商品としてJ（Japan）-REITといわれる。J-REITは、運用会社と投資一任契約を結び、業務を第三者に委託するが、米国のREITは、「株主が利益を享受できるよう、不動産投資のポートフォリオを管理する会社」と定義されており、本質は不動産投資専門の株式会社にならない。正確には、J-REITはREIT自身に経営権を認めた1986年の法改正以前のREITに近いといえる。

(注4) 米国の株式市場とREIT市場の比率は、REIT市場が急拡大した93年以降、株式市場の1.0%前後である。これを日本の株式市場に当てはめると、J-REITの潜在市場規模は2000年時点で4.4兆円となる。

(注5) 借入を行うことによって、自己資本に対応するリターンが上昇することを、レバレッジ（梃子）効果という。借入比率が大きいほど高いレバレッジ効果が期待できるが、賃料収入や不動産の転売価格が下落すれば、資金ショートや最終的なキャッシュフローがマイナスになるリスクも大きくなる。また、借入金利が実物投資の利回りを大幅に上回ると、レバレッジ効果が成立しない。不動産証券化では、借入や社債発行により、株式投資家や組合出資者はレバレッジ効果を期待する。

(注6) 2000年6月、日本公認会計士協会は、特別目的会社を使った不動産証券化の際、元本割れリスクの高い劣後

部分を発行企業自身が5%程度以上保有した場合、不動産を売却したと見なさない会計ルールの草案を発表した。早ければ8月1日にも実務指針を公表する予定である。

(注7) 不動産におけるデューデリジェンス（直訳すれば「当然行う努力」）とは、取引に先立って買主側が自らの負担で専門家に依頼し、不動産の価値に影響を及ぼす経済的、法的、物理的事実関係を多角的に精査することである。証券化で格付を行う際には、デュー・デリジェンスの報告書がリスク評価上の基礎資料となる。日本では、97年の外資系企業による不良債権投資から行われるようになった。買手の自己責任が確立している米国では、不動産投資だけでなく、不動産向けノンリコース・ローン、不良債権、企業の吸収・合併、プロジェクト・ファイナンスなどでも行われている。

(注8) Commercial Propertyを訳したもので、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料収入からキャッシュフローを得ることのできる営利・収益目的の不動産をいう。収益不動産、投資用不動産ということもある。

(注9) 内外の不動産インデックスに関しては、不動産シンジケート協議会「不動産共同投資ハンドブック2000」P.68～69に総合的にまとめられている。その他、中央三井アセットマネジメント「不動産の証券化、そのしくみと手法」中央公論新社P.251～252、不動産評価リノベーション研究会「不動産投資の情報開示スタンダード」清文社が参考になる。

(注10) 現在、財団法人日本不動産研究所が不動産投資家調査としてアンケートを実施している。