

【研究ノート 1】

第7回国際土地政策フォーラムについて

菊池 敬

1. はじめに

国際土地政策フォーラムは、国土庁の土地月間の公式行事として、平成6年から毎年実施されており、第1回「土地と金融・経済」、第2回「土地の所有から利用へー定期借地権と土地利用ー」、第3回「土地利用と環境」、第4回「外から見た日本の土地市場」、第5回「投資の観点から見た日本の土地市場のあり方」、第6回「大都市圏における土地の有効利用と条件整備」に続き、本年度は「21世紀の土地市場に求められる条件～不動産の証券化を中心に～」をテーマに、次のとおり開催されたものである。

(主催：国土庁、共催：財団法人 土地情報センター、財団法人 土地総合研究所)

(1) 開催日 平成12年10月31日(火)

(2) 場 所 ヤマハホール(東京銀座)

(3) 参加者

座 長：伊藤 元重 氏(東京大学大学院経済学研究科教授)

パネリスト：川口 有一郎 氏(明海大学不動産学部教授)

ユーグオ・リアン 氏(米 プルデンシャル・リアル・エステイト・
インベスターズ、投資調査部門マネージングディレクター)

ケリー・D・ヴァンデル 氏(米 ウィスコンシン・マディソン大学
不動産・都市経済学部教授)

チャールズ・フォローズ 氏(英 CB・ヒリアー・パーカー、
欧州・中東・アフリカ地域調査コンサルティング部門ディレクター)

ハルトムート・ディートリッヒ 氏(独 土地経営研究所所長)

以下、本フォーラム開催の趣旨、及びパネリストの報告概要を紹介する。

2. 開催の趣旨

21世紀を目前に、わが国経済社会は、金融をはじめとする経済の自由化やIT化の進

展、世界的スケールでの都市間競争の激化等構造的変革が急速に進展している。このような中であって、バブル経済の崩壊後、不良債権問題や投資マインドの著しい低下等を背景に、土地市場が充分にその機能を果たせない状況が続いている。

21世紀に向けて、わが国経済社会が構造変革を遂げ再活性化するためには、限られた貴重な資源である土地の有効活用により、都市環境の改善や都市機能の強化が図られることが不可欠である。そのためには、不動産証券化等の手法により土地の流動化を促進し、沈滞する土地市場が市場機能を回復することが重要である。

本フォーラムは、不動産の証券化を中心に、土地の流動化と有効活用を促進するために必要な諸施策のあり方について、アメリカ、イギリス、ドイツにおける土地市場の現況と変革に向けた取り組み状況等の紹介を受けつつ検討し、土地市場が市場機能を回復し、新たな世紀に向けてその役割を果たしていくために必要な条件を明らかにすることを目的とした。

3. パネリスト報告（概要）

（1）ユーゴオ・リァン 氏

まず第1に、米国の商業不動産市場について説明する。米国の商業不動産市場は推定5兆ドルで、国内総生産（GDP）の50%となっている。その内訳を見ると、大きい順にオフィス分野、小売部門、倉庫、アパート、ホテルの5つの不動産セクターに分けることができる。この不動産市場については、公募、私募に分けられ、それぞれにエクイティーとデッドがある。REITは公募型のエクイティー、CMBSは公募型のデッドにあたる。

第2に、REITの発展について見ていくと、ポイントの1つとしてREITは法人レベルで課税されないことがある。さらに3つの要件がある。第1に保有に関する制約、第2にその事業活動に関する制約、第3にインカムの分配、配当に関してルールがある。

米国では1961年、初のREITが設定され、次第に成長してきたが、70年代に破綻が増えてきたので、76年に信託形態以外に株式会社の形態が許可されるようになった。92年、初めてREITが上場され、それ以降REIT業界の時価総額が爆発的に伸び、現在1,400億ドルの規模となっている。99年にREIT近代化法という重要な法律が採択され、来年発効する。この法律の規制緩和によりREITは課税対象となる子会社を設立することができるようになる。

第3に、REITの投資動向を見ていくと、まず現在REITは分類としてはバリュー株で小型株という分類に入るだろう。またREITの価値は、市場では保有している資産の価値に対してプレミアムがついているものもあるし、割り引かれているものもあるが、平均すると現在は保有している資産価値に対してマイナス9%の価値付けとなっている。

普通の株式の評価とREITの評価は違っており、相関関係を見ると、市場が良くない

ときはREITが非常に良いということもあるし、逆もあり得るので、相関関係は必ずしも一致していない。

第4に、成熟したREIT市場の長期的な影響ということで見ると、REITの成熟によってマーケットはすべての投資家にビジネスチャンスを与えるものとなったことである。投資家が大規模であろうと小規模であろうと、不動産市場に投資する機会が現在は提供されていると言ってよい。またREIT市場が米国では成熟しているということで、機関投資家が参加する機会も多くなっている。また、重要な点はREITがあるおかげで市場の透明性が上がることである。市場を効率よく動かすためには、透明性がカギとなる。透明性が高ければ、投資家もより多くの情報を持つことができるので、資本の流れがより安定し、市場の循環やぶれが小さくなる。

(2) ケリー・D・ヴァンデル 氏

米国の商業用不動産ローン担保証券(CMBS)の規模は2,600億ドルに達している。一方、住宅分野の不動産ローン担保証券(MBS)は2兆7,000億ドルになっており、CMBSの約10倍である。

住宅分野のMBSが急速に発展してきた理由は、第1に商品性、あるいは引き受けの基準が均質だったからである。政府が何年も関与してきたので、標準化できており、引き受けに関するルールがかなり固まっていた。

第2に、パフォーマンス、例えばデフォルト、あるいは期限前償還のリスクのデータを政府系機関が蓄積していることがある。これは大変重要な役割を果たしており、厳密なプライシング・モデルを立てることが可能となった。

第3に、モーゲージに関する保険と保証が、政府関連、あるいは民間部門において発展していることである。保証、保険のシステムがあったので、デフォルトリスクの排除、軽減が可能であった。それによって、投資家は期限前償還のリスクにだけ集中することができた。この他、商品に対するニーズや法的な枠組み、十分な収益性なども住宅分野のMBSの発展の理由としてあげられる。

一方でCMBSの発展は時間がかかった。その理由として、第1にモーゲージの種類が非常に多様であったこと、第2にデフォルトに関する情報が十分に蓄積されていなかったこと、第3にモーゲージの保険や保証がなかったこと、第4に政府の関与が少なかったこと、などがある。その他、商品に対するニーズや十分な収益性がなかったこともあげられる。

日本の問題についてコメントすると、まず、政府系機関の関与がないという問題がある。米国の場合は政府が住宅で特に活発に関わってきたことが、マーケットの普及に役に立ってきた。また、整理回収機構は米国の整理信託公社が持っていた証券化の権限をもっていないため、不良債権の解消が遅れると思っている。

その他にノンリコースローンが日本ではまだ一般的に普及していないという問題がある。また、デフォルト・リスクに対する情報不足、取引コストが高い、劣後部分に対する購入者が少ない、信用補完の手段が足りないといった問題もある。

さらに、日本の場合、証券化されたものとプライベート・マーケットの間の効率性の追求、またリスクの配分、インセンティブの提供が重要となってくるであろう。そして、日本は市場の証券化のシグナルをきっちりととらえて欲しい。

(3) チャールズ・フォローズ 氏

英国にはREITやそれに類似したものはない。にもかかわらず1990年代、不動産不況から立ち直ることができた。確かに証券化があれば一助になるが、不動産市場の回復に必ず必要なものではない。

英国市場では商業部門での不動産は3,000億ポンドあって、そのうちの50%が投資適格である。この大部分は個人のオーナー、または会社が所有しており、投資市場は1,000億ポンドになる。それ以外にも住宅市場があって、ほとんどはポートフォリオに含まれていない。

主な投資家は国内の保険会社と年金基金である。海外からの投資家も多く、ドイツ、スカンジナビアからも投資家が入ってきている。また米国からは約300億ポンドの投資が入ってきている。

英国が証券化なくして不動産市場が回復した理由としては、第1にもともと不動産の流動性が高いこと、第2に賃貸借期間が長いこと、第3に不動産の時価評価基準が明確であること、そして第4にパフォーマンスの測定という文化があること、などがあげられる。

特にパフォーマンスについては、IPDという会社がある。全ての英国の投資家、だいたい市場の95%は、年に1回、そのポートフォリオの詳細をIPDに提供している。マーケットのバリュエーション、所得の細かな情報、物件に対しての資本投資、また売却などに関しても全ての情報をIPDに提出しなければならない。

IPDはこれを受けて、不動産投資インデックスを作成している。このインデックスにより、競合相手と比べてより値上がりしたのか値下がったのか、よかったのか悪かったのか、パフォーマンスがどれだけ違うのかを知ることができる。

証券化については確かに流動性が上がり、また特定の物件に対するリスクを下げ、取引コストを下げる効果をもたらすであろう。しかし証券化を成功させるためには、第1にテナントの強い需要、第2に供給をコントロールし、理にかなった貸出政策を立てること、第3に市場の評価を適切に行い、定期的に値洗いをし、透明性を確保すること、最後にインデックス等によりパフォーマンスを測定することが必要である。

(4) ハルトムート・ディートリッヒ 氏

ドイツでは土地価格の暴落の経験はない。他のヨーロッパ諸国と比較して利回りは低く、平均して5%程度である。しかし不動産市場はこの程度のリターンでは満足しておらず、海外で高いリターンを得ようとする動きが見られる。

ドイツの証券化は古い歴史を持ち、200年以上も前に不動産銀行、抵当銀行がつくられていて、抵当証券を発行することによって、当初は不動産や農場に融資をしていた。

現在の抵当銀行は特殊銀行として非常に重要な役割を果たし、主に住宅分野で融資をしている。90年代初めは融資額は約200億マルクだったが、90年代半ばには500億マルクに増え、最近はもっと伸びている。

抵当証券は安全性が非常に高く、利回りも高いうえ、市場で代替可能であるから、投資機関にとっても個人投資家にとっても魅力的な投資である。ドイツでは抵当銀行がなければ、住宅建設融資は不可能といってもいい。

第二次世界大戦後、経済復興期に生まれたのがクローズドエンドファンドである。これはいろいろなところにある資本力をまとめて、1つ1つではできない大きな不動産プロジェクトを実現しようというものである。

現在、約3,000のクローズドエンドファンドがあると見られており、資産総額は約760億ユーロである。クローズドエンドファンドについては本来の意味での証券化というわけではなく、共有の特殊な形態と考えていいと思う。

これと違うのがオープンエンドファンドで、この制度も確立されて、すでに一般市場での取引もなされている。この投資は非常に魅力的で、多くのファンドがプラスの業績を出しており、額面価格の単位も小さくなっているため、お金のない人も投資することができる。

オープンエンドファンドは15あって、総額は47兆7,580億ユーロに達している。こうしたファンドは有名な銀行に併設されているので、信用度は非常に高い。

それにもかかわらず、オープンエンドファンドは近年、20億ユーロ分ぐらい価値を低下させている。ドイツにおいても株式の魅力が近年、急速に見直されて人気が高まってきたからである。

オープンエンドファンドは、ベルリンを始めとした都市部における再開発に非常に重要な役割を果たしている。クローズドエンドファンドも重要な役割を果たしているが、このような不動産ファンド全体は、少額のお金でも投資ができるという利点、そして法律によって小口の投資家はきちんとその利益が守られるような制度がドイツにはできている。

(5) 川口 有一郎 氏

11月に不動産投資ファンドが解禁され、少なくとも5,000億円から2兆円ぐらいの規模になって、潜在的なポテンシャルは14兆円ぐらいあると見ている。米国型のRM

BS、あるいはCMBSといったタイプのものも出てきているが、これらは計画中を含めると2兆円ぐらいの規模になっている。

日本人は不動産市場の見方を変えていく必要があると思う。それは、第1に不動産市場を真に理解するために、不動産のサイクルであるとか、投資家の期待収益率がどのように価格を支配するかといった、空間のマーケットである不動産市場とお金のマーケットである資本市場の相互作用を深く理解する必要があるということである。

第2に資本市場は、政府のかじ取りで従来の銀行支配型システムから機能的市場システムに変わりつつあるということである。そこでの基本的な考え方は、資本を効率的に利用する、あるいは金融をつくるのは金融商品であるということが決定的に重要であるということである。機能的金融市場での重要な機能というのは、リスクを分散したり、移転したり、あるいはリスクをヘッジしたり、保険という手段でヘッジすることである。従来の金融システムとの大きな違いは、昔の銀行では融資の担当者が目利きで不動産のリスクを評価していたが、機能的金融市場では確率論を駆使して情報を整理し、解釈し、リスクを評価することになる。

第3に機能的金融市場となった資本市場を十分機能させるためには、不動産市場から不動産のリスクとリターンに関する必要かつ十分な情報が開示されなければならないということである。例えば、不動産証券化商品には格付けがついているが、格付け情報を正しく利用するには格付け機関がどんなデータを使って、どんなモデルを使ってリスクを計算したかを知ることが非常に重要なことだと思う。

政府としては流動性を向上させるため流通税をゼロに近づける努力をして欲しい。しかし、それ以上に情報開示が重要である。すなわち、データと確率論に基づくリスクの計量化をもっと行う必要がある。準公的でも民間の機関でもよいが、そこにデータをプールして、不動産投資インデックスの整備などを通じてデータを共有化していくことが最も大きなキーであろう。

4. 討議まとめ

座長 伊藤 元重 氏

21世紀に日本の土地という我々にとって最も重要な経済資源の1つを有効に使うための手法を考えたとき、所有と使用を切り離すということが非常に重要になる。企業にとっても経営を不動産価格の変動によって危機に陥れないためにバランスシートをニュートラルに持つということが1つの考え方だろうと思う。

そういう借り受けを支援するためにも、不動産は流動化させることが必要で、そのための手法として不動産証券化が必要となる。

また、より重要なことは、不動産の証券化が、日本の金融市場の構造変化に対応できる

ということである。現在、日本国民は金融資産の6割を預貯金で持っているが、よりマーケットに近い株とか債券とか、あるいは不動産証券に資金がいくことが、金融の観点からも望ましいわけで、そういうものをサポートするためにも不動産の証券化の仕組みが必要だろうと思う。

不動産はもともと非常に特殊で、土地の形や立地、建物の歴史的な背景も違うし、使い方も違う。1つ1つ全部違ったものを、どのように有効利用しようかというので、いわゆる伝統的な不動産に関するいろんなビジネスがあった。

ところが証券化は逆の世界である。標準化して、場合によってはグローバルなところまで使わないといけない証券市場を結びつけようというのが不動産の証券化である。

政府の役割は大きい。政府にとって大事なことは2つある。1つはルールメイクで、マーケットをやるための情報の公開とか、データベースの蓄積とか、証券化に適した税制の整備ということである。もう1つはマーケットメイクということである。日本最大の不動産・予算を持つ政府が、ルールメイクのみでなく、起爆剤としてマーケットメイクに大きな機能を果たすことを期待したい。

金融の世界でも21世紀に向かって、ある種のマーケット化がもっと進んでいくのではないか。「情報化」「標準化」「グローバルイゼーション」が進み、ある企業は単にリスクの特別な部分だけを、デリバティブをとるとか、あるところは評価だけをやるとか、あるところはファンドの監視だけをやるとか、そういう形で機能が分化している。同じことが不動産の世界でも起こるかどうか、これから様子を見ないといけない問題である。

不動産というのは特殊性をもっているし、それぞれ固有の文化に根ざしているが、どのように変化していくのか興味がある。

[きくち けい]

[土地総合研究所 研究員]