

平成年間の不動産証券化市場の歩みと今後の展望 (2)



田邊 信之

公立大学法人宮城大学
事業構想学群教授、
キャリア・インターンシップセンター長
(不動産証券化協会フェロー)

第1回目に「1.平成年間の不動産市場の概観」として、不動産市場で起きた変化を大きく捉えた上で、「2.平成バブルの生成(1985年～90年)」として、この時期における不動産市場の動きや当時の日本における不動産証券化に対する取組みなどを整理した。今回は、「3.平成バブルの崩壊(91年～95年)」から「4.流動化型証券化の普及(95～99年)」までの時期を振り返ることとする。

3. 平成バブルの崩壊 (91年～95年)

(1) 経済金融環境

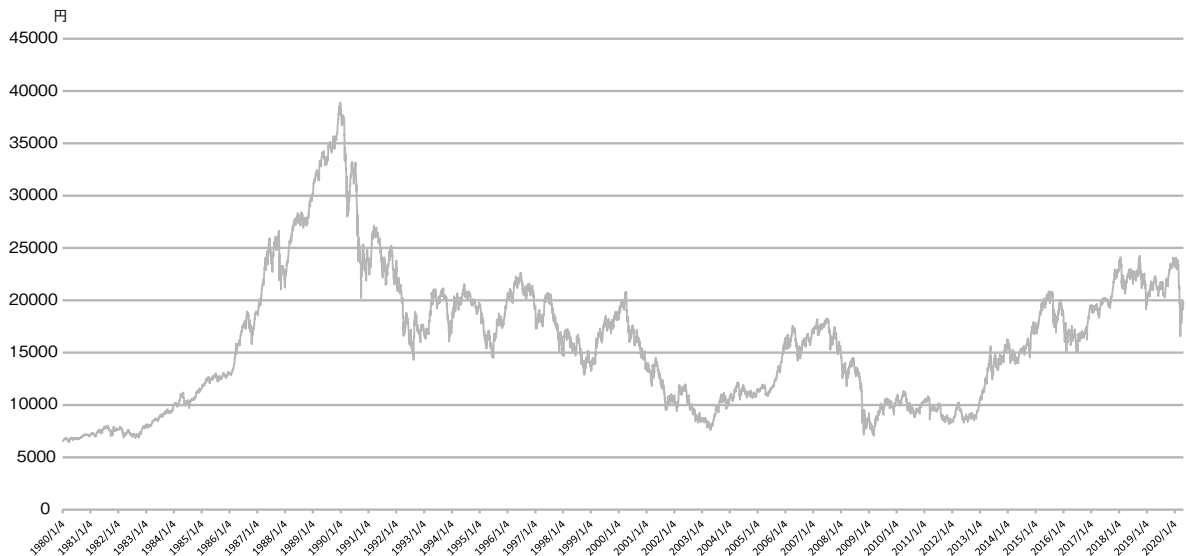
バブルの膨張を抑止するため、日銀は金融引締めへ転じ、89年5月に9年2か月ぶりに公定歩合を0.75%引上げ3.25%とした。その後も日銀は矢継ぎ早に4回にわたる引き上げを実施し、90年8月には公定歩合は6.0%まで上昇することとなった。大蔵省も89年12月に株式等への投資で損失を抱えた顧客に証券会社が「損失補填」することを禁じ(証券局長通達)、さらに90年3月には、銀行の不動産業向けの貸出の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑制する「総量規制」と建設・不動産・ノンバンクへの貸出実態を報告させる「三業種規制」を実施した(銀行局長通達)。事業者にとっては、金利引き上げ負担も大きかったが、資金調達のアベイラビリティを絞る「総量規制」は、より直接的に財務に影響を及ぼすこととなった。銀行の不動産業向け貸出残高は、バ

ブル前(85年)には約20兆円だったが、わずか4年間で89年には約36兆円と2倍弱にまで急速に膨れ上がっていた。ノンバンク経由の資金も、不動産に向かっていた。

また、当時、バブル退治を支持する世論が強かったこともあり、89年12月に土地についての基本理念や所有者等の責務を明らかにする「土地基本法」が施行された。そこには、適正な土地利用の確保や正常な需給関係、適正な地価の形成を図るための土地対策を総合的に推進することが謳われており、投機的取引を抑制する趣旨が含まれていたことは言うまでもない。

こうした金融を中心とする引締めによって、バブルは急速に崩壊に向かった。日経平均株価は、89年12月29日に史上最高値3万8,915円87銭(終値)を記録した後に、90年4月には2万8,000円台へと3割近く急落し、2003年4月28日には7,607円にまで落ち込んだ(図表1)。六大都市の不動産価格も、90年前後のピーク時と比べて6～7割程度下落した。

図表1：日経平均株価の推移



資料：日経平均プロフィール(日本経済新聞社)を基に作成

株価や不動産価格の下落は、バブル崩壊によって収益力が低下していた企業のバランスシートを傷つけ、日本企業の財務体力は大きく削られることとなった。銀行も多額の不良債権処理に苦慮しており、91年頃から発覚した架空預金証書事件や出資法違反、取引先の乱脈経営への関与などは、銀行への信頼をさらに毀損することにつながった。

その後も資産価格が大幅な下落を続ける中、景気も91年2月をピークに後退に向かったため、日銀は7月に公定歩合を0.5%引き下げたのを皮切りに、95年9月までの間に9回連続の引下げを実施し公定歩合を0.5%とした。大蔵省も91年12月に不動産業向けの融資の「総量規制」を解除した。だが、バブル崩壊の勢いを止めることはできず、日本の実質GDP成長率は、90年に5.6%を記録した後、91年に2.4%、92年に0.5%と低下し、93年には▲0.9%とマイナス成長に落ち込んだ。政府は92年7月に提出された政府年次経済報告(経済白書)で、バブル崩壊を認めることとなった。

この間、政治面でも大きな変革が生じた。93年8月に新党ブームで、非自民・非共産連立政権の細川護熙内閣が発足し、自民党支配による、いわゆる「55年体制」に綻びが生じた。細川首相の辞任後、

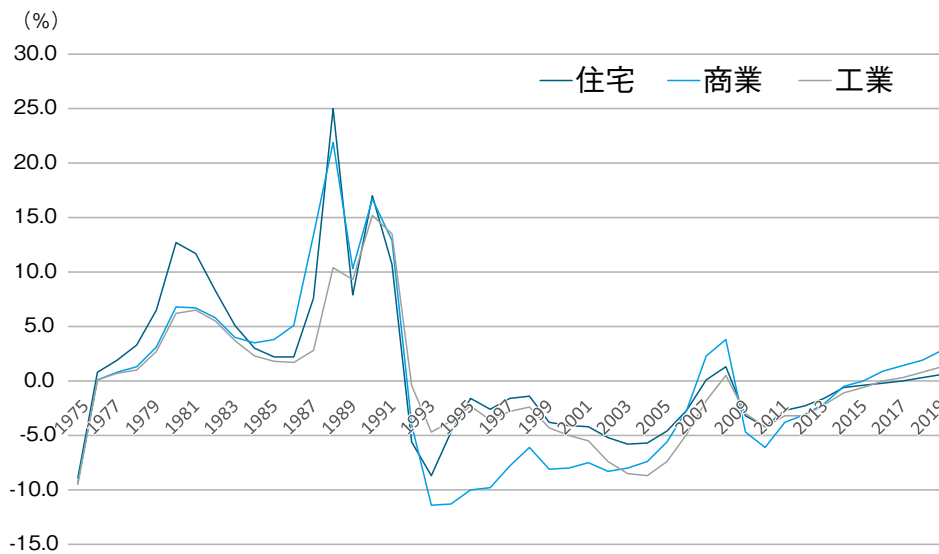
94年4月に発足した羽田孜内閣も短命に終わり、6月に社会党委員長長の村山富市を首相とする内閣が発足した。また、95年1月には「阪神・淡路大震災」が関西地方を直撃して多大な被害をもたらし、3月にはオウム真理教による「地下鉄サリン事件」が勃発するなど、社会不安も増大した。

こうした政治・社会・経済にわたる混乱の中でも、政府による度重なる財政政策(92年8月～95年9月：経済対策66.6兆円、内真水20.6兆円、減税6.1兆円)の効果などもあり、景気は93年10月から97年5月にかけて一時的に回復に向かった。だが、95年4月19日には円相場が史上最高値となる1ドル=79.75円を記録して輸出産業が大きな打撃を受けるなど、その回復には力強さが欠けていた。

(2) グローバル化の進展と新自由主義

この間に世界では、89年6月4日に北京で「天安門事件」、11月9日に「ベルリンの壁崩壊」、12月2日～3日に米ソのマルタ会談による「東西冷戦の終結宣言」、91年12月に「ソビエト崩壊」が起き、世界の構図が大きく変わろうとしていた。92年には中国でも、「改革・解放政策」が再起動することとなった。社会主義に対する資本主義の優位性が主張さ

図表 2：公示地価の推移（対前年比、用途別）



資料：国土交通省「地価公示」より作成

れる一方で、民族的対立や宗教上の対立が顕在化するようになってきたのである。また、93年11月にAPEC(アジア太平洋経済協力会議)による初の首脳・閣僚会議の開催、93年1月にEC(欧州連合)の発足(99年1月ユーロ導入)、94年1月にNAFTA(北米自由貿易協定)の成立といった新たな世界秩序を模索する動きが出始めていた。

金融経済面でも、資本移動の自由化、米国ドルの流通拡大、規制緩和などを背景に、「新自由主義」のイデオロギーに基づく、資本のグローバル化が急速に進展し、投資資金が世界を駆け巡るようになった。そのプラス面も多いが、副作用として、投資資金が特定の地域やモノに集中することになり、一定間隔でバブルの生成と崩壊を繰り返す傾向を示すようになった。こうした傾向は、今後の不動産投資市場の持続的な成長のためにも踏まえておくべきことであろう。

(3) 不動産市場の動向

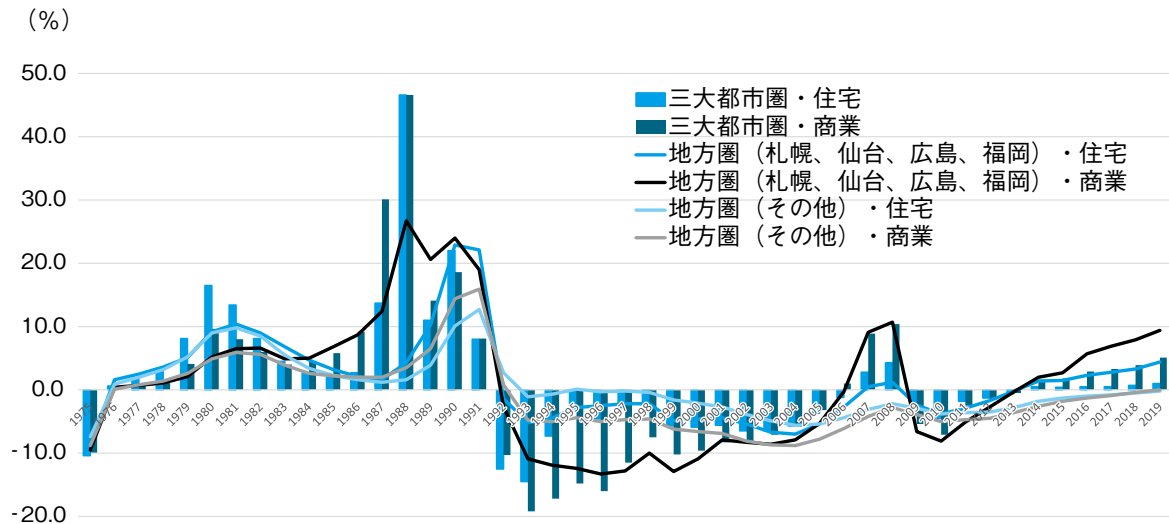
80年代後半から蓄積されたバブルは、91年頃から急速に崩壊し、地価(全国平均)は10年以上にわたって下落することとなった(図表2)。東京圏の住宅地の平均価格はピーク時(91年)に比べて半分以

下に、商業地は4分の1以下にまで落ち込んだ。大阪圏でも名古屋圏でも程度の差こそあれ、地価は大きく下落した。企業の収益が本格的に回復しない中で、賃貸オフィスビルや商業施設などに対するテナント需要も低迷した。

ちなみに平成年間を通した地価の動きを見ると、収益価格を基準とする評価手法が普及したこともあり、景気循環などに合わせて、商業地価格が住宅地よりも大きく変動する傾向が見られるようになった。また、平成年間前半は、バブルが蓄積された三大都市圏や地方中核都市において、地方圏よりも顕著な形で地価が下落したが、後半は、三大都市圏と地方圏、地方圏の中での中核都市とそれ以外の都市で、地価の回復のレベルに違いが生じたこととなった(図表3)。この間に、地域や個別物件の特性による「二極化」、「多極化」が進展したのである。地方における人口減少・高齢化や経済的停滞などに加え、収益価格を基準とする評価手法が普及したことも背景になっていると考えられる。

この間、不動産会社なども含めた企業の相当数が、バブル期に投資した不動産の含み損処理に追われた。一方で、企業会計の指針となる企業会計基準の見直しが進み、これまで隠れていた企業の

図表3：公示地価の推移（対前年比、地域別）



資料：国土交通省「地価公示」より作成

持つ不動産の含み損が、会計処理の過程で表面に出てくるようになった。バブル期の地価高騰を抑制するために、土地の資産価値に応じた負担を求める地価税が92年1月から導入されたことも、土地の資産としての有利性を縮減する方向に作用した^{注1}。

バブル崩壊までの日本経済の成長を支えていたものの一つが、「土地神話」だった。「地価はずっと上昇し続けるので、優良な土地は早く買っておくべきだ。手に入れたら、よほどのことがなければ手放すべきではない」という考え方である。事実、戦後の日本では90年代のバブル崩壊までは、地価は継続的に上昇し、年間上昇率が二桁を超えるときもあった。戦後、地価が下落したのは、田中角栄内閣による「日本列島改造論」の反動があった75年だけだった。優良な土地を保有しているだけで、毎年、確実に不動産のキャピタルゲイン（値上がり益）を得ることができた。企業や個人にとっては、不動産はキャピタルゲインを生み出す重要な資産であり、同時に金融機関から資金を借り入れる際の担保の中核でもあった。

だが、バブル崩壊によって、「土地神話」も終焉に向かった。早くまとまった土地を手に入れ、タイミングよく売却してキャピタルゲインを得たり、値上がりした不動産を担保に金融機関からお金を借り、その資金をさらに不動産購入に振り向けるビジネスモデルも成り立たなくなった。個人も実質所得が減少する中で消費を抑制し、住宅取得にも慎重な姿勢を示すようになった。土地神話を支えたもの—高度経済成長の持続、人口の増加と大都市圏への集中、政府による開発規制、地価上昇への期待、税制など—の多くが、バブル崩壊後に消えてしまうこととなったのである。

日本経済がバブル崩壊の後遺症から脱却するには、不良債権で混迷する金融システムの立て直しとともに、不動産市場の機能回復が不可欠となった。だが、バブル崩壊後2000年代初頭まで、大都市でも地価は下落を続けた。企業は保有不動産を売りにくくても売れず、強引に売ろうとすれば、外資系企業などに買い叩かれる状況にあった。不動産市場が

注1

1998年以後の地価税については、臨時的措置として、当分の間、課税されないこととされた。

再生するには、不動産が適正な価格で取引される市場として蘇ることに加え、バブル崩壊によってリスク許容力が低下した銀行に過度に依存しない不動産投資の資金調達仕組みを構築することが求められていた。そうした機能の一役を担うことになったのが、不動産証券化市場であった。

(4) 不動産小口化商品に対する規制

バブル期に、個人が主に投資したのは「不動産小口化商品」だった。だが、バブル崩壊に伴い、不動産価格が暴落すると、小口化商品の投資家は多大な損失を抱えることとなった。そればかりでなく、小口化商品を組成した事業者が経営破綻し、その商品の運用主体がいなくなる事態が起き、それが社会問題化するケースが生じた。当時の不動産小口化商品の原資産となる実物不動産の所有者は、不動産証券化のようなSPC(特別目的会社)ではなく、その商品を組成した事業者であったため、不動産小口化商品の命運は、事業者の信用力と密接に結びついていたのである。

不動産投資の成否は自己責任であるものの、商品を組成した事業者が経営破綻してしまい、投資家が投資資金を回収できなくなることは、商品の仕組みそのものに改善余地があると言わざるをえない。そこで、95年に不動産小口化商品を組成する事業者を規制する「不動産特定共同事業法」が施行され、事業者となるには、国土交通大臣又は都道府県知事の許可を取得することが必要となり、そこでは一定の人的・財産的基盤が求められるようになった。不動産の小口化商品では、不動産そのものに加えて、商品組成者である事業者の「信用力」がその担保として位置づけられたことになる。

不動産特定共同事業法そのものは、不動産小口

化商品を管理するための法律であるが、多くの投資家から資金を集めて不動産に投資する仕組みを整備するものであり、その法整備が進んだことは、本格的な不動産証券化の普及に向けた第一歩を踏み出したと行うことができよう。

4. 流動化型証券化の普及 (95年～99年)

(1) 経済金融環境

90年代半ばになると、金融機関の不良債権問題が顕在化し、そのリスク許容力、与信余力は著しく低下した。政府は95年12月に不良債権を抱え経営破綻の危機にあった住専(住宅専門貸付会社、民間銀行や農林系統金融機関などが母体会社)に対して公的資金6,850億円の投入を発表し、96年6月にはシステミックリスク等を回避するために、金融三法(経営健全性確保法、更生特例法、預金保険法改正法)を成立させた^{注2}。これにより、国が銀行に対して業務改善命令などの「早期是正措置」を命ずることができることになり(実施は1998年度)、銀行にとって経営の健全性確保が最重要課題のひとつとなった。

また、BIS規制(国際決済銀行による銀行の自己資本比率規制)への抵触を回避する必要もあり、銀行はバランスシートに問題を抱える不動産・建設・ノンバンクの3業種向けを中心に、ますます貸出を抑制し、いわゆる「貸し渋り」も目立つようになってきた^{注3}。不良債権処理に伴う損失の発生や自己資本に算入できる株式含み益の減少により、BIS規制上の銀行の自己資本が毀損したため、銀行は自己資本比率(自己資本÷リスク資産)を維持するために、分母であるリスク資産(投融資など)を減らすために、取引先から貸出を引き上げる行動を余儀なく

注2

96年の国会は住専国会と呼ばれ、政府の公的資金投入の発表後、母体行責任論、貸し手責任論などの議論が戦わされたが、最終的には、母体行・一般行・農林系統金融機関がそれぞれ債権放棄し、農林系統機関の負担能力を超える6850億円については、公的資金を投入し、残る住専7社を消滅させることに決まった。

注3

BIS規制の経過措置は93年3月末に終了。

された面がある。

この間、前述したように、日銀は金融緩和をいっそう強化し、公定歩合を2.5% (93年2月) から、1.75% (93年9月)、1.0% (95年4月)、0.5% (95年9月) へと順次引き下げていった。同時に財政政策も講じられたことから、実質GDP (国内総生産) 成長率は95年に2.7%、96年には3.1%と上向いた。だが、96年1月に登場した橋本龍太郎首相が財政構造改革 (消費税率引き上げ (3%→5%など)) や金融システム改革^{注4} などに取り組んだことや、97年7月にアジア通貨危機^{注5} が起きたこと、同年11月に三洋証券・北海道拓殖銀行の経営破綻や山一証券の自主廃業、阪和銀行の業務停止命令などによる金融システム危機が生じたことなどから、日本経済は危機的状況に陥ることとなった。さらに98年4月に日産生命保険、11月に三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行が経営破綻した。また、10月に日本長期信用銀行が、12月には日本債券信用銀行が経営破綻し、一時国有化された。日本の金融システムに対する不安が高まり、98年春頃から海外勢による「日本売り」が進んで株安、円安が進行し、ジャパン・プレミアム (日本の銀行向けの貸出などにおける上乘せ金利) も急上昇した。

98年12月には大蔵省理財局が資金運用部での国債買入を99年から中止することを決定したため、長期金利が急上昇する「資金運用部ショック」が生じ、その後の更なる株安、ドル安へとつながった。長野冬季オリンピックが開催 (2月) された年であったが、98年の実質GDP成長率はマイナス0.9%にま

で落ち込んだ。

日銀は99年2月に実質的な「ゼロ金利政策」^{注6} を採用するとともに、4月にはデフレ懸念が払拭するまでゼロ金利の継続を宣言する「時間軸政策」を公表した。だが、99年になっても、金融システム不安は止まらず、保険会社や第二地方銀行、信用組合で経営破綻が相次いだ。政府は98年3月に金融安定化2法 (改正預金保険法、金融安定化緊急措置法、同年2月成立) により、大手21行に1.8兆円の公的資金を資本注入。更に99年3月には、「金融早期健全化」 (98年10月成立・施行)^{注7} に基づき、公的資金7兆4,592億円を主要大手15行に資本注入した^{注8}。

この間、銀行の総貸出残高は95年をピークに徐々に減少し、2000年頃から減少が加速したが、不動産業向け貸出残高は、資金繰り支援を含めた追い貸しなどから98年までは増加していた (図表4)。

(2) 不動産市場の動向

不動産市場における地価などの動きについては、2(3)で触れたので、ここではバブル生成・崩壊過程において、日本の土地等においてどれだけのキャピタルゲイン・ロスが生じたかを見ていくことにする。図表5から、80年代後半から90年にかけて、毎年のように名目GDPの半分以上に相当するくらいの地価高騰があり、そこで蓄積されたキャピタルゲインが、その後にキャピタル・ロスとなって失われていったことがわかる。リーマンショックによる世界金融危機の直前の2007-2008年にミニバブルが生じたという見解もあるが、局所的な話は別にして

注4

97年4月に消費税率を3%から5%に引き上げ、97年11月に財政構造改革法を成立させた。だが、1998年12月に小渕恵三内閣の下で財政構造改革法停止法が成立し、財政構造改革路線は中止された。

注5

通貨危機は、タイ通貨バートの変動相場制導入をきっかけに、タイから台湾、香港、韓国へと広がり、通貨と株価の暴落をもたらした。

注6

短期金利の指標である「無担保コール翌日物金利」(コールレート) の誘導目標を0.25%から0.15%に引き下げるとともに、徐々にいっそうの低下を促すことを決定。日銀の速水優総裁が、「ゼロでもよい」と発言したことから、実質的なゼロ金利政策が開始されたとされている。

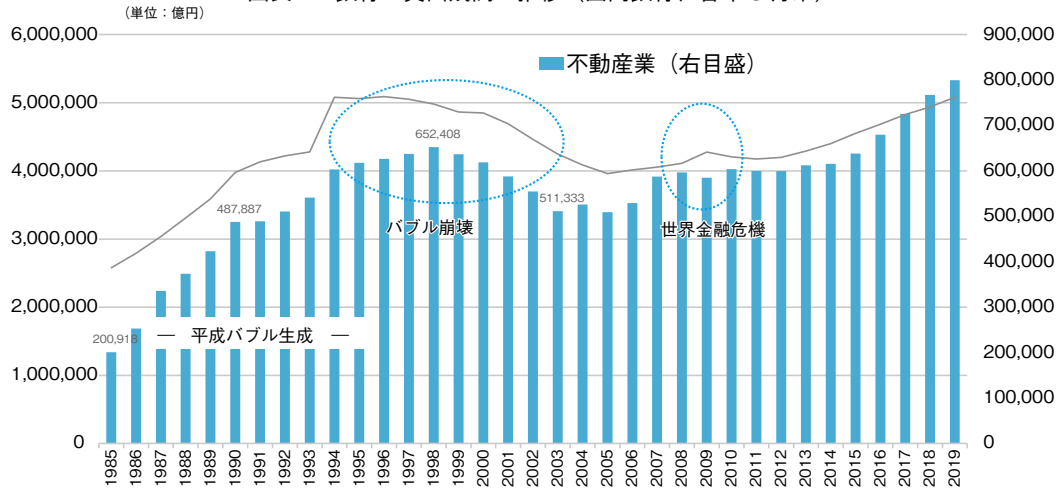
注7

金融再生法が金融機関の破綻 (はたん) 後の処理策を定めているのに対し、金融早期健全化法は破綻前の処理ルールを規定。

注8

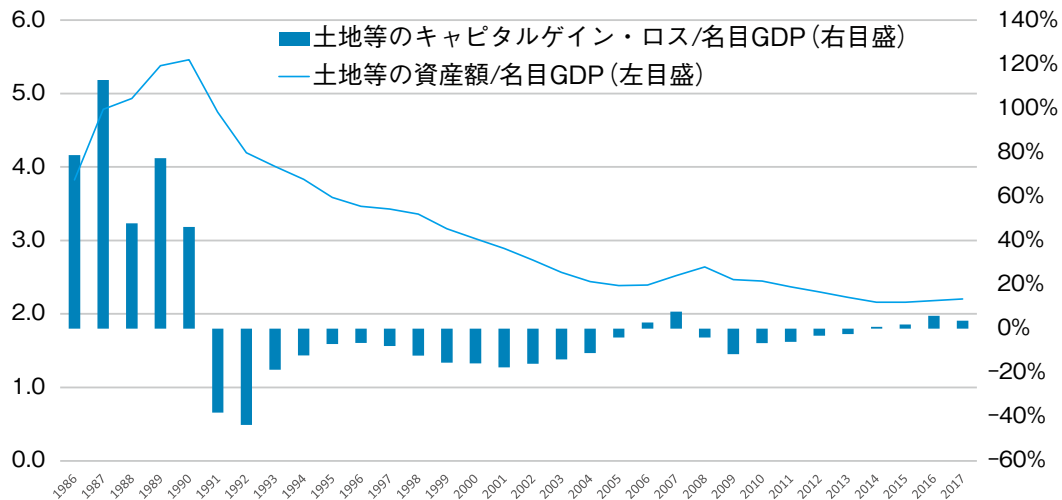
自助努力による調達を含めて10兆円以上の資本増強が行われた。

図表 4：銀行の貸出残高の推移（国内銀行、各年 3 月末）



資料：日本銀行資料に基づき作成

図表 5：日本の土地等の資産額とキャピタルゲイン・ロスの推移



資料：総務省「国民経済計算」より作成

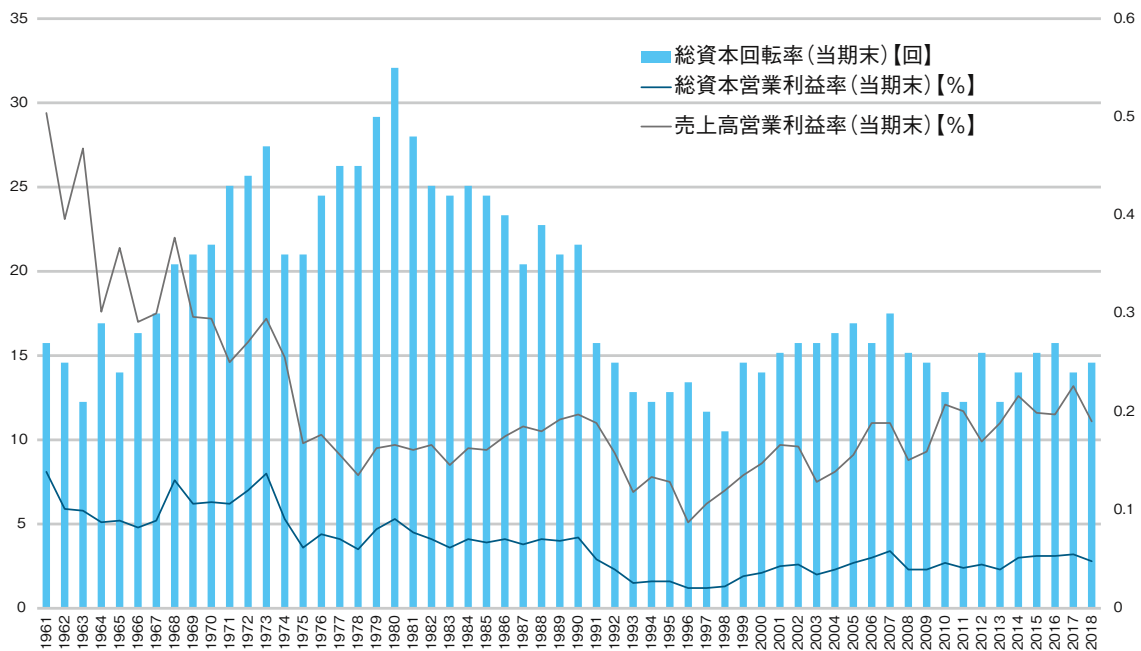
も、平成バブルの規模とは比較にならないことは明らかである。

土地等の資産残高で見ても、バブルのピークとなった90年には、名目GDPの5.5倍にまで膨れ上がっており、その後は2.2倍前後に収斂している。こうした数値は、地価上昇の「程度」と「幅」(期間)において、平成バブルの規模が極めて大きく、不動産バブルの崩壊が日本経済にいかに関与したかを端的に物語っている。

事実、不動産業の経営にも大きな影響を及ぼしたことが、財務指標からも読み取れる。不動産業の総

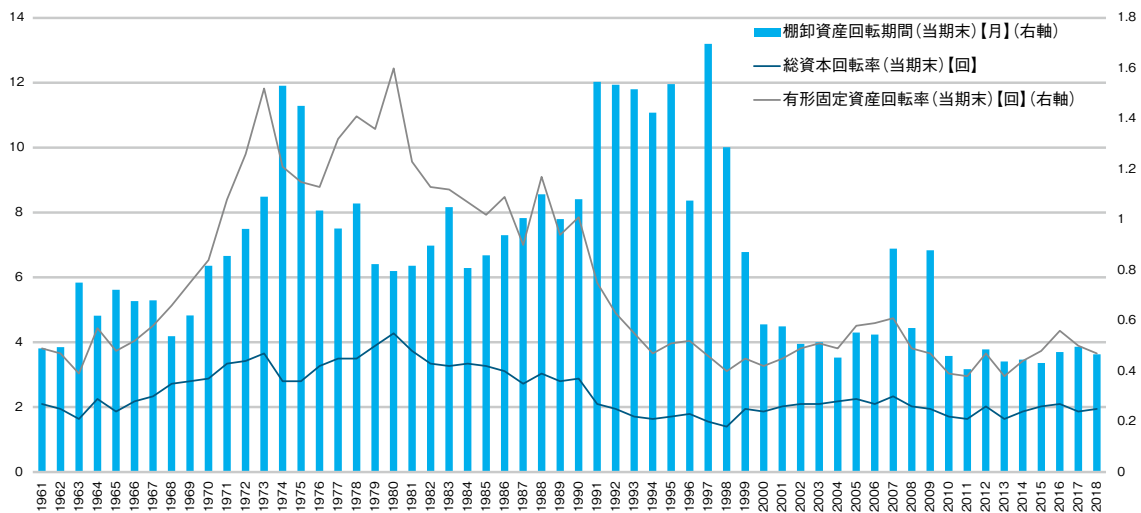
資本営業利益率は、高度経済成長期ほどではないにしても、80年代後半には4%前後の水準にあったが、バブル崩壊とともに、1～2%の水準にまで低下した(図表6)。総資本営業利益率=売上高営業利益率×総資本回転率なので、その要因を分解すると、売上高営業利益率、総資本回転率ともに、バブル崩壊とともに大きく落ち込んでいる。総資本回転率の低下は、棚卸資産回転期間の長期化に見られるように、販売用不動産が売れなくなったことと、有形固定資産の膨張によるものであり、過大投資負担が不動産業の業績の大きな足かせとなったこと

図表 6：不動産業の財務指標：総合、収益性



資料：財務省「法人企業統計」より作成

図表 7：不動産業の財務指標：効率性



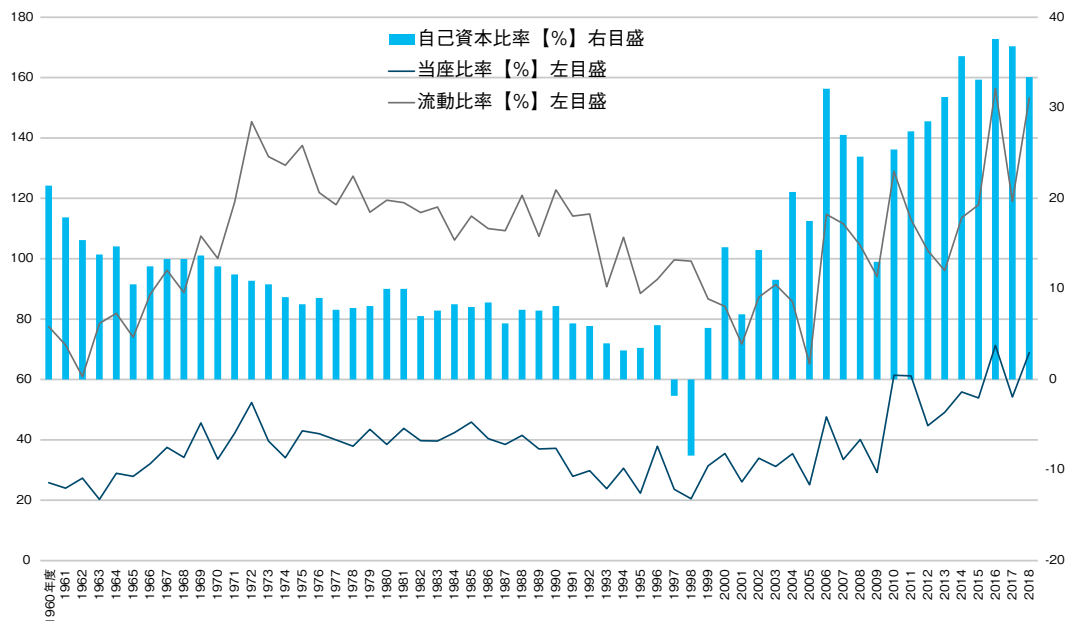
資料：財務省「法人企業統計」より作成

がわかる(図表7)。収益の悪化から97年、98年には自己資本比率がマイナスに陥っており、換金容易な資産の水準を示す当座比率も20%台にまで落ち込み、かなり資金繰りがタイトになったことを示している(図表8)。

日本銀行前総裁の白川方明氏は、その著書「中央

銀行」(東洋経済新報社)で、バブルが崩壊し資産価格が下落すると、借入の金額は減少せず、銀行の貸出は不良債権化する。問題の核心は、過大な債務の増加と過大なリスクテイクにあると指摘している。平成バブル期には過大な債務の増加とリスクテイクがあったと言えそうである。

図表 8：不動産業の財務指標：安全性



(3) 資産流動型証券化の普及 ＜資産流動化型証券化の普及＞

こうした経済環境下で登場したのが、不動産証券化である。不動産証券化は、米国では以前から普及していたが、前述したようにバブル経済の最中にあった日本では、本格的な証券化が進展することはなかった。「土地神話」が生きており、不動産価格が異常なまでの上昇を続け、保有しているだけで毎年確実なキャピタルゲインを得ることができたため、他者に投資してもらうために不動産を市場に提供する企業や個人はほとんどいなかったからである。また、不動産証券化をするために、投資主体となるSPC(特別目的会社)に実質的に法人税をかけないようにする税制面の措置(導管性付与)も講じられていなかった。

しかし、経済金融環境の大きな変化を受け、政府は97年3月に「担保不動産等流動化総合対策」を公表し、その中で金融機関の不動産担保付貸出や

貸出の担保不動産を流動化するために証券化手法を活用することを打ち出した。金融機関の不良債権処理を加速するために、金融機関が不動産担保付貸出を流動化し、それを小口化して投資家に販売することを促進しようとしたのである。

98年6月には日本の「金融ビッグバン」を進める金融システム改革関連諸法が成立し、その一環として同月に日本初の総合的な資産証券化のための法律である「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(旧SPC法)が成立した。その主目的は、金融機関が不良債権処理のために貸出債権を証券化することにあつたが、同法の対象として証券化可能な「特定資産」に「不動産」が限定列挙され、同法に則って設立される「特定目的会社」(TMK)に「導管性」^{注9}が認められることとなった。ここに、不動産証券化に必要な「導管性」を有する「特定目的会社」の活用が、公的制度として認められることになったのである^{注10}。

注9

証券化スキームのSPCにおいて、法人税が実質的にかからなくなるようにするもの。資産流動化法では、特定目的会社の課税利益の計算上、当期利益から分配金を控除できるようになっている。

注10

2000年11月には、手続きの簡素化や報告義務の軽減化などを目的とする法改正が行われ、「資産の流動化に関する法律」(資産流動化法)として施行された。

同法施行より少し前から、外資系投資銀行などを中心に、別の仕組み(YK-TK^{注11}など)を使って企業が保有する不動産をバランスシートから分離する証券化が始まっていたが、資産流動化法の施行は政府としての方針を明確化したという意味でも、「資産流動化型証券化」の普及を促進する上で大きな契機となった。企業は保有不動産を証券化することによって、資金を調達するとともに、バランスシートのスリム化、資産効率の改善を図ることが可能になったのである。

一般企業も不動産会社も、前述したように、この時期には銀行貸出による資金調達が絞られたため、自社が抱える不動産を流動化することによって、資金調達をしたいというニーズが高まっていた。企業などにとっては、財務体質のスリム化にも資することになる。一方で不動産に投資をしようとする投資家にとっても、不動産価格が長期間にわたって下落し続けている中で、1社で多額の不動産に投資することはリスクが大きかった。だが、不動産が証券化され小口化されようになると、そろそろ市況が反転するだろうと考えた投資家がリスクをとって投資するようになった。この両者のニーズが合致することによって、流動化型証券化の活用ニーズが高まったのである。

実際、企業の本社ビルが次々に証券化されたのも、この頃であった。98年には日産自動車、大和生命などが、99年にはジャパンエナジー、レナウン、東邦生命などが、2000年にはNEC、森永製菓、鴻池組などが本社ビルを証券化した。この時期は、本社ビルを売却したあとも、売却した会社そのまま本社ビルとして賃借する「リースバック」のスキームが多く利用された。

<金融システムから見た証券化>

90年代後半には、不動産証券化市場の成長は、不動産市場にとってだけでなく、日本の金融システムの安定性を高める意味でも必要であるという認識

が高まった。

戦後、日本の金融市場は銀行による「間接金融」を中心に発展してきたが、90年代のバブル崩壊がこうした金融システムの変革を促すこととなった。すなわち、銀行に金融リスクが集中していることが、不良債権問題などによる銀行の経営危機を引き起こし、間接金融の機能不全をもたらす要因の一つとなったため、金融システムの立て直しを図る必要性に迫られたのである。

そうした中、金融制度調査会による金融ビッグバンの答申後に設置された「新しい金融の流れに関する懇談会」(座長：故 蛸山昌一・大阪大学教授)が98年6月に「論点整理」を公表し、そこで「新しい金融の流れ」として以下の方向性を提言した。

- ①銀行・保険等による間接金融に偏重した金融仲介チャネルを多様化し、預貯金のようなローリスク・ローリターン金融商品だけでなく、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品を始めとして、様々なリスク・リターンを持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されること
- ②とりわけ、投資信託等のように、投資者の資金をプールしてファンドを作ることで、分散投資のメリットを活かしつつ、各種の金融のエキスパートが、高度な分業により責任を持って運用・管理等を行う形態である、いわゆる「集団投資スキーム」(「市場型の間接金融」)、「ビークル金融」が金融仲介チャネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として円滑な資金の調達と運用が図られること

注11

YK-TKは、会社法の規定する有限会社と商法の規定する匿名組合を組み合わせて不動産証券化の仕組みを構築するものであり、特別法に則ることなくSPCの導管性を確保できる方式。ただし、法的安定性などの面ではTMKが優位性を持つ面があるとされる。

③様々な資産に運用される「集団投資スキーム」に係る受益権・持分権および資産担保型証券といった金融商品が、その他の様々な金融商品(預貯金、保険商品、株式、債券、デリバティブ、これらの複合商品等)とともに、国際化や電子化にも対応した形で、幅広い選択肢として利用者に提供され、これらの商品の取扱いに係るサービスが効率的かつ公正に行われること

(注) 下線は筆者によるもの

すなわち、様々なリスク・リターンを持つ金融商品が提供されること、とりわけ、投資信託や「証券化」などの「集団投資スキーム」を用いた「市場型間接金融」市場を育成することの重要性が提言されたのである。

＜流動化型証券化の普及の意義＞

このように流動化型証券化が普及したことは、次の4つの観点から、その後の不動産投資市場の成長にとって大きな意義をもつこととなった。

第一に、それまでほとんど動かなかった大型の不動産取引が大きく増加し、不動産市場が活性化した。その名の通り「不動産の流動化」が進んだのである。国土交通省の調査によれば、証券化による不動産売買等の金額は、98年0.3兆円、99年1.3兆円、2000年には1.9兆円と着実に増加した。

第二に、地域のメルクマールとなるような不動産が取引されることにより、市場による「価格発見機能」が働くようになった。取引事例が蓄積されていくことにより、単純に買い叩かれることなく、その時点の適正価格に近い水準で不動産が取引されるようになったのである。

第三に、不動産の所有者とは異なる「投資家」が主に金融市場から参入してきたことにより、不動産投資判断のための手続きや投資基準が大きく変わったこととなった。その一つが不動産の「デューデリジェンス」(詳細調査)である。自らの資金、リスクで不動産を取得・所有する場合は、必ずしもデューデリジェンスは求められない。投資物件に瑕疵があっても、その損失を自ら負うだけだからである。だが、投資家の資金で投資する場合には、不測な損失を投資家に与えることは許されないので、デューデリジェンスが必要不可欠となる。特にデューデリジェンスにおける「不動産鑑定評価書」や「エンジニアリングレポート」などによって、「客観性」が担保されることは大きな意義を有する。

もう一つは、現在では当然のことになった不動産の収益力を重視した投資判断である。それまでのように期待に基づくキャピタルゲインに重点を置くのではなく、キャッシュフローをベースとするDCF法(Discounted Cash Flow法)などによってインカムゲインやキャピタルゲインを算出して投資判断することが必須となった。

第四には、これらの結果として、不動産の流動化が進み、多様な不動産が市場で取引されるようになったため、投資家から運用資金を集めて不動産で運用する「資産運用型証券化」への発展の道筋が開かれたことである。

バブル崩壊後の2000年頃までの経済成長率(実質GDP成長率)は平均すると年1%台前半であり、なかにはマイナス成長を記録する年もあった^{注12注13}。こうした経済環境下で、不動産証券化という新たな市場が創造されたことは、日本経済にとっても大きな意義を持つものとなった。

注12

厳密にはバブル崩壊後に2回の景気回復期があったが、この間に山一証券破綻などの金融危機、ITブームの終焉、米国同時多発テロなどが起き、本格的な回復感には乏しかったため、ここではこの間をまとめて景気の低迷期と表現した。

注13

バブル崩壊後、日本企業は設備、雇用、債務の「3つの過剰」に苦しむことになる。民間需要の弱さ、公共投資の縮小を背景に、日本の景気は外需依存型に、景気対策は金融偏重に変化していった。

参考文献

- 宇沢弘文(2017)『人間の経済』新潮新書
 緒方四十郎(1996)『円と日銀』中公新書
 金子勝(2019)『日本経済 衰退の本質』岩波新書
 小峰隆夫編(2011)『バブル/デフレ期の日本経済と経済政策』第1巻『日本経済の記録—第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで(1970年代~1996年)—』内閣府経済社会総合研究所
 白川方明(2018)『中央銀行』東洋経済新報社
 ジョン・K・ガルブレイス、村井章子訳(2008)『大暴落1929』ダイヤモンド社
 ジョン・K・ガルブレイス(2008)『バブルの物語』ダイヤモンド社
 J.A. シュムペーター(1977)『経済発展の理論(上)(下)』岩波文庫
 ジョン・メイナード・ケインズ著、間宮陽介訳(2008)『雇用、利子および貨幣の一般理論(上)(下)』岩波文庫
 妹尾芳彦・塩屋公一・嶋原啓倫(2009)『バブル及びデフレについて—基本的概念と歴史的事実を中心に—』内閣府経済社会総合研究所
 総務省統計局ホームページ
 竹中平蔵(2019)『平成の教訓』PHP新書
 田邊信之(2000)『不動産投資のイノベーション』ダイヤモンド社
 田邊信之(2004)『基礎から学ぶ不動産投資ビジネス』日経BP社
 田邊信之(2009)『不動産投資市場 再生のシナリオ』住宅新報社
 塚崎公義著(2013)『なぜ、バブルは繰り返されるのか?』祥伝社新書
 中村隆之(2018)『はじめての経済思想史』講談社現代新書
 西野智彦(2019)『平成金融史』中公新書
 根井雅弘著(2013)『経済学の3つの基本』ちくまプリマー新書
 野口悠紀雄(2019)『平成はなぜ失敗したのか?』幻冬舎
 博報堂生活総合研究所(2019)『生活者の平成30年史』日本経済新聞出版社
 保坂正康(2019)『平成史』平凡社新書
 不動産証券化協会認定マスター養成講座テキスト(各年)不動産証券化協会
 不動産証券化ハンドブック(各年)不動産証券化協会
 ミンスキー著、堀内昭義訳(2017)『ケインズ理論とは何か』岩波書店オンデマンドブックス

たなべ のぶゆき

公立大学法人宮城大学事業構想学群教授。1980年京大法学部卒業、同年日本興業銀行入行、業界調査、都市開発、不動産証券化などの多様な不動産関連業務を経験、2009年4月より現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。
 (一社)不動産証券化協会のフェロー・教育資格制度委員長・コンプライアンスWG長、国土交通省・内閣府・財務省・文部科学省・自治体・東京証券取引所・経団連などの多くの委員を歴任。「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」(日経BP社、ロングセラー)など著書・論文は多数。