

平成年間の不動産証券化市場の歩みと今後の展望 (3)



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・2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、時系列に「2. 平成バブルの生成(85年～90年)」、「3. 平成バブルの崩壊(91年～95年)」、「4. 流動化型証券化の普及(95年～99年)」として、不動産市場の動きや日本の不動産証券化の歩みを整理してきた。今回は「5. 資産運用型証券化の成長(2000年～07年)」として、J-REITや私募ファンドなどが成長してきた背景や要因などを振り返ることとする。

5. 資産運用型証券化の成長 (2000年～2007年)

(1) 経済金融環境

バブル崩壊後、日本企業は設備、雇用、債務の「3つの過剰」に苦しみ、日本の実質GDP成長率は、98年に▲0.9%とマイナス成長に陥った。だが、米国ITバブルなどの好影響もあり、景気は99年1月を底に回復に向かった。そこで日銀は、2000年8月にコールレートの誘導目標を0.25%に引き上げ、ゼロ金利を解除した(図表1)。しかし、2000年春の米国ITバブルの崩壊^{注1}の影響が世界的に広がったことから、日経平均株価(年間平均)は99年の18,934円から2000年に13,786円、01年には10,543円まで大きく下落し、景気も2000年11月にピークを打っ

て後退に向かった。世界的な金融収縮の影響が日本にも及んだこと、米国経済の悪化により高品質高価格の日本製品の購入が減少したこと、日本から世界各国向けの輸出が減少したことなどが大きな要因となった。

こうした環境変化を受けて、01年2月に日銀は公定歩合を0.5%から0.35%へ、01年3月には0.25%へと引き下げ、さらに9月には基準貸付金利(旧公定歩合)を0.1%とし、06年7月の0.4%への引き上げまで、過去最低水準を継続した。また、政策金利(無担保コールレート(オーバーナイト物))を、それまでの0.25%から引き下げて0.15%前後で推移するよう促した。この際、日銀の誘導目標を「金利(コールレート)」ではなく、「日銀当座預金残高」とする「量的緩和」へ移行することを決定した^{注2}。その残高目標は従来

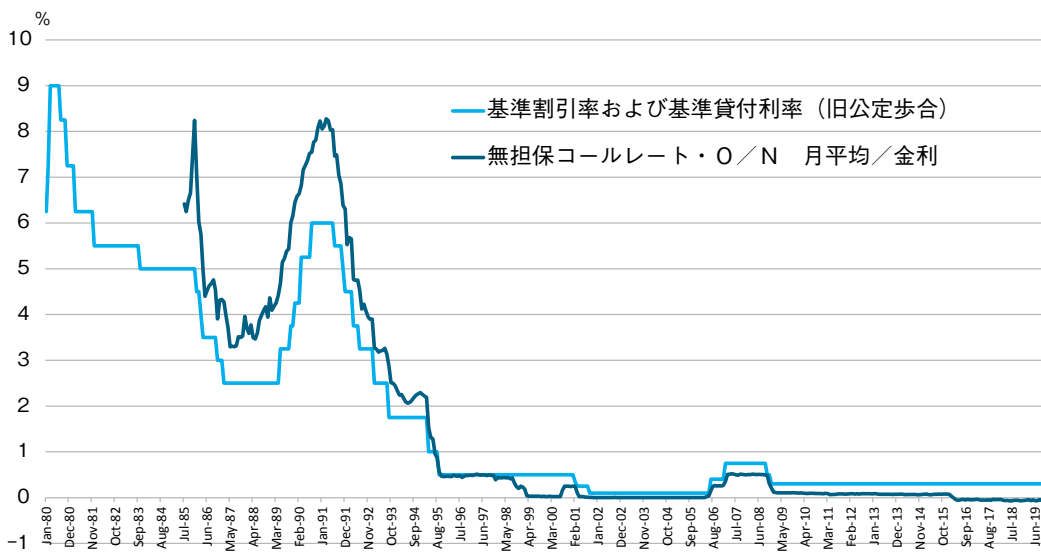
注1

90年代後半に米国を中心にIT関連企業の株価が急騰。NASDAQでは5年間で6倍にまで上昇したが、ピークの2年半後には1/4程度まで下落した。

注2

06年に量的緩和政策が解除されると、金融市場調節操作目標は、再び無担保コールレート(オーバーナイト物)となった。

図表 1：短期金利の推移



資料：日本銀行統計を基に作成

の4兆円から5兆円程度に増額され、8月には6兆円程度、12月には10兆～15兆円程度とさらに増額された。また、増額手段として長期国債の買入を増やす^{注3}とともに、コアCPI(消費者価格指数)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまでこうした政策を続けると宣言する「時間軸政策」(将来の一定期間の金融政策を宣言し市場に予測可能性、期待感を持たせるもの。「フォワード・ガイダンス」とも呼ばれる)を採用した^{注4}。その後も日銀当座預金残高の水準は順次増額され、04年1月には30兆～35兆円程度に達し、日銀が金融市場へ供給するマネタリーベースも急拡大した(図表2)。政府は01年3月の内閣府の月例経済報告の中で、デフレを「持続的な物価下落」と定義した上で、日本経済がデフレに陥ったことを公式に認める「デフレ宣言」を行った^{注5}。

この間も株価下落が続く中で、金融機関の不良債権問題が、日本経済の先行きに暗い影を投げか

けていた。2000年5月に第一火災海上が、10月に協栄生命保険が経営破綻し、銀行だけでなく生損保にも金融危機は広がっていった。こうした事態に対応すべく、7月に金融庁が発足して、不良債権問題に対応するための処理ルールを策定し、債権の種類に応じた処理期間を明示し、銀行の貸出金の貸倒引当状況を確かめるため特別検査を実施した。

01年4月に発足した小泉純一郎内閣は、6月に「骨太の方針」を決定。これから2～3年間を集中調整期間と位置付け、不良債権問題の抜本的解決に取り組むことを宣言し、不良債権処理対策を加速した。02年1月に金融再生法が改正され、整理回収機構(RCC)が企業再生業務に関わることができるようになり、その業務の一環として「信託機能を活用した不良債権の証券化」が位置付けられることとなった。

日銀は、9月に金融システム安定化のために、銀行が保有する株式を最大2兆円買取ることを決定

注 3

ただし、買入残高は日本銀行の銀行券の範囲内とするとされた(銀行券ルール)。

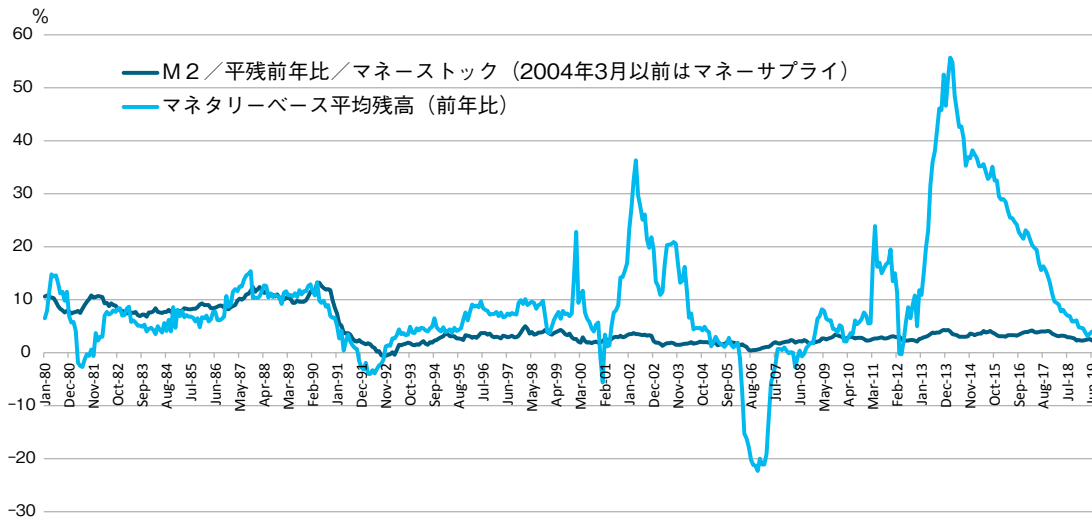
注 4

日銀は03年10月に時間軸効果の強化を実施。

注 5

月例経済報告の中では「デフレについては、これまで日本では、論者によって様々な定義が用いられてきたが、「持続的な物価下落」をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある。OECDの主要先進国の中で、物価下落が続いているのは我が国だけである」と述べられている。

図表2：マネタリーベースとマネーストックの推移（対前年比）



資料：日本銀行統計に基づき作成

し、10月に「不良債権問題の基本的な考え方」を公表した。その中で、金融機関は過去約10年にわたり、90兆円にのぼる巨額の不良債権処理を実施してきているものの、「(a) 経済の構造調整に伴い、なお不良債権の新規発生が高い水準で続くと思われる一方で、(b) 金融機関の貸出利鞘がきわめて薄い状況が続いていること、(c) 経営のバッファーとして機能していた含み益がなくなったこと、などを踏まえると、わが国の不良債権問題は、金融機関の経営体力や収益力との対比では、むしろこれまで以上に厳しい状況に直面していると考えられる」との認識を示した。

また、日銀は銀行貸出以外の信用仲介チャネルを改善することを企図し、03年7月にABS(資産担保証券)・ABCP(資産担保CP)の買入を実施した^{注6}。この際の買入基準として、裏付け資産に占める中堅・中小企業関連の割合が金額ベースで5割を下回らないこと、中堅・中小企業は資本金10億円未満の

会社とすること、裏付け資産に金融機関の貸付債権が含まれる場合は各債務者が自己査定上の「正常先」であること、格付が一定以上であることなどを明示した。その後04年1月に「資産担保証券のリスク評価やプライシングは、本来、個々の裏付資産の属性ではなく、裏付資産の分散効果等を勘案して、プログラム全体で判断されるべきもの」として、個々の債務者の「正常先」要件を撤廃するなど、買入基準を緩和した。これは「証券化商品」が金融政策面において、幅広い観点から議論されたことを示す事例として見ることもできよう。

金融庁も02年10月7日にペイオフ解禁を2年間延期するとともに、10月30日に不良債権の早期処理を図るべく「金融再生プログラム」を公表。04年度に主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させるとともに、より強固な金融システムの構築を目指して、主要行の資産査定の厳格化、自己資本の充実、ガバナンスの強化などについて、行政の

注6

日銀は金融機関が中小企業向け貸し出しに慎重な中で、銀行貸出以外の信用仲介チャネルを改善することを意識。そこで着目したのが、当時、発展の揺籃期にあったABSやABCPと呼ばれる証券化商品。買入と並行して、これらの金融商品市場の発展の障害を取り除くことを目的に、市場関係者と協力して「証券化市場フォーラム」を立ち上げ、証券化に関する情報開示を含め、さまざまな制度改革に取り組んだ。

取組みを強化する方針を示した。

その後も、03年5月にりそな銀行への公的資金注入(1兆9,660億円)、11月に足利銀行の経営破綻・一時国有化と不良債権処理を加速する中、大手銀行の合併統合も推進された。さくら銀行と住友銀行の合併による三井住友銀行の誕生(01年4月)、第一勧業銀行、富士銀行、日本興業銀行の3行統合によるみずほフィナンシャルグループ(現みずほ銀行)の設立(02年4月)、大和銀行とあさひ銀行の合併によるりそな銀行の発足(03年3月)、三菱銀行・東京銀行・三和銀行・東海銀行を源流に持つ三菱東京UFJ銀行(現三菱UFJ銀行)の設立(06年1月)などである。

経済環境が本格的に変わったのは、日銀が低金利政策を継続する中で、金融機関の不良債権処理に目処が付き始めた04年頃である。大手行の不良債権比率は02年3月期の8.7%をピークに、05年3月期には2.9%まで低下した。以降、02年1月に底打ちした景気は、日銀の金融緩和を背景に、08年2月まで外需主導・輸出依存型の景気拡大を続けることとなった。日銀は06年3月に01年3月から続いていた「量的金融緩和政策」を解除して「ゼロ金利政

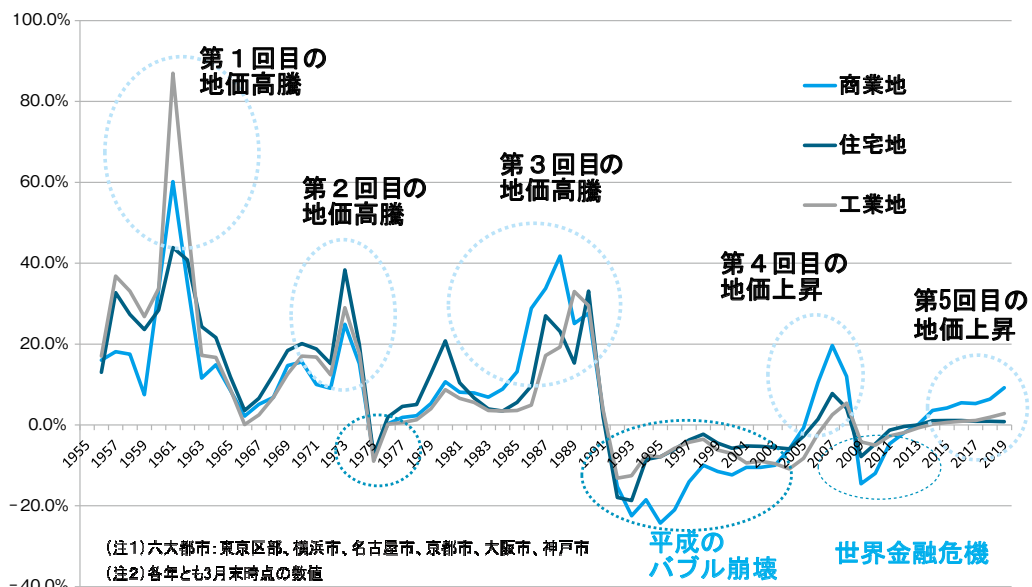
策」に移行。7月には無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標を0%から0.25%、基準貸付金利を0.1%から0.4%に引き上げた。

(2) 不動産市場の動向

地価はバブル崩壊によって商業地を中心に大幅な下落が続けたが、90年代半ばに一時的に景気が回復に向かったことから、下落幅も縮小した。だが、その後に東アジア通貨危機や米国ITバブル崩壊、金融システム不安などが起きたため、商業地(六大都市)は02～03年頃まで2桁前後の下落を続けることとなった。地価の下落幅が次第に縮小し、地価が上昇に転じたのは、金融システム不安が落ち着いた04～05年にかけてであった。景気は02年1月に底打ちしたことから、地価の形成に金融市場の動きが大きな影響を与えていたことがわかる(図表3)。

不動産業の財務指標も地価とほぼ同様の動きを示したが、97年前後を底に総資本営業利益率(総資本を活用して生み出す利益率)は回復に向かっている。これは売上高営業利益率(売上高に対する利益率)が上昇に転じたことに加えて、販売用不動産(棚卸資産)を大幅に削減して資産のスリム化を図り、資

図表3：地価の推移(六大市街地価格、対前年比上年率)



資料：(一財)日本不動産研究所『市街地価格推移』より作成

産効率を向上させたことによるものである(図表4)。1997年の販売用不動産の在庫(棚卸資産回転期間)は年間売上高の13.2カ月分もあったのだが、2002年には4.0カ月まで減少し、以降は2006年まで4カ月前後の低水準を維持することとなった。一方で、この間、有形固定資産は増加しており、バブル崩壊を経て安定的な収入を得るために賃貸事業を強化しようとしたことがわかる。

なお、04年半ば以降、海外の金利上昇予想が高まる中、日本の政策金利は低水準が続くことが期待されたため、低金利で円資金を調達して、その資金を外貨に転換して海外の高利回りの株式・債券や不動産などに投資する「円キャリートレード」が活発化した。「円キャリートレード」は、円を外貨に転換する際に「円売り」を誘発するため、この時期は円安が続く、日本の輸出拡大を下支えすることとなった。逆に言えば、「円キャリートレード」に巻き戻しの動きが生じると、円高になる。リーマンショック後に、それが現実のものとなったことも認識しておく必要がある。

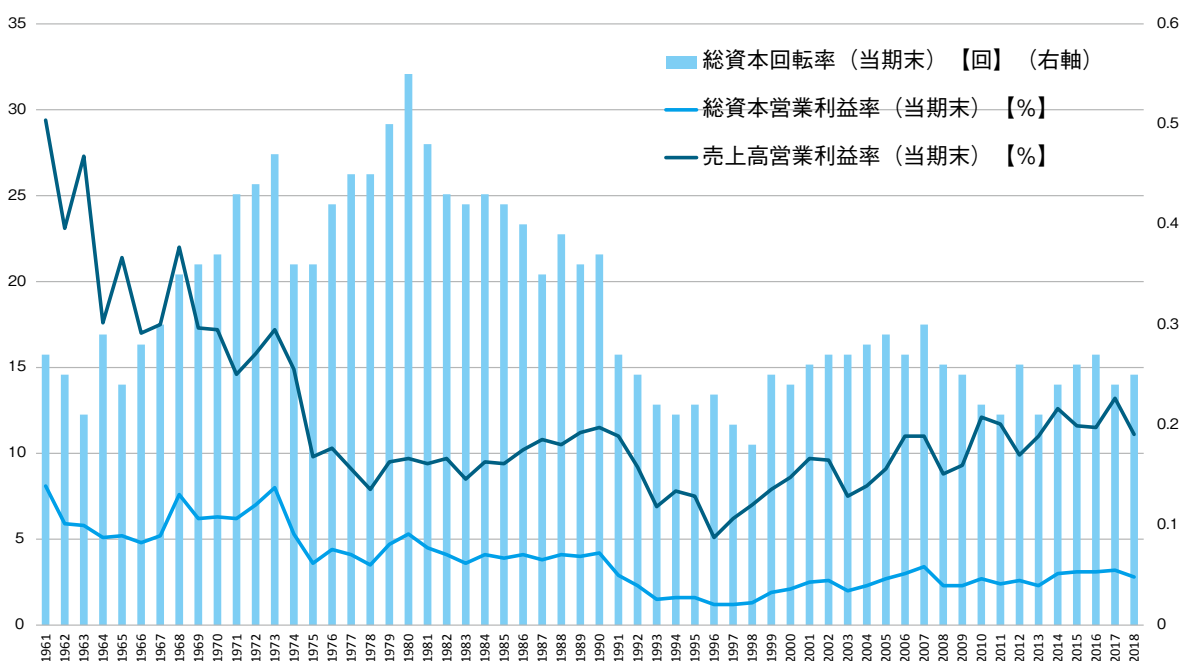
(3) 資産流動化型証券化から資産運用型証券化へ

このように不安定な経済金融環境が続く中、グローバル化の進展による競争激化などに対応するため、企業は90年代後半から続けていた財務体質のスリム化や借入金の圧縮、不動産売却による益出しなどの動きを加速した。

この結果、不動産の流動化は更に進展し、市場で取引される不動産が質的にも量的にも充実することとなった。このようにして流動化した不動産が、ファンドなどの「資産運用型証券化」の投資対象として組み込まれることになったのである。

「資産流動化型証券化」では、不動産の所有者が特定の不動産を流動化するためにSPCを組成し、SPCが証券の発行によって不動産の購入資金を調達する。一方、「資産運用型証券化」では、不動産に投資したい投資家から資金を集めてファンド(SPC)を組成し、ファンドが不動産に投資する。証券化の仕組みそのものは、どちらも基本的には同じであるが、「資産流動化型証券化」が「初めにモノありき」なのに対して、「資産運用型証券化」は「初めにカネあ

図表4：不動産業の財務指標：収益性と資本効率



資料：財務省「法人企業統計」より作成

りき]である点に違いがある。日銀の金融緩和で低金利が続く環境下、余資運用ニーズを持つ事業法人や機関投資家が、株式や債券と異なったリスク・リターン特性を持つ投資対象資産(オルタナティブアセット)を求めていたことも、資産運用型証券化の成長を促すこととなった。

「資産運用型証券化」の発展によって、流動化したい不動産を保有する企業は、自らSPCを組成し投資家を募らなくとも、あらかじめ投資家から資金を集めている不動産ファンドに売却すればよいことになる。このため、「資産運用型証券化」の普及は更なる不動産流動化を促進し、不動産証券化市場の成長を加速することとなった。

業界や市場で不動産証券化の知識、ノウハウの共有が図られていたことも、市場への参入障壁を引き下げ、その発展を後押しすることとなった。いわば、不動産証券化市場が「プラットフォーム」となり、そこで「オープン・イノベーション」が加速したと言えることができる。

不動産証券化市場の規模が拡大することは、幅広い投資家の資金が、金融市場から不動産市場に向かうことを意味する。それまでは、不動産投資のための資金は、主に銀行から調達(間接金融)されていたが、証券化ではファンドを通じて調達(市場型間接金融)されることになる。これによって、不動産投資に資金提供するリスクの一部が、銀行からファンド(さらにはファンドに投融資する機関投資家など)に移転する。バブル崩壊によって銀行の経営破綻が続いた要因の一つは、日本が間接金融中心の構造であり、銀行に信用リスクが集中していたことにあったのだが、市場型間接金融の発展により、リスクが分散されることは、金融システムの安定化にも資するものであった。

市場環境が後押ししたとは言え、資産流動化型

証券化から資産運用型証券化へとスムーズに移行した背景には、官民学の連携や市場関係者の努力があったことを忘れてはならない。97年8月に不動産シンジケーション協議会(CRES,ARESの前身)が発信した「資産運用時代の『日本型不動産投資ファンド』に関する提言」(座長：故蠟山昌一・大阪大学教授)では、不動産投資ファンド組成のための制度基盤整備とともに、ファンドを金融商品取引法(当時は「仮称・金融サービス法」)の対象とすべきことまでも既に提言していた。金商法が制定され、それが実現するのは約10年後の07年である。また、CRESに98年12月に設置された「不動産ファンド型商品および不動産投資顧問業に関する検討委員会」では、市場関係者が日米の不動産投資市場の比較などから、不動産投資顧問業のあり方までを視野に入れた報告書を纏めていた。これらは一例であるが、こうした各市場関係者の将来のあり方を睨んだ努力、先見性が、資産運用型証券化の時代を築くことにつながったのである。

また、02年12月に不動産会社を中心だった不動産シンジケーション協議会(CRES)が、多くの金融機関も加盟する(社)不動産証券化協会に衣替えしたことは、不動産と金融の融合がよいよ本格的に進展し始めたことを象徴する出来事であったとも言えよう。

(4) 私募ファンドの成長

「資産運用型証券化」の初期段階において中心的役割を果たしたのが、私募ファンド(Private Fund)である。私募ファンドは、特定少数の投資家が投資するファンドであり、主に生損保、信託、年金といったプロの機関投資家や大手の事業会社が投資する。だが、私募ファンドは通常3～7年間程度の期間を定めて投資し、期間終了後には原則として保有不動産を売却し、残された収益を投資家に分配する仕組みとなっている^{注7}。不動産の流動化の促進には

注7

出口で不動産を売却する際に市場環境が悪い場合(不動産の価格下落時など)には、リファイナンス(デットの借注り換えなど)によって、投資運用期間を延長することもある。

貢献するものの、私募ファンド自体が必ずしも最終的な不動産の所有者とはならない。また、私募ファンドは、LTV (Loan to Value、借入比率) を高めてレバレッジ効果による高いエクイティ利回りを追求するものもあれば、エクイティのみ(ノンレバレッジ)で運営されているものもあり、その運営方針は多種多様である。市場に多様性をもたらす意味では優れているが、反面、私募ファンドへの投資は、プロでなければ難しい面があった。

だが、不動産証券化が本格的に普及するには、投資運用のプロはもちろんのこと、一般事業法人や個人であっても、不動産に投資できる仕組みが構築される必要がある。また、将来に向けて不動産証券化市場を安定的に成長させるためには、中長期的な観点から不動産を所有し続ける事業主体も必要であった。

(5) J-REITの創設と成長

市場関係者がこうした問題意識を共有する中で、創設されたのがJ-REIT (Japan Real Estate Investment Trust、日本版不動産投資信託) である。2000年9月の法改正により「投資信託及び投資法人に関する法律」(以下では「投信法」と呼ぶ) が成立し、主に不動産を対象とする投資信託としてJ-REITを設立することが可能となった。

この際に参考にしたのが、米国のUS-REITだった。米国では、不動産で資金運用を行う事業主体が一定要件を満たせば、税務上の利益から配当相当分を損金算入することが認められており、この制度を用いて1960年代から多くのREITが上場し、多額の不動産に投資していた^{注8}。投資しやすい仕組みを持つ米国REIT株には、個人を含む多種多様な主体が投資に加わっていた。ただし、米国REITはあくまで税制上のステイタスであり、日本のように投資信託の仕組みを活用して投資対象を不動産

に拡大したものと法的性格は異なる。

投信法の改正を受けて、01年9月10日に三井不動産と三菱地所のグループ会社がアセットマネジメントを担うJ-REIT 2社(日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人)が初上場した。だが、上場翌日に米国で同時多発テロ事件が起きたことから、両社の投資口価格はしばらくの間、低迷を続けることとなった。J-REITの場合、負債比率を高めないように、不動産を取得するには借入金だけでなく、増資(PO: Public Offering)による資金調達をするのが一般的である。したがって、投資口価格の低迷が続くと、新規上場(IPO)はもちろんのこと、不動産投資も積極化し難くなる。

こうした状況に変化が見られたのは、日銀が金融緩和を継続する中、金融機関の不良債権処理に目処が付き始めた04年以降である。景気回復が本格化し、株価上昇とともに、J-REITの投資口価格も07年5月末まで上昇基調を継続することとなった(図表5)。

図表5から、この頃の投資口価格の動きが、株価の動きにはほぼ連動していたことがわかる。J-REITは基本的に賃貸不動産に投資し、その収益を分配する仕組みとなっているため、収益の動きは必ずしも株価とは連動しないはずである。だが、J-REIT市場創設後、2010年代の半ばまでは、こうした特徴が顕著に見られたことから、多くの投資家が株式に近い商品性を有する金融商品として投資口を見ていたことがわかる。逆に言えば、2010年代の半ば以降、J-REIT市場が規模を拡大し、投資家層の厚みを増す中で、株価とは異なる動きを見せる場合も生じるようになってきたことは、徐々に商品特性が市場に浸透してきたことを示すものと捉えることもできる。

03年12月にはJ-REITの発行銘柄が10銘柄となり、保有不動産額も1.2兆円に達した。また、投

注8

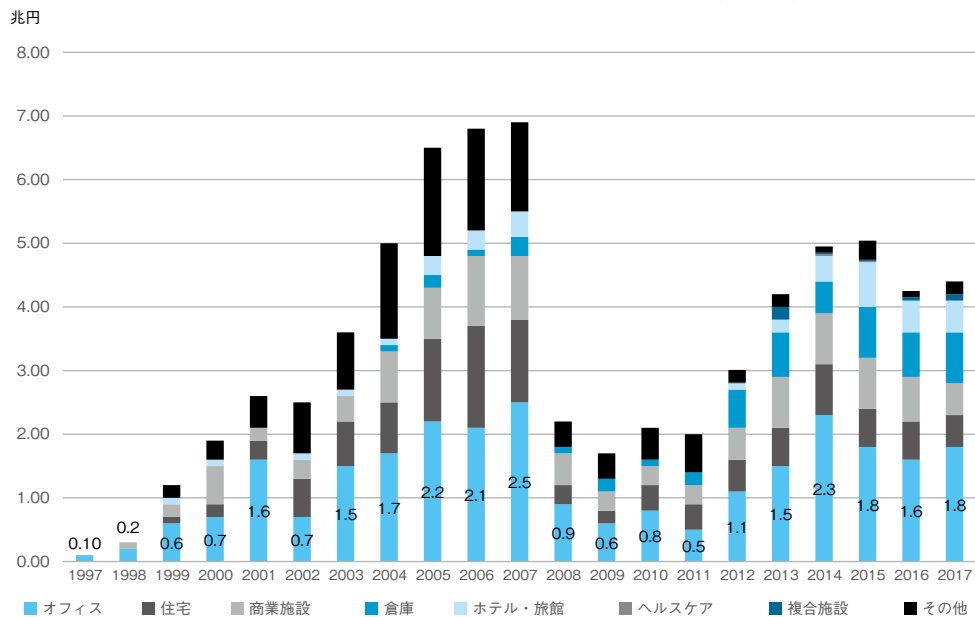
当初はローンを投資対象とするモーゲージREITが中心であったが、その後の市況変動などの影響を受ける中で、現在ではエクイティREITが主流となっている。

図表5：東証REIT指数、TOPIXの推移



資料：東証 HP より作成

図表6：証券化の対象となる不動産の取得額の推移（用途別）



資料：国土交通省「不動産証券化実態調査」に基づき作成

資対象の多様化が進み、オフィスビルだけではなく、賃貸住宅や商業施設などへと広がっていった。J-REITは安定した運用が期待できる賃貸用不動産に投資しているので、投資口価格のキャピタルゲイン(値上がり益)よりも、安定的なインカムゲイン(分配金)を期待する投資家に適した金融商品である。このため、生損保、信託銀行などの機関投資家は

もちろん、余資の運用が課題となっている地域金融機関も積極的にJ-REITへの投資を続けた。

J-REITによる不動産取得額は、02年から毎年増加し、06年度は2兆円、07年度は1.7兆円となった。他の証券化スキームによる不動産取得額も含めると、07年度の不動産取得額は8.9兆円に達した(図表6)。

この結果、08年6月には、J-REITが7.4兆円、

私募ファンドが17.1兆円の不動産を投資運用する規模にまでに成長した。個別のSPCによる証券化も含めれば、証券化不動産は30兆円を上回る規模にあると推計された。

(6) 開発型証券化の普及

不動産証券化商品に対する投資家層の広がり、不動産開発をするために証券化を活用する「開発型証券化」の普及も加速した。開発型証券化の場合は、素地取得段階で投資が必要になる一方で、その土地に建物が建設されてテナントが付くまでは収益を生みださない。収益化されるまでは、開発許可リスク、建物建築リスク、テナントリスクなど、多様なリスクを負うことになる。このため投資リスクが高くなるのが一般的であり、特に直接的に事業利益を得ることのないローリスク・ローリターンのデット投資家は、投資に慎重にならざるを得ない。もちろん、エクイティ投資家にとっても、既稼働物件への投資よりもリスクが高まり、エクイティの流動性への懸念も生じる。このため、不動産証券化のストラクチャーや市場そのものへの信頼がある程度高まらないと、開発型証券化は拡大しにくい面がある。

この時期、不動産証券化市場の成長や安定性などを見て、多くの投資家が開発型証券化にも投資するようになり、大都市を中心に新たなビルの建設や建替えを促進させることとなった。例えば、旧防衛庁跡地を三井不動産などコンソーシアム6社が落札して開発した「東京ミッドタウン」(07年竣工)や、三菱地所などが開発した「晴海センタービル」(06年竣工)でも、開発型証券化が活用された。

(7) 不動産証券化市場の基盤強化

このように不動産証券化市場が成長する時期に、不動産証券化商品が金融商品としての基盤を固めるための制度基盤強化が進められた。

① 金融商品取引法の施行と内部管理態勢の強化

04年12月、金融庁から「金融改革プログラム—金融サービス立国への挑戦」が公表され、その中で更なる不動産証券化手法の拡充に期待が寄せられた。また、「金融実態に対応した利用者保護ルール等の整備・徹底」と「市場機能の充実と市場の信頼性の向上」に関する箇所、「投資サービス法(仮称)の制定」が示され、金融審議会第一部会で議論が進められることとなった。

こうした議論を経て、06年6月に「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立し、その主要部分が07年9月末から施行されることとなった。同法によって、これまで主として株式、債券、投資信託といった伝統的な「有価証券」を規制対象としてきた証券取引法がそれ以外の幅広い「金融商品」を対象とする金融商品取引法(金商法)に改編され、金融商品に横断的な投資家保護ルールが適用されることになった^{注9}。

金商法の施行前までは、金融サービスに対する法規制の多くは、銀行、証券会社、保険会社といった業態別に縦割りに定められており、業態ごとに異なる規制がかけられていた。しかし、こうした法体系の下では、同じような金融サービスでありながら規制内容が異なったり、新しい商品やサービスが生まれたりするときに、どの法律が適用されるかさえもはっきりしない場合が生じる。

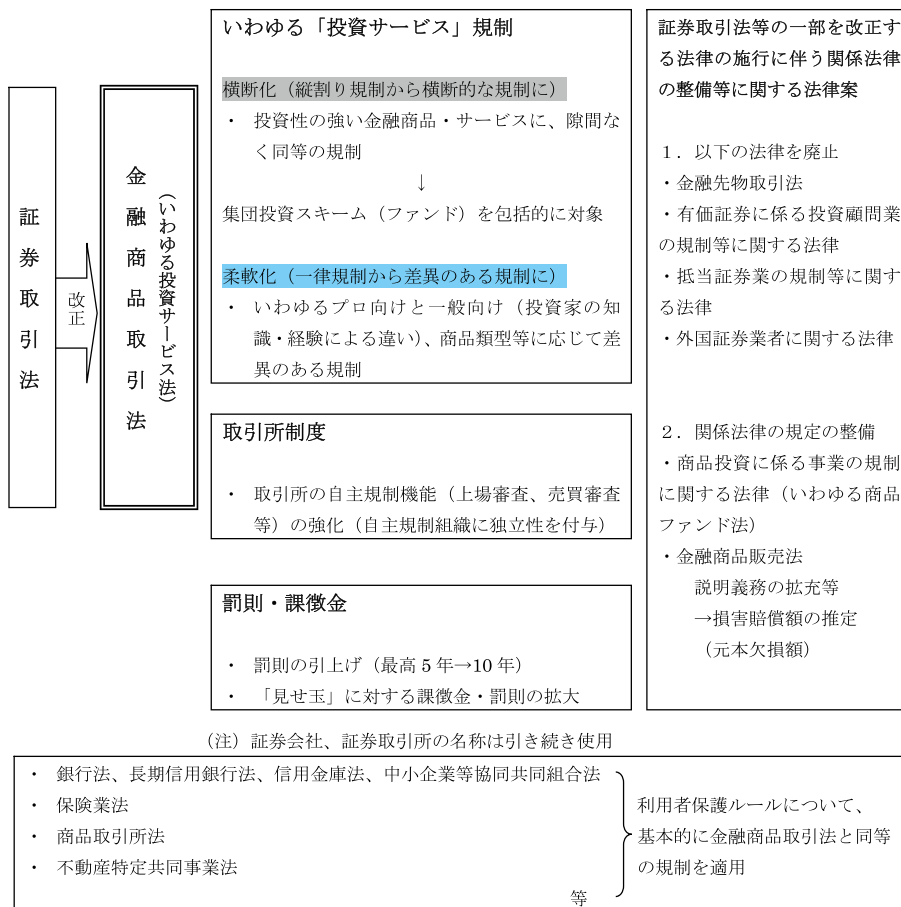
そこで、金商法では投資性の強い金融商品・サービスに隙間なく同等の規制をかける「横断化」(縦割り規制から横断的な規制に)が図られることとなった。それと同時に、投資家の特性(プロか一般か)や商品類型などに応じて規制に濃淡をつける「柔軟化」(一律規制から差異のある規制にも)図られた(図表7)。

また、国内外の多様な投資家が証券市場に参加する中であって、利用者の視点(利用者が安心して投資を行える環境を整備)、市場の視点(市場の公

注9

金融商品の横断的な規制の先駆けに、2001年4月に金融商品販売法が施行された。

図表7：金融商品取引法における規制の横断化と柔軟化



資料：金融庁資料を基に作成
出所：田邊信之 (2008)「基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法」

正性・透明性の向上)、国際化の視点(国際市場としての魅力向上)がますます重要になってきていた。そこで、こうした視点を踏まえ、有価証券の発行及び金融の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、国民経済の健全な発展、投資家保護に資することを目的に、金融サービスを横断的に規制対象とする金商法が制定されることとなったのである。

金商法では、これまで証券取引法が規制対象としてきた株式、債券、投資信託などに加え、不動産信託受益権や匿名組合出資持分といった多くの不動産証券化商品がその規制対象となり、そうした商品の運用や販売などに携わるためには、「金融商品取引業」の登録をすることが義務付けられた。例え

ば、不動産ファンドを運用するアセットマネジャーは、「投資運用業」か、少なくとも「投資助言・代理業」の登録をすることが求められた。また、SPCのエクイティや匿名組合出資などを投資家から募るためには、「第二種金融商品取引業」の登録をすることが必要となった。

すなわち、不動産証券化商品の運用や販売などに携わる事業者は、金融商品取引業者として、金商法の規制に則って行動することを義務付けられることとなったのである。このことは、他の金融商品取引業者と同様に、J-REITや私募ファンドなどの投資運用会社も、厳しいコンプライアンス態勢やリスクマネジメントの整備が求められるようになったことを意味した。金融商品取引業者としての態勢整

備の不備や不適切な行動があったときには、監督官庁である金融庁から厳しい処分が下されることとなったのである。

事実、金商法の施行直後から、金商法上の投資運用業者であるJ-REITなどの資産運用会社に、証券取引等監視委員会が検査に入り、その検査結果を受けて金融庁から監督処分が下される事例が散見されるようになった。いずれも重大な事件に発展したわけではないが、それまで金融検査を受けたことがない資産運用会社にとっては、金融商品取引業者としてどのようなコンプライアンスが求められるかを認識する重要な機会となった。検査の指摘にはかなり細部にわたる事項もあり、あまりにも厳格すぎるとの声もあったが、資産運用会社のデューデリジェンス、投資判断、組織運営などの多様な側面において改善が図られたのは事実であった。

不動産証券化は「不動産と金融の融合」の性格を有するものであり、金商法の施行は、金融市場の論理・規律が不動産市場にも及ぶことになったことを端的に示すものであった。この後に生じた世界金融危機で、J-REIT市場などが致命的な打撃を受けることがなかったのは、このような内部管理態勢がその前に整備されていたことも大きな要因の一つであったと言える。

②情報開示の進展と市場の透明性の向上

市場が成長するためには、金商法などによる法的基盤が整備されることに加えて、投資家から信頼される市場になることが不可欠である。そのための重要な要件となるのが「市場の透明性」であり、これが確保されることによって投資家が安心して投資できるようになる。

市場の透明性を確保するために大切なことは、「情報開示」である。情報開示が不十分な場合、投資家と事業者(資金調達者)の間に「情報の非対称性」が生じ、事業者の「モラルハザード」^{注10}や「逆選択」^{注11}を引き起こす可能性が生じる。モラルハザードや逆選択が生じると、健全な市場の形成に歪みが生じることは言うまでもない。

不動産証券化が普及するまでは、不動産所有に伴うリスクは所有者が一手に引き受けており、そのリスクを取って開示する必要は薄かった。金融機関が貸し出しをする際にも、担保としてのチェックはするものの、貸出金の返済は債務者となる企業の信用力に委ねられることが一般的だった。だが、証券化が普及すると、エクイティに多様な投資家が関与することになる。デットもノンリコースローンが原則になると、不動産そのものの収益力、価値が問われるようになる。そこで、不動産売買などに際して、デューデリジェンスが求められるようになったのである。そうした不動産情報が、情報開示を義務付けられる上場J-REITなどを通じて広く開示されるようになり、不動産市場の透明度は飛躍的に高まることとなったのである。

さらに開示された情報をベースとする「不動産投資インデックス」が策定されるようになったことから、誰もがわかりやすい形で、市場情報を取得することができるようになった。その一例が、J-REITのデータに基づき06年4月より公表された「ARES J-REIT Property Index」(旧AJPI)であり、その後2012年10月に非上場・私募のデータも含む実物不動産インデックスAJPIと不動産ファンドインデックスAJFIが新たに公表された。それ以外にも、「住宅マーケットインデックス」((一財)日本不動産研究所、

注 10

「モラルハザード」は、経営破綻の危機にある事業者が、銀行と情報の非対称性があることを利用して、財務諸表を偽って銀行から資金を借り入れ、ハイリスク・ハイリターン投資をして一獲千金を狙うというように、倫理感が欠如することを指す。いわゆる「エージェンシー理論」において、プリンシパルである株主とエージェンツである経営者の間でも「情報の非対称性」に基づく「モラルハザード」は問題となる。

注 11

「逆選択」は、保険業務で保険会社と加入者に情報の非対称性があると、高い保険料を支払う事故確率が平均以上の人ばかりを保険加入者として選択してしまい、最終的には保険供給が困難になるというように、本来すべき選択と逆の選択をしてしまうことを指す。

アットホーム(株)、ケン・コーポレーション)や「JREI オフィス投資インデックス」((一財)日本不動産研究所)、「不動産価格指数(住宅、商業用不動産)」(国土交通省)など、いくつかのインデックスが公表されるようになってきている。

③市場を牽引する人材の育成

新たな市場が成長を続けるためには、その市場の牽引力となる人材の育成が不可欠である。だが、不動産証券化市場が成長し始めた2000年代初頭において、不動産と金融の両分野に通じ、かつ証券化の仕組みにまで詳しい人材は限られていた。この

ため、証券化市場の各プレイヤーは、自社内部で人材育成に努めるとともに、自社では不足するノウハウの吸収、多様な人材の確保にも注力した。こうした動きによって、多様な業界の人材交流が活発化し、それが市場に新たな刺激を与えることにもつながっていた。

不動産シンジケーション協議会(CRES、現ARES)も2000年から「不動産証券化基礎講座」を開設していたが、さらに06年4月に「不動産証券化協会認定マスター」(ARESマスター)の資格を創設した。多くの企業や個人の理解と協力により、2020年5月末現在で、有資格者は約8,700名にのぼっている。

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
 JA 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(2008)『基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法』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
 トーマス・セドラチェック著、村井章子訳(2015)『善と悪の経済学』東洋経済新報社
 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、2019年4月
 野口悠紀雄(2019)『平成はなぜ失敗したのか?』幻冬舎
 根井雅弘著(2013)『経済学の3つの基本』ちくまプリマー新書
 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
 不動産シンジケーション協議会(1997)『日本型不動産投資ファンド研究会 報告書』
 不動産シンジケーション協議会(2002)『不動産投資顧問業に関する研究会 報告書』不動産シンジケーション協議会
 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。