

## 「証券化実質始動は九八年 今「辛抱の第五段階」

船越 日本は不動産証券化の本格的なスタートは、一九九八年の「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC法）」の施行だと考えられます。同法で特定目的会社（TMK）が不動産の運用収益を裏づけとした証券を発行する場合の制度やルールが定められました。二〇〇〇年にはSPC法が緩和された「資産の流動化に関する法律」が施



行され、証券化業務が一層やりやすくなりました。当時の証券化を行うインセンティブとしては、資産の所有者が債務圧縮のためバランスシート改善を目論んだものが中心で、不動産の証券化が市場で本格的に動き出したのもこの頃からです。船越 物件価値を測る手法として、収入から運営経費などを引いた純収益を還元し、つまり価格の変動リスクなどを織り込んだキャップレートで割り戻す「収益還元法」が取引現場で積極的に使用されるよ

うになったのも、ちょうど二〇〇〇年あたりでした。船越 そうですね。鑑定評価の現場でも収益還元法が評価手法の中心となり、私たちが真剣に勉強したことを覚えています。ここまでは日本の不動産証券化の第一段階。第二段階は〇一、〇二年のREIT（不動産投資信託）の誕生。第三段階はREITのファンドオブファンズが解禁されREITの普及期となった〇三、〇四年。第四段階はREITの上場ラッシュの一方、公募価格割れの銘柄も出るなど、監督官庁が市場動向に注意を払い始めた〇五、〇六年。この頃は通常の鑑定評価では説明困難と思われる高値の取引も一部で見られました。

証券化の対象物件は、初期のころは誰もが知っているオフィスビルや商業施設が中心でしたが、第四段階あたりになると地方を含めた中小規模の物件が多数登場します。しかし、その後は相場が変わります。REITの新規上場は〇七年十月以降、途絶えています。サブプライム問題とリーマン・ショックで、〇八年秋から市場環境は一気に悪化しました。日本の不動産証券化市場は「辛抱」

日本、特に東京の不動産マーケットの売買取引は急速な低下が続いている。しかし一方では、世界の主要都市における東京のオフィス市場規模はパリやニューヨークを押し下げてトップになっており不動産証券化ニーズは根強い。また、国内総資産の四分の一にあたる約二千三百兆円が不動産資産といわれ、国内景気の向上のためには不動産マーケットの活性化が急務といえる。東京の不動産マーケット活性化について、3人のプレーヤーがそれぞれの立場から語った。



大和不動産鑑定株式会社

船越 毅 氏  
東京本社 不動産鑑定士・再開発プランナー  
不動産証券化の初期から鑑定評価業務に携わる。商業施設やホテル等のオペレーションアルセットの評価分野においては業界の第一人者。

## 鑑定評価会社も中長期的視点から 積極的に情報発信

船越 毅 氏

の第五段階にあると見えています。船越 リーガル面での最近の大きな動きとして、〇七年九月の金融商品取引法の施行で、匿名組合出資を受けたSPCが行う不動産信託受益権への投資とそのようなSPCへのアセットマネジメント業務の提供が規制対象に加わりました。これにより、海外の不動産私募ファンドなどが投資する際のストラクチャリングが難しくなった面があります。

配当損金算入要件など TMKのルール緩和も 船越 評価の立場から、海外プレーヤーとのREIT立ち上げのお手伝いをしたことがありましたが、情報の不透明さの要因もあつたか、彼らは引き上げてしまいました。日本の不動産関連の情報インフラは、証券化市場の拡大によって十年前に比べ進化したことは間違いありません。ただしそれがグローバルで通用するものかどうかは別。将来的には一定の強制力のあるルールのもとで展開していくことが必要かもしれません。船越 REITや不動産証券化商品の開示書類においては物件の営業純収入（NOI）やネットキャッシュフロー（NCF）などが開示されている、

# 東京の不動産マーケットを活性化させる

## 投資スキームのフレキシビリティと不動産投資インデックスの整備を

### 「収益還元法」にはさらなる理解が必要

船越 日本は不動産証券化市場の停滞には、金融機関の融資姿勢の厳格化も大きな要因といえます。レンドアの金融機関が融資に慎重なため、リファイナンス（ローン借り換え）を含めて、証券化スキームの組成・維持が非常に難しくなっている現実があります。

世間の評価であるマーケットバリュートとレンドアが査定するレンドアバリュート。現在は、両者の乖離がかなり広がっているという印象を受けます。なぜ、このような状態に陥ってしまったのか。一つには、先ほど申し上げた収益還元法に代表される新しい評価方法が、すべての市場参加者にまだ浸透していないことが挙げられるでしょう。

収益還元法には、「純収益」と、不動産の価格変動リスクをプレミアム（プレミアム）の形で織り込んだ「キャップレート」という2つの変数があります。双方の数値の取り方次第で最終的な査定結果が大きく異なってきます。例えば、市場が強気のときに非現実的な収益予想を立て、それをもとに収益還元法を用いると、通常の鑑定評価では説明がつかない結果が出ます。一方、例えばレンドアが、マ

トのネガティブなイメージに引きずられて過剰なリスクを前提に物件価値を算出すると、融資対象がなくなるほどの厳しい結果となります。

船越 証券化市場がスタートした当初、オフィスビルのキャップレートは5〜6%程度（イールドギャップは3〜4%）という認識があり、商業施設や住宅、ホテルなどであれば、これにリスクプレミアムを上乗せしたキャップレートを置いていました。

船越 収益還元法の理解においてキャップレートという言葉が一人歩きして、単純回りのようなイメージで使われてきたんですね。ただ、



アンダーソン・毛利・友常法律事務所  
パートナー弁護士 加畑 直之 氏  
不動産を含めた各種アセットの流動化・証券化業務をはじめ、金融法務全般を扱う。

## スキーム構築の障害となっている 法制度の見直しを

現在では証券化案件もだいぶ増えてきたので、キャップレートについて関係者が議論を高める必要があると思います。船越 商業施設やホテル等のオペレーションアルセットは、管理・運営の難易度が高いため評価人の見方によって物件価格に差異が生じやすいです。一方、オフィスビル等の賃貸用不動産は見方の違いによる差異は比較的少なく、リスクも相対的に低い。今のように市場が冷え込んで、単純回りのようなイメージが集中する傾向にあります。加畑 証券化商品の情報開示と不

動産に関するデータの整備についても改善の余地があると思います。開示の面についてはサブプライム問題を機に世界的に議論がなされており、日本では昨年四月施行の金商業者向け監督指針の改正や、近時に施行予定の日本証券業協会の自主規制規則で具現化されつつあります。これらは主として証券化商品の原資産のトレーサビリティ（追跡可能性）を確保するための体制整備や開示フォーマットの標準化を志向するもので、結果として証券化商品を安心して購入できる環境を整い、不動産市場への資金流入を促進すると一応期待されます。もともと、開示が進んでも、開示された情報の比較対象がなければ実効性に乏しく、わが国はそのような不動産市場のマイクロデータが不足しているといわれています。この点は、日証協の証券化商品の販売に関するワーキンググループにおいても指摘されていたところ。船越 投資家側からすると、不透明さはリスクとしてカウントされま

スの整備など市場参加者自らが積極的に推進すべき課題が少なくありません。私たちが鑑定評価会社も中長期的な視点から東京マーケットの発展のために積極的な情報発信していきたいと思っています。船越 一般に、海外の年金基金がグローバル分散投資する場合はアジアポジションがあります。ではアジアの中の分散投資先としてはどこがよいか。制度の安定性や金融機関の成熟度などを勘案すると、まだまだ東京マーケットは伸びる余地があると思えます。

## 信頼性とタイムリー性を備えた 指標を政策的に構築



アメリカン・アプリーザル・ジャパン株式会社  
トランザクションコンサルティンググループ REAG  
マネージング ディレクター 網野 茂樹 氏  
不動産アドバイザーグループを統括。事業再生やM&Aトランザクションを手がける。

また、TMKの配当損金算入要件でもう一点、特定社債と優先出資の募集はそれぞれ主として国内において行われていること、という項目があります。これも海外投資家のみが投資家になるような案件のストラクチャリングの障害になっており、緩和が望まれるところです。船越 日本、とくに東京の不動産市場の活性化には、不動産インデック

広告

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

TEL.03-6888-1000 <http://www.andersonmoritotsune.com/>  
2005年にアンダーソン・毛利法律事務所と友常木村法律事務所が合併し設立。所属弁護士は09年1月現在で260人超。主に企業法務、M&A、金融法務、労働法案件、知的財産案件、国際租税案件、中国案件を取り扱う国際的な大手法律事務所。

大和不動産鑑定株式会社

TEL.03-5283-5720 <http://www.daiwakantei.co.jp/>  
1966年設立。独立系大手鑑定会社として、東京本社と大阪本社を核としたスピーディーな全国対応体制。「不動産鑑定」「証券化評価」「システム評価」「ER（エンジニアリング・レポート）」を主軸とした、土地と建物に強いワンストップの不動産専門家集団。



American Appraisal

TEL.03-5511-7100 <http://www.american-appraisal.jp/>  
アメリカン・アプリーザルは1896年の設立以来、機械設備や不動産の評価からブランド、知的財産などの無形資産を含めた企業価値の評価まで、価値評価（バリュエーション）の専門会社としてグローバルでサービスを提供している。2002年、日本法人を設立。