

赤井 厚雄氏
Akai Atsuo



モルガン・スタンレー
証券会社

証券化商品部
エグゼクティブ
ディレクター

ここ5年間で劇的な変貌を遂げた日本の不動産証券化マーケット。
この潮流は、はたして“是”なのか。
もしくはなんらかの“非”が隠されているのか。
本座談会では、不動産アナリストである松村氏を司会に、
アレンジメント、格付機関、プロパティマネジメント、デューデリジェンスと
不動産証券化を取り巻く各界の第一線で活躍する
プレイヤーの方々にお集まりいただき、
不動産証券化の急拡大した経緯を振り返るとともに、
これからの課題、そして展望を論議していただいた。

オフィスジャパン
座談会



不動産証券化マーケットの今、 そして未来



大室 友良氏

Omuro Tomoyoshi

スタンダード&
プアーズ

ディレクター
ストラクチャード
ファイナンス
米国AIMR認定
証券アナリスト



腰高 夏樹氏

Koshidaka Natsuki

株式会社ザイマックス

取締役
プロパティマネジ
メント事業本部
ゼネラルマネジャー



菊池 由美子氏

Kikuchi Yumiko

生駒シービー・
リチャードエリス
株式会社

アセットアドバイザー
リー部
執行役員部長



司会

松村 徹氏

Matsumura Toho

株式会社ニッセイ
基礎研究所

金融研究部門
上席主任研究員



不動産証券化マーケットを振り返って

1998~2002年

第一部

証券化と関連ビジネスの誕生、そして進化

松村 資産の流動化を目的としたSPC法が1998年に施行されて、5年が経ちましたが、まず最初に、これまでの不動産証券化の流れを振り返っていききたいと思います。90年代初めにバブルが崩壊し、不動産マーケットの構造転換が進んでいます。リスクを分散あるいは共有しながら資金を集めなければならない時代が到来し、こうした時代の要請に呼応するように不動産証券化の基盤も急速に整ってきました。

そこで、第一部では、それぞれの立場から証券化関連のビジ

ネスがどのように拡大していったのか、その背景を含めましてお話をうかがいたいと思います。

モルガン・スタンレー証券の赤井さん、口火を切っていただけますか。

赤井 私は80年代後半から90年代初めまで、米国で住宅ローンの証券化に携わっていたんですが、東京に赴任した94年、日本でも広い意味での証券化のインフラストラクチャーが整備され、法的には証券化ができるようになりました。

実際に不動産を含む資産の証券化が認知され、本格化したのはSPC法ができた98年以降ですが、最近では「不動産証券化は企業経営に有効なツールである」という認識が急速に広まり、市場拡大に結びついています。

この背景には、証券化ビジネスに携わるプレイヤーの意識や対応力が高まったことや、制度面での使い勝手がよくなったこと、不動産を投資対象として明確に位置づけて購入する投資家が登場したことなどが挙げられます。

例えば、私どもは1999年に不良債権の証券化に着手したのですが、そのときは組成から販売までに約半年の期間を要しました。しかし、2000年の第2弾では約4週間に、翌2001年の第3弾はわずか5日間に短縮しています。

日本経済新聞によれば、2001年1年間の証券化商品の総額は3兆5000億円。株式が3兆2000億円、社債が8億円程度ですから、証券化のマーケットがかなり大きなキャピタルマーケットに成長していることがわかります。さらに、ここ1、2年を振り返ると、証券化市場のなかで最も急拡大しているのが不動産の証券化。しかも今がピークではなく、この拡大トレンドはこれからも続くと思っています。

松村 ノンリコースローンが出てきたのも90年代後半。こうした証券化の流れを、一貫してリードしてきたのが外資系金融でしたね。

赤井 ええ。ノンリコースローンは、海外の投資家がレバレッジをかける手段として要求したのがきっかけでした。それに対して日本の銀行が対応できなかったため、外資系金融機関が対応したわけです。

松村 そうした意味では、日本の証券化はアメリカンスタンダードの移植といえそうですね。

スタンダード&プアーズの大室さん、格付けという視点から、



これまでの証券化の流れを振り返っていかがですか。

大室 私たちが初めて不動産の証券化物件の格付けをしたのが2000年です。物件は高輪のサービスアパートメントでした。当社の統計では、CMB S（商業用不動産ローン担保証券）の市場規模は1999年が1,450億円でしたが、2000年が6,100億円、2001年が5,100億円、2002年が11月までで約5,000億円と拡大しています。その要因としては、プロパティタイプの多様化とストラクチャーの多様化が挙げられます。

まず、プロパティタイプの多様化ですが、初期の頃は証券化の対象としてオフィスビルや住宅が多かったのですが、その後、ホテルや流通店舗、不良債権なども加わりました。また、不良債権の証券化では、最近、担保不動産だけでなく、株債権や営業貸付金など、不動産を担保としていないものも対象となってきています。

ストラクチャーの多様化についても、当初は「一つの物件を一つのSPCが証券化する」という単純な形でしたが、今では物件もSPCも複数化しています。それを加速した要因の一つに、先ほどお話にありましたノンリコースローンの拡大も挙げられます。

基本的には、私どもも米本国の手法を用いていますが、それと日本のローカルの法制度や慣習とをどう摺り合わせていくかが課題でした。当初はプロパティマネジメント（PM）という概念もありませんでしたからね。

外資の要請で進んだ 証券化関連ビジネス

松村 不動産証券化に欠かせない関連ビジネスのひとつとして、PMがありますが、その先駆者であるザイマックスの腰高さんにうかがいましょう。

腰高 PMが認知されるようになったのは、ここ数年のこと。私たちは90年代半ばから当時親会社であったリクルートの保有資産の売却に携わり、投資家のために施設資産をマネジメントするビジネスをスタートさせました。90年代後半から2001年にかけては、経営破綻した企業の物件などが大量に発生し、管理件数が急激に伸びました。今はこうしたバルクセールは一段落し、個別に物件のバリューをいかに高めるかが勝負となっています。そういう意味では、PMもビジネスの質が変わってきていると言っていいでしょう。



一時、PMは参入障壁が低いビジネスと言われていましたが、今後は提案力や実績値によって選別されていくようになると思います。

松村 PMが本格的に日本に導入されて2、3年ですから、即時転売物件は別としても、まだ実績による比較ができない部分がありますね。しかし、今後、J-REITに上場したファンドのトラックレコードが出てきますし、それによってPMも実績値による評価が下される。そうすれば実績で選択される時代になるでしょう。

もう一つ腰高さんにうかがいたいのですが、海外の投資家を相手にして、今までと大きく変わった点はどんなところですか。

腰高 海外の投資家の最大の特徴は、保有期間が短いこと。たとえば、空室率30%のビルを購入し、100%稼働にしてすぐ売却するといった投資をします。そのためには、PMも短期間にパフォーマンスを上げなければなりませんから、仕事の仕組みを変える必要があります。たとえば、修繕計画やリーシング機能の強化といった面は欠かせませんね。

松村 海外の投資家の参入で、不動産の評価方法も大きく変わりつつあります。不動産鑑定士としてデューデリジェンスに携わっている生駒シービー・リチャードエリスの菊池さん、いかがですか。

菊池 デューデリジェンスも不動産証券化の周辺業務の一つとして、バルクセールが始まった97年頃から認識され始めました。当時は外資主導で、担当者は外国人でしたから、英語で対応できることがビジネスの必須条件ということで、当社にもご依頼をいただきました。担当者の日本滞在期間中に、大量の不動産の評価を行わなくてはならないというわけで、広い会議室に分厚いファイルを持ち込んで、ロールアップ・ミーティングと称し何日も“缶詰”になっていたものです。

外資によるバルクセールと同時に持ち込まれた概念なので、当初は「短期間に大量かつ安価にこなす調査がデューデリジェンスだ」という誤解もあったくらいです(笑)。

最近になって、ようやく不動産に関する「詳細な調査」とか「精査」という概念が理解されるようになり、技術面のレポートを作成する専門家とか、弁護士、税理士といった専門家、そして我々不動産鑑定士などによるチームプレーになってきました。従来、不動産鑑定士は個人レベルで仕事をするのが多かったのですが、デューデリジェンスにおいては、コーディネーター的な役割が求められています。

また、従来の不動産鑑定は土地の価格が中心でしたが、土地と建物を一体として捉え、そこから発生する収益から物件の価値を総合的に判断する方向に向かっています。以前から鑑定手法として収益還元法はあったのですが、時代の要請に合わせて、不動産鑑定協会でも2003年の鑑定評価基準の改定で、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(DCF法)を明文化するなど、新たな方針が打ち出されています。

市場透明化に欠かせない データ整備

松村 そうなると、外資のように売却を前提に投資する投資家にとっては、最初に行う資産価値の評価が大変重要になりますね。

赤井 その通りです。物件のバリュエーションと共に、アセットマネジメント(AM)やPMの実行力の両方が問われます。また、証券化が果たした大きな役割は、市場に透明性をもたらしたことではないでしょうか。多くの投資家に定期的にレポートを出しますから情報がオープンになり、それを第三者機関が評価し、それによってプレイヤーが選択淘汰されていく。証券化によって、こうした透明性の高い仕組みが市場に導入されたことが大きいと思います。

松村 パフォーマンスを評価する格付けも評価されますね。

大室 ええ。ただ、格付けをする側からすると、日本では不動産のデータの整備が遅れている点が辛いところです。そのため、最初は若干保守的な評価にならざるを得ませんでした。

松村 確かに不動産証券化市場が拡大したのはここ1、2年。まだ、実績値が少ない。オフィスのデータについては、生駒データサービスシステム(IDSS)さんが相当早くからデータを公開していらっしゃいますが、ホテルや百貨店、ショッピングセンターなどのデータ集めは、今でも極めて困難でしょう。

大室 そうなんです。あってもデータが古かったりして……。それに、こうしたオペレーションものの物件は、企業の財務にまで踏み込まないと本当のキャッシュフローなどは掴めない。オフィスビルも、米国とはテナントの意識が違いますし、オーナーにもテナントに対する守秘義務がありますから、個々のテナントの賃料までは公開できない。そうした日本独特のハードルがあります。

加えて、日本の投資家はそこまで要求しないところも多いんです。生損保さんのように、投資家であると同時に、自らもビルのオーナーであるという二つの顔を持ったところが多い



ためでしょう。

菊池 私たち不動産鑑定士としても、データ不足は頭が痛いところですよ。マーケットの動向を読んでストーリーをつくり、そのシナリオに基づいて最大公約数を出していくという過程で、それを補足するデータがあちこち抜けているのでは説得力がありませんから……。

その点、97年に現在の職場（生駒シービー・リチャードエリス）に移って、気分良く鑑定評価ができるようになりました（笑）。グループ会社のIDS Sが1988年から全国のオフィス市場のデータを発表していますし、当社の仲介営業を通じて“肌温度”的なものも伝わってきますから。

松村 データ整備は今後の重要課題ですが、不動産鑑定は「最後はサイエンスではなく、アートだ」という声もある……（笑）。

菊池 ええ、日本に比べればデータが揃っていると言われていた米国でも、本当に必要なデータに辿り着くのは、結構大変なようです。

赤井 ただ、日本の場合はデータを意識的に隠しているんじゃないかと、本当に基本的なデータさえないというところも多い。自分が保有する資産の価値のベースが何であるかを十分に認識していないからでしょう。これは「所有権は当然継承されるもの」と捉えていた日本社会全体の問題ではないかと思えます。

しかし、証券化というフィルターを通して資金を集める仕組みが導入されたことによって、今後はデータ整備も進むものと思います。

腰高 日本の不動産業そのものが、これまでデータを整備するという意識が薄いビジネスでしたよね。保有不動産を外資の投資家に売却することになって、初めてそうした問題に直面したわけです。

赤井 確かにそうですね。だから、一度証券化された物件はデータが整備されるから、レトルト食品のように次の証券化は簡単になる（笑）。

テナントは証券化ビルをどう見ているか

松村 テナントの視点に話を移しますが、自分たちが入居しているビルが証券化されることについて、企業の担当者の方はどんな反応を示されますか。

菊池 当初は不安感が強かったですね。入居しているビルが証券化されると聞いて、テナントさんから「SPCって何。聞いたこともない名前の会社がビルのオーナーになるのは不安だ」といった声も挙がりました。しかし、既存のオーナーさんの資金力に不安がある場合など、証券化されることでオーナーさんとは切り離される。敷金・保証金も担保されるし、賃貸条件の透明性も高まるわけです。そうしたことを十分にご説明すれば、概ね理解していただけるようになりました。ただ、その前提として、管理の質を落とさないという条件は不可欠ですが……。

腰高 確かに証券化されるにあたって管理レベルがどうなるかは、テナント各社が大変気にするところです。もしも短期間でパフォーマンスを上げるためにマネジメントコストを大幅にカットすれば、管理の質が下がり、テナントさんにとってはデメリットになる。テナント側からみれば、誰がオーナーかより、以前と変わらずに執務できるかどうかのほうが重要ですから。また、SPCは概してブランド力も知名度もありませんから、おっしゃるように、敷金・保証金が担保されるのかと不安に思うケースは多いです。証券化するビルのテナントさんにご説明にうかがうのですが、証券化のスキーム図をお見せして、背景にある企業の名前を挙げて納得してしてもらったこともあります。

総じてテナントさんの関心は「敷金がどうなるか」、「管理のレベルはどうなるか」、「ビルの名称がどうなるのか」、そして「リニューアル工事などに伴って賃料の値上げが起らないか」といったことに集約されます。

その他に「一度証券化されると、これからも頻繁にオーナーチェンジが続いて、そのたびにビル名もくるくる変わるんじゃないか。それでは困るよ」といった声もありました。しかし、これについては私たちも答えがありません。大体、我々自身、そのビルのPMをずっと担当しているという保証はないですからね。

松村 なるほど。「リニューアル工事による値上げ」という件ですが、今の市況では大規模改修をしても賃料を値上げする



ことは難しい。稼働率を上げたり、賃料のばらつきを修正する程度でしょう。

腰高 ええ。テナントによって賃料条件は結構ばらばらですからね。

松村 その上、6ヵ月前の解約予告でいつでもテナントが出ていける契約形態ですから、日本の証券化商品の格付けは米国と違ってややこしいでしょうね。

大室 そうですね。賃料のばらつきについては、私たちは格付機関という立場上、全テナントの賃料がヒストリカルにわかるようにしていますが、テナントによる賃料のばらつきはかなりありますね。明らかに市場価格とかけ離れているようなものは補正して、最大公約数を出すようにしています。

また、日本独特の賃貸借契約も問題です。定期借家権が導入されて長期契約ができるようになりましたが、実際に中途解約が出た場合、法律上の判断がどうなるのかなど、グレーな部分もまだまだ残されています。ましてや2年間の普通借家契約では6ヵ月前の解約予告でテナントは出ていけますからね。以前、日本の市場調査に来た米国のアナリストが「こんな市

場で本当に証券化ができるのか」と呆れて、早々に帰ってしまったという逸話が残っているほどです(笑)。

我々が日本で格付けする際には、米国本社の人間とそうした点を十分に協議して進めています。結局、日本では定期借家権を使った長期契約であれ、2年間の普通借家契約であれ、6ヵ月でテナントに解約されるワーストシナリオを念頭において格付けをするようにしています。

グレーの部分も残しつつ進む証券化

松村 そうしたグレーの部分を抱えながらも、証券化は進んでいます……。

赤井 グレーな部分の内容にもよりますが、結果はかなり出始めています。同じ格付けであっても、同じスプレッドでのプライシングにはなっていない。たとえばトリプルAであれば同じスプレッドかといえば、そうではない。そうしたことが見えてきて、その上でリスク・リターンを判断をされる投資家も登場してきています。





投資家もここ数年間でたくさんの案件を見ているし、実際の投資を通じてパフォーマンスデータも蓄積されている。それを判断材料にして、次の案件を検討しています。

松村 制度や仕組みより、現実のほうが先に進んでいるわけですね。

赤井 ええ。むしろ証券化された案件が二次市場で流通できるかどうかに関心が高まっています。証券を発行して3ヵ月後、半年後、1年後にどうなっているか、換金したいときに換金できるかといったことに関心が移っている。

特に、2001年9月から2002年3月にかけてクレジットリスクに焦点が集まりましたが、そうした過程を経て投資家の意識

が高まり、投資商品をつくる側と投資する側のレベルが急速に接近してきました。

松村 菊池さん、最近では不動産鑑定もこなれてきたのではないのでしょうか。以前は、絶対的な適正価格を出すものという見方がされていたけれど、皆さん今では相対感を持って見ているから……。

菊池 鑑定という仕事は、マーケットに参画するいろいろな人たちの最大公約数をとる仕事ではないかと思いますが、まだ、十分にそうした声が溜まりきっていないように思います。そうした意味で、個人的にはまだ修正過程にあるのではないかと考えています。

これからの不動産証券化マーケットを展望する

2003年～

第二部

松村 第一部では、ここ2、3年、証券化市場が急拡大した経緯や背景をうかがいましたが、第二部では、これからの不動産証券化マーケットを展望していただきたいと思います。

まず、オフィス市況ですが、「2003年問題」と言われるように、今年は大東心部の大型供給が重なり、オフィス市場は相当に混乱することが予想されます。また、全国的にオフィス需要そのものが低迷しているなかで、東京再集中という要素もありますので、地方のマーケットもまた厳しいのではないかと考えています。

菊池さん、実際にオフィス市場にはどんな影響が出ているのでしょうか。

東京以上に厳しい 地方のオフィス市況

菊池 2003年に入る前から、賃料を下げて空室を埋めておこう

という動きが見られました。

ただ、個人的には「2003年問題」は一時的なもので、東京市場については落ち着きどころはあると考えています。実際、それほど大きな混乱はないのではないのでしょうか。供給サイドは大手デベロッパー中心ですし、物件も都心の大型開発が中心ですから、バブル期の大量供給とは違い、秩序立った供給になるのではないかと考えています。

厳しさという点では、オフィス需要の東京再集中が進んでいますので、景気が回復しない限り地方都市のオフィス市況の悪化のほうが深刻ではないのでしょうか。

腰高 同感です。地方都市では100坪規模の商談は稀。テナントの動きも少ないので、いったん空室が出ればそれっきりです。それに地方でも中核都市への一極集中が進んでいまして、東北地方なら仙台、九州地方なら福岡といったように、周辺都市のオフィス需要が中核都市に巻き取られている。



不動産証券化マーケットの今、そして未来



赤井 ところで、オフィス市場の場合、全国に占める東京の割合はどれくらいですか。

松村 貸室面積で2分の1程度、賃料総額では3分の2程度といったところではないかと思いますが。

赤井 J-REITに上場しているファンドの東京の物件の比率は？

松村 ざっくり見て東京が6~7割くらいでしょう。大室さん、格付けという点ではこの比率をどう判断されますか。

大室 東京の物件の比率が高いことは、キャッシュフローが安定するという点でポジティブに捉えています。地震リスクは別として、やはりこれからもオフィス需要の東京集中は避けられないでしょうから。

松村 需要の東京集中と言えば、地方だけでなく、東京周辺の都市にもかなり影響が出ているようですね。

腰高 ええ、横浜のみならず、川崎、大宮あたりも影響が出ていますよ。東京のオフィス賃料が下がったことによって、周辺都市のオフィス需要が巻き取られている。たとえば、大宮は新幹線の発着駅として宇都宮や長野、高崎などの支店や営業所の統合先となり、一時期は「大宮バブル」と言われるほどオフィス需要が旺盛でした。しかし、今では大宮の拠点までが都内のビルに統合され、需要は低迷しています。東京の吸引力はますます強くなっていますね。

松村 あるファンドの方も「東京集中による地震リスクより、地方経済の地盤沈下リスクの方が大きいんじゃないか」と言っています。

地震リスクという点では、J-REITの投資基準は基本的に新耐震基準以降のビルですし、ビルのPML(最大損失可能性)値も開示されるわけですから、証券化ビルの方がむしろ安心かもしれません。

今後、同じ東京のなかでも耐震性能や立地などによるビル間格差はますます開くでしょう。いかにザイマックスさんを入れて良いマネジメントをしても、立地や耐震性などどうにもならない要素がある。PML値が開示されれば、中小老朽ビルはさらに厳しくなるのではないのでしょうか。

赤井さん、投資家の立場から見て、どういったビルを選択していけばいいと思われますか。

赤井 投資家あるいはファンドの立場から見れば、オフィス市場全体がどうなるかというより、ピンポイントで個々の物件の特性を把握して、「2003年問題」の影響を受けにくい物件を選ぶことでしょうね。もちろんPML値や良いマネジメントも必須条件です。

「2003年問題」の影響は、供給するオーナーによってかなりばらつきが出てくると思います。2003年から2005年までの3年間に、大手デベロッパーが供給する都心大型物件は25~26棟ありますが、都心立地といってもやはり違いはありますから、稼働率もかなり違ってくるでしょう。

投資対象として見た場合、高コストで質の低い管理をしていたり、オーナーのクレジットが低くて大量の空室を抱えていたビルを本来の平均値までもっていくのは比較的簡単ですし、投資家に説明もしやすいんです。証券化という形でオーナーチェンジしてクレジットリスクを下げ、優秀なPM会社にマネジメントを任せればいいのですから。ただ、平均値以上にパフォーマンスを高めるとなると、地方都市のビルはやはり難しいですね。

財務リストラ背景に、市場の拡大続く

松村 企業の財務のリストラクチャリングはなおも続いていきますし、減損会計も2006年3月期決算から導入されます。企業の資産効率改善の動きは依然として強いことから、不動産証券化市場の拡大は続くと思いますが、赤井さんはどうお考えですか。

赤井 先日、トリプルAからトリプルBまでの債券を550億円発行したんですが、これらの基になる不動産の売却主体は不良債権処理を進める金融機関や過剰債務を抱える一般事業会社、それに健全な財務の企業まで様々でした。不動産の売却主体は確実に拡大していますし、受け皿となるプロの投資家も増えています。これまでのように、不動産のプロでない一般事業会社が大量の不動産を所有している状態がむしろ異常だったのです。不動産証券化の対象はまだありますし、この流れはこれからも続くでしょう。

松村 そうした状況を見れば、この流れが10年続いても不思議ではない。それに証券化によって不動産の再有効利用が進めば、





社会的に意義のある動きとも言えますね。

大室 ええ。日本の国のバランスシートで見ましても、不動産の占める割合は非常に大きい。日本の不動産証券化は、オフィスや住宅といったアセットタイプを中心に伸びていくと思います。金融機関の不良債権絡みの案件も伸びるでしょう。ただ、不動産価値と企業価値が混同するようなパチンコ店や各種流通店舗、ホテルといったオペレーションタイプの物件の証券化は数としては少数であり、これからも大きく伸びるとは考えにくいですね。

不動産証券化の目的としては、減損会計への対応やオフバランス絡み以外にも、企業のリストラに絡むM&A、MBO（マネジメン・バイアウト）を契機とした証券化ニーズも出てくるでしょう。

松村 2004年以降には、以前に行われた証券化のリファイナンスが出てきますが、それはどうでしょう。

大室 おそらく一度証券化された物件は、先ほど赤井さんがおっしゃったように、“レトルト食品化”されて再加工しやすくなっていますから、プレイヤーが見逃すはずがありません。リファイナンスされてセカンドフェーズの商品として出てくると思っています。

腰高 1980年代から、サブリースを含めて20年契約の物件が出てきましたが、昨今、それらの契約が切れる時期に来ています。現在のような市況では、保証型の賃貸借契約を継続するより証券化するほうが有利だと考えるオーナーも増えています。実際に、中小個人オーナーの場合、サブリース契約が切れるとき、証券化に興味を持つケースが多い。これも不動産証券化という手法が市民権を得てきた証でしょう。タイミングを見計らえば、証券化は大変有効な資産形成のツールになります。PMを通じてオーナーさんと直接接している当社としては、そうしたタイミングで様々なスキームが組めるようにして、ビジネスを拡大したいですね。

松村 PMを超えたビジネスに挑戦されるわけですね。

腰高 ええ、管理だけでなく、商業施設の用途転換など企画型のビジネスも展開したい。投資家の投資サイクルに見合ったところで、最初の企画から管理運営、売却までパートナーになれるようなPM会社を目指しています。

セカンダリーマーケット 形成の条件

松村 先ほど不動産証券化が拡大するためには、セカンダリーマー

ケットができるかどうか大きなポイントだというお話が出ましたが、赤井さん、その点はどうでしょうか。

赤井 できると思います。米国でCMBSのトレーディングをしているとき、当社だけでも月間2,000億円規模の取引がありました。米国では97年からセカンダリーマーケットが急速に伸びています。その背景にはディスクロージャーの標準化とか、取引に必要な情報を発表するサイトや媒体が登場し、必要な情報がアップデートされ、誰もが気軽にアクセスできる基盤が整ったことがあります。

日本でも同様の基盤が整えば、セカンダリーマーケットは拡大するでしょう。今は証券化したディールがプライシングされたことも発表されていないし、セカンダリー商品を売買するにあたって必要な情報が、米国のような「つくりつけ」になっていない。つまり、日本にセカンダリーマーケットがないのではなく、それを支える仕組みや基盤が整備されていないだけなんです。その違いは、流動性プレミアムということで投資家がチャージし始めています。

菊池 皆さんの意見に同感です。不動産鑑定の観点からの希望も含めて付け加えますと、これからの展開を考えると、証券化に参加するプレイヤーが共通言語で話せるようになることが重要ではないかと思います。現状では、ひとつの言葉をとっても、アレンジャー、格付機関、そしていろいろなタイプの投資家がそれぞれ違った観点から微妙に違った捉え方をしている。証券化に関わるプレイヤーが共通言語で話せるようになり、市場が透明性を高めて初めて日本の証券化市場は本物になるのだらうと思います。

腰高 その点が重要だと考えた方がおりまして、我々仲間うちで、和製英語を含めた不動産証券化に関わる専門用語を100くらい集めて、マニュアル本をつくらうと準備を進めているところなんですよ。

赤井 それに関して二つの動きがあります。一つは米国の不動産証券化の団体であるCMSAの日本支部が発足しまして、情報開示の標準化や知識体系の教育を実施しようとしています。もう一つは、不動産シンジケーション協議会が社団法人化して不動産証券化協会になりましたが、そこでも証券化に関わる標準化や普及教育などに積極的に取り組んでいるところです。

松村 スプレッドシートなども同じものを使えばいいのと思いますが、日本人は「標準化」がどうも苦手なようです。しかし、考えてみれば、わずか5年間でここまで進み、これからやるべきことも大分見えてきているわけですから、そう



した動きも早いのではないのでしょうか。

赤井 住宅ローンの証券化に比べれば、不動産の証券化は標準化が進んでいるほうですよ。住宅ローンの場合、証券化を全く前提としないで各金融機関が顧客のニーズに合わせてつくっているの、束にするのが大変難しい。その点、不動産は外形的にはある程度標準化されている。その中身の標準化が進めば、かなりうまく進んでいくのではないかと見ています。

本当の実力、実績が問われる時代へ

松村 最後に、証券化市場拡大の課題やそれぞれのビジネスの方向性などについて、ひと言ずつお願いします。

腰高 PMは外圧で盛り上がりました。現在は米国のビジネススキームで進んでいますが、フィーとコストの問題が浮上しています。具体的に言えば、低採算性、過当競争にどう対抗していくかということです。我々のようなPM会社は、これからどのようにビジネスを広げていくかが、実績の時代、淘汰の時代を生きのびるポイントになるだろうと思っています。

大室 例えば、金融機関が不良債権処理を進める際に、我々がどの段階から関与できるか。これには大変興味がありますし、売却後まで関与していくにはどうしたらよいかを考えています。投資自体のスパンは短くなっていますが、その投資期間の前後まで含めた長いスパンで不動産証券化ビジネスに関わって

いきたいですね。

赤井 不動産証券化を進めるうえで課題だと思うのは、周辺プレイヤーがまだまだ足りないこと。ストラクチャーを構築する専門家は足りていますが、職能別に見ると、トレーディングやプロフェッショナルなセールス担当者、リサーチ担当者、それに投資家サイドでも証券化に専門特化した人々が少ない。しかもその多くが専業ではなく掛け持ちです。この課題を克服しないと、どこかで齟齬をきたすのではないかと思います。

菊池 不動産証券化に関わるプレイヤー像という視点から申しますと、不動産鑑定士の世界もそれぞれ専門性を高めていく方向に向かうだろうと思っています。事実、私どもの社内でもそうした流れが出てきています。証券化がもう一段こなれたときに、それぞれのプレイヤーの専門性や実績がよりシビアに問われるものと思います。

松村 不動産業そのものも専門特化の必要性が高まっていますが、不動産証券化も導入の段階から本格化の段階に入り、証券化ビジネスに携わるプレイヤーの専門性や実力が問われているようです。今後は実績が出てきますから、そうした意味からも、日本の不動産証券化市場はまさにこれから実力に基づく競争の時代に入っていくのだろうと思っています。

本日はありがとうございました。