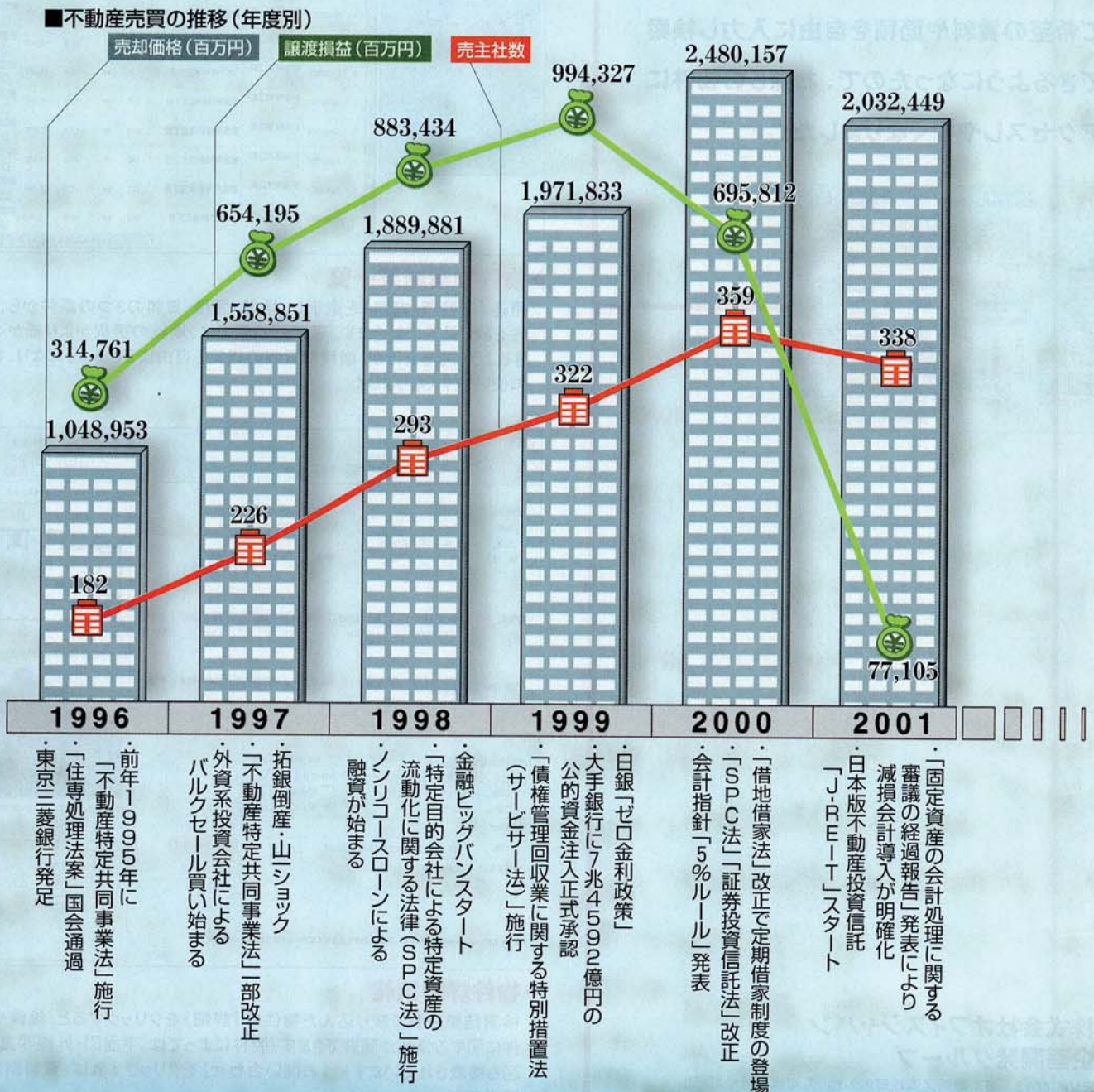


土地に流れを ビルに力を

証券化・ファンド化の進展で変化する不動産ビジネスの実際



1.

活性化する不動産売買の背景

誰が売り、誰が買うのか

バブル崩壊以降、長期にわたり硬直し続けてきた事業用不動産の売買が、近年、活性化してきている。昨今のマーケットの変貌ぶりは、まさに驚きに値するだろう。しかし怪訝に思うのは、今、いったいどこに、不動産を買う意味があるのかということ。かつて「事業資金を捻出するため不動産を担保にする」「信用のため自社ビルを持つ」と、我が国のビジネスの根幹を成していた不動産所有。しかし、10年来一貫して下落する地価、遅々として進まない不良債権処理、いっこうに回復しない経済情勢と、今までの常識では、売買が活性化する要素などどこにもないのである。

なぜ“今”なのか。この問いに答える前に、まず、近年の不動産売買において「誰が売り」「誰が買い」「どのような不動産が売買されているのか」を

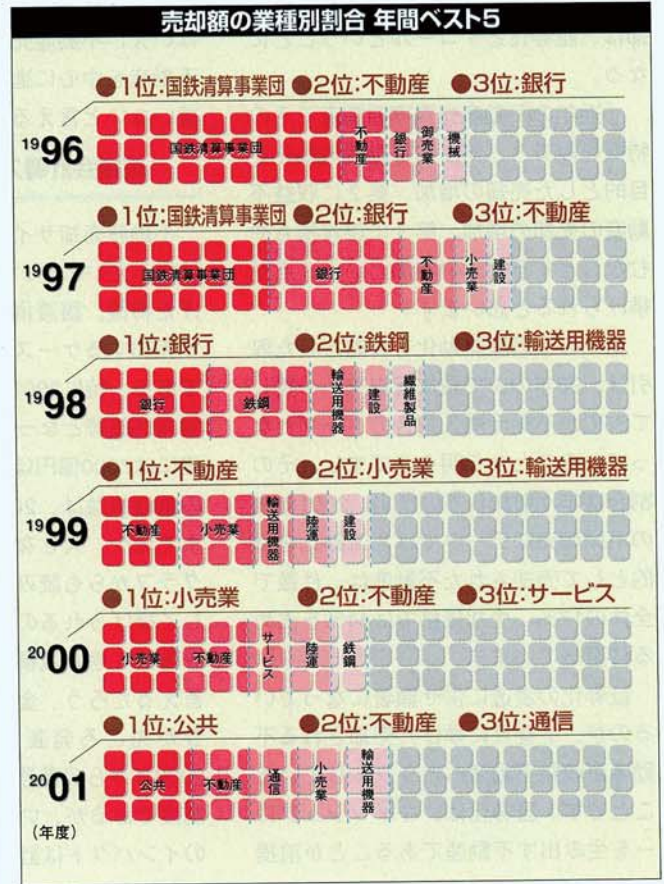
見てみたい。定期的に法人の不動産売買実態の調査を実施している、みずほアセット信託銀行のシンクタンク・株式会社都市未来総合研究所のデータを基に、その分析から変貌する不動産売買マーケットを検証するとともに、同社の研究員である田中哲夫氏、佐藤泰弘氏の両名に、直接お話をうかがった。

「当社では、上場企業等が売却・取得した土地・建物の売主や買主、売却額、譲渡損益等のデータの収集・分析を行っています。それによると、1996年度から2000年度にかけての不動産売却額は、毎年、確実に上昇していましたが、2001年度は、物件数が昨年比でわずかながら減少したため売却価格もやや落ち込みました。とはいえ、売買件数は相変わらず高い水準にあり、昨今の活性化する不動産売買マーケットの様子が、はっきりと現れています。また、売却額の業種別割合には、いったいいつ、どの業種が、不動産の売却

を積極的に行ったのかを示されており、その時々時代の背景と照らし合わせてみると、興味深い結果となっています」（田中氏）。

96年度の総売却額は約1兆490億円。2001年度は2兆325億円と、5年間で2倍弱の伸びとなっている。しかし、96年度の売却額の半分近くが国鉄清算事業団の汐留入札によるものであり、実質の不動産売買マーケットは4倍近くに拡大。下降を続ける地価動向を考慮すれば、数値以上のものがあると言えるだろう。

業種別売却額割合のグラフを見ていくと、最も早く不動産を売り始めたのが銀行で、97年度、98年度と不動産の売却を進めていたことが分かる。この背景に、97年に骨子が固まり98年にスタートした金融ビッグバンがあることは言うまでもない。しかし、この2年で、処理すべき不動産が全て出尽くしたわけでないことは、昨今の銀行の経



営状態を見ても明らかだろう。98年度以降の3年間で、銀行が売却額上位5業種に入っていないこと。加えて、特に97年度などは、譲渡損のある取引があまり行われていないことから、この時期の銀行は、含み益の大きい不動産の売却により利益を捻出し、金融ビッグバンに備えたといったところであろう。

同じ98年度の売却額割合のグラフでは、銀行以外に、鉄鋼、自動車、建設といった重厚長大型産業に代表される古いタイプの企業群が現れている。同年は、97年の山一ショック後、リストラの嵐が本格化した時期で、これらの業界では、事業再建の一環として、寮や社宅、工場、本社ビル等の所有不動産が売却された。そして、このような流れのなか、翌99年度、業種別購入額割合のグラフに、「SPC（特別目的会社）」が登場するのである。

証券化により変化する売買市場

「SPC」とは、証券発行という特定の目的のみに作られた会社のこと。詳しくは後述するが、1998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」の施行により、日本国内でも不動産証券化のために設立できるようになった。つまりSPCへの不動産の売却は、証券化とイコールということになる。

「近年の不動産売買実態調査でその特徴をみると、第1に不動産流動化を目的とした売却の増加、第2に収益不動産の売却の増加、第3に譲渡損もやむなしとする売却の増加という3点が挙げられると思います。

第1の不動産流動化を目的とした取引は、98年のSPC法施行以来、一貫してSPCが不動産購入割合のトップとなっていることから明らかです。その割合は年々増加しています。2001年度の不動産売却データでは、流動化を目的として売却された不動産は、件数で全体の17%、売却価格では44%を占めるに至っています。

証券化の浸透に併せ顕著になっているのが、2番目に挙げた売却される不動産が収益不動産へとシフトしていることです。証券化は、キャッシュフローを生み出す不動産であることが前提

条件ですから、99年度以降の売却サイドの上位には、オフィスビルを所有する不動産業や、店舗を所有する小売業がランクされています。特に2000年度は、収益不動産の中でも商業店舗施設の売却が多く見られましたが、これは同年、スーパーや百貨店などの商業施設が数多く証券化されたことに起因するものでしょう。しかし、この傾向は一時的なものであったようで、2001年度の売却物件の主流は、やはりオフィスビル。流動化不動産の売却価格の7割以上を占めています」（佐藤氏）。

本社ビルをSPCに売却するといった、単体ビルの流動化を目的とした証券化とともに、昨今は、投資家から集めた資金を運用するため、複数の流動化不動産をまとめてファンド化するJ-REITに代表される不動産投資信託の展開が本格化してきている。そのため、賃貸オフィスビルの中でも高いキャッシュフローを生み出す優良物件には、非常に高い購入ニーズが生まれているのである。しかし、このような物件は市場に出ることが少なく、需給関係は逼迫。地価下落のこのような時勢においても売却額が高騰し、一時「ファンドバブル」と呼ばれる様相を呈したほどだ。現在は落ち着きを見せているとはいえ、不動産売買マーケットが収益不動産を中心に進展していくことは間違いないと言えるだろう。

減損会計導入の多大な影響

不動産売却サイドの傾向として特に注目したいのが、佐藤氏が3番目に挙げた特徴。譲渡損を生むにもかかわらず売却するケースが増加していることである。特に2001年度になって、この傾向が顕著となってきている。2000年度には7000億円ほどであった取引全体の譲渡損益は、2001年度は771億円にまで減少。大きな転機を迎えたことがグラフからも読み取れる。この要因として挙げられるのが、いよいよ現実味を帯びてきた減損会計制度への対応と言えるだろう。金融庁の企業会計審議会が先ごろ発表した公開草案では、2006年からの義務付けとされる同会計制度であるが、いざ実施となれば、そのインパクトは計り知れない。今まで

の不動産売却は、もっぱら経営が苦しい企業のリストラ策といった側面が大きかったが、同制度の導入により、価値が下がり続ける不動産を所有しているだけで、バランスシート上で損失を負うという相当のリスクを抱え込むこととなる。極端な話、いくら本業で利益を上げて、所有不動産の値下がりが続けば、いつまでたっても儲からないということだ。資産効率の向上を目的に、オフバランスを実施していくのは、まさに全ての企業にとって急務と言える問題だろう。証券化を用いた本社ビルの売却は1999年をピークに、5%ルール（SPC等への売却により流動化した不動産の権利を、売却後も5%以上を売却サイドが有していた場合、オフバランスと認めないとする日本公認会計士協会の指針）が発表された2000年5月以降下火になったと言われているが、減損会計の導入が現実となった今、企業サイドは、真剣にオフバランスを考えなければならなくなった。一時の譲渡損を覚悟しても、ROA（総資産利益率）やROE（株主資本利益率）といった経営指標の向上に努め出したと言えるだろう。

脚光を浴びる新不動産ビジネス

今まで、都市未来総合研究所が発表する不動産売買に関する資料と、同社研究員である田中氏、佐藤氏への取材を通じて、不動産売買の推移と現状を考察してきたが、全てのデータ、全ての結論が、収益不動産を中心とした不動産の証券化、ファンド化に向けたベクトルを裏付けている。証券化を帆に、確実に動き始めた収益不動産という船。そこに吹く風は、減損会計の影響であり、外資系企業の進出によるグローバルスタンダードの浸透であり、法律や税制の整備と行うことができる。しかし、その舵取りは、今までの不動産業界の手法とは大きく異なる。次章では、現在の不動産証券化や不動産ファンドを取り巻く各界の目論みと、アセットマネジメントやプロパティマネジメント、デュデリジェンスという、脚光を浴び出した新たな不動産ビジネスの関連性を明らかにすることで、不動産業界の変貌を解説する。

2. 流動化不動産を取り巻く新機軸

不動産業界の目論み

前章で、帆に風を受け走る船に例えた現在の不動産マーケット。下の図は、それをさらに詳しく、不動産流動化に関連する各業界の目論みを解説したものだ。この中で、特に重要となるのは、図中で「デベロッパー」と記した不動産サイドと、「銀行」「外資系金融」といった金融サイドとの関係である。

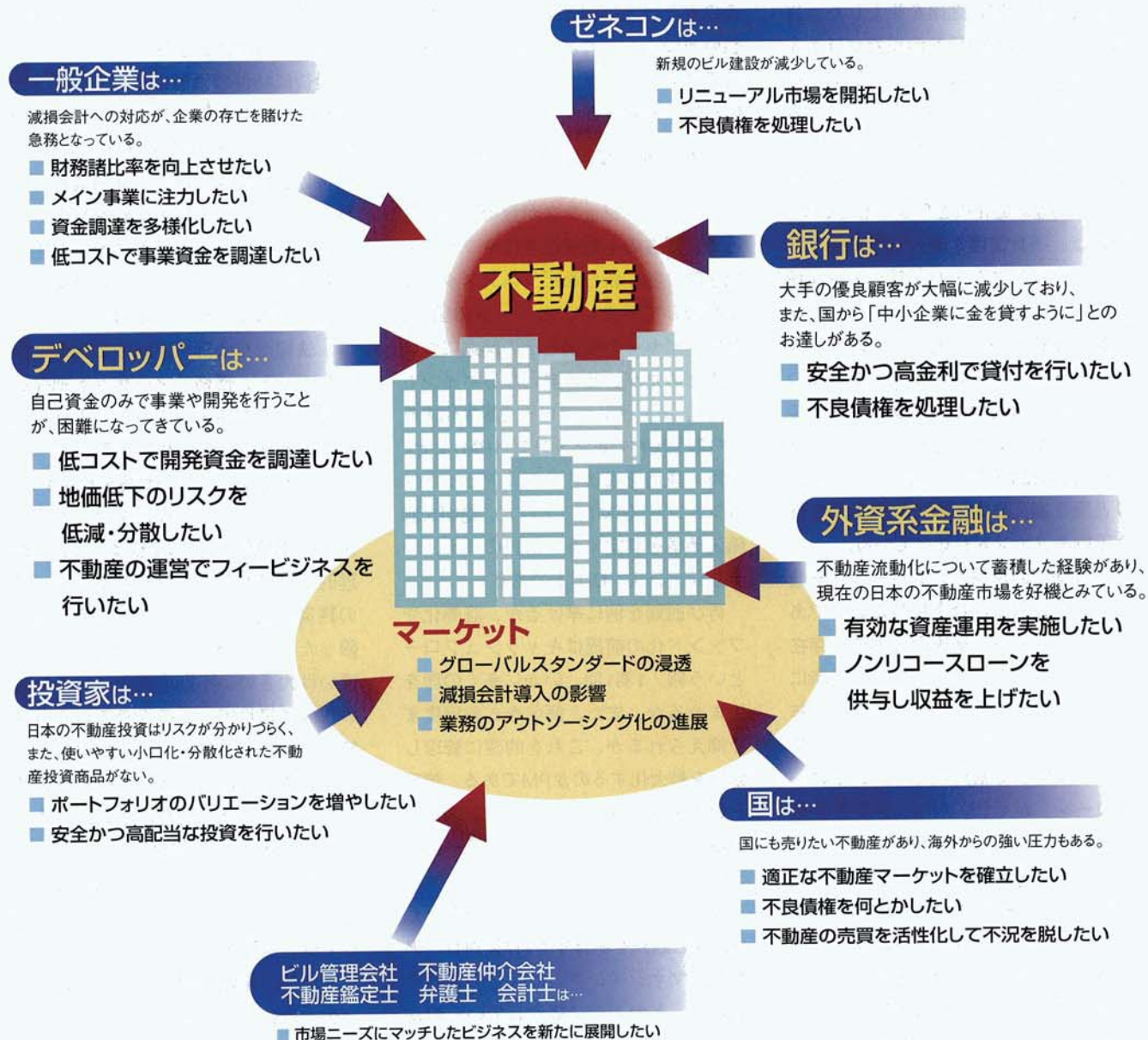
まず、不動産サイドの状況だが、現

在、超優良デベロッパーであっても莫大な有利子負債を抱えており、自己資金のみで事業を完結できる企業は、明らかに少なくなってきている。また、そんな中で銀行の融資は期待できず、事業の推進に当たり、直接市場から資金を集められる手法を、待ち望んでいたと言える。もちろん、前述した減損会計が、不動産業界にとって切実であるのは説明するまでもない。不動産業の本業とは、読んで字のごとく不動産

を軸にビジネスを進めることだが、その所有には大きなリスクが発生する。不動産業といえど不動産を所有せずに行う事業、つまり運営・管理・運用・コンサルティングといったフィービジネスへの体質改善が急務となっているのである。

加えて、不動産の証券化やファンド化が進展することで、派生する関連ビジネスは数多い。そこで求められるのは、不動産に関する豊かな経験と確か

不動産流動化時代の各界の状況と目論み



な知識であり、それを有しているのは、他ならぬ日本の不動産会社なのである。業界にとってみれば、不動産の流動化が、一石二鳥、一石三鳥の潮流であることが理解できるであろう。

金融業界の目論み

対して金融サイドが期待するのは、有利な投資を行うことと、安全に高い金利で、お金を貸すことに尽きる。まず、外資系ファンドが、海外での豊富な経験と、投資家からの豊かな資金により、日本の不動産市場に積極的に参入してきた。これは、彼らの目から見て、日本の市場が有利に投資できる場と映ったからに他ならない。始まりは、97年からマーケットを騒がせた不動産担保付不良債権のバルクセール。高配当を期待する海外投資家群が、その潤沢な資金を武器に進出を果たした。当時は、転売の利鞘目的の投資がほとんどであったが、これを機に、グローバルスタンダードな不動産金融スキームが我が国に持ち込まれたのは確かなこと。以降、市場はキャッシュフロー重視の不動産流動化へとシフトしていく。現在は、不良債権を購入して転売するというハイリスク・ハイリターンな投資の旨味は薄れつつあり、こうした海外投資は日本から撤退しつつある。代わってその主力プレーヤーとなりつつあるのは、超大型のハイグレードビルや好立地の優良物件を獲得したり、自らも店頭公開を実施したりと、じっくりと腰を据え日本市場で資金運用を行う不動産ファンドとなっている。

金融機関の目論みのもう一つ「安全に、高い金利でお金を貸したい」であるが、ここでも、従来の日本には存在しなかったスキームにより、不動産に対する融資が可能となっている。98年に、JPモルガンが某マンションデベロッパーに対して融資した「ノンリコースローン」がそれ。以降、外資系金融企業をはじめとして、邦銀、ノンバンクと、次々と貸手が広がり、不動産流動化に向けた融資が実施されている。

このノンリコースローンとは、今までのように会社の信用にお金を貸すコーポレートファイナンスではなく、その不動産の収益性に対しお金を貸し出

す、いわばプロジェクトファイナンスの一つ。万一債務不履行となった場合、融資の担保は対象の不動産のみで、借主の人的保証はなく、いわば不動産を質入れするようなものだ。ただし、普通の質草は収益を生まないが、ノンリコースローンの対象は、キャッシュフローを生み出す収益不動産でなければならない。卵を生まない雄鶏は質草にならないが、雌鶏は質草になり、貸手側は、その卵の価値を判断してお金を貸すというわけである。このように記すと、どう考えても貸手側に厳しいローンに思えるが、まさにその通りで、その代わりに高い金利が設定できる。また、非常に重要となるのは、その雌鶏が、どれだけ、どの程度の期間、どのようなリスクで卵を生み続けるのか、また、鶏肉にして売ったらいくらになるのかという目利きにあるのは容易に想像がつく。これが、昨今、そこかしこで耳にする「デューデリジェンス」の一端なのである。

新たな不動産業プレイヤー

デューデリジェンスが登場したところで、現在の不動産証券化やファンド化を取り巻く新たなビジネススタイルを解説してみたい。右ページの図に、各プレイヤーの役割とその関連についてまとめたが、その要となるポイントは3つ。キャッシュフローを最大化する「プロパティマネジメント (PM)」と、投資・運用を成功させる「アセットマネジメント (AM)」。そして、適切な価値・価格を判定する、前述の「デューデリジェンス (DD)」である。

再び雌鶏を例に挙げるが、証券化やファンド化の前提はキャッシュフローという卵。1羽1羽、いかに多くの卵を生ませるか、また、餌代をどの程度まで抑えられるか、これを的確に管理し儲けを最大化するのがPMである。管理という意味で、ビルメンテナンスが馴染みある業務だが、収益性を第一に考える点が大きく異なっている。

なるべく餌代がかからず、卵をたくさん生む雌鶏を飼育するPMに対し、アセットマネジメントとは、その養鶏場全体を、どのように経営していくのかということ。卵を生まなくなった雌鶏

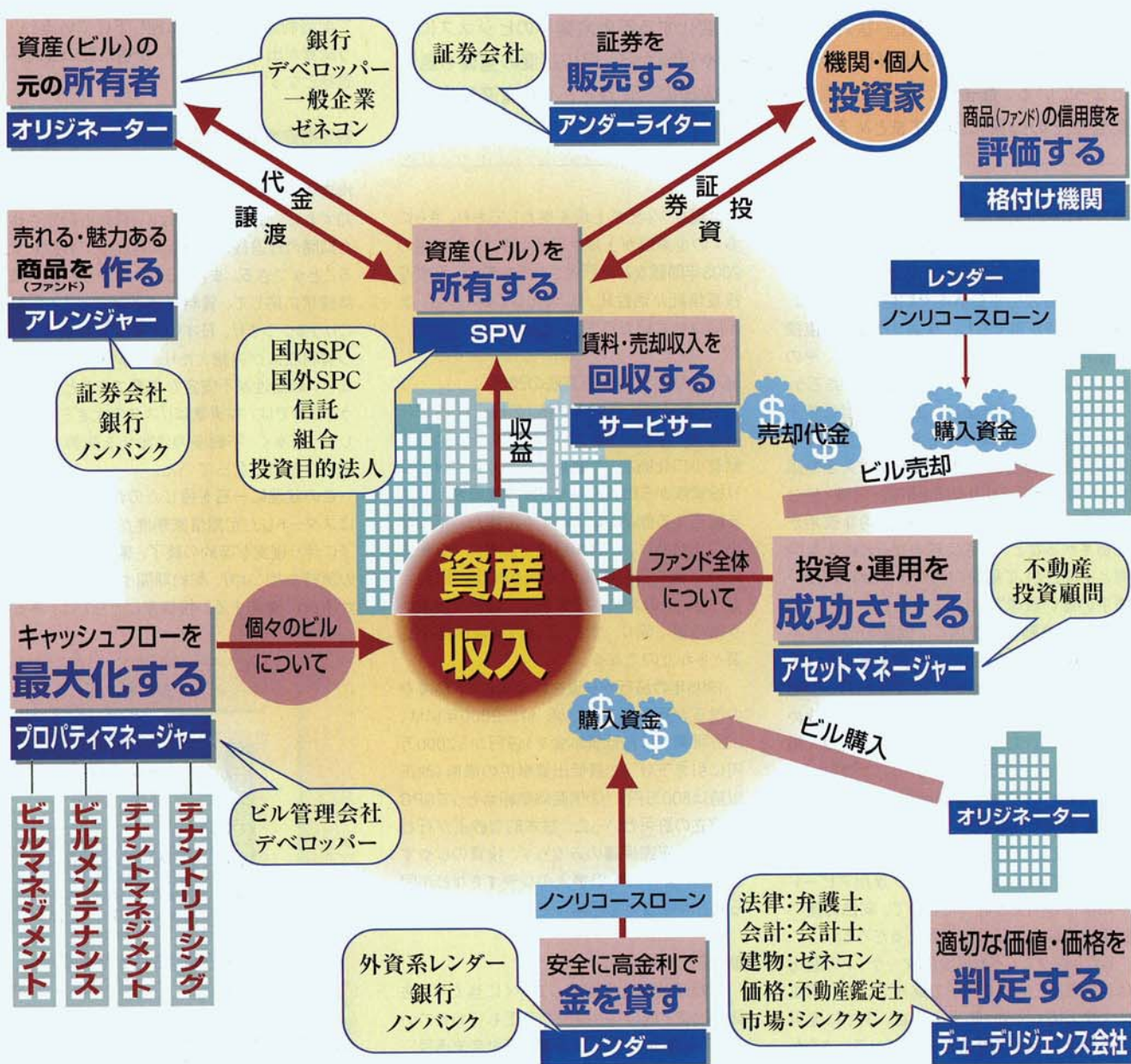
をどうするか。鶏肉にしてどこに売るか。どこから雌鶏を買ってくるか。養鶏ではなく酪農の方が儲かるなら、そちらに転向しようとするのもAMの役目であろう。不動産ファンドは、地震に対するリスクマネジメントから、ビルの立地を広域に設定するのが一般的だが、これなども、一品種では疫病に対してリスクが高いので、多品種を飼育しようとするスタンスに近い。もちろん、よりよい飼育者 (PM) を選定するのも、養鶏場経営を成功させる上で重要なポイントだ。こう記すと、まるで養鶏場のオーナーのようだが、所有者はあくまでSPCなどの証券発行体であり、そこに資金を投資する投資家である。AMは、その戦略を代行するプレイヤー。投資家のニーズや要望に的確に応えるだけの実力と戦略を有すること、またその提案・アピール・交渉の能力が必須条件となる。

最後に物件の価値を査定するデューデリジェンスだが、これは、資金を提供する投資家や融資を行うレンダー、格付け機関はもちろん、元所有者のオリジネーターや運用の実務を行うアセットマネージャーに至るまで、市場を取り巻く全てのプレイヤーが必要とするものである。また、そのファクターは、法律から会計、建物のビルディングレポート、価格、マーケット把握と多様であるがゆえ、図示したように進出する業界も多岐にわたっている。

我が国において、「不動産を判断する」といった点でまず代表に挙げられるのが不動産鑑定。対してDDは、法的、物理的、経済的と多方面にわたるが、その経済的調査の一部である価格査定に限ったDDであっても、鑑定とDDとの違いは大きい。不動産鑑定ブレインズの代表取締役で、その最も大きな相違点として、対象物件の出口戦略に対する温度差を挙げている。現在、収益還元法の考え方が鑑定士の間に浸透しつつあるのは確かだが、さらにもう一步、「結局、いくらで売れるのか」ということに関しては、蓄積するデータが不足するなど、従来の鑑定評価ではカバーできないケースも少なくない。

今までの不動産鑑定には、言うなれ

新たな不動産プレイヤーの役割と担当する業界



ば鶏に血統書を付けるような一面があった。価格の箔付けや権威付け、もしくは法で定められているからとの理由でなされるケースだが、今、必要とされているのは、実際“競り”に出したらいくらで取引されるかという市場感覚。さらに極端に言えば、この値段で買ったならこれだけ得をする、損をするという当事者感覚であると言える。事実、不動産投資会社・ジャーミン・ストリート・キャピタル・リミテッドでチーフエグゼクティブに就く櫻井建氏なども、不動産ファンドビジネスのプレイヤーとして最も重要なことは、常にマーケットの中に身を置いて、その動向や変化を的確に感じ取り、精緻に

分析し、最も実のある手段を判断できることだという。アセットマネージャーとは、ビルオーナーの代行というより、むしろ証券マンという趣である。

そして、より高度なスキームへ

上記でDDとAMを例に挙げたが、これまでの不動産を取り巻く業界は、読んで字のごとく、動かざるものの“不動”ぶりに甘んじ、不動産に対し、精緻に、そして真摯に向き合う姿勢に欠けていたような気がしてならない。管理・運営するデベロッパーしかり、資金を貸し出す銀行しかり、作り上げるゼネコンしかり。しかし、不動産が動き出した今、全てのプレイヤーが実利

を見極め、実利を追い求めるというスタンスが、不可欠なものとなってきたと言えるだろう。

本稿では今まで、不動産流動化にはキャッシュフローありきの収益不動産が前提と言い続けてきた。しかし、現在市場では、更地から証券化を導入する「開発型証券化」といった、さらにハイレベルに進化した手法が登場してきている。より精密な分析と確かな評価、そして高度な不動産金融スキームへ。そしてこのことは、不動産業界が新たな不動産ビジネスのあるべき姿へ、しっかりと向き合い始めた現れだと言いつけるのは、あながち的外れではないのではないだろうか。

不動産流動化に向けた、

ここまで、不動産流動化の状況やその背景、変化する不動産業界のビジネスについて触れてきたが、その進展に合わせて、法律や税制など、周辺制度の整備も急務となっている。最後に、今までに実施された法律等の改正点と、不動産流動化への影響やその効果についてまとめることにする。

■SPC法の改正

1998年9月、不動産流動化の推進を目的として創設された「SPC法」。成立時は、不動産証券化の普及や不良債権早期処理の促進に、多くの期待が寄せられ、事実、市場から直接資金を調達できる新たなスキームとして、その誕生には大きな意義があったと言えるだろう。しかし、それとは裏腹に、法律の内容に若干問題があったことは否定できない。金融庁への資産流動化計画の登録義務や借入金制限をはじめ、計画通りの資産を取得・管理・処分が必要で市況変化に応じた弾力的な運用が阻害されるなど、いざ実務となると膨大な時間と手間、そして融通の利かなさを伴う“使い勝手の悪い法律”と化していた。

不動産流動化の進展に、同法の改正が不可欠となったのは、市場ニーズを考えればまさに必然。わずか2年後の2000年11月、SPC法は名称も端的に「資産流動化法」として改められた。主な改正点は、①最低資本金の大幅な引き下げ(300万円→10万円)、②登録制から届出制への変更、③資産流動化計画の定款記載事項からの削除、④借入金の解禁、⑤SPT(特定目的信託)の導入などが挙げられる。改正の目的は、市場拡大、運用スピードや効率性の向上を図ったもので、同法の使い勝手は格段に向上したと言えるだろう。

しかしながら、不動産金融マーケットの進化は、予想以上のスピードで進んでいる。同法は、改正後わずか1年半の現在、すでに運用上不都合な点が指摘され始めている。さらなる不動産流動化の気運の高まりと市場ニーズに合わせ、立法府の的確かつスピーディな対応にも、期待したいところである。

■投信法の改正

2000年11月、SPC法とほぼ同じタイミングで改正された「証券投資信託法(投信法)」。この改正の目玉は、日本国内においても不動産ファンドの組成が可能になったこと。ずばり、日本版不動産投資信託「J-REIT」登場の契機となったものである。旧投信法下では、投資信託の資産運用は有価証券のみに限定されていた。しかし、この改正で、その適用範囲が不動産にまで拡大したことで、J-REITが誕生する土台が整えられたと言える。

不動産投資と言えば、通常は企業や機関投資家などを対象としたもので、高額かつ敷居の高いものとの認識が一般的であった。しかし、J-REITが上場したことで、株の購入と同じ手軽さで不動産投資が可能となり、個人の幅広い層が投資に参加できるようになってい

る。現在、3社が上場を果たしており、さらに多くの企業群が上場を計画。オフィス市場の2003年問題などが懸念されるものの、不動産投資信託が活性化、拡大化していくのは、まず間違いないだろう。

■不動産特定共同事業法の改正

「不動産特定共同事業法」の施行は1995年4月。もともと、1987年から市場に出始めた不動産小口化商品(不動産会社が事業主体となり投資家から出資を募り、賃料収入等の収益を配当する商品)に対応する法律だ。不動産小口化商品は、バブル崩壊を契機に、事業主体の倒産や賃料収入の大幅な減少が問題となった。そのため、投資家まで破産するという悪循環に陥り、まず、この投資家保護が必要とされたのである。

1995年の施行から現在に至るまで、幾度かの改正が行われてきたが、特に2000年には、①許可業者の最低資本金を1億円から2000万円に引き下げ、②最低出資単位の撤廃(改正以前は500万円)、③倒産隔離組合としてSPCの設立の許可といった、抜本的な改正が行われた。投資家保護のみならず、投資のしやすさ、また業者の市場参入のしやすさなどが図られ、市場拡大を目論んだ改正と言える。

■税制

不動産流動化を促進していくに当たり、法律の改正と同時に、税制の改正も行われている。不動産取引では、取得時(不動産流通税)、配当時(法人税)、売却時(譲渡益課税)と、その段階に応じて税金がかかってくる。そのうえ、不動産流通税には、不動産取得税、登録免許税、特別土地保有税の3種類があり、それぞれ課税される。このように、日本の不動産取引には、ただでさえ多種かつ高額な税金がかかり、ましてやファンド組成や証券化商品の販売となると、さらにコストがかさんでしまうという課題があった。

このことを受け、2001年度の税制改正では、SPCや投資法人などにかかる不動産流通税の軽減がなされている。詳しい税率に関しては右掲の表にあるが、特別土地保有税は原則非課税。また、登録免許税、不動産取得税も、一定の割合で軽減している。SPCや投資法人への税率緩和措置については、配当可能所得の90%超を分配するという条件を満たせば、配当時にかかる法人税が免除される。

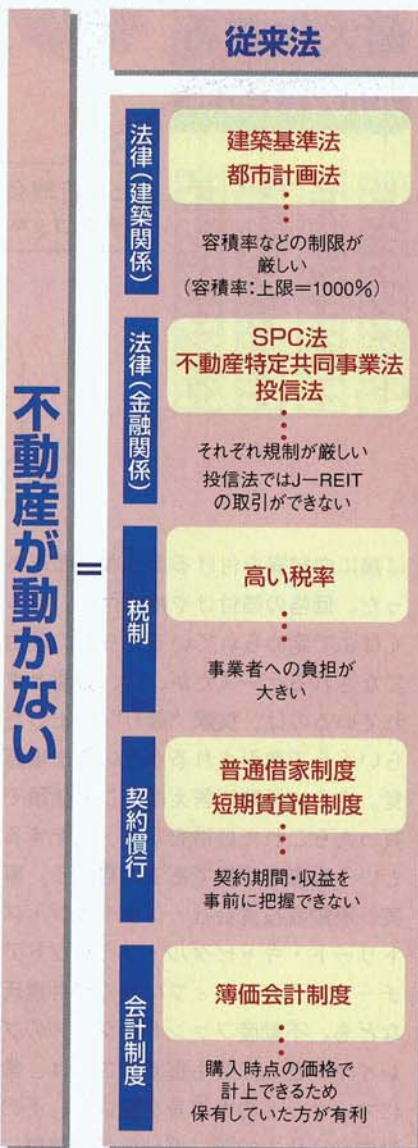
しかし、譲渡益課税については優遇措置がなく、ファンド側としては優良物件を集めにくい状況が続いている。その結果、米国に比べ

て配当利回りを約3%も押し下げているという試算が出ているほどで、優遇措置の整備が急務となっている。

■定期借家制度の導入

従来の日本の賃貸借契約には、契約期間に拘束力がない。テナントは、事前に解約を通知すれば、3ヵ月あるいは6ヵ月等の約定された期間の経過後、契約期間の途中でも退去することができる。また、テナントからの賃料減額請求に応じて、賃料を値下げすることも起こりうる。つまり、日本の不動産賃貸業は、いつ賃料収入が途絶えたり、減少するか分からない、収益性が不安定な事業であると言える。これでは、投資家はリスクの大きさを判断しようがなく、不動産の流動化を阻害する要因のひとつとなっていた。

この状況に一石を投じたのが、2000年3月にスタートした定期借家制度だ。契約期間満了に伴う確実な契約の終了、賃料減額請求権の凍結などにより、契約期間や期間中の収益が事前に確定する。投資家にとっては、ある



不動産が動かない

法律・税制等の改正

一定期間にそのビルが生み出すキャッシュフローの算出が可能となり、ビルの価値を精緻に判断することができる。

大手デベロッパーの三菱地所(株)や森ビル(株)は、新規の契約を全て定期借家契約に、三井不動産(株)も商業施設の半数以上を定期借家契約にすると公表した。同制度の定着、広がりが、不動産流動化の動きをさらに加速させていくことだろう。

■会計上の新規制

不動産流動化の一般化や、その市場規模の拡大とともに、「買戻し条件付の譲渡」や「SPCが譲渡主の子会社である場合」といった、完全に売却したとは言えない流動化も、これに合わせて増えてきている。

2000年5月31日付で日本公認会計士協会から発表された「オリジネーターの会計処理に関する実務指針の公開草案」では、上記のような、固定資産をバランスシートから切り離したいが、対象不動産へ継続的に関与する、といった“見せかけの流動化”を行った場合、そ

の対象資産をバランスシートから切り離さないという方針を明示した。

また、同指針では、オリジネーターが時価の5%以上を保有している場合、正当な手続きを踏んでいても、オフバランス化できないとしている。そのため、より厳密な売却を行うことが必要とされる。これは、不動産流動化という今までになかった概念が浸透していくに当たり、「どんなやり方でも売却すればよい」といった考え方を排除し、市場の公正さを保つ目的で行われたものである。

■最後に

さまざまな側面から変化する流動化不動産の法制度であるが、前述した不動産業界の変化同様、“不動ではなくなった不動産”というポイントを捉えた変革が必要なのは、言うまでもない。今までの不動産に関する法律は、「とにかく規制して安全確保」「土地は逃げないので、手間のかかる仕組みでも問題なし」というスタンスであった。しかし、規制の網にかけることで市場保護、投資家保護を図るこ

とは、迅速な対応が明暗を分ける不動産流動化ビジネスの、大きな阻害要因となる。大切なのは「国がお墨付きを与えたので安心」なのではなく、「マーケットに高い信頼感が寄与されている」ことであろう。そして、その観点からすると、国にしる、民間にしる、変貌著しい不動産マーケットに対し、十分な対応がなされているとは言い難い。不動産流動化について常に話題にのぼる「情報開示」に対して、いまだ法律上の的確な措置や、十分なPRが講じられていないことなど、これを端的に示しているのではないだろうか。

我が国において、不動産の証券化・ファンド化は、全く新しいビジネスモデルである。その歴史は浅く、具体的なニーズや事例が表面化してきたのは、つい最近のことだ。その全てを完全に網羅する法律や制度を確立するのはこれからの命題であり、まずは、橋頭堡を築くことである。その際、求められるのは、シンプルで分かりやすく、弾力性に富んだ制度と、それがマーケットの変貌に対し、臨機応変に対応していくことだろう。

法制度の改正、規制緩和

法律(建築関係)

建築基準法・都市計画法改正 都市再生法の制定

容積率の上限緩和(1000%→1300%)
容積率の移転を認める(連担建築物制度)
都市再生特別地区の設置により都市部での開発が容易に

法律(金融関係)

改正SPC法(資産流動化法)

登録制→届出制、借入金の解禁etc....

改正不動産特定共同事業法

最低資本金の緩和(1億円→2000万円)、最低出資額制の撤廃

改正投信法

J-REITの取引を認可

税率緩和措置

	SPC	不動産特定共同事業	J-REIT
取得時			
不動産取得税	2%→1.3%	課税標準の80%	4%→1.3%
登録免許税	2.5%→1.6%	5%→3%	5%→1.6%
特別土地保有税	—	3%→非課税	3%→非課税
配当時(法人税)	一定の要件を満たせば免除	免除規定なし	一定の要件を満たせば免除
売却時(譲渡益課税)	変化なし	変化なし	変化なし

※不動産取得税の軽減は2003年3月31日、登録免許税の軽減は2004年3月31日まで適用

契約慣行

定期借家制度導入

短期賃貸借制度撤廃

契約期間、収益が確定

事業計画が立てやすい
市場価格がつく

流動化を促進

会計制度

減損会計の導入

これまで含み損で処理していたものが、
損失として計上されるため保有は不利

不動産流動化の促進

●投信法改正に伴う規制

ディスクロージャーの徹底
利益相反の排除

●会計上の規制

劣後保有5%ルール

“見せかけの流動化”を排除し
市場の公正な運用を図る

新たな規制