



日本の不動産証券化のこれからと、 (社)不動産証券化協会の果たす役割

社団法人不動産証券化協会
専務理事事務局長

巻島 一郎氏

バブル崩壊以降、長引く日本経済の低迷を打開するには、その元凶ともいえる不動産市場の活性化が最重要課題であることは周知の事実である。そのためには金融・資本市場を通じて、多様な資金を不動産市場に流入させるインフラの整備が重要なことは言うまでもない。こうしたなか、「不動産と金融の融合」の名のもと、不動産証券化の推進など、新たな市場整備や投資家に対する情報発信を目的に設立されたのが、社団法人不動産証券化協会である。同協会の存在意義と今後の活動を、専務理事事務局長である巻島一郎氏にうかがった。



投資家保護から 積極的な市場育成へ 証券化の流れとともに 変化した協会の目的

— 始めに、(社)不動産証券化協会(以下協会)
の発足経緯をお聞きしたいのですが。

巻島 協会が設立されたのは2002年12月ですが、その前身である不動産シンジケーション協議会は、90年9月に発足しました。発端は、87年の「不動産小口化商品」にあります。不動産小口化商品はわが国の不動産証券化商品の始まりとも言えるもので、約6000億円が発行されましたが、不幸なことにバブル経済崩壊による事業者の倒産で、投資家被害をもたらす結果になりました。この過程で、投資家保護を目的とした法制化という動きが出てきたことから、不動産証券化に関わる基盤整備のための調査研究や、法制改正の提言を行う任意団体として不動産シンジケーション協議会が設立されました。この協議会は、95年4月の「不動産特定共同事業法」施行に大きな役割を果たし、今日の不動産証券化協会に至る出発点となりました。

— 事業法成立が、不動産証券化の歴史で最初のエポックメイキングな出来事なわけですね。

巻島 わが国の不動産証券化の歴史に関して言うと、エポックメイキングな出来事は3つあります。1つ目が先ほどの「不動産特定共同事業法」の施行です。また、2つ目は不動産を有価証券化することが可能になった、「資産流動化法」と「投資信託法」の成立です。これらの法律は、96年11月に橋本内閣が打ち出した「日本版金融ビッグバン」と呼ばれる金融制度改革の動きから生み出されたものです。金融ビッグバンの1つの焦点は、投資家の資金(リスクマネー)を投資機会に直接結びつける金融

仲介チャネルの開発にありました。背景には、不良債権処理や担保不動産の流動化の要請があります。銀行部門が金融仲介機能とともに貸し付けリスクまで抱えていると、バブル崩壊による不良債権問題が生じた場合に、金融仲介機能全体が不全に陥ってしまうというのが、今回の不況の教訓です。これを回避するために、個人・機関投資家という資金の出し手から、不動産会社のような最終的な資金の利用者に、直接的に資金が流れるインフラを整備する必要がありました。この考え方に沿って、98年9月に旧SPC法により不動産を有価証券化することができるようになりましたし、2000年11月には、旧SPC法が「資産流動化法」に大幅改正されました。SPC設立の手続きが簡素化され、現在では流動化商品の市場が一番大きな市場に発達しています。また、旧証券投資信託法も改正され、不動産投資信託(J-REIT)が可能になりました。これで、今日の不動産証券化三法がそろったわけです。金融ビッグバンは、いわば金融サイドの要請で始まったわけですが、それに対して協議会は、不動産サイドからのさまざまなアプローチを行ってきました。—それがJ-REITにつながっていく。

巻島 そうです。J-REIT市場が速いスピードで立ち上がり安定した規模まで成長したこと、これが第三のエポックメイキングな出来事です。金融ビッグバンの目的を達成するためには、新しい金融商品市場の誕生と、投資を呼び込むことのできる資産運用サービス会社の発達が、きわめて重要です。その意味で、J-REIT市場とJ-REIT運営会社の誕生は大きな意義があると思います。2001年9月にJ-REIT投資法人が東京証券取引所に上場され、現在では6法人になり、時価総額も約5700億円にまで拡大しています。投資口価格も安定的に推移し、配当もほぼ予想した通りに行われている

ことは、金融仲介チャネルの開発という意味で画期的な出来事でしょう。

不動産所有に対する意識の変革・制度の改善 さまざまな要因で加速する 不動産証券化

—お話しの通り、ここ数年、J-REITの登場を含めた不動産証券化の流れが加速しています。

巻島 その背景にはいくつかの要因があります。1つは、バブル崩壊以降の不動産に対する考え方の大きな転換があると思います。「土地神話」という信仰がなくなり、不動産の価値判断は所有から収益価値へと大きく変化しました。企業は、不動産を売却や証券化によって本業から切り離し、得られた資金を有利子負債の削減や新たな設備投資に振り分けることで、財務体質や競争力の強化を図るといった考え方が定着してきました。また、資産効率化のために、不動産流動化手法を駆使して本社ビルや工場をセール&リースバックする動きもここ数年

広まりました。減損会計の浸透により、このような動きはますます加速していくと思います。

—その意味でJ-REITの存在は大きいと。

巻島 ええ。J-REITが順調に成長し、市場が確立したことによって、流動化や証券化したオフィスビルの出口での新たな買い手としてもJ-REIT市場を考えることができるようになりました。このことは、不動産市場の活性化につながりますし、J-REIT市場も意識した都市開発案件が出てくれば、不動産証券化市場の発展にも相乗効果が期待できます。

—行政の制度改革や施策も次々に実現されていますね。

巻島 98年の金融再生トータルプラン以降、先に述べた不動産証券化三法の施行など、不動産証券化のインフラ整備のための制度改革が急速に進められてきました。最近では、昨年11月の総合デフレ対策の一環として、J-REITに対する個人投資家の認知度を上げるため、「J-REIT普及促進キャンペーン」も行われています。この4月からは、個人投資家の配当課税に関して申告不要という簡便な源泉



小さな記事ですが、大きな期待があります。「不動産投信・REIT」。

不動産投信(REIT)			
205	605	613	▲9
250	568	560	▲10
490	498	498	▲8
199	503	499	▲1
30	230	235	▲
483	480	483	▲

あなたに、利回り。日本に、活力。

最新の金融情報をご覧ください。小さな利回りですが、掲載されています。「不動産投信(REIT)」。

いま投資運用の有力な切り札のひとつとして、大きな注目を集めています。

すでに多くの投資家の評価を受けて不動産証券化商品としてきた「不動産投信(REIT)」に加え、新しいラインナップとなったのが、「不動産投資信託(REIT)」です。

「積」金に比べて割増率が割増的に高いこと、簡単に1万円単位で投資できること、無理のない金額で投資できることなど、不動産証券化は、不動産投資を低リスクし、都市再生を促進して、日本経済に活力をもたらします。

投資家も日本も元気にする不動産証券化商品。これからの、あなたと、日本のために。

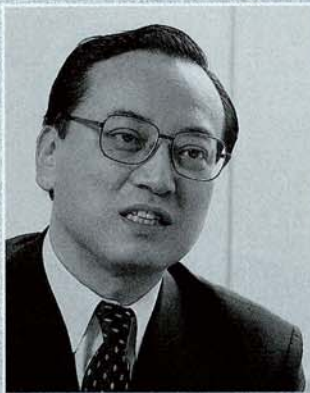
CRES 不動産シンジケーション協議会 <http://www.cres.gr.jp>

不動産シンジケーション協議会(CRES)は、不動産投資や金融機関など、個人投資家や企業間の協力を促進し、不動産証券化の普及を推進することを目的として設立された団体です。

不動産証券化の普及を促進するため、個人投資家や企業間の協力を促進し、不動産証券化の普及を推進することを目的として設立された団体です。

不動産証券化の普及を促進するため、個人投資家や企業間の協力を促進し、不動産証券化の普及を推進することを目的として設立された団体です。

2002年11月 朝日新聞掲載キャンペーン広告



徴収方式が導入されました。当初の5年間は税率も10%に軽減されています。この措置は、現在5%前後の配当があるJ-REITに投資しようとする個人投資家にとっては、非常に大きなインパクトになっています。加えて、東京証券取引所が4月1日から「東証REIT指数」の発表を始めるなど、市場活性化のための協力体制が整ってきています。

——その意味では、協会の設立意義と同時に責任も大きいと言えますね。

巻島 おっしゃるとおりです。本協会は、不動産業や金融業をはじめとする不動産証券化に関わる異業種が団結してできた横断的な団体です。不動産証券化の発展のためには多くの業種の協力が不可欠ですが、岩沙理事長の陣頭指揮のもとに、役員の皆様や各委員会の委員の方々に非常に熱心に取り組んでいただけており、順調にすべり出すことができました。トップの熱意が事務局員の使命感やモラルアップに直結します。事務局員一同、重い責任を感じざるを得ないわけですが、やりがいのある仕事です。

事業者・投資家・対象不動産の三位一体の実現が、今後の不動産市場活性化の鍵

——不動産証券化は、すでに創設期から成長期に移行していると思いますが、課題はないのでしょうか。

巻島 当協会は、今後3年間で不動産証券化市場を本格的な成長軌道に乗せることを中期目標として掲げています。しかし、現状は創設期特有の問題をまだ克服できていません。具体的には「事業者」、「投資家」、「証券化対象不動産」の3つの質や量がまだ足りないという問題です。このような問題点を解決するために、当協会は、第一に不動産証券化の事業

者を育成するための活動、第二に不動産証券化商品の投資家を増やすための活動、第三に不動産証券化の対象不動産の供給促進のための活動、これらの3つの活動に積極的に取り組んでいきたいと考えています。

——具体的な方策としてどのような計画をお持ちですか。

巻島 事業者を育成するための活動としては、従来の制度改善要望活動に加えて、人材育成プログラム研究会を中心に、産学一体となった不動産証券化教育カリキュラムの開発を進めています。将来はインセンティブ施策として資格の創設も検討されると思います。さらに事業者や関係者のために各種証券化事業手法を解説した手引書の作成、協会会員が投資家の信頼確保を目指して約束する行為基準を定めた「自主行動基準」の策定と規律委員会の設置も進めています。

——投資家育成についてはいかがですか。

巻島 不動産証券化商品の投資家を増やすための活動としては、昨年11月からスタートしたJ-REIT普及促進キャンペーンを継続して実施していきます。さらに、不動産証券化商品に関する情報データの提供、苦情相談室の強化を行っていきます。J-REITは、従来の金融商品や、海外の不動産証券化市場と比較しても、情報開示が徹底されており、個人投資家になじみやすい市場になっていると思います。これをさらに進めるために、J-REIT会社の実績を示す「J-REIT View」というデータベースをホームページ(<http://www.ares.or.jp>)上で公開します。いわば会社四季報のようなものです。また、不動産証券化の対象不動産の供給促進のための活動としては、不動産がファンドに組み込まれるようなインセンティブ施策の検討提言や、開発型証券化の促進に関する研究提言を行いたいと思っています。

——投資家が自己責任で資金運用商品に投資
 することを可能にするためには、さまざま
 なインフラを整備する必要がありますが。

巻島 一言で言うと、市場機能を妨げるものを極力排除するためのインフラ整備が必要ということだと思います。例えば、透明性や信頼性を確保するための情報開示などの市場ルール、運用商品の骨太の合理性、コーポレイトガバナンスの確保、司法制度の充実、運用実績のデータ整備などですね。不動産証券化商品の場合には、これらの仕組みが、法律の手当て、税制措置、東京証券取引所の上場ルール、投資信託協会の自主ルールなどで整えられているわけですが、当協会も制度改善要望活動、運用実績のデータ整備、投資家教育、苦情相談室などでその一翼を担っています。これらのコンビネーションが有効に働き、多くの投資家に不動産証券化市場に対する信頼を持って投資していただくことが目標です。

——最後に、不動産証券化市場の展望をうかがいます。

巻島 不動産証券化市場のあるべき姿としては、まず投資家が市場の健全性を信頼してい

ることがベースです。その上で、第一に「多様な商品がある」、第二に「裾野の広い投資家に支えられている」、第三に「市場規模が大きい」という状態を目指すということではないでしょうか。不動産証券化商品は、不動産特定共同事業商品、資産流動型の商品、上場型の不動産ファンド、非上場のホールセールファンドのほか、J-REITのファンドオブファンズなど、今後はさらに多様な商品が開発されねばなりません。例えば、J-REITは、今は日本では1つの運用会社で1つの不動産ファンドになっていますが、すでに海外では1つの運用会社が2つも3つもの不動産ファンドを運用し、いろいろな商品を開発したりしています。しかも、商品開発や運用にすぐれたファンド運用会社は上場し、新たな事業分野をつくりあげています。また、一方ではローリスク・ローリターンのJ-REIT、他方ではもっとハイリスク・ハイリターンのJ-REITと、両方あってもいいはず。1つのJ-REITの中で開発型資産や安定型資産が混在するファンドがある一方で特化型のファンドもあれば、投資家が自分でポートフォリオを組む場合に工夫の楽しみも出てくる。次に、いろいろ多様な商品に対して、裾野の広い投資家が存在する状態も必要です。約1400兆円と言われる個人金融資産や、まだ不動産に投資されていない600~700兆円の年金・郵貯・簡保資金などが新たな運用機会として一定割合を投資してくる。そして、最終的に市場の規模も大きくなる。その結果、内外からの投資資金が太いパイプで不動産市場に流入し、都市再生、産業再生を支えていく。それが不動産証券化を推進する真の目的であり、理想の状態です。

理想はそうなのですが、今は走り始めたばかりですので、今日できることを一生懸命着実にやっていくことに専念したいと思います。



J-REIT View (http://www.ares.or.jp)