

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 23 日現在

機関番号：12703

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2015

課題番号：24618006

研究課題名(和文) 不動産証券化に対する不動産市場と金融市場の認識ギャップに関する研究

研究課題名(英文) Study about the recognition gap between the real estate market and the money market for the real estate securitization

研究代表者

植松 丘 (Uematsu, Takashi)

政策研究大学院大学・政策研究科・客員教授

研究者番号：50626653

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 4,200,000円

研究成果の概要(和文)：1997年から本格的に始まったわが国の不動産証券化市場は、不動産投資信託(REIT)については米国に次いで世界第2位の市場規模となり、グローバル投資においては、今や日本の不動産は投資財として無視できない存在となった。

これに対して、投資財を提供する側の不動産市場においては、依然として不動産を保有財として認識されており、不動産会社は依然としてバランスシートを膨らませるビジネスモデルを続けている。こうした不動産市場と金融市場の不動産に対する認識のギャップが、先進資本主義国の中で特異な不動産投資市場とビジネスモデルを形成していることが明らかとなった。

研究成果の概要(英文)：The real estate securitization market in Japan started in 1997. Now, J-REITs market size has been grown next to the United States. When you do a global real estate investment, you cannot ignore the Japanese market now.

But the players in Japanese real estate market recognize that the real estate is important not to invest but own. So almost of all real estate development companies are still now continuing to magnify their balance sheets. It does not fit to the global standard business model in real estate development companies. There is a wide gap between financial market players and real estate market players. It became clear that this gap makes very unique real estate investment market and business models among advanced capitalistic countries.

研究分野：人文学

キーワード：J-REIT オープンエンドファンド ラストリゾート バランスシート

1. 研究開始当初の背景

1997年から始まった本格的な不動産証券化は、「不動産と金融の融合」のスローガンの下、バブル経済崩壊による銀行の統廃合を通じて資金パイプが極端に細くなった不動産市場に、新たな資金のパイプラインを提供し、日本の不動産市場の再浮上に大きく貢献した。

その一方で日本の不動産は、証券化により国際ポートフォリオに組み込まれ、グローバル金融市場の揺さぶりに晒されることともなった。研究開始当時の2012年度におけるわが国の不動産証券化市場は、未だリーマンショックによる金融危機の影響から抜け出し切れておらず、すべての不動産証券化市場の回復が欧米諸国に比して大きく立ち遅れていた。

その大本の原因として、欧米の不動産証券化が株や債券という伝統的資産に代わるオルタナティブ投資の対象という金融市場の要請に基づいて誕生し発展してきたのに対して、わが国においては、バブル崩壊過程において13存在した都市銀行が3つのメガバンクグループに収斂したことに象徴されるように、不動産市場への資金パイプの減少に対応するため、すなわち不動産市場からの要請に基づいて不動産証券化市場が作られ発展してきたという、いわば出自の違いからくる、欧米とわが国不動産証券化商品の市場における位置づけの違いから生まれているのではないかと、その位置づけの違いは金融市場と不動産市場との間に存在するギャップによって生じているのではないかとこの仮説の下に研究を開始した。

2. 研究の目的

研究開始後、第2次安倍内閣の発足後、金融環境の変化により不動産証券化市場を取り巻く環境は大きく変化し、今や不動産投資信託(J-REIT)の時価総額は、証券化先進国のオーストラリアを抜き、アメリカに次ぐ世界第2位の市場規模となった。また、私募ファンドの世界では主流であったTK-GKスキームと言われる匿名組合と合同会社を組み合わせたブラインドプール型私募ファンドが下火となり、代わって2010年11月に登場した私募REITの仕組みによるオープンエンドファンド商品が、2016年2月時点で銘柄数16で保有資産残高1兆4000億円と急成長した。

このように、データで見る現象からは、わが国の不動産証券化市場は順調に発展しておるように見えるが、その実態は必ずしも順調とは言えないのではないかと。

(1) J-REIT市場

J-REIT市場の拡大は、日銀のJ-REIT購入によるJ-REIT価格の下支えによる影響が大きいのではないかと。今やJ-REITは不動産市場におけるラストリゾートとして流動化を担保する役割を果たしている。リーマンシ

ョック前後に起こった新興不動産会社の倒産は、J-REITの資金調達難によってラストリゾート機能が不全に陥ったことが要因の一つであるが、今の日本の不動産市場の活況は、ラストリゾートのJ-REITが日銀IT買い支えによって作られたマーケットなのではないか。かつて日本の高度成長経済を「花見酒の経済」と揶揄されたことがあったが、いわゆるアベノミクス以降の不動産市場の活況は、まさに日銀の買入れという「花見酒」に依存しているのではないかと。

(2) オープンエンドファンド市場

わが国のオープンエンドファンド市場は、非上場REITの仕組みを利用してスキームの安定性により機関投資家の信頼を得ている。J-REITが株式市場との相関性が高い商品特性を持っているのに対して、私募REITは上場されていないので日々の値動きがなく、年金基金のように長期安定的な運用を求める機関投資家からのニーズは高い。世界金融危機までは、日本の機関投資家による不動産投資はJ-REITとハイリスクハイリターンのおポチュニティ投資しかなかったが、金融危機後の2010年に登場し、機関投資家からのニーズは高い。しかしその実態は、機関投資家とは名ばかりの地方金融機関が多く、かつ自己の運用する私募ファンドのラストリゾートとして組成したものが多く、そこには機関投資家の安定的な基金運用に貢献するという使命感もなければ、投資家サイドにも日々の値動きがないからJ-REITより投資しやすいという安易な動機から投資意思決定しているものも多い。オープンエンドファンドの先進国の独りでは、オープンエンドファンドが、金融危機による市場の崩壊を食い止めてきたが、わが国のオープンエンドファンドは、運用者も投資家もそうした使命感に乏しく、次に起こる危機においては、わが国においては私募REITが不動産投資市場への信頼を揺るがす端緒となり得る危険性を孕んでいるのではないかと。

(3) わが国の不動産会社の特異性

世界の不動産会社の時価総額のランキング上位20をみると、日本からは三菱地所が第8位、三井不動産が9位にランクされている。それ以外の国ではアメリカ9社、香港6社、中国2社、フランス1社がランクされている(Bloomberg(2015年10月)より)。ところが、アメリカの9社はすべてがREITである。フランスの1社は仏蘭合併の不動産投資会社である。すなわち、先進資本主義国の中で20位以内にランクされている巨大不動産会社は日本の2社だけで、日本の特異性が際立っている。欧米の不動産ディベロッパーは、フィー・ディベロッパーが常識である。これに対して、日本では、依然として三菱、三井以外の会社もひたすらバランスシート拡大の道を辿っている。2008年の世界金融危機では、カタカナ名の新興不動産会社がほとんど消滅しただけで済んだけれども、次に

起こる、世界金融危機においてはそれではすまないのではない。

本研究は、これらのわが国不動産市場および不動産投資市場のガラパゴス化の淵源は、戦後日本における資本市場と不動産市場の生成過程が異なるために存在するギャップにあるとの仮説の下、その検証を行うことを目的としたものである。

3. 研究の方法

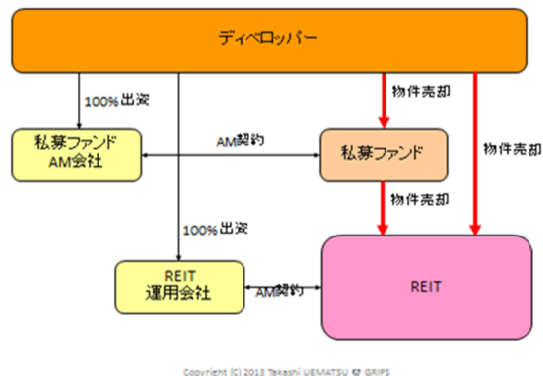
(1)戦後日本における証券取引法及び宅地建物取引業法の制定から不動産証券化の本格的導入前に至る期間において、関連する法制度の成立プロセス及び市場の実態に関する文献を収集・分析することにより、不動産市場と金融市場（特に証券市場）の間に存在するギャップの形成過程を解明する。

(2)1990年代以降に導入・形成された不動産証券化市場を取り巻く投資家保護規制等の制度について、インタビュー調査を含む実態調査を行う。

(3)不動産価格データと不動産証券化市場の規制及び商慣習との関係进行分析することにより、不動産市場に与えた正及び負の影響を分析する。

(4)諸外国に不動産証券化の比較法制分析を行うことにより、不動産証券化市場の回復・活性化方策を解明する。

J-REITは不動産投資のラストリゾート



4. 研究成果

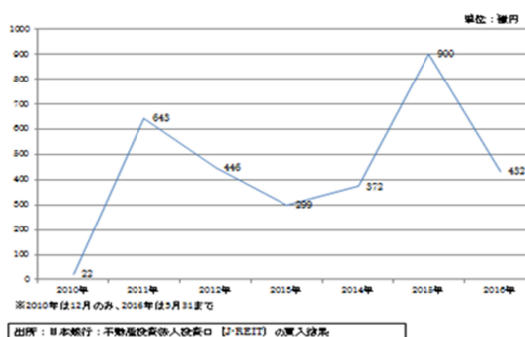
(1) J-REIT市場の特異性

J-REIT 運用会社および各投資法人の開示資料の分析、およびディベロッパー、私募ファンド運用会社へのヒアリングにより、わが国の J-REIT は不動産投資物件の流動性を担保するラストリゾート機能を果たしていることが確認された。したがって、リーマンショック後に観られた J-REIT 市場機能不全によって発生した投資用不動産の出口不在のリスクは依然として残されていることが確認された。

他方、日銀による J-REIT の購入は、徐々に減少して来ていたが、2015 年には 900 億円と実施開始以来最高額となっており、投資用不動産のラストリゾート機能の日銀依存

度が急速に高まっていることが判明した。

日銀によるJ-REIT買い入れの推移



(2) 私募 REIT 市場

オープンエンドファンドについては、ドイツおよびアメリカが長い歴史を持っているが、いずれの国においても、リーマンショック後に起こった世界金融危機においてのオープンエンドファンドが不動産投資市場を支えたことが明らかになっている（ドイツについては、Falco Fecht, Michael Wedow “The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany” (2014) J. Finan. Intermediation 23(2014)376-399, Christina E. Banner, Falco Fecht, Marcl Tyrell “Open-End Real Estate Funds in Germany Genesis and Crisis(2008) Kredit und Kapital, 41. Jahrgang, Heft 1, Seiten 9-36)。

本来、オープンエンドファンドというのは、独米ともに生命保険の不動産部門が自分たちの不動産ノウハウを使って、コアのリターンを何十年もコツコツと年金に届けるという使命感を持って創り上げられてきたという商品である。したがって、先の金融危機においても、一般投資家が狼狽して解約に殺到して換金を停止せざるを得ない事態になっても、機関投資家は全く動揺せず、彼らが投資するオープンエンドファンドが投資市場を支えた。

翻ってわが国のオープンエンドファンド市場を見てみると、16 銘柄ができてはいるが、独米並みの使命感を持って運用しているのは保有資産上位 3 社のみであるといっても過言ではない。その他の 10 数社の中には、どのようにしてどのような運用資産を組み入れ安定的にリターンを届けるかというシナリオを描けていないことが、運用会社へのインタビューで明らかになった（富川秀二「不動産用紙市場の先 不動産投資市場研究会記録」(2016))。

先の金融危機においては、独米ともに最終的にコアのオープンエンドファンドが不動産投資市場を支えたが、わが国のオープンエ

ンドファンドには、そうしたリスクの担い手となって市場を支える本来的な機関投資家は少ない。そのため、未だ後退局面のマーケットを経験していないわが国のオープンエンドファンド市場は、次に起こる金融危機においては、オープンエンドファンドの未熟な投資家が狼狽して市場混乱の端緒を引き起こす危険性があることも明らかとなった。

(3) グローバルに見たわが国不動産会社の特性

わが国の不動産ディベロッパーは、欧米先進国の中で極めて異質の存在であることが明らかとなっている。

こうした異質のビジネスモデルが成り立っているのは、わが国においては不動産保有にはリスクよりもメリットの方が大きいと市場が評価しているからである。このことは、不動産ディベロッパーに限ったことではなく日本の企業全体に当てはまる。2016年4月時点における米国のGDPは約18.5兆ドルが、日本は米国の約4分の1の4.4兆ドルである(IMF推計値)。これに対して、REITの3月末時点の時価総額は米国が約110兆円で日本は約12兆円で10分の1に過ぎない(不動産証券化協会調べ)。

わが国の企業は、不動産会社に限らず、不動産というリスク資産をバランスシートの中に残しているのである。土地神話という言葉に裏打ちされたバブル経済の崩壊後、わが国でも不動産の保有リスクに焦点が当てられ、それがわが国の不動産証券化の嚆矢となったのであるが、その後、不動産市場の底入れとともにそうした経営戦略は影をひそめたままである。わが国不動産投資市場において、コアの優良投資案件不足が慢性化しているのも、こうしたことによるものである。

米国では、1974年のERISA法(退職者所得安定法)施行以降、企業の不動産保有戦略は大きく変わった。不動産証券化手法を用いて個別経営の外へ出すことによって、企業の格付けが上がり有利な資金調達が可能となり、更に企業が発展するという市場のメカニズムが出来上がった。これに対して、わが国においては、証券化の発展によって不動産を投資財として認識することは金融市場においてはほぼ一般化した。不動産市場においては依然として保有財として重きをなしているという特異なギャップが存在していることが、本研究によって明らかとなった。

<参考文献>

1. 不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」(2006年~2015年)
2. 金惺潤「不動産投資市場の研究」(2013年) 東洋経済新報社
3. 川北英隆編著「『市場』ではなく『企業』を買う株式投資」(2013年) 金融財政事情研究会
4. 川北英隆編著「証券化」(2012年) 金融財政事情研究会

5. 片岡総合法律事務所監修「不動産証券化の危機対応」(2010年) 金融在事情研究会
6. アンドリュー・ロス・ソーキン 加賀山卓朗訳「リーマンショックコンフィデンシャル上下」(2010年) 早川書房
7. 小林正宏「世界複合不況は終わらない」(2009年) 東洋経済新報社
8. 岡内幸策「不動産ファンド危機の構図」(2008年) 日本経済新聞出版社
9. 小林正宏 大類雄司「世界金融危機はなぜ起こったか」(2008年) 東洋経済新報社
10. 森戸英幸編「企業年金ガバナンス」(2007年) 中央経済社
11. 晝間文彦「金融論第2版」(2005年) 新世社
12. William B. Bruegman, Jeffrey D. Fisher "Real Estate Finance and Investments (14 ed.)" (2015) Times Mirror Higher Education Group Inc.
13. Ralph L. Block "Investing in REITs" (1998) Bloomberg Press
14. Christian Weistroffer, Steffen Sebastian "The German Open-End Fund Crisis A valuation Problem?" (2015) J Real Estate Finan Econ (2015)50-514-578
15. Falco Fecht, Michael Wedow "The dark and the bright side of liquidity risks: Evidence from open-end real estate funds in Germany" (2014) J. Finan. Intermediation 23(2014)376-399
16. Tobias Just, Wolfgang Maennig "Understanding German Real Estate Markets" (2012) Springer Heidelberg Dordrecht London New York
17. Denis Schweizer, Lars Helge Haß, Lutz Johanning, Bernd Rudolph "Do Alternative Real Estate Investment Vehicles Add Value to REITs? Evidence from German Open-ended Property Funds" (2011) J Real Estate Finan Econ (2013) 47:65-82
18. Björn-Martin Kurzrock Sebastian Gläser Elaine Wilke "Performance of open-ended real estate funds in Germany: Are institutional investors better off than retail investors?" (2009) Journal of European Real Estate Research Vol. 2 No. 2, 2009
19. Christina E. Bannier, Falco Fecht, Marcl Tyrell "Open-End Real Estate Funds in Germany Genesis and Crisis(2008) Kredit und Kapital, 41. Jahrgang, Heft 1, Seiten 9-36
20. Christina E. Bannier, Falco Fecht, Marcl Tyrell "Open-End Real Estate Funds in Germany Genesis and Crisis(2008) Kredit und Kapital, 41. Jahrgang, Heft 1, Seiten 9-36
21. Raimond Maurer, Frank Reiner, Ralph Rogalla "Return and risk of German open-end real estate funds" (2004)

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 11 件)

マイケル・オーエン、川西 利信、立松博史、山村 能郎、植松 丘、パネルディスカッション・第2次安倍政権発足以降の不動産市場のキーワードと変化、日本不動産学会誌、査読無、113号、2015、9-26

DOI: なし

植松 丘、書評『住宅・不動産業 激動の50年 列島改造からバブル、再び五輪へ』、日本不動産学会誌、査読無、113号、2015、124-124

DOI: なし

福井 秀夫、都市住宅学のアプローチはなぜ有益か、都市住宅学会20周年記念誌、査読無、1号、2013、42-45

DOI: なし

浅見 泰司、粟津 貴史、大垣 尚司、中川 雅之、福井 秀夫、矢部 智仁、齊藤 広子、「空き家解消・活用のための不動産システムに関する具体的提言に向けて」、日本不動産学会誌、査読無、111号、2015、161-171

DOI: なし

[学会発表](計 2 件)

久米 良昭、今村 裕、小山 雄資、桑畑 綱男、田中 和俊、福井 秀夫、福崎 秀一、不動産市場の活性化と専門資格者の役割 鹿児島の実情を踏まえて、都市住宅学会、2012年11月25日~2012年11月25日、鹿児島大学(鹿児島県)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

植松 丘 (UEMATSU, Takashi)
政策研究大学院大学・政策研究科・客員教授
研究者番号: 5 0 6 2 6 6 5 3

(2) 研究分担者

福井 秀夫 (FUKUI, Hideo)
政策研究大学院大学・政策研究科・教授
研究者番号: 6 0 2 5 1 6 3 3

久米 良昭 (KUME, Yoshiaki)
政策研究大学院大学・政策研究科・教授
研究者番号: 6 0 3 1 6 6 4 3