

第3回 都市と土地の多面的検討（公と私）研究会概要

・日時 平成26年3月17日（月） 14:00～17:00

【概要】

- ①不動産証券化の基本形、代表的不動産証券化スキーム、不動産信託の仕組み
 - ・不動産証券化の基本形を、不動産の側からみると不動産の流動化であり、金融・資本の側からみると資金の運用である。
 - ・証券化の中核的存在はSPV(Special Purpose Vehicle)であるが、このSPVの要件は、倒産隔離と二重課税の回避である。様々な支えによりSPVは倒産しにくいスキームとなっているし、二重課税の回避によりSPVには法人税等がかからないこととなっている。
 - ・SPVは不動産投資以外の事業はやらない。
 - ・代表的な不動産証券化スキームには、1) 商法・会社法に基づく商品(GK-TKスキーム)、2) 資産流動化法に基づく商品(TMKスキーム)、3) 投信法に基づく商品(J-REIT)がある。実績規模では、GK/TMKが20兆円、J-REITが11兆円。件数ではGK, TMKが50%以上、J-REITは42件のみ。
- ②証券化する不動産の評価
 - ・7～8年前まで、不動産鑑定評価書の収支項目や用語がばらばらであったが、(社)日本不動産鑑定協会「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価の実務指針(案)」により、統一されつつある。
 - ・また、国際的には、国際評価基準IVSができています。会計・法務の評価や統一はイギリスが強く、RICSは資産測定方法の統一(IPMSの策定)を行い、さらには、不動産倫理・資格まで統一する方向である。
 - ・鑑定利回りについては、概ねの基準はできています。オフィス物件であれば、国債利回りに不動産のリスクプレミアムを乗せる。一方、地方のREITは、この点がやや曖昧な面がある。
 - ・ヘルスケアリートなどこれからでてくるものの利回りの想定は、ヘルス、インフラ、ホテルには単に賃貸する以外にオペレーションの部分があり、その評価が難しいこともあり非常に難しい。
 - ・不動産の売買価額と土地建物価額への按分は、税金の関係があり難しい問題がある。
- ③不動産証券化を巡る課題
 - ・運営・設立母体が不動産事業をも併せて手掛けているケースが多いため、物件取得価格が妥当でなかったり(高すぎたり)、優良物件が母体企業によって

困り込まれ、REIT には優良ではない物件が組み込まれる傾向が強いという、一種の利益相反が生じる恐れがある。主要な J-REIT は、母体企業からの物件取得が中心となっており、資産内容の第三者によるチェック機能の充実が必要と考えられている。

- ・ REIT 導入の背景が地価高騰に対する一つの政策とすれば、その目的を果たせていない面が指摘される。すなわち、好況時ほど高値掴みをして不動産バブルを加速させ、不況時ほど物件取得を行わず底支えに貢献しない等。
- ・ また、収益重視のあまり、不整形の土地で収益重視の事業を行うことから、都市の景観等への悪影響が指摘されている。
- ・ 2008 年 10 月には、「ニューシティ・レジデンス投資法人」が J-REIT 初の破綻となった。以降、日本レジデンシャル投資法人とアドバンス・レジデンス投資法人の合併、東京グロースリート投資法人とエルシーピー投資法人の合併など、合併再編が活発化している。
- ・ 外資ファンドなど短期的にしか考えないところがビルを持つ場合には、利益優先で管理を全く考えないこともある。結果的にビルがボロボロになる可能性もある。
- ・ 年金基金とか SWF が中長期的に考えるところがでてくれば、ステージが異なってくる。公的開発や面的な REIT も可能性もある。
- ・ 物流施設やケアハウスの REIT が行われつつあるが、これら（特にケアハウス）については、サービス水準のチェックが必要である。
- ・ 地方都市の中心市街地の市街地再開発については、収益を生みにくいので投資家が集まりにくい。地銀もこうしたスキームに及び腰である。ご当地 REIT はなかなかできない。地元中核企業が動かない。