

# 日本の不動産金融 と現状の課題

---

2009年7月2日

明海大学 前川俊一

# 講演の内容

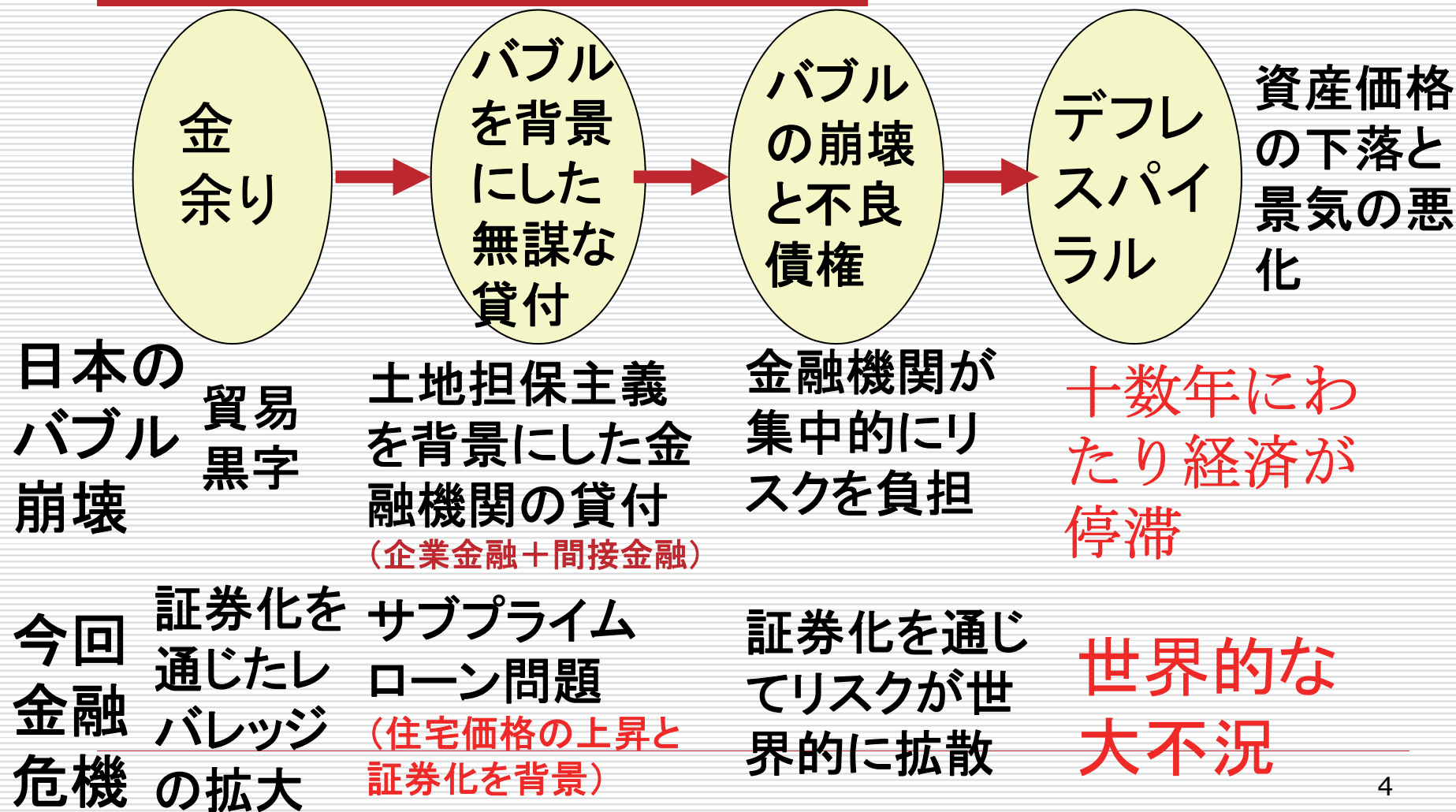
---

- 1.90年代のバブル崩壊と今回の金融危機
- 2.不動産証券化の役割と問題
- 3.J-REIT、私募ファンドの現状と危機
- 4.不動産市場の状況と今後
- 5. 不動産金融の今後

---

# 90年代のバブル崩壊 と今回の金融危機

# 金融危機の構図



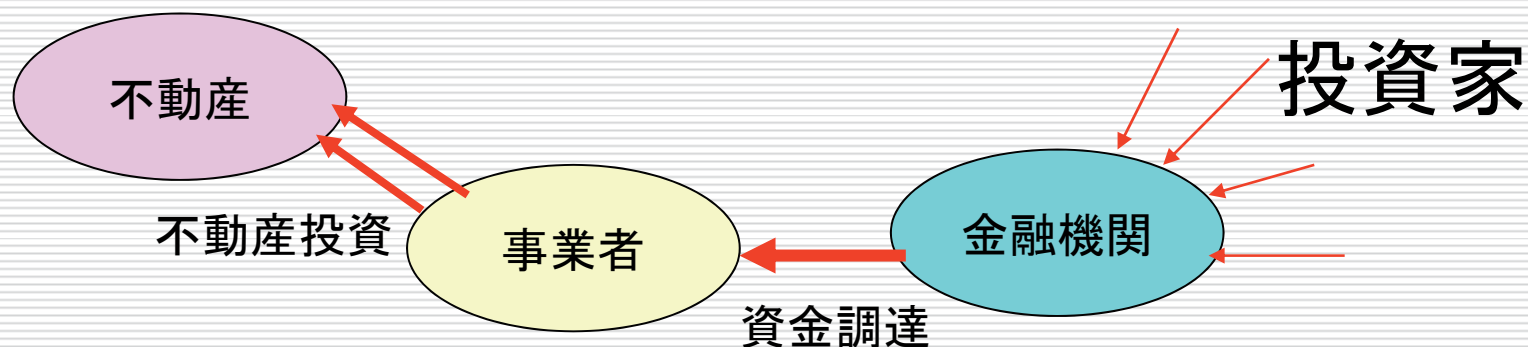
## バブル崩壊前の不動産金融2

---

- 企業金融であり、間接金融が中心
- 金融機関の貸付姿勢も土地神話を背景にした土地担保主義であり、土地さえ担保に取れば、事業の満足のゆく審査を行わずに貸し付けを行っていた。
- バブル期、だぶついた資金が景気の減速から実物経済に流れずに、不動産市場と株式市場に流れ、異常な資産バブルが始まる。

## バブル崩壊前の不動産金融2

- バブル崩壊前の不動産投資は事業者がすべてのリスクを負担する(不動産の保有継続)ことを前提に行われ、資金は主に土地を担保として金融機関から調達していた。金融機関はデフォルトリスクを抱える。



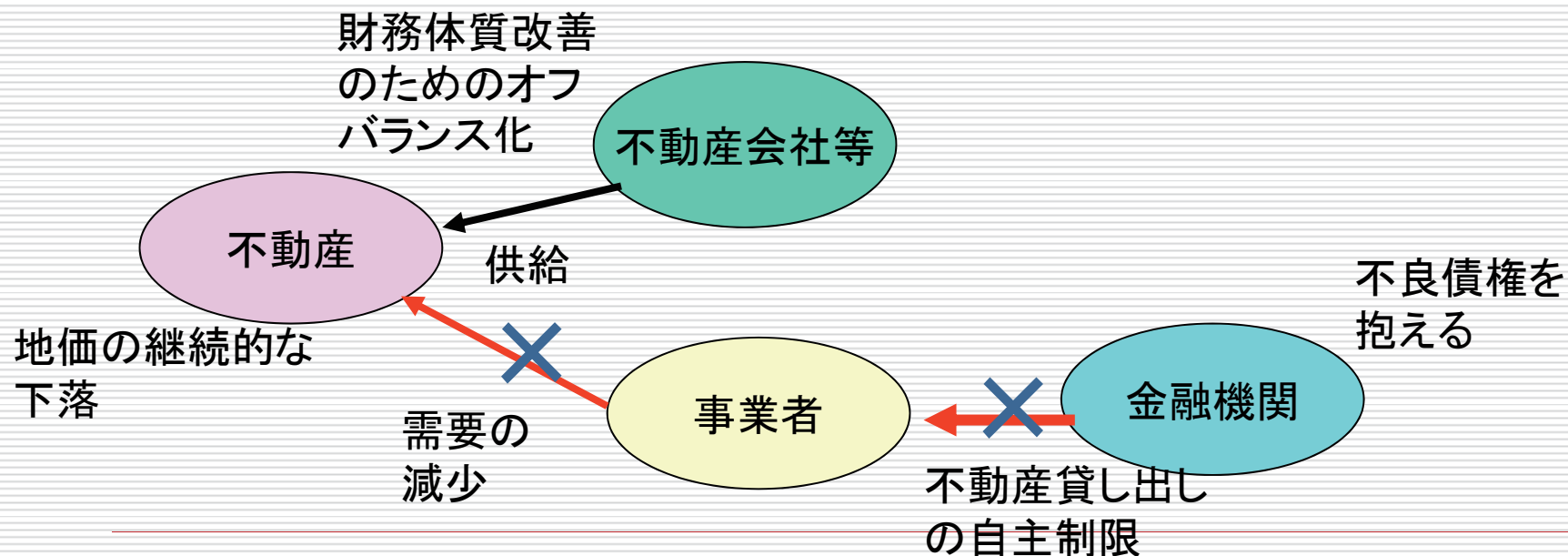
# バブルの崩壊

---

- 異常な資産価格の低下、キャップレイトが2%を切る不動産投資も多数みられるようになる。
- ファンダメンタルな資産価格からの大きな乖離
- 金融の引き締め、税制の強化等をきっかけにバブルの崩壊が始まる。
- リスクを集中的に引き受ける金融機関が不良債権を抱え、危機に陥る。

# バブル崩壊と長期的不動産価格の下落

- 崩壊後、資金調達のパイプは金融機関に限定され、多額の不良債権を抱えたため、そのパイプは急激にしぼむ。



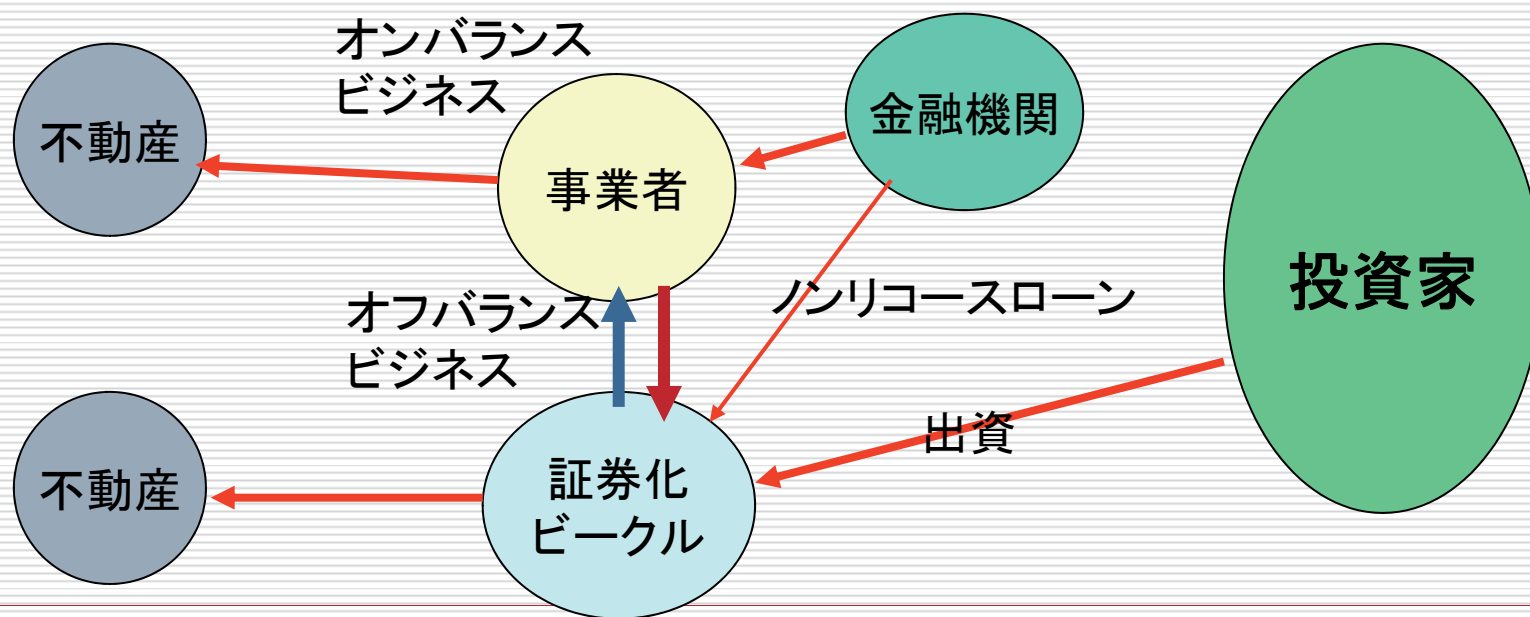
# 不動産証券化の進展

---

- 不良債権の処理といった観点から不動産の証券化が本格的に進む（バブル期は企業金融であり、不動産投資にリスクがないことから証券化が進む土壌はなかった）
- J-REITの誕生、2001年2銘柄が上場し、今回の金融危機まで急激に発展する。

# 不動産のビジネスモデルの拡大

- 証券化はオフバランスビジネスを可能とし、不動産投資に魅力があればそこに資金が流れる仕組みを作ることになる。



# 今回の金融危機

---

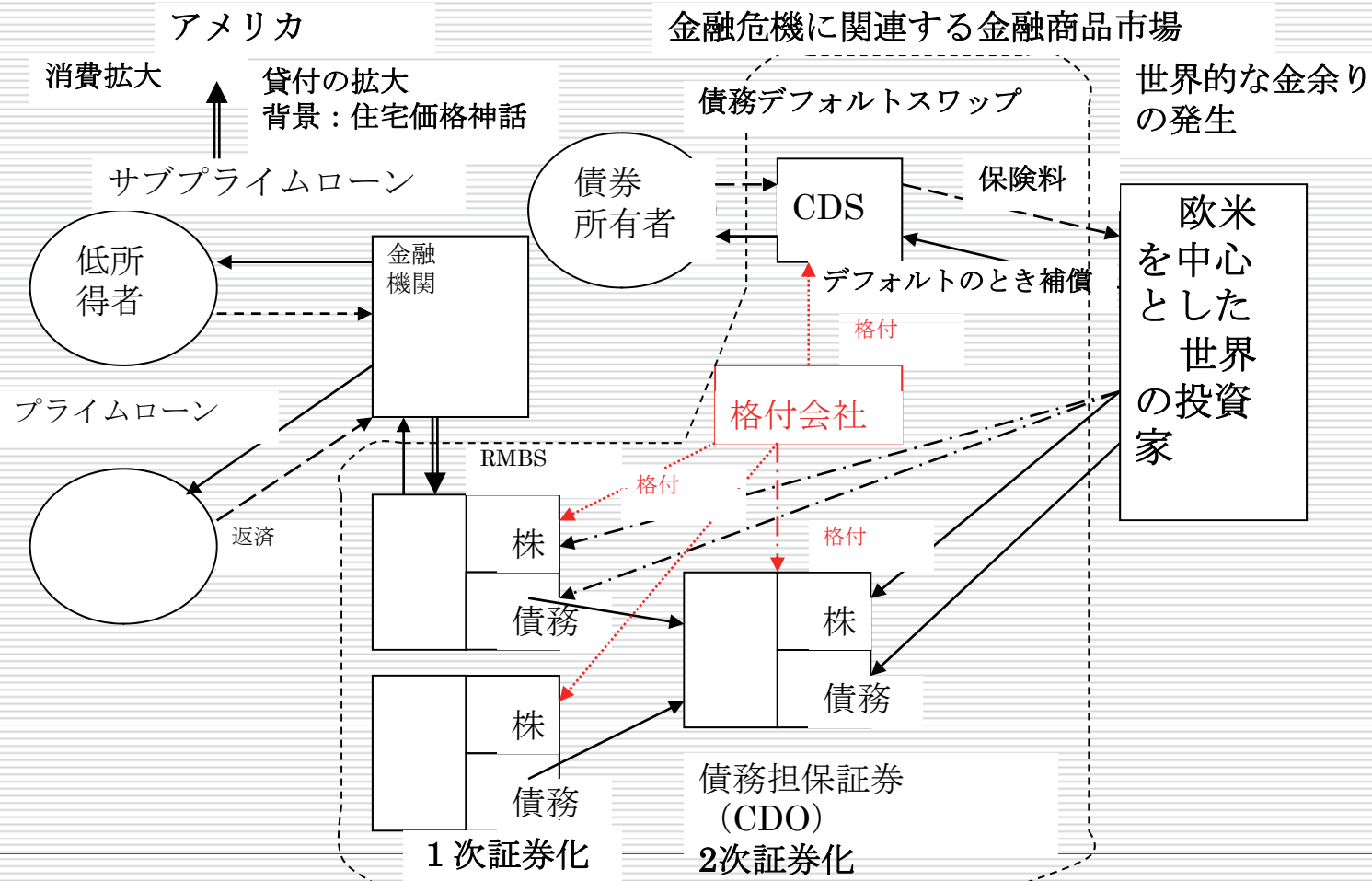
- 金融技術が非常に発達したアメリカを起点
- 住宅価格神話。返済能力に問題のある低所得者向けのローン(サブプライムローン)
- 金融機関はオフバランス化を前提、リスクを持たないため、融資姿勢が緩くなる。
- 金融商品を背景にレバレッジが急速に拡大

# 今回の金融危機

---

- 複雑化した金融商品が世界にばらまかれる。
- リスクが分かりにくい2次証券化商品、債務担保証券(CDO)
- 過去のデータを基礎にした金融技術では想定できない、新しいリスクを含む金融商品、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の拡大
- 格付機関が対応できない問題
- 日本:90年代のバブル崩壊を知らない世代がプレイヤーとなる。

# 今回の金融危機



# 金融技術の進展による 情報の非対称性の拡大

---

- 金融工学の進展はリスクの分析とそのリスクのヘッジを可能にし、新たな金融商品を生み出した。そして、リスクを引き受け高いリターンを期待する投資家の需要を満たした。
- リスクの買い手はリスクを正確に理解しそれに対するリターンを要求する。しかし、金融技術の高度化によりリスクの買い手（投資家）が購入するリスクを正しく把握することが難しい。情報の非対称性の拡大

# 金融技術の進展による 情報の非対称性の拡大

---

- 「情報の非対称性」は、優良なものが供給されなくなるといった「逆選抜問題」、金融の仲介業者（金融商品の供給者）が自己の利益を求めて買い手を不利にするような行動（不正確な情報を提供するなど）をすることでいった「モラルハサード問題」を引き起こす。

# 金融市場に発生したモラルハサード

---

- ローンの証券化は、リスクは自分が持たないことから審査を甘くするといったモラルハサードの問題を含む。
- 証券化商品の作り手が意図的にリスクを低く見せるように設計したとしても分かる人はいない。これが金融商品の作り手のモラルハサードの問題である。

# 今後、逆選抜問題の発生

---

- 金融危機は発生する前、金融商品の作り手のモラルハサード問題があったが、金融危機発生し格付会社の信用されなくなると、今度は情報の非対称性に基づく逆選抜問題が起きる。
- レモン問題：優良な金融商品は適切に質を評価されないことから、市場から撤退する。平均的な質が低下し、相対的に優良な物が撤退し始める。これが繰り返され市場が収縮する。

## 今回の金融危機の不動産金融への影響

---

- 金融危機前は、私募ファンド、J-REITなどの不動産ファンドへの投資、CMBS、RMBSを通じての資金の流入が不動産金融の主要な位置づけとなる。
- これら不動産証券化商品に資金が流れれば、過去の不動産金融にもどるのか？
- 不動産証券化を通じた不動産金融の基本的構造を変えることはできないし、変えるべきでもない。

---

# 不動産証券化の役割と問題

# 不動産証券化の必要性

---

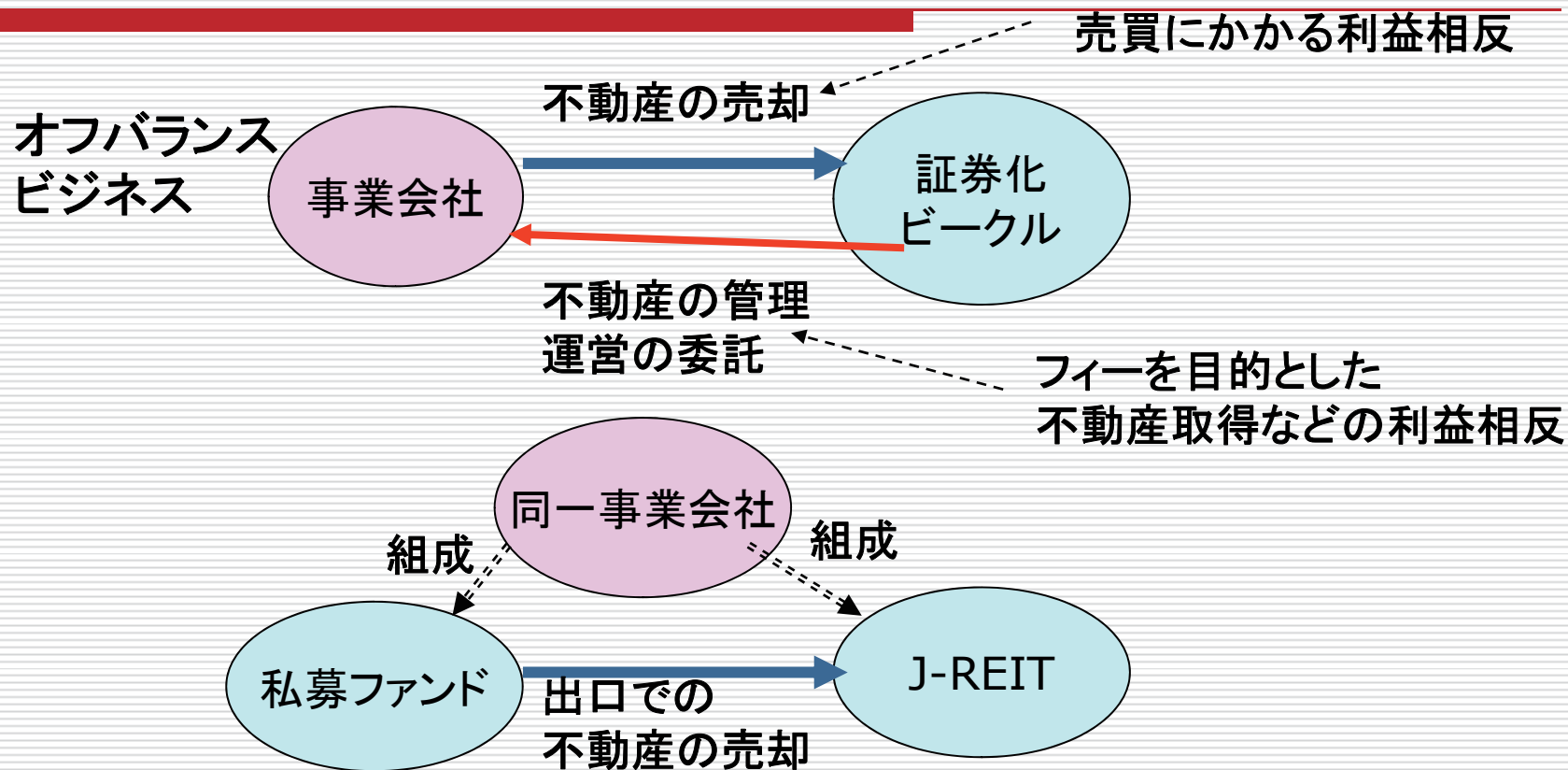
- 資金のチャンネルを増加させ不動産投資のリスクを分散させるといった意味で重要な意味をもつ。不動産の証券化の進展によって、様々なリスクの受け入れ先ができる。
- 不動産市場への資金の流入あるいは退出がスムーズになり、不動産市場の効率化に有用な役割を果たす。
- 投資家のポートフォリオに不動産を入れることを可能にし、ポートフォリオを多様化させる。

# 不動産ファンドの役割

---

- 金融危機前の大都市圏の商業不動産の取引は80%前後がファンド関連の取引であるといわれた。
- 私募ファンドは出口戦略として、J-REITへの売却を想定し、J-REITは外部成長のため私募ファンドから不動産を購入する。車の両輪のように機能した。

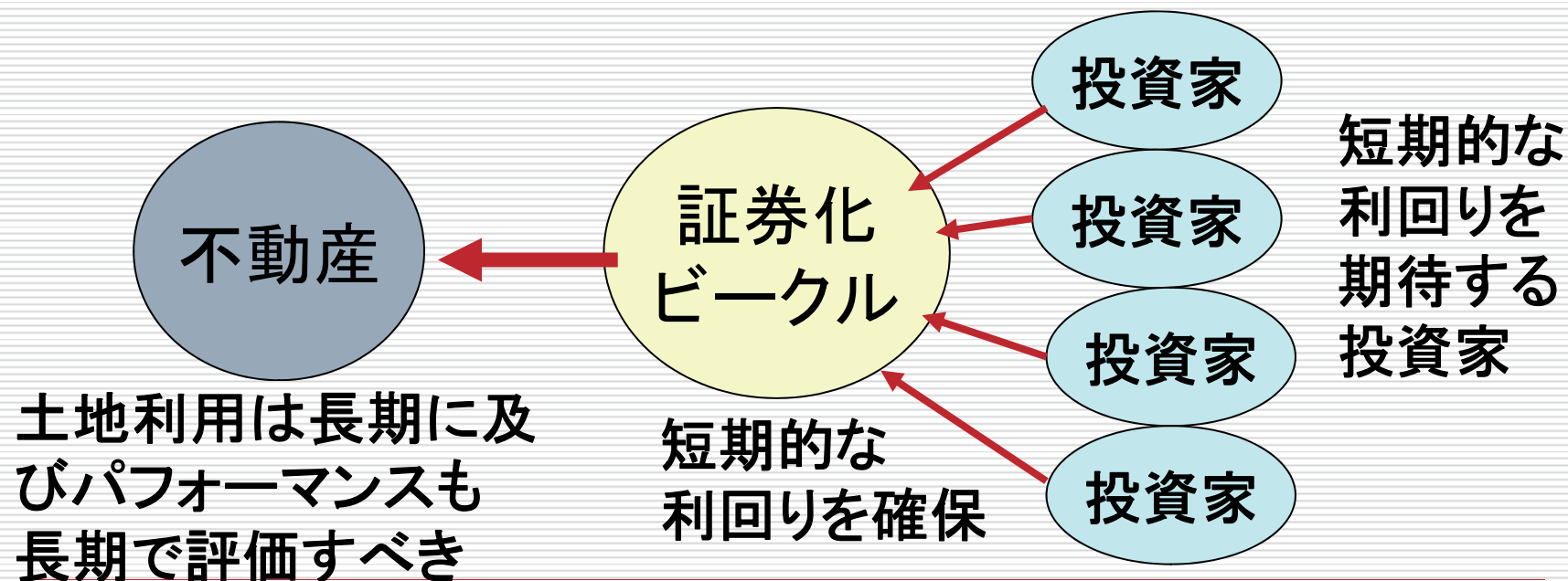
# 不動産証券化で危惧された問題： 利益相反（主なもの）



しかし、J-REITが成長しているとき、問題とは  
ならなかった。むしろ今後が問題

# 不動産証券化で危惧された問題： 不動産の長期性と短期的資金流入(1)

- 証券化の進展により短期資金が不動産市場に流入することになり、不動産のパフォーマンスが短期的に評価される可能性がある。



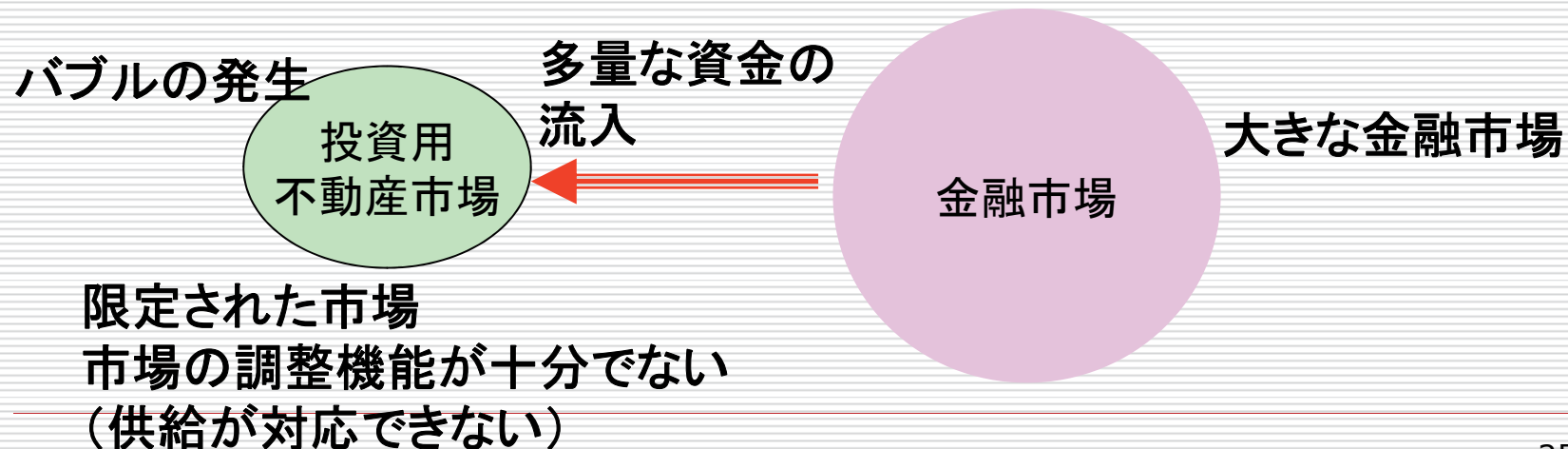
# 不動産証券化で危惧された問題：不動産と金融市場の速度の違いとバブル（1）

---

- 先に述べたように、証券化が進むと資金の流入と退出が迅速になり、市場の調整機能は高まるものと期待される。しかし、投資用不動産市場は多数の売り手と買い手が存在する競争的な市場ではなく、市場の調整機能が働きにくい市場である。急激な資金の流入はバブルを発生させる。

## 不動産証券化で危惧された問題：不動産と金融市場の速度の違いとバブル（2）

- すなわち、市場に投資家の資金が有利性を求めて入り込んでも、供給が即座にそれに対応できない結果需給はすぐに逼迫し、バブルが発生、または急激に資金が逃げる時価格下落の速度が速まる。

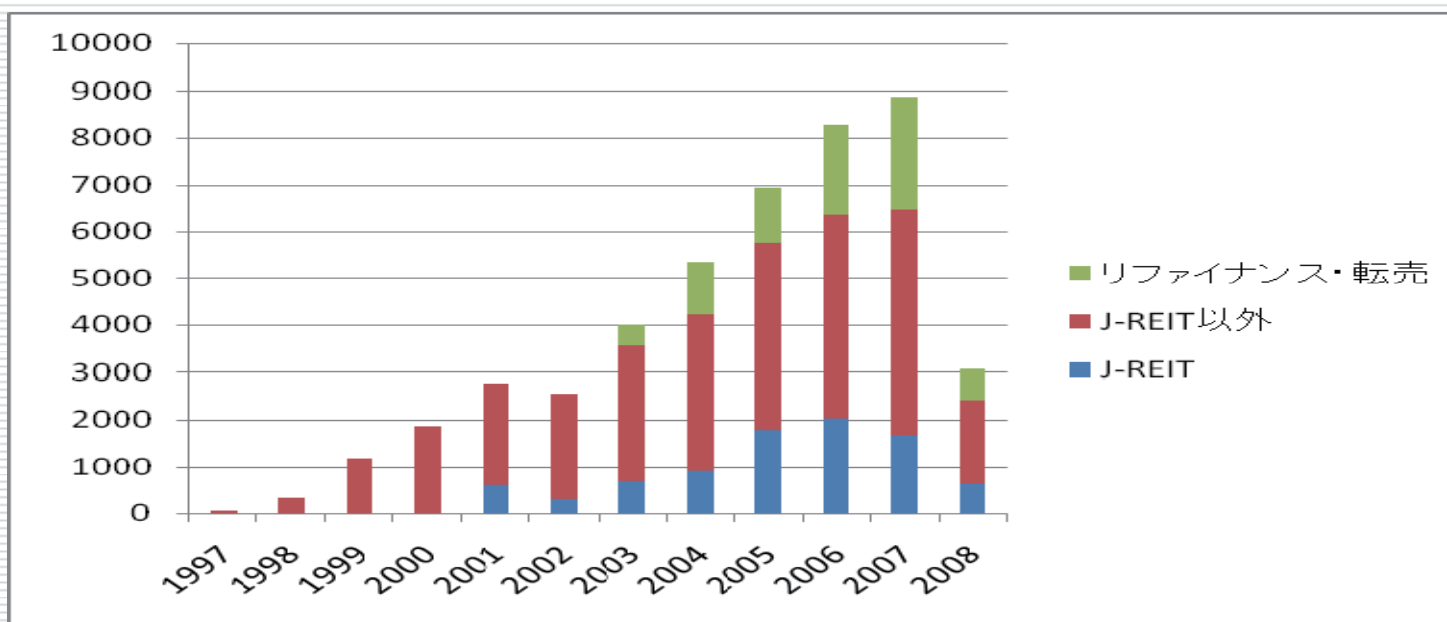


---

# J-REIT、私募ファンド の現状と危機

# 不動産の証券化市場

## 不動産証券化の実績の推移



**2008年急激に萎んだ不動産証券化市場**

# J-REITの現状をみる

---

- J-REITの破綻は、不動産市場を混乱させる。  
J-REITの回復は、私募ファンドを支え、不動産市場の長期低迷を避けるために必要である。
- その意味からJ-REITの現状を分析することは極めて重要であると考ええる。

## J-REIT心配されること

---

- J-REITでリファイナンス・・・金融機関からの借り入れのリファイナンスも問題であるが、現在議論されている「官民ファンド」にみる投資法人債のリファイナンスが問題となる。
- 不動産価格が下落して減損処理が必要となるか。
- そのような視点からJ-REITの指標をみる。

# J-REITの現状(指標)

---

□ **トービンのq**  $((\text{株価総額} + \text{負債総額}) / (\text{期末資産評価額} + \text{負債総額}))$

株価と資産評価額の関連をみる重要な指標

**PBR**(分母を資産が簿価)と類似の指標

□ **LTV(1)**  $= (\text{借入金} + \text{社債}) / \text{総資産額}$

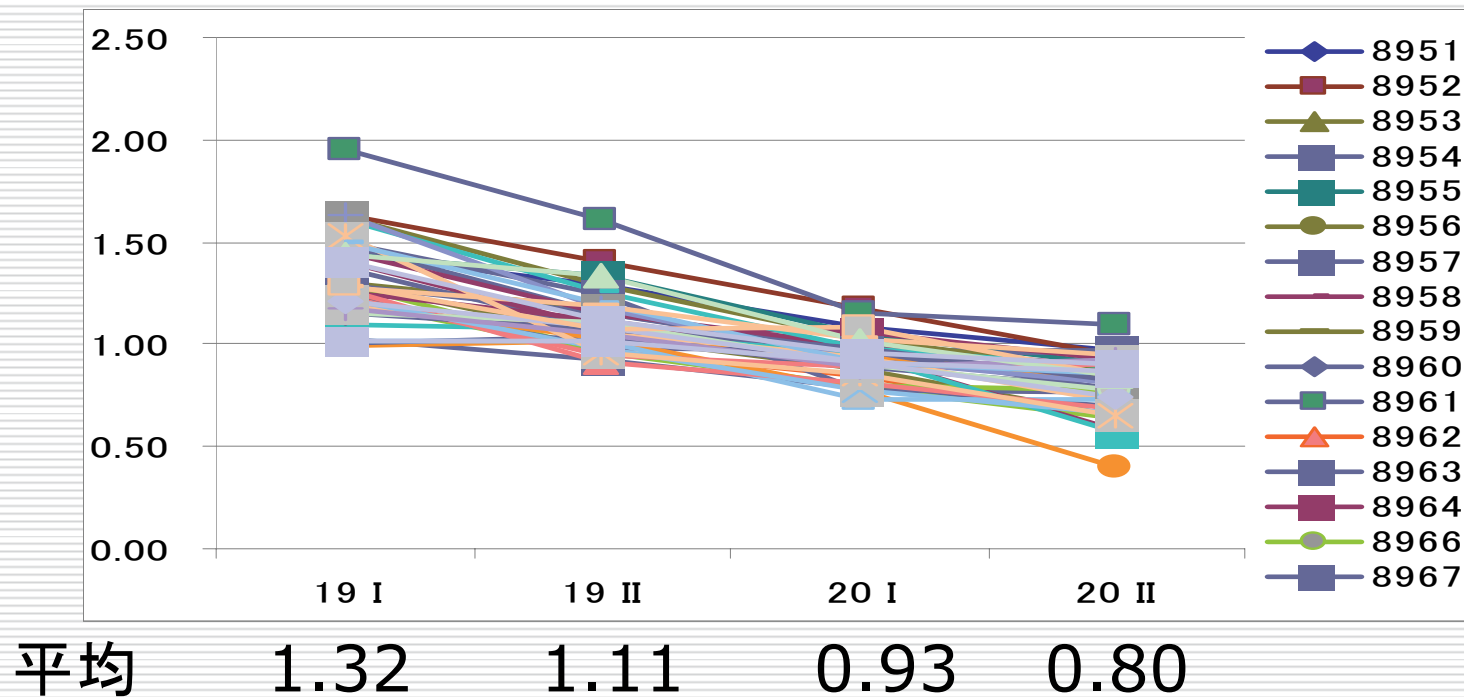
□ **LTV(2)**  $= (\text{借入金} + \text{社債}) / (\text{株価総額} + \text{負債総額})$

**LTV**は財務状況をみる指標であるが、金融機関からの借り換え、新たな資金調達の可能性をみる。

□ **配当利回り**: 市場における**J-REIT**の評価

□ **不動産価値市場価格倍率**

# J-REITの現状(トービンのq)

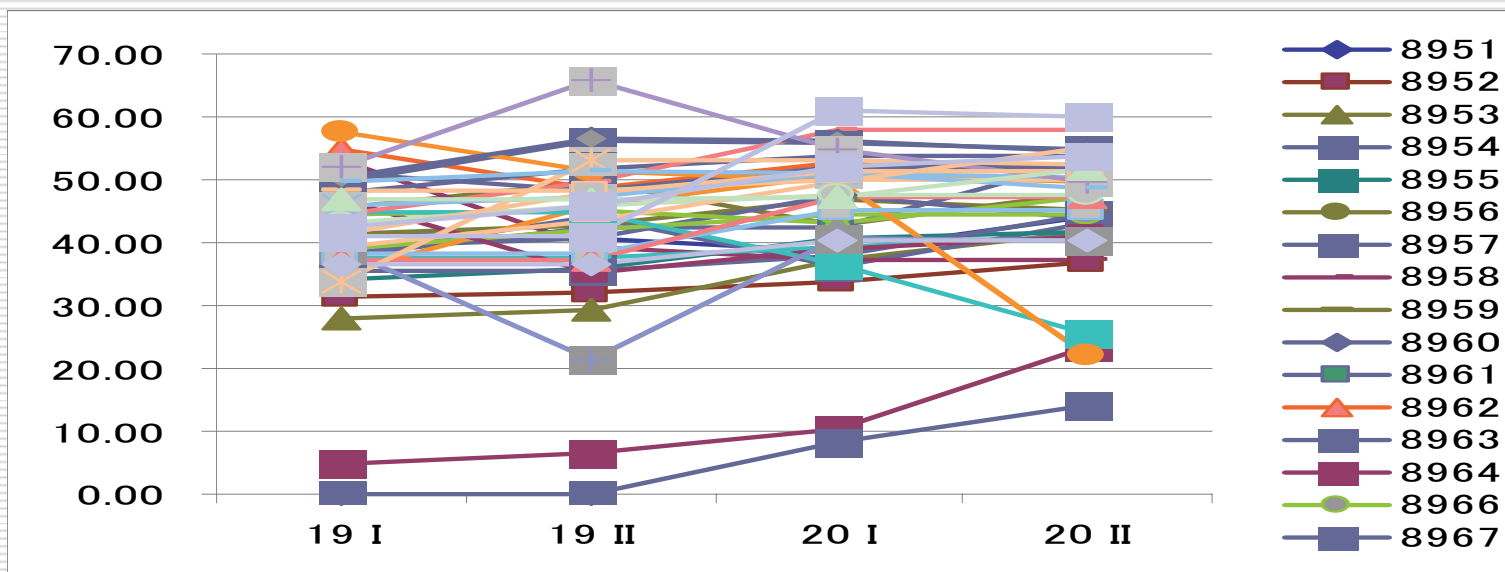


## J-REITの現状(トービンのq)

---

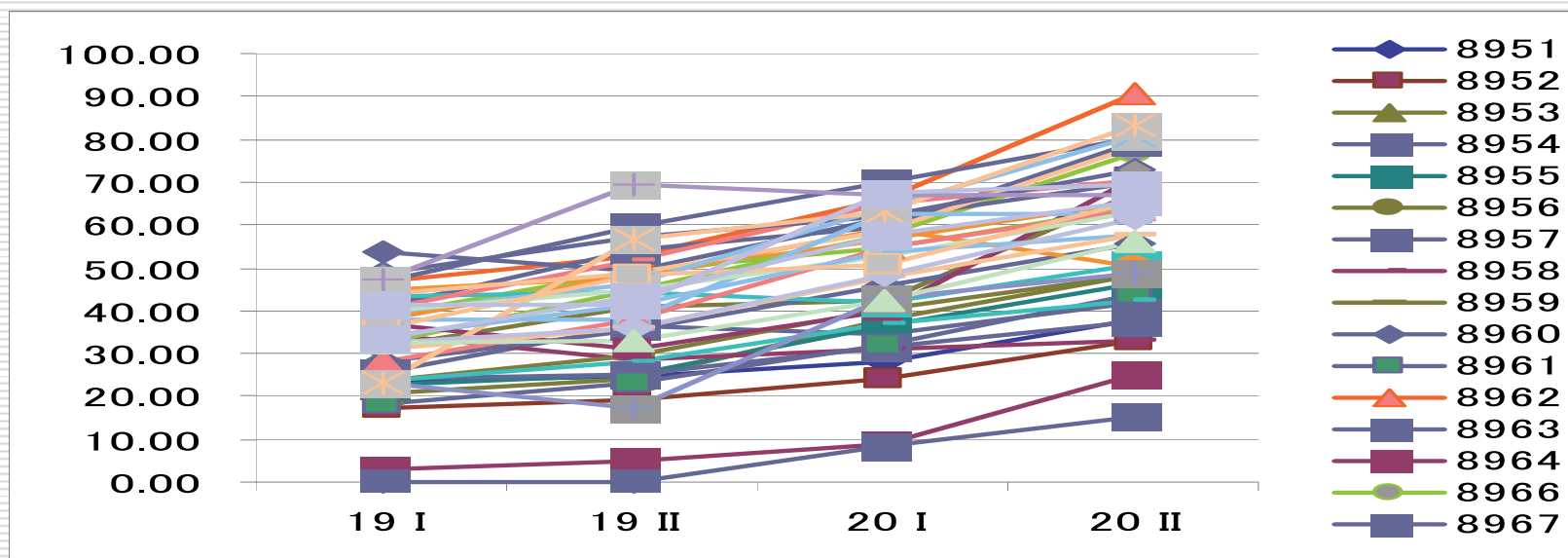
- **2007年中ごろからのJ-REIT株の下落に伴ってトービンのqが大幅に低下する。**
- **1を割り込むJ-REITがほとんど。平均0.8**
- **投資理論としてのトービンのqからは、新規の投資をおこなうべきでないということになる。**
- **別の見方では、不動産価格の下落について、不動産市場より証券市場が早く反応しているとも考えられる。**

# J-REITの現状(LTV(1))



平均 40.74 42.01 44.72 45.31

# J-REITの現状(LTV(1))



平均 32.48 38.37 47.94 58.49

## J-REITの現状(LTV)

---

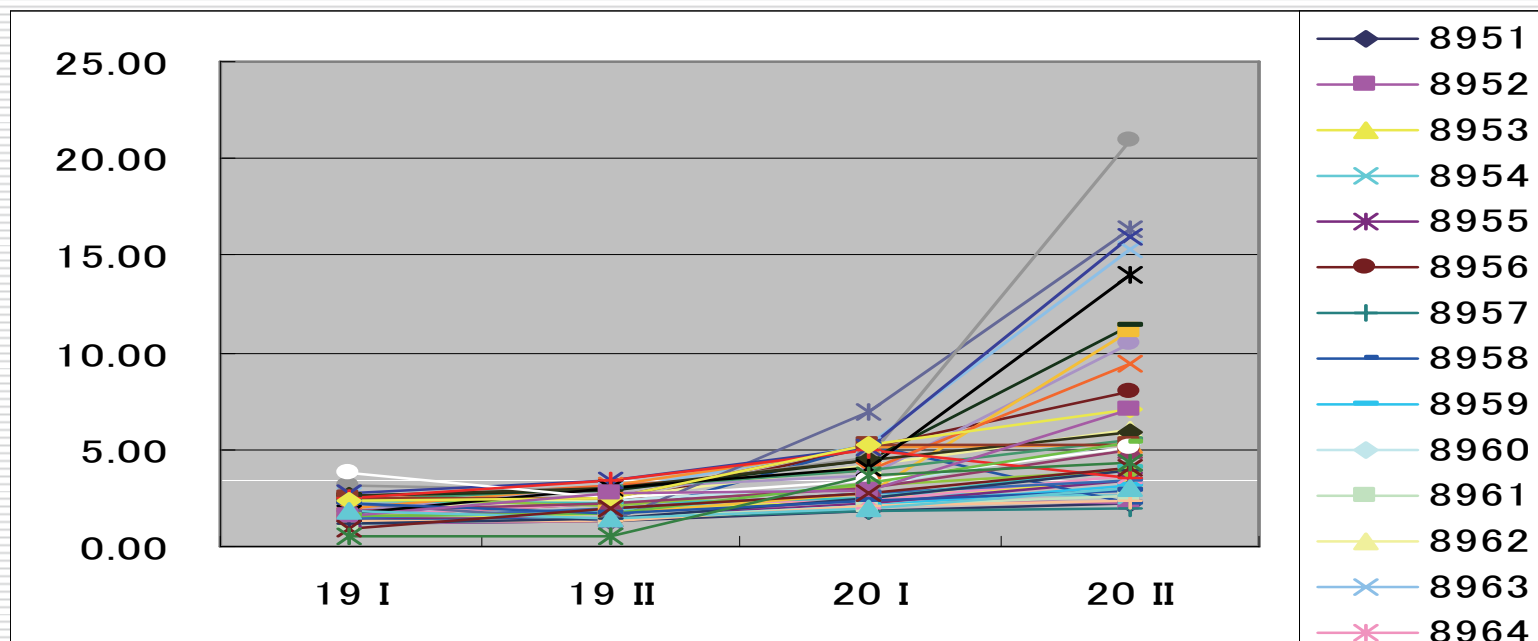
- 簿価で見たLTVは大きくは変化していないが、若干高まった。
- 総資産を簿価でなく、株価で見たLTVは株価の下落に伴って大きく上昇。**70%超えるJ-REITが10銘柄あった。**
- 金融機関からのリファイナンスに影響を与えるか？

## J-REITの現状(LTV)

---

- 金融機関からの借り入れは貸し手の顔が見えるが、法人債の場合、転売されていたら顔が見えない。現在の不動産市場からリファイナンスが難しくなるかもしれない。  
(投資法人債のあるJ-REIT 19銘柄  
10%超 9銘柄、20%超 4銘柄)
- リファイナンスができないと破綻の危機
- 官民ファンドの設立に期待

# J-REITの現状(配当利回り(半期))



平均 1.86 2.15 3.51 6.32

## J-REITの現状（配当利回り（半期））

---

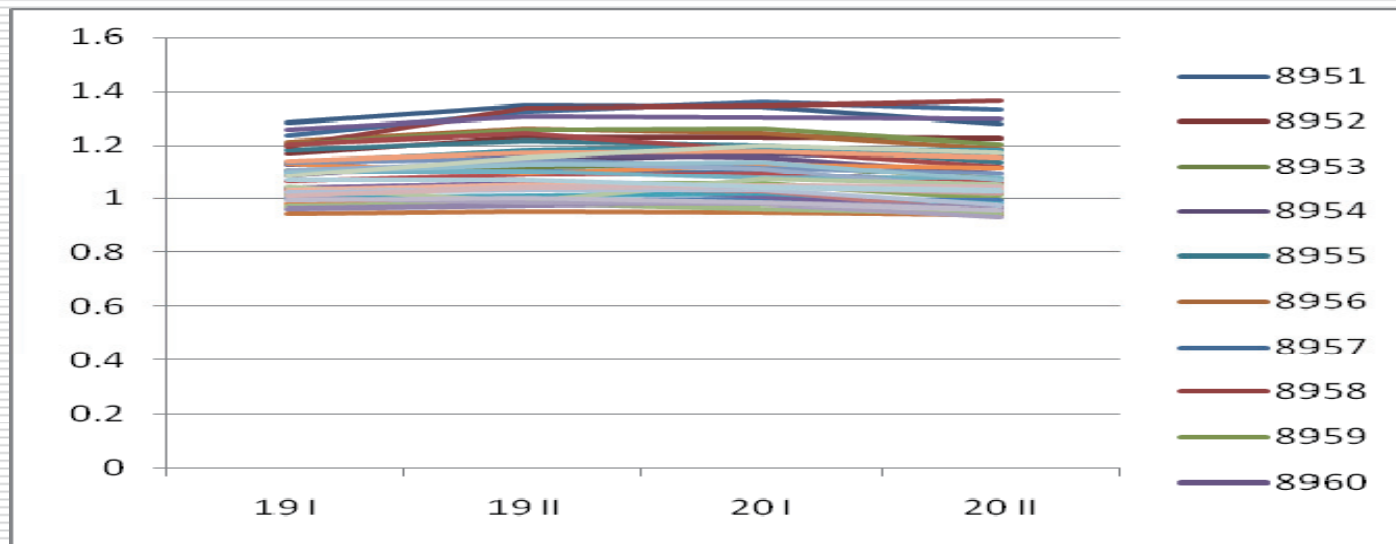
- 配当利回りが急激に上昇
- 異常に**J-REIT**が売られ、株価が下がっていることがわかる。市場が要求する。リスクプレミアムが非常に大きいことを意味している。
- 半期で配当率**10%**を超える配当利回りになった**J-REIT**は**7銘柄**もある。

# J-REIT保有の不動産の価格の動向

---

- J-REITは2期連続で無配になると上場廃止となる。
- J-REITは収益のほとんどを配当とするので、配当がない心配はないが、不動産価格が下落して、減損処理をしなければならない不動産があると、厳しい状況となる。
- J-REITにおける期末資産の動向をみる

# J-REITの現状(市場価格倍率)



平均 1.09 1.12 1.12 1.08

## J-REITの現状(価値含み倍率)

---

- 不動産の期末評価額は現在簿価より少し高くなっている。平均で**1.08**であり、2年間をみても特に低くなっていない。
- 簿価より評価額が低い**REITは11**であり、大きなマイナスとはなっていない。しかし、評価が市場を反映したものは疑問である。
- しかし、不動産市場の冷え込みは大きく、まだ、**J-REIT**の評価にはあらわれてきていない。

# J-REITにおける不動産価格の評価

---

- J-REITは毎期末および不動産取引を行う時点に不動産鑑定評価を行っている。
- 後にみるように、賃料が下落傾向に現われているが、期末資産価格の評価にはその傾向はあらわれていない。実際、多くのJ-REITの不動産の賃料はまだ明確な下落傾向はあらわれていないようであり、現行の評価額に現れていない。
- いずれにしても、次の決算期から期末資産の下落が明確になるものと思われる。

# 不動産鑑定評価に問題点1

---

- 利用重視から収益価格（DCF価格）が重視されている。
- 収益価格（DCF価格）は特定の投資家（保有者）の価値を算定するものか、市場で成立している価格を推定するものとして用いてるかは吟味する必要がある。前者であれば、市場価格でなく使用価値である。

## 不動産鑑定評価に問題点2

---

- J-REITが登場するような高度商業不動産市場は極めて需要者、供給者が相対的に不完全な市場である。
- 情報を整備し、鑑定士の評価技術を高めることが必要なのは言うまでもないが、価格変動期（高騰期、下落期）には極めて市場が不完全となり、取引価格にばらつきが生まれる。

## 不動産鑑定評価に問題点3

---

- 取引価格のばらつきが多い市場において、評価額がどのような意味をもつか、利害関係人に対して説明責任を鑑定士が果たせる評価となっているかが問題
- 不完全な市場では価格を一点で示すことは難しく、区間評価を検討する必要がある。

## 不動産鑑定評価に問題点3

---

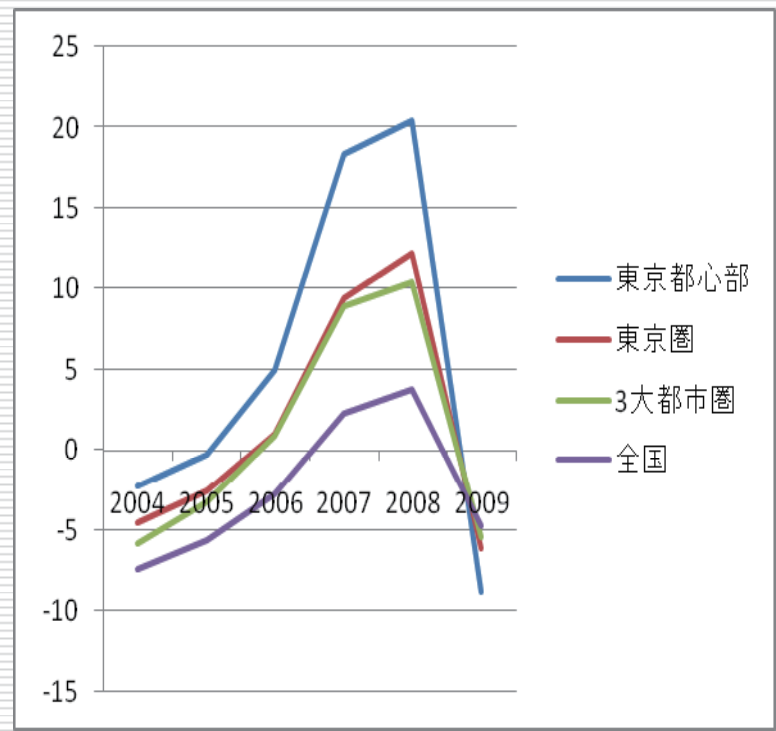
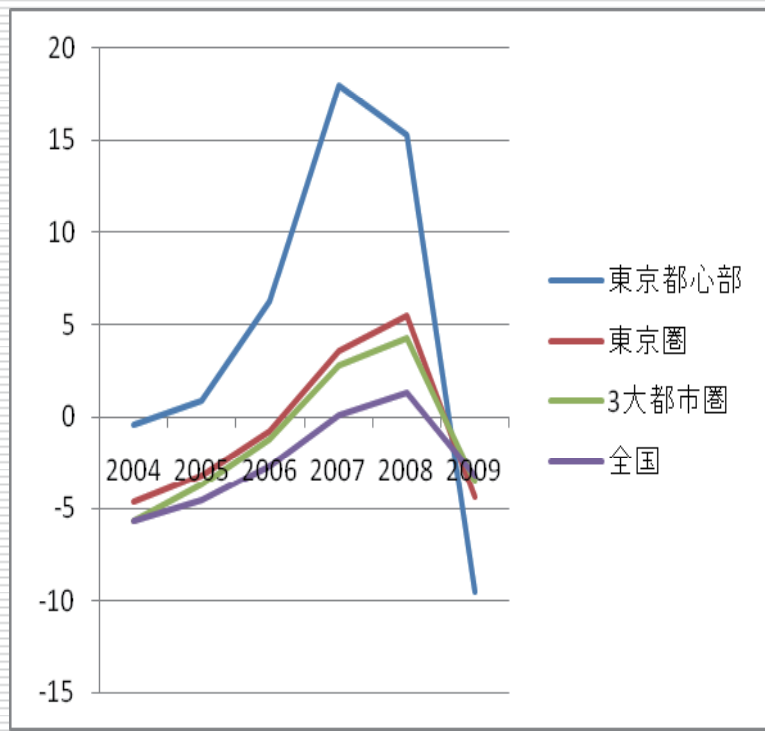
- また、取引量の変化も調査し、流動性に関する情報も提供することが必要である。
- 取引量が極めて少ない市場で成立している価格は、流動性のない市場での価格であり、早く売る場合価格を相当引き下げる必要性が生じる。(後に議論する)
- 鑑定評価は本来そのような情報も提供すべきではないか。

---

# 不動産市場の状況と今後

# 不動産市場の動向(地価動向)

住宅地地価上昇率(地価公示) 商業地地価上昇率(地価公示)



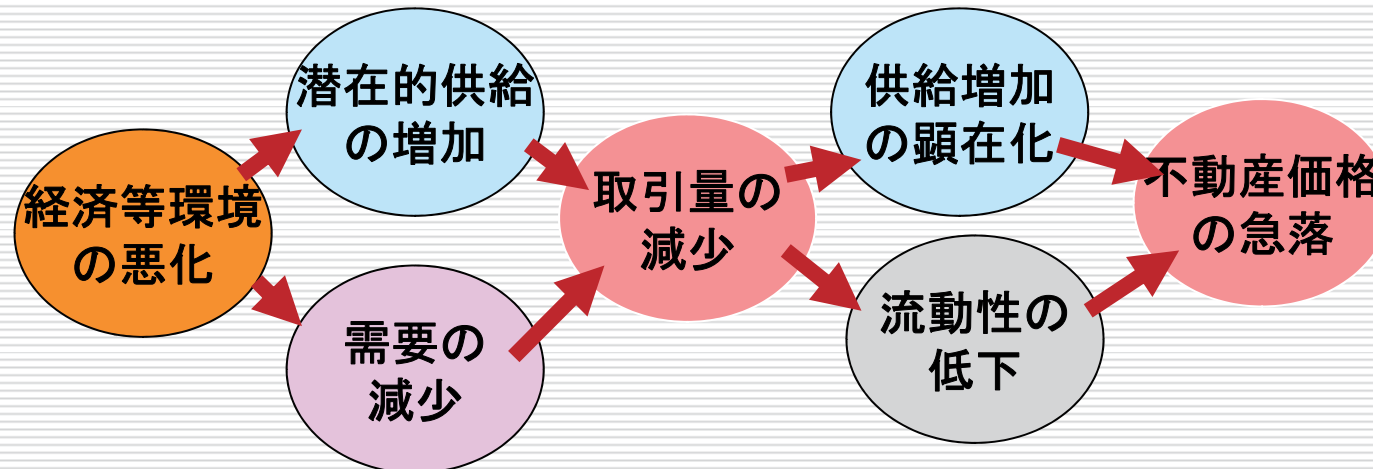
# 不動産市場の動向

---

- 東京都心で2004年から上昇し始めた地価は、再び2008年下落に転じる。しかし、実態の地価の下落はそれ以上であると考えられる。
- 市場を先導してきたファンドの取引量は80%以上減少しており、全体の取引量も減少してきている。

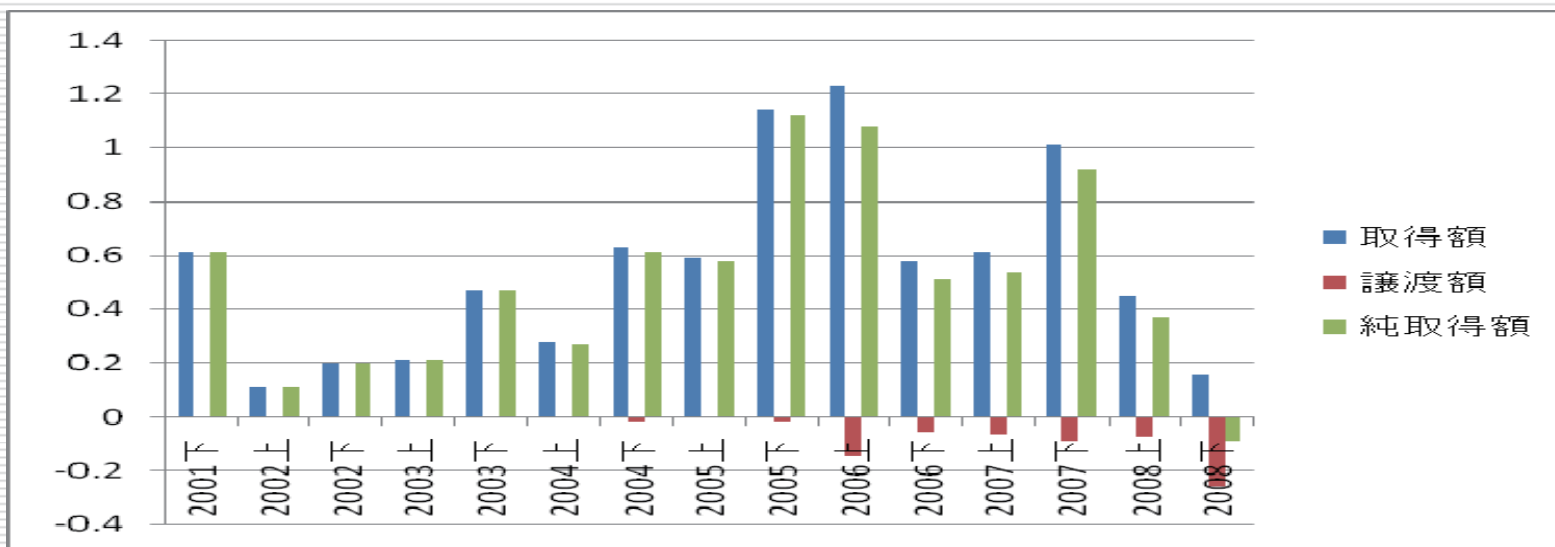
# 不動産市場の動向

- 不動産価格(または地価)は最後に現れる遅行指標である。
- 取引動向をみる必要がある。



# 冷え込む不動産市場1

## J-REITの物件取得額の推移

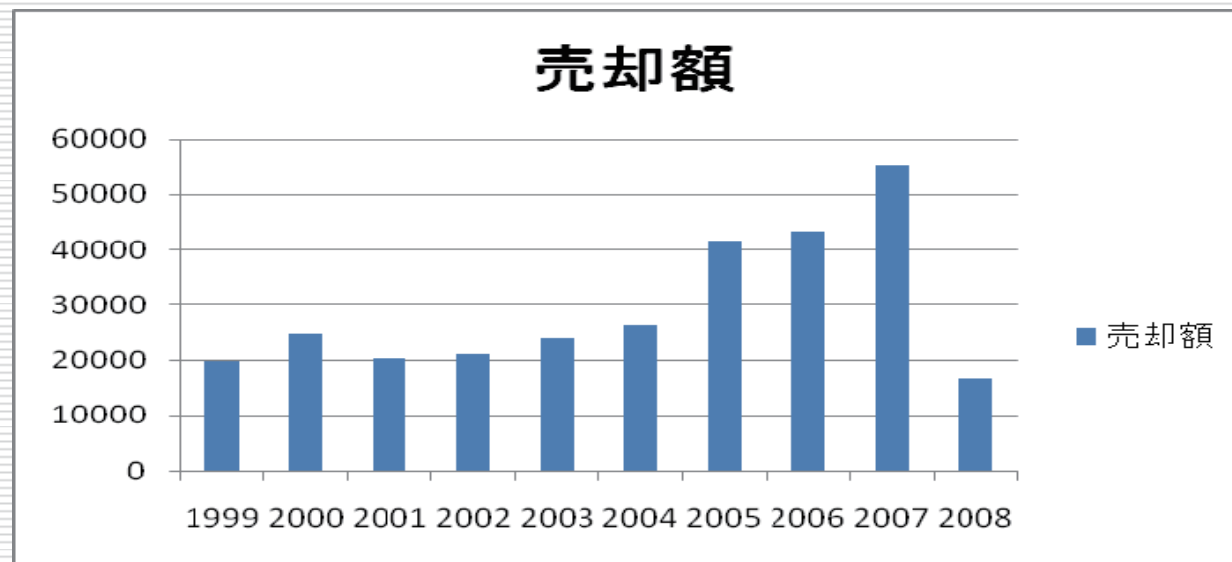


J-REITの不動産取得は急激に縮小する。

# 冷え込む不動産市場2

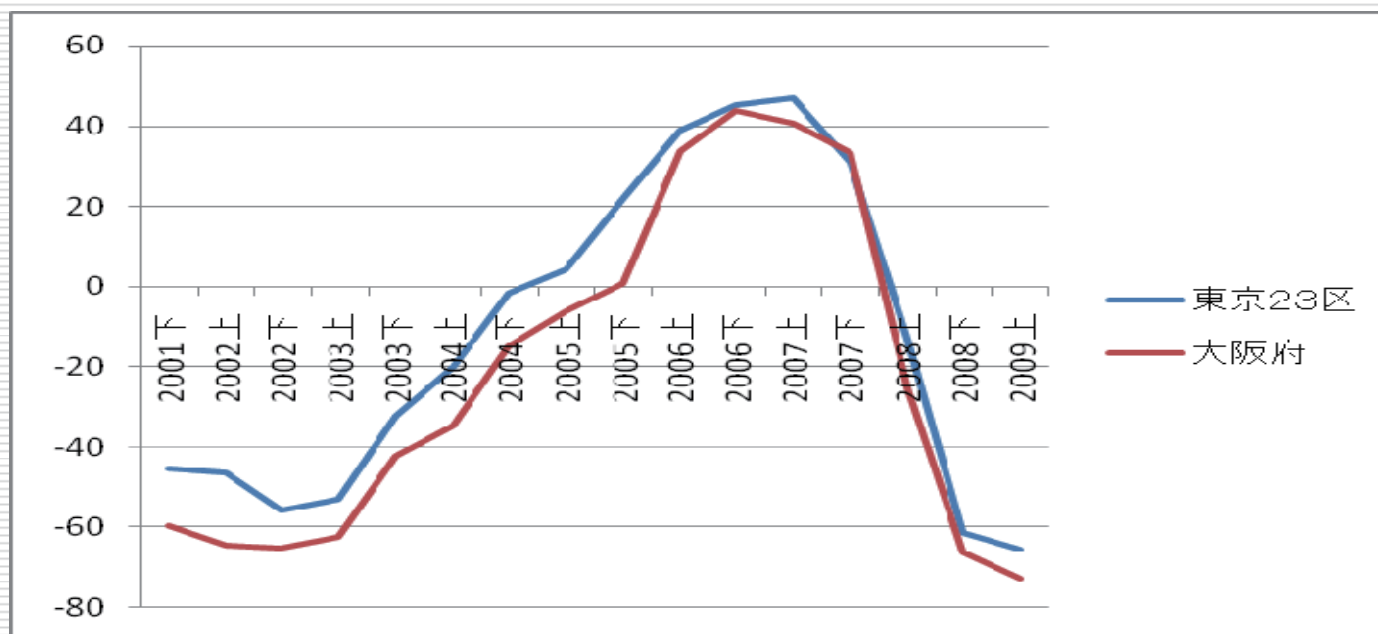
---

## 上場企業等の不動産の売却の推移



# 冷え込む不動産市場3

## 1年後の土地取引状況の判断に関するDI



## 冷え込む不動産市場4

---

- J-REITの不動産取得は激減、純取得はマイナスになる。私募ファンドの出口が縮小する。
- J-REITの不動産取得の減少に伴い、上場企業の不動産売却も減少する。
- 企業の不動産取引のマインドも急激にしぼむ。

# 今後の不動産市場

---

- 取引量が急激に減少していることは、**流動性の低下**を意味する。
- 売却せざるを得ない企業またはファンドが現れる今までの相場を大きく下回って売却することになる。これが不動産価格の急落の原因となる。
- 市況は取引価格だけでなく、取引量が重要

# 今後の不動産市場

---

- ファンダメンタルな要素として、景気の動向が重要
- 景気動向により、オフィスの床需要、都心に建てられた高級な住宅の需要、ホテルの稼働率、SCにおける売上、等に影響を受け、不動産収益そして価格に影響を与える。

## オフィスの空室率の動向

---

- 東京都心部2007年には2%以下であったものが、2009年3月時点で4%弱になっている。
- 特に丸の内、大手町、有楽町といった中心では2007年には0.2から0.3%であったものが、2009年3月時点で4%になった。
- 大阪市では緩やかに増加し、2009年3月時点で7.7%になった。
- 名古屋市でも増加傾向にあり、2009年3月時点で9.5%にも達した。

# オフィス賃料

---

- 特に丸の内、大手町、有楽町の賃料は、バブル崩壊後下落を続けていたが、2006年から上昇に転じ2007年末には1995年当時の水準に近づいたが、2008年以降下落に転じている。
- 他の東京都心地区でも2006年から緩やかに上昇していたが、2008年以降下落に転じている。

# 今後の不動産市場の動向の鍵を握る不動産ファンド

---

- 金融危機前の不動産市場を引っ張った不動産ファンドの動きが不動産市場を占う意味で重要。
- 90年代のバブル崩壊による長期不動産価格の下落は、萎んだ不動産金融のパイプと財務体質の改善から不動産を持ちこたえられなくなった企業からの供給の増加である。
- 出口戦略が重要な私募ファンドの動きが不動産価格の急激な下落をもたらすか？

# 私募ファンドの動向

---

- 私募ファンドの保有資産の残高はJ-REITのそれを大きく上回っている。私募ファンドは出口が問題となる。期間末にリファイナンスができない、REITに売却できない、REITなりできない場合不動産を売却しなければならない。
- 流動性の低い時期での不動産の売却は価格を大きく下落させる。
- 私募ファンドの破綻も視野に入れて不動産市場を考えてゆく必要がある。

# 今後の不動産市場動向の鍵を握る景気の動向

---

- 資産価格の下落は、不良債権の増加、消費・投資の低迷を招く等を通じて景気に悪い影響をあたえる。一方景気の低迷は、資産価格を下落させる。資産価格の動向は景気に依存する。
- デフレスパイラルを逃れるためには、資産価格の下落圧力を超える景気浮揚の圧力が必要である。

# 景気の動向

---

- 2009年度は実質成長率はマイナス6%前後になると予測される。景気の大きな落ち込みが不動産市場、そして価格に大きな影響を与えることは間違いない。
- 最近明るい兆しが見えており、2010年度はわずかながらプラスの成長が見込めるといった予測がある。
- 景気の浮揚が不動産市場を立ち直る必要条件であることは確かである。

---

# 不動産金融の今後

# 不動産金融の今後 (不動産証券化の仕組みの進展)

---

- 不動産ファンド、CMBS、RMBS等証券化を通じた不動産市場の資金の流入は激減しているが、資金のチャンネルを増加させ不動産投資のリスクを分散させるといった意味で重要な意味をもつ不動産証券化の仕組みを発展させてゆくことは必要である。
- 不動産証券化商品に関する情報の非対称性を低下させることが必要である。



## 不動産金融の今後 (個人、年金等の投資家の保護)

---

- J-REITの株は法人保有、外国人保有が多いが、個人も多い。不動産の長期性を考えれば、短期的な利益を狙うのではなく、長期に保有する年金ファンド、個人の投資家の増加させる。
- 信頼できる投資のアドバイザーが必要
- 個人に分るような情報の提供が必要
- 格付機関の格付も信頼性を高める必要

# 不動産金融の今後

## (投資顧問業、格付け機関の充実)

---

- 私募ファンドの投資家はプロであり、そのリスクは判断できるはずである。しかし、情報が正確でなければ適切な判断はできない。投資をアドバイスする投資顧問業の充実も必要
- 私募ファンドの情報を開示するとともに、格付け機関による適切な格付を行うことが必要
- CMBS、RMBSにより金融機関からの資金が流入しやすくなったのは確かである。これら証券化商品の情報の整備、格付の整備が必要

# 不動産金融の今後 (エージェント問題)

---

- 証券化商品の運用会社とビークル(または株主)のエージェント問題
- 日本の場合外部運用会社に委託する。運用会社と株主の間に情報の非対称性があり、運営会社の行動を観察できない場合、エージェント問題が発生。
- 運営会社が株主のために働くインセンティブを与える報酬契約が必要
- たとえば、不動産を購入する場合安く買えば買うほど報酬が高くなるような報酬契約を検討すべき。

# 不動産金融の今後 (エージェンシー問題)

---

- 同族間取引におけるエージェンシー問題
- 日本の場合親会社とファンドの取引、親会社が同じファンド間の取引が避けられない面がある。
- これら同族間の取引において、第3者的なエージェントを介在させる必要がある。

# 不動産金融の今後

---

- 不動産金融がスムーズに展開するためには基本的には、景気の回復と不動産市場の活性化が必要である。
- これらが不動産金融を正常な姿に戻す最良の薬である。市場が正常化したとき不動産証券化のさらに進展できるように、信頼を回復させる必要がある。