

日本の不動産投資市場のグローバル化に向けた展望と課題

ーグローバル化の歴史と現状を踏まえてー

Prospect and problems to be solved for globalization of real estate investment market in Japan

田邊 信之



【たなべのぶゆき】

宮城大学事業構想学部教授。1960年京都大学法学部卒業、同年日本興業銀行入行、多様な不動産金融実務を経験、2009年より現職。不動産証券化協会フェロー、FRICS。1983年河上記念財団懸賞論文入賞(法律)、2008年不動産協会優秀著作奨励賞受賞、2010年日本不動産ジャーナリスト会議著作賞受賞。

【論文要旨】

不動産投資市場では、クロスボーダー投資が活発化しており、その中でアジアの位置付けが高まりつつある。日本でも不動産投資市場の成長とともに、市場の安定性を評価するインバウンド投資が増加しており、アウトバウンド投資も80年代後半の経験を踏まえつつ徐々に増えていく方向にある。これまで日本では希薄であったグローバル化に対する「真のニーズ」が、これからは日本市場の成長速度の鈍化、新たな投資対象・投資資金に対する需要の高まりなどを背景に、顕在化してくることとなる。日本の市場関係者は、グローバル化のメリットを活かしていくとともに、そのデメリットや副作用などにも十分に留意しなければならない。また、グローバルスタンダード確立に向けた動きには、日本も積極的に参画していく必要がある。

【キーワード】不動産投資、グローバル化、インバウンド、アウトバウンド、グローバルスタンダード
【Key Word】real estate investment, globalization, inbound investment, outbound investment, global standard

1. 不動産市場におけるグローバル事業の形態

不動産市場におけるグローバル事業の形態は、概念的に大きく2つに分類することができる。一つは、国境を越えてクロスボーダーに不動産を売買する「不動産投資」であり、もう一つはグローバルに不動産関連のサービスを提供する「不動産サービス」である。

「不動産投資」は、国内から海外へ投資するアウトバウンドと、その逆に海外から国内へ投資資金を導入するインバウンドに分けられる。また、不動産投資の対象には、実物不動産だけでなく、

不動産を保有する企業やファンドも含まれる。アウトバウンド投資では、不動産を保有する企業やファンドをそのまま買収することも多く、この場合は株式などのエクイティ(資本)に投資することになる。

さらに広く捉えると、国外の不動産保有企業やファンドにデット(債務)を提供することも、不動産投資の一つの形態である。CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities、商業不動産担保付貸出の証券化商品)やRMBS(Residential Mortgage Backed Securities、住宅担保付貸出の証券化商品)などへの投資は、この代表的なものであ

る。不動産投資をする際、大手海外投資家の多くは、その時々の経済情勢等を勘案し、エクイティとデットあるいはメザニンのどれに投資すればより良い収益機会が得られるかを検討して投資の意思決定を行っている。しかし、デット投資では、実物不動産への投資よりも金融商品への投資の色合いがますます強くなり、不動産事業そのものに対する関与は薄くなる。

一方、「不動産サービス」の提供とは、自らが不動産売買の主体となるのではなく、他者の売買や賃貸取引などに関連して、情報提供、仲介、管理といった不動産に関連する総合的なサービスを提供する事業形態である。海外不動産に投資する企業への情報提供や売買の仲介、新たに海外へ進出する企業に対するオフィスや社宅、工業用地などの紹介、不動産取得のためのファイナンスなどが、その代表的なものである。

こうしたサービスをグローバルに展開するには、その事業主体自身がグローバルなネットワークを構築している必要がある。このため、先行的にネットワークを構築した企業が、市場競争力を持つ場合が多い。CBRE、JLL、DTZなどが総合不動産サービス会社としてグローバルに事業展開しており、日本にも拠点を保有している。ただし、斯かる事業展開をしている企業のグローバル化の歴史を見ると、最初に提供したサービス内容や現地法人への権限付与の程度、ローカルスタッフの活用の仕方などには違いがあり、グローバル展開の方式は一律ではないことがわかる。

このように不動産事業におけるグローバル展開は、概念的には「不動産投資」と「不動産サービス」の2つに大きく分類できるが、実際には両者を同時に営む企業も数多く存在する。顧客基盤、情報、ノウハウなどの相乗効果を期待できることがその理由である。しかし、同じグループ内で両業務を営む場合であっても、それぞれの業務ごとに別法人化したり、ファンドを組成したりしていることも多い。別法人化による業務の専門化、集約による効率化などを期待できることに加え、利益相反などのコンプライアンスへの配慮もなされ

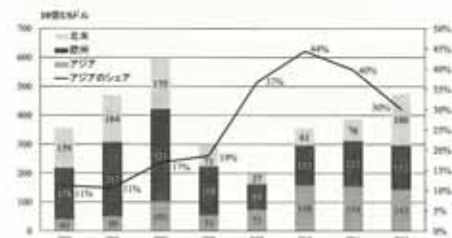
ているためである。

斯かる観点からは、両者を切り離してグローバル化を論じることは必ずしも適切ではないが、本稿では便宜的に「不動産投資」に機軸を据え、かつ主に不動産事業により近い特性を有するエクイティ投資を中心に、以下の論述を進めることにする。

2. 進展する不動産投資のグローバル化

国境を跨ぐクロスボーダー投資は、各国の不動産投資市場の成長とともに着実に増加してきている。

世界の商業用不動産への投資額は2000年代に入ってから急増し、2007年には不動産取引額は約6,000億ドルの規模にまで達した(図1)。この間、不動産投資が最も活発だったのは欧州市場であり、全世界の半分程度の規模の取引が欧州市場で行われていた。2008年秋のリーマンショックを契機とする世界金融危機後に投資額は大きく減少したが、市場の落ち着きとともに取引は徐々に活発化し、2012年には5,000億ドル弱の水準にまで回復した。回復局面を牽引したのはアジアであり、最近では将来の成長期待も高まり、世界の不動産投資市場において確固たる基盤を築きつつある。



資料: DTZ "Money into Property" を基に作成

図1 世界の商業用不動産への直接投資額の推移

2013年上半期の主な投資先を都市別に見ると、投資額の多い順に、ニューヨーク(192億ドル)、東京(154億ドル)、ロンドン(140億ドル)、ロサ

ンゼルス (118億ドル)、ワシントン (107億ドル) となっており、以下、サンフランシスコ、香港、パリ、シンガポール、シドニーと続いている。アジアでは東京を中心に、香港、シンガポールの3都市がトップ10入りしており、世界の不動産投資市場において、アジアが中核のひとつとなっていることが、このことからわかる (RCA、CBREグローバルインベスターズ調査による。以下のクロスボーダー投資の数値も同様)。

世界の不動産投資市場が成長する中で、国境を跨ぐクロスボーダー投資も増加してきている。世界全体のクロスボーダー投資は、2009年から2011年にかけて年複利26%の成長を遂げ、2012年も2011年とほぼ横這いの投資額 (約1,600億ドル) を維持している。

不動産投資額に対するクロスボーダー投資の比率 (2012年) を地域別に見ると、米国9%、欧州21%、アジア太平洋10%となっている。米国の比率が一見して低いように見えるが、これは国内外を合わせた年間の不動産投資額が大きいためであり、実額としては、アジア太平洋の3倍程度のクロスボーダー資金を集めている。欧州は金融危機後の経済停滞もあり、一時的にクロスボーダー投資の比率が低下している。

クロスボーダー投資が不動産投資に占める割合 (2012年、2013年) を各国別に見ていくと、総じてイタリア、スペイン、フランス、英国などの欧州各国が50%を超えて上位を占めている。アジア太平洋地域では中国、オーストラリアが30%前後の比率で上位に顔を出しており、日本は10~20%程度の水準に止まっている。米国も自国内投資が中心であり、グローバル化が進んでいると言われる香港、シンガポールでは、クロスボーダー資金による取引割合は、日本と同等かむしろそれよりも低いくらいの水準にすぎない。

日本のクロスボーダー投資に限ると、過去4年間の累計でアウトバウンド投資は約60億ドル、インバウンド投資は約140億ドルに及んでいる。日本がアウトバウンド投資を本格的に開始したのはここ7~8年間のことであるため、経済環境が整

えば、これからアウトバウンド投資は更に増加していくことが予想される。

日本からのアウトバウンドの投資先は、投資額が多い順にロンドン、ワシントン、サンフランシスコ、ハワイ、上海と続いている。ロンドンは、政治経済面での安定性に加え、長期リース契約を前提とし、相対的に高い流動性を有する市場であることから、長期安定的なミドルリスク・ミドルリターンを投資先を求める日本の投資家にとっては、適した投資先になっている。また、米国は日本の投資家に馴染み深い都市が投資対象となっている。

日本へのインバウンド投資の資金源泉となっている国は、上から順に米国、シンガポール、香港、中国、英国となっている。中国を除くと、基本的に金融市場が発達している国からの投資が主体となっている。世界中の投資家の資金が、米国や欧州の代表である英国、アジアの金融拠点多いシンガポール、香港を経由して日本に投資されていることがわかる。シンガポール、香港の不動産の諸制度が世界の投資家に受け入れられているとの論調が稀に見られるが、前述したようにクロスボーダー資金が日本との比較感において、香港、シンガポールの不動産にそれほど流入しているわけではない。むしろ、純粋な金融面においてアジアの拠点化しつつある点に、両都市の優位性があると考えるのが妥当であろう。

3. 日本の不動産投資のグローバル化に対する基本認識

このように不動産投資市場におけるクロスボーダー投資は増加基調にあるが、今後の日本のグローバル化のあり方を論ずるためには、まず、日本のクロスボーダー投資の歴史を振り返る必要がある。各国によって、グローバル化が進められてきた背景、経済環境などには違いがあり、一般論で論じることは適切ではないからである。

日本が戦後の統制経済から脱却し高度成長期に至る過程において、「貿易」の自由化は徐々に進められたが、「為替」や「資本取引」については、

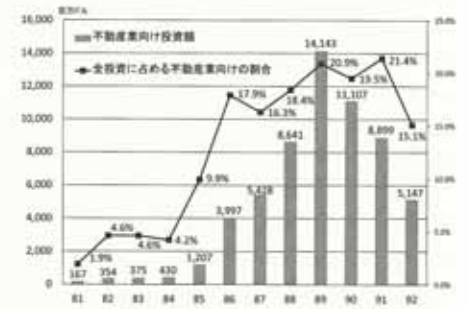
長い間、外為法 (1949年12月公布) や外資法 (1950年5月公布) などによる強い規制がかけられていた。

しかし、規制は次第に緩和され、「対内直接投資」については、1967年6月に「対内直接投資の自由化について」(第一次資本自由化) が閣議決定され、1976年5月に例外4業種を除く対内直接投資の自由化が完了した。また、「対外直接投資」に関しては、1969年10月から規制緩和が開始され、1972年6月に原則自由化されることとなった。ただし、「ポートフォリオ投資としての対外証券投資」の自由化は、それよりも更に遅れ、1970年4月に初めて投資信託が外国証券を組み入れることが許可された。その後、70年代半ばにかけて、生保、証券会社等の一定の機関投資家及び一般投資家 (証券会社経由) の投資に対し徐々に規制が緩和された。

「国内居住者による海外不動産の取得」についても、1971年7月から居住者の「実需」に基づくもの限り、日本銀行による自動許可制となった。ここで言う「実需」とは、事務所、福利厚生施設、住宅、倉庫などの自己使用に用いる場合や不動産業者等が、造成、建築等を行う場合のことを指し、転売目的のものは自由化の対象から除外された。「実需原則」が原則として撤廃されたのは1972年6月であるが、1974年1月に復活し、再び原則自由とされたのは1977年6月であった。すなわち、70年代後半までは、自由に海外不動産に投資することはできなかった。なお、1981年12月からは、平時における届出・許可は要しないこととされた。

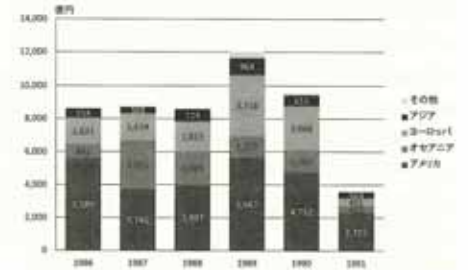
このように長期間にわたって、対内外直接投資は規制されていたため、規制がほぼ撤廃された70年代後半までは、日本の対内外直接投資は限定的なものに止まり、海外不動産投資についても、80年代初頭の投資規模 (直接投資) は3億ドル程度にすぎなかった (図2)。80年代後半にはバブル景気にも煽られてアウトバウンド投資が急増 (ピークは1989年の141億ドル) したものの、90年代になると、バブル崩壊に加え、海外不動産投資で多額の損失を計上する日本企業が続出したことから、

海外投資からの撤退が相次ぐこととなった (図3)。この間、90年代後半からバブル崩壊により価格が大きく下落した日本の不動産に投資するために、海外からのオポチュニスティックな投資資金が流入し、インバウンド投資は徐々に増加した。



資料：旧大蔵省「平成4年度における対外及び対内直接投資状況」を基に作成

図2 不動産業向け対外直接投資額の推移



資料：建設省「不動産業総合調査結果 (海外不動産編)」(1993年6月) に基づき作成

図3 不動産業者による海外不動産投資の推移

しかし、2000年代になって、日本の不動産会社や銀行などがバブル崩壊の後遺症から脱却してくると、アウトバウンド投資が再開されるようになった。また、日本経済の回復を背景に、インバウンド投資の比重がオポチュニスティックなものから、コアやバリューアディッドを目的とする投資に移り始めた。2008年秋以降は世界的な金融危機などの影響によって、一時的に投資が低迷したが、2009年頃から市場は回復、活性化の方向にあり、アウトバウンド、インバウンド投資ともに増加基

調にある。

このように、日本の不動産投資のグローバル化の歴史を振り返ると、「規制」と「経済環境」が市場の発展に大きな影響を及ぼしてきたこと、並びにそれらが総じて市場のグローバル化を抑制する方向に作用してきたことがわかる。だが、日本で不動産投資のグローバル化が本格的に進まなかった理由は、それだけではない。より本質的には、グローバル化する「真のニーズ」が希薄であったことにある。もちろん、この間も日本市場にとって必要なレベルのグローバル化は進展してきたが、その必要性、逼迫性の低さから、それ以上に急速には進まなかったということである。

まず、アウトバウンド投資について見ていくことにする。クロスオーバー投資が急増したのは90年代後半から2000年代にかけてであるが、この間に日本の不動産会社、投資家にとって、国内投資よりもリスクの高い海外不動産に積極的に投資するニーズは極めて小さいものであった。

そもそもアウトバウンド投資では、ソブリンリスク、情報リスク、為替リスク、法制度改正リスクというように、国内投資以上の投資リスクを負わざるを得ない。このためグローバルな投資家であっても、国内投資を優先しつつ、国外にリスクに見合った収益機会や裁定機会、あるいはリスク分散の機会があるときに、国外投資を選択するのが基本スタンスである。

加えて、日本では90年代後半から2000年代半ばにかけて国内の不動産投資市場が30~40兆円程度の規模にまで急成長し、投資需要を国内で満たすことが可能であった。日本経済全体の成長力には懸念が残るものの、政治経済面における安定性は世界でも群を抜いている。こうした優良な成長市場を国内に保有する日本では、不動産に投資する場合には、まず自国を投資先として選択することは、極めて合理的な行動であったとすることができる。

この点が、日本と多くの国とのアウトバウンド投資に対するスタンスの違いとなって現われている。同アジアであっても、香港、シンガポールは不動産の流動性は高いものの、投資市場の規模

は日本の10分の1にも満たない(表1)。また、オーストラリアは一定の市場規模を有するものの、既に収益物件の多くが投資対象になっており、市場そのものの拡大余地は限られている。このため、これらの国がグローバル投資を志向するのは必然の選択であったとすることができる。

表1: 世界の不動産投資市場の規模

| 国 | 2008年 | | 2009年 | | 2010年 | | 単位 |
|---------|--------|------|--------|------|--------|------|-----|
| | 投資額 | 投資件数 | 投資額 | 投資件数 | 投資額 | 投資件数 | |
| アメリカ | 4,250 | 26.8 | 4,000 | 26.8 | 3,500 | 26.8 | 億ドル |
| 中国 | 3,000 | 26.8 | 3,000 | 26.8 | 3,000 | 26.8 | 億ドル |
| 日本 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| オーストラリア | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| ドイツ | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| フランス | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| 英国 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| 韓国 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| インド | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| ブラジル | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| ロシア | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| 南アフリカ | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| その他 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 1,000 | 26.8 | 億ドル |
| 合計 | 14,000 | 26.8 | 14,000 | 26.8 | 14,000 | 26.8 | 億ドル |

(注) 投資額は、投資額(億ドル)×100(%)で算出された。投資件数は、投資額(億ドル)÷平均投資額(億ドル)で算出された。平均投資額は、投資額(億ドル)÷投資件数(件)で算出された。資料: CBRE, "A Year of Global Real Estate Investment 2010" (2011年1月)

欧州ではドイツ、英国、フランスなどが優良な市場を保有するが、既に成熟期に入っており、一方で、一部の南欧諸国の経済の先行き見通しには懸念が残る。また、EU全体として、経済基盤となる製造業の競争力に陰りが見られるようになっている。斯かる経済状況を勘案すれば、成長機会やリスク分散機会を求めて、良質な投資機会をグローバルに求めるのは、合理的な選択である。

米国も貿易収支の大幅な赤字が続く中において、金融機能を活用した投資収益により経常収支を補填することは、国家としての経済戦略となっている。ただし、欧州と異なり、自国内に大規模な投資市場を保有しているため、欧州と比べて国内投資の比率が高いことが特徴である。

このように見てくると、日本で本格的なアウトバウンド投資が急速に進まなかったのは「真のニーズ」が希薄だったためであり、むしろ合理的な選択の結果であったと見るのが妥当であろう。

一方、インバウンド投資については、アウトバウンド投資とは異なり、日本の不動産証券化市場の拡大とともに、90年代後半から着実に増加してきており、直近4年間の累計で約140億ドル(年平均約35億ドル)の投資資金が市場に流入し

ている。日本における証券化の急速な普及は、日本の不動産投資市場の流動化を促すとともに、海外から市場へのアクセスを容易にしたという点において、大きな役割を果たしたと言える。

また、投資の量的な拡大に止まらず、質的な面でも徐々にではあるが、変化してきている。90年代後半から2000年代前半にかけての日本へのインバウンド投資は、バブル崩壊後の不動産を底値で取得して転売利益を狙うオポチュニスティックなものが圧倒的に多かった。しかし、2000年代中頃から不動産価格が落ち着きを取り戻すなかで、付加価値を高めるバリュー・アディッド投資や中核物件に投資するコア投資の比率が次第にはあるが高まってきた。2008年の金融危機後に、一部の海外投資家が日本でのオポチュニスティック投資を企図したものの、その多くが目的を達することができなかったのは、日本市場の質的な面での変化、市場の成熟度を示すものである。

このように、インバウンド投資については、個別案件ごとに質量ともに必要なレベルの資金を導入してきたのが日本市場の実態である。市場整備の面で課題は残すものの、敢えて「グローバル化」を唱えなくとも、徐々に自然な形でグローバル化が進展してきたと言えることができる。

だが、ここにきて日本の不動産投資市場も、本格的なグローバル化に取り組んでいくべき時期を迎えている。すなわち、グローバル化へ取り組むべき「真のニーズ」が生まれてきている。その主たる要因は、次の3点である。

第1の要因は、これからは日本の不動産投資市場の成長速度が穏やかなものになるため、国内の投資需要を質量両面において国内だけで吸収することが難しくなることにある。日本の不動産投資市場は、90年代後半から急成長し、証券化の普及とも相俟って、それまでは不動産会社や企業が自社で保有していた物件が、徐々に流動化されて市場に供給されてきた。これからも、新たな開発物件に加え、オフィス、住宅、商業施設だけでなく、物流施設、ヘルスケア、インフラ、ホテルなどへと投資対象の用途が広がっていくことに

より、更なる成長が見込まれる。だが、既存物件が次々と市場に供給された市場創設期と比較すれば、いずれ市場の成長スピードは減速せざるを得ない。

また、不動産投資市場の規模が拡大していく中で、国内の多様な投資家が市場に参入してきており、各投資家の選好には違いがあることから、投資対象となる不動産のリスク・リターン特性にも多様性が求められてきている。その選択肢の一つとして、グローバルな収益機会、リスク分散機会を提供するクロスボーダー投資に対する関心がいっそう高まっていくことが予想される。

第2の要因は、これからは人口減少、少子高齢化などの影響が顕在化してくるため、オフィス、住宅などの新たな需要を獲得するためには海外の需要、成長力を取り込むことが必要となることである。第1の理由が不動産投資市場固有のものであったのに対し、第2の理由は日本のマクロ経済的観点からのものである。また、この点は、一般的な投資に限らず、不動産会社などが新たな街づくりや住宅分譲事業などに取り組む場合も同様であり、今後は不動産会社などにとって、グローバル展開は有力な収益源となってくるものと考えられる。

第3の要因は、過去数十年間の国内市場の急成長の中で、日本市場のプレイヤーが、グローバル市場に参加するための、知識、経験、ノウハウなどを、十分に蓄積したことにある。グローバル市場に参入することは、同時にグローバルな競争に巻き込まれることを意味する。グローバルな競争を勝ち抜くためには、アウトバウンド投資をするにしても、インバウンド投資を導入するにしても、グローバルな投資手法を日本市場全体として共有しておかなくてはならない。また、自らの競争力の源泉が何であるかも認識しておくことが不可欠である。

90年代後半から日本の不動産投資市場が急成長した中で、それまで日本市場では一部にしか知られていなかったデュエリジェンス、出口戦略、DCF法などの考え方が一気に市場に浸透するこ

ととなった。また、2000年代半ばからは、コンプライアンス、リスクマネジメントに対する認識も深まってきている。すなわち、日本市場全体として、本格的な不動産投資の知識、経験、ノウハウなどを着実に蓄積してきたと言える。

80年代後半からのバブル期に、日本からのアウトバウンド投資の多くが損失を抱えることになったのは、グローバルな不動産投資に習熟していなかったことが大きな要因となっている。また、90年代後半のバブル崩壊後の日本のディストレス市場において、外資系企業がオポチュニティ投資を通じて多くの収益を獲得したことは記憶に新しい。このような投資が可能となったのは、日本の投資家が不動産サイクルやキャッシュフローを判断基準とする投資手法に習熟していなかったことも、その要因となっていた。

だが、現在では日本はグローバルな競争に伍していきけるだけの市場を有するようになり、知識、経験、ノウハウなども蓄積され、市場で活躍する人材の層も厚くなってきた。その意味で、グローバル化を積極的に進める適切なタイミングにあると考えられるのである。

以上の通り、日本の不動産投資市場のグローバル化は、多くの「規制」や「経済環境」などによって阻害された側面もあるが、「真のニーズ」が希薄であったことが、グローバル化の進展が本格化しなかった背景にある。だが、今後は「真のニーズ」が顕在化してくる方向にあり、市場全体として、本格的なグローバル化に取り組む必要性が高まってきている。

4. 必要なグローバルスタンダードへの対応

前項で日本市場が本格的なグローバル化に取り組む時期が到来していること、市場やプレイヤーがグローバル化に取り組む体制が整備されてきていることを述べたが、一方において、多くの課題を残しているのも事実である。

インバウンド投資については、かなりの程度まで市場整備は進んだものの、不動産の流動性や市

場の透明性の向上、英語による情報発信の拡充、不動産投資対象の多様化、J-REIT市場の規模拡大、海外投資家とのネットワークの更なる充実など、いくつかの課題を残している。

一方で、これから本格化するアウトバウンド投資では、海外企業とのネットワークの構築、グローバルなリスクマネジメントといった戦略的課題から、投資対象国の法制度や経済に関する情報収集、鑑定評価のあり方などの実務的な課題まで多岐にわたる課題に取り組んでいく必要がある。80年代からアウトバウンド投資に取り組んできた日本の大手不動産会社などでは、バブル崩壊後の反省を踏まえた体制整備がかなりの程度まで進んでいるが、日本全体で見れば、まだ改善の余地は大きい。

いずれにせよ、不動産投資市場のグローバル化は、「真のニーズ」がある限り、個別取引を通じて、あるいは市場整備を通じて、自然に進展していくことが見込まれる。ただし、そのスピードや成熟度合いは、行政を含む市場関係者の努力によって違いが生じることとなる。

だが、日本において意識的に取り組んでいかねば、自然には進展しない課題がある。それは「グローバルスタンダード」への対応である。グローバル化が進展する中で、経済や産業のあらゆる分野において、取引の安全性や公平性の確保、相互理解や取引の促進、システミックリスクへの対応などの観点から、グローバルスタンダードづくりが進められている。

金融分野で代表的なものが、銀行の自己資本比率を規制するBIS規制（バーゼル合意）であり、1988年に国際決済銀行（BIS: Bank for International Settlements）が公表して以来、銀行の経営に大きな影響を及ぼすものとなっている、バーゼルⅠからバーゼルⅢに至るまで、規制内容は精緻化されてきている。

会計分野では、IASB（The International Accounting Standards Board、国際会計基準審議会）が、IFRS（International Financial Reporting Standards、国際財務報告基準）による会計基準の国際的な統一化を推進している。既に欧州

連合（EU）の上場企業（連結財務諸表）などでは、IFRSやこれと同等の会計基準の適用を義務付けられており、日米もこれに追随する方向にある。

不動産分野においても、グローバル化が進展する中で、デファクト・スタンダードを確立する動きが加速しつつある。その代表的なものが、IVSC（International Valuation Standards Council、国際評価基準機構）による資産評価に係るIVS（International Valuation Standards、国際評価基準）の策定の動きである。IFRSによる時価会計を適用するためには、具体的にどのようにして時価評価を行うべきかが課題となる。IVSはIFRSとリンクしつつ、不動産をはじめとする固定資産、動産、無体財産権などのあらゆる資産の価値評価の基準を示そうとするものである。日本からは日本不動産鑑定士協会連合会が、IVSCのメンバーとして参画している。

資産評価の先にあるものは、測定基準のグローバルスタンダード化である。すなわち、IMS（International Measurement Standards、国際測定基準）の策定である。資産評価方法が統一されても、国ごとに測定基準が異なると、データの不整合が生じ、同一ベースでの資産価値の比較が困難になってしまう。このため、世界銀行やIMFに加え、各国の評価関連協会を構成メンバーとする国際組織が既に立ち上げられており、具体的な基準の構築に取り組もうとしている。また、IES（International Ethical Standards、国際倫理基準）の策定に向けた動きもあり、世界不動産連盟、英国建築協会、国際会計倫理基準委員会などが検討に参加している。

グローバルスタンダードがどのように決定されるかによって、関連産業、各国経済に大きな影響が及ぶことは、BIS規制、IFRSなどの経験でも明らかであり、こうしたスタンダードの作成過程において、国としての意見を表明する機会を確保することは極めて重要な意味を持つ。不動産分野に限らず、日本はグローバルスタンダードづくりには習熟していないが、日本市場の将来の発展の

ためには、産官学が連携して斯かる分野への取組みを強化することが求められる。まずは、こうしたグローバルスタンダード策定の会合に積極的に参加し、ノウハウを学ぶとともに、多くの国際機関とのネットワークを構築することが必要となる。

グローバルスタンダードの策定に関して数多くの知見を有するのが、1868年に設立された英国のRICS（The Royal Institution of Chartered Surveyors、英国王立チャータードサーベイヤーズ協会）である。RICSの活動を分析すると、グローバルスタンダードの策定に必要ないくつかの要素を抽出することができる。その中でも特に着目すべき事項は次の3点である。

第1は、目的の明確化である。RICSでは、何のためにグローバルスタンダードを策定するのか、その社会的意義はどこにあるのかを明確に規定している。RICSの「International Standards Project」と題する文書の最初には、グローバルな財務的安定性や投資家の信頼を高めること、データの透明性の向上などが掲げられている（表2）。更に目的の後に、これらの目的を達するためには、IFRSとの関連において、IVS、IMS、IESへの取組みが必要であると述べている。こうした目的の明確化とその公表は、グローバルスタンダードの策定に向け、求心力を高める効果を有する。

表2 RICSのグローバルスタンダード策定に係る目的

| Benefit (The project aims to deliver) |
|--|
| • A key ingredient of greater global financial stability |
| • More accurate and consistent financial reporting |
| • Stronger investor confidence |
| • Greater transparency of data |
| • Reduced risk of fraud |

資料：RICS「International Standards Project」より抜粋

第2はグローバルスタンダードの規定の仕方である。IFRSが基本ルールを定めて細目をローカル・ルールにある程度委ねているように、IVSも「原則主義」を採用している。これは、各国がIVSを採用する際に、そのまま適用するだけでなく、IVSに収斂させたり、一部を取り入れたりするこ

とを可能にするためであり、こうした柔軟な規定方法がスタンダードを普及させるのに役立つ。

同様の考え方は、RICSが定める英国の鑑定評価基準 (Red Book) や不動産仲介基準でも採用されており、それらでも最初に国際基準 (Global Standards) が、その後国内基準 (National Standards) が規定される構成となっている。国内基準の部分に関しては、ある程度まで各国の裁量を認めるものであることがわかる。

第3は、国際機関や各国団体とのネットワークの構築である。IVSCは英国のRICSと米国のAmerican Appraisal Institute (現在のAI) によって1981年に設立された組織であるが、国連の経済社会理事会により承認された組織となっており、主要各国の評価機関が加盟している。IMS、IESについても同様に、関連する国際機関や各国の団体が連携する中で検討が進められている。RICSではこれを“Collaboration Approach”と呼び、グローバルスタンダード・プロジェクトを推進する際の基本方針としている。また、これらの基準を検討する委員は複数の国際機関・団体の委員を兼務していることも多く、スムーズな情報交換を図ることができるシステムとなっている。

5. 不動産投資市場のグローバル化に向けて

これまで整理してきたように、いくつかの課題を抱えつつも、これからは「真のニーズ」に基づき、日本でも不動産投資市場のグローバル化が加速することが見込まれる。

アウトバウンド投資によって、投資家は新たな収益機会、裁定機会などを得ることができ、リスク分散などにも活用しやすくなる。また、インバウンド投資が加速されることにより、多種多様な

性質の資金を日本の社会資本整備に用いることが可能になる。世界市場でグローバル化が進展する中で、日本市場としても斯かる潮流を有効に活用して、日本経済の成長につなげていくことが必要である。

一方で、グローバル化を促進することは、グローバルな競争、マネーゲームに晒されることをも意味する。また、アウトバウンド投資では、国内での投資以上に的確なリスクマネジメントが求められる。インバウンド投資では、多様な国からの投資資金を導入するため、日本的な考え方や海外投資家の価値観が相反する局面も増加することとなる。既に、投資物件における限度以上の修繕費削減による資産劣化、マンションの住環境悪化などの問題も、一部では表面化している。これらは一例にすぎないが、グローバル化には大きなメリットもあるが、副作用やデメリットも伴う側面がある。

不動産は社会資本であり、個人・企業にとっての重要な資産でもある。市場関係者は、個別ディールの適正な推進はもちろんのこと、斯かるグローバル化のメリット、副作用を十分に認識し、不動産の有効活用、資産価値の向上に務めていくことが求められる。

参考文献

- 1) 藤田哲也 (2013), 「グローバル不動産マーケットとクロスボーダーマネーの動向」, 『不動産ファンドフォーラム2013』(総合ユニコム), 26-44
- 2) 田邊信之 (2013), 「本格化する不動産投資市場のグローバルスタンダード競争」, 『不動産ファンドレビュー』(不動産経済研究所), 2013年8月15日号, 1
- 3) RICS “International Standards Project” (2013)
- 4) 荒巻健二 (2004), 「資本取引自由化のsequencing」, 『開発金融研究所報』(国際協力銀行), 21号, 49-77
- 5) Terence LaPier (1998), “Competition, Growth Strategies and the Globalization of Services” Routledge

地方都市の持続再生に資する資金還流と地域内循環 —不動産投資面からみた課題と対応試案—

Study on the funds reflux to the region and funds circulation in the region that contribute to the sustainable regeneration of local cities

和良地 克茂



【わらちかつしげ】

日本生命保険(株)・不動産投資開発室長
東京大学大学院都市工学専攻・都市持続再生学コース修了、現在同コース非常勤講師、30年余に亘り多様な不動産投資業務に従事。

【論文要旨】

わが国において、東京という世界都市と地方都市の間には、都市経営の面で大きな差異が生み出されている。東京には国内外から投資資金が流入する一方で、地方都市ではヒト・モノ・カネの流出に歯止めが掛からず、今後の都市経営には資金の地域還流と地域内循環が生み出される施策が必要である。このような状況は、米・英でも同様であり、不動産投資のインバウンドを考えるには、米・英の投資家がどのような施策の下で、地域開発投資を実現しているかを知り、わが国への応用方を検討しておくことが有用である。そこで本稿では、主に米国における地域開発支援制度・組織を概観した上で、わが国の地方都市における不動産ストックの整備更新が進み難い状況を、オフィスビル投資の期待利回りに着目して定量的に把握し、その解決試案として、機関投資家と地域の投資家とのパートナーシップによる『定期借地型開発投資』を提案する。

【キーワード】 コミュニティ開発、CDFI、Intermediary、Tax credit、期待利回り、パートナーシップ

【Key Word】 Community development, CDFI, Intermediary, Tax credit, Expected yield, Partnership

1. 研究の目的と方法

わが国において、東京という世界都市と東京以外の都市の間には、都市経営の面で大きな差異が生み出されている。東京には国内外から資金が流入すると共に、グローバルな都市間競争による資金の獲得競争にも晒され、マーケットメカニズムに軸足を置いた都市経営が求められる。一方で、それ以外の都市は東京へのヒト・モノ・カネの流出に歯止めがかからず、今後の都市経営には資金の地

域還流と地域内循環が生み出される施策が必要である。それには、コミュニティに軸足を置いた都市経営(米国におけるCRA(地域再投資法)、CDC(コミュニティ開発会社)、CDFI(コミュニティ開発金融機関)、インターメディアリーなどが参考になろう。)により、東京との差別化が求められる。都市経営の複雑化とも言えるこの現象に注目し、地方都市の持続再生に必要な資金の地域還流と地域内循環について、不動産投資の側面からアプローチし、課題の抽出とその解決案の提案を