

## 【実務セミナー抄録1】

# 不動産を投資証券化するためになすべきこと

井出保夫

日本には、本格的な不動産証券化のマーケットは出来ていないので、米国の事情を中心に話をしたい。なお、米国には、不動産投資顧問業といった資格はないが、大学の不動産学部やビジネススクールでそうしたスキルを身につけた人々が大勢活躍している。

### 1. 日本の不動産証券化の拡大の方向

日本で不動産投資ビジネスが始まったのは、実質的には外資が日本の不動産を買い始めた1997年の後半ぐらいからだが、2000年は証券化される不動産価格のベースで3-4倍には伸びるのではないかとされている。はじめに、拡大の方向として3点指摘したい。

まず小口化。投資単位が100万円の時代が来るだろう。

次が、上場市場ができるという意味でのパブリック化。昨年、不動産投資信託解禁という記事が出て大手不動産会社の株がストップ高になった。市場が期待している証拠だ。それでは、適当な利回りはというと、マーケットができないと、実はわからない。米国もリートができて40年、いろいろもまれてマーケットが形成されてきた。リートは、不動産と金融の双方のファンダメンタルズに影響されるので、株式市場とは独自の動きをする。インターネットでウオッチしてほしい。

3番目は、リテール。小口化、パブリック化ときて、最後に個人向け商品が出てくる。全体として、米国のリートは、1300億ドル、CMBSも同じくらい。個人投資化のシェアは80年代に3分の2くらい。現在では2分の1弱。投資金額の小口化が進んでおり、10万円単位のものもある。投資対象になる不動産も、住宅、事務所ビル等だけでなく、SC、病院、老人ホーム等々バリエーションが高い。

日本では社債等のボンドの市場もまだ小さい。普通社債(SB)が12兆円とすれば、SBのマーケットを不動産証券がいきなり越えることはないから10兆円程度が当面の目標になろう。

### 2. プロパティーマネジメントとアセット・マネジメントの役割分担

では、不動産投資商品を作るには何をすべきか。いい物件が少ない、だから資金が集まらないという声がある。しかし、いい物件があれば、投資商品になるというものではない。高い収益のキャッシュフローを確保するには、収益不動産の現場、プロパティーマネジメン

トが一番重要だ。ウォール街でも不動産証券化商品を扱っているのは、投資銀行の中でも不動産に特化してやってきた人達だ。彼らはアセット・マネージャー、ポートフォリオ・マネージャーとしてプロパティ・マネージャーを指導する立場にある。日本の準備状況をみると、不動産会社を中心にしている。物件をバランスシートからはずさず、投資家と共同投資でやっているシンジケーション方式では、それでよいが、米国の不動産学部の教科書をみるとわかるように、証券化では、物件の管理をするプロパティ・マネジメントとマネーの運用をするアセット・マネジメントの役割分担も重要だ。

### 3. ポートフォリオ理論の重要性

米国の景気は絶好調だが、リートはここ2年間下げた。不動産のキャッシュフローは急に増えるものではないので、資金は、IT関連株等に逃げていく。そこで、ファンドのマネージャーはキャピタル・ゲインを取るために物件の入れ替えをする。下がっているのはSC、ヘルスケア等で、住宅、事務所は下がっていない。ファンドマネージャーは、こうしたことを読まなくてはならない。また、不動産金融工学理論も必要だ。

リスクというと危険と訳すが、金融の世界では、予測と結果のブレのことだ。リスクには、マーケット・リスクとユニーク・リスクがある。マーケットのブレは回避できない。しかし、ユニーク・リスクは、投資対象を多様化することで、分散できる。これが、ポートフォリオ理論の基礎だ。米国でも、70年代までは不動産投資にポートフォリオ理論はなく、プロジェクトの判断しかなかった。ポートフォリオ理論を投資判断に使っていた年金基金等の機関投資家が不動産に投資するようになって、ポートフォリオ理論が不動産投資の世界に導入された。日本でもポートフォリオ理論が重要だ。

### 4. 日本版リートの課題

現在、法制化が進んでいる日本版リートは、投資法人を使った会社型投資信託で、40年前に米国で考え出された仕組みだ。しかし、この10年くらいで米国のリートは、随分変わった。まず、米国でリートとは、そうした制度とか法律があるのでなく、税法上の概念である。リアル・エステイト・インベストメント・トラストを略してリート、不動産投資信託と訳しているが、実体は、投資信託とはずいぶんかけ離れている。

米国でも信託が使われた時代があったようだが、今、上場リートが200くらい。今後、出てくるのはすべて会社型。私は、積極型不動産投資運用専門会社と認識している。投資信託といった消極的なイメージではない。ここ10年で市場規模が15倍くらいになった。米国の商業用不動産の市場が底を打ったのが1992年、その前後からリートは棒上げ状態になった。その背景には、1986年の税制改正でリートの運営管理を外部に委託しなくてもよくなったことがある。また、80年代後半には、米国でも不良債権でつぶれそうになった銀行が出た。リートは、底値の不動産をたたいて買い、将来キャピタル・ゲインを取れるのではないかという期待があった。例えば、ハゲタカ・ファンドで有名なシカゴのサムエル・ゼル、リートも4つくらい運営しているが、いい情報ルートを持ち、銀行と交渉し、買った

たく。これをメリル・リンチと組んでファンドにし、資金を集めた。

今の日本は、1992年の米国に似てきた。当時も、不動産が下げすぎたという認識があり、リートが人気化した。米国のリートは、8%くらいの高配当を出す。長期金利が2%くらいだから、スプレッドがかせげる。リートは、利益の内部保留が出来ないし、法人税がかからず、構造的に高配当。逆に、大規模修繕や資本的支出が出来ない。米国では、リートが普通の株式会社に転換する例も少なくない

ところで、1986年の制度改正により、現在の米国のリートは、ほとんどが自家運用であるが、日本では、制度上、外部の不動産投資顧問会社に運用を委託しなくてはならない。

もう一点、米国でも、上場リートの組成（フォーメーション）の際に、現物出資すると、課税の繰り延べが認められなかったが、1992年にモルガン・スタンレーが、アップ・リートとよばれている仕組みを使った株式公開IPOをアドバイスした。これが、税務上認められ、課税の繰り延べによる現物出資が可能になった。

アンブレラパートナーシップ（アップ・リート）という全く別の事業主体をつくり、リートは、そのジェネラルパートナーになる。現物出資をしたスポンサーには、将来リート株と交換できるオプションのついたアップ・リートの持ち分を交付する。日本では、税務上認められそうにないので、リートへの現物出資は不可能。

日本の不動産証券化にも詳しいペンシルバニア大学のジェームス・シリング客員教授は、来日の際、この2点（自家運用とアップリート）の改正が米国のリート発展の大きな要因であり、我が国でも対応が望まれると述べている。

## 5. 不動産業界のビジネスチャンス

要は、物件があってリートが始まるというのが、米国の最先端のリートの姿であるが、日本の不動産投資信託は、資金を集めて物件を探すという違いがある。確かに、米国でも年金基金等が不動産で運用するのは資産の5から10%くらいだ。しかし、不動産に投資する部分については、不動産投資顧問業に一任するのが実状だ。

最後に、米国と英国の格付け機関が合併したフィッチIBCAのレポートを見てほしい。格付け機関が、一番重視するのがマネジメントだ。プロパティ、バランスシートの健全性が続いている。まず、格付け会社は、運用会社のマネジメント能力を見る。そこに不動産業界のビジネスチャンスがある。

## 6. 質疑

問 リートが普通の株式会社化するケースがあるという話があったが、株主や株価の反応はどうか。普通の株式会社になるのか。どこに上場するのか。

答 この場合、(税法上の地位を失って)普通の株式会社になるだけで、そのまま上場している。

問 レジメに、新しいビジネスチャンスとして不動産投資情報サービス会社とあるが、仕事の中身はどんなものか。

答 インデックスのようなマーケットデータを、4半期に一回、有料で流す。米国のプロパティーマネージャーは、固定とインセンティブ報酬が半々といった成功報酬制なので、ベンチマークとしてインデックスが必要。そのためにデータを出し合っているようなところがあり、信頼度が高い。何社かあるが、ニューヨークのLANDEURはインターネットで検索可。

問 いい物件がないという話があったが、リートに組み込むには、利回りができるような価格で取得しなくてはならず、そういう意味で難しいのだと解釈しているがどうか。

答 するどい指摘だ。日本では、最初から上場を目指すので、10億、20億ではIPOができない。1000億くらいの規模がいる。また、米国くらいリートが発達してくると、Bクラス、Cクラスのビルを集めたリートも出てくるが、日本ではみなAクラスを目指している。これからは、差別化が必要になるだろう。

問 個人がマーケットを無視しても高値を出してきたとき、パブリックなリートが勝てるだろうか。米国のマーケットの事情はどうか。

答 時代による。稼働物件が安いときは、みな中古を買う。開発が安くなるときは、リートも開発型をやる。今はどちらもいいので、物件がない。高くなりすぎている。その中で、マネージャーは管理だけでなく、直接、物件を銀行、生保・損保から買えるルートを持っていると評価される。米国では、個人とのコンペはなく、リート同士のコンペになる。基本的には、DCF法が徹底されている。

日本でもROEで6%切るなら、大ビルの株を買った方がいい。その発想で行けば結構いい利回りで買えるのではないか。

以上

### 講師略歴

1985年早稲田大学商学部卒、(株)秀和、(株)オリックスを経て、不動産・金融アナリストとして独立。井出不動産金融研究所設立。著書「入門の金融 証券化の仕組み」日本実業出版社等。<http://www.hi-ho.ne.jp/index/>

◆第1回不動産投資顧問業養成実務セミナー 第2日

2000年5月10日 氷川会館