

## 【実務セミナー抄録 2】

# 証券化入門・投資、証券化、格付け、新法のポイント

大垣尚司

今般、新資産流動化法、投信法が成立し、証券化は新たな時代を迎えようとしている。今日は、井出さんが不動産証券化の基礎をお話いただいているという前提で、金融サイドから、特にデット絡みの仕組みや投資ファンドの仕組みづくりに際して、多少わかりにくいところ、また、新しい法律について気づいた点を中心に話したい。

今度の法改正は、およそ公的な制度としては、やれるだけのことをやってしまったといっ  
てよいぐらい大きな改正である。ある意味で、先進国の中で最も進んだ制度を持つことにな  
る。今後はこれまでのように、証券化を、法律や格付けの勉強をするため、時間と労力をか  
けてやったり、商品を誰に売するのか余り考えず、証券会社にまかせるといったことではまず  
い。どんな顧客に、何を売りたいかをしっかりと考えないと、証券化のための証券化になっ  
てしまう。難しいわりに儲からないステータス商売に終わってしまう。特に、大企業ほどそ  
の可能性が高いので最初に申し述べておきたい。

### 1. 投資とは何か。

はじめに、なぜ不動産をあえて投信、ファンドにする必要があるのか。

まず、議論の前提として、「投資」とは何かについて考えてみたい。

保有と投資との違いは何か。投資とは、評価益が上がっただけではだめで、売って収益、  
キャッシュが入ってこないといけない。マネーから入って、マネーに出ていくのが投資だ。  
その途中にたまたま不動産があれば不動産投資になる。いい物件が出た、しかし値段が大き  
い、だから小口化して売るといのは、保有玉をどう売るか悩んでいるだけで、ファンドを  
作る仕事とは違う。それから、本社ビルがほしい人がビルを買うのは保有であって投資で  
はない。そういう人に証券化商品を持っていってもしょうがないことは自明の理である。

まとめると、ファンドは後にものべるが、物件にマネジメントというものが加わって一定  
のコンセプトをもった投資対象として確立したものである。物件にマネジャーの暖簾を付け  
加えた上で、マネーイン・マネーアウトが可能なような、すなわち「投資」が可能なよう  
な仕組みに転換して売らるものと言っても良いかもしれない。ファンドが出来ても、顧客が  
いないと売れない。あたりまえのことだが、そのためには、物件の良し悪しに加えてマネ  
ジャーのブランドを確立する必要がある。しかし、ファンドのブランドネームを確立する  
ためには、コストがかかる。200億円程度のファンドで数億の宣伝費を使うことは出来  
ない。ど

れだけの顧客を確保できているかを押さえてから大きさを考えないと投資ファンドはワークしない。

マネーイン、マネーアウトと申し上げたが、顧客が最後にほしいのはマネーで、不動産は途中経過だ。いい物件でも、5年、10年後いつ売れるのか。そこで何らかのかたちで換価できないような仕組みがないとファンドとはいえない。出口戦略、イグジット・ストラテジーとして紹介したのはこのことだ。不動産が売りにくい商品だからではなく、投資の本来の性格からして、マネーイン、マネーアウト出来ない投資ではないということである。

建設省の制度（特定共同事業）でやると、タックスベネフィットが多少残るが、新法でやると、タックスベネフィットはあまり表に出てこず、むしろ、他の投資信託と比較される。この点からも投資家のニーズを見据えた商品企画が非常に重要だ。

## 2. 証券化とは何か。

では次に、証券化とは何か。オフバランス化あるいはノンリコースファイナンスというふうに証券化を見ている人が多いが、投資顧問業の立場から見たときには、不動産を証券化するのは、一義的には流通性の付与のためだ。出口を作る。証券にすると、マーケットに出すということだ。土地は、定期預金と違い期限がない。不動産を換金しようとする税金がかかる。買ったときもある。しかし、ポートフォリオの中に不動産を持っていたいという人がいる。そこで、不動産を証券という仕組みに乗せてやると、売れるようになる。逆に、そういうお客を相手にしないとやってもしょうがない。不動産そのものが欲しい人に証券化して売るのはコスト分無駄になる。とにかく償却資産が欲しいという人は、特定共同事業のファンドにし、不動産の性格をくずさないで持っていたほうがよい。

次に、金融技術の話は割愛して、仕組みの話だけすると、不動産を証券化する場合、大きくファンド型商品と流動化型商品の二つに分かれる。今日、話しているのが投資のための商品で、ファンド型。一方、売るための仕組みが流動化商品。こちらは、不動産保有そのものを金融商品にしているようなイメージである。単に物件を保有して銀行から借金をする代わりに、オフバランス化やノンリコース型のファイナンスを仕組む。

それから、いずれの場合であっても、物件を100%エクイティーとして投資したり流動化するだけでは面白くないからデットの部分を入れる。デットには格付けをとって証券会社に売ってもら。残りをエクイティーとして販売するか自己保有する。そこに格付けとか金融工学とかが絡んでくる。

デットとエクイティーの話がでてきた。そこで少し、金銭債権を証券化する場合のことを考えてみる。例えば住宅ローンを考えてみよう。住宅ローンをオフバランス化したいが、住宅ローンのまま買ってくれる人はいないので、統計的に処理して、トリプルAの部分をつくる。残りをレジデュアルとか劣後債とかいい、食にくい物になるので、自分で保有したり、高いリターンの商品に仕組んで誰かに処理してもら。目的はトリプルAの優先部分をつくることにある。ただし、もともとデットから作るの、優先も劣後もデットの性格を有する。

これに対し、不動産の証券化の場合、本当に作りたいのは、トリプルAのほうではない。

不動産の場合、優先、劣後という言い方をしない。デットとエクイティーと言う。不動産を証券化する場合、ほんとうにつくりたいのは、エクイティーだ。不動産投資顧問業者は、不動産だけでなく、エクイティーの出方をよく見なくてはいけない。この物件だったら、レバレッジはどれだけか。負債比率をどれだけにすると適正なエクイティーになるか。エクイティーが商品だから、エクイティーをよくしないといけない。大きい会社だと事業リスクを銀行にとってもらうことができるが、1棟から数棟の不動産だけのファンドの場合、そのキャッシュフローだけに頼らざるを得ない。それで倒産隔離とか難しい話をし、格付けをとって投資家が見てくれる借金にし、残りをエクイティーにする。

ノンリコースローンの場合、いい物件があるが全額銀行から借金は出来ない。だからSPCに移転して、その収益でまかなう調達部分をつくったらトリプルAになるという場合、自分自身の格付けがトリプルBだと、それだけ安く調達できることになる。残りの部分は、理論的にはリスクが高くなると思われるかもしれないが、損失率が高くなるだけで、損失の金額そのものが変わるわけではない。むしろ、比較的大きな自己保有のポートフォリオの中に劣後部分を入れてしまって、必要金額を銀行等からバックファイナンスしてもらう場合、借入金額が少ないほうがよいともいえる。新法では、特定出資というものを保有する信託の設定ができるが、これをうまく用いて工夫するとSPCを連結対象にしないことができ、自己資本比率の観点からも効率的になる。この場合、トリプルAの商品をつくるのが目的ではないことを再度強調しておきたい。トリプルAの部分はあくまでファイナンスであって、自社としてはそれによってエクイティーのリターンをどれだけ向上できるかがポイントなのである。その意味では、トリプルAの部分は、たたいて安く売れば売れるほどおいしい。トリプルAをつくるには苦勞するが、単純にいいもの—すなわち利回りの良いものを社債の投資家に提供したら自分は儲からなくなる。不動産会社や不動産投資顧問業者はトリプルAの投資家のためにアドバイスをしているのではなく、残ったエクイティーのお客のアドバイスをしているはずなので、デットの部分については、いかにコストを下げるかという観点から、証券会社とうまくつきあわなくてはいけない。不動産サイドと証券会社サイドとのせめぎあいの中で、最も効率的なところに決まっていく。どうも、トリプルAのほうが複雑なので、仕事をしているとだんだんそっちのほうが目的のように錯覚してしまうことがあるの注意しておく。

### 3. 格付けとは何か。

今度は、格付けの話をしたい。格付けの取り方に2種類ある。保険数理型と特定資産型だ。不動産の場合、基本的には、特定資産型の取り方になる。前者のほうがわかりやすい。

例えば住宅ローンが典型だが、ローンの数が増えて300以上、これがメルクマールになるが、集まると夜逃げする債務者の発生率が多数の法則に従うことから統計的な議論になる。経験則で貸し倒れ率がわかってくる。

ところで、英語で格付け機関のことを法律では、statistical rating organizationと書いてある。つまり、彼らはものを統計的に見る。クレジット・リスクを統計的に考えている。

例えば、トヨタがトリプルAだというのは、どういう意味か。実は、トリプルAの企業の数は非常に限られている。通常トリプルB以上ならならまず潰れない。これを「投資適格」といっている。しかし、トリプルAの会社でも、絶対潰れないとは限らない。仮にトリプルAの会社が潰れた場合、格付け機関は、投資家にどう説明するのだろうか。この場合に、トリプルAの会社を「まずつぶれないいい会社だ」と定義していると問題である。そんなことは誰にもわからないし、下手をすると訴訟問題になる。ここに統計的手法が生きてくる。つまり、過去の統計からみて1万社のなかで年間に30社くらいやられる。そういう属性を持った会社をトリプルAと定義したのだと説明するわけである。

ところで、1万件の住宅ローンがあって、1年に30件程度債務者が夜逃げをすることがわかったとする。そうすると、さっきの定義と確率的には同じだから、これをトリプルAと言ってもいいのではないかと気づいた人が80年代の前半ウォール街に現れた。もちろん、トリプルAの会社は、トヨタや世界銀行等のピカピカの会社だし、住宅ローンは普通の人の集まりにすぎない。このふたつを同じだといってよいか、格付け機関には大きなチャレンジだった。むしろ、トリプルAというような社債格付けのシンボルは使わず、全く別のシンボル体系を作っても良かったのである。たとえば、CPや地方債についてはそういうことが行われている。しかし、悩んだ末、同じ格付けをつけることにした。ここから、新しい技術、ストラクチャード・ファイナンスが始まった。

例えば、機関投資家、生損保は、何10兆円という資金を10人、20人で見なくてはならない。1件1件のクレジットを銀行のように仔細に審査することは出来ないの、どうしても格付けに頼ることになる。むしろ、ファンド・マネジャーは、ポートフォリオをつくり投資分散をすることに主たる責任がある。トリプルAでもその点は一緒だから、トヨタにばかり投資をするのではなく、別のトリプルAも購入して投資分散を図る。そこで、住宅ローンをSPCに入れて高い格付けをとれば、もともとはそのようなセクターには流れなかったかもしれない資金が流れこむようになる。これが、証券化が有するもうひとつの大きな効果だ。つまり、企業のための格付けと信用属性の同じものを企業以外の資産を使ってつくる。ひとつひとつのクレジットを見ると、本来トヨタと同じような資金調達が出来なかった人達が、トリプルAの条件で資金調達が出来るようになった。

貸し倒れ率が何パーセントといっても、年によってブレがある。仮に、貸し倒れの発生率が正規分布しているとする、ブレを測るための指標には標準偏差 $\Sigma$ （シグマ）を使う。平均から1 $\Sigma$ までの区間にだいたい6、7割が入る。2 $\Sigma$ で8割強、3 $\Sigma$ で99.97%くらいまでが含まれてしまう。一般に格付け機関は、3 $\Sigma$ くらいおさえるとトリプルAをくれる。つまり、起こるであろうことの99.97%くらいの確かさを押さえたことなるように劣後債をつくと、残った部分はトリプルAになれる。貸し倒れの分散は、ポアソン分布になったりすることもある。実際の分析には、モンテカルロシミュレーションという手法を使ったりするが、通常はそういう計算は格付け機関の方で独自に計算機を回してくれる。新しいアセットをやるときは、すごく固めのことを言うてくるが、モデルの使い方なりをとらえて辛抱強く交渉をすればよい。ただし、普通そうしたことはインベストメントバンクがやっ

てくれるので、不動産会社が格付けのプロになる必要はない。全体の原理が分かっているだけで良いのである。

さて、上記のような分析手法が成立するためには、対象が確率的処理に適した性質のものでないといけない。上述した住宅ローンのように、均質で小口で多数で大数の法則の働くようなものに適用される手法を、保険数理型という。これに対して、商業不動産の証券化を考えると、残念ながら、住宅ローンのように1万もローンをそろえることは難しい。異質で大口で少数の債権には保険数理型の適用は難しいのである。こういう場合は、投資分散の考え方を、基礎を考える特定資産型というアプローチをとる。このやりかたの場合、物件ないしテナントが20くらい集まればなんとか計算ができるようになる。

たとえば、債権プールに1件しか入っていないとしよう。この場合、その案件が貸し倒れる確率が3%と試してみても、その1件が貸し倒れれば全部やられてしまう。3%だけ損をするというわけにはいかない。2件だったらどうか。一度に両方が貸し倒れることは少ないだろうから、1件しかない場合よりはマシという感じがする。直感的にいうと、船に錘が2つぶら下がって船を沈めようとしていると想像していただきたい。両方が真下にぶら下がってれば、下に引っ張る力は2つの力のベクトルの単純な和になる。たとえば、親会社と子会社の社債をそれぞれ買ったようなケースである。これに対し、2つの錘がそれぞれ少しずつ斜め下方に引っ張っていると想像してみたい。この場合、船は2つのベクトルの和、すなわち2つのベクトルを2辺とする平行四辺形の対角線の方に沈むことになる。この場合、平行四辺形の対角線の長さは2辺の和より必ず短いことは直感的に明らかである。この短くなるところが投資分散によるリスクの軽減分である。特定資産型では、この特徴を用いて、投資分散を図って、リスク軽減後の想定損失額部分に対して、劣後部分等で信用補完を行うことによって高い格付けを得る。実は、理論的にはこの案件の数を無数に増やすときほどの大数の法則になる。不動産で証券化をやるときには、住宅ローン型は少なく、こちらのパターンになることが多い。

なお、不動産で難しいのは、物件そのもののリスクに加えて、テナントのクレジット・リスクが絡む点だ。また、それ以外にもテナントの更新リスク、賃料が収益連動になっている場合には事業リスク、不動産会社のサービサーとしての力量のリスク等がある。最近では、S&Pやフィッチ等を中心にサービサーの格付けも出てきている。このように、単純にストラクチャード・ファイナンスの要素だけでなく、事業的な要素が含まれるような案件をハイブリットというが、これをどのように格付けするかは、格付け会社によって、見方が微妙に違う。ダフ・アンド・フェルプス社（最近フィッチ社と合併）は事業リスクを重視する。S&Pやフィッチはどちらかというと確率論を重視。イメージ的にはその真ん中がムーディーズ。そういうくせを読みながら、案件毎に格付け機関を選定していく。キャッシュフローに影響を与える要素を極力統計論に落とし込み、最後は、交渉事になるが、事業リスク、更には地域のゾーニング（都市計画）が変わる、租税特別措置法が変わるといった当事者以外のリスクであるイベントリスク等をバッファーとして足し込んでいく。そうして劣後の大きさを決め、残りがトリプルAになる。トリプルAにするかダブルAにするかは、相談事で、劣後

部分の大きさをどこまで取るかで決まる。

流動化型の場合、物を売りたいときに、以上のようなやりかたで、トリプルAを外に出し残りのエクイティーを自分がとる。一番大事なのはリスクの分析だ。投資顧問業としては、トリプルAをつくった後の残りのキャッシュフローがどうなるか。変動金利やテナントの動き等が入ってくる収益が変わる。証券化商品を仕組んでゆがんだ後のエクイティーの性向を分析できないといけない。更に、逆算して、デットのつくりかたや仕組みを考えないといけない。さもないとトリプルAの投資家を喜ばすだけの仕事になってしまう。

一方のファンド型ではどうか。今回の改正投信法で認められる投資ファンドでどういうものが出てくるか考えてみよう。

まず、こうしたファンドでは、2種類のマネジャーが必要になる。ひとつがプロパティー・マネジャー、もうひとつがファンド・マネジャー。実際には一人がどちらもやる場合があるが、理論的には、はっきりわけて考えて欲しい。物件の評価は鑑定士がやってくれるが、管理運営はプロパティー・マネジャーがやる。物件とプロパティー・マネジャーが合わさって初めて投資対象になる。物件をポケットにいれて、次は、それをどう組み合わせるか、それをやるのがファンド・マネジャーだ。株の世界では、事業の経営者と株のファンドのマネジャーとは、はっきり分かれている。不動産の世界では、これが非常に近接している。例えば、アメリカのリートのファンド・マネジャーは両方やる。アメリカで盛んになったアップ・リート（UPREIT）とは、リアルエステート・パートナーシップという1棟物にマネジャーがついたプロジェクトを束ねてリートにしたようなものだが、現状では、物件を運用する人なのか、売り買いする人なのかははっきり分かれていない。しかし、理論的にはかなり違う仕事だ。

これからどんな方向に進んでいくか、まだよくは見えないが、ひとつの方向としては、アメリカがそうだったように、1棟もののSPCみたいな、マネジャーがきちんと運営しているものが先にどんどん出て、それをデットでもともとレバレッジをかけた残りのリターンを見てくれという流動化型の商品が出、ある程度機関投資家が買う。今度は、それをバルクで買ってファンドをつくり、小口に割って売っていくという二段階の進み方をするかもしれない。他方、こんな法律が一気に出来てしまったから、不動産を投資法人にほうりこんで、中がよく見えなくても、大会社がすべて面倒見ますということでポートフォリオをつくり、小口に落としていく商品が最初から出てくるかもしれない。おそらく今の動きでは、後者の方向になってくるだろう。そうすると、投資家に売りさばくのが容易ではない。証券投資法人という仕組みは、基本的に期限を予定していないから、投資法人の受益証券を信託型のように解約設定の繰り返しではなく、クローズドエンド型のファンドに仕組んでいかないといけない。クローズドエンド型の場合二次マーケットがちゃんと出来るかがきわめて重要である。誰かが売り買いのファンクションを持ってくれないと、お客はいつまでたっても換金できない。証券会社の窓口ですぐ資金化できるようになるかまだ未知数だ。ポジションがどんどんたまってくるようなものは証券会社は嫌がるので、売りたいがらないかもしれない。となると自分の窓口で売っていかなくてはならない。そのためには証券取引法の登録が必要だか

ら、別に会社をつくるとか、投信の委託会社の免許をとって直販とするといったアプローチがいいかもしれない。

他方、今回認められた受託者運用型の証券投資信託を設定してオープンエンド型で、設定解約を毎日やっていくというファンドはどうか。この場合には、毎日アセットバリューが出せるか、どういうプライスで設定解約をさせるかが難しい議論になるのではないか。ファンドの場合、オープンエンド型は必ず解約率を見込んでキャッシュのポジションを持たないと運用できないが、これをどのくらい見込むかが難しい。解約が殺到したら最悪の場合手持ち証券をマーケットで売ってキャッシュをつくることになるが、更に、借入れが必要になった場合、新法は投資法人の枠組みがもとになっているようなので、それが円滑にできるようになっていないのではないか。その意味で、オープンエンド型の不動産投資ファンドをつくるのは、かなり大変だと思う。アメリカでも、ものすごく巨大なものはあるが、例が多くない。そこで、クローズドエンドでやるとなると先ほどのように二次市場をどうつくるかが結局問題になる。

結論的には、証券投資法人法に基づいてやるのだが、流動化型に近いもの。つまり、ある程度の年数で売却することを前提に証券投資法人法の枠組みでファンドを組んで、イメージ的には期限のあるようなものが出てくる可能性が高いかもしれない。実際、新法の中で証券投資法人債というものが出せるようになった。そうすると、一体、証券投資法人と資産流動化法における特定目的会社のどこが違うのか。投信だという位置付けは明らかに違うが、SPVとしての性格は非常に近い。どちらが使い勝手がいいか、まだ政省令が出ていない等情報不足もあり、自信を持った判断をしかねるのが現状だ。

#### 4. 新法のポイント

新しい法律は分厚いもので、一番大きいのが資産流動化法と証券投資信託法人法、それに関連の税法がいっしょになり、特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律案というものになっている。原文は大蔵省のホームページで読むことができるが、そのポイントをいくつか指摘してみたい。

資産の流動化に関する法律では、特定目的会社に特定目的信託が加わった。信託さんがやるなら特定目的信託でやればいい。そういう立場にないなら、信託さんを連れてきて、信託受益証券は証券会社に売ってもらうというややこしい話になり、コストもかさむので自前で特定目的会社をつくったほうが効率的だろう。なお、特定目的会社の株式にあたる特定出資が300万円から10万円に引き下げられた。また、資産流動化計画を仕組みに合わせて弾力的に変更していくことが非常に難しかったが、特定社員という役員に相当する人たちの議決事項に回され、変更が容易になった。特定目的会社がここまでくると、証券投資法人法の証券投資法人と働きが似てくる。使い分けが難しくなるかもしれない。また、特定社員の持分を信託する特定持分信託という制度ができた。これは、格付けをとるときポイントになる。例えば自社物件を証券化するために、SPCを設立する際に、その特定出資の300万を自分で出すと、今の制度ではSPCが会計上連結対象の子会社になってしまう。それから、格

付け取得のためには、売主との破産法上の区分、いわゆる倒産隔離をして、売主の倒産がSPCの財務状況に影響しないと言わないといけないが、子会社ではそれが難しい。特定持分信託は、この特定出資持分を信託に持たせ、資産流動化計画が完了するまでは特定出資の行使を縛ることができるようにする制度である。ケイマンでSPCをつくる時、チャリタブル・トラストというものを使って倒産隔離をするが、同じことが国内でもできるようにしたものだ。

信託銀行にとっては、特定目的会社をつくって資産流動化をやるとムダが多かった。今回は信託でできるようになった（特定目的信託）。証券取引法も改正され、信託受益権を同法2条2項に追い込む必要がなく、1項の有価証券だということが明瞭になった。今後、信託受益権の証券市場での流通がかなり進むだろう。信託を使って、証券化を一般的にやっていく素地ができた。逆に、何を使って証券化をやるかよく考えてやらないといけない。その場合、影響が大きいのが、印紙税、有価証券取引税の取り扱いだが、過去の例から見てこれらはそれぞれ微妙にズレてくる可能性がある。

証券投資信託及び証券投資法人に関する法律の一部改正が2番目の大きなポイント。不動産にも投資していいことになった。もうひとつが、受託者が運用する投資信託をつくった。日本の投資信託は、戦後、信託銀行と証券会社のすみわけの結果、信託契約により客の金を運用する信託銀行、信託銀行に運用を委託する投信委託会社、信託受益証券を売る証券会社という分かりにくい制度が長く続いてきた。1992年に銀行と証券の垣根が取り払われ、それを受けて今度出てきたのが、受託者が運用する証券投資信託。これが、いわゆる信託契約型のファンドで、一般的にはオープンエンドでいつでも解約できる。

一方の証券投資法人型は、SPCと同じで証券投資法人の株のようなものを投信として売り出す。これを売り買いしてキャッシュにする。資産流動化型でも似たことが出来るが、あくまでも資産流動化計画の中で売り買いをしなくてはならない。証券投資法人法の中でやっているとな通常の投信と同じような扱いが受けられる。

第3の目玉が、証券投資法人が自分で社債を発行できるようになったこと。立法者自身のねらいはよくわからないが、不動産を証券投資法人に入れ、全額エクイティーにするのではなく、法人そのものが格付けをとり、社債を発行して資金調達を行い、投資にレバレッジをかけて運用するといった本格的なファンドを新しい枠組みではつくることできる。

不動産会社としては、不動産投資顧問業をやったり、投信委託会社や証券投資証券投資法人から委託を受けたり、さらに証券投資委託業の免許も出来ているということだ。どれでやってもいいという革命的な法整備で90年代前半には想像も出来なかった。SPC法的时候は「泰山鳴動して」だった。今度は、その100倍のマグニチュードで、おそらくこれ以上法整備をする必要はないくらいの大改正だが全然報道されていない。立法関係者や東大の神田教授は、とにかく好きに使ってくれという感じではないか。逆に、使う方から見ると制度の違いが薄くなってしまった。使い勝手は、おそらくあまり変わらないので、自分の業態からして、どれが一番有利化を考えるのが早道だ。

## 5. 今後の取り組み

1986年以来証券化に携わってきたが、最初は何か出来れば褒められるという時期が長かった。今、保険会社で商品企画をやってみて、マーケティングを考えた商品開発をしないとビジネスとして成立しない時代がきわめて早く来てしまったと感じる。

不動産証券化の仕組みは面白いが、誰にどうやって売るか考えて商品設計すべきだ。また、投信の仕事はさやが薄い。しかも投資顧問業者としては、ブランドづくり、顧客知名度を得るためのクライアント・アキュジション・コストが非常に高い。不動産投資の運用をまかすのならこの人だと、どうお客に認知させるか。機関投資家なら、自分で運用できると思っている。やはり、投信の仕事は1万円台で売れだしてはじめて儲かるから、1万円単位の客を何千人集めないといけない。それだけの人に認知してもらう必要がある。そのコストはものすごいものだ。それをわかったうえで、自分のニッチは何か。どういう不動産を持っているかより、どんなお客を持っているかが重要だ。このあたり、今、不動産関係者に意外と欠落している可能性があるのではないか。リアル・エーステート・マーケティング、リアル・エーステート・インベストメントというコンセプトを、今後日本でどうつくっていくか本格的に考える時代がきている。

例えば、日本人の貯蓄動機の30%が不時の支出、20%が老後の資金だ。しかし、投信は長年積みたてるものではないし、不時の支出に備えるのに適当かどうか。不動産こそ年金のような長期投資に向けた商品といえないか。

今、皆さんがつくりつつある投信の商品像は、こうした日本人の期待するような姿になっているだろうか。不動産投資顧問業やファンド・マネジャーという仕事は、不動産という素材を使って、こうしたことを日々考えていなくてはならない。顧客のニーズを無視してファンドマネジメントの本を読んでも独り善がりになってしまう。商品設計を投資家の側からつくっていかないと、規制が全くなかった今日の時代を生きていけない。証券化に携わってきた経験からみて、失敗するのは、大体、技術にかまけた時だということを最後に申し上げたい。

以上

### 講師略歴

1982年 東京大学法学部卒、日本興業銀行入行（金融商品開発部、フィナンシャル・エンジニアリング部、ニューヨーク支店、本店業務部、ストラクチャード・ファイナンス部、この間行費留学でコロンビア大学法学修士）、1997年（株）興銀フィナンシャルテクノロジー取締役業務企画部長、2000年 アクサニチダン生命保険専務執行役員  
著書 「ストラクチャードファイナンス入門」日本経済新聞社

◆第1回不動産投資顧問業養成実務セミナー 第3日

2000年5月17日 氷川会館