

## 【特集 3】

# 不動産投資信託法の改正について

加藤 和政

### 1. 不動産投資信託法（投資信託及び投資法人に関する法律）の枠組

平成12年5月23日「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の改正案が国会で成立し、「投資信託及び投資法人に関する法律（以下「不動産投資信託法」という。）」として5月31日に公布された。

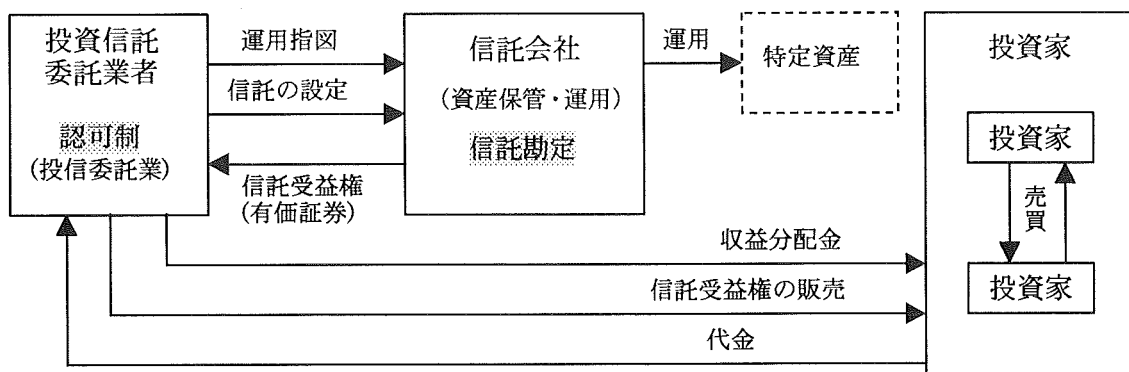
ここでいう投資信託とは不特定多数の投資家から資金を集めファンドを組成し、これを特定の資産で専門家が運用しその成果を投資家に分配する仕組みである。改正前の法律では、運用対象の資産として有価証券を前提としていたが、今回の改正により、不動産を含めた幅広い資産を運用対象とするものに改められた。条文中でも、運用対象資産を「主として有価証券、不動産、その他の資産…」と表現しており、まさに不動産による運用を明確に意識した内容となっている。

既存の投資信託商品は、そのほとんど全てが「契約型」商品である。これは1951年に「証券投資信託法」が施行されて以来、「会社型」が法律上認められていなかったため、金融システム改革（金融ビッグバン）の一環として、1998年に「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に改正され「会社型」が認められてからも、「契約型」にほぼ特化したものとなっていた。一方、アメリカでは「会社型」が主流となっているが、今回の法改正で誕生する不動産を主たる運用資産とする商品は「会社型」が中心になるものと見られており、法律上用意されている三つの運用スキームのうち「会社型」スキームに該当する「投資法人」スキームが特に注目を集めている。

法律上用意された三つの運用スキームとは以下の通りである。

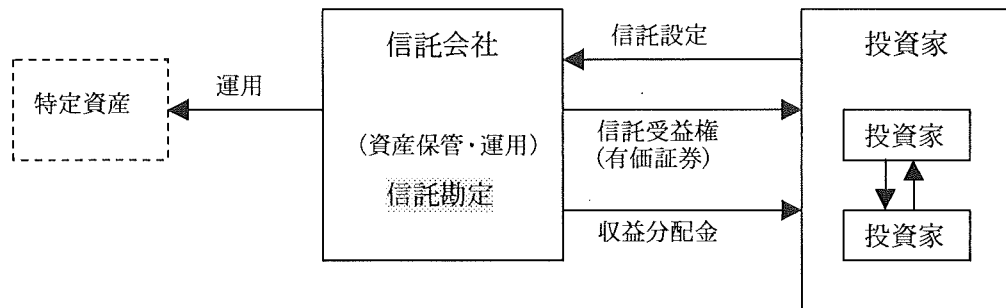
#### ① 投資信託制度（委託者指図型）

従前の「契約型」に該当するもので、信託財産を委託者の指図に基づいて、主として特定資産に対する投資として運用することを目的とする信託。



② 投資信託制度（委託者非指図型）

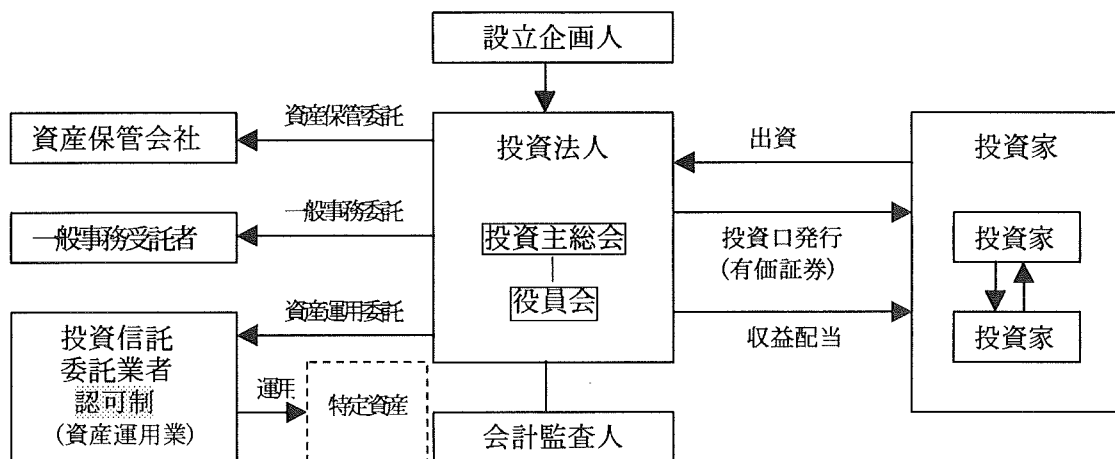
今回新たに導入されたスキームで、一個の信託約款に基づいて、受託者が複数の委託者との間に締結する信託契約により受け入れた金銭を、合同して、委託者の指図に基づかず、主として特定資産に対する投資として運用することを目的とする信託。



③ 投資法人制度

投資法人とは、資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として、この法律に基づき設立された社団をいい、これを投資ヴィークルとして活用するスキーム。

①の委託者指図型同様、資産運用を行う機能を投資法人の外においていることが特徴。



※ 出典：不動産シンジケーション協議会発行「CRES109号」（上記3種スキーム図共）

以上の不動産投資信託法におけるスキームは、大きく分けて「投資信託（契約型）」と「投資法人（会社型）」の二種類に分けられるが、資金を管理・運用するためのいずれの器（投資ヴィークル）も一定要件を満たせば法人税が実質非課税扱い（※証券投資信託及び公募国内投資信託は原則非課税）とされている。その他、発行証券の証券取引上の有価証券指定や詳細な情報開示ルールの規定に加え、資産運用（の指図）を委託され運用裁量権を有する投資信託委託会社に対し、投資家保護を目的として、検査監督・行為準則・ガバナンスなどの面

が詳細に規定されている。

また、今回の不動産投資信託法成立と同時に、主として不動産に対する投資として運用することを目的とする投資信託委託業者が建設大臣の認可を受けた場合、取引一任代理として円滑にファンドの運用ができるよう、媒介契約・代理契約・重要事項説明等の規定の適用を除外するとした宅地建物取引業法の改正も行われている。

## 2. 不動産投資商品の変遷

不動産投資信託法に基づく新たな不動産投資商品の誕生が間近に迫っているが、ここで不動産投資商品の変遷について振り返ってみたい。

我が国では、1987年に発売された信託型不動産小口化商品が最初の不動産投資商品である。これは、小口に分割した不動産の共有持分権を投資家に譲渡し、投資家はこれを信託、まとまった不動産として運用された成果から報酬として配当を受け取るという仕組みであった。第1号商品発売後、不動産会社等が相次いで類似商品を販売し、一部で人気を博したが、この時期に発売された商品は、ほとんどが個人の節税対策を目的としたものであり、不動産が産み出すキャッシュフローを目的とする本格的な投資商品とは性格の異なるものであった。その後、バブル崩壊により経営基盤の脆弱な不動産会社等が倒産し、こうした商品を購入した投資家に被害が生じ社会問題化するに至った。このような事態に対する反省もあって、投資家保護の観点から1994年6月「不動産特定共同事業法」が公布（1995年4月施行）された。この法律に基づく不動産特定共同事業は、複数の投資家が出資し、不動産会社などの専門家が不動産事業を行い、その運用収益を投資家に分配するもので、この事業を営む業者を許可制とし、さらに様々な規制を行うことで投資家の保護を図ったものである。その後、「不動産特定共同事業法」は幾度かの改正がなされ、最低出資単位の500万円への引き下げ、第三者への譲渡の解禁、対象不動産変更型契約の追加などによって、使い勝手の向上が図られている。しかし、この商品は、投資家が購入した商品を売買する二次市場（セカンダリーマーケット）が整備されていないことが最大のネックとなっており、十分に活用されるまでには至っていない。

1996年11月から始まった金融システム改革の動きの中で、1998年9月には「特定目的会社の証券発行による特定資産流動化に関する法律（以下「SPC法」という。）」が施行され、証券取引法上の有価証券としての流動性を持つ不動産証券化の枠組みが整備された。不動産の証券化とは、流動性に乏しく、高額な不動産投資について、換金性・流動性を高めるために所有権を小口に分割したり、不動産の産み出すキャッシュフローを裏付けとする証券を発行することなどを指すものである。

このSPC法に基づくスキームは、特定資産を元々所有するオリジネーターが特定目的会社（SPC：特定資産を証券化するためだけの会社）に売却し、SPCが取得した資産から

得られる収益や資産価値を裏付けとした資産対応証券を発行することによって、資金調達を図る仕組みである。SPC法施行当時は金融不安の真っ直中にあり、不良債権の処理や担保不動産の流動化を促進するスキームとして注目を集めたが、この法律は、これまで不動産に向かわなかった多額の資金を不動産市場に流入させ、新しい市場としての不動産投資市場を形成し、長引く資産デフレからの脱却ひいては混迷した日本経済の立て直しを意図したものであった。

その後不動産投資商品は急拡大し、現在では1兆円を超える規模にまで成長したが、SPC法自体は実務上の様々な制約があったことから、証券を発行する器として有限会社を活用したり、海外SPCとその東京支店を併用するケースも多く見られた。このSPC法は、今回の不動産投資信託法成立と同時に、より使いやすい制度とすることを志向し、「資産の流動化に関する法律」として改正された。

こうした不動産投資商品は、「資産ありき」の資産流動化型商品と、「お金ありき」の資産運用型商品の二つに分類することができるが、これまでは、オリジネーターの資金調達に主眼をおいた資産流動化型商品の供給が中心であった。この資産流動化型商品は、投資単位が大きく、ほとんどが機関投資家を対象とするものであり、個人投資家を含めた幅広い投資市場の形成を図るものではなかった。

こうした中、不動産投資信託法が成立したわけだが、この法律に基づき誕生するであろう新たな不動産投資商品は、広く個人の資金をも取り込む資産運用型商品に位置づけられるものであり、不動産投資市場形成の切り札になるものと期待されている。

### 3. 不動産投資信託法の成立と不動産ファンドの誕生

今回の不動産投資信託法の成立により誕生する見込みの商品が不動産ファンド型商品である。この商品は、上述した「不動産特定共同事業法」や改正前の「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に基づき商品化することも可能であったが、不動産投資信託法特に「会社型」の投資法人スキームの確立により商品化の道が大きく広がることとなった。投資信託は上述の「契約型」と「会社型」という分類とは別に「オープンエンド型」（解約により換金、買い戻し価格は純資産価額）と「クローズドエンド型」（買い戻し義務がなく、市場で売買されることにより換金）の二つに分けることができる。不動産の場合、日々時価評価を付すことは極めて困難であるため、買い戻し義務のない「クローズドエンド型」が中心になると見られている。さらに、「契約型」と「会社型」とを比較した場合、今回予定されている取引所への上場になじみやすく、株主総会（投資主総会）によるガバナンスのきいた「会社型」による商品組成が中心となる見込みである。よって、以降は、「会社型」かつ「クローズドエンド型」の投資法人スキームを前提とした不動産ファンドについて記載することとする。

不動産取引市場特に不動産投資市場は、従前から一部の投資家のみに開放されたクローズ

ドなマーケットであったといえる。これは、いわゆる優良な商業不動産の投資規模と投資資金規模とのミスマッチ、仲介業者を介した相対での取引慣行、不動産の運営には高度な専門性を要すること等々が背景にあったためと思われる。こうした課題を解決する有力な手段として期待されているものが不動産ファンドである。不動産ファンドは複数の投資家から資金を集め、これをプールして一つのファンドを組成し、この資金を専門家が市場で主に不動産によって運用し、そこから得られる収益を投資家に分配する集団投資スキームである。このスキームでは、投資規模等々からなかなか投資対象とすることができなかった優良な商業不動産についても、機関投資家、個人投資家を問わず、不動産ファンドを通じて投資機会を提供するものである。

現在、個人の金融資産規模は1300兆円とも言われているが、昨今の歴史的な低金利下において、有利な運用先を求めるニーズは強い。さらに、高金利時に預けられた郵貯の膨大な資金の満期が、こうした運用ニーズに一層拍車をかけている。最近、個人投資家の間で証券投資信託が人気を博し、2000年2月の純資産残高の規模が58兆円を上回り、その内ハイリスク・ハイリターン株式投信が17兆円にのぼるという事実は、まさにこうしたニーズの高まりを反映しているものと言えよう。

元来、不動産はポートフォリオ運用の中で「長期運用に適し、インフレにも強みを発揮するが、換金性が劣る」資産として位置づけられてきた。ところが、初期の不動産共同投資商品や投資用ワンルームマンションなどは、ほとんどが節税を目的としたものであり、不動産の特性を活かした投資用商品といえるものはほとんど供給されてこなかった。

また、バブル経済によって不動産価格は大きく高騰し、その後のバブル崩壊によって大きく下落するといった事象にも見舞われたが、マクロ的にはGDPの推移に連動しており、ミドルリスク・ミドルリターンの性質を有する資産として位置づけられる。言い換えれば、不動産は、バブルなどの特殊事情を除き、大きな価格変動がないために株ほどの高いリターンや値下がりリスクは持ち得ないが、預貯金や債権に比しては、その有するリスクプレミアムから期待収益率が高いことによって得られる収益も相対的に高く、また一定の価格変動によって元本割れするリスクも孕んでおり、株と債権の間に位置づけることができる資産なのである。

一方、これまで個人の投資対象は、現預金などのローリスク・ローリターン商品や、株などのハイリスク・ハイリターン商品に偏重する傾向が見られたが、これは、ミドルリスク・ミドルリターンの投資商品そのものがあまり豊富に揃っていなかったことに起因するものと思われる。こうした中、安定したキャッシュフローに基づき、長期運用を基本としてインフレヘッジのきいたミドルリスク・ミドルリターンの不動産ファンド商品が投資家に提供されれば、莫大な個人金融資産の一部が不動産市場に流れ、不動産市場・証券化市場が飛躍的に活性化・拡大化していくこととなろう。

不動産投資市場がクローズトなマーケットであった要因として、リスクの存在も忘れることはできない。このリスクには、開発段階における事業者の信用リスクから制度変更リスク、災害リスクに至るまで様々なものがあげられるが、不動産に投資する上で最も障害となっていたものは流動性のリスクであった。預貯金や株、債権はその種類によってすぐに換金できない商品もあるが、基本的には極めて換金性が高い。一方、不動産は、その価値が高く、また、その取引市場が公共的に整備されているわけではなかったため、売却したい時にすぐに売却できるわけではなく、換金性の面で相当に劣っている資産であったといえる。ゆえに、不動産に対する投資は一定のプレイヤーに限られたものとなっていたのである。

現在まで供給されてきた不動産投資商品についても、二次市場いわゆるセカンダリーマーケットの整備という大きな課題を克服するまでには至らず、商品の供給者が必要に応じて投資家から商品を買取る等の措置を施すなど換金性を確保する工夫が求められてきた。しかし、今回の不動産投資信託法に基づく不動産ファンド商品では、上場市場の整備が予定されており、パブリックなセカンダリーマーケットでの小口売買が実現する見通しとなっている。このことは、個人投資家の投資機会の拡大を招来するだけでなく、運用資産の性格から流動性・換金性の具備が不可欠で、不動産への投資が極めて限定的であった年金基金等についても、長期資金運用としての不動産投資を可能ならしめるものである。

さらに、不動産には、個別性が強く取引が少ないが故に時価認識が極めて困難であるという課題も存在した。我が国では不動産鑑定による鑑定評価や、地価公示・固定資産税評価等の公的評価が存在し、比較的同種の取引の多い住宅地については一定のレンジで合理的な時価認識も可能であったが、商業用不動産については、取引量も極めて少なく必ずしも合理的な価格決定が行われてきたとは言い難い。

この時価認識の課題についても、不動産投資信託法の成立とこれに伴う上場市場の整備、投資口の上場によって、売買に伴う価格水準の情報が日々投資家に公開され、ある程度解決を図るものと期待されている。もちろん、上場した投資法人の投資口の価格が常に保有する資産価値と一致するわけではなく、資産価値から離れて株式市場における他の銘柄の動きに引きずられることも十分に考えられよう。しかし、後述するアメリカのREITについても、市場で取引される価格水準が不動産実物市場における価格決定の際の指標として機能している面があり、一定の効果は期待されよう。

以上述べてきたように、不動産投資信託法の整備によって誕生する不動産ファンドは、従来不動産投資が有していた様々な課題の解決に途を切り開くものであり、また、投資家に対し新たな投資商品の選択を提供するものといえる。最近では、不動産ファンドの上場市場が数年後には5兆円～10兆円程度の規模まで膨らんでいくのではないかといった論調もみられるが、将来の数字は不確かではあっても、金融資本市場の資金の一部が不動産投資市場にシフトすることは大いに期待される場所である。こうした資金シフトにより、現下の日本

経済において、もっとも大きな停滞の要因となっている資産デフレに歯止めをかけ、少なくとも日本経済の回復に寄与することとなるであろう。

#### 4. 投資法人とREITとの比較

不動産投資市場が極めて発達している米国の投資商品で、今回の投資法人の一つの先例となったのがREITである。REITは、「株主が利益を享受できるように、不動産ポートフォリオを管理する会社」と定義される不動産投資の専門組織である。REITは、米国内国歳入法によって規定されているもので、「会社」または「投資信託」が、同法上の一定要件を満たすことにより実質的に非課税となる税法上の仕組みである。

このREITの誕生は1960年まで遡る。当時のREITは、内部に経営機能を有することを禁止されており、1986年の規制緩和によって自ら所有不動産の運営・管理を行うことが認められるまで、運営・管理を第三者に委託することが義務づけられていた。この意味では、創設時のREITは今回の投資法人と類似した形態であったといえる。

REITは、その資産内容から実物不動産：「エクイティ型」、CMBS（商業不動産担保ローン証券）や不動産担保ローン：「デット（モーゲージ）型」、混合：「ハイブリッド型」の3種類に分類され、現在ではそのほとんどが「エクイティ型」だが、1960年代は「デット型（モーゲージ・リート）」が主流を占めていた。

今日では時価総額で1243億ドル、総資産2500億ドル（1999年12月末現在）の規模まで成長したREITも、誕生から長い期間は低迷期が続いた。1970年代初めと1980年代半ばの2度の苦境を乗り越え、REITが爆発的に発展するのは1990年代に入ってからのことであるが、この急成長のきっかけとなったのは1992年のUP-REITの開発である。UP-REITとは、1対1の比率でREIT株式に転換可能な事業（オペレーション）パートナーシップユニット（「OPユニット」）と交換（権利不行使期間経過後）する形で所有不動産を譲渡（現物出資）し、不動産を直接REITに売却した場合に不動産所有者に対して発生する譲渡益課税を繰り延べ、OPユニットが売却されたり、REITの株式と交換されたときに、簿価と時価との差額に課税する仕組みである。この場合、REITは不動産を所有する事業（オペレーション）パートナーシップの「ジェネラル・パートナー」となり、OPユニットはREITの株式と同様にREITの時価総額に参入される。こうしたUP-REITの開発によって、1992年～1994年にREIT株の新規公開が続出し、以降REITは大きく成長して現在の規模になったものである。

このように進化してきたREITと投資法人スキームとのもっとも大きな相違は、自己運営・管理を行う統一された組織として運営されている（REIT）か、運営・管理機能を外部に委託することを義務づけられている（投資法人）かという点にある。REITはまさに自律的な不動産投資会社であり、システム内における利益相反の問題が生じにくい構造とな

っている。また、REIT経営者自身が、そのREITが発行する株式を一定割合保有しており、自己の資産を投下して経営にあたることで投資家との利害を一致させることに注力している。一方、投資法人は、投資家保護の観点から業務範囲が極めて限定されており、ガバナンス・システムを保持することに主眼がおかれたものである。こうした仕組み上の差異により、REITが経営者の運用手腕に投資成果を依存しているのに対し、投資法人の投資成果や成長は、運用機能を委託する投資信託委託業者、さらには運用の実務者であるファンドマネージャーの手腕、専門性に大きく依拠することとなるであろう。

#### 5. 不動産投資信託法の改善すべき要望事項

不動産投資信託法は、11月の法施行に向けて政省令の策定作業が進められているところであり、現段階で運用上の不具合面がどのように出てくるかは不明であるが、ここでは税制面から2点の要望事項をあげておきたい。

一つは、原資産保有者（オリジネーター）が投資法人へ所有する不動産を譲渡（現物出資）し、投資証券を取得した場合に、譲渡益課税を繰り延べる措置を講じるよう検討すべきという点である。上述した通り、アメリカのREITは、UP-REITの開発によって既存のリミテッド・パートナーシップ（営利目的の事業を行うために2人以上の者が共同で結成する組織の一形態で、税務上の取扱から日本の匿名組合に類似している。）からREITに対し含み益の大きい不動産が大量に供給され、以降急速に拡大・発展した。

我が国においても、今回の投資法人の創設によって不動産投資市場を飛躍的に活性化・拡大化していくためには、膨大な不動産を保有する事業会社が、これをバランスシートから切り離し放出するようなインセンティブとなる措置を講じることが必要である。歴史の古い事業会社は、かなり以前から不動産を保有しているケースが多く、簿価と時価に相当の乖離があることもめずらしくない。こうした会社は、不動産を譲渡するとその時点で多大な譲渡益課税が発生することから、仮に利用価値の低い不動産であってもなかなか外部に放出することがない。これでは、投資資金が流入しようにも優良な不動産がマーケットで不足する事態にもなりかねない。今回の投資法人が、その枠組みからして流動性を付与した投資口証券を発行するだけのペーパーカンパニーであることを考慮すれば、この投資法人への譲渡段階では課税を繰り延べ、投資家が投資口証券を売却する段階でキャピタル部分に課税することが望まれる。仮にこの措置が、市場が一定規模に至るまでの時限措置となったとしても、投資口証券の流通市場を健全に立ち上げることにつながり、その後の市場の拡大・活性化に寄与するものと思われる。また、この措置は、事業法人の保有不動産売却を促すことにもなり、減損会計の導入によるバランスシートのスリム化を一層促進する効果も期待されよう。

もう一つの点は、流通課税の軽減についてである。現状の税制では、投資法人に実物不動産を譲渡する場合、不動産取得税と登録免許税あわせて9%の高率課税がかけられることと



なるが、不動産を一旦信託し、この信託受益権を譲渡する場合は、信託設定時の登録免許税 0.6%と信託受益権譲渡時の不動産1個あたり千円の登録免許税がかかるのみである。実際、実物不動産を投資法人の対象資産とすることと信託受益権を対象資産とすることに大きな差異はなく、かえって信託受益権化する分手間や時間を要したり、受託者たる信託機関に不要な責任を生じさせる可能性があるだけである。実体的にほとんど差異のない二つの取引形態で、移転コストに大きな開きがあるというのはいかがなものであろうか。

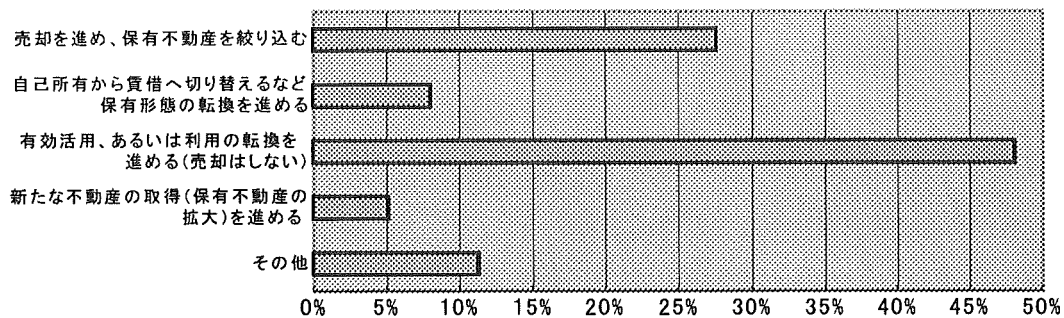
そもそも、立法の趣旨は、不動産の流動化促進及び不動産投資市場の形成によって国民経済に有意な影響を与えることにあるものと考えるが、流通税自体が流動化の大きな妨げになっている面は否めず、課税軽減ないしは非課税化を検討すべきと思われる。

## 6. 当社の不動産ファンドに対する取り組み

我が国における商業用不動産の時価総額は700兆円と言われているが、この内、機関投資家や上場不動産会社が保有する比率は10%未満である。即ち、650兆円弱を一般の事業会社が保有していることになる。また、アメリカにおける投資用不動産の市場規模は440兆円の規模と言われるが、この内エクイティ投資、デット投資を合わせた機関投資家の資金投下は45%程度にのぼっている。この数字を単純に比較することはできないが、我が国の機関投資家による不動産投下資金が相当少額であることは間違いなからう。この要因としては、上述の通り、不動産の持つ流動性リスクの存在等をあげられるが、不動産ファンドがパブリック市場へ上場することにより、流動性リスクを克服し、さらに投資対象として魅力ある商品に組成されれば、分散投資の対象として大きな資金が流れ込むことが期待されよう。

一方、日本企業の不動産に対する考え方はここにきて大きく変化している。平成12年版の「土地白書」によると、自社利用の不動産について「有効活用あるいは利用の転換を進める」と回答した企業の割合が48.1%、「売却を進め保有不動産を絞り込む」と回答した企業の割合が27.6%という数字になっており、情報化の進展や新会計制度の導入などに代

社会経済システムの変化に伴う不動産に対する企業の考え方の変化



※出典：国土庁「企業経営の変革と土地に関するアンケート調査」

表される社会経済システムの変化が、これまでの含み益に依存した企業経営からの脱却の流れを加速し、収益重視の観点から土地の有効利用、保有資産の効率化を図る必要性に迫られていることを示しているものと言えよう。

さらに、不動産の利用ニーズについても、情報通信革命の進展と共にデータセンターなどの新たな需要が創出されており、また、都心部では金融や情報技術（IT）関連企業などのオフィスビルに対する大型入居需要が盛り上がりを見せている。おそらく今後は、地域や用途の違いによる需要のばらつきを示しつつも、質的向上と規模の拡大を志向し、経済の回復に歩調を合わせて、不動産に対する利用ニーズも高まっていくものと思われる。

このように、大きな流れの中では、不動産の供給ニーズ、利用ニーズ、そして資金運用ニーズそれぞれの拡大に対する期待感があり、これらを不動産投資市場においていかに結びつけていけるかが不動産会社の課題となつてこよう。

それでは、こうしたニーズの吸収を企図する不動産ファンドに対して、具体的に不動産会社が果たすべき役割、ビジネスチャンスはどのようなところに求めることができるのであろうか。金融商品は、お金が元であり、普遍性、汎用性、同質性を有するが、不動産は個別性、特殊性が強く、物件ごとに運用方針を構築して、これを確実に実行していくノウハウが求められる。こうしたマネジメントノウハウは、不動産ファンドにおいて大きく二つの機能に分かれて発揮される。一つは、ファンド全体、及び個々の不動産のパフォーマンスを向上させることにより、投資家に対し最大限の利益を提供するアセットマネジメントの機能であり、もう一つは、個々の不動産の管理運営やテナント誘致などのプロパティマネジメントの機能である。いずれも不動産ファンドが高いパフォーマンスを示すために重要な機能であり、不動産会社を中心となって役割を果たすことが必要な分野である。

さらに、不動産ファンドを取り巻く周辺業務として、不動産仲介、鑑定評価などの業務が存在するが、マネジメント分野はもちろん、いずれの分野もまさに不動産会社が長年に渡ってノウハウを蓄積してきた分野である。

現在、我々は、自ら不動産ファンドを立ち上げることに全力を傾注しており、これによって市場の拡大に寄与すると同時に、アセットマネジメント・プロパティマネジメント等のファイビジネスのフィールドを広げることに注力している。

特に、アセットマネジメントの分野については、今後もっとも注力すべき分野と認識しており、既存のノウハウを結集していくことが必要である。

今回の不動産投資信託法成立によって、新たな不動産投資の資金は、まず不動産ファンドの上場市場に流入すると思われるが、この商品は、その枠組みからも多くの金融・不動産等のプレイヤーが存在し、その分コストもかさむことから、高いパフォーマンスを確保することが難しい商品である。また、個人投資家を視野に入れていることから、安全性を重視した商品設計を志向しており、借入比率も低めに抑える予定である。つまり、この商品は、不動

産投資商品の中では比較的ローリスク・ローリターンに分類に位置づけられるものである。

一方、不動産ファンドの上場市場が拡大すると、不動産市場における有力な買い手が創出され実物不動産取引が活発化し、不動産そのものの流動性リスクも緩和されることとなろう。また、時価認識についても、上場市場における取引価格が一定の指標の役割を果たすこととなろう。こうした段階では、新たな機関投資家の資金がパブリック市場だけでなく、プライベート市場に流入し、この資金を運用するプライベートファンドが広がっていくものと推測される。各プライベートファンドは、投資家のニーズに合わせて、様々なアセットやリスク・リターンの特性を有し、バラエティに富んだ商品ラインナップが揃うものと思われる。こうしたプライベートファンドには、アセットマネジメントとしての不動産投資顧問業務が発生するものと期待され、この役割を担うのはまさに我々不動産のプロであると考えている。しかし、投資家から投資顧問業務を依頼されるためには、今回の上場不動産ファンドも含めた実績づくりがなにより重要なものと認識しており、我々がアセットマネジメントの分野を特に重視しているのは、こうしたプライベートファンドへの展開を視野にいれたものである。

さらに不動産投資市場が成熟していく過程においては、社会ストックの形成を図る大型の開発事業に様々な外部資金を取りこんでいくことも考えられよう。現状では、不動産会社単独の信用力で資金調達を図り、大規模開発事業に取り組んでいくことは困難であるが、上述した不動産マネジメントの分野同様、開発業務の分野もデベロッパーとして長年ノウハウを培ってきた分野である。収益不動産との組み合わせによって土地取得段階から外部資金調達を図り、様々な不動産ファンドを買い手として出口戦略を描いた大規模開発事業への取り組みを実現できれば、不動産会社の開発ノウハウをいかんなく発揮することも可能となろう。

現段階では、スタート前の準備段階ではあるが、将来のビジネスモデルの転換、機会の獲得を視野に入れつつ、不動産ファンドの順調な立ち上げに向けて全力を傾注していきたい。

[かとう かずまさ]

[東京建物株式会社 投資事業開発部長]