

「資産を信託やSPCに対し譲渡する際の対抗要件の具備を、低コストで行えるようにする。税制や会計上の処理の透明性を確保するなど、国と一体となって整備していかなければならないことは多い。

オリジネーターや投資家の教育・啓蒙活動も欠かせないだろう。どのような市場であっても立ち上げの段階は相当の苦労が要されるものである。

証券化市場を活性化させるためにも、

オリジネーターと投資家を結ぶ、彼らアレンジャーの役割はきわめて大きいと言えそうだ。
(坂口 謙一朗)

もうひとつの不動産証券化商品 「J-REIT」の魅力と課題

CMBS（商業用モーゲージ担保証券）と並び、「不動産投信（日本版REIT）」もまた、不動産を証券化した商品として注目されている。米国ではすでに個人投資家の主要な投資先として定着しており、日本でも同様の役割が期待される。その実態性を、不動産投信の仕組みをひも解きながら解説する。

不動産の保有から利用へ

不動産投信については、「5%程度の利回りが得られる商品」という前評判が、個人投資家の関心を呼んでいる。

投信のおもな設立主体である不動産会社も、自らの資産を膨らますことなく、不動産の管理やテナント募集といったノウハウを提供する代わりに信託報酬などの手数料を得る「フィービジネス」をファンドを通じて行うことができる。収益を生み出さない不動産を加工して、賃貸物件としてファンドに売却するなど、不動産の「保有」から「利用」への転換を図りたい彼らからすれば利用価値は高い。

不動産投信、いわゆるJ-REITは投信の形をとるが、株式のように市場に上場し、毎日取り引きされる。需給関係で投資口（株式）の価格が決まり、投資元本を割り込むこともある。一方、ファンドが投資するテナントからの賃貸料がリターンの源泉となる。そこから入る月々の賃貸料から経費を差し引いた収益を、投資家に「分配金」として還元する。

賃貸収入は株価などに比べ変動性は少ない。ファンドは収益の90%以上を配当に回すため、好利回りを安定して享受できると期待する戸が少なくない。加えて、REITはデットでの資金調達も可能。不動産の利回りが借入れ金利よりも高いときは、負債を利用したレバレッジ効果によりエクイティ投資家の利回りは上昇する。

米国REITはすでに、1400億ドル（2000年末現在）の市場を形成している。そのうち5割が個人投資家に保有されているという。さらに4割をミューチュアルファンドが投資している。個人の保有比率はきわめて高い。その浸透ぶりはコンビニに不動産情報誌が置いてあることからもうかがえる。ならば、日本版も期待できるかという、そう簡単ではないようだ。

市場育成の継続的な努力を

米国REITとの大きな違いは、「利益配当」が認められていない点にある。米国REITは、不動産会社が物件の所有から管理・運営までを行う。対して日本は、投資法人や不動産の所有主体と管理・運営主体（アセットマネジメント会社）が別会社。ペーパーカンパニーを通じ不動産所有主体が、管理・運営をアウトソースするがたちを探っている。

この場合、問題となるのは、アセットマネジメント会社が優良物件の選定をどうするか。ファンド投資家の利益を優先するか、自らの親会社の利益を第一に考えるか、継続的な報酬を塗らるだろう。そこには投資家との「利益相反」が生じる可能性がある。

米国REITとの違いは、不動産物件の評価スタイルにも及び、不動産が生み出すキャッシュフローの分析が中心の米国に対し、日本では東京証券取引所が不動産評価額の算定基準として、公示価格や路線価など5つの方法を認めており、不動産の評価は「一物一価」でない状況にある。

不動産の評価額に幅があることは、J-REITの投資判断にも影響する。投資家としては、ファンドの株価水準を見極めるうえでも不動産のNAV（純資産価値）は正確に把握したい。現状では悪心の優良物件に投資の熱心が集中し、価格が高騰。近

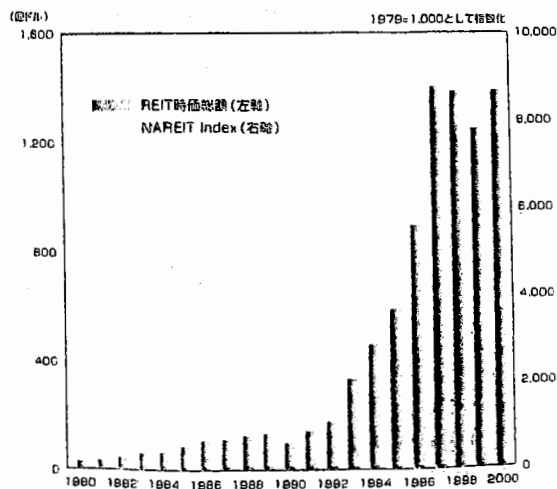
い将来の値下がりリスクも危険されている。

不安な要素も少なくないJ-REITだが、日本格付研究所ストラクチャード・ファイナンス室のチーフ・アナリスト、伊藤紀幸氏は「利益相反は現状の仕組みである以上、払拭することはできない。だからこそ、J-REITは情報開示の徹底を図るべき」と語る。

詳細な物件情報をネットで幅広く開示したり、目録見書においても投資家にわかりやすい言葉で説明する必要があるという。「投資に際しては、不動産のもつリスクに十分留意し、ファンドのNAVにも注目してほしい」（伊藤氏）。

最近では日本でも、米国流の不動産評価方式を取り入れ、物件のチューデリジェンス（調査・評価）分野に乗り出す企業が出てきている。J-REIT全体の投資指標となるような不動産インデックスの研究も進んでいる。関係者の継続的なマーケット育成努力がJ-REITの今後を占うポイントになることは間違いないだろう。

1978年11月の市場推移



米国版REITの創設は1960年。その後90年代に入り大きく拡大、配当利回りも平均で8%程度出している。