

不動産 投資信託って

2000

「借家法」改正

- 定期借家権による貸主と借主の契約自由の原則を認める（正当事由の排除等）

日本版MBS、CMBSの登場

- 海外SPCを活用した住宅ローン債権の証券化（MBS）
- 収益不動産向けのノンリコース・ローンの証券化（CMBS）

1999

「債権管理回収業に関する特別措置法」（サービサー法）施行

- 民間に債権回収の専門会社を弁護士法の例外として認める

「債権譲渡の对抗要件に関する民法の特例等に関する法律」施行

- 指名金銭債権譲渡における第三者对抗要件具備手続の簡便化（譲渡の登記）

1998

「証券投資信託法」改正

- 会社型投信、私募投信の解禁
- 運用対象資産を拡大し、不動産投資信託を解禁
（東京証券取引所による不動産投資信託市場の創設／2001年3月）

2000

SPC法改正

- 使い勝手の向上等を図るために改正
- 「特定目的信託」制度の創設

「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（SPC法）施行

- 不動産をはじめとする資産の証券化の基盤整備が進展

1933

1996

「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」（特債法）施行

- リース物品、リース債権、クレジット債権の証券化が可能

国内ABS（資産担保証券）と

ABCP（アセット・バックCP）の発行解禁

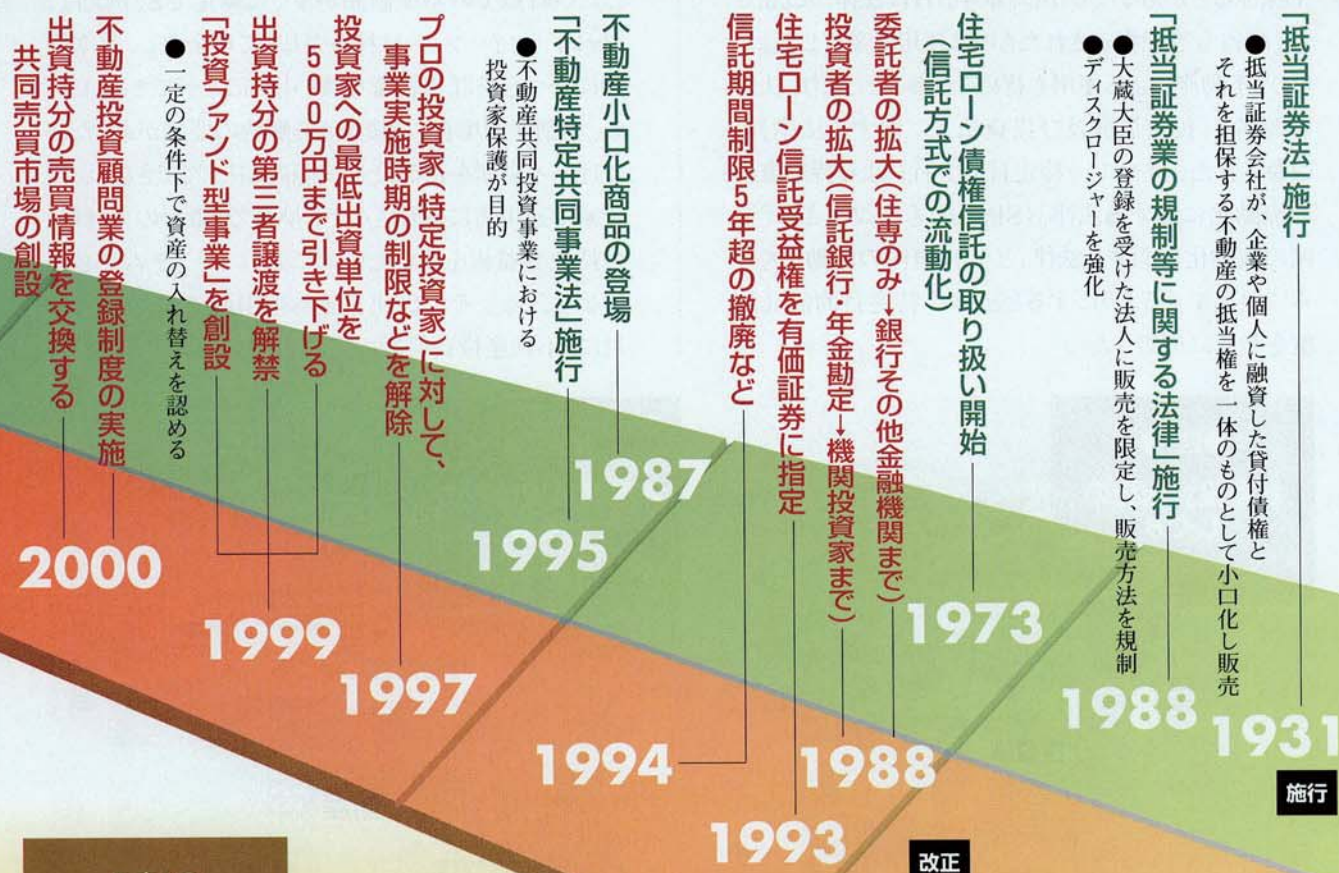
ABSとABCPを証券取引法上の有価証券に指定

新たな不動産ビジネスモデルの創造

2000年11月30日、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正され、新たに「投資信託及び投資法人に関する法律」が施行された。

何?!

これまで扱えなかった不動産も、投資信託の運用対象にすることが可能になった。これにより、不動産ビジネスの形態が大きく変わろうとしている。では、一体どのように変わろうとしているのか？本稿では、不動産投資信託のスキームを解説するとともに、新たな不動産ビジネスのビジネスモデルを紹介する。



●表1●
日本における
不動産証券化の変遷

いよいよ始まる 日本版不動産投資信託

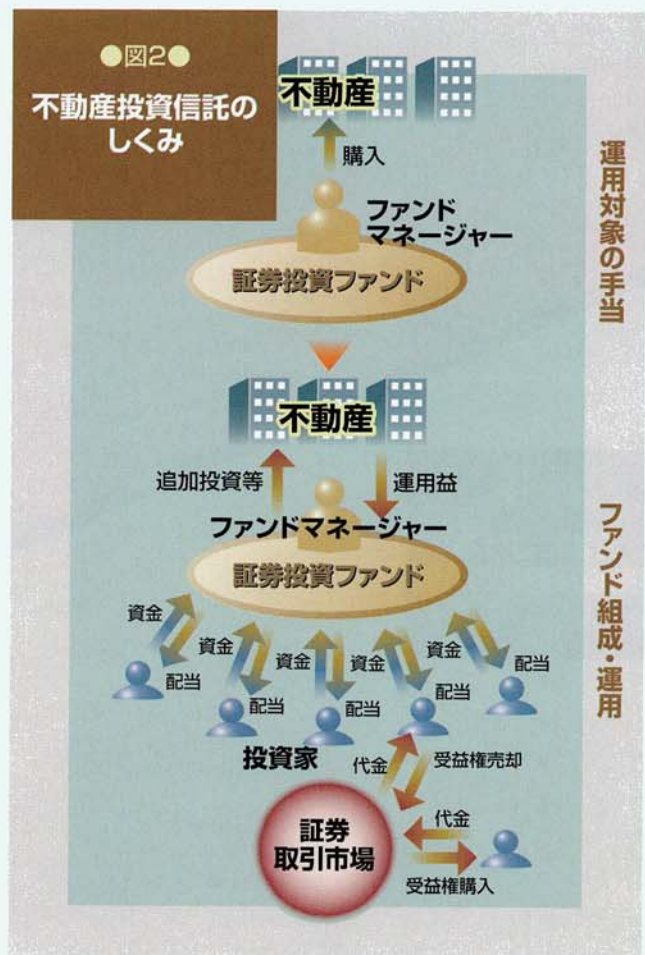
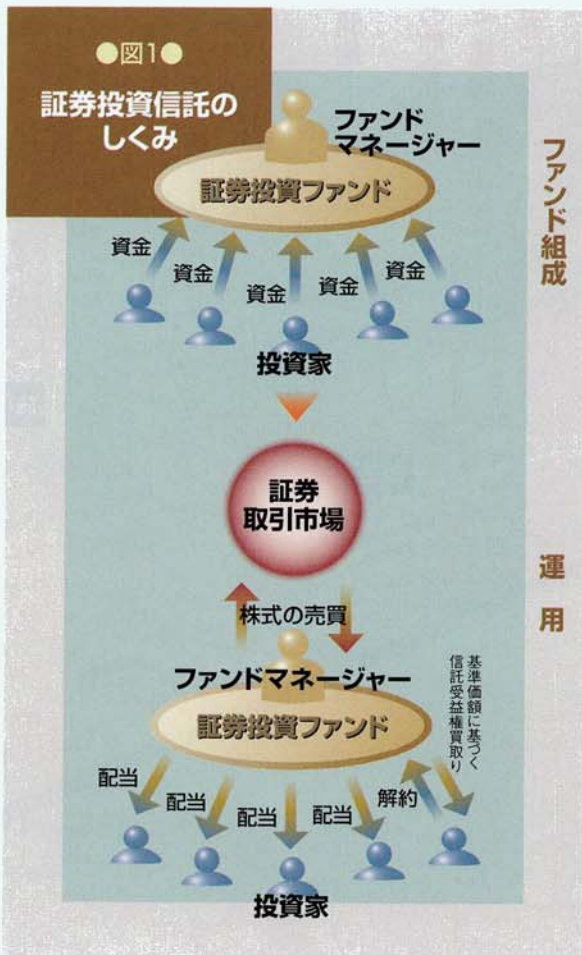
本年11月30日、日本版不動産投資信託“J-REIT（リート）”が解禁された。投資信託とは、多くの投資家から資金を募り、それらの資金を一まとめにした基金（ファンド）を、投資の専門家であるファンド・マネージャーがさまざまな資産で運用し、得られた収益を投資家に配当する金融商品である。

日本では、従来、投資信託の運用資産は、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」により、主として有価証券に限定されていた（ここでいう有価証券とは、証券取引法に規定されているもので、国債証券や株券などがある）。しかし、本年5月に法律が改正され、政省令等で指定されたものは運用対象にできなくなり、不動産による運用も認められることとなり、法律の題名も「投資信託及び投資法人に関する法律」に改称された。併せて、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（SPC法）も法改正され「資産の流動化に関する法律」となり、資産の流動化をさらに促進できるようにするとともに、特定目的信託制度を新たに創設した。

一口に投資信託といっても、運用対象が株などの有価証券か不動産かによってスキームが変わってくる。それは、株と不動産とでは資産の流動性に大きな違いがあるために起こる。

証券投資信託の場合、投資家から資金を募り、ファンドを組成してから株を買うが、一方、不動産投資信託では、不動産を買ってから受益権の内容を明示し資金を募る。流れとしては、両者は全く逆になる（図1・図2）。

野村證券(株)金融研究所の塩本淳一研究員によれば、「株は日常的に売買されているので、投資家が解約したい時点での基準価額がすぐに算定でき、例えば、ファンド・マネージャーは株を売却して現金化し、基準価額に基づき信託受益権を買い取ることができる。しかし、不動産の場合、投資家から解約の要請があるたびに逐一不動産を売ることは実際問題としてできない。投資家は運用者に持ち込んでも換金できないので、自分の持つ受益権を売りたい人に売れるシステムが必要になってくる」。そこで、東京証券取引所では、2001年3月に、不動産投資信託の売買市場を創設する（図3）。



出所：東京証券取引所

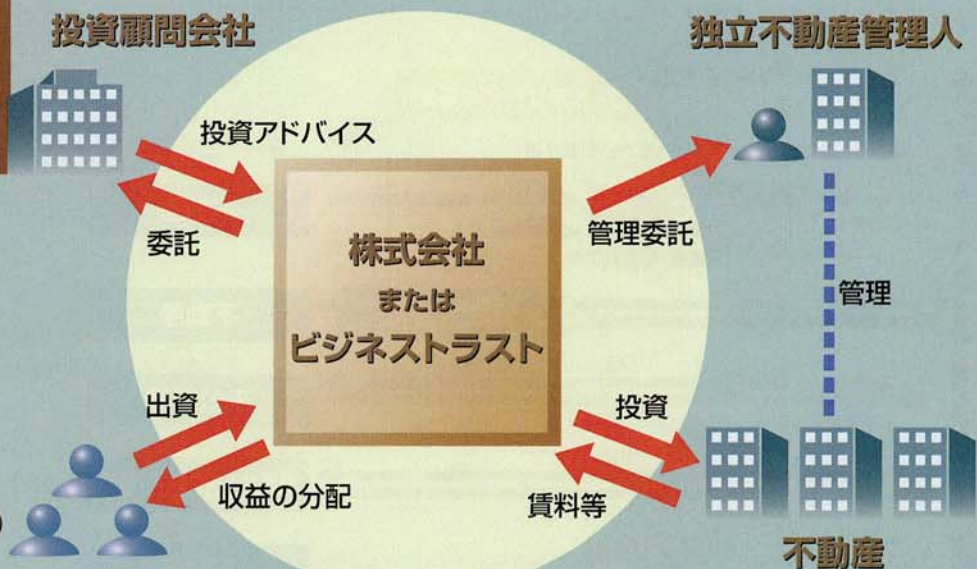


2

アメリカのREITと J-REITは違う

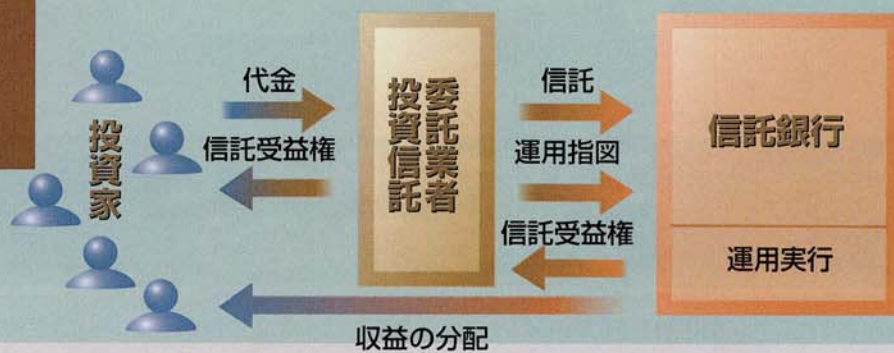
投資法人制度は、不動産に対する投資として資産運用を行うことを目的とした投資法人を設立し、その社員の地位である投資口の形で投資家の資金を集める。投資法人は集めた資金で不動産投資を行うが、実際の不動産の選定や投資判断は投資信託委託業者が行う。また、投資法人が取得した不動産は資産保管会社によって保管される。

●図4●
米REITの
しくみ



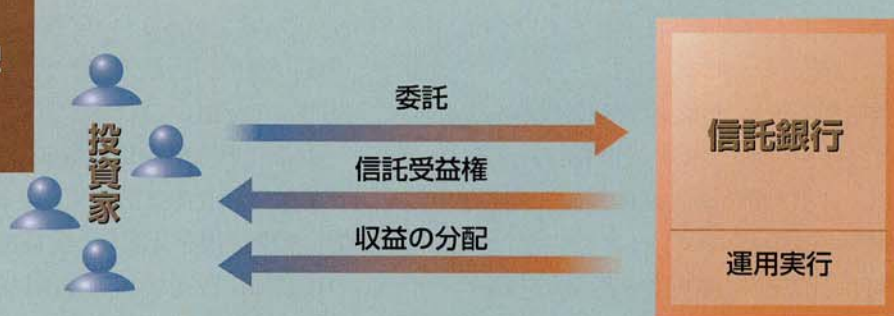
出所：不動産シンジケーション協議会作成

●図5●
委託者指図型
投資信託制度



出所：大蔵省

●図6●
委託者非指図型
投資信託制度



出所：大蔵省

●図7●
投資法人制度
[会社型投資信託]



出所：大蔵省

3

不動産投資信託は、不動産市場に どのようなメリットをもたらすか

「不動産投資信託制度が創設されたことにより、不動産業界は新たな資金調達の手法を手に入れた」と、前出・塩本氏は強調する。

不動産業に限らず、企業の資金調達の手法には、デットとエクイティの2種類がある(表2)。「デット」とは、平たく言えば借金のこと。銀行からの借入れや一般社債がこれに当たる。そして、「エクイティ」とは、株式を発行し出資を募ることである。この2つの違いは、デットは借金なので必ず返済しなければならないが、エクイティは収益が出れば配当をし、もし事業に失敗しても出資金を返済する必要はないこと。

これを資金を出す側から見ると、デットは確実に金利と元本が返ってくるが、エクイティは高配当が期待できる反面、出資金が全額返ってこない危険性もある。すると、デットの金利以上のリターン(配当利回り+値上がり期待)が期待できないと、エクイティでの出資は選択できないことになる。

企業にとっては、デットよりもエクイティの方が、出資者へのリターンが大きくなるので、資金調達のコストが

高い。よって、企業はデットによる資金調達を望む。しかし、銀行は、景気が好況のときは大いにお金を貸してくれるが、ひとたび不況になると貸し出しを控え、さらにはそれまでの貸し金の返済を迫ってくる。つまり、真に資金を使いたいときに使えなくなってしまう。「こんなときに返済の必要のないエクイティで集められた資金が必要になってくるのです」(前出・塩本氏)。

このように、デットとエクイティは資金調達における両輪であり、好況のときはデット、不況のときはエクイティといった具合にバランスよく使い分けことが企業経営にとって大いに資する面となる。つまり、これまで不動産業界は、デットによる資金調達しかその術がなかったが、今後は、今回の法改正によりエクイティによる資金調達も可能になる。

アメリカでも、REIT自体は1960年に誕生しているが、現在の活況は1990～94年頃の不動産不況の折、銀行の貸し渋りで不動産投資資金が細り出したときに、未上場の不動産会社がREITとなり上場し、直接金融による資金調達を始めたことに端を発している。

●表2●

デットとエクイティの
違い

	デット	エクイティ
種類	銀行借入、一般社債等	株式、転換社債等
借入コスト	デット<エクイティ	
返済	要	不要
リターン	約定どおり必ず配当	利益が出れば、それに応じて配当
利用機会	好況時	不況時

4

不動産所有者にとって どういうメリットがあるか

不動産投資信託を用いることにより、対象不動産の保有者(オリジネーター)にはどのようなメリットがあるだろうか。

まず、不動産の価格が安定することが挙げられる。不動産の価格は、「不動産価格=キャッシュフロー(賃貸収入-諸経費)÷貸付金利or投資家の要求利回り」で求められる(図8)。不況下でデットがどんどん回収されているときは貸付金利が上がる。すると、この計算式の分母が大きくなるので、不動産価格も下がることになる。しかし、エクイティであれば、今が投資チャンスと考えればリスクが高くても投資しようという資金が入ってくるので、デフレスパイラルに陥らず不動

産価格が安定してくる。

「実際、昨年までは不動産を買う人はほとんどいなかったが、今年になって、J-REITできちんとキャッシュ

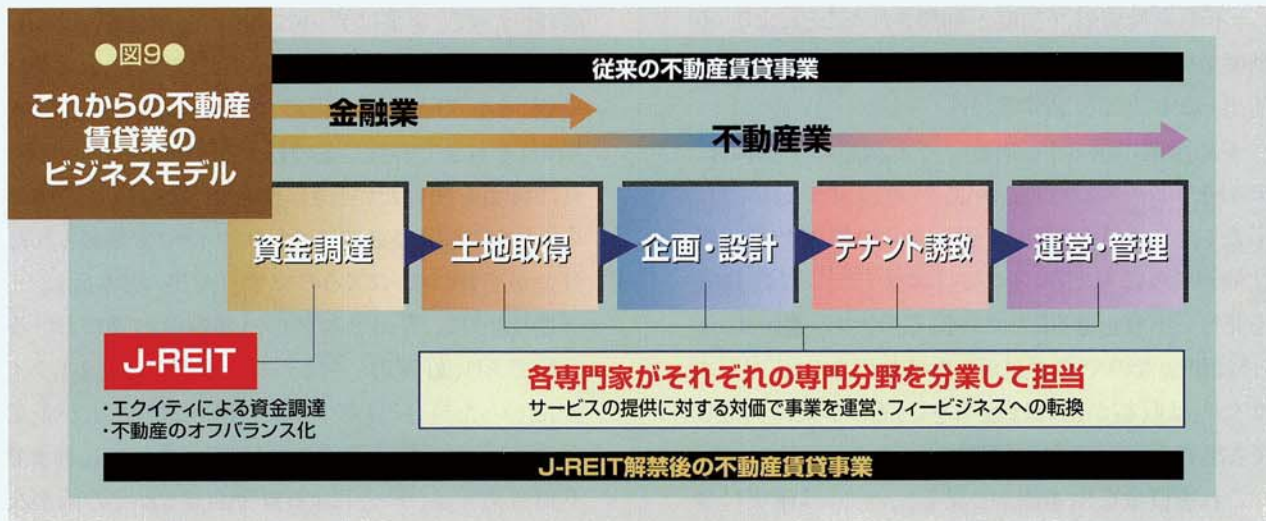
フローが出る物件であれば買う人が出てきており、一部の収益不動産の価格は上がっています」(前出・塩本氏)。

●図8●

不動産価格の
決まり方

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{キャッシュフロー(賃貸収入-諸経費)}}{\text{貸付金利 or 投資家の要求利回り}}$$

不動産会社や投資法人に どのような収益機会があるか



なぜ、不動産会社はJ-REITをつくらうとしているのか。それは、資産を切り離し、本業である運営・管理から収益を挙げる経営スタイルにシフトしようとしているからだ。

従来、不動産事業は、お金を借り、土地を買い、ビルを建て、テナントを誘致し、運営・管理するプロセスを、不動産会社自身がすべて行ってきた。しかし、このような事業形態は、地価が右肩上がりの上昇を続けているときは、借入金が増えても資産価値も増えているので、貸借対照表（バランスシート）の貸方と借方のバランスが保たれるが、地価が下落しているときは、資産価値が下がるにもかかわらず借入金の額はそのままなので、結果的に貸借対照表の借方が増えバランスを崩すことになる。

そこで、不動産の保有を会社の外にある投資法人（投資信託）に任せ、地価の変動による資産の増減の影響を自社のバランスシートに与えないようにする。そして、不動産会社は運営・管理だけを行い、それに対するフィーで収益を図る。このように地価の変動に左右されない、新たな不動産事業のビジネスモデルが構築されようとしている（図9）。

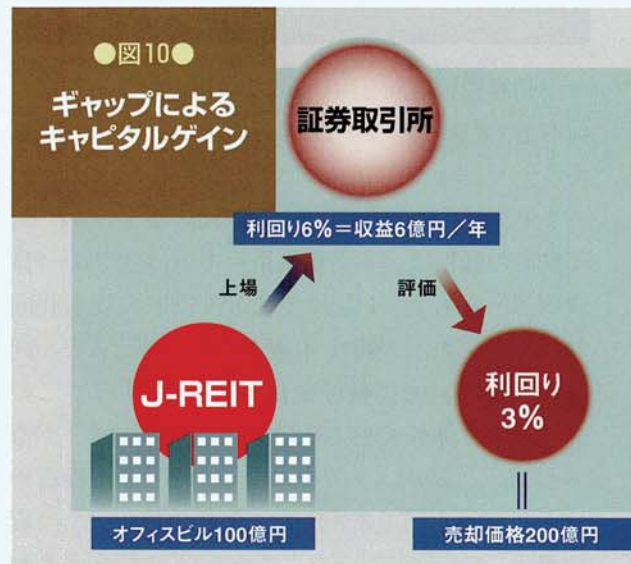
それでは、投資法人はどうか。投資法人は、投資利回りの差（ギャップ）を利用したキャピタルゲインが期待できる。

例えば、投資利回りが6%期待できる100億円のオフィスビルを購入すると、毎年6億円の収益が得られることになる。このビルをJ-REITに組成して上場したときに株式市場で利回り3%で評価されたとすると、毎年6億円の収入が得られる権利を3%の利回りで

買ってもらふことと同じになり、売却価格は200億円という計算になる（図10）。

「小口現金しか持たない個人では、収益不動産はまず買えません。一方、大手不動産や機関投資家は、バランスシート上、資産の圧縮を余儀なくされていて不動産に投資できず、不動産の投資利回りは上昇しています。低い預金金利に甘んじざるを得ない個人資金を不動産市場に結びつければ、このような収益機会が発生するチャンスがあります」（前出・塩本氏）。

つまり、投資法人は、不動産を取得したときの利回りよりも有利に低い利回りでREITを上場できれば、大きな収益が見込める。そして、その投資法人を組成している不動産会社や最初に出資した投資家は、その収益からの還元を受けられるという多大なメリットがあるわけだ。



6

不動産投資信託は投資家にとって魅力があるか

アメリカのREITは、47%が個人投資家、40%が投資信託からの出資で成り立っている。アメリカには200社以上のREITがあり、それを選別して投資するREIT専門の投資信託があるが、それらの投資信託に出資するのは基本的に個人投資家である。つまり、REITへの投資の8~9割方は個人投資家からの資金ということになる。

なぜこれほど個人投資家がREITに投資するかというと、間接的にせよリーズナブルに不動産に投資できるからだ。そして、不動産という資産は、そもそもミドルリスク・ミドルリターンという特性がある(図11)。

日本の地価は、91年まで常に上がり続け、それ以降基本的に常に下がり続けている。地価を見ればすぐ不安定な資産のように思われる。しかし、不動産賃貸業としては、優良物件であれば、そこそこ安定して収益を上げている。これを運用対象とすれば、J-REITは、安定して配当のできる投資商品となる。

「そもそも賃貸オフィスビルは、それ自体がポートフォリオになっています」と前出・塩本氏は賃貸不動産の特性を語る。「例えば、あるメーカーで製造している製品が非常に売れて儲かっているけど、5年後その製品が同じように利益を出し続けているかは分かりません。事業は特定なものに絞り込めば絞り込むほど、リターンは高くなるがリスクも高くなる特性があるからです。今売れていても、それに取って代わる別の商品が現れたら全く売れなくなってしまうわけです。しかし、賃貸オフィスビルは、あるテナントが退去したとしても、別のテナントを誘致すれば、賃貸料収入はさほど変わることはありません。不動産賃貸業は、リスクとリターンを安定化させる方向に動かせるビジネス。キャッシュフローの安定度は、他のビジネスと比べて非常に高いです」。不動産投資信託は、長期的なスパンで安定的な収益を期待する投資家にとっては、非常に魅力がある、従来なかったカテゴリーの投資商品といえる。

●図11●

各投資商品の投資性向

