

米国の REIT と我が国不動産投資信託証券市場の可能性

(株)野村総合研究所

資本市場研究室 主任研究員 関 雄太

目 次

はじめに

1. 米国 REIT とは何か
2. 米国の REIT 市場の拡大と我が国への示唆

3. 我が国における不動産投資信託の解禁と意義
4. 不動産投資信託証券市場の創設へ向けた動向と課題

はじめに

改正投資信託法（正式名称「投資信託及び投資法人に関する法律」）は、2000 年 11 月 30 日に施行された。この改正によって、わが国の投資信託は、不動産など低流動性の資産を投資対象とすることが認められる。不動産投資信託の組成を目指して、有力企業による運用会社（投資信託委託会社）の設立、上場を前提にした匿名組合の組成・募集、商業用不動産の購入なども進展している。

本稿では、まず米国の類似投資スキームである REIT の現実について紹介したあと、東京証券取引所が上場基準等の整備を進めつつある「不動産投資信託証券市場」の動向や今後の課題について、検討したい。

1. 米国 REIT とは何か

1) 形式的な定義と要件

米国の REIT (Real Estate Investment trust) は、米国内国歳入法に規定される資格要件を満たした法人である。資格要件を満た

す REIT は、各年度のキャピタルゲインを除く課税所得の 90% 以上を配当した場合、法人所得計算上、配当利益の損金算入が認められる。したがって、投資家にとっては二重課税の回避が可能であるが、現実の REIT は、単なる証券化ビークルもしくはペーパーカンパニーではない。ほとんどの REIT が本社所在の州の会社法に基づく株式会社 (Corporation) であり、1986 年以降は運営の外部委託を求められなくなったため、組織面での REIT は普通の株式会社になったといえる。米国の REIT が、その名称から受ける印象とは異なり、投資会社法に基づく米国の投資信託 (ミューチュアル・ファンド) ではないこと、またわが国の投資信託とも異なる構造をもっていることは留意すべき点である。

一般投資家が売買する有価証券としての REIT 証券も、上場株式そのものと考えてよく、公開 REIT に対しては、他の株式とまったく同様に、連邦の証券関連法、取引規制がすべて適用される。

表 1 REIT の資格要件

[資格要件]	
1 . 単数もしくは複数の Trustee もしくは Director によって経営が行われること	
2 . 受益権は譲渡可能な株式もしくは受益証書によって裏付けられていること	
3 . 米国国内法人として課税可能であること	
4 . 金融機関もしくは保険会社でないこと	
5 . 受益権は 100 人以上の者によって所有されていること	
6 . 少数の株主によって集中的に所有されていないこと	
7 . 収入制限、資産制限を満たすこと	
[資産制限]	
課税年度の四半期末において、	
1 . 75%以上の資産は、不動産、現金、現金に準ずる受取債権等もしくは政府証券でなければならない。不動産には、実物不動産、パートナーシップの持分権、担保ローン、他の REIT 株式を含む。	
2 . 上記以外のその他の保有証券が、総資産の 25%を超えてはならない。	
3 . 同一会社の発行する株式等は REIT の総資産の 5 %を超えてはならない。また、ある特定の発行者が発行する議決権付き証券の発行済総数の 10%以上を保有してはならない。	
4 . ただし、1987 年以降、REIT は連邦所得税上一体と認識しうる 100%子会社を設立することが認められている。	
[収入制限]	
1 . 総収入の 75%以上が、実物不動産からの賃料、不動産担保貸付債権の受取利息、不動産の売却処分によるキャピタルゲイン、他の REIT からの配当など認められた不動産関連収入から得られなければならない。	
2 . 総収入の 95%以上が、上記の収入プラス配当・金利収入から得られなければならない。	
3 . 1 年未満保有の株式・証券および 4 年未満所有の実物不動産および不動産担保の処分もしくは売却による収入、および禁止された取引からの収入が、総収入の 30%を超えてはならない。	

(出所) 野村総合研究所

2) REIT 市場の現状

REIT 株式の市場の現状をみると、2000 年末現在、上場銘柄数は計 189 銘柄で、株式時価総額は、約 1,387 億ドル (約 15 兆円) に達している。

REIT には、エクイティ REIT とモーゲージ REIT の 2 種類があり、前者は実物不動産を所有・経営するのに対して、後者は、不動産担保融資その他の債権を資産として所有している。一部、実物不動産と不動産担保債権の両方を資産としているハイブリッド REIT もあるが、エクイティ REIT の時価総額は REIT 市場全体の約 95%超に及んでおり、いまやほと

んどがエクイティ REIT であるといっていようであろう。

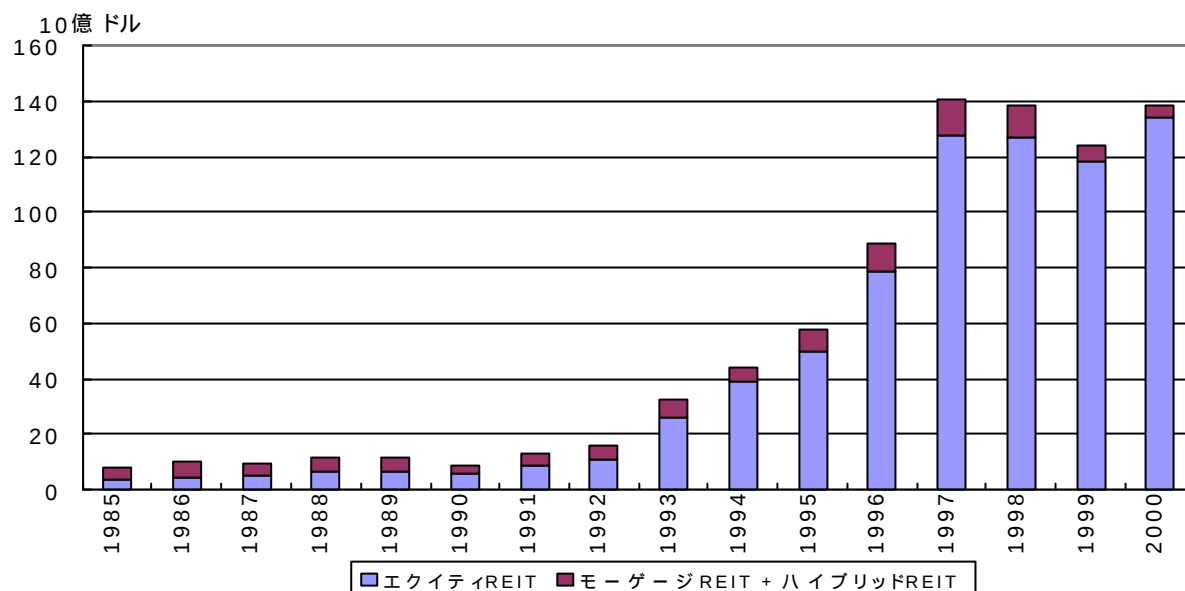
ちなみに、エクイティ REIT は、我が国の総合不動産会社のように色々な種類の不動産に投資するのではなく、ある一定の資産に特化する傾向が強い。時価総額シェアが大きいのはオフィス・工業 REIT で、次にショッピングセンター REIT、賃貸住宅 REIT が続くが、このようにサブセクターが形成されていることで、投資家が自由にポートフォリオを構成できる点は、ひとつの特徴になっている。

このように、REIT の基本的な性格は、内部経営型 (運営・経営を委託しない) の賃貸不

動産投資会社であり、株式が上場・公開市場
で売買されていることから考えると、REIT 証

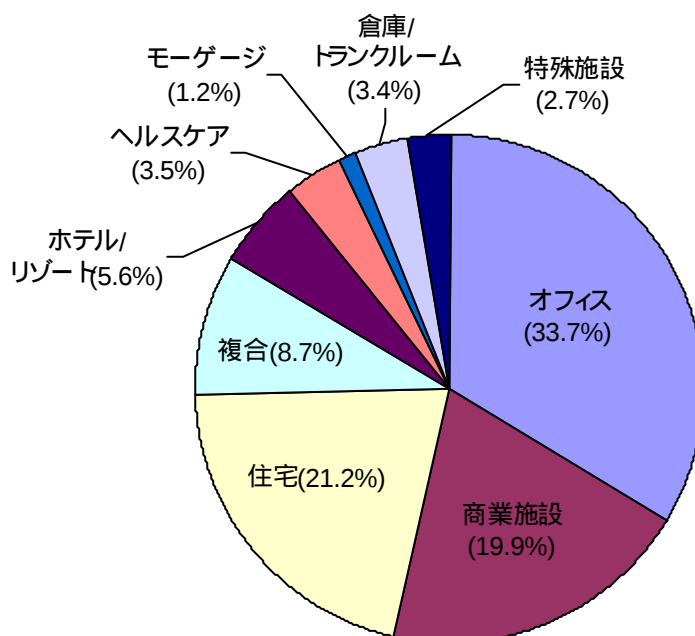
券は我が国における上場不動産会社の株式に
かなり近いものと考えてよいであろう。

図1 REIT 市場時価総額の拡大



(出所) National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)より野村総合研
究所作成

図2 資産タイプ別にみた REIT 株式時価総額



(注) 2000 年 10 月末時

(出所) NAREIT 資料より野村総合研究所作成

2. 米国の REIT 市場の拡大と我が国への示唆

1) 1986 年までの REIT

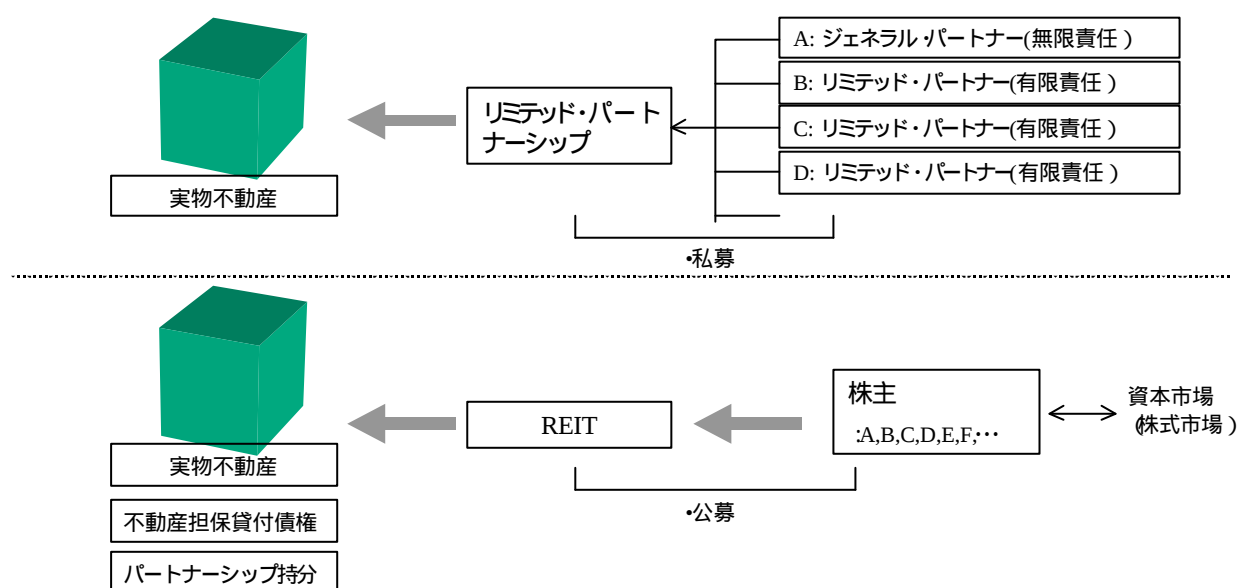
米国の REIT は、小規模な投資家にも大規模な収益不動産に投資する道を開く目的で、制度としては 1960 年に創設された。当時、米国議会は、普通の投資家に商業用不動産への投資手段を持たせるには資金のプーリングが最適とし、配当原資への二重課税を回避する会社型投資信託の形態を採用した。

したがって、制度創設当初、REIT は不動産を「所有」することは認められたものの、「経営」もしくは「運営」することはできなかった。すなわち、経営・運用は外部の運用会社に委託され、運用報酬が発生する一方で、運用者自身は株主価値を最大化するインセンテ

ィブを必ずしも持っていないことから、投資家の REIT に対する評価は低かった。

また、当時の不動産に対する税制も、REIT 市場の発展にネガティブに影響した。不動産投資において生じる会計上の損失を他の所得と通算することが認められていたため、債務比率を高め、金利と減価償却費の計上で会計上のロスを発生させることが、投資家のインセンティブとなっていた。80 年代に米国でも起こった不動産ブームの際には、この節税インセンティブに支えられてリミテッド・パートナーシップが多用された。これに対して、REIT では損益通算が認められなかったために、アドバンテージのある投資手段とみなされないでいた。

図 3 米国の不動産投資スキーム ～ リミテッド・パートナーシップと REIT



（出所）野村総合研究所

2) 1986 年の税制改正

1986 年の税制改革法は、実物不動産及び REIT 市場に大きな変化をもたらす 2 つの改革点を含んでいた。

ひとつは、前述した、不動産所得とその他の所得との損益通算のメリットを大幅に制限したことである。この改正により、不動産投資のインセンティブは収益志向へ大きくシフト

し、REIT の有利性は相対的に上昇した。もうひとつの大きな改革点は、REIT 自体の機能強化として、不動産の経営・運営権を持たせたことである。その結果、内部経営型 (Self/Internal ly-managed Structure) と呼ばれる REIT が出現し、投資家・運用者間の経済的利益の一致が実現することとなった。

この税制改正の影響は、すぐには顕在化しなかったが、不動産市場から節税目的の投資家が逃避することは時間の問題だった。米国の不動産ブームは、日本を中心とする海外投資家の買い攻勢などによって 1990 年頃まで続いたあと、不況へ転じた。これに 1982 年頃から顕在化していた S&L (貯蓄金融機関) 危機、商業銀行の不動産関連プロジェクトへの過剰融資もあいまって、不動産市場への投融資は急激に縮小することとなった。

3) クレジットクランチと REIT の IPO ブーム (1990 ~ 1994 年)

この信用縮小の期間、REIT 市場には 3 つの大きな変化が生じた。

第一に、REIT 市場に起こった IPO ブームである。REIT 業界における IPO ブームは、新興ベンチャーが次々と公開するという形で発生したのではない。もともとパートナーシップを活用して資金調達していた非公開の不動産会社が、株式市場からの資金調達の必要性に迫られ「REIT 化」した上で公開したという理解がより現実に近いであろう。

米国では、商業不動産事業に融資を行う際には、同一プロジェクトでもキャッシュフローやリスクに応じてファイナンスを分解し、建設期間のプロジェクトへの融資をコンストラクション・ローン、稼働中への商業不動産への融資をパーマナント・ローンといった形態に分けることが多い。さらに、両者の中間ともいえるべき、5 年から 7 年を期間とするミ

ニ・パーマナント・ローンも、1980 年代の中頃には多く活用された。この頃の審査はかなり甘く、融資額がローン・トゥ・バリュー・レシオ (LTV) でみて資産評価額の 90 ~ 110% に達するようなプロジェクトもあったようだが、ミニ・パーマナント・ローンの返済期限となる 1990-93 年頃には、期待に反して下落した資産価値に対して金融機関は LTV60 ~ 70% の借り換えしか認めようとせず、多くの不動産業者が、資金繰りに窮することとなった。株式市場への公開が求められたのは、こうした後ろ向きな理由が多かったとみられる。

一方で、生命保険会社や整理信託公社 (RTC) から大量に供給された商業不動産を、いわばバーゲン価格で買い集め、公開市場に売出し、流動性ある株式の形態で投資回収したい、という投資家たちもいた。彼らにとっては、REIT は成長資金の調達手段もしくは投資回収手段であった。

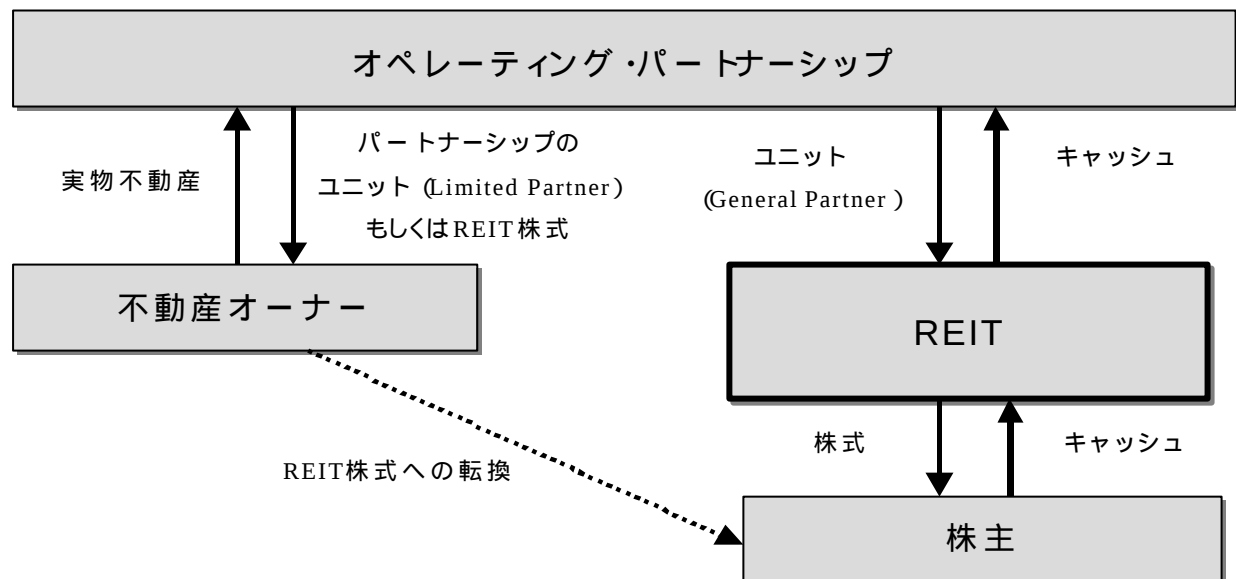
第二の変化は、こうした従前の不動産所有者のリファイナンスもしくは出口戦略に対して、株式市場で買い手となる投資家があらわれたことである。不動産価格の循環的な動きに着目して安値買いを目指す投資家が、流動性・換金性・情報開示・ガバナンスの点で REIT を評価し始めた。個人投資家に加えて、ミューチュアル・ファンド、年金資金も REIT 市場の銘柄・時価総額が増大し流動性が高まるにつれ、パートナーシップ持分への投資より REIT を選好するものが増えていったと考えられる。

第三の変化は、UPREIT (Umbrella Partnership REIT) の発明である。このストラクチャーにおいては、多くの場合、「親会社」となる REIT は実物不動産を直接所有せず、「子会社」であるオペレーティング・パートナーシップ (OP) の経営権 (General Partnership) を所有する。パートナーシップのその他持分

の所有者（Limited Partner）には、通常、従前の実物不動産のオーナー・経営者が含まれる。すなわち、実物不動産をリミテッド・パートナーシップを通じて所有していた旧オーナーは、従前のパートナーシップ持分を、OP

のユニットもしくは REIT 株式と交換する。この交換において、キャピタルゲイン課税が繰延べられたため、パートナーシップから REIT への転換、もしくは REIT によるリミテッド・パートナーシップの買収が容易になった。

図 4 UPREIT の構造



（出所）野村総合研究所

4）公募増資ブーム～1995～97 年頃の REIT 市場

1995 年以降、REIT による資金調達は、IPO から公募増資に主役が移った。特に 1997 年は公募増資だけで 292 件、2,638 億ドルもの資金が調達された。持続的に好調であった米国経済、低インフレ・低金利も、収益の安定化に寄与したが、この時期顕著になったのは、REIT 業界における合併・買収活動の活発化であった。

REIT の M&A が活発になった背景には、まず REIT 市場の細分化がある。1993～94 年の IPO ブームのあと、REIT 市場は時価総額約 1.5 億ドル程度の中小型銘柄がひしめく状況となり、公開 REIT の間でも成長力や資金調達力に徐々に格差が開いていった。

また、投資家の REIT に対する理解や投資分析も洗練され、経営の善し悪しによって REIT 株のパフォーマンスに格差が生じるようになった。このような状況になると、中小 REIT の中でも、そもそも開示会社となることに伴う種々のコスト（SEC 提出資料の作成、投資家への IR 活動など）に疑問を感じていた会社等では、合従連衡を模索する気運が高まった。

次いで、合併にともなうさまざまな経営面のメリットも説明された。規模の経済による市場優位の獲得とコスト低減は、いくつかの REIT では実際にキャッシュフローの大きな成長となって顕在化し、投資家を引きつけることとなった。このように、この時期の REIT 業界は、M&A 活動を通じて、経営ノウハウのある REIT が、前近代的な経営にとどまる不動

産業者を淘汰し、セクターとして成熟していく過程であったといえよう。

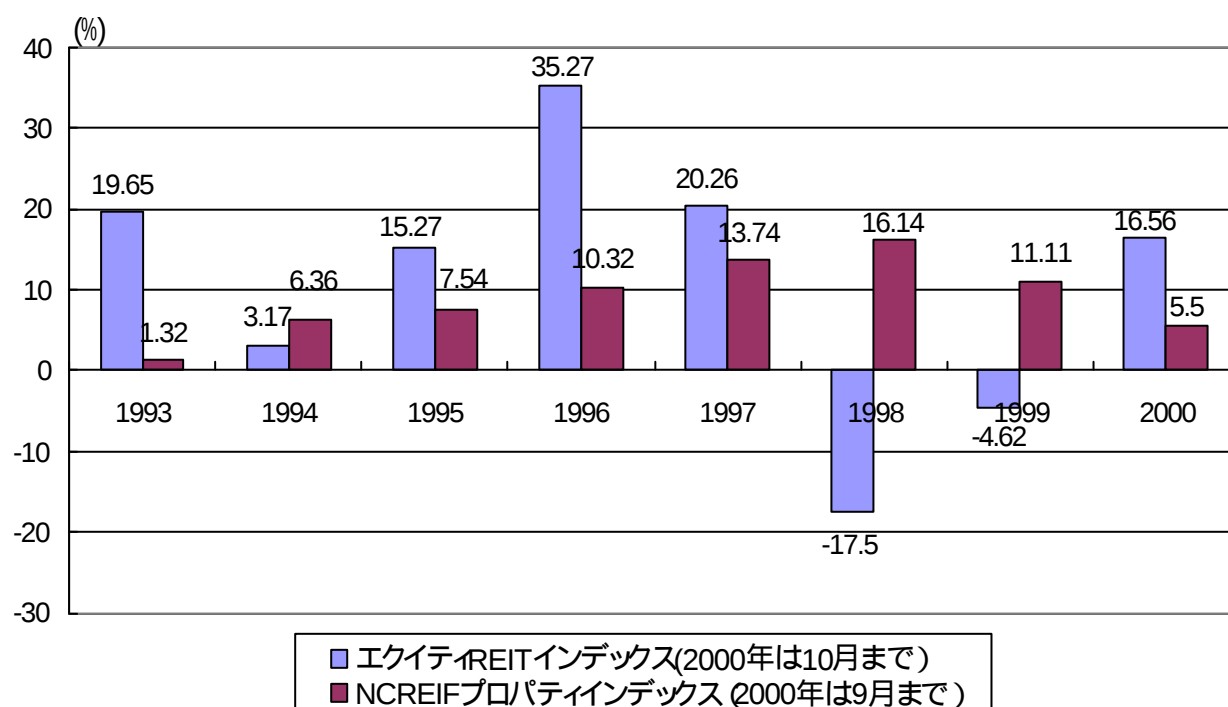
5) 安定期へ～1998年以降のREIT市場

NAREIT(全米REIT協会)が発表するエクイティREIT株価インデックスは、1998年3月をピークに下落へ転じ、98年は年率でマイナス17.5%となった。翌99年も株価の下落は続き、2000年に入ってから持ち直しているものの、かつて相関が強かったREITの配当利回りと長期債利回りの格差が拡大するなど、株価評価はヒストリカルにみて厳しい水準で推移している。

この株価下落については、REITに対して課税強化の動きが出たこと、1998年夏に発生し

たロシア金融危機やロングターム・キャピタル・マネジメント(LTCM)破綻などを契機に不動産証券化商品市場全般が悲観視されたこと、株式市場の二極化(IT銘柄の急上昇と調整)など、色々な説明が試みられている。株価水準の評価は本論の目的ではないが、キャッシュフロー源泉となる実物不動産市場のリターンの状況などを考えると、現在の状況がREIT市場の崩壊もしくは限界を示していると考えるのは早計であろう。一方で、REITが米国の商業用不動産の大部分を所有するようになるという事態も考えがたい。90年代初頭に発生したクレジットクランチのような、非公開市場からREIT市場への公開を強く促す要因が見あたらないからである。

図5 REITインデックスと実物不動産：リターン(%)比較



(注) NCREIFはNational Council of Real Estate Investment Fiduciariesの略。毎年のリターンは、機関投資家に保有されている約2500件の不動産のネット営業収益と評価額の増減によって計測される。

(出所) 野村総合研究所

6) 米国 REIT 市場の発展から得られる示唆

不動産投資信託証券市場の創設を間近に控えた我が国の関係者にとって、米国 REIT 市場の発展の経緯から得られる示唆は多いと思われる。

例えば、1960 年の制度創設から約 30 年間、時価総額 100 億ドル未満の市場しかできなかったこと、その後急激に拡大したことは、REIT は単に仕組みが優れているから成長したわけではなく、むしろ REIT を取り巻く不動産ファイナンス市場全体の環境変化によって成長したことを示唆している。もちろん、税制の影響は大きいですが、表面上の課税体系よりも、投資用不動産の売り手と買い手に、どのような影響を与えるかが重要である。米国の REIT や UPREIT の構造・制度のみに焦点をあて、類似の税制優遇措置や流動性の確保を求めるだけでは、我が国の不動産証券化市場が飛躍する条件を整えたことにはならないであろう。一方で、時価会計の浸透、株主の発言力拡大などを考慮すると、我が国の不動産ファイナンス市場においても、デットファイナンスの分解、事業法人から機関投資家への所有権のシフト（機関化）といった、米国にも見られた環境変化が起きる可能性は高まっているといえよう。

また、REIT が内部経営型となり、市場時価総額が増大するにつれ、単なる投資用不動産を入れる器（ビークル）としての機能よりも、マネジメントの付加価値が重視されるようになっていくことが注目される。この点は、我が国の不動産投資信託証券の上場後株価形成にどの程度マネジメントの付加価値が影響されるかということにも関連して、興味深いポイントである。

3 我が国における不動産投資信託の解禁と意義

1) 金融イノベーションの促進を狙う改正投信法

我が国の不動産投資信託は、改正投資信託法によって組成が可能となったものである。今回の法改正は、内容的には 1998 年 12 月の投信法改正に匹敵する包括的なものであり、単に不動産投信という商品を生み出すにとどまらない、大きな影響を持つ可能性がある点について、まず留意しなければならない。

前回の投信法改正は、金融システム改革（日本版金融ビッグバン）の一環として実施されたものであり、私募投信・会社型投信（投資法人）の導入、情報開示の強化などを主旨としていた。同時期に銀行等の店頭における投信販売が解禁されたこと、資産運用への関心が高まりつつあったことなどから、個人投資家層における投信の人気も高まり、一連の投信制度改革はある程度成果をあげつつあるといえよう。一方で、期待された会社型投信がほとんど活用されない、といった課題も浮き彫りになった。

今回の投信法改正は、これまでの投信改革からさらに進んで、投信法を、集団投資スキーム（複数投資家の資金をプールし、プロのマネージャーが一括してファンドを運用する投資手段）を司る法体系の中核におくという、野心的な意義を有している。具体的には、投信制度の定義を「主として有価証券、不動産その他投資を容易にすることが必要な資産」に対する投資スキームとし、現行法では「主として有価証券」としか記載されていなかった投信の投資対象を著しく拡大することとなった。

他にも、信託会社が運用指図する投信（委託者非指図型投信と呼ぶ）を契約型投信の一種として明記するなど、集団投資スキーム全

般へのルールづくりを行おうという立法者の意図がうかがえる。

こうした包括的な改正が行われるのは、業態別・商品別に構成されることの多かった我が国の金融サービスに関わる法体系が、自由な金融イノベーションを阻害していたとの反省にたったものであろう。

一方で、ただ多様な金融商品が市場に出回るようになればよいというわけではない。改正投信法で投資信託委託業者（運用会社）の責任が強化されたこと、金融商品に関する説明義務を定めた「金融商品の販売等に関する法律」が制定されたことなどは、こうした背景によるものと理解する必要がある。

2) 不動産投資信託への期待

投信法改正後の新商品として期待を集めているのが、不動産投資信託である。米国の REIT をまねて J-REIT と呼ばれており、不動産会社、金融機関、商社などがすでに「J-REIT ビジネス」への参入を表明している。

不動産投信が大きな注目を浴びているのはいくつかの背景が考えられる。ひとつは、不動産投信証券が、これまでみられた不動産証券化商品と異なり、証取法上の有価証券であり、かつ一般投資家向けに公募・上場される見込みであることであろう。

現在、一般投資家も購入可能な不動産共同投資事業組合の出資権は有価証券ではない（出資額は一口 500 万円以上）。SPC 法（資産の流動化に関する法律）に基づいて発行される SPC の特定社債、優先出資証券は有価証券だが、ほとんどが私募で機関投資家に販売されたものであり、証券の 2 次的な流通もない。不動産投信が画期的とされ、金融機関の関心が高まっている理由もここにある。

不動産投信が注目されるもうひとつの要因を挙げるならば、不動産という投資対象に対

する期待ということになる。

我が国においては、長い地価下落とリスクプレミアムの上昇によって、賃貸オフィスの収益利回りは大幅に改善しているとみられている。例えば、国土庁が 2000 年 8 月に発表した機関投資家へのアンケート調査によれば、大都市オフィスビルの利回りは 4.8% ~ 7.7% 程度となっている。東京の一部では、1999 年頃から大型賃貸オフィスの空室率低下が顕著となっている。賃貸不動産収入という比較的安定した事業への投資インセンティブが増大しても不思議ではないが、一棟数百億円に及ぶこともある大型物件を直接取引できる能力・資金力をもった投資家は多くはない。不動産投資信託を組成することにより、市場参加者が限定されていた投資機会が多様な投資家に開放され、株式や債券の代替資産として、あるいは直接不動産投資の代替として購入される可能性があるといえよう。

4. 「不動産投資信託証券市場」の創設 へ向けた動向と課題

1) 東証「不動産投資信託証券市場」 の概要案

東京証券取引所は、2000 年 12 月 19 日の理事会で、不動産投資信託の上場制度概要を決定した。2001 年 2 月の理事会に規則改正を正式に諮り、同 3 月から施行する予定である。改正投信法は、実は「不動産投資信託」について具体的な定義を定めていないため、上場制度が証券の性格を決定づける面も持っており、注目される。以下に概略を紹介する。

（1）不動産投資信託証券とは（上場審査 基準案）

上場審査基準案は、まず「投資信託財産の 75% 以上が不動産又は不動産証券化商品等であること」を要件とする。「不動産証券化商品

等」は、不動産を裏付けとする SPC 法上の優先出資証券、SPC 法上の受益証券、投信法上の投資証券、投信法上の受益証券、匿名組合出資持分、金銭の信託の受益権である。

投資信託や SPC が、現金及び現金と同等のものにも運用している場合、不動産の評価額の部分だけが上記「75%ルール」の対象として計算される。また、不動産等に該当しない部分については、換金性が高く価値変動リスクが低い資産での保有が望ましいとの考え方から、現金及び現金と同等の短期金融資産の保有が求められる方針である。

また、「投資信託財産の 50%以上が、相応

の賃貸事業収入またはこれに類する収入が現に生じており、かつ 1 年以内に売却する見込みのない不動産等であること」という基準案が設けられたのは注目される。

会社型投信（投資法人）の発行する投資証券の他、改正投信法で認められた「委託者非指図型」（信託会社が発行者となる契約型投信）、「委託者指図型」（投資信託委託業者が発行者となる従来の契約型投信）の、いずれの形態による受益証券も上場対象となる。

そして、資産運用を行う投資信託委託業者もしくは信託会社等は、現在の投資信託の自主規制機関である投資信託協会の会員であることが求められる。

表 2 東証「不動産投資信託証券市場」上場制度の概要

上場審査基準	運用会社が投資信託協会の会員であること 総資産の 75%以上が不動産又は不動産証券化商品等であること 不動産等に該当しない部分については、現金及び現金と同等の短期金融資産を保有すること 不動産の性質：総資産の 50%以上が、相応の賃貸事業収入またはこれに類する収入が現に生じており、かつ 1 年以内に売却する見込みのない不動産等であること その他の基準：上場口数 4,000 口以上、投資証券もしくは受益証券一口当たり純資産の額 5 万円以上、純資産額 25 億円以上、総資産額 50 億円以上、1,000 人以上の投資主もしくは受益権者数など
上場廃止基準	不動産等の比率が投資信託財産の 75%未満となり 1 年以内に 75%以上とにならない場合、 現に賃貸事業収入が生じている不動産等の比率が投資信託財産の 50%未満となり 1 年以内に 50%以上とにならない場合 最近 1 年間の売買高が 20 口未満である場合 運用会社等が投信委託業者の認可を取消されたり、投資信託協会会員でなくなった場合、当該発行者等が発行または運用する不動産投資信託証券の全銘柄の上場を廃止するなど
情報開示	法定開示：運用資産の参考時価情報を含む決算情報（年 2 回） 適時情報開示：運用資産に関して、不動産の災害による損害の発生（損害が純資産額の 3%以上に相当する場合）、譲渡に伴う利益または損失（当期総利益の 30%以上に相当する場合）、資産の譲渡または取得（価額が直前決算期末純資産額の 10%以上に相当する場合）など

（出所）東証資料（<http://www.tse.or.jp/>）を基礎に野村総合研究所作成

（２）情報開示について

不動産投資信託が保有する運用資産に関して、不動産の災害による損害の発生（損害が純資産額の３％以上に相当する場合）譲渡に伴う利益または損失（当期総利益の３０％以上に相当する場合）資産の譲渡または取得（価額が直前決算期末純資産額の１０％以上に相当する場合）などの適時情報開示が求められる。

「運用資産等の価格等に関する参考情報を含む決算情報」について、法定開示（決算は年２回）と同等の内容の適時開示が求められる。不動産等の価格等に関する情報については、決算内容の定まった時点において、原則として継続的に用いられる評価方法に基づいた評価額を「参考情報」として開示する。

（３）市場創設へ向けて

不動産投資信託は、株券等の有価証券と比較して流動性の低い資産である不動産への投資を中心に運用が行われるため、投資主又は受益者から解約を請求された場合であっても、運用資産を機動的に売却して応じることが困難であり、証券自体の流通市場の存在を前提とせざるを得ない商品である。東証はこうした期待に応え、不動産投信証券市場の創設という、特別な対応をとったと考えられる。

また、運用資産の収益基準の導入により、上場不動産投信が、比較的安定した利益計上期待される、稼働中の賃貸不動産への投資スキームとなることが明らかとなった。不動産開発プロジェクトや分譲収入に配当を依存するようなスキームが排除されることにより、投資家に理解しやすい商品性になると考えられるが、「現に収入が生じている」「１年以内に売却の見込みのない」ことをどのような手段によって担保していくのか、などが今後の課題となりそうである。

また、契約型投信による不動産投信も上場可能とされたが、現時点で不動産投信の運用会社を設立している企業グループは、いずれも会社型投信でのファンド組成を表明している。今後、契約型投信形態による不動産投信証券が上場されるかどうか注目される。

次に情報開示について、「不動産の価格等に関する参考情報」が、投資家保護に資する情報として、開示が求められることとなっている。

具体的には、不動産鑑定評価額が活用されるものとみられるが、わが国の不動産鑑定が、伝統的に比準価格（取引事例比準法）に重きを置いていたこともあり、証券価値の裏付けとなるファンドの配当やキャッシュフローとは関係の薄い情報が公表されることは、かえって投資家に混乱を与えるのではないかとの指摘もあった。

我が国の投資用不動産市場の歴史自体が浅く、分析・比較が可能な情報が限られるため、鑑定評価額の開示が最低限必要という考え方になったと推察されるが、証券価値にはさまざまな期待が織り込まれることを考えれば、決算期末の鑑定評価のみならず、運用会社が適宜参考情報を開示するとともに、しかもその客観性・妥当性を分析したアナリスト情報などが幅広く投資家に提供されることが必要であろう。

２）今後の課題

（１）会社型投信について

東証の新市場制度が整えば、不動産投信に関する制度面の整備は大幅に前進する。今後は、運用会社の自主規制機関である投資信託協会のルール策定なども注目されるが、一方で、参入予定企業の多くが、我が国でまだほとんど活用されていない会社型投信（投資法人）でのファンド組成を検討している点には、

留意が必要である。

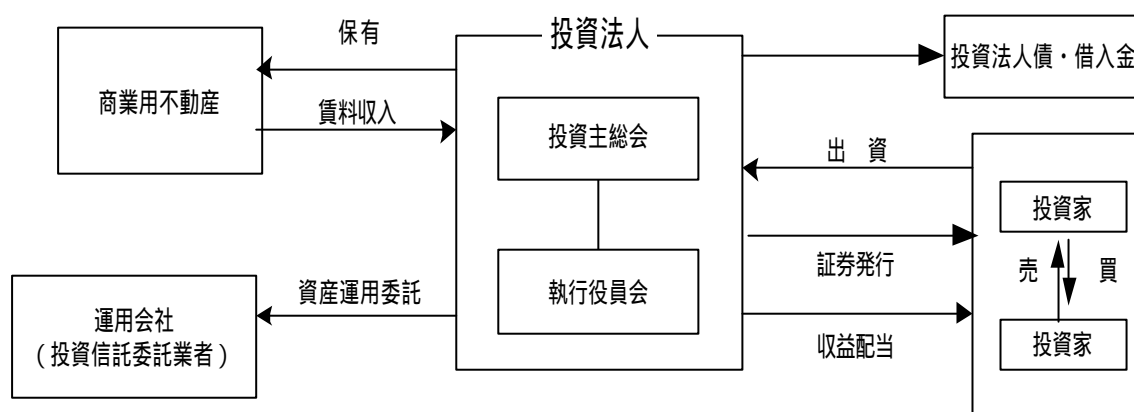
投資法人が活用されるのは、増資以外の追加出資を受け付けないクローズドエンド型ファンドに、投資法人債や借入金によって財務レバレッジをかけると同時に、更新・追加投資を可能にしようとの狙いからと思われる。しかし、投資主総会を開催し、執行役員会を独立取締役で構成しなければならない一方で、運用会社に実質的な投資判断が委託されている、という二重支配構造がどの程度有意義といえるのか、評価は難しいところである。

前述のように、米国の REIT では、1986 年まで運用を委託する構造を採用していたが、

運用会社による過剰借入やフィー設定の不透明性がしばしば問題となり、経営責任を、執行役員を中心とする REIT 本体に一元化することを認めたという事情がある。

また、我が国においては、不動産の取引機会が少ないため、運用会社の親会社が、自らの所有物件の一部をファンドに売却しようという動きも見受けられる。この場合、売り手と買い手双方を同じ組織あるいは利害関係者が代表することになり、ファンドの投資家に対して物件選択や譲渡価格の妥当性をどのように説明していくのか、議論が起こる可能性がある。

図 6 会社型投信（投資法人）の仕組み



（出所）金融庁資料を基に野村総合研究所作成

（２）不動産投信への投資戦略

不動産投信証券の流通市場における価格形成という点について、現時点で定量的な予想や分析を行うことは非常に難しい。ただし、米国 REIT の株価やアナリストレポートなどをみると、REIT の投資判断において、大きく利回り、将来のキャッシュフロー、純資産価値（NAV）の３つの視点が重視されているように思われる。

利回りは、我が国においても簡便な投資判

断指標となる可能性が高い。不動産投資信託では、配当可能利益の 90%以上が分配されることになるため、不動産購入価格・公募価格次第では、予想配当利回りベース 4～5% 台の投資商品としてスタートする可能性がある。

もちろん、配当が安定的であるかどうかという点については、物件・テナントの質や、賃貸不動産契約の慣習（期間が短い）など、さまざまな事情を考慮しなければならないし、色々な情報や金利動向などに反応して、証券

価格が変動する可能性もある。

アナリストや投資家が、運用会社による開示情報の妥当性や、将来のキャッシュフロー、NAV を分析できることが、多様な市場参加者を得るために重要であり、不動産市場全体での情報開示の進展が期待されよう。

（３）資本市場の変化

一方、不動産投信市場に対して慎重論や悲観論もあるようだが、その根本には、我が国において、大型賃貸不動産が土地建物一体の投資商品として活発に取引されるという風土がなかったという事実認識がある。現在でも、不動産譲渡課税や銀行ローンを中心とした資本市場の構造などを考えると、商業不動産の既存所有者に売却・証券化を促すインセンティブが強いとはいえない状況であろう。少ない投資機会に各ファンドが殺到するような事態が起きているともいわれている。

この点に関して税制改革を求める声もあるようだが、前述したように、むしろ企業に対してバランスシートの再構築を促すような環境がどの程度熟成するのかに注目したい。資産のリストラは、M&A などの企業再編と同様に、不動産売却やセール・アンド・リースバックを活発化する要因となりえるだろう。

そして、不動産投信市場の順調なスタートのために最も重要なのは、有能な運用会社の出現である。不動産投信組成に参入を予定している企業のいずれもが、受託者として他人勘定の資産運用を任された経験に乏しい。潜在的な事業機会が豊富とみられるなか、参入した運用会社における投資家への説明責任能力とパフォーマンスが、成否を握るのではないと思われる。