

# 再考 不動産証券化

## 不動産証券化から不動産投資へ

金 惺潤



## CONTENTS

- I 日本における不動産証券化の浸透プロセス
- II 不動産証券化の理論的意義
- III 不動産証券化の開花
- IV 問われる不動産証券化のあり方
- V 不動産証券化の目指すべき方向性
- VI 不動産証券化から不動産投資へ

## 要約

- 1 日本における不動産証券化は1990年代中盤から発展して、やがてJ-REIT（日本版不動産投資信託）やCMBS（商業用不動産ローン担保証券）という形で開花し、不動産投資市場の形成と発展に大きく貢献してきた。特に1990年代末においては不良債権の処理に貢献し、その後も不動産投資にかかわる資金調達コストの低減をもたらすと期待された。
- 2 しかし、2008年に世界金融危機が勃発すると、不動産証券化商品は想定外の苦境に直面した。J-REITはリファイナンスと破綻に瀕し、CMBSはデフォルトを多発させた。金融危機が沈静化したのちも、J-REITやCMBSは課題を抱え、投資家の信頼を全面的に回復するには至っていない。J-REIT市場は乱高下を繰り返し、CMBS市場は完全凍結状態が継続している。
- 3 これまでの不動産証券化は、分断化・複雑化・プロダクトアウト化の道をたどってきた。今後、不動産証券化が目指すべき方向性は、①所有と経営の距離の適正化、②「プレーンバナナ」への回帰、③投資家サイドの抜本改革、④競争の促進——であり、これまで進んできた道を軌道修正しなければならない。
- 4 不動産証券化にこだわり続けてきた日本は、今後は「不動産投資市場の発展」という枠組みで市場活性化策を考える必要がある。J-REITは日本の不動産投資市場の中核であることは間違いないが、プライベート投資商品の多様化・拡充が欠かせない。そのためには、不動産AM（アセットマネージャー）の育成、投資インフラの整備などの取り組みをより強化すべきである。

## I 日本における不動産証券化の浸透プロセス

前近代的な不動産証券化手法は古くから存在していた。1871年の地租改正によって発行された地券や、1931年に施行された抵当証券法などがそれに該当する。現在の不動産証券化の基礎となっているのは、1987年に三井不動産販売が扱った「トレンディ」だといわれる。これは、個人投資家には投資単位として大きすぎる赤坂の新築ビルの所有権を、分譲することで小口化した商品であった。

1980年代のバブルの崩壊後、不動産流動化の必要性と投資家保護の観点から、不動産証券化の流れが再加速する。1994年に不動産特定共同事業法が成立し、翌95年より施行される。1998年には通称「SPC法」と呼ばれる「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が施行され、これにより不動産証券化の流れが固まる。

同時期に市場関係者の関心を集めたのは、不動産証券化の受け止め方であった。「不動産証券化とは何か」という議論は1990年代中盤から盛り上がり、解釈は時代とともに変化した。1990年代後半に非常に単純化された解釈の一つは、不動産証券化を、「SPCを介したノンリコースローン調達やオフバランス化」と説明した。また、「オリジネーターのオフバランスニーズを実現する手法」、あるいは「流動化のうち有価証券を発行する手法」という説明もあった<sup>文献1, 2</sup>。別の定義では不動産証券化を、「不動産を保有するための仕組み（SPCなど）に移し、その仕組みが当該不動産を裏づけとする証券を発行することにより、当該不動産を保有するための資金

調達を行うこと」とし、資金調達が不動産証券化の主目的という説明もあった<sup>文献3</sup>。バブル後遺症に苦悩する不動産事業者や事業会社の立場を色濃く反映する解釈である。

現在、不動産証券化協会は、「広義の証券化は資産の流動化と同義であり、狭義の証券化はそのうち証券発行を伴う場合」と説明し、また、それによって「投資家の需要に応じた投資商品をつくり出せる」としている<sup>文献4</sup>。

## II 不動産証券化の理論的意義

不動産証券化は、資産のあり方や価格形成などを大きく変え、都市開発にも影響を及ぼした。1990年代後半、不動産証券化は以下の5つの観点から投資家にとって意義があると考えられた。

### 1 投資収益性に基づく評価・価格形成

極端にいえば、バブルが崩壊するまでの日本における不動産投資は、「土地神話」が信仰され、鑑定価格だけを頼りに取得し、値上がりを待つだけであった。

これに対して証券化された不動産投資商品は、キャッシュフローを生み出す資産であり、将来キャッシュフローに応じて資産価値が決定される。投資家は、将来キャッシュフローおよび将来の元本回収可能性などを評価したうえで、投資の意思決定をする。投資実行後も不動産からもたらされるキャッシュフローを最適化させ、資産価値を最大化していかなければならない。こうした「当たり前の発想」が不動産証券化の議論によって整理された。

## 2 流動性——低流動性の解消

機関投資家、個人投資家を問わず、不動産投資の最大の障壁の一つは流動性の低さである。不動産証券化は、不動産固有の特性であるこの低流動性を覆し、流動性を与える手法であった。証券化された不動産投資商品であれば、投資家は保有資産を他の投資家に売却し換金できる。取引所で売買されるREIT（不動産投資信託）であれば、実物不動産では難しかった資産ポートフォリオの組み替えが瞬時にできる。株式や債券など伝統的資産に比べてはるかに高い取引コストも低減できる。非上場企業の企業価値が株式上場によって増大するように、上場は流動性プレミアムを生み、資産の価値を高める点も不動産証券化の効果である。

## 3 透明性——投資情報の拡充

日本においては1990年代後半まで、オーナー以外の一般投資家が、賃料などの投資情報を把握することは難しかった。断片的なリサーチは行われていたものの、独立したリサーチ機関による情報は少なく、市場分析レポートは日本語のみであった。投資情報がないためにリサーチに基づく投資判断が行われず、「土地神話」が根強かった。同時に、リサーチが弱いために投資情報の必要性が議論されないのが1990年代中盤までの日本であった。

## 4 多様性——選択肢の拡充

1980年代のバブルの崩壊まで、日本における不動産に投資する手法は、機関投資家にも個人投資家にも非常に限定されていた。すなわち、直接投資（一棟買い、ワンルームマンション投資）、および上場する不動産事業者

の株式取得以外の投資手段はほぼゼロであった。証券化の推進は、J-REIT（日本版不動産投資信託）やCMBS（商業用不動産ローン担保証券）を現実のものとし、私募ファンド投資を容易にする取り組みであった。さらに不動産証券化は、投資家がリスクを取れる範囲内で投資できる選択肢を提供するといわれた。たとえば、リスク許容度の低い投資家は高格付けのCMBSを選択し、リスク許容度の高い投資家はメザニンや優先出資部分を選択することができた。

## 5 小口性——個人投資家への投資機会の提供

不動産証券化は、個人投資家にもAクラスビルなど大型の商業用不動産への投資を可能にする期待された。不動産特定共同事業法やJ-REITの誕生は、1990年代前半までの不動産小口化商品の欠点を補いながら、個人投資家による大型商業用不動産への投資を可能とした。これは、資産が数百億円規模の年金基金など日本の機関投資家にとっても意義があった。J-REITなどの小口化された不動産投資商品は、資産ポートフォリオに不動産を加えられない中規模以下の年金基金の受け皿になると考えられた。

投資家にとってのこうした便益は不動産投資を拡大させ、不動産にかかわる資金調達のコスト低減につながると考えられた。国土交通省の不動産投資研究会が2008年に取りまとめた報告書では、「証券化によるアセットファイナンスの導入は、資金調達手段の多様化・低コスト化を実現し不動産投資市場のボリューム拡大に寄与するため、生産性の高い

土地に資金が集まり、生産性の低い土地はリストラ、再開発され、不動産業全体の産業体質の活発化を促進することになる」と説明している。

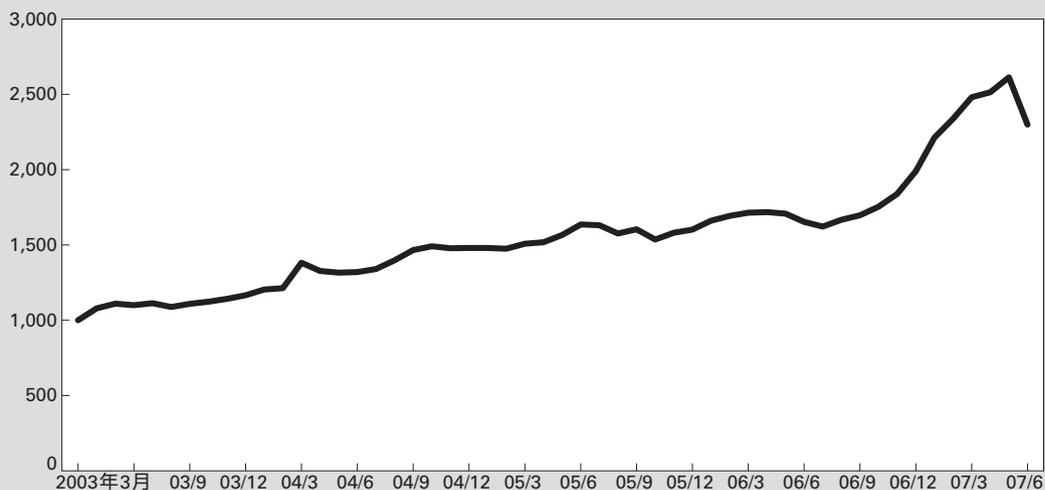
### Ⅲ 不動産証券化の開花

2001年9月、日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人が上場し、J-REITがスタートした。当初のJ-REITの評価は低く、時価総額は5000億円弱にとどまった。苦難のスタートを乗り越えたJ-REITは、2003年中盤より成長軌道に乗り、投資口価格を押し上げていく。力強く回復する株式市場と好調な不動産ファンダメンタルズは、投資口価格が低迷していたJ-REITを一変させた。東証REIT指数は2003年12月の1166から06年12月には1990まで約2倍に上昇した(図1)。投資口価格の上昇はJ-REITの配当利回りを引き下げ、キャップレートが低い物件もJ-REITの取得ターゲットとなった。出口を迎える外資勢や国内勢の私募ファンドにとって、J-REITは格好のディスポジショ

ン先となった。すでに上場している投資法人は外部成長を急ぎ、新たに上場する投資法人も相次いだ。J-REITは2004年に5銘柄、05年に13銘柄、06年に12銘柄が上場し、06年末には上場銘柄数は40となる。時価総額は4兆9000億円となり、J-REITは成功を収めたかに見えた。

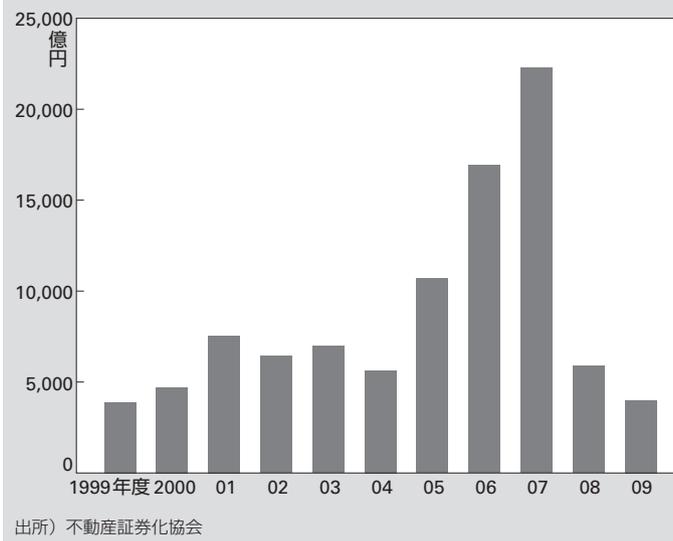
一方CMBSは、1990年代後半、事業会社のオフバランス化ニーズや不良債権処理という背景のもとで生まれた。2001年以降は優良不動産を対象にしたCMBSや、複数の物件を裏づけ資産としたコンデュイット型CMBSなどが登場した。ノンリコースローン市場への国内レンダーの本格参入はCMBS市場の拡大を阻み、1999年から2001年まで急成長していたCMBS市場は足止めを食らう。発行額は2001年度に7000億円を突破するが、その後数年間は供給側の制約により伸び悩んだ。投資家の需要は拡大していたことから、「買いたくても買えない状況」が続き、商品によっては「瞬間蒸発的」に売買が成立することもあった。2004年度まで伸び悩んでいたCMBS市場は、05年度に入り急拡大する。地方銀行や生

図1 東証REIT指数の推移



出所) 東京証券取引所より作成

図2 CMBS（商業用不動産ローン担保証券）発行額の推移



命保険・損害保険会社などの旺盛な需要に応え、外資金融機関が発行額を拡大させた。Sクラスビルの証券化した単独アセット型から多数の中規模不動産を集めたスモールコンデュイット型まで、多様なCMBSが組成された。2005年度以降は1000億円以上の商品が次々と登場し、06年度の新規発行額は1兆5000億円を突破した（図2）。

## IV 問われる不動産証券化のあり方

第II章で述べたとおり、不動産証券化商品は、一般に不動産投資にかかわる資金調達コストを下げる効果があると期待されている。これは単なる理論ではなく、現実化してきた効果である。しかし負の効果ももたらしてきた。典型的な例が、2007年初頭より拡大した米国のサブプライムローン問題であろう。証券化商品の普及拡大によって米国における住宅の取得コストが下がりすぎた結果、健全でない住宅資産、信用度の低い住宅資産にまで

資金が供給されてしまった。その結果、われわれは投資家のパニック、金融市場の機能不全、大量の住宅差し押さえなどを目の当たりにした。

日本の不動産投資市場もこうした問題と無関係ではない。たとえば2005～07年に発行されたCMBSがそうであった。CMBS投資需要が沸騰した結果、リスクフリーレートに対するCMBSのспレッドは急速に低下した。そして、優良資産だけでなく地方資産・中小資産・空き地などキャッシュフローの確実性が低い不動産にまで資金が行き渡ってしまった。その後待っていたのは大量のデフォルトであった。あるいは、2004年以降のJ-REITの投資口価格の急上昇と配当利回りの低下は、脆弱な投資法人を多数つくってしまった。その結果、22投資法人にまたがるJ-REITが再編され、被合併投資法人の投資主などが想定外の損失を被った。世界の証券化商品市場で議論されているとおり証券化には負の効果もあり、日本の不動産証券化も無縁ではない。以下では、J-REITとCMBSの個別論点を検討する。

### 1 J-REITの論点

#### (1) 想定外のボラティリティ

J-REITをデザインした関係者にとって全くもって予想できなかったのは、J-REITの投資口価格の変動であろう。2004年以降にNAV倍率（Net Asset Value倍率、株式におけるPBR〈株価純資産倍率〉と同義）が恒常的に1.2倍を上回るようになった際は、流動性プレミアムの大きさに驚いた。2007年以降、投資口価格が急速に低下し、その後のNAV倍率の恒常的な1倍割れはさらなる驚

きであった。市場関係者は、「今さらいって  
も仕方がないが、J-REITを株式にしたこと  
がボタンの掛け違いだった」と述べ、投資口  
価格のあまりにも大きい変動は、開発や資金  
回収に長期を要する不動産の本質に合致しな  
いと指摘している。

J-REITの始動前後、「株と債券の中間の存  
在」、あるいは「ミドルリスク・ミドルリタ  
ーン」になるであろうと考えられた根拠は、  
「J-REITは優良不動産から得られる安定キャ  
ッシュフローを投資家に分配することに特化  
する法人」として設計されたからであった。  
しかし、不特定多数の投資家がさまざまな着  
眼点から売買を意思決定する資本市場におい  
ては、J-REITのこれらの特徴は忘れ去られ  
た<sup>文献5</sup>。ボラティリティが高いことが問題か  
どうかについては、立場や投資スタイルによ  
って意見は分かれよう。しかし、少なくとも  
いえることは、ボラティリティが高すぎるた  
めに、J-REIT市場に関与できない投資家が  
多数いるということである。そうした投資家  
は、日々の投資口価格の変動を追いかけれ  
ない個人投資家や、運用力に限界がある年金  
基金などで、J-REITと最も親和性が高いと  
期待されていた投資家である。

## (2) 脆弱な財務構造

2008年10月のニューシティ・レジデンス投  
資法人（以下、ニューシティ）の破綻と、そ  
の後少なからぬ投資法人が破綻寸前でもがい  
た事実は、J-REITの財務の脆弱さを露呈さ  
せた。内部留保がなくとも、優良不動産が恒  
常的にキャッシュフローを生み出すJ-REIT  
は、なんら問題なくローンを調達できるとい  
う安全神話は崩壊した。5%を超える借入金

利や30%を超える配当利回りなど、平時では  
考えられない資金調達や投資口売買が行われ  
た。結局、22銘柄がかかわるスポンサー変更  
や合併によって、J-REIT市場は完全に再編  
された。また、その結果として財務に懸念を  
残す投資法人は皆無となった。この過程で負  
の「のれん」を蓄えたことも、一部の投資法  
人の財務の強化に寄与している。しかし、こ  
れはJ-REITの財務リスクを根本から解決し  
たことにはならず、次の危機をすべての投資  
法人が乗り越えられる保証はない。

2011年末時点も、J-REITの財務を強化す  
る方策が各方面で幅広く議論され、既存株主  
に新株を割り付けるライツイシューや転換社  
債の発行なども検討されている<sup>文献6</sup>。財務の  
強化とは視点が異なるが、投資法人自身によ  
る投資口の取得も議論の対象となっている。  
今後、J-REITの財務改革がどこまで抜本的  
に進むのかに市場関係者は注目している。

## (3) 伝統的資産に対する分散効果

不動産投資であるJ-REITは、「伝統的資産  
と相関が低く、投資家のポートフォリオにお  
いて分散効果をもたらす」という期待は発足  
当初からあった。米国のNAREIT（全米不  
動産投資信託協会）も、REITをポートフォ  
リオに加えることは分散効果をもたらすとい  
う分析を2011年に公表しており、現在も分散  
効果をREIT投資の一つの理由と考える市場  
関係者は少なくない<sup>文献7</sup>。

とはいえ、現実を見ればJ-REITがもたら  
す分散効果は期待ほど高いとはいえない。よ  
り正確に言えば、J-REITの分散効果は時期に  
よって異なり、徐々に低下している。J-REIT  
の価格変動を代表する東証REIT指数と

TOPIXの月次リターンでいえば、2003年4月から11年12月までの相関係数は0.63である。資本市場と不動産投資市場が好調であった2003年4月から07年6月に限っては同数値は0.12であったが、07年7月から11年12月までの間に0.77に上昇した。2008年の金融危機の影響を取り除くために、分析期間を09年7月から11年12月に絞っても、同数値は0.72と高い水準である。将来、両者の相関係数が再び下がる可能性もゼロではないが、資本市場全体で資産クラス間の相関性は高まる傾向があり、楽観はできない。なお、上述の数値は月次リターンを用いた結果であるが、年次リターンを用いた場合も同様の結果が得られた。

#### (4) 運用体制ガバナンス

外部運用を選択したJ-REITの利益相反に関する議論は好況時には沈静化した。投資口価格の低迷によりJ-REITの信頼回復が課題となると再び注目された。スポンサーが投資法人に物件を売却する際には外部機関の鑑定評価だけでは不十分で、価格の妥当性を立証する抜本的な仕組みが必要である<sup>文獻8</sup>。また、外部成長に固執したニューシティの破綻は、運用会社の投資判断、財務戦略、不完全なガバナンスを露わにした。米国REITに学んできたJ-REITがいまだに導入していない仕組みとして、内部運用と外部運用を併せて採用すべきという声も聞かれる。

## 2 CMBSの論点

### (1) 見えない分散投資効果

CMBSに投資する理由の一つは、自分だけではオリジネーションできない（ローンを提供できない）案件に関与し、リスクを分散し

ながらリターンを獲得していくことにある。たとえば1990年代後半、西海岸の不動産リスクしか取ることができなかった米国サンフランシスコの地方銀行は、ニューヨークやシカゴの資産を裏づけとしたCMBSを購入することで、西海岸以外の不動産市場のリスクを取ることができた。多くの金融商品が連動して変動する今日、CMBSが提供する分散効果はどの程度機能しているのだろうか。今や全米の多くの都市の経済環境は同質化し、都市の分散はリスクの分散につながらない。全米どころか世界中の多くの都市で経済サイクルは同期化しつつあるともいわれる<sup>注1</sup>。

東京圏に経済活動が一極集中する日本の場合、地域間の分散効果は米国よりもさらに弱い。地域分散以外にも、オフィス・住宅・商業施設といったプロパティタイプの分散効果、Sクラスビル・Aクラスビル・Bクラスビルといった分散効果もCMBS投資の理由となる。しかし、「オフィス需給が悪いときには商業施設の需給が良い」「Sクラスビルの需給が良いときにはBクラスビルの需給が悪い」といった分散効果が期待どおりに働いているかどうかは定かでない。1990年代末から発行されたCMBSの分散投資効果についても、十分な検証作業は行われていない。

### (2) 消えゆくコストベネフィット

投資家にとってのCMBSのもう一つの利点はローン実行や管理のコストを最小化できることである。しかし、この利点も揺らいでいる。世界の投資家は、証券化商品を購入する際、格付けだけを信頼して投資することはできないと学んだ。日本においても同様である。2008年以降にデフォルトしたCMBSの多

くは06～07年に組成されたものだが、それらは07年には一度も格下げされず、デフォルトが表面化した08年夏以降に格下げされている。格付けは市場の変化を後追いつているだけともいわれる。ローンの回収状況、原資産の稼働状況、不動産市場動向などをCMBS投資家が自らモニタリングするのであれば、CMBSに投資する手間と、自らローンを実行する手間のギャップはどんどん小さくなる。CMBSの発行側も、CMBSの意義を「ノンリコースローンを証券化したCMBSに格付け機関が格付けを与え、機関投資家に販売するという行為は、機関投資家が投資という行為を通してこの（不動産の）再生プロセスのモニタリングを複数の目で行っていく市場システム」と説明し、CMBS投資家によるモニタリングの必要性を強調している<sup>文献9</sup>。こうした態度がすべてのCMBS投資家に求められるとすれば、CMBSの対象となる資産、CMBSを購入できる投資家は限定されよう。

### (3) 発行側の制約

CMBSの供給側にも課題が山積している。投資銀行はバランスシートの負債側で短期資金を調達しながら、資産側でローンを積み上げた後に売却するという回転型ビジネスを継続しにくくなった。資産と負債とがミスマッチする問題、いわゆる「ALM (Asset Liability Management) リスク」のインパクトが2008年のリーマン・ショックによって露呈したためである。米国においてはウエアハウジングモデルの終了、証券化のためにローンを実行することを意味する「オリジネート・トゥ・ディストリビュート・モデル」の見直しという声もある。日本ではCMBS組成

を手掛けていた投資銀行やノンバンクのほとんどが解散し、残された組織も大幅に縮小した。2010年以降、CMBSの新規発行額はゼロに近い状態が続いており、再浮上する目途は立っていない。

## V 不動産証券化の目指すべき方向性

世界の証券化商品市場では、2008年の金融危機以降多くの議論があり、幾多の規制案が提案され、その一部はすでに実行に移されつつある。あるいは、規制がなくとも投資家や発行機関が自主的に商品の改善や投資の抑制を行い、証券化商品の市場は混乱を脱するに至った。日本の不動産証券化はどうあるべきか。ここでは証券化商品全体の議論を参考に、不動産証券化商品の目指すべき方向性を論じる。

### 1 「所有と経営」の距離の見直し

1990年代後半、不動産証券化を象徴づけるキーワードの一つが「所有と経営の分離」であった。不動産の所有者が資産の経営（管理・運営）をするのではなく、所有は資産運用などを目的とする投資家に、経営はプロの不動産サービスプロバイダーに分離すべきという考えが急速に広がった。その文脈のもとで、企業は資産リスクを切り離し、与信を拡大することができるといわれた<sup>文献10</sup>。総合デベロッパーは資産の所有から手を引き、開発を含む不動産マネジメントに特化すべきといわれた。J-REITという所有に特化するビークルも登場し、資産の経営は専門業態に委託される分離構造が生まれた。デット側にお

いても、CMBSの登場によってデットを保有する機能と、デットを管理する機能（組成・評価・資金回収）とが分離されたといえよう。前者は地方銀行や年金基金などが担い、後者は投資銀行・格付け機関・サービサーなどが担う構図が生まれた。

しかし、「所有と経営の分離」は完全には進まず、進んだ部分に関しても疑問符がついた。資産を切り離すことが与信の拡大につながると考えなかった企業は、2000年前後の財務リストラ以外には資産売却を進めなかった。むしろ、不動産資産をバランスシートで温存することが与信の拡大につながると認識しているように思われる。J-REITは設立当初想定されなかった破綻やリファイナンス危機に直面し、投資主は経営に関与できない無力さを思い知らされた。CMBSにおいては、デフォルトなどを通して、投資家が原資産をモニタリングできないことや、サービサーが機能しないことが問題として浮上し、「資産の経営」を他人に任せてしまうリスクが顕在化した。

こうした事態を受け、J-REITでは開催頻度が規定されていなかった投資主総会を定期的に開催すべきという意見が挙げられるようになった<sup>文献11</sup>。大和ハウス・レジデンシャル投資法人では、投資主の代表者を役員に選出するといったガバナンス改革も進められている。CMBSに関しても、米国においては発行機関が投資家にリスクを押しつけうるモデルに対する是正が議論されている。すなわち、証券会社などの発行機関が総発行額の5%を保有し続け、CMBS投資家と利害が一致するように商品改革が検討されている<sup>注2</sup>。不動産証券化にかかわる市場関係者は、「所有と

経営との分離」に腐心するのではなく、両者の適切な距離感を探すことをより意識しなければならない。

## 2 キャッシュフロー生成メカニズムの透明化

不動産証券化商品が投資家の信認を得るには、どのようなリスクを取ることで、どの程度のリターンが得られているのかを明らかにする情報開示が必要である。言い換えれば、キャッシュフローを生み出すメカニズムを明らかにしなければならない。トータルリターンはいくらで、キャピタルリターンとインカムリターンはいくらなのか。インカムリターンのうち、オフィスがもたらす部分、住宅がもたらす部分はどの程度なのか。都心部資産がもたらす部分と郊外資産がもたらす部分はどの程度なのか。レバレッジがなければリターンはどうなるのか（すなわち、レバレッジによるリターンはどの程度か）。ベンチマークに対してどの程度上回っているのか、あるいは下回っているのか。

日本においては、こうした分析・研究が皆無というわけではないが、十分であるともいえない。たとえばJ-REITであれば、個々の投資法人が配当利回りの構成を分解し、投資家に説明してもよい。CMBSにおいては、投資家のリスク判断に必要な情報が十分に開示されていないと指摘されており、分析以前に情報開示の問題がある<sup>文献9</sup>。

## 3 「プレーンバナナ」への回帰

2008年の金融危機後、CDO（債務担保証券）から再度CDOをつくるCDOスクエアードといった再証券化商品や複雑な仕組み債な

どが集中的に批判された。原資産のモニタリングが難しいこと、商品組成プロセスの透明度が低いこと、原資産の持つ固有リスクを無限に飛散させたことなどが批判の論拠であった。日本では再証券化商品などはなかったものの、投資家にとって複雑な投資商品は皆無でなかった。

不動産にかぎらず、すべての証券化商品は原資産を捕捉し、リスクコントロールができればならない。そうであるならば、多種多様な資産を数多く組み込み、モニタリングを阻害する不動産証券化商品は市場から退場しなくてはならない。その結果として、証券化商品の発行額が伸びない、投資需要を満たせない、利ザヤが薄いとといったことが起きたとしても、われわれはそうした不都合を受け入れねばならないのではないか。投資家も発行機関も「プレーンバナナ（単純でつまらない投資商品）」に満足すべきではないだろうか。

#### 4 投資家側の抜本改革

捉え方を変えれば、こうした問題の多くは投資家側の運用能力の欠落、特に機関投資家の力不足によって引き起こされている面であろう。洗練された機関投資家が多数派を占める市場であれば、設計の甘い証券化商品が市場で流通することもなかったのではないか。残念ながら、現在の日本の機関投資家の運用能力は低いのが実状である。運用規模が小さいために、投資スタッフを十分に配置できず、市場のリサーチやアセットマネージャーの評価を十分にできないことが多い。証券化商品のリスク・リターン特性を十分に理解できないままに投資に踏み切っている例も数多くあっただろう。

日本の機関投資家が取るべき第1ステップは、欧米機関投資家の不動産投資戦略・実態に学ぶことである。その際、CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）やABP（オランダ公務員総合年金基金）といった世界最大規模の超大手年金基金だけをベンチマークとするのではなく、資産規模が数百億～数千億円の中規模年金基金にも注目すべきである。そうした投資家が自国不動産のプライベート投資（非上場商品への投資）を中心に行っていること、特に低リスク・低リターン型のコア型投資に傾倒していることを学べば、日本の機関投資家が取れるリスク・取れないリスクも学べるはずである。そして、将来的には投資スタッフの拡充、投資家としてのガバナンス改革などによって日本の機関投資家が運用能力を高め、情報発信・意見表明を積極的に行っていくべきであろう。そうすることで証券化商品の供給側にも規律が生まれ、良い商品が増えていくことが望むべき方向性である。

#### 5 エージェント間競争の促進

不動産証券化商品の質を高めていくうえでもう1つ重要な要素が、投資家にとってのエージェント間、すなわちCMBSの発行機関やJ-REITの運用会社間での健全な競争を促進していくことであろう。米国では2008年の金融危機以降、証券化商品のダメージが大きく、09、10年はCMBSの発行額も大幅に減少した。しかし、米国のCMBS市場は回復速度も速く、2012年は新規発行額が約482億ドルとなり、02年と同レベルまで回復した。これは潜在的な市場規模が大きく、CMBS投資に長けた機関投資家が多数存在し、数多くの発

行機関が切磋琢磨していることが要因の一つとなっている。2000年代の日本のCMBS市場はそうした健全な競争を生み出すまでに成長できなかった。新規発行の市場規模は最大2兆円であり、市場シェアの半分は上位2、3社で占められた。圧倒的に優位なCMBSプレイヤーの前で、他のプレイヤーや投資家は十分に牽制を利かせることができなかった。

一方J-REITは、オフィス系、住宅系、物流系などそれぞれの分野で複数の投資法人が比較・評価される土壌が整った。2013年7月時点でJ-REITの時価総額は約6兆5000億円であるが、時価総額上位5社のシェアは38%程度である。特定の投資法人だけが資産を取得し資金を調達するという構図にはなっていない。J-REITにおいては、一定の市場規模と投資法人間の切磋琢磨が生まれた結果、投資家側には常に複数の選択肢があり、分散投資も可能な快適な投資環境が整ったといえよう。

## 6 日本の不動産証券化商品の将来性

以上の論点を踏まえたうえで、日本の不動産証券化商品の展望はどのように描けるのだろうか。J-REITに関しては、わかりやすい資産内容、シンプルなストラクチャー、豊富な情報開示という点でプレーンバナナとしての資質を具備しているといえる。投資法人間の一定程度の競争環境も整っており、投資主の経営参画など「所有と経営」の面でも前進が見られる。ボラティリティの問題やガバナンスの問題などが完全に解決されたわけではないが、J-REITは今後も日本の不動産投資市場の中心的役割を担っていくであろう。

一方、日本のCMBSに関しては明るい未来

が見えてこない。現時点（2013年7月）では発行機関が激減してしまい、健全な競争が促進される気配はない。発行機関が投資家と同じリスクを取ることによる「所有と経営の距離の見直し」も動きがない。CMBSの普及・促進を進めるCMA Financial Councilの日本支部は、自主規制の導入、標準情報レポートの導入、証券化商品のリスクウエイトの引き上げ、格付け会社規制などを提案しているが、これらにより投資家にとって十分に透明性の高い商品が提供されるかは明らかではない。日本証券業協会の調べでは、2012年度のCMBS発行額はピーク時の100分の1となる293億円であり、こうした低迷状態が数年単位になる可能性も否定できない。

## VI 不動産証券化から不動産投資へ

過去15年、日本の市場関係者は不動産証券化の推進ばかりを論点としてきた。今後は「不動産証券化の推進」よりも「不動産投資の推進」を優先すべきではないか。そもそも不動産証券化は不動産投資を促進するための一つの手法・手段にすぎない。不動産投資市場を活性化させるには、不動産証券化よりも広い視座で市場を整備する必要がある。

### 1 不動産証券化にこだわる日本

世界の不動産投資市場のなかで、日本ほど不動産証券化を長く真剣に議論している国はないであろう。近年は不動産投資市場という枠組みで活性化を議論するケースが増えているが、J-REITを中心とした市場設計が議論の最大テーマとなっているように見受けられる。たとえば、2009年に取りまとめられた

「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」、12年に取りまとめられた「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会」といった会議体が挙げられる。

日本の市場関係者が不動産証券化やJ-REITを中心に不動産投資市場を考えるのは、日本市場の2つの特徴が影響している。1つは国内の機関投資家の運用資産の規模が小さく、許容できる投資領域が狭かったり、流動性の低い投資が容易でなかったりすることが挙げられる。もう一つはプライベート不動産投資の歴史が浅いことであろう。米国などでは1970年代から私募ファンド投資やセパレートアカウント投資が根づいてきたが、日本ではそれらの歴史はまだ浅い。優良な私募ファンド、特にコア型の私募ファンドが育っていないことがJ-REITに依存する構造を生み出している。こうした事情を勘案すれば、日本が他国よりも不動産証券化を重要視するのは自然の流れであり、J-REITは今後も日本の不動産投資市場の核の役割を果たすであろう。

しかしすでに述べたように、J-REITは必ずしもコントロールの利く代物ではなく、配当利回りや投資口価格は異様な動きを見せる。J-REITのみに頼った状況で、J-REITが再び大きく「暴れて」しまった場合、日本の不動産投資市場は壊滅的な打撃を受けるのではないかという危惧をいだく。当然私募ファンドなども完全にコントロールできるものではないが、「J-REIT一本足打法」よりは多様な投資商品によって市場が構成されているべきではないだろうか。

以下においては、日本の不動産投資市場全体を質的に改善し、私募ファンドなどの投資

商品の健全な成長を促す施策を議論する。

## 2 プライベート投資商品の 拡充・進化

これまで、日本における不動産私募ファンドの多くはオポチュニスティック型ファンドであり、コア型ファンドは非常に少なかった。それゆえ、「不動産私募ファンド=オポチュニスティック型ファンド」というイメージが定着し、私募ファンドはハイリスク・ハイリターンなものであると解釈している市場関係者も少なくない。ようやく萌芽が見えつつあるが、コア型の私募ファンドを増やしていくことが日本の不動産投資市場にとって重要なテーマであることは疑いない。また、私募ファンド以外にもプライベート投資型の商品が増えていくべきである。

欧米機関投資家の不動産投資において、私募ファンド投資やセパレートアカウント投資、あるいは直接投資などのプライベート投資が重要視されてきた一つの理由は、これらの投資商品が最も純粹に不動産投資のリスクに集中しているからである。筆者の知る限り、不動産投資は空室リスクと賃料変動リスクを取ることでリターンを得るのが基本である。投資対象がオフィス、商業施設、住宅、物流、ホテルと変わろうとも、その基本は変わらない。レバレッジによる金利変動リスク、リファイナンスリスク、為替リスク、上場に伴う価格変動リスクなどは付随的なものであって、これらのリスクを取ることでリターンを得るのは不動産投資ではないともいえる。不動産投資に伴うリスクを最小化したい投資家は、競争力の高い都心のSクラスオフィスビルを組み込んだ投資商品を選択すれば

よい。リスクを取りたい投資家は開発やバリエーションアップを図る投資商品を選択すればよい。一方、資本市場に上場しているREIT投資では、トータルリターンのうち空室リスクや賃料変動リスクで説明できない部分があまりにも大きい。投資家がそうした違いを理解することがプライベート商品の拡充に寄与しよう。

私募ファンド以外のプライベート投資商品としては、2010年ごろより成長の著しい私募REITが重要な役割を果たしていくであろう。オープンエンド型である私募REITは、一般的な私募ファンドよりも流動性が高く、資産規模が限られる日本の機関投資家に合致する部分が多い。また、東京海上不動産投資顧問などが手掛ける私募ファンドを束ねたファンド・オブ・ファンズも発展余地がある。現時点では海外の私募ファンドが投資対象であるが、今後日本国内で優良な私募ファンドが増えれば、投資家の選択肢はさらに広がるであろう。

### 3 エージェントのレベルアップ

コア型私募ファンド、私募REITなどのプライベート投資商品が普及していくうえで欠かせないのが、投資家のエージェントである不動産AM（アセットマネージャー）の質的向上である。2008年の金融危機以前は、目標リターンを高くすることのみを投資家に訴求し、その結果、大きくつまづいた。その後はオポチュニスティック型ファンドだけでなく、多様な投資商品を開発・提案する流れが生まれているが、投資家への提案力、受託者責任の徹底などにおいては現在でも改善余地が大きい。また徐々に発達しつつはあるが、

リサーチ機能も依然として十分ではない。今後、世界のなかで日本あるいは東京の相対的ポジションが低下していくことが予想される。そうした時代にあっては、エージェントの力量によって投資家から信頼を得ることがより重要になる。市場設計を検討する政策立案者、学識経験者、その他の市場関係者は、不動産AMの遅れをより真剣に議論すべきである。たとえば、日本の不動産AMのほとんどが欧米で普及している不動産AMのデータベース（例：タウンゼントなど）に登録されていない。データベースへの登録がなければ過去のトラッキングレコードを示すこともできないどころか、存在すら認知してもらえない。こうした現実をより直視すべきである。

### 4 不動産投資インフラの整備

1990年代中盤以降、日本は不動産証券化を中心テーマに据えることで、法制度や規制・ルールなどの整備を進めてきた。これは投資活動に最低限必要なハードインフラの整備と呼べるかもしれない。一方で、投資をさらに促進するためのソフトインフラの整備は十分であろうか。市場データや投資データの質的改善や量的拡大は前進しているが、道半ばにある。日本的商慣行の多くは解消されたが、そうした取り組みが海外投資家にどの程度認知されているのかは定かでない。不動産投資市場の整備状況をより積極的に開示していくことも必要である。プロ人材育成という観点では、不動産証券化の手続きを取り扱える人間は増えた。あるいは、各種機関の教育により金融理論を学んだプロ人材も増加した。しかし、マクロ経済分析、都市の成長ドライバー分析、機関投資家のポートフォリオ分析、

海外投資家と交渉するための英語力など課題は山積している。

今後、日本の不動産投資市場に何が足りないのかを総点検し、投資商品・不動産AM・市場データ・プロ人材などを一層充実させるための議論が待たれる。

#### 注

- 1 不動産の収益性を世界的に評価しているIPDのデータでは、主要先進国でリターンが高くなる時期と低くなる時期が近似しつつある
- 2 米国では、2010年にウォール街改革・消費者保護法、いわゆるドッド・フランク法が成立し、証券化商品への幅広い規制・ルール強化が提案された。CMBSに関しては発行機関が5%の債券を保有し続ける規制などが立案された。発行機関が投資家にリスクを押しつけないようにする「Skin in the game (自らの金を投じる)」ルールである。ただし、法施行期限である2013年を迎えても規制の詳細に結論が得られておらず、これらの規制は実行に移されるに至っていない

#### 参考文献

- 1 脇本和也『最新不動産ファンドがよーくわかる本』秀和システム、2006年
- 2 三菱信託銀行不動産金融商品研究会『図解 不動産金融商品』東洋経済新報社、2001年
- 3 白石秀俊「不動産特定共同事業法施行規則の改正について——投資ファンド型事業の創設」『土地総合研究』第7巻第4号、土地総合研究所、

1999年

- 4 『不動産証券化ハンドブック2010-2011』不動産証券化協会、2010年
- 5 小山陽一郎「不動産投資信託（J-REIT）の特性に関する一考察——ミドルリスクだって誰が言った？」『土地総合研究』第17巻第4号、土地総合研究所、2009年
- 6 「Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会 報告書」不動産証券化協会、2012年
- 7 "The Role of REITs and Listed Real Estate Equities in Target Date Fund Asset Allocations," Wilshire, 2012
- 8 植松丘「不動産投資市場復活のためのJ-REIT市場」国土交通省・不動産投資市場戦略会議資料、2010年
- 9 「不動産投資市場研究会報告書」国土交通省、2008年
- 10 赤井厚雄「今後の証券化市場の方向性」経済財政諮問会議・グローバル化改革専門調査会 第12回金融・資本市場ワーキンググループ資料、2008年
- 11 アレクサンダー・フラッチャー「J-REITのガバナンス上の問題点と改善策」『週刊金融財政事情』5.30号、2011年

#### 著者

金 惺潤（きんせいじゅん）

インフラ産業コンサルティング部上級コンサルタント  
専門は不動産、金融、総合商社、エネルギーなどの業界における事業戦略、投資戦略、および機関投資家の投資行動分析、コーポレートガバナンス