

不動産証券化を共に推進する情報誌

アッシジは丘の上の街。私が訪れたのは初夏、麦秋のころ。黄金色に染まった畑の周辺に朱色のケシの花と黄色のエニシダの花が咲いていた。その日は快晴、彼方の丘の上に光を受けて白く輝く建物が見える。近づくにしたがい、その建物が「サン・フランチェスコ聖堂」であることがわかる。巡礼者であれば、その瞬間から感動と祈りが始まるのであろう。聖フランチェスコはここアッシジに生まれ、神の啓示を受けて信仰の道

に入り、修道会をつくり、清貧と禁欲の生涯を貫いた。十三世紀の人、自然を愛した聖人。小鳥たちと会話ができるほどに生きとし生けるものを愛した聖人として、一九七九年、ローマ法皇ヨハネ・パウロ二世によって「エコロジストの守護聖人」と宣せられた。もし巡礼者であれば、遠景に「聖堂」を確認してから中景、近景へとそれが大きく見えてくるにしたがって精神の高揚をおさえがたくなるだろう。感涙にむせぶかもしれない。そう思わずにいられないほどに「聖堂」の建っている位置が絶妙なのである。丘と平地の境目の崖っぷち、これ以上せり出したら地盤もたないところに建てられている。信仰者の立場からすると、「聖堂」が身を乗り出して迎えてくれるように見えるに相違ないのである。建物は二層になっていて、下の層は天井が低く薄暗いが、それ故にバジリカ（霊廟）にふさわしく厳粛の極。聖フランチェスコの生涯とその弟子たちの徳がフレスコ画で描かれている。私はそこに佇んだとき、すべての形とすべての色がここに極まっている、ここほどに密度の濃い空間は他にあるまい、これ以上何も足せまいと思った。上の層は天井も高く明るく、バラ窓から光がこぼれ落ちている。そして、その壁面に、かの有名な「鳥に話しかける聖フランチェスコ」の絵がある。バラ窓の下のアーチ型の門を出ると、左の山上にマッジョーレ城塞が見え、振り返ると掲載の「聖堂」となる。

(井尻 千男: 拓殖大学教授)



サン・フランチェスコ聖堂
(イタリア/アッシジ)

提供●世界文化フォト

SPECIAL

- ARES SYMPOSIUM 2005.....3
「投資立国への挑戦Ⅱ」～投資マインドを育てる～
- 基調講演5
投資立国への挑戦
田中 直毅氏(経済評論家、21世紀政策研究所 理事長)
- 対談.....11
自立のための意識改革
村上 龍氏(作家)
藤沢 久美氏(シンクタンク・ソフィアバンク 副代表)
- パネルディスカッション20
投資マインドを育てる
コーディネーター
川口 有一郎氏(早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授)
パネリスト
大垣 尚司氏(立命館大学教授/日本住宅ローン株式会社
取締役・代表執行役)
広野 道子氏(21 Lady株式会社 代表取締役社長)
安川 秀俊氏(株式会社ゴールドクレスト 代表取締役社長)
ショーン E. ウィリアムズ氏(モルガン・スタンレー証券会社
エグゼクティブ・ディレクター)
- 第1回 ARES 年金フォーラム.....35
年金基金から信頼される不動産投資市場を創造する
—オルタナティブから基本資産へ—
- 本フォーラムに寄せて.....37
ゲイル・ハインズ氏(PREA プレジデント)
- 基調講演38
アメリカを中心とした年金基金の不動産投資の歴史と
グローバルな不動産投資の動向
ジャック N. ゴードン氏(Pension Real Estate Association
リサーチコミティー 前委員長、
ラサールインベストメントマネジメント
グローバル・ストラテジスト)
- パネルディスカッション44
グローバル時代の年金不動産投資の近未来
モデレーター
山口 登氏(ジェイティービー企業年金基金 副理事長)

パネリスト(順不同)

- ジャック N. ゴードン氏(Pension Real Estate Association
リサーチコミティー 前委員長)
- 濱口 大輔氏(厚生年金基金連合会 年金運用部長)
- 古谷 芳秀氏(全国情報サービス産業厚生年金基金
年金資産運用管理課 課長補佐)
- 代田 秀雄氏(三菱信託銀行株式会社 投資企画部 次長)
- 榎本 英二氏(野村不動産株式会社 資産運用カンパニー
投資企画部長 兼 投資運用部長)

NEWS

- 投資サービス法(仮称)に関する意見書提出について58

SEMINAR

- 会社法の改正について—主として証券関係を中心に—65
葉玉 匡美氏(法務省民事局付検事)

REPORT

- 新会社法の施行と今後の流動化ビークル
—TK・LLCスキームを中心として—72
橋本 昌司氏(外国法共同事業法律事務所リンクレータース 弁護士)
- レジーム・スイッチング・モデルによる
J-REITリターン分析80
大橋 和彦氏(一橋大学大学院国際企業戦略研究科 助教授)
- 不動産証券化に関する会計・税務の実務上の論点⑥
投資法人・特定目的会社の投資家における税務上の論点91
中村 賢次氏(ブライスウォーターハウスクーパース税理士法人
中央青山 金融部マネージャー)
- 投資分析 入門の入門
第3回 リターン～率と平均の落とし穴～95
内藤 伸浩氏(三井不動産株式会社 S&E総合研究所 兼
不動産投資研究所 主任研究員)
- バナナキ新FRB議長は住宅バブルとどう対峙するのか
—中国の住宅バブルは沈黙化の方向へ—104
井出 保夫氏(井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト)

INFORMATION107

- J-REIT New Comer112
福岡リート投資法人

表紙文 井尻 千男●いじり・かずお
 拓殖大学教授/日本文化研究所所長/元日本経済新聞編集局文化部編集委員
 1938年山梨県生まれ。立教大学卒業後、日本経済新聞社入社。編集委員として文化論を中心に広く社会論評を手がける。97年4月より拓殖大学教授。『消費文化の幻想』『劇的な精神 福田恒存』『言葉で玩んで国を喪う』『自画像としての都市』『保守を忘れた自民政治』など著書多数。



紫根色(しこんいろ/ダークレッドパープル)

紫草の根に含まれている色素はそのままでは赤みを呈している。これで染めて乾燥すると深い紫になる。紫根の色素は揮発性を持っており、そばにあるものに色を移し染まるので、この色はゆかりの色とされている。



ARES SYMPOSIUM 2005

投資立国への挑戦Ⅱ

～投資マインドを育てる～

日時 平成17年10月20日(木)
午後1時～5時30分

会場 よみうりホール

主催 社団法人不動産証券化協会

後援 金融庁／国土交通省／東京証券取引所／
日本証券業協会／投資信託協会／
日本証券アナリスト協会／不動産協会／
日本ファイナンシャル・プランナーズ協会
(順不同)



資本市場のグローバル化が急速に進むなかで、日本経済の活力が維持・向上していくためには、国際競争力のある投資産業を育成し世界の資本市場で確固たる地位を築かなければならない。そのような認識のもと、『投資立国への挑戦』を今年もメインテーマに掲げた。

現在、資本市場に関連した法制度の整備が活発化している。投資サービス法が検討され、新会社法が来年にも施行されるなど、グローバル化に適した制度的土壌は形成されつつある。

本年4月にはペイオフが全面解禁された。個人マネーが「貯蓄から投資」へと向かう流れも強まっている。一方、IT産業や不動産投資ファンドの経営者たちによりアントレプレナーシップの社会文化も芽生えてきた。

金融商品への投資だけではない、人生やビジネスの実践において、自らが判断し、リスクをとってリターンを得る「投資」という行為がようやく日本社会で認識されはじめた。今こそ「投資マインド」育成の好機ではないだろうか。そして「投資マインド」の普及が日本経済全体に活力を与え、次世代の日本経済の基盤を支えより強固にするといえよう。

「投資マインド」はいかに育成されるのか、育成に必要な条件は何なのか。「投資立国」への道筋をいくつかの角度から探っていただいた。
(広報部・七沢律子)

PROGRAM

●主催者挨拶

岩沙 弘道 (社団法人不動産証券化協会理事長)

●基調講演

「投資立国への挑戦」

田中 直毅 (経済評論家、21世紀政策研究所理事長)

●対 談

「自立のための意識改革」

村上 龍 (作家)

藤沢 久美 (シンクタンク・ソフィアバンク副代表)

●パネルディスカッション

「投資マインドを育てる」

コーディネーター

川口 有一郎 (早稲田大学大学院ファイナン
ス研究科教授)

パネリスト

大垣 尚司 (立命館大学教授 日本住宅ローン
株式会社 取締役・代表執行役)

広野 道子 (21Lady株式会社 代表取締役社長)

安川 秀俊 (株式会社ゴールドクレスト
代表取締役社長)

ショーン E. ウィリアムズ氏

(モルガン・スタンレー証券会社
エグゼクティブ・ディレクター)

(敬称略)

理事長挨拶



社団法人不動産証券化協会
理事長 岩沙 弘道

不動産証券化市場は目覚ましい成長を遂げています。先に国土交通省が発表した平成16年度の不動産証券化の実績は資産額ベースで7兆5,000億円、前年度の約4兆円から87%増の飛躍的な伸びを見せ、平成9年度からの累計額は20兆円に達しました。

特にJ-REITは創設4年にして時価総額約2兆6,000億円、銘柄数も10月末時点で26投資法人となります。今後も市場規模の拡大が予想され、今年度中にも3兆円規模に到達する勢いです。さらにプライベートファンドの市場規模も、この半年で約1兆円増加し、3兆3,000億円へ拡大したとの推計もあります。

このような不動産証券化市場の成長により、市場に参加する事業者数も急速に増加し、それに

伴い当協会の会員数も着実に増加しています。大変喜ばしいと同時に、当協会への期待と責任の大きさに改めて身の引き締まる思いです。

市場は揺籃期から成長期へ入っており、我々事業者はこれまで以上に投資家の信頼を確固たるものにするよう努めていかなければなりません。

当協会では、資格付与を行う教育制度を来年度に創設し、市場の健全な発展を支えるプロフェッショナルな人材の育成に努めてまいります。また今後も、情報発信や意見交換の場を提供するなど、さまざまな活動を通じて不動産証券化市場の発展、ひいてはわが国経済の発展に寄与していきたいと考えています。

本年のシンポジウムは「投資マインドを育てる」をテーマに、個人資産が貯蓄から投資へ向かうための環境や投資マインドが育つ文化の形成に必要な諸側面に焦点を当て、資産大国から投資立国への道筋を考えてまいります。

ご出席の皆様にとって実り多き一日となることを祈念いたします。

基調講演

投資立国への挑戦

田中 直毅(たなか なおき)

経済評論家、21世紀政策研究所理事長

1945年愛知県生まれ。68年東京大学法学部卒業。73年東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。

国民経済研究協会主任研究員を経て、84年より本格的に評論活動を始め、現在に至る。97年4月より21世紀政策研究所理事長を務める。

政府審議会委員等に、「税制調査会」(97.4～)、「金融審議会」(98.7～)、「財政制度等審議会」(01.1～)、「郵政三事業の在り方について考える懇談会」座長(01.6～02.9)、「貸金業制度等に関する懇談会」(05.3～)「更正保護のあり方を考える有識者会議」(05.7～)他。

著書に、「構造改革とは何か」(東洋経済新報社、01年)「日本経済復活への序曲」(日本経済新聞社、03年)「日本の新しいルール」(講談社、04年)「内なる敵に克つ」(東洋経済新報社、04年)「2005年体制の誕生」(日本経済新聞社、05年)等がある。



本日は3点お話しします。

1点目は「投資家に報いる」とはどういうことか。今、経営者にどのような視点が求められているか。

2点目に、順調な回復過程にある日本経済の背景にどのような変化があったのか。特にグローバル環境との関係に起きた変化。

3点目は、政府の赤字から始まる公共部門の問題の解決、すなわち日本の脆弱性の窓を閉める仕組みがようやくでき始めた点について。

ロシュが直面したリスク

「企業が誰のものか」と言った時に、株主のものであるという認識が広がってきました。ではコーポレートガバナンスの視点から「投資家に報いる」とは、どのようなことなのか。

最近では、鳥インフルエンザに唯一有効

な治療薬「タミフル」を製造するスイスの製薬会社ロシュを例に挙げられます。ご存知のとおり鳥インフルエンザは2年前に日本を含む東アジア諸国で発症し、最近では欧米でも懸念されるようになりました。

「タミフル」の今年の売上は1,000億円を優に上回ると言われ、株主からは株価上昇の期待も高まっています。が、ロシュの経営者はそれほど楽観視していない。なぜか。この薬の供給が尽きた場合、ロシュは薬を誰に売り誰に売らないかという問題に直面します。それに対する確かな答えが出ていないからです。ロシュという製薬企業が人の「生き死に」を決める権限を持つ。人命に直結する問題だけにロシュにとっては「リスク」です。

そこで会社はまず、他の製薬企業に製法を指導し増産を進めました。

次にロシュが抱えた問題は、その製法が持つ特許権の扱いです。特許の問題さえなければジェネリック（後発医薬品）を扱う

製薬会社が生産できます。実際に台湾やインドで生産を希望するジェネリック製薬会社は出現し、しかも現在よりも低い値段で作れると言っている。

実はこの種の問題として次の例が過去にあります。

エイズ治療薬でも同様の問題が発生した際、知的所有権の侵害を理由に、南アフリカの製薬会社に対して国際的な製薬会社が訴訟を起こしました。ですが生命に関わる深刻な事態に対する製薬会社の姿勢が国際社会からの批判を買い、結局は訴訟を撤回したのです。

今回の鳥インフルエンザはかつて5,000万人が死亡したスペイン風邪の再来とも、深刻化した場合、犠牲者は1億人を超えるとも言われています。したがって、この特許権に関する議論をあまり長引かせることはできないと考えられているのです。

不良債権問題と コーポレートガバナンス

ロシュの議論は「リスクを回避するためのコーポレートガバナンスとは何か」が本質です。「株主による企業経営者に対する規律付け」の意味合いが強いコーポレートガバナンスは、今では「株主のためにリスクをどのように回避するか」も重要になりました。多種多様なリスクが存在するなかで株主にどう報いるか。

わが国の銀行の不良債権問題にもつながってきます。

たとえば貸倒引当金を引き当てると債務超過になりそうな銀行があるとします。この株主が「持分の価値は事実上ゼロ」と認

識、その結果、経営者への監視の視線がゆるんでしまう。すると経営者は状況を打開する方法を考えた末、博打に出てしまう。金利は高いが不良債権化する可能性の高い相手先に融資してしまうわけです。

破綻したある信用組合では貸出資産の9割が焦げ付いていたこともありました。回収見込みが低い先に融資した末に生じた破綻の処理には、預金保険機構を通じて多額の税金が使われました。

不良債権処理を進展させるためにも、銀行破綻によって経済全体が悪影響を受けるシステムリスクを避けるためにもコーポレートガバナンスが不可欠となったわけです。これは日本だけでなく世界的な教訓となりました。

そして金融部門が回復した現在、システムリスクの心配は当分ないとの評価が日本経済の回復として表れてきたのです。

情報開示でリスクを回避する

不動産証券化市場においても、「委託者から運用の受託を受けた自分達はどのようにして責任を果たすのか、委託者は自分達に何を望んでいるのか」という受託者責任の視点を持たなければ長期的発展は望めないと考えます。

その際にディスクロージャーは非常に重要です。心がけるという程度ではなく、委託者・株主の目線に立ち、彼らにとって必要な情報は全て即座に開示する。開示することでリスクを回避し、そのことが経営者のリスク回避にもつながり委託者・株主にも報いることになる。それが的確なディス

クロージャーの姿だと考えます。

先ほどの新型感染症の例に照らせば、知的所有権が守られて始めて製薬企業は成り立つという意見を支持する人は当然いる。しかし世界の安全を脅かす特定の事態が起きた際に、臨時的にこの見解の枠外に立つ必要性もある。そこをロシュの株主は経営者に対してコミュニケーションを確保し、打開策を見つけないければならないのです。

現在、台湾ではロシュと現地製薬企業の話し合が進んでおり、ロシュの特許の取得がなくても医薬品の生産が認められる方向にあります。

不測のリスクが同社の企業価値や財産価値の全般に飛び火したように、コントロールできない経営上のリスクは発生するものです。何も起きないように望んでも意味がない。その時にどうするか。株主も含めて皆で問題を共有し考える、すなわちディスクロージャーしかないわけです。

不動産証券化に関連するリスクは多種多様に存在します。リスク分布のあり方、環境変化などを平時から研究しておくことが



マーケット育成の見地から極めて重要です。投資家に報いるための視点で検討すべき問題はまだまだあるはずです。

日本経済回復の背景にある変化

第2のテーマ「日本経済回復の背景にある変化」について。

世界は日本が持続性のある成長軌道に乗ったと認識しています。日本国内では依然として弱気な向きもありますが、私も持続的な成長が可能だと考えています。

その理由は、近隣アジア諸国の成長とは差別化された日本の産業成長スタイルの形態が明確となったからです。

「勃興する中国」は事実です。だが中国株は当初の期待を裏切るかたちで、西暦2000年頃の株価に比べ現在は半値以下の場合が多いですね。けれども投資家は日本株により中国からの経済的機会をとれたはずです。例えば建設機械、海運、総合商社、鉄鋼などの分野は、昨年からは始まる中国の経済調整下においてさえ、中国企業以上にグローバルな利潤機会を獲得しています。

また過去10年の間にも、日本の上場企業のディスクロージャーは格段に進歩しました。財務諸表は随時公開され、時価会計制度も進展している。企業監査や会計監査の仕組みも充実し、これら一連の取り組みが世界から高い評価を得ています。

さらに昨年、日本とアメリカは「日米新租税協定」を締結しました。これまで日米間の自由貿易協定は農業問題が前進を阻んできましたが、事実上一体化している日米経済を税の枠組みで協議した結果、改正租

税条約では、出資比率が50%超の子会社からの配当に対し源泉課税を免除し、金融機関が日米で受け取る利子も免税とし、また親会社と子会社間で知的所有権や技術指導料等が支払われた場合も非課税としたのです。

例えば日本IBMの利益が米国にあるIBMに送金されても一切課税されません。トヨタやホンダについても同様です。USトヨタが支払う技術指導料や特許使用料等についても税金はかかりません。したがって日米間の投資交流はますます盛んになります。

世界が改めて日本経済を見たとき、ビジネスに不可欠なルールや制度が市場には十分整備されていたのです。勃興する東アジア市場には日本企業を足がかりに乗り出すのが確実だと思われ始めたというわけです。

本格的な投資社会の到来

会社法の現代化によりコーポレートファイナンスについてはあらゆる自由化を飲む状況です。M&Aについてはキャッシュでも自社株でも買収ができるようになりました。実際に国内ではM&Aの勢いが増しています。

今後定年を迎える方は、自身が拠出した年金を受給してその後の生活の基本とします。赤字の家計でも年金の拠出は続いており勤労者は間違いなく投資家です。そして受け取るべき年金の運用のされ方に関心を持ちますね。

そうなると企業のM&Aに対する見方も当然変わります。上場企業がM&Aの対象になる場合は、時価総額が純資産より低く評価されており経営者が経営資源を十分に使いこなせていない状態です。それならば能力

が優れた経営者に会社をM&Aさせ業績を向上させることを選択してもいい。このシナリオは頑迷固陋と言われる法学者や商法学会も受け入れました。日本が「投資社会」となった証左だと思います。

またライブドアとニッポン放送の買収を巡る係争では、裁判所も「投資社会」の時代にふさわしい判決を下しました。このことは国際社会にも大きなインパクトを与え日本の信頼性の向上に寄与したと思っています。

日本を映す鏡としての中国

企業の構造変化を推し進めた要素に「選択と集中」があります。経営学の教科書にも書かれていることですが、これまで日本の経営者は黒字の事業まで切り捨てるのは講壇経営学の理論と切り捨てていました。

その日本に「選択と集中」を本気で取り組ませるきっかけとなったのが、中国です。

中国から大量のコモディティ（一般製品）が押し寄せ、日本国内では値崩れを引き起こし、仮に現地生産でもコモディティは収益性が低いという状況で、日本企業は中国という「鏡」に自らの姿を映して解決策を模索しました。その結果、日本企業は自らが持つ経営資源を集中的に使い、消費者の満足が得られる商品を的確に市場に送り出すしかない結論を下したのです。

私の考えでは、日本は「中国を鏡」として使った初めての国です。

欧米では中国からの低価格商品の大量流入に恐慌をきたしました。本年1月には繊維品貿易の制限が外れヨーロッパで閉鎖する

繊維工場も出てきています。米国からは人民元レートに批判が強まっています。しかし日本の経済界だけは、世界的な中国批判の潮流が強まるなかで違った態度です。

さて、東アジアで組むべき相手は日本だという意見が世界の大部分を占めるようになると、外国資本は日本企業の保有する価値の高い技術やノウハウを狙い、日本企業と研究開発に乗り出すといった動きが見られるようになります。そういう動きが起きれば当然オフィス需要に結び付きます。そして東アジアとの関係で言えば、大阪はじめ関西は伝統的な関係を現在まで持ち続けています。したがって勃興する東アジアに備える時に東京だけが拠点ではなく、関西はじめ日本列島の全域で活発な動きが出てくるでしょう。

日本は東アジアの波に飲み込まれないよう「差異化」という隔壁を作ることに成功しました。「選択と集中」を通じて日本が生き残れる仕組みができつつある結果、「インベスト・ジャパン」が今、本格的に動きだそうとしています。

政府補償の傘を閉じ、日本の脆弱性の窓を閉める

最後のテーマは「日本の脆弱性の窓」に関する問題です。

先の衆議院選挙の衝撃的な結果により、日本がこれまで抱えていた脆弱性の窓を閉じる仕組みがついに動き出しました。それが「2005年体制」です。

郵政民営化の問題は明快です。郵貯・簡保からは政府補償を全額外すので、一挙に残高が圧縮されます。次に郵便貯金銀行や

郵便保険会社ができれば、これほど膨大な預金では適正な資産運用は不可能なため、経営者はまずバランスシートを圧縮します。そして定額貯金の満期を迎えた顧客には個人向け国債に切り替えるよう勧めるでしょう。その際、流動性も保証します。すると郵便貯金銀行のバランスシート上の負債は減り、資産からは国債分を減らせます。国債は日本郵政公社から個人の家計勘定に移ることになります。

バランスシートが縮小した後は手数料ビジネスによって投資家に報いるという経営



変化が起きます。そして「政府補償の傘」をついに閉じることができるようになります。破綻の可能性があれば、郵政公社は適切なバランスシートの中で経済的機会の拡大に懸命に取り組むでしょう。結果として日本における資産価格は安定し、国債も個々の家計を中心に持たれることで価格が安定します。

残る問題としては、地方交付税交付金が財政悪化の大きな原因としてあります。戦後から今日に至るまで、財政調整を目的に国が地方自治体にお金を配り続け、47都道府県で唯一交付を受け取っていない東京都を除

くすべての自治体が交付を受けています。

例えばトヨタ自動車のお膝元である愛知県も交付を受けています。労働有効求人倍率が1.7である自治体がなぜ交付金をもらう必要があるのでしょうか。旧自治省が続けてきた根拠の乏しいやり方は今後は是正されます。

さらに、とりわけ私が問題だと思うのは保険制度に公費負担が含まれることです。2009年からは基礎年金の公費負担を3分の1から2分の1まで高めます。政府管掌健康保険では2分の1を公費負担。介護保険も同様です。

公費負担とは、高所得者が多く支払う税金で保険会計を埋めることと思われるかもしれませんが。しかし現在、税収は50%強、残り50%弱は国債の発行で埋めています。つまり公費負担とは国債を投入していることになるのです。

国債ならいずれ償還があります。われわれの医療保険や介護保険は言うなれば、子や孫のクレジットカードを勝手に使っているようなものです。現役世代は次の世代が保険料を拠出するのに依存して自分達の給付が補償される。このような世代間扶助で成り立つ仕組みはあまりに脆弱です。

この問題は少子化問題とも無関係ではありません。拠出を上回る給付を受け取る高齢者に「子供を産め」と若い世代を説教する資格などない。自分の年金給付額を下げるとか、

あるいは十分な所得がある人は年金の受給を辞退することも必要でしょう。

有権者満足を追及する時代

これまで国会では、あらゆる議論が供給サイドの視点で行われてきました。医療、農水、すべてそうです。しかし先の選挙によって主権は有権者に移りました。小泉政権はこれだけの票を預かったからには有権者満足を前提にした政権運営をしなければなりません。実際に、有権者満足という概念にいま最も覚醒しているのは自民党の議員達です。この大転換を実現した小泉首相を、私は日本国憲政史上、伊藤博文に並ぶと思っています。

伊藤博文は幕藩体制の政権基盤が崩れるといった時に国会開設を約束し、権力基盤の切り替えを図り政党政治の初の党首になりました。日本において権力基盤の切り替えをした初代は伊藤博文、第2代は小泉純一郎だと考えています。

本日は、ありがとうございました。



対談

自立のための意識改革



村上 龍

(むらかみ りゅう)

作家

1952年長崎県佐世保市生まれ。武蔵野美術大学中退。

大学在学中の76年、基地の町の若者風俗を描いた「限りなく透明に近いブルー」で群像新人文学賞、第75回芥川賞を受賞する。その後、小説、エッセイ、対談集など、幅広い分野にわたり、話題作を発表し続けている。

著書に「コインロッカー・ベイビーズ」「トパーズ」「五分後の世界」「KYOKO」「ラブ&ポップ トパーズ2」「イン ザ・ミソスープ」などがある。

また、「トパーズ」「KYOKO」などで自ら映画監督を務める。

99年3月には新しいメディアの実験として、メール配信を使い金融経済を中心に扱った「Japan Mail Media」を創刊、編集長を務める。

同年7月、経済学絵本「あの金で何が買えたか(画・はまのゆか)」を刊行。インターネットとひきこもりをテーマにした「共生虫」や集団不登校を始め中学生たちが半独立国を築くまでを描いた「希望の国のエクソダス」が話題となる。

近作は「おじいさんは山へ金儲けに」や5年ぶりの書き下ろし小説「最後の家族」(幻冬舎)はテレビドラマ化され脚本も自ら手がけた。

集英社新書「eメールの達人になる」は単なるメール本ではなく21世紀の新たなコミュニケーション論として話題に。また110万部を突破したベストセラー「13歳のハローワーク」では、今を生き抜くための新しい職業観を打ち立てた。最新の長編書き下ろし「半島を出よ」(幻冬舎)は文芸の枠を越えた話題作となり、第59回毎日出版文化賞、第58回野間文芸賞を受賞する。最新刊は「ハバナ・モード」(ベストセラーズ刊)。第123回より芥川賞選考委員。



藤沢 久美

(ふじさわ くみ)

シンクタンク・ソフィアバンク

副代表

1989年大阪市立大学卒業。96年日本初の投資信託評価会社アイフィスを起業。99年には、同社を世界的格付け会社スタンダード&プアーズ社に売却。2000年シンクタンク・ソフィアバンクの設立に参画。04年同社をMBOし、副代表に就任。03年「社会起業家フォーラム」を設立。副代表就任。05年法政大学ビジネススクール客員教授に就任。NHK教育テレビ「21世紀ビジネス塾」のキャスター就任を機に、全国の中小企業やベンチャー企業の取材を開始。メディア等を通じて、3年間に約400社の企業を取材。従来から取り組んでいる個人投資家の普及活動も続けながら、中小企業や個人に対し、投資や起業、経済や経営について、様々なメディアで発信中。

主な著書に「なぜ、御用聞きビジネスが伸びているのか」(ダイヤモンド社)「子供に聞かせる『お金』の話」(PHP研究所)、「お金を殖やしたいあなたへ」(講談社)他多数。

公職として、金融審議会委員、政府税制調査会 金融小委員会委員、社団法人投資信託協会理事、金融担当大臣金融経済教育懇談会委員の他、経済産業省、総務省の複数の研究会委員を兼務。

コミュニケーションスキル不在に 潜む弊害

藤沢 「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられ、制度改革が進み、そして個人の投資へのチャンスもずいぶん広がって

きました。しかし自立という面から見ると、まだ不十分な部分が多いと感じます。そこで、この対談では「自立のための意識改革」というテーマで、意識改革とは何かを探っていきたいと思います。

昨今、金融経済教育の重要性が声高に叫



ばれています。私も小学校や中学校に呼ばれてお金や経済の話をするのですが、村上さんはメールマガジン「JMM（ジャパンメールメディア）」を発行されていますね。金融や経済に対する個人の意識変化を実感されることはありますか？

村上 経済や金融に対する重要性を理解している人は確実に増えていると思います。ただ増えると言っても、1%が1.5%になる程度で一般的には変化は進んでないと思います。

藤沢 進んでいませんか。

村上 だめです、特に地方は。先日、地方に行った際に商工会議所の人から「村上さんって作家とか映画だけじゃなくて、企業買収もやってるんですね」って言われました（笑）。

藤沢 村上ファンドの村上さんと混同していますね、商工会議所がそれでは困ります。

啓蒙が広がらないのはなぜでしょう？

村上 本来、教育とメディアがその役割を果たすべきですが、この2つの領域は日本

語に守られている分、変化への対応ができていないですね。

それから僕の考えでは、投資や金融経済に対する関わり方の基本となるのは「相手とコミュニケーションできるスキル」です。例えば、コミュニケーションの際にまず大事なものは、自分が今からその人に向かってコミュニケーションしたいという意思を伝えること。そして、実際にコミュニケーションしている最中は、自分の伝えたい事が相手に伝わっているかを確認すること。それができる人は、投資を考える時もどういう情報をどのくらい集めればいいのかをコミュニケーションスキルの中で検索できると思う。

しかし例えば、ある大事な情報をAさんに知らせなきゃいけない場合、Bさんに、情報をAさんに知らせるよう頼んだとする。メールの他にも念のためFAXも送るように頼む。しばらくして、BさんにAさん宛てのFAXを送ったか確認すると、「送りました」と。でも「これからFAXを流す」という連絡も、送った後に「今送ったが、読んでいただけたか」という確認もしていない。流しっぱなしでは埋没してしまうかもしれない。当たり前のことのように、できない人が多いですね。

「どうしてかなあ」って家で愚痴を溢したら、「誰からも習ってないからじゃない」と家内がと言うんです。

藤沢 それはそうですけど。

村上 これまでの日本社会で「良い子」「良くできた子」と言われるのは、上から下りてきた指示を守る子です。下りてきた情報を皆が共有してそれに従う。そこから逸脱したり、異議を挟んだり質問することは殆

どなかった。そういう子が大きくなり、「これからは個人の時代。自立して、投資・経済に関して考えましょう」と言われても無理です。だから先ほどの啓蒙が進まない理由も、コミュニケーションスキルの例を引いてもわかるように、教わっていないからなんです。

藤沢 なるほど、根が深い。

村上 根も深いし、幅も広い。

メディアが阻止する意識改革

藤沢 私は就職前の大学生と会う機会が多いのですが、「就職試験を受けたくない」と言う学生がいるのに驚きます。進学などこれまでの人生で重要なことは親が決断していたので、失敗した経験がない。だから「試験が怖い。失敗のない世界に行きたい」なんて（苦笑）。新しいものにチャレンジしなければ、新しい情報に触れようという気にもならない。「意識改革」とは程遠くなります。

村上 そのとおりですね。「意識改革」は自分の考え方のパラダイムがガラッと変わる大きなもの。

ただ、こういう場で「意識改革が必要」と繰り返し訴えたとしても、一方でメディアからは「意識改革なんて必要ない」という情報が垂れ流されていますね。

藤沢 例えば？

村上 例えば、意識改革と最も遠いのが趣味。趣味は生活を豊かにしストレス解消にもなるから良いですよ。教育テレビではゲーディングとか山登りとか里山紹介とかし

ていますね。でも意識改革しようと思って里山に行く人はいない。趣味の世界では絶対に生き方は変わらない。しかも趣味の世界だからギャラが発生しない、そこに批判精神がない。

「趣味はだめ」と言っているのではなく、趣味は基本的な考え方をいい具合に保つためにあるもので、今の自分の生活や人生を肯定したうえで楽しむものだと思う。

意識改革は自分の考え方を変えること。先端的な知識を吸収することを通じて現代により適応した人生を選択するためであって、真剣にならなければできない。ところがメディアからの情報には、趣味の生活を助長するような「意識改革不要」のバイアスがかかっているんですね。

藤沢 メディアの問題は私も感じます。例えばワイドショーで扱う年金問題。いつも違和感を覚えるのは、「何歳の人はいくらもらえるか」という話ばかりで、「もうもらえない」という前提の議論が全然ない。私達をもっと考えるべきことをメディアが抑えている感じがしなくもないです。

拡大する階層格差

村上 僕はしますね。ただ、メディアに悪意があるとか怠慢だとも思っていません。

終戦後、軍国主義の言葉しかないなかで、メディアは言葉の組み合わせを変えつつ民主主義の文脈を作ってきました。同じように、産業構造や経済の変化からは遅れて、メディアにおける言葉や文脈が整理されていくのだと思う。そして未だ続いているの

が高度成長期の文脈。「国民一丸となって、豊かな日本を目指しましょう」というものです。

高度成長期には、集団就職の人から東大出のエリートまでほぼ同じペースで給料が上がって、同じような時期に家庭にテレビが入り、同じような時期に車を買ったもので、国民の一体感たるやすごいものでした。そしてメディアは所得倍増計画や新製品の情報をすべての層に伝えて、一律に豊かになっていく形が成立したわけです。しかし高度成長が終わった時点で国民的な目標は経済に関してはほとんどなくなってしまった。現在の構造改革とは「一丸の時代」を転換するということです。

これは悪く言うと「バラバラ」、良く言えば「多様化」と言えますが、正確には「格差を伴って多様化してしまった社会」だと思う。さらにこの傾向はこの先強まると僕は思うんですね。

ところが政治家は以前の文脈で「国民の皆さんのために」などと言いたがる。例えば郵政民営化でも、反対派の指す「国民の皆さん」と賛成派の「国民」とは微妙に違うはずですが。それを政治家もメディアも一緒に扱うので、物事が正確に伝わらないわけです。

藤沢 メディアには事実を伝えるという使命がある一方で、視聴率というしがらみもありますよね。

村上 税金にしても、消費税が上がらないと思っている国民は少なく、格差社会が進んでいることも薄々わかっていると思う。だからこそ真実を伝える姿勢があるとメディアも認められると思いますけどね。

藤沢 本当のことを知りたいですよね。

村上 本当のことを聞いたり言ったりするのは、面倒だし辛い。でも、曖昧にして隠してきたためにややこしくなっている問題がたくさんあると思います。

藤沢 なるほど。コミュニケーション不足という私達側の問題もあるし、一方で、わかっているのに目隠ししているようなメディア側の報道にも問題があるわけですね。

村上 アメリカの場合は、白人とアフリカアメリカン、プロテスタントとカトリックのように、元々多様化が進んだ国だからメディアも対応しやすい。日本はその点が違う。ただ、先の衆議院選挙を見ても、都市に強かったはずの民主党大敗が象徴するように、微妙に変化しつつある新しい多様化社会と、その層の利益を誰が代表しているかが交錯して今は見えにくい。メディアもそれを整理してわかりやすい形で提供する術を持たない。

日本社会は階層を嫌い、一括りにされると嬉しいみたいです。

藤沢 たしかに「私はどの階層なのか」を考えるのはあまり楽しくないですね。

村上 「階層」という言葉の耳障りが悪いんですが、他に言葉がない。「格差を伴った多様化」が一番正確だけれど、長いから。

格差が表れるところ

藤沢 多様な格差は価値観の違いに表れるということでしょうか？

村上 最も区別されるのは経済力だと思います。医療にしても教育にしても明らかに経済的格差は出てきてしまうので。



藤沢 私も格差の広がりを実感することがあります。子供向けの金銭教育の教室を開催すると、参加するのは高所得で高学歴といった家庭の親子さんがほとんどになってしまうんですね。

村上 一億総中流と言われ一緒に豊かにはなったものの、エリートと集団就職した人とは所得が違うわけで、実はこれまでも格差はあった。けれど日本はお金持ちと貧しい人の居住エリアに差がないので格差が顕在化しなかったんですね。

今は経済的にも文化的にも、自分は「中流」から脱落しそうだと自覚する人が増えてきて、意識の中で「階層付け」が始まっている。だからメディアは六本木ヒルズを映すのが好きだけど、しかし極端に裕福な人と比べて「僕らはみんな一緒だね」って安心して意味はない。格差というのは心の問題ですよ。

藤沢 格差を感じている方々に、「意識改革」して投資するように促すのも難しそうですね。

村上 ただ当たり前ですが、国民全員が投

資をする必要はないわけです。投資の世界にも「格差を伴った多様化」の時代に適応するよう変化は起きていて、証券会社も昔のイメージからは随分変わりましたね。ソファを置いてみたりして。ある特定の顧客があって適切な投資行為があれば良いのであって、別に皆が来てくれなくてもいいわけです。

藤沢 金融機関も「富裕層向けサービス」に注力したり、家電などの小売店でも1年間の買い物金額に合わせてサービスの差を付けたり、すでに「棲み分け」されてますね。

投資の目的を明確にしてみる

藤沢 格差を縮めるためにリスクをとり始めた人は増えてはいるようです。しかし今の状況は、「投資するぞ」という段階で、テクニックばかり学ぶ人が多いように感じるのですが。



本屋さんには「3カ月で1億円稼ぐ方法」とか、テクニック本が多いですね。そんなに簡単なら皆お金持ちですけど（笑）。テクニックを先に学ぶという傾向に私はすこし疑問を感じています。

村上 僕もおかしいと思いますよ。ただ、結局それが一番簡単だからでしょ。

藤沢 でも、「1週間で村上龍になれる方法」なんてありえないですよ。

村上 それは嘘がはっきり分かるからで、株の場合は嘘がわかりづらいから。

実は僕自身はあまり「投資」はしないです。

でも、投資こそ個人のもの。自分の目的のためにするものでしょう。

藤沢 そのとおりです。自分がこの先どういう生活を送りたいのか、それにはお金が幾ら要るのか。それを明らかにしないと不要なリスクをとったり、資金不足になったりしますね。投資には目的が重要ですが、それをイメージできていない方が多いのかな。

村上 難しいと思いますよ。ただ、10年程度の将来ならば生活のイメージは今の自分

のポジションや資産状況、家族の状況等を見れば大まかには描けるはずですよ。最良と最悪の場合のレンジを把握して、最悪の場合と向き合えないとリスク管理はできないんですよ。その上で人生のシナリオをより良く変えていく。だから投資は改善するための手段であって重要なファクターだと思います。

藤沢 そうですね。村上さんは先ほど「あまり投資はしない」とおっしゃいましたが。

村上 小説を書くのは博打みたいなもので。もちろん投資は博打とは違いますが。

「幻冬舎」の株は買いましたね。

藤沢 それは儲かりましたね。

村上 いや、まだ売っていないので。

株価がグッと下がっていた時に『13歳のハローワーク』を出したんです。40万部ほど売れると株価が上昇に転じて。自分が持っている株を自分で上げるという快感を味わいましたね。

藤沢 自分の努力で株価を上げられるなんて、うらやましいですね。

村上 『半島を出よ』でも少し上がりました。

藤沢 小説が売れば印税も増え、株も上がって、資産も増えるわけですね。

お金の本質

藤沢 『13歳のハローワーク』も出たところでお聞きします。

そもそも投資に向かう前に、その根底にある「お金感」「労働感」といった価値観について、今一度、私達は考える必要があると思います。村上さんは「お金って何?」「働

くって何？」と聞かれたらどう答えますか？

村上 「お金で買えないものはない」と、ライブドア堀江社長の発言が一時話題になりましたね。もちろんこれは違います。人間の信頼とか、家族の愛情とか、お金で買えない大事なものは多いですから。ただ伝わってくるニュアンスとして、「お金で回避できる不幸が結構多い」と思うんです。

藤沢 確かにそうですね。

村上 お金によって何でも可能になるのではなく、不幸な状態をお金で改善することができるということ。例えば夫婦仲が非常に悪くなった時、ラーメンを食べに行くよりも、ファーストクラスを利用して1カ月間海外旅行へ出ればある程度回復しますよね。

藤沢 なさってるんですか？

村上 僕が実践しているわけではないですよ。

あとは病気が最も切実、現実には都会では格差のある医療サービスが行われていますし。「お金があった方が有利なことは多いし、不幸も回避できる」というのが真実ですが、メディアは言えない。それこそ格差があることを認めることになりますから。

藤沢 しかしリスクを把握していないと、お金があっても不幸は回避できないですね。

村上 自分の力である程度のお金を稼ぐ人ほどリスクにも敏感ですね。

藤沢 そこですね、ポイントは「自分の力」。だから「働く」ことが大事です。会社で一生懸命働いていても「自分の力」を実感する機会を持たない人も多いと思いますが。

村上 その仕事に自分が寄与した度合い、役割や関わり方をきちんと把握できる人が成功していくと思う。プロジェクトの規模は関係ない。自分の力で人生を掴んでいくのは難しいけれど、できる人は増えています。



藤沢 どういう場面で実感なさいますか？

村上 例えばJMMの読者からのメールです。30~40代の人からが多いですが、自覚的に働く人が増えている感触を得ます。それは全体で言えば0.1%程度かもしれない。けれど割合は増えているはずですよ。

藤沢 私はこの3年間、元気な中小企業をいくつも取材して来ました。仕事に対する自覚をしっかり持った従業員が多い会社はやはり活気が違います。またそれらの会社は共通して、常にトップの方が仕事の意義を語っています。

たとえば北海道の「六花亭」。同社の社長は従業員に対して「君達の仕事は単にお菓子作りじゃない」「幸せなコミュニケーションの時間を作っている。お菓子を介して人が幸せな時間を共有する。つまり日本を明るくするために働いているんだ」と。

それから「玉子屋」、480円で11品目も入っているというお弁当屋さんです。ここの従業員はピアスを付けたりした今風の若者が多いけれど、彼らも「一生懸命働くお父

さん達が日本を支えている、安い価格で健康的な食事が取れるよう当社は努力する」。だから「僕達の仕事は弁当作りじゃなくて、日本作りだ」と。

両社の従業員とも社会との繋がりや使命感を感じながら働いていて、会社は売上も利益率も伸びている。仕事の意味を長い時間軸と広い平面で認識できると、働く意味を自覚できるのだと思います。

ですから経営トップの方は、使命感ややりがいをもっと堂々と語るべきですね。

村上 全くそのとおりだと思います。ただ照れ臭くて言えないのはあるでしょう。でなければモチベーションが低いか。いずれにせよ経営者が真剣に信じていることを伝えるから伝わるのであって、本気で思っていないのにそのテのことを言っても、バレますよね。

■不安の正体は何か

藤沢 さて、この会場にも団塊世代の方が多くですね。この世代は会社では管理職が多いし、若い世代に対して影響が大きい存在です。そして不安が多い世代でもありますね。

村上 それに人数も多い。ただ、ここまで話してきてお分りの通り、団塊の世代と言ってもさまざまで一括りにして語れません。でも定年後の暮らしが目の前の問題であることは共通しています。そこで僕は定年後に関する本を作ろうとしているけれど、しかし、あまりにも複雑で何回も挫折しました。

結局、定年後というのは個人の問題。年

金の額や企業年金が付くか否か、退職金の額や資産額によって経済状態は全く異なってきます。都市住まいか地方住いか、地域でもいろいろ違う。さらに持ち家が賃貸か。家のローンは終わっているか。ご両親が元気か、介護が必要なのか…。それから夫婦仲が良いか、そうでないか。

藤沢 夫婦仲は重要な要素ですよ。

村上 これは自分ではわかっていない場合が多い。あとは子供が自立しているか、結婚しているか等等、とにかく個人の経済的・社会的シチュエーションによって全てが変わるわけです。だから「皆さんの定年後は」なんて一括りにできません。

藤沢 「定年後が不安です」と言われても、困りますね。

村上 しかし不安に感じるのは当たり前です。むしろ不安になるのは考えている証拠で、誰でも不安は嫌でしょうが、とりあえずそれを受け入れないと。

藤沢 受け入れて、前に進むためには判断し、選択するといったをしなければなりませんね。でもこの判断ができない子供、お父さん、お母さんが多いです。

村上 僕ならまず「なぜ不安なのか」を考えます。不安というのは将来が不確実な時に起きるわけで、一体何が不安の原因なのかを突き詰めて考えてみればいい。するとお金や家族の問題だったりすることが多い。トヨタの「カイゼン」と同じで、何がボトルネックになっているかを具体的に掴まないと。

「原因が見つかれば問題は50%解決したのも同然」とカルロス・ゴーン氏も言っています。ただ自分のことだから、ごまかしたいんだけど。

藤沢 つい、見なかったことにしようってね。
村上 突き詰めたら問題は自分の性格だったりして。

身体のどこかが痛い時には病院に行きたくないのと同じ。見たくないものを見るような感じですね。でも原因を把握しなければ問題は解決できないということです。

あとは定年後をきちんと考える必要がある人ほど考えていない。

藤沢 「意識改革」には、まず自分自身を冷静に見て、強く現実を受け入れる力、「人間力」みたいなものを磨かなければならないですね。

村上 そうです。ただ自分のバリューを冷静に測ることができる人というのもまた、十分に自信がある人なんですね。

藤沢 なんだか、二極化がどんどん広がって行きますね。

村上 不安って、悪質なローン会社から借りた借金みたいなもので、自分の中で勝手に増殖して気が付くと随分大きくなったりします。小さいうちに不安の源を突き止めていれば対処できるのに、大きくなってしまうと…。

藤沢 自己破産ですね。

村上 自分の不安に目を向けるには、自分に対して自信が必要です。

それで先ほど話した定年後の本『55歳からのハローライフ』ですが、僕はこれを明るい本にしようと思っています。定年後に関する本の中にはページをめくるだけで鬱病になりそうなものもあるけれど、この本は読んだ人が少し勇気を持てるようにしたい。ただ、そのように作りようがない部分が多くて。

自立した個人の条件

藤沢 それでは最後にお聞きします。「自立した個人」の人間像は？

村上 必要条件として、自分の生活は自分で面倒を見ている人。十分条件については人それぞれ。あとは皆さんが自分で考えることだと思います。

藤沢 自分の力で「自分は何だろう」と探していくことですね。

村上 いや、しかしなかなか見つからないです。自分で考えるのも大事ですが、誰かと共有することが大事。ですから友達が会社にしかいない人は弱い。趣味の会でもいいから違う世界に出ていき人脈を持った人は、定年後でも強いです。

山にこもって滝に打たれても見つかりませんよ。

藤沢 なるほど (笑)。本日は、ありがとうございました。



パネル
ディスカッション

投資マインドを育てる



コーディネーター



川口 有一郎 (かわぐち ゆういちろう)

早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

1955年生まれ。91年東京大学にて工学博士の学位取得。96年英国ケンブリッジ大学土地経済学科客員研究員を経て、99年明海大学不動産学部教授。2000年に新しい実学「不動産金融工学」を創り始める。東京大学空間情報科学研究センター、京都大学経済研究所金融工学センター、慶應義塾大学メディア研究科で客員教授を経て、04年4月から早稲田大学ファイナンス研究科で不動産ファイナンスコースを担当。日本不動産金融工学学会会長、アジア不動産学会やアメリカ都市経済・不動産学会等において研究活動を行う。

社団法人不動産証券化協会教育プログラム推進委員会委員。主な著書に『リアルオプションの思考と技術』『International Real Estate』『入門 不動産金融工学』『不動産金融工学』等多数。

パネリスト

**大垣 尚司** (おおがき ひさし)

立命館大学教授／日本住宅ローン株式会社 取締役・代表執行役

1959年京都市に生まれる。82年東京大学法学部卒業。同年、日本興業銀行に入行。85年米国コロンビア大学法学修士。外国為替第2部、金融商品開発部、フィナンシャル・エンジニアリング部、ニューヨーク支店、本店業務部、ストラクチャード・ファイナンス部新商品開発グループ、興銀第一フィナンシャルテクノロジー取締役業務企画部長、アクサ生命保険専務執行役員などを経て、現在、立命館大学大学院法学研究科教授、日本住宅ローン（株）取締役・代表執行役、日本モーゲージバンカー協議会会長（05年7月設立）。主な著書に、『ストラクチャード・ファイナンス入門』（日本経済新聞社、97年）『金融アンバンドリング戦略』（日本経済新聞社、04年）『電子債権』等。

**広野 道子** (ひろの みちこ)

21Lady株式会社 代表取締役社長

1961年京都府生まれ。85年関西学院大学卒業。88年大手コンサルティング株式会社ベンチャーリンクにて、FC本部の支援をするグループ会社代表取締役専務として20社のFC本部と提携及びFC開発を行う。94年（株）ポッカクリエイト代表取締役常務として、（株）ポッカコーポレーションとブラザクリエイトの合併事業『カフェドクリエ』事業の設立から立ち上げ全般を担う。3年間で100店舗を達成。98年（株）MVC（三井物産グループのVC）の上級副社長、タリーズコーヒージャパン（株）取締役副社長、（株）大戸屋の社外取締役として投資及びチェーン展開を支援する。2000年21LADY.COM株式会社（現21LADY株式会社）を創業。シュークリームの代名詞「洋菓子のHIROTA」、やきたてつめたてシュークリーム専門店「CHOU FACTORY」、関連会社英国式パブ「HUB」の3つのブランドを展開。04年10月名古屋証券取引所セントレックスへ上場。『衣食住職遊学』の生活産業のチェーンストア事業の投資育成を行うブランド再生グループとして現在に至る。

**安川 秀俊** (やすかわ ひでとし)

株式会社ゴールドクレスト 代表取締役社長

1961年生まれ。84年東京大学工学部卒業。リクルートグループに在籍後、92年に独立し（株）ゴールドクレストを設立。「クレストフォルム」ブランドで首都圏において新築マンション分譲事業を展開、2000年には独立系企業として当時史上最短となる、設立から8年8カ月での東証一部上場を果たす。05年3月期は売上高1,001億円、経常利益205億円。

また、自身が100%出資する（株）サクセス・プロにおいて、ファンド等が積極的な投資を始める前に不動産の底値を見極め、都心部で20棟を超えるビルを購入、高水準の利回りを実現している。最近では、首都圏に数十店舗展開している日本料理「つきじ植むら」や高級住宅に定評のある（株）佐藤秀、中堅ゼネコンの（株）松村組のパートナーとなり、分野を超えた企業再生支援にも積極的に取り組んでいる。

**ショーン E. ウィリアムズ**

モルガン・スタンレー証券会社 エグゼクティブ・ディレクター

モルガン・スタンレー証券会社に2000年に入社し、不動産投資銀行部に在籍。同社に勤務以前はメリルリンチ証券の日本法人においてハイイールドな不動産の買収関連業務を担当。また、早稲田大学やアカデミーヒルズの講師を勤めるなど、不動産業界やホスピタリティ産業におけるセミナーのスピーカーとして活躍。米国コーネル大学ホテル経営学部卒業、東京大学大学院工学部都市工学科にて修士を取得。1991年より日本に在住。

「投資マインド」とは

川口 「投資マインド」という言葉は例えば、「企業の設備投資マインドが回復してきた」「個人投資家の投資マインドが従来と変わってきた」といった使い方をされます。本パネルディスカッションでは、「投資」「マインド」という言葉をもう少し広く捉えていきます。

まず「投資立国」を築いた人物が誰かを世界の識者に聞いてみると、シンガポール元首相のリー・クアンユー氏の名前が挙がるというお話をしたいと思います。彼は1965年の建国以来、東京に負けない世界金融の中心をめざし、シンガポールの金融サービス立国、投資立国を実現した人物として知られます。

彼の著書『From Third World to First』の中に、「日本はアジアで最初にミラクルを起こした国である」とあります。



リー氏は日本の“奇跡”の原動力を知るため歴代総理大臣からビジネスマンまで多くの日本人に会いましたが、彼に意識改革を促した人物は、高松の無名の料理人でした。その包丁さばきやそこへ至るまでの彼の苦勞に触れ、「やはり人間だ、人的資本だ」という答えに至ったのだと言います。四国と同様、シンガポールという小さな島国で、人を育てることで奇跡を起こせると考え40年をかけて改革を実現したのです。

シンガポールでのリー氏の功績は広い意味で「投資マインド（思考）」に支えられていたと言えます。そして、今日集まっていた4名のパネリストの皆さんは、リー氏に匹敵するような投資マインド物語を今まさに、日本で作っている方々です。

私にとっての投資

川口 本日はまず、皆さんの個人的な投資のご経験についてうかがうことから始めたいと思います。投資と言っても住宅投資、不動産投資、証券投資、教育投資、あるいはビジネスを起こすなどさまざまです。そこでまず、私の経験からお話をします。

私は約10年前にケンブリッジ大学に留学し不動産金融工学を研究しました。40歳の時です。家族と離れて海外での研究に投資しました。実は30歳の時にも博士号を取るために、社会人の大学院に通うという教育投資をしています。そういった経緯があり、現在は不動産金融工学という分野で生活をしているわけです。

大垣先生はいかがでしょう？

大垣 3点お話しします。最初は失敗談です。以前に勤めていた銀行で、バブル直後に持ち株会ができ、結果的にナンピン買いを続けることになりました。これ以降、自分でコントロールできないものへの投資はやめました。

2つ目の投資は子供です。5人の子供がおりますが、私が70歳を過ぎて大学をやめたら、各自毎月5万円ずつ仕送りしてくれないかなと期待しています（笑）。

3つ目です。投資というのはリスクをとってリターンを得るものと言われる。でも、金融の世界でリスクをとると必ずしっぺ返しを食らいます。リスクをとらずに儲けなくてはならない。アービトラージ、これが私の信念です。なかでも最も高等なアービトラージは、社会変革が起こる時に制度の中に自らを組み込み、公的な存在として利益を確保するというものです。戦後数十年間の金融機関がまさにそうで、戦後の経済成長の図式そのものに対してリスクテイクすることで、銀行には儲けが約束されました。恒常的な資金逼迫の中で預金を通じた産業資金供給機能は必須であり、金融機関は経済と共に成長してきたのです。

ところが今、日本では巨大な社会変革が起きています。戦後の資金吸収を軸にした金融の業態タテ割は崩れざるを得ず、機能別にヨコ割にしていかなければならない。私はこれをアンバンドリングと呼びます。金融業界そのものを証券化するということです。

折しも、住宅公庫が住宅ローンの証券化を始めました。住宅ローンで、お客様と直接の接点を持つのはハウスメーカーや工務店です。だとしたら、こうした業者から住

宅ローンを直接公庫の証券化プログラムに持ち込むモーゲージの流通業を始めればどうか。私はこのように考えて新しいビジネスを始めました。

流通業ですから、信用リスクも金利リスクも全くとらず、正社員40名程度の小所帯ですが、8月には約400億円の住宅ローンをオリジネートしました。このように、今、チャンスは山のようにあります。それを見過ごしている方が多いのではないか。チャンスに挑戦する方が増えて金融の世界が少しでも変わってくれるといいですね。

広野 最初の投資は大学生の時、アルバイトで貯めた資金で関西電力の株を買いました。20万円程度で買える株が他になく、国債よりは値動きが期待できると思ったからです。

当社を設立したのは2000年ですが、創業にあたり最も大きな資金源となったのが、私が以前勤めたベンチャー企業3社のうち2社が上場した際の上場益です。自宅はずっと賃貸ですからバブル崩壊の影響は受けていません。仮に住宅ローンを抱えていたら創業はできませんでした。

株の場合、会社四季報などの情報源はありますが、本当の情報ばかりはわかりづらいですよ。投資した会社が倒産した時にはショックを受けました。投資額は小さかったけれど、自分でコントロールできない悔しさを感じ、自分が勤める会社に投資して、自分で付加価値を付けなければならないと痛感しました。

安川 投資では、大きなリターンを求めると、自分の考えや判断にどれだけ投資で

きるか、どこまでなら損を受け入れられるかを大事にします。ですから初心者は小額投資から始めて少しずつ成功を重ねて大きくしていく。リターンは小さくても失敗が少ないものから始めると良いと思います。

投資はよく「自己責任」と言われますが、何か責任をとらされるようで怖い（笑）。「自己判断」と言うのが適切でしょう。各自の資質と可能性の範囲内で実益を兼ねた「知的トレーニング」として投資を楽しめばいい。私の考えでは、投資は「自分自身にどれだけ先を読む力があるかを試すもの」です。仮説を立て、決断し、実行する。その読みが当たった時の快感は格別です。

私自身の大きな投資は平成4年、30歳の時に独立して、ゴールドクレストを設立したことです。資本金1,000万円、私以外の社員は社会人2年生が2人だけ。バブル崩壊直後で独立など無謀だと言われました。なぜ平成4年か。その頃の地価下落は単なる景気調整ではない、土地はもっと下がると気付いたからです。ただ、大変なのは不動産をたくさん持っていて、借り入れがたくさんある会社や個人であり、不動産を所有していない人には関係がない。むしろ地価が下がることで今まで買えなかった魅力的なマンションが安い価格で買える時代になる。低金利で住宅減税の後押しまである。マンション市場は急拡大するに違いないと考えたのです。

おかげさまで平成10年には店頭公開、11年に東証二部上場、12年には東証一部上場を成し遂げることができました。今年で設立13年ですが、株主資本も当初の1,000万円から610億円になり、売上高1,000億円、経常利益200億円を計上しています。

投資では他の人が気付いていないうちに、いち早く気付いて行動するほどリターンが大きくなると思います。

私が個人で経営する（株）サクセス・プロを創業した平成12年は、不動産不況で金融機関も潰れると言われていました。しかしその頃、都心のビルはネット8~9%で廻る、一方、金利は2~3%なのに誰も買おうとしていない。なぜなら地価はまだまだ下がると思われていたからです。「都心のビルは底値、買うべき」という私の主張に賛成したのは、社内にも金融機関にも1人もいなかった。当社は上場企業ですので強行して株価に悪影響を与えてもいけません。ただ自分の判断を試したいという思いからサクセス・プロを設立し、平成12年~14年にかけて都心のビルを300億円ほど買いました。良い時期に購入したので現在は非常に高い利回りを実現していますし、時価にすれば1.5~2倍程度でしょう。

ウィリアムズ 不動産は他の投資とは違って金庫に入れられない、生き物のような部分があるので管理が大変です。モルガン・スタンレー証券は複数の不動産ファンドの運用管理に関わっていますが、投資の際にはまず目的を明確にします。次に対象案件を詳しく調べ、期待できるリターンとリスクについて分析します。そして、それらの調査に基づき我々にとって本当に価値のある投資かどうかを検証します。

私のモルガン・スタンレーでの初仕事は、経営不振に陥った某保険会社の不動産の調査でした。同社の買収を希望するある保険会社と共同購入するためのもので、対象不動産は日本全国数百件、オフィスから山林

までさまざまでした。その価値をわずか6週間以内に調べ、当社が確実に購入できる価格を算出するわけです。なんとか金額を提示しハードな交渉の末にターゲットの会社を買いました。不動産だけでなく、人的資産を含む不動産部をまとめて約100億円で買うという大きなディールで、貴重な投資経験になりました。

個人的な経験は大学4年生の時に、テイクアウトの巻寿司レストランを和食好きな友人と共同で経営したことです。起業にあたっては最初お互いの両親に資金協力を頼みましたが、ノー（笑）。次に地元の銀行に融資を頼むと担保が必要だと。車とオートバイを担保にゴーサインを出してもらいました。廃業したレストランから設備を安く買い集め大学の近くで営業を始めました。美味しくなかったが、なぜか人気があって収支はトントンぐらい。その後レストランを売却して大学院に進学しました。儲けはありませんでしたが、「将来、二度とレストランは経営しない」ということに気付けたのが投資の成果です（笑）。



川口 パネリストの皆さんに共通していたのは考え方や思考、「投資マインド」ですね。

大事なのは将来をどう考えるか。必ず思考に行動が伴い、結果により次の対応を決定するというのは、ファイナンスのセオリーと同じです。時間が経てば新しい何かを知ることができるが、行動しない人は何も知ることができない。考えて行動を起こす人には意思決定の新しい情報が入り、それを積み重ねていける。「投資マインド」というのは、小さく生んで大きく育てるところで、子育てと共通点があるように思います。

「貯蓄から投資へ」の評価と今後の展望

川口 株式市場の商いはバブル期を越えています。投資信託は今のところそれほど振るわない。政府は今「貯蓄から投資へ」をPRしています。投資のフロンティアにいる皆さんは現在の状況をどうぞ覧になれますか。

大垣 日本人は金融資産の6割を預金に入れていると指摘されています。これは事実です。とくに高齢者はそうです。しかし資産には実物資産もありますので、実は、総資産にしめる預金の割合はせいぜい2割に過ぎません。

1960年の日本人の平均寿命は65歳。つまり退職後5年でぽっくり逝けた（笑）。現在60歳男性の平均余命は20年を超えています。このような時代に、手元流動性で2割の現預金を持つことはきわめて合理的だと思います。

す。したがって安全資産をリスク資産に変えるというアセットアロケーションの変更は起きないでしょう。

では残りの実物資産は何か。大半が自己居住住宅と宅地です。つまり日本人は金融資産以外のほとんど全ての資産を自分の家で持っているのです。これはマイホーム政策の結果です。建物は買って25年するとタダ同然になりますが、70年代は年率10%以上で地価が上昇していたためそれなりに合理的な投資だったのです。

実はアメリカ人の安全資産とリスク資産の割合は日本人のそれと変わりません。ところが日本人が土地で保有する部分の半分をアメリカ人は株で保有しています。「日本人よ、もっと株を持て」というなら、預金を取り崩すのではなく、家を株に変える必要があります。実際、子育て期の広めの郊外の一戸建てから便利な小振りのマンションに移ったり、退職を機にUターン、Jターンを考える高齢世帯は多いのです。ところが、今後2007年までに退職を迎える団塊世代の大半は1980年代の中盤から後半に家を買っており、相当の含み損を抱えています。父祖代々の家に住んでいる方も、売れば税金で半分持っていかれるので、売る決断もしづらい。

今、動きたい層が持っている資産が塩漬けなわけです。私はこれを金融機関、企業に続く、第三の非稼働資産と考えています。これを動かさない限り大きなお金の動きは起きない。「貯蓄から投資へ」ではなく、「住宅から投資へ」が本来の切り口ではないでしょうか。そして、広い意味での証券化が、非稼働資産となった住宅の流動化に対して一定の役割を果たす可能性があるとい

うのが私の考えです。

広野 日本の個人金融資産が1,400兆円と言われているなかで、私は9割が銀行預金、その8割以上を団塊世代以上の高齢者が持っているのではないかと思います。このお金が間接金融に集まりすぎて銀行は運用難に陥っています。対策として地銀も都市銀行も国債を買い、郵政公社でも個人に国債を売るという、国債偏重が現状です。

今の資金の流れは良いとは思えません。300兆円と言われる株式市場、すなわち民間にもっと資金が流れるべきでしょう。日本の株式市場は日本の金融資産で育てるべきです。

以前、農林中金とプライベートエクイティ運用の話をしたときに、ほとんどがヘッジファンドで運用しているということ聞き驚きました。海外で運用し海外に成功報酬を支払っているわけで、儲かるのは海外の投資家なのです。

今後、郵便貯金の個人預金が引き出され銀行に行くでしょう。しかし銀行に預けたところで僅かな利息です。海外であれば数%の利息が当然なのに日本では0.001%とか。超低利息による損失は40兆円にも及びます。この損失は国民から吸い取られている「第二の税金」だと思います。これを自分の手に取り戻すには株式投資や外貨預金といった運用が必要ではないでしょうか。それにより株式市場が倍の規模になれば選択肢がさらに広がることにもなるでしょう。

安川 「貯蓄から投資へ」の発想を阻んでいるものがあるなら、それは多くの日本人の考え方に原因があるのかもしれない。



株式公開をして以来、海外のファンドマネージャーや投資家と会う機会が増えましたが、海外の投資家からはとにかく「儲けたい」という印象を受けます。そして彼らの発言から狩猟民族と農耕民族といった明らかな違いを感じます。

一方、多くの日本人は「儲けたい」より「損をしたくない」が優先されるようです。「これだけ預金金利が下がれば株式投資に向かう」と言われたバブル崩壊後も、預金は株式市場には行かなかった。

この発想をどう変えるかが大きな問題です。

解決には、リスクが小さくて安全性が高い商品を入力に、小さな成功体験を積んでもらうことが有効でしょう。

もうひとつは「地道に働いてコツコツと貯めたお金」が美しく、株式投資などの所得は「不労所得」と見る日本人特有の価値観に問題があると言えます。実際は頭を働かせて得たお金なのだから、投資で成功することが「知的で格好良いことだ」と認め

られる社会になるといいですね。

ウィリアムズ 今のお話で、「損をしたくない」という日本人の傾向は、私の目から見ても確かに感じますね。

「新約聖書」のなかに面白い話があります。

ある商人が旅に出ることになり、長男に5、次男に3、三男に1の財産を託します。さて、商人は旅から戻ると息子達を集めました。すると長男と次男は預かった資産を運用して、それぞれ2倍に増やしていた。ところが三男は預かった資産を減らさないよう大切に保管していた。それを知った商人は怒って三男を家から追い出すのです。

持っている資産を活用しなさいというメッセージですね。宗教というよりすでに文化として溶け込んでいる考え方だと思います。

ただし私は、日本の今の状況を非常に高く評価しています。少し前には日本の銀行は不良債権比率が8%以上という状況にあったものの、サービサー法やSPC法といった

インフラを整え、最近は商法の見直しも行っている。インフラ整備により民間の参加が促され、J-REITや私募ファンドの登場で不動産売買は活発化している。格付機関による評価も始まり、第三者に対する情報開示が進みました。市場の透明性は格段に高くなったと思います。

これを短期間で実現したことで塩漬けの不動産が動き始めたわけです。同様に日本企業の情報開示も進みましたし、リストラや不良債権処理も終わり、まさに好循環といえる動きが見られます。われわれ金融機関から見て、日本の環境は非常に良くなったと言えるでしょう。

川口 郵便貯金が現在206兆円、この巨象の行き先は例えば4兆円の残高を誇るグローバルソブリン、外国債ですね。国内で運用されていない。

ただこの現状にヒントもあります。アメリカの資産市場は30年～50年単位で右肩上がりです。この状況は投資市場に必須ですが、日本は違います。この国でわずかでも右肩上がりの状況を作っていくためには、株式投資に資金を入れる、民間を信じる、住宅を根本的に考え直すという課題が見えてきます。

2015年の日本の姿は？

川口 将来に目を転じてみます。今後10年間で日本の経済や社会はどうか。

あるシンクタンクの前想では、2007年に

大量定年退職があり6,640万人の労働人口のうち350万人が減るとあります。しかし女性や高齢者など現在非稼働の優秀な人的資本が動き出せば心配ないという見方もあります。

政府は2010年に財政収支の黒字転換を目標にしています。消費税を10%に上げれば実現できるかもしれない。ただしその頃には財政プレミアムが跳ね上がって金利が急上昇する懸念があります。

日本は世界大分業のなかで今後15年間は上昇気流に乗ったという見方がある一方、製造業の第二次産品輸出が支える今の構造では、近く中国に抜かれるという予測もあります。

金利は今後10年で3%を超えていく。円高になる…といった悲観・楽観さまざまなシナリオがあります。

皆さんに、2015年の日本の見通しを示していただきたいと思います。

広野 10年後の2015年、日本の財政赤字800兆円はさらに増えているかもしれません。その場合、誰がそれを埋めるのでしょうか。

2010年に団塊世代が完全に退職すると言われています。年金支給があっても、余裕資産や金融資産を少しでも残しておかなければ不安に思うのは当然です。その結果、この方たちが資産を持ったまま亡くなった場合に、約70%は相続税として持っていかれます。財政赤字の穴埋め策として、政府はこの相続税収入を期待しているのではないかと私は考えています。

団塊世代の皆さんは自分の資産は自分のために使うべきです。子供のために残す必要はありません（笑）。

また皆さんは、地方の長者番付の上位半分以上を医師が占めているという事実をご存知でしょうか？それも開業医です。地方経済が苦しい状況を横目に、医療給付費30兆円が医療機関に投入されているのも問題です。

それから高齢者です。60歳以上のシニアが人口の25%を占めているなかで、実はシニアは元気で十分に働けるしお金も持っているんですね。この方たちが元気に働き続けながら現役で活躍できる社会環境を作ることが必要です。地元に戻って企業のアドバイザーを務めるなど、地方では団塊世代のノウハウを必要としているところもたくさんあります。

最後に女性です。日本経済のなかで眠らせたままのエネルギーが女性です。企業の就業者数に占める女性の平均割合は30%、平均年齢40歳が現状です。結婚や子育ても含めて、女性が人生の中長期的ビジョンを描け、働き続ける環境ができれば、財産を形成し経済的に自立することも可能です。ところが日本社会はなぜかそれを阻んでいます。

中国では女性経営者の割合が20%なのに日本はたったの5%。経団連1,300社の会員企業においては1%です。

こうしたいびつな日本社会の構造を是正するためにも、元気なシニアの人には働いてもらい、結婚や子育てをしている女性にも社会進出してもらい経済的に自立してもらおう。そうなれば税収は2倍になります。800兆円の財政赤字問題にも明るい光が射すのではないのでしょうか。2015年の日本の明暗を分けるのは「政策」だと思います。

大垣 これまで日本は、貿易立国、産業立国をベースに、東京へ一極集中する「産業のための都市構造」を推進してきました。中央に集中した利益は「まちづくり交付金」などの形で地方へ配分する構造です。今後「投資立国」へと転換するなら、これまで通り中央集権構造を続けていけるでしょうか？

先ほども述べたように、個人世帯の総資産の6割を占める住宅をどう動かすかを抜きに今後は語れません。金融機関も不動産業界もREIT業界もリテールに向かわざるを得ない。その視点が今は欠けていると思います。

例えば東京郊外で3LDKの住居、子供は独立し2階の部屋が空いている。建物3,000万円、土地4,000万円、合計7,000万円で購入した。今、土地を売ったら1,500万円。建物は25年間で価値はゼロ。仕方なく住み続けるわけです。

一方、相続が発生して世田谷に100坪の土地が出たとします。すると住宅業者が芸術的に土地を切り分け、家を6戸も建てたりする（笑）。そこに金利ゼロで資金調達した30



代の団塊ジュニアが入ってくる。合理的かもしれないが、この方たちもまた家にしがみつくしかない。

では、先述の郊外の家を賃貸したらどのくらい賃料がとれるでしょう。

東京近辺なら1平米2,500円は取れます。日本全国調べたところ戸建てで通常1平米1,000円は取れるようです。金融公庫の適合基準100平米の家と仮定して、年齢が60歳、平均余命の間はずっと貸せた場合に、賃料の現在価値は1,500万円程度になります。東京の場合には2,000~3,000万円、しかも土地は相続財産として確保できる。

この1,500万円の現在価値を日本国中で実現できないでしょうか。

たとえば、団塊世代の皆さんが地方へ行きもう一度ご自分達に投資をしていただけないだろうか。今ある非稼働資産の土地を売るのではなく賃貸活用するなどして、物価の低いところへ移ってコミュニティを作っていく。東京都市部在住の団塊世代270万人の1割が地方へ移住したとしても、27万戸の衣食住が発生します。経済に与える活性化効果は巨大でしょう。

もはや日本全体が産業基地である必要はありません。東京に吸収してしまった人的資本を日本全体に配分していくことを団塊世代の皆さんが率先して行い、それをサポートする仕組み「住み替え型リバースモーゲージ」を進められれば、行き詰まった日本の将来が変えられるのではないかと思います。

若年層については一種の低金利バブルが起きていることが問題です。このバブル後の次世代は、マイホームの取得が本当に合理的行動なのかを考える必要があります。

私の考えでは、居住と投資は分離していくべきです。

アメリカのアパートやマンションの60%は機関保有で、そのうち40%はアパートメントREITが持っています。NYで賃貸住宅に暮らすウォールストリートの若いビジネスマンは、賃料を払いながらアパートメントREITに投資しています。これまで日本人は地価が右肩上がりという約束のもと、自宅に投資し成功してきました。今後は違います。居住と投資の関係は「貯蓄から投資へ」の下部構造にあたると思います。まず下部を磐石にしなければ上部はうまく行かないでしょう。

安川 大垣先生のおっしゃる団塊世代27万人の地方への移住は、首都圏中心のマンションデベロッパーとしては辛いですね(笑)。

たしかに以前は、現役のうちは首都圏に住み、退職後は地方で田舎暮らしを好むという傾向が強かったものの、最近では、地方には友達がいない、余暇を過ごす場所も少ないといった理由でシニア層の都心回帰



が進んでいます。ただ購入した物件を賃貸に廻すなど、居住と投資の分離は確かに進んでいくと感じます。

10年後の日本について悲観はしていません。今はまだ投資をする人が少ないけれど、なかなか変わらないことが日本人の特性である一方で、一度変わり始めれば一斉に変わってしまうのも日本人の特性ですから。

バブル崩壊後の日本は、おかしな状態にあるものを許さなくなりました。企業の不正はもちろん、非効率なものも縮小されるといった時代の流れがあると思います。そうであれば株式市場の活況や都心部での地価上昇を受けて、貯蓄を投資に向ける傾向は確実に強まると考えています。

また医学の進歩がめざましい現代において、10年後の高齢者が元気であるのは当たり前です。元気なうえに知的に投資をし、そのリターンで生活をエンジョイする。これが格好良いシニアの姿として認められていけば明るい将来だと思います。

不動産は価格下落時には魅力が乏しく非常に厄介です。現在は底を打って価格は回復し、利回りは確実に取れキャピタルゲインも期待できる状況です。ただしバブル時のような急激な値上がりはない。REIT市場ができたことで利回りを前提に不動産を評価するという尺度が示され、これにより意味のない値上がりが抑止されるようになりました。最近では当社のマンションを買う方も以前の節税対策とは姿を変え、セカンドハウスか自宅かは決めていないが、底値と見たので買っておくという方が増えています。早く気付く人は不動産が魅力的だということに気付き始めているのです。

ウィリアムズ 目の前には深刻な問題がたくさんあります。少子高齢化、エネルギー問題、世界経済との競争、財政問題…。中でも不動産に影響を与えられるのが高齢化の問題です。高齢化が進むと人口構成に占める労働参加率が減少することになり、ひいては国の生産自体も減少し始めます。そうなれば生産の減少スピードに合わせて人を減らさなければ生活水準が低下します。これは誰も歓迎しません。

労働参加率が減る中でどう生活水準を維持するか？ 対策としては移民受け入れなども考えられますが、まずは生産性を上げる努力が必要です。

実はこの問題そのものが日本の強みを呼び起こす起爆剤ではないかと私は考えています。なぜならロボットや機械化によって1人当たりの生産性を上げるという改革はまさに日本の得意分野ですからね。

また都心への人口集中はさらに進むと思います。通勤、移動、商談など大都市に集中することであらゆる効率が良くなります。それが再開発のニーズを呼び起こし、建設会社やデベロッパーなどを活気付けるでしょう。

世界規模のエネルギー問題もあります。私はこの問題を解決する日本企業が登場し活躍すると予測しています。日本が世界で最も強いもののひとつがプラント開発ですから。世界規模のさまざまな問題を解決する企業が登場し、日本国内で儲かっている会社が増えれば自ずと投資機会も増えるでしょう。

ただ世の中が複雑多様化するにつれ、個人にとって投資先の選択も難しくなると思います。投資教育も重要ですが、投資のプ

ロのアドバイスに基づき投資をするという形も求められるでしょう。10年後に日本国内のファンドがもっと増えて、素晴らしい能力を持ったファンドマネージャーが登場し、その人たちが日本の主人公となって新しい時代を作るのだらうと思います。

川口 非稼働資産のバリューアップは政策に負うところが大きいです。民間は相当進めているので今後はパブリックから出てくるでしょう。J-REITはじめ不動産証券化では既に20兆円のバリューを生んでいます。知識資本主義が生み出した新しい価値です。

多くの投資家はバブル時代のダメージから抜けきれずにいますが、実はたくさん機会があり、これに気付くか気付かずチャンス逃すかという厳しい二極化が進んでいきます。

自分に能力が不足している人はプロの助けを借りる。そういう人材も育ってくると、10年後の日本はかなりクリアーに見えてきますね。

見えないのは政治とパブリックの方々です。この方たちのマインドは民間に10年遅れていますので根本的に変える必要がありますね。

今後、私達がなすべき「投資」の姿

川口 最後に、皆さんの今後の投資スタンスについてお聞かせください。

安川 投資において最も重要なのは「気付ける自分」をつくることです。それには自

分の頭で考えることに尽きます。当たり前と思われるかもしれませんが、評論家や新聞等の受け売りで話をされる方が世間には実に多い。投資では周囲に流されず自分自身の頭で考えて行動することが大切です。

私は独立前に勤めていた会社で、「自分が経営者になったつもりで考える」という社員教育を受けていました。新人の頃からあらゆる場面で自分が経営者ならどう行動するか考えていた訓練が、独立した後に実際に役立ちました。ですから投資をする資金がないという方でも、仮に投資をするならどんな銘柄を買うのか、どう推移するかといった日利きのトレーニングならできるはずで、その訓練が成功の確率を高めてくれるはずです。

当社は平成13年～14年にかけて経営戦略を完全に変えました。大手企業の社宅が一斉に売り出されたこの頃は、大量供給により地下が大幅に下落し、買い手もなく、もっと下がると考えられていました。しかし私は、超一流企業が保有していたような良い土地はこの先出てこない、将来は土地の供給が細り買えなくなる時が来ると考え、都心の魅力的なマンション用地を大量に購入したのです。それが現在の業績につながっているわけですが、私が何か特別な情報を誰かからもらっていたわけではありません。注意深くいろいろな事象を見ていれば気付ける何かが必ずあるものです。

一方、サクセス・プロという本業とは別の企業再生支援を始めた動機は、自分の経営力を試してみたかったことです。飲食業や建設業は利益が上がりにくい業種で、金銭面のリターンはあまり望めません。しかし再生企業では、スポンサーが明確に経営

の方向性を示すことで社員の士気は上がり、経営の立ち直りに並行して社員も明るく変化するのが良くわかります。自分の経営能力と資金が社会に役立つ実感はお金には変えられない喜びというリターンです。

日本の投資家の能力が海外の投資家に比べて劣ることは全くない、むしろ勤勉さやまじめさでは優っていると思います。ただ投資は苦手だと自ら決め付けているように感じます。その殻を破って、まずはリスクの小さいものから始めて成功体験を重ねていけば、やがて明るい投資社会が来ると思います。

広野 当社は「ライフスタイル産業」というチェーンストアの分野に投資しています。社員の7割を占める女性の力を活かした「消費者の専門家」が投資対象のお店に足を運び、消費者の視点で判断します。そうして投資したのが「洋菓子のヒロタ」や英国式パブの「HUB」などです。

投資をする以上は自分でリスクを取る覚悟をし、自分で考えて行動しなければなりません。今後は自分の生涯賃金だけで生きていく方と、投資によって資金を増やす人とは分かれると思います。投資マインドを育てる手立てを講じなければ、多くの人は前者として生活を送ることになるでしょう。

「国」でも同じです。冒頭のリー元首相のシンガポールでは、国が企業に投資しています。クウェートには投資庁という官庁があり、政府が率先して世界中の優良企業に投資をしています。その配当収入は非常に大きく、小さな国なら税収入がなくてもやっていけるでしょう。それに比較すると日本という国は投資マインドが育っていない



と思います。

個人もそうです。シニアのなかには配当だけで相当な金額をもらっている方がいます。こういう人に年金が必要でしょうか？年金が必要な方とそうでない方とを分けるメリハリが必要ですね。いずれにせよ配当で暮らしていけるシニアになるには、若いうちから投資マインドを持ちリスクをとって投資していかなければ、豊かなライフスタイルを実現するのは難しいだろうと思います。

まずは身近なところから投資を始めてみたいと思います。

ウィリアムズ 不動産投資の場合、最初に必ず「出口」、すなわち最終的な「目的」を考えます。

国民の1人ひとりも同じで、まず自分の人生の全体像を描き、出口プランを考えることが必要だと思います。次に、出口へ向かうための方法に関する情報をできるだけ多く集めることです。情報は多ければ多いほど描けるシナリオの数も増えるので、自信

を持って投資ができるようになります。収集はアドバイザーに頼むのでも自分の力で勉強するのも構いません。あとは躊躇せずに実行するしかない。当然うまくいかない場合もありますが途中で修正することもできます。買った銘柄を永遠に持つ必要はないのだから、世の中の変化と合わせて投資プランや考え方も変えていけばよいのです。

最近新聞を見ているとM&Aのニュースがたくさん出ています。これまで日本ではなかった現象です。若い経営者の皆さんは非常に面白いですね。今、経営者として強い権限を持っている皆さんは、ぜひ若い人に少しずつバトンを渡して、投資の権限を与えてください（笑）。そうなれば日本の未来はますます明るいと思います。

大垣 変わらないと言われたものは必ず変わる。目先のことを見て話している人は中期的には間違っていることが多い。これまでの経験で感じていることです。

仕組みづくりの観点から、REITの今後については必ずしもバラ色ではないと思います。キャピタルゲインに投資する不動産投資が収益を見るように変化した。そこにアービトラージがありましたが、これがほぼ使い尽くされ次のストーリーがない今、低金利時に買われた影響が出る時期になったと思います。来年には金利が上がる確率が高い。投資家の行動がどのように変わるでしょうか？マーケットは変化を余儀なくされると思います。

では、何を見るべきか。私は「リテール」が大事だと直感的に思っています。

投資について言えば、団塊世代の皆さんは自分に投資しなければいけないし、ぜひ

投資していただきたい。私たちの世代はそのお手伝いをすることで実は自分達も助けられます。また若い皆さんについて言えば、ぜひ子供を作っていただきたいと思います（笑）。

川口 課題は多くありますが、これから日本人の真の能力が試される時が来るのでしよう。

本日の結びに再びリー氏の言葉です。

「日本の西洋に追いつけというキャッチアップ政策は成功した。そのクライマックスは1980年代後半にあった。その時に東京の株式市場はNYに近づき、東京の地価もNYに近づいた。しかしそこから奈落の底に落ちた。」

ところが彼は最後にこう付け加えています。

「While they may not have encouraged as many entrepreneurs in new start-ups as Americans have done, their young men and women do not lack imagination, creativity and innovative ideas. Within five to ten years, the Japanese will come fighting back. (Lee Kuan Yew, 2000)」。

今日は皆様から色々なお話がありましたが、リー氏の予言どおり、明らかに日本経済は回復の糸口を掴んでいると思います。自分の頭で考え、身近なところから投資して、小さく始めて大きく育てるということにチャレンジしていだけの能力、「投資マインド」を日本人も持っていることが再確認されたと思います。

本日はありがとうございました。

第1回 ARES年金フォーラム

年金基金から信頼される 不動産投資市場を創造する

—オルタナティブから基本資産へ—

日時	9月12日(月)
会場	東京/経団連会館11階 国際会議場
主催	社団法人 不動産証券化協会
後援	厚生年金基金連合会
協力	Pension Real Estate Association (PREA: 年金不動産協会)



当協会は本年9月12日、第1回年金フォーラムを開催し、年金基金および当協会正会員から計200名にご参加いただいた。

ようやく日本においても、投資対象としての不動産の見方が変化してきた。このような中で、一部の年金基金が不動産投資の門戸を開きつつある。この機を捉えて、日本の年金による不動産投資が本格的幕開けを迎え、それも、単にオルタナティブ投資の枠にとどまらず、株式や債券に並ぶ基本資産(コアクラス)のひとつとして位置付けられることを期待する。

本フォーラムでは、国内外の年金基金の不動産投資に関する専門家による米国および日本の年金基金の不動産投資の最新動向の情報交換を通じて、年金基金の不動産投資をより健全な形で促進していくための課題を発見し、市場の発展に貢献することを目的にしている。

年金基金にとって不動産投資を行う上で現在の問題は何なのか。 どうすればわが国でも不動産がオルタナティブ投資の範疇から基本資産(コア)として認知されるようになるのか。

(調査研究部・水登朱美)



PROGRAM

主催者挨拶

岩沙 弘道 (社団法人不動産証券化協会理事長)

本フォーラムに寄せて

ゲイル・ハインズ (Pension Real Estate Association
〈PREA : 年金不動産協会〉プレジデント)

基調講演

「アメリカを中心とした年金基金の不動産投資の歴史と
グローバルな不動産投資の動向」

ジャック N. ゴードン (Pension Real Estate Association
リサーチコミティー 前委員長、ラサールインベスト
メントマネジメント グローバル・ストラテジスト)

パネルディスカッション

「グローバル時代の年金不動産投資の近未来」

モデレーター

山口 登 (ジェイティービー企業年金基金 副理事長)

パネリスト

ジャック N. ゴードン (Pension Real Estate Association
リサーチコミティー 前委員長)

濱口 大輔 (厚生年金基金連合会 年金運用部長)

古谷 芳秀 (全国情報サービス産業厚生年金基金
年金資産運用管理課課長補佐)

代田 秀雄 (三菱信託銀行株式会社 投資企画部 次長)

榎本 英二 (野村不動産株式会社 資産運用カンパニー
投資企画部長兼投資運用部長)

(順不同、敬称略)

I 主催者挨拶



社団法人 不動産証券化協会
理事長 岩沙 弘道

近年、投資対象不動産について収益還元的な価格形成が定着し、また、情報開示の質と量が充実したことで、投資家がリスク・リターンを認識しやすい環境が整い、投資家の裾野も広がってまいりました。

しかし、私どもが行ったアンケート調査によると、日本の企業年金の不動産関連投資はまだまだわず

か1.4%のアロケーションしかなく、欧米に比べてかなり低いウエートにとどまっています。

年金基金の方々に不動産関連投資へのご理解を、一層深めていただくことが極めて重要だとの問題意識から、初めての試みとして、本日のフォーラムを企画いたしました。ぜひとも、活発な議論が行われることを期待しております。

II 本フォーラムに寄せて



Pension Real Estate Association
(PREA：年金不動産協会)
プレジデント

ゲイル・ハインズ氏

アメリカに本拠を置くPREAは、グローバルな機関投資家の不動産投資における主要な教育的機関であり、さまざまなリソースを提供しています。1979年に設立し、最近、設立25周年を迎えました。

協会の会員は、機関投資家の不動産投資ビジネスで積極的に事業を行っているさまざまな領域の企業で、現在は465社を超え、多くが企業年金基金、公的年金基金、大学の基金、財団、労働組合の基金に代表されるグローバルな機関投資家、大手の投資顧問会社やREIT (Real Estate Investment Trust：不動産投資信託)、投資銀行や業界のサービスプロバイダー等です。

私達のミッションは、教育、リサーチ、業界の運営です。PREAは不動産投資業界に影響を及ぼす重要な問題やトレンド、協会のメンバーの意思決定プロセスについて、自由に議論する場を提供するため、定期的な会議やシンポジウムの開催、四半期毎の機

関誌の発行や研究活動を行っています。さらに、アニュアルレポートを発行して、われわれの投資家メンバーの不動産投資の活動やアロケーションに関するデータを提供しています。

不動産インデックス提供機関であるNCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries：不動産投資受託者協議会)との合同プロジェクトとして、アメリカの「不動産投資情報開示スタンダード」の策定もしており、テクニカルな内容で、業界標準やインデックス、ベンチマークの使用などについての議論をしています。

ARESが、不動産投資および証券化に関するリサーチと市場情報の提供に関して素晴らしい実績をもとに、第1回年金フォーラムを開催し、PREAが参画できたことに、お礼を申し上げたいと思います。これは重要かつ時宜にかなったイベントです。どうもありがとうございました。

Ⅲ

基調講演「アメリカを中心とした 年金基金の不動産投資の歴史と グローバルな不動産投資の動向」

Pension Real Estate Association
リサーチコミティー 前委員長
ラサール インベストメント マネジメント
グローバル・ストラテジスト

ジャック N. ゴードン氏



●プロフィール

ラサール インベストメント マネジメント グローバル・ストラテジスト

ペンシルバニア大学卒業。ロンドン大学経済大学院で修士取得後、マサチューセッツ工科大学大学院にてPHDを取得。ベアリング投資顧問及び不動産リサーチ会社にてリサーチの責任者を歴任後、ラサール インベストメント マネジメント(運用資産:約260億ドル)のリサーチ及び投資戦略部門に1994年に加わり、現在は投資戦略及びリサーチ部門の最高責任者。投資判断の決定機関である投資委員会メンバーも務め、多くの年金基金やコミングルファンドの戦略立案にあたっている。

PREAにおいては、長年にわたりリサーチコミティーにて活動、直前期までは委員長を歴任。2000年には、PREAより機関投資家向け投資分析及び投資戦略への貢献に対しGraaskamp Awardを授与される。

その他の公職としては、Real Estate Research Instituteの元理事長で現在フェローを勤めるほか、ULI、NCREIF、NAREITの委員等も歴任。

著書(共著)に「Emerging Trend in Real Estate」がある。

■米国年金基金による不動産投資

アメリカでは年金の不動産投資は、初めはごく一部の野心的なビジョンを持つ保険会社の役員によってクラブのような形で始まりました。そして、今や大きなビジネスに拡大し、数百の大小の企業が何千もの年金基金のために資産を運用するまでになっています。

アメリカで最も大きな確定給付年金基金である、GE、IBM、そしてカリフォルニア州等の年金基金は、不動産に対してこの20年間、大きな投資をしています。また、近年、確定拠出年金が、従業員に対して不動産投資商品をメニューの一つとして提供しています。通常は、REITのミューチュアルファンドが多いのですが、アメリカにおいて最大の確定拠出年金の一つであるアメリカ

の教職員年金基金は、個別のビルに投資する不動産ファンドを提供し成功しています。2005年においては、こうした数千億ドル規模(約50兆円以上)のアメリカの退職者のための資金が世界中の不動産に投資されています。

アメリカの年金基金のための初めての不動産ファンドは、1968年にノースカロライナのワコビア銀行によって導入されました。そして、ニュージャージーのプルデンシャル保険が、その数年後に初めてのファンドを立ち上げています。当時のインフレが、年金基金のポートフォリオの最大部分を占めていた債券の価値を大きく下げ一方で、不動産は通常賃料と価値は上昇したため、不動産はインフレ下における一つの解決策をもたらしたのです。その後、過剰投資とインサイダー取引による失敗で、年金の不

動産投資の第一段階は終了します。有名な年金基金では、1、2棟の非常に大きなビルに対して過剰投資をしたために、焦げついた例も見られました。また取引の多くは、ファンドの運用者側の取締役や従業員の特定の利益と関係するものでありました。こうした状況を受け政府は、1974年にERISA法(The Employee Retirement and Income Security Act:従業員退職所得保障法)を制定し、プルーデントマン・ルール(Prudent man rule)が導入されました。プルーデントマン・ルールに関し、年金基金を監督している労働省は、具体的に次のような四つの要件を掲げています。

- 1) アセットクラスの分散およびアセットクラス内での分散投資を行うこと
- 2) 慎重なりサーチを行ったうえで投資判断をすること。友人や家族、さまざまな関係によって投資判断をしないこと
- 3) ベンチマークを使うこと
- 4) リターンと同様リスクも評価すること

ERISA法制定により、年金基金は株式や債券を含め一つのアセットクラスに過剰に集中投資することができなくなり、多くの年金基金が、基金内ですべての資産管理を行うスタイルをやめました。これにより、株式や債券、そして不動産に関するプロフェッショナルな投資管理、投資顧問会社が増えたのです。

また、1970年代初めから1980年代初頭にかけてのインフレは引き続き債券ポートフォリオの価値を下げ、高インフレ下でもポートフォリオの資産価値を維持できるようなアセットクラスを求めて、GMやGEなどの年金基金が、1970年代半ばから不動産投資を始めました。その後、不動産に関心の

ある年金基金がベストプラクティスやリサーチを共有し、ERISA法に準拠する基準を定めることを目的に、1979年にPREAが設立されました。その1年後には、NCREIFが保険会社数社とラッセルコーポレーションによって設立され、アメリカにおける初めての不動産インデックスが作られたのです。

公的な基金は、少し遅れて不動産投資を始めました。例えばCalPERSは1983年に不動産投資の資格認可を得ています。PREAやNCREIFは、当初は企業年金が主体でしたが、公的な基金も参加を始め、今日では公的な年金基金が最も活発なメンバーとなっています。

一方、1980年代にはアメリカの不動産市場においては、税制上のメリットあるいは短期的な利益をねらって不動産に投資する投資家も現れました。レーガン政権時代、景気を刺激するために、大幅な不動産の減価償却制度も登場し、その結果、多くの不必要な建設が行われ、不動産の価値は大きく上昇しバブルとなったわけです。バブルは1990年代の初めにはじけ、一部を除き、機関投資家は一時期不動産から手を引きました。しかし、金融危機の後、近代的な不動産投資マネジメント業界が立ち上がってきます。その中で、1980年代末から1990年代初めの5年くらいの中に証券化が進み、



CMBSとRMBS、そしてREITという三つの重要な新しいビークルが生まれると、不動産の透明性も高まってきたということで、機関投資家たちはまた不動産市場に目を向け始めるようになりました。情報開示のスタンダードができ、私募の不動産投資家に対しても提供されるようになり、さらに、ベンチマークはどんどん改善され、2001年にドットコム・バブルがはじけたあたりから、この不動産というアセットクラスが安定的な収益源として、年金基金のポートフォリオに用いられるようになったのです。

今日、アメリカにおいては大規模な年金基金は、6~8%を不動産クラスヘアロケーションしています。また、アメリカにおける確定拠出年金の15%が、現在、不動産も投資メニューとして提供しています。

多くの年金基金はリスクごとの分散を図ろうとしています。年金基金はNPI (NCREIF Property Index) 等のインデックスを活用してスタイルの違う投資を行うことができます。

一つ目のスタイルは不動産ポートフォリオのコア投資で、インカムと安定性に焦点を当てたものです。通常、国内投資のみで、インデックスの枠内で投資するものです。インデックスや地域別、種別のサブインデックスを使うことにより、市場全体とコア

のポートフォリオのパフォーマンスを比較することができるわけです。確実なベンチマークをもとにした安定投資のスタイルがどんどん増えています。

二つ目はグロース(Growth:成長)投資とかバリューアッド(Value-add:付加価値創造)投資といわれるスタイルで、コアとしてはリスクが高い資産に投資し、付加価値をつけてコアの投資家が買うことができるような資産に転換するというやり方です。バリューアッドのパフォーマンスは、コアのインデックスと他のバリューアッドのファンドを比較することによって検討できます。

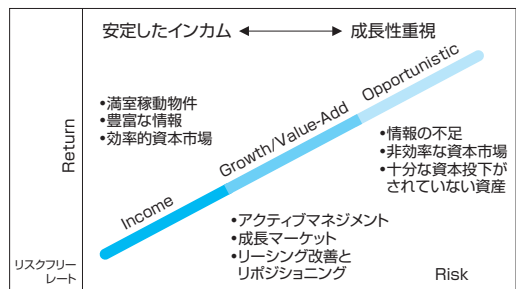
ヨーロッパにあるINREV (European Association of Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) という組織は、非上場のプライベート・ファンドに関する組織で2年前に創設され、ヨーロッパ全体のファンドのデータをトラッキングしています。アメリカでは、プライベートな不動産のコンサルタントが同じようなものを出しています。

最後は、オポチュニスティック投資で、コアのインデックスは全く無視し、組成の年の近い同様なファンドを比較することによって、絶対的なパフォーマンスを競います。オポチュニスティック・ファンドは往々にして国際的な投資を行い、レバレッジも非常に高い状況が多くなっています。

図表1 不動産ポートフォリオ:資本市場マトリクス

	エクイティー	デット
直接投資 プライベート	直接投資 パートナーシップ投資 ジョイントベンチャー投資	モーゲージ シンジケートローン
間接投資 プライベート	非上場REIT 私募エクイティー コミングルファンド	モーゲージプール プライベートプレイズメント 未格付けCMBS
パブリック マーケット	REIT 不動産会社	REITおよび不動産会社 無担保ローン 格付けCMBS

図表2 投資スタイル:リスク・リターンへのアプローチ



投資家は、スタイルミックスをバランスさせることで、全体的な目標を達成しようとするわけです。

■世界的傾向について

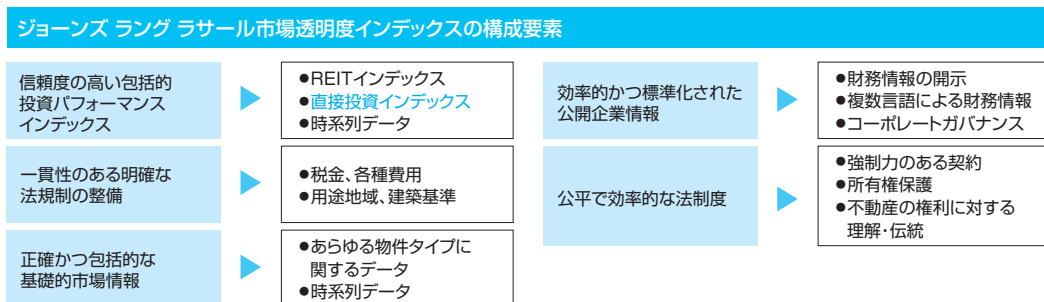
マクロのトレンドとしての年金基金の不動産へのアプローチの変化には以下があります。

- 1) 市場透明性の向上：市場の情報がより入手しやすくなることによって、年金基金の投資がしやすくなる
- 2) 年金基金における人口階層の変化：まもなく“クロスオーバーポイント”を超え、退職者に対する給付が従業員からの拠出を上回る状況が来る、多くの成熟した基

金にとって、トータルリターンにおける現金収入は他のアセットクラスに比べれば、より大きな部分を占める不動産は非常に魅力的

- 3) 「コア資産」の定義が拡大：事務所、ショッピングセンター、倉庫、アパートに加え、駐車場、医療ビル、ホテル、農地なども今日では年金基金の投資に耐えうると判断されている
- 4) 外部運用の拡大：多くの企業や政府が、資金調達や事業へ特化するために不動産を売却したり、アウトソーシングしている
- 5) クロスボーダー投資の急速な拡大：不動産も含め、昨今のユーロ高によって、ポートフォリオ・マネージャーがより投資

図表3 不動産市場の透明性向上に欠かせない不動産インデックス



図表4 各不動産市場の透明度評価(国・地域)

	Asia Pacific	Europe, Africa & Middle East	America
きわめて高い	Australia New Zealand	Netherlands, United Kingdom	Canada, United States
高い	Hong Kong Singapore Malaysia	Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Norway, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland	
やや高い	Japan Philippines South Korea Taiwan Thailand	Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Israel, Italy, Poland, Portugal	Chile, Mexico
低い	India Indonesia P.R. China	Russia, United Arab Emirates	Argentina, Brazil, Colombia, Costa Rica
不透明	Vietnam	Egypt, Romania, Saudi Arabia Turkey, Ukraine	

先を海外に分散

- 6) 世界貿易と物流の拡大：物流業界が成長し、倉庫需要が高まる動きは、不動産投資家にとって魅力

■市場の透明性を高める不動産投資インデックス

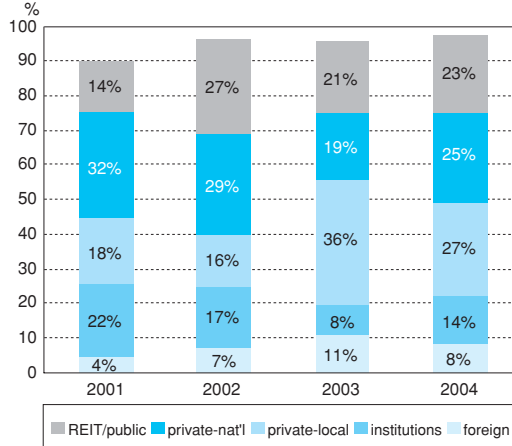
こうした傾向の中、とくに重要な市場の透明度に関する世界中の国々のランキングを見てみると、日本は、3番目の階層に位置しています。これは、日本には直接投資のパフォーマンスを反映したインデックスという点で信頼のできるものがないからです。不動産の直接投資インデックスは、年金基金が不動産投資の必要性を判断する際の基本材料となります。ヨーロッパと北米の年金基金は、不動産を重要と考えるか五つの理由をあげていますが、こうした理由は信頼できる直接投資の不動産投資インデックスに基づき、定量的に説明されています。日本もこうした不動産投資インデックスを持つ国々に加わるべきです。



■米国年金基金における最近の動向

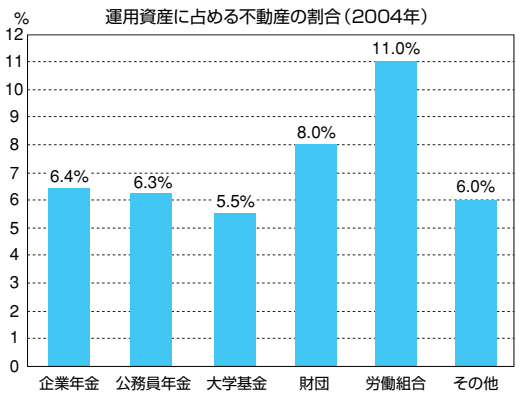
アメリカの年金基金は不動産の資本市場を独占しているわけではありません。アメリカにおける不動産投資のユニバースは、推定で6兆ドルと考えられていますが、この中には、個人、企業が所有しているものがあり、年金基金の所有は約0.5兆ドル、あるいはマーケット全体の12分の1程度です。また、証券化された不動産としては、約2兆ドル規模です。個人投資家はアメリカの不動産市場で活発に売買しており、年金基金とは別に、直接REITあるいはプライベートのファンドに投資しています。

図表5 年金基金の不動産投資は運用機関およびREIT経由、個人の不動産投資はプライベートスポンサー経由



Source: Real Capital Analytics, LaSalle Investment Management Research

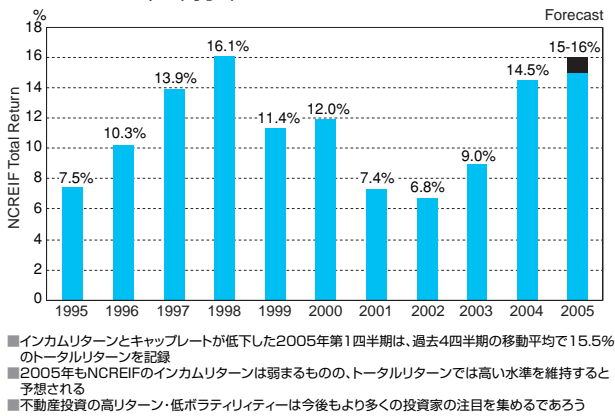
図表6 各制度主体の不動産投資配分



■機関投資家のポートフォリオに占める不動産の割合は大きくはないが拡大傾向
■5%~10%が標準的な不動産への配分割合

* Plans with over \$25 billion in assets and active real estate program
Source: 2005 Institutional Real Estate, Inc.'s Annual Plan Sponsor Survey

図表7 プライベート不動産のベンチマークリターンは2005年も高水準



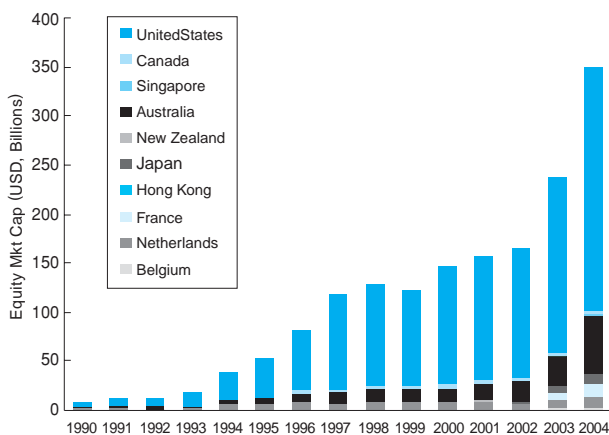
Source: NCREIF, LaSalle Investment Management Research

図表8 グローバル投資の枠組み:投資市場選択における投資スタイル分類

グローバル投資の目的	目標利回り	相対的重要度				コスト (税金、為替、法律関係)
		ファンダメンタルズ	市場での資金不足度	市場透明性	分散投資の容易性	
Core (Global Securities)	6%-9%	●	●	●	●	●
Value Added	10%-15%	●	●	●	●	●
Opportunistic	15%+	●	●	●	●	●

Source: LaSalle Investment Management

図表9 グローバルREIT市場の拡大:市場規模4,000億ドル



‘イギリス、ドイツでもREIT制度を準備中’

Source: Source: S&P Citigroup World REIT Index (Data represents constituents of S&P/Citi REIT Index; does not represent all REITs)

多くの実際投資している年金基金で不動産に対するアセットアロケーションは数年前は5%でしたが、今は6~8%となっています。不動産投資をしていない基金を含めたすべての基金の不動産への配分比率の平均は2%程度です。

問題は、合理的な価格で不動産が購入できるかどうかということです。アメリカ、カナダ、オランダ、イギリスの大手の年金基金の不動産への実際の配分比率は、目標配分比率をやや下回っています。

パフォーマンスに関しては、多くの国の年金基金は不動産投資に関し、他の資産に比した安定したインカムと相対的パフォーマンスの高さ、低い相関関係について満足しています。

不動産の証券化は、既に世界において十分に確立されたトレンドです。アジア、太平洋、アメリカ、ヨーロッパにおける年金基金は、グローバルな不動産投資を不動産の証券化商品を通じて行い、国内投資だけでは得られない、国内株式や債券に比べても、国内不動産に比べても、外国株式や債券に比べてもより良い分散を図ることができ、パフォーマンスを改善することができるわけです。

グローバルなREIT市場は拡大しています。中でも、アジア太平洋地域、特に日本は、REITの時価総額が過去3年間で最も大きく伸びている地域です。

IV パネルディスカッション 「グローバル時代の年金不動産投資の近未来」

●モデレーター



ジェイティービー企業年金基金
副理事長
山口 登

●パネリスト(順不同)



Pension Real Estate Association
リサーチコミティー 前委員長
ジャック N. ゴードン



厚生年金基金連合会
年金運用部長
濱口 大輔



全国情報サービス産業厚生年金基金
年金資産運用管理課 課長補佐
古谷 芳秀



三菱信託銀行株式会社
投資企画部 次長
代田 秀雄



野村不動産株式会社
資産運用カンパニー
投資企画部長 兼 投資運用部長
榎本 英二

(敬称略)

●プロフィール

山口 登

ジェイティービー企業年金基金 副理事長

1966年 東京外国語大学卒業。同年(株)日本交通公社入社。11年3カ月のロンドン、ニューヨーク勤務の後、本社部長、子会社代表取締役を経て1997年7月より日本交通公社厚生年金基金常務理事、2003年6月より副理事長となり現在に至る。厚生年金基金連合会においては、厚生年金基金連合会東京地方協議会会長基金、企業年金連合会検討委員会委員長(2004年)同準備委員会委員長(2005年)、制度改善委員会委員長、資産運用委員等を歴任している。企業年金連絡協議会では、企業年金連絡協議会会長(2002年-2005年)をつとめ、現在は顧問。著書に「企業年金マネジメントの考え方と実務」、「実務家が答える年金基金資産運用相談室」等がある。

濱口 大輔

厚生年金基金連合会 年金運用部長

1976年京都大学工学部卒業。同年三菱商事入社。1985年マサチューセッツ工科大学経営大学院にて修士取得。その後三菱商事資本市場部を経て1990年より同社英国金融子会社へ外向、債券、先物、ヘッジファンドなどさまざまな運用業務に携わる。1996年同じく三菱商事の英国金融子会社であるMCF Financial Services社社長に就任。主に欧州、アフリカでのPrivate Equity投資に従事。1999年帰国、三菱商事厚生年金基金の運用執行理事、2000年同基金常務理事。2005年厚生年金基金連合会の年金運用部長に就任、現在に至る。

古谷 芳秀

全国情報サービス産業厚生年金基金 年金資産運用管理課 課長補佐

1987年専修大学商学部卒業。同年全国情報サービス産業厚生年金基金に事務局職員として採用される。適任事務関係、新規加入事業所開拓等の営業・マーケティングを経て、1997年(平成9年)より運用管理業務に従事。現在、年金資産運用管理課課長補佐。

2004年(平成16年)2月 厚生年金基金連合会、米コロンビア・ビジネススクール日本経済研究所共同開催『日米年金 代替投資カンファレンス』にてヘッジ・ファンド投資についてのパネルを担当。

共著に『実務家が答える年金基金資産運用相談室』がある。

代田 秀雄

三菱信託銀行株式会社 投資企画部 次長

1985年三菱信託銀行入社。1996年から年金運用部にて新商品企画および運用制度改革関連等を担当。1998年から2000年にかけて厚生年金基金連合会の資産運用委員会、時価評価検討委員会等に参加し、「厚生年金基金における年金資産の約定主義基準について」「年金資産運用に係るディスクロージャ資料の統一について」の作成に関与。2002年からJ-REIT投資を開始し、2003年には企業年金向けの不動産プライベートファンドを組成。2002年度下期、2003年度下期に上智大学経済学部非常勤講師として「企業年金原論 資産運用」を担当。2004年に現職に異動。

著書に「マーケットニュートラル投資の世界」(翻訳出版)、「 α の追求 資産運用の新戦略」(共著:「企業年金における不動産投資」を執筆)がある。

榎本 英二

野村不動産株式会社 資産運用カンパニー 投資企画部長 兼 投資運用部長

1985年慶應義塾大学経済学部卒業。1985年野村不動産入社、経理部・総合企画室・商品開発に携わる。1997年に事業企画部に異動、その後資産運用事業部次長に就任。2004年投資企画部長に就任し、2005年からは投資運用部長を兼務、現在に至る。

1990年に大手米国年金基金との米国不動産投資を開始し、1997年からは日本の不動産投資に着手。2002年には日本の運用会社による初めてのオポチュニティファンドである日本不動産オポチュニティ・ファンド(JOFI)の組成・運用を手がける。同社の安定型不動産私募ファンドの組成にも携わり、大手機関投資家および日本の年金基金の不動産ファンドへの導入に尽力した。宅地建物取引主任者、日本不動産鑑定協会会員、(社)日本証券アナリスト協会検定会員。

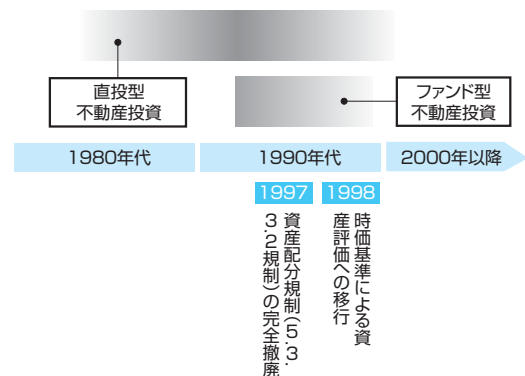
山口 今日是不動産の投資について、年金が取り組む場合の問題点を少しでもクリアにして、年金業界と不動産業界の間の話し合いの糸口になればと思っています。

バブルの崩壊による含み損がかなり表面化しました。このような経緯から、どちらかというと、この直投型不動産投資は最近までどうやって処分をしていくかということが中心の課題でした(図表1)。

■日本における年金の不動産投資

代田 日本における不動産投資の歴史ですが、不動産投資が年金で始まったのは、1985年前後からで、この頃は直投型の不動産投資で、直接、年金基金が信託銀行を通じてビル等を所有するという形態でした。これが1997年の資産配分規制の撤廃、さらに1998年の時価基準による資産評価への移行により、簿価評価であった不動産が、1998年から時価評価に変わり、このときに

図表1 日本における不動産投資の歴史





直投型に代わって、昨今、脚光を浴びてきたのが、ファンド型の不動産投資です(図表2)。ファンド型は匿名組合契約、匿名組合出資になるので、直接不動産を持つ場合と異なり、有限責任が確保されており、出資額以上の損失を被ることがないことと、不動産ファンドの中で低利でデットの資金を調達して、レバレッジをかけて配当を高めるといったストラクチャーが可能であるということが理由です。表面的な不動産の収益よりも高い不動産の収益を、レバレッジをかけることによって実現できる点で、フ

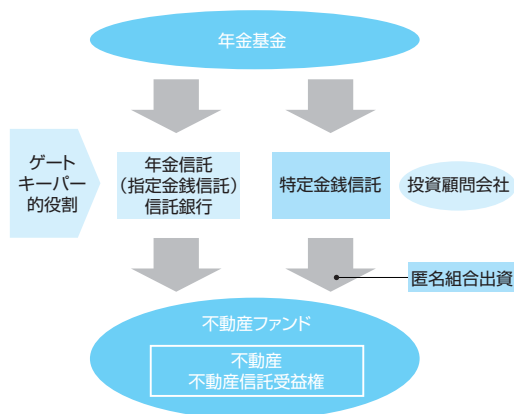
ァンド型が一般化してきたのです。

現在、不動産ファンドは、5年程度の有期限が一般的ですが、有期限は果たして必要でしょうか。今、有期限の理由は主に、不動産の評価の信頼性への疑問から、実際に処分をして価格を確認するニーズと、売却のタイミングがなかなかはかれないため、とりあえず有期限にしているにすぎません。

ここで、不動産投資の留意点を幾つか挙げさせていただきます。一番目はストラクチャー上の倒産隔離の確保です。つまり、不動産ファンドに投資したときに、不動産ファンドは物件をどこから買ってくるわけですが、前所有者から完全に分離された権利として不動産がファンドに入っていて、前所有者が倒産しても、ファンドには何ら影響がないということがきちんと確保されているのかどうか、ということです。

二番目として、物件の投資適格性ですが、不動産のリスクをどこまで取るのかといったときに、不動産のマーケットの平均に投資をするのか。それとも、オポチュニスティックに、不動産運用を行っているアセットマネージャーの α を作り出す力に投資をするのかを、考えておく必要があると思います。つまり年金基金がどこまでの不動産のスタイルに投資をするのかを、事前に決定しておくべきです。三番目は売買価格の妥当性です。不動産ファンドに投資をする場合、鑑定価格の説明があると思いますが、鑑定価格はかなりばらつきがありますので、素直に信じて良いのかどうかは第三者のチェックが必要になると思います。四番目は各種フィーの妥当性です。SPCやファンドを作る設定のコストや、またファンドに不

図表2 年金基金からの不動産ファンド投資



動産を入れる売買のコスト等、一体どれぐらい不動産投資をするためにコストを払っているのかについても、きちんと見る必要があります。五番目は、アセットマネージャーおよび信託銀行の利益相反の回避です。アセットマネージャーや信託銀行は具体的に得ている収益を開示することによって、きちんと透明性を確保していく必要があるのではないかと考えています。

■年金基金における不動産投資の現状と 不動産投資業界に期待するもの

濱口 厚生年金基金連合会が昨年実施したアンケートのデータで、特に示したかったのは、ヘッジファンドが大変多くなっていることです。よく、不動産投資がなかなか進まない理由として、流動性や時価評価の問題、ベンチマークの欠如、ディスクロージャーの不足、透明性の問題、手数料体系などが言われていますが、ヘッジファンドはもともと不透明で今言ったような問題が全部あるにも関わらず、こんなに投資されています。一方、なぜ不動産は今一つ活況を呈さないのか、という疑問が提示できます。ここで不動産に、どうして今一つ投資されないのか、どうして年金は不動産投資に消極的なのか、ということに対して、私はプレイヤーの問題ではないかという仮説を立てました。普通に年金が不動産の投資をしようとする、現在、信託銀行を通じて行うケースが殆どになり、セルサイドの参加者が信託銀行6行に限られているわけです。日本の年金全体をカバーするのに、信託の6社の方だけでは、単純に、人手が足りないのではないのでしょうか。年金基金

がヘッジファンドに投資するにあたっては、内外の証券会社から投資顧問まで参加者が豊富で、そういう中で、競争原理が働いて、いろいろな工夫もされて、今言ったような問題も解決されてここまで来たのではないかと思います。そういう意味で、年金の不動産投資についても、プレイヤーをもっと増やしていく必要があるのではないのでしょうか。その結果、市場の規模が拡大すれば、自然と問題点も解決されていくのではないかと考えます。特に年金の不動産投資で信託銀行が何らかの形で関与している業務は幅広く、それでなくても流動性が低い、価格の透明性が低いといわれている中で、これだけの業務に関与すると、社内でファイアウォールを立てるということだけでは非常に難しいのではないかという気はします。

私は利益相反自体は特に絶対的な問題とは思っておりません。要は利益相反があると、それだけ投資家にとってトランザクションのコストが高まるので、一定のルールを決めれば、ある程度、許容されるべきものとは思いますが、信託銀行の場合には、



年金基金に代わって、ファンドや直接の物件のデューデリジェンスをやられる立場にあって非常に重い受託者責任を負われているわけで、他のプレーヤー以上に、利益相反については注意する必要があります。

最後に、信託銀行以外のプレーヤーをどんどん増やしていく場合に不動産専門の投資顧問会社が、証券投資顧問業、投資一任業務の免許を取って、年金基金と直接契約しできるようにはならないのでしょうか。

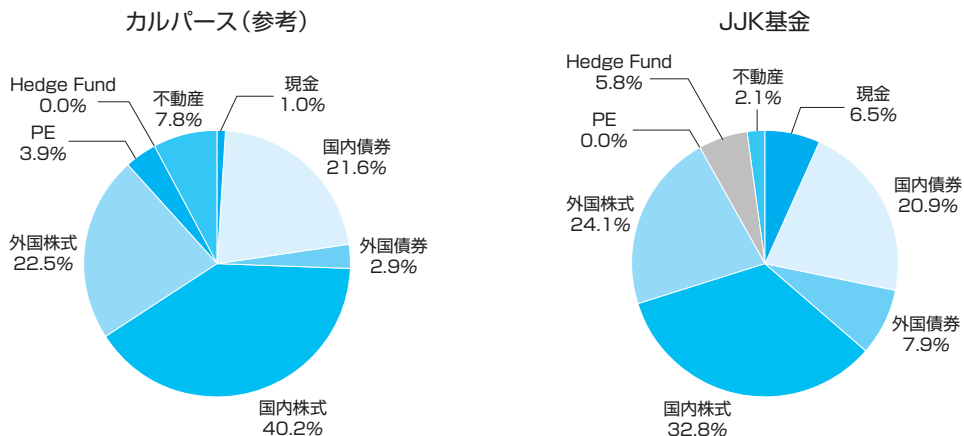
そういう意味では、昨年証券取引法の改正で、プライベート・エクイティの匿名組合出資の持分が、「みなし有価証券」として一任業務で扱えるようになってきました。それと同様に、不動産の信託受益権も、「みなし有価証券」として認められれば、そういうことが可能になるわけです。一般の証券投資顧問会社が不動産の持分を扱えるようなスキームができないのか、そういう技術的な面の改善も含めて、参加者が増えてほしいと思っています。また今、どこが問題となっているのか、ぜひご意見を聞きたいと思います。

■年金基金の不動産投資：取り組み例

古谷 私どもの基金（JJK基金）の年金資産は、直近では7月末の時点で約3,000億円に届くかどうかというところですが。運用計画では、JJK基金では政策的に、これまでの3年間、10%を切り分けてオルタナティブ（ヘッジファンドには7.5%、不動産には2.5%投資を配分）に投資配分してきました。実際は、不動産に約2.1%をアロケートしている状況です。不動産ポートフォリオの中身は、安定的な収益を追求し、物件がよく見える物件特定型のコア型ファンドが2本で約72%、バリュアードのファンドで、実際に投資をしているのが6%、コミットメントまでしているのが23%という状況です（図表3）。

物件のタイプ別・地域別では、金額面ではオフィスに非常に偏重している、エリア面では東京に集中しており、さらに分散をしていかなければ、と考えています。2003年3月の実績では、インカム重視のコア投資

図表3 資産配分



※カルパースHPPより基金にて作成(17年6月末現在)

で、IRR、配当利回りの期待リターンは7~8%というターゲット、2003年問題のまったただ中で非常に勇気の必要な時ではありました。2004年12月の実績は、バリュアードのファンドで、今後の不動産投資のキャリアを積んでいく上で経験を積んでいかなければならないステップの一つという位置付けで、ノンコアという枠の中で、投資案件として決定しました。直近の実績では、物件特定型、非常に長期の賃貸借契約に基づいたインカムが安定している物件に投資しています。

次の5年間のチャレンジとしては、不動産は、株式・債券とは違う第三のアセットという位置付けで、外枠に出したいという試みを今まさに検討しています。従来はヘッジファンド、マネージド・フューチャーズ、不動産を合わせて10%を配分しておりましたが、政策アセットミックスの新たな策定という中で、一定の割合をアロケートしていきたいと考えています。その不動産投資については、株式や債券投資でアクティブマネジャー、パッシブマネジャーを選定するということが同様のことをやりたいと思っています。つまり、リスクとリターンを計り、インカムを重視し、なるべくキャピタルゲインは狙わないアセット、コア投資というところに位置付けができるのではないか、と思います。スタイル、セクター、地域、マネジャーの分散が必要だというのを、自分達が今、実際に投資をしているポートフォリオから学んでいるところです。

資産クラスとして独立させるためには、ポートフォリオ戦略を行う見地から、分散投資戦略をもつこと、そしてコストへの配慮ということで、マーケット規模あるいは



流動性とコストの合理性の確保、さらに、運用委員会で受託者責任を負っていることから、自らのスキルアップあるいはレベルアップという意味も含めた専門性の確保、そして資産の特性への配慮ということで、リスク・リターンの把握がきちんとできることが必要ではないか、と思っています。

課題としてインデックスの整備を挙げていますが、年金が説明責任を果たしていくためには、リスクとリターンの関係、ポートフォリオ全体の中での位置付けを、投資委員会に諮っていかなければなりません。エリア別、セクター別に、時系列変化まで分かるような、データの蓄積が非常に重要ではないかと思います(図表4)。

図表4 課題

Indexの整備がKey	
データの蓄積	・エリア別、セクター別、ヒストリカルデータおよび現時点のデータ
価格の透明性	・取引(売買成立)価格、時価評価額、取引手数料等、一物二価の解消
流動性	・市場の厚み、ポートフォリオ構築のしやすさ ・TOPIX = 日本株式市場全体を表すように、J-REIT = 日本の不動産市場全体を表せるようなボリュームと流動性が必要
年金基金への理解	・年金の資産運用をよく理解していないマネジャーが多い

そして、株式や債券の取引では、どれぐらいのコストがかかるか見えますが、不動産では取引価格と時価の評価は一物二価となっており、手数料体系がよく分からないところがあるので、この解消が重要ではないかと思います。あとは流動性で、不動産投資をやりたと思ったときに、すぐにストレスなくポートフォリオが構築できるような市場の厚みが望ましいと思います。

■不動産資本市場に求められる次の課題

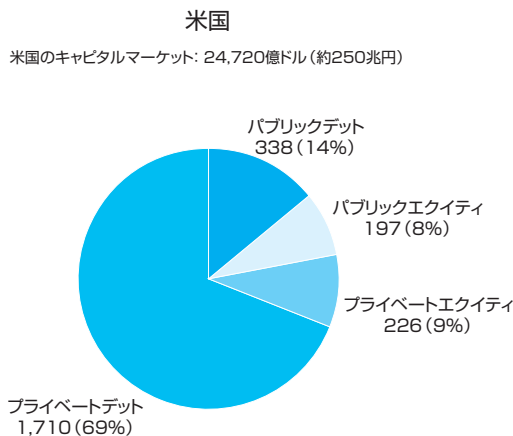
榎本 不動産の資本市場は、アメリカでは長い歴史を持っているというのに対して、日本はまだ始まったばかりです。では、世界の不動産資本市場はどうか、というと、アメリカはキャピタルマーケット250兆円ですが、不動産市場全体で見ると770兆円ぐらいあります。逆に言えば、3分の1ぐらいは既にキャピタルマーケットになっており、年金基金から見ても、自由に投資ができる、しっかりしたマーケットに育っています。欧州もGDPが今アメリカとほぼ一緒ですの

で、同じぐらいの規模のマーケットになってきています（図表5）。

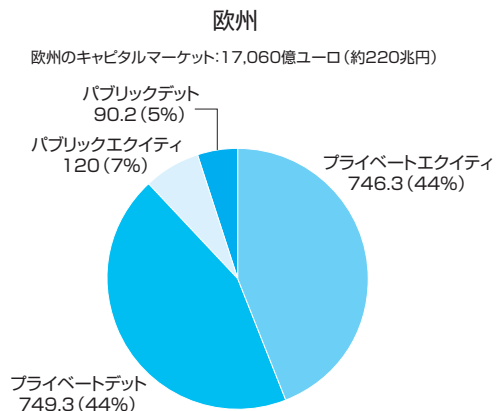
我が国はどうかというと、日本の不動産市場は、アメリカが770兆円というところに対して、大体220兆円くらいで、3分の1です。この中でアメリカで機関投資家適格とされる、機関投資家が投資するに足るようなグレードの不動産は、大体100兆円あるとわれわれは推定しています。ところが、この中で実際、投資可能な市場に出ているものは15兆円ぐらいになり、年金基金から見ると、たったこれだけしか投資できるユニバースがないといえます。この何年間かの増加の勢いは目覚ましいものといえますが、市場規模という点では、まだ始まったばかりというのが我が国の姿だといえます。

次にリスク&リターンのファンドごとの例で、どういうファンドが今、日本にあるかをみると、投資が可能資産でいけば、CMBS、J-REIT、コア投資、コアプラス、バリュアード、オポチュニティということで、ファンドの種類としてはかなりそろってきています。

図表5 世界の不動産資本市場



出所: Emerging Trends in Real Estate 2004, PWC



出所: DTZ 2003年

利害関係人取引や利益相反の回避、情報開示については、実際に年金が投資をしているファンドでは、仕組みとしてコンプライアンス体制や投資家による監視体制が整備されています（図表6）。実際にファンドマネージャーが、いろいろなトランザクションをする上のコンフリクトがあるような利害関係人の取引については、すべて出資者評議会や、アドバイザーコミッティーにはかられて、透明性とアームス・レングスな取引か否か、というチェックを受けます（図表7）。従ってこれが入っていないようなファンドは、多分、信託銀行のゲートキーパーの段階ではじかれてしまいます。

情報開示についてはわれわれが2001年頃に年金向けのファンド投資のお話をしたときには（図表8）、不動産会社の側は、Step1の物件に関する情報開示には消極的なようすが結構ありました。しかし、J-REITをきっかけに今はStep1の物件に関する情報開示は、かなり進んできています。

先程の基調講演で、非常に悔しいですが、日本の透明性の指標は3番目のTier（階層）

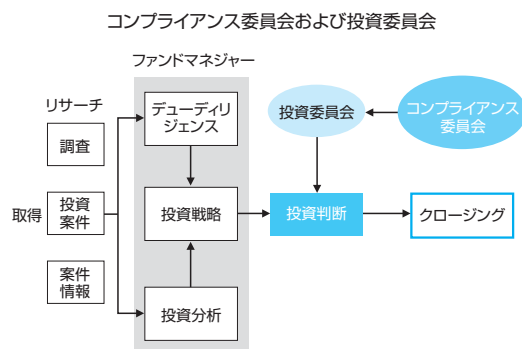
で、その理由は、物件に関する情報開示の話よりはむしろインデックスがないから、というお話がありましたが、そういうところが次の課題になるのではないかとは思いました。

Step2の関連取引に関する情報開示に関しても、具体的に利害関係人取引については、かなり出資者評議会等で開示がなされてくるようになっていきます。問題は、次のStep3、Step4で、投資商品に関する情報開示の話、具体的にはフィーストラクチャー等の妥当性について横の比較ができないことや、トラックレコードの比較ができないこと等が、投資に二の足を踏まれる大きな原因ではないかと思えます。

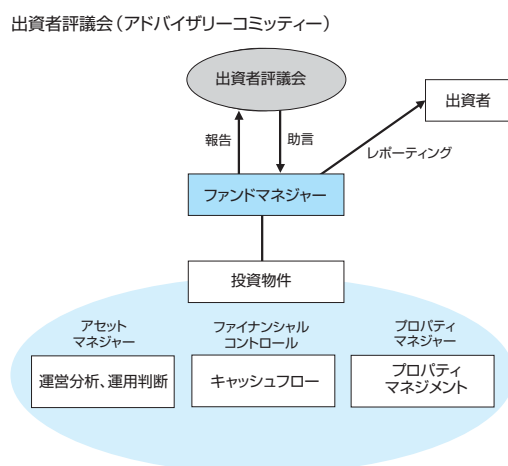
それからStep4のところで、投資パフォーマンス基準があります。日本でも投資パフォーマンス基準の統一をしっかりとっていないといけないというのが、次の課題だと思っています。

受託者責任の観点から、大前提は、投資家の皆さんとの利益の一致をどう図るのか、ということです。利益相反と説明責任に関

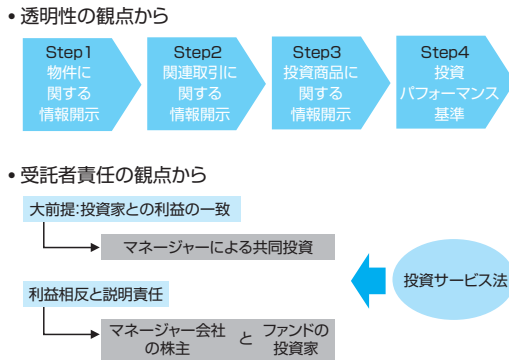
図表6 ファンドにおけるコンプライアンス体制



図表7 投資家による監視体制



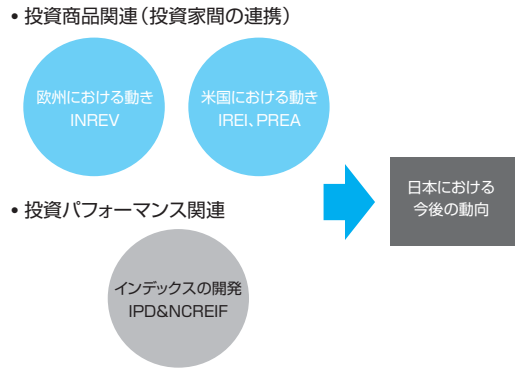
図表8 不動産資本市場の次の課題



していえば、利益相反があるのは認めた上で、その中でどうやって透明性を確保しトランザクションコストを下げられるのか、ということで、ここは説明責任に尽きると思っています。投資一任業者への参入を促進すべき、というお話がありましたが、今ちょうど金融審議会等で議論されている投資サービス法ができてくれば、いやおうなくその世界に不動産投資マネージャーも入らざるを得ないと考えています。その中で、マネージャー会社の株主とファンドの投資家の皆さんの利益をどう守っていくのが、課題だろうと思っています。

最後に投資商品関連での投資家の皆さんの横の連携に言及したいと思います。欧州ではINREVができており、アメリカにおいては、PREAが活発に活動していて、投資家の連携が進展しています。投資パフォーマンスでいえば、ヨーロッパはIPD、アメリカではNCREIFという不動産投資インデックスがしっかりできており、これが整備されていることが日本における今後の動向を支えると考えています（図表9）。不動産証券化協会においても、情報開示の統一やインデックス作成について今取り組んでい

図表9 欧米における動き



るところで、インデックスについては、もうじき公表の運びです。

ゴードン 日本の年金基金は、日本での投資の機会を逃してきたのではないかと思います。データがない、インデックスがない、あるいは必要な情報がないということで、投資の機会を失っているのではないかと思います。また、特に興味深かったのは、プレーヤーを増やすという点です。実は、アメリカの投資運用業界も同じ問題を抱えていました。1980年代にはこの業界は4~5社の保険会社、2、3社のコンサルタントによるいわば寡占状態だったわけです。しかし、今では競争の激しい業界になっていますし、競争が激しいことが、報酬を下げる要因にもなっています。これは単に不動産だけではなく、われわれのような投資運用業界は、誰に何を請求するのか、そして、誰が一番良い記録を持っているのか、一番パフォーマンスが悪いのは誰なのか、ということについて、情報の開示により、非常に透明性が出てきたわけです。その意味では、1980年代のアメリカは今の日本のような状況にあったわけで、恐らくそんなに時間がかか

らずに、状況が変わると思います。日本でも、思っている以上に早く物事が進んでいくのではないかと思います。

■プレーヤーの拡大

代田 今の日本の不動産マーケットの状況で、どれくらいマーケットのキャパシティーが存在しているのかということについては、冷静に見なければいけないのではないかと思います。日本の市場で証券化された不動産の累計は、大体20兆円なのです。となると、ヘッジファンド等と違って、限りあるものをどう投資家に提供しているのが重要な視点になってくるのではないかと思います。

通常、日本において不動産ファンドとなりますと、SPCを設立し、そこに匿名組合出資をしていく形になります。そのとき、不動産ファンドには、ファンド毎にアセットマネージャーが存在しているので、アセットマネージャーまたは、不動産ファンドを選ぶというのが、ゲートキーパーの役割になります。確かに信託銀行というルートが非常に多いのですが、同時に匿名組合出資そのものは、「みなし有価証券」化されていますので、投資顧問会社も匿名組合出資であれば、不動産ファンドに対してアクセスすることは、現時点でも可能なのです。ポイントはゲートキーパーと不動産ファンドのアセットマネージャー、各々がどういう責任を担うべきなのか、という議論が重要ではないかということです。

濱口 減損会計が始まって、まさにこれから事業会社等から不動産が出てくるわけで、

そのディールフロー自体が、もっと参加者が増えて競争条件が高まれば、増えるのではないのでしょうか。

またいわゆる直接投資では、レバレッジがなくても、分散されたポートフォリオはできるわけです。本当のコアとして、かなりリスクを抑えたポートフォリオを作ろうということであれば、別にレバレッジの効いたファンドに投資する必要はありません。ですから、年金側と不動産の売主となるいろいろな会社の間を取り持つ人がもっとも出てくれば、幅が広がると思います。

みなし有価証券化で匿名組合出資持分が投資顧問会社でも扱えるということになった割には投資顧問会社があまり積極的ではないようですが、どうしてなのか、そこには何らかの参入障壁といったことがあるのかには興味があります。

■年金基金のJ-REIT投資

古谷 なぜREITをやらないのかというと、REITも運用の基本方針がありますが、外部成長ということで、どんどん物件を組み入れていくために、われわれの目の届かないような地域や物件が広がる可能性があるところが、物件の特定されているファンドと





違います。従って、REITは商品特性がよく分からないという整理・認識がありまして、当初は物件が特定のものを買うべしとREITには投資をしていませんでした。ただ、今、J-REITは2兆5,000億円規模で23銘柄というように、かなり選択肢が増えアクティブ運用ができるまで幅が出てきたことで、投資対象としては非常に魅力的になっているのではないかと個人的には思います。

ゴードン 米国では1991年、自家運用のREIT上場によって、投資家、特に年金基金の、REITに対する認識が大きく変わりました。それまではアメリカのREITは、J-REITのような形でREITの外にいるマネージャーがフィーを取っていました。J-REITの法的な制度では外部に専門のマネージャーがいるわけで、これ自体は良い制度だと思います。しかしアメリカでは、時間の経過とともに、外部のマネージャーの動機が疑問視されてきました。本当にREITの株主のことを考えているのか、あるいはフィーだけが目当てなのかという議論があったわけです。ですから、アメリカでは、内部運用がなされる

べきだ、フィーはきちんと同じ会社の同じP/Lを通じて支払われるべきだ、というのが共通の英知となり、合意ができてきたわけです。

アメリカではきちんと利益が一致していることを示すことができれば、または、多少利益相反があっても、それがきちんと開示されており、投資マネージャーあるいはREITと資金の出し手との間の利益の一致をはかるための行動をとっていけば市場ではそれを受け入れるというわけです。

実際、ニュージーランド、オーストラリア、オランダ、そしてアメリカ等の年金基金はJ-REITに投資をしています。なぜ投資しているのかといえば、J-REITが2001年に上場されて、今まで運用のパフォーマンスがいいからです。日本の不動産へのエクスポージャーを、非常に透明性が高く、流動性の高いメカニズムを通じて持ちたいと考えているからこそ、投資しているわけです。

外国の年金基金が、そういった日本のJ-REIT、不動産市場に対して日本の機関投資家よりも関心を持っている、価値を見出しているというのは、非常に興味深い現象ではないかと思います。

■海外不動産への分散投資

ゴードン まずは国内の投資から始め、アセットクラスとして定着させることが重要です。不動産投資に関わるさまざまな問題について、まず理解する必要があるからです。実際、日本は、非常に類推しにくいマーケットです。しかし、他国に比べてそれほど難しくはありません。

■ファンドマネージャーの評価

代田 ファンドマネージャーの力量に対して投資をするということであれば、そのファンドマネージャーの一定期間のトラックレコードがないと、ファンドマネージャーを見極めて投資をするという状況までにはいかないと思っています。日本のアセットマネジメント会社は若い会社が大変多く、エグジット（出口）まで行ったファンドは、まだ本数も多くありません。ファンドはIRR等の目標値をいろいろ持っていますが、実際にエグジットまで迎えたときにどうなのかを見せてほしいというのが本音です。そこが分かってくると、ブラインドプールとしてお任せすることもできるのかなと思います。

ただ、残念ながら、そこまで行く前段階においては、一定程度、物件を見て確認をするということだと思います。トラックレコードがなく、ファンドマネージャーの力量が適正に判断できない、確認できない状況においては、やはり物件を見て判断していくしかないという状況が、あと少しは続かざるを得ないと思っています。

ゴードン やはりトラックレコードは必要不可欠ということだと思います。大手の投資顧問会社には、必ずトラックレコードがあります。ただ、アメリカやイギリスでは、不動産の投資運用ビジネスは非常に特化したニッチビジネスとしてまず始まりましたので、そこでは、そのビジネスに、誰かがリスクをまず取って、ゲートキーパーが、何らかの形で、そのアイデアがいかどうか、フィーがリーズナブルかどうかを評価

して、そして最終的に判断を下したわけです。ただし、場合によっては、不動産においてはデータをどのくらい得られるかということに関し、限界があることも認識しなくてはなりません。ですから、実際にファンドマネージャーを選択される際には、まず面談をして、彼らに経験を尋ねていきます。それにより、定量的なトラックレコードを超えた部分を見極めるのです。経験ということでは、アメリカでは、大手を辞めて経験をもとに新しい会社を立ち上げる場合、新しい企業ですから、トラックレコードはないわけですが、大手でやった経験があるわけで、これを見極めるのも評価の一つです。

■ベンチマークとなるインデックス

榎本 不動産投資インデックスに関しては、ヨーロッパにはIPDのインデックス、アメリカにはNCREIFというインデックスがあります。これらのインデックスは、各ファンドの不動産を投資運用しているファンドマネージャーが情報提供をして、それに基づいて実際のインカムリターンと、年ごとに第三者が評価をしたバリュエーションに基づくキャピタルのアプリケーション、



実際の価格の上昇、キャピタルゲインをトータルに見て、他の株式や債券の投資と比較可能なように、トータルリターンベースで出しています。基本的に、コアとしてどのようにアロケーションを作り、ポートフォリオを作っていくかを考える上では、ベンチマークを持つことは、リスクの把握においても運用管理においても、たいへん重要なことで、インデックスがないとできないだろうと思います。

インデックスの動きに関しての日本の現状では不動産証券化協会がJ-REITで公表されているデータを使って、NCREIF型のもので作成中と伺っています。もうじき公表だとのことで、これが出てくれば、日本の不動産投資インデックスと呼べるのではないかというのが一つです。それから、IPDもIPDジャパンということで、イギリスのやり方を日本で応用するというをやっています。問題は、まずセクターがJ-REITも含めてオフィスに偏っています。ですので、オフィスでは、地域分散等いろいろなユニバースをとったインデックスが作成可能ですが、まだまだ住宅や（住宅はだいたい



REITが増えてきましたが)、商業施設、物流施設等のオフィス以外では、そういうところまで行っていません。

■年金の不動産投資のための課題

山口 不動産証券化協会のアンケートの中で、投資をしない理由として「実物不動産の特性を理解していない」とか、「過去のパフォーマンスが悪い」といった回答があり、恐らく年金などで導入するときに、社内の方に説明するのに結構苦労しているのではないかという気がします。

榎本 このところ非常に懸念をしているのは、不動産の投資を「不動産投資」という非常に漠然としたものとして捉えている方が多いことです。どういう投資をやりたいのか。年金の方であれば、どういうリスク・リターンをとって行くのか。どういうアセットクラスとして見ているのか。しっかりとしたストラテジーを立てる必要があります。逆に言えば、供給者側として何が提供できるのか、ということをやっているかなければいけないと思います。

古谷 基金の場合には、運用方針があって、どのぐらい金額を振り向けるか、というアロケーションがあって、そしてどういうファンドマネージャーを入れ、どうモニタリングするか、というのが一連のプロセスです。不動産投資を始めた当時は、オルタナティブ投資を10%切り分けるかどうかの数字から入りましたが、要は伝統的資産だけでは分散が足りないという、そもそものところから、運用の方針を若干変えたい、暫

定的に5%あるいは10%、15%をポートフォリオから切り出して、違う運用をやりたい、ということがありました。この切り出したポートフォリオの中身をどうするかということで、いろいろと検討をした中で、一つの最適解を導き出して、不動産については当面2.5%をターゲットとしてまず入れよう、というのを委員会で決めました。それを理事会に持って行って承認を受けるわけですが、役員の方から一番懸念の声が出たのは、この10%を分ける、というのはいつまでなのかという、意思決定のルールのところ、ここのところは十分議論しました。

その次に、どういうものを入れていこうかということでは、複数のエリア、複数のセクター、複数の物件が望ましいということで、それに合致したファンドが出てきたということです。それを運用委員会でプレゼンテーションをして、理事会で承認をとるといって、ごく普通の株式のマネジャーを選ぶのと全く同じプロセスで選んでいきました。

ゴードン 日本におけるコア投資のためのベンチマークとなるインデックスは、ぜひ持っていただきたいと思います。年金基金は、業界全体が多くの努力をして、そのインデックスを作ろうとしているということを見るべきだと思います。なぜかという、年金基金は、インデックスを使って、株式や債券と比べたり、ファンドマネージャーのパフォーマンスを比較したりといったことができるようになるからです。年金基金には重要なツールとしてインデックスが必要なのです。自分が良いかどうかを、インデックスがなければどうやって分かるので



しょうか。それは他の資産クラスでも同様のことだと思います。

山口 いろいろな問題点が残ってはいますが、不動産証券化協会で投資行動研究会を立ち上げて、継続的に年金との対話の場を提供すると聞きましたので、今日の議論は最初のスタートだと思います。今後、そういう対話を継続して、より良いマーケットを作って、より多くの投資ができるように、商品もたくさん提供していただけるようにしたいとつくづく思いました。

私どもは年金の分散投資の対象として、不動産がきちんと、アメリカ並みではなくてもいいですが、少なくとも5%くらい、基本資産配分の中に入ってくるような状況を作っていないと、今の株式・債券中心の運用だけでは、いろいろな環境の中で運用としては不十分だと思います。ぜひ、そういったマーケットが発展することを願って、今日のパネルディスカッションを終わりにしたいと思います。

2時間にわたりご静聴いただきまして、本当にありがとうございます。(拍手)

投資サービス法(仮称)に関する 意見書提出について

金融審議会金融分科会第一部会は、(仮称)投資サービス法創設に関する審議を行い、7月7日に中間整理を公表した。これに伴い金融庁総務企画局市場課を窓口として、9月2日から9月30日の間に同中間整理に対する意見募集が行われた。

当協会では、制度ビークルワーキンググループ、制度委員会および不動産投資ビークルのあり方に関する検討委員会での審議を経て、9月30日に以下の意見書を提出したので本稿にて報告する。

(業務部・阿部 紀幸)

不動産証券化の世界における仕組み規制のないファンドのうち、不動産（不動産信託受益権）を対象資産とした場合は、YK-TKスキーム（以下YK-TK）の利用が一般的である。YK-TKとは、有限会社（YK）と匿名組合出資（TK）を組み合わせたスキームである。

YK-TKはプロ（不動産投資におけるプロを含む）を対象に、私募商品として組成される場合が多い。YK-TKにおける私募については、投資サービス法においても現行の証券取引法以上の規制がかからないことを強く要望する。

尚、以下では、「Ⅲ 3. 既存のファンド法制との関係」以外はすべて、私募を前提としたYK-TK（またはこれに類似したスキーム）に関しての要望である。

I 投資サービス法の対象範囲について

1. 投資サービス業

(1) 販売・勧誘

①投資サービス業者の取扱いについて

従来のYK-TKでは、スポンサー会社であ

る不動産業者等が投資家からの匿名組合出資を募っていた。しかし、2004年12月の証券取引法改正によりYK-TKにおける匿名組合出資がみなし有価証券化されたため、証券業の登録を経ていない不動産業者等が匿名組合出資を募ることは許されなくなり、実務手続に支障が生じた。そこで、証券会社等の媒介を経て募集する方法、もしくはスポンサー会社から従業員をYK(有限会社)

へ出向させ、勧誘行為を行う自己発行で対応することとなった。

中間整理（8頁）によると「発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象とすることが適当」とあり、自己発行での対応も規制がかかる方向性が示されている。とすると、再度実務手続に支障が出るのが予想されるので、スポンサー会社である不動産業者等が財務規制・商号規制等なしに容易に投資サービス業に参入でき、媒介業務を行うことができるよう強く要望する。

②製販分離について

中間整理（8頁）では①販売・勧誘、②資産運用・助言、③資産管理というカテゴリごとでの規制が検討されており、「製販分離」の方向性で検討が進められている。

しかし、私募を前提とする不動産ファンドにおいては、仕組み行為、販売、勧誘、運用、出資が一体として行われることこそが、投資家からのニーズに応えられ、説明責任を果たすことにつながると考える。即ち、不動産はその不動産の立地、建築規制等個々の物件ごとに異なる特性を有するため、ファンドの組成者と販売等の関係者が共同もしくは同一組織で商品化していく姿が通常である。

従って、不動産ファンドと投資家との実情を踏まえYK-TK（またはこれに類似したスキーム）の私募ファンドにおいては、製販一体での業務を行うことができるように要望する。

③販売・勧誘担当者の人的資格要件について

投資商品の実質的投資対象が主として不動産である場合、投資家保護の観点から投

資サービス業者に対しては、不動産取引に関する相応の知識を必要とすることを要望する。

(2) 資産運用・助言

①運用者に対する業規制について

YK-TKスキームでは、実務上、スポンサー会社によるセიმボート出資が頻繁に行われている。一方、投資顧問業法第18条では、「投資顧問業者は、その行う投資顧問業に関して、顧客を相手方としてまたは当該顧客のために証券取引行為を行ってはならない。」と規定されている。

株や債券といった市場を前提にマーケット操作回避を趣旨とする同条を、不動産を原資産とする匿名組合出資について「みなし有価証券」という位置付けで準用することは、不適切と考える。すなわち、不動産は1つとして同じものがなく、マーケット操作の恐れはない以上、投資家とリスクを共有することが取引の円滑化に資することに鑑みると、本スキームは同条が想定している趣旨とは異なるものと解される。従って、現行の投資顧問業法において、本スキーム上でのセიმボート出資が法律に抵触しない旨の明確化と共に、投資サービス法においても、同様のしかるべき措置を要望する。

(3) 仕組み行為

①仕組み行為自体への規制について

中間整理（10頁）には、「集団投資スキームについて最低限の監督が担保されれば仕組み行為自体についての規制は必要ないのではないかとの意見が多かった」とある。

中間整理の方向性どおり、販売、運用、

資産管理に係る最小限の監督が担保されれば、仕組み行為自体については、規制を求めないことを要望する。

②2層構造ファンドについて（2層構造ファンドの内容は以下の*を参照）

上記のスキーム以外にも2層構造ファンドがある。2層構造ファンドについても親ファンドに最低限の監督が担保された場合、以下の理由により「子ファンドの取扱いに関する規制がかからないこと」と「証券取引法ないしは投資サービス法における引受違反とならないことを明確化するよう要望する。

i) 子ファンドの取扱いについて

中間整理（8頁）にあるように「発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象」となった場合、形式的に捉えれば親ファンドと子ファンド双方に業者登録およびファンド自体の届出もしくは登録が必要になると考察されるが、仕組み自体の規制を求めないことに鑑みれば、子ファンドに対し、投資サービス法の規制がかからないことを明確化することを要望する。

ii) 2層構造ファンドと「引受」について

2層構造ファンドの組成過程には以下の2つのケースがある。

- ・アレンジャーである不動産会社等が、子ファンドの匿名組合出資を一旦取得し、親ファンドが組成された段階で親ファンドに譲渡するケース。
- ・アレンジャーである不動産会社が、親ファンドのTK出資を段階的に進めながら親ファンドの出資を受けた子ファンドで物件取得を進める。子ファンドの物件数が一定規模に達した段階または投資家のめ

どがたった段階で、保有する親会社のTK出資持分を私募の範囲で投資家に譲渡するケース。

上記の2ケースいずれについても、証券取引法もしくは投資サービス法での「引受」には該当しないことを明確化するよう要望する。

※2層構造ファンド…YK-TKを利用する場合に、2層構造ファンドと呼ばれるスキームがある。不動産信託受益権を保有する子ファンドに対して親ファンドが匿名組合出資をする構造である。この際、投資家は親ファンドに対して匿名組合出資を行い、子ファンドが保有する不動産信託受益権からの収益を匿名組合出資者である親ファンドが配当として得る。子ファンドから得た配当を、親ファンドは匿名組合出資者である投資家に対し分配する仕組みである。

II 規制内容

1. 参入規制

①営業保証金について

中間整理（12頁）では、業務内容に応じて投資サービス業者を分類し、その内容に応じた参入規制の適用を図るべきとされており、参入規制の1つとして営業保証金の供託が考えられる。例えば信託業法では信託受益権販売業者に対して営業保証金として1千万円の供託が課せられている。

さらに、信託受益権販売業者の登録とは

別に投資サービス業者としての登録が必要となる場合であっても、信託受益権販売業者として供託した金額とは別に営業保証金の積み増しが要求されることがないように要望する。

2. 行為規制

(1) 「プロとアマ」の区分

① プロの範囲拡大について

中間整理（15頁）には「行為規制についてプロ・アマの区分を設け、区分内容に応じた行為規制とする」とある。アマに対しては投資家保護に配慮した考え方が反映されるべきことは当然と考えるが、プロ同士については、不動産投資市場活性化の観点から自由に取引できる環境を確保することが肝要である。また、プロ私募の世界においては、金融の世界と不動産のプロの概念が異なることも踏まえて、プロの定義に際しては不動産投資のプロ（不動産会社、建設会社、AM・PM会社など）の概念が外れないように要望する。

仮に、不動産投資のプロの定義付けが困難である場合には、契約における当事者意思尊重の観点から、投資家サイドからのプロ宣言（オプトイン）とプロ宣言の撤回（オプトアウト）を私募においては認められることを要望する。

② 少人数私募について

投資家が不動産や不動産投資に精通した者、あるいはオリジネータの場合は、現行の証券取引法の少人数私募と同様の扱いがなされることを要望する。

Ⅲ 集団投資スキーム(ファンド)

1. 基本認識

中間整理における「資産運用・資産管理」の定義は一般的な金融商品に関するものであると理解している。一方、資産対象が実質的に不動産の場合に於ける「運用・管理」は、これと異なる。すなわち、金融の世界において、「資産運用」は金融商品の売買に関する判断・助言業務、「資産管理」は、金融商品を購入するための、または売却した資金・購入した金融商品自体の保護預かり業務を意味する。これに対し、不動産の場合、「運用」は売買に対する判断・助言に限らず、取得した不動産の価値を維持・向上させるための判断・助言業務を含み、場合によっては、不動産の現場でのオペレーション業務（賃料請求、テナント媒介、設備運転保守、清掃、警備等。これらを「管理」とか「運営」と呼ぶ場合もある。）を含む幅広い概念であり、「管理」は顧客資産の保護預かり業務を意味しない。用語の定義が異なる以上当然であるが、不動産の場合において「運用」とか「管理」に該当する業務であっても、投資サービス法上は必ずしも「資産運用」「資産管理」に当然には該当しないことを確認したい。特に、前述した不動産の現場でのオペレーション業務に従事する業者に関しては、中間整理での「資産運用・管理」の規制対象には当然に該当しないことを確認したい。

2. 具体的規定

(1) ファンドの届出・登録

中間整理（16頁）には、「仕組み規制のないファンドについて、届出または登録を義務づけ」ることが適当とされている。

現行の証券取引法の規制では、匿名組合出資の募集がなされても行政への特段の届出は不要とされており、投資サービス法においても私募ファンドに関しても、同様の措置を要望する。

仮に、私募ファンドに対しても届出または登録が必要になる場合であっても、ファンド組成スケジュールが一般的に極めてタイトであることから、ファンドの運用開始後一定期間内の事後届出で足りるよう強く要望する。

(2) 資産管理

① 私募ファンドにおける分別管理について

中間整理（17頁）には「資産の内容に応じた分別保管の義務づけを行うことが適当」との件がある。

YK-TKにおいては倒産隔離された法人（YK）が投資対象の資産を保有しており、YKは、通常、投資対象の資産以外は保有しない。このように倒産隔離がなされたYKであれば分別管理の効果が生じているものとして取り扱われることを確認したい。

② 投資サービス業者および投資サービス業務の委託先の分別管理義務について

現行の信託業法で規制されているように、投資サービス業者に対しても分別管理義務が求められることが考えられるが、私募のケースで投資家の承諾がある場合について

は、投資サービス業者および投資サービス業務の委託先について、分別管理義務が課せられないようにできることを要望する。

(3) 運用者の資格要件

中間整理（17頁）では、「投資商品を含む資産の運用を行う場合については、投資サービス法上の資産運用業者による運用を義務づけることが適当である」とされている。

不動産信託受益権を投資対象とする運用者に対しては、不動産運用に関する相応の知識が必要だと考える。

(4) 受託者責任・利益相反防止措置等

中間整理（17頁）ではファンド業務に携わる者が投資サービス法上の業者でない場合に受託者責任等の規定を整備することが適当とされている。

しかし、私募において、投資家の事前承諾がある場合にまで一律に規制をおく必要性は乏しい。従って、受託者責任や利益相反防止措置等の規制に関しては、投資家の承諾があれば適用除外とされることを要望する。

また、業務の委託先に関する規制についても、先述の分別管理義務同様に、私募の場合で、かつ投資家の承諾が得られた場合、委託先への受託者責任や利益相反防止措置等の規制が課せられないようにできることを要望する。

3. 既存のファンド法制との関係

(1) 仕組み規制のあるファンドについて

不動産証券化における「仕組み規制のあ

るファンド」として、不動産特定共同事業法に基づくスキームが挙げられる。中間整理（17頁）ではファンド規制法として不動産特定共同事業法を例示しつつ、「規制の内容ごとに機能別・横断的にルールを再整理していくことが望ましい」としている。しかしながら不動産特定共同事業法については投資サービス法の規制対象外とすることを強く要望する。

不動産特定共同事業法は、投資家保護のために施行されたものであり、十分な投資家保護がなされている。また、不動産特定共同事業法の規制対象は投資対象が実物不動産である時に限定されており、投資サービス法という金融投資商品とは異なるものである。さらに、①参入規制、②業務規定、③監督規定、④罰則規定の観点から見ても、同法で既に十分な投資家保護が図られている。従って、投資サービス法による規制の対象外とすべきと考える。

IV ルールの実効性の確保 (エンフォースメント)

1. 自主規制機関の機能強化

①規制団体への強制加入について

中間整理（25頁）では、投資サービス法を根拠規定として自主規制機関の新設を提唱している。すなわち、「自主規制機関としての性格を最も強く有する証券業協会と同等の機能を各機関が有することとすることにより、自主規制機関の機能強化を図るべ

き」としながら、加入を義務付けるべきとしている。

しかしながら、本来自主規制機関は業界が必要を感じた場合に自発的に設立されるべきものである。さらに、自主規制機関として機能するためには、各商品の特殊性を踏まえた組織や人材等の整備を行わなければならないことも踏まえて、自主規制機関の取り扱いに関しては慎重な検討をお願いしたい。また、対象業者への新たな自主規制機関の加入の義務付けは対象業者のコスト要因ともなり、最終的には投資家が得る収益の減少につながる可能性が高い。

従って、自主規制機関への加入が義務付けられないことを要望する。

2. 投資サービス業者のコンプライアンス強化

①コンプライアンス体制について

中間整理（26頁）では、投資サービス業者に対し「コンプライアンス強化のための措置を講じることが望ましい」としつつ、「法令違反行為をした場合についても、必要な場合には事業を譲り受けた側について行政処分等ができるように」することが適当であるとされている。

しかしながら、コンプライアンス体制の整備について、中小不動産業者に対し金融機関と同水準の重厚な体制が一律に求められることは現実的ではなく、業者の実情に即した柔軟な対応を要望する。

また、業務の委託先に対する調査や行政処分の対象範囲については、前掲「Ⅲ 集団投資スキーム」における再委託の範囲と同様に限定すべきである。

2層構造ファンドについて(参考資料)

1. 子ファンドの取扱いについて

中間整理(8頁)にあるように「発行者自身による販売・勧誘行為についても業者ルールによる規制の対象」となった場合、形式的に捉えれば親ファンドと子ファンド双方に業者登録およびファンド自体の届出もしくは登録が必要になると考察されるが、仕組み自体の規制を求めないことに鑑みれば、子ファンドに対し、投資サービス法の規制がかからないことを明確化することを要望する。

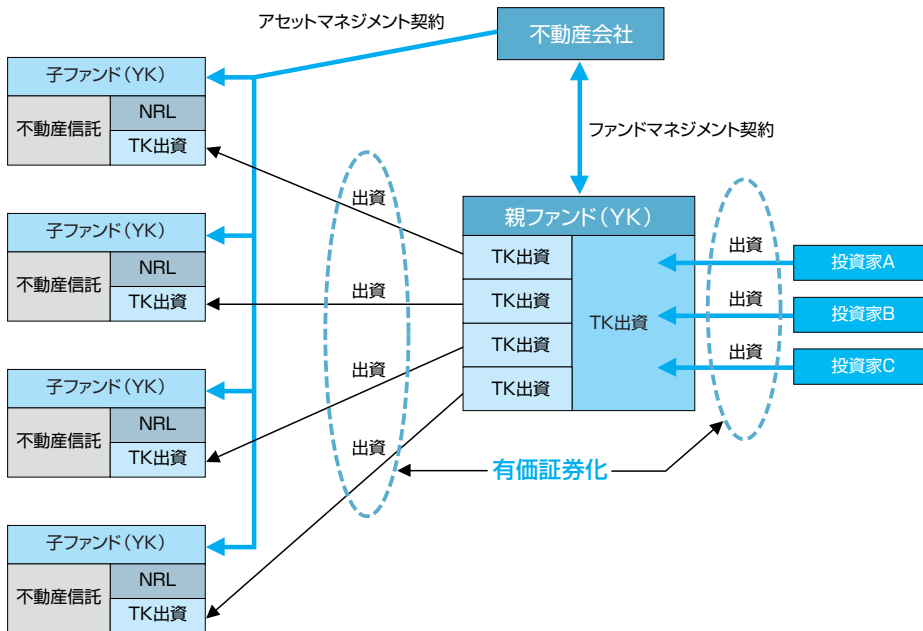
2. 2層構造ファンドと引受について

①不動産会社が子ファンドのTK出資を

一旦取得し、親ファンドが組成された段階(通常数日から数カ月後)で親ファンドに譲渡すること

②不動産会社が親ファンドのTK出資を段階的に進めながら子ファンドで物件取得を進め、子ファンドの物件数が一定規模に達した段階または投資家のめどがたった段階(通常数日から数カ月後)で、これを私募の範囲で投資家に譲渡すること

はそれぞれ証券取引法もしくは投資サービス法での「引受」には該当しないことを明確化しよう要望する。



第29回実務研修会
平成17年8月31日
中央大学駿河台記念館280号室

会社法の改正について ——主として証券関係を中心に——



法務省民事局付検事

葉玉 匡美

1 会社の類型

(1) 有限会社の廃止

新会社法施行後は新たに有限会社を設立することはできず、施行日に存在する有限会社は「特例有限会社」と呼ばれ、株式会社になる。従来の有限会社はすべてなくなることとなる。

現行法で、有限会社と新会社法の株式会社とを比べてみると、前者の規制は緩やかである。例えば取締役の任期では、株式会社が原則2年で、公開会社でない会社は10年まで延長できることとされている。他方、有限会社の取締役には任期の制限がない。また、新会社法ではすべての株式会社に貸

借対照表の公告が義務付けられているが、有限会社では義務付けられていない。

特例有限会社は法的には株式会社だが、従来の有限会社に近い規制になるようにさまざまな経過措置が置かれている。整備法にて詳しく規定されているが、前述の公告の要否や取締役の任期制限についても手当がされている。ちなみに、特例有限会社は株式会社の一形態だが上記経過措置を受けるためには「有限会社」の商号を用いる必要がある。株式会社への商号変更も可能だが、その場合はそれまでの特例が認められなくなる。

以上より、新会社法の施行が既存の有限会社に与える影響は少ないのだが、証券化のビークルとして特例有限会社を使う際には会社更生法の適用に留意すべきである。

すなわち、従来の有限会社は会社更生法の適用がなく、保有財産への担保権が更生担保権の扱いを受けることはなかったのだが、特例有限会社は会社更生法の適用対象なので破綻した場合の備えを考える必要がある。特例有限会社が会社更生法の適用を避けるには特例有限会社でなくなる必要がある。

特例有限会社は株式会社へ変更できるが、総株主の同意があれば後述の合同会社への変更が可能である。合同会社は会社更生法の適用もなく、特例有限会社の受け皿候補として有力である。

(2) 合同会社の新設

新会社法では、株式会社と持分会社の2つの類型に分類し、さらに持分会社は合資・合名・合同という3つの形態に分けている。

株式会社は資本多数決の原理が適用され、所有と経営が分離されているが、組合的な規律で運営される持分会社は所有と経営が一致しているということができる。

合同会社と株式会社とを比較すると、両者とも有限責任社員のみから構成されている。しかしながら、定款変更の要件を比べると合同会社では社員全員の同意が必要だが、株式会社では3分の2以上の賛成で足りる。さらに、合同会社の社員が持分を譲渡する際は、他の社員全員の同意が要されるのに対し、株式会社では原則として譲渡は自由である。合同会社は証券化のビークルとして利用されることも念頭に置いており、最初に定款で定めたことを継続する場合に向けた形態だと言える。

なお、有限会社の取締役と違い、合同会社の業務執行者は必ず出資者でなければならない。但し、合同会社への出資額には制

限がなく1円でもよいので、形式的な出資をした1人を業務執行社員に定めると共に、他の出資者は業務執行権を持たない形を採ることで現在の有限会社に近い状態を実現することができる。

持分会社の業務執行社員について、従来の合資会社では無限責任社員のみが業務執行権を有し有限責任社員には業務執行権がないと定められていた。しかしながら、有限責任社員のみで構成される合同会社の新設に伴い、無限責任社員も有限責任社員も業務執行権を持つことを原則とし、定款で業務執行権を持たない社員を定めることも可能な形へと改められた。

(3) 合同会社とLLPの違い

合同会社に似た仕組みとして、経済産業省が創設したLLPがある。法人である合同会社に対して、組合であるLLPには法人格はなく、単なる個人の集合体である。その結果、合同会社は社債発行が可能だがLLPは不可能である。また、LLPから他の法人形態への変更はできない。合同会社は他の合同会社や株式会社と合併もできるが、LLPにはそのような手続がない。加えて、LLPはパススルー課税であることから要件が厳格になっている。証券化ビークルの観点からこの点を見ると、LLPでは組合員が何らかの業務執行に携わる必要があることが一番の問題だと言える。業務執行に携わらない出資者を作りたいとのニーズから考えると、LLPではなく合同会社を使う形になるかと思う。なお、合同会社の課税関係はまだ決まっていないが、普通に考えれば法人課税になることが想像できる。

2 株式会社の設立手続の簡素化

(1) 出資額規制（最低資本金制度）の廃止

新会社法制定の目的の一つに、自由な経済活動の促進がある。その大きな表れが、最低資本金規制の撤廃である。従来、最低資本金は株式会社で1千万円、有限会社で3百万円であった。経済産業省の特別法で確認会社の制度ができ、一円起業が可能となったものの、5年以内に増資する必要があった。新会社法ではそうした要件もなくし、起業促進に繋がったのである。

上記に加えて、役員構成の面でも緩和された。現行の株式会社では取締役3人・監査役1人が最低必要だが、新会社法では原則として取締役1人でも設立が可能とされている。

(2) 現物出資・財産引受における検査役の調査の省略

現行法では、現在現物出資を行う際には原則として検査役の調査が必要なものの、資本金の5分の1以下でかつ5百万円以下の財産については検査役の調査は省略できる。新会社法では、資本に対する割合の要件を廃止し、5百万円以下の財産については検査役の調査を不要とした。

また、「取引所の相場ある有価証券」が現物出資等の目的物である場合は検査役の調査が不要とされているが、新会社法では「市場価格ある有価証券」の場合に変更された。これにより、ナスダックなどの外国の店頭公開株や東証のグリーンシート銘柄などの現物出資時でも検査役調査が不要とな

った。

事後設立の場合、検査役調査が不要とされた。そもそも現物出資や財産引受が会社の代表者でもない発起人が行う行為であるのに対し、事後設立は会社設立後に代表取締役が財産を取得する行為であり、通常取引行為と変わりがないので同列に扱わないこととしたのである。

(3) 株式会社の機関設計の自由化

株式会社において最低限必要な機関は株主総会と取締役である。資本の多寡にかかわらず、会計監査人や監査役を設置することは可能である。但し、公開会社や大会社の場合は一定の機関設計が義務付けられる。例えば、公開会社の場合は取締役会の設置が必要とされる。ここで、「公開会社」であるか否かは上場・非上場の別ではなく、株式譲渡制限の有無で判別される。例えば、株式の全部について譲渡制限がない会社は公開会社で、株式の全部が譲渡制限されている会社が非公開会社である。なお、会社法では株式の種類ごとに譲渡制限の有無を決めることができるが、譲渡制限を一部の株式のみに限定していても公開会社である。

また、大会社は会計監査人の設置が義務付けられる。従って、取締役1名の会社であっても資本金が5億円を超えていれば必ず会計監査人を置く必要がある。なお、現行法と会社法とでは、期中に大会社の定義が異なっているが、これは現行法では経過措置で処理しているものを定義の中に折り込んだだけであり、実質的な変化はない。

監査役の権限について、すべての監査役は原則として業務監査権限を持つこととされ、定款で会計監査権限のみに限定するこ

とができる形に定められた。

(4) 発起設立における払込金保管証明の廃止

設立形態には募集設立と発起設立の二つがある。発起設立の場合、払込金保管証明でなくコストの安い残高証明での登記を可能とした。金融機関が払込金保管証明の発行を嫌がる事態を回避できる。但し、発起設立の場合でも払込取扱機関自体は必要であることには留意すべきである。

3 種類株式

(1) 譲渡制限株式

譲渡制限株式について、譲渡の承認をする機関は通常は株主総会であり、取締役会設置会社であれば取締役会が原則だが、定款で自由に定めることもできる。また、ある条件を満たした場合には、当然に譲渡を承認したものとみなす規定を置くことも可能になった。例えば、「譲受人が株主である時には、承認があったものとみなす」との規定を定款に置くこともできる。

(2) 全部取得条項付種類株式と取得条項付株式

全部取得条項付種類株式は100%減資の柔軟な実現のために新設された。100%減資とは既発行株式のすべてを消却し、新たな出資者を募る方法であり会社更生法などで再建を図るために認められている。例えば株主総会の特別決議で定款を変更し全部取得条項を付けておけば、その後何か事情が生じた際に会社が株式をすべて取得し、その代償として現金や他の株式を交付する旨を

株主総会で決めることができる。

取得条項付株式は、会社側の判断で、会社が特定の条件を満たした時には対価と引換えに株主から株式を強制的に取得するとの形態である。取得の対価が他の種類の株式であれば現行法での強制転換条項付株式、対価が現金であれば随意償還株式に該当する。

全部取得条項付種類株式はその会社の株式の全部を取得するしかないが、取得条項付株式は一部だけの取得でも構わない。

全部取得条項付種類株式は、実際に取得するまでに2回株主総会を開く必要があり、2回目の総会で対価を決定することになる。これに対し取得条項付株式は発行段階で対価まで決めておく必要があり、取得段階において対価を変更することはできない。

既存の普通株式に全部取得条項を付けるときには特別決議で足りるが、取得条項の場合は普通株主全員の同意が必要である。従って、取得条項付株式は新たな発行は行いやすいが、普通株式に取得条項を付けるには普通株主全員の同意が必要なことから事実上難しい。全部取得条項であれば、株主総会の特別決議ででき、反対株主の買い取り請求権も認められているので変更しやすいと言う利点がある。

(3) 取得請求権付株式

株主側のイニシアチブで会社に対して株式の取得請求ができる株式をいう。

(4) 既存の種類株式の取扱い

現在の転換条項付株式や償還株式は整備法に経過措置がおかれ、自動的に新制度上の取得条項付種類株式や取得請求権付株式

に変更されることとなっている。

4 新株予約権

現行法との違いで言えば、「取得条項付新株予約権」や「取得請求権付新株予約権」等の新たな類型が規定された。

5 新株予約権付社債

新株予約権付社債独特の規定が置かれているものの、多くの場合は新株予約権と社債の双方の規定が適用される。新法では、現行法のように独立した章立てはないが内容的には大差がない。

6 社債

(1) 社債の募集。社債券不発行制度

社債の募集については、募集総額等の一定事項は取締役会で決定する必要があるが、具体的なことは取締役へ委任することが可能になった。

ペーパーレス社債については社債券不発行社債が新設され、社債原簿への記載を第三者対抗要件とすることとされた。

(2) 銘柄統合

社債における「銘柄」とは「種類」とほぼ同じ意味合いである。今回の改正により、

種類の概念が従来から大きく変更された。例えば、現行法では取締役会が変われば全部違う種類の社債とみなされていたが、新会社法では権利の内容が同じであれば社債の種類も同一だと定義している。

既発行の社債と同一内容の社債を新たに発行する場合や、既発行で異なる種類の社債を同一の内容にすることを銘柄統合という。前者は1回目の応募状況を見てから2回目に同一種類の社債を発行するか否かを決めるケースである。後者は、全く別々の権利内容で発行されている複数の社債を1銘柄に統一するケースである。

連動的・追加的に発行する最初のケースでは、第1回目と第2回目で利率や償還日などが同じ社債を発行した場合は特段の手続きなく同一銘柄として取り扱われる。もう1つのケースでは、別々の権利内容を統一するために社債権者集会を開催する必要がある。社債権者集会は社債の種類ごとに構成されるが、複数種類の社債のうちいずれかの社債権者集会にて権利内容が同一に変更されると銘柄統合がされたこととなる。

(3) 打切発行原則

社債の応募額が社債の総額に達しない場合でも社債を成立させるという打切発行はこれまで例外扱いであった。新会社法では、払込期限までに社債総額の払込がない場合は打ち切って発行することを原則とした。

(4) 合同発行

2つの会社が合同で社債を発行することになった場合について、現行法と違って新会社法では規定を置いていない。合同発行ができなくなったわけではなく、法律で定め

なくとも合同発行は当然にできるので法律制定事項としなかったのである。

(5) 売出發行

引受け希望者が現れるたびに社債発行をする場合は、取締役会で社債の総額のみを予め決めておき残りの事項を代表取締役等に委任すれば、その都度の募集・発行も可能である。新会社法では発行する社債の内容を定めておけば、売出發行的な形態にも対応できることになる。

(6) 特例有限会社の社債の発行

特例有限会社も社債発行ができるようになった。

(7) 社債原簿管理人の複数設置

社債原簿管理人が複数設置できることになった。例えば国内での発行は国内の会社が社債原簿管理人となり、外国で発行した社債の権利移転については外国の会社に権利移転の管理をさせたいという場合に有効である。

(8) 外国法を準拠法とする「社債」

例えば、日本の会社がイギリス法を準拠法として社債発行をする場合を考えてみる。社債に関する会社法の定義上、イギリス法に準拠して発行するものは会社法上の社債ではなく、社債と証する書面に過ぎない。従って社債管理会社の設置も強制されない。また、明文に規定がないものは有価証券として認めないとするのが日本の通説であることから、有価証券性も否定され、単なる指名債権としてしか評価されない。

7 担保付社債

発行会社以外の者による担保提供や社債の発行後に担保を付して担保付社債として発行できることとなった。

担保の目的物については範囲が限定されていたが、新会社法では府省令で定めるものについて担保を付することができることになったので、府省令により目的物の範囲の相当な拡大を考えている。

また、株式を担保の目的とする場合に必要とされていた「内閣総理大臣の認可」を廃止した。

さらに、担保自体や担保権の順位変更等の後において、担保価額が未償還の担保付社債の元利金を担保するに足るときの社債権者集会を不要とした。

8 振替社債

短期社債について総額引受要件を廃止すると共に、社債権者の権利行使について、「証明書の供託」が必要とされていたが、呈示でよいこととした。

9 計算

剰余金の配当についての回数制限は撤廃された。また、委員会等設置会社でなければ「取締役会決議による剰余金の配当」は

許されていなかったが、新会社法では監査役会と会計監査人を設置しかつ取締役の任期が1年以内の会社でも可能とされた。

10 外国会社

(1) 擬似外国会社の要件・効果

現行法での判例では、擬似外国会社には法人格がないとされ、また、擬似外国会社の登記は受け付けないとの民事局長通達もある。不動産証券化においても、擬似外国会社に該当するビークルが存在すれば法人格が認められず、そのビークルの財産は共有物となる。共有物で何かを行う場合は共有者全員の同意が必要となるうえ、全員が連帯債務を負う事態になる。

法制審議会では、擬似外国会社の規定を完全撤廃すべきとの提案もあったが、単に外国の会社だとの理由だけで会社法の規制すべてが潜脱される事態になるとの批判があり、その結果、擬似外国会社は①法人格を認める、②継続して取引をしない場合には規制はしない、③継続して取引をする場合には取引をした者が相手方に対し、外国会社と連帯して責任を負う、との法制になったのである。

擬似外国会社の要件の一つに、「日本に本店を置く」ことが定められている。ここでいう本店とは、定款その他の内部の決定によって本店と定めた場所と解釈すべきである。登記で決まるのではなく、本店をどこに定めるつもりであったのが重要である。また、「主たる目的とする」という要件は、その目的の達成がその会社の存立に不可欠

である場合を意味する。たとえば、外国で営業をしており、日本でも営業を始めるような場合は主たる目的が日本にあるとすることはできない。外国での営業があればその会社が存続できる、もしくはそうした具体的な予定がある場合、擬似外国会社には該当しない。

もう一つの要件として「継続して取引をしている」ことがある。例えば最初に立てた計画に応じて、複数の取引を行い一つの証券化がなされた場合は「継続して取引をした」とはならない。また、当初決めた計画に沿って複数回の融資が行われた場合や社債が発行された場合でも、新たな取引ではなくて当初定めた履行行為であり、継続した取引に該当しない。問題になる場面として、1つの外国会社を複数の計画で使いまわしするケースなどが考えられる。

もし擬似外国会社に該当した場合は、合同会社などを設立し現物出資するなどの対応が無難だと言える。なお、合同会社の設立には公証人の認証や払込取扱機関は不要である。合同会社の設立コストは約6万円で、株式会社は最低27万円位である。

他の方法として、外国会社、例えば外国で何らかの活動をしている外国会社は擬似外国会社にあたらないので、その外国会社と合併をすることが考えられる。

新会社法の施行と今後の流動化ビークル

—TK・LLCスキームを中心として



外国法共同事業法律事務所リンクレーターズ
弁護士 橋本 昌司

1 新会社法と有限会社制度の廃止

現在の不動産の流動化・証券化において最も活用されているのが有限会社を用いたTK・YKスキームであるが、平成17年6月29日に成立した会社法の施行とともに有限会社制度は廃止されることとなった。

本稿は、新会社法の成立その他の最近の法改正の動向を踏まえ、有限会社を用いたTK・YKスキームに代替とするものとして、合同会社（LLC）を用いたTK・LLCスキームの検討を行うとともに、あわせて平成17年8月に施行された有限責任事業組合契約に関する法律に基づく有限責任事業組合（LLP）や、投資事業有限責任組合契約に関する法律の平成16年改正により匿名組合出資持分や信託受益権の取得・保有を事業とすることが可能となった投資事業有限責任組合（LPS）の流動化ビークルとしての利用可能性を検討するものである。

2 流動化ビークルに必要な要素

「流動化」は、資産を保有する者（オリジネーター）が、特定の資産保有を目的とす

る別の主体（流動化ビークル）を設立して、そこに当該資産を移転してその資産を生み出す将来のキャッシュフローを原資に資金調達を行う過程などと定義されており^{注1}、流動化の基本的要件として、倒産隔離、二重課税の回避、リスクコントロールのための信用補完などの要素を備えることが必要とされる^{注2}。

したがって、流動化ビークルとしては、①倒産隔離、②二重課税の回避が可能であることが必要であり、また、その選択に際しては、組成費用の観点から、③設立・運営の簡易性が重要であり、資金を拠出する投資家の立場からは、④出資の有限責任性や⑤他の投資家・スポンサーからの影響の排除が重要な要素となる。

注1 『不動産証券化ハンドブック2005』（不動産証券化協会、2005年）10頁

注2 前掲注1・11頁

3 流動化ビークルとしての有限会社とTK・YKスキームの特質

TK・YKスキームは、オリジネーターが対象不動産に信託を設定することにより取得する信託受益権を、中間法人等を唯一の

社員とし、かつ貸付人から借入れと匿名組合員からの匿名組合出資により資金調達を行う有限会社に譲渡するというスキームであり（図表1）、不動産の証券化・流動化で最も活用されているストラクチャーである。

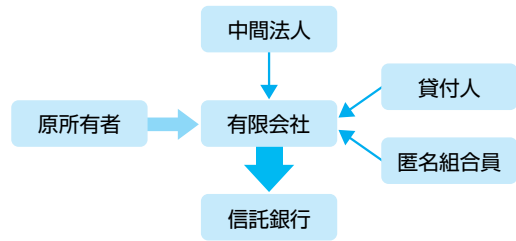
これまで証券化・流動化ビークルとして用いられてきたものとしては、有限会社のほか、株式会社、投資法人、投資信託、特定目的会社、民法上の組合^{注3}などがあるが、有限会社を流動化ビークルとするTK・YKスキームが最も活用されるようになったのは、匿名組合出資を組み合わせた有限会社が、①倒産隔離、②二重課税の回避、③設立・運営の簡易性、④出資の有限責任性、⑤他の投資家・スポンサーからの影響の排除という観点において、他の事業体に対して優位性を有するからである。

すなわち、投資法人、投資信託や特定目的会社を証券化・流動化ビークルとして用いる場合、監督庁への届出や登録が必要となり、その設立・運営は必ずしも簡易ではないのに対して、TK・YKスキームにおける有限会社の設立・運営には、監督庁への届出や登録は必要でない。

株式会社は、商法のもとでは、1,000万円の最低資本金が必要であり、必要的機関として3名以上の取締役と監査役が必要となる。また、株式会社が大会社となる場合には、会計監査人の設置と会計監査人による会計監査が必要となるなど、有限会社に比べて、設立・運営は簡易ではない。

民法上の組合は、組合員の責任が無限責任となるため、出資の有限責任性という要素を満たさない。これに対して、匿名組合出資を組み合わせた有限会社の場合には、出資者の責任を出資の範囲にとどめること

図表1



が可能である。

このように有限会社は、設立・運営の簡易性を有し、匿名組合出資と組み合わせることにより、二重課税の回避と出資の有限責任性という要素を備えることができ、また、出資者が議決権を行使できない構造を有する中間法人等を唯一の社員とすることにより、倒産隔離と他の投資家・スポンサーからの影響の排除という要素を満たすことができるのである。

注3 資産流動化に関する法律に基づく特定目的信託なども挙げられるが、積極的に活用されていないようである。その他中間法人を直接流動化ビークルとして用いることを提唱するものとして、藤瀬裕司「中間法人ストラクチャーの現状と展望」金融法務事情1675号16頁。

4 流動化ビークルとしての合同会社(LLC)とTK・LLCスキーム

平成18年中に予定される会社法の施行により有限会社制度が廃止され、流動化ビークルとして有限会社を用いることができなくなる。

株式会社と有限会社を統合して株式会社に一本化し、取締役の人数規制や取締役会・監査役の設置義務のない株式会社を認

めるという新会社法の整理の下では、従来のTK・YKスキームにおける有限会社に代替する流動化ビークルとして新会社法下の株式会社を用いることも考えられる。

確かに、新会社法下の株式会社の必要的機関は、株主総会と1名以上の取締役のみであり、この点では従来の有限会社と実質的に異なるところがないが、株式会社の場合には、決算公告が義務付けられるうえ^{注4}、最終事業年度に係る貸借対照表上の負債の部に計上した額の合計額が200億円以上になる場合には、大会社となるため^{注5}、監査役と会計監査人を置き^{注6}、会計監査人による監査を実施しなければならず^{注7}、従来の有限会社と同様に、運営が簡易とは言えない。

中間法人を唯一の社員とすることができる法人を選択するのであれば、新会社法下においては、株式会社のほか合同会社を選択することが可能である。中間法人は、合名会社・合資会社の無限責任社員となることができないが^{注8}、中間法人が有限責任社員となることは禁止されていないし^{注9}、社員が1名のみの中合同会社も認められる^{注10}。

合同会社は、有限責任社員だけからなる会社であり^{注11}、その業務は社員が執行し^{注12}、社員総会、取締役、監査役、会計監査人などの機関は不要である。

中間法人を唯一の社員とする場合、中間法人が社員として合同会社の業務を執行することになるが、中間法人自体が収益事業を行うことも可能と解されており^{注13}、中間法人が社員として合同会社の業務を執行することも認められるものと思われる^{注14}。

このように、合同会社は、その唯一の社員を中間法人等とし、倒産隔離と他の投資家・スポンサーからの影響を排除すること

が可能であり、取締役や社員総会が不要という点において、新会社法下の株式会社のみならず、従来の有限会社と比較しても、設立・運営がいっそう簡易である。また、TK・YKスキームにおける有限会社に代替して合同会社を用い、匿名組合出資と組み合わせることにより、二重課税の回避と出資の有限責任性を実現することが可能であり、合同会社は、①倒産隔離、②二重課税の回避、③設立・運営の簡易性、④出資の有限責任性、⑤他の投資家・スポンサーからの影響の排除という各観点において、有限会社と同等以上の事業体といえることができる。

加えて、株式会社は会社更生法の適用の対象となり、会社更生法手続が開始された場合には、当該株式会社の財産についての担保権は、更生担保権としての権利の行使が制限されるのに対して、合同会社は会社更生法の適用対象となることが予定されておらず、流動化ビークルとして合同会社を用いれば、流動化ビークルの貸付人が流動化ビークルが取得・保有する信託受益権に質権を設定するという実務にも影響が生じない。

以上の点からすれば、従来のTK・YKスキームにおける有限会社に代替するビークルとしては、株式会社よりも合同会社のほうが利用しやすいといえることができる(図表2)。

合同会社を利用したTK・LLCスキームは、従来のTK・YKスキームにおける有限会社を合同会社に置き換えたものであり(図表3)、基本的には、従来のTK・YKスキームの運用実務を大きく変更する必要はない。

ただし、有限会社においては、取締役が会社を代表し、その業務を執行するのに対して、TK・LLCスキームにおいては、中間法人が合同会社を代表し、その業務を執行することになる^{注15}。その場合、中間法人は、合同会社の社員としての職務を行うべき者を選任しなければならず^{注16}、また、当該職務を行うべき者の氏名および住所は、合同会社の設立の登記事項となる^{注17}。実務的には、中間法人の理事を合同会社の社員としての職務を行うべき者として選任のうえ登記を行うことになるものと思われる。

なお、TK・YKスキームにおいては、有限会社が信託受益権を取得する契約を締結するには、事後設立手続を経る必要があり、弁護士等の証明を受ける必要があったが、TK・LLCスキームにおいては、事後設立手続は不要となる。

また、TK・YKスキームの場合、有限会社は社債を発行することができないと考えられていたため、社債発行が必要な場合には、株式会社や特定目的会社を利用せざるを得なかったが、TK・LLCスキームにおいては、合同会社が社債を発行することも可能である^{注18}。

注4 会社法440条1項

注5 会社法2条6号口

注6 会社法328条1項・327条3項

注7 会社法436条2項

注8 中間法人法5条。会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律は、中間法人法5条の改正を予定していない。なお、会社法自体は、法人が合同会社・合名会社の無限責任社員となることを禁止していない。

注9 相澤哲ほか編『一問一答中間法人法』（商事法務研究会、平成14年）40頁

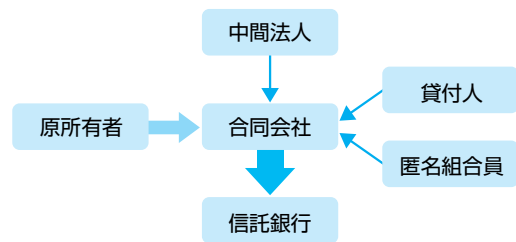
注10 相澤哲編『一問一答新・会社法』（商事法務、平成17年）182頁

注11 会社法576条4項

図表2

	旧有限会社	新株式会社	合同会社
最低資本金	300万円	なし	なし
事後設立	検査必要	検査不要	なし
機関	社員総会 取締役	株主総会 取締役 (監査役・ 会計監査人)	なし (社員のみのみ)
決議事項	任意	任意	(任意)
取締役	1名以上 無制限	1名以上 最長10年	なし
社債	発行不可	発行可能	発行可能

図表3



注12 会社法590条1項

注13 前掲注9・相澤哲ほか編34頁

注14 前掲注9・相澤哲ほか編34頁は、中間法人が合名会社・合資会社の無限責任社員となることを禁止する中間法人法5条は、①他の会社の債務について無限責任を負担することにより、法人自身の事業以外の要因によってその財産的基礎が危険にさらされることを避けなければならない、②法人は、自然人と異なり、他の会社の事業を遂行するのに必要な人的要素を備えているとは言い難い、という商法55条の趣旨と同様の趣旨で設けられたとする。しかし、会社法では、商法55条と同様の規定は設けられておらず、その理由として、①法人が他の会社の債務につき無限責任を負うことができないとする理由はない、②法人が業務を執行する人的要素を欠けている点も法人が無限責任社員や業務執行社員となることを禁止する決

定的な理由とはなりえないと説明されている（郡谷大輔「持分会社」税務通信857号94頁）。会社法が合同会社を新設し、また合資会社や合同会社の有限責任社員に業務執行権を認めたとにもかかわらず（会社法590条1項）、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律において、中間法人法5条の改正を行わず、中間法人が合名会社・合資会社の無限責任社員となることのみを禁止したままとしているのは、中間法人が無限責任社員となることは禁止するが、中間法人が業務執行社員となることは許容する趣旨と解される。なお、郡谷大輔「持分会社」税務通信857号95頁も中間法人が業務執行社員となり得ることを示唆する。

注15 会社法590条1項・599条1項

注16 会社法598条1項

注17 会社法914条8号

注18 葉玉匡美「社債」税務通信857号121頁

5 TK・LLCスキームにおける自己募集

証券取引法の平成16年改正後は、証券業の登録を受けていないスポンサーが自ら匿名組合出資の勧誘を行う場合、スポンサーが原始社員となって有限会社の設立手続きを行い、有限会社の設立までは、原始社員として匿名組合出資の勧誘を行い、有限会社の設立後は、担当者を有限会社の取締役として出向させうて、当該担当者には有限会社の取締役として匿名組合出資の勧誘を行わせている（いわゆる自己募集スキーム）^{注19}。

しかし、TK・LLCスキームにおいては、証券業の登録を受けていないスポンサーが自ら匿名組合出資の勧誘を行う場合には、スポンサーは、合同会社に出資を行えば、合同会社の社員として、匿名組合出資の勧誘を行うことが可能であり、担当者の出向

を行う必要もなくなる^{注20}。

もっとも、TK・LLCスキームでは、スポンサーが有する合同会社の社員権の勧誘を終えた後の処理には工夫が必要である。

従来のTK・YKスキームにおいては、自己募集スキームを実施した後、有限会社に対するスポンサーからの影響を排除するため、スポンサーの有する有限会社の持分を中間法人等に譲渡し、中間法人等が唯一の社員となるよう構成している。

しかし、会社法制定に伴う証券取引法の改正により、合同会社の社員権は有価証券となるため^{注21}、TK・LLCスキームにおいて、スポンサーが出資後間もない間に社員権を中間法人に譲渡することを予定して合同会社に対する出資を行う場合、証券業の一つである有価証券の引受け^{注22}に該当するとの疑問がないではない。

また、スポンサーが自己募集を実施した後に合同会社から退社するという方法も考えられるが、退社の場合持分の払戻しの手続が必要となる^{注23}。例えば、合同会社が持分の払戻しにより社員に対して交付する金銭等の帳簿価額が当該持分の払戻しをする日における剰余金額を超える場合には、合同会社は債権者異議手続を行う必要がある^{注24}。

合同会社の定款にスポンサーに対する持分の払戻しを行わない旨定めることも考えられるが、出資後間もない間に持分払戻請求権の放棄が当然に予定された出資もなお出資であると言えるか疑問がないではない。

以上の点を考えると、TK・LLCスキームにおいて自己募集を実施した後のスポンサーが有する社員権の処理としては、スポンサーが中間法人に対し合同会社の社員権を現物拋出する^{注25}という方法が妥当ではなか

ろうか。

注19 平成16年11月11日金融庁公表「コメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」参照

注20 ただし、社員としての職務を行うべき者を選任し、その者の氏名および住所を他の社員に通知することは必要である（会社法598条1項）。なお、当該職務を行うべき者は、善管注意義務・忠実義務を負い（会社法598条2項・593条1項・2項）、職務を行うについて悪意重過失があったときには、第三者に対して損害賠償責任を負うので（会社法598条2項・597条）、担当者の責任の負担という観点においては、TK・YKスキームにおいて取締役として出向する場合と異なるところがない。

注21 会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律180条

注22 証券取引法2条8項4号

注23 会社法611条1項

注24 会社法635条

注25 中間法人法73条・75条

責任事業組合を流動化ビークルとして利用することは困難と思われる。

有限責任事業組合契約に関する法律は、組合員が組合の業務を執行する義務を負うことを定めており^{注27}、共同事業性が有限責任事業組合の要素とされている。単に組合員が形式的な業務執行のわずかな部分のみに携わっているだけで実態としては何ら本質的な業務執行に当たらないような有限責任事業組合の組成を企図して組合契約を締結した場合には、有限責任事業組合契約の成立が否定されることもあると考えられていることからすると^{注28}、組合契約に基づく出資により組成する有限責任事業組合を流動化ビークルとして用いることは困難であろう。

注26 有限責任事業組合契約に関する法律15条

注27 有限責任事業組合契約に関する法律13条1項

注28 石井芳明「LLP制度の創設－『有限責任事業組合契約に関する法律』の概要」金融法務事情1746号100頁

6 流動化ビークルとしての有限責任事業組合(LLP)の利用可能性

平成17年8月1日の有限責任事業組合契約に関する法律の施行により有限責任事業組合(LLP)を組成することが可能になった。

有限責任事業組合においては、組合員は、出資の価額を限度として、組合の債務を弁済する責任を負うにすぎない^{注26}。

従来、流動化ビークルとして、民法上の組合が利用されることが少なかったのは、民法上の組合の組合員の責任が無制限であることがその理由の一つであった。

したがって、組合員の責任が有限責任となる有限責任事業組合は、流動化ビークルとして利用することが期待されるところではあったが、少なくとも現段階では、有限

7 流動化ビークルとしての投資事業有限責任組合(LPS)の利用

投資事業有限責任組合法の平成16年改正により、匿名組合出資持分や信託受益権の取得・保有を事業とする投資事業有限責任組合(LPS)を組成することが可能になった^{注29}。

投資事業有限責任組合は、無限責任組合員(GP)と有限責任組合員(LP)からなる組合であり、無限責任組合員が組合の業務を執行し^{注30}、有限責任組合員は、その出資の価額を限度として組合の債務を弁済する

責任のみを負う^{注31}という事業体である。

投資事業有限責任組合は、有限責任事業組合と異なり、共同事業性が要素となっていないので、流動化ビークルとしての利用が可能である。

もっとも、投資事業有限責任組合契約の締結には、最低一名の無限責任組合員が必要となるため、他の事業体を介在させることなく投資事業有限責任組合を流動化ビークルとして利用することができるのは、スポンサーが組合の債務について無限責任を負担することができる限定的な場合のみであろう。

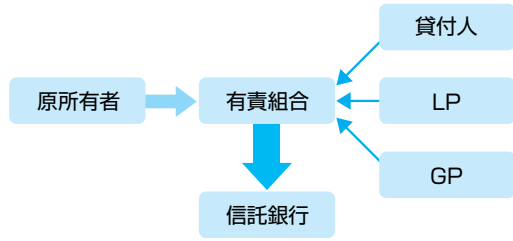
例えば、投資事業有限責任組合を流動化ビークルとし、投資事業有限責任組合が貸付人からの借入れと有限責任組合員等からの出資により資金調達を行い、オリジネーターから信託受益権を取得する場合（図表4）、無限責任組合員は、貸付人からの借入れについて無限責任を負うことになるし、仮に、貸付人との間の契約に責任財産限定特約を付したとしても、信託契約に基づき受益者が負うべき補償義務にまで責任財産限定特約を付することは、実務的に困難であろう。

投資事業有限責任組合については、むしろ他の事業体と組み合わせて利用することが考えられる。

これまで、図表5のようなTK・YKスキームを利用した二段階構造のストラクチャー（WTKスキーム）が構築されることがあったが、これに代替するものとして、TK・LLCスキームと投資事業有限責任組合を組み合わせた図表6のようなストラクチャーが考えられる。

TK・YKスキームやTK・LLCスキームを

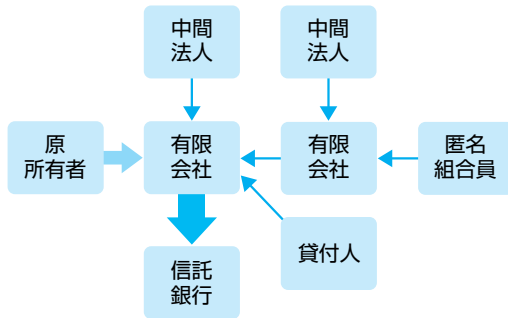
図表4



利用した二段階構造のストラクチャーにおいて親ビークルとして有限会社や合同会社を用いる場合、新規物件取得のため新たに子ビークルを組成し、親ビークルの子ビークルに対する匿名組合出資のための資金調達として、親ビークルへの匿名組合出資の勧誘を行う場合には、証券業の登録を受けていることが必要となる。匿名組合出資持分の取得・保有を事業とする親ビークルに対する匿名組合出資持分は、有価証券とみなされ^{注32}、その勧誘は、証券業の一つである有価証券の募集または私募の取扱いに該当するからである^{注33}。この場合、自己募集スキームをとることも考えられるが、親ビークルを一旦組成した後に新規物件を取得するごとに自己募集スキームを実施することは実務的には困難であろう。

これに対して、親ビークルとして投資事業有限責任組合を用い、スポンサーが無限責任組合員となり、有限責任組合員等からの出資により親ビークルの資金調達を行う場合、この親ビークルに対する組合員の出資も有価証券とみなされるものの、無限責任組合員が有限責任組合員に対して出資の勧誘を行うことは、証券業に該当しないと考えられているので、証券業の登録を受け

図表5



ていないスポンサーも、新規物件取得・子ビークルに対する匿名組合出資に際し、有限責任組合員に対し親ビークルへの出資を勧誘することが可能となる。

この場合、親ビークルが子ビークルに対する匿名組合出資のみを行い、その他の債務負担行為を行わないのであれば、無限責任組合員となるスポンサーは、貸付人からの借入れや信託契約に基づく補償義務などの債務につき無限責任を負うことがない。

注29 投資事業有限責任組合契約に関する法律3条1項6号

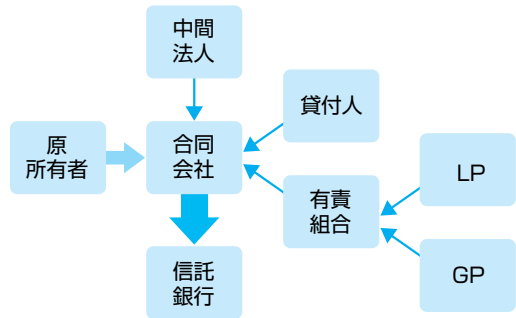
注30 投資事業有限責任組合契約に関する法律7条1項

注31 投資事業有限責任組合契約に関する法律9条2項

注32 証券取引法2条2項3号

注33 証券取引法2条8項6号

図表6



ラクチャーを紹介した。

会社法施行の流動化ビークルへの影響としては、その他にも既存の有限会社の株式会社化、擬似外国会社とケイマンSPCを利用したストラクチャーの今後や会社法制定に伴う資産流動化に関する法律の改正などの論点があり、また、今後の流動化ビークルやストラクチャーを検討するうえでは、公益法人制度改革の中間法人制度への影響、信託法の改正など検討すべき点も多いが、紙面も限られていることもあり、これらの検討については別稿に譲りたい。

なお、本稿において意見にわたる部分は、筆者個人の見解を述べるものであり、必ずしも筆者の所属する法律事務所の見解を述べるものではない。

8 結び

本稿では、新会社法の成立その他の最近の法改正の動向を踏まえ、TK・YKスキームに代替とするものとして、合同会社を用いたTK・LLCスキームを紹介し、二段階構造のストラクチャーにおける親ビークルとして、投資事業有限責任組合を用いるスト

はしもと・まさじ

●2000年4月弁護士登録。04年4月より三井安田法律事務所に所属し、05年4月より外国法共同事業法律事務所リンクレーターズに所属。不動産流動化その他の資産流動化の分野を中心とする業務に従事し、著作物として、「不動産投資信託における利益相反行為防止のシステム」NBL714号34頁(長谷川俊明共著)、「サブリース訴訟のゆくえ」NBL747号6頁、「債権譲渡登記ファイル上の記載と将来債権の譲渡に関する第三者対抗力」ほうむ50号132頁など。

レジーム・スイッチング・モデルによる J-REITリターンの分析



一橋大学大学院国際企業戦略研究科 大橋 和彦
助教授

本論文は、Hamilton (1994) のマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用いて、J-REITの週次超過リターンの変動を分析する。平均、自己回帰、分散が異なる二つのレジームを持つモデルを想定し、2001年9月14日から2004年10月8日まで3年間のデータを用いて推定する。その結果、当該期間のJ-REITの週次超過リターンの変動は、超過リターンの分散の大小に関する二つのレジームからなる過程に従うことが示唆される。さらに、このレジーム・スイッチングの原因はJ-REITへの固有のショックである可能性が高く、いずれのレジームにおいてもJ-REITは他の資産から比較的独立な変動をすることが確認される。レジーム・スイッチの原因としては機関投資家によるJ-REITへの一時的な需給バランスの変動の可能性も考えられるが、このようなレジーム・スイッチだけでは他資産に対するJ-REITの独自変動を十分には説明できず、独自変動の要因の解明は今後も重要な課題として残される。

1. はじめに

J-REITは、その市場開設から右肩上がりの成長を続け、投資家からは一つのアセットクラスとしての認知を得つつある。そのような中、J-REITのリターンと他資産のリターンとの関係、J-REITリターンの変動要因、J-REITと実物不動産との関係といった、

投資の基本情報に関する知見を求めるさまざまな努力が続けられている。^{注1}しかしながら、利用可能なデータはまだ少なく、J-REITのリスク・リターン特性は解明すべき重要な問題として残されている。

J-REITのリスク・リターンの解明に関するこのような試みの例として、大橋・紙田・森 (2003) および大橋・紙田・永井 (2004) は、J-REITのリターンと株式・債券市場の他資産のリターンの関係について

週次データを利用して分析した。その結果、J-REITのリターンと他資産のリターンの関係は時期によって大きく変化してきただけでなく、J-REITリターンの変動の7割から9割が他資産のリターンの変動では説明できない独自の変動であることが確認されている。

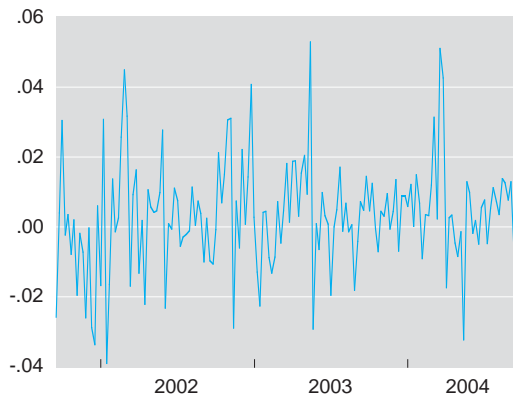
本論文では、このようなJ-REITリターンの独自変動に注目しつつも、先行研究とは異なる視点からの分析を行う。すなわち、他資産との関係ではなくJ-REIT自体に焦点をあてることで、J-REITのリターンが従う確率過程の解明を試みる。ここで、まず、無リスク資産に対するJ-REITの週次超過リターンをプロットすれば、図表1のようになる。

図表1からは、J-REITの週次超過リターンが、大きく変動する時期とそうでない時期、比較的高いリターンを示す時期とそうでない時期等、異なる性質のリターンを持つ複数の時期に分割されることが示唆される。ここで知りたいのは、このようなリターン特性の変化が本当に起きているのか、また本当に起きているのならいかなる変化であるかという点である。

このような問いに答えるため、本論文では、レジーム・スイッチング・モデル (regime-switching model) という手法を用いることにする。レジーム・スイッチング・モデルとは、異なる性質を持つ複数のレジームからなる確率過程を表現する方法である。例えば、リターンの過程が、平均が小さいレジームと大きいレジームの間を変動する場合や、分散が小さいレジームと大きいレジームの間を変動する場合がこれにあたる。そのようなレジームの変動が起きるのであれば、異なる時期に異なる性質を示すリターンが生まれることになる。J-REITのリターンにレジームがあるのか、あるのであればどのようなレジームの変動をするのか。これらの問いを、実際のデータから推定することが本論文の目的である。

具体的に、以下では、Hamilton (1994) のマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用い、J-REITの週次超過リターンの変動を分析する。平均、自己回帰、分散が異なる二つのレジームを持つモデルを想定し、2001年9月14日から2004年10月8日まで3年間のデータについて推定を行う。¹²その結果、当該期間のJ-REITの週次超過リターンの変動は、超過リターンの分散の大小に関する二つのレジームからなる過程に従うことが示唆される。さらに、株式・債券市場の他資産で説明できないJ-REITの独自変動部分について同様の分析を行い、レジームの内容と時期についてJ-REITの超過リターン自体の場合とほぼ同様の結果を得ることを示す。これより、J-REITのレジーム・スイッチングが、J-REITへの固有のショックである可能性が高いことがわかる。そこで、レジームの変動がJ-REITとその他の資産の

図表1 J-REITの週次超過リターン



関係に影響を与えるかどうか、各レジームにおけるJ-REITの資産への回帰を行い分析する。残念ながら、いずれのレジームにせよJ-REITの独自変動の割合は大きく、レジーム変動ではJ-REITの変動の独自性を説明できないことが確認される。

本論文の構成は以下の通り。第2節では、Hamilton (1994) のマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルについて説明する。第3節では、週次データを用いて、J-REITの超過リターンを適切に表現するレジーム・スイッチング・モデルを推定し、分散の大小に関する二つのレジームを持つレジーム・スイッチング・モデルがJ-REITの週次超過リターンの変動を最も良く説明することを示す。第4節では、J-REITの独自変動のレジーム・スイッチングを推定した後、レジーム変動がJ-REITの独自変動部分を説明できるかどうか分析する。第5節で、本論文の結論を述べる。

注1 例えば、池上 (2005)、木村 (2003-2005)、川口 (2004) 等を参照。

注2 Ishijima, Takano, and Taniyama (2005) は、J-REITのTOPIXに対する日次リターンのベータについて、マルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用いた分析を行っている。Kawaguchi, Sa-Aadu, and Shilling (2004) は、米国のREIT市場についてマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用い、REITリターンのレジーム変動を分析している。

2. モデル

本論文は、Hamilton (1994) のマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用いて、J-REITの週次超過リターンの変動を

分析する。具体的には、J-REITの週次超過リターン $x_{JREIT}(t)$ について以下のモデルを分析する。

$$x_{JREIT}(t) = \theta_1(s) + \theta_2(s)x_{JREIT}(t-1) + \sigma(s)\varepsilon(t) \quad (1)$$

ここで、一般に、 $\theta_1(s)$ 、 $\theta_2(s)$ 、 $\sigma(s)$ はレジームSに依存して定まり、異なるレジームでは異なる値を取りうる係数であり、 $\varepsilon(t)$ は平均0分散1の正規分布に従う攪乱項である。

さらに、分析の単純化のためレジーム数を2 ($s=1,2$) とする。よって、例えば $\theta_1(1) > \theta_1(2)$ であるなら、レジーム1においてはレジーム2においてよりもJ-REITの超過リターンは平均的に高いことになる。また、例えば $\sigma(1) > \sigma(2)$ であるなら、レジーム1においてはレジーム2においてよりもJ-REITの超過リターンが大きく変動することになる。

以下、Hamilton (1994) に従い、観測されるJ-REITの週次超過リターンのデータ $x_{JREIT}(t)$ から、最尤法によって各レジームのパラメーター $\theta_1(s)$ 、 $\theta_2(s)$ 、 $\sigma(s)$ を推定する。具体的には、次の対数尤度を最大化する($\theta_1(s)$ 、 $\theta_2(s)$ 、 $\sigma(s)$)を求めらる。

$$L(\theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s)) = \sum_{t=1}^T \log f(x_{JREIT}(t) | s(t), \theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s))$$

ただし、ここで、●を要素ごとの積として

$$f(x_{JREIT}(t) | s(t), \theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s)) = 1^T [\hat{\xi}(t | t-1) \bullet \eta(t)]$$

$$\hat{\xi}(t | t-1) = \begin{bmatrix} \text{Prob}[s(t)=1 | X_{REIT}(t-1), \theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s)] \\ \text{Prob}[s(t)=2 | X_{REIT}(t-1), \theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s)] \end{bmatrix}$$

$$X_{REIT}(t-1) = (x_{REIT}(t-1), x_{REIT}(t-2), \dots, x_{REIT}(0))$$

$$\eta(t) = \begin{bmatrix} f(x_{JREIT}(t) | s(t)=1, X_{JREIT}(t-1), \theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s)) \\ f(x_{JREIT}(t) | s(t)=2, X_{JREIT}(t-1), \theta_1(s), \theta_2(s), \sigma(s)) \end{bmatrix}$$

$$= \begin{bmatrix} \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma(1)} \exp\left\{-\frac{(x_{JREIT}(t) - \theta_1(1) - \theta_2(1)x_{JREIT}(t-1))^2}{\sigma^2(1)}\right\} \\ \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma(2)} \exp\left\{-\frac{(x_{JREIT}(t) - \theta_1(2) - \theta_2(2)x_{JREIT}(t-1))^2}{\sigma^2(2)}\right\} \end{bmatrix}$$

$$\hat{\xi}(t|t) = \frac{\hat{\xi}(t|t-1) \bullet \eta(t)}{1^T [\hat{\xi}(t|t-1) \bullet \eta(t)]}$$

$$\hat{\xi}(t+1|t) = \begin{bmatrix} \text{Prob}(s=1|s=1), \text{Prob}(s=2|s=1) \\ \text{Prob}(s=1|s=2), \text{Prob}(s=2|s=2) \end{bmatrix} \hat{\xi}(t|t)$$

である。(Hamilton (1994) 参照)

ここで、レジーム自体は観測できないことに注意しよう。各時点tにおけるレジームがどちらのレジームなのか—例えばリターンの変動性 $\sigma(s)$ が高いレジームなのか低いレジームなのか—は、直接観察できることではなく、あくまで観察されるJ-REITの週次超過リターンのデータ系列 $\{x_{JREIT}(t)\}$ から推定されなければならない。言い換えるなら、J-REITの週次超過リターンの変動のあり方がある時期からある時期にかけて変化していなかったかどうか（レジームが変化していなかったかどうか）、データに語るるのである。以下では、レジーム・スイッチング・モデルのこのような特性を利用して、J-REITのレジームをデータから推定することにする。

3. J-REITリターンの レジーム・スイッチング

本論文では、2001年9月14日から2004年10

図表2 レジーム・スイッチング・モデルの推定結果
(係数に制約を置かない場合)

	係数値	標準誤差	P-値
$\theta_1(1)$	0.0027	0.0027	0.3291
$\theta_1(2)$	0.0034	0.0011	0.0020
$\theta_2(1)$	0.1196	0.1157	0.3016
$\theta_2(2)$	0.0562	0.1452	0.6987
$\sigma(1)$	0.0205	0.0026	0.0000
$\sigma(2)$	0.0079	0.0010	0.0000

月8日までの3年間の週次の超過リターンを用いて分析を行う。各期オーバーナイト有担保コールの投資期間収益率をその期の無リスク利子率とし、各時点tにおけるQuick J-REITインデックス（配当込み）の対数収益率から同時点tにおける無リスク利子率を引いた値をJ-REITの超過リターンとして $x_{JREIT}(t)$ と定義する。

最初に、係数 $\theta_1(s)$ 、 $\theta_2(s)$ 、 $\sigma(s)$ に制約を置かずに (1) 式を推定した結果を示す (図表2)。

Akaike情報基準 (Akaike information criterion) は -5.6021、Schwartz 基準 (Schwartz criterion) は -5.4470であった。ここで、 $\theta_1(2)$ (レジーム2におけるJ-REIT超過リターンの平均) 以外は、超過リターンの平均に関わる係数 θ は0と有意に異なることが確認される。一方、超過リターンの分散を表す係数 $\sigma(1)$ および $\sigma(2)$ は1%水準で有意に0と異なる。また、 $\sigma(1)$ と $\sigma(2)$ が等しいという帰無仮説は有意水準1%で棄却され、 $\sigma(1)$ は $\sigma(2)$ よりも有意に大きい。^{注3}

この結果から、J-REITの週次超過リターンの変動が、異なる性質を持つ複数のレジームに分かれると考えてよいことがわかる。また、そのレジームは、超過リターンの平均に関するレジームではなく、分散すなわ

図表3 レジーム・スイッチング・モデルの推定結果
(制約 $\theta_1(1)=\theta_1(2)$ 、 $\theta_2(1)=\theta_2(2)$ を置いた場合)

	係数値	標準誤差	P-値
$\theta_1(1)$	0.0032	0.0010	0.0019
$\theta_1(2)$	同上	同上	同上
$\theta_2(1)$	0.0922	0.0830	0.2663
$\theta_2(2)$	同上	同上	同上
$\sigma(1)$	0.0204	0.0027	0.0000
$\sigma(2)$	0.0079	0.0010	0.0000

ち変動の度合いの大小に関するレジームであることが強く示唆される。

注3 レジーム・スイッチング・モデルの推定に関するこのような検定は、すべてWald検定によって行った。

この点を確認するため、さらに以下では係数 $\theta_1(s)$ 、 $\theta_2(s)$ 、 $\sigma(s)$ に幾つかの制約を置いた分析を行い、各モデルの適合性を比較する。適合性の評価は、Akaike情報基準およびSchwartz 基準を用いて行う。まず、(1)式に $\theta_1(1)=\theta_1(2)$ および $\theta_2(1)=\theta_2(2)$ という制約を置いた(2)式を考える。これは、J-REITの超過リターンは自己回帰AR(1)に従うが、レジームを区別するのは分散 $\sigma(s)$ に関する違いのみであると仮定することを意味する。

$$x_{JREIT}(t) = \theta_1 + \theta_2 x_{JREIT}(t-1) + \sigma(s)\varepsilon(t) \quad (2)$$

(2) 式の推定結果を図表3に示す。

Akaike情報基準は-5.6263、Schwartz 基準は-5.5100で、係数に制約がない(1)式の場合に比べて若干改善した。J-REIT超過リターンの平均 θ_1 は有意に正だが、自己回帰の度合い θ_2 は有意に0とは異なる。一方、超過リターンの分散 $\sigma(1)$ および $\sigma(2)$ の値は(1)式の場合とほぼ同じであり、かつ有意

図表4 レジーム・スイッチング・モデルの推定結果
(制約 $\theta_1(1)=\theta_1(2)$ 、 $\theta_2(1)=\theta_2(2)=0$ を置いた場合)

	係数値	標準誤差	P-値
$\theta_1(1)$	0.0035	0.0010	0.0002
$\theta_1(2)$	同上	同上	同上
$\theta_2(1)$	0(仮定)	-	-
$\theta_2(2)$	0(仮定)	-	-
$\sigma(1)$	0.0210	0.0023	0.0000
$\sigma(2)$	0.0080	0.0010	0.0000

水準1%で0と異なる。 $\sigma(1)$ と $\sigma(2)$ が等しいという帰無仮説も有意水準1%で棄却され、 $\sigma(1)$ は $\sigma(2)$ よりも有意に大きいことが確認される。

この結果から、J-REITの超過リターンにおいては自己回帰の影響が見られないことが示唆されるので、さらに係数 θ_2 が0であるという条件を加え、 $\theta_1(1)=\theta_1(2)$ および $\theta_2(1)=\theta_2(2)=0$ という制約のもと、次の(3)式を推定する。

$$x_{JREIT}(t) = \theta_1 + \sigma(s)\varepsilon(t) \quad (3)$$

(3) 式の推定結果は以下(図表4)で与えられる。

Akaike情報基準は-5.6312、Schwartz 基準は-5.5343となり、(1)(2)式に比べて若干ながらさらに改善する。また、表からほぼ明らかのように、係数は全て有意水準1%で0と異なることが確認され、 $\sigma(1)$ は $\sigma(2)$ よりも有意に大きい。(1)-(3)式の推定結果を通じて分散 $\sigma(1)$ 、 $\sigma(2)$ の値はほぼ同一かつ有意であり、これらからもJ-REITの週次超過リターンの変動が、分散の異なる複数のレジームからなることが示唆される。

確認のため、分散は一定だが平均が異なるというレジーム・スイッチングにJ-REIT

図表5 レジーム・スイッチング・モデルの推定結果
(制約 $\sigma(1)=\sigma(2)$ を置いた場合)

	係数値	標準誤差	P-値
$\theta_1(1)$	0.0072	0.0027	0.0080
$\theta_1(2)$	0.0005	0.0027	0.8589
$\theta_2(1)$	0.6364	0.1924	0.0009
$\theta_2(2)$	-0.2708	0.1155	0.0190
$\sigma(1)$	0.0128	0.0009	0.0000
$\sigma(2)$	同上	同上	同上

の超過リターンが従うと仮定してモデルを推定する。まず、(1) 式に $\sigma(1)=\sigma(2)$ という制約を置いた次の (4) 式を推定する。

$$x_{JREIT}(t) = \theta_1(s) + \theta_2(s)x_{JREIT}(t-1) + \sigma\varepsilon(t) \quad (4)$$

(4) 式の推定結果は図表5の通りである。

ここで、Akaike情報基準は-5.5458、Schwartz 基準は-5.4101で、(1) - (3) 式の全てに対し劣る結果となる。分散 σ は、分散にレジーム・スイッチがあるとした場合の $\sigma(1)$ と $\sigma(2)$ のほぼ中間の値となり、ここでも有意水準1%で0と異なる。一方、平均に関しては、 $\theta_1(2)$ (レジーム2におけるJ-REIT超過リターンの平均) 以外の係数が、0と有意水準1から3%で異なることが確認される。

さらに、 $\sigma(1)=\sigma(2)$ に加えて $\theta_2(1)=\theta_2(2)=0$ という制約を課した (5) 式推定する。

$$x_{JREIT}(t) = \theta_1(s) + \sigma\varepsilon(t) \quad (5)$$

(5) 式の推定結果は図表6の通りである。

ここで、Akaike情報基準は-5.5178、Schwartz 基準は-5.4209であり、Akaike情報基準で (4) 式に劣る一方Schwartz 基準では優ることになるが、いずれにせよ (1) -

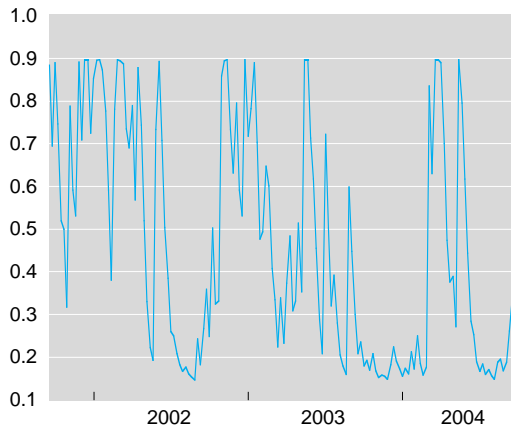
図表6 レジーム・スイッチング・モデルの推定結果
(制約 $\theta_2(1)=\theta_2(2)=0, \sigma(1)=\sigma(2)$ を置いた場合)

	係数値	標準誤差	P-値
$\theta_1(1)$	0.0376	0.0097	0.0001
$\theta_1(2)$	0.0014	0.0014	0.3282
$\theta_2(1)$	0(仮定)	-	-
$\theta_2(2)$	0(仮定)	-	-
$\sigma(1)$	0.0130	0.0008	0.0000
$\sigma(2)$	同上	同上	同上

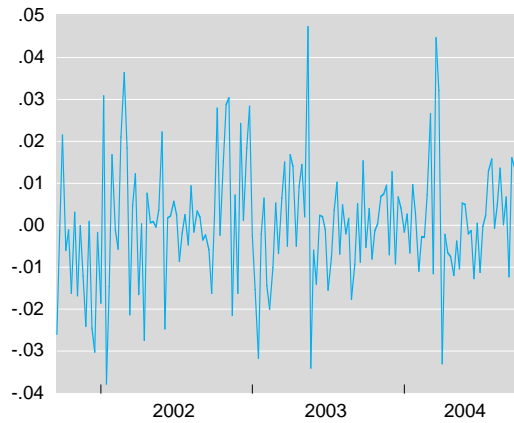
(3) 式の全てに対して劣る結果となる。(4) 式の結果同様、分散 σ は分散にレジーム・スイッチがあるとした場合の $\sigma(1)$ と $\sigma(2)$ のほぼ中間の値となり、有意水準1%で0と異なる。一方、平均に関しては、J-REIT超過リターンの平均値が高いレジームを有意な $\theta_1(1)$ で拾っているが、 $\theta_1(2)$ は有意に0とは異なることが確認される。

これら (4) (5) 式の結果は、平均に関わる係数 θ の多くが有意に0とは異ならなかった (1) 式の場合と対照的であろう。しかしながら、J-REITの超過リターンの系列をプロットした図表1から超過リターンの分散が大きい期間と小さい期間が明らかに見て取れるように、本来分散に関するレジームの変化が、分散を一定としてモデルを適合させるため、平均に関するレジームの変化にしわ寄せされてこのような結果が得られた可能性が高い。事実、レジーム・スイッチングは分散のみで平均に関するレジーム・スイッチングが無いと仮定して推定された (2) (3) 式では、(1) 式の結果と比較しても分散の推定値やP-値は安定しており、平均に関するレジーム・スイッチングを排除した影響は観察されない。Akaike情報基準とSchwartz 基準で比較すれば、平均に関する係数を0とした方がむしろモデルの適合度

図表7 レジームが1(分散大)である確率(超過リターン)



図表8 J-REITの独自変動部分



は改善している。

これらの結果から、J-REITの週次超過リターンは、(平均ではなく)分散の異なる二つのレジームの間のスイッチングを伴う変動に従っていたと考えられる。そこで、本論文では、Akaike情報基準およびSchwartz基準の双方で最も適合度の高かった(3)式を、J-REITの週次超過リターンを表す分散に関するレジーム・スイッチングとして選択する。そして、(3)式の推定結果を基に、J-REIT週次超過リターンのレジーム・スイッチングの原因を考察することとする。

4. J-REITの独自変動との関係

レジームは直接観察できない。だが、レジーム・スイッチング・モデルの結果を利用すれば、各時点においてどちらのレジーム起きていたか、その確からしさをモデルから推定することができる。すなわち、J-REITの超過リターンが実現したとき、どち

らのレジームが起こっている可能性がどのくらい高いかを、データに語らせることができる。

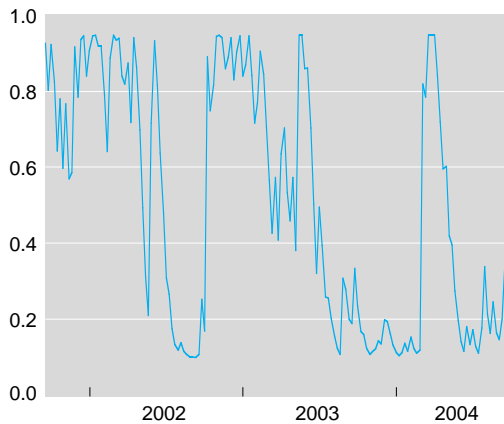
実際、(3)式のモデルにおいて超過リターンの分散が大きいレジームをレジーム1、小さいレジームをレジーム2とすると、各時点がレジーム1にある確率を推計結果から求めれば図表7のように表される。(縦軸の高さが、レジームが1である確率を表す。時間の経過と共にレジームが変動していることがわかる。)

本節では、このように推定される各期におけるレジームを利用して、レジームが1になる(すなわちJ-REITの超過リターンの分散が増大する)という現象が、いかなる要因によって引き起こされた可能性があるかを考察する。

4.1 J-REITの独自変動とレジーム・スイッチ

株式・債券市場で取引されている其他資産の超過リターンに対し、J-REITの超過リターンは独自に変動している割合が大きいことは、既存研究で報告されている。そこで、その他の資産のリターンの変動では

図表9 レジームが1(分散大)である確率(独自変動部分)



説明できないJ-REITリターンの独自変動部分がどのような動きをしているか、上記同様のレジーム・スイッチング・モデルを用いて推定した。^{注4}

図表8と図表1を比べると似通っていることがわかる。これから予想されるように、レジーム・スイッチング・モデルの推定結果は超過リターンに関する上記分析とほぼ一致し、J-REITの独自変動部分も分散に関するレジーム・スイッチングを持ち、Akaike情報基準およびSchwartz 基準で最も適合度の高いモデルが(3)式に対応するものになった。さらに、独自変動部分の分散が大きいレジームをレジーム1、小さいレジームをレジーム2とすると、各時点がレジーム1にある確率をグラフに表せば図表9のようになる。

完全には一致しないものの、図表4と図表2の傾向はかなり似通っている。この点から、前節で観察したJ-REITの週次超過リターンのレジーム・スイッチングの要因が、J-REITの独自変動のレジーム・スイッチングでもあることが示唆される。言い換えるなら、J-REIT市場に固有のショックが、J-

REITの超過リターンのレジーム・スイッチングを生み出す要因である可能性が高いと考えられる。

注4 大橋・紙田・森(2003)、大橋・紙田・永井(2004)同様、東証指数(一部、配当込み)、東証指数(二部、配当込み)、東証業種指数(電力・ガス、配当込み)、野村BPI総合指数の対数収益率から無リスク利率を引いた値を各々の超過リターンとし、これらの変数の超過リターンに対してJ-REITの超過リターンを回帰した残差をJ-REITの独自変動部分とした。

4.2 各レジームにおけるJ-REITと他資産の関係

もしも、他の株式や債券にはあまり影響を与えないJ-REIT固有のショックがレジームの変化をもたらすなら、異なるレジームでJ-REITとその他の資産との関係が変化するであろうか。特に、一方のレジームではJ-REITとその他の資産が比較的強い関係を持っているにも関わらず、他方のレジームに移るとレジームをスイッチさせるJ-REIT固有のショックのせいでJ-REITとその他の資産との関係が弱められる、ということが生じているであろうか。^{注5}この点を調べるため、他資産の超過リターンが同時点のJ-REITの超過リターンに対しどれだけ説明力を持っているか、異なるレジームに関して求めて比較してみよう。

各時点において、レジームがJ-REITの週次超過リターンの分散が大きいレジーム1である確率は図表7で与えられている。ここで、まず、各時点において与えられるこの確率が50%以上であるならその時点レジーム1、50%未満であるならその時点レジーム2に分類する。このように決められた各レジ

図表10 異なるレジームにおけるJ-REITの他資産への回帰
 (レジーム1=レジーム1の確率が50%以上、レジーム2=それ以外)

レジーム1	係数	標準誤差	t-値	P-値	R ²
TOPIX	0.0132	0.1231	0.1070	0.9151	0.1500
TOPIX2	0.3267	0.1321	2.4728	0.0162	修正R ²
BPI_SOGO	1.1127	1.0106	1.1010	0.2752	0.0951
UTILITY	-0.0502	0.1307	-0.3844	0.7020	
定数項	0.0009	0.0027	0.3506	0.7270	

レジーム2	係数	標準誤差	t-値	P-値	R ²
TOPIX	0.0409	0.0425	0.9618	0.3389	0.0660
TOPIX2	0.0221	0.0463	0.4764	0.6350	修正R ²
BPI_SOGO	0.4694	0.2740	1.7133	0.0903	0.0225
UTILITY	0.0562	0.0622	0.9022	0.3695	
定数項	0.0037	0.0008	4.5149	0.0000	

ームごとに、J-REITの超過リターンを他資産の超過リターンに回帰し、レジームごとに比較した結果が以下（図表10）で与えられる。

両者の結果を比較すると、超過リターンの分散が大きいレジーム1ではJ-REITに対しTOPIX2が有意な説明力を持ち、分散が小さいレジーム2ではJ-REITに対しBPI_SOGO2が有意な説明力を持つという違いがある。^{注6}しかしながら、決定係数（R²）等で評価した他資産によるJ-REITの説明力は両者とも低く、レジーム2で非常に低くなっている。この結果を見る限り、一方のレジームではJ-REITとその他の資産が比較的強い関係を持っているが、他方のレジームに移るとレジームをスイッチさせるJ-REIT固有のショックのせいで関係が弱められる、といった現象が起きているとは思えない。

確認のため、各時点において与えられるレジーム1の確率が75%以上である場合と、25%未満である場合について同様の回帰を行い、異なるレジームにおけるJ-REITと他

資産の関係を探ってみた。その結果、確率が75%以上である場合においては、TOPIX2のみが有意であるという傾向は変わらず、決定係数等に若干の改善が見られた。（決定係数0.2613、修正決定係数0.1558）一方、確率が25%未満である場合においては、決定係数は若干改善するものの、（決定係数0.1731、修正決定係数0.1056）J-REITに有意な影響を与える変数はなくなってしまった。

いずれにせよ、以上の結果からは、J-REITに関するレジームの違いはJ-REITと他資産の関係にはあまり影響を与えず、そもそも他資産とは独立に変動するJ-REITのレジームが固有のショックによって変化するだけで、どちらのレジームをとってもやはりJ-REITの独自変動は大きいことが強く示唆された。このことから、レジームの変化はJ-REIT固有のショックである可能性が高いものの、J-REITと他資産の関係を変化させるものとは言い難いと考えられる。

注5 J-REITと他資産の関係は、必ずしもこのよ

うな関係でなければならないわけではないことに注意せよ。

注6 J-REIT市場開設当初のJ-REITとTOPIX2との強い相関の反映と思われる。

4.3 J-REIT固有のショック?

J-REITだけに影響を与えるJ-REIT固有のショックは何であろうか。上記の分析からは、それが主としてリターンの分散に影響を与えるショックであるという結果が出ている。図表1を見ると、そのショックの影響は比較的短期間に終息するように見える。そこで考えられる一つの可能性が、J-REITに対する一時的な需要の変動である。

わが国において、J-REITは新しく組成可能となった金融商品であり、2001年の市場開設以降その扱いをめぐってさまざまな制度上の改正や、それに伴う投資家行動の変化が起きている。例えば、2002年12月には、J-REITの収益が銀行の業務純益に計上可能となり、その後の銀行によるJ-REIT購入需要が喚起されることとなった。2003年4月には、東証がJ-REIT指数の公表を開始した一方、日銀によるJ-REITの購入が議論された。2003年6月にはMSCIがJ-REIT2社を指数に採用し、7月にはJ-REITのファンド・オブ・ファンズが解禁された。

J-REITへの投資家動向を見れば、これらの制度上の変化に伴い、銀行と投資信託がJ-REITの保有割合を増やす傾向にあるものの、その需要はこれまでしばしば大きく変動している。その理由はさまざまあろうが、決算目的に保有するJ-REITを売却する地方銀行や、設定に伴いJ-REITを大量購入する投資信託等、制度的な事情に基づく理由での取引について耳にすることは多い。市場規模が時価総額が2兆円を越えたといっ

ても、規模の大きな企業の株式とは異なり、個々のJ-REITの取引金額は比較的小さく、数百万円から数千万円程度の売買で取引価格は簡単に動いてしまう。機関投資家からのちょっとした注文があるだけで、J-REITの価格は容易に大きく変動するのである。

このような状況は、マーケット・インパクトの問題として、ある意味小型株の市場に共通する問題であろう。レジームを変化させるJ-REIT固有のショックが、短期的な需給バランスの変動でどこまで説明できるかは不明であり、需要データの利用可能性から解明は容易ではないかも知れないが、一つの可能性として分析対象とする余地はあると思われる。

5. 結論

本論文では、Hamilton (1994) のマルコフ・レジーム・スイッチング・モデルを用いて、J-REITの週次超過リターンの変動を分析した。具体的には、J-REITの週次超過リターンについて平均、自己回帰、分散が異なる2つのレジームを持つモデルを想定し、2001年9月14日から2004年10月8日まで3年間のデータを用いて推定した。

Akaike情報基準およびSchwartz基準を用いた評価では、分散だけにレジームが存在するモデルの適合度が最も高くなった。このことから、当該期間のJ-REITの週次超過リターンの変動は、複数のレジームからなる過程に従うこと、またそのレジームは超過リターンの平均に関するレジームではなく分散(すなわち変動の度合い)の大小に関

するレジームであることが強く示唆された。

レジーム・スイッチングを引き起こす原因を探るため、J-REITの独自変動部分（J-REITの超過リターンを株式・債券の諸変数の超過リターンに回帰した残差）について同様の分析を行ったところ、J-REITの超過リターンと独自変動部分は非常に似通った動きをしていることが確かめられた。これから、J-REITのレジーム・スイッチングの原因が、J-REITへの固有のショックである可能性が高いことがわかる。そこで、レジームの変動がJ-REITとその他の資産の關係に影響を与えるかどうか、レジームごとにおけるJ-REITの資産への回帰を行い分析したが、結果としては、いずれのレジームにせよJ-REITの独自変動の割合は大きく、レジーム変動ではJ-REITの変動の独自性を説

明できないことが確認された。

J-REIT超過リターンのレジーム・スイッチの原因としては、主として機関投資家による一時的な需給バランスの変動の可能性が議論された。このようなレジーム・スイッチの原因の解明もさることながら、J-REITの変動要因の理解にはそれ以外の独自変動部分の解明が必要であり、今後の重要な課題である。

おおはし・かずひこ

●1963年生まれ。86年一橋大学経済学部卒業。93年マサチューセッツ工科大学(MIT)スローン経営大学院にて経営学(ファイナンス)Ph.D.取得後、マギル大学・スタンフォード大学・シカゴ大学ビジネススクール客員研究員、筑波大学・一橋大学商学部講師・助教授を経て、99年より一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授。証券の創造(Securities Innovation)に関する理論的研究を中心に学術雑誌および専門書に論文を掲載。著書に「証券化の知識」(日本経済新聞社)、共訳書に「資産価格の理論」(創文社)等。日本ファイナンス学会理事。

参考文献

- ・ Ishijima, H., E. Tanaka, and T. Taniyama (2005) "The Growth Optimal Asset Pricing Model under Regime Switching: With an Application to J-REITs," Proceedings of the 7th JAFEE International Conference, 190-218
- ・ Hamilton, J. D., Time Series Analysis, (1994) Princeton University Press, Princeton, New Jersey, U.S.A.
- ・ Kawaguchi, Y., J.Sa-Aadu and J.D. Shilling (2004) "Return Premium to REIT Leverage," mimeo, Waseda University
- ・ 池上徹「J-REITパフォーマンスの分析と考察—既上場J-REIT銘柄と他資産とのリスク／リターン分析と比較—」(2005) Mizuho Securities Real Estate Market Report No.116 05/5 IV節
- ・ 大橋和彦、紙田純子、森政治「J-REITのリスク・リターン分析—市場開設から2000年3月までの週次データによる分析—」(2003) 国土交通政策研究第27号
- ・ 大橋和彦、紙田純子、永井輝「J-REITのリターンの分析—2001年9月から2004年3月までの週次データによる分析—」(2004) 国土交通政策研究第36号
- ・ 川口有一郎「不動産市場投資の現状と課題—代替資産から新たな基本資産へ—」(2004) 証券アナリストジャーナル11月号、6-19
- ・ 木村誠宏「不動産投信取引データ」(2003-2005) 野村證券株式会社リサーチレポート

不動産証券化に関する 会計・税務の実務上の論点 ⑥

投資法人・特定目的会社の 投資家における税務上の論点

プライスウォーターハウスクーパース税理士法人中央青山
金融部マネージャー

中村 賢次



投資法人の投資口に投資する投資家や、特定目的会社の特定出資、優先出資証券（以下、「優先出資証券等」）に投資する投資家における税務上の主な論点としては、投資法人において利益超過分配が行われた場合のみなし配当課税とみなし譲渡損益の課税および不動産化体株式の譲渡益課税等が挙げられます。不動産化体株式については本シリーズの第4回「投資法人、特定目的会社における税務上の論点」でも少しご説明しましたが、今回、さらに詳しくご説明いたします。

投資法人における 利益超過分配

投資法人は投資信託及び投資法人に関する法律（以下、「投信法」）上、利益を超えて配当を行うことが認められていますが、利益を超える額は通常の利益の配当ではなく、「投資口の消却を伴わない出資の払戻し」として取り扱われます。その場合、投資家

の投資口の取得価額や投資法人における加算留保項目の額によっては、投資家にみなし配当や譲渡損益が生じる可能性があります。この場合の「利益」とは、会計上の利益をさします。

みなし配当の計算

利益超過分配（出資の払戻し）が行われた場合のみなし配当は次頁の計算式で計算されます。

なお、各事業年度の会計上の利益と租税特別措置法に規定される配当可能所得が完全に一致する場合には、利益超過分配直前の資本等の金額と前事業年度終了時の税務上の純資産額が一致するためみなし配当は生じません。また、上記の算式による所有投資口に対応する資本等の金額が利益超過分配金額を超える場合もみなし配当は生じません。

みなし譲渡損益の計算

みなし配当の計算後、投資家は譲渡損益

みなし配当の計算

$$\begin{aligned} \text{みなし配当} &= \text{利益超過分配の額} - \text{所有投資口に対応する資本等の金額}^{\ast} \\ \text{※所有投資口に対応する資本等の金額} &= \text{投資法人の利益超過分配直前の税務上の資本等の金額} \times \text{一定割合}^{\ast\ast} \times \text{各投資家の利益超過分配直前の所有投資口数} / \text{投資法人の利益超過分配直前の発行済投資口総数} \\ \text{※※一定割合} &= \frac{\text{投資法人の利益超過分配総額}}{\text{投資法人の税務上の前期末純資産価額}^{\ast\ast\ast}} \quad (\text{小数点以下3位未満切り上げ}) \end{aligned}$$

※※※前期末から利益超過分配直前の時までの間に税務上の資本等の増減がある場合にはその金額を加減算した金額

みなし譲渡損益の計算

$$\begin{aligned} \text{譲渡原価の額} &= \text{利益超過分配直前の投資口の帳簿価額} \times \text{一定割合}^{\ast\ast} \\ \text{※※一定割合} &= \frac{\text{投資法人の利益超過分配総額}}{\text{投資法人の税務上の前期末純資産価額}^{\ast\ast\ast}} \quad (\text{小数点以下3位未満切り上げ}) \end{aligned}$$

※※※前期末から利益超過分配直前の時までの間に税務上の資本等の増減がある場合にはその金額を加減算した金額

を計算するために譲渡原価を計算しなければなりません。譲渡原価は上の計算式で計算されます。

みなし配当およびみなし譲渡益が生じる可能性

例えば個人投資家が、各6カ月ごとの計算期間に利益超過分配金の支払いを受け取り、みなし配当およびみなし譲渡益が生じる場合、それぞれ配当所得および譲渡所得等と

して所得税の課税対象となります。

2003年度の税制改正前は、上述の一定割合の計算においては小数点以下第1位未満切り上げと定められていたことから、一定割合の実額が10%未満であっても、切り上げにより10%となり、所有投資口に対応する資本等の金額が利益超過分配金額を超える可能性が高いと考えられていました。したがって、利益超過分配を行った場合において、投資家で譲渡損は発生するものの、み

なし配当が発生する可能性はきわめて低いと考えられていました。

しかしながら、2003年度の税制改正により一定割合が小数点以下第3位未満切り上げと規定されたことから、少額の利益超過分配でも投資家に譲渡損益やみなし配当が発生する可能性が高くなりましたので、利益超過分配にあたっては、より注意が必要となりました。

不動産化体株式の 譲渡益課税

従来の取り扱い

非居住者または外国法人が、国内に存する土地等の不動産を譲渡した場合には、その譲渡時において譲渡対価に対し所得税10%の源泉徴収が行われます。また、その非居住者または外国法人が日本国内に恒久的施設を有するか否かに関わらず、その譲渡による所得は所得税または法人税の課税対象となり、所得税または法人税の課税所得に含まれます。源泉徴収された税額は、申告納付すべき所得税または法人税から控除することができます。

改正の趣旨

従来、不動産関連法人の発行する株式（以下、「不動産関連株式」）を譲渡した場合には、当該譲渡が事業譲渡類似に該当しない限りは課税対象とされていませんでしたが、2005年度の税制改正において、不動産関連株式および不動産関連特定信託の受益権（以下、「不動産関連受益権」）の一定の譲渡についても不動産の譲渡と同様に所得税または法人税の課税対象に加えられるこ

ととなりました（ただし、不動産の譲渡と異なり源泉徴収の対象となる所得には含まれませんので、所得税の源泉徴収はありません）。これは、非居住者および外国法人の近年の日本国内への投資においては、不動産に直接投資するだけではなく、不動産に投資する法人を設立し、その法人を通じて投資する事例が増えてきていることを踏まえ、不動産を譲渡した場合と不動産に投資する法人の株式を譲渡した場合の課税の公平を図ることを目的とするものです。

規定の内容

1. 適用対象となる不動産関連法人および不動産関連特定信託

不動産関連法人および不動産関連特定信託は以下のように定義されます。以下において、50%以上であるかどうかの判定は、不動産関連株式または不動産関連受益権の譲渡時において行われます。

①不動産関連法人の定義

その有する資産の価額の総額のうちに次に掲げる資産の価額の合計額の占める割合が50%以上である法人をいう。

- (イ) 国内にある土地等
- (ロ) 不動産関連受益権
- (ハ) その有する国内にある土地等もしくは不動産関連受益権または他の不動産関連株式の価額の合計額が資産総額の50%以上である法人の株式

②不動産関連特定信託の定義

その信託財産に属する資産の価額の総額のうちに次に掲げる資産の価額の合計額の占める割合が50%以上である特定信託をいう。

- (イ) 国内にある土地等
- (ロ) 不動産関連株式

(ハ) その信託財産に属する国内にある土地等もしくは不動産関連株式または他の不動産関連受益権の価額の合計額が信託財産に属する資産総額の50%以上である特定信託の受益権

2. 適用対象となる譲渡の種類

非居住者または外国法人による不動産関連株式または不動産関連受益権（以下、合わせて「不動産化体株式等」）の譲渡のうち、次の譲渡に係る所得について適用されます。以下において、5%超、2%超であるかどうかの判定は、非居住者についてはその譲渡があった日の属する年の前年末日、外国法人についてはその譲渡があった日の属する事業年度の開始の日の前日において行われます。

①証券取引所に上場されている不動産化体株式等の場合

不動産化体株式等の特殊関係株主または特殊関係受益権者（以下、合わせて「特殊関係株主等」）が、その発行済株式等の総数またはその受益権の総口数（以下、合わせて「発行済株式等総数」）の5%超を所有し、その譲渡をした非居住者等が特殊関係株主等である場合のその譲渡

②上記①以外の不動産化体株式等の場合

不動産化体株式等の特殊関係株主等が、その発行済株式等総数の2%超を所有し、その譲渡をした非居住者等が特殊関係株主等である場合のその譲渡

3. 適用開始時期

非居住者については平成18年以後の年の所得税、外国法人については平成17年4月1日以後に開始する事業年度の法人税から適

用されます。

投資法人・特定目的会社の投資家への影響

主として不動産に投資する不動産投資法人の投資口や主として不動産に投資する特定目的会社の優先出資証券等は不動産化体株式等の範囲に含まれることになります。したがって、不動産投資法人の投資口や不動産に投資する特定目的会社の優先出資証券等に投資する非居住者または外国法人が、その投資口、優先出資証券等を譲渡した場合において、その譲渡が上記に記載した一定の譲渡に該当する場合には、その非居住者または外国法人が日本国内に恒久的施設を有するか否かに関わらず、その譲渡による所得について所得税または法人税の申告が必要となります。

証券取引所に上場している不動産投資法人の投資口については、非居住者または外国法人たる投資家が発行済投資口総数の5%超を保有し本規定の影響を受けるケースはあまりないと考えられますが、特定目的会社は非上場であることから、その優先出資証券等の2%超を非居住者または外国法人たる投資家が保有していることも多く、本規定の適用の有無について注意が必要です。

なかむら・けんじ

ブライズウォーターハウスクーパース税理士法人中央青山 金融部マネージャー。金融機関、不動産会社等に対してJ-REITその他投資ファンドの組成・運営、証券化等に関する税務コンサルティングに従事。主な著書は「証券化の税務」「集団投資スキームの会計と税務」「不動産投信の実務」ほか。
TEL：03-5251-2400（代表）／03-5251-2589（直通）

投資分析 入門の入門

第3回

リターン～率と平均の落とし穴～

三井不動産株式会社
S&E総合研究所兼不動産投資研究所
主任研究員

内藤 伸浩



前2回（「ARES」第16号、第17号）では、現在価値と内部収益率について検討しました。どちらも資金の時間的価値に着目した投資採算指標ですが、前者は「額」、後者は「率」によって評価するものでした。今回は、本連載の締めくくりとして、両者の共通の基礎となり、非常に幅広い意味をもつ「リターン（return）」について検討します。

1. リターンの多様性

■リターンとは

「リターン（return）」という英語は、今では極めて一般的な日本語として使われています。リターンに対応する‘やまとことば’あるいは漢語は「もうけ」「見返り」「収益」「報酬」などです。

しかしよく使われる言葉である一方で、その使われ方はまちまちです。「もうけ」は企業会計では利益と表現されますが、営業利益、経常利益、税引前純利益、税引後純利益などさまざまです。またペーパー・ロスである減価償却費などを控除する前の現金収入（キャッシュ・イン）を指すこともしばしばです。

現在価値も内部収益率も、投資とその結果得られるリターンを分析する手法です。その際、投資額は一義的に測定され判断の入り込む余地はありませんが、リターンにはいくつかの選択肢があります。

■米国における稼得概念

キャッシュフローを基礎にした経営分析や投資分析が盛んな米国では、図表1に示す

図表1 米国における主な稼得(Earnings)概念

略語	内容	意味
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	営業収益－費用（支払利息・税金を除く） 【≒営業利益】
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	EBIT＋減価償却費・償却費
EBIAT	Earnings Before Interest After Taxes	EBIT×（1－実効税率）

ような稼得（Earnings）概念が使われています。

EBITは営業利益にほぼ等しい概念ですが、営業利益に受取利息や受取配当を加えたものと定義する場合があります。

EBITDAは、「イービットディーエー」あるいは「イービットダー」と呼ばれ、EBITにペーパーロスである有形固定資産の減価償却費（depreciation）および無形固定資産の償却費（amortization）を加えたものです。

EBIATは、税引後の営業利益ともいわれ、日本ではなじみの薄い概念ですが、米国ではM&Aにおける企業価値評価の際に、当該企業が生み出すキャッシュフローを求める基礎としてよく利用されます。ただしそれは財務会計報告書にでてくる利益項目や費用項目を足したり引いたりするだけでは求められず、まず法人実効税率を求め、それを1から控除して得た数字をEBITに乗ずることで算出します。

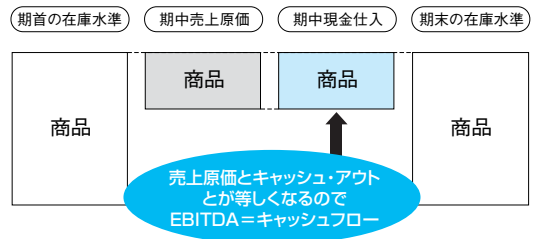
■EBITDAとキャッシュフロー

EBITDAは営業活動によって生じるキャッシュフローに近いものとして利用されることが多いようです。日本でもEBITDAを使った分析をしばしば見かけるようになりました。

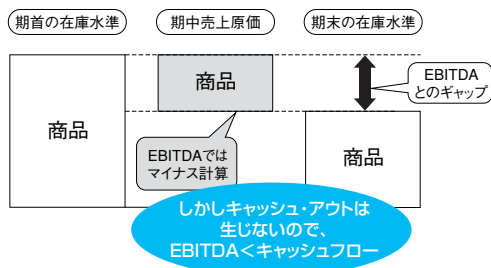
しかしEBITDAは営業活動に伴うキャッシュフローそのものではありません。たとえばEBITDAの算出では、その計算期間中に売れた分の商品在庫について補充をしてもしなくても売上原価として控除します。しかし商品が売れたからといってその原価と同額の現金支出（キャッシュ・アウト）が生じるわけではありません（図表2-1）。商品の売上原価と等しい現金仕入れを行ってはじめて同額のキャッシュ・アウトが生じるのです（図表2-2）。反対に、もし売れた分以上の仕入れを行って商品在庫を積み増したとしてもEBITDAには反映されないために、積み増した分だけEBITDAとキャッシュフローとの間にギャップが生じます（図表2-3）。

結局EBITDAとキャッシュフローとが等しくなるためには、期首と期末とで商品在庫が同一水準に保たれていることが必要で

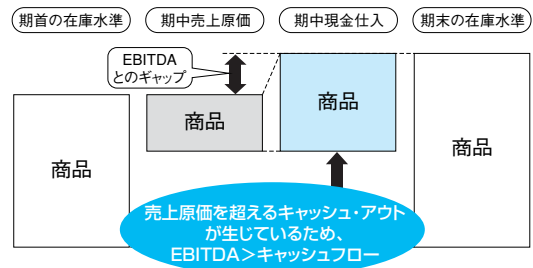
図表2-2 商品在庫水準を維持した場合



図表2-1 商品在庫の補充を全くしなかった場合



図表2-3 商品在庫を積み増した場合



す。これは商品在庫だけではなく売掛金や未収金などについても同様です。さらに買掛金や未払金などの水準についても同じです。

つまり商品・売掛金・未収金などの流動資産から買掛金・未払金などの流動負債を差引いた正味運転資本 (net working capital) の水準が全く変化しないかぎり EBITDA は営業活動に伴うキャッシュフローに一致しますが、正味運転資本の水準が変化していれば、その分、EBITDA とキャッシュフローとが食い違うことになります。

米国においても、EBITDA を使った分析をあたかもキャッシュフロー分析であるかのように扱う風潮に対しては批判があります。

とはいえ不動産投資案件では、投資によって生じる正味運転資本の変化にまで目を配らなければならないものは少ないでしょう。しかし自らショッピングセンターなどの物販業を営んだりレストランなどのサービス業を営んだりしている場合で、増床やリニューアル投資の収益性 (IRR) を評価しようとする際には、こうした正味運転資本の変化によって生じるキャッシュフローについても考慮が必要です。

■額か率か

さて投資成果としてのリターンは、実際に表現される場合と投資金額に対する比率で表現される場合とがあります。「REIT の売買で40万円もうかった」は前者であり、(投資証券の購入金額に対する)「REIT の配当利回りは年4%になる」は後者です。

一般にキャピタルゲインは額で、インカムゲインは率で表現されることが多いようです。しかし投資のリターンはキャピタルゲインとインカムゲインをあわせた総合収

益で評価するのが本来です。

第1回 (ARES16号) でご紹介した現価や年価は総合収益を額として表現する方法であり、第2回 (ARES17号) で考察した内部収益率 (IRR) は率で表わすものでした。

このように一口にリターンといっても、会計ベース、キャッシュフローベース、額ベース、率ベースなどさまざまな種類があります。

2. 慎重を要する「率」の利用

このように多様なリターン概念の中で何を採用するかは、目的に応じて決定します。決算利益額を論じたい時には額としての会計利益を、投資による正味現金稼得の可能性を分析したい時には EBITDA やキャッシュフローを、投資利回りを測定するには IRR を利用します。

企業にとって利益額が大切かそれとも利益率の方が大切かという問題は永遠の課題です。高度成長期からバブル期にかけて多くの日本企業は、利益額の拡大ばかりに目を奪われて利益率の低い投資を繰り返し、安全性や収益性において脆弱な体質に陥りました。他方で株主の影響力が強い米国企業では利益率向上を重視するあまり短期的な ROA や ROE の向上策に偏り、中長期的な成長力を弱めるというパラドックスにしばしば悩んでいます。結局、額にも率にも公平に目配せをすることが大切だということですが、一般的には率の方が額に比べて変数が一つ多い分、複雑になり、より慎重な取り扱いが求められます。すなわち、

$$\text{投資利回り(率)} = \text{リターン} \div \text{投資}$$

であり、割り算が1つ加わるだけで、思わぬ落とし穴にはまることがあるので注意が必要です。

たとえば前回（ARES17号）、IRRの説明の中で述べたように、貸付型と借入型とが混在するキャッシュフローパターンをもった投資案件においては、IRRが高くても、額としての利益は取るに足らない場合があります。

■ノンリコース・ローンとリスクの増大

また最近是不動産投資事業において、ノンリコース・ローンを利用することで負債のオフバランス化をはかるとともに投資利回りの向上を図ることが多くなっています。そしてその際にレバレッジ効果によるエクイティ利回りの上昇効果に目を奪われて、多大なリスクを抱え込むことのないように注意しなければなりません。

たとえば、ある企業が毎年8億円の純収益を獲得できる収益不動産を100億円で取得し直接保有している場合には（図表3）、その投資利回りは8%です。

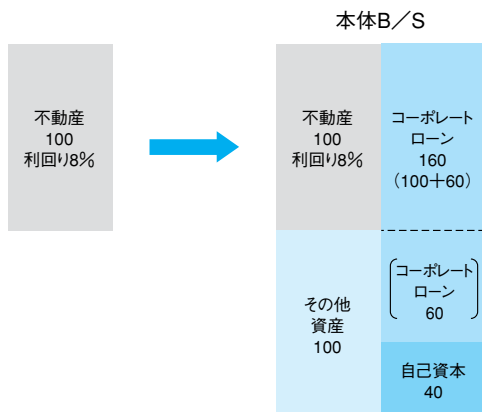
これに対して図表4のとおり、ノンリコー

ス・ローンによって取得資金の6割を金融機関（レンダー）から調達した間接保有の場合、レバレッジ効果によってエクイティ投資利回りは14% [5.6億円÷40億円] に上昇します（図表5(a)）。

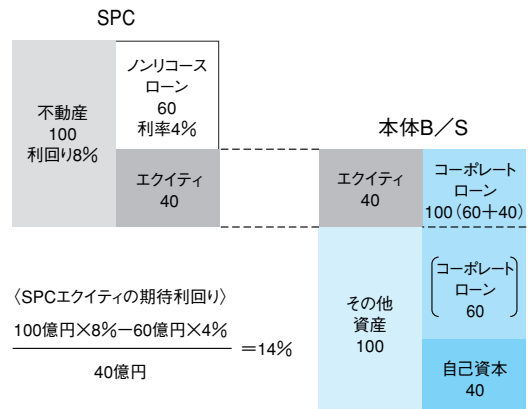
しかしSPCエクイティはfirst loss positionといわれ、その保有者は資産価値が下落したときに発生する損失の第一次的負担者となります。もしこの不動産の価値が40%下落すれば、それだけでSPCエクイティの価値は100%失われてしまいます。資産価値下落の影響が2.5倍(100%÷40%)に増幅されるわけです(図表5(b))。運用収益(インカムゲイン)についても同様です。もし不動産から得られる純収益が8億円から6億円に低下し、投資利回りが8%から6%へと▲2%下落した場合、SPCエクイティへの配当は3.6億円(6億円-2.4億円)となり、純投資利回りでは14%から9%(3.6億円÷40億円)に減少します。投資利回りの下落幅は▲5%(9%-14%)であり、直接保有していた場合の下落幅▲2%の2.5倍になります(図表5(c))。

つまりノンリコース・ローンのレバレッジ効果によって投資利回りは向上しますが、

図表3 コーポレート・ローンによる直接保有



図表4 ノンリコースローンのレバレッジを利かせたSPCエクイティによる投資（間接保有）



図表5 ノンリコースローンによるレバレッジ効果とリスクの増大

(a) 投資利回り

	純投資	純収益	ノンリコース ローンの金利	金利控除後利益	純投資利回り
直接保有	100億円	8億円	—	8億円	8%
間接保有	40億円	8億円	2.4億円	5.6億円	14%

(b) 資産価値下落 (▲40億円) の影響

	純投資 (イ)	キャピタルロス (ロ)	純投資あたりの下落率 (ロ/イ)	比
直接保有	100億円	▲40億円	40%	1
間接保有	40億円	▲40億円	100%	2.5

(c) 純収益下落 (8億円→6億円) の影響

	下落前純投資利回り (イ)	下落後純投資利回り (ロ)	純投資利回りの下落幅 (ロ-イ)	比
直接保有	8%	6%	-2%	1
間接保有	14%	9%	-5%	2.5

その代償として、投資リスクが増大することをよく理解しておかなければなりません。

■WACCと税引後利子率

さらに投資利回りを、ハードルレート (投資の可否判断基準利回り) としての資本コストと対比する場合には、両者が同じ土俵にあるものかどうかをよく吟味することが必要です。

一般的に資本コストは負債の利子率と株主資本のコストとの加重平均値 (WACC; weighted average cost of capital) が利用されます。頭文字をとった略語によって「ワック」と呼ばれています。そして企業財務の教科書の多くが、WACC計算における負債の利子率は、税引後利子率を使うのが一般的であると解説しているため、これに基づいてWACCは計算されることが多いようです。

税引後利子率とは、法人税の計算上、支払利息は損金算入が可能なことから、以下のとおり、その節税効果を差引いた後の利子率をいいます。

$$\begin{aligned} \text{支払税} &= (\text{利子前所得} - \text{支払利息}) \times \text{実効税率} \\ &= \text{利子前所得} \times \text{実効税率} \end{aligned}$$

$$- (\text{借入額} \times \text{利子率} \times \text{実効税率})$$

節税効果; $\text{利子率} \times \text{実効税率}$

$$\begin{aligned} \text{税引後利子率} &= \text{利子率} - (\text{利子率} \times \text{実効税率}) \\ &= \text{利子率} \times (1 - \text{実効税率}) \end{aligned}$$

さて税引後利子率を基礎にWACCを算出し、それをハードルレートとする場合には、投資案件の利回り (IRR) も税引後キャッシュフローを基礎に算出しなければなりません。なぜならWACCにおいて節税効果を織り込んだ以上、すべてのキャッシュフローを税引後に統一して比べなければ無意味

な分析となってしまふからです。

ところがWACCを教科書どおり税引後で計算しながら、投資案件にかかる利回りは税引前キャッシュフローをもとに計算している例をよく見かけます。しかしこれでは税引後と税引前という土俵の異なるキャッシュフローを比較することになり、まったく意味がありません。

もしWACCを税引後で計算するならIRRの基礎となるリターンはEBIATやEBIATに減価償却費を加え正味運転資本の変化を加味したもの（税引後キャッシュフロー）を使わなければなりません。反対に税引前キャッシュフローやEBITDAを基礎にIRRを求めた場合には、WACCにおける負債の利率は、税引後ではなく税引前のものを採用しなければならないのです。

3. ばらつきのある結果と「代表値」

ところで、これまで投資の結果得られる利益やキャッシュ・インを確定的なものとして考えてきました。

しかし現実には投資の成果は不確実です。そこで投資を検討する際には、過去に行った同様の投資案件に関する実績値（以下

「観測値」といいます）を参考にします。

ところが観測値をひとつひとつ見ているだけでは、将来の参考となる考えをまとめることはできません。観測値をまとまりとして分析し、ひとつの数字に代表させることが必要です。観測値のまとまりを「データ」といい、ひとつの数字を「代表値」といいます。平均値（mean）は代表値のもっとも代表的なものです。しかし代表値は平均値だけではありません。他にも中央値（median）や最頻値（mode）などがあります。

■平均値、中央値、最頻値

以下に19個の観測値からなるデータがあります。

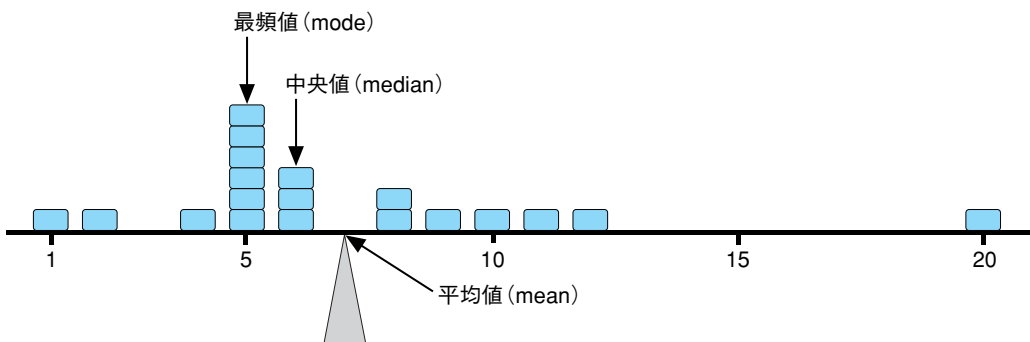
1,2,4,5,5,5,5,5,6,6,6,8,8,9,10,11,12,20

このデータについて平均値、中央値、最頻値を計算してみると、平均値7、中央値6、最頻値5、となります。

平均値（算術平均）は、観測値の合計をデータの大きさ（個数）で割ったものです。

中央値は、観測値を小さいものから順番に並べ替えて、ちょうど中央に位置する値です。この例でいえば10番目が19個ある観

図表6 平均値・中央値・最頻値



測値のちょうど真ん中にあたります。データの個数が偶数の場合には、中央の2つを足して2で割ったものを中央値とします。

最頻値はデータ分布において最も個数の多い観測値です。この例では5が6個と一番多く、それに次ぐのが6の3個ですので、最頻値は5になります。

さてこのデータでは、観測値が1から20までの間に分布していますが、正規分布のような左右対称のベル型ではなく、観測値6以下の部分に偏っています。こうした歪んだ分布をもったデータについては、平均値が必ずしも代表値としてふさわしいとは限りません。7という平均値は、そもそも観測値にはひとつも存在していません。

いま仮に観測値ひとつひとつを1kgの重りと考え、その数値間隔に沿って図表6のようにシーソーの板の上に並べた場合、もしシーソーの支点が平均値（算術平均）のところにあればシーソーがつりあいます。つまり平均値はデータの重心をあらわすものと言い換えることができます。

そしてこの例の場合、ひとつしかない20という観測値が、重心としての平均値を右

側にひっぱっています。もしこのデータが投資成果の実績値で、新たに投資を考えている人がこの対象に対して一度しか投資をするつもりがないとすれば、その人が参考とすべき代表値は、平均値よりも中央値や最頻値のほうがふさわしいといえるでしょう。なぜならその投資家においては自らの当該投資にかかる投資成果の平均値を計算することはないからです。

■算術平均、調和平均、幾何平均

さて、これまで平均値を算術平均 (arithmetic mean) として計算してきましたが、平均値には算術平均以外にも、調和平均 (harmonic mean) や幾何平均 (geometric mean) といわれるものがあります。図表7はデータ (x_1, x_2, \dots, x_n) に関する、それぞれの算出式です。

一般に平均値といえば、もっぱら算術平均を使うことが多いようですが、データの性格によっては、算術平均ではなく、調和平均や幾何平均を使うことが必要です。

たとえば自動車で合計120kmの道を走った際の平均時速を計算してみましょう (図表8)。ただし前半60kmの舗装道路は時速

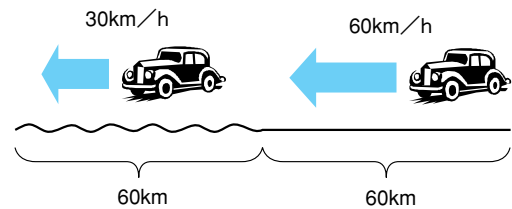
図表7 算術平均・調和平均・幾何平均

$$\text{算術平均: } \bar{X} = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_n}{n}$$

$$\text{調和平均: } X_H = \frac{n}{\frac{1}{x_1} + \frac{1}{x_2} + \dots + \frac{1}{x_n}}$$

$$\text{幾何平均: } X_G = \sqrt[n]{x_1 \times x_2 \times \dots \times x_n}$$

図表8 平均時速を求める



図表9 上昇率の平均値(算術、幾何)を求める

	0期末		1期末		2期末		通 期
資産 A	100万円	→	200万円	→	100万円	算術平均	幾何平均
			▲100%			25%	0%
資産 B	100万円	→	80万円	→	100万円	算術平均	幾何平均
			▲20%			2.5%	0%

60km/hで走り、後半60kmの未舗装道路は時速30km/hで走ったものとします。このとき算術平均によって、60km/hと30km/hとを足して2で割った45km/hを平均時速と考えてよいのでしょうか。

まず120kmを走り抜けるのに自動車は実際に何時間かかったのかを計算してみましょう。最初の60kmは時速60km/hで走ったので所要時間は1時間、残りの60kmは時速30km/hなので2時間、あわせて3時間で合計120kmの道のりを走ったこととなります。これで120kmを3時間で割った40km/hが、正しい平均時速の答えであることがわかりました。

つまり算術平均では正しい答えを求めることはできないのです。これに対して調和平均では、所要時間を媒介変数として使わなくても直接正しい平均時速を求めることができます。図表7の式にしたがって実際に確認してみてください。

また最近5年間の地価上昇率が、

8%, 14%, 5%, ▲9%, 6%

であったとします。この5年間の平均上昇率

を計算すると、算術平均では4.8%ですが、幾何平均では約4.5%になります（単年度上昇率から複数年度にまたがる幾何平均上昇率を求めるための算式については、テクニカルコラムをご覧ください）。

両者の差はそれほど大きくないように見えます。しかし図表9のように大きな価格変動があった場合には、両方式の差は極めて重大です。算術平均では資産Aの平均上昇率が25% $[(100\% + \blacktriangle 50\%) \div 2]$ 、資産Bが2.5% $[(\blacktriangle 20\% + 25\%) \div 2]$ と算出されます。しかし2年間で結局どちらも当初価格に戻っており、その2年間資産を持ちつづけていた人にとってはキャピタルゲインもキャピタルロスもありません。ところが算術平均では、あたかもキャピタルゲインがあったかのような錯覚を引き起こす数字が算出されるのです。

これに対して幾何平均を使えば、当初の資産価格と最終的な資産価格との関係を正しく反映した平均上昇率を求めることができます。内部収益率（IRR）も実は幾何平均に基づいて投資利回り求めるものであったわけです。

以上のようにデータから何らか有益な情

報を引き出す方法は、平均値を求めることだけに限られず、また平均値を採用する場合にもデータの性格に応じて適切な種別を選択しなければならないのです。

今回を含め3回にわたり投資分析の基礎手法の特徴や問題点を見てきました。不動産証券化の検討や実践において、その分析道具としての利点やクセをよく理解した上で、

それらを自在に使いこなしていただきたいと思います。拙稿が多少なりともその一助となれば幸いです。

ないとう・のぶひろ

●1958年生まれ。81年東京大学法学部卒業。同年三井不動産(株)入社。91年慶應大学大学院修士課程終了(MBA)。日本初のJ-REIT「日本ビルファンド投資法人」の組成など不動産証券化関連プロジェクトの企画・実施等に従事し、2004年4月より現職。不動産鑑定士補。著書に『アセット・ファイナンス』(ダイヤモンド社)、『日本企業の戦略管理システム』(共著、白桃書房)がある。

テクニカル
コラム

単年度上昇率から複数年度の幾何平均上昇率を算出する

n 期間の幾何平均上昇率 \bar{R}_G は、単年度上昇率 R_t に基づき以下の算式によって求められる。

$$\bar{R}_G = \sqrt[n]{(1+R_1)(1+R_2)\cdots(1+R_n)} - 1$$

(証明)

n 期間の幾何平均上昇率： \bar{R}_G 、 t 年度の単年度上昇率： R_t

t 年度末の資産価値： w_t 、0年度末の資産価値： w_0 、 n 年度末の資産価値： w_n

とすると、以下の関係が成り立つ。

$$\begin{aligned} (1 + \bar{R}_G)^n &= \frac{w_n}{w_0} \\ &= \frac{w_1}{w_0} \times \frac{w_2}{w_1} \times \cdots \times \frac{w_n}{w_{n-1}} \\ \frac{w_t}{w_{t-1}} &= 1 + R_t \text{ であるため、} \end{aligned}$$

$$(1 + \bar{R}_G)^n = (1 + R_1)(1 + R_2)\cdots(1 + R_n)$$

と表せる。両辺の n 乗根をとると

$$\sqrt[n]{(1 + \bar{R}_G)^n} = \sqrt[n]{(1 + R_1)(1 + R_2)\cdots(1 + R_n)}$$

$$1 + \bar{R}_G = \sqrt[n]{(1 + R_1)(1 + R_2)\cdots(1 + R_n)}$$

$$\therefore \bar{R}_G = \sqrt[n]{(1 + R_1)(1 + R_2)\cdots(1 + R_n)} - 1$$

となる。(証明終)

バーナンキ新FRB議長は住宅バブルとどう対峙するのか

— 中国の住宅バブルは沈静化の方向へ —



井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト 井出 保夫

米国の住宅バブルは依然として深刻

報道によれば、米家計の住宅担保ローン残高が約8兆ドル（約920兆円）に達したという。これは米連邦政府の公的債務を上回る大変な負債額である。この背景には住宅価格の値上がりで借り入れ余力が増し、消費財の購入資金の手当てなど住宅取得の目的以外の借り入れが広がったことが背景にあるのだが、実際に足元では住宅市場の減速の兆候も出始めており、住宅依存の消費構造が崩れ、米景気の波乱要因になる可能性も現実性を帯びてきた。

米連邦準備理事会（FRB）によれば、今年6月末の住宅担保ローン残高は1年間で12.8%増加し、7兆9,615億ドルと過去最高を更新した。2005年度末の政府の債務（米議会予算局推計）は、社会保障基金保有分などを含めた総額で7兆9,440億ドルだから、住宅担保ローンの残高が初めて公的債務を超えたことになる。

今年6月末の米家計の負債総額は、前年同月比10.8%増の11兆1,420億ドルと過去最高

を更新したと伝えられているが、実はその7割強を住宅担保ローンが占めていることになる。一方4～6月の連邦住宅公社監督局（OFHEO）の住宅価格指数は、前年同期比13.4%上昇している。米国の住宅価値とローン負債の増大は、一見すると住宅の担保価値の増大が続き、それが借り入れ増につながるという良い循環のように映るが、家計の可処分所得に対する負債の倍率は過去最大の1.23倍まで拡大しており、個人の借金体質が一段と進んでいるという見方もできる。

一方で、米国の家計が保有する住宅など不動産の評価額は、今年6月末で15.4%増の20兆ドル強に上っているが、借り入れ規模はその4割弱に過ぎないので、数字上は不動産価格が多少下落する程度なら、家計全体で含み損が発生するような状況にはないとも言える。

米国では住宅取得以外の消費目的で、保有不動産の含み益を担保にお金を借りる形で現金を手にする融資制度（ホーム・エクイティ・ローンと呼ばれる）が一般化している。FRBの推測によれば、その金額は年

間6,000億ドル規模に上っており、これが米消費を底上げしているのは確かだ。しかし、FRBの利上げで個人の利払い負担が増加傾向にあるのに加え、住宅の値上がりが止まれば、消費が予想以上に落ち込み、景気減速が加速する可能性もある。

金利上昇が住宅価格の下落のトリガー（引金）になるのは、今年の英国やニュージーランド、それに中国などの住宅市場で実証済みである。米国の住宅バブルには一体どんな手仕舞が考えられるのだろうか。

新FRB議長にバーナンキ氏が内定

ブッシュ米大統領は10月24日、来年1月末に退任する米連邦準備理事会（FRB）のアラン・グリーンズパン議長の後任に、大統領経済諮問委員会（CEA）のベン・バーナンキ委員長を指名した。上院の承認を経て、来年2月にも第14代議長に就任する。FRB議長の交代は18年半ぶりとなる。

大統領は記者会見のなかで、「FRB議長は完全な信用があり、健全な政策判断と人格を兼ね備えていなければならない」と述べ、「バーナンキ氏はグリーンズパン議長が築き上げた歴史を受け継ぐのにふさわしい人物だ」と強調したという。バーナンキ氏は景気と物価の安定に全力を挙げるとともに、インフレ目標の導入を推進するとの声が多い。

ところで、グリーンズパン議長は、先月北京で開催された20カ国財務相・中央銀行総裁会議（G20）で、まさに最後の置き土産と呼ぶにふさわしい講演を行ったとされている。ちなみにG20とは、G7（先進7カ国）に加え、中国、韓国、インドネシア、オーストラリア、ロシア、インド、サウジアラ

ビア、トルコ、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、欧州連合（EU）議長国で構成され、いまや世界人口の6割強、国内総生産（GDP）の8割を占める世界会議である。1999年にベルリンで第1回が開催されて以来6回目の今年は、谷垣財務相が日本の財務大臣として初参加し、米国からはスノー財務長官とグリーンズパン議長が出席している。

その講演内容は、ずばり「長期金利の反転上昇リスクへの警鐘」だったという。「世界全体の貯蓄投資バランスを見ると、貯蓄が投資を上回っていることが長期金利の低位安定につながっている」、「G20に参加している新興市場国が最も長期金利の低位安定の恩恵に浴しているが、こうした状態がいつまでも続くわけではない。反転上昇したときにどのように対応すべきか」といった問題提起がなされたようだ。

残り任期わずかとなったグリーンズパン議長が去った後、バーナンキ新議長の下で世界はこの大きなリスクに対処することができるのだろうか。

中国の住宅バブルは沈静化へ

中国の住宅価格の上昇が沈静化してきた。今年7～9月の販売価格の上昇率（前年同期比）は6.1%と三四半期連続で縮小し、ピークだった昨年10～12月（同）を4.7ポイント下回ったという。これは短期の住宅転売に課税するなど、投機的な動きに歯止めをかけた効果が出た結果だと指摘されている。今後中国政府は市況の悪化が銀行の不良債権を増やさないよう政策の“効き過ぎ”に注意を払うとみられる。

国家発展改革委員会の調べによると、中国では2003年初めごろから住宅価格の上昇が目立ち始め、前年同期比の上昇率は04年4～6月から05年1～3月まで10%前後で推移したという。これにより不動産バブル懸念が強まったが、これを受けて政府が価格の安定策を打ち出し、上昇率にブレーキがかかり始めた格好だ。

中国のなかでも値動きが特に激しいのが、上海市を中心とする華東地域だ。上海の上昇率は全国平均を大きく上回り03年10～12月に29.1%に達したが、今年7～9月は6.5%と全国並みの水準に下がった。近くの杭州市は04年1～3月から6四半期続けて10%を上回ったが、直近では7.4%にまで低下している。

住宅市場のクールダウンに最も効果が大きかったのが、今年6月から実施した新税制と言われている。2年以内に転売する場合に転売価格の5%の営業税を課したことで、地域によっては転売してもほとんど利益が出なくなり、購入済みの住宅用地の値上がりを待って、開発を遅らせるといった行為も厳しく禁じられるようになった。住宅価格がこれまで通り上がり続けるとの期待が萎み、投機資金の流入が減るとともに、一般の買い手は値下がり期待して買い控えるようになったようだ。上海の6月のマンションビルなどの取引量は5月と比べて16.9%減り、7月は6月より4.3%減少するなど、効果はてきめんに表れている。

一方、2004年末で中国の銀行の不動産関連融資の伸び率は、前年同期比22.8%と全体の伸びのほぼ2倍に達した。中国人民銀行（中央銀行）は、不動産開発業者向けの融資リスクを懸念しているが、中国政府が目標に掲げている「住宅価格の穏やかな上昇」

に失敗し、価格が全体に下がり始めてしまっただけで、さらなるバッド・シナリオということになる。

株式市場でも不動産株の下げが目立っている。中国政府の発表した今年7～9月の国内総生産（GDP）が、実質で前年同期比9.4%増となり、輸出と並ぶけん引役である固定資産投資部門の引き締めが強化されるのではとの不安が広がったためだ。

今年1～9月の固定資産投資額は前年同期比で26.1%増加し、都市部の固定資産投資は同27.7%増えた。こうした固定資産投資の増加率は、前年同期に比べやや鈍化しているが、3月の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で掲げた目標値である16%増を大幅に上回っており、不動産セクターにだけは追加引き締めの警戒感が高まった。

中国GDPの9%台成長は、03年7～9月期から9四半期も続いているが、中国人民銀行では10～12月のGDP成長率を8.9%、06年1～6月は8.7%にそれぞれ低下すると予想している。それでも固定資産投資の拡大ピッチを鈍化させることは避けられないとの見方は根強い。いざとなると、市場原理ではなく、政府の腕力に頼らざるを得ないところが中国の不動産市場の実情のようだ。

いで・やすお

●1962年東京生まれ、85年早稲田大学商学部卒業後、秀和、オリックス、シンクタンク等を経て不動産金融アナリストとして独立。1999年に井出不動産金融研究所を設立し、主に不動産会社や金融機関向けの証券化コンサルティングや実務者向けの不動産証券化スクールの運営、不動産金融レポート発行等による情報提供を手がけている。主な著書として、『証券化』がよく分かる』（文春新書）『REITのしくみ』『証券化のしくみ』（以上日本実業出版社）『不動産金融ビジネスのしくみ』『不動産は金融ビジネスだ』（以上フォレスト出版）等がある。『井出保夫の不動産証券化スクール』を随時開校中。 <http://www.hiho.ne.jp/idex/>

事務局紹介 (平成17年12月1日現在)



専務理事
巻島 一郎
理事長の補佐
協会の統括



事務局長
市井 達夫
事務局の統括



総務部長
苦情相談室長
山口 真紀子
総務統括、総会、理事会、
運営委員会、企画委員会、
規律委員会
会員が組成・運用または
販売する商品^{*}に関する
業務への投資家からの
苦情相談



総務部 主任
小泉 祐子
経理・労務担当
書籍販売担当



総務部 事務スタッフ
戸塚 雪絵
庶務担当
ARES Library担当



広報部長
教育推進部長
深津 明
広報部統括
教育推進部統括



広報部 広報課長
七沢 律子
「ARES」、広報委員会、
市場動向委員会、実務
研修会、シンポジウム



教育推進部
調査役
神崎 淳子
教育資格制度



事務局次長
業務部長
青柳 宏一
ピークル検討委員会・
制度委員会・税務会計
委員会の事務局統括、
法制度・税制全般に関
する行政折衝



業務部 部長代理
厚見 佳秀
ピークル検討委員会・
制度委員会 (主担当)



業務部 主任調査役
宮川 知治
ピークル検討委員会・
税務会計委員会



業務部 主任調査役
廣田 康幸
税務会計委員会
(主担当)



業務部 主任調査役
阿部 紀幸
ピークル検討委員会・
制度委員会



業務部 主任調査役
橋谷 聡一
税務会計委員会



事務局次長
調査研究部長
武智 荘祐
調査研究部統括、国交
省市場動向検討委員会、
市場動向委員会の統括



調査研究部
席主任研究員
水登 朱美
機関投資家を主とした
研究会運営、調査・研究



調査研究部
主任研究員
高室 典仁
市場整備委員会主管、
調査・研究



調査研究部
主任研究員
石川 尋夫
J-REITプロパティデ
ータ運営、調査・研
究



調査研究部
主任研究員
澤田 考士
J-REIT View運営、
調査・研究

- *「商品」とは以下のものである
- (1) 不動産特定共同事業法に基づく商品
 - (2) 不動産を直接の裏付け資産とする資産流動化型商品(「資産の流動化に関する法律」に基づく商品、信託受益権を裏付け資産とする匿名組合方式をとる商品および有限会社等の方式をとる商品)
 - (3) 不動産を直接の運用対象とする資産運用型商品(「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づく商品に限る)

■ 会員名称変更のお知らせ

<正会員>

(平成17年10月1日付)

新名称：三菱UFJ信託銀行株式会社

旧名称：三菱信託銀行株式会社

旧名称：UFJ信託銀行株式会社

<賛助会員>

(平成17年10月1日付)

新名称：三菱UFJ不動産販売株式会社

旧名称：三菱信不動産販売株式会社

■ 協会代表者交代（敬称略）

当協会の指定代表者が交代となりました。新代表者は次のとおりです。

<正会員>

● ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社

(平成17年10月3日付)

就任：代表取締役社長 荒畑 和彦

<賛助会員>

● 野村アセットマネジメント株式会社

(平成17年4月1日付)

就任：執行役社長 柴田 拓美

● アルファ・トラスト・リアルティ・アドバイザーズ株式会社

(平成17年11月1日付)

就任：代表取締役 橋本 孝

● UBS証券会社

(平成17年9月1日付)

就任：在日代表社長 大森 進

■ 企画委員会 ●第14回（正副委員長会議）／平成17年11月15日

当日の検討事項は下記のとおり。

1. 賛助会員の入会審査について
2. 第二期中期事業計画（平成18年度～平成20年度）素案について
3. 個人情報保護体制の整備について

主な報告事項は以下のとおり。

1. 金融審議会並びに国土交通省所管の審議会の状況報告について
2. その他

※なお、下記のとおり委員の交代があった。

委員の交代（順不同、敬称略）

● 住友不動産（株）

新：宅 泰雄 都市管理事業本部 ビル管理部長

（平成17年12月1日現在）

前：佐藤 達也 企画部課長代理

● 中央三井信託銀行（株）

新：中根 茂 不動産業務部長

前：角谷 歩 不動産第一営業部長

● 三菱地所（株）

新：長沼 文六 資産開発企画部副長

前：荒畑 和彦 ジャパン リアルエステイト アセット

マネジメント（株）代表取締役社長

■ 制度委員会 ●第18回／平成17年9月26日

主な内容は以下のとおり。

1. 「金融審議会金融分科会第一部会 中間整理」に関する意見書について
2. 信託法改正試案に対する意見書について
2. 報告事項
 - 1) 制度改善要望2次回答結果について
 - 3) 国土交通省の重点施策について

■ 不動産投資ビークルのあり方に関する検討委員会

●第2回／平成17年9月28日

主な内容は以下のとおり。

1. 「金融審議会金融分科会第一部会 中間整理」に関する意見書（案）について
2. 国土交通省の重点施策について

■ 教育・資格制度委員会

●第5回／平成17年9月8日

【報告事項】

第4回委員会議事録（決定事項）について

【審議事項】

1. 資格名称について
2. 制度詳細について

●第6回／平成17年11月1日

【報告事項】

第5回委員会議事録（決定事項）について

【審議事項】

1. 資格名称について
2. 制度詳細について
3. 第1回資格者大会について

■ 投資法人資産運用業の新規認可取得について

投資信託及び投資法人に関する法律第6条の規定に基づく投資法人資産運用業の認可を、株式会社三井不動産レジデンシャルファンドマネジメント（平成17年9月26日）、森ビル・インベストメントマネジメント株式会社（平成17年9月26日付）、リプラス・リート・マネジメント株式会社（平成17年10月4日付）、ジャパン・ホテル・リート・アドバイザーズ株式会社（平成17年10月4日付）およびクリード・リート・アドバイザーズ株式会社（平成17年10月4日付）が新たに取得した。

●株式会社三井不動産レジデンシャルファンドマネジメント

本店所在地：東京都中央区日本橋本石町四丁目4番20号

設立年月日：平成17年1月4日

資本金：2億円

資本構成：三井不動産（株） 100%

●森ビル・インベストメントマネジメント株式会社

本店所在地：東京都港区六本木六丁目10番1号

設立年月日：昭和59年3月30日

資本金：2億円

資本構成：森ビル（株） 100%

●リプラス・リート・マネジメント株式会社

本店所在地：東京都港区虎ノ門一丁目26番5号

設立年月日：平成17年2月25日

資本金：3億円

資本構成：（株）リプラス 71% 他

●ジャパン・ホテル・リート・アドバイザーズ株式会社

本店所在地：東京都港区浜松町二丁目6番2号

設立年月日：平成16年12月20日

資本金：3億円

資本構成：（株）クリエーティブ・リノベーション・グループ・ジャパン 35%
（株）共立メンテナンス 25% 他

●クリード・リート・アドバイザーズ株式会社

本店所在地：東京都千代田区霞ヶ関三丁目2番5号

設立年月日：平成16年12月15日

資本金：4億円

資本構成：（株）クリード 80% 他

■ 事務局人事

● 出向受け入れ (平成17年10月1日付)

○ 事務局次長 調査研究部長
武智 荘祐

住友信託銀行株式会社
不動産管理部（本店）
証券化チームリーダー



● 出向元へ復帰 (平成17年10月1日付)

○ (前) 事務局次長
調査研究部長
久郷 幸夫

住友信託銀行株式会社
不動産コンサルティング部
事業企画グループ第2チーム
主任調査役



3年間ありがとうございました

9月末に事務局への業務出向が終了し、過日、住友信託銀行不動産コンサルティング部に着任いたしました。会員企業の皆様には、委員会活動や調査研究活動等で数多くのご支援ご協力を賜り誠にありがとうございました。出向は3年余りという短い期間ではありましたが、業界内の多くの素晴らしい方々の知己を得、事務局の皆さんとも密度の濃い時間を共有させていただきましたことを嬉しく思っております。これからはARESでの貴重な経験を糧に、証券化手法も活用した街づくりを実践してまいりますので、引き続きご指導のほどお願いいたします。最後になりましたが、協会と会員企業の皆様の益々のご発展を祈念し、転任のご挨拶とさせていただきます。

● 退職 (平成17年11月30日付)

○ (前) 調査研究部 研究スタッフ
松井 陽子



11月末付けでARESを退職いたしました。ARESおよびCRESには、96年から97年に旧日本債券信用銀行から出向し、2002年1月からは契約社員として勤務いたしました。出向時同様、会員の方々を初め関係者の皆様のご協力で貴重な経験をさせて頂きました。特に、「人材育成プログラム研究会」「教育プログラム政策検討委員会」事務局として教育プログラムの構想に関わりましたこと、「第1回ARES年金フォーラム」という初めての試みを担当させて頂きましたことを嬉しく思います。

不動産証券化市場の発展・拡大とともに、市場の牽引役として協会の活動は益々多様化し、重要性を増すと思っております。市場と協会の益々のご発展を祈念いたしますとともに、これまで支えてくださいました皆様に感謝申し上げます。

【訂正とお詫び】

「ARES」17号 107ページの「インデックス等に関する米国視察」参加メンバー名に誤りがございました。「稲田忠夫」を「稲田史夫」に訂正すると併にお詫びいたします。

書評

逐条解説 会社法現代化後の資産流動化法

著者：中川穂積 西山香織 額田雄一郎

編集：岡田 大

発行：商事法務

定価：3,675円（税込み）



「資産の流動化に関する法律」には商法、有限会社法等の条文が多く準用されている。

会社法制の現代化により、現行の商法、有限会社法、株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律等の各規定について再編成が行われ、平成17年6月に新「会社法」が制定された。「資産の流動化に関する法律」は「会社法」と同時に成立した「会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」により一部改正が行われた。

本書は、金融庁にて「資産の流動化に関する法律」改正の策定作業に携わった方々が、資産流動化の実務に携わっている関係者を対象に、条文解説を試みたものである。逐条方式で改正の前後の対応関係等を中心に記されており、時宜に合った内容であるので紹介する。

（業務部・阿部紀幸）

図解不動産業『信託受益権販売業入門』

著者：木村恒弐

漫画：藤井龍二

発行：住宅新報社

定価：1,575円（税込み）



～信託受益権販売業者の座右の書（物）～

木村恒弐先生（株式会社金融ジャーナル社顧問・専修大学大学院客員教授）の『信託受益権販売業入門』は、入門と題されているものの基礎から実務までを幅広くそして、詳細に書いた良書となっている。

信託とは何かという基礎から、金融商品販売法などコンプライアンスにかかわる内容まで一連の実務の流れをしっかりとおさえつつ、信託受益権販売業務と宅建取引業務の規制等の違いについても、不動産業者にもなじみやすい視点から書かれている。また、漫画についてもその項目のポイントがイメージしやすく描かれており理解を助けるものとなっている。

木村先生の信託銀行での経験・知見がしっかりと詰まった一冊となっているように感じられ、是非、業務の入門書としてだけでなく、業務上の座右の書として利用されることをお勧めする。

（業務部・橋谷聡一）

不動産事業のローカル性に着目 地域特化型REITが国内初登場



福岡リート投資法人

執行役員 **松尾 正俊**



福岡リート投資法人は平成17年6月21日に東京証券取引所および福岡証券取引所に上場し、国内初の地域特化型REITとしての第一歩を踏み出しました。平成17年11月末現在、福岡・九州地域に6物件、資産規模約840億のポートフォリオを保有しています。

本投資法人は不動産事業が本来持つローカル性に着目し、投資対象エリアを地元である福岡・九州地域に絞り込んでおります。上場後、初めての決算となった第2期(平成16年9月1日～平成17年8月31日)決算におきましては、投資タイプの中心であるエンターテインメント性とデザイン性に富んだ商業施設物件が好調な実績を上げ、営業収益・当期純利益・一口あたり分配金とも発表の予想を上回る成果を達成できました。物件を熟知したスタッフおよび地元のパートナーとの連携によってより良いパフォーマンスを投資家に提供するという本投資法人の基本方針を、投資家の皆様に評価していただいた結果とありがたく受け止めております。



パークプレイス大分



キャナルシティ博多



呉服町ビジネスセンター

また、平成17年9月には格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズから長期会社格付け「A-」を取得いたしました。資金調達に活かすとともに、今後もより積極的なディスクロージャーを進め、信用力の更なる向上に努めてまいります。

今後も経営理念である「Act Local, Think Global」を体現し、さらなる成長を実現してまいります。

編集後記

協会の玄関に、「朋あり遠方より来る、また楽しからずや」という書が掲げられている。人が集まる家は栄えると言うが、同じ志の人々がいつも集うような場所にしたいという願いを込めて、春楸先生に書いていただいたものだ。その効果が現れたのか、リートの運用会社が2社同じビルに入居することになった。証券化に強い法律事務所も近くに多く、最近、溜池エリアは「不動産証券化村」になりつつあるようだ。(巻島)

会報「ARES」第18号 平成17年12月20日発行
編集発行 社団法人不動産証券化協会
〒107-0052
東京都港区赤坂 1-9-20 第16興和ビル北館1階
TEL : 03-3505-8001
FAX : 03-3505-8007
URL : <http://www.ares.or.jp>