

アメリカ不動産証券化ビジネス視察報告

1999年1月

株式会社アーバンレック

代表取締役 河野守邦

前説

今回はシカゴ・ニューヨークの不動産投資顧問・投資銀行・格付機関・サービサー・証券化で甦った不動産会社を訪問して参りました。とくに米国の著名な不動産投資家であるエクイティーREIT 会長、サミュエル・ゼル氏との面会ができたなど、一週間という短い期間ではありましたが充実した視察となりました。

まずこの視察において一番の収穫はなんと言っても、シカゴでゼル氏に会えたことです。ミーティングは朝食会を兼ねて行われました。“さすがVIP・少しも時間を無駄にしない！”日本ではあまり慣れないことです。彼の会社に入りますと、驚いたことに社員全員カジュアルな格好で迎えてくれ、そこへ、ジーンズにカジュアルなシャツ、ペプシ片手に現れたのが、サミュエル・ゼル氏でした。彼は俗に“禿鷹ファンド”と言われ、“墓場のダンサー”とまで異名が付けられているぐらいの強者で、ごつい男を想像していた私には非常に意外でした。話はREITの歴史的なことから始まり一般的なREITの説明をしていただきました。その中でもREITは不動産投資の形としては優れていて、また一般の株式・債券・投資信託とは全く違う商品であると強調していました。特に最近REITの市場が下げていることにふれ、通常下げることが投資家は嫌がるものであるが、逆に彼はこの傾向を歓迎していると言っていました。なぜならそれは、ここ数年右肩上がりに上がり続けたREITも正常な市場になってきたこと示すからだそうです。

ゼル氏は1980年代の不動産投資を振り返り、所有物件の鑑定だけが価値の尺度だった当時と現在を対比しながら、「不動産会社は単に物件のコレクションから、いかに運営するかに価値の尺度をシフトした」と言っていました。その上で、「質の高い運営によって収益を拡大する会社が評価されるという意味で、他の産業と同水準になりつつある」と不動産業界の変化を熱弁していました。

朝食会の後、まず最初に紹介してもらったビルを見て、ドキモを抜かされました。それは、シカゴの証券取引場やテレビでよく紹介される商品取引場を始め、100社ほどの企業が入っているビルでした。文無しの学生だった彼が、30年の間にこれほどの規模のビルを何百棟も支配できる不動産投資家になりえるとは、これぞ正にアメリカンドリームです。ちなみに、そのビルの所有者が数年前まで日本の企業であったそうです。いやはや先制パンチを食らったようでした。

以後一週間の視察の中から感じたことを、ビックバンの説明記事の中でよく使われるフレーズを検証しながら、それがどう日本の不動産市場に影響をして行くかを想像していきたいと思えます。

REIT

この視察のメインターゲットは REIT でした。

私が受けた“REIT“の印象

REIT を提供する側

色々な目的を持った者が、資金を作るための道具に

資産形成アイテムの一つ

税制の特典

REIT を購入する側

少額から購入できる

短期で高利回りかつ安全（ものによってはリスクは高い）

流通性が高い

物件を知らない誰かと一緒になって購入する感覚、つまり日本型が直接投資とすれば、REIT は「不動産に間接投資する。」という意味合いになる。

日本の不動産市場に影響大

この事項については最後に述べることにします。

ここで REIT を紹介しておきましょう。

《REIT とは何か？》

REIT は Real Estate Investment Trust の略で、日本語に直訳すると「不動産投資信託」となる。しかし、より実態に近い訳語をあえて使うとするが次のようになる。

「REIT とは、多数の投資家の資金を集めて様々な形態の不動産を①取得②運営③管理するために設立された株式会社もしくは信託である。」したがって投資信託と言うよりは、「積極型不動産投資・運営専門会社」と呼ぶ方が正しい。それだけ不動産のビジネス・マネジメントの重きを置いている。単に資産をかき集めてきて運用するだけという積極的なイメージはほとんどない。

REIT は、課税所得の 95%以上を配当すれば会社レベルでの法人税が免除されるなど税法上の特典があるだけで、一定の基準を満たさなくなればただの会社同様に課税される。

REIT は株式会社もしくは信託の形態をとっており、会社であれば株式や社債も経済的な効果に大きな違いはなく、株式や受益権に対しては配当を払い、借入金に対しては金利を払う。通常配当は年4回、各期末ごとに支払われる。

《REIT の種類》

エクイティ REIT : 不動産の所有権に直接投資する。REIT の株主は不動産のエクイティ部分を所有する。
モーゲージ REIT : 不動産ローンに主に投資する REIT
ハイブリット REIT : 両者の中間的な構造の REIT。

最近の主流は圧倒的にエクイティ REIT である。

《REIT の適格基準》

株式会社または信託である

年間純益の95%以上を投資家に配分すること

純資産の75%以上を不動産、実物資産あるいは実物資産の抵当権を担保とするローン、他の REIT の受益証券、現金および現金の類似資産、あるいは政府債で保有すること

租収入の75%以上を賃貸料、モーゲージの受取利息、不動産売却益等の不動産関連収入から得ること

100人以上の株主

5名以下の株主が50%を越える株式を保有しない

株式または受益証券には転売制限がない

取締役またはトラスティーによって管理される

不動産の投機的な短期売買には携わらないこと

REIT として認められる不動産関連収入には、ディーリング収益（4年以内の不動産の売却益）は算入できなかったが、97年の税制改正で可能になった。

不動産の賃貸収入の1%までなら、管理収入も認められるようになった。

シンクタンク藤原事務所<不動産投資学校>より

デューデリジェンス・自己責任・リスクマネジメント

デューデリジェンス

建設省の文章の中で使われている“デューデリジェンス”=“適正評価手続き”とずいぶん違うイメージを受けました。

アメリカでの不動産取引では、まず仮契約から入ります。それからある一定期間のうちに対象物件に対し、事前に買い主からの依頼で専門家が買い主のために建物構造、地質、マーケット、周辺状況、契約状況、鑑定等、投資分析を調査し、出来る限り第三者のアドバイスなどを聞いたうえで、合理的かつ経済的にこういう判断をしましたという一つの大きなレポートを作ります。これが無ければ、取引もできないし、大きな金も動かさないのです。これがデューデリジェンスです。このデューデリジェンスという言葉は“会社M&A”“大きな契約”“大事な契約”“下請けの選定”“重要ポストの人材雇用”等、事前詳細調査という意味でいろいろなところで使われています。

買い主は購入しようとしている物件に、隠れた瑕疵はないか、以前この物件がどのように使用されていたか、アスベスト等有害物質のチェックはもとより、工場跡地の場合など地質調査を行い、環境的に問題はないかという点までをこの調査内容の中に盛り込むそうです。ここでも買い主は自己の責任において調査を専門家に依頼して行います。これは当然と言えば当然のことで、このやり方、考え方はこれからの日本の不動産業者の不動産業務において差別化につながっていくものだと思います。

日本にはリスクマネジメントという学問がない

先日、不動産経営研究所林道三郎先生の話の中で「日本にはリスクマネジメントを教える大学が一カ所だけで、そもそも学問として日本では取り上げられていない」と聞かされ日本人として恥ずかしい思いがしました。

一方アメリカでは、不動産事業の中でもリスクマネジメントの考え方は大きく機能を発揮しています。その一例としてサミュエル・ゼル氏の話の中で、我々素人にも十分理解できる話がありましたので、ご紹介しておきましょう。

彼は全米各都市で不動産事業をオフィス・ホテル・リテール・ホスピタル・レジデンシャル・モール・工場・山林と色々な形で展開しています。

日本では不動産投資を考える場合に、その都市の活力を計るバロメーターとして建築着工件数を見ます。つまりその数が多く右上がりだと良好と判断するのですが、彼らは違います。その都市に調査に入り、まずクレーンが立っている工事現場の数を見るそうです。それが多いと要注意か、さっさと見切りを付けて引き上げるそうです。それはすでにこの都市が投資家により食い荒らされている、と彼らは判断するわけです。また、一つの都市で事業がどんなにうまくいっても全投資額の7%を一つの都市における投資限度とし、あとはポートフォリオ理論へと続きます。

護送船団方式を長く続けてきた日本人、リスクマネジメントなど今までは“足かせ”でしかなかったのかもしれませんが、いますぐシフトチェンジしなくてはいけないときに、レバーすら握っていないように思います。リスクマネジメントが理解され取り入れられ、機能するまでには時間がかかると思いますが、このビックバン

を乗り越えるための必須条件であることはいうまでもありません。企業だけではなく個人においてもリスクを負う時代になって来るのですから。

ディスクロージャー・格付会社・調査分析・コンサル能力

ディスクロージャー＝情報開示???

アメリカでは各業界でその関係するデータを収集管理する機関があり、公的、民間、業界と様々な組織で活動しています。この機関は不動産投資を行う上でベンチマーク（基準指標）となるインデックス（投資指標）を作成し、不動産インデックスとして定期的に会員に公表しています。

不動産投資を行おうとするものは、これらのデータのほかに関係する企業の格付などから、事業に対しての出来るだけのリスクを排除し調査分析をします。もちろんこのような分析は誰がするかというと、それぞれのコンサル能力を持った専門家がいます。ここでいう専門家とは弁護士・公認会計士＝専門家ではありません。弁護士・公認会計士・及び不動産アナリストの中でのその分野に特に強いということが求められます。そして、事業決定までには、失敗したときのことまで考えに入れて、どうしたらいいかを事前に処理策を決めていくわけです。提案したコンサル会社が携わった事業に出資する事もあるそうです。このことは提案した案件にいかにかコンサル会社が自信を持っているかどうかの証になるのでしょうか。コンサル会社は自信がないと投資まで出来ませし、ましてやコンサルにおいて、うそ・ごまかしなんかは通用するはずもありません。アメリカでのコンサルは常に真剣勝負です。

日本のようにデータや格付会社がない現状で、的確な調査分析など出来るわけがないのです。もちろんコンサル能力を發揮出来るステージすらないのが現状ではないでしょうか？

日本では、ディスクロージャーを「情報開示」「情報発表」と訳していますが、現在の日本のためになるように訳すと「早く多くのことを公表し、決して嘘をつかない」となると思いますが皮肉に聞こえますか？

投資家の自己責任原則を確立するためには、ディスクロージャーを拡充し透明性を高めることが前提となり、それなしには不動産証券化が日本において市民権を獲得するなど考えられません。ディスクロージャーは日本版ビックバンの最も大切なキーワードのような気がします。

真の競争と倫理・理念

アメリカと日本の経営感覚の決定的な違い

日本の中小企業はほとんどの場合、株主＝経営者という図式になっています。一方アメリカでは、必ずしも株主＝経営者ということにはならず、事業を始める場合に出資者を募ったり、共同経営の場合も多くあります。株主のことを投資家とも呼びますし、アメリカにおいては経営者と全く別の意味で位置づけられる投資家という職業が確立されています。一般企業に限らずプロスポーツチームなども投資家の投資対象です。大リーグのオーナーと言われる人も投資家グループの代表と言うこともあります。経営者は業績を株主に報告し、来期の配当を約束します。業績が悪ければ当然の如くそれなりの措置が執られます。業績の良し悪しには関係なく社長のイスは安泰の日本、業績重視のアメリカ。この二つを比較すると、全てにおいて日本式が劣るとは限りませんが、通常企業体としての機能を期待するとすれば当然後者を選ぶことになるでしょう。

競争することが当たり前のアメリカ

日本であれば幾つものビルを持っている企業がビル管理を依頼する場合、ビル管理業の子会社を作り、費用が高くなってもその会社に委託する事になるでしょうが、アメリカでは外部のビル管理会社に当然の如く委託します。さらに自社にビルメンの子会社を持っていたとしても、子会社にも競争力を付けさせる意味において、外部ビルメンと競争させるでしょう。それがアメリカの競争力の源であると考えます。そして請け負った管理会社はその管理において、コストダウンの結果を誇らしげに経営者に報告することになります。

倫理・理念の徹底

米国証券会社の初回のプロパティーマネージャー研修では商品の話より会社理念を話し合うのにほとんどの時間を費やすそうです。その理念の基本になるのは“コンサルは誰のためにあるのか”、“顧客の利益が最優先”をもとにケーススタディーを幾つものこなし徹底して議論し合うそうです。そのうえ会社には倫理規定を設けて、自分の営業成績だけを考えた営業員が、顧客に損害を与えた場合、懲戒処分となる場合もあるそうです。たとえば、70歳以上の人にエクイティを売りつける営業の禁止。この部分が“競争の原理”とのモラルハザードではないでしょうか？

綿密な事業計画・短期的な売り上げより大事なことがある。それは会社理念であると言う。

法律より大事なことが倫理・道徳であると言う。

いやはや恐れ入ります。

投資家と資産家

日本の資産家とアメリカの資産家の違い

アメリカという資産家とは、事業投資に成功をして大金を稼ぎだし、大金（株式債券も含めます。）を持っている人、もしくはその相続人で大金を運用している人のことを言います。日本の不動産事情をよく知っているアメリカ人に、日本で言う資産家という意味の適当な英語を聞いてみると、アメリカでは見あたらないそうです。ただの土地持ちと言う意味の言葉はありますが、日本の資産家のように収益が生まれない土地を多く所有している人のことを、アメリカでは決して資産家とは呼ばないようです。

賃貸事業は施設事業の投資である

投資とは「利益を得る目的で事業などに資金を出すこと」ということです。アメリカの賃貸不動産投資も REIT のように金融商品化しています。アメリカで「アパートメントのオーナーはどんな人ですか？」と聞くと「弁護士」「公認会計士」と答えが返ってきます。これは大金持ちの弁護士や会計士がオーナーというわけではなく、何人かの投資家を束ねた（パートナーシップ等）代表と言うことです。アメリカではアパート経営も当然「リターンはいくら？」と言う世界になってきます。

さて、日本ではどうかと言うと、ほとんどの方がアパートを建てることは「良いことである」「節税のため」「相続のため」と言う建築屋や不動産屋の口車に乗って、闇雲に建てているのが現状です。はたしてそれで本当の利益など望めるのでしょうか？今までうまくいったのは右肩上がりの経済がうそ・ごまかしを消してくれただけのことだと私は信じて疑いません。

「賃貸事業は施設事業の投資である」。当たり前のようにですが、この基本に戻り、賃貸事業を本当の投資事業として考えなければいけない時期に来ているのではないのでしょうか？

不動産証券化

不動産証券化の形

REIT の説明でもご紹介しましたが、証券化というものは、色々な目的を持った者が、資金を作るための道具に利用していることが多いのです。そこには日本と違い“不動産を所有する”という概念に大きな違いがあるように思えます。

アメリカでは、生命保険会社の所有しているテナントビルのうち 3 分の 1 を REIT にするとか、資金を必要としている企業が銀行借入れが難しいときに所有ビルの一部（棟）を REIT にし資金調達の道具に使います。噂ではありますがマクドナルドの店舗を REIT にする話もあります。また、刑務所の施設も REIT の対象です。

それどころか、アメリカでは銀行の本店を証券化して売却することもあるぐらいです。こんな場合通常売却した企業はそのままテナントとして入居するそうです。この REIT のほかにもアメリカの不動産証券の形にはいろいろなものがあります。同じ本店ビル売却でも日本の銀行が、子会社に粉飾や飛ばしまがいに売却するのは大違いです。

不動産市場を変えた REIT

90年代初め、銀行の貸し渋りに苦しんだゼル氏は、運用する複数の不動産ファンドを次々と REIT に転換しました。賃貸集合住宅の投資・運営をする「エクイティ・レジデンシャル・プロパティーズ・トラスト」(EQRT) と建売住宅の「マニユファクチャード・ホーム・コミュニティーズ」(MHC) は、ともに93年に新規株式公開(IPO)をしました。オフィスビル投資の「エクイティ・オフィス・プロパティーズ・トラスト」(EOP) は97年にIPOをしてREITになりました。このように、90年代からのREIT市場の拡大は、米不動産業界に起こった最大の変化とみられます。「流動性の拡大」、それがキーワードでした。株式公開会社になり、情報開示が進んだことで、不動産はいつそう投資家に開かれた投資対象になり、年金基金などの機関投資家は、流動性の低い不動産への直接投資から、いつでも売買できるREITを対象とした間接投資にシフトして行きました。まさしくREITがアメリカの不動産市場を変えてしまったと言えるでしょう。

証券化が与える影響

今回の視察で「不動産の証券化が迫っている」と痛感しました

アメリカ投資家が日本の住居系を狙っている

去年(98年)当初、外資が日本の不良債権ビルを買い漁っているとマスコミは連日のように報道していました。しかし今はなりを潜めています。本当にそうなのでしょうか? いいえ、そうではないのです。

ゼル氏に親しい人の会話の中に「すでにゼル氏は日本での投資対象を物色中であり、それはレジデンシャル(住居系)である。」とオフレコの内容がありました。

この現象はアメリカで使い切れなくなっファンドをプレイヤーが投資家のプレッシャーにより、矛先を日本に向けざるを得ない、ということです。あまり健全なことは思えませんが、連日のようにアメリカのバイヤーが住居系の賃貸物件を物色しているのが現実です。

なぜ彼らは住居系に目をつけるのか? 理由として住居系の不動産は比較的安定したキャッシュフローを得られるので、証券化の対象としては悪くなく、また日本には住居系以外にまともな投資対象がないことが挙げら

れます。そして、アメリカの様にオフィスやショッピングモールのような商業不動産が証券化されるのはかなり先のことでしょう。

証券化ビルの運営管理

アメリカにおいて、コンドミニウム（分譲マンション）を開発・販売したデベ（開発業者）は、その建物管理を完成一年後に競争入札により第三者である管理専門業者に引き渡さなければならぬと聞きました。これは管理の公平さを保つためのシステムだそうです。つまり、日本のようにデベお抱えの管理会社がのうのうと競争もなくいつまでも管理・受託をすることなど考えられないということです。ここで品質、コスト、コンサル能力が問われることとなり、毎年のように管理業者が変わることもあるそうです。アメリカにおいての管理業はこのような分譲管理でもこれだけ厳しいものがありますが、証券化されたビル管理はそれ以上です。まず総合マネジャー（CPMなど）は専門職マネージャーを任命（これを一つの会社で行う場合もある）するのです。これが我々の管理業に位置する仕事の範囲です。総合マネジャーは賃貸収入増の努力と経費節減目標を投資家に約束するのです。そして、オンサイトマネージャー（現地管理人）は下請けである業者の尻を叩きます。叩かれた業者達は一生懸命与えられた目標に向かって働きます。オンサイトマネージャーは当然集金にも迫力がでますし、清掃も細部にまで関心が行き届きます。まして、空室にでもなろうものなら隣のビルからでもテナントを引き抜こうと知恵を絞ります。

不動産管理業はフィービジネスへ

CPM（Certified Property Manager＝認定不動産管理人）が委託を受け管理している物件は、全米の管理を必要としている不動産物件の約半数にも及びます。このCPMというものはIREM（全米賃貸管理業協会）が行う認定講習（70時間）を受け、試験に合格したものだけに与えられる称号です。取得後も定期的に講習を義務づけられ、また常に高い能力を要求されて、講習の中での試験にパスしないと剥奪されることもあります。倫理規定懲罰委員会まであります。

彼らの管理手数料の請求は全くのガラス張りで、下請けに支払った費用、CPMがこの管理に費やした事務費、CPMのフィー、などを詳細に請求項目に記載し、ディスクロズ（開示の義務）しなければなりません。CPMは管理委託契約前に運営計画を提出します。その中には経費削減計画、マーケティング（テナント営業）、家賃の値上げの可能性、テナントとのリレーションシップの構築、建物修繕計画（長期・短期）などが含まれます。

CPMのフィーの決め方には特段の方程式や規則はないようですが、大きく分けて基本的報酬と、成功報酬の2本立てになっています。基本的報酬は日本と同じように集金家賃から決める方法のほか、戸数、面積など物

件の種類によって適宜決めます。成功報酬は、目標に対しての成功報酬で、双方の価値観で決められます。一例として、経費削減が可能になった場合はその差額1年分ということなどがあります。

アメリカにおいて、日本のように労働集約的仕事に付加（水増し請求など）をかけるということはそもそもおかしい話です。つまり、CPMのフィーと言うものは事業の収益性を上げるためのノウハウ料ということになります。また日本でよく行われているサブリース契約は、めまぐるしく経済が変化するアメリカでは基本的でないようです。

今までの日本の不動産管理業者は下請け業者からのバックリベートや、光水費からの儲けをし、水増し請求する事が当たり前の世界でした。不動産管理業だけがこの様なのかというと、そうではなく江戸の昔から建設業界ではこのスタイルだそうです。我々不動産管理業者もアメリカスタイルのコストオンの考え方に変わり、管理業者のフィーもノウハウや知恵の知価（対価）として胸を張って貰（請求）たいものです。

積極型不動産投資及び運営専門会社の活躍

さて日本における不動産証券化が早いか遅いかは別にして、近い将来、アメリカ型の証券化ビルが出来ると考えたとき、その時のビル所有者は“人の良い資産家”や“役員会で社長以外がほとんど発言できないオーナー会社”ではなく、“高配当を期待する厳しい投資家”に変身するでしょう。日本のビル管理の現状と、このアメリカ式ビル管理を比べると格段の差になると思いませんか？想像してみてください。そのビルは管理が良いことにより人気があるのでしょうし、そのため入居率もアップすることでしょう。こんなビルがあなたの街に何本か出来たら、証券化されていないテナントビルまでもが負けじと頑張り、……どちらにしても、積極型不動産投資及び運営専門会社でなければ、おおよそこのような証券化ビルの管理の受諾は難しいものになると思いませんか？

銀行の貸し渋りが証券化に火を付ける

日本の不動産事業は、戦後続いた地価上昇を前提に、銀行から借入れによりほとんどの事業が行われていました。銀行もその不動産会社の信用と地価上昇を前提に担保評価を行っていたことは言うまでもありません。また不動産事業だけではなく、ほとんどの事業計画、国の政策、年金までもが右肩上がりの経済成長を前提に考えられていました。その結末は“ご覧の如く”であります。ごく最近創設された特優賃制度においても、恥ずかしげも無くスライド家賃を設定しこれを今でも続けています。これには笑ってしまいます。

今、日本版ビクバンでしきりに言われていることが、ご存じの通り「不良債権の処理」。これを救うのは不動産証券化であると言われていています。その中でも注目を浴びているのが90年頃のアメリカの不動産不況を救ったというREIT、日本でも今年9月にはSPC法、そのあとサービサー法、定期借家権、証券化のための税制

改正、商法改正など不動産証券化のためのインフラ整備は急ピッチで行われていくことでしょう。銀行は貸し付け基準の見直しを迫られ、企業は会計基準の変化に対応し、物の価値、特に不動産の価格はマーケットアプローチ（取引事例比較法）一辺倒から、適宜インカムアプローチ（収益還元法）を導入し、その両者を使い分ける技術がこれからは必要とされるでしょう。このような変化に即対応できるのかが心配なところですが、さしずめ不動産開発資金に対して、今までのように銀行が機能しない（貸付が出来ない）のであれば、当然アメリカの90年代当初に起きた不動産証券化を期待したいところですが、土壌が違う日本ではとうてい無理というものです。自民党が言うように『不良債券化した土地を開発し証券化する』を実現するのは無理でしょう。なぜならいきなりキャッシュフローもない、格付もできないものを不動産証券化(エクイティー)したとして、購入する人がいるのでしょうか？では不動産証券化を実現するにはどのようにしたらよいのでしょうか？考えられるとすれば、デベロッパーによる短期の負債（デット）の証券化等による資金調達でしょう。これが証券化の突破口となるのではと期待しています。

SPC 第1号は住居系

あれほど騒がれながら、去年9月に施行されて以来申請する者がいなかった SPC 法。施行以前から「こんなに使い勝手の悪いものは誰も申請しないであろう」と噂され、強いて言うなら、「大蔵省の声の通る銀行系の不動産業者でなければ SPC など利用しないであろう。」と、ディベロッパー（独立系不動産業者）の中では定説になっていたようです。すでに活用断念宣言をしたディベロッパーまでであると言われます。そんな中、以前から任意組合方式・匿名組合方式など共同投資スキームに関心の高かった東京建物が SPC 第1号を去年11月に申請しました。そこで、東京建物の南啓介社長は「不動産証券化で不動産市場に新たな資金が流れ込むように誘導することが、地価を安定化させ市場を活性化させることにつながる。」と表明しています。

対象物件は都内にある外国人用高級賃貸マンション1棟ということでした。うわさ通り銀行系の業者でありましたが、モルガン・スタンレーがライオンズマンションの売れ残り物件を証券化したのに続き、またしても住居系であったことが気になります。

資産管理の時代へ

資産家が土地運用についてようやく真剣に考えるようになってくるのでは？

公的年金崩壊が投資信託へ

98年12月1日から投資信託が一般の銀行で購入可能になりました。ここで投資信託の仕組みを説明するのは省くことにして、バブル時にあれほどマスメディアに叩かれた投資信託が、ここでなぜ注目を浴びるのか不思議がる方も多いと思います。その理由は簡単です。日本の公的年金制度の崩壊が関係しているからです。アメリカにおいても年金の財政破綻の危機は以前から問題になっていました。

アメリカでは年金について企業が積み立てくれる確定給付型年金を採用する企業は減少し、企業が最高50%を積み立て、残りは受益者本人が自ら積み立てる確定拠出型年金を採用する企業が増加しています。これはいわゆる「401Kプラン」に代表されるものであります。平均的な401Kプランは、一人年間9250ドルまで、59.5歳まで税を繰り延べる形で積み立てていきます。この積立金のうち、MMF・投資信託・銀行預金・債券と言った形で、受益者本人が自らの意志で積み立て（投資）するわけです。自分で自分の老後を設計することが当たり前となったのです。現在、アメリカでは毎月の株式投資信託への資金流入額のうち、平均して約40%がこのような年金からの資金流入だと言われています。私はこれを聞いて、ニューヨーク・タイムズスクエアーの一等地に株価ボードがある訳、さらにそれを食い入るように見るアメリカ人旅行者の群があることの謎が解けました。

日本でも投資信託の窓口を広げたのは、老後の資金確保ための手段としてアメリカに見習おうということでしょう。今回はそのためのスタート、言い換えれば「自己責任のスタート」と言っても過言ではないでしょう。

現在日本で年金制度の打開策として検討されているものの中には、この401Kプランのほか、アメリカのリバースモーゲージ、フランスで根付いているピアジェなどがあります。私の予測では401Kプランのようなスタイルになるより他にはないと思います。

ともあれ投資信託がアメリカのように身近なものになり、将来の生活資金だという認識が定着し始めると、否が応でもタイムズスクエアーでそうであったように株価ボードに関心が高くなるというものです。近い将来、日本にも新宿や銀座の繁華街に株価ボードが設置されたりするのではないのでしょうか？

不動産の投資分析

「ウォールストリートの証券マンは全員と言っていいほど金融電卓（ヒューレットパッカート社製 HP12C）を持っているが、日本の証券マンは金融電卓を持っていない上、IRR（Internal Rate of Return＝内部収益率）の意味さえ知らない。彼らは株式商品のことを顧客にどう説明するというのか？そもそも日本の株屋（証券マン）は、マーケットのことを適当に話すことで株を売ることができ、“怪しげなリーク”を頼りに株をさばっていたのが事実ではないだろうか？顧客も上がった下がったで一喜一憂し、挙げ句の果ては株屋を捕まえて『絶対に儲かる株もってこい！』である。株式投資ですらこの有様なことから、不動産事業において、的確な投資

分析などするはずもない。日本の事業者は不動産の投資分析を戦後50年間真剣にやっつてこなかったわけである。」

これはアメリカ帰りの金融アナリストの話であります。私は、これを聞いた後、ソロモン・スミス・バーニーの証券マンに金融電卓を持っているかと聞いてみました。すると、即座に彼の鞆からヒューレットパッカード社製 HP12C が出てきました。

アメリカでは不動産投資も株式投資と同じテーブルで考えます。基本は債券（ボンド）との比較であり複利計算です。単利計算を使っているのは日本だけであり、アメリカをはじめとする欧米諸国では複利の最終利回りが常識化しています。

日本の事業用物件の売買に一般的に表現されている“利回り”はここで示す、単純利回りのことです。年間収入÷総投資額＝単純利回り、その単純利回り（＝期待利回り）を基にはじき出す価格が次の算式のように、購入希望価格ということになります。年間収入÷単純利回り（＝期待利回り）＝購入希望価格。これは購入事業用不動産を売却を一切考えない、もしくは永久にこの不動産価格が変わらないことを前提にしていることを意味します。一方アメリカでは一定期間保有すること前提に、つまり何年後かには売却すること考えに入れ、売却価格を予想し最終利回り（＝収入＋売却益）を投資分析します。アメリカにおける不動産投資分析は投資収益性の徹底分析である。

私は、アメリカの不動産ビジネスを研究するにつれ、不動産関連ビジネスがすべて不動産会社だけの仕事であるとは思えなくなってきました。なぜならアメリカのように金融を知らないと、これからの不動産管理業までもが（ブローカーは別）太刀打ちできない様に思うからです。また、日本において現状のデフレ状態では、不動産会社が今までの経験則だけでは立ち行かなくなっているのではないのでしょうか？不動産の投資分析を考える場合は少なくともコンピューター分析が自社で出来ること、が最低条件です。

付け加えておきたいことがあります。このようなアメリカの合理的な手法は、顧客を説得する時に使う“あくまでも道具”にすぎません。一番大事なことは顧客に対して個人の持つ説得力であり、その“熱意”であると思います。熱意を論理的に提案するために、このような道具を使うのです。

資産家が投資家になる日

このデフレ経済と言われるこの現状でも、土地神話教の信者はしっかり現存しているのです。教団から脱会して、反省をしている教祖さん（不動産業者）の言うことにも耳を傾けることもせず、遊ばせている土地を運用する事もない人に限って、「土地は底だ、もう上がり出す。」などとお決まりのフレーズで答えてくれます。

たとえそうだったとしても、今度ばかりはオイルショックの時などとは全く話が違っています。

この金融ビックバンは全てのことにに関して規制緩和、情報の公開（ディスクロージャー）そして、不動産そのもの環境も大きく変えることでしょう。そんな中で今までの成功体験だけで、不動産投資計画など出来るものではありません。株式投資信託などが、アメリカの401Kプランのように、直接受益者が年金の為に投資信託を利用し始めるようになったり、現在のSPCがREIT（現時点では全く別物）のように育っていけば、株式を分析するようにREITの現物（不動産）も個別分析を始めることとなります。アメリカのようにREITが少額（10万円前後）からでも始められる（購入できる）ようになると、一般個人投資家が不動産に対して投資感覚を持つようになります。そうすると土地神話教信者の資産家も否が応でも投資感覚に目覚めるというものです。資産家が本当の意味での投資家になる日もそう遠くなさそうです。我々賃貸管理業者が資産家に迎合することなく、顧客（資産家）の目的を明確にする事から始め、資産家が持っているあらゆる資産の、正確なデータを収集・分析し、理論的にシミュレーション解析しながら、また顧客（資産家）の手段と目的を混同することなく根気強く顧客（資産家）のための資産管理を提案したいものです。

アメリカに学ぶ、賃貸管理業のあるべき姿

アメリカとの違いを整理し、業者レベル、業界レベルでこれからの日本の賃貸管理業のあるべき姿を期待を込めて想像してみました。

アメリカと日本の違いの整理

	アメリカ	日本
管理業者	CPMが全米の管理を必要とする賃貸物件の約半数の管理を受託 受託資産総額9000億ドル CPMはIREMの認定資格である。	一般的に宅地建物取引業者が行っているが、管理業に対しての特に業法なく許認可は必要としない、管理業者の多くは任意団体である全国賃貸管理業協会が主に小規模共同住宅の管理業者をまとめている。
オーナー	共同投資スキーム REIT・ パートナーシップ	個人資産家、

	個人所有はほとんどない。	
集金口座	信託口座 委託された管理業の集金される金員は、全てこの信託口座に預金する事が義務づけられる。	管理業者名義普通預金口座
物件	一団の物件としてはシングル・ファミリーホームで最低でも100戸以上あります。都市型の高層ビルタイプですと2000戸というようなものまであります。日本でいうワンルームタイプはスタジオといわれ古いビルを改造したものが多い。	郊外では構造は軽量鉄骨造の2階建てアパート、戸数は6戸から20戸が主流です。都市型として高層のものでも100戸、ワンルームタイプのものが近年急増
セキュリティー	テナント（入居者）の決定要因の高順位にあげられる。	最近の物件にはオートロック標準的に設置されるようになってきた。日本は諸外国に比べて安全でありセキュリティーに対する感覚はオーナー・テナント・管理業者ともに低い。
管理人	ほとんどの場合オンサイトマネージャー（現地管理人）を常駐（住み込みの場合がほとんど）している。	分譲の場合は、デベが売るためのセールストークとして常駐をするが、特に法的なものはない。

業者レベル

即刻実行	理由	効果
ディスクロージャーの徹底	なによりも先に実行したい項目である。投資家の自己責任原則を確立するためにはディスクロージャーを拡充し、透明性を高めることが前提となる。 管理会社の資産内容	証券化のためのものだけではない。業者の信用度アップ、業界のレベルアップにつながる。

	<p>保管金の処理内容 市況データの提供 テナントデータ 物件データ</p>	
フィービジネスへ移行	<p>日本の商習慣では下請けの請求額に自社の利益を乗せて請求する（水増し請求）が常識化しているが、利益の請求理由がはっきりしない。オーナーに対し下請けのコストを明らかに出来ない。</p>	<p>フィーの請求理由をはっきりさせることで、顧客に対して依頼内容の相互確認する事により、業者の信用性を高めることが出来る。</p>
集金額等、金員の保全	<p>テナントから送金された金員保全が出来ていない。管理会社の倒産の場合、オーナーに損害が生じる。管理会社側の人為的事故（横領等）場合は管理会社にとって大きな被害が発生する。</p>	<p>現状では信託口座の開設は認められていないため、自主的な保管金の処理報告を適宜行うことになる。</p>
データの収集・投資分析	<p>データがなければ論理的提案が出来ない。</p>	<p>データの分析をすることにより市況が分かり、的確な提案が出来る</p>
弁護士・公認会計士とのリレーションシップ	<p>法律、財務経理の説明のミスは大きな事故になる可能性が大きい。</p>	<p>専門家に常にチェックをして貰うことにより顧客に対して信用も高められ、自己のリスク回避になる。</p>

業界ですること

目標	理由	効果
データ収集専門会社設立	<p>自社でのデータ収集には限界があり全国規模でデータを収集管理できる施設が望まれる。</p>	<p>不動産インデックスや格付の資料となる。全国規模での市況データの分析が可能になる。</p>
格付会社設立	<p>証券化の基本</p>	<p>証券化はもとより個人投資家にも信用の物差しが出来る。</p>
日本版CPMの養成	<p>管理業者の研修の場がない</p>	<p>管理業者の技術向上</p>

		業界の信用
国への信託口座の開設の働きかけ	保管金の保全	依頼者の安心 業界の信用
倫理規定委員会の創設	定期的講習会の義務、 懲罰委員会設置	業者モラルの向上
損害保険等の一括購入	新種保険の検討 スケールメリット	業界独自の商品 低コスト

日本人の意識が変わる瞬間

私の不動産関連のアメリカ視察も今回で20回を越えるかと思いますが、視察の度に本当に驚かされ、感心させられてきました。正直言って日本は20年の遅れをとっていると感じています。しかしその日本が7～8年程前には、『 JAPAN IS NO,1 』という自画自賛をし、それが最近まで続いていたのですから、さすがの私もこのギャップに日本人の愚かさまで感じ、情けない思いがしてなりませんでした。

だからと言って、ここで“アメリカイズ NO1”をご紹介したかったわけではありません。日本がいかに資本主義国家でありながら、基本である「新規参入の自由と消費者主権」・「フリー・フェア・グローバル」を機能させることができなかつたのかをここで深く考えてほしかったのです。

また、今後はアメリカのそっくりコピーではなく日本独自のものを常に心がけ、日本の良いものまで捨ててしまうような馬鹿なことだけは避けたいものです。

このレポートではアメリカの制度や商習慣の成功事例ばかりをご紹介しましたが、当然アメリカでもこれに逆行するようなスタイルや失敗例も数多くあります。そしてアメリカが日本の良いものを取り入れ成功していることも現実です。

「越前屋、おまえも相当な悪じゃのう、……」これは時代劇の中で悪商人と悪代官のお決まりのセリフですが、今でも耳を澄ませば、霞ヶ関や永田町の方から聞こえてくるような気がします。

官僚により弱者救済の名のもと、利権の保護が行われ、政治家が猫だましにもならないようなことで、有権者に機嫌を取りながら政治論争を繰り広げます。政治家は官僚に大きな権限を許し、それが利権になり、ばかげた官僚汚職まで引き起こしました。あの時代劇の昔から少しも変わっていないのではないでしょうか？しかしこれを、官僚や政治家だけの責任だと言うには抵抗があります。官僚批判だけをするのは簡単なことです。我々、一般市民が薄々知りながら、彼らにそうさせた責任の方が重いと思うのですがどうですか？

私自身、いつまでも（常々）日本人としての自国の誇りを忘れてはならないと強く思います。政治家や官僚だけが悪いではありません。私たちのほんとうの敵は日本の50年続いた右肩上がりの経済が歪めた“日本人の意識”ではないでしょうか？

私は今まさに、“日本人の意識が大きく変わる瞬間”だと思っています。あの悪代官のセリフも時代劇の中だけのものになることをお祈りして、私のレポートを終わりにさせていただくことにします。

E N D