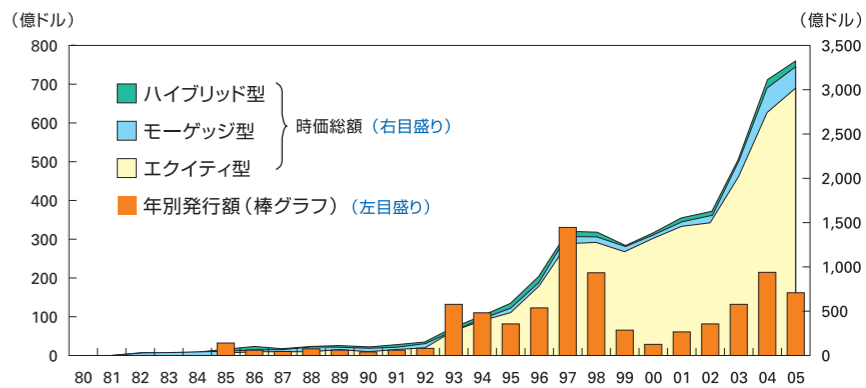




425 Park Avenue 証券化されたビル(ニューヨーク)

米国REIT市場の時価総額と年別発行額の推移 (NAREIT資料より作成)



ければならないのです。三つ目は機関投資家が入ってこないといけないということと。土地はインフレに強い資産だといわれていますし、UR都市機構の事業用借地の賃料も物価スライドです。キャッシュフローが物価に応じて上がっていくということですから長期の運用投資をする方にはいい商品になるのではないでしょう。

ものすごくハングリーだと思います。リーマンの土地の利回り、キャッシュフローを重視したインカムゲイン、長期の投資先として堅実だし、さらに伸びていく市場だと思えます。年金といえば、一般の方の401kプラン(7)の個人の運用先としても広がりがあるかもしれませんね。情報の透明性によって不動産業界そのものの見方がもっと改善されていいと思います。アメリカで私が関わった限りの印象ですが、リアルター(主に米国の全国不動産協会所属の業者)というのがとても尊敬される仕事です。ところが日本の「不動産屋」という言葉には、どこか特殊な余韻を感じさせます(笑)。不動産取引には不透明な部分があるのが普通だという時代が長かったからでしょうか。アメリカの不動産ビジネスでは、リスティングシステムで過去の取引記録をすべて公開したり、エスクロー(8)という第三者の存在も確立しています。いまネットオークションでエスクローを使う発想が出てきていますし、公的な機関としてエスクローが確立してくれば日本の不動産ビジネスももっと洗練されてくるはず。

寺澤 不幸なことにわが国の証券化というのは不良債権処理の過程で成長してきたわけです。そこで最初にリスクをとったのが外国人です。彼らがキャッシュフローに着目してパリュエをきちんと評価をする、当時は安く買い叩くとか、ひどいねという感じでしたが、それが定着してからは土地の価値はこのように評価するべきだ、収益還元でいくべきだと理解され、それがリーマンの成長に契機を与えたのです。アメリカの合理主義である、キャッシュフローに基づいて地価鑑定をするということによって伸びていますから、



ファイナンス理論に則った合理的な商品として証券化を考えないとうまくいかないのではないかと。7月にアメリカのインベストメントバンク(投資銀行)のメンバーと議論してきたのですが、1993年以降アメリカも成長していますが、彼らはそういう具体的な課題を自分たちでこなしてきた人たちですから非常に自信があるんですね。あらゆるものが合理的に解決できる、つまりキャッシュフローをありのままにどう評価するかというのを冷徹にみて、リスクを負うのであれば高いプレミアムをとる、アセツトクラスを設け、リスクに応じて優先劣後関係をつけリターンを適正に設定するという考え方はあります。リスクの高いものも全部マーケットで投資家に売りさばいてしまおう、すごいと思います。日本のマーケットはそこまで割り切ってキャッシュフローだけ、インカムゲインだけで勝負するのではなく、やっぱり何か土地についてはアップサイドストーリー(土地の値上がり益期待)が欲しいという議論になるんですね。

寺澤 そうそう。しかし、残念ながらリーマンの土地がほとんど値上がりするかどうかという、もうそういうのはないのです。

幸田 値上がりよりも安定的なインカムゲインがあったほうがいい、いまそういう発想をしている人が増えています。不動産業界の人や、年金の運用で不動産市場に注目している人に取材をしますと、最近利回りを重視するようになってきた。同地域で似たようなビルでもテナントの状態や、キャッシュフローで評価がわかれると言います。それが正しいと私は思います。

寺澤 その通りですね。ニューヨークで証券化されているビルを見たのですが、説明者は、テナントの自慢をします。

アムが小さい、日本だとしてもそうはいかないですね。

幸田 日本はどうしても箱ものや土地に対する神話があります。狭い国土にこれだけの人口がいるわけですから当然かもしれません。上海でも超高層ビルが林立していますが、大規模なビルなのにエレベーターは数基しかなくて毎朝長蛇の列ができるそうです。箱もの重視というのはアジアの国民性なのかもしれませんね。

寺澤 UR都市機構の企業の価値をどう評価するか、キャッシュフローだけでやってみたことがあります。UR都市機構の場合は事業規模を大きくしてはいけない、民間にできることはほとんど民間にです。から、価値評価は成長を見込まない分低くなります。なかなか厳しいなと思いますね。

幸田 私が米銀にいた80年代にはROE(9)やROA(11)など、収益効率を厳しく言われました。当時は、その対極に日本の銀行経営があったのです。私のいたバンカー・ストラストは収益効率を重視し、常に攻めの姿勢でしたが、皮下脂肪を徹底して削ぎ落としたために体力が続かなかったのかもしれない。結局ドイチエバンクに合併されましたが、筋肉重視なのか体力なのか、時代によって変わりますね。

寺澤 いま、証券化市場ではモルガンスタンレーとドイチエバンクがトップ争いをしていきます。

幸田 証券化市場といえば、値決め基準金利をどうするかという問題がありますね。アメリカですとT+(12)となりますが、日本ですとTは国債になるの

でしょうか。マーケットというのはオーダーシートしたり、いろいろな思惑で動いていびつになることもあります。例えば国債ですと、政府に財政規律を守らないような動きがあると、市場が暴落して警鐘を鳴らすのです。ですから暴落を恐れて政治の力で市場をコントロールしようとしてはいけません。本来の監視機能を奪ってはだめなのです。洗練された健全な国債市場を確立し、証券化商品の規準となれるよう市場環境を整備する必要があります。

寺澤 「国債の歴史」などの著書がある中央大学の富田教授は、「国債」というのは北極星だ、北極星が基準になって他の星の位置関係が測れる訳だから、北極星である日本の国債がしっかりしていないとその国の社債等の証券や貸付の金利設定はうまくいかない」と言っています。

幸田 地方債の発行状況も問題になっていますが、ベースに対してリスクリミットがどのくらいなのか、フェアで透明なものでなければ海外からの投資家は呼び込めません。世界の投資家にこうだと言えPRの基盤がまだまだ低いといわざるをえないですね。

寺澤 独立行政法人というのは government sponsored enterpriseですから、暗黙の政府保証があるという見方をされていますけれど、おそらく今検討している証券化にはそういうものがなく、キャッシュフローだけで勝負せざるをえない、これをどううまくやるか、我々も真剣勝負です。

幸田 みなさん注目していますし、いいモデルになって欲しいと思います。追隨

- 《用語解説》
- 6 ヘッジファンド (hedge fund) 株式や為替など変動商品への投資にあたって、先物やオプションなどの金融派生商品での運用も行い、相場の上下にかかわらず収益を追求するファンド。
 - 7 401kプラン 米国の確定拠出年金のひとつ。米国の歳入法401k条項に適合する要件を満たすことこの名称がある。
 - 8 エスクロー (escrow) 取引の安全を保障するために専門業者などが間にいるサービス。ネットオークションの普及で個人向けのサービスが注目されている。
 - 9 M & A (merger and acquisition) 企業の合併・買収
 - 10 ROE (return on equity) 株主資本利益率。税引利益を株主資本で割って算出する。
 - 11 ROA (return on assets) 総資本利益率
 - 12 T + 利回りをさだめる際に、その時点での米国債の利回り (Treasury Yield) を基準金利とし、リスクによってさらにペーシスをプラスしていくやり方。

『2007年版 経済新語辞典』(日本経済新聞社)より