『特集』 不動産証券化の評価と課題 論説

誕生1年目、J-REITの成長度と今後の展望と課題

Growth and future prospect of J-REIT (Japan Real Estate Investment Trust) having had the first anniversary after its birth

Kazuo SATO : President and C.E.O. SATAS Integrate Inc.

佐藤 一雄*

The J-REIT market has been growing steadily since its birth in September, 2001, and up-to-date, real estate assets worth approximately 710 billion yen have been incorporated into J-REIT portfolios as a whole.

It is expected that introduction of real estate investment index is on the horizon within a foreseeable future in parallel with acceleration of new IPOs of privately managed J-REITs.

In the long run, real estate value index-linked securities may be designed and in the market.

keywords : J-REIT, Individual Investors, Acquisition costs of real estate

J-REIT, 個人投資家, 物件取得価格

不動産取得価格7,100億円, 着実な成長

不動産証券化の有力なツールの一つであるJ-REIT (上場不動産投資信託) は, 1,400兆円に上る個人の金融資産の運用対象として大いに期待されている。不動産市場にとっては, 不動産資源の配分がより効率化 (= 市場化) される。バブル崩壊後, 不動産はリスク資産となった。不動産証券化は, 銀行による不動産担保融資の対象であった不動産を, 証券市場を通じた直接金融の対象に転換することにより, リスクの社会化をはかりながら, 不動産の利用価値 (= 収益価格) の実現をはかろうとするものである。

J-REIT市場が活性化すれば, 不動産市場も活性化し, ひいては日本経済自体の活性化に資すると期待されている。本稿では, まず, 2002年9月の発足から1年を経過したJ-REITの市場を概観

し, 市場がどの程度成長したか, また将来の展望と課題は何かを検討したい。一部の論評に市場の現況を“期待ハズレ”, “伸び悩み”という指摘も見られるが, これらはそもそも, 過剰な期待によるものか, 誤解によるものと思われる。結論的には, 1年で7,100億円の不動産を証券化するまでに成長を遂げている。

2002年9月10日, 6つめのJ-REIT, プレミア投資法人が東証に上場された。設立主体は, 高級賃貸住宅の仲介を主力に発展してきたケン・コーポレーションと中央三井信託銀行だ。一株当たり公募価格は48万円に対し, 終値48万3,000円をキープした。既上場6銘柄の9月30日現在の株価と予想配当利回り, 公募価格・公募時終値は, 次のようになっている。(表1)

上場時点で公募価格を維持した銘柄は, プレミアを含めて3銘柄, 3勝3敗の五分の星となった。

これまで、上場後に株価が急落した銘柄もあり、投資家の間に公募時に買わずに、値が下がったところで買った方が得、という見方もあり、その意味では上場時の公募価格維持は、市場の認知度のアップと思われる。今後の6銘柄の株価の推移が大いに気になるところだ。J-REIT誕生1年目の状況は、金融機関の不良債権処理の遅れ、オフィスビルの2003年問題をはじめ、米国の不透明な経

済動向等先行き不安材料にはこと欠かない。実際、上場を予定していながら、撤退を表明した企業には、ゴールドマンサックス、レンドリース（8月に東急Gとの提携を解消）、みずほグループ等がある。後発組にとっては、配当利回りが5～6%と高すぎるため、上場会社として経営する魅力に欠けるだけでなく、なによりも500億円～1,000億円不動産を市場で一気に買い集めるのは至難の技といえる。しかし、一方、上場予備軍も相当数待機中という事実もある。（表2）

なお、懸案だった信用銘柄への採用は既に実施された。

銘柄数、時価総額、売買代金

J-REITの不動産取得価格の総額は、

表1 株価と予想配当（2002年9月30日現在）

単位:円

上場期日	投資法人	02.9.30 株価	予想配当利回り	公募価格	公募時株価
01.9.10	日本ビルファンド（三井不）	548,000	5.55%	625,000	616,000
01.9.10	ジャパンRE（三菱地）	511,000	4.85%	525,000	545,000
02.3.12	日本リテール（三菱商事）	467,000	5.82%	470,000	449,000
02.6.12	オリックスF（オリックス）	455,000	6.93%	520,000	500,000
02.6.14	日本プライム（東京建物）	205,000	6.34%	200,000	200,000
02.9.10	プレミア（ケン）	440,000	6.80%	480,000	483,000

表2 今後のJ-REITの上場予定会社

資産運用会社				投資法人		
資産運用会社名称	資本金	組成企業	認可取得日	投資法人名	上場時ファンド規模	対象物件（設立時）
日本総合ファンド㈱	400 百万円	森トラスト 42% バルコ 10% 損保ジャパン 10% 大和証券グループ 5% 三井住友銀行 5% 三菱信託銀行 5% UFJ銀行 5% みずほ銀行 5% ダイビル 5% 住友不動産販売 5% きんでん 5% 西武百貨店 3%	2001/6/20	日本総合トラスト投資法人	上場時 500 億 (予定)	総合 (オフィス、商業施設、 ホテル、住宅)
カナル投信㈱	220 百万円	轉 充宏 48.3% Shin Akiyama 25.7% 伊藤忠フィナン 19.3% その他 6.7%	2001/9/14	クレッシェンド投資法人	上場時 200 億～300 億 (予定・年内)	中規模収益不動産 (オフィスビル・ 居住用マンション・店舗ビル)
エスピーアイリート投信㈱	325 百万円	エスピーアイ不動産 55.5% (リットル 98.9%、リット 1.1%出資の会社) 東京リート 40% P&P マジック ネットワーク 4.5%	2001/9/14	東京グロースリート投資法人	当初私募 200 億 上場時 400～500 億 (予定)	総合 (都心5区の住宅中心 オフィス・商業施設含む)
パシフィック・インベストメント・アドバイザーズ㈱		パシフィック・マネジメント	2002/9/27	未定	上場時 400～500 億 (予定)	ファミリー・ワンルームの 賃貸マンション
グローバル・アライアンス・リアルティ㈱	100 百万円	日本 GMACCM 40% 近畿日本鉄道 40% 明治生命保険 10% 東京三菱銀行 5% 三菱信託銀行 5%	未了	未定	当初 700 億～1,000 億 (予定)	オフィスビル
㈱プロスペクト		米ハワイ資産運用会社	未了	未定	上場時 400～600 億 (予定)	ファミリー・ワンルームの 賃貸マンション
SBIリアルエステートマネジメント		ソフトバンクフィナンシャルグループ	未了	未定	上場時 500～600 億 (予定)	総合(マンション)
ランドマークインベストメント㈱	100 百万円	HIS証券 ランドマークインベストメント	未了	未定	上場時 100～200 億 (予定)	マンション
東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント㈱	100 百万円	東急電鉄 51% 東急不動産 49%	未了	未定	当初 1,000 億円	総合 (オフィス、商業施設、 ホテル、住宅)

9月末現在7,100億円を超えた。J-REITの規模を東証一部上場株式の不動産セクターと比較すると、銘柄数で5分の1、1日当り売買金額で14分の1、時価総額で6分の1という規模になっている。機関投資家からは、「1兆円の規模が欲しい」、「この売買金額では、余り大量に買うわけにもいかない」という要望がある。市場が未熟だということは事実だ。しかし、考えようによっては、たった1年で既に不動産セクターの株式の5分の1ないし6分の1になったということは、基準のとり方で結論は異なるが、驚異的な成長とはいえなくても着実に成長を遂げていると評価できる。J-REITと株式市場との相関性は各種データで見ると限り低い。最近の株価の下落に対し、J-REITの価格は大きな影響を受けていない。価格の変動幅も不動産セクターの株式より小さいという特性が見られる。

売買株数でみると、J-REITは8分の1と少ない。ただし、そもそも発行済口数が少ないので、発行済口数の比で計算すると、J-REITは月当たり全口数の3～4%が売買されている。それに対し、三井不動産、三菱地所の株は、月5～7%で、その差はかなり縮まる。

証券会社にとって、時価総額が4,431億円と不動産セクターの7分の1なのに、1日当りの売買金額は6.7億円と14分の1と少ない。これでは、証券会社にとっては手数料収入面でマーケットとしての魅力に欠け、現場でのセールスに積極的な営業を期待できない。だが、「長く持って安定利回りを稼ぐ」のがJ-REIT商品。朝買って晩に売ようなスタイルは基本的に大マチガイだ。証券会社に

は気の毒だが、売買金額が少ないのはJ-REITの特性そのもので、営業政策的に何らかの販売上のインセンティブを考えるか、ネット取引の拡充(一部で既にJ-REITに活用され、効果があったと伝えられる)、銀行窓口販売(現状は認められていないが)の早期実現をはかるべきだ。

運用実績(物件のトラックレコード、運用会社のトラックレコード)

これは、スタートしたばかりなので無いのは当然。求める機関投資家側に無理がある。これらについては、時間の経過と共にJ-REITの値動き、配当実績などが積み重なり、自然に解決する問題である。機関投資家の中には、運用実績に加え、不動産の投資インデックスが整備されていないから投資できないという者もいる。ちなみに85年にスタートした英国のIPD指数(不動産投資インデックス)も当初から今のよう形に整備されていたわけではない。当時は、生保や年金の機関投資家は、各社独自のデータに基づき、投資活動をしていたのである。そのため、IPD社を創立したルパート・ナバロ氏に対し「そんなものは要らない。我社の独自の判断で充分」と反発があって、なかなか協力が得られなかった経緯がある。我国の機関投資家は、一般的にこれまで主たる投資対象が証券・債券等であり、不動産現物はもちろん不動産証券化商品はいまだマイナーな存在なのである。そのため、それについて独自のデータを持たず、判断も行わず、ひょっとすると、インデックスがないことを云い訳に利用しているのではないかと下衆は勘ぐりたくなる。実際、米国の年金基金の一部はJ-REITの株を買っているといわれる。この事実を日本の機関投資家の運用担当者は、どう受け止めているのだろうか。

ただし、「年金」や「証券投資信託」

表3 J-REITと不動産株の市場比較

	銘柄数	売買株数/日	売買金額/日	時価総額	2002.9.18 不動産取得価額
J-REIT	6	2,050 株	6.7 億円	4431 億円	7,103 億円
不動産株	30	16,985 千株	93.6 億円	約3兆円	N/A
J-REIT/不動産株	1/5	1/8	1/14	1/7	N/A

等にJ-REITを組み入れるためには、法律的に、方針や約款の変更等を行わなければならない、その手続きが実務的に問題となることも考慮する必要がある。

販売体制、個人投資家

J-REITは、いうまでもなく個人の金融資産の運用手段として、鳴物入りで登場した。ところが、投資口数に占める個人の比率は、決算発表を終えた3銘柄でみると約15%~27%と米国REITの約50%に比べてまだまだ低い。

表4 J-REITの個人・法人等持株比率

	個人その他	金融機関	その他の国内法人	外国法人・個人
日本ビルファンド	14.8	40.8	26.2	17.9
ジャパンRE	19.7	41.5	13.9	24.9
日本プライム	26.6	29.96	32.11	11.33

いまや、低金利も行きつくところまで行ってしまっ、預金をすると罰金をとられる状況になってきた。罰金とは大げサだが、実質、持ち出しで赤字になってしまう状況も出てきた。その中で予想配当4~6%台という高利回り商品がなぜ売れないのだろうか。新顔で、まだ個人投資家に馴染みがないということが最大の要因だと思うが、一つには、先程述べた販売を行なう証券会社が全く力が入っていないからなのだ。売り手が売らないものは、買えるはずがない。より根本的には、いまだに根強い「勤儉貯蓄」の思想がある。コツコツ働いてお金を貯めることは素晴らしいという考えだ。いま、日本経済が陥っているのは「40年体制不況」だ。そこからいかにして脱却するか。その答えは、個人一人々々の資産マネジメント、リスクテイクの叡知にかかっていると言ってよい。生きている限り「リスクを一切取らないで済ませる」ことは不可能だ。ひとつのリスクを避けることは、もう一つ別のリスクを抱えることと同義語

である。「勤儉貯蓄」の世界は、無能・無責任な銀行と郵便局（官僚）に「お任せする」というリスクを買っていたのである。その結果はいうまでもなく「銀行救済の為の税金投入とゼロ金利」、「国債増発・財政赤字」となって我々が負担している。

福沢諭吉は、「自分にて自分の身を支配し、他に依りかかる心なき」を、独立自尊の心、自助能力と説いた。凡人の自助能力は、非合理で主観にとらわれた、訳のわからない経済活動となることもあろうが、それを否定しては構造改革がすすまない。政府を変えるのではなく、我々が変わることが改革の早道だ。

2003年問題、内部成長、外部成長

ところで、利回りが高いということは、J-REITの株価が安いということと同義語である。株式の関係者は、不動産市況（ビルの2003年問題等）の先行き不透明による価格下落リスクを織込んだから株価が安いと説明する。果してそうだろうか。

東京のオフィスビル市場は、汐留、品川、六本木等の新興オフィス地对丸の内のブランド地の競争に象徴される、生き残りをかけた大規模AAAオフィスの大量供給時代に入った。その影響は、①建築中の大規模ビルが大量成約したため、対前年同期比の成約面積が、1年半ぶりに増加。②大規模ビルの空室率は、1年3カ月連続上昇で4.5%に上昇。③成約賃料は、データが少なくはっきりしたことは不明だが、若干弱含みにあると思われるが、都心3区の大規模ビルに限ってみれば、築10年以内の募集賃料ベースでは底値をつけた97年比101%となっている（既に97年ベースまで賃料が値下りしている。）。この2003年問題が各J-REITのポートフォリオの不動産物件にどのように影響するかは、物件毎に、立地、グレード、テナントリーシング力等に基づいて細かく検証すべきである。「影響しない」ということは言えないが、市場の平

均値を個別物件にストレートに当てはめる愚は犯してはならない。

「築後20年を超える旧式の中小型ビルは、最新のAAAビルとの競争になれば、賃料は値下げせざるを得ない」というようなコメントを見かける。そもそも、厳密に見れば、前者と後者は異なるマーケットであり、必ずしも直接的な競争市場と考えられず、間接的に影響し合う市場と考えるべきだ。

また、「港区の空室率が6%に高まった」という報道は、大規模ビルの竣工前の募集面積が増えたため起きている現象で、それ自体、大騒ぎすることではない（2004年以降の供給量は減少する傾向にある）。むしろ、これから2～3年の間にビル市場全体がAAAビルを頂点に、どのような新価格体系に移行するかということの分析が重要であろう。独断的に言えば、ここ数年賃料はさほど高騰せずに安定的に推移してきたので、賃料への影響は1～2割の限定的なものに止まり、バブル後の93～94年のビル市場で起きたように、高騰したバブル賃料が半減したというような事態の再現は、まず考えられない。既に賃料水準をニューヨーク等の比較でいえば、東京の賃料は特に高い水準にない。

なお、新規にビルを取得して外部成長をはかるには、物件がないので外部成長が難しいという声もある。しかし、ビル市場が弱含みなら、それを逆手に取って買収、あるいは既存ビルをリニューアルしてバリューアップをはかるチャンスも増えるのではないか。対象不動産をビル以外に拡大したり、開発型証券化に取組むことも課題である。中期的には、企業の会計基準の国際化、不良債権処理の加速化等により物件の供給は今後も期待できる。

物件の取得価格と鑑定評価額

ところで、物件の取得価格については、大いに疑問がある。物件購入に際しては「鑑定評価額、

公示価格、路線価、販売公表価格、その他これらに準じて公正と認められる価格」で行なうことが規則等で定められている。投資家が取得価格の妥当性を判断し、J-REITが利害関係者等から高い価格で物件を取得することにより、その蒙る損失を防止するために設けられたものである。6リートとも、鑑定評価額を明示している。取得価格との乖離率は0%～5.3%と殆ど鑑定評価価格で取引されている。ところで鑑定評価価格どおり取引価格が決まることは、実務上、極めて珍しい。20数物件の取引でこのような結果となるのは、明らかに異常というしかない。

これは①鑑定評価価格を取引価格に合わせたか、②取引価格を鑑定評価価格に合わせたかのどちらかである。①であれば、何のために鑑定評価を行っているか、その意義が失われる。②であれば（あまり想定しにくい）、相対取引といってもファンドのスポンサー会社あるいはスポンサー会社の設立したSPC等から物件を取得することが多かったため、J-REITとしては価格交渉の余地は余りなかったという特殊事情が反映しているのであろうか（それはそれで問題が残る）。

本来、言うまでもなくスポンサーから出向中のファンドマネジャーであっても、スポンサー会社の言いなりになることはあってはならない。物件の取得にあたって売り急いでいるのであれば、スポンサー相手であっても足元をみて評価より安く買うべきであろう。逆に売り手が売り渋って高値の売値であっても、購入後のリニューアル等によりバリューアップの可能性が見込まれるのであれば、場合によっては評価より高く買うことも厭うべきではない。どのような物件に投資するかという判断と具体的に当該物件を取得する能力（戦略判断と交渉力）がファンドマネジャーに要求される資質である。株式投信では、株式市場から取得するため価格自体は市場価格として一応自明である。

これに対し不動産では、価格自体が自明のことでなく、ファンドマネジャーの能力によっても価格に大きな幅が生ずる。その意味で取得価格の妥当性はゆるがせに出来ない課題である。

鑑定評価をイコールJ-REITの取得価格とするのであれば、“有能な”、“計算間違いをしない”鑑定士をファンドマネジャーに雇った方が良い。早いはなし、J-REITは鑑定評価というお墨付を利用し鑑定士に過大な責任を押し付けている。もっといえば、ファンドのガバナンスを放棄していると言わざるを得ない。仮に鑑定評価を行うとしても、鑑定評価に対し実際に買った価格が安ければその安い理由を、高ければ高い理由を具体的に情報開示するよう改めるべきであろう。そもそも、本当に制度上、鑑定評価がなぜ必要なのか、もう一度考え直す必要がある。

最後に鑑定評価を利用する上で、次のような問題を検討する必要がある。①J-REITのための不動産評価は、伝統的な鑑定評価の枠を超えるもので、投資分析の範疇に含まれる。伝統的鑑定評価は、社会における客観的で普遍的な評価（があるとして？）を中心とするのに対し、J-REITの不動産評価は特定の投資家のための投資価値を求めるものである。それは、例えばリニューアルを施し賃料アップを図ろうというような想定シナリオに基づく、主観的で属人的な評価といえよう。②鑑定評価が収益還元価格かつDCF法によるといっても、そこで使われる基本的な割引率や還元利回り等の客観的な妥当性が、わが国ではまだ検証されておらず不確実なものだ。③特定の不動産を対象にしたTMK・SPCなどのオリジネーター主導の資産流動化スキームでは以上の論議は必ずしもあてはまらない。TMK等とオリジネーターは純粹の市場での相対の取引きとはいえない。この場合は鑑定評価をベースとせざるを得ない。しかし、証券の格付けやノンリコースローンのデュー

デリジェンスを通じて、資金調達面では資本市場のチェックを受けている側面もあることに留意すべきだ。

J-REITの今後の展望と課題

米国のREITは、2001年末には182銘柄が上場されており、時価総額は1,549億ドル（1ドル＝120円、18兆5,880億円）に達した。我国とは、不動産市場の規模、構造、不動産金融システム（プロジェクトファイナンスあるいはノンリコースローン中心）、税制等が異なるだけでなく、REITとJ-REITの制度自体、似て非なる面も多いので単純な比較はできない。しかも、1960年からスタートしたREITと誕生1年目のJ-REITでは、様相が異なっており、状況の差異を認識したうえで、いろいろな側面を比較することは、それなりに参考になると思われる。例えば、米国では生保等の機関投資家が、現物不動産以上にREIT投資を重視している。あるいは、年金基金が代替投資としてREIT投資を行なっている。個人投資家がREITの金額の約半分を占める、等である。

一般論を言えば、誕生したばかりのJ-REITをどのように今後育てて行くか、という視点で議論がなされなければならない。J-REITの実績を積み重ね、市場の信認を一步一步得ることがまず大切である。その結果、個人投資家の資産運用手段にビルトインされ、機関投資家、年金基金の運用対象に組み込まれるようになろう。1年間で情報開示面ではインターネットによるJ-REITインデックスの提供や、投資利回りの表示あるいは決算時の詳細な開示など大きく改善されつつある。個人投資家に対しては、具体的には、“J-REITはJ-REITである”、すなわち株式でも社債でもない新しい資産運用商品であるという観点からの地道なPR活動が欠かせない。証券業界、不動産業界の協同したキャンペーンが望まれる。

表5 J-REITの対象不動産と当期営業予想

	日本ビルファンド (三井不動産)	ジャパンRE (三菱地所)	日本リテール (三菱商事)	オリックスF	日本プライム (東京建物)	プレミア (サンコーホーレション)
上場日	01年9月10日	01年9月10日	02年3月12日	02年6月12日	02年6月14日	02年9月10日
発行済投資口数	280,700口	225,400口	52,000口	123,372口	289,600口	59,000口
種類・物件数・取得金額	オフィスビル29物件 2,614億円 (100%)	オフィスビル30物件 1,691億円 (100%)	S.C.4物件 409億円 (100%)	オフィスビル33物件 790億円 (79%) ホテル1物件 150億円 店舗3物件 14億円 住宅40物件 996億円	オフィスビル24物件 799億円 (86%) 店舗2物件 132億円 住宅26物件 931億円	オフィスビル8物件 371億円 (80%) 住宅3物件 89億円 11物件 461億円
取得時の鑑定価格 (取得金額との乖離率)	2,635億円 (0.8%)	1,697億円 (3.5%)	431億円 (5.3%)	996億円 (0%)	949億円 (1.9%)	469億円 (1.7%)
当初	ビル24物件 2,265億円	ビル20物件 928億円	S.C.4物件 409億円		ビル23物件 798億円	
追加	ビル5物件 349億円	ビル10物件 763億円			ビル1物件 92億円	
主要不動産	NKK本社ビル 741億円 芝浦駅前(旧東武生命) 320億円 GSKビル(旧パナ) 156億円 新宿三井ビル2号館 162億円	渋谷ロカスビル(旧東武生命) 346億円 三軒茶屋ビル 272億円 名古屋広小路 145億円	大阪心斎橋ビル 143億円 仙台中USC. 102億円 ジャスコ茅ヶ崎 83億円 エス・リッジ 81億円	ラディックホスピタル 115億円 東陽MKビル 52億円 ホテルカガート 150億円 (横浜桜木町ワシントンH)	東武ビル 162億円 安田生命大塚ビル 83億円 田無7号 102億円	ラディック第2新館ビル 70億円 かながわサイエンスパーク 65億円 ペーパークラフト四谷タワー 52億円
当期予想	営業収入 11,092百万円 NOI(償却前純収益) 7,405百万円 当期利益 4,262百万円 1口当り分配金(当期) 15,182円 1口当り分配金(年)① 30,365円 5.55% 直近時価配当利回り①/② 5.55%	第3期(02.12期) 7,700百万円 5,000百万円 2,800百万円 12,400円 24,800円 4.85%	第1期(02.8期) 1,347百万円 1,297百万円 675百万円 12,881円 27,176円 5.82%	第1期(02.8期) 6,779百万円 4,742百万円 2,708百万円 21,957円 31,081円 6.93%	第2期(02.12期) 4,850百万円 3,350百万円 1,930百万円 6,664円 13,328円 6.34%	第1期(03.4期) NA 29,890円 6.80%
株価推移	公募価格 625,000円 公募時株価 616,000円 高値 636,000円(01.9.10) 安値 471,000円(02.1.25) 直近株価② 548,000円 (02.9.30)	525,000円 545,000円 560,000円(02.3.18) 480,000円(02.1.16) 511,000円	470,000円 449,000円 480,000円(02.7.16) 433,000円(02.3.13) 467,000円	520,000円 500,000円 520,000円(02.6.18) 451,000円(02.9.27) 455,000円	200,000円 200,000円 203,000円(02.7.9) 199,000円(02.6.14) 205,000円	480,000円 483,000円 483,000円(02.9.10) 434,000円(02.9.27) 440,000円

次に、投資対象不動産のカテゴリーの多様化をはかることも必要である。現在は、オフィスに片寄り勝ちの状況から、米国のように住宅、ホテル、倉庫、医療等あるいは不良債権、都市再生、PFI等にそれぞれ対象を広げることで、J-REIT組成の可能性は広げられる。

三番目に、J-REIT自体の制度改善や東証等の基準の見直しがはかられるべきである。例えば、東証の上場基準は、安全運転を目指す余り、大手以外の上場が実際上しにくいという見方もある。これに関連しては、東証以外の店頭市場や、各地の証券取引所がJ-REITの上場をそれぞれ検討中と伝えられるが、実現すれば、追い風となるであろう。

四番目、実はこれが最大のポイントで最大のネックになるのが税制である。間接金融から直接金融へというのは掛声ばかりで、実態は間接金融と固く結びついた旧来型税制のままである。本格的な投資促進税制は、夢の又夢といわざるを得ない。

そもそも、機能不全に陥っている間接金融を中心とした金融システムの改革をはかることが先決の難題として控えている。J-REITを促進する税制面からは、一つには証券税制の見直し（例えば、配当課税）、二つめには不動産税制の見直し（例えば、不動産流通課税）、三つ目にはJ-REIT税制そのものの見直し（例えば、90%超配当要件に関わる有価規程）がなされなければならない。

現実的には、抜本的改正が直ちに期待できず、J-REIT発展の阻害要因であり続けるであろう。しかし、個人投資家は、先程述べたように、困難な状況の中でも「リスクテイクを自覚した個人」に変身する必要がある。国が変わることを待っている、百年河清を待つに等しい。「国に期待する

国民」から、「国に期待しない国民」にわれわれは変身すべきだ。そのことによってしか、「40年体制」を破壊することはできない。

複数の不動産のポートフォリオであるJ-REITは、入替え時にはその対象となる個々の不動産価格が意識されるが、通常時は一つの不動産の集合体として独自の性格を帯びてくる側面がある。素材としての個々の不動産をポートフォリオ化することにより、新たな不動産として価値を持つに至るのである。もちろん、その価値の源泉はファンDMAネジャーの腕であることは言うまでもない。「不動産が利益を生み出すのではない。利益を生み出すのは人である」（米国のREITでの至言）。J-REITの株価はファンDMAネジャーの能力によって、今後もっともっと格差が出始めると思われる。不動産のアセットマネジメント、プロパティマネジメントの能力だけでなく、借入れ等の財務戦略の能力（特に金利上昇期の対応）が大きく左右する。

優良なポートフォリオであれば、個々の不動産の取得価格の総額を上回る価値（含み益）が発生してもおかしくない。しかし、株価自体は需給や金利、その他あらゆる社会的・経済的要因で変動することは言うまでもない。昨年9月11日の同時多発テロの時のJ-REITの株価の急落はその一例である。経験則によれば、不動産の価格は景気変動等に対し遅行性を持つ。しかし、J-REITは株式としての性格を有するため、不動産価格の先行指標となる。そう考えると、今後J-REITの多様化と上場数が増加してくれば、インデックス化が可能となる。将来的には、不動産インデックス証券の可能性もあり、現物の不動産市場と全く別の新市場の成立も期待できる。