

## 【寄稿3】

# アメリカにおける不動産の証券化の現状

白石 秀俊

## 1 はじめに

バブル崩壊以降の地価下落に伴う不動産市場の低迷や金融機関等の不良債権問題の深刻化等を背景に、近年、不動産の証券化に関して様々な議論が行われている。不動産の証券化については、不動産業における資金調達手法の多様化の観点から、我が国においても80年代後半以降議論が行われてきているが、先に述べた近年の不動産市場をめぐる環境の変化や金融ビッグバンに代表されるグローバルスタンダードへの対応の認識の高まり等から、不動産の証券化に関する議論は最近急速に深まりを見せ、まもなく検討段階から実行段階へと移行するところまで来ているように思われる。

しかし一方で、中には、不良債権の担保不動産を証券化しさえすれば、担保不動産が流動化され、不良債権問題も解決するかなのようなイメージで伝えられているものもあり、必ずしも不動産の証券化について正確な理解のもとで議論が行われていない例も多く見られる。

このため、不動産の証券化の先進国であるアメリカの現状を紹介するとともに、我が国における不動産の証券化への対応について考えてみたい。

## 2 不動産の証券化の定義

「不動産の証券化」というと、その仕組みや商品設計の検討がほとんどで、定義について十分な議論が行われていないため、人それぞれの理解が必ずしも一致しておらず、誤解に基づくすれ違いの議論が多いように思われる。もちろん、具体的な証券化商品が出てくれば、わざわざ定義する必要もないのであろうが、我が国において具体的な証券化商品が無い現状では、今後の議論を円滑に進めるために、「不動産の証券化」を定義しておくことも意味があると思われる。

本稿では、「不動産の証券化」を次のとおり定義しておきたい<sup>1)</sup>。

不動産の証券化とは、不動産を保有のための仕組みに移し、その仕組みが当該不動産を裏付けとする証券を発行することにより、当該不動産を保有するための資金調達を行うこと。

この定義において重要な点は、①不動産を移すこと（＝不動産を原資産保有者（オリジネーター）から分離すること）、②証券化のための仕組み（例えばアメリカのREITやREMICと呼ばれる導管体など）を用いること、③不動産を裏付けとすること、④証券を発行すること、である<sup>2)</sup>。

今般、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（いわゆるSPC法）が

成立し、不動産の証券化に使用可能な仕組みが我が国で初めて創設された<sup>3)</sup>。

また、不動産の小口化のための手法として不動産特定共同事業があるが、これは②の仕組みとして任意組合や匿名組合を用い、③のとおり不動産を裏付けとしているものの、④の証券を発行するものではない点で、不動産の証券化とは言えない<sup>4)</sup>。しかしながら、ケイマンSPCを事業参加者（投資家）とするなどの工夫によって、証券を発行することも可能であり、また将来的には有価証券に指定することも考えられるので、不動産投資のための将来性のある有効なスキームであることは間違いない。

### 3 アメリカにおける不動産の証券化の現状

#### 3-1 アメリカにおける不動産の証券化

アメリカにおける不動産の証券化の仕組みとしては、REIT (Real Estate Investment Trust) やCMBS (Commercial Mortgage-Backed Security) がある。

REITとは、簡単に言えば「一定の条件を満たすことで税法上導管体となっている不動産管理会社<sup>5)</sup>」である(図表1)。REITは株式を発行して資金を調達し、その資金で商業用不動産<sup>6)</sup>に対して投資を行う(図表2)。REITの仕組みは、REIT会社の資本金部分(自己資金部分)への投資であり、元本が保証されるものではないので、エクイティ型の証券化商品である。

一方、CMBSは、商業用不動産に対するノンリコース・ローンをREMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit) という導管体に移し、それらのローンを裏付けとして発行する債券である。通常、複数のローンをプールし、それを様々に分類(トランシェ)することによって、投資家の要望に合わせて複数の種類の債券を発行する(図表3)。CMBSは債券であり、デフォルトしない限り元本の償還が約束されているので、デット型の証券化商品である。

なお、アメリカではノンリコース・ローン(担保物件以外に償還請求権のないローン)が一般的であるが、不動産に対するノンリコース・ローンはその担保となっている不動産そのものとも考えることも可能であるので、CMBSは不動産の証券化の仕組みとして考えられている。しかし、我が国ではリコース・ローン(担保物件以外にも償還請求することができるローン)のみであり、現状では不動産の証券化としてCMBSのような仕組みは組成し得ない(もちろん、一般債権の証券化としては可能であるが)。

#### 3-2 REITやCMBSの最近の動向

97年末におけるREIT株の時価総額は約1,280億ドル、CMBSの発行残高は約1,330億ドルである。アメリカの商業用不動産市場の規模は3~4兆ドルと言われているので、それぞれの占める割合は、いずれも数%程度である。言い換えれば、アメリカでも証券化されている不動産はごく一部である。

しかしながら、92年以降のREIT及びCMBSの伸びは目覚ましく、90年から97

年にかけてREIT株の時価総額は約21倍、CMBSの発行残高は約13倍にもなっており、現在もその勢いは続いている(図表4)。

92年以降のREIT拡大の背景には、REITの60年初頭の制度創設以来の様々な制度改革の効果も大きいですが、直接には、商業用賃貸ビルの供給過剰により80年代後半に起こったオフィスビル市場の崩壊(図表5)によって、90年代前半の不良債権問題の発生とクレジットクランチが原因となったと言われている。このクレジットクランチが、不動産所有者のローンの借り換えを困難にし、REITを組成して資本市場から直接資金を調達するインセンティブとなった。また、当時、幸いなことに株式市場に魅力のある商品が無かったことから、REIT株に資金が集まり、REITが急速に拡大した。

また、92年にUPREIT(Umbrella Partnership REIT)と呼ばれる仕組みが登場したことも、REITの急激な拡大に貢献したと言われている(図表6)。UPREITによって、従来からパートナーシップ等の形で不動産を所有していた投資家が、キャピタルゲインの発生を回避しつつ、当該不動産の価値に等しいREIT株に交換することが可能となった。このため、多くのREITが設立され、UPREITの仕組みによって従来からの形で所有されていた不動産に投資されることとなった。

一方、CMBSの拡大については、90年代前半にS&L(貯蓄貸付組合)の不良債権処理を行ったRTC(整理信託公社)が、その不良債権処理のためにCMBSの仕組みを活用し、かつ割安な価格で供給したため、急激にCMBS市場が発展することとなった。また、RTC自身は95年末に活動を終了したが、RTCのCMBS活用によってCMBS発行に関するノウハウが蓄積され、その後の民間セクターによるCMBS発行に大きく貢献したと言われている。

### 3-3 REITの歴史と現状

昨今、我が国の不動産の証券化は、アメリカの不動産の証券化、特にREITとの比較で論じられることが多く、また新聞等でもよく報道されており、REITの概略を理解することは、我が国の不動産の証券化を考える上で参考になる点が多いと思われる。

#### 3-3-1 REITの歴史

REITの歴史は古く、60年代初頭にその仕組みが創設された。しかし、今日ほどREITが注目されたのは90年代初め以降のことである。創設以来30年間、それほどREITが伸びなかった理由として次の点が指摘されているが、これらの点は我が国の不動産の証券化に多くの示唆を与えるものとして大変興味深い。

##### ①REIT低迷の理由その1

創設当時、REITは不動産を所有するだけで管理・運営できず、所有不動産の管理・運営は管理会社に委託していた。この仕組みは、我が国の「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」に基づく特定目的会社とよく似ている。当時、管理会社の受け取る管理手数料は、管理・運営の善し悪しに影響しない契約になっているなど、不動

産をうまく管理・運営して収益をあげようとするインセンティブが働かなかつたため、REITは投資家からの信用を失うこととなり、ほとんどのREITが失敗することとなった。我が国においても特定目的会社が同様の運命をたどらないという保証はなく、この点をどのように解決するかが課題である。なお、REITについては、その後、86年に税法が改正され、商業用不動産を普通に管理・運用するのに必要な業務（カスタマリー・サービス）を行うことが可能となり、上記のような問題は解決された。しかしながら、現在においても一定の規制は存在し、例えばホテル運営のような業務はできないこととなっている。

#### ②REIT低迷の理由その2

REITが伸びなかつた理由の2つめとして、投資家に対する課税の問題があった。投資家はREITの株式の配当という形で収益を配分され、一般の事業会社の株式配当と同様、配当所得として課税される。従って、REITから収益は配分されるが損失は配分されず、投資家は他の所得と損益通算できない。

一方、アメリカには、我が国の任意組合（民法に規定）や匿名組合（商法に規定）に似た制度でパートナーシップといわれるものがあるが、このパートナーシップを組成し、不動産に投資した場合、収益とともに損失も配分され、投資家は他の所得と損益通算でき、投資家にとってREITより魅力ある仕組みであった。このため、86年までは不動産投資にはパートナーシップが用いられることが多かった<sup>7)</sup>。その後、86年に税法が改正され、パートナーシップの配当の損益通算について制限が設けられることとなったため、パートナーシップの優位性が薄れ、その後のREIT急伸の素地ができることとなった。このREITとパートナーシップの課税面での違いは、我が国の特定目的会社と不動産特定共同事業の課税面での違いとよく似ている。

#### ③REIT低迷の理由その3

REITが伸びなかつた理由の3つめは、金融機関等からの資金調達が容易であったことがあげられる。アメリカでは80年代後半から90年代初めにかけてバブルが崩壊し、景気後退に入ったが、それまでは、銀行や生命保険会社、年金基金等が不動産への融資を比較的簡単に行っていたため、わざわざREITの仕組みを使って資金調達する必要がなかつたのである。

これは、証券化は、資金調達の側面からニーズがなければなかなか進まないことを示している。現在の我が国の経済状況は、金融機関が多額の不良債権を抱え、十分な融資機能を果たせないという点で、アメリカの90年代初めの状況とよく似ており、アメリカでREITが急伸したのと同様に、我が国でも急速に不動産の証券化が進むのではないかとされる所以である。

#### ④REIT低迷の理由その4

最後に、REIT自身が投資家の信頼を得られるだけの運営をできなかったことがあげられる。すなわち、かつてのREITは、低利の借入を多くすることによって、資本金部分に対する利回りの底上げを図る、いわゆるレバレッジ効果を期待して、過大の借入を行っていた。このため、金利の上昇や不動産価格の下落等の局面で柔軟に対応できず、投資対象としての信頼を得られなかった。

この反省もあり、現在では、REITの借入部分は資金全体の3～4割程度となっている。

### 3-3-2 REITの現状

NAREIT（全米不動産投資信託協会：REITの業界団体）によれば、97年末現在で、REITは300社以上あり、そのうち210社がニューヨーク証券取引所等に上場されている。REITは、発行者から見れば幅広い投資家から多くの資金を集めることにそのメリットがあるのであり、また、投資家はその流動性に魅力を感じているので、REIT株を公開して上場することが多い。

#### ①REITへの投資家

REIT株の所有状況を見ると、図表7にあるとおり、約半数が個人投資家によって所有されている。また、残りの約4割がMutual Fund（我が国の投資信託に相当）であるが、これは個人投資家の小口資金を集めたものであり、言い換えればREITはそのほとんどが個人投資家によって支えられている。

では、個人投資家はREIT株をどのように見ているのであろうか。REITは、制度上（図表1の配当要件参照）、不動産からの収益を必ず投資家に配分するので、投資家から見れば、株式の値上がり（キャピタルゲイン）はともかく、必ず配当（インカムゲイン）のある株式ということになる。この点で、一般の事業会社の株式と違っており<sup>8)</sup>、Utility株と同じようなものと見ている。しかし、最近のアメリカの株式市場が好調であることやREITの規模拡大によって成長が期待できることなどから、REIT株の株価は急上昇しており、投資家の値上がり期待も大きくなっている。

#### ②REITの所有する不動産の種類

次に、REITは、投資家から集めた資金でどのような不動産を購入しているのかを見てみる。図表8はREITが所有する不動産の種類別の割合を示したものであるが、Shopping Centers、Multifamily、Officeが3大資産となっている<sup>9)</sup>。最近では、オフィスビルやホテルの利回りが高くなっており、特に、比率としてオフィスビルへの投資が拡大している。

なお、対象不動産は、収益のあるものであれば何でもよく、珍しいものでは刑務所などの例もある。

また、REITが新規開発に投資することはリスクが高いためほとんどないが、最近では、REIT間の規模拡大競争が激化しており、高い投資利回りを確保するため、一部の資金を新規開発に投資するREITも増加しつつあるようである。

以上はREIT市場全体からみた投資不動産の動向であるが、個々のREIT毎に見てみると、大別して、特定の種類の不動産や特定の地域に特化して投資するREIT（例えば、マンハッタンにあるBクラスの商業用賃貸ビルにのみ投資するもの等）と、いくつかの種類の不動産や複数の地域に分散して投資するREITとがある。特定の不動産に特化したほうが、スケールメリットが働くという面がある一方、いくつかの種類の不動産や複数の地域に分散投資した方がリスクが小さく、また、広い範囲から高利回りの物件を探ることができるというメリットがあり、どちらが有利かは一概には言えないようである。どちらかと言えば、分散投資するREITの方が伸びるのではないかとの意見が多いようである。

#### ③REITの収益率

次にREITの利回りを見ておきたい。図表9は、77年末から97年末までの20年間の、主な投資商品毎の年平均利回りを示したものである。REIT株は実物不動産に比べ、流動性が高い分リスクが低いにもかかわらず、リターンが高くなっている点が注目される。この点についてアメリカの不動産投資顧問会社<sup>10)</sup>に確認したところ、①REIT市場の規模が未だ小さいことから、REITの投資対象には優良不動産が多いこと、②REIT株の値動きが最近の株式市場の上昇に引きずられて好調であったこと、を理由としてあげていた。

近年のREITの1年毎の利回りを見たものが図表10～12である。総合利回りでは、91年以降94年を除いてREITが実物不動産を上回っている（図表10）が、REITの配当利回りは、93年以降実物不動産の収益率を下回り、低下傾向を示している（図表12）。これは、REIT市場の規模が小さいため、今後の成長期待（＝キャピタルゲイン期待）が大きく、配当利回りが小さくても投資が続き、REIT株価が上昇して総合利回りを押し上げているためであると言われている。この傾向は、REIT市場の規模が未だ小さいことから今後とも続くと思われる見方がある一方で、最近のREIT間での不動産買収競争は激しさを増し、これまでのような高い利回りの見込める優良不動産に簡単に投資できる状況ではなくなっているため、このような状況は長く続かないとの見方もあり、今後の動向が注目される。

#### ④REITの巨大化

さて、REIT市場の規模が近年急拡大していることは既に述べたとおりであるが、ひとつのREITの時価総額も拡大の傾向にある（図表13）。これは、投資家の成長期待に応えるため、あるいは規模拡大による効率性の向上によって収益率を上げるために、物件取得やREIT間での合併で規模の拡大を図っている結果である。特に最近は、大規模REITによる中小REITの吸収合併が注目を集めている。

#### 3-3-3 REITのメリット

REITは、税法上、導管体となるために多くの要件を満たす必要がある（図表1参照）

が、その要件は設立時のみでなく、毎年、課税段階で税務当局からチェックされる。従って、REITのマネージャーは、継続して要件を満たすため、かなりの能力と手間が必要となる。

では、このような手間をかけてまでREITにするメリットはどこにあるのだろうか。REIT自身のメリットとしては、まず、資本市場から直接に、幅広い投資家から多くの資金を一度に調達できる点にある。REITのバランスシートを簡単に書けば図表14のようになるが、この資本に当たる部分を直接市場から集めることができるので、全資産に対する資本の割合を高めることが可能となり、安定的な経営が可能となる<sup>11)</sup>。また、REIT株は流動性が高いため、流動性のない実物不動産を担保とした借入よりも、非流動性リスクが小さい分低利になるとともに、現状ではREITに対する成長期待からREIT株のキャピタルゲイン期待が強く、その分低利で資金調達できるというメリットもある。一方、投資家にとっては、小口資金で不動産投資が行えるとともに、流動性が高く、実物不動産への投資の場合に問題となる非流動性リスクが軽減されている点が魅力となっている。

#### 3-3-4 今後の動向

今後のREITの動向について、株価が好調に推移するかどうかについては前述のとおり否定的な見解も一部にはあるが、REIT市場の規模は今後とも拡大が続くとの見方が一般的である。

また、これまでの動向は、十分な情報開示が行われつつ、公開市場において多くのアナリストや投資家が見ている中で形成されてきたものであり、行き過ぎがあっても市場の規律性によって自然と調整されるので、例え今後下落局面を迎えても90年代初頭のように急激な下落は起こらないとの見方が多い。

しかし、最近、我が国の新聞では、アメリカのREIT市場は過熱気味であるとの見方が紹介されるようになってきているところであり、今後の動向を注目したい<sup>12)</sup>。

#### 3-4 CMBSの現状

前述のとおり、日米でのローン形態の違いのため、我が国では不動産の証券化としてCMBSが組成される見込みはないが、アメリカにおいては不動産の証券化の重要な仕組みのひとつであるので、簡単に見ておくこととしたい。

アメリカには70年代頃から住宅ローンを集めて証券化したMBS (Mortgage-Backed Security) という証券化商品 (GNMA : ジニーメイやFNMA : ファニーメイ等) があつた。MBSの詳しい内容は別に譲るとして、MBSのおかげで、アメリカでは、相当早い時期から不動産ローンを証券化するノウハウが蓄積されるとともに、投資家にも仕組み証券に投資するマインドが育成され、また、このような証券が取り引きされる市場も整備されてきた。

しかし、商業用不動産ローンを証券化したCMBSは、MBSの仕組みを商業用不動産

ローンに応用するだけであるにもかかわらず、90年代になるまでほとんど発行されなかった。その理由として、

- ・MBSは政府系の機関が発行し、政府保証が付いていること
- ・住宅ローンに比べ商業用不動産ローンは均一ではないこと
- ・商業用不動産ローンは一債権当たりの規模が大きいため、複数のローンを集める間のリスクが大きくなってしまふこと

等が指摘されている。

その後、90年代に入り、RTCが不良債権処理で活用した<sup>13)</sup>ことにより、多くのCMB Sが発行されるようになったことは前述のとおりであるが、現在では、商業用不動産ローンのうち、約3分の1は当初からCMB Sにすることを前提に貸付けがなされている。

#### 3-4-1 CMB Sへの投資家

CMB Sは、より高い格付を取得して低利で資金を集めるため複雑な仕組みとなるとともに、投資判断に必要な情報量も多い。特に、最近ひとつのCMB S当たりの規模が大きくなる傾向にあり<sup>14)</sup>、その仕組みや情報量も複雑さを増している。

CMB Sは、複数のローンを集めてプールし、債権のリスクに応じて分類して、各分類毎に格付を取得し証券を発行する。実は、この分類という作業(トランシェ)が重要で、これによって、まるで手品のようにコストが下がるのである(図表15参照)。

また、投資判断に必要な情報量については、REITの場合はマネージャーが不動産の管理を行っており、このマネージャーを含めたREIT会社自体の信用が投資に当たっての重要な判断材料となるが、CMB Sは債権の集合体からのキャッシュフローを滞りなく流す仕組みでしかないため、厳密に投資判断を行おうとすれば、CMB Sの発行体やサービサーの信用だけでなく、プールされている全ての債権のチェックが必要となり、膨大な情報を処理する必要が生じてくる。

このように、CMB Sの仕組みが複雑であり、かつ情報量も多いために、その投資家はほとんどが機関投資家である(図表16)。また、格付毎の投資家としては、AAAクラスであればMutual Fundが、AAクラスであれば銀行や保険会社が、BBBクラスであれば年金基金や保険会社が、BBクラス以下であればスペシャルサービサーが主に投資している。

#### 3-4-2 サービサーについて

ここで、CMB Sにおいて重要な役割を果たすサービサーについて少し詳しく触れておきたい。

サービサーには、プライマリー、マスター、スペシャルの3つのタイプがある<sup>15)</sup>。CMB Sにおいて、プールされた正常なローンを管理しているのはプライマリー・サービサーであり、プライマリー・サービサーが複数いる場合にはマスター・サービサーが選ばれて

全体を管理することとなる。プライマリー・サービサーなりマスター・サービサーの報酬は、回収した元利金をREMICに送金するまでの金利を充てる場合や、あらかじめローン残高の一定割合（0.1%程度）に決める場合などがある。

しかし、これらのローンが債務不履行に陥ると、ローンの管理はスペシャル・サービサーに移管され、スペシャル・サービサーは担保権の実行等によって回収を行う。最近では、当該CMBSの最下級クラスの証券をスペシャル・サービサーが保有し、その配当をスペシャル・サービサーの報酬とすることが多い。このようにすれば、最下級クラスの利回りは事故債権の回収率に直接影響を受けるので、スペシャル・サービサーは回収業務を熱心に行うこととなるのである。

このように、CMBSにおいてはローンの管理・回収を行うサービサーの果たす役割が非常に大きいため、格付機関は独自にサービサーについて格付を行っており、CMBSの格付は、当該CMBSのローン管理・回収を行うサービサーの格付によって左右される。

### 3-4-3 格付について

格付は、本来、債券について履行の確実性を簡単な指標（AAA や Aaa など）で表したものである<sup>16)</sup>。しかし、アメリカ等では、格付に対する信頼性が確立しており、公募で債券を発行する場合には、複数の格付機関から格付をとることがほとんど義務化しているし、債券の利率も格付によってほぼ決められてしまう。

CMBSの場合には、担保不動産に対する格付機関の評価の精度がいまひとつ信用を得られていないこと、ローンに関する情報が十分開示されていないこと、最近プールされるローンの数が増加しておりコストとの関係でひとつひとつ十分に調査することができないこと等の問題から、同じAAAでも一般の社債より0.3%程度利回りが高くなる傾向があるようである。

しかしながら、CMBSの発行における格付の役割には大きなものがあり、我が国においても格付の活用という観点からのノウハウの蓄積がより重視されるべきではないだろうか。

## 4 不動産の証券化に伴う影響

アメリカにおいては、これまで述べてきたようなREITをはじめとする不動産の証券化の進展によって、不動産市場にどのような影響があったと考えられているのかを見てみたい。この点について定量的な分析は難しいが、①不動産市場の構造変化、②関連ビジネスの発展、の2点についてのアメリカでの見方を紹介する。

### ① 不動産市場の構造変化

まず、不動産の証券化が進展することによって、不動産市場の透明性が増し、市場原理に基づく規律性が高まったとする見方が多い。すなわち、

・資本市場から相当な情報開示を求められることとなったため、透明性が増大したこと

・広く公開市場(public market)から資金を集めるため、証券アナリスト、機関投資家、一般投資家等から絶えず監視されることとなり、かつてアメリカでもあったような不合理な不動産取引が抑制され、市場原理に基づく規律性が向上したことが指摘されている。

なお、規律性の向上については、REITの拡大は92年以降であり、かつそれ以来今日まで上昇局面にあるので、こうした「公開市場規律」というべきものが真に有効に機能するか否かは下降局面を迎えないと実証されないとする慎重な意見もあるが、少なくとも上昇局面では説明のつく合理的なものであり、従って下降局面でも急激な降下はないのではないかという意見が多く見られる。

## ②関連ビジネスの発展

また、不動産の証券化の効果として、アセットマネジメント、デュ・デリジェンス、不動産投資顧問業、サービサー等の関連ビジネスが発展したとの見方も多い。特に、証券化は投資家のリスク・リターンに関する要求を高めることとなるので、アセットマネジメント業務等の競争が激化するという意見が多い。しかし、一方で、衰退している業務（例えば不動産鑑定等が指摘された）もあるなど、全ての関連ビジネスが発展するわけではないとの見方もある。

これら関連ビジネスは地価上昇に依存しないフィービジネスであるが、我が国においても今後の地価上昇が見込めない中で、不動産業界においてはフィービジネスへの取組みが進められているところであり、この観点からも不動産の証券化は重要な契機になるのではないかと考えられる。

## 5. 我が国における不動産の証券化への対応

アメリカと我が国では、制度的な相違など不動産を取り巻く環境の差は大きく、我が国において不動産の証券化を進展させるためには、不動産投資に係る法制面での手当てや不動産投資市場における環境整備など多くの課題を解決していく必要がある。

このような課題を解決するための施策の一環として、先般、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が成立し、我が国で初めて不動産の証券化に活用可能な仕組みが設けられることとなった。

また、不動産投資市場の環境整備についても、建設省において「不動産の証券化等の活用による都市開発事業推進委員会」を設けて検討を行っているところである。特に、アメリカでも不動産の証券化において情報のディスクロージャーが重要であるとされていることなどから、不動産証券化商品の情報開示について重点的に検討を行い、商業用賃貸ビルを裏付けとする公募のエクイティ証券に関する具体的な情報開示項目をとりまとめ、先般中間報告として公表した。この情報開示項目については、アメリカ等の基準を参考としつつも、我が国独自の商慣習にも対応できるものとして作成しており、特に裏付けとなっ

ている商業用賃貸ビルの収益に関し、どこまで開示すれば足りるのかについて、不動産業界、金融業界等との調整を行った上で、一定の基準を示している点において、意義の大きいものであると考えている。このほか、中間報告には、不動産投資市場の環境整備のための課題として、不動産投資インデックスの整備についてとりまとめており、また、今後、最終報告に向けて、不動産の評価、格付及び不動産投資顧問について検討することとしているところである。

不動産の証券化は、前述のとおり、資金調達手法の多様化という側面だけでなく、今後の我が国の不動産市場全体の構造変化をももたらす可能性がある。現在、我が国における不動産証券化は緒についたばかりであるが、今後とも検討と実践を同時に積み重ねていくことが必要であろう。その際、注意すべきことは、不動産の証券化は魔法の杖ではないという点である。我が国では、不良債権の処理に不動産の証券化を活用してはどうかという観点からの議論が多いが、アメリカの例を見ても明らかなように、不動産からの収益がなければ証券化は成立し得ないのであり、収益がない、あるいはなくなる可能性の高い不良債権や開発型事業への証券化の活用は、極めて難易度の高い応用問題なのである。健全な不動産の証券化の推進、健全な不動産投資市場の整備の観点から見れば、やはり優良不動産の証券化からはじめていくことが必要であろう。

最後に、まちづくりの観点から、不動産の証券化を考える際の留意点について一点指摘しておきたい。不動産の証券化には、専門的な知識が必要であり、精緻な分析が必要となるため、相当な手間がかかることとなり、不動産の証券化自体が目的化してしまう可能性がある。しかし、不動産業界にとっては、不動産の証券化はあくまで資金調達のひとつの手段なのであり、優良な都市環境の整備を推進するという目的のために、不動産の証券化という手段を活用するのだ、という視点を見失わないことが必要である。不動産の証券化の仕組み自体は、調達した資金の用途まで規定するものではないため、行政サイドにおいて不動産の証券化を推進するための各種施策を実施したとしても、それが優良な都市環境整備に結びつくかどうかはわからない。不動産の証券化によって、個人金融資産 1,200兆円をはじめとする資金が不動産市場に流入することは歓迎すべきことであるが、その資金が優良な都市ストックの形成へと向かうためには、行政による別の角度からの支援や規制も必要であるが、当然のことながら不動産業界の果たすべき役割も非常に大きい。不動産の証券化を単なるマネーゲームに終わらせないよう、不動産の証券化を活用した不動産業界の取組みに期待したい。

## 6. おわりに

本稿は、3月末にニューヨーク及びワシントンで行った不動産の証券化に関する関係者へのヒアリングを基に、その後の「不動産の証券化等の活用による都市開発事業推進委員会」での議論等を踏まえ、私見をまとめたものである。従って、意見に関わる部分につい

て、必ずしも建設省としての意見ではないことに留意いただきたい。

また、未だ勉強が不十分であるため、誤解している部分があるかも知れない。お気づきの点、ご不明の点等があれば、是非ご指摘いただき、今後の検討に役立てたいと考えている。

〔し ら い し ひ で と し〕

〔建設省建設経済局不動産課 課長補佐〕

## 注

- 1) 不動産に限らず、証券化一般の定義について、大垣尚司「ストラクチャード・ファイナンス入門」（日本経済新聞社、1997年）63頁があり、本稿の「不動産の証券化」の定義もこれを参考にした。
- 2) 「不動産の証券化」の意味を、「不動産の所有権を証券に化体するもの」として地租改正の際の地券のようなものをイメージしている人も見受けられるが、これは現状の不動産登記制度との関係等から現実的には不可能であろう。一般の「証券化」の概念やアメリカで行われている不動産の証券化（securitization）等からも、「不動産から生ずる収益を受益する権利を証券に化体する」ものと考えたほうがわかりやすいのではないか。
- 3) 証券化のための仕組みは、原資産を保有するための単なる箱であり、原資産からのキャッシュフローを、途中で減少することなく証券の所有者（投資家）に配当する必要があるため、導管体（仕組み自体に課税されないもの）である必要がある。「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」に基く特定目的会社も、投資家への配当を損金算入するという形で導管体となっている。
- 4) ①の不動産の分離については、特に匿名組合においては厳密な意味で不動産特定共同事業者（営業者）からの分離が当然には行われないので、別の箱（SPC（特別目的会社）等）を作って営業者にするなどの工夫が必要になる。
- 5) REITのTは「Trust」を意味するが、必ずしもTrustの形態をとる必要はなく、普通会社形態でもよい。
- 6) 不動産の証券化商品は、裏付けとなっている不動産からの収益のみが配当・利子原資であるので、収益のない不動産を裏付けとする証券は配当・利子がないこととなるため、基本的には発行しえない。従って、REITが投資する不動産やCMBSの裏付けとなっているノンリコース・ローンの担保不動産は、収益のある不動産であり、本稿では便宜的に「商業用不動産」と呼ぶこととしたい。従って、ここでいう「商業用不動産」には、アパートや貸し倉庫なども含まれる。
- 7) パートナーシップは、投資家の持分は有価証券ではないので、不動産を証券化したも

のではない。また、REITの株式のように自由に売ったり買ったりできるというものではなく、その譲渡には制限がある。

- 8) 一般の事業会社では、戦略的に配当しないことがよく行われる。
- 9) 図表8に Mortgage Backed とあるが、REITの中には不動産担保貸付を行うこと等により間接的に不動産に投資するものもあり、このようなREITを Mortgage REIT という。一方、実物不動産に直接投資するREITを Equity REIT といひ、両方を行うREITを Hybrid REIT という。  
構成比は、Equity REIT が91%、Mortgage REIT が5%、Hybrid REIT が4%となっており、ほとんどはEquity REIT である。

10) Clarion Partners 社

- 11) 負債は元本を返済する必要があるので、不動産の値下がりリスクを考えれば、負債の割合が小さい方が経営が安定することとなる。下図のような単純な例で見ると、左の例では、負債が7割を占めるので、不動産価格が3割以上下落すると、その不動産を処分しても負債の元本を返済できなくなる。一方、右の例では、負債は3割なので不動産価格が3割まで下落しても返済は可能であり、安定した経営が可能となる。

不 動 産	負 債 (7割)	不 動 産	負 債 (3割)
	資 本 (3割)		資 本 (7割)

- 12) 最近、我が国の新聞でもよくREITに対する規制の強化が報道されているが、これは、REITの中でも、特例的に、不動産の管理だけでなく一般的な運営まで認められている一部の Pared Share REIT に対する規制強化であり、アメリカではREIT全体としての好調さには影響を与えないであろうと見られている。
- 13) CMBSは魔法ではないので、キャッシュフローのある商業用不動産ローンのみしか証券化できない。従って、RTCが不良債権処理に用いたと言っても、それなりのキャッシュフローのある商業用不動産ローンを証券化したに過ぎず、既に債務不履行に陥っている債権までCMBSで処分したわけではない。
- 14) Nomura Securities International 社の資料によれば、ひとつあたりのCMBSの平均販売規模は、96年が約2億6千万ドルであったが、97年には4億ドルを超えた。
- 15) 我が国で議論されているサービサー制度は、このうちスペシャルサービサーに近い

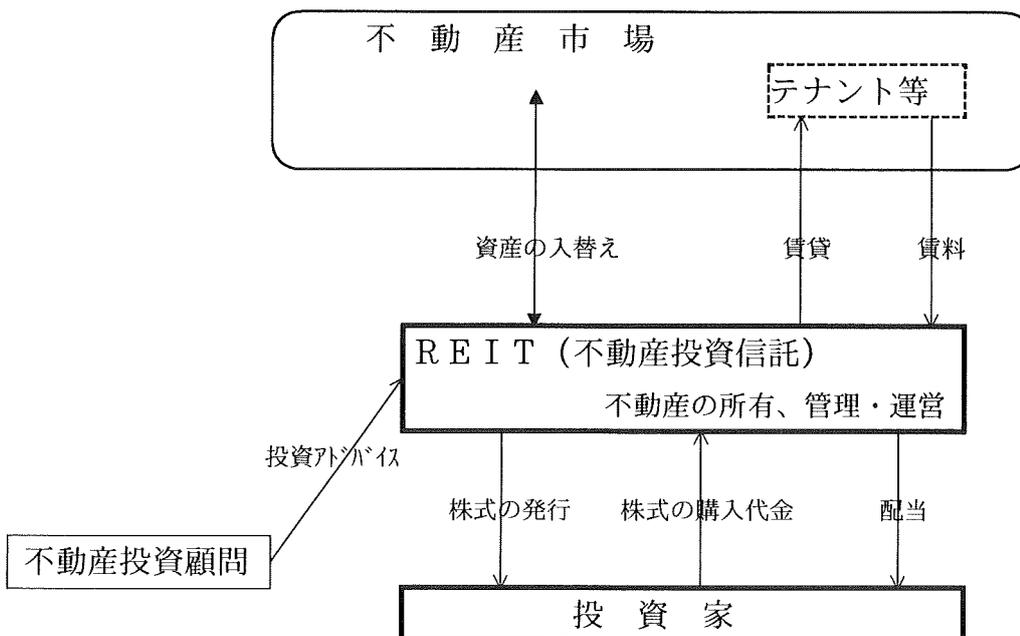
ものと考えられる。

16) 格付は債券に関してなされるので、REIT株について格付はない。投資家はマネージャーの質などREIT自身の信用力を分析して投資することとなる。しかし、REIT自身が社債を発行することもあるため、約6割のREITが格付されている。

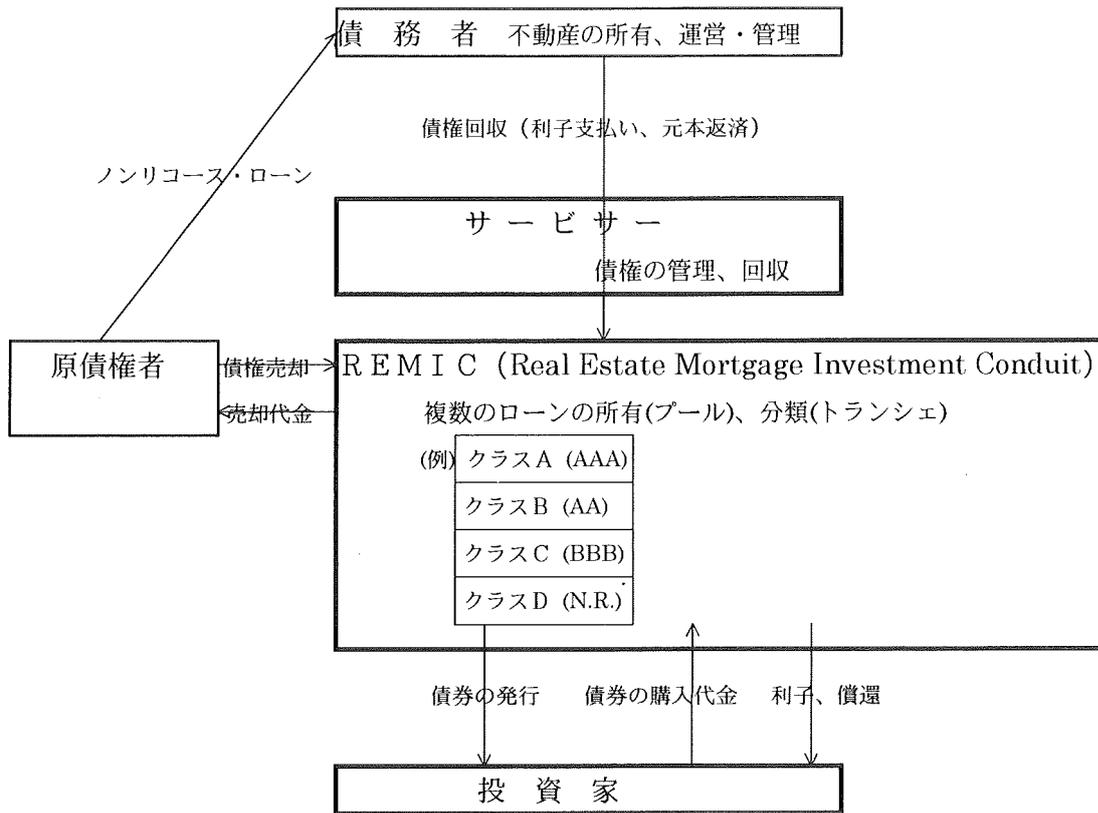
図表1 REITとして認定されるための要件

- [所有要件] ・株主 100 名以上
  - ・ 5 名以下で持分 50%を超えないこと
- [資産要件] ・資産の 75%以上が不動産、不動産担保貸付、及び現金、国債であること
- [収入要件] ・収入の 75%以上が賃貸料や売却益等不動産からの収益、及び不動産担保貸付による金利であること
  - ・ 収入の 95%以上が上記の収入、及び不動産収入以外の利子・配当、証券の売却益であること
- [配当要件] ・収益の 95%以上を株主に配当すること

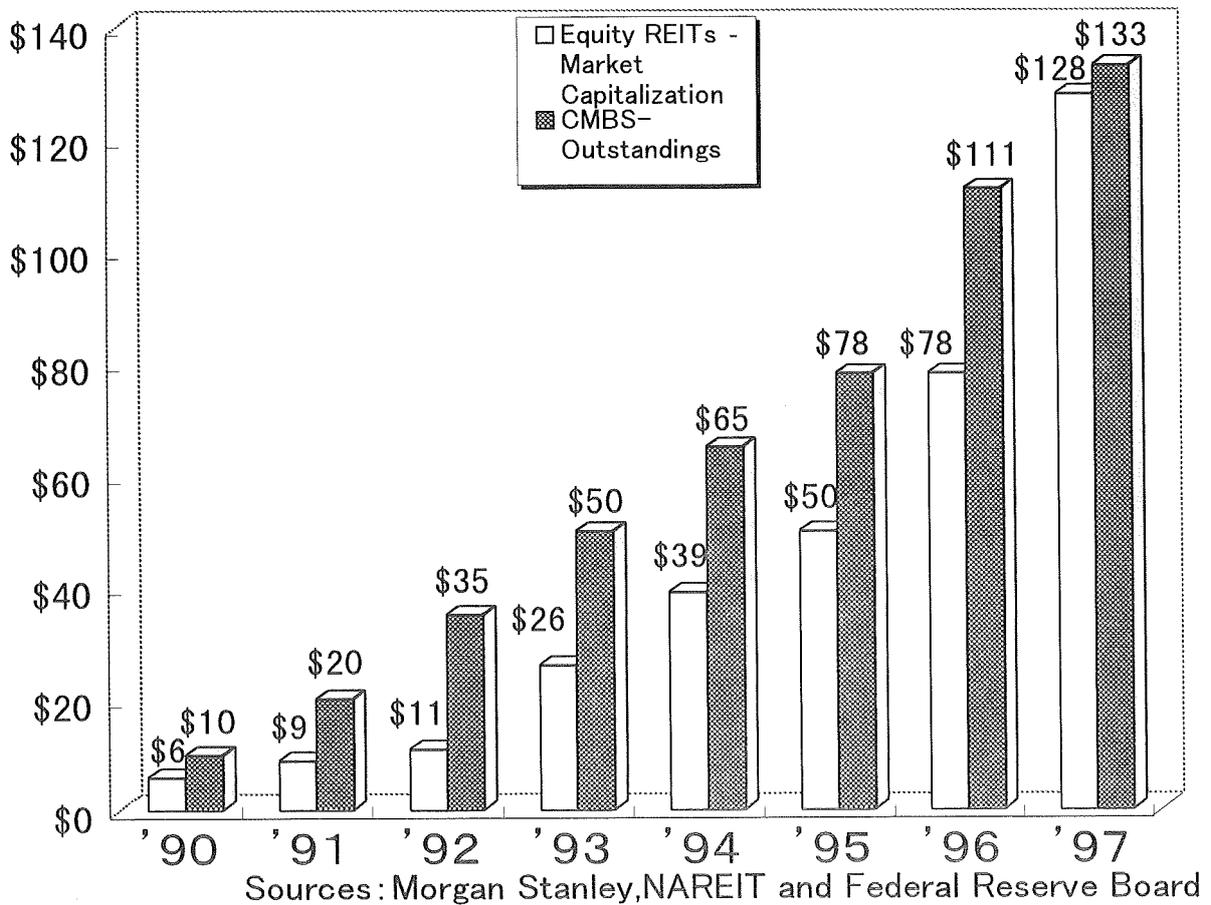
図表2 REITの仕組み



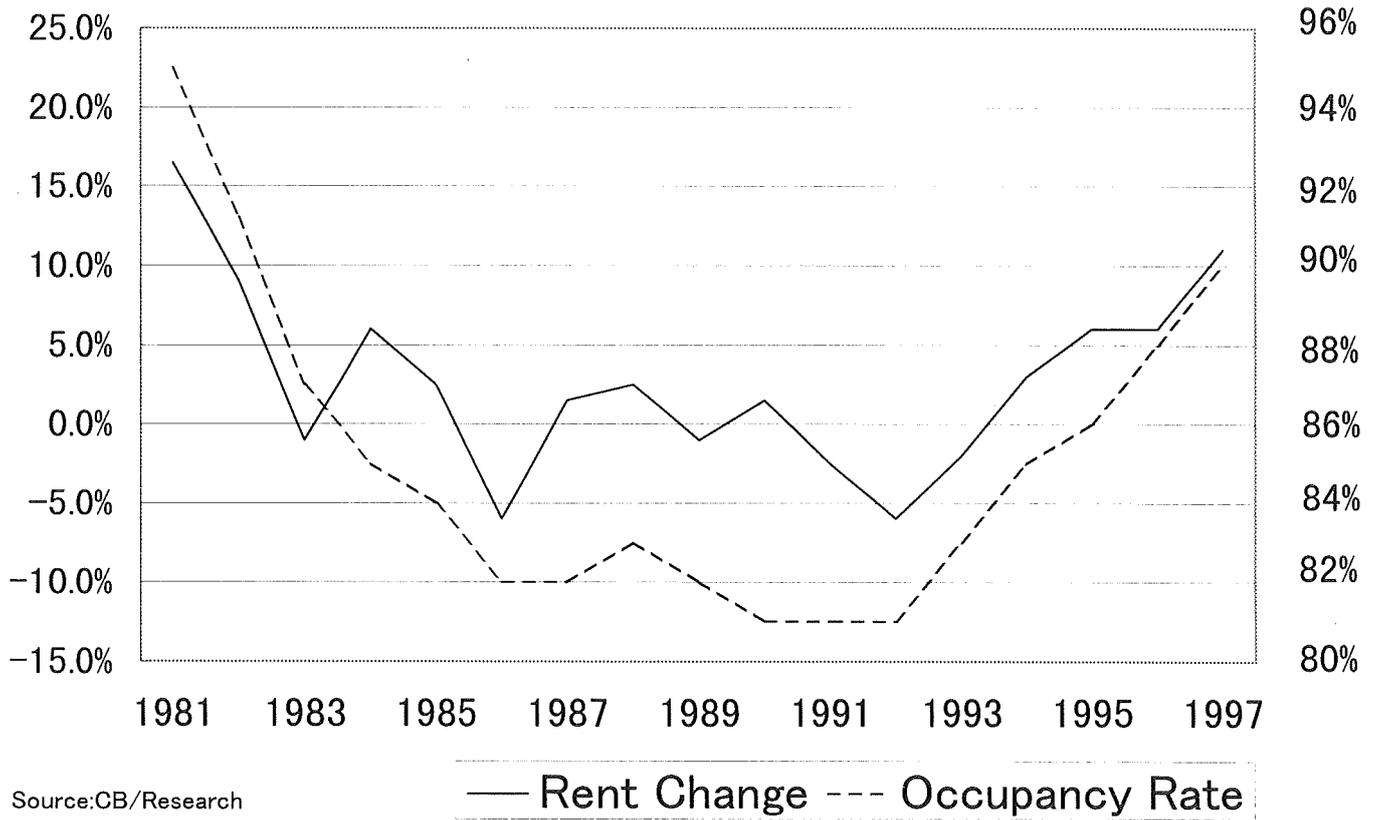
図表3 CMBSの仕組み



図表4 REIT及びCMBSの拡大

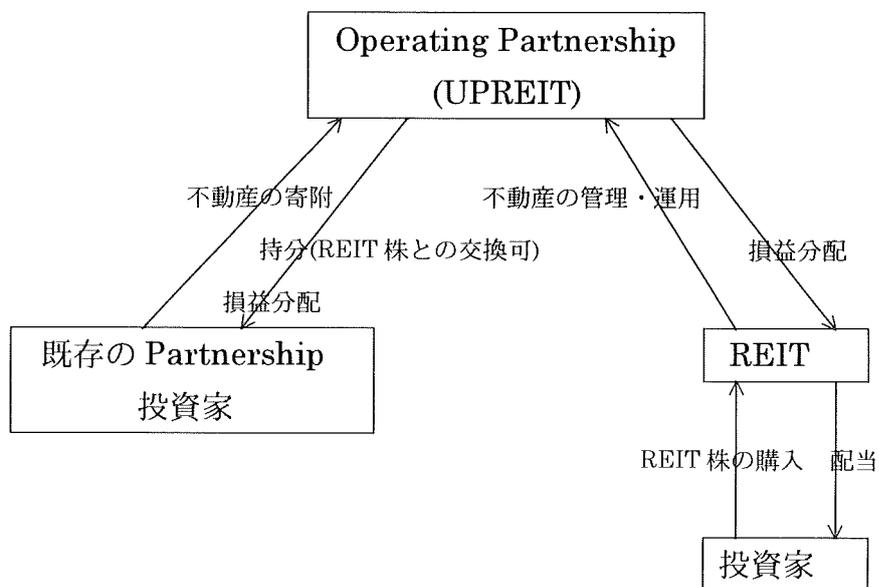


図表5 オフィスビルの賃料変動率と稼働率の推移

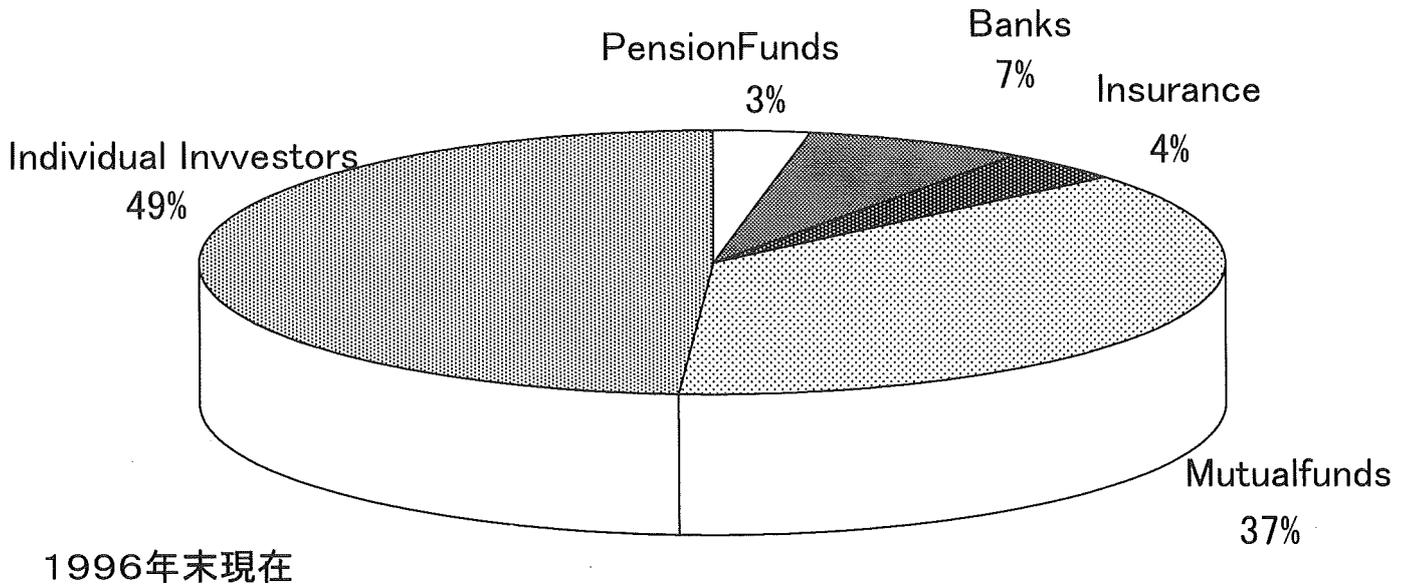


Source:CB/Research

図表6 UPREITの仕組み

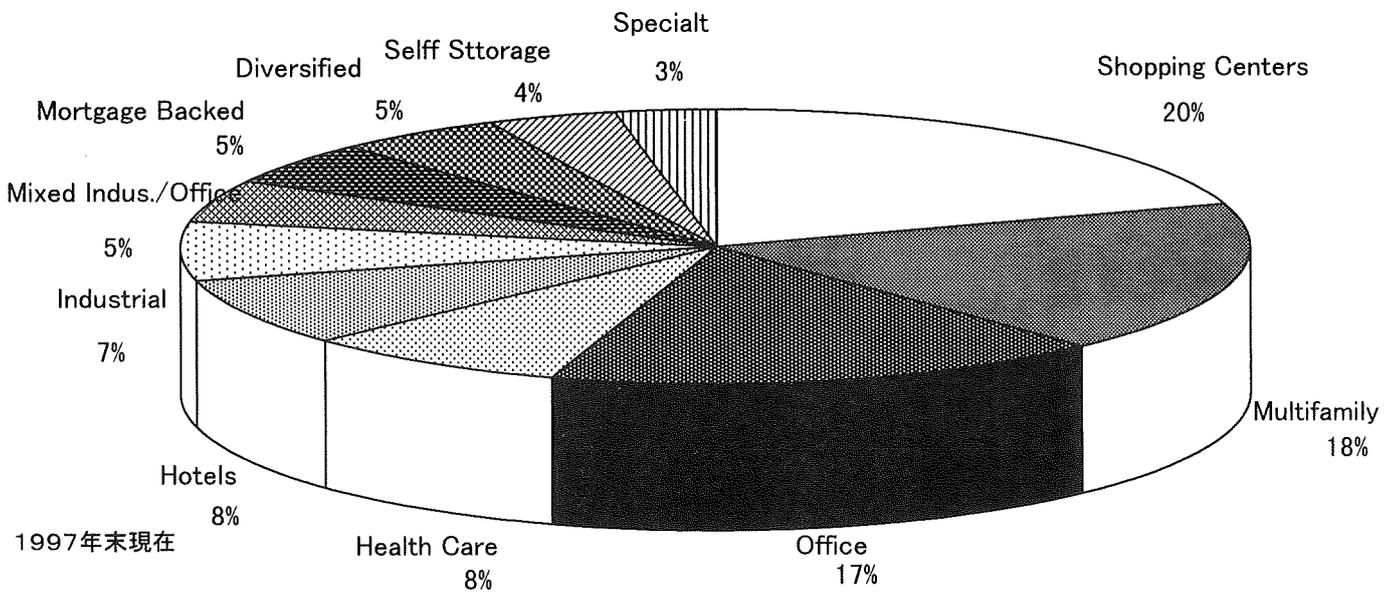


図表7 REIT株の所有比率



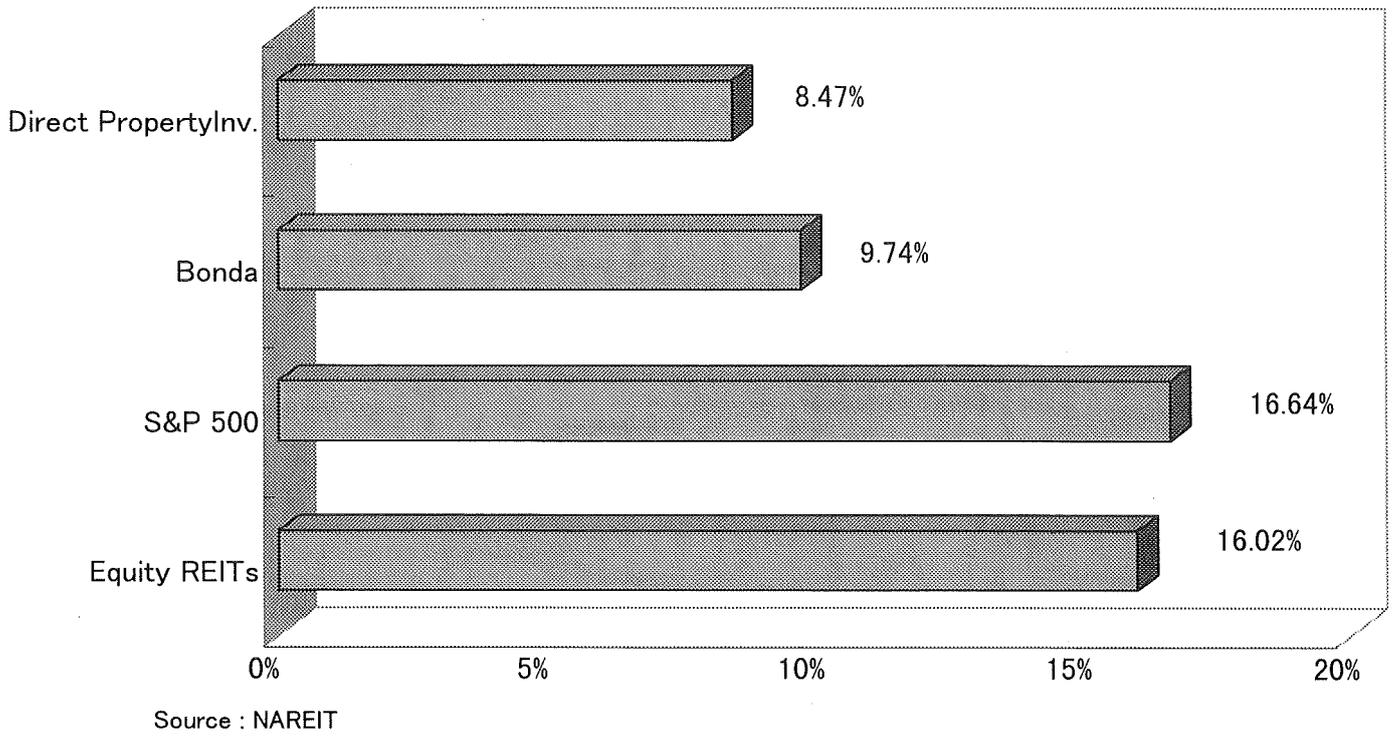
Source: Paine Webber / NAREEIT

図表8 REITが投資している不動産の種類別比率

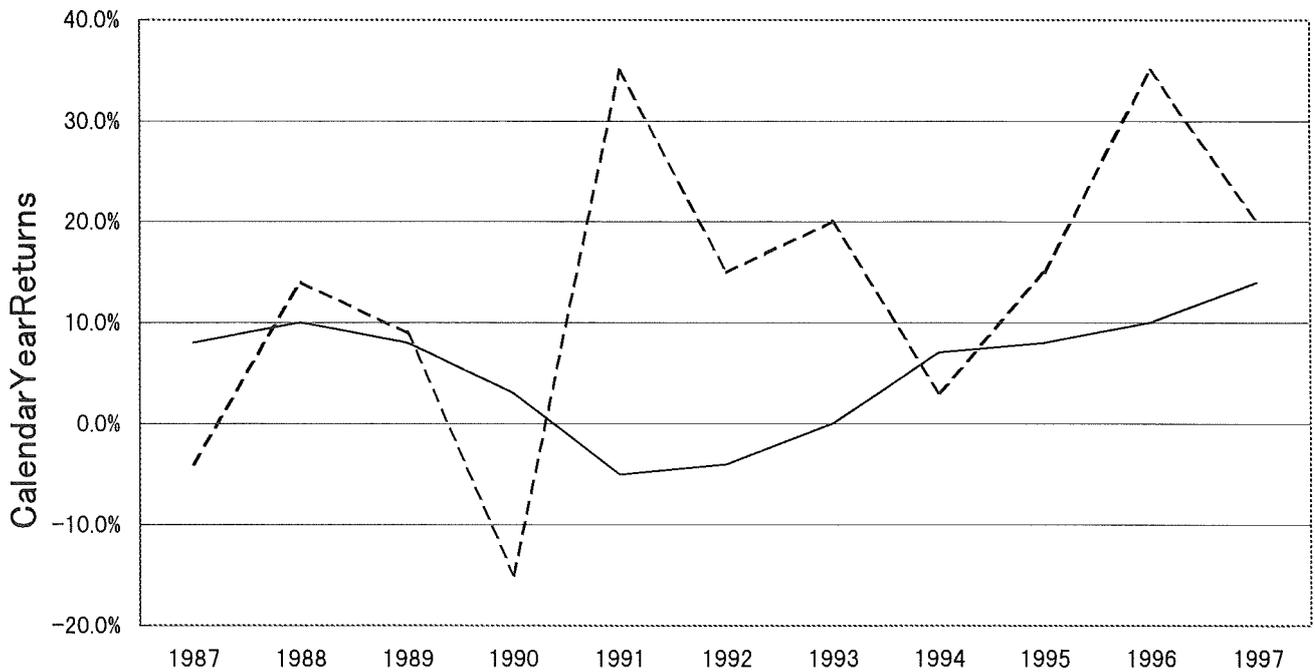


Source : NAREIT

図表9 77年末から97年末までの年平均利回り



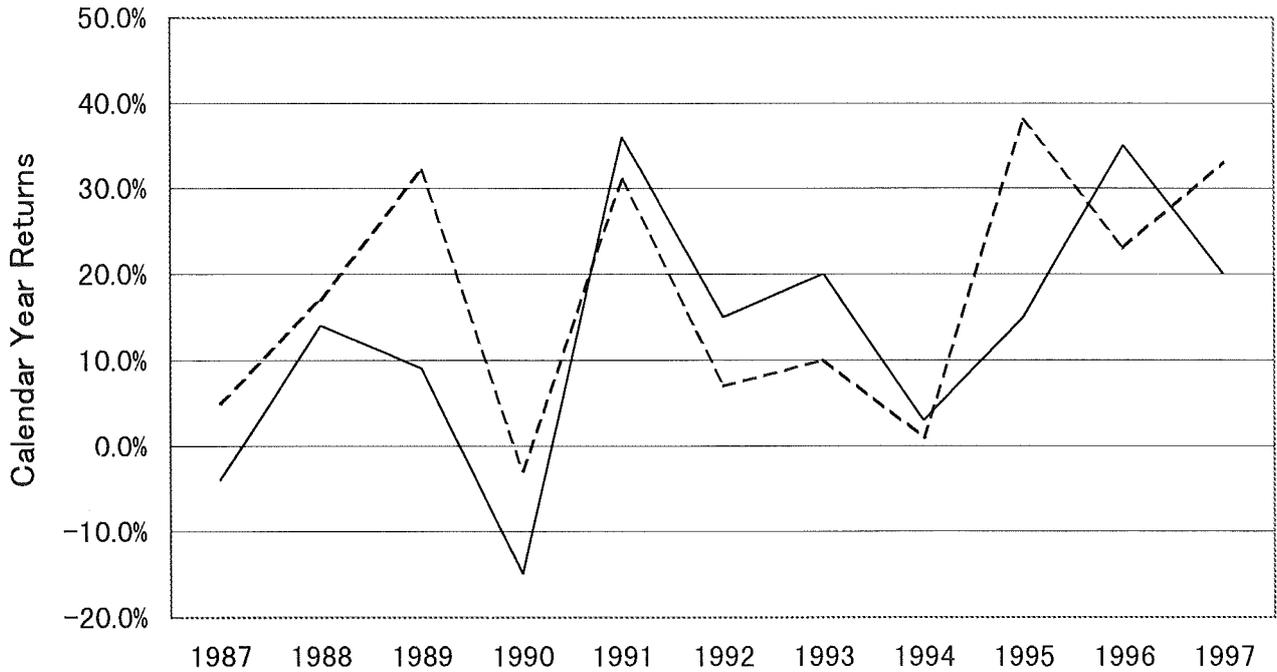
図表10 実物不動産とREITの総合利回りの推移



(注) NCREITは不動産インデックスのひとつ — NCREIF Total Return --- NAREIT Equity Total Return

Source : NAREIT and the National Council of Real Estate Investment Fiduciaries(NCREIF)

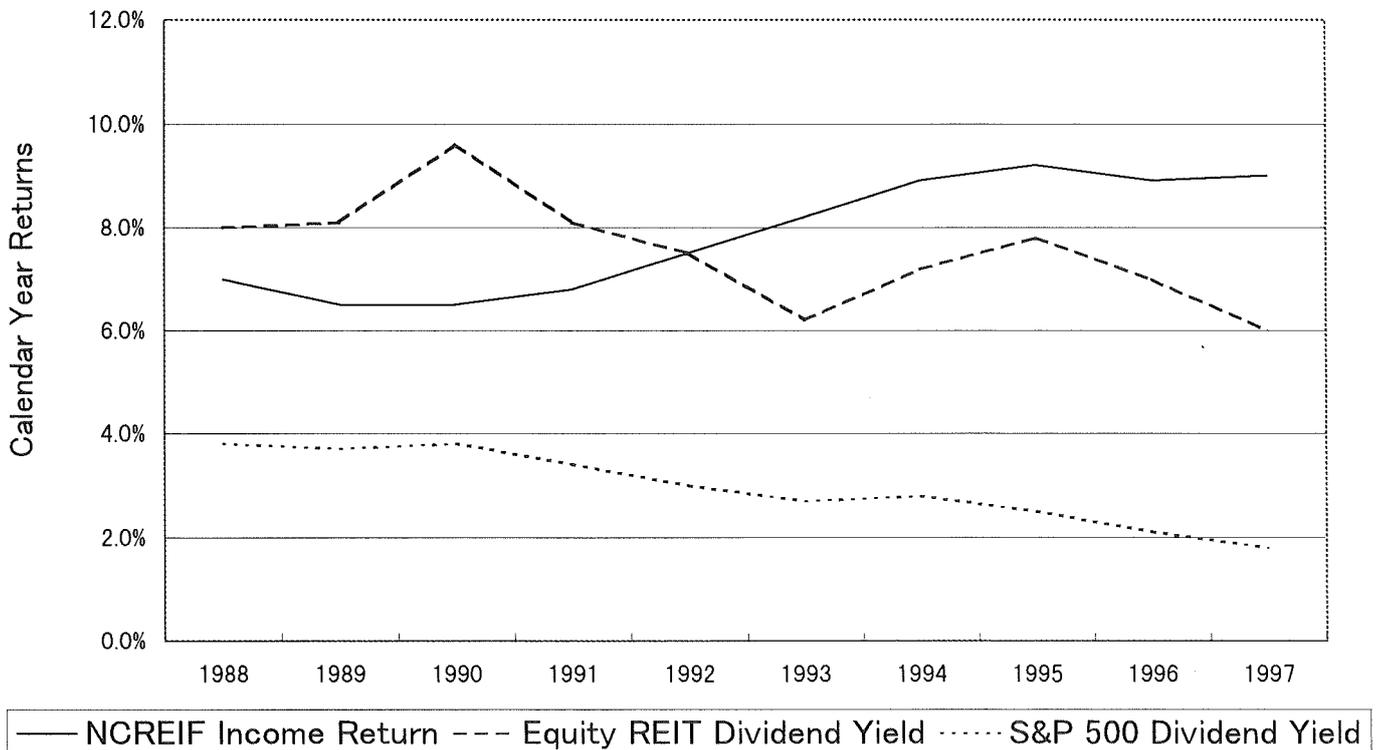
図表11 REITと株式の総合利回りの推移



(注)S&P500は株式指数のひとつ

— NAREIT Equity Total Return --- S&P 500 TOTAL Return  
 Source : NAREIT and S&P 500

図表12 実物不動産の収益率及びREIT、株式の配当利回りの推移



Source : NCREIF,NAREIT,S&P 500

図表13 REITの規模別分布

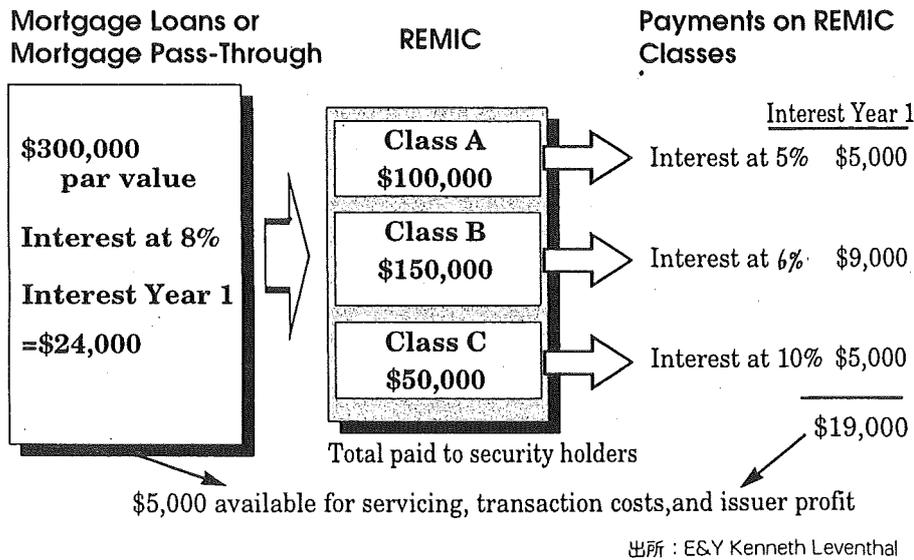
時価総額 \ 暦年	1996	1997
5億ドル未満	160 (79.2%)	119 (60.4%)
5億ドル以上10億ドル未満	31 (15.3%)	43 (21.8%)
10億ドル以上20億ドル未満	10 (5.0%)	26 (13.2%)
20億ドル以上	1 (0.5%)	9 (4.6%)
合計	202 (100%)	197 (100%)

Source: NAREIT

図表14 REITのバランスシート

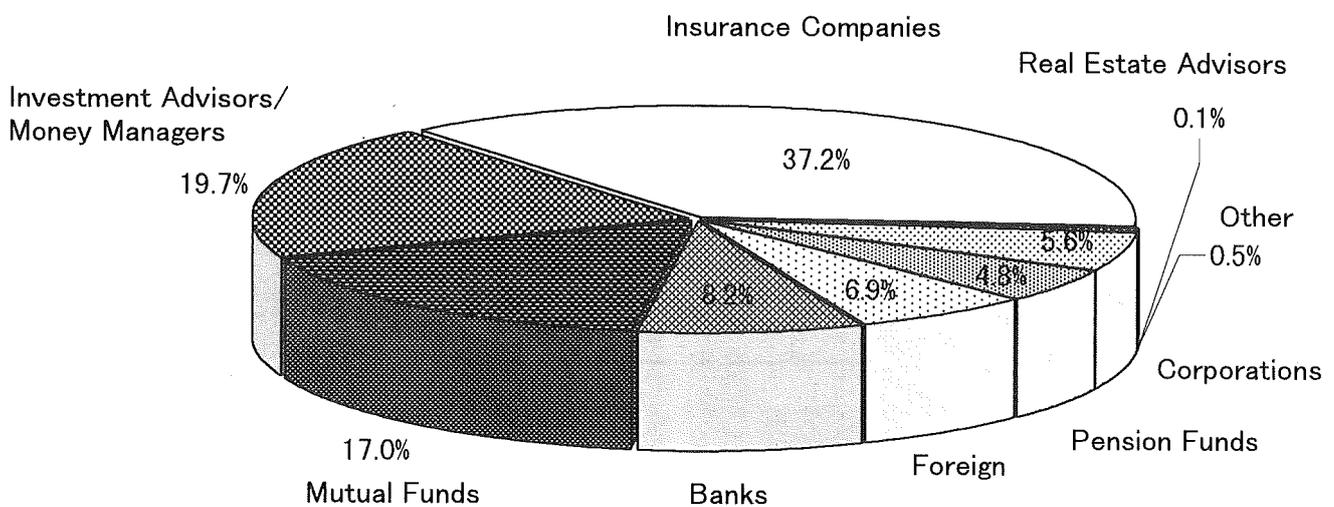
(資産)  不動産 又は 不動産担保貸付	(負債)  ノンリコース・ローン、 社債等 [3~4割]
	(資本)  株式の発行により 資本市場から調達  [6~7割]

図表 15 CMB S のモデル例



(左図) 額面価格が30万ドル、年利8%のローン・プールがある場合、  
 (中図) REMICにおいて、債権の確実性により3つに分類して債券を発行すれば、  
 (右図) クラスAの債券は年利5%、クラスBは6%、クラスCは10%で発行できるので、年間の利子は1万9千ドルとなり、もともとのローン・プールからの利子2万4千ドルとの差額5千ドルが、発行者の手数料や利益となる。

図表 16 1996年にMorgan Stanley社が発行したCMB Sの購入者の比率



Source : Morgan Stanley