

米国における不動産証券化の動向

民間都市開発推進機構
常務理事 瀧口勝行

ご紹介いただきました瀧口でございます。現在、財団法人民間都市開発推進機構という所に勤務をいたしております。

今日は、アメリカにおける不動産証券化のことについて話をしようということに仰せつかりました。ちょっと話はそれますが、民間都市開発推進機構というのは、建設省の認可団体として活動を続けており、やっておりますことが、例えば参加業務といいまして、良質な都市開発については、ディベロッパーの方と一緒に開発の段階から参加をいたしまして、完成した施設を20年間の年賦でそのディベロッパーの方にお譲りするといった事業とか、あるいはまだ未利用の土地を買い上げまして、10年間の間に開発計画を立てて実行していただいて、それをまた買い取っていただくというような、土地の取得譲渡業務といったものとか、あるいは一部のNTTの無利子融資とか、また開発銀行とか北東公庫とか、沖縄開発公庫といった公的機関の都市開発に関連する融資に、一種の利子補給をするような業務とか、そんなことをやっているわけでございますが、これらをまとめてみますと、やはり不動産とか都市の開発の業務と、金融の接点みたいな仕事をしていることとなります。

たまたま不良債権処理といった問題から、こういった資産の証券化の問題が議論をされ始めた訳ですが、私たちの活動そのものからしますと、不動産の証券化というのは、不動産と金融の接点である業務として、私たちも早くから関心を持ちまして、去年の段階から、民都機構の内部の研究会を設けまして、研究を続けております。また、建設省さんとも一緒に、共同の研究会も今なお続けているところでございます。

そういった研究会の活動の一環として、私とあと2名のスタッフが、今年の3月にアメリカへまいりまして、アメリカにおける不動産の証券化、広い意味では資産の証券化なのですが、とりわけ不動産の証券化に焦点を当てまして、調査をしてきたわけでございます。3月の下旬に帰ってまいりましたが、初めての調査ということもございまして、幅広く、しかしそう深くなくという形で調査をしてまいりました。インベスメントバンカーズや不動産会社や、いろいろな機関、合計30機関以上を回ってヒアリングをしてまいりました。

資料もたくさん集まりまして、それをいま解析をしているところです。報告書もまとまらないうちにここにお招きをいただいたものですから、きちんとしたお話が出来るかどうか

か分かりません。また、お付けしました資料も、整理が終わらない段階なものですから、レジュメと付属資料をお付けしたわけですが、とりわけ付属資料は、いろいろな機関からいただいた公開できるような資料の一部をお借りして付けているものでございます。

これらの話をする責任は、すべて私のほうにございますが、そういった類の資料であることを、予めお断りさせていただきたいと思えます。

今日お話をいたしますテーマの「アメリカにおける不動産の証券化の動向」でございますが、アメリカはご承知のとおり、いま大変な好景気が続いております。8年目に入った景気の上昇ということがいわれています。それと平行に、どちらが原因で、どちらが結果というわけでもありませんけれども、広い意味での資産市場が非常に活況でございます。金融株式市場も大変活発でございます、ダウ平均も9,000ドルを超えました。金融取引も活発でございますし、不動産の市況も非常にこれを伴って活発である、ということをご第1点の背景として申し上げたいと思えます。

私どもは、ほとんどニューヨークに滞在しておりましたが、ニューヨークというのは景気の動向、とりわけ金融市場の動向に、街の活況が影響されているようです。ウォールストリートを抱え、あらゆる金融機関が集まっている。それがいろいろな不動産の賃料とか、空室率にも影響を与えるという形で、経済の活況と金融株式市場の活況が、不動産市場にも影響して、活発な不動産取引を呼んでいる。ただ、ニューヨークにおいては、オフィス・マーケットの新規供給はほとんどなかったようでございまして、かつてバブルといわれた90年のころに大変痛い目に遭ったということもあって、新規投資があまりその間に行われていない事も市況がホットな背景になっている様です。

上のグラフはニューヨークの数字ですが、オフィス・マーケットの空室率がかなり下がってきております。またオフィス・マーケットの賃料も、かなり上昇しているということでございます、これから申し上げる不動産の証券化ということにも、やはりこういった不動産市況が、経済全体の活況と併せて、非常に活況であるということをご背景として予め指摘しておく必要があるのではないかとと思えます。

ただ、不動産市場を見ますと、この活況、上昇の中にある、明らかな市場の内部の変化、内容の変化というのを、よく見てとらなければいけないのではないかとこのように考えております。それは、一口に言うと不動産の証券化ということだと思えますが、不動産の証券化というのは結果なのか原因なのか、ここでもそう必ずしもはっきりしたことは申し上げられませんが、いずれにいたしましても、いろいろなところに変化がございまして。

不動産を売ったり買ったり、これはファイナンスということと一緒にやって行われるわけですが、その不動産市場におけるプレーヤーというのが、かなり歴代変化をしてきております。

1970年代までは、銀行とか生保とか、日本も生保等は大変活発な不動産投資をしているわけですが、1970年代の主流は、そういった生保とか銀行、あるいは銀行の融資に基づいて、個人や機関が買うという形での不動産投資が行われていたわけですが、その

後は、いろいろな基金とか外資のお金、外国のお金が入って、アメリカの不動産を随分買うようになってきました。目立つ存在としては、例えばアラブの石油資本などというのが入ってきましたし、あるいはアメリカでようやく形を整えてきた国内の年金基金などが、プレーヤーとして注目を浴びてきたわけでございます。その後になりますと、いわゆるセービング・アンド・ローン（S&L）といわれる中小の機関、この金融機関がたくさんの不動産を買ってきます。

これは90年代になりまして破綻をいたしまして、そのためにRTCという公的な機関がこの不良債権処理のための不動産を売りまくった、資産を売りまくったわけですが、RTCについては後で申し上げますが、そんなものが主役に出てまいりました。欧州の年金基金が入ったり、絶好調のバブルを背景にジャパン・マネーといわれるものも、ニューヨークやあちこちで不動産を買いあさった、ということも記憶に新しいところではないかと思えます。

1990年代に入りまして、またいろいろ新しい担い手が出てまいりました。今日お話をいたします1つのテーマでありますCMBS、これは1つの商品の名前ですので、こうやって列挙するのはややおかしいのですが。あるいはヴァルチャー・ファンド、これは実際には、アメリカではオポチュニティ・ファンドと呼ばれていますが、ハゲタカファンド、それを訳すとバルチャー・ファンドなのですが、要するに株でいえばナンピン買い、安くなったもので、リスクはあるけれども、元本が安くなれば利回りが高くなるということで大いに買いあさる、そういったファンドが活躍をいたしました。

また、1960年代からあったREITsというのが再び90年代になって活躍を始めまして、90年代の半ばから急速にREITsの活動が伸びてきました。最近では、証券市場、金融資本市場の中でも、REITsの話を聞かない日はないくらいREITsが活発な取引をしているということでございます。このREITsと、先ほど申し上げたCMBSといったものにつきましては、後ほど少し詳しく話をさせていただきたいと思っております。

不動産のプレーヤーの変化とともに、もう1つは証券化という形で、所有主体の変化、不動産をどういう所が所有するかにも、確実に、かつかなり急速に変化が訪れているというふうに言われているところです。もともと伝統的には個人やファミリーが（もちろん今でもこれが大部分ですが）所有をしていたものが、だんだん年金基金等のファンドが不動産を直接所有するようになった。しかし、最近になって大きく伸びてきましたのは、証券を媒体として、直接持つのではなくて、証券という形でそういったファンドが不動産を持つというのが非常に増えてきているということです。

現在の不動産の所有がどういう形になっているかということを示したのが、次の図です。これは、アメリカの不動産の、コマーシャル部門に関するものです。今日お話をします不動産のアメリカにおける証券化というのは、居住用の不動産はテーマから外させていただいています。居住用の不動産の証券化というのは、実はこれよりはるかに早く、80年代

から始まっております。証券化の進捗は非常に早いわけですが、私どもが調査した証券は、むしろ非居住用の不動産でございます。その非居住用の不動産をCommercial Real Estate Assetsと呼んでおります。コマーシャルというのは、必ずしもリテールに限るわけではなく、オフィスも全部含めます。実際には居住用なのですが、マルチ・ファミリー・ハウスなどというのは、この分類の中に向こうでは入れているようですが、それは例外として、すべて非居住用の資産を考えています。

それが、どういう所が所有しているかといった図がこれですが、トータルのアメリカの不動産のおおむねの資産が、2兆ドルが個人とかその他で、圧倒的に個人なのです。大体、このうちの49%ぐらいは、おそらく個人だろうといわれているのですが、もう1つのほうの1兆5,000億ドルがファンドなどの機関投資家による保有ということで、おおむね個人対機関が58対42という形で所有形態が分かれているわけです。

最近、この機関保有の中で、パブリックといわれるものが増えているのも、1つの傾向です。パブリックとは何かというと、公共施設という意味は全くありません。これは、一般投資家を買っているということです。具体的にどういうことかといいますと、証券を上場市場に上場しまして、その上場された証券を買うということを通じて不動産を買っているのがPublic Real Estateなのです。リートとかの発行する証券もあるのですが、パブリックという言葉が出てまいりますのは、いわゆる東京市場とか、そういう所で証券として上場されているものを買っている。機関投資家の中の2割ぐらいが、公募債を買う形でReal Estate不動産を持っているということです。トータルの比率にすると9%ぐらいが公募証券の形で不動産を持つ。これが急速に高まっている証券化の、1つの所有形態の変化という形で表れているものでございます。

したがって、証券化というのはプレーヤーが変わる、そして所有形態が変わる。しかも、所有形態の中で、パブリックに上場された証券を買うという形で、パブリック化が進んでいくというのが、1つの特色であろうと思います。

4頁ですが、非常に略語が多く、隠語めいたものが多いのでお分かりにくいと思いますが、パブリックという公募債みたいな形で不動産に投資されている、その投資額の推移を色別に分けたものです。全体で798億ドル、約800億ドルぐらい、公募債としての発行規模を積み上げて、パブリックマーケットの投資というふうに呼んでいるわけですが、この投資が急速に97年になって増えております。その中にあります証券の形態みたいなものを色分けしてありまして、左側の赤色がIPO、イニシャル・パブリック・オファリング（新規株式公開）です。いま不動産会社がどんどんリートという形のものになっているのですが、どういう形でリートになるかといいますと、100人以上の投資家を集めなければならない、という要件がございます関係で、新規で株式を公開する、それが“リート成り”と呼ばれ、不動産会社のリート化というのが行われています。それが主としてリートのIPO、新規株式公開の証券の発行額がここに出ているものです。

いちばん大きいのが、このCMBSです。CMBSというのは、後ほどご説明いたしま

すが、これは単なる金融の商品の名前です。Commercial Mortgage Backed Securitiesという形で、資産を担保にした裏付けのある証券で、特殊な商品、非常に精巧に作られた商品です。

NonIPOは、普通の株式発行。Unsecured Debt Securitiesは、CMBSのように担保が裏付にある、資産が裏付にあるというのではなく、一般の社債、そういったもので資金調達をしたものです。こういった規模で計った、公募市場で一般投資家が投資している投資の規模が急速に膨らんでいる、という図がここにあるのです。

また、ここにはございませんが、いろいろな形で取引市場が拡大しているという数字が他にもございます。M&Aなどという合併の件数も、不動産関係の会社が非常にアメリカの市場の中では多くなっておりますし、また新規株式公開1つをとりましても、全体の産業の新規株式公開の中で占める率は、15%近くまで不動産関係がいつているわけでございます。全体の金融資本市場の中で見ても、不動産の取引市場のウエイトが大きくなっているということでございます。不動産証券化の進展の表れは、1つはプレーヤーの変化であり、1つは取引市場の変化であり、もう1つはパブリック化、一般投資化だと。そして市場規模がどんどん大きくなっていくことだということです。

5頁の図は、ご参考までにとのことですが、いわゆる公募で不動産に投資したもののCapitalization、資本市場の時価総額だと思っていただいて結構ですが、これが3,210億ドルということで、大体4兆円ぐらいになるかと思いますが、その中でもCMBSの比率が多い。「Equity (エクイティ)」と書いてあるのは、いわゆる株式です。Preferred Stockというのは、優先株のことです。Unsecured Debtというのは、CMBSのような担保とか、そういうモーゲージの裏付のない、いわゆる不動産関係の会社が出した一般の社債であります。いま49.2%というので、圧倒的にCMBSの比重が膨らんでいるということが、ここでもうかがえるかと思えます。

この中でREITsはどこにあるのかとおっしゃると思いますが、REITsとCMBSは実は全然違った概念でございます。REITsというのは、一種の不動産会社であり、このREITsが圧倒的に資金調達をしているのがここでのエクイティの部分なのです。あるいはREITsそのものがCMBSという商品を発行している場合もあるわけです。これは後で詳しく申し上げたいと思っております。

いずれにいたしましても、不動産市場が証券化していく、その過程で、やはり2つの注目しなければならないものがあると思えます。1つはREITsであり、1つはCMBSであるということだと思えます。これらの持つ構造について、少し話をさせていただきたいと思えます。レジュメの2頁に「REITsについて」というのを書いておりますが、これをご参照になりながら、話を聞いていただければと思えます。

REITsというのは、Real Estate Investment Trusts

の略でございまして、アメリカではなぜかリーツと読んでおります。ドイツ語の方はライツと読みますし、ローマ字ではレイツなのですが、リーツが一般的な読み方のようです。Real Estate Investment Trustsを直訳いたしますと、不動産投資信託ということになるのですが、直訳すると概念上、混乱すると思います。REITsの実態は、信託とは全く異なります。

まず、ごく一般的な定義をご紹介します。NAREITという所がございます。これはナショナル・アソシエーション・フォー・リーツという、REITsの業界団体みたいな所ですが、それがワシントンにございます。それがさまざまな統計とか、業界活動の中核となった機関で、統計も発表しております。そこが定義しているところによりますと、「収益不動産の長期投資のための会社またはビジネス・トラストによる多数の投資家の資金集合」となっています。収益不動産への長期投資のためというのが目的であると。「収益不動産」と書いてあるのが1つのミソで、収益を生んでいる不動産という意味です。

長期投資は、アメリカでは大体4年以上ということになっておりますが、長期投資を行うのが目的である。また、会社またはビジネス・トラスト形態である。ビジネス・トラスト（事業トラスト）というのは、日本にはそういう形態はないようですが、一応会社と考えていただいてよいと思います。会社形態であるけれども、多数の投資家が金を集めた集合であると、これがREITsのいまのところの公式の定義でございます。実際に解釈するには、一言で言えば、ある一定の条件の下に、税制特権がある不動産専門の投資会社だ、というふうに言ったほうが実態を表しやすいのではないかと思います。あるいは、投資会社ではなく、不動産会社だと言っても、最近の傾向では良いのではないかとと思われるわけでございます。

REITsの成立ですが、もともとは1960年に税制措置ということで、まだこれはアイゼンハワーが大統領だったころのようですが、税制特別措置ということで出来上がったもので、特殊のREITsの法律があったわけではございません。いま日本では、SPC法という特殊法が出来ていますが、そういうものではなくて、税制の特例措置として成立したのが1960年のREITsということです。アイゼンハワー大統領の署名によって成立したということで、このNAREITsという所に行きますと、ちょうどそのころはケネディ大統領とバトンタッチのころだったものですから、「ウィ・ラブ・アイク・アンド・ケネディ」という標語がオフィスの中がございますので、皆さんも行かれますといろいろ面白いと思います。

この時にどうしてこういう税制措置が出来上がったか。なぜこういう税制特権をやったかというのは、今となるとやや不思議な面も実はあるわけですが、もちろん、不動産投資を活発化しなければいけない、といったものを背景としたロビー活動などがいろいろあったのだと思います。

アメリカには投資専門会社というのがございます。これは、投資家からお金を集めて、信託ではないのですが、プールをしまして、そこでは会社ではなく、集合体として、そこ

がプールをして、いろいろ運用をして、収益が上がったらそのまま会社形態のものをパススルーして、投資家に収益がいく。

これは、会社実態があるわけではないから、課税その他は全部投資家の段階でやるべきだと、こういうことだったわけです。そういう意味では、その投資の内容が不動産であるにすぎない。したがって、レギュレイトッド・インベスメント・カンパニーと同じ税制措置をとるので良いではないかという、あるコミッティの報告がございまして、それに基づいて税制平等ということから、このREITsというものの特例措置が完成したということでございます。

ただ、その後REITsの仕組みは、いろいろと法律的にも制度的にも紆余曲折をいたしました。一般的にREITsがどうやって成立するかということですが、法律に基づいて出来る会社でも何でもありません。まず第1に、REITsが出来るためには、設立根拠法は全く普通の会社法です。何か特殊な法律があるわけでは全くございません。アメリカは、そもそも商法等は、州法に基づいて会社が設立されるわけですが、REITsもいろいろな所の州法で設立をされます。私どもは、いろいろな弁護士事務所等でも話を聞きましたが、なぜかREITsがメリーランド州法によって設立される例が圧倒的に多いそうです。弁護士に聞いても理由は全く分かりません。「なぜかよく分からない」と言っており、これは7不思議だそうですが、「縁起かつぎか、そんなものではないですか」という感じで言っていたような気がいたします。いずれにいたしましても、特殊な法律に基づく会社ではありませんで、一般の州法に基づいて設立される普通の会社なのです。

ただし、REITsが税制のメリットを受けるためには、特定の要件を得なければなりません。まず第1に、その会社を保有する要件、保有要件というのがございまして、株主が100人以上ということが第1点です。法人は1名としてカウントします。また、5人以下の株主で50%以上の株式を持たない、といったことがございます。今度成立するであろうSPC法案は、現在のこのREITsの制度に非常に類似しているところがありますが、その場合の株主は50人以上です。

収入要件というのがございまして、不動産の賃料と、モーゲージ（担保付の債権、要するに抵当です）の利息、不動産を販売する収入、これの合計が75%以上なければいけません。それに加えて、他の投資からの配当と利息と証券の売却収入で95%以上を占めなければいけない。いわゆる不動産のマネージメント・サービスとか、そういったものがほかにも入ってくるわけですが、それは収入要件の中の構成要素にはなっておりません。収入要件をこういった形で満たさなければいけないわけです。

資産要件としては不動産、また不動産のモーゲージ、例えば担保付の貸付債権を銀行から買ったりするわけですが、そういったモーゲージを持っていたり、他のリート株式、あるいは国債、現金、こういったもので75%以上を占めなければいけない、というような要件があります。これらは、設立の時にチェックされるわけではなく、これをきちんと満たしているかどうかは、毎年、連邦歳入庁が厳しいチェックを行って、今年度REIT

sが成立するかどうかを検討しています。

業務についても制限がございます。もともとは、不動産に投資をして、その投資収益をもらうだけの受動的な会社ということだったのですが、その後、テナントに対するサービスとか、不動産をたくさん持っておりますから、その貸し先に対するマネジメント会社のほんの一部をリートそのものがやれるようになりました。それがまたREITsを大きくしていく1つの理由にもなったわけですが、ただ一定の要件で、かつ一定の範囲内ではか出来ないということになっています。

こういった要件をすべてクリアいたしますと、大体、課税所得の95%以上を株主に配当した場合には、その部分は経費控除をしていいということになっています。やや分かりにくいところですが、一応、減価償却を引いた利益で課税利益が確定しますが、その課税利益の部分の95%以上を株主配当に回すということで、課税利益から配当額を全部控除して、その残りが課税利益になるということです。聞くところによりますと、いまのREITsは課税利益の100%近くを全部株主配当に回して、実際に法人税を払っている例は少ないということです。ただ、数字的にどのくらいかというのは、見ておりませんので分かりません。この税制上のメリットについては、今度のSPC法案においても検討されている、というふうに聞いております。法案そのものに出てくるのではないと思いますが、何らかの税制メリットが得られるだろうということが言われているところです。

これがREITsでございまして、REITsは実は会社形態であり、かつ不動産の収益を直接的に、単にパススルーで投資家に渡すのではなくて、一部のマネジメント業務も含めてやるようになります。一種の不動産会社というか、税制特権のある不動産会社として、93年ぐらいから非常に活動が活発になってまいりました。

REITsは、不動産をいっぱい買うわけですが、その不動産を買うための資金調達として、資本市場で株式を発行する。REITsになる時は、株主100人以上を集めなければいけないので、普通の不動産会社が新株を発行して、100人以上の株主を集めて、REITsになり、さらに資金調達のためにも株式を発行する。REITsは多様な不動産に投資をしますので、投資家にしてみれば、1つの不動産というリスクを負わないで、分散投資ができるということで、リスクが小さくなります。また、それなりに不動産の専門家が投資運用をするということもあり、REITsは投資家にとってもメリットがあるということで、REITsの株式や、発行する社債は大変に売れております。

REITsが1960年代に発達した時には、資金調達を、モーゲージといいますか一般の借金でやるが多かったということと、複合の資産購入をしないで、単体の資産を買ったりしていたということから、リスクファクターが大きくなって、低調であったわけですが、最近は資金調達手段が発達いたしました。現在のREITsの資金調達のうち、65%が株式、35%が社債です。社債は元本償還をしなければいけません。一般の不動産会社の自己資本比率、あるいは株式による投資比率は、日本も同じかもしれませんが、大体25%とか30%ぐらいの会社が多いわけですが、REITsの場合は65%ぐらい

が株式調達すなわち自己資本になっております。

REITsが発行した株式は、一般に上場されております。現在、REITsの数は大体300ぐらいあるだろうと言われております。そのうち、いま上場している会社が210あります。これをパブリック・リートと呼んでいるわけです。現在、次のような市場で上場されています。ニューヨーク・ストック・エクスチェンジ（ナイセ）は、日本で言えば東証一部上場に該当するものだと思いますが、それに158上場されているようです。またアメリカン・ストック・エクスチェンジ（アメックス）というのは、ほぼ二部上場ぐらいの感じのアメリカの証券取引市場ですが、そこに37上場されております。ナスダックは、大変有名なベンチャー・キャピタルがよく上場する市場で、ビルゲーツなどの会社もここから出発しているわけですが、そのナスダックに上場しているのが15あるということで、300のうちの大部分が上場されて、しかもほとんどが今、一部上場になっているということです。

このREITsがどういう所に投資をしているかということですが、資料7頁がREITsが所有している不動産の種類です。ショッピング・センターが13%、オフィス10%、ホテルが7%、マルチファミリー・ハウス、ヘルスケア、商業資産などがあります。モーゲージ9%と書いてありますが、これは要するに、資産そのものを買うのではなくて、担保付の貸付債権を買い取るわけです。モーゲージを買い、それで運用しているのが9%あるというのがNAREITの統計で出てきております。

よくリートでエクイティ・リートとモーゲージ・リートと、その中間がハイブリッド・リートという統計が出てくるのですが、これはどちらかというとなら資産運用側です。資金調達側でもエクイティとモーゲージとがあるのですが、これはまた別です。資産の運用側のエクイティというのは、直接不動産を持っている、所有権があるものです。貸付債権で持っているのがモーゲージで、モーゲージしか持っていないリートもあるようですが、それは5%ぐらいしかないようです。大体は、ミックスして持っているのが多いようです。これは、資産側と資金調達側で混乱する概念なのですが、同じようにエクイティとモーゲージと言われております。

これで見てもお分かりのように、REITsの資産が多様化しているということなのです。それと同時に、もう1つは投資家が多様化して、個人に行きわたっているということですが、レジュメの3頁にREITsの投資家の種類が書いてあります。個人投資家が49%、Mutual Funds 37%、銀行7%、保険4%、Pension Funds 3%という比率でエクイティの投資家か、おおむね株式を持っている人たちです。

もう1つの傾向としては、REITsが大型化してきております。3月に日経金融新聞にREITsの特集が5回ほど出まして、個別のREITsの内容についても、なかなか面白い記事が出ておりました。例えば、最近有名になりましたホテル・リートでスターウッズというのがございますが、これはシェラトン系のホテルのオーナーである、ITTを

買収したのです。その前にはウェスティング・ホテルも買収しておりますし、I T Tのホテルを買う時は大変な論争が起きました。ヒルトン系のホテルがシェラトンを買おうと思って、敵対的なT O Bをかけ、大摩擦が起きまして、最終的な結着案としては、敵対的ではなくて、平和裡にR E I T sが、つまりスターウッズがI T Tを買ったということになりましたが、大変大型のホテル・リートが誕生してきております。また、ケアハウスなどでは、パトリオットとかいう大きなものもございますし、オフィス・プロパティを持つ大きなリートとしては、A P Tオフィス・プロパティーズなど、大型のR E I T sが出現しています。

大型化していくのは、もちろん自分で不動産を買って、資本金を増資してということもありますが、もう1つがM&Aです。R E I T s同士の合併が非常に増えてきて、大型化していく。もう1つは、U P R E I T（アンブレラ・パートナーシップ・リート）と呼ばれるものですが、要するにパートナーシップという形で、個人が共同投資で不動産を持つわけで、そのパートナーシップや普通の不動産のオーナーがR E I T sの株式と不動産を交換する形で、所有権をR E I T sの株式に変えてしまうという形です。R E I T sの側では不動産が非常に増え、それで株主がまた増えるという形になるわけです。R E I T sが発行する証券と、不動産の所有権を交換する形です。これは税制がスルーになりますので、税金が全くかからないということで、これも急速に発達して、それがまたR E I T sを非常に大きくしているわけです。

語呂合わせかもしれないのですが、もう1つダウンリートというのもあります。余談ですが、リートになる時は、I P Oという新規株式公開をしてリートになるのですが、収入要件等が合わなくなってやめるものもあるそうで、そういうのをデリートと言うのだそうです。

もう1つは、先ほども申し上げましたが、R E I T sは不動産会社化しているというのでしょうか、テナントサービス等も含めてやれるようになっている。もともと特権リートというのがありまして、これはステイブルリート、あるいはシェアードリートとも言うのですが、1960年代から、リートがマネージメントの子会社を、普通の子会社として持っているのですが、その子会社とリート自身が一体として決算も株式も扱っていいという例がございます。それは結局、リートの投資会社の純粋性を損うということで、整理法ができて整理ができたのですが、5つのリートだけが法律不遡求の原則か何か知りませんが、その特権を残して、マネージメント・サービス等をやれるリートとして、5つのリートがあります。もともとは7大リートだったのですが、1つは完全に倒産して、清算してしまい、もう1つは自らデリートしてリートではなくなって、今は5大リートということになっています。

先ほど申しましたスターウッズなどというのは、こういったものを一部買収して、特権リートの地位を得る。エクイティ・オフィス・プロパティなどというのも、こういった所を買収して、特権も一緒に買収する。そうすることによって、リートの投資活動だけでは

なく、マネージメント活動も一緒にやれる様になる。これがあまりにも活発になったということと、I T Tの買収の時に大変騒がせたということをつきかけに、ちょうど私どもがアメリカへ行った直前ぐらいに、クリントン政権でリートの特権制限の動きが出てまいりました。この結論がどうなったか、それが決定されたかどうか、そこまではまだ分からないのですが、いずれにいたしましてもリートの課税収益が、5大リートがそうなのですが、実際には不動産以外の収入にもかなり入っている部分があるということと、非常に巨大になりすぎたということの警戒感から、リートの投資規模そのものに絶対額を設けようとか、リートとしての不動産収益の税制メリットに上限を設けようとか、そんな案がクリントン政権で検討されて、一部発表されまして、リート業界では、ちょうど私がアメリカへ行った時に、大きな話題を呼んでおりました。

いずれにいたしましてもR E I T sは急速に伸びてきたわけですが、その1つの証拠の書類が資料の6です。これがR E I T sが出している資本、社債も含めての時価総額の推移です。1992年ぐらいから急速に伸びてきております。いろいろな活動を重ねて伸びてきたわけです。92年ぐらいから伸びてきたというのは、実はこれからご説明いたしますC M B Sも同じです。これは、S & Lで買った資産をR T Cが叩き売りをし、それをかなり買って大きくなったという背景も、どうもあるようです。いずれにいたしましてもR E I T sは、大変大きな不動産投資の主体として、いま非常に着目をされているところでございます。それは、株式の公開と社債の発行で資金調達をする、そういう形でアメリカの不動産市場が証券化をしてきている、ということの1つの表れです。

もう1つの主体は、C M B Sと呼ばれているものです。これについてちょっとお話をさせていただきます。C M B Sは、先ほども申し上げましたが、C o m m e r c i a l M o r g a g e B a c k e d S e c u r i t i e sで、証券の、商品に名前が付いている、その名前の1つでございまして、そもそも証券の種類みたいなものですから、R E I T sという会社形態とは、全く意味が違うわけで、並べて論ずるのはちょっとおかしいのですが、ただ証券化の形態としては、とりわけ非居住用の資産の証券化については、R E I T sとならんでこのC M B Sが急速に今、伸びてきているということが言えるかと思えます。

我々もこれに注目をいたしまして、これについての調査をいろいろとしてきたわけですが、一口に言いますと、非居住用の不動産を担保とした貸付債権、これを全体でモーゲージと呼んでいますが、そのモーゲージそのものを証券化して、一般に販売していく、そういう投資金融商品だ、というふうにとりあえず定義をさせていただきたいと思えます。

隠語めいた言葉が多いと申しましたが、実はもともとになっておりますのがM B SとかA B Sという言葉でございまして、最近の新聞で、緊急経済対策の中の流動化対策の中にもA B Sなどという言葉が出てきますが、日本で使われているA B Sと概念が、アメリカのそれとでは100%一致はしておりません。C M B Sというのは、商業用の、非居住用の不動産を証券化した金融商品ですし、M B Sというのは、M o r g a g e B a c k e d S e c u r i t i e sで、まさにモーゲージそのものを証券にしたのですが、198

0年代から急速に発達しておりました住宅債権の証券化商品です。

いまの不動産の証券化商品のプロトタイプといえますか、原型になったものです。1980年代にはアメリカは住宅政策を非常に重視しており、たくさんの住宅融資をしたわけですが、その時に、やはり単なる貸付けだけだと、マーケットの状況によっては貸し渋りが起きたりするといった時に、政府が一部、その貸付けに保証をして、それと並んでその債権を買い取って、ある公的機関がそれを証券化して売る、ということをはじめたわけですが、この時以来急速に発達をいたしました。今アメリカの住宅貸付債権は、大体4割は証券化されているというふうにいわれています。その住宅用の債権を証券化したものがMBSと呼ばれているものです。

ABSというのは、Asset Backed Securitiesですが、アメリカでの使われ方は、不動産以外の資産を証券化した商品をABSと呼んでおります。意味からいうとAsset Backedですから、全部を指すような感じで、日本の新聞などでは資産金融商品、ABSと書いていますが、アメリカでは自動車ローンとか、カード・ローンといったものを証券化していくということで、それらをABSと呼んでおります。格付機関などにも行きましたが、格付けのマニュアルなどには、「アジアでは全体をABSと呼ぶことがあるので注意」などと書いてありました。いずれにいたしましても、タイプは非常に似ておりますが、資産の種類が違って、こういった分け方をいたしております。

ABSでは、クレジット・カードの債権が非常に有名になりました。いちばん有名なのがビザの債権です。ビザという会社は、会社として社債を発行するとトリプルBぐらいの格付けしか得られなかったのですが、クレジット・カードの債権のうち、優良と思われるものをプールして、それだけを証券化して売って、それがAAAになった。非常に良い条件でそれを資金化し、また新しい貸付けに回すということをはじめ大変有名になりました。いま申し上げたようなことが、実はCMBS等の証券の秘密といえますか、仕組みのマジックみたいところで、資産を集めて分類して、実際に会社として出す社債よりはもっと良い格付けで、もっと良い条件で資金調達が出来るといって商品で、もともとはABSもそうですし、MBSもそうですが、そういった上にCMBSが発達してきたわけです。

CMBSですが、仕組みがマジックのような役割を果たしているわけです。具体的にどのような仕組みになっているかを調べてみたいと思うのですが、資料の17頁を見ていただければと思います。たくさんの担保付の貸付債権、商業用不動産を分類するわけです。優良な債権、あるいはちょっとリスクの多い債権というのを分類していきまして、A、AA、AAAというものからRateがないものまで分類いたしまして、それぞれについて格付機関から格付けを得るわけです。その中でAAAというものは、資本市場で非常に安い金利で、逆に言えば元本が高く売れます。集めて分類するという、ある意味では単純な仕組みですが、それによってトータルの資金調達を非常にやりやすく、かつ有利にしたという実績があるわけです。

資料18ですが、こういうことが現実に行われています。例えば、30万ドルで8%と

いうローンがあったとします。その時の1年間の金利は2万4,000ドルである。これを債権の種類によってABCとクラスを分けてみる。金額も仮説例ですが、10万ドル、15万ドル、5万ドルと分けてみる。クラスAになりますとAAAの格付けが得られますので、8%の金利ではなくて、証券市場では5%で売れる。クラスBは6%、クラスCになると10%の金利になる。金利は仮説例ならば、どうにでもなるではないかと思われるかもしれませんが、現実にはアメリカにおけるレーティングというのは、非常に大きな意味を持っておりまして、AAAと、いちばん格付けの低いBとか、あるいはノンレーティングに比べますと、証券の用語では400ベースとか500ベース、要するに4%とか5%が、現実の金利の差として普通の社債でも存在しているわけです。ですから、この5%から10%というのは、適当に付けた金利ではなくて、実際に大体これくらいの差が出てくるということなのです。

ですから、クラスAをどのくらい持てるか、クラスBをどのくらい持てるかということによって変わってはきますが、こうやって分類して、もしこういう形で発行できたとしますと、それぞれの金利の計算がございまして、1万9,000ドルで、大体年間で5,000ドルの金利の節約ができる。こういう計算が成り立つわけです。ここの秘密は、たくさん債権なり資産を集めるということ、それを分類すること。分類した上で、その資産の持つリスクというものの情報を徹底的に開示して、きちんとした市場で、レーティングを付けるということによって、コーポレートそのものに比べて、はるかに全体として格付けが高く、かつ金利の低い資金調達ができる。これはMBSも同じですが、CMB Sの基本でございます。

こういった債権の全体の集まりをプールと呼んでおり、こうやって分けた1つのクラスをTrancheと呼んでおります。これを作っていくのがCMB Sの1つの秘密です。現実にはこういう形、いろいろな形で発行されております。

これも、あるアメリカ系の証券会社からいただいた資料をそのまま使わせていただいているのですが、資料の16頁をご覧くださいと思います。これは公開されているものですから、別に秘密というわけではないのですが、ある米系の証券会社が、97年に発行した2つのコマーシャル・モーゲージです。

後からお配りしたストラクチャーの基本を書いた資料ですが、これはただまとめただけです、真ん中辺りにCMB Sというところがあります。不動産を持っている人がいて、これでお金を借りるわけです。担保に出して、貸付けをしてローンをするという人が下におります。これをSPC、場合によっては中間体の債権を発行するところに債権を譲渡しまして、ここがさっきのTrancheを作って投資家に販売する。これが基本でございます。中間にある中間体、発行体をCONDUIT、または導管体と呼ぶ場合もありますが、これは信託勘定になる場合もありますし、SPCと呼ばれるようなものにもなりますし、いろいろな形態があるかと思えます。

その形態によって、いろいろな形での税制メリット、税制透明性みたいなのが出来るの

ですが、肝心なことは、SPCというものが、もともとの債権者とかなり分離されているということです。例えば、債券発行者でありますSPCが、折角AAAの債券を発行しても、設立の親会社、もともとのローンの所が倒産したりして、それが波及してSPC自身が倒産すると困るということがあり、倒産が波及しないようにという倒産隔離の措置をいたします。とにかく、この会社はこの証券を発行するためにだけ作った会社であるとか、いろいろな社内規定を設けて、親会社との実体的な関係を断つ。

アメリカでは、特に連邦の清算法で、親会社が倒産すると連結清算をさせられます。したがってSPC自身も清算させられるということがありますので、この中間体につきましては独立性といいますか、目的を明確にして、このためにしか業務はやらない、親会社からの役員はいないとか、いろいろなことを要件にしているようですが、これは必ずしも法律の要件ではありません。実質的にこれが倒産隔離がかけられているかどうかを、実際の定款等を見て、レーティング・エージェンシーが判断する材料として、格付機関に提出する資料の中を書くようになっていきます。これが基本構造です。そして、さっきのような形のもので出ていくということです。そこにサービサーと書いてありますが、こういった貸付債権の場合は、元利の取り立てをする業者で、これが非常に重要な役割を果たします。不動産を直接買う場合には、プロパティーマネージャーというのも、もちろん重要です。賃料を取るのもサービサーと呼ばれています。

それを前提にして、さっきの表に戻りますが、ここにお示した2つの最近の証券の発行例で、具体的なイメージを浮かべていただくとありがたいと思います。いちばん左側に項目がございます。コードネームのように、Transaction、取引の名前がついているわけです。その次にPrincipal Balanceで、これが貸付債権の合計額です。どれだけの貸付債権を集めたかというのがNumber of Loansです。左側では、わずか8つで、これは非常に珍しい例です。もう1つのほうは、422本の貸付債権をプールしております。1つあたりのローンの残高、元高がどれくらいかというのが書いてあります。8本しか集めなかったというのは、統計額上リスク分散には問題なのですが、おそらくオリジナルな資産の内容がとても良かった、ということでやっているのではないかと思います。

WACというのは、加重平均した金利です。8本のローンのほうは7.575%、オリジナル債権の貸付債権の金利です。右側が8.207%。金利の種類が、Fixed Rateがどれくらいあるかという率が次に出ています。Balloonというのは、不規則返済の率で、100%不規則返済になっている、一方は83%であるというふうに、償還のタイプをBalloonごとにパーセンテージを出しております。モーゲージの持つ資産が何かというのが書いてあり、資産の構成比が出ています。オフィス、小売、マルチファミリー、ホテル、倉庫、その他といった分類で、資産が構成されているということです。

上から順番に3つの大きなローンが、どれくらいの比率を占めているかということで、

8本のほうは3つだけで64%のローンを占めている。逆に、非常に分散が大きいといえますか、1つの所に集中が多いと、ここが倒れれば全部が駄目になるということで、リスクも大きいわけで、これは非常に珍しい例ではございますが、少数のアセットを例にしたものです。

そこにDSCR、LTVというのがありますが、これは後で格付けのところでも申し上げますが、DSCRは、Debt Service Cover Ratioというもので、これは年々生まれるキャッシュフローと、毎年払わなければならない元本と利息の合計、この比率です。元本と利息、払うものを1としたら、1.45倍から2.08倍の不動産からのキャッシュフローが生まれているということで、数は少ないのですが、平均すると8本の少ない数のほうがDSCRの率は高いようです。これは倍率が高いほど良いのです。

LTVはLoan to Valueということです。アメリカの不動産の価格は、証券化すればするほど、いわゆるいま流行りの収益還元価格で計算をされるわけです。キャッシュフローをベースに、キャピタリゼーション・レート（資本還元率）で元本を、資産の額を計算し直すわけです。例えば、あるキャッシュフローを100として、それが5%の市場利回り、キャピタリゼーション・レートだと、それを割戻して資産はどれくらい、これが収益還元価格ですが、ということで、キャッシュフローから割出した資産の価格とローンの比率です。実際の収益還元の価格を、どれくらい借金で賄っているかということです。100から引いた逆は、一種の担保余力に近いものになります。そういう意味では、これは少ない数字ほど良いわけです。そういったものが計算されて、59.3%、72.1%という形で表示されております。

Statesは、各プロパティの詳細な資料、こういったものを発行する時は、発行目論見書、プロスペクタスというのを出します。これには不動産の種類から、それぞれどのくらいの空室率とか、どのくらいの賃料で、現在のキャッシュフローはどのくらいか、また地図を付け、写真を付けて、そのプロパティの分布や中身まで、かなり詳細に開示しております。今回の調査の半分以上はこのプロスペクタスを入手する目的で行ったのですが、投資家が分析をするのに必要な場合には、フロッピーディスクも付けております。それを使ってやる人がいるということです。これは投資家用ですから、たくさん出ているわけですが、そんなものまで付けて、徹底した情報開示が行われています。なぜここまで情報開示が必要か。例えば日本で言えば、大きな会社が社債を出す時には、その会社のバランスシート等を見る。会社全体のイメージがそれで形成されているわけですが、SPCとか、そういったものは、会社実体がないようなものなので、その信用を何でやるかということ、徹底した資産の内容、資産の情報開示によってしか投資家が判断できないわけで、徹底した情報開示が不可欠となります。

これは、野村証券のアメリカのようですが、大体プロスペクタスというのは、サプリメンタルという付属資料を含めると、300頁とか400頁ぐらいのものになります。例えば

REITsが新株を発行する時も、もちろん目論見書を出しますが、REITsのマネージャーはこういうものの経験がないとか、そういうマネージャーのリスクファクターにいたるまで、いちいち書いてあります。それぐらい情報開示を徹底している。CMB Sについてもそうです。

最後に出てきますCredit Enhancementというのがありますが、これは、オリジナルの債権がデフォルトを起こした時に、全体の何%まで位なら、そのトランシェが安全かを示すものです。Moody's、DCR、S&Pは、いずれも格付機関です。Moody'sとS&Pが最近は有名ですが、DCRというのはシカゴにあるダッフアンヘルプス・クレジット・レーティングという会社で、こういった資産金融型の格付けにはシェアが高いといわれています。各3機関から格付けをそれぞれとっているわけです。それでAAAとかBBBとか、そういったものがございます。NRと書いてあるのは、ノンレーティングで、レーティングしないと、したがってもし上場しても、リスクファクターが高いということで、利回りが高い商品になってしまいます。実際には、こういうクラスのは公募しないで、自分で抱えてしまったり、あるいは不動産関係者の特殊な投資家に割り当てたりすることが多いようです。上位Trancheのもののみを上場していく例が多いというふうに聞いております。こういった形で実際にCMB Sが発行されて、その構造がいま言ったようなものだということです。

CMB Sというのは、現在、非常に伸びております。「マーケット規模の拡大」というのが14頁にあります。棒グラフがCMB Sの発行の規模です。要するに、新しくConduitという導管体を作って発行している場合と、既存のトラスト等を作った場合の分類になっています。440億ドルというのが97年ですが、累積発行額が紫色で、非常に伸びています。4月21日の日経新聞にCMB Sの話が出ております。「アメリカの商業用モーゲージ担保証券、過去最高ペース発行」と。1~3月で見ると、97年に比べても同期比3倍、年間にするとこの3倍になるぐらいの規模で、CMB Sが発行されているということです。これもREITsと同じように投資も多様化しております。

それが15頁のグラフです。色分けしてあるのは、どういったところにオリジナルの不動産が投資されているかというものです。マルチファミリーが26%、小売施設、オフィス、ホスピタリティ、倉庫、そんなものがあります。いずれにしても、これもかなり多様化してきているということが言われています。1件当たりの発行規模は、96年に4億ドルだったのが、97年には9億ドルになるといったようなことで、1件当たり2倍ぐらい、規模の大型化がREITsと同じように行われています。平均のキャッシュフロー、Debt Service Cover Ratioは1.45倍ぐらいである。LTV(ローン・ツー・バリュー)が67~69%ぐらい。WAC(加重平均の金利)が8.0~8.6。平均ローン期間が135カ月(約10年)。

同じような格付けのコーポレートもの、例えばAAA格の普通社債、あるいは10年ものの国債の金利と比べてCMB Sがどうかということですが、まだCMB Sのほうが金利

が高い。これは、CMB Sがまだまだ規模が相対的には小さくて、アベラビリティがまだまだ小さいということも、原因の一つでしょう。あるいは、不動産という特殊製品のイメージから、まだ信用度が低いということかもしれません。いずれにいたしましてもCMB Sの投資家にも、急速に一般投資家が参入してきております。ということは、普通の方が普通のコーポレートの社債を買ったりするのと変わらない形で投資をするようになっているということです。

したがって、いま申し上げましたような金利の差みたいなものも、急速に縮んでいきます。これが19頁に出ていますグラフです。Spread History for AAAというのは、普通のCMB Sみたいな資産をバックにしたものではない、例えば不動産会社だったら三菱地所とか、三井不動産とか、コーポレートして出す社債。それにも格付けはあるわけですが、CMB SでもAAAがあるわけです。同じ格付けで利回りの差がどれくらいあるかということのヒストリカルレコードを作ったわけですが、これを見れば明らかにスプレッドが縮んでおります。依然としてCMB Sのほうが高い。それだけ、まだまだ信用度が低いと言えないこともないし、いずれにしてもまだマーケットの規模が小さくて、取引が少ないということから、スプレッドは高いわけですが、でも、それが急速にいま縮んできております。

各ランクごとの比較をしますと、ランクが低くなるほどこのスプレッドの差は小さいです。というのは、やはりランクの低いところは同じような特殊投資家が買うわけです。普通のコーポレートでもBとか、BBとかのランクの社債は、高利回りを好む特殊な投資家ということで、投資家が共通しており、同ランクCMB Sと比ペイールド格差がさらに縮まっていますが、AAAという段階で比較しても、スプレッドの利回りは、徐々に小さくなって来ています。ということは、投資家がかなり普通の金融商品への投資家と同じようなタイプになりつつあるということです。

CMB Sについての取りまとめを一言いわせていただきますと、仕組みが非常に面白いということが1つ。会社ではなくて、資産の内容を開示して、その評価を与えることによって、高い格付けを得ることが出来るということが1つ。そういった仕組みを作りながらやったものが、マーケットが非常に規模が拡大したこと、公募市場での発達が非常によく見られるということ。資産内容が非常に多様化しているということ。もう1つは、投資家が一般化して、こういったイールドが小さくなっていくということ。これは、不動産の商品が証券化するというので、投資家等がみな同じようになっていく1つの過程であろうというふうに思われます。

こういった不動産の証券化といったことに焦点を当てますと、その最大の特色は、情報の開示というところにある、という印象を私は持ちました。情報の開示というのは、日本でもそうですが、アメリカの証券市場で投資家を保護するために一般的に行われていることでして、一般の投資家で、公募市場、公開市場の中で投資をする時に、銀行貸付けと違いまして、投資家1人ひとりが大衆で、情報量が借金をする側に比べて格段に小さいとい

ったことから、一般的にも、公的にも投資家保護の措置が必要であるということです。これは、日本の証券取引法でも、みな同じでしょうが、アメリカでは特に徹底しております。

アメリカの場合は、公募市場における投資家保護のための措置としては、SEC（証券取引委員会）の役割がございまして、アメリカで、公募市場で社債を発行する場合、また株式を発行する場合でも、すべてSECへの登録が義務づけられております。そういう意味でREITsにいたしましても、CMBSにいたしましても、公募市場で発行する時には、すべてSECに登録する義務がございまして、SECへの登録は、情報開示において徹底を極めておりまして、かなり詳細な情報開示を要求されます。中でもREITsにつきましても、一般の証券、債券の届出様式とは違う、特別の届出様式をとっており、オリジナルの不動産そのものの情報についても、詳しい情報開示登録を求めているのが特色です。

こういった資産型証券では、なぜそういう情報開示が特に重要かということは、先ほど申し上げたとおりでございまして、日本で大きな会社、日立とか新日鉄とかいろいろございまして、そういう会社というもののイメージ、あるいは中身からくる安全性というものではなくて、発行体が一種の中間体であり、実体のない会社だからです。今度できますSPC法案は、商法上の法人ではなく、特殊法人ですが、それでも最低300万の資本金から設立できるわけです。こういったものは、資本金や会社の大きさ、知名度ではなく、あくまでも資産を証券化する、そしてもともと持っている資産、その内容によってすべて勝負するということです。証券のバックにある資産の情報開示が、特に重要になるわけです。したがって、一般的な投資家保護と、資産型証券による特殊な投資家保護のための情報開示が、こういった不動産の証券化のためには不可欠な要素になるのではないかと思います。

アメリカでのもう1つの投資家の保護は、情報開示とともに、一定の判断基準を示すという形での格付機関です。格付機関は、アメリカでは大きな所で大体4つあるわけです。私も、その4つの格付機関すべてを回ってきました。日本では、いま2つ大きな所がございまして、この格付けというのは、不動産証券化商品では非常に特殊で、かつ特別な地位を占めております。最近、この証券が非常に発達しているので、格付機関自身の収入も、こういったものに頼ることが多く、重視している分野と聞きました。

まず、この格付機関の重要性ですが、特にアメリカの資本市場では、格付けが決定的な意味を持っております。最近、S&PとかMoody'sが日本の金融機関の財務格付けをしたりして、非常にセンセーションを呼んでいますし、それに対抗して、逆に格付機関を格付けしようなどというの、最近の新聞紙上で見るところですが、それはどうあれ、アメリカの格付機関というのは、市場において決定的に力を持っているということです。これは単純な民間機関です。これを投資家がどう信用するかしないかは自由なので、かつその格付けの判断が間違っていたとすれば、それは市場における実績で表れるだけであって、そうすれば投資家が相手にしなくなるというだけの話であって、責任を持っているわけではありません。にもかかわらず、アメリカの格付機関というのは、実体的に市場に意

味を持っています。先ほど申し上げましたように、格付けの違いが4%、5%の金利の差になって表れるということがあるからであります。

不動産の証券が非常に特殊である、格付けにおいても特殊であるという点は、商品の設計そのものに格付けが明確に位置づけられているということです。私も格付機関の話は何回も聞いたことがありますし、格付機関の審査を受けたこともあります。会社の普通の社債を発行するときのMoody'sやS&Pというのは、とにかく会社の沿革、経営者から始まって、個人面談、資産内容、いろいろなことを聞いて総合的にどうだというわけですが、CMB Sみたいなものはそういうことはないわけです。もちろん一部、会社も重要なのですが、基本的には、どういう商品、どういう資産の組合せを作っていくか。そのキャッシュフローはどのくらいで、リスクはどのくらいかということをつづつの商品にする、ということがいちばん重要なわけです。したがって、商品化の過程と格付機関が、予め密接にかかわっております。

先ほど申し上げましたが、発行するほうが目論見書を出すわけですが、これをSECにも出すわけです。ここにも徹底的な情報開示が行われていますが、格付機関はそれ以前にもっとオリジナルな所から情報をとって格付けをしております。不動産の情報そのものを、かなり詳しくとっております。私どもはマニュアルを持ってきましたが、不動産のチェックだけでも1冊ぐらいの項目になっていて、修繕をいつやったかとか、そんなことも含めた詳細な不動産情報を格付機関は、まずオリジナルな所からとっているようです。

また、これは一般的にアメリカの不動産取引では行われているようですが、第三者によるアプレーザルが重要です。例えば、不動産の環境、技術、キャッシュフローをどう展開するかといったものを、もともとの借入れをする側、発行する側だけではなくて、第三者がレポートする形で評価をしているということです。もっとも、この評価が直接に格付けに影響する、あるいはこの目論見書に出てくるわけではございません。格付機関の判断の要素として、こういったものをとっているということです。

もちろん、ローンとかモーゲージの内容といったものも精査しております。そういったものを精査をして、格付けをする要素がございますが、それが定量分析と定性分析に分かれます。定量分析では、先ほど言いましたようなDebt Service Cover Ratioが非常に重視されております。要するに不動産を持って、キャッシュフローを年々どれくらい生み出すか。それに対して年々払わなければならない金利と元本はどれくらいか、それを比率で表したのがDSCRです。もう1つはLTV (Loan to Value) で、これは先ほど申しましたようにキャッシュフローから割り出した収益還元価格とローンの比率です。もう1つは、クレジット・サポートというもので、これは特殊な概念です。

資料の16頁の下の欄に、格付けがMoody's、S&P、DCRとあり、AAAとか書いてありますが、その左側の欄に31%とか、23%とか、16%とか、そういった比率が出ております。これをクレジット・サポート率と呼んでいます。前に申し上げまし

たクレジットエンハンスメントとと同じ概念です。これはどういうものかといいますと、それぞれのデフォルトのそれぞれのクラス、例えば、さっき言ったいくつかのクラスに分かれますが、まずオリジナルの債権等が3割までデフォルトして回収不能になっても、いちばん上のランクは大丈夫ですよというのが、この31%というものです。一種の担保余力です。駄目になっても3割分ぐらまでは、いちばん上のクラスであれば全部回収できるという比率です。

したがって、クラスは下にいくほど低くなります。いちばん下のクラスで3%とありますが、3%のオリジナルの債権等が倒産して回収できなくなった場合には、そのクラスのものには回収できませんということなのです。これがクラスごとのクレジットサポート率で、これが定量分析の目的みたいになっていて、これを何回も計算をし直し、格付機関に提出された資料で、これくらいしかないからクラスA、AAAで発行しようと思ったら、2割ではなくて3割ぐらゐの組合せにしなさいとか、そういうのを格付機関と検討しながら組合せを作っていくわけです。これが定量分析の一種の結論です。ほかにもいろいろございますが、主としてそうです。

ただ、定量的分析だけではなくて、同じ様に重視しておりますのがプロパティ・マネージャー、実際に資産を管理する人たちの能力で、特に重要なのは、債権回収にあたるサービサーの能力です。サービサーというのは、不動産でしたら賃料を回収する、あるいは債権でしたら金利、元本を回収するといった役割ですが、格付機関は非常にこのサービサーの能力、評価を重視しており、各格付機関は、格付機関ごとに自分たちのサービサーのランキングを付けております。そのランキングは、ひよっとしたら格付機関の子会社などを優遇しているのかもしれない、それもあると言っていました、いずれにしてもサービサーのランキングを付けて、このサービサーだと非常にリスクが大きいというような形で、格付けの判断にしているようです。また、やはりいろいろなプロパティがどれくらい分散されているか。プロパティの中でもリスクの高いものがどれくらい分散されるか、そういった比率が計算されておまして、そういったものが定性分析の要素になっており、それでAAAとかいうのを付けて分類をしていくということです。

繰り返しになりますが、不動産の証券化というのはどういうことかと考えてみた時、一般的にいうと3つの要素があるかと思えます。非常に抽象的な言い方ですが、まず非常に特定の投資家しか投資できなかったものが、一般の投資の対象になるというのが、不動産の証券化の第1の要素です。もう1つは、不動産の証券化の特殊性ですが、持っている不動産の資産の内容が、投資家に直接開示されるということです。どのくらい賃料があるのかとか、そういったことまで投資する側に直接開示されます。直接、不動産経営を個人がやる場合は別ですが、一般投資家にそういう情報まで開示されるというのが2番目の特色だろうと思えます。

3番目には、やはりこういった計算にも出てまいりますように、価格形成というのが、利回りをベースにして行われるということだと思います。毎日、実はこの証券の価格とい

うのは出てきて、利回りが出てくる。逆に利回りからこういったキャッシュフローを通じて価格が形成される。利回りとキャッシュフローを通じて、収益還元価格という形で不動産の形成がされる。

考えてみれば、我々もバブルということを経験いたしました。ほとんどがあの時は間接金融に頼っていたと思います。私もそういったことの実験が多少ございますが、正直言って将来、不動産価格がどう上がるかというのは、決して根拠があるものではなかったような気がいたします。したがって、必ず土地は値上がりはするものだとか、あるいは年何パーセント賃料アップとかいうのが、比較的根拠なく、審査の過程などでも取り入れられたような気がいたします。もし金融機関の方が、「それは違う」とおっしゃるのなら謝りますが、そういうことがありました。

アメリカでも、今度、不動産会社からREITsになった人が言っておりますが、やはり今までの不動産会社、特に80年代にバブルを起こした時の不動産会社としてのピヘーピアを見ると、要するに鑑定価格だけを頼りに、ただ買いあさっていたというのが我々の経営だった。しかしREITsになると、これは一種の証券という形で、日々価格が分かる、日々利回りが分かる。したがって、不動産に投資をするというのは、決して買って持つということではなくて、そういった利回り、運用を管理するということなのだ、ということをおあるREITsのオーナーが言っておりますが、おそらく日本と同じようなことが、かつてあったのではないかというふうに思います。

いま申し上げました投資家が一般化するということと、資産内容が直接開示されるということと、利回りに基づいて、収益還元価格に基づいて取引をするということ、この3つの要素が証券化の1つの特色だろうと思います。考えてみれば、一般の商品とか金融商品は、皆こうなわけです。資産の内容は違うにしても、皆こういう要素だろうと思うのです。結局、不動産の証券化というのは、そういうことを通じて、不動産が正常な市場商品になっていくということであり、それが証券化の持つ意味だろうと思っています。

では、いま言われている不良債権の処理と証券化はどうだと、こういう問題になるわけですが、大変生々しい問題で、私も見解が明確にあるわけではございません。そういった不良債権の処理に証券化があるいは有効かもしれません。ただし、不動産の証券化をすすめる意味は、最終的には決してそこにあるわけではないだろうと思います。やはり不動産の取引市場が、正しい商品市場として形成されているというのが最大の目的だし、アメリカはそういう形で発達をしてきたというふうに言えるのではないかと思います。

ただ、アメリカでもその過程においていろいろなことがあったわけです。1つはS&Lの処分ということです。これは1989年から90年にかけて、不動産バブルが弾けまして、S&Lが大量の不良資産、不良債権を持ったわけです。これをどう処理したかというところ、RTCという、一種の貯金保険機構の別動体みたいなものが出来まして、S&Lの持つ不良資産をどんどん買っていったわけです。しかも、それを市場で売っていったわけです。売っていったわけですが、相当叩き売ったわけです。CMB Sの中でその対象として

どのくらいR T C資産を買ったかという統計も実はあるのですが、90年代の前半においては、かなりの部分、R T Cの資産をC M B Sが買っています。

不良債権の処理を行い、買ったものと売ったものの差額は公的資金で負担をしたわけですが、それは公的な負担であったし、批判もあったかもしれませんが、いま現在、世論的に言うと全く批判がない。1つは、その処理が終わったということの成果、2番目には、やはりこういった不動産証券市場の叩き台を作った、一種の市場創設費用ではないかという声もあるくらいです。単に処理するのではなくて、市場を作ることにつなげていったところが、アメリカのやはりすごいところだなと思います。結果論であっても公的資金投入の役割を、不良債権処理にとどまらず、市場化につなげる形に生かしていく、そういうことも考えていく必要があるのではないかというのが、私の個人的な意見でございます。民都という機関も公的機関ですので、こういった中でいろいろな役割を果たしていきたいと願っておりますし、そのために勉強をしております。

その参考になるかどうか分かりませんが、もう1つ公的機関が役割を果たしたのが、住宅債権の証券化です。アメリカにおいては、これも大変に有名ですので申し上げるまでもございませんが、ジニーメーとか、ファニーメーという非常に変わった名前の機関がございます。ジニーメーというのは、ガバメント・ナショナル・モーゲージ・アソシエーションの略で、それをニックネームに付けて正式な会社名にしてしまったというのですが、これは住宅債権を買い取って証券化をするわけですが、その証券化をする時に投資家に対して保証をしています。これは政府機関です。そういった公的保証をするということが1つありました。

もう1つはファニーメー（フェデラル・ナショナル・モーゲージ・アソシエーション）というのがあります。これはもともと公的機関なのですが、1960年代までに全部、株式は民営化して売ってしまい、上場までしていて、株式の保有形態からいうと、これは民営機関なのですが、実は法律によって大統領のコントロールを受けていることになっていて、民有公営といった形のちょっと変わった機関です。ここは自ら住宅ローンを買って、自ら証券化して、自ら売っています。一種のインベストメント・バンクというのでしょうか、投資銀行、あるいは証券会社みたいな役割を、住宅債権の分野でやっております、従業員も3,000人以上いる、上場した大変大きな会社になっています。

ただ、これは住宅ローンを買うということで、一種のインベスターの支えになっているわけです。5世帯に1世帯はファニーメーの債権を買って経営しているんだ、というような話を聞いてまいりましたが、いずれにいたしましても、このファニーメーについて思いますのは、証券化の持つ意味です。流動化という言葉で言ってしまうえば尽きるのですが、例えば住宅ローン、一時的に貸し付ける住宅ローンの会社、銀行がたくさんありますが、単にそれだけですとアベラビリティがない、リクイディティがないということになりますと、貸付けに対して慎重になることがあります。貸し渋りもたくさんありました。

ところが、これは貸してもあとでその債権が売れるんだということがありますと、貸付

けが非常にスムーズになったと、これはファニメーの人が言っていました。したがって、証券化する部分でのセカンダリー・マーケットというものが存在することによって、住宅ローンを円滑に出すような支えになっているということが1つです。結局、それから証券化し市場で取引されるので、最後には条件が均一化されてくる。それがローンのほうにも影響してきて、最終的にはコスト削減につながっている、ということも言っておりました。現在は、これはほとんど民間機関ですが、一種の公的機関が、住宅政策の一環として住宅ローン市場を支える、育成するための役割を果たしているのではないか。こんな形で公的機関も役割を果たしている、ということを勉強してまいりました。

それで結論が何かあるわけではございません。最後に、日本でこういった不動産の証券化がどうやったら行われるかということなのですが、箇条書的にだけ申し上げさせていただきます。やはり、法制度、税制が整備されることが不可欠だろうと思いますが、幸いSPCという形があるわけです。SPCというのは、アメリカのREITsとも違いますし、CONDUIT、導管体とも違いますし、いろいろなものが複雑に絡み合った形態ですが、ただ税制のメリットも検討されているところで、こういったものは十分活用する価値があるものだろうと私は思っています。そういった法制度の整備がようやく整いつつあるということが第1点です。

もう1つは、セカンダリー・マーケットというのが実はないわけです。これをどうしていくかというのが、1つの課題だろうと思うのです。いきなり相場基準を改めるとか、新しい取引所を作るとか、そういったこともあります。そのためには証券化商品を作って、とにかく売ってみるということから始める以外に、セカンダリー・マーケットはつくれないかなと思います。今までは法整備の不備もあって、なかなかこういった商品が生まれてこなかった。外国のトラストを使ったり、いろいろな形ではやっており、かつ今、アメリカのインベストメント・バンカーはたくさん、日本の不動産や債権を買いあさっていますが、現在の段階では、まだ日本で売っているわけではありません。ほとんどのものはアメリカで売っております。

あるインベストメント・バンカーに聞きましたが、大体、不良債権の担保になったようなものを2割ぐらの価格で買う。そうすると、アメリカのパートナーシップに大体10%ぐらの利回りで売り抜けるということで、ほとんどがアメリカに売られているのが実情です。本当の証券化というのは、日本の中でそれが売られていくのでなければいけないだろうと思うのですが、まだそれには時間がかかるだろうと思います。いずれにしても、そういった健全な商品を作り出していくことから始める以外にないかなと思います。

CMB Sのタイプはローンの証券化です。やはり最大の問題は、日本には、今までノン・リコース・ファイナンスというのがあまりありませんでした。ノン・リコース・ファイナンスというのは、例えば、ある会社に融資をするのですが、債務不履行を起こした時に、会社全体で債務を負担しなければいけないわけです。そういう貸付けではなく、一定の担保がありますと、その担保の範囲内でしか弁済の義務がない。要するに非遡求ということ

です。リコースというのは、単なる請求とかそういう意味ですが、ある担保の範囲内でしか請求できない。よくプロジェクト・ファイナンスという、完全に1つのプロジェクトを実現するためには、別会社を作ってしまう、別会社で、その1つしか投資をしないで、そこから上がるキャッシュフローで返済をしていく。倒産したら、その物件で担保処分するというのがあります。これは、ほとんどノン・リコースに近いのだらうと思いますが、日本では、別会社方式はありますが、純粋な意味のノン・リコースというのはないか、あっても非常に少ないです。

アメリカでのノン・リコース、ヨーロッパでのノン・リコース・ファイナンス、あるいはプロジェクト・ファイナンスというのは、エスクロウ勘定といいまして、そこから上がる収益を別勘定で管理するという方式で、遡求を限定するというノン・リコースが一般的です。日本では法律が禁じているわけでも何でもありません。習慣として今まで存在しなかったということのようです。いずれにいたしましても、これもそろそろ出始めているようですので、証券化ということを契機に、またこういうノン・リコース・ファイナンスが出てくることを期待したいと思っています。

もう1つは、情報の整備と開示だと思います。一般的な情報は、決してたくさんなくても良いわけで、個別に投資をする時に、どれだけのキャッシュフローを生んでいるのか、どういう資産なのかということが、きちんと開示される。こういったことが絶対に必要だらうと思います。念のために申し上げますが、情報ってどういう情報だ、という話です。それに関連するので一言申し上げますが、私どもが関心を持っておりますのは、いわゆる開発型のものの証券化というのは、どうやってやろうかということです。

開発型とはどういうことかといいますと、例えば民間都市開発機構は土地を持っております。土地だけでは、現在はキャッシュフローとか収益は生んでないわけですが、プランがあります。こういうものを建てて、いずれ将来はこういった収益を生み出すでしょうということのプランがきちんとあるわけですが、そういう段階で証券化が出来るかということです。私どもは、いわゆるディベロップメント・タイプと称しているわけですが、各機関全部に聞いたのですが、少なくともアメリカでは、一般的には、直接証券化するのは、かなり難しいだらうということでした。

これは、情報開示の問題と非常に関連しております。SECでもそうですが、投資家は、自分が判断すべきで、人の判断と予想を取り入れてはいけない。ただし、自分が判断できるだけの、隠したりしない十分な情報は徹底的に開示すべきである、というのが情報開示の原則です。実は、SECの方にも聞きました。そうしたら、よくこういうプロスペクタスに収支予想を付けてくる所がある。こういうのは最もけしからんと言うのです。今までの実績等の徹底した情報を出して、投資家が判断しなければいけないということなのです。

格付機関に行きましたら、格付機関は、実績のない所の将来の予測は出来ないということで、プランでは駄目だという話をしておりました。そういうことで、直接いま何もないものを、いきなり証券化するのは難しい。それにはいろいろなローンを付けて、銀行のリ

スクをある程度負った段階で、それを証券化するのは可能かもしれない。また、あるとすればベンチャー投資みたいなもの、将来は分からないけれど、いつか株が化けるかもしれない。元本の返済のないようなベンチャー株式みたいな形のもの、あるいはあるかもしれないということでした。

現実にあるものは、たくさんのプールの中に、リスクはあるが、一方リスクを入れたほうが利回りが高くなるということがあるわけで、一部開発型、あるいはノン・パフォーマンスのものも一部入れこむ、そういうことはある。したがって、全くないということではなくて、いろいろすでに収益等を生み出している資産と一緒にプールを作って、若干、担保余力みたいなものを減らすような形で利回りを高くします。そういった商品があるわけで、それを入れ込む形によってなら不可能ではない。そんな見解が一般的だと思います。

それに関連して言うならば、アメリカの投資家は今、いろいろな資産を買っていますが、インベストメント・バンクは、決して何もないものを買っているわけではありません。ほんのわずかだけれども、少しでも金利を生んでいるとか、そういった物件を買っているわけです。そうでなければ利回りが生まれません。したがって、証券化する前提の情報というのは、開発型とはちょっと違うところにある。ただし、開発型と普通の証券化というのは、ほんの数歩の違いです。だから土地の段階ではなくて、建築して、そこで一応、長期ローンでも短期ローンでも得て、稼働し始めた、その段階からなら出来るということなのだろうと思うのです。したがって、証券化は日本では完全に出来ないとは思いますが、全く何もないけれど、予想だけでやってくださいというのは、証券化という情報開示の関連からは難しいかなという印象を得たわけです。

また繰り返しになりますが、不動産の証券化というのは、アメリカでは大変力強い動きだろうと思っています。不動産の証券化を含めて、金融市場、資本市場が非常に活発であり、正常な価格が出来ているということが、逆に経済の活性に力を与えていると思います。私も、経済の対策としてこういった問題を考えるのも重要だと思います。即効性はないけれども、長期的にはこういったものが流動化を増していくということが、日本の経済の構造を強くする1つの大きな要因になるだろう、というふうに期待しているわけです。

時間をオーバーしてしまい、後のほうは随分端折ってお話をしてしまいました。よく勉強もしていないのに、口幅ったいことを申し上げましたことをお詫び申し上げます。どうもご清聴ありがとうございました。