

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するようにということを仰せつかりました。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N T T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す。

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おりますが、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さ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

