

## 【 寄 稿 】

# 米国不動産証券化市場の最近の動向（１）

イシイリサーチカンパニー（シアトル）  
代表 石井 隆弘

### ■はじめに

米国はアソシエーション社会といわれている。その中でも日本の業界団体に相当するものとして業界別に多数のアソシエーションが存在する。その活動内容は、会員の啓蒙、教育のためのセミナーの開催、親睦を兼ねた年次総会の開催、連邦政府（特に議会）や州政府への働きかけを検討するための委員会の設置、マスメディアや一般公衆への広報活動など広範にわたっている。広報活動をとりわけ重視するアソシエーションは私のような部外の調査者に対しても門戸が開かれており、種々の情報収集には欠かせないものである。今までの2回の米国在勤でよく接触したものが、全国不動産協会（National Association of Realtors）、米国州政府道路、交通担当者協会（American Association of State Highway and Transportation Officials）、米国公共事業協会（American Public Works Association）、モーゲッジ銀行家協会（Mortgage Bankers Association）などである。

今回の米国滞在においては、米国の不動産証券化市場の制度や動向を調査することが目的であるので、早速、全国不動産投資信託協会（National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT）にはアソシエートメンバーとして入会した。日ごろの情報収集を行うとともに年次総会などに出席してメンバー会社の担当者にも面談していきたいと考えている。また商業用不動産モーゲッジ証券化協会（Commercial Mortgage Securities Association, CMSA）にはメンバーとしての入会は不可のようであるが、メンバーオンリーの情報を除いてネットを通じて入手できるのでとりあえずそうしつつ今後のやり方を検討することとした。

さて、今回の報告では次の記事に触れることにする。

（１）商業用不動産証券の発行済額が1兆ドルの大き

に乗ったとするNAREIT及びCMSAの本年6月6日の共同記者発表の概要

（２）同記者発表に関連した”Real Estate Portfolio 2006年5, 6月号“（NAREITの隔月広報誌）誌上のマイケル・フィックス氏の記事の概要

（３）同広報誌よりREIT配当利回りは依然として好調であるとするダーリーン・ブレマー氏の記事の概要

### 1. 商業用不動産証券（エクイティ型及びデット型合計）発行済額が1兆ドルを超える（2006年6月6日 NAREIT及びCMSA共同記者発表）

NAREIT及びCMSAの調査によるとエクイティ型証券の不動産投資信託（Real Estate Investment Trusts REIT）とデット型証券の商業用不動産モーゲッジ証券（Commercial Mortgage Backed Securities CMBS）の合計発行済額が2005年末で1兆ドルの大きになった。

その内訳は、集合住宅や非住居施設のモーゲッジ証券を含むCMBSが6827億ドル、エクイティREITの株式（投資口）が3182億ドル、エクイティREITの債券が829億ドル及びREIT以外の上場不動産会社の資本総額が212億ドルである。このようにREIT及びCMBSは投資家に流動性と透明性を持った投資商品として成長し、商業用不動産市場の成長と安定に寄与してきた。

また、両団体にとって、2005年は1兆ドルの大きに乗るという記念すべき年であると同時に、CMSAは商業用不動産のデット型証券化の業界団体として10年を経過し、他方NAREITにとってはREIT創設法施行後45年を迎えた。

## 2. 1兆ドルのマイルストーンを達成した不動産証券化市場（マイケル・フィックス氏 “Real Estate Portfolio 2006年5, 6月号”）

### （1） 意義

2005年末で商業用不動産証券の発行済額は1兆ドルの大台に乗った。これは、全国で5兆ドルと推定されている商業用不動産市場の2割が証券化されているということである。また、投資目的の同市場規模は約3兆ドルといわれているので、約三分の一が証券化されていることになる。

15年前、REIT市場及びCMBS市場のいずれにとっても不動産証券化の最重要目標の一つは、高騰と下落を繰り返す商業用不動産市場を安定化させることであった。証券化が不動産投資の透明性を高めることにより、投資家は、投資リターンについての情報を得た上での投資判断をすることが可能となった。このように情報を得た投資家こそが、不動産市場に規律をもたらし、市場の巨大な循環性を緩和する助けになる可能性を持つといえる。

このような目標は、一体どのくらいの割合で証券化が進めば達成できるのかは誰にもわからない。しかし証券化の先駆者といわれる人たちが、当初の期待以上に流動化が進展し市場が安定化傾向を示してきたという実感を持っているようだ。そうであれば1兆ドルのマイルストーンは大きな意義があるのかもしれない。

また、このような不動産市場の拡大は、REIT会社の資金調達コストを引き下げる効果がある。何故なら格付会社は商業用不動産事業に対する評価を上げ格付を上げるからである。現に格付会社の不動産担当者は、不動産証券化は、投資家から評価される規律、透明性及び流動性を高めるとしている。

### （2） REITの歴史

REITは、創設以来50年の歴史を持つが、この業界が投資選択の主流のひとつにまで成長したのはわずかここ15年のことである。その歴史を振り返るとアイゼンハワー大統領が、議会が通過させたREIT創設法に署名したのは1960年であった。同法は、自らは収益を得られる商業用不動産を所有、運営することが困難な小規模投資家にも不動産投資に道を開くものである。その後30年のREITの発展は遅々たるものであった。何故ならREITはその所有する不動産を運営することが禁止されていたので

ある。したがってREITは運営会社に運営委託せざるを得ず、そうすると投資家は、運営会社の経済的利益はREIT及びREIT株主のそれとは異なる場合も多いので、あまり魅力を感じなかった。

1986年税制改正により、REITはその所有する不動産を運営することが可能となった。また、当時競争相手であったパートナーシップによる不動産所有という方式に対する税の優遇措置も廃止された結果、不動産の開発、投資において経済原理が働くようになった。これはREIT及び不動産証券化市場に大きな拡大の機会をもたらすものであった。しかし、この頃、そもそもの不動産市場で競争が激化し、海外の投資家、銀行、貯蓄貸付組合（Savings and Loan Association S&L）は競って不動産に資金をつぎ込んだ。その結果不動産市場のほとんどすべての分野で供給過剰になった。

1989年、議会は金融機関改革法を成立させ、銀行及びS&Lの不動産投資に対する融資を制限した。この立法の背景には、当時多くのS&Lが破綻に陥った原因として銀行及びS&Lの不動産融資に関する無規制にあるとする考えがあった。この融資規制により不動産市場は直ちに資金不足に陥った。従来からの不動産への融資機関は市場から退場したため、不動産所有者は開発プロジェクトを完成させる資金を得られなくなった。勿論テナントとの契約も出来ずモーゲッジの返済も出来なくなった。価格は下落して売却も出来なかった。

1990年代初頭、不動産業界は資金の不足及び商業用不動産市場の大不況からの脱却の答えをようやく見つけた。それが正に負債及び資産の証券化である。関係者の話によると、当時のこの不動産業界の状況こそが歴史的に見ればREITにとっては最大の出来事であった。REITの飛躍的な発展は、この時期の2つの事実が大きく依存している。1つは整理信託公社（Resolution Trust Corporation RTC）の設立であり、もう1つはUPREIT（Umbrella Partnership REIT）の創設である。RTCは、当時破綻したS&Lを買収し商業用不動産を含むもろもろの資産を処分するために6年の時限立法で新設された連邦政府公社であるが、REIT発展の当時の先駆的経営者は、RTCの差押え資産を買い取るために資金を集めた。当時の不動産市場は不安定であり採算が取れるか否かは大きなリスクを伴うものであったにもかかわらず、先駆的経営者は採算性ありとの確信の下に買収していった。RTCは差押え資産を二足三文で売却していったといわれる。REIT経営者の先見の明があったわけである。もう一つはUPREITの創設である。従来から不動産所有者がREITを組成するためにはその不動産を

株式に交換することによって行われてきた。国内歳入庁はこの交換を不動産の売却とみなして譲渡所得税を課してきた。REIT組成のための資産の利用が不動産の売却とみなされ多額の譲渡所得税が課されるのでは、REITの組成を躊躇せざるを得ない場合が多く見られた。そこで考え出されたのがUPREITである。この仕組みでは、不動産所有者はパートナーシップに対してその不動産を拠出してその割合に応じてパートナーシップユニットを取得し、他方REITは投資家からの資金を拠出してその割合に応じてパートナーシップユニットを取得する。不動産を拠出した前所有者はUPREIT組成時には課税の繰延を受けることができる。1990年代初頭から中半にかけてUPREITは投資家の注目を集め、“モダンREIT時代”の到来ともはやされるほどに商業用不動産業界は活況を呈した。振り返ってみるとREITはジグザグの激しい金融商品である。以前はREITの大半はモーゲッジREITであり、これが70年代及び80年代前半に多量の不良債権を抱えたことは記憶に新しい。

### (3) CMBSの歴史

ここでCMBSの動向を振り返ってみると、CMBS発行額は1990年には34億ドルであったものが1995年には157億ドルに達し、その後1998年まで順調に伸びて同年には743億ドルに達した。その後数年間は減少し続けたが2003年には復調し778億ドルであった。2005年の予想発行額は1692億ドルである。同年末までの時価総額は7000億ドルと予想されている。同年のCMBSの発行額は時価総額の26%となるわけである。

CMBSの成長に大きく貢献したものは、1986年税制改正を受けて業界が創設した不動産モーゲッジ投資導管体 (Real Estate Mortgage Investment Conduits REMIC) である。CMBSの取引はほとんどこの導管体方式となった。CMBSもREITと同様に商業用不動産投資がより広い資本市場において投資対象となったことを示す。

### (4) 今後数年の動向

2001年の経済不況に直面した商業用不動産業界は、その基礎条件がまた傷んだが、業界の経営陣はじっと我慢した。そのおかげもあってREITの経営能力が資本市場において評価されることになり、これまでは排除され

ていたが、この年には、11ものREITがS&P500に組み込まれるに至った。同業界は成熟し商業用不動産は一つの投資対象として一般投資家から認知され、また、透明性においても一般投資家及び格付会社からも大きな評価を受けるようになった。また、コーポレートガバナンスの点でも、世界的にコーポレートガバナンスの格付サービスを行うInternational Shareholders Services (ISS) から2005年4月及び2006年4月の2回にわたって24の業界中公益事業について2番目に高い評価を受けた。さらに、REITは2001年の不況後6年間にわたり毎年株式市場を凌駕し続けたおかげで、今まではREITから一歩引いていた年金基金などの機関投資家がREITをそのポートフォリオに組み込み始めた。

1兆ドルは、まさにREITの今まで積み重ねてきた実績の成果である。

### 3. REIT配当利回りは依然として高い(ダーリーン・ブレマー氏 “Real Estate Portfolio 2006年5, 6月号”)

REIT配当利回りのここ3、4年の動向を見ると、キャッシュフローの停滞、占有率と賃貸料の低下及び売却資産の減少により業界は苦しんできた。今ようやく循環的な下降現象から抜け出し、占有率と賃貸料の上昇過程に入ったと見られ、かなりの配当利回りの上昇期待が寄せられている。各種の不動産が示す循環過程をうまく乗り切っていく経営力と業界の成熟が、REIT配当を強化させるものである。もっとも、立地の有利な良質な不動産が安定した成長とキャッシュフローをもたらしていることを忘れてはならない。

次に、不動産の基礎条件を示す占有率と賃貸料の動向を3年間にわたって見るといずれも強さを示している。これらの要因はREITの利益を上げ従って配当利回りが良好である。占有率が順調に上昇していくまでの間、分野によってその速度は異なる。現在上昇しつつある分野もあるし、回復に数ヶ月から1年かかるであろう分野もある。例えば、小売業施設は消費需要の強まりにより現在上昇しつつある。またオフィスについてみると、ニューヨークやワシントンDCで経済上昇と雇用増加に伴って賃貸料は上がっているし、また、成長の弱い地域においても徐々にではあるが回復しつつあり6ヶ月から1年の間には空室率も下がり賃貸料は上がっていく見込みである。賃貸住宅も同様に徐々に回復していく分野である。他方エネルギー、保険及び労働のコスト圧力は上昇して

おり、結局はREITとしては収益を上げ経費を抑えることが、当然ながら、その配当利回りを左右することになる。

リターンについてREITと他の資産とを比較すると、依然として約2倍である。REITの配当利回りは4～4.5%であるが、例えば、S&P500平均は1.5～2%である。この差はREITの持つ特性からくる。即ちREITは課税対象所得の最小限90%を配当にまわすことが出来る。事実上REITは会社レベルの所得課税はないということである。10年から15年前と比較すればあまりよいリターンではないが、投資家はハイリスクハイリターンを不動産には求めないようになり現状に大変好意的である。小規模投資家から大規模機関投資家までほとんどの投資家は、今後とも追加投資分の一部はREIT又はREITに投資するファンドに配分していただくの魅力を感じていると見られている。REIT配当の安定性は、2003年から2006年にかけての投資額の増加を見てもわかる。この3年間で投資額は、1600億ドルから3500億ドルに増加している。

最後に、今後3～4年の間、金利上昇のREIT配当利回りへの影響を考えてみる。金利上昇に伴って債券利回りが上昇し、その結果、REITの配当利回りと債券その他の利回りとの差が狭まる。この傾向はここ数年すでに現れており、この傾向が継続すれば、REITの魅力は相対的に低下する。反対に金利が下がればREIT配当利回りは上がる。いずれにしてもこのような関係は短期的にはいえるが、REITは実際には、経済上昇期においては良好な業績を示す。経済成長、雇用拡大及びインフレーションは一般的に言って不動産業の基礎条件に好影響を与える。また、最近は、歴史的に見ても不動産価格が大変高水準であることから、当面のREIT配当は増加が見込まれる。不動産売却をすれば相当の利益が生じるのである。他方、金利の急激な上昇はREIT収入を抑制し、また、借入金利の上昇は最終利益を減少させることは言うまでもない。そうであっても、REITの最終利益の改善、良質な不動産の購入及び固定金利による借入の継続的な実行によって、金利上昇に拘わらず、REIT配当利回りを上昇させていくことが出来るという楽観的な見方もある。