

演題：「知っているとためになるかも！ 米国不動産の実践豆知識」

— "現役時代の業務（三井不動産にて米国不動産の調査担当）が面白くて、今では年金の足しになっちゃいました。" 米国不動産ウォッチャーうん十年を自認する坪田先生の実践ノウハウ公開—

講師：坪田 清 先生（ジャパン・トランスナショナル代表・グローバル不動産経済研究会 主宰）

■講演〈坪田 清氏〉

本日の講演は、米国不動産に関する豆知識がテーマだ。話はあちこちに飛ぶがお付き合いいただきたい。

階数をサバ読む

まずはトランプタワー。最上階は 68 階だとしているが、建築基準法上は 58 階。10 階分サバ読んでいる。14 階まである商業フロアの一つ上の住宅部分が始まる階は 20 階となっている。ビリオネアズロウのある超高層超高額マンション。「ビリオネアズロウ(億万長者通り)」とはカーネギーホールがある通りのニックネームで、超高層超高額のマンションも並んでいる。そのうちの 1 棟は、96 階としているが、建築基準法上は 82 階。機械室で階数をごまかしているようだ。日本では三井本館が階数をサバ読んでいる。竣工暫くは 6 階建てだったのだが、戦時中、6 階建て以下の建物のエレベーターは金属供出の対象となるとの情報から慌てて 7 階建てと勘定する事にした。1 階の奥に中 2 階があり竣工当時は銀行の女子行員の休憩スペースだったとの事だが、これを 2 階と呼び、全体は 7 階建てとなってエレベーターを守った。このビルのエレベーターには今でも「2 階」のボタンがない。

ブツで持つか会社の株として持つか

S P C や S P V というものがある。S P C とは Special Purpose Company の略で、S P V とは Special Purpose Vehicle の略。問題はこの使い方だ。例えば米国で企業がビルを買うときは、間に子会社（S P C）をかませ、その子会社が借入れをしてビルを取得するというパターンが多い。ビルの取得資金は子会社が借り、子会社が万一デフォルトしてもビルを銀行に差し出すだけで良く、返済額が足りなくても親会社には追及は及ばない。いわゆる「ノンリコース」だ。ただし銀行が融資する際に、15～20%相当は親会社に出資を求めるので、親会社はその分は失うことになる。「ノンリコース」などと聞くと日本のデベにとり夢の様な話に思えるが、異なる競争条件の下、競争のし烈さは似た様なものだ。

また、このような仕組みの下でビルを売却する場合、ビルを不動産の形で売却できるのはもちろん、子会社の株式で売却することもできる。便利な仕組み

だが、日本では普及していない。

新型コロナで変わった『空室率』の考えかた

米国のオフィスビルは危機にある。マンハッタンではクオリティの低いビルはガラガラになった。昔はオフィスビルの空室率は、賃貸契約で埋まっている部分と埋まっていない空室に分ければよいだけだった。この約10年ほど景気がよく企業は床を多めに借りていた所、コロナ禍と在宅勤務者の増加でコスト削減による見直しを実施。「借りているが余った床」をサブリース（又貸し）として出すようになった。アメリカのオフィスの賃貸慣行は10-20年で中途解約不可だ。

ビル所有会社にとってはテナントからは今まで通り賃料は入ってくるので当初は危機感は薄かったが、サブリースがあまりにも増え、賃料相場に影響を与えるようになった。サブリースの部分も空室もどちらもアベイラブル（予約可能）として出されている。サブリースの方が家賃が安いなら新規テナントはそちらに流れてしまう。

このような事情から、「空室率」より「アベイラビリティ(=空室+サブリースの空室)」の方が重視されている。米全体で見ると「空室率=17%」+「サブリース空室4%」、従って「アベイラビリティ=21%」だ。「マンハッタンでは」というように絞り込むと地域性や個別性の方が強くなり、更に個別のビルではフリーレントやテナント入居時の内装費用負担をどのくらい提供するかのほうが重要になる。

株式会社と組合と課税

会社について。日本は会社法、商法とも国の法律であり日本全国津々浦々同じ。一方、米国では会社法（カンパニー・アクト）は州法であり、州によって異なり、州をまたいだM&A等では州法の違いで争いが無駄にややこしくなる場合がある。

組合について。日本は民法に則した組合、商法に則した組合、つまり2つの種類がある。組合に関する法律上の規定が簡単すぎるうえ、組合に関する判例や判決も少ないので本気のビジネスでは使おうとしてもおっかない。それに対し、米国は組合法（パートナーシップ・アクト）自体はそれぞれの州の州法なのだが、全米で統一された文言の法律となっていて、どの州法で争うかというような話は起きない。パートナーシップ・アクトの中に「ジェネラルパートナーシップ」と「リミテッドパートナーシップ」が書かれており、手続も詳しく書いてある。

例えば、〇〇パートナーシップが不動産を購入した場合、万が一デフォルトしても、パートナーシップの無限責任パートナーに責任を迫ることができる。一方、カンパニーの場合は、基本的にはデフォルトしたら終わり。

続いて課税について。日本では会社の定義は「会社とは・・・社団である」とされている。したがって会社でない社団がたくさんある。法人税法では「法人格を持たない社団にも課税できる」とある。会社という法形式をとっていなくても国税庁が課税できる社団だとすることがある。組合の場合は国税庁の通達によって社団の中での例外とされ、一定の要件を満たした組合は社団

性があっても課税客体ではないとされている。いわゆる「人格なき社団」に関する議論だ。

米国は上記の議論と似た話で「パススルー」という言葉を使う。組合（パートナーシップ）には課税をしないで、利益も損失も組合からパススルーして投資家に帰属させる。各投資家はパススルーで配分を受けた損益を、自分の他の所得等と合算して納税する事になる。言葉は違うが内容は日本と似ている。

日米ともに制度はよく変更されるので、直近の制度は各自確認してほしい。

ディール

米国における不動産取引時のエスクローの存在はよく知られているが、タイトルインシュアランス(会社)の機能も重要で、これは「権原保険」と訳される。登記制度の話だが、米国では登記申請では市役所の中の部局(シティレコード)に契約書等を届け、ここでファイルに閉じこまれる。この為、「登記申請」は通常は「ファイリング」と呼ばれる。シティレコードでは申請順に次々とファイルを綴じ込んでいくので、後でこのファイルされた膨大な契約書の束の中を調べて必要な権利関係を調査するのは現実的に無理に近い。これを補完するのがタイトルインシュアランスと呼ばれる会社群だ。この会社はシティレコードを日常的にチェックし、契約書を見て、権利関係を物件に整理しなおして記録している。実務的にはこれが「登記」に代わる機能をしている。

これが「保険」になるのは次のような理由からだ。

米国で不動産を購入しようとする際、最初に見るのが、タイトルインシュアランス会社から取り寄せる「プリリミナリー・レポート(暫定レポート)」で、これには当該物件の権利関係の一覧がレポートされている。これをまず見て、その上でよいとなったら本格的な検討へ進む。購入後に、万が一、タイトルインシュアランス会社のレポートにない権利者が出てきた場合、タイトルインシュアランス会社から保険金が出る。購入者は現れた先の「権利者」と交渉し、この保険金を賠償金なりにあてて先方の権利を消すのに使うと聞く。

しかし私は寡聞にして、タイトルインシュアランスのレポートの不備で前記のようなハメになった例は聞いた事がない。それでも購入検討にあたっては「プリリミナリー・レポート」は絶対的に必要な資料で、日本で言えば登記簿謄本を見ない訳にはいかないというのと似ている。

ブラックストーンから『オーラ』が薄れる

結論からいうと、ブラックストーンはこれまで破竹の勢いで進んできたが、今、だいぶん疑われ始めた。長い間、世界的に金融が緩み、各種のファンドビジネスが成功していた。今、金融が縮小し、ファンドビジネスに今までのようにお金が集まらない可能性が出ている。ブラックストーンは超大手であり、抜群の安心感があったのだが、それが怪しまれても仕方がない事件が連続して数件起きた。

ブラックストーンがつくった非上場リートに「BREIT」というのがある。その基準価格推移と類似する上場リートの価格を比べると、従来は同じような推移をしていたのに昨年の春からその差が拡大した。上場リートが大きく下落

したのに対して BREIT は下落していない。この乖離を「おかしい」と思った投資家が BREIT から次々と解約。BREIT 内の償還用の資金がなくなり解約請求をした投資家に払い戻しができなくなった。仕組み上、こうなる事がありうると目論見書には書いてあるとは言え、投資家にとり大ショックでこれがブラックストーンの最近での最大のチョンボだ。

次のチョンボはアフォーダブル住宅。マンハッタンに、「スタイブサントタウン」という 1 万 1200 戸の大規模賃貸マンション団地がある。戦後の復員兵収容用賃貸住宅として建設された。これをブラックストーンはまるごと購入した。米国の住宅政策の基本に「アフォーダブル」という考え方がある。アフォーダブル住宅とは、無理しない範囲で買える（借りられる）住宅のこと。デベロッパーもマンション開発でよくこの政策の世話になる。市役所と開発を折衝する際に、「 $\times\times$ 戸のアフォーダブルな住宅(低価格な住宅)をこの開発で設けるので、全体の戸数を本来の規制より $\bigcirc\bigcirc$ 戸増やしてほしい」と交渉、おまけをもらう。

ブラックストーンは何を失敗したのか。この大規模団地では最初に入居した復員兵が退去してテナントが変わると、(理屈上は)そこでアフォーダブル住宅による家賃の制限はなくなる。しかし買収時点では家賃は低いままだった。ブラックストーンはここに目を付けて家賃の引き上げができると考えて投資した。1 万 1200 戸のうち、6000 戸くらいはまだアフォーダブルのままで家賃規制を受けていたのだが、残りはアフォーダブルが解除され家賃は市場水準に引き上げ可能と考えたのだ。しかし裁判で「アフォーダブル住宅ではなくなっても、(この団地では)家賃を引き上げる事は出来ない」と敗訴となった。これは投資としてはかなり致命的な読み間違いだ。この間にニューヨークが共和党から民主党に代わってしまった事が敗訴の原因とも言われるが、ブラックストーンの政治の流れを読む力が一気に疑問視されるようになった。

新築戸建て住宅と戸建て住宅レンタル

資料の写真は、1900 エーカー (230 万坪) の広大な住宅地。米国の一戸建て住宅の例だが、最近のトレンドとして、これを個人に売るのではなく、まとめて機関投資家に売り、機関投資家がそれを個人向けに賃貸している。いつから始まったビジネスかというリーマンショックの後に住宅価格が底となった 2010~2011 年だ。この時にブラックストーンはここが底値だと考え戸建て住宅を市場から買い、差し押さえで住宅を失った人達に貸家として貸し始めた。しばらくは個別にバラバラと買っては貸していたのだが、1 戸ずつでは効率が悪いため、最近はまとめて買うケースが増えた。業界最大手で 10 万戸弱を貸している。戸数がまとまった賃貸住宅団地だとメンテナンスの担当者を常駐させることができ、朝、どこそこが悪いと電話を入れると日中、来て直してくれる。メンテの人間は Web カメラを装着し、家の中にいる間は家主がネット経由で動きを見る仕組みだ。

なお機関投資家が行うこのような一戸建ての貸し家ビジネスを「戸建て住宅レンタル」と呼ぶ。貸し家全体で見ると個人富裕層による伝統的な貸家の戸数の合計の方がまだまだ多いが、「戸建て住宅レンタル」は近年は各種不動産ビジネスの中で最も急速に伸びている。

ハドソンヤードとコンセッション

「ハドソンヤード」という言葉は何通りかの意味で使われるので最初に整理したい。1つは、三井不動産が参画した米国史上最大の民間開発で東西を合わせて7ブロック。1つは行政が指定した開発地区の名称としてのハドソンヤードでこれは前出の7つ含めた48ブロックだ。これらもで次々とビルが建っている。どちらの話なのかは分かりにくい事があるので気を付けた方がいい。もう一つは「ハドソン鉄道操車場」という意味でこれが本来の「ハドソンヤード」だ。

ハドソンヤードは1期開発が終わり、今、2期開発の検討が進んでいる。三井不動産が投資したビルは、鉄道の操車場の上にかぶせた人工地盤の場所ではなく、元からの地盤の上にあるので(日本人は)安心しやすいと思う。

不動産開発における「コンセッションとは」を例で見よう。ハドソンヤードの「EASTERN YARD」の中央に開発シンボリックな構築物であるベッセルがある。7～8階建てビル相当の高さで階段と踊り場のみで構成されている。「巨大な現代美術品」でもあり誰もうまく名前を付けられず、結局仮称だったベッセルが通称になっているようだ。周辺の公園を含むと250億円かかっている。本来、そんなに立派な公園は必要ないのだが、官に対して、「こんなすごい公園を作るのでその代わりにおまけをください」とする。この開発では地下鉄の枝線をひき開発地内に新駅を作ってくれた。地下鉄はNY市や州、交通局が関わり、これだけでも非常に複雑な交渉であり、話を聞くと日本人では無理だと思った。

この物件では「『デベ側』が規制の最低限以上に余分に作るもの」と「『官側』がいくつかのセクションの横断的に認めてくれるおまけ」を条件交渉していた。妥結したものが「コンセッション」で開発許可条件となる。考えてみれば日本でも似た様な事をやっている面もあるが、もっとダイナミックで整理されている。

空中権と住民運動

米国では、空中権制度は市役所が市の条例で決めるので、市ごとに制度が異なる。例えばニューヨークは空中権は土地が隣接している所にしか移せないが、ロサンゼルスでは昔担当した当時は近場なら離れた所からでも移せた。

マンハッタンにある「200 アムステルダム」は三井不動産が手掛けた51階建て112戸の超高層分譲マンションだ。周りから空中権を集めて建設許可を取った。空中権をフルに利用した為に周囲から突出して高くなった。本音としては目障りという事だったのであるが、住民の一部が「空中権移転の認め方が行き過ぎだ」としてニューヨーク市の建築局を訴えた。一審は民デベ側の敗訴でこれが確定判決になると上層階を撤去させられる事になりかねなかった。市の建築局としては空中権移転を認めていたのでメンツを潰された形になり、本気で反論に入った。その後、手続きとしてどうなったのだからよく理解できないのだが、無事に建ち、入居も進んでいる。ニューヨークの不動産制度は「ビザンチン(東ローマ帝国)」と本人たちも自嘲するくらい、複雑に込み入っている。

ニューヨークでは住民運動により各種のプロジェクトが頓挫したり遅れたりする例はよくある。最も有名な制度は「ランドマーク保護条例」で、本来は「建

物の外観に変更を加えるな」であろう。景観法と似て聞こえるが、「ランドマーク保護」の話は年がら年中で出てくる。ニュー Yorker 好みの話題に見える。

中国の航空会社がウォルドルフ・アストリアという超名門ホテルを購入し、一部はホテルとして残し、残りの部屋は何部屋かずつ壁を抜いてつなげたラグジュアリーなマンションとする計画を立てた。ところが「ランドマーク保護」として外観は当然としても、ホテルの内部のロビーから3階までが「ランドマーク」保護の対象になった。どこまでを「ランドマーク」と見るかだが、このホテルは外観とロビーに一体性があり従って建物内部は外からは見えないがランドマークだとなったようだ。

余談だが、不動産開発の際に「法令を守った建物なら建つ」という国は先進国では日本だけだ。ほかの国では法令を守っていても何を言い出されるかわからない。不動産は個別性が高く個別に吟味すべきだという考え方も分かるが、運が悪いとババを引くわけだ。この「ババの読み方」には経験や専門性が求められ、その結果、素人の新規参入的なデベの数が少ないように思う。

米国には NIMBY (ニンビー) という言葉がある。not in my backyard (それが必要なのはわかるが、うちの家の裏庭にだけはやめてくれ) の頭文字を取ったもの。ニンビズムにより住民運動で行き詰まったプロジェクトなかには、どこまで周辺住民のニンビズムを認めるべきか、せめぎあいになった例も多い。アマゾンが第二本社をニューヨーク市のクィーンズで作るとした時、ある若手女性議員が先導する反対運動が起き、結局つぶれてしまった。市民全体での大討論会のような状況に、アマゾンのベソス氏が「もう嫌だ」といって開発を中止した。

リート

アンテナリートという携帯電話の「基地局」を集めたリートがある。米国は広いので膨大な数のアンテナを保有している。このアンテナリートには今後、すごい可能性がある。自動車の自動運転が実用化の際、誘導を衛星からの電波から行くと誤差が出て無理らしい。最も近いのが携帯アンテナ基地から電波を出して誘導する事と見られている。これはすごいビジネスになる。

屋外広告板リート。日本人の感覚では、大通りの地主がサイドビジネスでやっているような話。米国は規模が異なり最大手の広告板リートの運営枚数は 16 万枚だ。大きな電光掲示板の屋外広告板もある。こういうものがリートになっているわけだが、同時に「専門性」の話も考えさせられる。日本人は専門性を低いレベルで満足してしまう傾向がありそうだ。広告板にもこんな専門性があるのだ。

カンナビスリートのカンナビスとは大麻やマリファナなどの軽い麻薬だ。軽くても麻薬は連邦法では全面禁止だが、州レベルではこれらを犯罪として取り締まると弊害が逆に大きいのでレジャー目的なら合法とする州が増えている。そこで麻薬の種を仕入れて栽培して売るというビジネスが州法では合法的にできるようになった。銀行は連邦政府から規制を受けており、連邦政府が禁止しているビジネスへの融資はしたがらない。そこで登場したのがカンナビスリートだ。銀行ではなく市場から資金を調達する。どこで資金が寝るかと言えば裁

培の為の建物・設備だ。この部分を別会社化にしてリートとして資金を調達する。この所、最も新規上場数が多いリートのセグメントはカンナビスリートのはずだ。

私が指摘したいのは、麻薬の話ではない。カンナビスリートの様にビジネスプロセスの組み立て方を工夫すれば、リートが活用できる道があるのではないかという点を指摘したかった。

有名な変わり種リートに「刑務所リート」がある。元々は刑務所内の食事とか清掃とかの請負からスタートし、ある時、仕事の手順なり契約形態を変える事で「リート適格」とされた。刑務所の民営化には批判もあるが、ビジネスプロセスの組み換え方としては参考になると思う。

日本の現行のリート法なり金融庁の下でどこまで以上の真似ができるかは分からないが、ビジネスプロセスをこのような目で点検する事には意味があると思う。

いずれにせよ、日本の不動産ビジネスの可能性は無限大だと思う。

<質問コーナー>

Q. 上住直彦氏（㈱レイシャス）：会社で有価証券報告書の分析をしている。三井不動産の有価証券報告書を分析すると、ブラックロックが株主に入っている。先ほどの話だと、そのブラックロックが怪しくなってきたと。

A. 坪田氏：ブラックロックとブラックストーンは違う会社。ハドソンヤードに入っているのはブラックロックの方だ。ブラックロックは主にボンドへ投資するファンド。三井不動産の株主になっているのは、純投資だと思う。先ほどのブラックストーンの主業は不動産と会社買収。買収して転売している。

Q. 上住直彦氏：日本には上場企業が 2700 社あり、うち不動産会社として上場しているのは 138 社。米国はほとんどがリート。米国では、三井不、住友みたいな会社は上場していないのか。

A. 坪田氏：米国には三井不動産のような、自分で土地を買い、建物を建て、貸して保有し続ける会社は昔はなかった。ところが、15 年ほど前から登場してきた。それがリートだ。アメリカでは自ら開発してそのまま保有を続ける事がリートに認められている。日本ではリートの自ら開発は認められていない。話がずれるが不動産の市場規模が大きくなり昨年、区分が格上げになった。米国で産業区分が昨年秋に変更され、従来は不動産は金融の一部に入っていたのだが、分離して独立した。11 しかない産業分野の 1 つが不動産になった。そういう位置づけになった。私としては隔世の感がある。

Q. 上住直彦氏：日本のリートは、大手不動産のいわば出口・入口になっている印象。米国はどうか。

A. 坪田氏：日本でリートが創設されたのは銀行救済の意味があった。あのとき、既に米国リートは独立会社だった。どこかの傘下ではなかった。日本はますます大手不動産の金庫番の印象だ。本来の枠組みである独立した不動産としてのリート、というのを保持しているのはマイナーであると言えるし、良質な物件を購入できていない。良質な物件情報を得るという面では、大手不動産会社から供給を受けるしかない。また不動産業の「手間」の問題もある。ビルの掃除とか電気給排水のような現業部門だ。各社で流儀が異なるので、金融資産のポートフォリオ的にビルをいじくと現業部門のロスに気が付かない可能性がある。

リートが大手傘下にある事で利益相反を起こしていないかと言う点では、先年、新宿三井ビルと言う55階建ての大型ビルを三井不動産が系列のリートに撃った値段では三井不動産は赤字だった。

佐藤一雄氏；

2001年の日本のリート創設について補足したい。銀行を救う話に加えて、不動産会社のこともあった。不動産会社はそれまで、銀行から借入れをして事業をしていたが、バブル崩壊後、融資が止まり、つぶれそうになった。そこでどう不動産会社が資金調達をどう図るかが大きな課題だった。当時、シンジケーション協議会と大蔵省が話し合い、最後に行き着いた方法がリートだった。2001年9月10日に三井不動産と三菱地所が立ち上げた。日本と米国のリートの違いは、不動産業界という魂が入っているか否か。日本のリートの成立要件は資産の70%が不動産でなければならないが、米国リートは、構造物でもなんでもよい。創設した動機が違う。米国は資金調達よりも、投資の概念だ。だからなんにでも投資する。日本は、不動産業界が使えるように作ったという違いがある。

Q. 水谷敏也氏（不動産総合戦略協会）：日本の不動産会社株について。PBRを見ると、三菱地所ですら1倍で、他の会社はそれを下回っている。その現状をどうみているのか。なぜ、投資家にこんなに評価されていないのか。どうしたら1倍つくのか。

A. 坪田氏：PBR問題はご指摘の通りだ。日本全体が低いので、突出して不動産会社が低いわけではないが、悲しいことではある。ただ、逆になぜPBRにこだわるのかという気持ちもある。買収するためには必要なので、米国のようにM&Aが盛んならわかるが。そうはいつでも、世界基準でPBRが言われている中、日本の不動産会社もPBRに対する意識はあると思う。どう

したらいいかの答えはない。PBRは本来なら清算価値のはずだが、東芝問題を見ても清算にかかる費用など分かりようがない。

Q. 廣岡裕児氏（在仏ジャーナリスト）：なぜ階数のサバをよむのか。メリットは。

A. 坪田氏：見栄だろう。それにサバを読む理由には、マンションの場合、高いほうが床単価は高くなるから。トランプタワーの場合は、おそらくバブリーであることを表示しなかったのだろう。香港では44階を88階にしている例もある。「8」は縁起のよい数字だから。これは米国人もやりすぎと言っていた。

〈参加者の声〉 アンケート(印象に残った点)より

★米国においては、可能性のあるものすべてが投資対象になることなど、再認識しました。改めてフトコロの深さ（あるいはリスクを承知のうえ進む）が、わが国とは発想がそもそも異なると思った次第です。

（株）長谷工コーポレーション海外事業部

★昔の知識がよみがえり、頭の整理ができた。

（株）クレオ

★米国のREITと日本のREITの本質的な違いがわかりました。ありがとうございました。

（無記名）

★大変興味深い、またわかりやすいお話をありがとうございました。切り口が大変ユニークで勉強になりました。（（一社）不動産総合戦略協会）

★マンハッタンでの住民運動（反対）、空中権の利用

★階数のサバ読み

（有）わたや

★日本と米国では対応がかなり異なる点が興味深い。

★プリリミナルレポートとタイトルインシュランスの関係性が理解できた。

★ブラックストーンの動向は興味深かった。

（東京建物不動産販売(株)投資商品開発部）

★米国の会社形態

★REITの成り立ちと構造

（東京建物不動産販売(株)投資商品開発部）

★Q & Aがとても良かったと思います。

((一社)不動産総合戦略協会)

以上