

開発型不動産証券化の 意義と可能性

日本格付研究所
ストラクチャードファイナンス室
チーフアナリスト 伊藤 紀幸

「保有」「利用」からの
促進で市場活性化に
寄与

一九九九年は「日本の不動産証券化元年」といわれ、現在まで約二年が経過した。証券化の対象不動産もオフィスビル（賃貸ビル・本社ビル）、ショッピングセンター、百貨店、金融機関店舗、工場、ガソリンスタンド、ホテル、マンション等多様化が進んでいる。そして、昨今では「アクイズイション・タイプ」による不動産証券化も行われるようになってきた。これはCMB S (Commercial Mortgage Backed Securities) (注1)の一種で、特別目的会社（以下「SPC」）が金融機関等からのローンで物件を取得し、その金融機関がローンを証券化するものである。この手法を応用すれば、開発事業主体（デベロッパー）は自らの資産をふくらますことなく、不動産開発事業を事実上行うことができるようになる。本稿では、日本格付研究所（以下「JCR」）が最近格付けした「アクイズイション・タイプ」による開発型不動産証券化の実例を紹介し、その特徴ならびに意義について述べていくことにしたい。

本案件の仕組みと特徴

本案件を図示すると、第1図のようになる。その特徴として以下のような点を指摘できよう。

①重層的な信用補完（優先劣後スキーム）

本債券（三一億円）は劣後社債券（二九億円）に優先し、加えて本債券の実質的な裏付け資産である優先貸付は劣後貸付に優先してい

る。また、借入人の段階では劣後特約付き匿名組合出資（注2）による信用補完措置も講じられている（借入人への匿名組合出資は優先社債や劣後社債の元本償還および利払いの支払い等に劣後し、かつ、劣後貸付の元利払いにも劣後している）。本案件ではこのような重層的な信用補完措置が講じられている。

足に備えて、敷金積立口座・修繕積立口座・租税積立口座・維持運営管理費用積立口座の名目であらかじめ現金準備金勘定を設けており、各口座には質権設定による保全措置も講じられている。さらに本案件では優先貸付金利水準と本債券・劣後社債で設定されている金利水準の乖離により超過収益が生まれる仕組みとなっているが、当該超過収益は一定の条件がクリアされなければ劣後特約付き匿名

出資への分配には回らず留保されるという工夫がなされている。

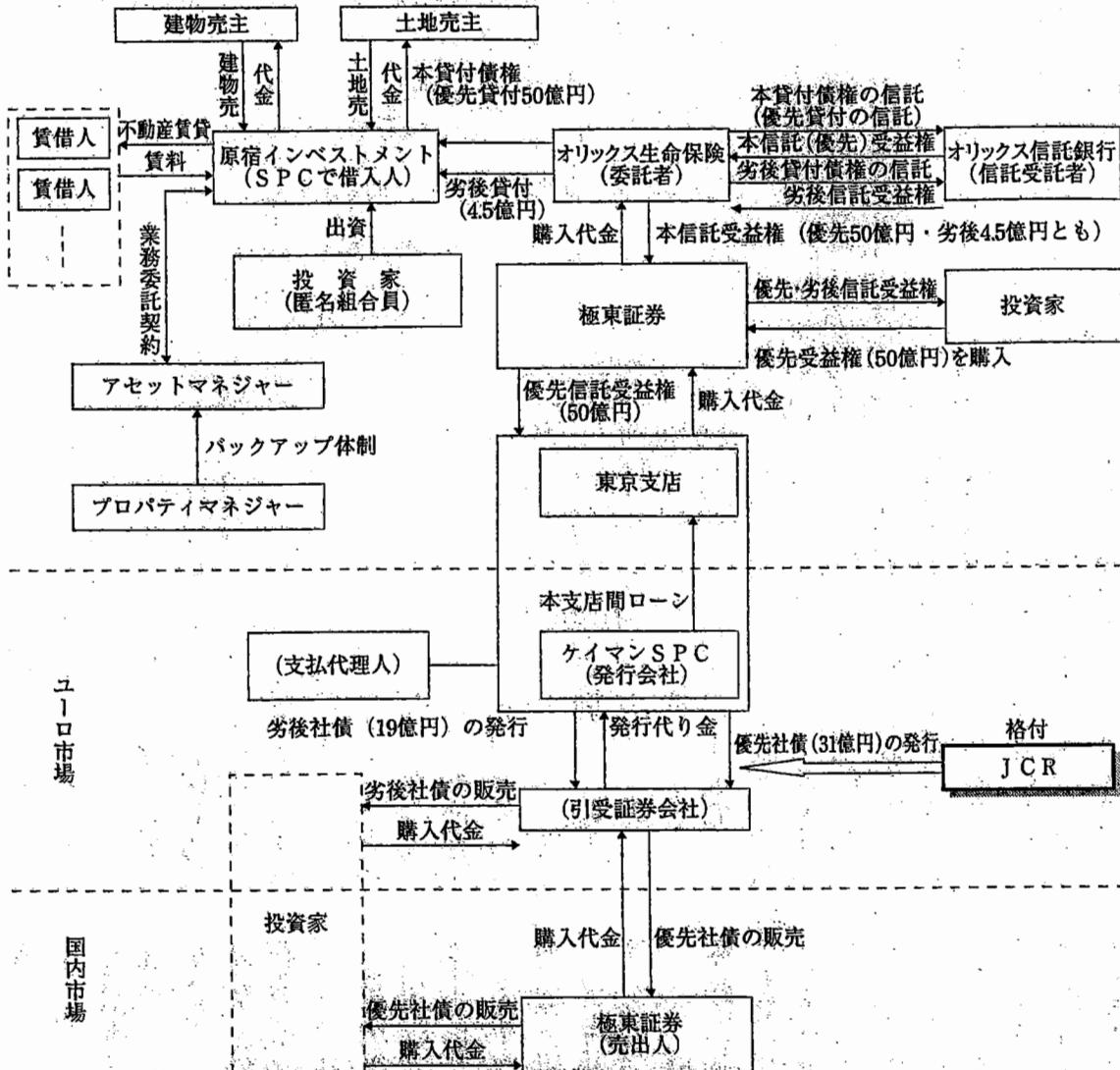
②「貸付債権信託」スキームのCMB S

通常の不動産信託（処分型不動産信託を含む）を利用したスキームであれば、不動産信託により各口座の資金は受託者名義の信託勘定内の口座となり、受託者の善管注意義務により分別管理されることになる。

しかしながら、本案件の場合は

〔第1図〕

本案件のストラクチャー



①オリックス生命 (以下「オリジネーター」という) がSPCである原宿インベストメント (以下「借入人」という) に対して、物件取得資金として総額545億円 (優先貸付50億円、劣後貸付45億円) の担保付きノンリコースローンを貸出実行 (各金額でそれぞれ第1順位・第2順位抵当権を設定。借入人名義の各種口座にもそれぞれ第1順位・第2順位の質権を設定)。②オリジネーターは上記ノンリコースローンの貸付債権をオリックス信託銀行 (以下「信託受託者」という) に「貸付債権」信託し、優先信託受益権 (50億円)、劣後信託受益権 (45億円) をもつ。③信託設定と同時に委託者兼当初受益者であるオリジネーターは投資家宛てに優先信託受益権および劣後信託受益権を真正に信託譲渡する。④極東証券は優先信託受益権を投資家から買い戻し、ケイマンSPC東京支店に売却する。⑤ケイマンSPC東京支店は優先信託受益権 (50億円) の購入資金をケイマンSPCからの本支店間ローン (優先本支店間ローン31億円、劣後本支店間ローン19億円) で調達する。⑥ケイマンSPCは優先信託受益権を裏付けとして変動利付き円貨連優先社債である格付対象債券31億円 (以下「本債券」という) と無格付の劣後社債19億円 (私募形式で、以下「劣後社債」という) を発行する。なお、本債券31億円には第三者の保証等の外部信用補完および流動性補完はなく、その元本償還可能性はもっぱら最終的な債務者である借入人のリファイナンスの可否、あるいは対象不動産の換価価値に依存している。

「貸付債権信託」のスキームのため、キャッシュリザーブ (現金準備金) は受託者名義ではなく、あくまで物件所有者でもある借入人

名義のままとなつていくという特徴がある (不動産信託と貸付債権信託の概要については第2図を参照)。各キャッシュリザーブは使

用目的があらかじめ契約で規定されてはいるものの、口座名義が借入人のままであることから、社債の利払い・償還の確実性を高める

③不動産の将来価値と予測キャッシュフロー
通常の不動産証券化では、対象

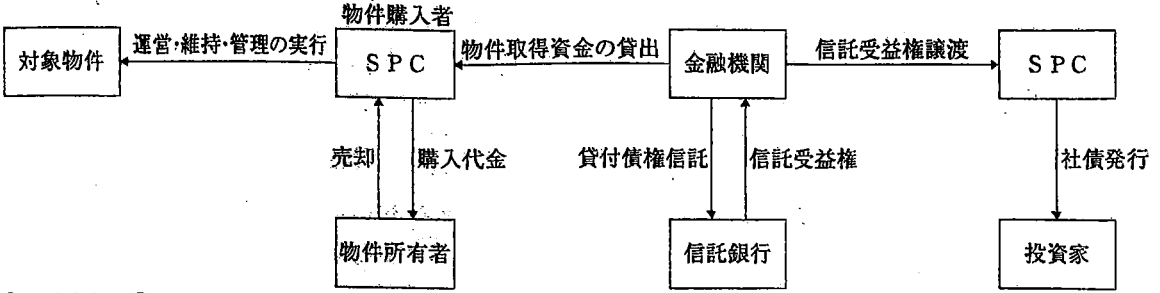
ためには、チェック・アンド・バランスが効く口座管理体制や厳しいコンプライアンス体制が必要になる。

このため、本件では業務委託契約により借入人名義の口座管理をアセットマネジャーに行わせるものとし、かつ、アセットマネジャーは、(a)借入人に代わって支出した費用の細目、(b)当該支出を証する書面および(c)各前月末日時点における預金残高証明書を三カ月ごとに借入人および社債発行体である受益者に報告するものとしている。加えて、信託受託者宛てにも上記(a)および(c)を書面で報告することとしている。

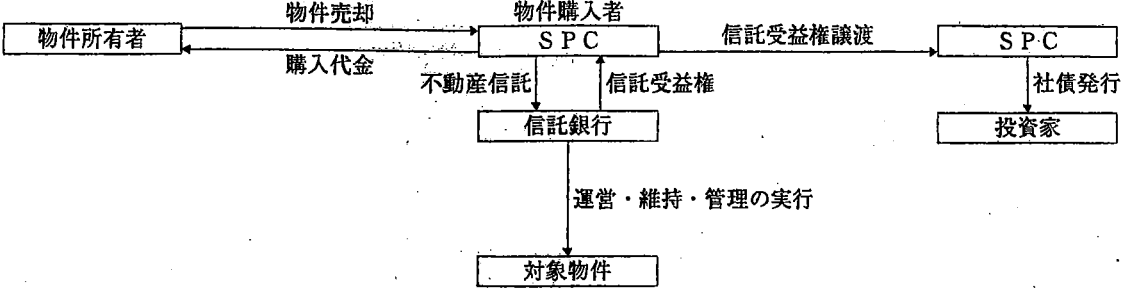
また、アセットマネジャーについてもあらかじめバックアップ体制が敷かれており、当初のアセットマネジャーがデフォルト等の一定事由に該当した場合、プロパティマネジャー (本件では対象不動産と同種の商業施設の管理実績を有する東証上場企業がすでに選定されている) に交替すべくスタンバイ体制がとられている。

アクワイジション・タイプの証券化

【第2図】
【貸付債権信託】



【不動産信託】



不動産のトラックレコードやレントロールなどのヒストリカルデータが必要になる。これは格付機関

するための資料である。不動産証券化の場合、賃料支払い債務者たるテナントの入れ替わりが比較的

が証券化後のキャッシュフローを予測するために、過去のヒストリカルデータを利用してキャッシュフロー分析をすることになり、起因している。

①建物の維持管理・修繕履歴等に関するデータ、②賃貸借契約に関するデータ(テナント属性、テナント数、賃料水準、賃料改定状況、賃料不払い・延滞等)の二種類のデータ集合に分けられる。前者はおもに対象不動産の質を見極める際の重要なデータとなり、後者は資産のパフォーマンスを分析

頻繁(とくにマルチテナントの場合)に行われ、かつ法的にも六カ月前の事前解約通知により退去可能なもの(注3)が大半を占めているため、ヒストリカルデータ上の債務者と証券化期間中の債務者が異なることが多いという特徴がある。このため、過去の賃料不払い・延滞率等についてもシナリオ分析においてそのまま適用することは好ましくなく、むしろ証券化時点での契約賃料と市場適正賃料との乖離に留意してキャッシュフローのシナリオ分析をすることが肝要となる。

あることを考えれば、不動産証券化の格付の精度はいかに不動産の将来価値(Future Value)と予測キャッシュフロー(Expected Cash Flow)を分析するための資料等を手でできるかどうかにかかっているといっても過言ではない。本案件は、物件に関する度重なるデューデリジェンスと将来を予測するに足りる十分な資料の入手やマーケット分析により、ヒストリカルデータが存在しない開発型でも不動産証券化の格付が可能であることを示しているといえよう。

④裾野の広がり

本案件は公募のCMB S案件で、クロージング(社債払込み)時点の投資家は投資信託、事業法人、金融法人と多岐にわたっており、あらためて不動産証券化投資家層の裾野の広がりを確認できる案件となった。

また、従来不動産証券化のアレンジャー業務は国内大手・外資系等の一部金融機関に限られていたが、本案件では極東証券がアレンジングをしており、さらに最近は他の案件をみても中堅・中小規模の不動産コンサルディング会社等

がアレンジングしているのが見受けられる。投資家層に加え、アレンジャーも広がりを見せつつあることが実感される。

格付の仕組みと意義

(1) 投資家サイドに立ったバリュウ評価

不動産の価格はいわゆる「一物一価」ではなく、時価の算定がむずかしいとされる。確かに株式・債券等のように誰もが参加できるオープンマーケットが存在せず、かつ、価格といっても不動産鑑定評価額・公示価格・路線価格・固定資産税評価額等さまざまな「価格」が存在するので、「時価」を見極めるのはむずかしい。さらに、買手サイドか売手サイドかによっても主張する「時価」が乖離することが多いのも事実である。

このため、JCRでは投資家サイドに立つ格付機関として、オリジネーターサイドから格付にあり提出された不動産鑑定評価書に加えて、JCR独自でマーケット調査を含めた不動産価格報告書を第三者専門機関から入手することとしている。その後、(a)マーケット

分析、(b)対象不動産の質、(c)プロパティ・マネジメント能力、(d)テナント状況(テナントの質とその分散度合い)に留意しながら、不動産鑑定評価書等も参考にし、最終的な不動産の価値査定を行っている。

本案件においても、開発型不動産証券化案件ということで将来の予測キャッシュフローをどうみるかによりその割引現在価値は大きく異なることになり、実際にJCRが本案件で入手した二つの鑑定評価額は約三割の価格乖離がみられた。

今回、JCRでは投資家すなわち「買手の立場」に立つべしとの認識から、不動産のもつさまざまなリスクを保守的に見積もったうえで、不動産価値の査定を行った。また、この査定価値を基にして本債券発行時のLTV(Loan to Value: 資産価値に対する債券元本金額の割合のこと)で、いわゆる担保掛目のこと)を五〇・六%とした。これは、マーケット分析から予想される将来の資産価値変動等をも考慮したものである。その結果、投資家サイドからすれば不動産証券化の格付された社債に投

資することで、売主の「言い値」価格ではなく、買主の「指し値」価格で間接的に物件の利用価値を享受できることになっている。

(2) 投資家にとってのデットとエクイティの違い

本案件の場合には投資家の一部に投資信託が名を連ねており、その背後に数多くの個人投資家がいると考えられた。今春には、日本にも不動産ファンド(いわゆるJ-REIT)商品が投資商品メニューの一つに加わり、東京証券取引所に上場されることが予定されているが、本案件は不動産ファンドが個人投資家を含めた投資家にかなる情報開示を行っていくべきか等を示唆する案件ともとらえることができる。

投資家が不動産に投資する場合には、デットホルダー(債権者)となるかエクイティホルダー(出資者)となるかの選択肢がありうる。不動産投資とはまさに「不動産事業」への投資であり、不動産事業から生ずるキャッシュフローが変動する事業リスク(Business Risk)や不動産事業主のデフォルト等による財務リスク(Financial Risk)を投資家は負担することになる。

投資家にとってみればデット投資の場合、その期待収益はあくまでもクーポンと投資元本の回収に限られるため、バイリターンは望みにくい。しかしながら、とくに格付が付与されたデット投資の場合には、社債発行後も格付機関が常に投資家保護の観点から、その不動産事業のパフォーマンスをモニタリングしているため、不動産投資になじみのない個人投資家等にとっては比較的安心感のある投資といえるのではないだろうか。

(3) 不動産開発型証券化スキームの広がり可能性

開発事業の主体にとっては、本案件の対象不動産はもともと土地だけの状態で保有されており、いわゆる不稼働資産であった。

アクイシション・タイプの証券化により、土地が「保有」から「利用」の形態に生まれ変わったといえる。一方、デベロッパーにとっては自らの資産をふくらませずに、企画力・ノウハウにより不動産開発することが可能となる。日本の不動産業界にもようやくそうした「ノンアセット・ビジネス」の素地が根づこうとしているのではないだろうか。

次に本案件をオリジネーター等の貸手の観点からみると、証券化スキームを利用することで、金融機関が実行したコンストラクシヨンローン(注5)が早期に回収できるメリットがある。つまり、「C

MBSの投資家(個人投資家を含む)」は事実上当該プロジェクトのパーマネントローン(注6)を実行したことになるわけである。

また、信託受託者サイドからみてみると、日本で信託業務を行っている信託銀行(外資系九社を含め合計五社)はすべて不動産信託業務を行うことができる。しかしながら、不動産証券化の出口戦略(Exit Strategy)で必須となる不動産の「処分型信託」業務については、金融庁「事務ガイドライン」の規制により、業態別子会社形式の信託銀行には認められておらず、一部の信託会社(專業信託六社、大和銀行、外資系信託九社)に限定されている。

こうした規制により、本案件は前述のとおり「貸付債権信託」スキームをとったと推測されるが、逆に、業態別子会社形式の信託銀行でも本案件のようなスキームを利用することで自ら受託者として不

動産証券化のストラクチャーに当事者として参加できるのである。

情報開示と説明責任が重要に

現在、不動産証券化市場は黎明期から成長期への過渡期にあるといえる。今後、成長期から成熟期に至るにはマーケットメーカー(注7)の出現やセカンダリーマーケットの充実が必要となるであろうが、今春にも市場創設が予定されている不動産ファンドがいわゆる不動産ABSやCMBSを購入できるようになったのは不動産証券化市場の活性化の意味でも朗報であろう。

本案件の意味するところは、土地が不動産証券化を通して「保有」から「利用」へと転換できることである。そのためには、当然のこととして開発事業主体等に不動産投資家への十分なディスクロージャーあるいはアカウンタビリティ(説明責任)が求められることになる。そして、それこそが不動産市場が活性化するキーポイントの一つである。こうした不動産開発型・利用型証券化スキームの

案件が積み重なり徐々に投資家の認知を受けることによつて、日本の不動産市場は本格的に活性化していくだろう。近時、東京都内の一部でミニバブル現象が騒がれているが、地に足がしっかりとついた不動産市場の活性化をぜひとも期待したい。

※本案件の詳細についてはJCRホームページ(<http://www.jcr.co.jp/abs.htm>)の「ストラクチャー」ド・ファイナンス」を参照ください(無料でダウンロードできます)。

(注)1 商業用不動産モーゲージ担保証券のことで、オフィスビルやショッピングモールなどの商業用不動産へのローンを担保に発行される資産担保証券のこと。

2 匿名組合とは、当事者の一方(匿名組合員)が相手方(営業者)の営業のために出資し、その営業から生ずる利益を分配することを約束した契約(商法五三五条)で、匿名組合員は出資義務や損失分担義務を負い、出資された財産は営業者の財産に帰属する。なお、本案件では借入人が投資家から匿名組合出資を受けているが、出資の勧誘が

海外でされている等の理由から不動産特定共同事業には該当しない(不動産特定共同事業法二条三項、同施行令一条五号、同施行規則三条)。

3 二〇〇〇年三月一日から定期借家法が施行されたことから、今後テナント(債務者)の入れ替わりは従来と比べて少なくなる可能性はある。

4 たとえ対象不動産が現時点で高水準の賃料を確保できていても、いずれはマーケットの市場適正賃料に収斂するであろう。

5 建物竣工までのつなぎローンで、返済原資はパーマネントローンとなるため、リファイナンスの可否が貸手にとって重要なファクターとなる。

6 開発した事業から生ずる事業収益を返済原資とした長期間にわたるローンのことで、貸手にとっては物件が竣工していることと予定されている事業の収益性が重要なチェック項目となる。

7 ここでいうマーケットメーカーとは資産担保証券の値付け業者のこと。売り・買いの気配値を電子情報端末などを通じて顧客に毎日提示し、流通性確保の役割を担う。