

不動産証券化事業の今日的課題

植松 丘

1. はじめに—直接金融と間接金融

昨年、証券取引法は施行 50 年を迎えた。この 50 年間、日本の証券市場はニュー・ヨーク、ロンドンと並ぶまでに大きな市場に発展した。しかし、その形成された市場は、証券取引法が当初目論んだ証券市場とは、かなり異なったものとなった。戦後日本の驚異的な高度成長は、戦中戦後の統制経済に端を発した銀行による間接金融システムによって成し遂げられ、直接金融による経済の活性化という法が目指した本来の目的は達成されなかったのである。

今日のがわの諸制度、とりわけ金融に関する諸法制は、終戦直後の混乱が收拾され再び成長へ向かうための助成システムとして構築されている。このシステムは、護送船団方式という呼び方が一般化しているが、内部での競争を制限し、その代わりに強者は弱者を庇護下に置いて分け前を与え、弱者は秩序を乱さないようにしてその分け前に預かることで共存し、競争のためのエネルギーは国外へ振り向けようというものであった。

金融の世界に限って言えば、当時の貿易収支は慢性的赤字で、恒常的な資金不足の時代であった。そうした国情から、資金配分は市場のメカニズムに委ねず、産業を選別して基幹産業に優先的に資金を回すという計画経済的システムを採用した。こうしたシステムを実効あらしめるためには、間接金融である必要があったのであり、その後わが国の高度成長に非常に有効に作用した。このように間接金融システムが、慢性的な貿易赤字と恒常的な資金不足の状況下で選択されたシステムであることを思えば、貿易収支の黒字が定着した 1970 年代をもってこのシステムは歴史的役割を終えたことを認識すべきであった。今日の銀行の状況は、公の介入によって資金を配分するという伝統的な間接金融システムが限界に達したことを物語っている。

公の介入によって資金を効率的に配分する護送船団型システムが行き詰まった以上、その解決は新しいシステムに委ねられなければならない。アメリカ、イギリスは、経済を市場のメカニズムに委ねることで繁栄を得た。米英の成功は、冷戦の終結と情報技術の革命があったからで、わが国の公的介入システムの行き詰まりをもって、市場へ委ねることの成功を保証することにはならないとの指摘がある。確かに、情報技術の革命による事業機会の創設という追い風という幸運があったという一面は否定できない。そういうことを考えると、米英の今日の繁栄は市場メカニズムの導入が成功の鍵ではなく、情報技術革

命によって起きる市場のボーダーレス化と、それによる市場メカニズムの勝利とそれを見通した新しい経済システムの構築にあったという方が正確である。今や、瞬時に世界中の市場に直接アクセスすることが可能である。特に金融のように国際間移動が容易な世界では、共通言語の通用しない特殊な経済システムの国の市場は相手にされない。「市場のメカニズムに委ねるといふこと」は、ボーダーレス化した金融市場の共通言語であり、今、日本全体がこの共通言語で話ができるかが問われているのである。

情報技術の革命は市場のボーダレス化をもたらしただけでなく、これまで不可能とされていた様々なリスク分析を可能にした。特に金融工学の登場によって、これまで不可能とされていたリスクとリターンの関係を定量的に分析することが可能となった。

これまでの金融取引における常識では、資金の購買力の移動とともにリスクは移動するものであった。資金が移動すれば、その資金の振り向け先から生まれる損益も当然にその移動先に帰属した。しかし情報技術革命はこうした常識を一変させ、オプション取引やスワップ取引のように、資金の移動を伴わないリスク負担もあれば、リスク負担を伴わない資金の移動も現実に行われるようになった。このように見てくると、不動産に限らず資産の証券化は、資金の購買力とリスクとが分離されて資産の保有リスクが経営外へ転嫁されていくことに大きな意義がある。

日本の金融システムの崩壊は、有り余る投資機会と恒常的な資金不足の時代に構築された資金の購買力とリスクのセット販売という方法を、資金豊富な時代に入っても間接金融の仕組みを維持するために変えようとしなかったことに大きな原因がある。

2. 不動産証券化の動向

昨年から、不動産会社による資産流動化を目的とした直接金融による不動産資金調達を試みられている。不動産特定事業法の仕組みを利用したものとSPC法によるものがあるが、それぞれにこれまでにない工夫と特徴が見られる。

①不動産特定共同事業による証券化

1) パッケージ商品

平成7年4月1日に施行された不動産特定共同事業法は、これまで3回の規制緩和を行っている。平成7年5月の「特定投資家」に対する規制緩和、平成10年6月の「一体性の原則」廃止、そして本年2月の最低出資単位の引き下げと持分譲渡解禁である。

この商品は、昨年と本年の規制緩和を早速取り込んだ商品で、①出資単位一口500万円、②出資持分の随時譲渡もしくは買い戻し、③都心の外国人向け賃貸マンションと郊外の新築賃貸マンションのパッケージ商品という特徴を備えている。特性の異なる不動産を組み合わせることで市場変動リスクを分散し、ポートフォリオ化を図った個人投資家向け商品であるところに特徴がある。

2) 優先配当出資方式商品

この商品は、オリジネーターは保有していた収益ビルを評価し、評価額の70%を投資家から匿名組合契約によって出資を仰ぎ優先配当与え、残余の30%はみなし出資という形で劣後出資者となっている点に特徴がある。出資金は一口500万円で、5棟のビルをパッケージにした商品もあり、一連の規制緩和を使ってポートフォリオ化を図っている。エクイティ出資者間で優先劣後の差を付けることはそれほど珍しいことではないが、劣後出資を金銭収支を伴わない現物出資的なみなし出資にしたところに際立った特徴がある。

②SPC法による証券化

1) 実物不動産を特定資産にして証券化した商品

SPC法による不動産の証券化第1号は、東京都内で稼働中の外国人向けサービスアパートメントで実施された。ディベロッパーの所有不動産ではなく、証券化事業を行うために稼働中の収益不動産を取得するという果敢な取組みであった。SPC法で定める優先出資証券と特定社債とを組み合わせたシンプルなストラクチャーで、本格的な証券化事業であるといえる。しかしながら、対象不動産がサービスアパートメントという一般にはなじみの薄い物件であるわりには、賃料下落リスクや物件売却リスクについての信用補完措置が採られておらず、また当初格付も取得していなかったこともあり募集には時間を要した。

2) 不動産信託受益証券を特定資産にして証券化した商品

この商品には、ストラクチャーとして注目すべきいくつかの特徴がある。まず、i) オリジネーターは、対象不動産を信託銀行に不動産管理処分信託し、交付を受けた信託受益権をSPCに譲渡したうえで、その信託受益権を特定資産として特定社債と優先出資証券を発行している点に第1の特徴がある。また、ii) 優先出資証券に優先する特定社債間でもA~Eまで5段階の優劣関係を設け、AおよびBについては格付を取得している。iii) 賃料下落リスクおよび償還時における信託物件売却リスクに対する信用補完措置として、オリジネーターおよび格付の高い商社とそれぞれ賃料補填契約とプットオプション契約締結している。

証券化の対象となった不動産は、格付の高いテナントが入居している、昨年10月にオープンしたばかりの郊外型ショッピングセンターである。一般に商業施設では、核テナントとの契約が長期契約であるので、テナントの信用力が高ければ、将来収益が安定し、証券化には馴染みやすい性質を持っている点に着目したものと思われる。その後、別のオリジネーターにより都心のオフィスビル事業にもほぼ同様のストラクチャーで応用されている。オフィスビルの方も、格付の高い企業が単独テナントとして長期契約で入居が決まっている。証券化はある程度の発行量がないとコスト倒れになることが指摘されており、実物不動産をSPCに譲渡するよりも信託する方が、移転コストがかからず、今後このストラクチャーは増えるのではないかと予測している。

③商法の株式会社をSPCにして証券化した商品

この商品は、対象不動産を信託銀行に不動産信託し、交付された信託受益権をSPCに譲渡したうえで投資家を募るというストラクチャーは②と同じであるが、i) オリジネーターが5棟のオフィスビルを一括パッケージにして不動産信託したこと、ii) 信託受益権を二つに分け、優先配当を受ける受益権のみをSPCに売却し、劣後の受益権はオリジネーターが保有していること、iii) SPC法によるSPCではなく商法の株式会社をSPCにしてSPCが公募社債を発行した点に違いがある。社債はA、B、Cの3段階でAおよびBについては外国の格付機関から高格付を取得している。

商法上の株式会社をSPCとし、SPC法のSPCを用いていない理由としては、法が要求する煩雑な資産流動化計画による資産対応証券の機動的な発行制限を避けたことと、このSPCはエクイティ部分への投資家募集を目的としていないので、SPC法の優先出資証券への配当に対する税制メリットを受ける必要がなかったことが挙げられる。

なお、②では採られていた賃料下落リスクと物件売却リスクに対する補完措置は採られていないが、5棟のビルをパッケージにすることでポートフォリオ化が図られていることと劣後受益権をオリジネーター自らが保有していることでリスクが低いと判断されたと考えられる。

3. 証券化事業の特徴と問題点

不動産の証券化は、オリジネーターサイドからは新しい資金調達手段としての意味があり、資金を供給する投資家側からすれば新しい資金運用の対象としての意味がある。これまで紹介したようにこのところ多様な商品が供給されている。そのストラクチャーは多様であり、将来の証券化市場を見据えた質、量ともに本格的なものもある。ただ、いずれにも共通していることは、資金調達をしようというオリジネーター側の論理が先行しているように思える。直接資本市場から資金を調達して有利子負債の返済に充当しようという経営判断が先行し、投資家サイドに立った商品作りの視点が不足しているように思われるのである。資金調達の道を広げたいという供給サイドの発想だけで証券化を進めても、二次市場など望めないであろう。このことは、ひところ銀行が先を争って発表した担保不動産の流動化スキームによる商品の市場の今日が如実に物語っている。

以下に今後問題となるであろうと思われる点を指摘する。

①劣後部分の行方

不動産の直接金融において難しいのは、デッドとエクイティであれ、エクイティ同士であれ、ハイリスク・ハイリターン劣後部分を、誰に、いつ、いくら引き受けてもらえるかである。前述したように証券化の本質は、資金調達の多様化でなく、保有リスクを個別経営外へ転嫁させることにある。それが有価証券取引法の有価証券であるかどうかは重要な問題ではない。SPC法による証券化であれば、特定社債のうち、格付けを獲得していな

い劣後の特定社債とリスクの高い優先出資証券が、個別経営の外へ転嫁できるかどうかが重要なのである。前述した商品はいずれもハイリスクな劣後部分をオリジネーターが相当量保有している。この方法を長く続けていくと、オリジネーターの財務体質は有利子負債が減少する代わりにリスクの高い資産ばかりが残ることになり、再び信用収縮の原因となりかねないのではと危惧するものである。このことを気づかせてくれたのは、優先配当出資方式の不動産特定共同事業商品であった。

②買い戻しによる流動性の是非

不動産特定事業商品には二次市場がないため、個人投資家向け商品ではオリジネーターもしくはその関連会社が買い戻しを約束することで流動性を担保している。ドイツのオープンエンドファンドが買い戻し方式を採用しているから、二次市場のない現在では止むを得ない措置ともいえるが、仮にその時の時価であるにせよ、いつでも買い戻す式の特約は、保有リスクを転嫁したことにはならず、むしろいつ保有リスクが戻ってくるかもしれないという偶発債務的な不安定要因になる危険性がある。本来、商品が魅力あるものであれば期中換金の問題はあまり生まれない。仮に生まれても、購入者がすぐ現れる筈である。結局、現在出回っている商品のほとんどに付いている買い戻し特約は、大手不動産会社による買い戻しを保証することで、商品の投資としての魅力の乏しさや危うさを補完しているに過ぎない。プロパティトラストという不動産投資信託形式による投資が一般的であるオーストラリアにおいても、かつて買い戻し型商品があったが、ほとんど一般的となっていない。

4. 不動産市場の課題

以上、最近の不動産証券化商品を一通り検討してきたが、デットについては直接金融の道筋が開かれたといえそうである。前述のオフィスビル5棟をパッケージ化したSPCの発行した社債の格付は、オリジネーターの格付よりも高くなっており、その面では有利な資金調達となっている。しかし、劣後部分のエクイティについては、オリジネーターが抱えているのが現状である。

証券化で重要な点は、資産の保有リスクを個別経営外へ転嫁することにより、オリジネーターの格付が上がり、より有利な資金調達が可能となるところにある。元利払いの確実性が高い優先部分を経営外へ移し、よりリスクの高くなった劣後部分をオリジネーターが抱えるというのでは、逆に財務体質を弱体化させることにもなりかねない。

こうした劣後部分のリスクを取って投資しようとする投資家は外資を含めて限られている。投資家が、エクイティのリスクを取ってまでも投資をしようとする投資家が少ないのは、日本の不動産市場の仕組みが、未成熟で十分な投資情報を発信していないからである。この視点に立って、わが国の不動産市場の問題を考察してみたい。

①瑕疵担保の売主責任

わが国の不動産取引は、瑕疵は売主によって担保されることで行われてきた。この伝統的なやり方は、瑕疵がないことが前提に取引をして、万一発見された場合には買主が売主に担保責任の履行を求める方法である。しかしこの方法は、投資家サイドからは、投資意志決定の重要な要素の一つであるキャッシュフローの正確性が確保されないことになる。買主が売主に瑕疵担保の履行を求めても素直に応じる保証はなく、予定外の追加投資を余儀なくされることになりかねない。投資の意志決定は、リスクとリターンを秤に掛けて行われるのであるから、不確定な要素はできる限り排除しておく必要がある。物件には、経年によるなんらかの不具合があると考えるのが自然であり、そうなる意志決定時点で瑕疵について買主が納得できるまで調査を行い、瑕疵の修復に必要な追加投資額は取引価額から減額させ、見落としは買主の責任という方が合理的ということになる。

売却の場合には、引き渡し後も瑕疵担保責任の履行を求められる危険を引き続き負うことになり、投資家サイドからはリスクの遮断ができないことになる。倒産隔離の観点から、SPCを利用した投資ストラクチャーが一般的となりつつあるが、投資目的を終了し解散した後に瑕疵が発見されたような場合には、売主責任原則の下では実務的にも解決は困難な問題となる。

②デュー・ディリジェンス

証券化に伴うストラクチャー組成において、このデュー・ディリジェンスはほぼ定着したと言ってよいであろう。オリジネーター側がとにかく直接金融による資金調達をやってみようという理解があるので、金融サイドからの求めに素直に応じていることも一因である。しかし、一般の不動産取引市場では、完璧に行うことはほとんど不可能といってよい。デュー・ディリジェンスは、物件の大きさやテナント数にもよるが、概ね1ヶ月を目安にしているが、期間中により高値の買受け申込があった場合に、物件を押しえておく具体的手立てがないのである。

デュー・ディリジェンスでは、売主にいろいろな情報の提供を求めることになるが、売主からすれば、このデュー・ディリジェンスは減額の材料となるあら探しの機会を与えているようで、進んで協力するには抵抗がある。同じ条件でそうした情報提供の煩わしさを求めない従来型の取引をしてくれる買主を選ぶ方がよいと売主が考えるのは自然のことである。

アメリカでは、エスクローの制度があり、デュー・ディリジェンスに必要な一定期間、買主が相当金額をエスクロー機関に寄託する見返りに、売主に権利の移転に必要な一切の書類を寄託させる方法が一般的に採られている。そうした制度のないわが国の現状では、デュー・ディリジェンスの条件付き買受け申込や一定期間他社と交渉しないエクスクルーシヴ契約などで対応しているが、決め手には欠けているのが実状である。

③借家契約をめぐる制度・慣行

わが国の借家制度は、歴史的経緯があって独特のものとなっている。借家法の借家人保護の諸制度は、弱者保護の見地から、居住権の保護としての色彩が強い規定である。そうした規定が、経済合理性で意志決定が行われるビジネスの世界にも一律に適用されだしたところに混乱の原因がある。

1) 正当事由

現行の借家制度では、借家関係の安定を確保するために、テナントとの賃貸借契約の更新拒絶には正当事由が必要とされている。しかし、正当事由として認められる範囲が狭く厳格に運用されることから、テナント入れ替えによる収益改善の妙味に乏しく、収益を向上させるためのリニューアル投資すら困難にさせる結果を招いている。

一定の場合に、弱者保護のために所有者の権限を制限することはあって良いのであるが、問題は、正当事由の内容が曖昧で、裁判官の広い裁量に委ねられていることである。借家法から新しく借地借家法になって正当事由の内容が規定されたが、旧法時代の判例として確定している判断を法に盛り込んだに止まっており、具体的事案に関しては依然として裁判官の裁量に委ねざるを得ないようになっている。紛争となった場合に担当となる裁判官を予測し、その裁量の中身を予測することは不可能である。

2) 賃料減額請求権

借地借家法第32条は、一定の場合に当事者間による賃貸借料増減額請求権を認めているが、将来のキャッシュフロー予測を不安定にする要因となっており、投資リスクを増大させる一因となっている。この問題も、「近傍同種の建物の賃貸借料との比較において不相当なものとなった場合」が、曖昧で裁判官の裁量に委ねられているところに問題の所在があるのである。前述した証券化の例では、商社による賃料補填契約を締結することで、この条項による賃料下落リスクを回避している。

3) 期間内解約

わが国の賃貸借慣行は、当事者に一定期間の事前通知による解約権を付与している。米国でも、ショッピングセンターのテナントとの契約では、売上げの少ないテナントにはキックアウト条項を設けている例もあるが、わが国の場合には、ほとんどがテナントからの解約であり、収益予測を不安定なものにしている。最近一部の大手所有者のビルでは期間内解約の場合には一定のペナルティ条項を設ける契約も行われるようになってきているが、未だ普及していない。

4) 賃貸借期間2年の慣行

2年契約の慣行は、確かに欧米の長期契約と比較するとキャッシュフローの確実性を劣らせる一因である。確かに長期投資の場合には、予測の要素が多くなるという意味においてリスクが高くならざるを得ない。しかし、長期契約を目指すためには、テナントに転賃借の自由を与えるなどの手立ても必要である。

問題は、2年という短い期間にもかかわらず、期間内解約が認められていたり、賃料の減額請求ができることが相乗効果となって、わが国の不動産をキャッシュフローの不安定なリスクの高い投資財に仕立てている点にあるのである。

5) 高額敷金

入居時に高額な敷金をテナントに求める日本の慣行も、期間内解約を認めていることからキャッシュフローの安定性を阻害している。しかしこの問題は、最終的には原状回復に必要な費用を担保できる範囲に減額されていかざるを得ないのではないかと考える。間接金融の世界では、受け入れた高額な敷金は借入金の返済に充当されたり、他の新しい不動産投資資金に廻るなどのメリットがあったが、証券化や責任財産限定のノンリコースローンなど直接金融では、こうした流用は許されず最優先に弁済すべき債務として、倒産隔離のため別途に積み立てる必要があり、高額な敷金を受け入れるメリットがなくなるからである。

④情報開示

情報開示は、開示する側にとって、開示することによるメリットが開示しないことによるメリットよりも大きいと判断した時に進んで開示するようになる。自動車や家電メーカーが、製品の欠陥を発見すると進んで開示するのは、消費者保護の世界ではこのことを身をもって体験してきているからである。不動産の情報開示が進まないのは、長い間慣れ親しんできた間接金融の世界でそうしたメカニズムが働いていなかったことによる。これに前述の賃貸借契約の期間内解約や減額請求権の問題もあって、開示すると減額交渉がいつせいに起きる危険性があることもあって、情報開示はデメリットの方が大きいと考えるのである。開示のメリットは、それを求める投資市場側が具体的に提示する必要がある。

5. おわりに

国際的なプロの投資家が、デットにせよエクイティにせよ、投資に当たって必ず具備している必要があるのは、①倒産隔離がなされているか、②キャッシュフローの正確性が確保されているか、③資産運用マネージャーの能力が高いか、④利益相反がないかの4点である。倒産隔離はストラクチャーの問題であるから、信託を利用することなどで解決は可能である。キャッシュフローの正確性は、法改正を必要とするものもあるが、慣行は変えることができる。資産運用マネージャーの能力はもちろん努力できる。残る問題は最後の利益相反である。わが国のいわゆる総合不動産会社というのは、絶えずこの問題と直面しているといっても過言ではない。売主、買主双方から手数料を取る権利を有する仲介業者は、1円でも高く売りたい売主のために働いているのか、1円でもやすく買いたい買主のために働いているのか。あるいは、相互に代替競争関係にある自社ビルとサブリースビルと投資家のために資産運用管理しているビルがあった場合、テナント候補はいずれのビルに振り向けるべきなのであろうか。利益相反問題は、海外の投資家が神経質になる部分で

ある。現在のところ、国内の投資家はあまりこの問題を神経質に問題視していないが、コストセーブの面からも時間の問題と考えておくべきである。

この他に、当然のことながら、税の問題がある。特別の不動産投資促進税制のようなものの必要性を主張する論者もいる。促進までは必要ないが、少なくとも税制によって諸外国へ資金が流出しないような税制にはしておく必要がある。投資は時間と税との戦いなのである。

〔う え ま つ た か し 〕

野村不動産(株) 取締役 ビルディング事業部長