

【第84回 定期講演会 講演録】

日時：平成14年9月11日

開発型証券化成功のためのポイント

株式会社日本格付研究所
ストラクチャード・ファイナンス アドバイザー
三國 仁司

ご紹介いただきました三國です。5時までの2時間弱ですがおつき合いをいただければと思います。お暑い中、大勢の方においでいただきまして、まことにありがとうございます。

こんなに大勢の方の前でお話しするのは極めて久しぶりのこととして、どうもこれは本日の題材が非常に刺激的だったせいではないかなという感じがしております。成功のポイントなどといいますと、皆さんこれさえ聞いたらきっとうまくいくとお思いになられたかもしれませんが、そういう特効薬的なものでは正直申し上げますとありません。極めて当たり前のことを当たり前のようにやるしか手がないということを、これから恐らく1時間半程度縷々申し上げることになります。ひょっとしたら、なんだこんなものかとかっかりして帰っていただくということになるかもしれません。そうならないように努力をするつもりではおりますけれども、場合によっては、なんだなんだこんなものかということになるやもしれません。そこは私の努力不足ということでご容赦をいただければと思います。

着席の上、お話し申し上げたいと思います。

お手元に資料が行っていると思いますけれども、本日申し上げたいと思っておりますのは、六つの項目に分かれております。一つは、なぜ開発型の証券化が求められるようになったか、その背景をざっとみておきたいと思っております。それから基本的なストラクチャーと組成の際の留意点ということをご第2番目に申し上げまして、3番目が、ではリスク分析はどういうことをやるのか、そのヘッジ方法にはどんなものがあるかということ。それから4番目ですが、ありとあらゆるもの場合で非常に重大な問題なのですけれども、いわゆる出口戦略、これをどうするかということと、それから、その出口戦略に絡んで実は証券の期間をどうするかということが絡んでまいりますので、それを申し上げます。それから5番目は、実は証券化に適した事業と、そうでない事業というものがありますので、それについても簡単に触れたいと思っております。それで6番目で、本日の表題にもなっております成功のポイントというものをまとめてお話し申し上げることになります。ということ

は、時間のもったいない方は、私の申し上げることに耳栓をしていただいて、6番目の項目だけ読んでいただければ、あとは寝ていてもいいということになるかもしれません。

それでは、1番目の1ページの方から順を追ってお話を申し上げます。ただ、途中でかなり脱線をいたしますので、とぼしてしまっただ箇所につきましては、後ほど皆様でお読みいただければと思います。それから、書いていないことをかなり申し上げるだろうと思いますので、行間を埋めていただければと、思います。

私自身は、不動産といますのは、使わなければ全く価値がないものだと思っています。最初ご紹介の方がお話をなされましたけれども、私が最初に「不動産の証券化と方法」という本を書いたときにも、とにかく使ってくれ使ってくれ、使うためにはこういうようないろいろな方法があるだろうということをその本の中で書いたのですけれども、ようやくここへ来て開発型というものについて皆様方のご関心が向いてきたように思います。長い時間がかかりましたけれども書籍の中で書いたことが実りつつあるのかなと、そういう感想を持っております。

要するに、使えるようにするためには開発もしくは再開発が必要なのですけれども、残念ながらそれはそのままほっておいても開発できるわけではありません。使っていただくような状態になるわけではありません。使っていただくためには、使いたいとおっしゃられる方々の需要に合ったような形につくりかえなければいけません。あるいは何かを付加しなければいけません。そのときには残念ながらお金が要ります。そのお金をこれまでのようなコーポレート・ファイナンスという企業の信用力をベースにした借り入れで行うのか、それともノンリコース性ということを含めたプロジェクト・ファイナンスという形で賄っていくのか、そのどちらでいくのですかということになってくるわけです。

ところが、既存の不動産証券化と開発型の大きな違いは何かといいますと、既存の不動産の場合はもう形があります、目に見えます。例えばこの霞が関ビルですけど、これを証券化しようと思った場合は、この物件はもう見えます。しかし開発型の場合は見えません。なるほど写真に撮って、そこをこういうものができますよという格好に囲うことはできます。しかし本当に計画されているものが、そのとおりでき上がるのか、あるいは計画されている時期にそのとおりでき上がるのか、これが全くわかりません。それから、でき上がったものが想定されていたような価値を生み出すのかどうか。すなわち、使ってくださいって賃料を払ってくださる方々が本当にいらっしゃるのか。100人いるはずだったのが実際には50人しかいないかもしれない、あるいは120人いるかもしれないわけです。120人いてくださるのであれば、これは非常にハッピーな状態と一応は言えます。しかし希望されます賃料の水準が全然違っていたとしたら、120人でもひょっとしたらプロジェクトの採算性は合わないかもしれないわけです。ですから想定されているプロジェクトの賃料がそのまま獲得できるかどうかと言い換えることができます。それはでき上がったときのまさしく経済情勢によるわけですから、先のことは全くわからないということにもなりかねないわけです。

では、そこをどうやって調べ上げていくのかということになるわけですが、それを調べ上げるのが私ども格付機関の仕事ということになってきます。なんだなんだそんなことを言うのだったら、成功のポイントというのは簡単じゃないか、格付機関をだまくらかしてとりあえずAとかBとか、そんなもんを出させたらいいじゃないかと思われるかもしれませんが、格付機関というのはそんなに簡単にだまされるものじゃないです。私なんか、多分だますのが一番難しい人間だと思われているかもしれませんが。それはなぜかと言いますと、格付機関と言いますのは、警察官とか検察官と多分同じなのです。プロジェクトを計画なさっておられる方々からお出しいただいた資料の裏づけをとりに行くからです。本当にこうだろうか、こんなことを言っているけれど、本当にこうなるのだろうか、裏づけに行くわけです。その裏づけが確認できるまではみんな疑ってかかるわけです。はなっから疑うわけです。というか、はなっから信じていないといった方が正解です。これだけ疑っている人間ですから、非常に性格悪いんですね、自分で言っちゃいけないんですけども。こんなこと4年もやっていれば、本当人間性が悪くなってきたなと思います。

とにかく、そういうことをやっていくわけです。開発物件の場合も、本当にでき上がるのかということがまずあるわけです、時期的な問題も含めて。それともう一つは、本当にお金を生み出すことができますかということがあるわけです。でも、一番大きいのは、やはりでき上がるかでき上がらないかです。でき上がってしまえば証券化してしまえるわけです、既存の物件として。しかしでき上がらないとしたら、すべてが単なる絵にかいた餅に終わってしまうわけです。

これまでは、開発型の資金はコーポレート・ファイナンスで調達できたじゃないか、なんでこの期に及んでプロジェクト・ファイナンスとかあるいはノンリコース・ローンだとか、そういう七面倒くさい、あるいは難しいものが出てくるのかということになってくるわけです。それで用語解説というのを後ろの方につけてありますので、後でお読み下さい。簡単に言えば、コーポレート・ファイナンスは企業全体の信用力に基づきます。ですから担保をとっていても担保を処分して残債が残ってしまった、つまり借金がまだ残っていると、借金を返せ返せと金融機関から迫られるわけです。ではノンリコース・ローンはどうかというと、対象になったもの、それを処分して返せなかったら貸し出した人は残額を償却しなければいけないわけです。

実は我が国にもアセット・ファイナンスの最たるものというのは昔昔からあるのです。何かというと、これ質屋さんです。質屋さんは質草をとって質屋さんの方に質草の引き取りがない、いわゆるお金を返しにこないと質草を処分して金を回収するわけですね。ですから、質草としてとったものの処分価格はどの程度か、本当にどの程度で処分できるのか、傷がないかどうかということ調べるわけです。価値と傷を調べるわけです。これを調べ上げるのが実はデュー・ディリジェンスという仕事になります。

デュー・ディリジェンスという言葉が我が国に導入されたときは、不動産の適正評価基準というように訳されてしまったのですが、実はこのデュー・ディリジェンスという作業は

ありとあらゆる取引で行われるものになります。デュー・ディリジェンスの用語解説は用語解説のその3に一応書いてあります。簡単に言えばお金をやりとりするときに、売買であればお金を払う人が、自分が取得するものが本当にその金に相当するものかどうかを調べ上げるのが売買についてのデュー・ディリジェンスです。ですから不動産の売買取引の場合は、不動産の中身についてしこたま調べ上げるというのが、デュー・ディリジェンスなのです。徹底的に調べるということになるわけです。

では不動産の賃貸はとなると、ここは借りる人がお金を払いますから、借りる人が自分が借り上げるものが本当に自分が払う家賃に相当しているかどうかということ調べ上げるのが借りる人のデュー・ディリジェンスです。では貸す人はどうか。2年契約でいった、3年契約でいった、5年契約でいった場合、この人本当に5年間借りてくれるのかということになります。定期借家がありますが20年というような定期借家をやった場合、20年間この人は本当に借り続けてくれて、きちんきちんと家賃を払ってくれるのか、債務の不履行があるのかどうか、これが非常に心配になるわけです。ということは、貸主にとっては借りてくれる人が本当に家賃を払い続けてくれるのかどうかを調べ上げること、これがデュー・ディリジェンスなのです。ということは、金のやりとりだけではなく、金のやりとりに期間というものが入ってきたときには、その期間を成就することができるかどうかを調べるのも実はデュー・ディリジェンスなのです。ありとあらゆる取引でデュー・ディリジェンスを行わなければいけないわけです。そうすると、コーポレート・ファイナンスの場合はコーポレートに対するデュー・ディリジェンスを行えばいいわけです。ということはこれは企業審査です。ではアセット・ファイナンスあるいはノンリコースはどうすればいいかというと、対象になっている事業をしこたま調べるとのことです。

最近デュー・ディリジェンス業務をあらゆる業界の方々がおやりになりたいとか、私ももやりますよ、低料金でやりますよということを言われるのですね。これはこれでいいんですけども、残念ながら、そこで非常に曖昧模糊とした嫌な表現を使われる方がいらっしゃるんですね。要するに簡易デュー・ディリジェンス。先ほど申し上げたとおり徹底的に重箱の隅をつついてでも調べ上げるのがデュー・ディリジェンスなんです。簡易的にやったら何か、手抜きです。こんなものはデュー・ディリジェンスと言っちゃいけないんです。ということは言葉の矛盾をもうやっちゃっているんですね。非常にまずいと思いますので、正確な言葉を使っていたきたいなと思っています。これはちょっと余談です。

さて、では金を貸す人にとっては、ノンリコース・ローンとコーポレート・ファイナンス、どっちがいいのかです。

コーポレート・ファイナンスといいますのは、企業全部が信用の対象ですから、担保をとっていても未返済が出たって回収の可能性はあるわけです。ところがノンリコース・ローンは、対象にしたものしかありません。ということは、万が一の場合は貸し倒れ償却をしなければいけないというリスクが高いわけです。リスクが高いのを、何で補うかというと、金利で補いをつけるわけです。だからコーポレート・ファイナンスの方が普通は低利

になります。アセット・ファイナンスだとかノンリコースという条件がついたときは金利が高くなるんです。しかし、こういう金利が高いという不利益をこうむってでも借りた方がいいというメリットは何かというと、対象になったものだけ処分する、あるいはそれだけ手放せば企業の方々は残りのものはそのまま維持していけるということなんです。ですから社運をかけてやらなければいけないというようなケースの場合は、ノンリコース・ローンをお使いになると社運をかける必要がないんです。

金融機関にとっては金利が高いのであればノンリコース・ローンをやっちゃった方が得なんです。でも、リスクが大きい。大きいリスクを抱え込んでいけるかということ、正直な話、今の金融機関にそれほど大きなリスクをとるだけの余力があるようには思えません。これからデベロッパーさんだとか、あるいは何だかんだ事業をおやりにならなければいけない方々にとっては、資金のパイプが詰まってしまったのではその事業ができないわけですね。そうすると借入れに100%依存するということは、ひょっとしたら事業には差しさがりが出てくるかもしれないということです。そうするとどうするか、別の資金パイプを探しにいくしか手がないわけです。別のパイプを探すということは、実はもう一つの働きといいますか機能があります。それは何かというと、裁定という働きなんです。裁判所の裁に定めるという字を書くんですけれども。こういう別の調達方法があるよということは銀行に対しても、こういうものを選んだらあなたのところへ借入れにいきませんよとプレッシャーをかけられるんですね。正直申し上げれば、今の段階では証券化よりも銀行からコーポレート・ファイナンスでお借入れになった方が総コストは小さくなります。ではノンリコース・ローンでやったらどうかということですが、ノンリコース・ローンの方がまだ証券化よりも総コストは小さくなります。

しかし、問題があります。実は金融機関側が本当にコーポレート・ファイナンスとしておやりになるもののリスクを、先ほど私が申し上げたデュー・ディリジェンスとしてしっかりと調べ上げているかどうかということです。多分調べ上げていないかもしれません。

それからもう一つは、デベロッパーさんが開発事業をおやりになるときに、本来リスクなんですけどリスクと意識せずに飲み込んでしまっておられるものもあるのではないかと気がしています。では証券化やノンリコース・ローンではどうかというと、飲み込んでいたであろうリスクを白日のもとにさらすということになります。ですから、事業者の方々にも飲み込んでいたリスクを全部白日のもとにさらしてもいいんだ、それでも事業をやっていくんだという覚悟がなかったら、証券化とかノンリコース・ローンというのは進みません。では、どちらがより手の内を見せなければいけないかというと、証券化の方が全部見せなければいけないわけです。なぜかといいますと、証券の場合は有価証券ですから、転々流通していく可能性があるわけです。転々流通するということはひょっとしたら皆様方が一口10万円で買えるようになったら、お買いになるかもしれないということです。

ノンリコース・ローンの場合、普通対象は金融機関です。一口一億円ぐらいでおやりになります。ということは、流通する可能性はないことはないんですが、それほど動くもん

じゃないんです。何言ってやがる、社債だってそんなに動いていないだろうと、確かにそのとおりなんです、現実には。しかし動かそうと思ったら社債は、はいといって渡してお金をもらったらしらめいなんです。登録等々何もする必要がないわけです。株のように名義書きかえなんて七面倒くさいことをする必要もありません。ただ、現物になってくるとややこしいんで、普通は保護預かりということにしますけれども、現物で持っていた場合は渡してしまってお金をもらったらしらめいです。ということは、皆さん方の方にも出てくる可能性はゼロじゃないということです。

ではローンは出回るかといったら、可能性はゼロではないですが、有価証券から比べたらはるかに小さいんです。しかし有価証券であっても、出てきたものがダブルBだったらおれたちはとても買わないよ皆さんおっしゃると思うんですが、なるほどダブルBならそうです、リスクがありますから。そんなリスクがあるものは日本人は好まない、買わないとおっしゃるかもしれませんが、私は決して日本の方々というのはリスクがお嫌いだとは思っていません。私自身もリスク大好きです。なぜかといいますと、私毎年毎年ジャンボ宝くじが出ると必ず買っています。当たるかという、10枚連番で買ったなら1枚しか当たらないです。3,000円払って回収金は300円です。残り2,700円はご寄附申し上げているだけです。売り上げはどうか、最近売り上げは落ちてきたんですけど、結構な金ですよ。ということはリスクが好きなんです。リスクが好きなんです、要はリスクの度合いというか、リスク期間が短いから楽しみだなと思っているわけですね。そして小口になっていますからハイリスクでも負担できるんです。つまり大きなリスクというのは小口化をして、負担してもらいやすいようにしていった方が結果としてより大きなリスクであっても負担してもらえる可能性が出てくるわけです。証券化の場合はそうなる可能性があるということです。どこまで額面金額を小さくするかということとも絡むんですけども。

それからもう一つ、証券化のいいところといいますのは、個人の方々にもひょっとしたら回ってくるかもしれないなということですから、外部の審査のようなものが入ってくる、必ずということもないですが、今ではほぼ100%入るような状況になっています。外部の審査機関というのは何かというと、私どものような格付機関です。しかし、ノンリコース・ローンでも実は格付を取得するような動きが出てきています。なぜかといいますと、金融機関の方でも大きなプロジェクトになると、お一方あるいはお二方で全額を負担するというのは難しくなっているわけです。そこで、より多くの金融機関の方々にご参加をいただいて、シンジケーション・ローンというような形をとるようになってきたからです。そこに参加していただく方々のリスク判断を容易にするために格付をとるということになってきていますので、このあたりではノンリコース・ローンと証券化というのは余り区別がなくなっています。だからノンリコース・ローンがもっともっと小口化してくると、なんのことはない有価証券と同じというケースが出てくるかもしれません。しかし、それはまだまだ先のことだろうと思います。

3 ページ目の 2 番目の項目へ行きます。基本的なストラクチャーは資金調達と竣工に至るまでの資金の支出と、それから竣工後の換価あるいは竣工後の収益の獲得と、この三つの部分からできています。これは後ろの方で図表 1 と 2 というものをつけてあるのですが、図表 1 はスタート時のものです。それから図表 2 が期中と、最後の換価の状態をあらわしています。一応こういう図は書いてはありますけれども、これがベストだというつもりは全くありません。いろいろ変形ができますし、こういう装置を過剰につける必要はないだろうと思われるかもしれませんが、逆にいうとこれでも不足だろうと思われるかもしれません。いろいろな考え方があると思うんです。正直な話、今一番この中で動きにくい部分は何かといえば、それは保険の部分なんですね。

きょうは 9 月 1 日ですけれども、実は去年のこの日を境にして保険が動かなくなってきたんですね。特に保険が動かないというよりも再保険が動かなくなったといった方が正解なんですね。この再保険を引き受けていたことによって、実は日本の保険会社、損保さん、大きな被害をこうむっています。なぜこの再保険が動かないと保険が動かないかといいますと、保険会社さんというのは保険のリスクを引き取った場合に、そっくりそのまま抱え込むことはまずないんです。必ず再保険というものをかけてリスクヘッジをします。ということは、再保険でリスクヘッジができないと元請保険というのを受けてもしょうがないんです、全部自分で抱え込みますから。それともう一つ、残念ながらこの保険といいますのは、小さな取引がぼつぼつと出てくると保険料ってやたらと高くなるという性格を持っているんですね。保険といいますのは、ある程度大量に同一リスクと思われるような取引が反復継続的に出てこないとなかなか駄目なわけです。

それはあるんですけれども、とにかくこの図 1 の中で斜をかけてある部分がこのあたりにあるんですけれども、これが最大のリスクです。本当に引き渡してもらえますか、予定どおりの物件が予定どおりの時期にちゃんとした状況で引き渡してもらえますか、これが問題なんです。ということは、お作りいただくゼネコンさんのリスクもあるということです。そうするとゼネコンさんは単独でいいんですか、ひょっとしたらジョイントベンチャー、共同事業体を組んでいただいた方がいいんじゃないですかということになるわけですね。そうすると、例えば大手のスーパーゼネコンさんだったら一人でいいですか、中堅だったらひょっとしてジョイントを組まないともまずいんですか、ではもっともって地方の物件だったら地方のその地区にいる工務店さんだとか、そういう建設会社さんに頼んだとすると、この方々だったらどうするんですかという問題がいろいろ出るわけですね。地方へ行けば行くほど、実は金額も小さくなっていくでしょうし、中小の方々にお願いするということになったときに、果たして工務店を幾つつけていくかということがあられるわけです。

それともう一つは、証券化といいましても資金は出ていくんですけれども、入ってくるものがないんですね、竣工して引き渡すまでは。というか、処分できるまでといった方がいいのかもしれませんが。あるいは賃貸して賃料が入ってくるまでといった方が正確ですけども、それまでは収入がありません、支出ばかりです。定められている支払時期がも

しあるとすると、この時期にきちんとお金を払わないと債務不履行になるわけですね。ゼネコンさんの方でも工事の進捗度合いに応じてお金を払ってもらえるという条件になっていたとすると、払われなかったら次の工事に入っていけないわけですから、いつまでたつたって物はでき上がらないんですね。

ではこのお金はどうやっておくかという、実はためておくしか手がないんです。SPCを利用して証券を発行したとしますと、このSPCは持っている財産の中で支払いを続けていくしか手がないわけですね。すなわち、図の2を見ていただきたいわけですが、この中で例えばゼネコンさんへ向かって矢印が2本上がっているんですが、④と⑰という、こういう矢印があるわけですね。この④の支払いをしないと物件って作ってもらえないわけですね。それから当然、社債があります。社債というのはゼロクーポン債というか満期一括で元利まとめて支払うというのがありますけれども、通常は一定の期間ごとに金利が支払われるようになっていきますから、このお金も払わなければいけないわけですね。そうすると、図2の中の①ということで投資家甲群と書いてあるところに矢印が向かっていると思いますが、これを払わなければいけないわけですね。ところが投資家乙群というのはこれはエクイティ投資家ですから、そちらへの支払いは配当になります。配当支払いはあるとき支払いの催促なしですから、支払資金がなければ払わなくてもいいんですけれども、①は払わないと債務不履行です。債務不履行ということは万が一の場合、これはSPCですから企業再生じゃなくて即座に清算に行くんでしょうね。清算されてしまったらおしまいなんです。

ではそれを避けるためにはどうすればいいかという、①を払い続けていけるだけの金をSPCは持っていなければいけないということです。持っていなければいけないということは、その分をためておけということです。工事に使えるお金はその分少なくなってくるわけですね。そうすると、期間が長くなれば長くなるほど金利はかさみます。これは非常にまずいわけですね。ということは、極めて短期間のうちに竣工して引き渡しをもらえるようなものかどうかということが、ポイントになってくるんです。そうすると土地取得代金の状態から証券化はできるかという、不可能ではありませんが、非常に難しいです。今の状態でいえばほとんど99%できないだろうと思います。

ではどういうケースであればできるかという、あるとき支払いの催促なしのエクイティと言われているお金で土地をお買いになる場合です。投資家乙群から出してもらったお金でやると、投資家甲群から調達するお金がゼロなら動きます、土地から買えます。配当金ないよと言えばそれまでです。払えなかったらといって別に債務不履行になるわけでもありません。

では、そういうリスクをとってくださる方々がいらっしゃいますかというところが問題なんです。先ほどなんで宝くじの話をしたかという、宝くじのようにリスクをとってくださるお金があればいいんです。しかし宝くじとの一番大きな違いは何かという、宝くじはせいぜい2週間か3週間しか時間がないんです。2週間か3週間で外れたとぱつとわ

かるんです。ギャンブルなんかだったらその場でわかります。恐らく数分後ぐらいにわかります。しかしこれがわかるのは何時か、かなり長いんです。時間に耐えられるかという問題もあるわけです。だからリスクマネーはあるかもしれませんが、そのリスクマネーを長期化できるかどうかです。長期化するにはどうすればいいかということをもしる考えなければいけないわけです。

さて、開発型証券化と既存物件の証券化との大きな違いはでき上がっているかでき上がっていないかだという具合に申し上げましたけれども、既存のものと比べると実は価値を創り出すというところが大きなポイントなんですね。この価値を創り出すという点からすると、ファンド的なものと同じじゃないかという具合にお思いになるかもしれませんが、ファンドとの大きな違いは何かというと、ファンドというのは取得したもの、あるいはこれからでき上がるものでもいいんですけれども、その価値ができるだけ大きくなるように努力しなければいけないんです。お金がこれだけあった、取得するものはこれだけだ、これからこの資産価値がふえるように努力しなければいけないんです。ところが証券化の場合は、お金がある、お金に見合うだけのものができれば、減価を避けるようにすれば一応オーケーなんですね。なぜかというと、きちんと借金が返せるかどうかですから。このあたり似ていることもありますけど違いもあるのです。

ではどんなリスクがあるかということですけども、5ページ目です。開発型の証券化には完成リスク、できるかどうかというリスクと、それから想定していた以上の価値を持つものにできているかどうかという経済的なリスクの二つがあります。そしてこのリスクはそれぞれ二つずつの要素からなっていると思っています。まず完成リスクですけども、この完成リスクにとって一番大きな要因は何かというと、実は環境問題なんです。もう一つ言えば、埋蔵文化財リスクというものもあるんですけども、今は環境問題ということに皆さん神経質になっておられます。ということは、環境面に不安があったら動かないんですね。正直申し上げて私どもの方には開発型の証券化ということで、かなりのご相談があります。もうじき建築確認がとれるんです、もう土地を取得しちゃったんです、これでいきたいんですという話がよくあるんですね。そこで私どもからの願いは、ではお買いになられた土地、そこに環境問題がないかどうかお調べくださいとなるわけです。まず土壤調査をしてくださいね、それから排煙だとか、あるいは騒音だとか、そういうものはありませんか。特に住宅地の場合だったらこういう調査をするわけですね。

そうすると土壤にへんてこりんなものが入っているというケースがやっぱりあるんですね。ご相談を受けたもので、そういう環境調査をしていただきまして、有害物質が出たというんで止まっちゃったケースがあります。除去するのか除去しないのか、除去代がかかる、かからないという問題もあります。それから瑕疵担保だということで売主さんの方に買い戻してちょうだいというような格好もあるわけですね。そうすると、ここでいやいや、おまえさん買ったんだから、残りの残金早々と払えよとか、そういう問題が出てくるケースもあるんですね。ですから環境問題というのは、買ってから調べるのではなくて、お買い

になる前にきちんと調べておいていただかなければいけないわけですね。

それから建物が竣工するか、こちらの問題もあります。想定されているものが想定されている時期に引き渡しを受けないと、賃貸に回すこともできませんし、分譲であれば売ることできません。これがいわゆる完成リスクです。

この建物が竣工するかということにも絡むんですけども、土地の取得の段階でも実はトラブっているものがありまして、もうじき全部地上げが完成する、だから前もって証券化の形をつくっておきたいんだというご相談があるんですね。ところがいつまでたってもそれから進まない。どうしているんですかと聞いたら、いや、最後に残っている人がなかなかうんと言わないんだよねというんですね。6カ月以上止まっているのもあるんですね。そうなってくると、市場環境が変わってきますから、プロジェクトそのものの見直しにまでいかざるを得ないと思っています。これまではじっていた採算性評価のやり直しになっちゃうわけです。ですから、本当に地べたがきちんと取得できていないとやはり難しいなという感じがすごくあるんです。

それから経済的なリスクですけども、これは本当に収益性が確保できるかです。今申し上げたような例えば地べたがどうしても取得できなくて、地べたを縮小した格好でやろうと思ったら収益性については、もう一回やり直しをしなければいけないわけですね。それから経済的なリスクの2番目は、本当に売れるかです。証券の場合は残念ながら最後の償還期日に元本を返さなければいけません。この元本といいますのは賃貸に回してその賃料で返せるかということと短期間では返せないんですね。ほとんど売却に依存するしかないわけです。ということは、売れるかどうかということです。売れるかどうかということは、実は出口戦略をどうしますかということです。一旦、施工主の方から買ってくれる方に売り払って、買ってくれる方はそれを賃貸に回すのか、そうじゃなくて、つくった方が引き続き賃貸に回すのか。賃貸をしてそれから売却ということになるでしょうから、出口が先に延びるんですね。期間も長くなる、賃貸の状況によっては売れる価格も違ってくるということで、リスクが大きくなっちゃうんですね。プロジェクトそのものの採算性をはじく場合、かなりリスクファクターを大きく見て、すなわち下ぶれの可能性やや大だなというぐあいに見ざるを得ないわけです。

そこで資料5ページ目ですが、ここでもまた成功するか、しないかのポイントということで、一応黒丸四つ挙げてあります。最初は完成リスクをどれだけ小さくできるか、当たり前のことですね。それから2番目が換価リスクの小さい事業を対象にしているかです。すなわち売れるかどうか、売れるようなものをやろうとしているかどうかということです。3番目はデット、すなわち金利を払わなければいけないような金の割合をできるだけ小さくすることです。それから4番目、工事が予定どおり竣工できるように施工管理とか監督できるようになっているかどうかです。2番目の換価リスクがどの程度かということは、実は市場調査をやってみなければわからないんですね。その市場調査も今を前提にして将来を予測しますから、非常に振れが大きくなります。振れが大きくなるということは、う

まくいった場合はこの程度でしょう、万が一の場合はこの程度でしょう、中間はこの程度かな。こんな状態だとすると、少なくともデベロッパーさんがお考えになっていらっしゃるプロジェクトの採算性というのは、うまくいった場合の上限から下限までの間に入っていないといけないわけです。ということは、デベロッパーさんがこの程度の事業にしたい、収益を見込んでこの程度でちゃんと売れるでしょうというぐあいにお考えになっていらっしゃるだとすると、これが私どもが調べた上限、下限の中に入っていれば問題を起こさないんです。あるいは入ってなくてもデベロッパーさんとしての収益を放棄していただくくらいの値引き販売をすればこの範囲におさまるというんだったら、まあまあなんです。ところが、デベロッパーさんとしての収益を放棄していただいても、範囲の中に入らないと、これはまずいわけです。実際そうなったケースがあるんです。私どもの方で、これはどうなさいますかと申し上げたんです。どうなさいますかということは、もう一度プロジェクトそのものをお考えいただけませんかということだったんですが、そのまま消えちゃったわけです。おまえの調べ方が余りにも酷だから、そうなったんじゃないかと言われるれば、それもそうかもしれないけれども、一応消えちゃったんです。

これを調べていただいたのは、同業のデベさんです。私どもはデベ事業なんてやったことないです。私の経歴は先ほど紹介の方がおっしゃられたとおり銀行へ入って、確かに不動産会社にも出向で行っていましたが、シンクタンクにもいましたし、格付ということもやっていますけれど、開発や販売はやったことがないんです、わからないわけです。わからないので、一番わかる方はだれかということで、その地域で同じような事業をなさっておられる方にマーケットリサーチというのをお願いするんです。そうすると、当然競合相手とかライバル会社になってくる可能性がありますから、これはご了解をいただきます。この方々に調べていただこうと思いますが、よろしゅうございますかと。調べていただいて結構ですよということならば、マーケットリサーチだけやっていただくわけです。それでデベさんが考えておられるプロジェクトと、それからそういう方々にお願いしたプロジェクトの市場調査が、こうなってきたとき（プロジェクト金額が市場調査の上限を超えてしまった場合）私どもではどちらがより妥当性があるかと考えざるを得ないんです。そうすると中身を見て、やっぱりこれはちょっと値付けが異常かもしれないよね、あるいは間取りの状態ってちょっとおかしいんじゃない、あるいは日当たりの関係もおかしいんじゃないとなってくると、どうもやっぱりデベさんが言っている採算性は無理だよとなって、お考え直してくださいとなるんです。

逆のケースもないことはないですよ。調べちゃったらデベさんのプロジェクトの方が下で、私どもの調査範囲が上になってしまったケースがあるんです。こうなったときに、デベさんに聞いたんです、本当と言って。これはやれるはずなんですけれども、なぜか知りませんが、これも止まっています。おれたちひょっとして安く売ろうと思っていたのかなというのを恐らくお考えになって、再度調整なさっているのかなと思うんですけれども、とにかくいろいろなケースがあるんです。ただ両方で差があり過ぎると、どっち

も疑いの目なんですね。これは本当によくわからないんですね。

一応四つのもを申し上げましたけれども、ではリスクヘッジできるかです。環境問題というのは調べてみなければわかりませんから、万が一のときは保険をかければいいたろうということになるんですが、保険料がどの程度になるかによってリスクヘッジの可能性が大きく違ってきます。そうすると一番いいヘッジ方法は何かといたら、地べたを買う前に徹底的に調べることです。これしかもう手がないですね。サンプリング調査をしていただいて、へんてこりんな化学物質とか重金属が出ないか、これはもう調べておいていただくしか手がない。

2番目のでき上がるかどうかということですが、これは正直申し上げれば、やはりスーパーゼネコンさんをお願いする方が私ども安心します。安心をするんですけれども、建物の大きさとか請負契約の代金によって、スーパーゼネコンさんが引き受けてくださるかどうかがよくわからないんです。それでデベロッパーさんも、ここはさすが商売をなさっている方だと思うんですけれども、小さい物件であれば、小さなデベさんをつついて、より安くさせた方がいいとやっぱり思っているんです。そうすると私どもは、そういう小さなゼネコンさんとか建設会社さんということになってくると信用調査をしなければいけない。これは当然やるわけですが、1社だけだったらどうも不安よねという話なんですね。そうすると、ジョイントベンチャーを組んでいただくとか、そうじゃなかったら重畳的な債務引き受けというような、こんなケースも考えなければいけないわけです。完工保険というのをかけていただくのが一番いいんですけれども、先ほど申し上げたとおり完工保険の保険料がやちゃめちゃ高いんです。国とか県とか市とか、いわゆる官が行う工事であれば保険をかけるというのは、これは当たり前になっているかもしれませんが、民間の場合で完工保険をつけるといったとすると、この保険料というのはやちゃめちゃ高いんですね。そうすると保険に頼るといのは採算性を考えたとしても動かないとなっちゃうんですね。ではどうするということになるわけです。本来、保険をかけていただきたいのはやまやまなんですけど、やはり落とすところはジョイントベンチャーを組んでいただくのか、数社さんで重畳的な債務契約をしていただくのか、このあたりぐらいしか手がないという感じですね。それから嫌なのは、建築途中の自然災害です。日本の場合、一番嫌なのは何といっても地震なんです。この前、台湾で地震があったときに皆さんもテレビでごらんになったと思いますけれど、ビルの上にあった建設中のクレーンが落ちて途中の階をぶっ壊してしまっていて、さらに地べたに落ちてしまっていて、そこを走っていた車をぶっつぶしてしまっていて、中にいらっした方が亡くなってしまった。そうすると、こういうものについても保険でカバーしていただくしか手がないのではないかと。建工保険とか建築工事保険とかというのがあるそうですから、これでカバーしていただければ一番いいわけです。

ところがもう一つ、証券化の場合は瑕疵担保も必要になってくるんですね。なぜかというところ、売主はSPCです、特別目的会社であったり特定目的会社であったりするわけですが

れども、開発物件が売れてしまうと清算されてなくなってしまうんですね、売主さんがいなくなっちゃうんです。売主さんがいなくなる、そこまではいいんです。ではそのときに販売代理をしていただく方、普通はこれまでの施主であったデベさんがおやりになるわけですが、このデベさんに万が一のことがあってしまったらどうするの、だれが瑕疵担保を負ってくれるのと、このリスクがあるわけです。どうせできているんだから、最後は製造物責任でゼネコンさんにいけばいいじゃないのとなるんですけれども、しかし当然、お買いになった方には、ゼネコンさんから実際に償いを受けることができるまでの間のリスクってあるわけですね。この間の瑕疵担保をカバーしていただくようなことも考えなければいけないわけです。

それから、換価ができるかどうかということになるんですけれども、実はこの換価の可能性が本当はプロジェクトを実行に移すのか、やめるのかを決めるスイッチになるんですね。これくらいで売れるだろう、でも本当かなというんで、もう一回換価の可能性をはじいてみたら、やっぱりこれではできない。やめようというケースも出るわけです。それから逆のケースであれば適正マージンを確保するには低過ぎる価格で売ることになりますが、これではまずいですから、もう一回プロジェクトを見直さなければいけない。だから本当にこのプロジェクトを計画どおり行うのか、見直しをするのかというのは、この換価の可能性がどうか、どの程度で売れるのか、資金はどの程度回収できるのか、これが決め手になるわけです。

ではこれを一体だれに頼むのということが次に出てくるわけです。そうすると先ほど申し上げたとおり、その市場を一番よく知っている方に頼むのがいいということで、私どもはライバル会社さんであるデベさんに頼んだり、建設会社さんをお願いするわけです。では、鑑定士さんに頼めるかとなると、正直申し上げますと鑑定士さんには頼めないかもしれないなと思っているんですね、今は。鑑定士さんの手法の中に開発法という手法があります。しかし、これだけではどうも不十分だなという感じがしています。

昔一つだけ鑑定士さんをお願いしたのがあるんです。これは、今公表されているから申し上げてもいいんだと思うんですが、アサヒビールさんの大森工場、これを証券化したんですね。アサヒビールさんは新工場へ移転されることが決まっていて、それまで操業しますが、それ以降は工場を壊して更地にして売りますよ。この売却代金で償還しますよというケースなんですね。当然、今、物があるわけですが、目の前に見えているものを評価してもらおうというんじゃなくて、地べたとして一体どの程度で売れるかという評価をやってもらったわけですが、ここに出てきたのが開発法だったんですね。

ここでおもしろかったのは、二つの評価をとったんですけれども、二つの評価ともでき上がると想定していたのはマンションだったんです。そのマンションの戸数も二つともほぼ似たようなもので、金額もほぼ似たようなものでした。ただ、でき上がるものの形が違っていたんです。片方は4棟縦に並べるというもの、もう一つは並べ方がちょっと違ったんですけれども、とりあえずでき上がるものは同じになっちゃった。私どもも現場を見にい

ったんですが、周囲のあちこちにマンションができていましたし、これはやっぱりマンションだわなと、こう思ったわけです。ただ、私どもでは周辺事例を山ほど持ってきてくれと頼んだんです。今売れているものだけでなく5年程度さかのぼってどの程度で売買事例があったのかを集めてもらったんです。そして、平米あたりの販売単価を比べてみると、なるほど幅がありますけれど、両方とも事例の範囲の中間よりもやや下ぐらいかなと、こんな評価だったんですね。

これは偶然いっぱい事例を持ってきてもらって、その中で落ち着いたんで、納得しているんですけど、今の状態、やや私も進歩しましたから、進歩している状態から考えると、マーケットリサーチとしてはもう少し突っ込むべきだったなという反省はあります。そうすると、次はマーケットリサーチってだれにやってもらうのとなるわけですね。鑑定士さんって自分自身でマーケットリサーチをおやりになる方もいらっしゃるかもしれませんが、ほとんどの場合はマーケットリサーチって外注ですよ。ということは、外注を受ける方々が本当に信頼できるかどうかということです。シンクタンクであったり、同じような事業をなさって、同じようなそういう事業の採算性をはじいていらっしゃる方に聞いちゃうのが一番いいだろうということになるんですね。それで先ほど申し上げたとおり、私どもは今幾つかの調査をしていますけれども、それはその場所で同じような事業をなさっていらっしゃる方にマーケットリサーチをお願いして、それに基づいて意見としての上限価格と下限価格を出していただいているわけです。ではこの上限価格と下限価格をどこまで信じるかですが、私どもの方で中身を読んでみて、考えるわけです。そして私どもとしての査定価格を決めることになります。今ですとエクセルだか何かのスプレッドシートを使って計算するわけです。その結果を今度はデベさんが考えておられるものと比較してみるわけです。

ところが、そうなってくるとデータの出所が問題になるんですね。信頼できるデータをどこまでとれるかなんです。出所が同じデータをどう加工したかになると、単なる加工のやり方の違い、料理の違いだけになっちゃうんです。それでも違った料理が出てくるから味わい方が違っていいんですけども、できれば違ったデータを使ってほしいなと思っているわけです。そうすると片方は、オフィスだったら生駒に頼もうとか、あるいは三鬼商事に頼もうかということもあるでしょうし、他方はどこかの銀行系あるいは証券系のシンクタンクに頼もうとか、あるいはコンサル会社に頼んでやってもらおうかと、そういうケースもあるわけですよ。調べ上げなければいけないのは何かというと、もしオフィスだとすると予定地が本当にオフィスとして使っていけるの、可能性はどうか、それから他の地域との競合、いろいろなものが次々できると、競合関係はどうか、そのあたりを調べてもらうわけですね。商業施設だったら、後背地はどうか、後背地の人口動態はどうか、でき上がるものももし都心部の方の吸引力が強かったら、ひょっとしたらこれが交通の便がよくなったら都心部にどの程度逃げるの。逆にいうと都心部から呼び込めるの、その可能性はどの程度かなんていうことをやってもらうわけですね。住居系も

多分それと同じようなことをするわけです。しこたま調べるんですけどリスクヘッジにならないんです。というか、これはしこたま調べるのが多分リスクヘッジなんですね。ところが調べるためには金がかかるんです。これは9ページ目ですけども、いろいろ調べるともう金がかかって金がかかってしょうがないわけです。ここで考えていただきたいんですけども、環境問題では恐らくデベロッパーさんご自身がご自分の事業としておやりになる場合でも、調べ上げるしか手がないはずなんです。これは証券化であろうとご自分の事業としておやりになる場合であろうと調べなければいけない、調べるためのお金をかけることについては大差はないと思います、多分同じだと思います。

では2番目、換価見込額の市場調査はどうするかです。なるほどご自身でこれまでの経験がおりであれば、その経験を生かしていただくことはできるわけですね。でも幾らでこれまで売ってきたか、売れてきたかということはもうデータとして残っていますから、第三者の方々でもその実績値にはアクセス可能ですね。しかし、これからどうなのというときには、成功事例をベースにして採算をはじいていたとしたらひょっとしたら間違いかもしれません。これまでやってきたことがそっくりそのまま通じるということはないでしょうから、ご自分が持っているデータを第三者がどう評価するかを聞いておく必要があります。第三者の意見を求めるとするとお金がかかるんですね。でも、他人様の意見を求めなくてもおれたちが決めるんだから、これでいいやと思えば、なるほどその分の費用はかかりません。

建築に伴うコストなんですけれども、証券化の場合はヘッジというか、嫌なリスクを全部保険だとか保証だとか、あるいはお金を積んでおいていただいて、万が一に備えるということで二重三重のプロテクションをかけるわけです。ということは、この分野ではやたらとコストが高くなるわけですね。ではご自分でおやりになるときはどうかというと、この分って全部自分で飲んでおられるんです、みんなおなかの中に入っちゃっているわけです。だから、もしかするとおなかにあるものが溶けちゃって、0-157が出てくるかもしれないです。保険をかけておいて、これまで飲んでおられたものを外へお出しになったらどの程度のリスクを負担していたかがわかります。証券化の場合はそれが見えてくるわけですね。でも、飲んでいて構わないんだということであれば、証券化する必要はありません。あるいは、自分のマル秘の情報は抱え込んだままでいいというのであれば、それまでです。

それから、証券化は情報の公開を必要とします。なぜかといいますと、先ほど申し上げたとおり、皆様方ご自身がひょっとしたら証券を買えるかもしれないからです。情報開示といったときは、今の投資家にしか情報を開示する必要がないと思っていられるかもしれませんが、それはおかしいと思います。それだと、今の投資家さんから拡大していく余地がないんです。投資家の数をふやす、投資家層を厚くしていかないと、大きなリスクは引き受けてもらえませんが、大きなリスクを引き受けてもらうためには小口化しなければいけないんですが、小口化するということはたくさんのお客さんが要するという

ことです。そうすると今の投資家さんだけではなくて、投資家予備軍あるいは投資家となるべき候補の方々、その方々にも同じような情報が伝わらなければだめなんですね。ということは情報は公開をするんだ、手の内全部見せるんだという決断がまずありきじゃないと、証券化というのは成功しません。これが成功のポイントの一つです。

それから、今度は4番目として出口戦略と証券化の期間です。資料の10ページ目ですが、出口戦略は三つあります。一つは分譲・売却による出口です。でき上がったら第三者に売り払って売却代金で証券を償還するというのが1番目です。

2番目は、そのまま持ち続けて賃貸するという方法です。これはこれまでの不動産会社さんがおやりになってこられた方法だと思います。ご自分でおつくりになられて、そのまま賃貸に回す。つい最近のケースで言えば三菱地所さんの丸ビルができ上がって、地所さんはそのまま賃貸に回して保有なさっていく。では建設資金はどうかというと、コーポレート・ファイナンスでお借り入れになられたのかノンリコース・ローンでお借りになられたのか知りませんが、一応三菱地所さんとして金利を払い、弁済をしていくことになります。

3番目は、でき上がったらファンドに売り払ってしまうというやつです。要するにファンドに売り払ってしまって、ファンドはそれを収益物件として収益を稼いでファンドの投資家さんに配当していく。そうすると証券の方はファンドに売り払った段階でお金が入ってきますから、これで証券を償還しようというものです。売るということからすると、期間が短くなる。でも、賃貸をやってから売ろうと思うと長くなる。要するに1回戦と2回戦をダブルヘッダーでやろうと思うと期間が長くなる。1回戦で終わらそうと思ったら期間が短くなる。短くなるということは、実はリスクを抱え込んでいただく期間が短くなるわけですから、投資家の方々には説明がしやすいですし、わかっただきやすい。期間が長くなってくると、余計なことが起きてくる可能性、不確実性が増しますから、よりリスクファクター、先ほども申し上げましたけれど、下ぶれリスクをより大きく見ておかなければいけないということになります。

このあたりはもう11ページに入っちゃっていますけれども、分譲・売却がリスクが一番小さくて、2番目が分譲・売却して貸す、3番目が竣工後一定期間賃貸をして、それから売り払ってしまう、この順番ですね。2番目と3番目は売るんだったら同じじゃないかと思われるかもしれませんが、ファンドに売るということで約束ができていないかもしれませんが、価格までコミットしてもらえないものじゃないです。価格についてはあくまでもそのときの交渉事ですから、ファンドさんが本当にいいと思ったら高い値段で買ってくれるかもしれませんが、よくないと思ったら安くなるんですね。ということは、頭からとにかくこの価格で売るんだということをやっておいた方が、多分売れる可能性は高いんだろうなという気がします。

ではそんなものあるかとなると、恐らく分譲マンションの開発型というのが一番リスクは小さいんですね。2番目がオフィスビルとしてつくってファンドに買っていただく。3

番目がオフィスビルとしてつくって、そのままずっと貸してしばらく様子を見て、それから売るかと、このケースでしょうね。証券の場合ですけれども、とにかく賃貸に回すとしても、その後幾らで売れるかわからない。しかし、償還不足を避けなければいけない。償還不足を避けるということは、借入金の部分を小さくしなさいということです。株の部分を大きくして、借金を小さくする。一番いいのは、借金なんかやめて全部株でやることです。なぜかという、全部株にすると、その支払いはあるとき払いの催促なしですから、債務不履行に陥る可能性が非常に小さくなるわけですね。

では本当に株でやれるだけの金を集められるかという話です。これをどう集めるかということが今後の課題です。一番いいのはファンドでやっていただくケースだと思いますけれども、残念ながら今のところこういう開発型の方面に乗り出していこうというファンドさんってまだないんですね。というか、もしファンドさんが本当に開発にまで乗り出せるようになったときには、従来の不動産会社とどこが違うんですかという問題にけりをつけておく必要があると思います。今は投資法人といいますのは賃貸しかできませんから、単なる賃貸業者なんです。不動産会社さんはいかがでしょうかという、賃貸もできる、分譲もできる、開発もできる、みんなできちゃうわけですね。

ところが投資法人が開発までやって、そのまま保有して賃貸できるとなると、何々投資法人と何々不動産、何々地所さんというものの違いは何ですかということになります。同じになっちゃったら、二つ会社を持つ必要あるんですかということになります。この問題にけりをつけておかなければいけないと思うのです。ではけりをつける一番いい方法は何かなという、完全に資本関係を切ることじゃないかなと私は個人的に思っています。すなわち、今は投資法人というのはスポンサーとしての不動産会社さんなりがおつくりになっていますけれども、これの投資口というのを全部売却なさること、これが多分一番関係を切るということ、折り合いをつけるという点で合理的ではないかなという、そんな感じがしています。ということは、ひょっとしたら不動産会社さんはご自分のライバル会社をご自分でおつくりになったのかもしれませんが、では、ゼネコンが投資法人をつくったらどうだという話になるかもしれませんが、この場合ゼネコンさんが建築した物件を投資法人に持ってもらうことになるのかもしれませんが、ここに売るときの売却価格について透明性を確保するようにしないとイケなくなるんでしょうね、きっと。

次は12ページ目です。では開発に適した事業と不適切な事業ということなんですが、正直申し上げれば、もう換価できるかできないか、これにかかるわけですが。要するに、竣工後に換価・売却するものであっても、あるいは一定期間貸した後に換価・売却するものであっても、売れるかどうかについて不安があるものは対象としてはいけないんです。どうもこれは売れないとなったときには、対象とするのは避けるべきなんですね。どうも売れないよなというときは、証券化することをおやめになるのではなくて、さらに事業そのものをおやめになるとか見直しをするということをやっていただく必要があるわけですが。プロジェクトとして採算性が全然ないのにやってしまえということになっても、確かにで

きると思います、できますけれども全然金を生まない、金利の分だけ借金が膨れ上がるというケースになるわけです。だからこそ、金利がなければいいだろうという話になるわけですね。金利を生むものじゃなければいいんですけれども、ではそんなリスクをとるようなお金ってどの程度集まりますかということです。だから採算性のとれないようなものというのは、証券化にならないだけではなくて、プロジェクトそのものも見直していただいた方がいいわけです。

最近はPFI的なものにも非常にご関心が強いです。県とか市とかいろいろな工事をやらなければいけないんだけど、どうも予算の制約があるな、何とかならないのかなという、そういう考え方がかなり強くなっているやに聞いています。このPFIでもなるほどゼネコンさんに代金さえ払えば、つくっていただけます。でもでき上がったものをどうやって維持管理していくのか、使っていただく方がいなくても劣化していきますから、どうやって劣化を防ぐのかという話です。劣化を防ぐためにはお金が要るんです。このお金はどこから持ってくるんですかということです。PFIというのはご存じのとおりプライベート・ファイナンス・イニシアティブということですから、プライベート、民の力を使うということになっているんですが、第三セクターのような、これまでのような民と官それぞれがもたれ合いの構造では、PFIは動かないんです。そもそもスタートの段階で、民と官はお互いのリスク分野を明確に定めて、おれたちはこれ以上リスクとらないよ、おれたちのリスクもこれが限度だよということをそれぞれ決めるんですね。だから官がいるからといって民は甘えちゃいけないんです。官も失敗してしまったら民に、おまえさんたちできなかつたら金突っ込めよということじゃないんですね。民の方は、どうしてもこれは成功させなければいけないと思ったら金を突っ込むかもしれませんけれども、それはご自分の事業としてきちんとした決裁を受けておかなければいけないわけです。だからPFIだから何でもかんでもやってもいいということにはならないんです。ましてや、これを証券化にしようと思ったら、絶対やっちゃいけないんですね。

証券化といいますのは、とにかく打ち出の小槌ではないんです。極めて経済効率性を追及するものなんです。そして、これまで見えていなかったリスクを白日のもとにさらすようなものなんです。ノンリコース・ローンの場合は、金融機関との相対ですから、やや白日にさらす度合いは少ないことは事実です。しかし、これも先ほど申し上げたとおりノンリコース・ローンもより小口化して、より多くの金融機関の方に加わっていただくようになったら、もっともって白日のもとに出さなければならないでしょう。

それともう一つ、ノンリコース・ローンは、大体銀行とデベさんとの間で相対でやられるケースが多いんですね。そうするとデベさんご自身がこの事業をやりますよということでノンリコース・ローンを引くことは可能なんですけれども、デベさんがもしほかの事業とか、ほかの債務で債務不履行を起こしたら、このノンリコース・ローンは影響を受けないんですかというのと、影響を受けるんです。これはクロスデフォルト効果というんですけれども、それぞれの債務は別の債務が不履行になったときには、期限の利益を失って、直

ちに債務の履行を求められるようになるんです。そんな条件つけなければいいだろうと思われるかもしれませんが、ノンリコース・ローンの場合は、クロスデフォルト条件というのは多分不可欠です。それはなぜかといいますと、金融機関はノンリコース・ローンでデベさんにお金を貸しているんですが、このデベさんがほかの債務で債務不履行になっちゃえば、もうこの事業を継続していける能力を失うわけです。例えばマンション開発事業を継続していく能力を失うわけです。オフィスをつくっていこうという能力を失うわけです、できなくなるわけです。そうすると、かわりのデベさんをつかまえてきて、この事業をやってねと頼まない限り無理なんですね。

ではほかのローンはどうだ、ほかのローンはこのノンリコース・ローンがだめになったからといってだめにする必要があるかという、これはないんです。この事業だけつぶせばいいです。だからノンリコース・ローン以外のローンはクロスデフォルトにさせる必要はないんですが、ノンリコース・ローンというのはほかの債務とは必ずクロスデフォルトにしなければだめなんです。そうすると、デベさんリスクを引きずる可能性が出てくる。ではそれだったら間にSPCを置けばいいだろうと、なるほどSPCを置いてここを施主にして、ここにノンリコース・ローンをかけて、先ほど図で見ていただいたとおり、こういう格好にすればクロスデフォルトは働かないんです。働かないんですが、ではこのデベさんつぶれたらどうなのとなってくると、先ほどの図1で見ていただいたとおりバックアップデベさんというのが必要になってくる。デベさんの受託業務をそのまま引き継いで、分譲であれば販売代理をやってくれるような、あるいは賃貸であれば賃貸の代理人をやってくれるような、そういう人が必要になってくる。そこまでの手当てをしなさいということなんです。これまでだったら、そんなもの必要なかったよということなんです。白日のもとにさらすということは、そのリスクまで全部見込んで収益の採算性をはじいておいてくださいねという意味なんですね。

だから、そんな七面倒くさいことを言っておれたちのノウハウ、マル秘情報を全部さらさなければいけないんだったらやらないよというんでしたら、それはおやめになった方がいい。格付会社が、まずそれだったらおやめになった方がいいという人はどれくらいいるか知りませんが、私だったらおやめくださいと申し上げます。商売にならないじゃないか、おまえは商売気のないやつだと言われるかもしれませんが、格付を出してしまうと責任を引きずるんですね。そういう不安のあるような責任というのは、正直申し上げると余り引きずりたくないんです。だから今までもいっぱいやりましたが、もう嫌というほど責任を引きずっています。ただし、格付会社というのはそれだからといって損害賠償を請求したって、損害賠償に耐えられるだけの財産を持っていないんです。何があるかということ人間しかいないんです。あとはせいぜい小規模資産ぐらいしかないんです。だから損害賠償を云億円求められてしまったらどうするか。もうパンザイです。ということは、格付会社に損害賠償なんか求めたって余り意味がないということなんです。格付会社というのは道義的責任ばかり引きずっているわけです。道義的責任の方が、弁償するよりも気分的

には嫌ですね。そんなことをやっていますので、ひょっとするとわからないプロジェクトであればおやめいただく方が私は素直だと思います。

それで14ページ目、最後の成功するポイントです。まず情報公開ということが一つあります。それはデベさんご自身が開発型証券化に伴う対象事業の情報公開に積極的であって、それを行うということ、それを了解していること。これがまずは前提条件になると思います。いわゆるノウハウの流出、あるいはマル秘情報の漏出、こういうものを恐れているのであれば、そのデベさんは開発型の証券化というのはおやめになられた方がいいです。あるいは、せいぜい銀行との間のノンリコース・ローンにとどめておくことでしょね。

ただ、それでも銀行の方からもっともっと情報を出せと迫られてきたときにはどうするという問題があります。だったら最後は何か、コーポレート・ファイナンスでおやりになるんですね。これだったら企業としてのリスクになりますから。ところが、最近の銀行さんはリスクというものがわかるようになってきています。そういう事業をおやりになるとすると、この事業がだめになったときに、このデベさんへのインパクトはどの程度なのか、デベさんの財務内容が悪化するのどの程度なのか、それをお調べになります。ですからひょっとすると、これまでお借入れになっておられた金利よりも高い金利を要求されるケースって出てくるんですね。ですからコーポレート・ファイナンスだから従来と同じでいいということはありません。開発事業だとかプロジェクトをお考えだとして、このプロジェクトが成功すれば当然いい効果をもたらすんですが、失敗した場合のマイナス影響はどうかということを考えて金利、あるいは貸出条件をお決めになる、そういう傾向がどうも見えてきています。

それから、次は土地の取得がほぼ完了していて、建築確認が近々取得できる見込み、さらに近隣対策も終わっていれば一番いいんですけれども、もうほとんど終わっているような状態です。もう近々地べたの買収が全部終わると思っていたのが、最後のお一方お二方がこじれてしまって、延々と土地が取得できない状態になったとか、あるいは建築確認がどうも遅れそうだというケースも出てきています。そうすると予定どおり着工できないわけですから、予定どおりに竣工ができないかもしれない。というか、やや工事期間というか証券の場合は余裕期間を見てはいるんですけれども、その余裕期間がほとんどなくなってしまいうという非常に嫌な状態になってきますんで、こういう建築確認の時期が延びてしまうようなケースというのも望ましいものではないんです。

それから、14ページの黒丸四つですが、完成リスクを小さくできるかどうか、換価リスクが小さい事業を対象にしているのか、デット、借金に依存した資金調達をどれだけ小さくできているか、それから工事が予定どおりに竣工できるようにちゃんと管理監督されているかです。これは何かというと、結局完成リスクと換価処分リスクを小さくすることにつながるわけです。そして、極力リスクのあらわれ方、顕在化を小さくするためにはどうすればいいかということ、とにかく調べて調べて手間暇かけて、金かけて調べ上げるしか手がない。要するに、これまでは全部ご自分のリスクでおやりになっていて、こん

なこと言われたことないよとか、そんな面倒くさいんだったらやめるとおっしゃる方々がいらっしゃるかもしれませんが、それはリスクをご自分でおなかの中に飲んでいらっしゃるんですね。それが溶けてしまって、そのリスクが顕在化したときには、腹痛を起こします。あるいはひよっとしたら毒素になるかもしれません。リスクヘッジができなくて飲まざるを得なかったのかもしれませんが、多くの場合これまでご自分に帰属するリスクとリターンとの関係がおわかりになっていなかったのではないのでしょうか。ですから、こんなに大きなリスクを抱えてなんだこんなに低マージンだったのかということになるかもしれない。これは余りよくないわけです。だったら思い切ってリスクを全部外へ出してしまって、引き受けるリスクに見合うだけの収益を得た方がいいはずなんです。見えないリスクがあるにもかかわらず、儲かった儲かったというよりは、リスクを明確にして、ああこれだけのリスクで、このリスクからすると、かなりいいリターンなんだと納得ができるんなら、多分その方がいいんじゃないかなと思います。

それから、次に最後の15ページ目ですけれども、あと二つしか項目がないんですが、デットの部分の資金調達というのをできれば小さくして、より大きなリスクを負担してくれるエクイティ、いわゆる株の部分だとか出資の部分だとか、それを大きくした方がいいわけです。ところが、ここを余り大きくするとどういう問題が出てくるかということ、オフバランスになるかならないかということが出てくるんですね。会計士さんがこれまでおっしゃっておられるのは、オーナーさんが自己の物件を証券化をしても、5%までそのリスクをとるんなら、オフバランスを認めるよというものです。ところが他人のものを引き取って、あるいはこれから行う事業についてのリスクにまでこれが適用されるかどうかということになってくると、よくわからない。どうも厳格にお考えになられる会計士さんは、他人様のものであろうと、これから行う事業であらうと5%なんだということをおっしゃいます。別の会計士さんは、いや、他人のものなんだから、これは全く別のリスクだから、これまでのリスクを抱えていたことにならないんだから、これは5%じゃなくてもいいんじゃないかと言われる方もいらっしゃいます。このあたりはどうなのかよくわかりません、正直な話。考え方がまだ統一されていないような気がします。私自身は5%という数字そのものに非常にあいまい性を感じていますので、何で5%なのかよくわからないんです。開発型の場合は、オリジネーターのバランスシートの中にはなかったわけですから、5%にこだわる必要はないと私自身は思っています。

では、どうやってオリジネーター負担分以外のエクイティと言われている部分を確保していくんだということですが、ひよっとしたらデベさん相互が共同事業でお互いシェアを決めてやろうよということになさるのか、それとも、あなたが主体の事業に私も協力しますから、あなたも私の事業に協力してくださいと、こういうケースも出てくるかもしれません。ところが、これも今はだめと言われているんですね。やった人がいるかどうか知りませんが、そうすると3社間でやったらどうか、A、B、CがいてAがBに協力し、BがCに協力して、CはAに協力すれば関係ないだろうという話になるかもしれません。

ところが三つまとめてみると、これもやっぱりだめになるんでしょうね。このあたり、もう少し議論が出てくるでしょう。

それから開発型の場合ですが、とにかく証券であろうがノンリコースであろうが、開発事業がリスクの根源にありますので、お金をお出しになる方というのはデベロッパさんと共同で事業をしていくという性格が非常に強くなってきます。ですから、デベさんご自身もコーポレート・ファイナンスのときは自分の貸借対照表とか決算報告だけで済んでいたものが、事業そのものについて明確な説明が要りますし、事業の採算性についても説明が要りますし、事業の途中経過についての説明が必要になってくるんです。継続的に説明を続けていかなければいけない。そんな七面倒くさいことはやりたくないと言われるのであれば、何度も申し上げますが、証券化というのはおやめになった方がいいですし、せいぜいノンリコース・ローンでとどめた方がいいです。ノンリコース・ローンでも七面倒くさいことを言われる可能性があるんだったら、もうやめたということであればコーポレート・ファイナンスです。しかし、こういう事業のための資金だよということになれば、繰り返しになりますけれども、やはり金融機関の方も事業がだめになったときの影響度はどの程度だろうかということを考えて、金利の条件、貸し出しの条件を決めてくるようになっていますので、このような状況にデベさんご自身が対応していかなければいけないのではないかなと、そういう感じを持っております。

とりあえず、私の話はここまでといたしまして、まだお時間が30分ほどございますので、ご質問をいただきまして、あるいはこのあたりについて何か補充説明をしろというのがあれば、補充説明を申し上げたいなというぐあいに思います。

追加でちょっと申し上げますと、既存の不動産の証券化ですと、外資系の格付会社さんはトリプルAなんていうものをお出しになっていますが、私自身は既存の物件でもトリプルAつけたことないんです。これまでにトリプルAをつけてもよかったかなと思ったのは一つだけです。外資系の方々が何であんなに簡単にトリプルAをお出しになるのか、ちょっとわかりません。

もう一つ申し上げますと、私自身が格付にどの程度の自信を持ってつけているか、どの程度自分がこれは正しいというか、これは適正だなと思ってつけているかですが自信度はせいぜいで70%から上限は80%程度だと思っています。ということは、残りはひょっとしたらもう少し下につけるべきだったかもしれないな、あるいはひょっとするともうちょっと上だったかもしれないなというぐあいに思っているわけです。決して100点満点の格付をしているわけではありません。

格付というのはいろいろな見方もありますし、いろいろな重視しなければいけないポイントもあります。ですから、互いにずれていてもおかしくはないと思っています。ずれていておかしくないわけですから、格付の言うことそのものを鵜のみにされるのではなくて、やっぱりご自分で疑ってみていただくのが一番いいなと思っています。最近、あちらこちらで申し上げますのは、格付は信じるよりはまず疑えと。格付は信じちゃ困りますよ

と、信じていただくのはうれしいんですが、信じていただくよりは疑っていただいた方がうれしいですよというぐあいに申し上げます。では疑って疑って信じなくて、それでおれたちが投資をやめればいいのかと言われると、疑って疑って投資をおやめになるのであれば、それも一種の決断です。疑って疑って、うん、それでもこいつらの言っている格付だったら納得できるなということで投資をおやりになるのであれば、それも一つの決断です。おやめになるにしろ、ご投資をなさるにしろ、そこから出てくる結果については自己責任として引き受けていただかなければいけないと思っています。ですから格付機関が行っているものは、決してこれで信じてくださいということではなくて、常に意見ですので、ご自分の決断をなさるときの参考意見としてお使いくださいというのが関の山です。それでも権威だけが高いですから、極めて取り扱いに苦労する組織体ではあると思います。

変な話ですが、私が銀行にいるときは財務担当の常務さんとか、財務担当役員の方なんかにお会いできたことは一度もないです。格付機関の場合は、どんなペイペイが行っても財務担当役員が出てくるんですね。社長さんとか、あるいはそれ以外の代表取締役の方々にも平気の平左で会えるわけです。このあたりは何か新聞記者さんとよく似ているのかもしれないけれども、その点からすると非常に格付機関というのは傲慢になっちゃうんですね。傲慢になると、先ほど申し上げたとおり非常に疑い深くて性格が悪い人間になるんです。だからその点を斟酌していただいて、だったら性格の悪い人間の言っていることなんだから徹底的に疑ってしまえと。そう思っていただいたら、多分格付というものをこれほどまでに信頼するという傾向はなくなるのかもしれない。資本主義の権化のようなものかもしれないけれども、だからといって格付を信じて、格付が幅をきかせているというのはどうも私はその中にいますけれど居心地が悪くて悪くてしょうがないですね。ですから、このあたりは皆さんが本当に格付というのはどういうものか、信じるのか疑うのか。疑って疑ってそれでもなるほどこいつの言っていることは信頼できるなと思ったら使っていただければいいですし、そうすると一つではなくて、やっぱり二つ三つの格付の意見というのを聞いてみる必要があるんです。単独格付になっているものというのは、疑っていただく必要があるんです。有無を言わず疑っていただいた方がいいと思っています。ところが問題は何かというと格付の費用って高いんですよ。特に外資系って高いんですよ。私ども日系は両方ともそんなに高くないんですけども、外資系ってやちゃめちゃ高いんですよ。だから、もう少し格付の費用が安くなると、恐らく投資家の方々は格付の意見を比較するということができないのかもしれない。そうなってくると、ますます格付って威張っちゃいけないなというぐあいに思っています。

ですから、きょう皆さんここで私のお話を聞いていただきましたけれども、まあまあ疑っていいんだったら全部忘れてもいいやと思われるのであれば、一つだけ覚えて帰ってください。格付は信じるなと、これだけ。

ご清聴ありがとうございました。

