

講演会参加者 御中

開発型証券化成功のためのポイント

< 内容 >

1. 開発型不動産証券化が求められる背景
2. 基本的なストラクチャーと組成の際の留意点
3. 開発型証券化におけるリスク分析とそのヘッジ方法
4. 証券化の出口戦略および証券化の期間
5. 開発型証券化に適した事業と不適切な事業
6. 開発型証券化が成功するポイント

平成14年9月11日(水)

主催：財団法人 土地総合研究所

作成者：三國 仁司

日本格付研究所 アドバイザー

1. 開発型不動産証券化が求められる背景

不動産は利用しなければ価値を生み出さない



価値を生み出せるようにするには、不動産開発（再開発を含む）が必要

しかし、そのためには資金が必要・不可欠

不動産開発資金をどのようにして調達するか（？）



既に出来上がっている不動産物件とは異なり、不動産開発の場合は

- ①物件が想定されているとおりに出来上がるか、
 - ②想定されている時期に完成するか、
 - ③完成後、想定されているとおりの収益（もしくはそれ以上）を生み出すことができるか、
 - ④そのような収益に基づいて想定されているような価格（もしくはそれ以上）で換価（もしくはリファイナンス）することができるか
- というリスクを負うことになる

開発対象物件を竣工後売却するのか、それとも収益物件として確保していくのかで、事業リスクの負担は異なってくる



竣工後ただちに売却するのであれば上記の①、②と④のリスクを、収益物件として確保していくのであれば、上記①～④の全リスクを負担することになる

既存物件に対するアセット・ファイナンス（証券化やノンリコース・ローンが含まれる）と比べても、資金提供者の負担するリスクはかなり大きくなる

資金調達をコーポレート・ファイナンス（用語解説－その1を参照）で行うか、それともアセット・ファイナンス（用語解説－その1を参照）で行うか（？）



金融機関は不良債権処理によってリスク負担能力を失いつつあり、しかもコーポレート・ファイナンスよりもリスクが大きくなるファイナンス案件を引き受けるには力不足の感あり

そうだとすれば、リスク分散最優先であり、そのようにして分散されたものの一部を引き受けるということになる

金融機関にとって、ファイナンスの安全性を重視するのであれば、実はコーポレート・ファイナンスの方がよい



ノンリコース条件（「ノンリコース」については、用語解説－その2を参照）では、利払い・償還（返済を含む）を求めていくことのできる対象が特定されてしまい、特定された対象を換価した後に債務が残ってしまうと、貸倒償却をしなければならない

アセット・ファイナンスにはノンリコース条件が課されるため、貸倒償却の可能性が高くなるが、その見返りとしてコーポレートファイナンスよりも高い金利を設定することができる



しかし、貸倒償却負担を小さくするためには、ファイナンスの全てを単独で行うよりはできるだけファイナンス金額を分散する必要がある
(=ファイナンス金額の小口化・分散化)

デベロッパーにとっては、社運をかけた不動産開発はできれば避けたいし、他の事業・部門への影響を少なくしたいところ



自らの生き残りとは業務拡大を同時に充足できるようにしたいのが本音

そこで、対象となる不動産開発事業を特定し、それ以外の一般財産に利払い・償還のための換価・処分を求められることがないようにしたいということになる

自らの生き残りのためには、コーポレート・ファイナンスよりもノンリコース条件の方が、好都合！



しかし、ノンリコース条件の方が、コーポレートファイナンスよりも借入金利が高くなるというデメリットあり！

それでも、”借入金利<対象事業の利益率”の関係にあるはずである

資金提供者側の資金提供に伴うリスクの分散要請と、デベロッパー側の求償に伴う対象の特定要請から、アセット・ファイナンスに注目が集まるようになってきた



アセット・ファイナンスは、ファイナンスの対象となったもの（担保物件であれ、事業であれ）だけに利払い・償還資金の抛り所を求め、それ以外のものには利払い・償還の履行を求めないという条件のファイナンス

それ故に、貸し手側の回収不安の代償として、金利は高く設定されることになる
(それでも、”借入金利<対象事業の利益率”の関係にある)

アセット・ファイナンスには、ノンリコース・ローンと証券化の二つの手法があり、リスク分散と調達資金コストの点で、これらを使い分けることができる



証券化の場合、外部の第三者の評価（たとえば、格付機関の格付け）が行われるために、リスク評価や投資の可否決定がしやすくなるという利点はあるが、最近ではノンリコース・ローンでも格付けを利用することが行われており、両者の差異はなくなりつつある

ただし、対象事業がデベロッパーから分離・独立しているかどうかと言う点（これを「倒産隔離」という）では、証券化の方が明確になる
(SPCではなく、デベロッパー向けにノンリコース・ローンの貸出が行われることがあるためである)

2. 基本的なストラクチャーと組成の際の留意点

証券化のストラクチャーは、基本的には、

- 資金調達
- 竣工に至るまでの資金支出
- 竣工後の換価（あるいは収益の獲得）

という3つの部分からなる（図表-1 および図表-2 を参照のこと）



3つの中では竣工するかどうかは何よりも重要であり、証券化による資金調達は工事が予定通りに行えるように準備が整った段階——予定どおりの竣工を目指した工事の着工が可能な段階——で、行われなければならない

証券化による資金調達を行うためには、着工までの必要手続がほぼ終了していなければならない



証券化による資金調達期間をできるだけ短縮するため

なぜなら、対象プロジェクトが竣工して実際に利用価値が得られるようになるまでは収入が無いにもかかわらず、利払い負担は残るからである

土地の取得資金を証券化で調達することは、かなり難しい（4ページ冒頭参照のこと）



土地の取得が未了の場合、取得完了までに思わぬ時間がかかってしまうかもしれない

これによって竣工時期が先に延びてしまうと、それだけ投資家に対する金利負担も嵩むし、換価リスクも大きくなる

開発型証券化の特長は、換価（あるいは収益の獲得）に至るまでは、収入ゼロだという点



従って、利払い資金は別途確保しておかなければならない

- 調達した資金の一部を利払いに充当せざるを得なくなるわけで、調達した資金をすべて開発事業のために使えるわけではない
- 証券化商品の償還までの期間が長くなるほど、利払い金に充当しなければならない部分が増加する

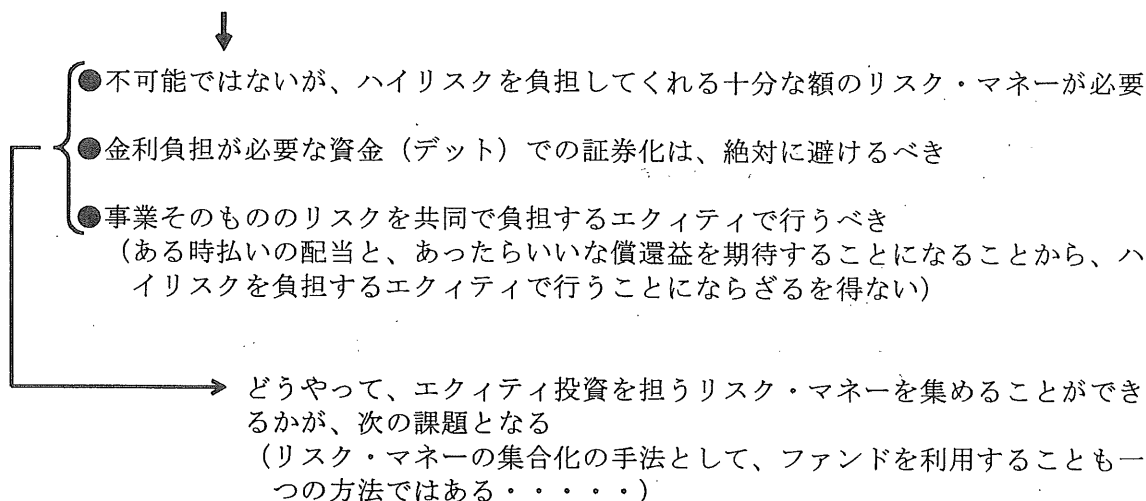
→ 期間短縮が必至となる！

土地取得資金を調達して竣工を目指すよりも、建物建設資金を調達してその竣工を目指す方が、期間短縮となる



竣工までの期間が短くなれば、それだけ投資家のリスク負担期間が短くなる

土地取得段階から、その資金調達を証券化の手法で行うことは不可能か (?)



実際の開発型証券化は、

- 土地取得が完了し、
 - しかも、建築確認を取得し、
 - 工事に伴う近隣対策がほぼ終了している、
- という段階でなければ行うべきではない

↓
成功のための、ポイントの一つ

期間の延長は、証券化のキャッシュフローにとってはマイナスであり（利払い負担の増加）、換価の可能性をより不明確なものとするかもしれない

デットによる調達を一部とはいえ組み入れるのであれば、このようになるだろう（しかし、裏返せば、全額をエクイティ調達とするのであれば、このような点を全て充足する必要はない、ということになる）

開発型証券化は、新たな価値部分を付加するという点で、既存物件の証券化とは大きく異なっている

↓
既存物件の証券化は、対象とした物件の「価値を維持する」ことに重点が置かれる

しかし、開発型の場合は、新たな価値部分を現実のものにして付加するという「積極的・能動的」なところに特色がある

証券化によって調達した資金は、そのような価値付加を行うことを前提としており、付加部分をふくめて対象資産全体の価値は、調達された資金全体とほぼ等価の関係にあるという点で、等価以上になることを目指す投資ファンドとは異なっている（等価とみなされる価値部分が、実際に想定通りになるかどうか、証券化元本の償還を左右する）

3. 開発型証券化におけるリスクとそのヘッジ方法

開発型証券化には

- そもそも対象物件が出来上がるかどうかというリスク (=完成リスク)
- それが想定していた以上の経済的な価値を有するかどうかというリスク (=経済的なリスク)

がある

完成リスクには、さらに2つの要素がある



- ①予定地に環境問題がないか
 - ～ プロジェクト施行地として、環境面に不安を惹起するようなことがないか、もし問題があると換価・経済的な価値に大きく影響してくる
- ②建物が竣工するか
 - ～ 建物が実際に竣工しなければ換価作業に移行することができない
既存物件の証券化とは、この点が大きく異なる大きなリスク

経済的なリスクにも、2つの要素がある



- ①想定していた以上の収益性を確保できるか
 - ～ 想定していたとおりの、もしくはそれ以上の経済的な価値を得られるか
これによって、次の換価・売却価値が影響される
 - ②換価できるか
 - ～ 想定していたとおりの、もしくはそれ以上の価格で換価・処分（または、リファイナンス）できるか
- 換価は、出口戦略によってかなり異なってくる

開発型証券化が成功するかしないかのポイントは、

- 完成リスクをどれだけ小さくすることができるか、
- 換価リスクの小さい事業を対象としているか、
- デットに依存した資金調達をどれだけ圧縮できるか、
- 工事が予定通りに竣工できるように施工管理・監督されるようになっているか、

等々によるだろう



開発事業対象地の取得と処分に問題がないこと、建設が予定通りの期間で終了して予定通りの品質を確保できるようになること、不動産の市場動向からして換価・処分に問題が無いと思われるものであり、これらに関する管理・監督が行われていてその裏付け調査が十分になされていること、そして万が一の場合に対応するためデットでの資金調達が極力圧縮されていること、までが含まれる

デベロッパーが、開発事業を行うに当たって市場調査を行い、採算性を評価して事業開始を決定するのと同じことが、より厳密に、より精細に行われていて、その内容に合理性と説得性が確保されていなければならない

開発対象地のリスクとしては、環境問題や埋蔵文化財の有無等々が考えられる



特に、最近では環境問題が注目されている

環境問題については、何はともあれ土地購入に当たってのデュー・ディリジェンスを徹底的に行うことである（「デュー・ディリジェンス」については、用語解説—その3を参照）



土地の取得は、土壌汚染の調査を行ってからとすべき
（万一の場合は、売り主の瑕疵担保責任に基づいて、売買契約を解除できるようにあらかじめ契約書で定めておくことが必要であろう）

地震の影響、風水害の影響、騒音、排煙・排気ガス等々の影響についても、綿密に調査しておくことである
（騒音や排煙・排気ガスの影響については、1日の変化だけでなく年変化も必要）

環境問題のリスクヘッジは、現状では非常に難しい



徹底的に開発予定地のデュー・ディリジェンスを行うしか良い方法はないため、費用は割高になっても、きちんとした調査を徹底して行ってくれることで定評のある業者に依頼した方がベターであろう

土壌汚染については、どのような汚染物質であれば除去が可能で、その費用がどの程度になるかも、あらかじめ把握しておいた方がよい

建物の完工リスクを小さくするためには、業務能力があり、かつ信用力の高い建設会社と請負契約を行った方がベター



建物の大きさや代金によっては、大手建設会社では引き受けてくれないかもしれない

そのような場合は、請負契約を複数の建設会社の共同事業体と行うようにし、建設会社相互に連帯債務を引き受けさせるようにしてもよい

それでも完工リスクの軽減策としては不十分であれば、完工保証やそのための保険を利用する必要が生じる



引き受けてくれる保証会社や保険会社があるか、また、その場合の保証料や保険料がどの程度になるかが、大きな問題

中小の建設会社に工事を請け負わせた方が、工事代金を抑えることができるため、事業総額を小さくして換価・処分リスクを小さくするという観点からは望ましいのだが、そもそも完工して引渡を受けることができなければ元も子もないことになる

建設会社の信用リスクと工事代金の抑制とを、どのようにバランスさせるか（?）

建築途中で、地震や風水害が発生した場合にそなえておくことも、必要



天変地異が発生したことによって工事中の建物が被害を受けてしまい、工事代金はその分上昇するかもしれない、このリスクをカバーすることが必要となる

建設会社、デベロッパー（あるいはSPC）が負担できないとしたら、保険を利用するしかない

では、どの程度の上昇を考えておく必要があるか



物件の規模にもよるし、建設対象地の天変地異発生の可能性にもよろう。
（20%程度の上昇を見込んでおくことが望ましいのだろうが、実際には保険料負担との関係および物件の規模によって決まってくるだろう）

保険会社にとっては、工事代金の上昇分がリスクということになるだろう

天変地異が発生することによる工事のストップと完工の遅延リスクも考えておかなければならない



竣工予定までには完工しないことがあるかもしれない

万一の場合に対応するため、天変地異による被害が発生した場合は、この場合に限って、証券化期間を延長できるようにしておく必要があるかもしれない
（最長は、それでも6ヶ月程度か）

建築が設計通りに行われて、その強度も設計通りに確保されているかどうかを担保するためには、頻繁に工事を監査する必要がある



手抜き工事を避けるためであり、建物をより長持ちさせて竣工後の修理・修繕費用が予想以上に大きくなるようにするためである

コンストラクション・マネージャーに監理・監督を業務委託しなければならない

これは、デベロッパーに行わせるだけでは不十分であり、第三者に行わせるようにしなければならない

（両者が共同して監理・監督を行うことでもよいかもしれない、ただし、どちらがその責任を負うかは明確に定めておかなければならない）

換価できるかどうか、そして、開発実行による収益を得ることができるかどうか、開発プロジェクトを実行に移すカギとなる



出来上がった物件が換価（あるいはリファイナンス）できるかどうかは、デベロッパー自身が開発プロジェクトの採算性を試算しているはずであり、これについての妥当性を徹底的に調査しなければならない

#だれに調査を依頼するか(？)



開発対象地の状況をよく知っているということでは、その地場の不動産鑑定士がまず候補となるが.....

通常の不動産鑑定にはなじまないし、それだけでは不十分

#鑑定「開発法」による評価だけでは不十分



開発対象地における予定物件についての市場調査を、様々な角度から行わなければならないし、それを裏付けるデータをそろえなければならない

その地域の同様の開発事業を手がけているデベロッパーに調査させたり、コンサルタントを利用するという方法との併用が望ましいだろう

(コンサルタントを利用する場合には、一カ所だけでは偏りがあるかもしれず、複数のものが必要になってこよう)

場合によっては、評価や鑑定とは全く別に、市場調査だけを行うことも必要であろう

#物件がまだ存在しないだけに、換価予想額は一定の幅を持つことは避けられない



換価見込額として考えればよく、その上限額と下限額を知ることが調査のそもそもの目的

デベロッパーの採算性を試算した換価見込額が、このような幅の中に納まっているかどうかを知ることが重要

(それが、市場調査に基づいて得られた価格幅の中に収まっていればその実現性を確認することができるが、幅を超えていれば採算性を甘く考えたプロジェクトになっているのではないか、という疑問が出てくるだろう)

換価見込額の幅がかなり広いとしたら、別の角度から再調査が必要となる

#データの信頼性は、どのようにして確保されるのか(？)



データの出所が1カ所では、信頼性に疑問が出てこよう

対象物件が

- オフィスであれば、予定地におけるオフィスとしての可能性・需要・他の地域や地区との競合関係等々を調査しなければならないし、
- 商業施設であれば、商業施設としての可能性と安定性、競合施設との関係、後背地の広がりや人口動向等々を調査しなければならないし、
- 住居系物件であれば、住宅地域としての的確性と安定性、生活施設や文化施設の充実度とそれらに対するアクセスの利便性等々についても調査しなければならない、

のだが、データに信頼感がないとしたら単一の調査だけでは不十分ということになる

結局は、データについてのリスクヘッジのため、複数の市場調査を、出所の異なるデータに基づいて行うようにしなければならないだろう

証券化では、そもそもデベロッパーのコーポレートとしての信用力に依存することができないために、資金提供者がどの程度のリスクを負担することになるかは、徹底的に調査することにならざるを得ない



調査のためには、費用がかかる

- しかし、環境問題については、デベロッパーが自らの事業として行う場合であってもこれからは換価に大きく影響してくることから、この面での費用は証券化する場も大きな差異がないと考えるべき
- また、換価見込額のための市場調査は、開発事業益を得ようとするれば、また不採算の不動産資産を保有しないようにしようとするれば、自らの事業として行う場合であっても、やはり様々な視点からの調査が必要であり、外部の第三者の視点を利用するという観点に立てば、費用面で証券化と大きな差異がないと考えるべき
- 建設に伴うリスクだけは、外部の保険や保証を利用せざるを得ない証券化と、それを自らのコーポレート・リスクとして取り込んでしまうことが可能な場合とでは、残念ながら差異が生じてしまう
(しかし、それはリスクを自らが飲み込んでいるのであって、それを吐き出そうとすれば、実は証券化と同じくらいのコストがかかってしまうことになる)

証券化は、デベロッパーが自らのリスクとして内部に包含してきたことを、全て外に出してその妥当性を問うものである

開発型の証券化を成功させるポイントは、事業採算性を評価する資料や開発物件の商品性に関するノウハウを第三者に対して明らかにするという決断を、デベロッパー自身が行うことである

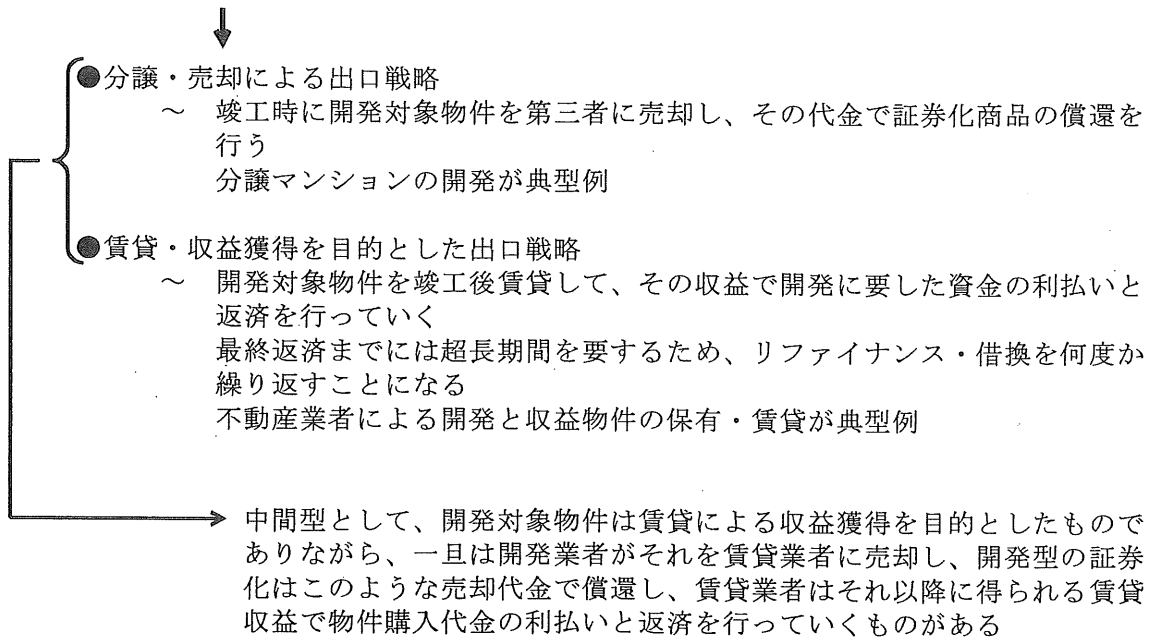


証券化は、実際に投資家になっていない者に対しても、将来の投資家の候補として重視していかなければならないのである

情報開示は、「情報公開」でなければならない

4. 証券化の出口戦略および証券化の期間

開発事業の出口戦略をどのように設定するか（？）



分譲・売却を出口戦略とするものでは、竣工後一定期間後に物件売却が完了すると想定されるまでを、証券化の期間とすればよい

↓
証券化の期間としては、比較的短くなる

中間型であっても、当初の証券化はこの時点で終了する
(新たな物件所有者が購入資金を獲得するために新たな証券化を行うかもしれないが、それは当初のものとは全く別の証券化になる)

換価できるかどうか、その額が想定どおりかが、非常に重要

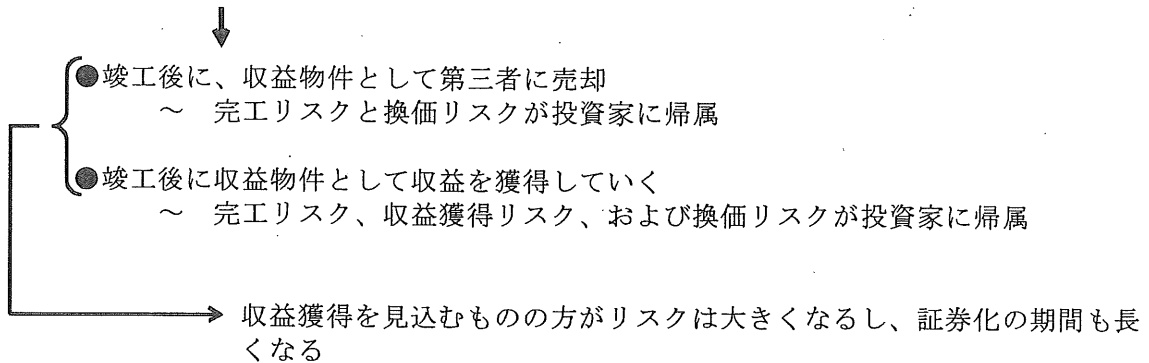
賃貸・収益獲得を出口戦略とするものでは、証券化の期間を竣工後物件を売却できるであろう期間までとするか、さらにそれ以降収益を獲得できる期間を設定してその後に物件売却するまでの期間とするか・・・

↓
どちらにするかで、投資家のリスクと投資期間が異なってくる

開発対象物件が賃貸物件であり、一定の期間賃貸収益を獲得することを含めての証券化とした場合は、証券化の期間が長くなるだけでなく、想定したとおりの収益獲得ができるかどうかまでをリスク評価しなければならない

たとえ賃貸物件であっても、竣工後第三者に売却するものではその時の換価額は売却以降に獲得できるであろう収益次第であり、証券化の期間は短くはなるが、リスク評価としては想定どおりの収益獲得の可能性を含んでいなければならない
(第三者への売却だけでなく、建設までの所要資金のリファイナンス・借換とすることも可能)

収益物件の場合、どの時点の物件売却とするかで、証券化期間とリスクが異なってくる
(1 ページの中ほどを参照)

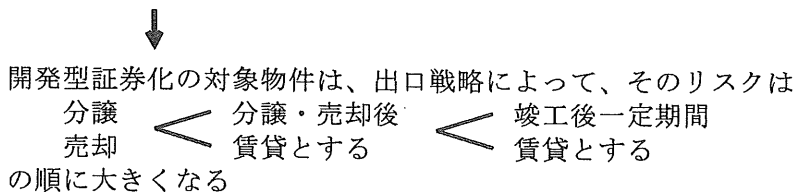


しかし、一旦売却するとしても、換価・売却額は竣工後に獲得できるであろう収益額によって決まるのであり、証券化開始時点からすれば両者に大差はないのではないか(？)

↓

一定期間収益を獲得した後に売却するとした方は、竣工後に売却するとしたものよりも長期間の収益獲得リスクを負担することになる
(収益獲得は見込額になるが、その見込額をより長期間想定しなければならないとしたら、その正確性には自ずと限界があるだろうし、妥当性を確保するにも限界があるということである)

開発型証券化の対象事業としては、長期間に亘って収益獲得を前提にしたものは難しく、従って、対象事業としてはあまり相応しいとは言えないことになる



しかし、賃貸業者への売却するとしても、その価格を工事着工や証券化の開始時に決めることはできないとしたら、売却後の賃貸状況によってはその価格は変動するし、場合によっては償還不足になるかもしれない

↓

償還不足を回避するためには、デット調達部分を小さくしておく必要がある

逆に言えば、エクイティ部分を大きくしておかなければならないということだが、エクイティ部分を負担してくれる投資家がいるかどうか最大の問題である

開発を手がけるデベロッパーやゼネコンが、その事業性と建設工事の内容に自信があるとしたら、将来の開発利益をより大きく得られるようにして、その分だけエクイティ部分を負担してもらおうような配慮があっても良いのではないかと(？)

↓

今後の課題であろう

5. 開発型証券化に適した事業と不適切な事業

#証券化に着手する時点で、竣工後の換価・売却であれ一定期間賃貸後に換価・売却するものであれ、換価・売却に不安のある事業は、証券化の対象とはなり得ない



物件が出来上がるかどうかは、開発型証券化では最大のリスク

しかし、出来上がることを前提にした場合、その物件が想定したとおりの収益を生み出すことができるか、そして想定した換価額を得ることができるかが、プロジェクトそのものの成否を決める

採算性の成否がフィードバックして、出来上がることを前提にしていたことの実現性を決定することになる

#プロジェクトとして採算が確保できないとしたら、物件そのものが出来上がったとしても無意味であり、それは無用の長物ではない



そのようなプロジェクトでは、わざわざ出来上がるかどうかのリスクを犯す必要は、全くない

プロジェクトは取りやめにすべき !

#今後、PFIを開発型証券化の手法で行うということが活発になると予想されるが、採算性を厳密に考慮して、採算性が確保できているとされるものしか対象にならない



建設代金さえ支払われれば建設業者は物件を完成させる

しかし、その土地を取得した代金と建設代金は、一体全体、どのようにして回収すればよいのだろうか(?)

#証券化は、デットによる資金調達を行えば利払いと元本償還は不可避となる



利払い金・償還資金が不足すれば債務不履行になる

債務不履行になる可能性の大きい事業は、対象外とすべき

#採算性を度外視した事業であっても、利払いや償還を行う必要のない資金で行うのであれば、それは可能



官の事業として税金をつぎ込むのであれば、可能

しかし、民の事業やPFIでは、それは期待できない

(PFIは、官と民でリスク分担と範囲を当初に決めて行うものであり、最終リスクを官に押しつけるということはある得ない)

#事業期間が長くなりそうなものも、開発型証券化の対象とはしづらい



リスク負担をする大きなダムのようなものが必要だが、デットによる証券化ではこのようなダム機能が限定される

(従来は、大手デベロッパーがリスク引受ダムの役割を果たしていたし、資金提供者はコーポレート・ファイナンスとして、大手デベロッパーに資金提供していればよかった)

建物建築を対象事業とし、対象物件の如何にかかわらず、出口戦略を分譲・売却とするものが、開発型証券化には相応しい

#証券化は、決して経済合理性を無視した魔法の杖ではない！！！！



それどころか、証券化は経済合理性が機能するものでなければ使えない

経済合理性を機能させるための隘路を証券化によって切り開くことはできるが、経済合理性が全く機能していないものや分野では使うことができない

ハイリスク・ローリターンでもよいという寄付金マネー・慈善マネーがあれば、可能であろうが……

#証券を発行する替わりに、ノンリコース・ローンを利用することはできないか(？)



可能である！！！！

しかし、対象事業の実行主体(=SPC)はデベロッパーの信用力に影響されないようにしておく必要がある

#対象となる建物建設資金の調達をノンリコース・ローンで、それを長期間の安定した資金調達に変更する場合に証券化を利用するということも考えられる



開発型証券化と開発型ノンリコース・ローンの使い分けが可能となるし、竣工後の資金調達でも、既存物件としての証券化と既存物件向けのノンリコース・ローンとを使い分けることができる

6. 開発型証券化が成功するポイント

#デベロッパーが、開発型証券化に伴う対象事業の情報公開に積極的であり、それを行うことを了解していることが、成功のための前提条件



ノウハウの流出や独自性の喪失を懼れるのであれば、開発型の証券化は断念した方がよい

証券化の代わりに、ノンリコース・ローンを利用することはできるかもしれないが、それでも

- ・資金提供者を限定しておく
- ・これまでは取引金融機関といえども明らかにしてこなかったノウハウに関する
ことを、一部とはいえ明らかにしなければならない
ということになる

#土地の取得が完了し、建築確認が近々取得できる見込みであり、しかも近隣対策も終了（もしくは、ほとんど終了）していること



予定通り工事に着工できて、予定通りに竣工して換価・処分できるものでなければならない

時間の無駄が生じないものでなければ、成功しない

#さらに、開発型証券化が成功するかしないかのポイントは、

- 完成リスクをどれだけ小さくすることができるか、
- 換価リスクの小さい事業を対象としているか、
- デットに依存した資金調達をどれだけ圧縮できるか、
- 工事が予定通りに竣工できるように施工管理・監督されるようになっているか、
等々によるだろう



完成リスクと換価・処分リスクが小さくなっていないなければならない

#しかしながら、リスクヘッジのためには費用がかかる



- 自らの事業として行っていたときは、それを飲み込んでいただけのこと
- あるいは、リスクヘッジができなかっただけかもしれない

もし、リスクヘッジができないとしたら、事前に事業内容を精査しておくことである

自らの事業として事業リスクを全て飲み込む代わりに、証券化ではデベロッパーはより大きなリスクを負担するエクイティの一部を出資しなければならない

デット部分の資金調達を小さくして、より大きなリスクを負担するエクイティ部分を大きくするようにしなければならない



デベロッパー相互で、開発事業を共同で行って証券化することが、これからは必要となってくるのではないか

成功のためには、ある程度の試行錯誤は必要
(それでも、証券化により開発事業が機能するようには、最低限努めなければならない)

開発型では、証券化であれその代替としてのノンリコース・ローンであれ、とにかくデベロッパーと資金提供者との共同事業という性格が強くなる



コーポレート・ファイナンスとは全く異なるものであることを、理解しなければならない

コーポレート・ファイナンスで資金調達していたときは通用したことが、証券化では通用しなくなると言うことである

以 上

< 注 意 >

この資料は、全て三國の個人的な見解をまとめたものであって、所属する組織・団体の見解を表すものではない。

用語解説－その1

コーポレート・ファイナンス

～ 企業が、自らの信用力や保有する一般財産の価値を裏付けとして行なう資金調達、あるいは、そのような資金調達に金融機関として応じて資金提供することをいう。

ノンリコース・ローン（用語解説－その2を参照）では、資金回収の対象となる責任財産が特定されししまうため、たとえ債務者がそれ以外の財産を保有していても、その換価・処分が求められることはない。しかし、コーポレート・ファイナンスでは、債務者自身が資金調達に伴う全責任を負うことになり、従って、保有する財産一般が、万一の場合の換価・処分の対象となる。債権者にとっては、担保以外のその他財産に対しても換価・処分を行なって残存債務を履行するように求めることができるため、それだけ資金回収の確実性が向上するという利点が得られることになる。一方、債務者にとっては、担保以外のその他財産までも換価・売却して債務の履行を行なわなければならない、大きなプロジェクトの所要資金をコーポレート・ファイナンスで調達すると、それが失敗した場合には企業としての存続が危うくなるかもしれないという欠点を負うことになる。

しかし、債権者にとってはコーポレート・ファイナンスの方が資金回収の確実性が高くなるため、ノンリコース・ローンよりも、概して、金利が低くてもよいことになる。裏返して言えば、債務者にとっては、債務返済のために換価・処分しなければならない財産の範囲が限定されるノンリコース・ローンの方が、そのような限定のないコーポレート・ファイナンスよりも借入金利が、一般的にいて、高くなってしまふのである（ただし、例外もある）。従って、金利のメリットを得て万一の場合の債務履行のために換価・処分の範囲を自己の一般財産にまで拡大するというデメリットを受け入れるか、それとも、一般的に金利は高くなるというデメリットはあるが、換価・処分しなければならない財産の範囲が特定されるというメリットを得るかの選択を行なわなければならないのである（ただし、債務者がノンリコース・ローンを希望しても、債権者がコーポレート・ファイナンスでなければ資金提供に応じないということもあり得るし、その逆も、あり得ることになる）。

アセット・ファイナンス

～ 担保物件であれ、事業であれ、ファイナンスの対象となるものを特定し、そのようにして特定されたものだけに利払い資金・償還（または返済）資金の拠り所を求め、それ以外のものには一切利払い・償還（または返済）の履行や履行のための換価を求めないという条件（これを「ノンリコース条件」という、用語解説－その2を参照）のファイナンスのこと。アセット・ファイナンスの最も身近にある事例は、質屋による金融である。質屋は資金の返済と質草の引き取りがない場合は、質草を処分して貸金を回収すればよいのであり、それ以外には資金回収の対象を持つことはない。

利払い資金・償還（または返済）資金となるものは、ファイナンスの対象として特定されたもの（担保物件の場合もあれば事業の場合もある）から得られるキャッシュフロー（たとえば、利用代金や賃料・地代など）と対象資産・事業を資金化して得られる換価・処分代金の2つである。ノンリコース・ローンや資産証券化商品も、対象として特定されたものから得られる通常のキャッシュフローと対象となっているものの換価・処分代金を利払い及び償還（または返済）の原資としており、アセット・ファイナンスの範疇に含まれることになる。

（注）上の定義は、三國が独自に定めたものであり、これ以外の定義も可能であろう。

用語解説－その2

ノンリコース

～ 「債務履行の遡及権なし」あるいは「一般財産への履行請求権なし（裏返せば、債務履行を求めることのできる財産の範囲に制限あり）」の意味で使われる。

ノンリコース・ローンといった場合、通常は、

- ・ 債務履行を求めることができる財産（＝換価・処分の対象となる責任財産）が特定されており、

- ・ 債務者の一般財産への履行請求権のないローン、

を意味することになる。この場合、債権者である貸し手は、求償対象となる責任財産を換価・処分しても未回収の元本が残った場合は、債務者である借り手に対して、それ以上の弁済を求めることができない。従って、未回収元本は、貸倒償却を行わなければならない。

資産・債権の流動化や証券化では、

- # 資金調達者であり対象資産の原所有者でもあるオリジネーターから流動化商品・証券化商品の発行体へ対象資産・債権の譲渡が真正売買（金融取引に伴う担保と資金の交付ではなく、売り切りとしての対象資産・債権の売買とそれに伴う代金支払）となるように契約書等々が整えられるが、

- # 真正売買になるということは、オリジネーターにとっては譲渡資産・債権の買戻しを請求されることのない「ノンリコース」での譲渡ということになるし、

- # 投資家への利払い資金と償還資金は対象資産・債権から得られるキャッシュフロー（対象資産・債権の換価・処分金額を含む）だけに限定されて、投資家はそれ以外の財産に対しては換価・処分を求めることができない、

こととなる。この場合のノンリコースは、オリジネーターにとっては「債務履行の遡及権なし」ということになるし、投資家にとっては「利払い資金・償還資金を対象となっている資産・債権以外には求めることができない」ということになる。

（注）社団法人金融財政事情研究会発行『金融実務大辞典』（平成12年9月）で三國が担当したものを基に加筆・作成したものである。

用語解説—その3

Due Diligence (デュー・ディリジェンス)

～ 当然行なうべきことを相当の努力をはらって、きちんと行なうこと、という意味。“Due”と“Diligence”という2つの単語からなるが、それぞれの単語の意味は次のとおりである。

Due : 「当然行なうべき」という意味の形容詞。この名詞形は“Duty”であり、「当然行なうべきこと＝義務」という意味になる。従って、“Due Diligence”には、義務を果たすという意味が含まれていることになる。

Diligence : 「勤勉」とか「精励」という意味の名詞。「努力して励む」という意味が込められている。

デュー・ディリジェンス (=Due Diligence) は、あらゆる取引で行なわれなければならないものであって、決して不動産取引に限定されたものではない。これをないがしろにすると、取引での事故が発生しやすくなる。たとえば、金融機関の貸出審査はローン取引におけるデュー・ディリジェンスであり（以下の具体的な定義を参照）、これをないがしろにすると、ローン債権は容易に不良債権となってしまう。また、機関投資家が投資の可否を決定する場合に、投資対象となるもののリスク評価をないがしろにすると、債務不履行による実損が生じたり、信用力の悪化（たとえば、格付け評価の引き下げ）による時価評価額の低減が生じてしまい、運用の実が上がらないこととなってしまう。それだけでなく、公社債投信のようなものでは、投資家はその損失を負担しなければならなくなる（すなわち、投資金額を下回った金額しか回収できなくなる、ということ）。

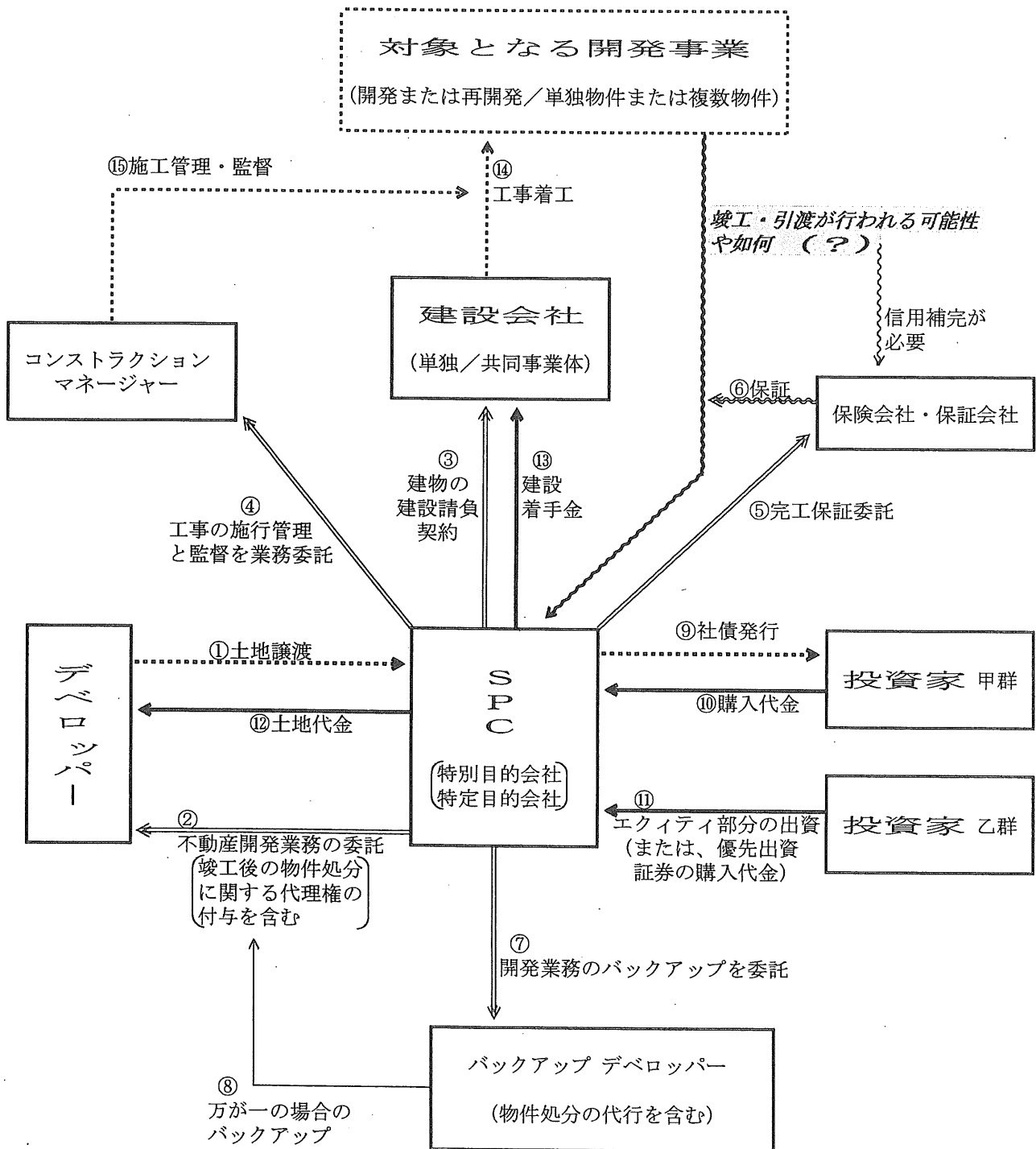
一般的な意味におけるデュー・ディリジェンスの具体的な内容は、次のように定義することができる。

- ①取引に伴って相手方に資金を支払う（あるいは提供する、引き渡す）ことになる一方の当事者が、取引の対象となるものや取引の内容について、相当の努力をはらって、きちんと精査すること、
- ②さらに、その取引が継続して行なわれる場合であれば、取引の各当事者が、お互いに相手方に関して取引の継続能力とその可能性について、相当の努力をはらって、きちんと精査すること。

精査しなければデュー・ディリジェンスとはならないのであり、それ故に、「簡易デュー・ディリジェンス」という表現は、自己矛盾に陥っていることになる。それは「デュー・ディリジェンスの手抜き」と表現すべきものである。正確な用語の使用に努めなければ、有害な誤解を招くことになる。

(注) 上の定義は、三國が独自に定めたものであり、これ以外の定義も可能であろう。

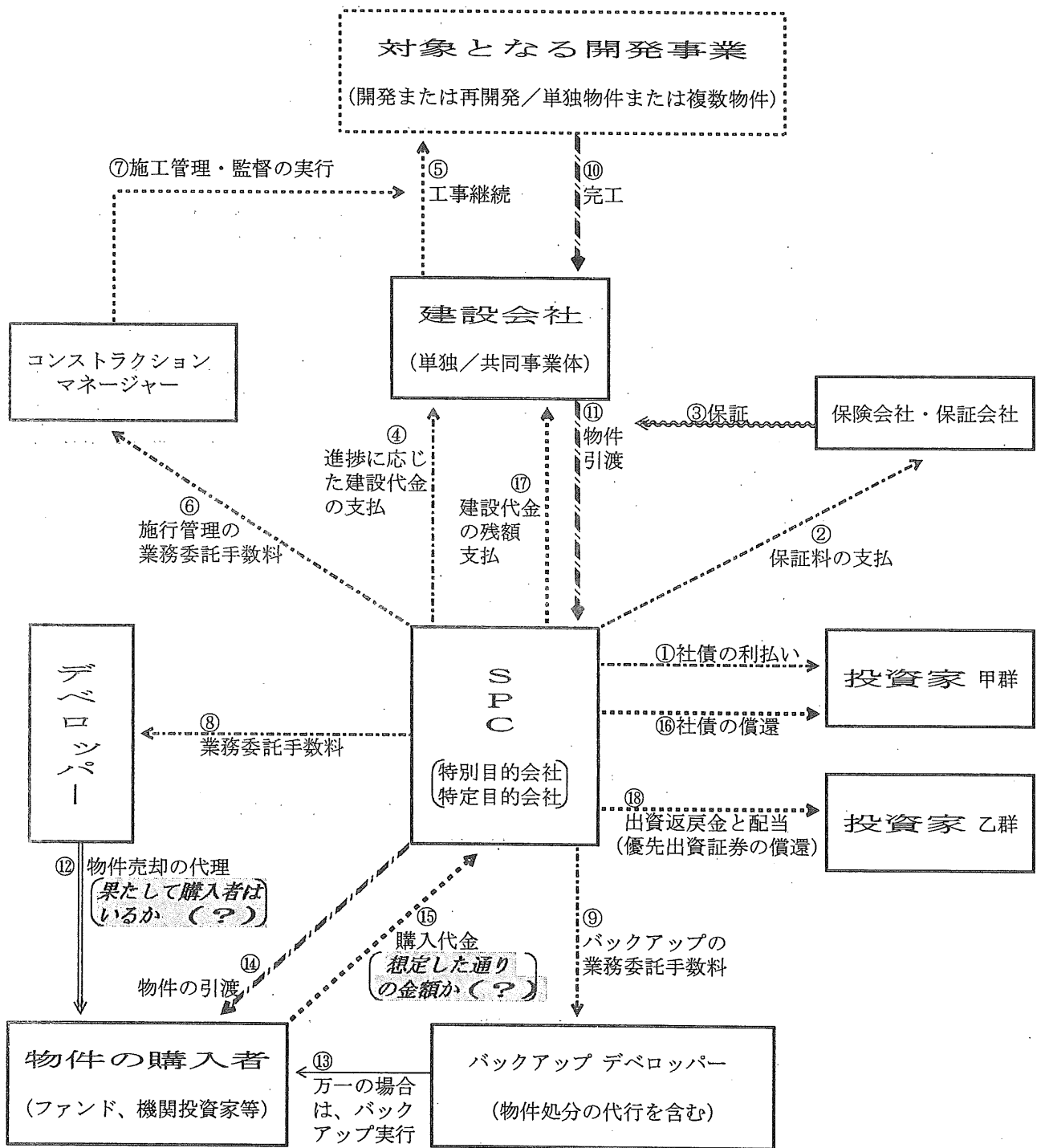
図表－1：開発型証券化の例示　－スタート時－



(注 1) マル数字は、業務のおおよその進行順序を表します。

(注 2) 図は一例を示すものですから、実際にはこれとは異なることが十分に考えられます。たとえば、信託とSPVを組み合わせたり、場合によっては保険会社・保証会社を使わないということ等々があり得るでしょう。

図表-2：開発型証券化の例示 ー期間中と償還時ー



(注 1) マル数字は、業務のおおよその進行順序を表します。

(注 2) 図は一例を示すものですから、実際にはこれとは異なることが十分に考えられます。