

5月31日の日経新聞朝刊は、不動産投資信託（REIT）市場において、REIT 法人が REIT 物件調達のために、資金供給源の裾野を広げる必要が生じていると報じた。REIT 法人が商業ビルなどの物件を取得する際には「エクイティ」と呼ばれる株式に当たる投資口の発行と、「デット」と呼ばれる銀行借入れや投資法人債の発行により資金調達が行われているが、リーマンショック前は約 3 割を占めていた法人債による資金調達割合が、低金利を背景に 1 割まで落ち込み、現在は銀行借入れ、それも 3 メガバンクや日本政策投資銀行などの大手行が REIT 法人向け融資の 7 割を受け持つ偏在的な資金調達構造になっている為である。

政府は現在 16 兆円の J-REIT の市場規模を 2020 年には今の 2 倍の 30 兆円まで増やす目標を掲げており、J-REIT 市場での大手行頼みの REIT 物件取得のための資金調達構造を是正し、地銀や年金などの機関投資家が新たな REIT 物件の資金の出し手になることが期待されている状況にある。

こうした中、三菱東京 UFJ 銀行は、REIT への融資債権を証券化し、大手行以外からの資金調達網を強化するため、5月31日、三菱 UFJ モルガンスタンレー証券を通じて、三菱 UFJ 信託銀行に信託した REIT 融資債権等の信託受益権を地銀や生保向けの機関投資家への販売を開始し、大手行以外からの資金調達の多様化に踏み出したと日本経済新聞が報じている（公募ではないので、証券会社等のホームページではその事実は確認できない）。当面これにより年間 2 千億円程度の資金調達を目指すという。

ここで三菱 UFJ 銀行が発行するのは、貸付債権や社債などから構成される多様な金銭債権を担保として発行される資産担保証券（ABS）の一種である債務担保証券 CDO（Collateralized Debt Obligation）と称される証券化商品である。キャッシュフローに期限のある金融資産を原資にしているため、発行される債券にも当然償還期限が存在する。今回三菱 UFJ 銀行が発行する債券はシンセティック（合成）CDO といわれるもので、REIT 法人向けの貸出債権のほかに、上記報道に見られるところでは、CDS（Credit Default Swap）などのデリバティブ取引を通じて得られるキャッシュフローも原資に含んでいるようである。

なお、CDO では担保となる資産の組合せにより、低リスク低リターンから高リスク高リターンまでの利払いや元本償還の順位を切り分けた商品を組成することが可能であり、シニア債（高格付け）、メザニン債（中間格付け）、劣後債（低格付け）といった格付け（トランシェともいう）の異なる優先劣後構造を持つ商品設定することが特徴とされている。格付けが低いほど利回りは大きくなる。日経新聞の報道記事によれば、低金利が続く時代にあって、貸し倒れのリスクを含む CDO のような商品でも、これを運用に組み入れる投資家が増えてきているという。

しかし、証券化という構造には、分散化のメリットと表裏の関係でシステムティック・リスクに対する感応度が高いというリスク特性が内在しており、大きな外的ショックが発生した時には CDO 証券などの価値が同時に且つ急激に毀損することがある。すなわち、メザニン以下のトランシェでは元のローンプールよりテイルリスクが増大すること、また、仮に、融資が過大とも指摘される不良債権化したアパートローンなどが担保資産に組み入れられるとそのリスク度も上昇することに留意が必要であろう。

（荒井 俊行）