

SPC組成の仕組み、 不動産証券化のトレ

開発型でなければメリットの出にくい SPC法上のSPC

このところの不動産証券化では、開発型案件とファンド案件によるものが目立って増えてきています。優良な既存収益物件が次々と証券化されていた結果、市場から減少する傾向にあり、また、その規模も小さくなっていることから、「それでは新しくビルを建てよう」とする流れと、「小さなビルを集めてファンドにしよう」という二つの流れが多くなるのは、まさに必然といえるでしょう。

特に、SPC法上のSPCである特定目的会社(以下TMK)を用いた証券化においては開発型が多く、また、マンションデベロッパーの手によるものの割合が非常に高くなっています。証券化プレイヤーの間では、「現在の法規制では、TMKは手続きが面倒で証券化コストもかかり、開発型でなければメリットが出にくい」ということが、もはや常識となっているようです。TMKは、現物の土地を動かす場合でも流通税面で優遇されており、土地購入で必ずコストがかかる開発型では、組成が面倒とはいえ使う意味があるわけです。また開発型でなくても、信託受益権を用いず土地そのものをSPCが購入したい場合、例えば国や公的機関が主導で行うケースなどでは、政府お墨付きのスキームであることも併せ、TMKが用いられています。

増加する開発型証券化 そのリスクヘッジと実務

開発型ストラクチャーを構築する上

不動産証券化コストを考える

有利子負債の増加に起する財務体質の改善か、事業拡大に向けた資金調達か、遊休地の処分か、はたまた減損会計導入に対応する資産のスリム化か——企業が所有不動産を売りたい理由は数々ある。もちろん売買とは、売り手と買い手がいて初めて成立するものであり、買い手側が自らの資金やファイナンスで購入するなら、そこに証券化を行う必然性は生まれてこない。しかし、現在の市場では、企業にも、そして間接金融の担い手である銀行にも資金はなく、また、買い手自身も、不動産を「所有するために」買うのではなく、「使用するために」または「収益に基づく投資のために」購入するようになっている。

不動産証券化とは、不動産のキャッシュフローや収益力を裏付けに、マーケットから資金を調達する直接金融の手法である。端的に言えば、不動産事業の所有の部分を、投資家からの資金に受け持たせた金融商品とするものだ。これを実現するためには、それ相応の仕組み・ストラクチャーが必要なのはいうまでもなく、加えて、収益性や建物躯体そのもの、発行された証券への信頼性が求められる。これら、不動産を金融商品化するために必要な経費が、つまり不動産証券化のコストなのである。

今号の特別企画では、不動産証券化を取り巻く各種業務とそのコストを考察する。ストラクチャーの根幹となるSPC設立や、投資案件としての資質を精査するデューデリジェンス、証券化資産へのデットファイナンスであるノンリコースローンに関して、それぞれオーソリティの方々インタビューを試みた。また、昨今注目される倒産隔離の新技术「有限責任中間法人」について、格付機関からの寄稿によるその詳細と今後の展開を紹介したい。

昨今の動向に見る トレンドと課題

での最大のポイントは、多数存在する開発リスクを、一体誰に持たせ、どのようにヘッジするかにあります。不動産事業のリスクを取って利益を得たいプレイヤーは必ず存在しますから、いかにニーズのあるところにリスクを振り分け、しかも投資家が納得するスキームを組成するかがアレンジメントの妙となります。例えば、完工リスクについては、JV施工で連帯債務としたり、遅延リスクを全てゼネコンに負担させたり、ゼネコンが投資家に入るケースもあります。またテナント入居リスクは、マスターリースをかけたり、ビルの6割をオリジネーターの本社使用で確定させ、借金はその分で返済できるようにしたりと、アレンジャーは、あらゆる手法を駆使してスキームを組み立てていきます。1案件1案件のオーダーメイドですし、時にはオリジナルな新手法を開発したりと、組成は既存収益物件の証券化に比べ、おのずと手間やコストがかかるものとなっていきます。

もちろん既存収益物件の証券化にも技術は必要ですが、これら通常の証券化には多数のケーススタディが存在し、現在はコモディティ化、標準化する方向へシフトし、そのコストは次第に低下しつつあります。つまり、不動産証券化市場は、開発型に代表されるような証券化しにくい案件を、斬新かつオリジナルなスキームを駆使していかに優れた証券化商品に仕上げるかという流れと、大量の案件を、標準化したスキームで、いかに早く安く仕上げるかという流れに、大きく二極化してきているといえるでしょう。

既存収益物件の証券化では 圧倒的多数を占めるYK+TK

単体の既存ビルを流動化するという通常の不動産証券化においては、仕組みが簡単でコストも安いYK(有限会社)+TK(匿名組合)のスキームが圧倒的に多く用いられています。この場合、各種の規制が付加される不動産特定共同事業法の対象外とするため、資産は信託受益権化する必要があります。もちろん信託コストがかかるのですが、信託受益権であれば流通税がほとんどかからず、たとえコストがかかってもTMKと同様のメリットを得ることができます。また、資産管理にはいずれかのプレイヤーが必要となり、通常はデベロッパーや管理会社が行うわけですが、ここに信託銀行が加わることにより、スキーム的には安定します。投資家へのアピールといった意味からも、信託受益権化することはメリットが高いわけです。

SPCの倒産隔離を図る手法としては、ケイマンのチャリタブル・トラストを用いるのが一般的です。ただ、昨年ぐらいから、国内独自のスキームとして、有限責任中間法人を活用するケースも見受けられるようになりました。組成コストのみで比較すると、ケイマンは、組成に最低300万円程度、年間の維持管理や清算コスト、また、海外スキームであるがゆえに翻訳や事務代行にもかなり費用がかかります。対して中間法人は、業務が国内で完結することだけ考えても、リーズナブルなのは間違いありません。ただし、ケイマンには証券化で使われてきた長い

歴史があり、使い勝手や手間隙を考えた場合、単純なコスト比較だけではすまないとこともあります。現在のところ、格付けや社債発行を必要とする証券化で中間法人が用いられたケースは少なく、専らオリジネーター自身の格付けが高かったり、特にコストが厳しい場合にのみ用いられるようですが、ケーススタディが増加し一般化することで、手間やコストの面は、さらに削減されてくると思われれます。

法規制への対応で必要となる 余分な手間やコストの存在

不動産証券化では、法律や規制が現状に追いついていないため、余分なコストがかかるという問題が無視できなくなっています。例えば、不動産ファンドの最たるものであるJ-REITに関して、開発型証券化が認められておらず、購入は収益物件に限られることなどです。もちろん、私募ファンドとは違い広く一般に投資を募るものだから、規制による保護は不可欠です。しかし、先に述べたように、市場には購入に値する物件がなく、REITといえどもターゲットは開発案件になり、停止条件付売買契約により開発案件を購入するケースも見られるようになってきています。これはどうしたことかということ、開発時にREITとは別のSPCを組成し、完成後にそこから買うという手法です。REITには、信託受益権ではなく現物で所有したいこともありますから、そうなると、現物を2度動かすことになり、税負担だけ見ても相当にコスト高です。また、竣工までの繋ぎとして組成したSPCに

市場が待ち望んだストラクチャー 中小規模向けノンリコースローン

おいて、建物代金は竣工後の支払いでもかまいませんが、土地についてはローンで購入するしかありません。仮に、REITサイドに資金があったとしても、このような手法を取らざるを得ないため、竣工までという短期間にもかかわらず、ローン手数料と高い金利がかかってしまいます。J-REIT内で開発を行うことができないという規制と、開発でなければ優良な案件を手に入れることができないという狭間で、このようなムダなコストが発生するということが起きているようです。

※ ※ ※

ご承知のとおり、2003年の春、特別土地保有税が撤廃されたのですが、この規制緩和により、SPCで土地のみを証券化するという、新たな不動産証券化が数件実施されました。つまり、地代収入のキャッシュフローをもとに証券化を図るもので、見方によっては、収益建物よりも安定的な証券化です。これまではコストの面でペイしないため組成できなかったのですが、同税の廃止により可能となったわけです。

この例のように、不動産証券化市場は、一つの規制緩和で大きく推進する可能性を秘めています。また、各プレイヤーは、様々な技術を開発し、対象案件としていまだ未開の市場を開拓しようとしています。かたや、直接金融の進展を目的に制定されたSPC法が、デベロッパーの資金調達手法となっていることなど、必ずしも当初の目的どおりに市場が進展していない面があるのも事実ですが、不動産証券化の健全化を促進する法整備、および規制緩和が望まれるところでしょう。

プレイヤーメリットを 最大化する ノンリコースローン

ノンリコースローンとは、一言でいえば、対象となる不動産の価値を原資とするローンのことです。従来のコーポレートローンでは、会社の全てのキャッシュフローや財産がその返済原資となるため、会社の業歴や業務内容をはじめ、バランスシートや損益計算書、経営指標、さらには社長の人柄など、様々な要件を精査し、会社の信用度に重点を置いて融資の判断が行われます。そのため、融資決定までに時間がかかるばかりでなく、業歴が浅い、あるいは資本が薄いといった新しい会社には融資しにくいものであり、必然的に、大手企業や確実な担保を取れる融資が中心とならざるを得ませんでした。

これに対し、物件自体が持つ固有の資産力を評価して融資するのがノンリコースローンです。首都圏、京阪神や全国県庁所在地などの比較的資産価値の高い地域にある、賃貸マンションやオフィスビル、繁華街のリテールビルなどが主な対象になりますが、こうした不動産はプロフィットマネジメントさえしっかりしていれば、一定の収益力を持つものが多いといえます。そこで、不動産の評価と所有者の信用とを明確に分けるために、不動産だけを現所有者から切り離し、不動産保有を専業とするSPCに移管し、そのSPCに融資するというのがノンリコースローンの仕組みです。

ここでは、万一、不動産の価値が下

落した場合でも、そこから生み出されるキャッシュフローと物件の処分代金のみがローンの返済原資となり、顧客自身に返済を補填する義務は生じません。このため、新規不動産の取得や不動産の借入金の借り換えなど、不動産投資を目的とした事業者はもとより、すでに不動産を取得している方々の、オフバランス資金調達、有利子負債の削減、ROAの改善目的、不動産の評価リスクの切り離しなど、事業戦略上の様々な目的を持った幅広いニーズに利用することができるのです。

ノンリコースローンは、ファンドのプロフェッショナルにはすでに3~4年前から知られていました。それが最近になり、新聞や雑誌等で紹介され、企業の経営戦略上、使えるツールとして認識されるようになったことから、ようやく一般の方々に普及してきたことをうれしく思っています。

ノンリコースローン イコール 証券化にあらず

ノンリコースローンというと、いくつかのアセットをまとめて証券化するのを前提に融資が行われるものだという認識を持った方々が一般には多いようですが、必ずしもそうではありません。従来、外資系証券会社をメインプレイヤーとしていたことから、証券化が一般化したのは事実です。新生銀行のノンリコースローンでも、直ちに証券化することができる状態で融資の実行を行います。実行後直ちに全て証券化してしまうとは限りません。

銀行は、ノンリコースローンについても、融資を実行するとともにそれを自らの収益資産としてそのまま保有できる点が証券会社と比較した場合の大きな特色です。当行では2000年のノンリコースローン業務のスタート以来、150件以上の実績があり、実行ベースで8000億円以上の融資を行ってきましたが、ノンリコースローンの証券化は現在検討中のものを含めて数本となっています。もちろん、対象となる不動産はキャッシュフローが潤沢で流動性が高く、証券化可能な物件であることが融資の条件であり、それがローン債権のリスクヘッジの重要な部分になっています。

また、金融機関は様々な金融商品を組成することが可能であり、ニーズによってはローン債権そのものを売却したり、当初より協調融資を行うなど、証券化を用いない場合もあります。証券会社と銀行の違いは直接金融か間接金融かというビジネスモデルの違いであり、今後も共存していくと考えています。

手続きの共通化で 中小規模向け ノンリコースローンを実現

また、ノンリコースローンは、大手企業による大型物件にしか適用しないという声も聞かれました。確かにSPCの設立をはじめ、一部のプロフェッショナルにしかわからない仕組みがあり、このため、弁護士や会計士、不動産鑑定士などの専門家が必要でしたし、ユーザーである企業側にも、ストラクチャー、法務がわかる人材が

必要でした。このように、大量の人と時間と資金をかけなければならず、一例を挙げれば、ストラクチャリングコストに2000万円くらいから、アレンジャーを入れると大きいものでは1億円くらいの費用がかかっていました。物件の規模にかかわらず、組成のための手間は同様にかかるため、数千万円の費用をかけながら融資額が1億円では割に合いません。そのため、最低でも数十億円規模でない旨味がなく、利用者も必然的に、それができる企業や物件規模に限られていたというのが3~4年前の実情だったのです。

しかし、現実にノンリコースローンを必要としているのは、小口案件の場合も非常に多く、最大のボリュームゾーンである数億円から10億円程度の案件に対応することも銀行の役割の一つであると考え、いくつかの新しい仕組みを考え出しました。

その一つが、スペシャルティファイナンス部による体制の整備です。6チーム、総勢50名からなるローンのオリジネーションチームを設け、それぞれのチームが専門性を持ち、様々な案件に対応できるようにしています。彼らが全国をカバーし、各支店との連携を図ることで、情報収集を迅速にし、融資にかかる業務の効率化を実現しています。

さらに、中小規模案件へのノンリコースローンを実現する最大の仕組みが、“MAP”という仕組みによる手順の共通化です。例えば金銭消費貸借契約書は、基本的にどの案件に対しても同じものが使用されます。これと

同じように、ノンリコースローン実行にかかる手順の中で、大きな費用がかかる部分をチェックし、これを一つひとつ手作りせずに、共通化していくことで、費用の大幅削減を実現しました。具体的には、ケイマンでの持株会社設立にかかる費用、書類作成にかかるリーガルコスト、国内SPCの設立費用など。つまり、これまでそれぞれ新規に作成していた部分を省くことで、ローン手数料やエクイティコストを除けば、今までストラクチャーおよびリーガル費用だけで1000万円以上かかっていたコストを、数分の一程度に減らすことができたのです。

ただし、デューデリジェンス費用に関しては、通常とほぼ同じコストがかかっています。これは、いくら省力化をしても、アセットの信用力の確定が必要不可欠であるからです。レポートについては、第三者による不動産鑑定や、今後かかると予想されるコストに対する判断の指標となるエンジニアリングレポート、土壌調査、地震リスク分析が主として必要となるレポートで、これらは客観性が必要なことから外部の専門家に委託する体制となっています。

ニーズの変化や 市場拡大に対応し 裾野を拡大

物件の価値は、こうしたデューデリジェンスをベースに、同等の物件をマーケットに出した時にどれくらい家賃が得られるか、その市場の家賃水準は上がるか下がるかといった基調をもとに判断します。これは、例えば自

不動産証券化に必要とされる サービス業としての鑑定業務のあり方

社ビルのセール&リースバックの際にも適用されます。つまり、今現在どれだけのキャッシュフローを生んでいるかということに基づく現状の価値とともに、今後いくらのキャッシュフローが見込めるかを評価します。証券化はキャッシュフローで元利払いするのが前提ですが、それが、そのままノンリコースローンと証券化がイコールということではないのです。テナントが未入居のビルでも高い賃料が取れるようリニューアルすることができますし、開発案件などは、もちろん将来のキャッシュフローを見越して評価されます。これらの点は、証券化ではなくローンであることの特徴といえるでしょう。これからノンリコースローンが普及して市場が拡大すれば、さらに売買や開発の動きが活性化します。こうした動きが、銀行としての貸出しの拡大にも繋がっていくと見ています。

現在のMAPのシステムは、残念ながら数億円規模の小口の開発型案件には対応していませんが、今後は、こうしたものにも融資できるような仕組みを開発したいと考えています。

求められるのは “生きた数字”と万人が納得する 的確なロジック

不動産業界において、これまで不動産価値を判定する代表格として挙げられてきたのが不動産鑑定です。昨今の不動産証券化をめぐるプレイヤーのなかで、不動産価値を精査するデューデリジェンスを行う資質を最も有しているのは不動産鑑定士といえますが、クライアントのニーズは、証券化が脚光を浴びる以前と以降で、大きく異なってきています。その変化を一言でいうならば、要求が“リアリティのある生きた数字”になってきたということ。もちろん、今までの業務が“虚像”であったわけではありませんが、証券化という舞台において、本来、不動産を精査する上で求められるべきものが顕在化してきているのは間違いありません。

そのエポックメイキングとなったのが、1997年頃から顕著になり始めた、外資系投資企業による不良債権のバルク買いです。日本の市場に慣れていない外資系企業が数多く参入し、物件を判断するために市場をよく知る不動産鑑定士を使い、物件価値を判定するといった業務の流れが目立って多くなりました。彼らの求めていたものは、形式に基づいた単なる書類ではなく、購入するか否かを決めるに値するデータであり、その根拠となる理由であり、的確な道筋です。もちろん、これらを導き出すに至ったプロセスを、納得できるように説明することが要求されま

す。つまり、不動産鑑定評価に対するアカウンタビリティの重要性が、格段に高まったということです。これまでのように、単に数値を提示するのが鑑定士の役目ではなく、現在は、その数値に対して万人が納得する適切なロジックが見い出せるかが、鑑定業務の重要なポイントとなっています。

不動産鑑定業は、“士”商売から、情報サービス業への大きな変革期を迎えており、鑑定士サイドにも意識の変革が求められています。そして、サービス業であるならば、クライアントニーズに敏感でなければ失格です。不動産証券化自体のタイムスパンが短くなってきた昨今、調査にかけられる時間は極端に短縮化し、納期はさらにシビアなものとなってきています。また、今まで「立地：駅徒歩5分」で済んでいたものが、「その駅の乗降客数は」「時系列で増えているのか減っているのか」「その属性は」まで鑑定評価書に記載されていればクライアントに喜ばれる。そしてサービス業であるなら、喜ばれるものを提供していくところが生き残っていくということではないでしょうか。

クライアントの 緊張の度合いにより “どこまで調べるか”が決まる

“品質”という意味から、現在求められるハイスペックなコンテンツに、不動産鑑定士1人のマンパワーで対応するのは、現実問題として難しくなっています。対象案件をできる限り多角的に調査すれば、的確な

エンジニアリングレポートの 市場ニーズと実務、及び課題

評価に仕上がるのでしょうか、案件がオフィスか店舗か、もしくは工場か倉庫かで精査のベクトルは変わってきます。さらに、店舗といっても、駅前の小売店なのか郊外型ロードサイド店舗なのかで、必要となるデータ、基づく根拠も異なってくるはず。作業は一案件毎のオーダーメイドとなり、そんななかクライアントが求める品質を確保するためには、鑑定士個々の資質に加えて、各方面に広く情報を収集するシステムの構築と幅広いネットワークを駆使することが必要であると考えています。

もちろん、対象物件を精査するといっても、無駄なことをいくら行い報告書を厚くしても仕方ありません。読み手サイドの緊張の度合いによって“どこまで調べるか”が決まってきます。そのため、クライアントとの打ち合わせを徹底することや、必要なものと無駄なものとを振り分けるプロデュース力も重要となっています。一般に、規模が大きくなればなるほど、また、リスクの見極めが難しくなればなるほど、クライアントの緊張度は高まっていき、その上で、的確なポイントを突いた評価のバランスが不可欠といえます。そして、この緊張の度合いによって、不動産鑑定、さらにはデューデリジェンスのコストが決まってくるのは、至極当然の原理といえるでしょう。

建築・設備・管理を 精査する エンジニアリングレポート

エンジニアリングレポートは、不動産の売買・証券化・ファンド組成、あるいは資金調達など、不動産取引において、対象不動産を様々な角度から評価するデューデリジェンスの一環として必要となるものです。デューデリジェンスは、一般に法的、物理的、経済的と三つの側面から行われますが、エンジニアリングレポートでは、主にその物理的な側面、具体的には建物の劣化状況、地震リスク、修繕計画、遵法性などの精査と、土壌汚染の可能性や建物有害物質など、環境面からの調査がクライアントの求められるところとなっています。

弊社が同業務を手掛けたのは1997年からであり、建設業界では他社に先駆けて取り組みました。現在では大手ゼネコンのみならず、設計事務所、不動産会社、各種金融機関、鑑定事務所等が参入しています。エンジニアリング・デューデリジェンスは、レポートだけを見れば誰でも作れそうで、参入障壁は低いと見られがちですが、いざ受託してみると、様々な問題に直面します。例えば、開示資料が不足していたり、過去の管理記録の不備をはじめ、納期までの日数が少ないといったこともよくあります。報酬額の範囲内でレポートを仕上げるためには、効率よく業務を進めなくてはならず、新規参入者のなかでは、撤退の動きも出てきているようです。

コストのみならず 信頼性への要求は さらにシビアに

レポートのコストと質といった意味では、参入企業の増加による競争もあり、各社が取り組みを始めた数年前に比べ、報酬額は大幅に減額されています。それが、企業努力によるコストダウンなのか、安かろう悪かろうなのか大きなポイントでしょう。弊社の場合、スタート当初は記述式のレポートが大半でしたが、これでは制作にかかる労力が多大で、また、一日も早くレポートを提出してほしいというクライアントニーズにお応えすることが困難になってきました。そのため、チェックリスト+コメントという形式のレポートをメニューに加え、レポートそのものは簡潔ですが、その質を格付け審査可能な水準にまで高めています。現在はこの形式のレポートが、約8割を占めています。クライアントが求める内容水準はクリアし、コストは抑える。また、セカンドオピニオンを求められるケースが増えつつあることから、単にコストだけでなく、レポートの信頼性やクライアントが必要とする水準をクリアしているか否かが、さらにシビアに求められていると思われれます。

第三者的見地が 必要不可欠

エンジニアリングレポート作成の実務は、竣工図、検査済証、見積内訳書、構造計算書といった設計資料のチェックに始まり、建物の現状確認、

デュー
デリジェンス

管理状態のヒアリング調査までを行います。実は、この全てを行える人材というのは、そう多くはないはずで、設計や設備がわからなければならぬのはもちろんですが、更に現地でのヒアリング能力、管理分析と、今までにない総合的な能力が求められます。弊社では、各専門部署から適任者を選任のうえ、チームを編成し対応しています。

また、エンジニアリングレポート制作において最も注意しなくてはならないのは、制作者は、企業であれ個人であれ、厳密な第三者性が要求されているということです。そのため、弊社では、施工部門ではなく建築設計部門で業務を行っています。時には設計や施工に対し、かなり厳しい評価を下さざるを得ないこともありますし、自らが厳密に第三者の見地に立つことが不可欠です。また、これにより、クライアントの信頼を築き上げていくのだと考えています。

レポート作成にあたっての
課題と今後について

前述のとおり、弊社は赤坂にある建築設計エンジニアリング本部をベースに、全国の案件に対し、同視点・同レベルでレポート作成に対応しています。そんななかで、クライアントからの依頼時期が重なることが多く、チーム編成に際し非常に苦労しています。

昨今、クライアントは、特に長期修繕計画と地震リスクについて関心を持たれているようです。長期修繕計画については、現在のレポート作成に

充てられる時間・コストでは、精度を高めるにも限度があります。弊社では、入手した資料と現地調査を踏まえ、数多くの管理物件等から集積したデータに基づくシミュレーションにより導き出した算出プログラムを活用しています。しかし、事前にご説明しているものの、クライアントによっては積み上げ方式による算出と思われることがあり、再度ご説明することでご理解いただくケースもあります。どちらの方式でも修繕履歴を知ることは不可欠ですし、この情報を欠いてしまうと、予想数値の精度は大きく落ちてしまいます。

また地震リスクですが、一般的にPML(予想最大損失率)という指標を用いています。その算出の概念は共通ですが、実際の算出にあたっては各社独自の方法で行っています。問題となるのは、数値だけが一人歩きするケースがあり得ることでしょうか。各社が個別に蓄積したノウハウ・データベース等を用いて損失率を算出しており、開示できない部分もあるなど、PMLについては国内で統一されていないのが現状です。

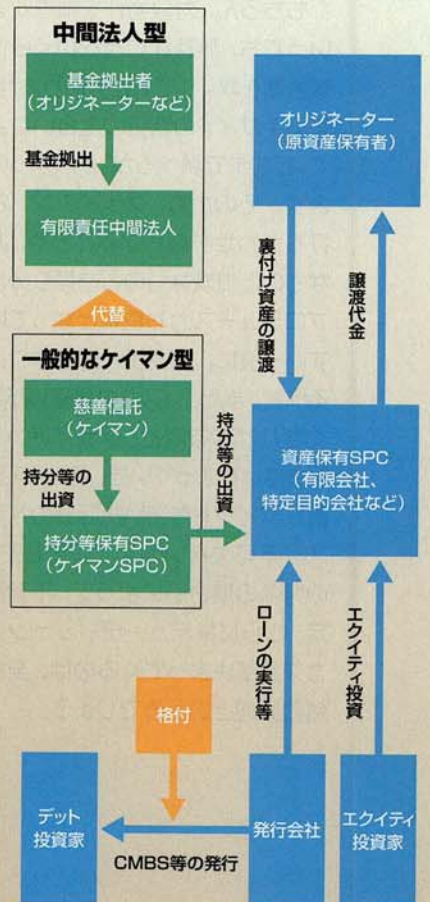
※ ※ ※

今や不動産取引において、エンジニアリングレポートの作成は当たり前のこととなっています。個別不動産における保守管理記録や修繕履歴の情報ストック・整備の重要性についての認識も、年々高まってきています。それに伴いエンジニアリングレポートも、迅速かつ低コストで提供できるようになってきていると思います。

有限責任 中間法人 その活用状況と 今後の展開

典型的な倒産隔離ストラクチャーと 中間法人による代替

[原資産が不動産、ローンが証券化されるケース]



1 倒産隔離の必要性とその手法

CMBS(商業用不動産担保証券)は、商業用不動産または商業用不動産を担保とするローン等を裏付け資産として発行される。CMBSを含むABS(資産担保証券)の格付けにあたり、フィッチ・レーティングス(以下、フィッチ)では、証券にかかる支払いが、裏付け資産以外の第三者(この中でも原資産保有者「オリジネーター」が特に焦点となる)の信用リスクの影響を事実上受けない、つまり裏付け資産の保有主体(資産保有会社または資産保有SPC)及び証券の発行主体(発行会社)^{※1}が倒産隔離性を備えているかどうか^{※2}について検証を行っている。

倒産隔離の仕組みは、発行される証券の元利払いが、裏付け資産である不動産または不動産ローンのパフォーマンスのみをよりどころとすることを意図したものであり、投資家にとってもこのようなリスクの切り離しは重要と思われる。

1999年に日本で初めてCMBSが発行されて以来、最も標準的かつ一般的に用いられている倒産隔離の手法は、資産保有会社であるSPV(特別目的主体)^{※3}を新たに組成し、その議決権株式、出資持分などの支配権(出資持分等)をケイマンに設立されたSPC(特別目的会社)に保有させ、さらにケイマンSPCの持分等を慈善信託(チャリタブル・トラスト)に保有させる方法である。資産保有会社の実質的な支配権は慈善信託が持つが、議決権は行使されない仕組みとなり、これにより、オリジネーターに信用事由が発生した場合などでも、不動産等のパフォーマンスに支障がない限り、証券の元利払いに影響がないよう手当てされている。

2 「有限責任中間法人」スキーム誕生の背景

現在、ケイマンSPCと慈善信託を用いるストラクチャーは標準的なものとして市場に浸透している。一方、ケイマンSPCや慈善信託を組成するためのコスト負担やケイマン現地における規制強化などを受け、案件組成に携わる投資銀行などで、代替手段が検討されるようになった。周知の通り、国内で完結できる倒産隔離の手法として、資産流動化法(SPC法)で特定持分信託制度が導入されているが、現状では使い勝手などの実務上の問題から、この制度を用いた証券化は期待されたほどの広がりを見せていない。

他方、2001年6月に、中間法人法によって、非公益かつ非営利目的の団体が法人格を取得できる「中間法人制度」が創設された。この制度自体はもともと同窓会、PTA、町内会などが法人格を取得できるよう企図されたものである。だが、ある国内金融機関で、「社員に共通する利益を図ることを目的とし、かつ剰余金を社員に分配することを目的としない社団」という中間法人の特徴を証券化案件に生かすことが検討された。その後、この金融機関の行員が金融法務誌に中間法人を使った資産流動化の手法に関する論文を発表したほか、同金融機関がこの手法で流動化を実施したことが新聞で報道されたため世に知られることになった。

3 ストラクチャーの検討と格付け基準レポートの発表

上述の新聞報道以降、フィッチにも複数の投資銀行や投資家から、ストラクチャー・ファイナンス案件における有限責任中間法人の利用に関して多くの問い合わせがあった。そのため、こうした新しいストラクチャーに関するフィッチの見解を広く市場に伝える必要があると判断し、フ

ィッチは社内でも検討を行うとともに顧問弁護士の見解を確認し、2002年10月25日に、証券化案件における有限責任中間法人の利用について、プレス・リリースと格付け基準レポートを公表した^{※4}。この中でフィッチは、資産保有SPCの議決権のある出資持分などを保有する「持分等保有SPC」として有限責任中間法人を利用するストラクチャーは、格付け分析上ネガティブに取り扱われることはないとの見解を示すとともに、中間法人利用にあたっての留意点として、以下の点を挙げている。

- 中間法人における社員の入社/退社、新たな社員の選任に関する制限
- 社員の議決権行使に関する実質的な制限
- 基金拠出者から中間法人に対する破産及び再生等の法的手続き開始の申し立て権の制限
- ストラクチャー・ファイナンス案件での利用を目的とした中間法人の設立及び法の趣旨への適合性
- 一部の報道にあった不動産ファイナンス案件に限らず、より広範なストラクチャー・ファイナンス案件における中間法人利用の適性

なお、各案件の妥当性については、案件全体のストラクチャー、法律意見書や中間法人の定款といった設立関連文書の内容などを確認の上、個別に判断することを前提としている。

4 中間法人ストラクチャーの利用状況と今後の展開

フィッチは、その後も投資銀行や投資家からの照会や相談を受けているものの、2003年10月末現在、中間法人を用いた具体的な案件の格付けを行うには至っていない。市場関係者によれば、証券化に至っていない不動産ローン案件の相当数で、中間法人が利用されている模様である。また、ある大手会計事務所では複数の中間法人の設立事務に携わっているという情報が聞かれるほか、フィッチ以外の格付け会社実際に中間法人を用いた案件の格付けをいくつか行っているようである。案件当事者が中間法人を用いたストラクチャーを採用するに際しては、コストや時間の節約、時差のあるケイマンとのやりとりや英文契約書作成といった事務負担の軽減などがその動機となるといわれている。格付け会社の立場としては、倒産隔離性が確保されるストラクチャーであれば問題はないため、その方法は案件当事者の選択に委ねられるが、選択肢が広がる、または、実務的な負担の軽減につながるものであれば、証券化市場にとって中間法人の活用は肯定的に捉えてよいと思われる。

最近の倒産隔離手法の新たな展開として、以下に特徴的なものを挙げておく。一つは、主に外資系やファンドのエクイティ投資家の税務上の要請から、米国デラウェア州法に基づいて設立したLLC(有限責任会社)を持分等保有SPCとする手法である。もう一つは、中間法人ストラクチャーの発展型として検討されている手法で、中間法人に持分等保有SPCと資産保有SPCの機能を両方を持たせるものである。特に後者については、本稿で紹介したストラクチャーと同様、まだ具体的な格付け案件での分析に至っていないため、実現の際には分析・検討の過程を格付けレポートなどで示したいと考えている。

※1 案件によっては、資産保有会社と発行会社が同一主体である場合もある。

※2 無論、これ以外にもチェックするべき点は多くあるが、ここでは議論の簡略化のため、倒産隔離性に絞っている。

※3 具体的には有限会社、資産流動化法に基づく特定目的会社などが一般的に使われている。

※4 この格付け基準レポートは、フィッチ日本のウェブサイトfitchratings.co.jpで閲覧できる。