

更地 見切

不動産業を進化させる開発型証券化

今までの不動産開発のあり方は、不動産会社が自己資金と銀行からの借入金で開発を立ち上げ、その開発の持つリスクも実入りも、一手に抱えてのビジネスであった。そこには単独ゆえの“甘え”が存在したり、逆に、ビッグプロジェクトとなれば“社運をかけた”事業となる。現在、莫大なリスクを1社で負えるデベロッパーは少なく、資金を貸し出す金融機関も、不良債権処理等によってリスク負担能力を失いつつある。また、減損会計へ向けた時代の流れのなか、不動産会社も否応なし

に、事業から余分なリスクを排除し、負担するリスクに応じたリターンで事業を行うことが求められている。そして、このデベロップメントの変革を、最も実践しやすい形で具現化するのが、開発型証券化といえるのである。

姿なきモノへのアセットファイナンス

開発型証券化の根幹をなすのは、「開発事業を、その開発が生み出す価値だけに依存した資金調達（アセットファイナンス）で行う」ということ。また、「利払いと償還のよりどころであるキャッシュフローを、いまだ生み出していない」という点で、既

存不動産の証券化とは大きく異なる。つまり、開発が生み出す将来の価値や収益を見越して、いかに資金を調達するか。このためのスキームを構築することが、開発型証券化の最重要課題なのである。

アセットファイナンスには、金融機関によるノンリコースローンと、SPCへの譲渡による資産の流動化・証券化という二つの手法がある。リスク分散や資金調達コストの点で、これらを使い分けることができる。

ノンリコースローンは、アセットファイナンスとはいえ金融機関からの融資。コストとしては、ノンリコースゆえの金利上昇や、銀行1社（もしくは数社）から融資を受



を れ

既存不動産の証券化自体が新しいビジネスモデルであるにもかかわらず、そこからさらに進化した“開発型証券化”。昨今、そこかしこで耳にする言葉ではあるが、正直なところ「理解したい」と感じる方は多いのではないだろうか。開発型証券化が論じられる場合、語り手が従事する業務内容やスタンスにより、かなり異なった表現が用いられることが多い。また、その言葉の意味するところも、金融機関によるノンリコースローンと、資産流動化・証券化による資金調達との総称として用いられており、これが、「開発型証券化とは、なんとなく複雑なスキーム」と捉えられる要因の一つとなっている。

今号の特別企画では「更地を見切れ!」と題し、この開発型証券化の全体像にスポットを当ててみたい。生駒データサービスシステムが実施した、(株)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の三國仁司氏によるセミナーを参考に、そのリスクや基本ストラクチャーの考え方を解説。また、具体的事例として、開発型証券化を積極的に推し進める、森ビル、東急不動産、オリックスの3社にお話をうかがい、デベロッパー、レンダー、それぞれとしての取り組みを紹介する。

開発型証券化で進化する 新時代のデベロップメント

けるためのデューデリ費用といったところ。一般のコレボレートローンに比べればもちろん高コストとなるが、比較的低廉といえる。しかし、証券化の重要なファクターといえるリスク分散の意味では、オリジネーターからリスクが完全には分離せず、事業者の倒産隔離はやや不十分となる。

逆に、流動化・証券化は、多数の投資家にリスクを分散する手法であり、その点ではノンリコースローンより有効だ。しかし“魅力的な商品”“売れる証券”とするため、格付けやリスクヘッジが必要であったり、その他様々な手段を講じなければならず、資金調達のコストはかさんでしま

う。また、対象となるもののリスクが不明確であればあるほど、より詳細なデューデリが必要で、それだけ高コストとなる。そのため、リスクが大きく、また不確定要素の多い建設から竣工に至るまでの資金

をノンリコースローンにより調達し、竣工後、ある程度リスクが見切れる状態でのリファイナンス資金を、証券化により調達するといったスキームが、開発型証券化にはよく見受けられる。

最短に抑えたい、リスクを生む期間

アセットファイナンスによる資金調達にもかかわらず、キャッシュフローがないという矛盾した状況が必然な開発型証券化。そこには、様々なリスクへの備えが必要となる。果たして計画通りの物件が、予定通りの期間・建築費で建ち上がるのか。また、竣工した後に、見込み通りの収

新たな開発スタイルを切り開く 「六本木ヒルズ」における 資金調達手法

森ビル株式会社

1700億円の資金調達を開発型ファイナンスで

森ビルは、六本木ヒルズの総事業費2700億円のうち、約1700億円を開発型証券化により資金調達するスキーム(ノンリコーススペースによる開発型ファイナンス)を組成した。同開発は、もともと証券化を念頭に置いて進められたものではなく、当初は、自社資金に加えコーポレートローンにより事業化する計画であった。2000年に実施された、所有ビル・アークタワーズの証券化などは、この資金プールに向けた戦略の一環だったという。しかし「長期間にわたる再開業において、デベロッパーが全てのリスクを引き受けることは最適な方法とはいえないのではないか」との判断や、時を同じくして、新たな不動産ファイナンスの手法として開発型証券化の具体的事例が登場したことなどから、このスキームを採用するに至った。

「当社のバランスシートのボリュームで、2700億円もの事業を一企業だけのリスクで進めていくことの妥当性は、やはり考えなくてはなりません。また、大規模不動産開発は、非常に長期にわたる事業ですが、その間、継続して金融機関から低利かつ安定的な資金提供を受けられるのか、昨今の不安定な金融情勢を鑑みても、疑問視せざるを得ません。そのような判断から、2000年春に銀行各行に開発型ファイナンスを打診し、提示されたプロポーザルの中から、最も同開発に合ったスキームを選定したのです」(財務部財務企画グループ課長 堀内勉氏)。

六本木ヒルズゆえの選択、大規模開発の難しさ

六本木ヒルズといえば、11haもの敷地に、超高層オフィスビル・商業施設・住宅・ホテル・美術館・シネマコンプレックス等、様々な都市機能を融合させた民間最大のプロジェクト。開発の前に、その費用から竣工後に生み出すキャッシュフロー、出口戦略に至るまでを正確に把握するのが開発型証券化の前提条件であるが、これほど大規模な開発において、果たしてどこま

で精緻な分析が可能なのか。当然、この疑問が頭をもたげる。

「確かに、証券化のしやすさだけを見れば、竣工後すぐに販売する分譲マンションの方が、リスクや出口戦略が明確な分、容易であるのは間違いありません。しかし、当社が開発型証券化を選択した理由を考えると、「資金回収がしやすいから」というよりはむしろ「当社の中心事業である大規模開発に対して、いかにファイナンスをつけていくか」という観点からの新しい手法の開発が必要だったのです。小規模な開発については、あえて開発型スキームを取り入れる必然性はなく、従来通り金利の低いコーポレートローンで調達した方が合理的な場合もあるからです。

大規模開発を証券化するという事は、調査すべき項目、デューデリジェンスを行うべき事柄のボリュームと煩雑さという見地から大変です。ちょうど五つか六つの証券化案件を、同時進行していくようなもの。そのため、2000年春のスタートから、組成に2年近くもかかったわけです。また、開発型であるがゆえに難しかったのは、銀行各行に、都市再開業法に則って進められる市街地再開業事業そのものの仕組みから、理解してもらわなければならないことでした。再開業事業そのものを知らなければ、どこにリスクがあるかを判断することはできません。また、そのリスクは、オフィス、店舗等、開発する器によって事細かに変わっていきます。六本木ヒルズは、様々なファクターの開発の集合体ですから、それらのリスクとそのヘッジ手法を一つ一つ煮詰めていくのが、当社にとっても、また、銀行サイドにとっても、難しい作業だったといえます」(堀内氏)。

不動産と金融の融合、そのせめぎあいとジレンマ

開発型証券化とは、不動産と金融との飽くなき擦り合わせの上で成り立っている。どちらか一方の回答を鵜呑みにして成立するモノではなく、そこにはある種のジレンマも存在する。

「仮に、竣工後のパフォーマンスが悪化してキャッシュロー

益が上がら、そして、想定された市場価格で売却できるのか。これらを開発以前に調査し、見切るのが開発型証券化の要諦である。

そこでまず頭に浮かぶのは、モノとして姿なき状態のリスクを負担する期間は、できるだけ短い方が良いということ。資金調達から収益発生までのタイムラグは、想定通りなのはもちろん、最初から短期間であるのに越したことはない。調達した資金の一部は必ず利払いに充当されるので、この期間が長期になれば、それだけ資金の目減りは大きくなる。極端な話、工期が大幅に延びれば、集めた資金が利払いの

みで終わる可能性さえある。そう考えると、いくら開発型と銘打っているとはいえ、いつ終わるかかわからない土地取得段階から証券化を成立させることが困難なのは、おのずと明らかといえるだろう。

証券化期間を決定する意味で、出口戦略の違いも重要な要素の一つだ。すなわち、完成後すぐに売却という前提で進められる開発(例えば分譲マンション)は、リスク負担の期間が短く、開発型証券化も比較的容易といえる。対して、竣工後、延々と賃貸するオフィスビルにおいて、その全てのリスクを開発前に見切ることは難しい。前述のように、竣工まではノンリ

コースローン、竣工後に証券化という手法を取るケースが多いとはいえ、どの程度の収益があるか、その後、いくらで売却できるかを綿密にデューデリシ、その妥当性を徹底的に検証する必要がある。しかし、いくら精緻に予測しようとも、その信憑性は長期になればなるほど低下する。コスト面でも、またリスクヘッジ面からも、長期間にわたり収益獲得を前提にした案件は、開発型証券化の事業対象としては、あまりそぐわないといえるだろう。

徹底したデューデリが不可欠

アセットファイナンス、そしてキャッシュ



六本木ビル

が低下した時に、果たして、プロパティマネジメントを行うPM会社を替えることができるのか、替えれば果たしてうまくいくのか。このようなことが金融機関を交えて議論されました。当社のバリューとして最も評価されたのがアークヒルズの成功であり、この実績が、開発型証券化に向けた大きな追い風となったのですが、「森ビルに任せておけば万事うまくいくのではないか」という思いと、「コントロールがきかない方向に進まれては困る」という思いのせめぎあいが、銀行各行にはあったと思います。今回はデットへの借入れですので、例えば元利払いに対して資金をプールする仕組みを確立することで対応し、利回りが悪いからといって、すぐ当社に対して営業方針の変更が求められるという仕組みにはなっていません。しかし、これがエクイティ出資となると、この不動産と金融の擦り合わせは、さらにシリアスなものになっていくでしょう」(堀内氏)。

今後、東京における都市再生に向け、大型再開発の重要度と

スケールメリットは、確実に増大してくると森ビルでは考えている。また、資金回収を早めた、よりスピーディな事業の推進も不可欠とのスタンスだ。そんななか、開発型証券化はまさに最適な手法。資金回収の早さは言うに及ばず、仮にコーポレートローンだけが開発資金捻出の手段であるなら、会社の規模によっておのずと資金調達や開発案件の規模が決定し、超大型の開発など、将来にわたって実現不可能となるだろう。六本木ヒルズのケースは、森ビル1社だけの事例にとどまらず、今後の再開発事業のあり方、ひいては都市再生にも関わる重要な試金石となった。中小のデベロッパーであっても、精緻な開発計画とトラックレコード、そしてデューデリジェンスが示されれば、開発を行うことができるという可能性の一端を示唆するものといえるだろう。事実、森ビルでは、同スキームの成功が、今後、都市再生に向け大型開発を行う上での、的確な突破口となつたと捉えている。

フローとリスクとの関係。開発型証券化を知る上で重要な二つのポイントを記してきたが、もう一つ、そもそも、対象案件がきちんと建ち上がるのかという、極めて根本的なリスクが開発型証券化には存在している。

建物が建たない(もしくは、予定通りのモノ・期間で完成しない)というのは、どのようなことなのか。建設中の計画変更など当たり前。デフォルトでもなければ未完成などありえないと考えるのが、今までの不動産事業のスタンスだった。しかし、資金を外部から調達してくる証券化となると、このような考えは通用しない。全て

のファクター、全てのリスクに対して明快な回答が用意されていなければ、資金調達は不可能なのである。土地においては土壌汚染から埋蔵物の有無。環境問題に対して地震、風水害、騒音、排煙、排気ガス等々の影響。実際に建築を請け負う建設会社に対しても、その業務能力から信用力が問われ、リスクヘッジのため複数企業の共同事業体とするケースもある。また、天災による工事ストップや遅延への保険、手抜き工事を避けるチェック機能と、あらゆる角度から二重三重の備えを行い、やっと「この建物は必ず完成する」というお墨付きを得ることができる。

開発事業において行う事業性への客観的な分析、合理的な実務、的確なリスクヘッジ。これらは、なにも証券化に限った話ではなく、通常の不動産事業においても当然行うべきことだ。しかし、開発型証券化においては、その全てにおいて、今までよりワンランク上の水準が求められる。

その土地が生み出す新たな価値を想定し、資金を集め、建物を建て、価値を高め、実入りを得るといったデベロップメントのあり方を、厳密かつ最大化し進められる開発型証券化。その習得は、開発事業に携わる上での必須項目とあって、決して過言ではないだろう。

計画と現場との乖離を 的確にマネジメント 開発型こそデベロッパーの醍醐味

東急不動産株式会社

経験を最大限に生かす大型店舗案件

東急不動産が不動産証券化への取組みに着手したのは、98年のSPC法誕生とほぼ同時期。まずは、自社の資産により、この新たな事業手法が試みられた。その後、ノンアセットビジネスの一手法として不動産証券化を捉え、99年春先に資産活用事業本部を設立。自社案件のみならず、オリジネーター他社の案件を手掛けるようになった。その先陣を切ったのが99年のイトーヨーカ堂の店舗案件である。自社では、商業店舗のみならずマンション、オフィスビルと多様な案件を手掛けてきたが、入居するテナントの信用が高ければ、レンダーから低い金利で資金が調達できる大型商業施設の証券化が、有利であると判断したのである。

「現在の証券化マーケットでは、オフィスの物件利回りが低く、対して商業店舗の利回りが高い。これは、店舗におけるリスクが見極めにくく、誰もが参加できる市場ではないことの表れでしょう。しかし今後、市場での実績が増え、リスクが明確化してくるに従い、後5年もすれば、利回りを低くしても仕入れる商品になってしまう。デベロッパーは、“モノ”を作ることでキャッシュフローを生み出すのが商売ですから、そこでリスクを取るのがまさに仕事です。そういった意味で、今、当社のデベロッパーとしての経験が最も発揮できるのが、店舗案件であると考えています。特に、物件がまだできていない大型商業施設の開発型証券化については、証券化を取り巻く各種プレイヤーの中でも、デベロッパーにしか手掛けれられない案件といえるでしょう」(都市事業本部SC開発部事業開発グループ グループリーダー 大隈郁仁氏)。

金融機関を含まない独自のアレンジメント

不動産証券化の登場から数年が経過。既存案件では、その建物が生み出すキャッシュフローが明確で、不動産会社の手を借りるまでもなく、かなり高水準なトラックレコードが提示されるようになっている。徐々に、デベロッパーの出る幕がなくなっているのは明らかだろう。東急不動産では、本来、モノを作り出すところで勝負するのがデベロッパーであり、その力が最も発揮できるのが開発型証券化だと捉えている。そのため、同社による開発型案件、名古屋の大型ショッピングセンター「メッツ大曽根」では、アレンジメントの段階において信託銀行や証券会社という金融機関が参画していないのが大きな特徴となっている。SPCは信託受益権ではなく不動産の現物を保有し、アレンジメントは三菱商事と東急不動産が行う。

「開発型案件、特に今回のような大型商業施設の場合、大規模小売店舗立地法(大店法)に関わる対応や、周辺住民への対応、建築物の設計変更等々、更地から建物ができあがるまで、多種多様な意思決定が必要となります。そのため、関連するプレイヤーはできるだけ少ない方がいい。既存案件であれば、どれだけプレイヤーが関与しようとしていようと物件自体はキャッシュ



メッツ大曽根

フローを生み出していきます。しかし、開発型案件ではそうはいかない。「期限までに完成させる」「投資額を上昇させない」という開発型案件の2大リスクに対し、どう対応していくか。この意味からも、的確なマネジメントに基づいた素早い意思決定が不可欠であると考えています」(同グループ 係長 伊藤修氏)

キャッシュフローがないなかで、事業資金を捻出する開発型証券化。もちろん細部にわたる事業の検証から、建築費やその期間、将来のキャッシュフローや出口戦略を導き出した上で進められるのだが、予測と現実とのズレは必ず存在する。予定されたスケジュールと現実の進捗状況、計画予算と実際の支出コスト。今までの開発事業における現場の認識からすれば、この乖離は当然に生じるものだが、「乖離=デフォルト」の可能性を有する開発型証券化の場合、これに甘んじるわけにはいかない。そして、こういった開発段階の工程、コストを的確にマネジメントできるのは、証券化プレイヤーの中でも金融機関や外資系投資会社ではなく、他ならぬデベロッパーだけなのである。

将来はマスターリースを避け東急のブランド力で勝負

今回の「メッツ大曽根」のケースでは、テナントのクレジットをベースに金融機関からの融資を引き出した。キャッシュフローに基づくノンリコースローンとはいえ、実際のところ、物件リスク、キャッシュフローだけに立脚したリースは数少ないのが現状だ。金融機関は、高いクレジットのテナント1社で構成される店舗の方が融資しやすい。しかし、そうすると、確実な賃料収入は確保できるものの、アセットマネジメントやプロパティマネジメント、またリスクマネジメントに関して、デベロッパーが力を発揮する場面が少なくなる。今回のケースは手始めということもあり、このような手堅い手法を取ったが、東急不動産では、今後の商業施設の案件については、マスターリースはなるべく避ける方向で実施したいという。これは、AMやPMに関して積極的に携わり、東急不動産というブランドの、真の実力を発揮していきたいとの目論みである。

オリックス株式会社

開発型証券化は 不動産事業の選択肢の一つ 不可欠となるリスク分散の経営観

日本の不動産開発を熟知したオリックスの優位性

99年に、日本の金融機関として初めて本格的なノンリコースローンに取り組んだオリックス。我が国のアセットファイナンス市場を切り開いてきた同社は、開発型証券化に対しても積極的な取組みを見せている。

「当社が、日本国内の金融機関において、最も早くアセットファイナンスのリスクを負えるようになったのは、もともと不動産事業部門を内在化していたオリックスという企業形態を考えれば明らかです。ノンリコースローン自体は金融サイドの製品ですが、不動産の証券化にはデベロッパーとしての素養が不可欠。さらに開発型ファイナンスともなれば、キャッシュフローを生んでいない更地の価値をどう具現化するか、確実性をどのように詰めていくかなどを判断するわけですから、デベロップメントの本質を知らなければ、とても見切れるものではありません。そこには、日本の不動産開発の特性や仕組み、事業を熟知したレンダーが必要であり、当社の優位性も、まさにこの点にあるといえるでしょう」と、不動産ファイナンス本部ストラクチャード・ファイナンス部の部長、岡部泰久氏は語る。

さらに重要度を増す相互の業務理解の必要性

不動産証券化とは、不動産と金融の融合であるとよくいわれるが、開発型となると、その傾向はさらに顕著となる。極端な話、キャッシュフローが明確な既存不動産の証券化は、金融サイドのスキームのみで完結させることもできるが、デベロップメントが加味される開発型証券化では、そうはいかない。不動産業と金融業の双方がマッチアップして推進される事業といえるだろう。

「不動産を開発する機能、開発リスクを負う機能は、証券化におけるSPCが担うことはできません。それでは、誰が担当するのかというと、デベロッパー以外はありません。開発型SPCのエクイティを持つことは、デベロッパーにとって怖いことではなく、むしろ、デベロッパー本来のリスクであり役割といえます。また、ファイナンスのリスクも誰かに任せることになるのですが、開発のデットのリスクを持てるのは、デベロップメントを精査できるレンダーでしょう。加えてポイントとなるのは、金融サイドと開発サイドとが、お互いにチェック機能を有し、かつ、スムーズに開発を推進できるビジネスモデルの構築が、必要不可欠ということなのです」(岡部氏)。

デベロッパー各社が開発型証券化に対して抱いている危惧として、自社の開発にアセットファイナンスを取り入れることで、独自の運営が阻害されるのではないかとの思いがある。今までの不動産開発は、自社のバランスシートを使うフルファイナンスの事業。銀行からお金を借りているとはいえ、開発は全て自社の責任で行われ、建設中はもちろん、その後の運営に関して、自らのスタンスのみで戦略を構築できる。これが証券化

となると、エクイティはエクイティとしての責任範囲で出資し、デットに関しては別にリスクを負ってもらおうとする共同作業。各社の思惑の違いは当然出てくる。ノンリコースローンなら対レンダーだけの問題だが、投資家を募っての証券化であれば、さらに複雑さを増すだろう。同じデベロップメントといえども、今までのビジネスとの違いは大きい。

「開発型証券化は、デベロッパーの役割を果たす企業が不可欠ですが、レンダーサイドは、そのデベロップメントが頼りないようなら介入しなければなりません。レンダーがリスクを取るといえるのはそういうことです。ただ、もちろん、やみくもに口を出すというわけではなく、そこには、お互い譲歩できないポイントに対する“線引き”が重要となっていきます。開発型証券化では、プレイヤーが互いの業務内容を認知し、事業の擦り合わせを行うこと。その上で、適切な事業推進が図られる仕組みを作りあげることが肝要といえるでしょう」(同本部プロジェクトファイナンス部 課長 深谷敏成氏)

開発型証券化で必要とされる新たなコスト意識

全ての投資は、勝算が見込まれた上で取り込まれるものだが、失敗が起こりうるのは、歴史が物語るとおりである。そのリスクを分配して開発しようとするのが開発型証券化であるが、それを実現するには、クリアしなければならないハードルは数多い。しかも、今までの日本では、このようなリスク分散の感覚さえ皆無といった状態であった。例えば不動産サイドが、ノンリコースローンを引くために不可欠な資料やデータを、常時、提示できるかということ、そこまで金融を知るデベロッパーは少ない。当然、金融サイドからの的確な提言やアドバイス、商品に合わせたアレンジが必要となる。逆に、不動産開発の仕組みを全て熟知するレンダーも数少ないのが実状だ。これらの溝が埋まることなしに、開発型証券化が進展することはない。

「もう一つ、開発を線引きしリスクを分散するということは、それだけでコストがかかるということ、デベロッパーサイドは認識する必要があります。精緻なデューデリには経費がかかりますし、投資家を集めるなら格付けも必要。アセットマネージャーやプロパティマネージャーといったプロの人材を投入するわけですから、今までのコスト意識とは異なった経営観が求められます。リスクを分散しているのですから、もちろんリターンである収益も低くなる。今まで通りに1社で全てのリスクを取り、最大のリターンを得ようとする考え方もありますが、もはや直接金融による資金調達やオフバランス化は、時代の潮流といえるでしょう。今後、全てのファイナンスが直接金融に移行するわけではありませんが、選択肢の一つとして開発型証券化を捉えることが、不動産経営における避けられない命題です。エクイティサイドが負担すべきリスク、およびリスクに応じた必要出資額を明確にし、レンダーが負担するリスクとバランスさせること。これが、これからの不動産経営には不可欠ではないかと思えます」(深谷氏)。