

債権流動化の新潮流

SPC活用による国有不動産の初の証券化スキーム

(株)リーサムリサーチ(RECRM) 代表取締役 田中 剛

我が国初の、証券化（SPC法の活用）を前提とする国有不動産の入札に参加した当社が、バルク2件のうち1件を落札。これを可能にしたポイントは下記の通りである。

今回の入札実施の前段として、大蔵省（当時）は1999年秋口から国内外の金融機関および三井不動産等を、証券化に向けたアドバイザーとし、取組みを強化してきた（証券化アドバイザーを務めた金融機関は、メリルリンチ、モルガンスタンレー、日興ソロモン、野村證券、大和S B、住友銀行、第一勧業銀行、大和銀行、三菱信託銀行、住友海上火災保険の10社である）。

このような経緯もあり、今回の証券化前提入札は、日本政府が行う不動産証券化第一弾（国としての直接金融促進策の一環）として、国内はもとより、海外からも注目を集めていた。

1 国有不動産のバルクセール2件の内訳

大蔵省関東財務局（当時）が、2000年9月11日に実施した国有不動産のバルクセール2件の内訳は以下の通りである。

- ・更地6物件……対象は、港区六本木、渋谷区神宮前等の6物件で、10社が入札参加。結果、野村証券のコンソーシアムが落札。
- ・収益物件8物件……対象は、港区赤坂、目黒区南等の8物件で、商業ビル・マンションとなっている（当社落札物件）。

(1) 落札のポイント；その1

物件価格の査定精度（デューデリジェンス）・賃貸収益の査定精度およびリスク計測における精度の高さが、他社をはるかに凌駕していたことに起因していると思われる。

当社のデューデリジェンス業務＝物件の精査業務は、1997年3月末の日本初の不良債権のバルクセール引受けに始まり、これまでに数千件にも及ぶ担保不動産の精査を行い、これらの業務を通して蓄積した当社のノウハウが、今回の入札にも活かされている。

(2) 落札のポイント；その2

証券化に際しての、画期的なコスト削減（既存のスキームに比べての）が挙げられる。

それは、当社が先に開発した金融商品である（注1）「個人向けノンリコースローン（責任財産限定ローン）」のノウハウ活用により、従来の証券化スキームに必要であったコスト（ケイマン等の現法SPC設立コスト、信託に係わる諸々のコストの高負担等々）を削減できたこととともに、証券化に必要な人員面でも、そのほとんどを内政化できること（鑑定業務、サービサー業務、プロパティマネジメント業務等）による画期的なコスト削減を実施できていることの強みがあったためと思われる（当社の上記個人向けノンリコースローンによれば、国内SPC法に準拠する形での証券化実施が可能となった点において、世界的に

も注目に値する商品スキームであると考えている。）。

2 落札した国有不動産8物件のこれからのスキーム（[資料1]参照）

今回の証券化に関しては、すでに金融監督庁（現在の金融庁）に対して、その資産流動化計画を提出済みであり、現物の配当利回りは、総体で6～7%程度になると予測している。しかし、8物件は、各々条件が違うことから、SPCは五つ設立し、それぞれの物件特性にかんがみながら五つのSPC証券を発行し、きめ細かく対応していくことになる。現在、複数の投資家から問い合わせをいただいているが、当社のスキームとしては、物件のプロパティマネジメントをすべて任せて欲しいと考えており、これからじっくり時間をかけながら投資家選びをしたいと考えている。

3 不動産業界の証券化事業の見通しと当社の取組みスタンスについて

明確にいうと、今の不動産業界が行っている証券化事業は不透明感がある。なぜなら、業界としては、不動産の売買をめぐる営業の一部を証券会社に委ねることになり、営業の付け替えをしてみたところで、不動産運用サービスの質的向上には直接結び付きにくいと思われるからである。

J-REITにしても、原資産の流動性をどう高めて行くかという点が大切で、REITの本質という点においては、あくまでもキャピタルゲインを確保することにある。そのためには、やはり現物の流動化市場をしっかりと整備する必要がある。当社が、今まで手がけてきた不良債権を蘇生させるビジネスにしても、その担保不動産をどう流動化させて行くかということが重要なポイントとなり、いわゆる一般的な鑑定評価額では、なかなか取引が成立しない。その原因を調べてみると、物件の評価をする際に参照されている取引事例は、ほんの一握りを参考にされているだけで、一般の取引との間に乖離が生じていることに起因

していると判明した。当社の場合には、顧客が値を付ける形を採っているもので、常に時価に精通した会社であり続けることができるという強みがある。

不動産証券化事業に必要なことは、各分野の高度な専門性であり、強力なプロパティマネジメント能力を土台とした当社の総合力は、REIT（Real Estate Investment Trust＝不動産投資信託）を超え、“スーパーREIT”になっていくものと確信している。

4 当社の100%子会社サービサー、グローバル債権回収㈱の特徴とその果たす役割

(1) 特徴

①日本の不良債権蘇生ビジネスにおいて、草分け的な案件を手がけた人材を含め、サービサー業務を遂行するうえで不可欠な経験と知識を所有している人材を有していること。

②米英系の世界3大格付け機関であるFitch社によるサービサー格付けで、「完全なる承認」という格付けを取得していること（2000年10月12日付）。

日本で、格付けを取得しているサービサーは、外資系で1社、銀行系で1社、そして当社の子会社であるグローバル債権回収㈱の、全部で3社しかないのが現状である（グローバル債権回収㈱が取得した格付；CMB S=Commercial Mortgage Backed Security＝スペシャルサービサー格付CSS3；商業用不動産担保ローンに係わるサービシング能力と、必要とされる投資家向け報告能力の、「完全なる承認」を意味している）。

5 レイテッド・サービサーとしての、当該債権回収会社からみた債権の流動化市場

具体的に、債権が証券化されて投資家に販売される場合、投資家は回収を直接行うわけではないので、信頼できるサービサーが、その債権の管理回収を行ってくれているかどうかということが大

きなポイントとなる。この場合の判断基準となるのが、国際的なサービサー格付けを取得しているサービサーであるかどうかということである。

グローバル債権回収株は、前述の通りFitch社による格付けを取得しているため、こうした業務を先行して行えるという強みがある。

その代表例が、証券化を前提とした日本で初めての国有不動産の売却案件であり、レーサムリサーチが取得した国有不動産を、子会社たるグローバル債権回収株にサービシングさせる予定であり、グローバル債権回収株にとっては、またとないビジネスチャンスを得たことになる。さらには、レーサムリサーチが販売する収益不動産に関して、一般の投資家向けに当社の画期的な金融商品であるノンリコースローンを付ける事業に、有力なレンダー企業とともに、そのサービサーとしてグローバル債権回収株を参画させている。日本においてはノンリコースローンの例は、まだまだ少ないのが現実であるが、こうした個人投資家向けのノンリコースローンのプログラムにおいて、かつ、その債権を証券化する例は、世界的にみても、かなりの最先端ビジネスであると考えている。

最後に、REITに関して再び言及すると、REITの株式を対象とするエクイティ・リートが主体を占めることになると思われるが、REITの投資リターンをあげるために、レバレッジをかけてファイナンスを付ける、という手法が活用されると推測している。こうしたファイナンスの管理面においても、信頼できるサービサーが管理してこそ、REITが安心して投資できる仕組みになるわけで、REITというスキームと真に信頼のおけるサービサーの存在が、債権の流動化と不動産の流通の双方を促進するものと考えている。

6. 当社が開発した、この個人向けノンリコースローンによる営業上見込める波及効果

(1) 新規の顧客層に対しては……

個人事業主等の場合；個人事業主は、その事業資金の調達に際して多くの場合、個人保証を付け

ており、本人の与信枠の問題もあって、従前は不動産投資に消極的にならざるをえなかった。しかし、このレーサム型ノンリコースローンの場合は、このような方々にも有用に機能するものと考えている。

外資系企業勤務者の場合；その高年収にもかかわらず、勤続年数が短いという理由等により都銀のローンが使えず、やむをえずノンバンクのローンを組むというケースが多く見受けられた（あるいは、その金利の割高感から、投資を見合わせるという場面も多々あった）。このような方々も、このレーサム型ノンリコースローンの潜在顧客と見做すことができる。

(2) 既存のお客様に対しては……

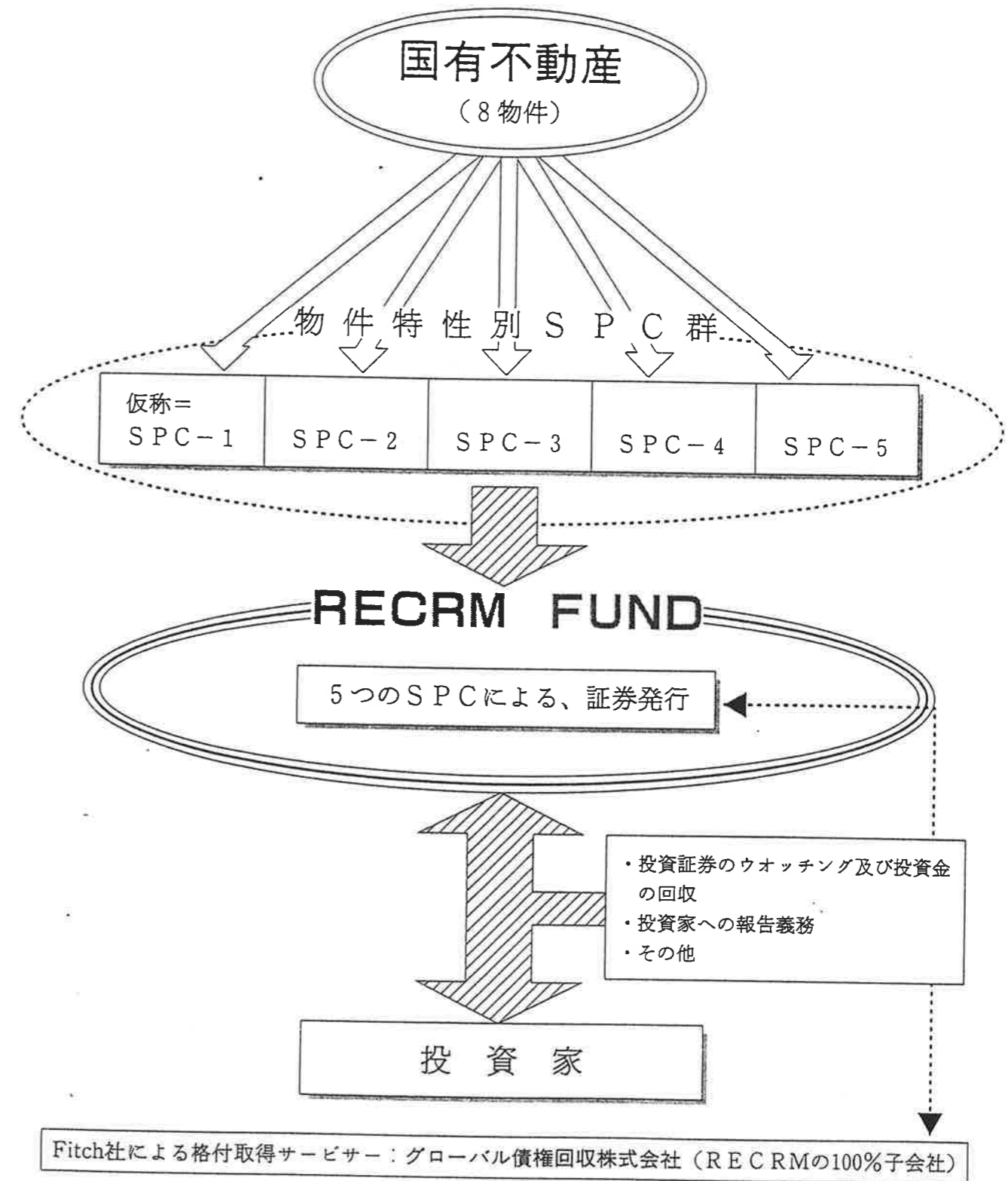
現金100%で投資をしていたお客様の場合LTV（注2）60%~70%で、当ノンリコースローンを利用することができ、投資元本が従前の40%~30%で済む。このことにより、投資利回りの改善と収益力の向上が図れると同時に、自己資金の余剰部分を他の物件に分散投資でき、結果としてリスクの分散が可能となる。

（注1） 当社・レーサムリサーチが開発した「個人向けノンリコースローン（責任財産限定ローン）」の、従来スキームと対比して画期的ともいえる相違点としては、次のことが言える。

従来の不動産証券化に際しては、運用者の倒産リスクから資産を守るために、ケイマンSPC等を設立し、不動産の運用を随時管理するために信託の器を利用するという手法が取られてきた（法務、税務、会計、信託等の諸経費負担）。今回、当社の開発した「個人向けノンリコースローン（責任財産限定ローン）」は、我が国のSPC法をそのまま利用でき、関連子会社で格付けを持つサービサーであるグローバル債権回収株が、これらのコストを大幅に軽減する役割を担うことによって利回りの向上に寄与している。

（注2） LTVとは、Loan to Valueの略で、負債額を不動産の評価額で除した値のことを指している。いわゆる、担保掛目、融資比率のことである。

〔資料1〕 RECRMが落札した国有不動産の証券スキーム



季刊

債権管理

債権流動化と信用リスク管理の実務指針

春号

2001年4月5日

巻頭言 司法制度改革のこれからと弁護士的使命 日本弁護士連合会 久保井 一匡

特集 施行1年 民事再生法

東京地裁 園尾 隆司 / 名古屋地裁 内山 梨枝子 /
仙台地裁 前田 英子 / 大阪地裁 森 宏司
札幌地裁 鈴木 信行 須田 浩司

(株)フリーウェイ 上柳 敏郎 / 高橋ビルディング(株) 松本 岳 /
大阪樹脂工業(株) 小松 陽一郎 / 日貿信(株) 多比羅 誠 /
マルホ観光開発(株) 服部 弘志 / (有)善建ホーム 橋本 千尋 (以上順不同)

座談会 民事再生実務の検証と課題

園尾 隆司 / 田原 陸夫 / 松嶋 英機 / 三上 徹 /
養田 孝行 / 森 宏司 / 山本 克己(司会)

提言 これからの日本のサービシング事業のあり方について
～サービサー法改正の展望と課題 北見 良嗣

制定作業に携わった編著者による唯一のコンメンタール

逐条解説 金融商品販売法

岡田則之 高橋康文 編 大前恵一朗 鴨井慶太 柴田智樹 滝波泰 牧田宗孝 著

A5判・上製・208頁・定価2,520円(税込)〈送料別・実費〉

- ◆2001年4月施行の「金融商品の販売等に関する法律」のすべてを制定作業に携わった編著者が詳解・運用・実務の指針を提供する。
- ◆本法律の基本的な考え方・説明義務の創設、勧誘の適正の確保、消費者契約法との関係一を踏まえ、第1条から第9条、附則について施行令、関係法令等を織り込んだ逐条解説。
- ◆金融商品販売法、金融商品販売法施行令、消費者契約法の全条文と金融審議会第一部会の「中間整理(第二次)」、金融商品の販売・勧誘に関する判決、参考文献等資料も満載。事項索引を付す。
- ◆銀行・信託・保険・証券会社等の商品企画・業務推進・コンプライアンスの担当者をはじめ裁判官、弁護士、研究者、投資家にとって必読の書。

●主要目次●

第1編 総論

- 第1節 法律制定の背景
- 第2節 関係審議会等における検討
- 第3節 法案の立案と国会審議
- 第4節 諸外国における状況

第2編 解説

- 第1節 法律の基本的な考え方
 - 1 説明義務の創設と説明義務違反の場合の損害賠償責任
 - 2 勧誘の適性の確保
 - 3 消費者契約法との関係
- 第2節 逐条解説

第1条 目的

第2条 定義

- 1 第1項本文(金融商品の販売)
- 2 第1項第1号(預金ほか)
- 3 第1項第2号(無尽)
- 4 第1項第3号(信託)
- 5 第1項第4号(保険・共済)
- 6 第1項第5号(有価証券)
- 7 第1項第6号(信託の受益権ほか)
- 8 第1項第7号(商品投資契約ほか)
- 9 第1項第8号(特定債権等組合契約ほか)
- 10 第1項第9号(不動産特定共同事業契約)
- 11 第1項第10号(有価証券先物取引ほか)
- 12 第1項第11号(有価証券先渡取引ほか)
- 13 第1項第12号(その他のデリバティブ取引)
- 14 第1項第13号(類する行為ほか)
- 15 第2項(代理・媒介など)
- 16 第3項(金融商品販売業者等)
- 17 第4項(顧客)

第3条 金融商品販売業者等の説明義務

- 1 第1項本文(重要事項ほか)
- 2 第1項第1号(説明事項一金利等)
- 3 第1項第2号(説明事項一業務・財産の状況等)
- 4 第1項第3号(その他の説明事項)
- 5 第1項第4号(期間の制限)
- 6 第2項(元本欠損が生ずるおそれほか)
- 7 第3項(取次ぎ・代理・媒介の場合)
- 8 第4項(特定顧客ほか)

第4条 金融商品販売業者等の損害賠償責任

- 第5条 損害の額の推移
- 1 第1項(元本欠損額)
- 2 第2項(元本欠損額の算定期間など)

第6条 民法の適用

第7条 勧誘の適正の確保

第8条 勧誘方針の策定等

- 1 第1項(勧誘方針ほか)
- 2 第2項(適合性原則ほか)
- 3 第3項(勧誘方針の公表)

第9条 過料

附則(施行期日ほか)

第3編 資料

- 1 金融商品の販売等に関する法律(平成12年法律第101号)
- 2 金融商品の販売等に関する法律施行令(平成12年政令第484号)
- 3 衆議院大蔵委員会における附帯決議
- 4 消費者契約法(平成12年法律第61号)
- 5 金融審議会第一部会の「中間整理(第二次)」
- 6 金融商品の販売・勧誘に関する最高裁の判断が示された判決
- 7 参考文献等

好評既刊 わかりやすい一問一答で実務上の疑問に答える

Q&A金融商品販売法ハンドブック

金融商品販売法研究会 定価1,470円

社団法人金融財政事情研究会 お申込先(株)きんざい 書籍係 〒160-8520 東京都千代田区千代田1-1-1 TEL(03)3358-2691

きんざいホームページ <http://www.kinzai.or.jp/>