

豆知識 「不動産証券化プレイヤーと不動産鑑定士」

ここ数年におけるわが国の不動産証券化を取り巻く状況は著しく発展しており、不動産市場においても、J-REITやプライベートファンドといった不動産投資ファンドが市場を占める割合も増加しております。このような流れの中、不動産鑑定評価基準においても「証券化対象不動産の価格に関する鑑定評価基準」が策定され(2007年9月より運用)、ますます不動産の証券化に対する注目度は高まるものと思われます。そこで、今回は不動産証券化の基本的な知識の一つとして、我々不動産鑑定士をはじめ、不動産証券化のプロセスにおいて関与する数多くのプレイヤーの一部を簡単に紹介いたします。

1.不動産鑑定士

不動産証券化のプロセスにおいては、キャッシュフローの源泉となる実物不動産を取得又は譲渡等に当たっては、不動産鑑定士による鑑定評価が義務付けられております。また、不動産の価格の専門家である不動産鑑定士は、証券化を行うに当たって、対象不動産の収益性の検証なども行います。また、不動産鑑定士が行う主な業務は以下の通りです。

- ① SPV等の証券発行主体(ビークル)が実物不動産を取得(又は譲渡)するにあたっての鑑定評価
- ② 金融機関等からの、ノンリコースローンに係る担保評価
- ③ 運用期間中の各決算期に実物不動産の適正な価格に関する情報開示として
- ④ 証券化対象不動産の詳細調査(デューデリジェンス)

2.オリジネーター

不動産証券化において、保有する不動産、不動産の信託受益権、不動産収益を裏付けとした貸出債権等をSPV等の証券発行主体(ビークル)に譲渡する者のこと。原資産保有者、資産譲渡人ともいわれます。

3.投資家

不動産から生じるキャッシュフローを受け取る代わりに、不動産の有するリスクを引き受けるのが投資家です。投資家は自らのニーズに応じてデットやエクイティに投資します。

4.レンダー

投資家のうち、主にノンリコースローンを実行する金融機関のことをいいます。

5.アレンジャー

不動産の証券化において、オリジネーター、レンダー、投資家等の間を取り持つ金融仲介者です。アレンジャーは各当事者のニーズを把握し、証券化の基本構造を構築する専門家で、必要に応じて、弁護士、会計士、不動産鑑定士と専門的な交渉を行ったり、外部委託先の選定や、ストラクチャー構

築後は資産対応証券の引受け先や融資先の選定など、証券化において重要な役割を担っています。

6.アンダーライター(引受会社)

不動産証券化商品の発行に際して資本市場で募集・販売を行うことを目的に引受けを行う証券会社などのことです。投資家需要調査を行って発行条件の決定を行ったり、販売に際し、投資家に対して商品に関する説明も行います。

7.アセット・マネジャー

投資家(資金提供者)から委託を受けて資産(不動産)の運用・運営・管理を行う業務。これを行う担当者がアセットマネジャーです。アセットマネジャーは対象不動産の資産価値を高めることを目的に、対象不動産の購入あるいは売却を行いテナント誘致や物件の管理方針等を決定したり、不動産を実際に運営・管理を行うプロパティマネジャーの選択、監理する業務もアセットマネジャーの仕事です。

8.プロパティ・マネジャー

不動産証券化におけるプロパティ・マネジャーは、不動産所有者や、アセット・マネジャーから依頼を受けて、対象不動産の収益を最大化させるべく管理業務を行います。主な業務内容としては、テナント管理業務(テナントの誘致、賃貸借契約の管理)や建物管理業務、委託者への詳細なレポートニングなどがあります。

9.サービサー

賃料収入等の実物不動産から発生するキャッシュフローの回収・管理を行います。不動産証券化ではプロパティマネジャーが行うことが多いようです。

10.弁護士

不動産証券化に係る多くの契約書の作成を行うほか、法律面からのデューデリジェンスを行う役割を担い、具体的には真正売買、倒産隔離、契約の有効性、関連法制との適法性等ストラクチャー上、法的に問題となる点についてチェックし、意見書を作成します。

11.会計士・監査法人

不動産証券化のビークルの毎期の貸借対照表、損益計算書等の決算書類の作成、証券化商品の会計処理やオリジネーターに対する証券化に関する会計処理のアドバイスなど行います。

関連用語集

SPV

Special Purpose Vehicle の略で、特別目的事業体。実物不動産から発生するキャッシュフローの裏付

けに証券を発行するための組織のことで、単に「ビークル」といわれる場合もあります。証券化の対象になる資産を法人本体から独立させることがポイント。法人と投資家への二重課税を回避するための「器」や「箱」(＝導管体、Conduit)という位置づけになります。具体的にはSPC、信託、匿名組合、などです。

デットとエクイティ

資金調達方法の区分。デット(Debt)とは、借入金・社債等により調達された返済義務のある資金のこと。エクイティ(Equity)とは、株式等により調達された返済義務のない資金のことです。

ノンリコース・ローン

ある事業から発生するキャッシュフロー(不動産の場合には賃貸収入及び売却代金)のみを返済原資とする融資のこと。貸出人が求償できる範囲は、担保物権から発生する賃貸収入や売却代金に限定される為、借入人がそれ以上の返済義務を負うことはない。返済に不足が生じた場合、借入人の財産による返済義務を負う融資をリコースローンといいます。

デューデリジェンス

実物不動産の取引において、土地建物の状況、環境、法的権利関係、マーケット、賃貸経営実態等物件に関する詳細調査のこと。不動産の証券化にあたっては、投資採算性、投資価値の判断を行うために活用されます。

真正売買

不動産流動化において、不動産又はその信託受益権を、オリジネーターからビークルに譲渡する際、その譲渡が法的かつ会計上の有効な売買として取り扱われ、単なる譲渡担保の金融取引とみなされないことが非常に重要です。

形式的に不動産売買の形態をとっていても、当事者間の意図が担保物権の成立にあったとすると、オリジネーターが倒産した場合には債権者が担保権を主張して売買を否認される可能性があります。また、会計上、有効な売買として認められない場合は、オリジネーターのバランスシートから切り離すことができなくなってしまいます。

真正売買が成立するかどうかの判断基準としては概ね次ぎの3点と言われています。①当事者の真に売買するという意思(買戻特約等がない、支配権の移転、経済的利益及びリスクの移転、会計上のオフバランスなど、)②適正な価額の売買、③第三者対抗要件の具備。

会計上のオフバランス処理に関しては、平成12年7月に日本公認会計士協会が「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」を公表し、5%ルールと呼ばれる真性売買に関する基準を規定されています。

倒産隔離

不動産証券化における倒産隔離とは、

①ビークルをオリジネーターの倒産による影響を直接的に受けないようにすること

②ビークル自体が倒産しないように手立てすること

を指します。①についてはオリジネーターの倒産リスクから隔離するためには、証券化対象不動産の真正売買を確保する必要があります。また、②については、契約によって、ビークルの兼業の禁止や、不要な借入を起こさせないよう制限したり、ビークルの取締役や債権者に倒産手続きの申し立てをおこさせないようにするといった手立てがなされています。

また、実務上ではオリジネーターとビークルの資本関係を切断するために、ケイマンSPCといった海外SPCを使ったスキームが今までは多く使われていましたが、最近では有限責任中間法人を設立して倒産隔離を行う例も増えています。