

### 3 億円からの不動産証券化 - 新しい 資金調達手段を推進 -

講師:(株) SATAS インテグレート

代表取締役

佐藤 一雄 氏

平成 15 年 12 月 12 日 (金)

司会:本日は「3 億円からの不動産証券化 - 新しい資金調達手段を推進 - 」と題し、(株) SATAS インテグレート 代表取締役の佐藤一雄さんにお話いただきます。佐藤さんは三井不動産(株)在職中より不動産シンジケーション協議会、現在の社団法人不動産証券化協会の初代専務理事兼事務局長として、不動産共同投資事業法制定の旗振り役を務められるなど活躍された方で、不動産証券化の第一人者です。それでは佐藤さん、よろしく願います。

佐藤氏:ただ今、ご紹介いただきました佐藤でございます。まず「3 億円からの不動産証券化」というテーマを考えた背景からご説明申し上げたいと思います。

#### 【 背景 】

私は 99 年 7 月に独立しまして、現在 5 年目なのですが、昨年頃より流れが大きく変わってきたと感じております。それは小規模の

物件でも流動化型の資金調達について相談されることが多くなってきたということです。昨年の 12 月にお会いした、福岡で 5, 6 億円程度の小口物件証券化に実績のある企業の社長によると、最近は東京近辺の小口物件証券化の話も持ち込まれるようになったとのことでした。銀行で扱う不動産流動化の対象は 30 億円程度の物件なので、小口物件は相手にされず、わざわざ福岡まで訪ねて来るというのです。

もっとも、同じ 5, 6 億円の物件でも福岡と東京では大きく異なります。東京で新築のワンルームマンションを買うと、規模にもよりますが 1 棟 7 億円から 10 億円です。例えば 5 億円の物件であれば、ついそのような小規模の物件を想像しがちですが、福岡では名の通った結構なビルということになりますので注意が必要です。ちなみに、件の社長によるとそのような物件を証券化した場合のエクイティ部分は主にオーナーの取引先や地元の信金が買い手になることが多いとのことでした。

#### 【 証券化のポイント 】

物件の流動化の作業は一件毎のオーダーメイドですので大変な手間がかかります。どこの金融機関のノンリコースローンを利用するか決めた後にも、金銭消費貸借契約の細かい詰めが早くても 1 カ月はかかってしまいます。というのも、元の契約の一部を変更すると多い時には 20 箇所ほどの関連事項を変更する必要が生じますので、その度に貸し手・借り手双方の弁護士が長時間かけて

調整するという膨大な作業を伴うからです。また、こうした作業にかかる費用は全額借り手負担が原則で、金融機関側にコストカットの必要性を感じさせない点も時間のかかる要因と考えられるでしょう。

そこで私が考えたことは、このような手間のかかる流動化作業を定型化してしまうことができないかということでした。定型化によって仮に 10 日間であれば、現状と比較して 20 日間くらい短縮できるわけです。不動産というと一件毎に特異性があって金銭債権のように 50 件、100 件と同質に整理するのは難しいと思われるかもしれませんが、金を貸すという切り口なら整理できるのではないかと思ひ、親しい金融機関に協力して頂いて取り組むことにしました。

まず取り組んだのは契約書の作成です。小規模物件の場合、契約書の内容は貸し手によって若干異なります。例えば担保設定範囲一つとっても、ありとあらゆる資産に担保権を設定し、がんじがらめの契約にして関連契約書が膨大な分量に及んでしまうこともあります。そこで、契約書の標準化によって、元の契約書の部分変更の都度関連する契約書変更のために多大な時間と労力を要するという現状の改善を図ろうという趣旨です。

次にコスト削減の方法を検討しました。まず資金調達の実体ですが、これは最低資本金 300 万円の有限会社に代えて資本金 1 円の特例会社を使い、倒産隔離の方法もケイマン SPC を用いた方式から中間法人を用いた方法に変えることでコストカットできます。

他にもデューデリジェンスの際に要求する項目数の削減によって費用削減を図りました。具体的にはフルスペックの鑑定証に代えていわゆる「調査報告書」というものにしたたり、建物の劣化診断、地震の損害を推定する PML 値のチェック、土壌汚染に関わる地歴調査などもできるだけ簡便で安価な方法で行ったりすることによって一件当りの費用を 60～70 万となるように考えました。

さらに信託受益権を使う際に発生する信託報酬や借り入れ時に支払うローン手数料などのコストも物件毎に交渉によって極力カットするようにしますと結構な削減効果ができます。私どもが組成費用として頂戴するのは大体 2% です。3 億円の物件なら 600 万で、収益性はあまり高くないのですが、10 億円程度の物件も年に数件手掛ければ事業として成り立つのではないかと考えて、「3 億円からの証券化」と銘打つことにしました。

スキームについてももう一点補足させていただきます。私どものスキームは、組んだ金融機関の要望もありまして、AM(アセットマネジメント会社)を私ども SATAS インテグレートに固定しております。PM(プロパティ・マネジメント会社)は提携不動産会社をお願いしており、こうすることで金融機関の個別案件の審査・決裁にかかる手間と時間を節約しようという趣旨です。仮に不動産会社がオリジネーターで、PM 的な業務をやりたいという場合には、スキーム上の PM の下に管理会社として入って頂くなどの様々な変型ができますが、構造としては固定しているわけです。

## 【 資金調達について 】

現在多くの銀行は金余りに悩まされていて、運用先に困っている状況ですから、私どもの定型化スキームが新聞に掲載されて以降、様々な銀行が「是非やろう」と言ってきています。そこで私は各社に「3億円からの物件を一つ持って来て下さい」と申し上げておりまして、近々実際に取り組む事例が出てくると思います。

以上のようにローンの調達にはほとんど問題はありせん。ところがエクイティ部分の投資家を見つけることは簡単ではありません。10億円の物件を例にすると、仮に60%をノンリコースローンで調達し、オリジネーターが5%程度保有するとしても、残りの3億円から4億円のエクイティ投資家を見つけなければならぬのです。今年立ち上げた、新築のワンルームマンションを5棟組入れた50億円位のファンドのエクイティ投資家を探す際にも、早くしないとオリジネーターの借り入れ返済日が到来してしまうものですから毎日胃の痛む思いをさせられたものでした。

今回のスキームで私が考えたことは、このエクイティ投資家を一方で証券会社系に求め、他方で不動産会社系に求めるというものでした。まず証券会社系に求めるという意味は、証券化のスキームとして「エクイティ投資」がTMK(特別目的会社)の優先出資証券という証券法上の有価証券への投資を意味しますので証券会社と提携して販売して頂くことが一番いいだろうということです。

証券化不動産への出資形態としては「匿名組合出資」というものもあります。匿名組

合への出資者を募る行為は実は証券法上も宅建業法上も制限がありません。つまり証券会社も不動産会社も自由に行うことのできる行為ということになります。この点を利用して証券会社と不動産会社に競争させて効率よくエクイティ投資家を見つけていこうというのが私の考えです。実際、「株」と「現物不動産」の中間に位置する「証券化された不動産」の取り込みを巡ってこの両業態間では熾烈な競争が始まっています。

もうひとつ、証券法の例外として、証券業の届出がなくてもオリジネーターが優先出資証券の買い手を募集することは可能ですので、そのあたりも考慮しながらエクイティ部分の販売の流れを考えているわけです。

優先出資証券について、さらに考えていることは「グリーンシート」という未公開企業のうち一定の情報開示が行われている企業の有価証券を売買する市場の活用です。日本証券業協会は平成15年4月より優先出資証券を取扱銘柄に追加しました。グリーンシート市場の取扱銘柄に登録されると指定証券会社が売り気配、買い気配を提示しますので、全く気配値がない場合に比べて少しは流動性が向上するのではないかと期待しており、現在指定証券会社のひとつと話を進めているところです。

証券会社とのかかわりでもう一つ、投資信託型のファンドについてご紹介しておきます。現在、毎月分配型の投信が大変人気ですが、私どもも不動産をバックにした毎月分配型の投資信託の不動産アドバイザーとPMをやっています。これはニュースリリースもさ

れておりますが、アイザワ証券という中堅証券会社と組んでやっています。アイザワ証券さんからは昨年話があって、今年の11月初めに立ち上がったのですが、同社の顧客に対し、第一回目として30億円の投資信託を募集しました。証券会社のお客さんにそのような商品がどの程度マッチするのか分かっていなかったので大変驚いたのですが、10日弱の間に25億円売れてしまいました。全部売ってしまうとなくなるというので、5億円分は12月分としてわざと残しました。やはり投資家の間にも金余りの状況は顕著なようで、5%前後の配当を毎月分配するこの投信は非常に人気があります。

それで次の組入れ物件を買うために、私が不動産アドバイザーとして走り回っているのですが、なかなか買えません。賃貸住宅の組入れを考えているのですが、商業ビルが2003年問題で敬遠されている関係で賃貸住宅の需要が高まっており、現在ものすごく値上がりしています。私も三回続けて落札に失敗していて、やや思い切った値段を入れないと買えない状況になっています。

### 【今後のこと】

現在金融機関の行うノンリコースローンのサイズはどんどん小さくなっており、3億円を下回るものも出てきています。また10億円というサイズも私どもがターゲットに考えているサイズでして、さらに30億円というのが銀行が積極的に取組んでいるサイズになりますので、ローンのサイズによってこのような棲み分けをしていけばいいと考えております。

先ほど話した中堅証券会社さんにしても結果的には毎月分配型投信という形で不動産のビジネスに参入してきていて、ある意味で投資を通じたプレーヤーになっているわけです。新しい変化がどんどん出てきていると感じております。

こうした少額の証券化案件が今後どの程度積み上がるかは分かりませんが、仮に1件当たり10億円程度のものを積み上げて100億とか200億というサイズになったらかなり分散の効いたものになると思います。これはREITに入れてもいいでしょうし、私募ファンドにしてもいいでしょう。そのなかには、このように少額の地方物件も組入れた分散の効いたファンドもできるのではないかと、将来はそんなこともやってみたいと考えております。

### 【まとめ】

「3億円からの証券化」と言っても何か特別な仕掛けがあるわけではありません。時間とコストの削減に主眼があるのと、エクイティ投資家について始めからある程度想定して取り組んできたということだけです。

今後はグリーンシート、不動産会社、証券会社など様々なツールや関係者を証券化の中でどのように活用していくかが、差別化のポイントになると思われます。