

井出不動産金融研究所 不動産金融アナリスト **井出保夫**

青山オフィス 東京都港区北青山 3-6-7 青山パラシオタワー-11 階 〒107 0061

Tel 03-5778-7644 Fax 03-5778-7676

E-Mail : idx@hi-ho.ne.jp URL : <http://www.hi-ho.ne.jp/idx/index.htm>

< 2000年7月25日 第2回不動産投資学校2000年版 基礎編資料 >

『不動産証券化のしくみ』

ストラクチャリング/キャッシュフロー

エンジニアリング/その他のインフラ基盤 について

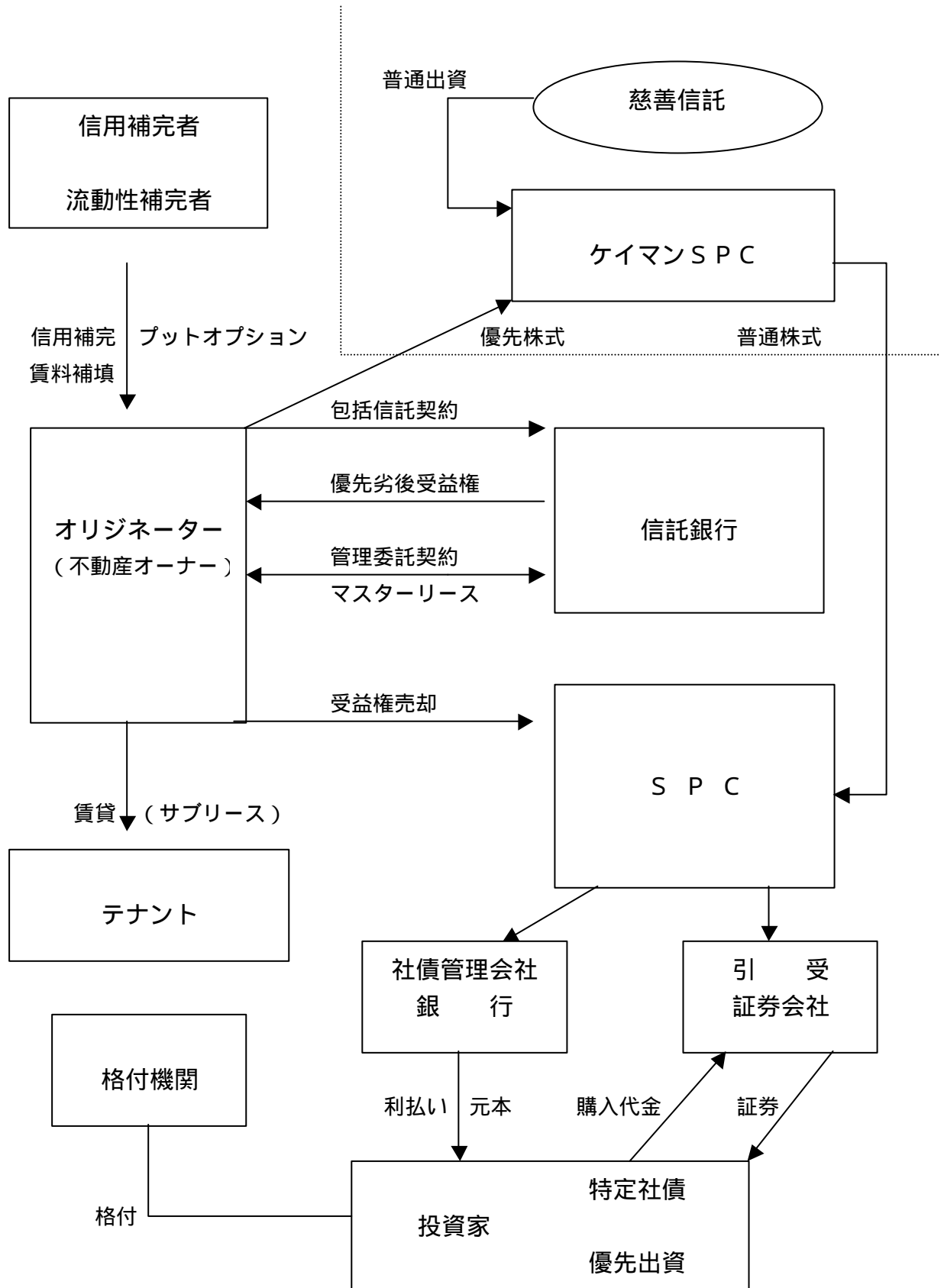
講師 井出保夫

井出不動産金融研究所 代表
不動産金融アナリスト 井出保夫

2000年7月25日(火)

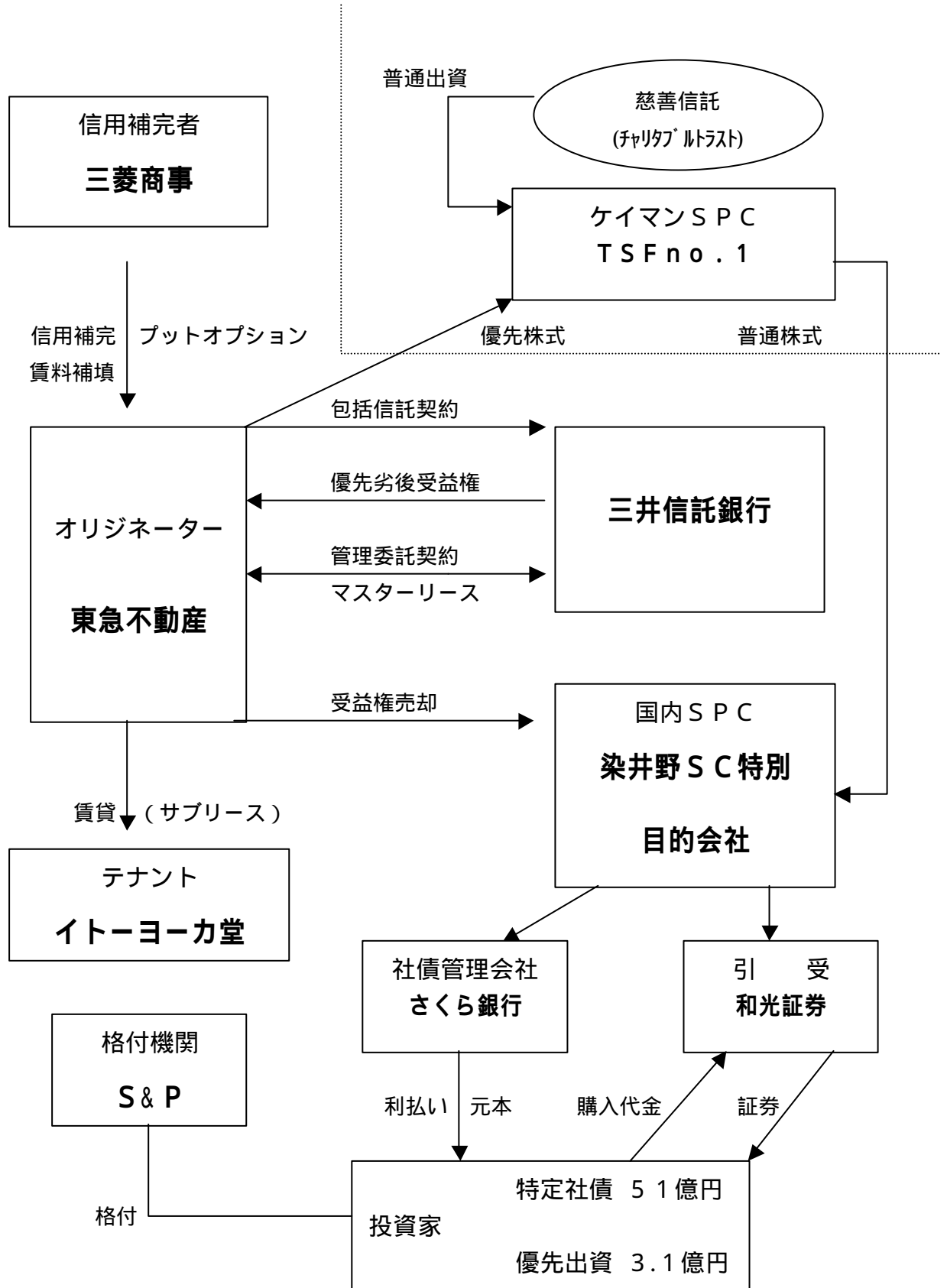
主催 井出不動産金融研究所

4. 不動産証券化の典型的なストラクチャリング



5 . 証券化ストラクチャーの実例

染井野 S C (別紙)



国内SPCのB/S

<資産>	<負債・資本>
不動産信託受益権	信託保証金
現金留保	信託敷金
	特定社債
	優先出資
	特定出資

信用補完措置

- ・ 特定社債と優先出資間の優先劣後関係
- ・ 特定社債の優先劣後関係
- ・ 東急不動産および三菱商事に対するプットオプション
(不動産売渡権)の行使
社債元本償還資金を確保するため 三菱商事AA-
- ・ 賃料補填契約
賃料収入の60%を割り込むと三菱商事が賃料補填する

流動性補完措置

現金留保 8000万円

ストラクチャー上のポイント

テナント：イトーヨーカ堂の信用力（AAA）に依存

三菱商事の信用力（AA）に依存

転売時のプットオプションと賃料補填

社債期間以上の間の中途解約禁止条項を賃貸借契約に設ける

地震保険を付保

PML（Probable Maximum Loss）をカバー

PMLを34%と判断し、修繕費用の上限15億3000万円（再

調達価格45億円の34%）をカバー

ビジネスインタラプション保険

予想最大ビジネス中断期間、賃料相当額が保険金でカバーされる

（本件では4ヶ月分）

その他SPC法特有の法的な問題をカバー

6. その他最新の不動産証券化事例

【マイカルグループのSC証券化】

1999年9月に成立したマイカルグループによる「サティ」、「ビブレ」の10店舗の証券化取引は、発行総額410億円と国内SCの証券化では最大規模の事例となっている。

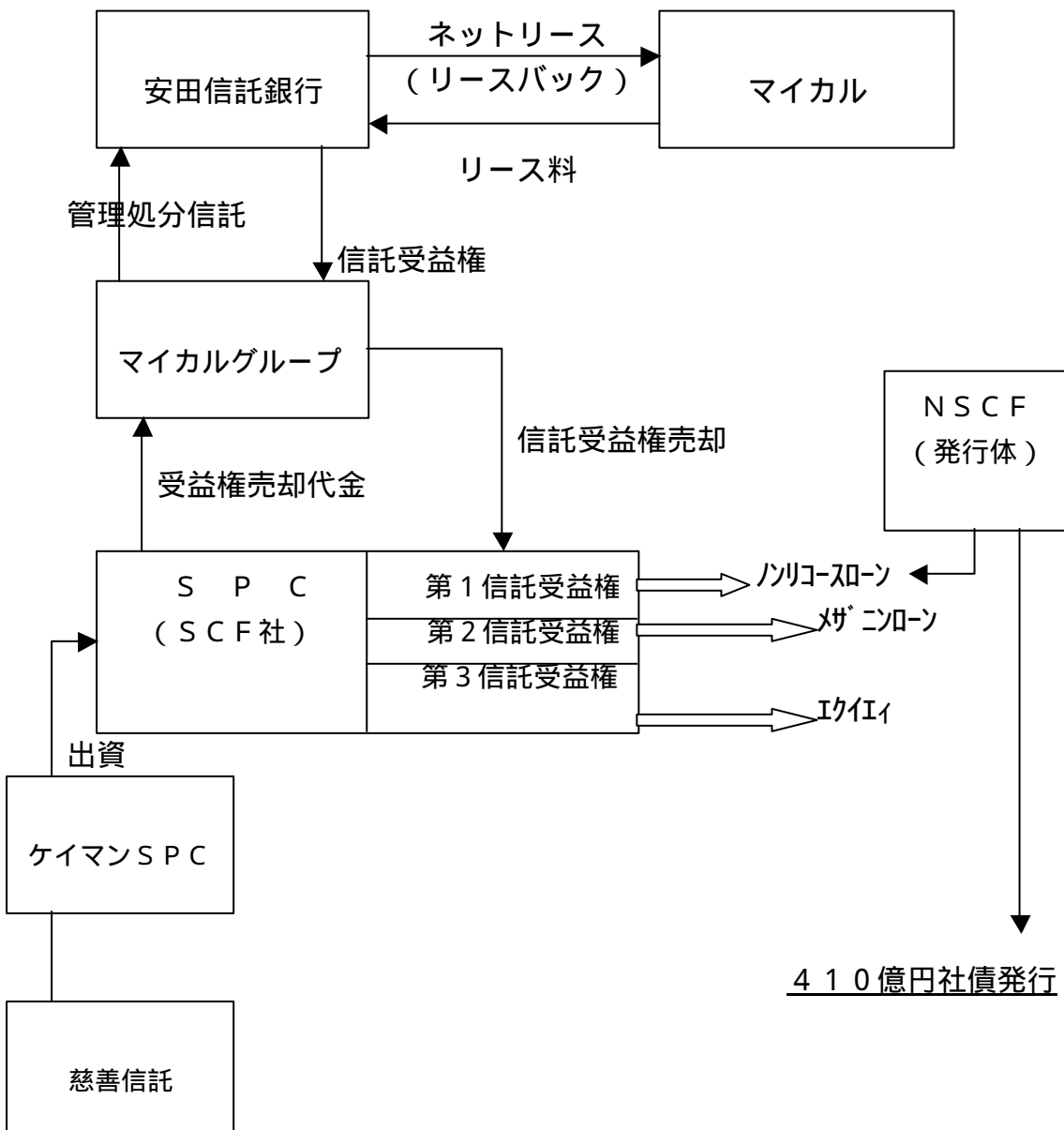
<取引の概要>

物件：北海道から徳島県まで全国10ヶ所に所在する「サティ」、「ビブレ」10店舗（評価額956億円）の信託受益権に対するノンリコースローン

証券発行額：410億円

投資期間：8年

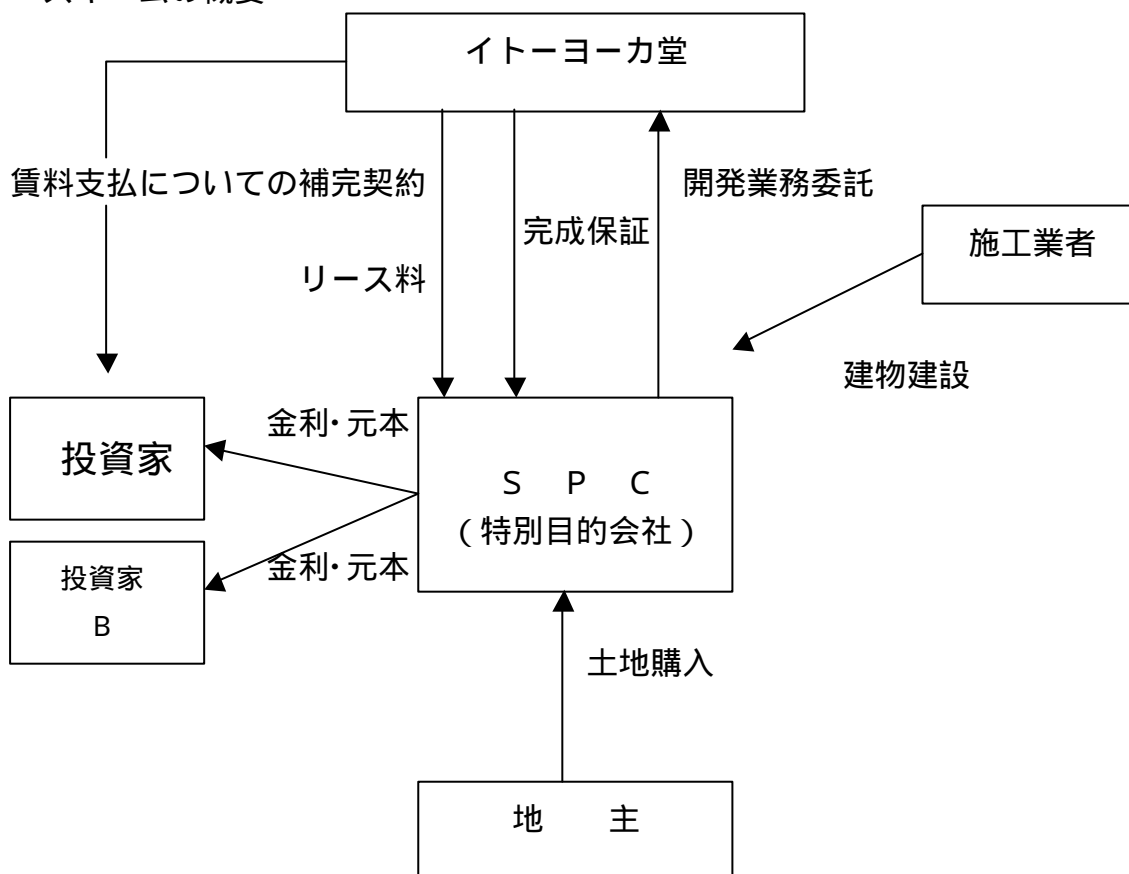
スキーム概要



【サイプレス浦安の事例】

SCの開発型の証券化スキームとして、住都公団、イトーヨーカ堂、シティバンク3社の共同事業になる予定だったが、金利水準の設定に難があり挫折した模様。

<スキームの概要>



投資家A：イトーヨーカ堂の信用力の確実性を見て投資する投資家

投資家B：物件の価値と利回りの高さを見て投資する投資家

<証券化のプロセス>

フェーズ1：シティバンクがイトーヨーカ堂の業務委託を受ける形でケイマン諸島にSPCを設立する。

フェーズ2：イトーヨーカ堂が地主と合意した内容に沿ってSPCが土地を購入する。

フェーズ3：SPCがイトーヨーカ堂の指定する仕様に基づいて建物を建設す

る。SPCはイトーヨーカ堂に対してすべての開発プランの策定、許認可取得、設計、業者選択、予算策定等の重要業務を委託し、イトーヨーカ堂はSPCに対して建物の完成保証をする。

フェーズ4：建物完成後、イトーヨーカ堂とSPCは期間10年の建物リース契約を締結する。リース契約は延長可能の反面、リース期間中の解約は不可で、合意された賃料をSPCに約定どおり支払う義務を負う。リース契約はイトーヨーカ堂がリース料の他、固定資産税、火災保険料、維持修繕費、その他の資本的支出を負担するネットリース方式を基本とする。

フェーズ5：リース契約期間満了時には、イトーヨーカ堂が次の3つのオプションのいずれかを行使できる。

建物リース契約の延長

契約満了時での金利水準等に基づいてSPCがリファイナンスを行うが、最も現実的なリース期間の延長を選択するのが一般的。その時点でのイトーヨーカ堂の格付けが大きな影響力をもつ。

買取オプション

あらかじめ合意してある買取価格（一般的には当初コストもしくは物件の簿価）でイトーヨーカ堂が土地建物をSPCから購入し、それ以降自己保有資産とするか転売によって換金する。

プロジェクト終了金

イトーヨーカ堂はプロジェクト終了金を支払って物件から退去する。SPCは土地建物を第三者に売却してネットの売却益を投資家Bの元本および経過利息に充当した後、超過額をイトーヨーカ堂に精算金として支払う。

【マツダの証券化スキーム】

自動車メーカーの不動産証券化のケーススタディとして、1999年9月にマツダとシティトラスト信託銀行が実施した証券化スキームの概要を説明します。

証券化対象資産

マツダのバランスシート上で固定資産として計上されている研究所、流通センター等の事業用不動産約30ヶ所。売却後もマツダが物件を賃借する、いわゆるセール・アンド・リースバック方式。投資期間は5年。

物件価格・売却益

物件売却価額は総額で382億円、売却益は228億円に達する。

証券化のメリット

マツダの財務の健全化・スリム化（ROE、ROAの向上）

物件売却後の賃料負担の軽減（通常の賃料に比べて3分の2以下に軽減）

仕組み上の特徴

不動産管理処分信託による信託受益権方式

ケイマン島にシティトラストがSPCを設立するケイマンSPC方式

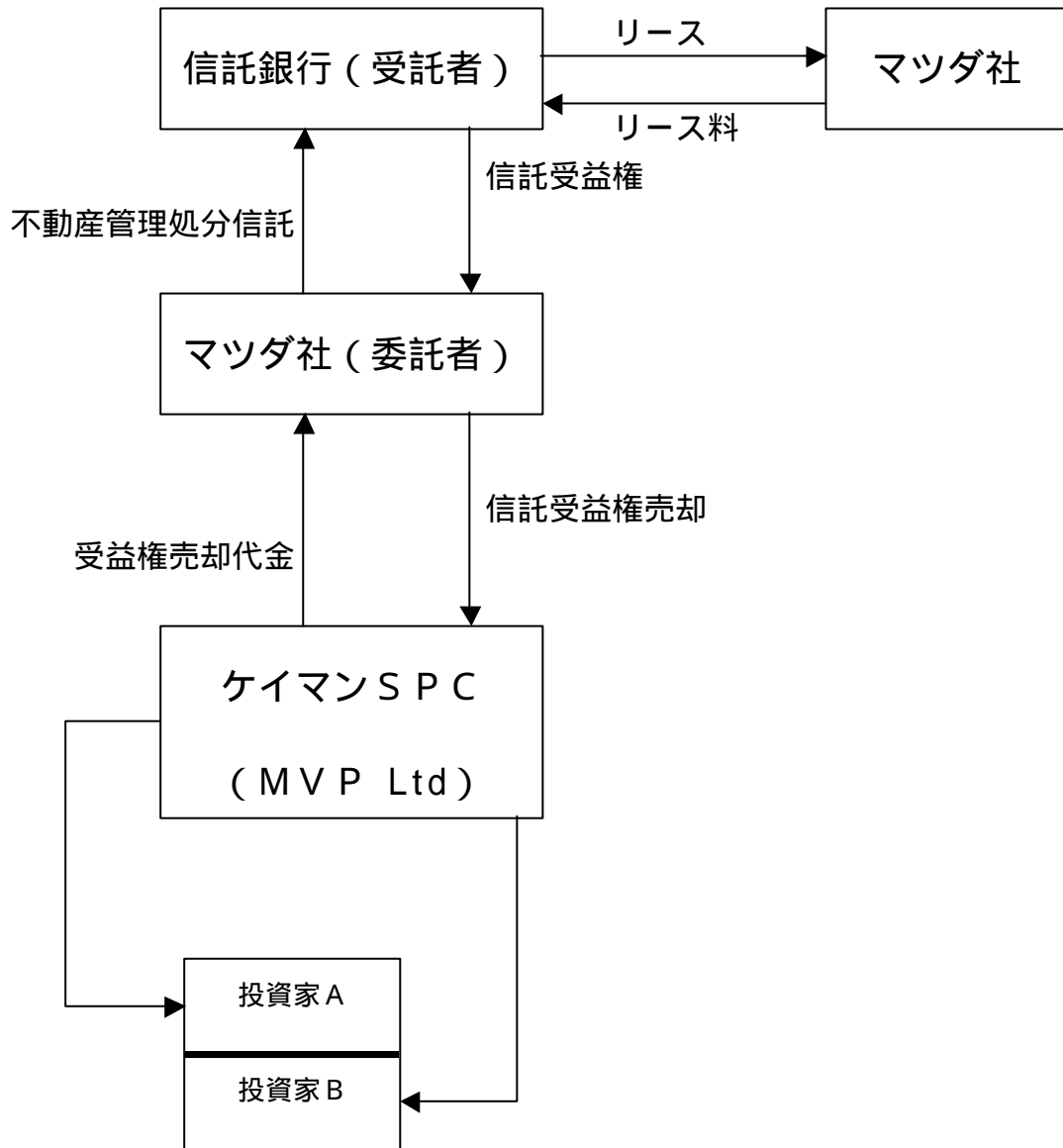
セール・アンド・リースバック方式

マツダのクレジット（格付Baa）を裏付けにしたトランシェAと、物件価値を裏付けにしたトランシェBの2種類の債券を発行

トランシェA（230億円）は金融機関8社、トランシェB（100億円）は日本開発銀行から調達

出口戦略として、リファイナンス（リース期間延長もしくは借り替え）、コールオプション、プットオプション、第一拒否権等を用意

<スキーム概要図>



7. キャッシュフロー・エンジニアリング

デット型証券発行額とエクイティ型証券発行額の決め方

LTV、DSCRの水準によってデット型証券の発行額が決まる

< S&Pの基準 >

不動産案件における目標格付別掛け目

目標格付	AAA	AA	A	BBB	BB
LTV	37%	49%	62%	69%	77%

シングルアセットの不動産案件におけるLTVの例

目標格付	AAA	AA	A	BBB	BB
LTV		37%	49%	62%	69%

不動産の投資評価額から を控除してエクイティ型証券の発行額
を求める

S P C の特定社債の発行利回りの求め方 (A クラスの格付を目標)

不動産 A B S : 不動産を裏付けとした A B S (Asset Backed Securities)

不動産 A B S = 通常の A B S の利回り + 60 ~ 70 b.p.

通常の A B S = 事業債の発行利回り + 15 ~ 30 b.p.

事業債の発行利回り = スワップ金利 + 100 b.p.

スワップ金利 (7 / 18 現在 円 円 半年利払い 単位 %)

1 年物 0 . 3 4 ~ 0 . 3 8

2 年物 0 . 5 2 ~ 0 . 5 6

3 年物 0 . 7 5 ~ 0 . 7 9

4 年物 0 . 9 7 ~ 1 . 0 1

5 年物 1 . 1 9 ~ 1 . 2 3

7 年物 1 . 5 7 ~ 1 . 6 1

10 年物 1 . 9 4 ~ 1 . 9 8

不動産 A B S = スワップ金利 + 100 + 30 + 70

= スワップ金利 + 200 b.p.

例) 投資期間 5 年の不動産 A B S = 1 . 2 3 + 200 b.p.

= 3 . 2 3 %