特集【論説】リーマンショック後のわが国不動産市場の行方

不動産証券化スキームにおける関係者破綻の諸問題とその対応

③開発型証券化プロジェクトの頓挫と対応

Solutions for Issues by Bankruptcies of Related Parties of
Real Estate Securitization Scheme

③Solutions for Impasse of Development Real Estate Securitization Scheme

Takeshi NIHEI : Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation

Property Management Division

Deputy General Manager

仁平 健*

1. はじめに

前2つの論文に続いて本稿では、前半で関係者破綻に起因する開発型証券化プロジェクトそのものの頓挫事例について説明し、後半に開発型そのものではないが商業施設の再生を目的としたプロジェクトが破綻した事例を説明する。

受益者が借入の返済ができなくなったという意味での破綻事例は多数あると考えられるが、多くは受託者が詳しい事情を知ることなく処理されているので、ここで説明するのは受託者も直接的にいろいろな事情を知る事になった例のうち物件ベースで紆余曲折のあった事例である。

なお、本稿でも信託を活用したGK-TKスキームを前提として説明を進めること、あくまでも筆者の考えを述べたものであることに変わりはない。

2. 開発型証券化プロジェクトの 頓挫と対応

(1) 開発型証券化とは

開発型の証券化プロジェクトは、すでに稼働中の賃貸不動産を投資対象とする一般的な不動産証

券化プロジェクトと異なり、収益不動産を新たに仕立て上げることを目的とした不動産証券化の一類型である。

旧来、不動産開発事業はデベロッパーが専らリスクをとって行ってきた。しかし、サブプライムローン問題顕在化前の好況下では集団投資に適した大型物件が不足気味だったことやテナントの志向などもあって開発規模が大きくなり、また、経済環境も複雑化しているなかでは単独で事業リスクをとることは困難になってきていた。一方、投資家は投資機会の多様化を求め、リスクもあるがリターンも大きい不動産開発事業への投資希望者も相当数存在するようになっていた。

こうした事情があって、サブプライムローン問題が顕在化した頃には、筆者らが所属する信託銀行も100近い開発型証券化プロジェクトを受託していた。

(2) 開発のステップ

開発型証券化プロジェクトは、その進捗状況によって3つの段階に大別することができる。どの段階で頓挫したかにより何が起きるのかという影響度が違ってくるので、まず3つの段階について

説明しておく。

第1段階

デベロッパーなど開発事業を主導する事業者が基本計画を練り、投資家・レンダーを募ってスキームを組成する。この事業者は、スポンサーとして自ら出資するとともにプロジェクトマネージャーとして開発した不動産が稼働するまで事業の中心的な役割を担い続ける。

第2段階

開発対象となる土地を信託受益権化したうえで受益者がスポンサーや投資家・レンダーから集めた資金でこれを取得し、許認可を取得する。

第3段階

受託者は土地を受益者に貸付け、受益者が建築主となって請負契約を締結して建築工事が始まる。建物が竣工したら、受益者はスポンサーや投資家・レンダーから追加の資金提供を受けて建築代金を支払い、建物の引き渡しを受けて受託者に追加信託する。

こうして、賃貸事業を営む一般的な不動産証券化プロジェクトとなる。

(3) 頓挫の構図

GK-TKスキームの受益者はSPCであるが、SPCは契約上、破産・民事再生等の倒産手続開始の申立てができないような仕組みが手当されてい

る。それゆえ、受益者が法的な破綻手続に至ることは、スキーム外の債権者から申立てを受けることを除いてない。

しかし、開発型証券化プロジェクトでは、スポンサー・投資家・レンダーからの資金調達を開発の進捗に合わせて行うことが多いため、開発に着手した後にサブプライムローン問題が起これ、これら資金提供者が破綻して（あるいは破綻しなくとも資金提供を取りやめて）受益者の資金調達が行き詰まり、法的手続には至らないものの実質的に破綻したと同様の状態に陥って開発頓挫に至った例が多い。

そのほか、工事請負者が破綻する場合もありうるが、ここでは受益者の実質破綻に絞って考察を進める。

(4) 頓挫事例の概要

世間では第1段階で頓挫したプロジェクトも多くあるはずだが、まだスキームも組成される前の段階であるため受託者として関与していないことから、第2段階で一旦頓挫した後再開した事例1から説明を始めた。

建築工事着工後の第3段階で受益者の実質破綻を生じた事例2では、建設会社の仕掛かり工事をどうするかという点も解決する必要があり、受益者や投資家は不動産（信託受益権）を売却して清

算することも簡単には出来ずに問題が生じた。

以下、筆者らが経験した事例を紹介し、こうした事例で検討することになる典型的な事項とその対応例について説明する。

事例1（第2段階での頓挫）

- ・デベロッパーA社がスポンサー兼プロジェクトマネージャーとなって、郊外の商業施設の開発型証券化プロジェクトを進めていた。投資家としてはデベロッパーB社も参加していた。核テナントにもA社の関連会社が決まっていた。
- ・SPCは土地を主要財産とする信託受益権を購入し、あと少しで建築確認も取得できるという段階になって、サブプライムローン問題の影響によりA社の財務状況が急速に悪化した。
- ・着工にあたっては、コンストラクションローンでの資金調達が必要だったが、A社がスポンサーであることや、核テナントがA社の関連会社であること等からこれができず、このためにプロジェクトは停止した。

事例2（第3段階での頓挫）

- ・デベロッパーC社がスポンサー兼プロジェクトマネージャーとなって、地方都市郊外で商業施設を建設しその後賃貸運営することを目的としたプロジェクトを進めていた。核テナントの見込みもほぼ付いていた。
- ・受益者から発注を受けた建設会社D社が工事に着工して20%ほど進んだところで、デベロッパーC社が突然会社更生手を申請した。サブプライムローン問題を引き金とした金融収縮の影響を受けた突然の破綻であり、勿論受益者SPCは手続の対象外であった。
- ・デベロッパーC社の会社更生手続申請を受けて建設会社D社は自らの判断で工事を停止した。デベロッパーC社は当該プロジェクトの新スポンサーを探しつつ、テナント候補も開業を望んでいたことから工事の再開を求めたが、建設会社D社は新スポンサーが見つからない限り支払

いの目処が立たないとしてこれを拒絶し、当初予定していた時期までに竣工する目途が立たなくなった。

(5) 頓挫時の検討事項

① 資金不足

プロジェクトが停止すると、収入のない開発型証券化ではすぐに費用を賄うための資金の心配をしなければならない事になる。

信託勘定に限っていえば、負担すべき経費（信託費用）は土地の固都税等に限定され、信託開始時点で積み立てられた資金を以降に取り崩して信託費用等に充当するが、本事例のように竣工の目処が立たなくなった場合や、あるいは竣工までの期間が当初よりも長期化した場合は、長引いた期間分の経費が足りなくなるので、これをだれが負担するのか問題になる。通常であればスポンサー企業が負担することが多いが、そのスポンサー企業自体の財務状況悪化が原因であり頼りにならない。

受益者が余裕資金をもっていれば、その資金を信託費用等の支払いに活用してプロジェクトを進めることができる。一方、余裕資金がない場合はTK出資者の追加出資・レンダーの追加融資等が考えられるが、スポンサー企業の財務状況が悪化しているなかでは、それら投資家は追加の資金拠出には慎重にならざるを得ない。

受託者としても、信託開始時点で積み立てられた資金が枯渇したり、多少時期は遅れてでも建物が完成して賃貸事業として成立する見込みが立たないと信託契約を継続させることができない。万一、事業の進捗遅延等が発生した場合には、資金不足による信託終了といった事態に陥らないよう、AMらから今後の計画を聴取して、信託契約に定められた着工期日等を考慮しながらその進捗を確認し、事業正常化に向けて前広な対応を関係者に促していくことになる。

② 物件の保全

開発案件に限らないことではあるが、プロジェ

クトが不調となったり、スキーム関係者の一部が破綻したりした時には、現場管理が手薄になり、現物不動産の管理上の問題が生じることがある。

幸いなことに、事例1は更地状態であり、事例2は着工済みだったものの強固な囲いもあって物件管理上問題のない状態で工事が停止していた。

ただし、既存建物の解体工事によって地下に大きな穴があいたまま工事が停止した別の事案では、土砂が崩れて近隣に迷惑をかける恐れや侵入者が落下する恐れもあることから、受益者らと協議を行い、受益者らの理解を得て資金を集めて埋め戻しを行い、危険予防と価値の保全をはかったこともある。

③ 建設会社からの工事停止の是非

事例2では受益者と建設会社が締結した請負契約書には、建設会社から工事を停止できる条件の規定があったが、実際に起きている事象がこの条件に該当するのか不明瞭であった。

民法には工事の注文者が「破産」した場合の請負契約の解除についての規定（第642条）があるが、注文者である受益者SPCは契約上、破産・民事再生等の倒産の申立てができないような仕組みが手当てされているので、本件では直接該当しない。

民間（旧四会）連合協定工事請負契約約款では、「注文者が支払いを停止する（資金不足による手形、小切手の不渡りなど）などにより、注文者が請負代金の支払い能力を欠くと認められるときは、請負者は書面をもって注文者に通知して工事を中止しまたは解除することができる（第32条）」と規定しており、本事例のような場合でも請負人側から注文者の実質破綻を原因とした請負契約の解除が認められる可能性がある。

また、契約上の明文規定がない場合でも、受益者のスポンサー企業の破綻により工事請負代金の支払いがなされない蓋然性が高い場合には、請負人は請負契約に基づく工事を中止したとしても信義則（民法第1条第2項）に照らして債務不履行

責任を問われない可能性があった（いわゆる不安の抗弁権）。

(6) 事例のその後

事例1

受託者は、信託財産の積立金残高と信託契約上の竣工期限の規定を考慮しつつ、正常化に向けた受益者の計画とその進捗の確認を続けた。幸い、本事例は立地条件が良かったため、出資者であったデベロッパーB社がプロジェクトの続行を望み、自らA社に代わってスポンサー兼プロジェクトマネージャーに就任、自らの信用力を背景に資金を調達、テナント候補も募って事業を再開した。現在では竣工してテナントも付き安定稼働している。

この事例は、投資家の中に自らスポンサー兼プロジェクトマネージャーとなりえる能力をもったB社がいたお陰で、あたかもバックアップ・プレーヤーのように機能して、プロジェクトが短期間で再開した例であった。

同じような段階でスポンサーが破綻した別の事案では、B社のようなバックアップ企業はなかったが、予定していた核テナントの出店意欲が旺盛だったことが幸いして買主になろうとするデベロッパーが見つかり受益権を売却して受益者SPCは清算、一方、事業はその買主デベロッパーが引き継ぎ、やはり現在では安定稼働している。

第2段階は、土地が更地の状態であるため事業をやめて売却することもし易い。土地も受益権になっているため、買主が信託を継続した場合には流通コストも抑えられる。それゆえ、この段階でプロジェクトの見直しが行われた事例も多い。

ただし、更地だけでなく開発許認可などそれまで進めてきた事業ごと引継ぐとすると、事業主体の変更が行政や近隣との関係で円滑にはいかず暗礁に乗り上げることもあるようである。

事例2

工事が進まない限り収益不動産としての見通しがたたずに信託を継続することが出来なくなって

しまうことから、受託者としても工事再開の余地がないか検討した。また、建設会社と受益者側の話し合いが数度もたれたが、受益者側が事業再開の確たるシナリオを示すことはできなかった。

そのため、建設会社D社も工事を再開せず、また受益者の資金も枯渇してきたため、受益者と協議した結果、残念ながら信託は終了することになった。所有権移転登記に合わせてレンダーは抵当権設定登記を行った。

その後、この事例は、工事が長らく止まったままだったが、2年ほど経って地元の会社に譲渡され、工事を再開して開業にこぎついている。そのエリアでは立地がよかったこと、核テナントとして予定されていた商業店舗の出店意欲が強かったことが再開できた大きな要因であった。

本件はスポンサー破綻時の工事の進捗度が低かったこともあって工事が止まったが、別の事案では、工事がかなり進んでいたことから工事会社の判断で竣工させ、その上で受益者と支払い方法や引渡し時期について新たに合意して、計画より数ヶ月遅れで稼働させたケースもある。

また、仮に、第3段階まで進んだ事案において、その敷地利用権が所有権ではなく借地権であったと想定すると、資金の枯渇による地代の不払いが、借地権消滅による建築途中の建物の原状回復義務まで発生させるので、地主への十分な敷金の預け入れがある場合を除き清算も大変難しくなる。

3. 一般の証券化プロジェクトの 頓挫と対応

これまで、開発型証券化プロジェクトについて説明してきたが、一般的な証券化プロジェクトで賃貸事業そのものが頓挫することもあるので、筆者が知る事例をご紹介します。

(1) 事例の概要

・受益者が信託受益権を保有する商業施設を、不動産会社E社がAM兼PMとして管理運用して

いた。受益者はMLにもなっていた。

- ・受益者がBM費用や水道光熱費等の支払い債務を信託受託者から債務引受し、BMや電力会社らに直接支払っていた。
- ・ところが、エンドテナントが全区画の70%程度しか入居せず、また売上歩合賃料も低位に留まっていたため収支は恒常的に赤字になっていた。このため、受益者の口座にプールしてあった資金を取り崩して費用等の支払いに充てていたが残高が枯渇し、費用等を支払えなくなった(実質的に破綻状態)。
- ・電気料金の支払いも難しくなったため、商業施設は閉鎖せざるをえなくなった。そこでMLでもある受益者は、エンドテナントに対し「資金不足により、商業施設の継続運営ができなくなったので退去してほしい」旨を通知した。

(2) 検討事項

① 物件の保全

開発型プロジェクトのところで説明したが、プロジェクトが不調となったときには、まず現場管理上の問題が生じる。この事例は直前まで営業していた商業施設であったため周囲に囲い等はなく、1階部分に出入り口、ガラス面、地下への開口部、屋上駐車場へのスロープなど、建物区域内に侵入しやすい個所が多かった。また、電力供給が停止したため、機械警備も停止し、また敷地内の照明等も消え暗くなった。目に付く市街地内であったため、不審者や子供の侵入による事故や事件が心配された。

止むくなくないし資金を使って仮囲いを設置し、それまでの間は警備員を配置せざるを得なかったが、実際に子供が好奇心から侵入を企て警備員が取り押さえるという事件も発生した。

建物を熟知したBMは頼りになる存在だったが、支払いが一部滞っていたためBM・E社間の意思疎通は円滑にはいかなかった。やむなく、AMと連絡をとりながら受託者が建物所有者とし

てBMへ直接工事の発注等を行った。

② 近隣対応

PMは、テナント退去と同時に電力供給契約を打ち切ったが、建物屋上に電波障害対策用の共聴アンテナがあったため、近隣対応として放置するわけにはいかなかった。そこで、契約容量の小さい契約を別途締結するまでの間、非常用発電機を持ち込み、警備員に灯油を補給してもらって対応した。これも受託者から発注した。

(3) 事例のその後

受託者は、状況を認識して以降AMと協議を繰り返しながら、物件内で事故が起きないよう現場の管理や近隣対応工事の手配を進めた。一方でプロジェクトの行く末についても協議を進めたが、テナントも資金もなくなり事業再開の見込みもないことから、上記のような危険防止の措置を講じた上で信託は終了した。その後、地元の会社に譲渡されて、当初の建物より半分以下の小ぶりな建物に建て替えられ、以前の建物に入居していたテナントを核とする商業施設として復活している。

本件はバブル時代に建設された建物をリニューアルして再生を図るプロジェクトだったが、現在の経済環境下では建物が大きすぎた。言うまでもないが、商圈の規模に比して建物が大きすぎる場

合には、なかなかテナントをうめきれない一方で、建物の固都税や水道光熱費等の負担が収支を大きく圧迫することになる。また、解体するにしても多額の費用が見込まれる。本事例はまさにそのようなプロジェクトであったといえる。日本中には似たような状況にある建物もまだ多くあると思われる。そうした建物を壊さずに再生するに当たっては、現在利用できる大きさに合わせて施設の一部を封鎖してランニング費用等を圧縮する工夫が必要なのであろう。ふと、一部を閉鎖したら固定資産税も減額される措置はないのだろうかと考えた。

4. おわりに

本稿では、開発型を中心に、証券化プロジェクトが頓挫した事例と受託者の対応について説明してきた。開発型であれ一般の証券化であれ、受託者は新たな資金を生み出すような特別なことができるわけではないが、契約どおりの進行促進や物件管理のための臨時的な支援などを通じてプロジェクトの正常な運営と投資家の安心を臨機応変にサポートし、それによる不動産証券化市場の拡大に寄与していきたいと考えている。

以上