

ARESマスターのための

不動産証券化ジャーナル

Vol.

16

2008 November-December

継続教育カリキュラム 第2回トップセミナー

「リーダーは今?—日本の経営者の世界的使命

—『常識崩壊』の小窓から—」講演録…………… 40

講演者:牛島総合法律研究所 代表パートナー 牛島 信氏

マスターからの投稿 —書評— …………… 60

安澤 誠一郎(M0701265), 芳賀 勲(M0701393), 恩田 展明(M0801503), 鈴木 一夫(M0802261)

海外REIT通信

アジア・パシフィック(第1回)アジアREITの配当成長戦略…………… 65

Cornerstone Real Estate Advisers LLC Real Estate Securitiesチーム

ブラジルの不動産証券化事情(第1回)…………… 72

株式会社緒方不動産鑑定事務所 大阪支所長, サンパウロ大学大学院 工学研究科 不動産研究所 研究員
不動産鑑定士 秋山 祐子氏

デリバティブ入門/再入門(第2回)

デリバティブのいろいろ(前編)…………… 81

みずほ証券株式会社 リアルエステートソリューション部 シニアヴァイスプレジデント
早稲田大学 国際不動産研究所 客員研究員 福島 隆則氏

REITに関する国際税務上の論点について…………… 87

長崎大学 経済学部 准教授 栗原 克文氏

不動産流動化・証券化とコンプライアンス(第12回)

金融商品取引法上の規制について〔4〕…………… 113

長島・大野・常松法律事務所 弁護士 金子 和義氏



ARES Certified
MASTER

ブラジルの不動産証券化事情 (第1回)

株式会社緒方不動産鑑定事務所 大阪支所長
サンパウロ大学大学院 工学研究科 不動産研究所 研究員
不動産鑑定士



秋山 祐子

1 はじめに

1.1 本稿の目的

本稿では、BRICsと呼ばれている有力新興4カ国の中でも資源大国として注目を浴びてきたブラジルの不動産証券化事情を3回に分けてご紹介する。

米国の不動産バブル崩壊に端を発した世界的金融危機の影響は、欧米だけでなく新興国にも深刻な打撃を与えている。2007年夏のサブプライムローン問題の発覚以降、その影響が世界中に波及していく中でも、ブラジル経済は比較的堅調であるというのが一般的な市場の見解ではあった。ちなみに、2008年9月28日～2008年10月4日の日経ヴェリタス第29号では、「新生ブラジル別世界 - 新興国危機でも沈まぬ謎 -」と題して、ブラジルに関する特集を組んでいる。当該日経ヴェリタス記事によれば、年初からの株価下落率は中国6割、ロシア4割、インド3割のところ、ブラジルの株価指数ボベスパ (Índice de Bolsa de Valores

de São Paulo) は約2割安にとどまる。その要因として、「ブラジルの経済成長は国内消費の堅調さにあること、そして、ブラジルの債権の証券化市場が未成熟のため、サブプライム問題が及ばないので、今のところブラジル金融機関のリスクは自己管理できる範囲内にとどまっているとの見方が大勢である」と分析している。

ところが、この原稿を執筆中の10月、世界的な株式相場大暴落とともに、ブラジルの株式市場も大混乱に陥り、株式相場は大暴落、サンパウロ証券取引所では一時取引が停止となる局面に陥った。10月24日現在、ボベスパ指数は9月末から36%の下落、年初からは50%下落している。また、株式市場のみでなく、不動産市場も好況を浴びてきたが(2006年以降、特に外資による不動産投資が顕著であった)、ここにきて混乱も発生している。

このような経済情勢状況下でブラジルの不動産市場の今後の予測を行うのは極めて難しい。また、世界的な資金引き上げ傾向にある現時点において、投資機関がブラジル

不動産市場への投資を検討すること自体が困難であろう。しかしながら、読者の皆様が今回の世界的金融危機・経済危機を乗り越えた後のグローバルな不動産投資市場を見据えた戦略的ビジョンを形成する上で、ブラジルの不動産市場および不動産証券化に関する本稿が参考資料としてお役に立てば幸甚である。

1.2 本稿の構成

本稿の構成は下記のとおりである。第1回目の今回は、1から4.1までを掲載する。

1. はじめに
2. ブラジルの概要
3. ブラジル経済と不動産市場の発展
 - 3.1 ブラジル経済の近代化と都市部の発達 -戦後の高度成長からインフレ経済へ-
 - 3.2 レアル・プラン以降のブラジル経済：1995年～現在
 - 3.3 サンパウロ市の不動産市場
4. ブラジルの不動産証券化
 - 4.1 沿革
 - 4.2 スキームFII(Fundo de Investimento Imobiliário)とCRI(Certificado de Recebíveis Imobiliários)
 - 4.3 CEPAC (Certificados de Potencial Adicional de Construção) (容積率移転制度を利用した建築権の債券)について
5. ブラジルの不動産証券化市場の現況
6. サンパウロ市内の不動産証券化事業実例の紹介
7. 今後の発展について

2 ブラジルの概要

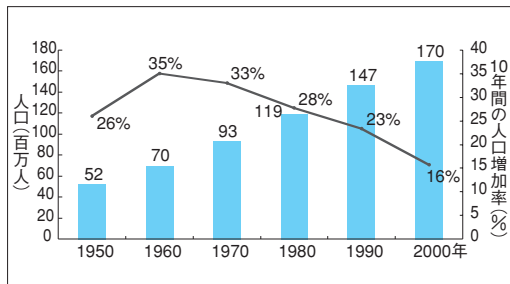
1500年にポルトガル人のカブラルがヨーロッパ人として初めてブラジルに上陸して以来、ブラジルは主にポルトガルの植民地として発展してきた。1822年にポルトガル王国から帝国として独立、1889年には帝政も廃止して、連邦共和制に移行した。1964年からの軍事独裁政権を経て、1985年から完全民主国家となる。国土は約851万km²、世界第5位の広さである。領土は赤道直下のアマゾンジャングルからアルゼンチン国境地帯の温帯地域にまたがり、国土の東側は大西洋に面する。歴史上、大西洋沿岸の都市部から発達してきた。60年代、ブラジル内陸部につくられた人工都市のブラジリアにリオデジャネイロから遷都したが、これはブラジル内陸部の経済発展を促す目的があった。遷都により内陸部の開発はかなり進んだとはいえ、やはり人口は図1が示す通り、東部の海岸部に集中している。現在、都市部は国土の約0.25%。

図1:ブラジルの人口密度 1平方km当たりの居住者人口



出典:ブラジル地理統計院 (IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) ^{注1}

グラフ1:ブラジルの総人口の推移



出典:ブラジル地理統計院

2008年10月現在の推定総人口は約1億9000万人であり、2000年の1億7000万人から約12%増加している。1950年からの総人口の推移はグラフ1の通りである。

一方、ブラジル地理統計院のデータによると、2007年のブラジル国内総生産(GDP)は2兆5580億レアルであり、これは1兆3130億米ドル^{注2}に相当する。一人当たりのGDPは6,937米ドルである。1995年を100とした1991年から2008年(上半期まで)のGDP指数の推移はグラフ2の通りであり、順調に成長していることがうかがえる。

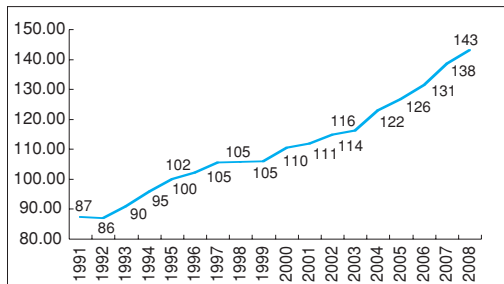
注1 ブラジル地理統計院(IGGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística)のホームページ:<http://www.ibge.gov.br/>にて2008年10月23日に入手したデータに基づく。以下同院からの他の情報についても同様である。

注2 国際通貨基金(IMF)の2008年度統計による。同基金のホームページ:<http://www.imf.org/>にて入手。以下、本稿の同基金のデータについても当該ホームページにて10月23日に取得した。

3 ブラジル経済と不動産市場の発展

3.1 ブラジル経済の近代化と都市部の発達—戦後の高度成長からインフレ経済へ—

グラフ2:ブラジルの国内総生産指数



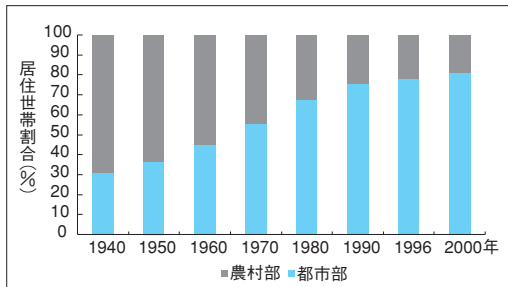
1995年平均を100とする。なお、2008年の指数は2008年4月から6月までの第2四半期の国内総生産に対応する指数である。

出典:ブラジル地理統計院

植民地時代のブラジルは奴隷経済に支えられ、サトウキビ、金・銀・ダイヤモンド等の貴金属を、また19世紀から20世紀初頭にかけては移民による労働力を得てコーヒーの生産・輸出がなされてきた。歴史的に農業はブラジル経済の中心的役割を担ってきており、それは現在においても変わりはない。最近の調査によれば^{注3}、ブラジルはコーヒー、サトウキビ、オレンジ生産は世界第1位、大豆、牛肉、鶏肉の生産は世界第2位、トウモロコシの生産は世界第3位である。

ブラジルにおいて工業化がすすめられたのは1930年以降である。1940年代から国営企業設立を含む鉄鋼・石油化学などの基幹産業への国家規模の工業化が振興され、1950年代から1970年代にかけては「ブラジルの奇跡」と呼ばれるほどの高度経済成長を成し遂げた。これらの際に建設された工場等は主にサンパウロ州、リオデジャネイロ州およびパラナ州に所在している。また、ブラジルの豊かな農業地帯はサンパウロ州とパラナ州が中心にひろがっており、国の経済活動はこの3州に集中している。2005年におけるリオデジャネイロ州のGDPに対する貢献割合は11.5%、サンパウロは33.9%、パラナ州は5.9%、合計51.3%に達し、主要

グラフ3:都市部と農村部の居住世帯割合の推移



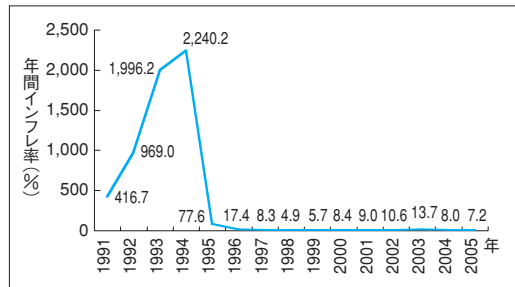
出典:ブラジル地理統計院

3州でブラジル全体の半分以上のGDPを担っている。ちなみに、サンパウロ州の2005年の州内生産額は2,989億米ドルであり、これは同年の隣国アルゼンチンのGDP、1,815億米ドルより大きい。

工業化が進むにつれて都市部の労働人口が増え、グラフ3が示す通り60年以降、都市部へ急激な人口の流入が起こる。1970年にはブラジル全世界帯の半数以上が都市部に居住する様になった。これらの労働層の住宅取得促進策として、住宅融資制度（後述4.1参照）が整備された。しかし、政府による住宅整備やインフラ整備が人口増加に間に合わず、都心部では地方から出てきた低所得者層の一部が未利用地を違法占拠してファヴェラと呼ばれるスラム街を各地に形成するようになった。現在でもファヴェラ問題はまだ解決されていない。

1980年代初め、長期に及んだブラジルの経済成長は終止符を打つ事となる。1960年代のブラジリア遷都を含むインフラ整備等で多大な対外債務を抱えていたブラジルは、80年代初めの世界的金利上昇を機に金融危機に陥り、マイナス成長となる。また、対外債務の支払いも停止したため、国際的信用も失墜した。この間に、政権は軍事政権から民主政治へ移行したものの、国内イ

グラフ4:年間インフレ率の推移



出典:ブラジル地理統計院

ンフレは更に加速し、1994年の年間インフレ率は2,000%にまで達した。政府は物価全面凍結令、資産凍結令を出すなど、対応策に追われたが有効な政策は打ち出されず、国民経済は大混乱に陥った。また、国内産業を育成する目的で行われてきた一部の海外製品の輸入を制限した「輸入代替」工業化政策は、様々な生産分野において国際的な技術力から遅れをとるという結果を招いていた。この時代を「失われた10年」と表現することも多い。グラフ4は1991年以降の年間インフレ率の推移である。

注3 駐日ブラジル大使館のホームページ：
<http://www.brasemb.or.jp/>にて10月23日に
 入手した情報である。

3.2 レアル・プラン以降のブラジル経済：1995年～現在

イタマール・フランコ大統領政権時の1994年、当時大蔵大臣であったフェルナンド・エンヒーキ・カルドゾ大統領は「レアル・プラン」と呼ばれる経済安定化プログラムを実行した。これが功を奏してハイパーインフレは収束し、ブラジル経済は再び安定を取り戻す事となった。貿易解放策、様々な分野における国営企業の民営化やそ

れらにおける外国資本の参加の認可等も行われて国内需要は増大し、また海外からの投資も飛躍的に増加した。これは、ブラジル経済立て直しの立役者であったカルドゾ大統領の政権下（1995年から8年間）に実行された施策であるが、対立政党であった労働党のルーラ大統領に政権が移った2003年以降もカルドゾ政権の経済政策を継続している。リアル・プランの導入成功後も、対ドル為替レート的大幅な変動や電力危機等がおこり、高金利政策による弊害、重課税問題等、必ずしも経済発展への追い風ばかりが吹いてきたわけではなかった。これらが、ブラジルの経済成長率がBRICsの他の3国より低い要因とされている。しかしながら、前掲グラフ2でも明らかとなり、リアル・プラン実行後のブラジル経済は「失われた10年」を取り戻し、世界水準に追いつくべく堅調に発展を成し遂げている。また、IMFへの債務返済も進み、2008年1月末には対外債務が対外資産を上回ったとブラジル中央銀行が発表、同年5月には主要格付け会社がブラジルのソブリン格付けを一段階引き上げてBBBマイナスとし、ブラジルは初めて国際的な投資適格級の格付けを得る事となった。

3.3 サンパウロ市の不動産市場

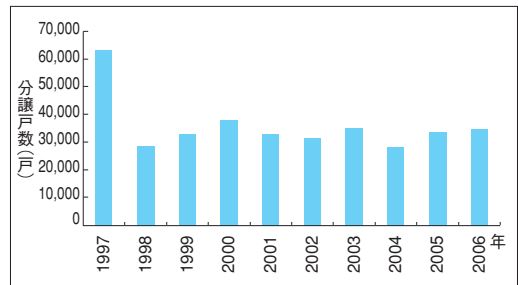
次に、ブラジルの最大の経済都市であるサンパウロ市（2007年の人口は1,088万人^{注4}）およびその周辺を含めたサンパウロ大都市圏における過去10年間の不動産市場について概観する。

まず、1997年から2006年の10年間の集合住宅の分譲戸数の推移はグラフ5が示すように、必ずしも右肩上がりに増加している

わけではない。これはリアル・プラン導入直後の好景気時にディベロッパーが仕入れた土地に建てられた物件が1996～98年に大量に市場に供給されたものの、需要が追いつかずに供給過多となり、その後市場が調整局面に入ったためである。2000年には一時回復したものの、その後も増減を繰り返している。グラフ6はブラジル国民一人当たりGDPの対前年成長率をグラフ化したものであるが、当図はブラジル経済は成長を続けてきたものの、国民一人当たりGDPベースで見るとその成長率は必ずしも順調でなかったことがうかがえる。この対前年成長率と住宅分譲戸数の増減の間には大雑把ではあるが、一定の相関関係を見いだせる事は興味深い。

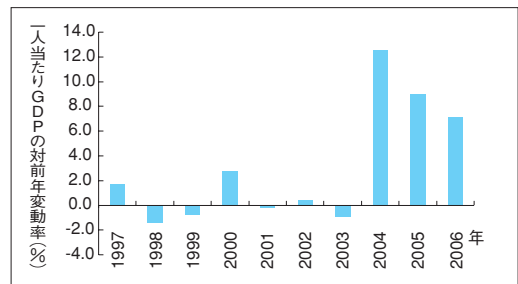
一方、分譲オフィスの売出件数の推移はグラフ7にて示されている通りである。1997

グラフ5:サンパウロ大都市圏における集合住宅の分譲戸数の推移



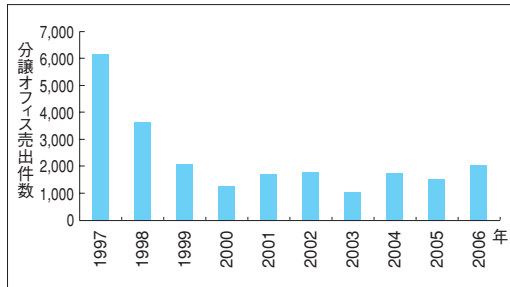
出典:EMBRAESP (Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio) ^{注5}

グラフ6:ブラジルの一人当たりGDPの対前年変動率の推移



出典:ブラジル地理統計院

グラフ7:サンパウロ大都市圏における分譲オフィスの売出件数の推移



出典:EMBRAESP

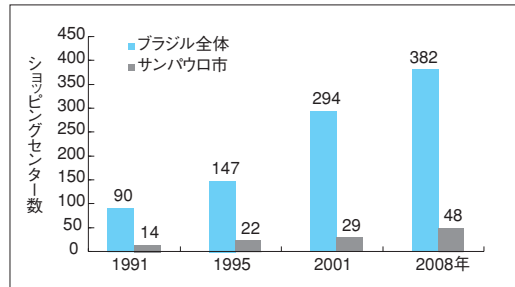
年に分譲オフィスビルが大量供給された後、その絶対数は減少している。ただし、当該統計は賃貸オフィスが含まれていないことに留意していただきたい。

なお、サンパウロ市内では1960年代よりパウリスタ通りがオフィス街の中心的位置を占めてきたが、90年初頭からはファリア・リマ地区、ヴィラ・オリンピア地区・ベヒーニ地区が台頭しだし、2000年以降はこれらの3地区がオフィス中心地となっている。ブラジルにおいて不動産の証券化が法的に整備されたのは1993年であるため、証券化の対象となる不動産はこれらの3地域に立地している場合が多い。

一方、商業用不動産に関しては、1990年以降、ブラジル全体そしてサンパウロ市内においても、ショッピングセンターが続々と建設されている。国の経済成長に伴い、国民の消費活動が拡大したためだけでなく、車社会の発達や治安上の理由により、消費者が従来の商店街からショッピングセンターで買物をするようになったという消費行動の変化も大きな要因である。

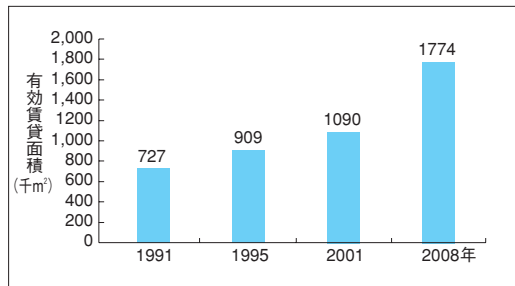
なお、大型商業施設の総売場面積については、現在ではブラジルではショッピングセンターの総有効賃貸面積と同義語であると考えてよい。自社保有不動産で営業する

グラフ8:ブラジルおよびサンパウロ市内のショッピングセンター数の推移



出典:ブラジルショッピングセンター協会 (Abrasca:Associação Brasileira de Shopping Centers) 注6

グラフ9:サンパウロ市内のショッピングセンターの総有効賃貸面積の推移



出典:ブラジルショッピングセンター協会

いわゆる百貨店形態が90年代半ばに淘汰されたため、大型商業施設はほぼショッピングセンターのみとなり、そしてそれらはテナントに売り場を賃貸することによる賃貸収入によって経営されているからである。サンパウロ市内のショッピングセンターの有効賃貸面積の推移はグラフ9の通りである。

注4 サンパウロ市発表の統計による。同市のホームページ：<http://www.capital.sp.gov.br/>にて10月23日に取得したデータに基づく。

注5 E M B R A E S P のホームページ：<http://www.embraesp.com.br/>にて2008年10月23日に入手したデータに基づく。以下、他の同社からのデータについても同様である。

注6 当データはAbrascaのホームページ<http://www.portaldoshopping.com.br/>が発表がインターネット上で公表しているデータを元に作成したものであるが、近時データの集

計方法が改訂されたため、以前に公表していた数値と一部異なる箇所がある。したがって、図表15および16にて時系列データを作成する段階で一部誤差が生じているため、厳格には適切な時系列データとは言えない。しかしながら、筆者が商業不動産の動向の全体的な流れを把握する上で必要と判断し、本稿ではあえて採用していることにご留意願いたい。

4 ブラジルの不動産証券化

4.1 沿革

ブラジルには現在、不動産の証券化手法として2スキームが法的に整備されている。一つが1993年に法律第8668号^{注7}によって創設された不動産投資ファンド（FII: Fundo de Investimento Imobiliário）と呼ばれるもので、投資家の資金を集めてファンド化して特定の不動産に投資する手法、もう一つが1997年に法律第9514号^{注8}によって制定された特定目的会社（SPE : Sociedade de Propósito Exclusivo）を組成して社債（CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários）を発行する手法である。どちらも資本市場から資金調達する手法として制定されたものであるが、あえていうならば、前者は不動産開発事業者サイドの観点から制定されたのに対し、後者は国民に良質な住宅を供給するための住宅金融政策の観点から制定された。しかしながら、CRIは居住用不動産の開発に限定されることなく、商業用不動産に関しても適用可能なスキームとなっている。

FIIが制定されたのはブラジル経済がハイパーインフレで混乱していた時代であった。FIIの創設の経緯に関する文献がほとんど

ないため詳細は記載できないが、当時から不動産開発事業等に携わってきた市場精通者等からのヒアリング等によると、FIIが法的に整備されるまでは不動産開発事業者は開発費用を自己資金にて直接投資する場合がほとんどであった。しかしながら、投下資本の回収期間は分譲開発型事業では最低2年、収益開発型事業の場合は当然ながら更に長期化して10年以上の場合もありえることから、私企業による不動産開発がなかなか進まないという状態であった。そこで、不動産事業を行うに際し、その事業特定のファンドを形成して資金調達するという方法が制定されたのである。

一方、CRIは住宅融資制度と関連して法的に整備された。ブラジルにおいて最初の不動産融資に関する制度が定められたのは1964年である。この年、国民の住宅購入を促進することを目的として、ブラジル住宅金融公庫^{注9}が設立され、住宅融資制度SFH^{注10}が構築された。SFHでは、個人向けには住宅ローン、法人向けには居住用不動産の建設資金の融資制度が創設されたものの、その資金源は労働者のサラリーから強制的に天引きした積立金であった。このシステムでは常に融資資金が不足するという構造的問題があり、さらにその後、高インフレ経済下でシステム維持が不可能となった。1984年に当該ブラジル住宅金融公庫は破綻し、事業内容は政府系金融機関であるCEF（Caixa Econômica Federal）に移行された。しかしながら、ハイパーインフレ経済下においては物価統制令や資産凍結令等の政府の経済統制が繰り返されて市場はさらに混乱し、不動産融資に関してもロー

ン残高や返済額をインフレ率にスライドさせる施策等数々の規制がとられた。この住宅融資制度の特徴は「政府による介入と規制」であったといえることができる。

レアル・プランの導入によってハイパーインフレが収束したのちも、ブラジルは高金利政策をとり続けた。表1は1995年から2000年までのブラジルの公定歩合に相当するSELIC^{注11}の年間最大値および最小値を示している^{注12}。

このような高金利では、個人が住宅ローンを組むことは容易ではない。また、居住用不動産開発を担う企業にとっても、ファイナンス・コストが事業採算を圧迫し、採算が取れずに事業化を断念せざるをえないケースが多くなった。ハイパーインフレ時代には、不動産業界はいわゆるどんぶり勘定で事業を遂行してきたのである：精密な事業採算予測が成立せず、また、緻密な事業計画をしなくとも、最終的には何とかあったというのが実情であった。しかしながら皮肉にも、インフレの収束とともに不動産開発業者は周到な事業計画と資金調達計画を策定しなければならなくなり、結果、今までと異なる資金調達の方法が必要となってきたのである。

このような社会的経済的状況を鑑み、1997年に新しい不動産ファイナンス制度(SFI: Sistema Financeiro Imobiliário)^{注13}を規定する法律第9514号が制定された。当法律では自己居住用不動産販売の促進のために譲渡担保制度を創設すると同時に、法人が資本市場における資金調達を可能にするための不動産債権の証券化を認め、ピークルとしての特定目的会社(SPE)設立し、SPEの社債であるCRIを発行するとい

表1:ブラジルの公定歩合(SELIC)の年間最大値および最小値

	最大	最小
1995	64.97%	36.07%
1996	35.75%	23.87%
1997	43.24%	20.70%
1998	41.58%	19.28%
1999	48.16%	17.88%
2000	19.42%	15.39%

出典:ブラジル中央銀行および大蔵省(Ministério de Fazenda)

うスキームを法的に整備したのである。法律第9514号で規定された不動産ファイナンス制度は、まず政府による規制の解除、不動産ファイナンスに市場経済を導入して柔軟性をもたせること、そして、結果として市場における投資家が資金供給者となることを目的として作られたのである。

以上のように、ブラジルでは2つの不動産証券化スキームが存在し、サンパウロ証券取引所(BOVESPA)にはFII市場とCRI市場が存在する。その後、1999年、2004年、2005年にFIIに関する税制が改正され^{注14}、いわゆる二重課税の問題が回避された。一方、CRIについては、当該税制の適用はなく、現状では税制上のアドバンテージがなくなっているのが実情である。そのため、現在では新規に組成される不動産証券化案件では大半がFIIを採用している。

注7 Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

注8 Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.

注9 筆者訳。ポルトガル語ではBNH: Banco Nacional de Habitação.

注10 同上。ポルトガル語ではSFH: Sistema Financeiro de Habitação.

注11 SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

注12 なお、2000年以降、金利は徐々に下がり、

2008年10月23日現在のSELICは12.92%である。

注13 筆者訳。

注14 法律第9799号: Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999. 法律第11033号: Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, 法律第11196号: Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005.

(次号に続く)

参考文献:

ABREU, Marcelo de Paiva, et al. *A ordem do progresso: cem anos de politica econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1992. 445p.

FAUSTO, Boris. *História do Brasil*. São Paulo: Editora da Universidade de Sao Paulo, 1996. 647p.

ROCHA-LIMA-JR, João da. ALENCAR, Claudio Tavares de. *Foreign investment and the Brazilian real estate market*. International Journal of Strategic Property Management, Vilnius: Technika, 2008, Vol. 12, No. 2, p. 109-123.

_____. *Os atributos do mercado brasileiro de empreendimentos de base imobiliária para captar recursos de investment estrangeiros*. In: VI Seminário Internacional da LARES, 2006, São Paulo.

ROMANO-DOS-SANTOS, Andrea. *O desenvolvimento do mercado de edifícios de escritórios para locação na cidade de São Paulo impulsionado pela securitização*. São Paulo: Escola Politécnica; Universidade de São Paulo, 2006. 147p. Master dissertation in engineering,

VEDROSSI, Alessandro Olzon. *A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil*. São Paulo: Escola Politécnica; Universidade de São Paulo, 2002. 111p. Master dissertation in engineering.

あきやま・ゆうこ

不動産鑑定士。

同志社大学法学部卒業、住友信託銀行株式会社に勤務後、平成7年渡伯。平成18年サンパウロ大学大学院工学研究科にて修士課程修了。平成20年帰国。平成16年からサンパウロ大学大学院工学研究科 不動産研究所 研究員、平成20年に株式会社緒方不動産鑑定事務所 大阪支所長就任。ブラジル技術基準協会 市街地不動産鑑定評価基準改定委員会 委員、南米不動産学会(LARES) 理事等を歴任。日本不動産学会会員。