

CMBS 市場の現状とわが国における将来性

米国で 1990 年代に急成長した商業用モーゲージ証券 (Commercial Mortgage Backed Securities: 以下 CMBS) が、わが国においても 1998 年度から発行されるようになった。わが国におけるこれまでの実績では、不動産の流動化もしくは企業の資金調達手段という側面が強調されているが、米国では CMBS の発展により、公社債市場の多様化や、商業不動産担保融資の供給主体に若干の構造変化がみられるなど、資本市場全般に広範な影響がみられたといえよう。本稿では、日米の CMBS 市場の現状を概観し、資本市場の構造の相違などを手がかりとして、わが国における CMBS 市場発展の可能性を考えてみたい。

1. CMBS (商業用モーゲージ証券) の特徴

1) CMBS の特徴

CMBS とは、商業用不動産担保ローンのキャッシュフローを金利・元本支払の原資とする証券である。米国においては、住宅モーゲージ証券 (MBS) の普及を土台にして、90 年代に CMBS が急成長し、2000 年末で発行残高は 1,980 億ドルと、エクイティ型不動産証券化商品である REIT の時価総額 (2000 年末 1,387 億ドル) を上回る規模となっている (表 1)。

表 1 米国モーゲージ証券の残高 (単位: 10 億ドル)

年末	合計	住宅用1	住宅用2	商業用	参考: REIT時価総額
1991	1,281.4	1,230.8	32.0	18.6	13.0
1992	1,459.7	1,400.7	32.3	26.7	15.7
1993	1,589.1	1,520.2	33.1	35.8	32.2
1994	1,740.1	1,660.7	36.3	43.1	44.3
1995	1,862.7	1,774.6	40.5	47.6	57.5
1996	2,055.1	1,946.2	49.6	59.3	88.8
1997	2,257.5	2,114.4	60.8	82.3	140.5
1998	2,606.6	2,388.4	84.2	134.0	138.3
1999	2,970.7	2,702.1	101.3	167.3	124.3
2000	3,248.0	2,933.4	116.6	198.0	138.7

(注) 1. 住宅用1は1-4世帯用住宅へのローン、住宅用2は5世帯以上の集合住宅
2. Federally related mortgage pools, ABS issuers, REITsの合計。

(出所) FRB "Flow of Funds Accounts of the United States"
National Association of Real Estate Investment Trust

米国での実績に基づく CMBS の特徴として、以下のような点が挙げられよう。

- ・ 統計的なデフォルトリスク、期限前償還リスクなどに加えて、個別ローン・担保物件の内容が重要となる。米国の場合、MBS には、政府住宅抵当公庫 (GNMA)、連邦住宅抵当公庫 (FNMA)、連邦住宅貸付抵当金融公社 (FHLMC) によるタイムリーペイメントの保証があり、70 年代後半から 80 年代の発行・流通市場形成の過程において好影響を及ぼしたと考えられており、ローンの標準化やリスクの標準化がしにくい商業不動産担保ローンは証券化しにくい資産と考えられていた。
- ・ プールに入っている融資は、通常住宅ローンよりも短い満期 (5-15 年) で元本一括方式による返済条件となっていることが多い。したがって、融資の満期時に元本が完全に返済されるかどうか、投資家の最大の関心事となる (「バルーンリスク」などと呼ばれる)。
- ・ 優先劣後構造 (A-B 構造、トランシェリングとも呼ばれる) による信用補完が行われることが多い。サービサー等の第三者の能力も、格付け審査の対象となる。

2) CMBS の『意義』

第一に、不動産所有者 (オリジネーター) にとっては、資本へのアクセスとなる。特に、企業の信用格付けが低下したり、銀行で「貸し渋り」が発生するなど、他の代替的な資金調達手段が使えない (使いにくい) 場合、特定の資産を担保にした資金調達が有意義なものとなる。

また、オリジネーターは、通常ノンリコースローン (非遡及型融資) の借り手である。わが国では、不動産担保融資は、借手となる企業全体の信用力に基づいて実施されるのが一般的であったといわれる。そのため、企業が借入れをする場合に、不動産を担保提供するにもかかわらず、借手企業と本来関係のない親会社や、個人である経営者が会社の債務を連帯して保証することを要求されることが多かった (さらに、担保不動産の価値が下落していくと、新たな担保の提供や、連帯保証人の提供を求められることがある)。ノンリコースローンの融資返済は、原則として担保以外の資産に遡及しない。

一方で、借り手にとってのノンリコースローンは、ローン書類の複雑さ、ローン条件の変更や期限前償還に関してフレキシビリティがないなどのデメリットがあると考えられる。

次に、貸し手もしくはアレンジャーとなる金融機関にとっては、CMBS の投資家の期待利回りと担保ローンの利回りの差が証券化の利益となる。また、バランスシートの資産を増大させることなく、融資を提供し、フィー収入を稼ぐことができる。すなわち、ローン

¹ 格付機関のフィッチ IBCA が 1991~1996 年の間に発行された CMBS の担保となっているローンのデフォルト率を調べたところ、元本一括返済型の「バルーンローン」の年平均デフォルト率は約 6%であった。一方、元本全額分割償還のローンの場合、デフォルト率は 2.6%であった。

ビジネスのひとつの出口（投資回収）として、資本市場を利用しながら、資金効率の向上をも目指すことができる。また、ノンリコースローンの回収可能性を検討する際、担保資産からあがるキャッシュフローの予測と担保価値の評価が重要となる。

2. 米国 CMBS 市場の状況

1) CMBS 発展の経緯と背景²

米国最初の CMBS といわれるのは、1985 年にオリンピア&ヨーク社がアメリカン・エクスプレスの本社ビルを担保に発行した証券であるが、当時保険会社等は直接不動産投資をしていたことなどから、あまり活用されなかった。

CMBS が注目される契機となったのは、貯蓄金融機関（S&L）を接收・整理する目的でつくられた整理信託公社（RTC）が、接收した機関が保有していた商業不動産ローンの証券化を 1991 年に開始したことによる。RTC の実施した証券化は、後に民間発行体による CMBS 発行が活発化するための露払いとしての役割を果たしたとされている。この時期（90 年代初頭）の CMBS 市場における具体的な進歩は、①担保資産のプール化と証券化スキームの確立（担保ローンからの入金と証券の元利支払が同一となる「パススルー型」から、ローンのキャッシュフローを組み替えていくつかの証券をつくる「マルチクラス型」に進化し、優先劣後構造による信用補完が一般化した）、②抵当ローンからのキャッシュフローを管理・分配するサービスの機能強化、③格付け機関の経験などである。

2) コンデュイットビジネスの登場

1993 年以降は、民間企業による CMBS 発行が増大した。80 年代の過剰建設の反動による不動産価格の調整はほぼ完了し、商業不動産を担保とするローンを貸出そうとの機運が金融機関の間でも再び高まっていった。この時期から、証券会社などが、ローン実行後速やかに証券化を行うことを前提として、不動産担保ローンを貸し付けるコンデュイット（導管体）を設立することが盛んになった。証券会社などが「コンデュイットビジネス」を始めた背景としては、証券化業務の標準化や格付け機関の人員増加などによって、ローン貸出業務のコストが低減したことがあげられる。また、投資家の間でも、CMBS の格付けの低いトランチ（劣後トランチ）、いわゆる「B ピース」を専門に投資するものが現れた。さらに、80 以上の機関が集まって、Commercial Real Estate Secondary Market and Securitization Association（CSSA）が設立され、テレレートやブルームバーグなどの金融情報サービス会

² 1994 年頃までの米国 CMBS 市場の動向について、金子晃三「本格化する米国の商業不動産証券化」『財界観測』1994 年 10 月号参照。

社がCMBSの流通市場に関する情報を配信するようになるなど、流通市場の形成への努力も行われた。

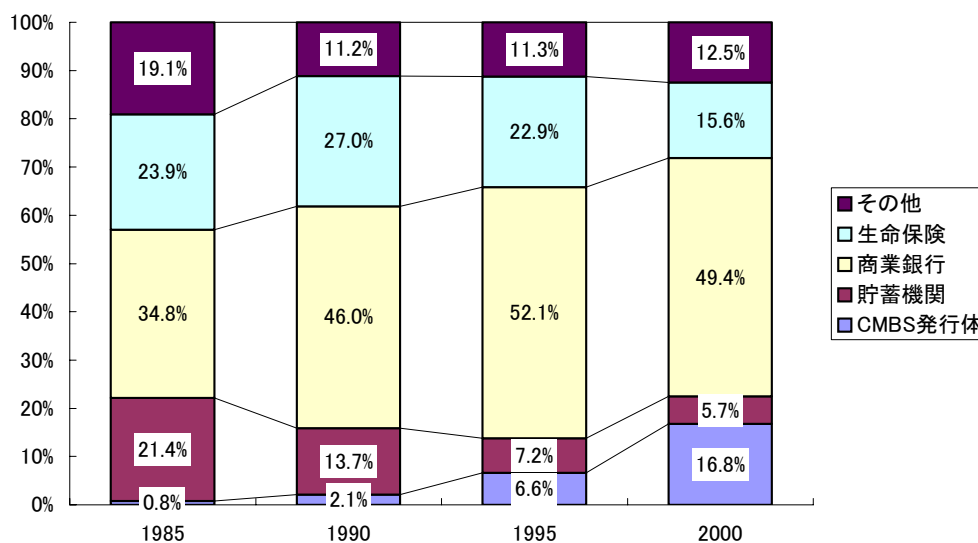
「コンデュイット」の活発化によって、CMBSは、安全性の高いローンしか行わない生命保険会社など（「ポートフォリオレンダー」と呼ばれる）を補完する商業不動産担保ローンの供給ルートとなり、1980年代まで貯蓄機関（Savings Institution）が占めていた位置づけを代替したといえよう。すなわち、商業不動産担保ローンの総残高に占めるCMBS発行体（「ABS Issuer」「REITs」の合計で、ABS Issuerがほとんど）の割合は2000年末で17%に達しており、1980年代に20-22%のシェアを占めていた貯蓄機関の減少分をほぼCMBSが代替している（表2）。一方で、金融緩和によって、商業銀行や生保等が比較的低利で商業不動産抵当ローンを行える時期には、コンデュイットの活躍する場は限られることとなる（図1）。

表2 米国における商業不動産への資本供給先（推計）

	(単位:10億ドル)			(比重:%)		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
米国商業用不動産合計	3,700.0	4,010.0	4,300.0			
非機関投資家	2,130.0	2,220.0	2,370.0			
機関投資家	1,570.0	1,790.0	1,930.0			
→ エクイティ	349.5	360.9	378.7	100%	100%	100%
REIT	144.8	136.0	141.6	41.4%	37.7%	37.4%
外国人投資家	36.6	46.2	52.5	10.5%	12.8%	13.9%
年金基金	121.4	139.3	141.9	34.7%	38.6%	37.5%
生命保険	42.6	36.0	39.7	12.2%	10.0%	10.5%
商業銀行	2.7	2.1	1.8	0.8%	0.6%	0.5%
貯蓄機関	1.4	1.3	1.2	0.4%	0.4%	0.3%
→ デット	1,228.0	1,430.0	1,551.9	100%	100%	100%
商業銀行	489.2	552.1	610.0	39.8%	38.6%	39.3%
生命保険	184.3	182.2	212.9	15.0%	12.7%	13.7%
CMBS発行体	172.6	241.7	213.7	14.1%	16.9%	13.8%
外国人投資家	127.6	183.0	215.1	10.4%	12.8%	13.9%
貯蓄機関	122.6	134.5	139.8	10.0%	9.4%	9.0%
政府モーゲージ機関	40.7	52.8	61.0	3.3%	3.7%	3.9%
その他	40.3	39.0	52.7	3.3%	2.7%	3.4%
年金基金	33.4	31.2	36.4	2.7%	2.2%	2.3%
REIT	17.3	13.5	10.3	1.4%	0.9%	0.7%

(出所) PricewaterhouseCoopers, Lend Lease Real Estate Investments “Emerging Trends in Real Estate”

図 1 米国における商業用モーゲージの供給先の変化（各年末の総残高に占めるシェア）



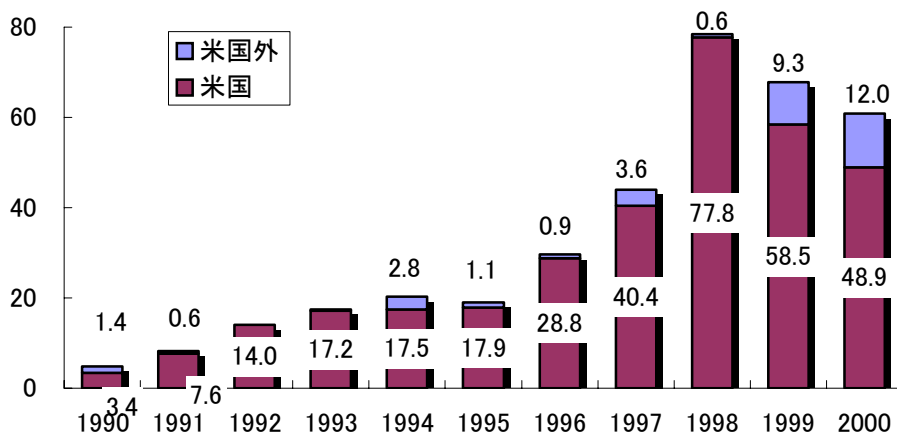
（出所）Federal Reserve “Flow of Funds Accounts”より野村総合研究所作成

3) 最近の CMBS 市場

1998年夏のロシア金融危機を契機として、世界的な金融不安、大手ヘッジファンドの破綻などが起きた。CMBS 引受に携わっていた投資銀行は大きな打撃を受け、予定していた証券化ができなくなるなど、コンデュイットビジネスが機能しなくなった。以来、B ピースの買い手不在、スプレッドの上昇が障壁となり、新規発行は減速しているが、98年以前の発行量は凌駕している。また、米国外での CMBS の発行は、1998年の6億ドルから、99年の93億ドル、2000年の120億ドルと急増している（図2）。

最近の注目点としては、2000年11月に、ERISA（従業員退職所得保障法）の規則が改正され、年金基金が購入できる CMBS の範囲（格付けなど）が拡大したことがあげられる。具体的には、企業年金は、旧ルールの下でトリプル A 未満の CMBS、MBS その他の資産担保証券への投資を制限されていたが、この改正によりトリプル B までの債券を購入できることとなった。

図2 世界のCMBS発行額の状況（単位：10億ドル）



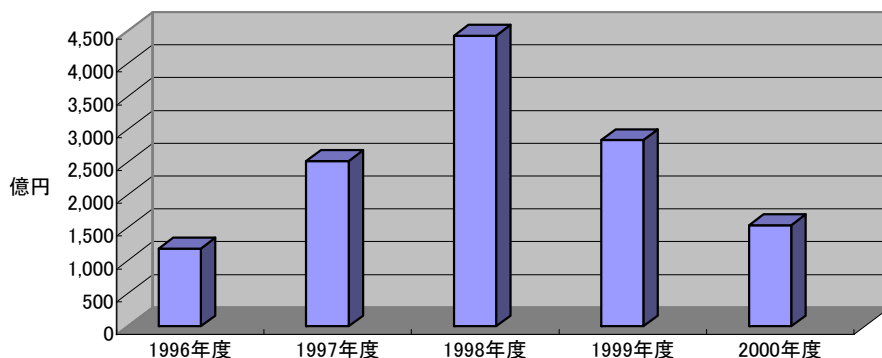
（出所）Commercial Mortgage Alert より野村総合研究所作成

3. わが国におけるCMBS市場の誕生

1) 資産流動化とABSの誕生

わが国における本格的な資産担保証券市場は、1993年6月の特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律）の施行によって、ノンバンクの所有するリース・クレジット債権の流動化という形で始まった。1996年4月から追加された「資産担保型証券方式」によって、証券取引法上の有価証券である社債（ABS）及びCP（ABCP）も発行可能となり、98年度には4,400億円を超えるリース・クレジット債権の流動化がなされたが、99年度以降はSPC法の仕組みに基づく流動化が可能となったことなどから、発行量は停滞している（図3）。

図3 リース・クレジット債権による資産担保証券の発行状況（特定債権法に基づき日本資産流動化研究所に報告された分）



（出所）日本資産流動化研究所統計より野村総合研究所作成

2) SPC 法施行（1998 年 9 月）と CMBS 市場の立ち上がり

わが国においては、住宅金融専門会社（住専）の不良債権処理問題を契機として、担保不動産や債権の流動化に関する総合的な対策が強く求められたこと、日本版金融ビッグバンに関する論議においても、資産担保証券（ABS）市場整備のための法制度確立が提唱されたことなどから、1997 年後半に急ピッチで議論された「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（通称 SPC 法）が、1998 年 9 月に施行されることとなった。この SPC 法によって、二重課税を排除した資産流動化が可能となった。

一方で、SPC 法の施行前後から、資産流動化計画の提出、倒産隔離が不透明など、使い勝手の悪さが指摘され、国内に特定目的会社を設立しない形での証券化を志向する企業（オリジネーター）もいた。代表的な例は、住友不動産が 1999 年 6 月に実施した同社所有の賃貸オフィスビル 5 棟を裏付けとした社債発行である。受益権を第 1 受益権（優先）、第 2 受益権（劣後）に分け、第 1 受益権をさらに元利払いの優先度で 3 種類の社債に分けて発行した（発行総額 245 億円）。第 1 受益権はサムクエストという株式会社に譲渡されており、エクイティ部分となる第 2 受益権を住友不動産が所有するという仕組みを採用した。投資家にエクイティ部分を販売しないことから、法人所得の二重課税が問題とならないため、SPC 法上の SPC を用いる必要性があまりなかったと考えられる。優先劣後構造や信託収益留保積立金など信用補完の面での工夫もおこなわれ、その後の発行例に引き継がれたが、従前の資産所有者が優先的にオフィスビルを買い戻すことができる特約を付与するなど、譲渡よりは資金調達と呼ぶに近い仕組みとなった点なども、他の資産所有者に追随されることとなった。批判のあった SPC 法の使い勝手については、2000 年の改正（資産流動化法へ名称を変更）で改善がはかられた³。

1998 年 9 月から 2001 年 3 月までに関東財務局に登録された SPC は 65 件、そのうち不動産又は不動産の信託受益権を特定資産とする SPC は 32 件となっている（表 3）。改正 SPC 法の施行（2000 年 11 月 30 日）後の登録は 5 件（うち不動産関連で 4 件）である。

資産対応証券（特定社債と優先出資証券）の発行額として、資産流動化計画に記載され財務局へ提出された額（多くは上限額として記載）は、合計で約 3 兆 5,910 億円（優先出資証券 2,675 億円、特定社債 2 兆 7,770 億円、特定約束手形 5,465 億円）に達している。うち不動産を裏付けとした SPC の分は、8,005 億円（優先出資証券 2,675 億円、特定社債 4,865 億円、特定約束手形 465 億円）である。

³ SPC 法改正については関雄太「SPC 法改正と証券化の潮流」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号参照。

表3 SPC法によるSPC登録の状況
(不動産および不動産の信託受益権を特定資産とするもの)

■ 関東財務局登録分	登録名	登録日	オリジネーター	特定資産	資産対応証券発行額(億円)			計画期間
					優先出資証券	特定社債	特定約束手形	
1	高輪アパートメント	1998年11月	森村産業、フォレストビレッジ	賃貸マンション	70	30		8年間
2	染井野エス・シー	1999年1月	東急不動産	ショッピングセンター	30	60		10年間
3	ネットワーク・キャピタル	1999年3月	住友銀行	銀行店舗	300	140		5年6ヶ月
4	パンフィック・センチュリー・レジデンシャル・ワン	1999年6月	シティライトデベロップメント他	賃貸マンション	40	120		15年間
5	共同住宅証券化	1999年6月	スターツ	賃貸マンション	0.8	2		7年間
6	スターキャピタル	1999年9月	日本生命	賃貸オフィスビル	200	300		50年間
7	トロピカルホールディングス	1999年9月	日本ビルプロフェクト	賃貸オフィスビル		140		11年間
8	大森海岸開発	1999年12月	アサヒビル他	工場敷地	200	200		12年間
9	ネオバス川崎	1999年12月	日本土地建物	賃貸オフィスビル	26	10		12年6ヶ月
10	ナカバヤシ	1999年12月	個人	土地建物	0.35			4年6ヶ月
11	フォレスト	2000年2月	ジャスコ	建物	40	400	400	31年6ヶ月
12	ミレニアム・キャピタル	2000年2月	第一生命	土地建物	200	300		50年間
13	ミレニアム・レジデンシャル	2000年2月	三井不動産	分譲マンション	150	150		5年間
14	ファンド・ワン	2000年2月	三井不動産・住友生命	土地建物	300	600		20年間
15	オーキッド・プロパティーズ	2000年2月	オーキッド・プロパティーズ	土地建物		450		10年間
16	アーバニティキャピタル	2000年3月	日本生命	賃貸オフィスビル	300	200		8年間
17	レッドライオンズキャピタル	2000年3月	安田生命	土地建物	250	300		20年間
18	ストーム	2000年6月	丸紅エネルギー	ガソリンスタンド		60		10年間
19	エルシックス	2000年8月	荒井商店	共同住宅・事務所・店舗	70	50		7年間
20	アストロホールディング	2000年9月	さなえ産業	店舗・共同住宅	7	20		11年間
21	ロックアウェイ	2000年9月	有楽土地他	事務所・店舗		200		10年間
22	赤坂ワン	2000年12月	国	オフィスビル	31	31		22年間
23	目黒ワン	2000年12月	国	賃貸マンション	14	14		22年間
24	東神奈川ワン	2000年12月	国	共同住宅・事務所	8	8		22年間
25	市川平田ワン	2000年12月	国	賃貸マンション	8	8		22年間
26	レジデンシャル・ワン	2000年12月	国	店舗・共同住宅等	15	15		22年間
27	ディア・ステージ	2000年12月	国	共同住宅・事務所・店舗等	50	100	50	3年間
28	ヒルズ・ステージ	2000年12月	国	共同住宅・事務所・店舗等	25	35	15	3年間
29	アール・ツー・ワン(*1)	NA	エム・エフ・プロパティーズ	賃貸マンション		27		
30	スターインベストメント	NA	スターツ	賃貸マンション	5	7		7年8ヶ月間
31	プライム・クレスト・ツー(*2)	NA	住友生命	オフィスビル	200	42		
32	ペンタクルキャピタル	2001年2月	日本生命	オフィスビル	135	21		
合 計					2,675	4,865	465	

*1:証券発行額は信託受益権譲渡価額を記載

*2:優先出資発行額は200数十億円と公表

(出所) 不動産シンジケーション協議会「不動産証券化ハンドブック 2001」より作成

実際の証券発行額については、不動産・不動産の信託受益権を特定資産にした SPC 証券としては約 3,835 億円という調査がある⁴。SPC 法の改正後は 4 ヶ月で 1,188 億円となっており、改正による効果が出ているとされている。

このほかに、国内 SPC 法に基づく SPC を活用しない形態による社債等の発行も、6,000 億円を上回ると推計され(表 4)、これらも合わせて、わが国の CMBS 市場が形成されている。網羅的な統計は存在しないが、わが国の CMBS 発行額は 1998~2000 年度累計で、約 1 兆円強とみられる。

⁴ 国土交通省「今後の不動産投資市場の整備について」(2001年5月9日)による。2001年3月末時点で金融庁で把握していた個別 SPC の証券発行実績を合計したもの(個別情報については非公開)。

表 4 SPC を用いない商業用不動産の証券化案件
(一部推定を含む・2000 年度まで)

SPCを用いない商業用不動産の証券化(社債発行を伴ったもの)

発行体	クロージング 時期	オリジネーター	発行金額 (百万円)	主幹事	対象資産
LMキャピタル	1999年2月	モルガンスタンレー	6,600	JP モルガン	賃貸住宅
デルフィニウムファンディング	1999年2月	第一生命	10,000	興銀証券	オフィスビル
サムクエスト	1999年6月	住友不動産	24,500	興銀証券	オフィスビル
アイビスアセットファンディング	1999年8月	三井造船	NA	さくら証券	物流倉庫
アズチエステートファンディング	1999年8月	ユニチカ	13,100	三和証券	オフィスビル
クロノスプロパティファイナンス	1999年8月	不明(外資系投資家)	4,800	パリバ証券	賃貸住宅
ニューショッピングセンターズファンディング	1999年9月	マイカル	4,000	パリバ証券	ショッピングセンター
インターナショナル・クレジット・リカバリー・ジャパン I	1999年11月	モルガンスタンレー(M)	21,010	モルガンスタンレー	不良債権
エムエムプロパティーズ	2000年2月	森永製菓	13,500	第一勧業証券	オフィスビル
AMCOベンチャーズ	2000年2月	ジャパンエナジー	30,700	JP モルガン	オフィスビル
ネストファンディング	2000年2月	日本電気	51,400	大和SBCM	オフィスビル
エムズフォート	2000年3月	森ビル	24,000	興銀証券	賃貸住宅
プライムクエスト	2000年3月	住友不動産	72,500	大和SBCM	オフィスビル
キリマンジャロ	2000年3月	伊藤忠商事	6,600	日興ソロモン	オフィスビル
J-CMBS-1	2000年4月	日本ランディック	21,000	日興ソロモン	オフィスビル
ミレニアムショッピングコープ	2000年5月	マイカル	49,800	パリバ証券	ショッピングセンター
OKSファンディング	2000年6月	コスモ石油	33,600	興銀証券	ガソリンスタンド
メグロ・プロパティ・ファイナンス・コープ	2000年8月	アポロ	7,700	パリバ証券	ショッピングセンター
ジャパンリテール	2000年8月	西武百貨店	78,100	メルルリンチ	デパート
トラス・キャピタル・ファンディング・リミテッド	2000年8月	大成建設	40,000	富士証券	ホテル
インターナショナル・クレジット・リカバリー・ジャパン II	2000年8月	モルガンスタンレー(M)	31,000	モルガンスタンレー	不良債権
スターキッズ	2000年10月	西友	22,700	パリバ証券	ショッピングセンター
芝アセット	2000年10月	オリックス(M)	27,200	興銀証券	複合ポートフォリオ
JPM-JC1	2000年10月	JP モルガン(M)	10,300	JP モルガン	オフィスビル
エフィー・プロパティ・ファイナンス・コープ	2001年1月	トリニティ	5,000	極東証券	ショッピングセンター
和薬ファンディング	2001年2月	ニューオータニ	28,200	みずほ証券	オフィスビル
マリンファンディング	2001年2月	マルハ	22,500	みずほ証券	オフィスビル
ジャパンレジデンシャルキャピタル	2001年3月	インシュアード	3,000	トロント・ドミニオン証券	賃貸住宅
スターインベストメント	2001年3月	スターツ	685	大和銀行	賃貸住宅
発行額合計			663,495		
			1998年度	16,600	
			1999年度	266,110	
			2000年度	380,785	

注: (M)印はマルチボロア一型

(出所) 野村證券ストラクチャード・ファイナンス部資料などより野村総合研究所作成

3) わが国の CMBS の特徴

約2年半の実績をもとにわが国の CMBS の特徴をあげると、以下のことが指摘できよう。

まず、SPC (特定目的会社) ではなく、海外設立の SPC や株式会社、有限会社などを用いたスキームが多い。

また、シングルボロア一型が多いこと、オリジネーターがエクイティ部分を所有したり、買い戻しを可能にする特約を付けて SPC へ譲渡していることなどから、全体にオリジネーター主導ともいえる商品組成が行われている。

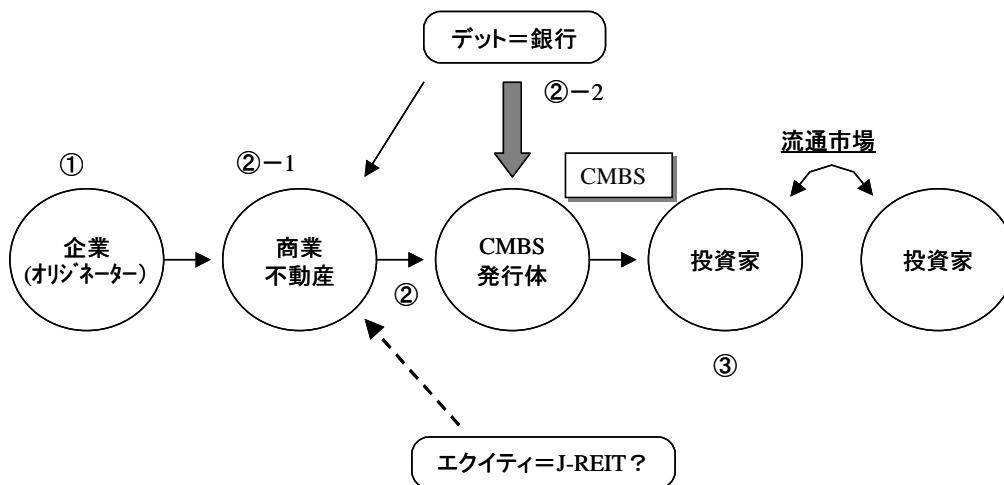
次に、正常債権の CMBS が多い。正常債権による CMBS の約半数は、セール・アンド・リースバック案件である。一方で、不良債権を裏付けとする CMBS は、わが国の実情から相当量の発行が期待されていたが、これまでのところ、あまりアレンジされていない。格付け機関等の調査によれば、実態としてはモルガンスタンレーの「インターナショナル・クレジット・リカバリー・ファンド・ジャパン」3件(1999年11月に第1号、2000年8月に第2号、2001年5月に第3号)にとどまっている模様である。不良債権担保不動産の

多くが、キャッシュフローを生まない地上げ途中の更地などであることが要因といわれ、若干でもキャッシュフローを生んでいる資産であっても、証券の満期時に、元本返済に充当する資金の調達が不透明なため、証券化が困難な資産も多いといわれている。

4. CMBS 市場のドライビング・フォース

CMBS の発行・流通の仕組みを考えると、CMBS 市場を発展させる推進力として、つぎの3つがあげられる。それぞれの観点からわが国の現状を整理したい。

図4 CMBS 市場を発展させる要因とは



- ①企業の不動産売却の増大
- ②商業不動産を担保にした資金供給（調達）の相互関係で CMBS の優位性が向上
 - ②-1：伝統的なデットファイナンスの縮小（新規の資本供給が先細る）
 - ②-2：既存の不動産担保融資による CMBS の組成
- ③投資家における CMBS へのニーズ増大

（出所）野村総合研究所

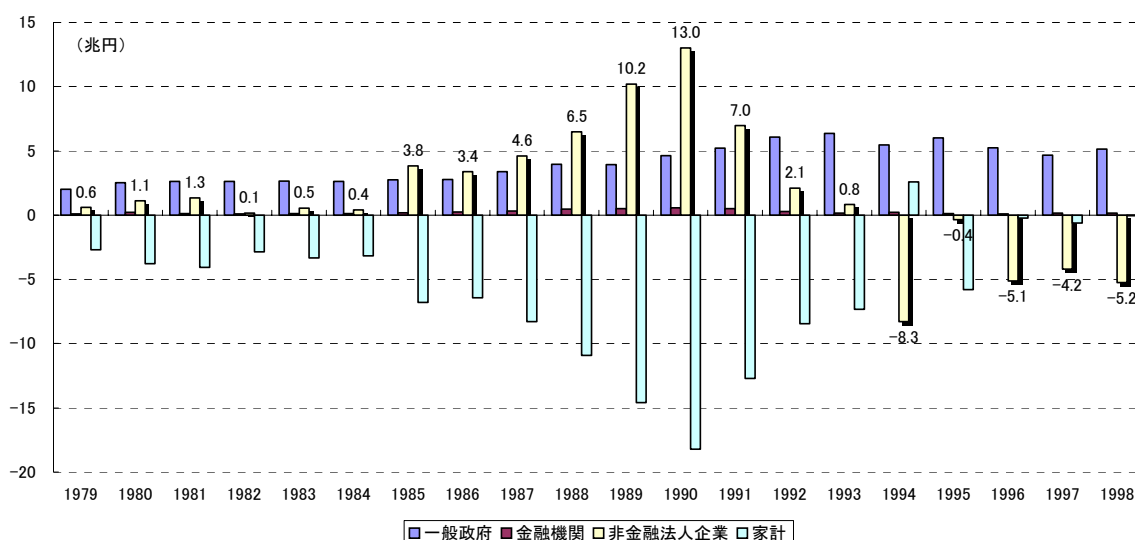
1) オリジネーター（企業）の状況

企業の不動産売却は近年高水準で推移している。企業の不動産売却が増えている背景としては、①生産施設の老朽化や海外移転によって、所有の必要性がなくなっている資産が売却されていること、②過剰債務に悩む企業が、資金調達を狙った資産売却を行っていること、③資産効率が低下している企業においては、収益に結びつかないもしくは本業と関

係のない資産を売却しなければ、株主から批判を浴びかねない状況になっていることなどが挙げられる。80年代に最大の土地投資主体であった企業が不動産を売却していることで、不動産市場の需給関係の悪化、買い手不在が言われた時期もあった。

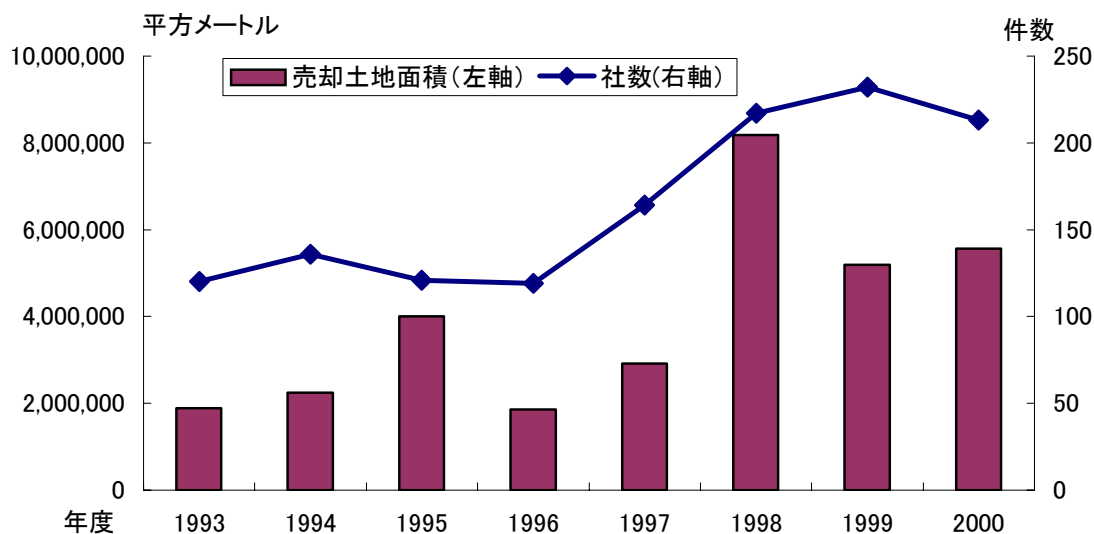
今後の見通しについては、適用時期未定ながら、投資不動産の時価評価、固定資産の減損会計導入が、企業バランスシートのリストラクチャリングをさらに押し進めるであろうとも指摘されている。したがって、CMBS 担保の裏付けとなる不動産は、企業セクターから大量に放出される可能性があるが、誰が買い手となるか、こうした取引にどのような金融がつけられるかが問題となる。

図5 制度部門別土地投資規模の推移



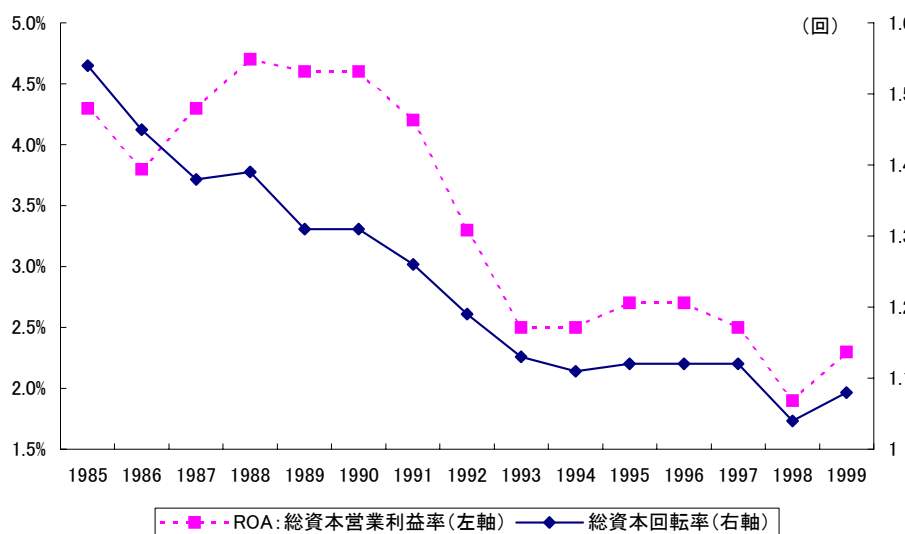
(出所) 土地白書より野村総合研究所作成

図6 東証上場企業の不動産売却の動向



(出所) 東京商工リサーチ

図7 企業の資産効率の低下



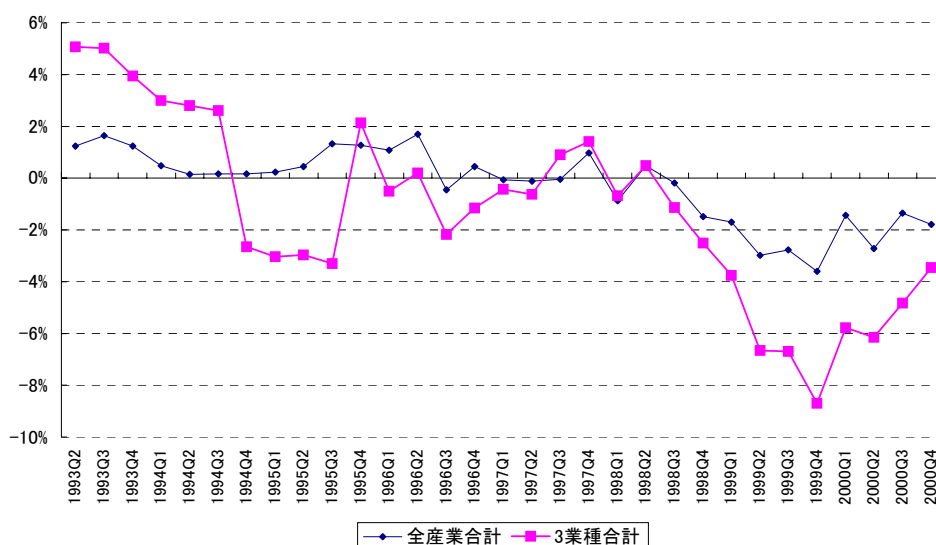
(出所) 法人企業統計より野村総合研究所作成

2) 銀行融資の状況

(1) 相対的に高水準な不動産業への銀行融資

いわゆる不動産関連3業種(建設、不動産、貸金業・ノンバンク)向けの貸出は、1998年第2四半期以降、減少しつづけている。ただし、1999年第4四半期以降は、減少幅が小さくなっている(図8)。

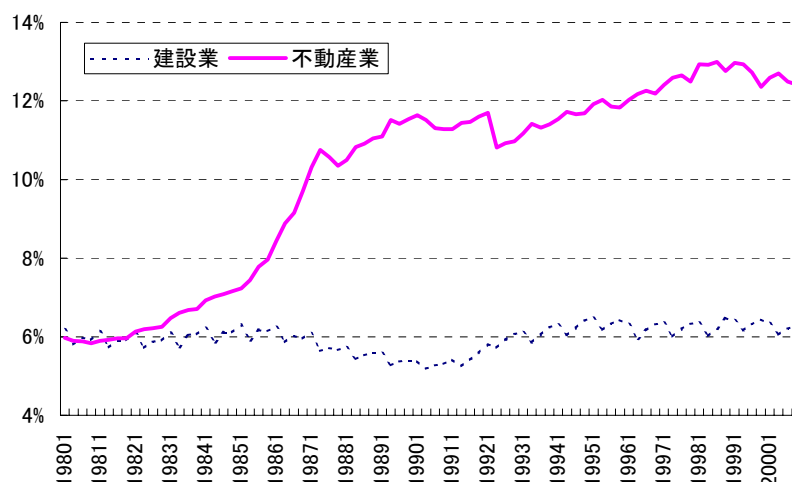
図8 業種別貸出伸び率(国内銀行銀行勘定、対前年比、四半期ベース)



(出所) 野村総合研究所

一方、総貸出残高に占める不動産業向けのシェアは、80年代に6%前後から10-12%へ急上昇した後、ほとんど変化せず、高止まり傾向にある（図9）。

図9 建設業・不動産業向け貸出の全貸出に占めるシェア
（国内銀行銀行勘定、四半期ベース）



（出所）野村総合研究所

（2）減少する不動産担保融資とその他形態の融資の状況

日銀の統計により、国内銀行銀行勘定の貸出を担保別にみると、不動産・財団担保融資については、80年代後半の不動産ブームを背景に急激に残高を伸ばしたが、1993年度以降は減少しつづけている。具体的には、東京で商業地価の高騰がはじまった1986年度から地価上昇が終わった1991年度までに、不動産・財団担保貸付の残高は累計で約97兆円増加しており、1993年度以降は一転して約43兆円減少している（99年度までの累計）。

ここで、①80年代終盤の不動産ブーム中でも、特定の年度をとれば、保証貸付・信用貸付も不動産担保と同水準もしくはそれを上回る急激な伸びを示し、不動産担保融資のみが増加したというのは実態ではないこと、②保証貸付・信用貸付は、90年代に入ってから年度によっては急増しており、明確に残高減少を示したのはごく最近の97年度以降であること、には留意する必要がある。

不動産担保融資の貸付残高が1993～99年度累計で43兆円も減少した一方で、不動産業への貸出量は同じ期間に5.9兆円増加しており、最も不動産担保融資を活用しやすいはずの不動産業で、貸付は信用貸付・保証貸付によって支えられている可能性が高いと考えられるのである。

表5 国内銀行担保別貸付残高

(単位:億円)

年度末	不動産・財 団抵当貸付	有価証券担 保貸付	その他担保 貸付	保証貸付	信用貸付	合計
1984	470,190	39,292	179,928	574,211	894,088	2,157,714
1985	521,404	47,163	229,765	631,746	970,846	2,400,930
1986	618,621	60,849	276,391	727,585	1,118,236	2,801,687
1987	743,164	75,448	302,226	820,659	1,262,633	3,204,136
1988	870,392	95,557	334,905	976,095	1,371,260	3,648,215
1989	1,258,480	128,895	406,872	1,435,470	1,668,517	4,898,241
1990	1,400,378	118,620	442,395	1,539,866	1,643,150	5,144,418
1991	1,487,595	101,004	438,894	1,606,119	1,663,706	5,297,325
1992	1,541,195	89,717	440,152	1,610,719	1,742,475	5,424,265
1993	1,505,848	89,540	440,001	1,613,529	1,742,569	5,391,495
1994	1,450,423	81,970	431,237	1,641,268	1,781,773	5,386,679
1995	1,411,295	85,316	439,335	1,771,224	1,857,019	5,564,195
1996	1,359,455	73,329	433,708	1,855,388	1,924,150	5,646,028
1997	1,279,526	75,387	406,769	1,858,400	1,834,712	5,454,801
1998	1,182,112	63,499	376,610	1,812,350	1,727,130	5,161,708
1999	1,108,534	57,510	324,832	1,805,769	1,640,372	4,937,024

<担保別貸付残高増減>

(単位:億円)

年度	不動産・財 団抵当貸付	有価証券担 保貸付	その他担保 貸付	保証貸付	信用貸付	合計
1985	51,214	7,871	49,837	57,535	76,758	243,216
1986	97,217	13,686	46,626	95,839	147,390	400,757
1987	124,543	14,599	25,835	93,074	144,397	402,449
1988	127,228	20,109	32,679	155,436	108,627	444,079
1989	388,088	33,338	71,967	459,375	297,257	1,250,026
1990	141,898	-10,275	35,523	104,396	-25,367	246,177
1991	87,217	-17,616	-3,501	66,253	20,556	152,907
1992	53,600	-11,287	1,258	4,600	78,769	126,940
1993	-35,347	-177	-151	2,810	94	-32,770
1994	-55,425	-7,570	-8,764	27,739	39,204	-4,816
1995	-39,128	3,346	8,098	129,956	75,246	177,516
1996	-51,840	-11,987	-5,627	84,164	67,131	81,833
1997	-79,929	2,058	-26,939	3,012	-89,438	-191,227
1998	-97,414	-11,888	-30,159	-46,050	-107,582	-293,093
1999	-73,578	-5,989	-51,778	-6,581	-86,758	-224,684

注1: 「その他担保貸付」には預金担保などを含む。

注2: 1989年度までは第二地方銀行含む。1992年度までは全銀協加盟銀行の計数。1993年度以降国内銀行ベース。

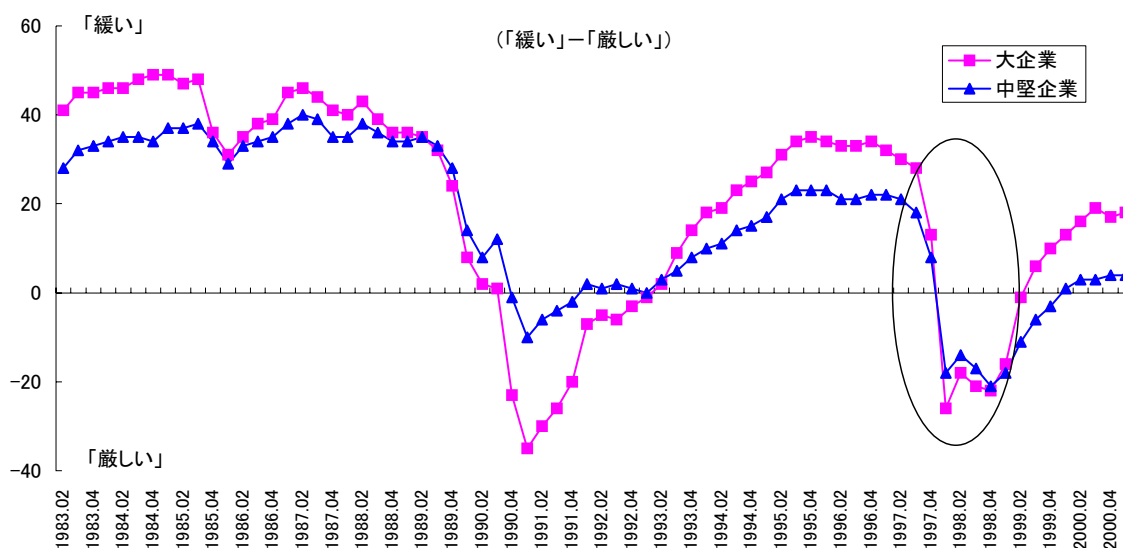
(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」より野村総合研究所作成

(3) 最近の貸出態度の状況

借り手から見た金融機関の貸出態度は、97年末から98年にかけて急激に厳しくなっており、貸し渋りが発生していることが指摘されたが、99年第2四半期からは回復へ向かい、2000年末時点ではわずかながら「緩い」とする借り手が多くなっている状況である(図10)。実際の貸出残高は、全産業ベースで減少しつつあり、銀行における融資先・融資案件の整理が進められていることがわかる(図11)。(中小企業向け貸出残高は、2000年4月から定義が変更になったため、継続的な分析ができなくなっているが、1999年度末までは貸出減少が深刻化していた。)

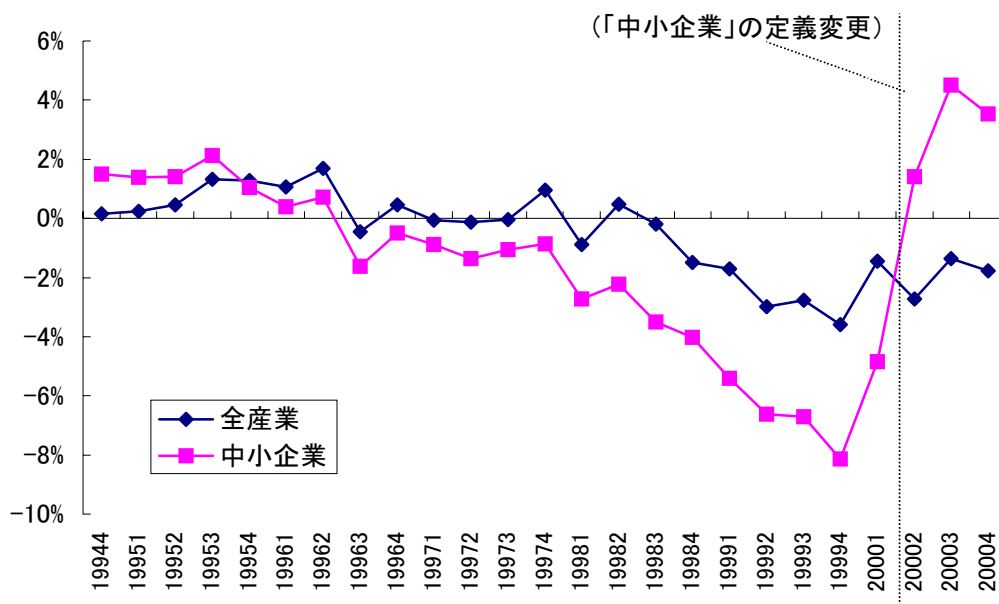
米国で90年代初頭の貸し渋りが、REIT市場のIPO(株式公開)ブーム、RTC等によるCMBS発行の契機となったことを考慮すると、銀行融資の新規貸出の厳格化は、証券化の進展にはむしろ追い風となる場合がある。わが国においては、97年終わり頃から98年にかけてのような厳しい貸し渋り状態は脱しており、伝統的なデットファイナンスの供給が縮小することによるCMBSの急成長は想定しがたい状況であろう。ただし、今後については、予断を許さない状況である。前述のように、不動産業への貸付は相対的にみても高止まりしており、不動産賃貸事業に対して、代替的な資金供給策が今後求められる可能性はあろう。

図10 日銀短観調査：金融機関の貸出態度（全産業、四半期ベース）



注：全国短観調査における「大企業」は常用雇用者数1000人以上、「中堅企業」は300-999人（卸売業では100-999人、小売・サービス業では50-999人）
 (出所) 日銀データベースより野村総合研究所作成

図 11 国内銀行銀行勘定：貸出残高伸び率の推移（四半期、対前年同期比）



注：「中小企業」は資本金 3 億円以下または常用従業員 300 人以下の法人（含む金融）および個人企業の計。2000 年 3 月までは、資本金 1 億円以下または常用従業員 300 人以下の法人（含む金融）および個人企業の計。

（出所）野村総合研究所

5. 日米の相違と日本における CMBS 成長への課題

わが国の資本市場においても、CMBS 市場の成長により、企業への資本供給が多様化する、金融機関のバランスシート再編が進展する、直接金融を取り扱う証券業・投資銀行業の活躍の舞台が広がるといった効果が期待されるが、現状では、そうした広範な影響が顕在化しているとはいえない。日米の金融・資本市場における銀行融資の実態や位置づけの相違をふまえたうえで、わが国における CMBS の成長への課題をまとめておきたい。

1) 新たな不動産担保融資プールの組成

CMBS の発行に必要な、新規かつ良質な不動産担保融資のプールは、①伝統的な銀行融資では限界がある分野に融資を行うか、②既存の不動産担保融資をプールへ譲渡するか、の 2 つの方法によって組成せざるを得ない。

まず①の可能性について、わが国には、破綻した住専を除いては不動産担保ローン専門の金融機関がもともとなく、証券化に適したノンリコースローンも、最近いくつかの金融機関が提供しているものの、マイナーな存在である。

一方で、多くの金融機関が、不動産担保貸付と信用貸付・保証貸付とをセットにして「フルリコース」ローンを展開している。不動産（土地）の担保価値が最近 10 年間にピークから平均で約 70% 強下落（東京圏商業地の平均公示地価は 1991 年 1 月から 2001 年 1 月までに 74% 下落）する中、信用・保証貸付の比重は増しており、現在資産を所有している企業が、新たに不動産担保を提供してノンリコースローンを調達する余地が、どの程度残っているのかが問題である。

企業への融資を担ってきた伝統的な銀行業のすき間に、CMBS 発行体となる「不動産担保ローン専業」の非銀行金融機関が一定の位置を占めるのは、一朝一夕には難しいと考えられる。

2) 既存融資の流動化

次に②の可能性については、既存の融資に対する銀行の考え方が問題となる。米国の金融機関の場合、不動産に対してはノンリコースローンを行い、不動産価格が下落した場合に抵当権を行使して不動産を取得・処分したり、ローン自体を売却したりして、自らの貸借対照表上の債権を切り離すことはいとわない傾向がある。一方、わが国の銀行には、規模を迫る体質、損失の表面化を先送る体質があり、貸出債権を減らすインセンティブ、不良債権をディスカウントして売却・処理しようというインセンティブが弱いといわれてきた。

ただし、最近になって、破綻した企業や破綻懸念のある企業に対する債権のバルクセール（一括売却）などが実施されるようになってきた。大手銀行によるバルクセールは、98 年度がピークとみられていた⁵が、2001 年に入って、銀行の不良債権処理が進んでいないことが改めて注目を集めており、不良債権を裏付けとする証券化が、何らかの形で再び検討される可能性がある。

また、整理回収機構（RCC）など保有債権を早期に処分するインセンティブを持ち得る公的な主体が、まだ証券化を実施していないことは、米国で RTC の果たした先導的な役割を考えると、不良債権を裏付けとした CMBS 組成がわが国で活発化していない背景といえるかもしれない。この点で、整理回収機構が、旧長期信用銀行の本社が置かれていた大手町ランディックビルの証券化を検討するなど、すでに流動化された不良債権の担保不動産を証券化する動きも注目される。

3) 投資家の視点

わが国でよく指摘されるのは、米国で証券化市場の先導役となった MBS（RMBS）市場

⁵ 2001 年 6 月 4 日日経公社債情報は「1998 年度の都銀 9 行によるバルクセールは 2.46 兆円（簿価ベース）に達した」と推計している。同記事によれば 2000 年度のバルクセールは 1.23 兆円程度とされている。

が育っていないため、流通市場で売買される証券化商品の量が少なく、投資分析や売買価格決定における標準的な考え方が形成されていない、ということである。投資家層も米国に比べると「薄い」段階であるといわれ、特に、CMBS でリスク評価が難しいといわれるメザニン（劣後社債）・エクイティ部分（優先出資）への投資家がまだ少数であると考えられる。しかし、最近の低金利を反映して、少しでも高いスプレッドを狙う中で、少ないながらも既存の実績を基礎にメザニン・エクイティ部分への投資を志向する投資家も増えている、といわれている。今後の関係者の努力と投資家サイドでの研究の進展が期待されよう。

4) 今後の展望

わが国における CMBS 市場の発展可能性を展望するとき、正常債権を裏付けとする CMBS については、企業が自用の不動産をセール・アンド・リースバックするという、これまでの発行例でよくみられたタイプであり、ある程度増加することが見込まれる。このシナリオでの CMBS 組成が加速するには、企業におけるオフバランスのニーズがより強くなること、調達手段としてノンリコースローンが相対的に有利になること（例えば、[社債発行利回りもしくは借入金利回り] > [ノンリコースローン利回り] となる、など）、メザニン・エクイティ部分に投資する投資家層が増えること、などの条件が必要である。ただし、このシナリオでは、証券会社主導のコンデュイットビジネスの萌芽は期待されず、CMBS 発行の爆発的な増大は見込めないと思われる。

一方で、現状の不動産担保融資の流動化・証券化による CMBS 市場の拡大というシナリオは、不良債権の処分がさらに進展するという想定の下で、現実性のあるシナリオといえる。しかも、証券会社やノンバンクにとっては、米国流のコンデュイットビジネスを展開できる可能性のある市場ともいえる。ただし、アレンジャーには、十分に説得力のある手法で担保不動産の価値を評価すること、担保資産からのキャッシュフローを管理・向上するためにサービシングをはじめとした能力とコミットメントが求められることには留意すべきであろう。

(関 雄太)