

論 説

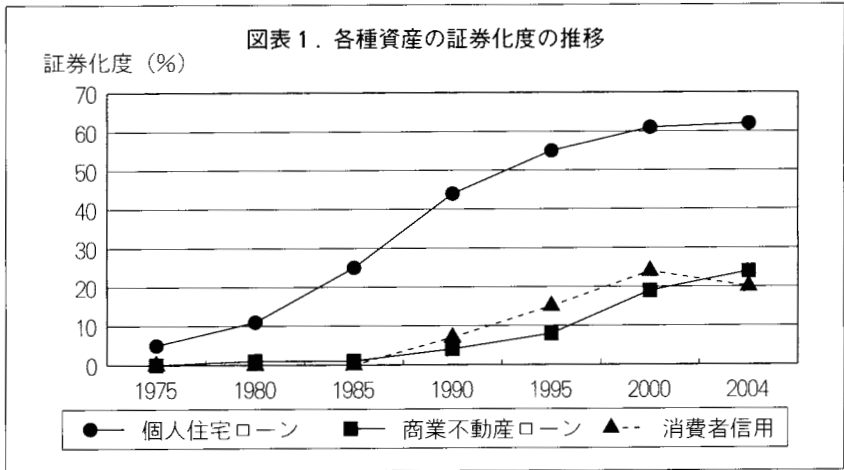
アメリカの不動産証券化と生命保険会社

北 原 徹

1. はじめに

証券化（セキュリティゼーション）という言葉は、通常2つの意味で使われる。1つは、資金の調達・運用において従来、預金や銀行貸出のように取引主体が1対1で行なう相対での取引であったものが、市場で取引される証券（債券、CPなど）という形に置き換わるといふ金融の動きのことである。これは広義の証券化である。もう1つは、金融機関などが保有する貸出債権などの資産を元に、それを投資家向けの証券という形態に組み替えることであり、資産の証券化と呼ばれる。これは狭義の証券化である。原資産である貸出債権などを証券を発行するための器・ビークルであるSPV（Special Purpose Vehicle）に移し、その資産を裏付けにした証券がSPVによって発行されるという形をとる。本稿では、証券化という用語は基本的に狭義の証券化の意味で使用する。

資産の証券化の本格的展開は、住宅ローンを裏付けとするMBS（Mortgage Backed Security 住宅ローン担保証券）という形で1970年代のアメリカで始まった。S&L（貯蓄貸付組合）やモーゲージ・バンク（住宅金融専門の金融会社）が貸し出した住宅ローンを買集めて、その資産プールから生じるキャッシュ・フローを裏付けとする証券MBSが政府系金融機関を通じて発行された。こうして証券化は当初は公的保証を伴う形で行われていたが、その後、民間部門において公的保証なしの証券化がSPVや信用補完措置の工夫を通じて考案され、1980年代半ばから実施されるようになった。その中で自動車ローン、クレジット



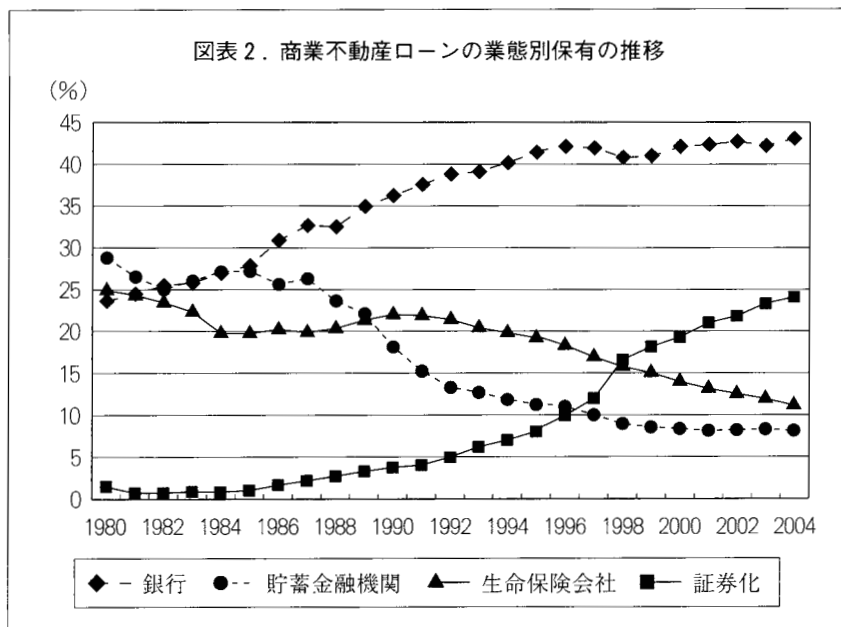
(注) 証券化度=当該債権の中で証券化されている債権の割合

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

ト・カード債権、売掛金、リース債権さらには商業不動産ローンなどの資産が証券化されるようになってきた。こうした証券化の動きは、現在では世界各国に広がり、日本でも近年証券化が急速に進展しつつある。

証券化が最も発達しているアメリカの状況を見ると、証券化商品の発行残高は急拡大を続けており、2004年末現在で5兆9400億ドル(1ドル=110円で換算して約650兆円)と巨額なものになっている¹⁾。アメリカにおける証券化の進展状況を債権の種類ごとに見ると、図表1に示されているように、個人住宅ローンの62%、消費者信用の20%、商業不動産ローンの24%が証券化されている。基本的には、住宅ローンや消費者向け信用のように、小口均質で大量に集めてプールできる債権が証券化されている。

本稿では、アメリカにおける不動産証券化(商業不動産ローンの証券化)の発展の状況について、生命保険会社の資産運用変化の問題と関連付けて分析を行う。商業不動産ローンには、銀行や生保といった金融機関によって供与・保有されている部分もあるし、ローンの供与は証券化を前提に金融会社(後述する Conduit等)によって行われ、証券化され、証券化のためのSPV²⁾によつ



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

て保有されている部分も存在する。図表 2 は、どのような業態によって商業不動産ローン（集合住宅向けローンも含む）が保有されているのか、保有シェアはどう推移しているのかを示している。図表 2 から読み取れる長期的傾向として、保有シェアが拡大しているのは証券化と銀行³⁾であり、シェアが縮小しているのは生保と貯蓄金融機関⁴⁾である。

さらに、商業不動産ローンの証券化が本格化する1992年以降のシェア変化を見たのが、図表 3 であるが、証券化が爆発的にシェアを拡大しているのに対して、これと対照的にシェアを大きく低下させているのは生命保険会社である。また、商業不動産ローン Commercial Mortgage は、内容的に建設ローン Construction Loan とパーマネント・ローン Permanent Loan（収益不動産所有者向けの長期ローン）とに大別できる。その中で証券化されているのは後者のパーマネント・ローンであり、生保が提供しているのも同じくパーマネント・ロー

図表3. 商業不動産ローンの業態別保有比率変化

	1992 年末	2004 年末	変 化
証 券 化	5%	23.9	+18.9%
生 命 保 険 会 社	21.4	10.9	-10.5
銀 行	38.8	42.8	+4.0
貯 蓄 金 融 機 関	13.3	7.9	-5.4

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

ンである。同じパーマナント・ローンの供給者として、証券化と生保とは強い競合関係にある。建設ローンに関しては、主として銀行によって提供されており、証券化を前提にこの種のローンが供与されることはなく、証券化との競合関係は存在しない。パーマナント・ローンの提供者として証券化と競合関係にある生保の動向が、1990年代の商業不動産ローン証券化の発展に大きく関係していた。

以下第2節では、90年代の初頭から前半にかけて生命保険会社が直面していた状況を分析し、第3節では、より長期的観点から生命保険会社の資産構成変化の動向について論じる。第4節では、90年代における商業不動産ローン市場における証券化と生保との競合・競争関係の内容について分析する。最後に第5節で、商業不動産ローン市場における証券化のシェア増大、生保のシェア縮小という事態を、アメリカの金融システムの構造変化という大きな潮流の中に位置づけて整理を行い、まとめとする。

2. 90年代初頭の生保の経営危機と商業不動産ローン

本節では、商業不動産ローンの供与・保有をめぐる、1980年代後半から90年代前半にかけて生命保険会社が直面していた状況について議論する。80年代後半のアメリカの不動産ブームの中で積極的に供与された商業不動産ローンは、80年代末から90年代初めにかけてのブームの終焉、経済不況の深刻化の中で不良債権化するものが急速に増えてきた。商業不動産ローンの延滞率は、89年に

は2.68%、92年のピークでは6.99%という水準にまで達した⁵⁾。こうした延滞率の急速な高まりという状況の下で、金融機関による商業不動産ローン供与に急ブレーキが掛かり、ローン残高は90年がピークでその後4年間にわたり減少を続け、94年までに1000億ドル、率にして9.2%も減少した。生保による商業不動産担保ローンの延滞率も同様の動きを示し、89年の2.42%からピークの92年には6.62%という水準にまで達した⁶⁾。

また、規制緩和の中で80年代に商業不動産ローン分野に積極的に進出したS&L(貯蓄貸付組合)は、80年代末になると大量の不良債権を抱えこむこととなった。破綻する機関が続出し、S&Lの業態が崩壊するという事態に陥り、大きな社会問題となった。夥しい数の破綻したS&Lを整理するために、1989年に急遽作られた公的機関がRTC(Resolution Trust Corporation 整理信託公社)である。RTCは、750以上の破綻したS&Lから簿価で4600億ドルの資産を受け継いだ⁷⁾。RTCは、受け継いだ資産の処分方法の1つとして、1991年から証券化も利用することになった。個人住宅ローンに関しては、受け継いだ簿価1060億ドルのローンの内RTCによって1000億ドルが回収され、その中で266億ドルが証券化を通じて回収された。集合住宅ローン・非住宅ローンに関しては、受け継いだ簿価920億ドルのローンの内780億ドルが回収され、その中で167億ドルが証券化を通じて回収された⁸⁾。こうしたRTCによる商業不動産ローンの証券化の試みが、第4節で述べるような民間での商業不動産ローン証券化につながるようになった。

生保業界の中でも、深刻な経済不況・不動産不況という状況の下で、破綻する生保も現れてきた。91年には、準大手の生命保険会社であったエグゼクティブ・ライフとミューチュアル・ベネフィットの2社が、資産内容の悪化から経営破綻した。エグゼクティブ・ライフは総資産の6割がジャンク・ボンドであり、ミューチュアル・ベネフィットは総資産の37%が不動産関連投資という状態であった。生命保険会社の経営破綻という予想外の事態に直面し、保険加入者の生保の財務内容・資産内容に対する目が厳しくなり、生保選別のムードが強まってきた。特にジャンク・ボンドや商業不動産ローンを大量に保有している生保に対する警戒が強くなってきた。こうした状況の下、生保各社は一斉

に資産の健全化に走ることになり、リスク資産の圧縮、安全な資産への「質への逃避」が生じた。その中で、リスク資産である商業不動産ローンの供与・保有も大幅に抑制されることになった。生命保険会社の商業不動産ローン保有残高は、90年から94年にかけて市場の縮小を大きく上回って減少し、約20%も減少した。また生命保険会社は、バランスシート上の商業不動産ローンを削減するために、証券化の手法も活用した。93年から97年にかけて、120億ドル程度の手持ちのローンが証券化されてバランスシートから切り離されたが、それは、その間の生保の商業不動産ローン削減額の40%弱に相当する大きさであった⁹⁾。

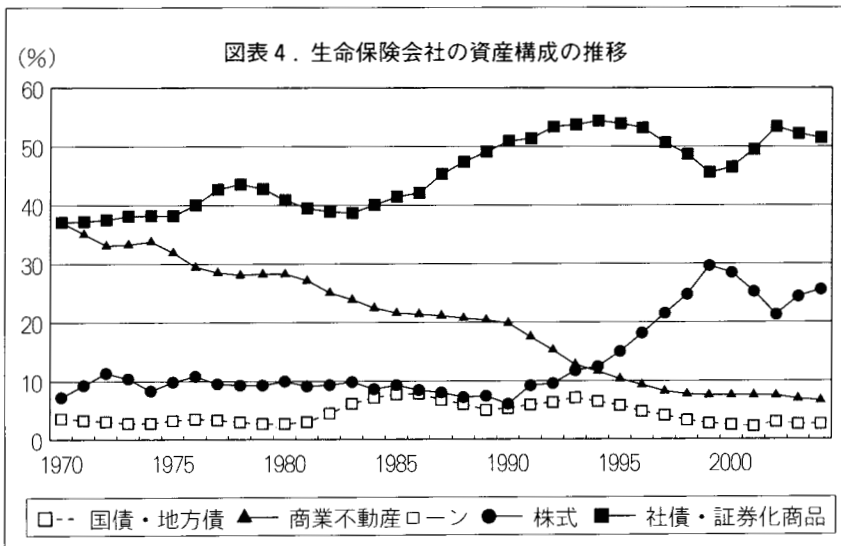
また、生保が提供する保険商品の面、つまり負債構造の面にも、生保の80年代における商業不動産ローンの拡大と90年代の縮小を引き起こすような要因が存在していた。80年代において生保は、確定拠出型年金向けの商品としてGIC (Guaranteed Investment Contracts 保証投資契約) を積極的に売り出した。他の金融機関が提供する商品との競合上かなり高利回りの金融商品として売り出し、そこで受け入れた資金のかかなりの部分を、高利回りの実現及び資産・負債の満期マッチングのため、やや無理をして商業不動産ローンに振り向けた。しかし、GICの商品性の無理に、80年代末から90年代初めにかけての不動産不況が追い討ちをかけて、生保に大きな損失をもたらすことになった¹⁰⁾。そこで、90年代に入ると、生保はGICの販売を大きく縮小し、それに伴い商業不動産ローンの供与も控えるようになった。

90年代初頭の生保財務内容健全性に対する社会的懸念の高まりの中で、アメリカの生保監督機関であるNAIC (National Association of Insurance Commissioners 全米保険監督官協会) は、生命保険会社に対するリスクベースの自己資本比率規制を92年12月に公布し、94年1月から施行することにした。自己資本比率規制の内容は、商業不動産ローンに対しては個々の生保の歴史的延滞率水準に応じて1.5%から9%の自己資本が要求されるのに対して、格付けされた債券であれば、A格以上なら0.3%、BBBなら1%、BBで4%の自己資本が必要とされるというものである¹¹⁾。生命保険会社が商業不動産ローンを自らのバランスシートに保有することを難しくするものであった。こうした資本規制も、生命保険会社による商業不動産ローンの保有を減少させた要因であった。

3. 生保資産構成の長期的変化と商業不動産ローン

前節では、90年代初頭の生保の商業不動産ローン保有削減の動きとその要因について述べてきたが、本節では、もっと長期的な観点から生保の資産構成の変化とその中の商業不動産ローンの動向を見よう。

図表4は、長期的に見た生保の資産構成の動きを示している。長期的傾向として商業不動産ローンの割合が減少し、社債・証券化商品¹²⁾への投資の割合が増加していることが鮮明に示されている。こうした傾向は、90年代に入って始まったものではなく、70年代から一貫して続いているトレンドである。こうしたトレンドを前提に考えると、前節で述べた80年代後半の不動産ブームの中の生保による商業不動産ローン供与の活発化は、こうした長期的傾向からの一時的逸脱にしかすぎず、90年代の生保による商業不動産ローン縮小の動きは、一時的な緊急避難というより、本来のトレンドへの回帰現象だと解釈することができる。第1節図表2に示されている90年代における商業不動産ローン保有



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

に占める生保のシェア低下も、こうした背景の下で生じている現象だと理解しておく必要がある。

ところで図表4に鮮明に示されているように、90年代において生保資産に占める株式の割合が激増している。これは90年代アメリカの株式ブームの影響であるが、このことの影響の仕方をより正確に見極めるには、生保資産を一般勘定 **General Account** と分離勘定 **Separate Account** とに分けて見ていく必要がある。図表4は、一般勘定と分離勘定を総合した全体である統合勘定を表現したものである。

生保の資産運用は一般勘定と複数の分離勘定で行われている。分離勘定は、1959年に団体年金を対象として発足したが、その後各種の商品で設定されるようになってきた。90年代に入ると、生保の提供する商品の中で、変額保険や変額年金の割合が急速に拡大してきた。変額保険や変額年金は、従来生保が提供してきた商品とは異なり、保険加入者に運用対象の選択を許すものであり、生保の勘定上も一般勘定から切り離して、分離勘定で管理される。分離勘定での運用は、図表5に示されているように、株式、債券が中心である。特に90年代の株式ブームの下で株式での運用が圧倒的な割合を占めている。90年代の株価高騰が、図表4に示されている生保資産中の株式の割合の急上昇を引き起こした。それに対して、商業不動産ローンは一般勘定では後述のようにかなりの割合を占めているが、分離勘定では運用選択の対象に入っていないが、図表5で示されているように、ほとんど保有されていない状況である。その理由としては、商業不動産ローンは、保険加入者の立場から見ると投資対象として馴染みがないし、標準的投資商品ではなく、不透明で分かりにくいという事情があると考えられる。

こうした分離勘定の資産構成状況のもとで、生保資産の中での分離勘定の割合が図表6に見られるように、長期的に上昇してきており、特に90年代に入り急上昇し、結果的に統合勘定における株式保有比率の急上昇と不動産抵当融資の比率低下を生じさせている。

図表6に示されているような生保資産中の分離勘定増大という動きの背後に存在するのは、金融機関に運用・リスク負担を任せるのではなく、個々の保険

図表 5. 生保分離勘定の資産構成の推移 (%)

	1980年	1985	1990	1993	1997	2000	2002
債 券	34.7	38.8	32.3	29.7	24.4	13.6	19.8
株 式	49.5	38.8	43.5	55.7	70.6	79.1	73.7
モーゲージ	1.9	5.0	2.3	1.2	0.7	0.5	0.7
不 動 産	9.3	9.7	7.2	3.5	1.8	1.1	1.2

(資料) American Council of Life Insurance *Fact Book*

図表 6. 生保分離勘定比率の推移 (%)

	1970年	1980	1990	1993	1997	2000	2004
分離勘定比率	2.5%	7.5	11.3	17	28.5	35.4	31.8

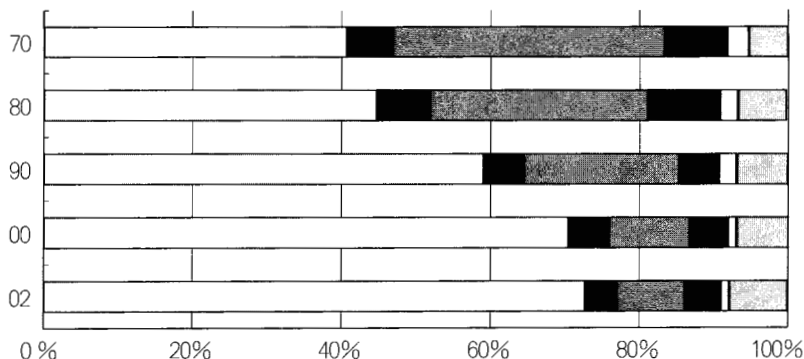
(資料) American Council of Life Insurance *Fact Book*

加入者・投資家が自らリスクを取って運用するという傾向の強まりである。1978年に導入された確定拠出型年金401kプランや個人退職勘定IRAは、拠出金の運用を制度の管理者が行うのではなく、拠出金の運用先を個々の加入者がメニューの中から自ら選択するという制度である。401kプランやIRAは、80年代になると税制優遇措置の拡大もあり、急速に普及し、多くの個人が退職に備えた資金を自ら運用するという経験を積むことになった。こうした流れの中で、保険の分野においても、個々の保険加入者が自ら運用対象を選び、リスクもリターンも引き受けるという変額保険・変額年金が増大し、分離勘定の割合が高まってきた。それが結果として、生保資産に占める商業不動産ローン比率の長期的低下をもたらしてきたのである。

もう一方の一般勘定とは、生保の伝統的勘定であり、分離勘定を除いたすべての勘定のことである。この勘定で受け入れた保険料は、そのすべてが一体として運用され、全体としてのその成果が様々な保険の加入者に還元される。一般勘定での資産運用状況の推移は、次の図表7に示されている。

図表7に示されているように、一般勘定においては分離勘定の状況とは異なり、モーゲージ(不動産抵当融資)もかなり保有されている。しかし統合勘定での傾向と同じく、総資産に占めるモーゲージの割合の長期的低下傾向は顕著である¹³⁾。

図表7. 生保一般勘定の資産構成比



□ 内外公社債 ■ 株式 ■ モーゲージ ■ 契約者貸付 □ 不動産 □ その他

(出所) 松岡博司 [2004] p. 2

(原資料) American Council of Life Insurance *Fact Book*

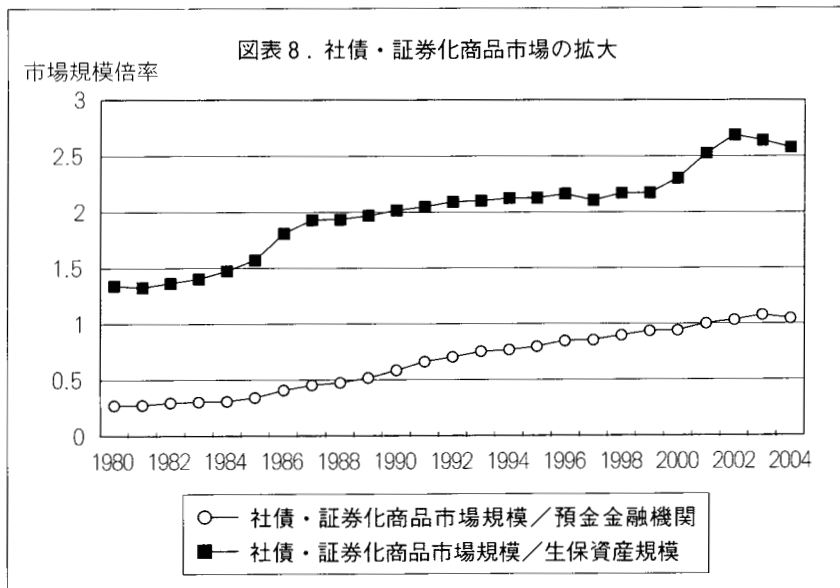
このように見てくると、全体としての生保資産(統合勘定)に占める商業不動産ローンの割合の長期的低下傾向は、生保の勘定区分に則して整理すると、商業不動産ローンがほとんど運用対象とならない分離勘定が増大傾向にあること、及び元々商業不動産ローンがかなりの割合を占めていた一般勘定においてその割合が低下傾向にあること、という2つの面から生じたことが分かる。

生保の一般勘定において、図表7に見られるように、商業不動産ローンの割合が長期的に低下している一方で、それと対照的にシェアが上昇しているのは債券である。こうした長期的資産構成変化をもたらしているのは、自らのポートフォリオの柔軟性を確保するために、商業不動産ローンのような固定的資産から債券のような市場流動性の高い資産へシフトさせる、という生保側の動きである。保険料という形で集めた資金を将来の保険金支払いに備えて運用する機関としての生命保険会社にとって、1973年の変動相場制移行後の金利の変動性の高まりという運用環境変化の中で、自らのポートフォリオに対する管理能力を高めることが切迫した課題であった。こうした課題に応えるための、ポートフォリオの柔軟性の確保、市場流動性の高い資産へのシフトという長期的動

きは、前節で述べた80年代末から90年代初頭にかけての不動産不況とその中で商業不動産ローンのデフォルト急増という状況の下で、一段と加速することになった。

市場流動性のある債券の中でも、生保の運用対象として増大しているのは、図表4に見られるように社債・証券化商品である。同じ債券でも、国債・地方債といった公共債は利回りが低く、債券投資の専門機関としての生保にとって魅力がない。それに比べて、社債・証券化商品といった類の債券は利回り面で魅力が大きく、伝統的に生保は社債市場における最大の投資家である。ところで、アメリカの金融システム全体の中で、社債・証券化商品の市場の比重が、長期的に見て大きく増大しているという傾向が存在する。生保の資産構成に占める社債・証券化商品の割合の増大は、こうした金融システムの長期的変化を背景としていと考えられる。社債・証券化商品市場の規模を、預金金融機関（銀行と貯蓄金融機関）の資産規模と比べてみると、図表8に見られるように、1980年代初頭の27%から2000年代初頭には100%を超える水準にまで大きく拡大している。伝統的な相対型金融取引を行う預金金融機関の規模が縮小し、多くの投資家が参加する社債・証券化商品市場が拡大していることは、金融システム全体が市場化している、市場化が進展していることを示している。また社債・証券化商品市場の規模を、生命保険会社の資産規模と比べてみると、同じ図表8に見られるように、80年代初頭の1.3倍から2000年代初頭には2.6倍にまで拡大している。

こうした金融システムの構造変化は、生保の側から見ると、市場化の進展の中で運用市場としての社債・証券化商品市場が拡大しているということであり、自らの資産の主要な運用対象である社債や証券化商品が市場に大量かつ多様に存在しているということである。生保は社債市場における最大の投資家であり、1970年代には社債の約35%が生保によって保有されているという状態であった。もし市場の拡大がない状況で、生保が社債保有を大きく拡大することになれば、生保は社債市場で身動きの取れない「池の中の鯨」になりかねなかった。しかし、上記のように80年代以降、社債・証券化商品市場の拡大スピードは生保資産の拡大スピードを大きく上回っており、生保は余裕を持って社債・証券化商



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

品への投資を拡大することができた。このような意味でアメリカの金融システムの構造変化が、生保資産に占める社債・証券化商品の割合の長期的増大傾向の背後に存在すると考えられる。

4. 生保と Conduit との商業不動産ローン供与をめぐる競争

これまで商業不動産ローン市場の状況を生命保険会社の立場から見てきたが、本節では、90年代に商業不動産ローンの証券化がどのように進展していったのかという問題を、商業不動産ローンのオリジネーションという側面から、オリジネーションをめぐる生保と Conduit (という証券化のための組織) との競争関係に焦点を当てて分析する。

第2節で説明したように1980年代末から90年代初頭にかけての商業不動産ローンの不良化、延滞率急上昇という状況の下で、90年代に入ると生保はリスクを

恐れ、リスクのある商業不動産ローンを嫌い、商業不動産ローンの中でも極めて安全性の高いローンしか供与しなくなってきた。こうした状況の下で1990年から93年にかけて、ややリスクのある不動産を保有するオーナーにとって資金の調達が非常に難しくなり、一種のクレジット・クラッチが発生した。92～93年の商業不動産ローンの10年物国債に対するスプレッドは、87～90年に比べて、DCR (Debt Coverage Ratio)¹⁶⁾が高くなっているにもかかわらず、優に100ベース・ポイントも高いという状況であった¹⁵⁾。

こうしたややリスクのある商業不動産ローン市場における一種の空白状態に新規参入してきたのが、インベストメント・バンクによって設立された Conduit であった¹⁶⁾。Conduit とは、証券化を前提にして自ら商業不動産ローンを供与し、また提携関係にあるモーゲージ・バンカーから商業不動産ローンを買集めて、それらをプールにして、証券化する専門の組織である。Conduit は組織としては、その設立母体である金融機関の子会社という場合もあれば、設立母体の一部門ということもある。第2節において、90年代初頭に RTC (整理信託公社) や生保によって商業不動産ローンの証券化が行われたと述べたが、それらとここで説明している Conduit による証券化との間には、内容的に大きな違いが存在する。RTC や生保による証券化は、証券化を考えていなかった既存のローンを流動化するためのものである。それに対して Conduit による証券化は、新規の資金需要に対して証券化することを前提にローンを供与し、それを証券化するというものであり、よりシステムティックな取り組みである。当時、Conduit による証券化を、商業不動産ローン市場におけるクレジット・クラッチから生じた一時的現象だと捉え、恒常的なビジネスとしては成り立たないのではないかという考え方も強く¹⁷⁾、Conduit によるこうした新しいタイプの証券化はビジネス上の1つの挑戦であった。

Conduit はインベストメント・バンクによって設立されたと上で述べたが、そのインベストメント・バンクには、ハイリスクでもリスクに応じた金利設定によりビジネス化できるという組織風土がある。ジャンク・ボンド市場の創出という形で、その有効性が実証された手法である。生保は本来的には、安定志向の強い組織であり、商業不動産ローンは安全ではあるが低利回りの投資対象

だと伝統的に考えられていた。80年代後半には折からの不動産ブームの中で行き過ぎた商業不動産貸出を行ったという反省から、生保は、高品質の不動産・借手に貸出を限定するという伝統的な路線に回帰することになった。高品質の不動産・借手に対するローンの金利に関しては、生保は Conduit に比べて安い金利を提供することができ、この種の借手に関しては生保の方が競争力があつた。担保不動産価値に対する貸出金額の割合を示す LTV (Loan to Value Ratio) を見ると、生保は低く抑えるが、それに比べて Conduit は高い割合まで貸出を行った。当然、生保ローンがリスクが小さく、Conduit ローンがリスクが大きい。自己資金を豊富に持つ借手は生保から借りるが、自己資金が不足気味の借手は Conduit からしか借り入れることができない。また貸出の対象分野も、生保は伝統的な貸出対象であるオフィスや産業用施設（倉庫、R&D オフィス等）が中心であったが、Conduit はショッピング・センター、ホテル、老人ホーム等の新規の分野でややリスクのある分野にも積極的に商業不動産ローンの貸出を行った。

こうした形で90年代半ばまでは棲み分け的な状況が生じたが¹⁸⁾、その後の展開はConduitによる貸出が商業不動産ローン市場の中で急速にシェアを拡大していくことになった¹⁹⁾。

最初の Conduit は93年にインベストメント・バンクによって設立された。当初は業務展開は順調ではなかったが、95年辺りから商業不動産ローン市場でのシェアは急拡大し始めた。ところで、Conduit が設立される以前から、商業不動産ローンのオリジネーションに専念するモーゲージ・バンカーという金融会社が全米各地に存在していた。当時モーゲージ・バンカーは、オリジネートしたローンを生保や銀行に売却していた。こうしたモーゲージ・バンカーと提携してオリジネーション・ネットワークを形成することで、Conduit は数多くの商業不動産ローンを集め、それらを証券化するようになった²⁰⁾。インベストメント・バンクにとっては、証券の引受・販売は本来の業務であり、また RTC の証券化への参加を通じて、商業不動産ローンのプールから CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities 商業不動産ローン担保証券) を作り上げるストラクチャリングの技術も身につけていたが、ローンのオリジネー

ションの面では強みがあった訳ではない。インベストメント・バンク主導での不動産証券化の進展を可能にした1つの条件は、上で述べた商業不動産ローンのオリジネーションに専念するモーゲージ・バンカーの存在であったと考えられる。1995年には21の Conduit が存在し、75のモーゲージ・バンカー等と提携していた²¹⁾。

ローンのオリジネーションの面では、生命保険会社は上記のように伝統的に安全性の高いローンを提供しようという志向が強く、じっくり時間をかけて丁寧にローンの審査を行った上で融資の可否を決定するというスタイルである。それに対して、Conduit はかなりアグレッシブにローンを借り手に売り込んでいくといったスタイルであり、ローン審査プロセスも細かくマニュアル化されており、迅速に融資を決定していった。生保では、融資は営業ではないし、融資プロセスのポイントは投資案件を慎重に吟味することであった。生保が数週間かけて審査するのに対して、Conduit は数日で融資を決定し、意思決定の迅速性の面で大きな強みがあるという状況であった²²⁾。速やかに資金を調達したとか、ビジネス上の意思決定を迅速に行う必要のある借手にとっては、Conduit からの商業不動産ローンの借入は非常に便利で、都合のよいものであり、こうした融資決定の迅速さも Conduit のシェア拡大を促進する1つの要因であった。

リコース性という面でも、生保の提供するローンと Conduit のローンとは違いがあった。商業不動産ローンがノンリコースとは、ローンの元利返済財源が対象不動産とそこからキャッシュ・フローに限定されており、債務不履行が発生しても借手の個人・企業にまで元利返済の請求権が及ばない契約のものである。それに対してリコースとは、対象不動産からのキャッシュ・フローが不足した場合には、ローンの元利返済請求権が借手の個人・企業にまで及ぶ契約のものである。ノンリコース・ローンが Transaction 中心の取引であるのに対して、リコース・ローンは Relationship 取引的性格が強い。Conduit が供与するローンはノンリコースであるが、銀行が供与するのは通常リコースの形のローンであり、生保はその中間であり、状況によってはノンリコースのローンも提供する。借手から見ると、金利の面ではノンリコース・ローンが割高と

なるが、リスク分担の面からはノンリコース・ローンの方が望ましい。ややリスクのある借手にとっては、特にリスク分担の面でのメリットが大きい。またアメリカでは1980年代以降、不動産物件が、企業の自社ビルといったプライベートな保有形態から、収益物件・投資物件として様々な投資家によって保有されるという形に大きく変化してきた。こうした動きは、不動産投資市場とでも呼ぶべき新しい市場が生成していること、不動産の保有・取引の部面で市場化が進展してきていることを示している。その中で、年金・生保といった伝統的な機関投資家とは別に、不動産投資を活発に行う組織として、私募不動産ファンドやパートナーシップやLLC (Limited Liability Company) という組織形態のファンドが登場し、増大してきた。こうしたファンドは、不動産投資にレバレッジを効かせるためにかなりの借入を行うが、その際ノンリコース・ローンを好む。こうした状況の下で、ノンリコース・ローンに対する需要が伸び、ノンリコース・ローンの供与に特化した Conduit がシェアを高めることになった。

生保に比べて Conduit はよりリスクのあるローンを供与し、商業不動産ローン市場でのシェアを拡大したことを説明してきたが、どうしてリスクのあるローンの供与が可能であったのであろうか。その問題を、ここでは証券化によるリスク分担という面から考えてみよう。

第1に、証券化においては多くのローンがプールされて、借手・地域・物件タイプに関して分散効果が働くため、個々のローンにいくらかのリスクがあっても、それを吸収することができるという強みがある²⁹⁾。

第2に、CMBS では多段階の優先劣後構造が採られており、1つのローンプールを裏付けに格付けが AAA という極めて安全性の高い証券から無格付けというリスクの高い証券まで様々な証券が発行されている。投資家は自らのリスクテイク能力・意欲に応じて、それに相応しい証券に投資できるようになっている。こうした投資家間でのリスク分担の仕組みが、全体としてのリスク負担能力を高め、リスクのある商業不動産ローンの供与を可能にしている。

第3に、通常の証券化では証券化の劣後部分はオリジネーターが保有することが多いが、商業不動産ローンの証券化においては、劣後部分に投資する投資家が存在し、証券化のために商業不動産ローンをオリジネートしたり、買い集

めたりする Conduit が自ら劣後部分を保有することはほとんどない²⁴⁾。通常の証券化とは異なり、劣後部分も外部の投資家に売却され、投資家の投資対象となっている。こうした形で商業不動産ローンプールリスクがより幅広く、深く分担されており、そうした受け皿の存在を前提に、リスクのある商業不動産ローンの供与が可能になっている。そうした劣後部分への投資家としては、90年代初頭のRTCの証券化で投資経験を積み、利益を上げてきた投資ファンドと、それと連携した以下で述べるスペシャル・サービサーが存在する。こうしたリスクを引き受ける投資家層は、前述したアメリカにおける不動産投資市場の生成・拡大という流れの中で、RTCの証券化を大きな契機として、社会的に形成されてきた。

また、業務のアンバンドリングという面から生保と証券化を比べてみると、生保によって一体的に担われている商業不動産ローンのオリジネーション業務、サービシング業務、資金提供・リスク負担が、証券化においては、それぞれ Conduit、サービサー、投資家という別々の主体によって分担されているという違いが存在する。リスク負担面での証券化の強みについては上で見てきたが、サービシング業務の一部を担当する主体としてスペシャル・サービサーという特別の専門家が存在することが、通常の証券化と異なる商業不動産ローン証券化の特徴である。商業不動産ローン証券化においては、裏付けとなっている1件当たりのローンの規模は住宅ローン等の他の証券化の場合と比べて極めて大きく、かつ担保資産中のローンの件数が限られている。従って、個別ローンのデフォルトが担保資産全体からのキャッシュ・フローに及ぼす影響は非常に大きく、個々のローンの不良化・デフォルトにどう対応していくかは、商業不動産ローン証券化スキーム全体の収益を大きく左右する極めて重要な問題である。

ローンの不良化・デフォルトといった事態に対応する専門家が、スペシャル・サービサーである。スペシャル・サービサーの役割は、ローンの不良化・デフォルトという状況で、事態の分析や借手との交渉を通じて、証券化スキームにとって最適な解決法を見出し、それを実行することである。そうした状況での対応手段としては、元本の一括返済期限の延長・分割返済スケジュールの変更、一括返済ローンの分割返済ローンへの変更、利払いの繰り延べ、担保の追加、金

利減免、債権放棄、借手の私的・法的整理、抵当権行使による不動産物件の取得とその処分等、様々なものがある²⁵⁾。対象物件の今後のパフォーマンス向上の可能性を見極め、その中でどれが最適な手段かを判断し、適切なタイミングで効率よく実行しなければならない。それには、非常に高度で専門的な業務展開能力が要求される。業務展開の巧拙は、CMBSの投資家、特に劣後部分・エクイティ部分の投資家にとってのリターン水準を大きく左右する²⁶⁾。代表的なスペシャル・サービサーは、Lennar Partners, GMAC Commercial Holding, Midland Loan Services, ARCap Servicingといった主として独立系の専門の会社で、第2節で述べた90年代初頭のRTCの証券化の中で経験を積んだ会社が多い。こうしたスペシャル・サービサーの延滞・デフォルト債権処理の高い能力に支えられていることを背景に、オリジネーション面でリスクのある商業不動産ローンの供与が可能になっている。

スペシャル・サービサーの業務展開の如何が、担保資産からのキャッシュ・フローを大きく左右し、CMBS投資、特に劣後部分・エクイティ部分のリターン水準に大きな影響を及ぼすことから、自らの業務展開によってもたらされる利益を幅広く取り込もうとして、スペシャル・サービサー自らがかなりのCMBSのエクイティを保有するのが普通である²⁷⁾。スペシャル・サービサーによるエクイティ保有は、債権のデフォルト損失の大きさが劣後部分の収益に直接に大きく影響することから、デフォルト損失を抑制する強いインセンティブをスペシャル・サービサーに与える。このようにスペシャル・サービシングという特殊で専門的な業務を専門家に委ねるという形で、業務のアンバンドリングが行われており、それを通じて業務遂行の効率性が高められていることも、生保に比べた証券化の強みである²⁸⁾。

但し、商業不動産ローンの証券化が大幅に進展した90年代半ば以降、アメリカは深刻な不動産不況を経験していない訳だから、上で述べてきたConduitによる証券化の強みが、80年代末から90年代初頭にかけてのような本格的な不動産不況にどこまで耐えられるのかについては、十分に検証されてはいないと考えるべきであろう。

生保と比べた証券化の別の面での強みは、Conduitによる商業不動産ローン

の供与は、資金的には結局は資本市場から供給される訳だから、いつでも大量の資金を動員できるという点にもある。個々の生保には自社で商業不動産ローンに使える資金総額に制限があり、借手から見ると必要な時に資金調達ができない事態も生じる。これに対して、証券化ではその時の市場の条件で言えば無制限の借入が可能であり、第3節で述べたような金融システムの中での資本市場の拡大傾向は、こうした利点を強化する。このような資金のアベイラビリティ面での優位性を背景に、Conduitによる商業不動産ローン供与が伸びたという面もある。

商業不動産ローンの借手から見た資金調達コストの面では、Conduitによる証券化が本格化した1995年の段階では、生保は良質の不動産・借手にしかローンを供与しないということもあり、Conduitローンに比べて、生保ローンのコストが安かった。また生保によるローン供与・保有に比べて、証券化では様々な付加的なコストがかかり、その分だけ割高になるという事情もある。証券化のためには、証券化スキームのアレンジメント・コスト、SPVの設立コスト、ローンのデューデリジェンス・コスト（オリジネーター、Conduit、格付会社、投資家と重複して行われる）、キャッシュフロー管理システムの構築・運営コスト、格付取得コスト、証券のアンダーライティング・コスト、投資家への情報提供コスト等のコストがかかる。しかしながら、傾向として見ると、Conduitは金利面でも競争力を強化してきているという状況である。商業不動産ローンの証券化の経験が積み重ねられ、証券化の様々なインフラが整備される中で、こうしたコストは削減され、Conduitによるローン供与の価格競争力は強められてきた。証券化プロセス上の各種の手続き（オリジネーション、ローンのデューデリジェンス、各種契約等）が標準化され、市場への情報提供システム（借手、サービス、格付機関から投資家への情報）がインターネットを利用しつつ整備されて、証券化プロセスにおけるコストが削減されてきた。また商業不動産ローンの証券化が始まった当初は、投資家層を開拓するためのマーケティング・コストがかなりかかったが、市場の拡大に伴いそのコストは低減してきた。

CMBSに対する投資家の認知度の高まりに伴って、従来より低い金利でも

CMBS 債券の発行が可能になり、その分だけより低い金利でも商業不動産ローンの供与が可能になってきた。1994年から97年にかけて CMBS の国債に対するスプレッドは継続的に縮小してきた²⁹⁾。また発行された CMBS 中の AAA 格債の割合は96年の52.6%から2000年の66.8%まで拡大し³⁰⁾、低コストでの商業不動産ローン供与を可能にした³¹⁾。

ところで、第3節で見たような生保の資産構成の変化、その中でも特に分離勘定資産の増大傾向は、ポートフォリオ面とは別に、ローンのオリジネーション面で生保の商業不動産ローン業務を縮小させる働きをしたと考えられる。分離勘定の増大傾向は、個々の生保に対して、自社内の商業不動産ローン・オリジネーション部門の組織としての縮小を迫ることになる。商業不動産ローンのオリジネーション部門が、本来の機能を果たすには一定の規模が必要であり、その規模を下回るようになると、単位当たりのコストが非常に高くなり、極めてコスト・パフォーマンスの悪い組織となる。こうしたことから、規模が相対的に小さい生保の中には、自ら商業不動産ローンのオリジネーション部門を抱えておくことを止める生保も現れた。その結果、こうした側面からも、商業不動産ローン市場における生保シェアの低下が生じた。

本節では90年代の商業不動産ローン市場において、Conduit のシェア拡大、生保のシェア縮小をもたらした諸要因について考察してきたが、こうした状況の下で、生保の中で元々商業不動産ローンのオリジネーションで強みがある会社の中には、自ら Conduit を設立し、商業不動産ローンの証券化業務に本格的に進出する会社も現れてきた。例えば、Prudential 保険は、保険、投資運用、不動産を中核とする金融コングロマリットを形成しているが、元来不動産金融にも強みを持っており、97年には生保業界で初めて自らの Conduit を設立した³²⁾。Prudential 保険の子会社である Prudential Mortgage Capital は、自ら商業不動産ローンをオリジネートすると共に、Pru Express と名づけられたモーゲージバンクの全国的ネットワークを通じてオリジネートされたローンを集めて、証券化を行っている。なお Prudential Mortgage Capital は、証券化のためのローンだけでなく、Prudential 保険がポートフォリオとして保有する商業不動産ローンもオリジネートしている。こうして Prudential の不動産金融部

門全体として、提供可能な商業不動産ローン商品の幅を広げ、様々な不動産関連顧客の資金調達ニーズに応えることのできるような体制を作っている。これまで培ってきた商業不動産ローンのオリジネーション能力を、自らのポートフォリオで保有するローンに関してだけでなく、証券化されて広く投資家に販売されるローンという近年拡大しつつある分野に対しても活用していくという動きである。自ら Conduit を設立し、商業不動産ローンのオリジネートと証券化を大規模に行っている生保としては、Prudential 保険以外に、Principal 保険、John Hancock 保険、Nationwide 保険等が存在する。こうした生保の動きは、前節で述べたような証券化商品市場の拡大、市場化の進展という金融システムの構造変化の潮流の中で、元々商業不動産ローンのオリジネーションに強かった生保は、市場化の進展という流れに合わせる形で、その強みを伸ばす業務の展開を図っている、ことを示している。

5. 市場化の進展と証券化

これまで、商業不動産ローン市場における生保シェア低下の問題について、生保の資産内容変化の観点、及び商業不動産ローンのオリジネーション面での Conduit との競争という観点から、考察してきた。生保は Conduit との競争の中で、自らのポートフォリオの中で商業不動産ローン保有の割合を低下させ、市場性の高い債券の割合を高めてきた。従来は投資機関であると共にローンのオリジネーションも行っていた生保が、業界全体として見ると、ローンのオリジネーションのウェイトを低下させ、投資に専念する機関に純化してきている。生保の投資機関への純化が生じているということである。こうした事態を、金融業務のアンバンドリングという観点から見ると、従来、生保が自らの中で一体として行っていた商業不動産ローンのオリジネーション、サービシング及びローンへの資金提供・リスク負担という3つの業務が、アンバンドルされて、ローンのオリジネーション業務は Conduit が、サービシング業務は専門のサービサーが担い、資金提供・リスク負担は生保を含めた資本市場の投資家が担うという形に変貌してきたということである。第3節において、生保が社債・証

券化商品への投資を拡大していること、社債市場での最大の投資家であることを述べたが、生保はCMBS市場においても最大の投資家である。1997年には、CMBS新規発行額の3分の1は生保によって購入されており³³⁾、2000年末時点ではCMBS発行残高の24%が生保によって保有されているという状況である³⁴⁾。

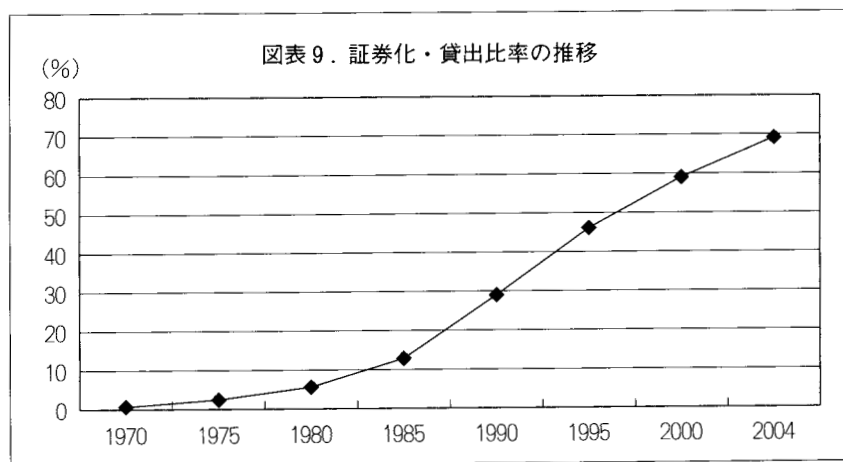
証券化を銀行業務のアンバンドリングとして捉えることがしばしば行われるが³⁵⁾、そこでは、アンバンドリングの結果として銀行が担うことになる業務は、オリジネーション及びサービシング業務である。これに対して、ここで論じている生保業務のアンバンドリングにおいては、アンバンドリングの結果として生保が担うことになる業務は、オリジネーションやサービシング業務ではなく、資金提供・リスク負担であり、この点が銀行のアンバンドリングの場合と全く対照的で興味深い。金融システムの市場化という大きな流れの中で、全体として見ると、生保が本来的に強みを持つわけではないローンのオリジネーション業務を縮小し、資金提供・リスク負担機能へ特化し、投資機関に純化するという動きが生じているのである。但し、全体としての生保業界の動きとは別に、前節の最後で見たように、商業不動産ローンのオリジネーション業務に元々強みを持っていた生保は、金融の市場化の進展、証券化市場の拡大という潮流の中で、その強みを活かし、発展させるべく自らConduitを設立し、証券化業務に本格的に取り組むようになっていく、という状況も他方では存在する。

これまで述べてきたように、生保の資産の中で社債・証券化商品といった市場性商品の割合が増大しており、その背後には、市場化の動き、つまり金融システムの中での市場を利用した取引の拡大という動きが存在する。本論文の第1節において、広義の証券化と狭義の証券化について説明したが、ここで議論している市場化とは広義の証券化とはほぼ同義である。

こうした市場化の動きを推進している主要な要因の1つが、狭義の証券化そのものである。証券化とはそもそも、非市場的な資産を組み替えて、市場性のある証券に変換し、それを証券市場の投資家に提供する、新しい社会的・金融的技術である。証券化は、従来、相対的・非市場的にオリジネートされ、市場性のない資産として金融機関のバランスシートに保有されていた資産を、証券市場に繋いでいく、市場に連結するという役割を果たしている。比喩的に言え

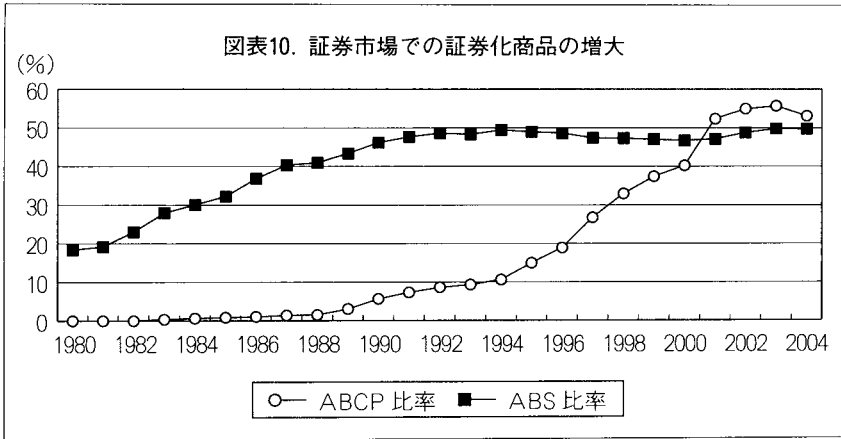
ば、証券化は、これまでとは違った原料を使って新しい製法で市場向けの金融商品を製造している。従って証券化は、市場取引の増大、証券市場の拡大を推進する重要な要因である。証券化の普及を通じて、金融システムの市場化の動きは、質的により高い段階にまで達したと考えることができる。証券化されて市場型の債券に変換されているローンは、金融機関のバランスシートで相対型資産として保有されているローンと比べて、その規模を急速に拡大している。図表9に示されているように、証券化ローンの規模は、近年ではオンバランスの全金融機関（銀行・貯蓄金融機関・生保・政府系金融機関・ファイナンスカンパニー）貸出残高の約70%にも達している³⁰⁾。

また、アメリカの証券市場（社債市場やCP市場）の中での証券化商品（ABSやABCP）の占める割合の動き（図表10）を見ると、1980年以降急拡大してきていることが分かる。現在では、社債・証券化市場にしろ、CP市場にしろ、証券化商品の割合が市場全体の50%にまで達している。社債・証券化市場やCP市場で取引される商品の中で、約半分が証券化によって市場向けに作り出された商品である。こうした証券化による市場向け商品製造の拡大によって、



(注) 金融機関貸出は、銀行、貯蓄金融機関、生命保険会社、政府系金融機関、ファイナンス・カンパニーのオンバランスの貸出を総計したもの。

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

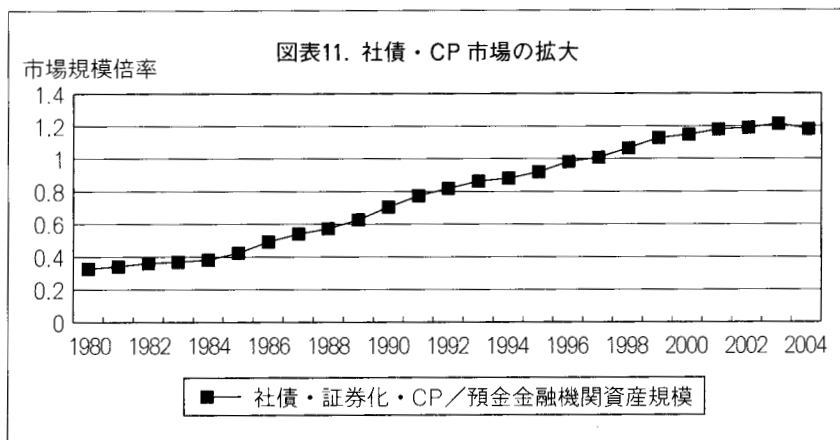


(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

またそれと歩調を合わせて、証券市場が拡大してきたのである。

このような市場化の動き、証券市場の拡大の動きを推進してきたものとしては、証券化の他には、例えばジャンク・ボンドの登場・発行増大がある。ジャンク・ボンド市場は、80年代半ばから急拡大し、90年代初頭に一旦頓挫するが、その後すぐに回復し、大きく拡大してきている。従来、資本市場からの資金調達ができなかったややリスクのある借手は、ジャンク・ボンド市場を通じて資本市場からの資金調達ができるようになった。こうしてジャンク・ボンド市場は、現在では、社債市場の重要な一角を占め、アメリカの金融システムにとって欠かせない存在になってきている。ジャンク・ボンド市場の創出にしろ、商業不動産ローンの証券化にしろ、それらを推し進めてきたのは、アメリカのインベストメント・バンクである。1980年代以降の世界的な金融の規制緩和や金融面での市場化の動きの、現実の金融取引・金融業務展開面での最大の推進者は、アメリカのインベストメント・バンクである。インベストメント・バンクは、金融の部面での滔々たる市場化の潮流の「台風の眼」といった存在であった。

こうした証券市場の拡大は、金融システムの中での市場取引の割合を高め、金融システムの市場化を促進している。伝統的に相対型金融取引を行う預金金



(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

融機関と比した証券市場(社債市場とCP市場の合計)の規模の動きを見ると、図表11に示されているように、1980年代初頭の30%程度から近年では120%程度まで市場規模が拡大してきている。

生命保険会社の商業不動産ローン供与業務の縮小、債券投資の増大、投資機関への純化の動きは、こうしたアメリカにおける金融システムの構造変化の下で生じているのである。

(注)

- 1) Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States* より。因みに、日本の証券化商品の発行残高は、2004年末現在で28兆円程度である(日本銀行資金循環統計)。
- 2) FRBのFlow of Funds統計上は、Issuers of Asset-Backed Securitiesと呼ばれている。
- 3) 銀行が供与・保有している統計上の商業不動産ローンには、不動産を担保としてはいるが内容的には商工業ローンであるものも含まれている。従って、収益不動産を対象とする生保や証券化組織の保有する商業不動産ローンのシェアと銀行のシェアとを正確に比較することはできない。Commercial Real Estate/Multifamily Finance: Quarterly Data Book, Mortgage Bankers Association, First

- Quarter 2005 p.31を参照。
- 4) 貯蓄金融機関のシェア縮小に関しては、本稿第2節のS&L危機による業態の崩壊とRTCによる破綻処理を参照。
 - 5) Bhattacharya and Fabozzi [1998] p.209を参照。
 - 6) American Council of Life Insurance *Fact Book* 1997 p.102を参照。
 - 7) ケンドール/フィッシュマン [2002] p.81を参照。
 - 8) ケンドール/フィッシュマン [2002] p.82, 85を参照。
 - 9) 証券化に関しては、実は生命保険会社は、1980年代前半という早い時期にもバランスシート上の既存ローンの流動化対策として、証券化を行ったことがある。Wratten [1996] p.2, 3, 10を参照。
 - 10) この点は、バブル期の日本の生保の積極的な高利回り商品販売と90年代の逆鞘問題の発生、という日本の状況と類似していて興味深い。
 - 11) Board of Governors of the Federal Reserve System [1998] p.24及びFabozzi [1998] p.122を参照。
 - 12) 投資家側から見ると、証券化商品は金利・満期の確定した債券の一種である。ここでの社債・証券化商品とは、国債・地方債以外の債券のことである。但し、同じ債券であっても、事業体である企業が発行する社債と特定の資産を裏付けとする証券化商品との間には、商品内在的に考えると、裏付けとなる信用力の内容に質的な違いがあるが、その点については、北原 [2002a] を参照。
 - 13) 生保資産のモーゲージの中には、商業不動産ローンだけでなく、個人住宅ローンも一部含まれている。しかし、その割合はかなり小さいため、図表7のモーゲージの動きが、商業不動産ローンの動きを示していると考えてよい。
 - 14) ローンの年間元利払いに対して、不動産物件からの年間純営業収益が何倍あるかを示す倍率のこと。
 - 15) Donohue and Hendershott [2004] p.435を参照。
 - 16) Wratten [1996] p.10, Riddiough [2000] p.3を参照。
 - 17) Demand for Commercial Mortgage-Backed Securities, *Mondaq Business Briefing*, 27 March 1997を参照。
 - 18) Wratten [1996] p.9を参照。
 - 19) Vogel [2003] は、Conduitによるローンが当初、商品性の面で借手から見て、生保や銀行が提供するローンに比べて劣っていた(手続きの煩雑さ・契約方式の硬直性・金利の高さ等)が、その後のオリジネーションや証券化のプロセス改善により、より広範な市場に浸透していった状況を、C.M.ChristensenのDisruptive Technologiesの概念をベースに分析している。
 - 20) Fabozzi [1998] Chapter 2を参照。最近のデータであるが、2002-04年における証券化ローンの50%程度は、Mortgage Banking Firmsによってオリジネートされたものである。Mortgage Bankers Association *MBA Commercial*

Mortgage Origination Survey, Commercial Mortgage Alert Top Loan Contributors to CMBS Deals より。

- 21) Conduits Sets Ambitious Goals for 1995, *Commercial Mortgage Alert*, 6 February 1995 を参照。
- 22) Fabozzi [1998] p.145, Riddough [2000] p.3 を参照。
- 23) 近年の例であるが、2003年の Conduit による証券化ディールの平均規模は11億7500万ドルであり、個別ローンの平均規模は1400万ドルであるから、証券化ディールは平均84本のローンから成り立っていることになる。Commercial Mortgage Alert *Global CMBS Issuance*, Mortgage Bankers Association *MBA Commercial Mortgage Origination Survey* より。
- 24) Real Estate Roundtable and Commercial Mortgage Securities Association [2003] p.13 を参照。
- 25) Bhattacharya and Fabozzi [1998] p.231, ファボッツィ/ジェイコブ [2000] p.264 を参照。
- 26) Fabozzi [2001] p.157 を参照。
- 27) Fabozzi [1998] p.32, 42, 114, 179 を参照。
- 28) Riddiough [2000] p.4 を参照。
- 29) Board of Governors of the Federal Reserve System [1998] p.36, [2000] p.21 を参照。
- 30) Board of Governors of the Federal Reserve System [2000] p.24 を参照。
その後も AAA 格債の割合は拡大し続けていることに関しては、Nomura Securities International [2004] p.63 を参照。
- 31) Conduit によって供与される商業不動産ローンの金利は、資本市場での債券のレートと結び付いており、資本市場の状況を敏感に反映するようになってきている。資本市場での動きが、商業不動産ローン市場にも影響してくるようになってきた。従来は別々の市場としてセグメント化されていた商業不動産ローン市場と資本市場が、証券化の進展を通じて、より緊密に結び付くようになってきており、金融市場の統合化・高度化が進んでいる。ロシアの通貨・金融危機を契機とする98年の世界的金融危機の際には、資本市場における極端な信用リスク回避の動きの中で CMBS 市場も機能が麻痺し、そのために商業不動産ローン市場ではデフォルト率が高くなっている訳でもないのに、証券化のためのローンのオリジネーションができないという事態に陥った。証券化の市場間連結強化機能については、北原 [2002b] p.56 を参照。
- 32) Pru Insurance Joins the Conduits Fray, *Commercial Mortgage Alert*, 28 July 1997 を参照。
- 33) Board of Governors of the Federal Reserve System [1998] p.12 を参照。
- 34) Nowakowski [2002] p.27 を参照。

- 35) 例えば、池尾和人 [1996] 第5章、岩本・斉藤・前多・渡辺 [2001] p.151を参照。
36) 因みに、金融機関貸出残高と比べた日本の証券化商品の発行残高は、2004年末現在で2.4%という水準である（日本銀行資金循環統計）。

(参考文献)

- 池尾和人 [1996] 『現代の金融入門』ちくま新書
岩本康志・斉藤誠・前多康男・渡辺勉 [2001] 『金融機能と規制の経済学』東洋経済新報社
北原徹 [2002a] 「証券化と資産変換」『証券経済学会年報』第37号
北原徹 [2002b] 「ストラクチャード・ファイナンスと証券化の展開」『立教経済学研究』第56巻1号, 6月29日
ケンドール L.T./M.J. フィッシュマン編 日本興業銀行産業調査部訳 [2002] 『証券化の基礎と応用』東洋経済新報社
ファボッツィ F.J./D.P. ジェイコブ編 酒井吉廣監訳 [2000] 『商業用モーゲージ証券 CMBS』金融財政事情研究会
松岡博司 [2004] 「米国生命保険会社の資産運用」『ニッセイ基礎研 REPORT』5月 American Council of Life Insurance *Fact Book*
Bhattacharya, A.K. and F.J. Fabozzi ed [1998] *Asset-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*
Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission [1998] Report to the Congress on Markets for Small-Business- and Commercial-Mortgage-Related Securities, September
Board of Governors of the Federal Reserve System and U.S. Securities and Exchange Commission [2000] Report to the Congress on Markets for Small-Business- and Commercial-Mortgage-Related Securities, September
Commercial Mortgage Alert, Harrison Scott Publications Inc.
Donohue, R and P.H. Hendershott [2004] Fund Flows and Commercial Real Estate Investment: Evidence from the Commercial Mortgage Market, *Journal of Real Estate Research* Vol.26, No4
Fabozzi, F.J. ed [1998] *Trends in Commercial Mortgage-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
Fabozzi, F.J. ed [2001] *Investing in Commercial Mortgage-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates
Mondaq Business Briefing, Mondaq Ltd.

- Mortgage Bankers Association [2005] *Commercial Real Estate/ Multifamily Finance: Quarterly Data Book*, First Quarter
- Nomura Securities International [2004] *Nomura Fixed Income Research*
- Nowakowski, J. [2002] Life Insurance Industry Holdings in CMBS, December 31, 2000, *CMBS World*, Winter, Commercial Mortgage Securities Association
- Real Estate Roundtable and Commercial Mortgage Securities Association [2003] Risk-Based Capital Guidelines: Implementation of New Basel Accord, November 3
- Riddiough, T.J. [2000] Forces Changing Real Estate for at Least a Little While: Market Structure and Growth Prospects of the Conduit-CMBS Market, *Journal of Real Estate Finance* Vol.17, Issue 1, Spring
- Vogel Jr., J.H. [2003] The Amazing Rise of Commercial Mortgage Backed Securities: How an Inferior Product Prevailed, *Real Estate Finance*, August
- Wratten, T.F. [1996] Introduction to Commercial Real Estate Secondary and Securitization Market, October