



2010年問題は起きるのか？

タッチストーンキャピタル証券
投資銀行本部 木下 泰



2010年問題は起きるのか？

- 下落を続ける商業不動産市況
 - 急速な商業不動産の値下がり
 - シニアローン部分での毀損の可能性
- 銀行をとりまく自己資本規制
 - 資本温存
 - 問題先送りの姿勢
- CMBSにおける信用補完
 - 原債権はデフォルト
 - マルチ資産型では証券/受益権としては利払いが当面続く
- 2010年には問題の本格化は時期尚早



オフィス物件評価/東京の賃貸市況

- 空室率上昇と大幅な賃料下落
 - － 賃料水準は既に2007年のピーク時点よりは10数%下落
 - － 引き続き賃料の下落は止まらず、今後24ヶ月以内に10～20%程度の追加下落が見込まれる
 - － 空室率は7%を超える水準で低迷見込み

東京ビジネス地区のオフィス市況予測結果

年	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
賃料指数	93	97	115	136	139	117	103	95	93	94	99	106
変動率	-2.2%	5.1%	18.1%	18.1%	2.0%	-15.6%	-11.9%	-7.3%	-3.0%	2.0%	5.1%	6.8%
空室率	6.1%	4.2%	2.9%	2.5%	4.7%	6.5%	7.4%	7.5%	7.2%	6.2%	5.1%	4.0%

(オフィス市場動向研究会:2009年「オフィス賃料予測(東京・大阪)」より)

東京ビジネス地区オフィスデータ

年	2004	2005	2006	2007	2008	Sep-09
空室率/平均(%)	6.1	4.22	2.89	2.65	4.72	7.62
空室率/新築ビル	6.03	3.36	7.72	4.08	19.69	25.57
空室率/既存ビル	6.1	4.24	2.79	2.6	4.42	7.23
平均賃料/平均(円/坪)	17,577	17,844	19,406	21,998	22,186	19,657
平均賃料/新築ビル	25,409	25,675	28,578	35,906	29,685	28,079
平均賃料/既存ビル	17,432	17,785	19,309	21,683	21,927	19,470

(三鬼商事株式会社資料より)



賃料下落/空室率上昇が与える影響

- 賃料3万円(共益費込)が25%下落、空室率5%増加し、キャップレートが1%上昇すると不動産評価にはどのような影響があるのか？

(単位:円)

	LB ショック 前	LB ショック 後	
賃貸面積(坪)	1,000	1,000	
坪賃料(共益費込)	30,000	22,500	25.00%
空室率	3%	8%	266.67%
賃料売上	349,200,000	248,400,000	71.10%
経費率	25%	25%	
Net Operating Income	261,900,000	186,300,000	71.10%
キャップレート	4.50%	5.50%	122%
評価額	5,820,000,000	3,387,272,727	58.2%

- 経費率が一定という保守的な想定(空室部分共益費のオーナー負担が増加するので、一般には空室率が増加すると経費率も増加)をしても、NOIは約3割弱減少。
- 更にキャップレートの上昇分を加味すると、評価額は4割強も下落することになる。
 - 一般的レバレッジ水準のエクイティー投資家は全損、メザニンも全損
 - シニアレンダーにも毀損が発生する水準

- 賃料15%下落、キャップレート0.5%上昇でも、不動産評価は約3割下落

(単位:円)

	LB ショック 前	LB ショック 後	
賃貸面積(坪)	1,000	1,000	
坪賃料(共益費込)	30,000	25,500	15.00%
空室率	3%	8%	266.67%
賃料売上	349,200,000	281,520,000	71.10%
経費率	25%	25%	
Net Operating Income	261,900,000	211,140,000	71.10%
キャップレート	4.50%	5.00%	111%
評価額	5,820,000,000	4,222,800,000	72.6%

- 通常レバレッジのエクイティー投資家は引き続き全損レベル
- メザニンレンダーも相当額が毀損
- 売却コストなどを勘案するとシニアレンダーの遅延利息回収も困難が生じる恐れがあるレベル



金融機関の動静

- **銀行を取り巻く厳しい状況**
 - － BISの新たなTier1 資本規制の強化
 - 追加の普通株式調達を行うか総資産の圧縮が急務
 - － 民主党連立新政権による返済猶予法案提出
 - 要注意・破綻懸念のコーポレート融資資産の圧縮が困難に
 - － IFRSの導入
 - 政策持ち合い株式の損益に与えるインパクトが増加
- **ノンリコースローンの損失発生先送りを指向**
 - － 急激な不動産価格急落に対応できておらず引き当て不足
 - 2008年3月末は証券化商品、上場株式の評価減に対応するので精一杯で不動産融資ポートフォリオまで余裕が回らず
 - － 売買事例が少ない中、継続鑑定による評価価値維持
 - 薄商いの中、急落下中で、売買比較事例を見つけることが困難
 - － 一部内入弁済あれば一定期間リファイナンスに応じる姿勢を強める
 - 現時点で強制換価しても自らも毀損発生への恐れ
 - 権利行使のメカニズムも確立していない
 - － 全損状態にあるエクイティ投資家や大幅毀損メザニンレンダーと利害一致
 - 小額の内入弁済で出資分の実現損発生を回避
 - 市況回復に一縷の望み



CMBSを巡る状況

- 原資産である個別ノンリコースローンの延滞は増加
- マルチアセット型CMBSの抱える問題点
 - 債権者の意向集約の難しさ
 - トランシェ毎の意見の相違
 - シニア保有者とメザニン保有者の経済的立場
 - 信用補完による利払いの継続
 - オリジネーター不在
 - マスターサービサーや信託会社に依存
 - 案件リストラに対するイニシアティブの不在
 - 延滞状態のまま漂流する案件の発生
 - 信用補完
 - 原資産に延滞が発生しても、社債自体の最終期限は到来せず
 - マルチアセット型CMBSの場合には、原資産ローンで一部延滞発生しても残るキャッシュフローでシニア保有者には利払い継続
 - シニア保有者はとりあえず利払いだけを収受
 - » 銀行におけるCMBS資産の自己査定資産扱い



ノンリコースローン再考

- ノンリコースローンの特徴
 - 詳細なる物件調査
 - キャッシュフローへのコントロール
 - ウォーターフォール
 - 多くのネガティブ・コベナンツ
 - DSCRテスト、LTVテスト、リーシング・ガイドライン
 - 運営状況の継続的モニタリング
 - 適正なる引当の維持 (CAPEXリザーブなど)
 - 個別ファンクションのアンバンドリング
 - 倒産隔離
 - 不動産管理処分信託
 - アセットマネジメント契約
 - 借入法人におけるEQ投資家の税務上導管性確保
 - 匿名組合/資産流動化法上のTMK
 - ダブルTKの不透明さ
- 権利行使が容易になったのか？
 - ストラクチャー上の複雑さ故の問題点が権利行使にあたって浮上



ノンリコースローン再考

- 本当に債権保全上重要だった点とは？
 - 物件周りのコントロール
 - 詳細なる物件調査
 - 運営状況の継続的モニタリング
 - 物件価値に重要な影響を与える意思決定への債権者の関与(リーシング・ガイドライン等)
 - 適正なる引当の実施
 - 債権者によるキャッシュコントロール
- 倒産隔離ストラクチャーがどれだけの意味を持ったのか？
 - あまり多くの意味を見出すことはできず、単なる複雑さを加えたのみ
 - 第三者取締役
 - GKのオーナーシップを中間法人に保有させる
 - 不動産管理処分信託設定
 - SPCのデッドヘッド化によるAM契約
- 倒産隔離を図らない単一目的法人に対する抵当権融資では駄目なのか？
 - 下記が充足されれば十分では
 - 税務上の導管性を維持し
 - 物件のコントロールを維持するネガティブ・コベナンツ
 - 運営状況およびキャッシュフローの継続的モニタリング
 - 単純なる抵当権に依拠すれば権利行使の困難も存在しない
- ダブルTKの法的な安定性が確立すれば税務上の導管性を維持しつつ単純なる抵当権を設定する不動産投資スキームが作り出せるのでは？
 - 不動産特定共同事業法施行令第一条第二号
 - 法第二条第三項第二号に掲げる契約で、出資を行う者が、当該契約の相手方となる他の法人の発行済株式の総数又は出資の総額を所有する法人その他当該契約の相手方となる他の法人を実質的に支配しているものとして主務省令で定める法人であるもの
 - 施行令第一条第二号が純粋な形式基準であることが明示されれば十分で、追加の立法措置などは不要



Disclaimer

- 本プレゼンテーションはあくまで発言者の個人的見解を述べたものであり、タッチストーン・キャピタル証券株式会社の意見・見解を表明したもので無いことを申し添えます。