

CMBSの信用分析に必要な情報項目について

山本武成
マネジング・ディレクター
ストラクチャードファイナンス部長
スタンダード・アンド・プアーズ

2008年4月23日

- 物件レベル

- 発行体からの提出資料(P.5)

- 不動産鑑定評価書
 - エンジニアリングレポート(地震リスクと環境リスクを含む)
 - レントロール
 - 過去の収支実績
 - マーケットレポート(必要な場合のみ)
 - Q&Aなどにおいてケースバイケースで提供される個別資料

- その他の資料

- 既存格付け案件での類似物件に関する資料
 - 一般に入手可能な賃料情報、サブマーケット情報
 - JREITの開示資料

(参考資料:S&P CMBS不動産評価ガイドライン)

- ローンレベル

- 発行体からの提出資料
 - ローン関連契約一式(意見書を含む)
 - ローンサマリー (P.21)
- スポンサー/アセットマネジャーとのデューディリジェンス (P.18)

(参考資料: S&P CMBSローンレベルガイドライン)

期中(格付けモニタリング時)の情報項目

- CMBSレベル

- 信託・SPCからの提出資料
 - 社債/受益権に関する情報(P.30)

- 物件レベル・ローンレベル

- サービスからの提出資料
 - ローン/特定社債に関する情報(P.30)
 - 裏付け不動産に関する情報(P.30)
 - その他、ケースバイケースでサービスに要請する資料

(参考資料1: S&P CMBS不動産評価ガイドライン P.30)

(参考資料2: S&P 「サービス評価とCMBS サーベイランス」)

The logo for Standard & Poor's, featuring the word "STANDARD" on the top line and "& POOR'S" on the bottom line. Both lines are flanked by short red horizontal bars on their left and right sides.

STANDARD & POOR'S

www.standardandpoors.com

Analytic services and products provided by Standard & Poor's are the result of separate activities designed to preserve the independence and objectivity of each analytic process. Standard & Poor's has established policies and procedures to maintain the confidentiality of non-public information received during each analytic process.



Structured Finance

CMBS 不動産評価のガイドライン

2006 年 11 月

目次

1.	CMBS の格付けの流れ.....	5
1.1.	格付け対象不動産を特徴づける定性要因の分析.....	6
1.2.	物件から生まれるネット・キャッシュフローの査定.....	6
1.3.	キャップレートの決定とそれに伴う物件評価額の査定.....	6
1.4.	各格付けレベルに合わせた発行可能金額の査定.....	6
1.5.	ストラクチャーと法務面の検討.....	7
1.6.	物件価値の変動状況の把握.....	7
2.	オフィス (OFFICE)	8
2.1.	対象とする不動産.....	8
2.2.	主要な分析ポイント.....	8
2.3.	キャッシュフローを構成する要素.....	9
2.4.	キャッシュフローの査定・調整方法.....	10
2.4.1.	ポテンシャル・グロス・インカム (PGI) の調整.....	10
2.4.2.	空室損失に対する引き当て.....	10
2.4.3.	運営費用および固定費用の調整.....	11
2.4.4.	長期修繕費用に対するリザーブ.....	11
2.4.5.	仲介手数料.....	11
2.4.6.	キャップレート.....	11
2.5.	査定価格調整について.....	11
参考)	開発法.....	12
3.	レジデンシャル (RESIDENTIAL)	13
3.1.	対象とする不動産.....	13
3.2.	主要な分析ポイント.....	13
3.3.	キャッシュフローを構成する要素.....	14
3.4.	キャッシュフローの査定・調整方法.....	15
3.4.1.	ポテンシャル・グロス・インカム (PGI) の調整.....	15
3.4.2.	空室損失に対する引き当て.....	16
3.4.3.	運営費用および固定費用の調整.....	16
3.4.4.	長期修繕費用に対するリザーブ.....	16
3.4.5.	仲介手数料・更新手数料.....	16
3.4.6.	キャップレート.....	17
3.5.	査定価格調整について.....	17
4.	リテール (RETAIL)	18
4.1.	対象とする不動産.....	18
4.2.	主要な分析ポイント.....	18
4.3.	キャッシュフローの査定・調整方法.....	20
4.3.1.	ポテンシャル・グロス・インカム (PGI) の調整.....	20
4.3.2.	空室損失に関する引き当て.....	20
4.3.3.	運営費用および固定費用の調整.....	21
4.3.4.	長期修繕費用に対するリザーブ.....	21

4.3.5.	仲介手数料.....	21
4.3.6.	キャップレート.....	21
4.4.	査定価格調整について.....	21
5.	倉庫 (WAREHOUSE)	22
5.1.	対象とする不動産.....	22
5.2.	主要な分析ポイント.....	22
5.3.	キャッシュフローの査定・調整方法.....	23
5.3.1.	ポテンシャル・グロス・インカム (PGI) の調整.....	23
5.3.2.	空室損失に対する引き当て.....	23
5.3.3.	運営費用および固定費用の調整.....	24
5.3.4.	長期修繕費用に対するリザーブ.....	24
5.3.5.	仲介手数料.....	24
5.3.6.	キャップレート.....	24
5.4.	査定価格調整について.....	24
6.	ホテル (HOTEL)	25
6.1.	対象とする不動産.....	25
6.2.	主要な分析ポイント.....	25
6.3.	キャッシュフローの査定・調整方法.....	26
6.3.1.	収入.....	26
6.3.2.	運営費用.....	27
6.3.3.	Gross Operating Profit (GOP)	27
6.3.4.	固定費用.....	27
6.3.5.	長期修繕費用・FF&E に対するリザーブ.....	27
6.3.6.	キャップレート.....	27
6.4.	査定価格調整について.....	28
7.	CMBS サーベイランス.....	29
7.1.	CMBS サーベイランスとは.....	29
7.2.	主な業務内容.....	29
7.3.	サーベイランス・プロセス.....	29
7.3.1.	サーベイランスに必要な情報.....	29
7.3.2.	サーベイランスのプロセスおよび分析.....	31
7.4.	格付け変更およびその他リリース.....	32

はじめに

1990年代のバブル崩壊で壊滅的なダメージを受けた不動産価格も順調な回復基調にある。2006年の1月の公示地価・7月の基準地価発表においても、東京都心を中心として地価が上昇しており、程度の差こそあれ地方都市においても上昇傾向が観測されている。2000年前後には外資系ファンドが唯一の活発な商業用不動産購入者であったが、2001年の投信法改正により日本版REIT（「J-REIT」）がスタートして、2006年9月末現在で39社のJ-REITが上場している。J-REITの資産総額は約5兆円に上り、その数は増え続けている。一方、私募ファンドも急速な拡大を遂げており、正確な統計はないものの、J-REITを上回る資産残高になっているとみられる。J-REITと私募ファンドの登場で不動産の流動性は大幅に向上し、また不動産の情報開示についてもその開示水準および開示方法の標準化が相乗的に向上している。

不動産を競って購入する市場参加者やその市場参加者への潤沢な資金提供が不動産価格の回復に寄与していることは疑う余地がない。ただし、価格上昇のスピードにバブル再燃を懸念する声も上がり始めている。また、耐震偽装事件、違法建築問題、アスベスト問題などが世間の注目を浴びるなど、活況を呈する不動産業界を取り巻くニュースは必ずしも明るいものばかりではない。不動産価格が今後も上昇を続けるのか、それとも一定の調整局面を迎えるのかは、時の流れが証明することを待つ以外にない。とはいえ、バブル期と異なるキャッシュフローに着目する不動産査定手法や専門エンジニアによる購入前デューデリジェンスの一般化など、市場参加者に浸透したマーケットの規律が日本の不動産市場を一步前進させたことは間違いなく、市場参加者の規律ある行動の維持は多くが期待するところである。

スタンダード&プアーズは、格付け機関として1992年にストラクチャード・ファイナンス部門を日本に立ち上げ、数多くの証券化案件に格付けしてきた実績を持つ。1999年に最初のCMBS（商業用不動産の証券化）案件に格付けを付与して以来、日本におけるCMBSの証券化市場の発展とともに歩んできた。米国や欧州でのCMBS分析の経験をベースに日本国内でも様々なCMBS案件に格付けを付与し、そのパフォーマンスをモニタリングするなかで、様々なアセット・タイプの商業用不動産の査定データが蓄積された。市場の状況が変化するにつれて、不動産査定に用いられる想定や見通しも変化する可能性があるが、査定手法に対する基本的な考えは一貫している。昨今のCMBS市場の拡大に伴う市場参加者や投資家の層の増加に鑑み、この度、日本のCMBSにおける不動産評価のガイドラインを公表することになった。これにより、スタンダード&プアーズの考えるCMBSの格付け手法を幅広い市場関係者や投資家にご理解いただき、格付け機関として市場のさらなる発展に貢献できれば幸いである。

本リポートの目的と留意点

本リポートは、スタンダード&プアーズにおけるCMBSに関する一般的な格付けの流れを解説し、CMBSにおける不動産の評価方法に焦点を当ててガイドラインを示すことを目的としている。なお、CMBSにおける不動産には様々な特徴があり、すべてを網羅することは不可能である。したがって、対象不動産の固有の事情は別途勘案されるべきである。また、今回公表するガイドラインは2006年10月時点でのものであり、記載されている内容は、市場動向に応じて適宜見直されるべきものである。

1. CMBS の格付けの流れ

はじめにスタンダード&プアーズにおける CMBS（商業用不動産の証券化）の格付け分析の流れを概説する。最も代表的なケース（1 つ、もしくは複数の商業用不動産の証券化商品に格付けするケース）は、以下の通りである。

CMBS の格付け手法

スタンダード&プアーズの格付け手順は大きく分けて、以下の 5 段階に分けられる。

1. 格付け対象不動産を特徴づける定性要因の分析
2. 物件から生まれるネット・キャッシュフローの査定
3. キャップレートの決定とそれに伴う物件評価額の査定
4. 各格付けレベルにあわせた発行可能金額の査定
5. ストラクチャーと法律面の検討

また、格付け後にもパフォーマンスのモニタリング（サーベイランス）として、以下の作業を継続的に行っている。

6. 裏付け資産の状況とその信用補完水準の継続分析

スタンダード&プアーズでは対象不動産の分析を行うにあたって、主に以下のレポートや情報を取得する。ただし、それらのレポートや情報だけに依拠するのではなく、過去に格付けした CMBS 案件から蓄積されたデータベース、アナリストによる現地実査、案件関係者へのヒアリング情報なども参考に、総合的な分析を行っている。また、案件によっては、下記以外の情報の提供を求めることもある。

不動産鑑定書

原則として、証券化対象となる個々の不動産物件について、第三者が作成した不動産鑑定書が提出される。スタンダード&プアーズは鑑定書が結論を下した鑑定価格のみならず、裏付けとなる調査情報と鑑定価格を導くに至った鑑定方針を重視している。これらの情報は、不動産を評価する上で重要なサポート資料となり得る。

エンジニアリング・レポート

第三者が作成したエンジニアリング・レポートは不動産価値を評価する上で不可欠である。主に、物件価値を維持するにあたって必要な長期修繕費用、緊急を要する修繕費用の有無、遵法性、環境リスク、地震リスクなどが格付け分析上の重要確認事項である。

レントロールおよび過去の収支実績

現状のレントロールはテナント、入居状況、賃貸契約の内容、契約賃料などを把握するのに不可欠である。対象物件の過去の収支実績も同様に重要であり、特に当該物件の費用実績は将来の費用予測をする上で最も有用な参考情報となる。

マーケット・レポート（市場調査報告書）

対象不動産を分析するにあたって、必要な情報が不足していると判断される場合には、マーケット・レポートの提出を求めることがある。典型的なものは、ショッピングモールの商圈分析レポート、ホテルにおける市場環境および競合状況に関するレポートなどである。

1.1. 格付け対象不動産を特徴づける定性要因の分析

スタンダード&プアーズでは、CMBS の最終的な裏付けとなる物件の評価が分析プロセスの最初に来るべきであると考えている。この分析は、対象不動産の基本的な情報（マーケット環境、立地条件、物件固有の特徴、テナントのプロフィール、入居状況、競合状況など）に基づいて行われる。

1.2. 物件から生まれるネット・キャッシュフローの査定

物件のタイプによって詳細は異なるが、「ネット・キャッシュフロー」は、「物件の総収入から物件運営に関する総支出および大規模修繕費等を控除した額」と定義される。原則として、証券化の期間を越えて保たれると予想される「安定的なキャッシュフロー」(Stabilized Net Cash Flow) を評価する。特に、証券化の期間だけに着目した収入・支出に基づくものではなく、また最悪のシナリオにおける物件収益に基づくものでもない。スタンダード&プアーズは過去の実績、今後の収支計画、物件の競争力、不動産物件の需給関係、経済状況と今後の見通し、不動産鑑定評価書、エンジニアリング・レポートなど様々な情報を総合的に判断して、ネット・キャッシュフロー (NCF) を決定する。

1.3. キャップレートの決定とそれに伴う物件評価額の査定

スタンダード&プアーズでは原則、査定した NCF にキャップレート (Cap Rate)、すなわち収益還元利回りを適用することにより不動産価格を決定する直接還元法を用いている。

なお、不動産市場においては総収入やネット・オペレーティング・インカム (NOI) に収益還元利回りを適用して物件評価額を判断するケースもあるが、スタンダード&プアーズでは統一的に NCF に還元利回りを適用している。大規模修繕や仲介手数料は毎年平均的に発生するものではないため、NOI の計算には含めず、年平均でかかるであろうと想定される長期修繕費用や仲介手数料を NOI から控除することで NCF を計算している。

1.4. 各格付けレベルにあわせた発行可能金額の査定

一般的な CMBS では予定償還時までにはリファイナンスすることを主な出口戦略としているため、リファイナンス・リスクに焦点を当てることになる。そこで、リファイナンス時の不動産価格下落リスクのみならず、金利上昇リスクやリファイナンス提供者による返済条件の変更リスクなどのストレスを織り込むことで、予定償還時のリファイナンス可能性の確認を行う。

スタンダード&プアーズは基本的に安定的 NCF と物件評価額の査定により導き出されるローン・トゥー・バリュー率 (LTV) とデット・サービス・カバレッジ・レシオ (DSCR)、それに案件のストラクチャーを総合的に検討することにより、格付け水準ごとに発行可能金額を決定する。

LTV (Loan-To-Value) (%)

当該物件の資産評価額に対するデット額の割合 (%表示)

$$\text{デット額} / \text{査定した資産評価額}$$

元本の約定返済付きの貸し出しであれば、当初の LTV とリファイナンス時の LTV が異なるため、区別して分析する。

DSCR (Debt Service Coverage Ratio) (倍)

デット・サービスに対する当該物件が生み出すキャッシュフローの倍率

$$\text{安定的な年間ネット・キャッシュフロー額} / \text{年間デット・サービス額} \quad (\text{倍})$$

安定的な年間ネット・キャッシュフロー額は、上記「1.2 物件から生まれるネット・キャッシュフローの査定」で定めたものを使用し、年間デット・サービス額には支払い金利分だけでなく、

元本の約定弁済分も含まれる。DSCR には下記の 2 つの区分があり、目的に応じて分析に使用される。

ADSCR (Actual DSCR) (倍)

当該デットの約定条件の支払額に基づき計算された DSCR

SDSCR (Stressed DSCR) (倍)

リファイナンス時のデット条件を想定してストレスをかけた支払額に基づき計算された DSCR (当該支払額のデット額に対する割合をストレス・コンスタント、またはリファイナンス・コンスタントという)

1.5. ストラクチャーと法務面の検討

倒産隔離性、真正売買、否認リスク、担保権の有効性など、他の一般的な証券化案件と同様に詳細な検討を加える。

このほか、CMBS 案件に特有の検討事項についても適宜分析する（詳細は「CMBS ローンレベル・ガイドライン」を参照）。

1.6. 裏付け資産の状況とその信用補完水準の継続分析

CMBS の格付けが付与された後も、サーベイランスを通じて、その時々格付けが裏付け資産の状況とその信用補完水準を正確かつ適切に反映していることを検証するため、期中の物件価値の変動状況およびローン・特定社債のパフォーマンス等を検証し、分析を行う。

2. オフィス (Office)

2.1. 対象とする不動産

オフィスビルには、都心の大規模オフィスビルから、その周辺部の小規模オフィスビルまで様々な規模のものが存在する。また、郊外にある事業会社の研究開発部門が入居しているような施設やコールセンターなどもオフィスビルの範疇に含まれる。

2.2. 主要な分析ポイント

スタンダード&プアーズでは、以下の項目に着目し、オフィスについて分析する。

マーケットの特徴と成長性

物件が所在するマーケット（およびサブ・マーケット）の環境について把握する。オフィスの需給環境は個別物件の特徴によって定まるだけでなく、所在するマーケットの特徴や成長性などに強く影響を受ける。スタンダード&プアーズでは、所在するマーケットに関して、主に以下のような要素を把握した上で個別物件の分析を行っている。

- ・ 国内および当該地域経済の景況感
- ・ 人口動向、労働力人口の推移や雇用環境
- ・ 主要産業および主要企業
- ・ オフィスビル群の集積度
- ・ 都市形成の状態および計画
- ・ 交通インフラや公共施設などの整備の状態および計画
- ・ 公法上および私法上の規制など

需給環境

需給バランスの傾向はマーケットのマクロ環境や物件の個別特性によって左右されるが、賃料、空室率、キャップレート（Cap Rate）など、マーケットで観測されるパラメーターを時系列で把握することで分析することができる。

例えば、オフィス・スペースが供給過少の場合、空室率の低下に始まり、限られたオフィス・スペースの獲得競争が賃料水準を上昇させる。その過程で、フリーレントなど借り手有利な条件の変更（緩和・削減）なども、需給環境を見る上で有力な手がかりとなる。これらの関係は特定時点では比較しにくいいため、オフィス市況レポートや提示される対象物件の過去実績などを通じて時系列をもって分析する。

このような、既存マーケットの大きなトレンドを把握すると同時に、近い将来に大規模な新規供給がある場合はそのインパクトについても考慮する。また、需給環境には業種によるエリアの嗜好性や物件規模・スペックの嗜好性も関係することから、所在するマーケットにおける主要産業とこれらの特徴との関連も同時に考慮する。

立地条件

所在するマーケットにおける立地条件については様々な側面があるが、主に以下の点について確認する。

- ・ 主要交通機関、幹線道路、近隣施設（飲食店、商業施設など）へのアクセスに関する利便性
- ・ 周辺環境
- ・ オフィスとしての立地上の知名度やブランド

外観・構造

築年数、規模、外観のグレード感、耐震性能、地形（角地、二方路、整形など）、道路への接面状況などを確認する。また、個性の強いデザインで汎用性が損なわれていないか、形状・構造が特殊で仕様変更しにくいような特殊階がないか、なども確認する。

内装・レイアウト

専有・共用部分の内装やレイアウトについてテナントの利便性やグレード感を確認する。例えば、マルチテナント向けの小割り対応かどうか、エントランスやエレベーターホールといった建物内部のグレード感など。

仕様・設備

対象ビルのグレードにあった仕様・設備が備わっているか確認する。例えば、フリーアクセスか、十分な天井高か、個別空調の有無、床荷重、電源容量、バックアップ電源の確保状況、セキュリティ状況、水まわりを含むアメニティーの水準、テナントの要求を満たすのに十分な駐車場設備と台数など。

競合状況

マーケットにおける既存の競合物件を把握した上で、新規開発による需給バランスの変化も考慮する。これら競合物件との比較により将来の対象物件の収入に対するインパクトを分析する。

賃貸借契約や既存テナントのプロフィール

賃貸借契約の形態や期間、既存テナントのプロフィール（業種、規模など）、テナントの構成と分散度などを確認する。

入居状況

現在の入居状況や過去からの入居実績の傾向を踏まえた上で、競合環境、見込まれる賃貸借契約の形態、リーシング対象となるテナントのプロフィール（業種、規模など）、将来のリーシング見込みおよび戦略などを考慮して、今後の入居状況について分析する。

案件当事者の経験と能力

アセット・マネジャー／プロパティー・マネジャー、スポンサーといった物件運営の当事者の運営能力（リーシング戦略、賃貸条件交渉能力、ビル維持管理方針、テナントとの関係維持など）について過去実績を踏まえて確認する。

2.3. キャッシュフローを構成する要素

表1は、NCFを分析する上での主要項目である。スタンダード&プアーズでは原則、この項目に沿って調整を行い、NCFの分析を行う。

表1：NCF を分析する際の主要項目

区分	項目	説明
収入	賃料（共益費込み）	専有部の賃借に基づく収入。入居部分、空室部分とも一定の方法に基づき査定される。
	その他収入	専有部の賃借以外に基づく収入。駐車場代、倉庫代、看板代、自動販売機など。
PGI（Potential Gross Income）		上記の合計。
	空室損	空室損失は、空室率によって指標化され、上記 PGI の関連する項目に対して掛けることで計算される。
EGI（Effective Gross Income）		PGI から空室損失を引いたもの。
運営費用	委託運営費	物件管理の専門業者（PM）の委託手数料。
	維持管理費	費用の主な内訳は、設備維持管理費用、清掃委託費、警備委託費など。
	修繕費	長期修繕費（資本的支出）に入らない日常的な修繕および消耗品。
	水道光熱費	共用部の水道料や電気代など。
固定費用	公租公課	固定資産税および都市計画税など、保有する固定資産（土地、建物など）について課税される地方税。
	保険料	火災保険、賠償責任保険、利益保険、地震保険（該当する場合）に対する費用。
	その他費用	地代など。
NOI（Net Operating Income）		EGI から運営費用および固定費用を引いたもの。
	長期修繕費用（Capx）	長期的に物件の質を維持するのに必要な金額。エンジニアリング・リポートで要求される数値を参考にする。
	仲介手数料	テナント仲介に際してに仲介業者に支払う手数料。
NCF（Net Cash Flow）		NOI から長期修繕費用と仲介手数料を引いたもの。

2.4. キャッシュフローの査定・調整方法

2.4.1. ポテンシャル・グロス・インカム（PGI）の調整

以下の項目を考慮する。

- 入居部分については現状のレントロールにある既存の賃貸借契約に基づく（入居・退去予定についても、決定している場合には考慮する）。
- 原則的に、賃料は「実際の契約賃料」と「マーケット賃料」のどちらか低い方を採用する。ただし、現行の賃料が著しくマーケット賃料水準を下回っている場合、背景にある固有の事情が明らかで妥当性が高いと判断される場合に限り、マーケット賃料を採用することもある。
- 空室部分については、査定賃料を用いて潜在的な賃料収入を計算する。
- その他収入のうち、駐車場代などスペースの稼働率が分かるものは、駐車場賃料×稼働率に分解して、現状の水準、過去実績、マーケット水準を考慮して定める。
- その他収入（自動販売機の手数料、広告収入、看板掲示料、アンテナ設置代金や貸し会議室収入など）について、付加的なサービスからの収入は過去実績に基づいて定める。

2.4.2. 空室損失に対する引き当て

以下の項目を考慮する。

- 空室率は、原則、実際の空室率、マーケットの空室率、アセット・タイプごとに考慮される最低空室率（通常 5%）、のうち最も大きい値が採用される。例えば、現況が満室（空室率 0%）の場合でも、空室を見込み 5%を設定する。ただし、前オーナーの財務内容の懸念や、直近の上位テナントの退去など、明らかな原因によって実際の空室率がマーケットの空室率を一時的に上回っていると判断される場合、マーケットの空室率を採用することもある。

- ローンの期間を大幅に上回る長期契約かつテナントの信用力が極めて高い場合（「BBB」以上の場合）には、その契約期間と信用力の水準に応じて上記で算出される水準より低い空室率を適用する場合もある。

2.4.3. 運営費用および固定費用の調整

以下の項目を考慮する。

- 原則、運営費用は過去実績をもとに定め、それぞれマーケット水準と比較し妥当性を検討する。妥当性の検討は、ネット・レントブル・エリア（NRA：月坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。
- 専有部分の水道光熱費について収入項目に経費回収金（リインバースメント）として計上されている場合もあるが、対応する費用項目とネットして考える。
- 原則、委託管理費はマーケット水準（EGI に対するパーセント）と実際の費用のどちらか高い方を採用する。
- 公租公課は原則として、過去の実績に基づいて判断する。
- 保険料については、スタンダード&ブアーズのクライテリアに適合した保険項目（火災保険、利益保険、賠償責任保険）であることを確認した上で過去の実績に基づいて判断する。一般的に保険料は、「保険料／物件の再調達原価」という指標で比較される。また、地震保険は一定の最大可能損失額（PML）値以上の場合に付保することが求められ、原則として必要付保額に基づく金額を計上する。

2.4.4. 長期修繕費用に対するリザーブ

エンジニアリング・リポートの長期修繕計画に基づいた値を採用する。妥当性の検討は、グロス・ビルディング・エリア（GBA：年坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。

2.4.5. 仲介手数料

テナントの契約更新率から査定する。契約の非更新率（すなわち退去率）をターン・オーバー率という。

月額全賃料（共益費を除く）× 仲介料月数 × 非更新率 × （1－空室率）／ 想定契約年数
仲介料月数は原則として1カ月、想定契約年数は通常、2年間を用いている。

2.4.6. キャップレート

物件の NCF に適用するキャップレートは個々の物件の特性によって異なり、「2.2 主要な分析ポイント」で記載した項目を勘案して定める。

2.5. 査定価格調整について

査定価格については、単位面積当たりの価格について、過去の類似案件および周辺市場の取引事例などと比較検証される。なお、下記のような場合には、算出した価格から、該当費用を控除するなどの調整をして最終的な査定価格を算出する。この場合、費用見積もりは、第三者の専門機関が作成した見積もりや過去の類似事例の単価などに基づき客観的な値を採用する。なお、本金額が別途リザーブされる場合は、これら査定価格の調整は行われない。

- ・ 設備の不具合の修理など、未完了の緊急修繕費用
- ・ 土地賃借権の賃借人の名義変更時の地主承諾料
- ・ 一括賃貸中建物のマルチテナント化コストの控除（現在、一括テナントへ賃貸中だが、マルチテナントビルとして評価を行う場合）

-
- ・ 遵法性に疑義がある箇所の適法化対応工事費用（クロージング時点での対応が間に合わなかった場合）
 - ・ 土壌汚染対策費用（土壌汚染の可能性が指摘され、クロージング時点での対応が間に合わなかった場合）

参考） 開発法

物件を購入する際の投資家の計画は、必ずしも現況の建物の利用を継続させるものとは限らない。例えば、現況の建物の状態が最有効利用となっていない場合、既存建物が老朽化している場合、法定の容積率が完全に消化されておらず周辺の土地利用に比して充分利用されていない場合などがそれに当たる。このように現状の収益に基づく収益還元法では対象物件のマーケットにおける価格を適切に評価できない場合があり、その場合は開発法による土地価格が参考値として考慮されることがある。

開発法では、最有効利用の建物が建築されると想定できる場合に、想定建物が完成した時点での評価額から既存建物の取り壊し費用や現入居テナントの営業補償、開発者の利益を含む建物建築に必要な諸費用を控除した金額が土地評価額となる。なお、想定建物の評価額については、一般の案件同様、安定化した時点でのネット・キャッシュフローを想定して評価を行う。

開発法を採用する場合、新規に開発する想定建物が計画通りに建設される可能性について事前に検討する必要がある。具体的には、現在入居中のテナントの賃貸借契約の終了時期や想定建物の建築計画が都市計画法・建築基準法などの諸法規に合致しているか確認する。特に、諸法規との整合性では、法定容積率がその敷地で全部消化できるかどうかの検証、その場所で計画している建物用途がそもそも建築可能か否かといった各種用途規制の有無などが考えられる。また、土壌汚染などの存在が確認されているような地域では汚染土壌の改良工事の実施を要することもあり、また、埋蔵文化財などの存在が高く見込まれるような地域では、実質的に開発が不可能になってしまう場合もありうる。したがって、想定建物の計画は専門の第三者によって作成され、実現可能性が十分に高いものを使用する。また、必要とされる工期（準備期間から着工、竣工までの期間を見積もったもの）や工事代金の概算なども実現可能性が十分に高いものである必要がある。

開発法は、想定建物の建物計画（規模、工期、竣工時期、建築にかかわる各種費用）、将来のリースアップ期間、定常状態時の収入・費用など、すべてを想定することになるため、前提となる数値次第で価格が大きく変動する可能性がある。したがって、各種の想定項目や数値については多くの類似事例と比較し、最終的な評価額と近隣の更地価格の取引事例を比較するなど、様々な補足情報を参考にしながら評価額の妥当性を多面的に検証する。

3. レジデンシャル (Residential)

3.1. 対象とする不動産

レジデンシャルには、ワンルームマンション、ファミリー向け賃貸マンション、（都市中心部などに立地する）高級賃貸マンションが含まれる。また、企業社宅や家具付き賃貸マンション（いわゆる「サービスアパートメント」）もその範疇に含まれる。

3.2. 主要な分析ポイント

スタンダード&プアーズでは、以下の項目に着目してレジデンシャルについて分析する。

マーケットの特徴と成長性

物件が所在するマーケット（およびサブ・マーケット）の環境について把握する。レジデンシャルの需給環境は個別物件の特徴によって定まるだけでなく、所在するマーケットの特徴や成長性などに応じて変化すると考えられる。一般にオフィスビルと比較するとレジデンシャルは建物規模が小さく、建築に必要な期間が短く、コスト負担も小さいので、マーケットでの新規供給の規模が把握しにくい。また、個人や不動産事業を本業としない中小事業者が運営することも多く、大きなマーケットシェアを持つ事業者があまり存在しないことがこのアセット・タイプの特徴である。スタンダード&プアーズでは、所在するマーケットに関して主に以下のような要素を把握した上で、個別物件の分析を行うようにしている。

- ・ 国内および当該地域経済の景況感
- ・ 人口、世帯数および世帯年収、主要産業や主要企業の動向
- ・ 都市形成の状態および計画
- ・ 交通インフラや公共施設などの整備の状態および計画
- ・ 公法上および私法上の規制など

需給環境

需給バランスの傾向は、オフィスビル同様、賃料、空室率、キャップレートなどの主要なパラメータの時系列によって分析される。ただし、レジデンシャルはオフィスビル以上に入居者の嗜好性に影響される度合いが大きいと考えられるため、対象物件固有の特徴も併せて考慮しながら分析する。また、対象物件と同レベルの物件が新規供給される可能性や新規供給される場合の現状の賃料水準や入居率に与える影響を考慮する。また、入居者にとっては同レベルの賃貸物件だけでなく、分譲物件も選択肢の1つであり、入居者にとってどちらを選択するかは個人の嗜好も含め総合的に判断されることとなる。したがって、所在するマーケットにおける分譲物件との比較も検討する必要がある。

立地条件

所在するマーケットにおける立地条件には様々な側面があるが、主に以下の点について確認する。

- ・ 最寄り駅やターミナル駅、主要交通機関、ショッピングセンター、公共施設（公園、学校、役所および病院など）や主要オフィス街などへのアクセスに関する利便性
- ・ 周辺環境
- ・ レジデンシャルとしての立地上の知名度やブランド

外観・構造

外観、築年数、規模、エントランス・外構デザイン、地形（角地、二方路、整形など）、街路条件などを確認する。

内装・レイアウト

内装やレイアウトに関する入居者の利便性やグレード感について確認する。例えば、エントランスホールおよびロビー、共用部、居室のレイアウトや間取りなどを確認する。

設備・仕様

対象物件のグレードにあった仕様・設備が備わっているか確認する。例えば、オートロック、エレベーター、セキュリティ、水まわり、通信設備やその他アメニティーなどを確認する。

競合状況

同一マーケットにおける、既存の競合物件を把握する。また、新規開発による需給バランスの変化も考慮する。これら競合物件との比較により将来の対象物件の収入に対するインパクトを分析する。

入居者

対象物件がターゲットとする入居者層を把握し、所在するマーケットの特徴とあっているか確認する。

入居状況

現在の入居状況や過去からの傾向を踏まえた上で、競合状況、入居者のプロフィールや将来のリーシングの見込みおよび戦略などを考慮して、今後の入居状況について分析する。

案件当事者の経験と能力

アセット・マネジャー／プロパティー・マネジャー、スポンサーといった物件運営の当事者の運営能力（管理体制やテナント管理能力を含む）などについて過去実績を踏まえて確認する。

3.3. キャッシュフローを構成する要素

表 2 に、NCF を分析する上での主要項目を挙げる。スタンダード&プアーズでは原則、この項目に沿って調整を行い、NCF の分析を行う。

表2：NCF を分析する際の主要項目

区分	項目	説明
収入	賃料（共益費込み）	専有部の賃借に基づく収入。共益費なども含まれる。入居部分、空室部分とも一定の方法に基づき査定される。
	礼金／敷引金	新規に専有部の賃貸借契約を結ぶ際の一時の収入。地域あるいは賃貸人によって、收受方法・金額が異なる。
	更新料	専有部の賃貸借契約を更改する際の一時の収入。地域あるいは賃貸人によって、收受方法・金額が異なる。
	その他収入	専有部の賃借以外に基づく収入。駐車場代、倉庫代、自動販売機など。
PGI（Potential Gross Income）		上記の合計。
	空室損	空室損失は、空室率によって指標化され、上記 PGI の関連する項目に対して掛けることで計算される。
EGI（Effective Gross Income）		PGI から空室損失を引いたもの。
運営費用	委託運営費	主にテナント管理者の委託手数料。
	維持管理費	建物管理コスト。主に、管理人のコスト、掃除代、エレベーター保守料、消防設備等保守料・警備システムなど。
	修繕費	長期修繕費（資本的支出）に入らない共用部の日常的な修繕および消耗品。
	原状回復費	テナント入れ替わり時に発生する専有部の修繕および消耗品取替費用のうち、貸主負担費用。一般に長期修繕費（資本的支出）に含まれない。
	水道光熱費	共用部の水道料や電気代など。
固定費用	公租公課	固定資産税及び都市計画税など、保有する固定資産（土地、建物など）について課税される地方税。
	保険料	火災保険、賠償責任保険、利益保険、地震保険（該当する場合）に対する費用。
	その他費用	地代など。
NOI（Net Operating Income）		EGI から運営費用および固定費用を引いたもの。
	長期修繕費用（Capx）	長期的に物件の質を維持するのに必要な金額。エンジニアリング・リポートで要求される数値を参考にする。
	仲介手数料	テナント仲介に際して仲介業者に支払う手数料。
	更新手数料	更新料を収受する場合に、仲介業者に支払う手数料。
NCF（Net Cash Flow）		NOI から長期修繕費用と仲介および更新手数料を引いたもの。

3.4. キャッシュフローの査定・調整方法

3.4.1. ポテンシャル・グロス・インカム（PGI）の調整

以下の項目を考慮する。

- 入居状況については現状のレントロールにある契約に基づく（入居・退去予定についても、決定している場合には考慮する）。
- 原則、賃料は「実際の契約賃料」と「マーケット賃料」を比較し、どちらか低い方を採用する。ただし、現行の賃料が著しくマーケット賃料水準を下回っている時、背景にある固有の事情が明らかで妥当性が高いと判断される場合に限り、マーケット賃料を採用する場合もある。
- 同じ住居用でも、階数、角部屋、向き、タイプ、広さ、契約時期などにより賃料水準が異なることが多いため、現況の水準を参照にしつつ、これらの要素も勘案する。
- 空室部分については査定賃料を用いて潜在的な賃料収入を計算する。
- 礼金や更新料はテナントの契約更新率をもとに、以下のように計算される。

礼金： $\text{月額全賃料} \times \text{礼金月数} \times \text{非更新率} \times (1 - \text{空室率}) / \text{想定契約期間}$

更新料： $\text{月額全賃料} \times \text{更新料月数} \times (1 - \text{非更新率}) \times (1 - \text{空室率}) / \text{想定契約期間}$

月額全賃料：住居用部分の賃料総額（商業施設部分、事務所部分などは除く）、共益費は除く

礼金月数・更新料月数：地方によって異なるため、属する地方の慣習があれば考慮する

想定契約期間：通常、2年間

- その他収入のうち、駐車場代、トランクルーム代などスペースの稼働率が分かるものは、（駐車場、トランクルームなどの）賃料×稼働率に分解して、現状の水準、過去実績、マーケット水準を考慮して定める。
- その他収入（自動販売機、看板掲示料代、アンテナ設置代金など）について、付加的なサービスからの収入は過去実績に基づいて定める。

3.4.2. 空室損失に対する引き当て

以下の項目を考慮する。

- 空室率は原則、実際の空室率、マーケットの空室率、アセット・タイプごとに考慮される最低空室率（通常 5%）のうち最も大きい値が採用される。例えば、現況が満室（空室率 0%）の場合でも、空室を見込み 5%を設定する。ただし、前オーナーの建物管理の水準が極端に低かった場合など、明らかな原因によって実際の空室率がマーケットの空室率を一時的に上回っていると判断される場合、マーケットの空室率を採用する場合もある。

3.4.3. 運営費用および固定費用の調整

以下の項目を考慮する。

- 原則、運営費用は過去実績をもとに定め、それぞれマーケット水準と比較して妥当性を検討する。妥当性の検討は、NRA（月坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。
- 専有部分の水道光熱費について収入項目に経費回収金（リインバースメント）として計上されている場合もあるが、対応する費用項目とネットして考える。
- 原則、委託管理費はマーケット水準（EGI に対するパーセント）と実際の費用のどちらか高い方を採用する。
- 公租公課は原則として過去の実績に基づいて判断する。軽減措置などについては、証券化の期間を超えても発生し続ける場合のみ考慮する。
- 保険料については、スタンダード&プアーズのクライテリアに適合した保険項目（火災保険、利益保険、賠償責任保険）であることを確認した上で過去の実績に基づいて判断する。一般的に保険料は、「保険料／物件の再調達原価」という指標で比較される。また、地震保険は一定の PML 値以上の場合に付保することが求められ、原則として必要付保額に基づく金額を計上する。

3.4.4. 長期修繕費用に対するリザーブ

エンジニアリング・レポートの長期修繕計画に基づいた値を採用する。妥当性の検討は、GBA（年坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。

3.4.5. 仲介手数料・更新手数料

入居者の仲介斡旋、更新時に委託業者に支払われる手数料。テナントの契約更新率から査定する。

仲介手数料：月額全賃料 × 仲介料月数 × 非更新率 × (1－空室率) / 想定契約期間

更新手数料：月額全賃料 × 更新料月数 × (1－非更新率) × (1－空室率) / 想定契約期間

月額全賃料：住居用部分の賃料総額（商業施設部分、事務所部分などは除く）、共益費は除く

礼金月数・更新料月数：地方によって異なるため、属する地方の慣習があれば考慮する

想定契約期間：通常、2 年間

3.4.6. キャップレート

物件の NCF に適用するキャップレートは個々の物件の特性によって異なり、「3.2 主要な分析ポイント」で記載した項目を勘案して定める。

3.5. 査定価格調整について

査定価格については、単位面積当たりの価格について、過去の類似案件および周辺市場の取引事例などと比較検証される。また、周辺市場の分譲マンション単価との比較感も考慮される。なお、オフィスの場合と同様、算出した価格から、必要に応じて一部費用を控除するなどの調整をして最終的な査定価格を算出する。

4. リテール (Retail)

4.1. 対象とする不動産

リテール (Retail) は多種多様であるが、ここでは典型的な物件の特徴を説明する。

都市型としては、まず、物販・飲食ビルが挙げられる。主に繁華街に所在するビルで、テナントとしては中小規模の店舗で構成されている。また、複合オフィスビルなどの一部を構成する場合もある。

次に、百貨店や駅ビルなどがある。これは、物販・飲食ビルよりも多数の商業店舗が集積した中・高層ビルであることが多く、一定の売り場面積を自社および店舗テナントに提供することで構成される。多くは交通利便性の高い地域（主要駅周辺）など繁華性が非常に高い商業地域に所在する。また、再開発地域に含まれるショッピングモールなどもある。

郊外型としては、主要幹線道路沿いに所在する飲食チェーン店やコンビニエンスストアのような、主に単一の店舗で構成されている郊外型店舗がある。また、大手小売業などのアンカーテナントを擁するショッピングセンター、飲食・シネマコンプレックス施設なども含む大規模ショッピングセンターや郊外型アウトレットモールなど、形態は様々である。

4.2. 主要な分析ポイント

スタンダード&プアーズでは、以下の項目に着目してリテールについて分析する。

マーケットの特徴と成長性

物件が所在するマーケットの環境について把握する。リテールの需給環境は個別物件の特徴によって定まるだけでなく、所在するマーケットの特徴や成長性などに応じて変化すると考えられる。スタンダード&プアーズでは、所在するマーケットに関して主に以下の要素を把握した上で、個別物件の分析をしている。

- ・ 国内および当該地域経済の景況感の把握
- ・ 人口動向、世帯数および世帯年収
- ・ 都市形成の状態および計画
- ・ 交通インフラや公共施設などの整備の状態および計画
- ・ 公法上および私法上の規制など

商圈

リテールの場合、物件によっては商圈分析が重要な要素となるため、スタンダード&プアーズではマーケット・レポートを要求している。商圈分析にあたっては、商圈の範囲や商圈内における人口動向、世帯数、世帯年収や支出傾向などのほかに、住宅の状況、乗用車保有状況、交通インフラの整備状態や将来の計画なども考慮する。また、地域の売り場面積、小売業年間販売額などの大型店舗の動向に関する指標も考慮する。

需給環境

需給バランスの傾向は、入手可能であれば、当該施設、商圈内の競合施設、業界の平均的な売上高の比較によって分析される。マーケット賃料水準が存在する物販・飲食ビルなどについては、オフィスビル同様、賃料、空室率、キャップレートなどの主要なパラメーターの時系列によって分析される。また、対象物件と同レベルの物件が新規供給される可能性や新規供給される場合の現状の売上、賃料水準や入居率に与える影響を考慮する。

立地条件

商業施設においては、同じ商品を同じ価格で販売する場合、利便性や視認性によって優位性が決まるため、立地条件は極めて重要な要素となる。所在するマーケット内において、主に以下の点を考慮する。

- ・ 最寄り駅やターミナル駅、主要交通機関、幹線道路、住宅街などからのアクセスに関する利便性
- ・ 周辺環境（人および車の流れ、潜在的顧客を誘引する施設の有無などを含む）
- ・ リテールとしての立地上の知名度・ブランド力

視認性

リテールとして顧客からの認知度が高いことは重要な要因の1つである。特に視覚的な認知度を考える上で、幹線道路、大通り、電車/駅などからの対象物件の視認性は考慮される。例えば、駅や幹線道路沿いの誘導表示およびサイネージなどの有無、印象的な外観などが挙げられる。

構造・レイアウト

道路への接面状況、商業施設内のレイアウトやグレード感について確認する。顧客の行動導線がスムーズで利便性の高いレイアウトになっているか、その商業施設のターゲット顧客に合うグレード感となっているかなどが考慮される。

設備・仕様

テナントおよび顧客の要求水準に合った設備・仕様となっているか確認する。特に郊外型の場合、パーキングの台数およびパーキング施設の顧客利便性が考慮される。

賃貸契約やテナント・ミックス

賃貸契約の形態や期間、テナントのプロフィール（業種、規模など）とテナントの組み合わせ（テナント・ミックス）を確認する。ショッピングセンターにおけるアンカーテナントの集客力、テナント間のシナジー効果などは商業施設分析の重要なポイントである。

入居状況

現在の入居状況や過去からの入居実績の傾向を踏まえた上で、競合状況、賃貸形態、入居者のプロフィールや将来のリーシングの見込みおよび戦略などを考慮して、今後の入居状況について分析する。

過去のセールス

主要なテナントにおけるセールスの傾向（売上高、粗利率、売り場面積、坪効率など）や全体におけるセールスの傾向を考慮する。

オキュパンシー・コスト

テナントにおける、「賃料等負担率（オキュパンシー・コスト）＝（基本賃料＋歩合賃料の合計）／売上高」の傾向を分析し、現状の賃料水準が維持可能なレベルかどうかを分析する。

競合状況

同一マーケットにおける、既存の競合物件を把握する。また、新規開発による需給バランスの変化も考慮する。例えば、百貨店などの場合、競合店舗が近隣にあることは、顧客を奪い合うというネガティブな側面と商品の比較購入を求める顧客がより集まるというポジティブな側面があり、両面で考慮される。これら競合物件との比較により将来の対象物件の収入に対するインパクトを分析する。

案件当事者の能力と経験

アセット・マネジャー／プロパティーマネジャー、スポンサーといった物件運営の当事者の運営能力、テナントミックスに関する戦略、賃貸交渉能力、テナントグループの管理運営能力、集客イベント企画力などについて過去実績を踏まえて確認する。

4.3. キャッシュフローの査定・調整方法

リテールでは、主要な分析ポイント項目は同じであるが、物件によって賃料を検証する上で主眼を置くところが若干異なる場合がある。具体的には、繁華街等に所在する小規模な飲食店舗や衣料品店など様々な業種が入居している商業店舗ビルの場合、通常、店舗としての募集賃料（成約賃料）などの情報が豊富にあり、特殊な業種についての例外はあるもののマーケット賃料水準を形成している。したがって、分析の主眼としては主に現行賃料とマーケット賃料を比較することで妥当性の検証を行うことが可能で、オフィスビルなどと類似した検証をすることになる。

一方、郊外型の大規模ショッピングセンターなどの場合、周辺マーケットにおいて比較可能な同水準の施設が少ないだけでなく、汎用的に比較可能な賃料水準の情報も少ないことから、賃料水準の根拠をマーケット賃料水準だけに求めることは難しい。この場合は、当該立地における店舗の売り上げに対する賃料負担率（オキュパンシー・コスト）を尺度として賃料の妥当性を検証する。賃料負担率が妥当な水準域内であれば、その場所で継続的にビジネスを営み、賃料支払いも継続する蓋然性が高く、仮にテナントが信用事由などにより退出しても同水準の賃料で新規のテナントが入る可能性が高いと考えられる。これらの分析は、主に、提示される当該リテールのマーケット・レポートなどを参考に行われる。

このように、リテールにおいては賃料の妥当性をマーケット賃料水準と売上高賃料負担率の2つの側面から検証し、総合的に判断している。

4.3.1. ポテンシャル・グロス・インカム (PGI) の調整

以下の項目を考慮する。

- 入居状況については現状のレントロールにある契約に基づく（入居・退去予定についても、決定している場合には考慮する）。
- 原則、賃料は「契約賃料」と「マーケット賃料」を比較して、どちらか低い方を採用する。ただし、現行の賃料が著しくマーケット賃料水準から下回っている時、背景にある固有の事情が明らかで妥当性が高いと判断される場合に限り、マーケット賃料を採用する場合もある。
- 歩合賃料は、過去の履歴や傾向に基づいて今後も安定継続的に収入が見込める場合には考慮する。
- 契約賃料について当該テナントの賃料負担率を確認し、テナント存続および賃料支払い継続の可能性の検証を行う。
- 空室部分については、査定賃料を用いて潜在的な賃料収入を計算する。
- その他収入（自動販売機の手数料、広告収入、看板掲示料、アンテナ設置代金など）について、付加的なサービスからの収入は過去実績に基づいて定める。

4.3.2. 空室損失に関する引き当て

以下の項目を考慮する。

- 空室率は原則、実際の空室率、マーケットの空室率、アセット・タイプごとに考慮される最低空室率（通常5%）のうち最も大きい値が採用される。例えば、現況が満室（空室率0%）の場合でも、空室を見込み5%を設定する。ただし、前オーナーの財務内容の懸念や、商業施設の管理・運営の失敗など、明らかな原因によって実際の空室率がマーケットの空室率を一時的に上回っていると判断される場合、マーケットの空室率を採用する場合もある。
- ローンの期間を大幅に上回る長期契約でテナントの信用力が極めて高い場合（「BBB」以上の場合）、その契約期間と信用力の水準に応じて上記で算出される水準より低い空室率を適用する場合もある。

4.3.3. 運営費用および固定費用の調整

以下の項目を考慮する。

- 原則、運営費用（主に維持管理修繕費、修繕費、水道光熱費など）は過去実績に基づいて定め、それぞれマーケット水準と比較し妥当性を検討する。妥当性の検討は、NRA（月坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。
- 専有部分の水道光熱費について収入項目に経費回収金（リインバースメント）として計上されている場合もあるが、対応する費用項目とネットして考える。
- 原則、委託管理費はマーケット水準（EGI に対するパーセント）と実際の費用のどちらか高い方を採用する。
- 公租公課は原則として過去の実績に基づいて判断する。
- 保険料については、スタンダード&プアーズのクライテリアに適合した保険項目（火災保険、利益保険、賠償責任保険）であることを確認した上で過去の実績に基づいて判断する。一般的に保険料は、「保険料／物件の再調達原価」という指標で比較される。また、地震保険は一定の PML 値以上の場合に付保することが求められ、必要付保額に基づく金額を計上する。

4.3.4. 長期修繕費用に対するリザーブ

エンジニアリング・レポートの長期修繕計画に基づいた値を採用する。妥当性の検討は、GBA（年坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。

4.3.5. 仲介手数料

原則、契約形態や実際の商慣習の実態にあわせ、テナントの契約更新率から査定する。

月額全賃料 × 仲介料月数 × 非更新率 × (1－空室率) / 想定契約期間

4.3.6. キャップレート

物件のNCFに適用するキャップレートは個々の物件の特性によって異なり、「4.2 主要な分析ポイント」で記載した項目を勘案して定める。

4.4. 査定価格調整について

査定価格については、単位面積当たりの価格について、過去の類似案件および周辺市場の取引事例などと比較検証される。なお、オフィスの場合と同様、算出した価格から、必要に応じて一部費用を控除するなどの調整をして最終的な査定価格を算出する。

5. 倉庫 (Warehouse)

5.1. 対象とする不動産

倉庫には主に、最も一般的な物品を保管する倉庫や宅配会社の中継地となる配送センターが含まれ、オフィス機能が一部併設される場合もある。単一テナントによって賃貸されるケースも多いが、大型倉庫などでは、複数のテナントによって構成されている場合もある。

5.2. 主要な分析ポイント

スタンダード&プアーズでは、以下の項目に着目して倉庫について分析する。

マーケットの特徴と成長性

物件が所在するマーケットの環境について把握する。倉庫マーケットの需給環境は個別物件の特徴によって定まるだけでなく、所在するマーケットの特徴や成長性などに応じて変化すると考えられる。スタンダード&プアーズでは、所在するマーケットに関して、以下の要素を把握した上で個別物件の分析している。

- ・ 国内および当該地域経済の景況感の把握
- ・ 主要産業および主要企業の状態および動向
- ・ 陸運、海運および空運の動向
- ・ 都市形成の状態および計画
- ・ 交通インフラや公共施設などの整備の状態および計画
- ・ 公法上および私法上の規制など

需給環境

需給バランスの傾向は、賃料、空室率、キャップレートなどの主要なパラメーターの時系列によって分析される。また、対象物件と同レベルの物件が新規供給される可能性や新規供給される場合の現状の賃料水準や入居率に与える影響を考慮する。

立地条件

所在するマーケット内において、主に以下の点を考慮する。

- ・ 幹線道路、鉄道、港湾、空港など輸送施設との位置関係
- ・ 消費地、空港・港湾施設へのアクセス性、対象物件周辺の道路の系統および連続性
- ・ 利用可能な港湾・空港の競争力
- ・ 従業員の通勤等のための交通手段の状況
- ・ 周辺環境

外観・構造

物件の規模・形状、築年数、道路への接面状況、地形（角地、二方路、整形）、敷地内の建物の配置、事務所の有無、特殊施設の有無、駐車可能スペースの有無などを確認する。

設備・仕様

具体的な設備・仕様について確認する。トラックヤードの広さ、トラックバースの数、天井高、床加重、柱間隔、エレベーター台数・配置の状況など。

代替可能性

保管倉庫か配送センターか、事務所の有無など物件の使用状況を把握する。また、一般に倉庫はテナントにニーズにあわせた、いわゆる「ビルド・トゥ・スーツ」が多いため、現テナント退出後の代替的な使用可能性について考慮する。

賃貸契約やテナントのプロフィール

賃貸契約の形態や期間、テナントのプロフィール（業種、規模など）を確認する。倉庫においては、建物の維持管理費用をテナントが負担するようなネットリース契約が一般的となっている。

入居状況

現在の入居状況や過去からの入居実績の傾向を踏まえた上で、競合状況、賃貸形態、入居者のプロフィールや将来のリーシングの見込みおよび戦略などを考慮して、今後の入居状況について分析する。

競合状況

同一マーケットにおける、既存の競合物件を把握する。また、新規開発による需給バランスの変化も考慮する。これら競合物件との比較により将来の対象物件の収入に対するインパクトを分析する。

案件当事者の経験と能力

アセット・マネジャー／プロパティ・マネジャー、スポンサーといった物件運営の当事者の運営能力やテナント選択に関する戦略、賃貸交渉能力、管理体制、テナントとの関係維持について過去実績を踏まえて確認する。

5.3. キャッシュフローの査定・調整方法

5.3.1. ポテンシャル・グロス・インカム (PGI) の調整

以下の項目を考慮する。

- 入居状況については現状のレントロールにある契約に基づく（入居／退去予定についても、決定している場合には考慮する）。
- 原則、賃料は「マーケット賃料」もしくは「実際の契約賃料」のどちらか低い方を採用する。ただし、現行の賃料が著しくマーケット賃料水準を下回っている時は、背景にある固有の事情が明らかで妥当性が高いと判断される場合に限り、マーケット賃料を採用する場合もある。
- 空室部分については査定賃料を用いて潜在的な賃料収入を計算する。
- その他収入（自動販売機の手数料、看板掲示料、アンテナ設置代金など）について、付加的なサービスからの収入は過去実績に基づいて定める。

5.3.2. 空室損失に対する引き当て

以下の項目を考慮する。

- 空室率は、原則、実際の空室率、マーケットの空室率、アセット・タイプごとに考慮される最低空室率（通常 5%）のうち、最も大きい値が採用される。例えば、現況が満室（空室率 0%）の場合でも、空室を見込み 5%を設定する。ただし、直近のテナントの退去など、明らかな原因によって実際の空室率がマーケットの空室率を一時的に上回っていると判断される場合、マーケットの空室率を採用する場合もある。
- ローン期間を大幅に上回る長期契約でかつテナントの信用力が極めて高い場合（「BBB」以上の場合）には、その契約期間と信用力の水準に応じて上記で算出される水準より低い空室率を適用する場合もある。

5.3.3. 運営費用および固定費用の調整

以下の項目を考慮する。

- 原則、運営費用は過去実績に基づいて定め、それぞれマーケット水準と比較して妥当性を検討する。妥当性の検討は、NRA（月坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。
- 原則、委託管理費はマーケット水準（EGI に対するパーセント）と実際の費用の、どちらか高い方を採用する。
- 公租公課は原則として過去の実績に基づいて判断する。
- 保険料については、スタンダード&プアーズのクライテリアに適合した保険項目（火災保険、利益保険、賠償責任保険）であることを確認した上で過去の実績に基づいて判断する。一般的に保険料は、「保険料／物件の再調達原価」という指標で比較される。また、地震保険は一定の PML 値以上の場合に付保することが求められ、原則として必要付保額に基づく金額を計上する。

5.3.4. 長期修繕費用に対するリザーブ

エンジニアリング・リポートの長期修繕計画に基づいた値を採用する。妥当性の検討は、GBA（年坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。

5.3.5. 仲介手数料

テナントの契約更新率から査定する。

月額全賃料 × 仲介料月数 × 非更新率 × (1－空室率) / 想定契約期間

5.3.6. キャップレート

物件のNCFに適用するキャップレートは個々の物件の特性によって異なり、「5.2 主要な分析ポイント」で記載した項目を勘案して定める。

5.4. 査定価格調整について

査定価格については、単位面積当たりの価格について、過去の類似案件および周辺市場の取引事例などと比較検証される。なお、オフィスの場合と同様、算出した価格から、必要に応じて一部費用を控除するなどの調整をして最終的な査定価格を算出する。

6. ホテル (Hotel)

6.1. 対象とする不動産

ホテルには様々な形態があり分類することは難しいが、ホテルに付帯するアメニティー施設の規模で大きく特徴を分けて説明する。1 つは、都市部の総合型シティホテル（ラグジュアリー・ホテル）、リゾートホテルなど、様々なアメニティー施設を完備したホテルである。ダイニング・レストラン施設、宴会場や大会議室、婚礼施設、スパ、フィットネス施設、プール、店舗などを含むビジネス・レジャー施設などが含まれていることが多い。一方、ビジネス・ホテルや宿泊特化型シティ・ホテルなど、アメニティー施設の提供範囲が限られているものもある。なお、これらホテルを運営するオペレーターは、国際的なブランド／チェーン、国内ブランド／チェーン、独立系などがある。

6.2. 主要な分析ポイント

ホテル分析では、ホテル業を運営するために必要な要素を幅広く取り上げ、それぞれの内容を総合して判断することになる。特に、長期にわたって安定的な稼働率のレベルや平均客室単価（ADR、Average Daily Rate）を決定するためにマーケットのダイナミクスを考慮することが重要となる。スタンダード&プアーズでは、ホテルの査定に際し、マーケット・リポートの提出を依頼しており、これらのリポート、現地調査、対象とするホテルのオペレーターとの面談などの情報を踏まえて、総合的な分析を行っている。

スタンダード&プアーズでは、以下の項目に着目してホテルについて分析する。

マーケットの特徴と成長性

物件が所在するマーケットの環境について把握する。ホテルの需給環境は所在するマーケットの特徴や成長性などに応じて変化すると考えられる。スタンダード&プアーズでは、所在するマーケットに関して、以下の要素を把握した上で個別物件の分析している。

- ・ 国内および当該地域経済の景況感の把握
- ・ 利用客数に影響を与える特殊なイベントの発生
- ・ 旅行業界や旅行者（ビジネスおよびレジャー）の動向
- ・ 都市形成の状態および計画
- ・ 交通インフラや公共施設などの整備の状態および計画
- ・ 公法上および私法上の規制など

ディマンド・ジェネレーター（需要を創出する要因）

顧客がホテルに宿泊しようとする主要な要因について把握する。例えば、ビジネスホテルの場合はオフィスや工場などが該当し、リゾートホテルの場合はビーチ、観光名所、テーマパーク、温泉、特定イベントなどが該当する。対象とするホテルのディマンド・ジェネレーターを把握し、ホテル運営との相乗効果について検討する。

立地条件

所在するマーケット内において、主に以下の点を考慮する。

- ・ 最寄り駅やターミナル駅、幹線道路や高速道路、空港など主要交通機関への利便性
- ・ ディマンド・ジェネレーターへのアクセスに関する利便性
- ・ 周辺環境
- ・ ホテル地域としての知名度・ブランド力

外観・構造・設備

ターゲットとなる顧客層のニーズに応えられる施設や設備を保有し、適切に維持されているか確認する。主に、築年数、規模、アメニティ施設、接道状況、外観、グレード感、各部屋の仕様および利便性などを総合的な視点で分析する。

ホテルオペレーターのプロフィール

ホテルオペレーターのプロフィールについて確認する。ホテルの物件としての維持管理だけでなく、マーケティング、セールス・プロモーション、運営改善といったホテルの運営戦略や過去実績を考慮する。

稼働率

過去の稼働率実績を把握した上で、現在の競合環境、オペレーターの事業計画や実行能力、将来的なマーケット傾向を踏まえて稼働率の動向を分析する。

競合状況

同一マーケットにおける同種の形態のホテルに対して、既存、将来の競合物件を把握し、対象ホテルとの強みと弱みを比較する。例えば、施設水準、サービス水準、ダイヤモンド・ジェネレーターとの相乗効果、知名度など。可能であれば主要指標の過去実績（ADR、稼働率など）、オペレーターの運営能力などが比較される。これら競合物件との比較により対象物件の将来の収入に対する影響を分析する。

フランチャイズ契約

ホテルにとってブランドは重要な要素の1つである。有名ホテルチェーンなどとのフランチャイズ契約の有無、契約期間、形態などについて確認する。

6.3. キャッシュフローの査定・調整方法

ホテルの査定を行う場合、契約形態によりマスターリース形式のものもあるが、原則、当該ホテルが生み出す安定的なNCFに対して直接還元法を用いて価格を分析する。

6.3.1. 収入

以下の項目を考慮する。

- 客室収入については、稼働率とADRを主に分析する。直近3年分（あればそれ以上）の稼働率とADRの平均および直近の水準を比較分析する、ADR以外にもRev PAR（Revenue Per Room）も参考にされる。なお、ホテルがその物件の将来的な価値に影響するような計画を直近に実施した場合は前提が変わる。例えば、大規模リニューアル、新館の増築、フランチャイズ先の変更などがある。
- 直営レストランなどによる飲食（F&B、Food & Beverage）収入、その他収入など部門別の収入は、稼働した部屋に比例して定まる傾向があるため、客室収入に対する比率などの傾向を分析する。
- 宴会（バンケット）、結婚式など宿泊客以外からの依頼に基づく収入の場合は、客室収入と分けて過去実績などを勘案しながら傾向を分析する。
- レストラン、バー、その他リクリエーション・ビジネス（スパ、フィットネスほか）などへホテルが賃貸しており、その賃料収入が安定的に継続されると判断される場合、その他の収入として考慮する。

- ホテル業以外からの収益は、ホテルの不動産価値とは異なるものとして、ホテル業から発生する収益とは分けて考慮される。例えば、ショッピング施設（商業施設）を備えたホテルなどでは、ホテル部分と商業施設部分に分割して査定されることとなる。

6.3.2. 運営費用

ホテルの運営費用は、以下の2つに分類される。

部門別費用

客室収入、飲食（F&B）収入、宴会収入など、ホテルの部門別収入に直接関連する費用（配賦可能なもの）。部門別費用は過去実績の傾向を踏まえた上で査定し、部門別収入に対する過去実績の比率や業界の標準的な水準との比較などで妥当性を検証する。

配賦不能費用

特定の部門に割り当てることが適切でない費用。管理部門経費、広告・販売促進費、水光熱費など、といったホテル全体にかかる費用が含まれる。配賦不能費用は総収入に占める割合や過去の実績、業界の標準的な水準との比較により妥当性を検証する。

6.3.3. Gross Operating Profit (GOP)

総収入から部門別費用と配賦不能費用を差し引いたものを GOP（グロス・オペレーティング・プロフィット）としている。GOP を総売上高で除した値を GOP 率とする。GOP 率は、効率的な運営が行われているか否かをみる指標であり、スタンダード&プアーズでは安定的な NCF を分析する上で1つの参考指標としている。

またマスターリース形式の場合、マスターリース賃料の負担率の考え方として、対 GOP 比率を目安に現行賃料が支払い可能な範囲にあるか確認し、ストレス下における支払い可能性の検証も行う。

6.3.4. 固定費用

- 公租公課は原則として過去の実績に基づいて判断する。
- 保険料については、スタンダード&プアーズのクライテリアに適合した保険項目（火災保険、利益保険、賠償責任保険）であることを確認した上で過去の実績に基づいて判断する。一般的に保険料は、「保険料／物件の再調達原価」という指標で比較される。また、地震保険は一定の PML 値以上の場合に付保することが求められ、必要付保額に基づく金額を計上する。また、ホテルに飾られる芸術作品等に対する保険料であっても査定上の費用に含める。
- マネジメント・フィーは、ベース・フィーやインセンティブ・フィーに分けられる場合もあるが、主に総収入や GOP の一定割合と定められる場合が多い。マネジメント・フィーは、契約、過去実績、業界の水準などを考慮して定める。

6.3.5. 長期修繕費用・FF&E に対するリザーブ

エンジニアリング・レポートの長期修繕計画に基づいた値を採用する。妥当性の検討は、GBA（年坪単価）などの指標を用いて類似物件と比較することで確認する。また、家具、備品、設備（FF&E、Furniture, Fixtures and Equipments）に関するリザーブはホテルのグレードに依存するため、過去実績、実査・ヒアリングをもとに総合的に判断する。収入に対する比率や1室当たりの単価を計算し、同種、同グレードのホテルと比較して妥当性を確認する。

6.3.6. キャップレート

物件の NCF に適用するキャップレートは個々の物件の特性によって異なり、前述の「6.2 主要な分析ポイント」に基づいて比較検証しながら定める。

6.4. 査定価格調整について

査定価格については、1 室当たりの単価や単位面積当たりの価格について、過去の類似案件および周辺市場の取引事例などと比較検証される。なお、オフィスの場合と同様、算出した価格から、必要に応じて一部費用を控除するなどの調整をして最終的な査定価格を算出する。

7. CMBS サーベイランス

7.1. CMBS サーベイランスとは

CMBS サーベイランスの目的は、その時々格付けが裏付け資産の状況とその信用補完水準を正確かつ適切に反映していることを検証することである。CMBS の裏付け資産は売却やリファイナンスなどを通じてダイナミックに変動するため、スタンダード&プアーズが格付けを付与した CMBS 案件のパフォーマンスやトレンドについて、案件が最終的に償還されるまで投資家およびマーケット関係者に対してタイムリーに情報提供を行う必要がある。タイムリーかつ適正な格付け分析のためには情報提供者であるサービサー、当初アレンジャー、信託銀行など、各関係者の協力が不可欠であり、当該関係者と連携しながら情報をタイムリーに入手・分析し、必要に応じて格付け変更を実施している。スタンダード&プアーズでは、CMBS 案件のモニタリングを専門に担当する CMBS サーベイランス・アナリストを選任している。案件のモニタリングにあたっては当初格付けを担当したプライマリー・アナリストが適宜協力することで、分析の一貫性を維持している。

7.2. 主な業務内容

スタンダード&プアーズでは、サーベイランスとして主に以下の業務を行っている。

- 定期的な案件のサーベイランス（案件のリポーティングの周期によるが、主に四半期もしくは月次ごと）
- 上記の結果、必要と判断した場合、サービサー等に状況の聴取。さらに必要に応じ、格付け変更手続きおよびその内容のプレス・リリースを公表
（スタンダード&プアーズの日本語 Web、リサーチ・オンライン・Ratings Direct 等）
- 投資家からの各種問い合わせへの対応
- 期中におけるローン関連契約の一部変更、案件当事者の変更などが CMBS 格付けに与える影響度の検討。（スポンサー等からの要請に基づき、サービサー等から依頼されるもの）
- スタンダード&プアーズが格付けを付与した CMBS のクレジットおよび CMBS マーケット全般に影響を与えるような事象の影響度の分析とその内容および見解の発表

7.3. サーベイランス・プロセス

7.3.1. サーベイランスに必要な情報

スタンダード&プアーズのサーベイランスは、各種契約書に規定された報告義務に基づき案件関係者から提供される情報に依拠している。

スタンダード&プアーズでは、当初格付け付与の過程でサーベイランスに関連する定期的な報告書の提供義務を案件契約書に定めることを要求しており、必要な報告項目についても事前にレビューを行う場合がある。

米国の CMBS マーケットにおいては、CMSA（Commercial Mortgage Securities Association）の主導により標準化された電子媒体のリポーティング・フォーマットが利用されているが、現状日本においては、各関係者のリポーティングの内容およびフォーマットは個別性が強いいため、スタンダード&プアーズでは原則、以下の主要な基本情報を報告することを求めている。

1. CMBS 社債および信託受益権に関する情報

- ・ 配当計算期間および交付日
- ・ 元本：期初および期末の元本残高、期中約定元本償還額、期中期限前償還額
- ・ 配当：各クラスの配当率（クーポンレート）および配当金額（クーポン金額）
- ・ リザーブ金額：各種積立金の期初残高・期中取り崩し金額・期末残高
- ・ 各種費用：信託報酬、サービサー・フィー等
- ・ 契約上アドバンスが付与されている場合についてはアドバンス情報：
アドバンス期初および期末残高、アドバンス適用利率、アドバンス返済額など

2. ローンおよび特定社債情報

- ・ 利息計算期間および利払日
- ・ 元本：期初および期末の元本残高、期中約定元本償還額、期中期限前償還額
- ・ 利息：各ローンの利率（固定もしくは変動）、利息支払額
- ・ リザーブ金額：各種積立金の期初残高・期中取り崩し金額・期末残高
- ・ 期限前弁済：期中に期限前弁済が発生した場合については、期限前弁済日、理由（不動産売却もしくはリファイナンス等）、期限前弁済金額についての記載
- ・ 各種トリガー事由発生状況：例えば DSCR トリガーや LTV トリガー。売却型案件の場合、売却率トリガー等
- ・ 延滞が発生している場合は延滞情報：遅延損害金、未収利息、未収元本、延滞状況（例えば 30 日未満の未収、30 日以上 60 日未満の未収、60 日以上 90 日未満の未収、90 日以上の未収等）
- ・ ウォッチ・リスト：正常債権であっても、現状および今後のローンおよび特定社債の返済に懸念が発生するような事象（例えば、トリガー事由発生状況、その原因等）が記載される。今後の方針等の記載もあることが望ましい。

3. 裏付け不動産情報

- ・ 報告対象期間
- ・ 不動産収支情報：当初に査定した際と同等の情報が望ましい（賃料水準、稼働率、収入額、支出額、NOI、Capx、NCF 等）
- ・ 賃料延滞情報：延滞金額・件数・延滞状況（例えば 30 日未満の未収、30 日以上 60 日未満の未収、60 日以上 90 日未満の未収、90 日以上の未収等）、大口テナントの場合は、今後の対応についての確認が必要となる。
- ・ 大規模修繕情報：必要な修繕工事が適切に実施されているか検証する必要がある。
- ・ テナント移動および信用情報：大口テナントの入居および退去情報およびリーシング状況。必要に応じ直近のレントロール。また、シングルテナントや大口テナントの場合、必要に応じ財務関連情報。
- ・ 不動産売却情報：裏付けとなる不動産が売却される場合、その売却関連情報。
- ・ その他、裏付け不動産の価値に大きな影響を与え得る事象についての記載
例えば、地震によって建物に被害を受けた場合、必要な工事内容、工事期間・費用、工事費用の手当てなどについて報告を依頼する場合がある。

7.3.2. サーベイランスのプロセスおよび分析

スタンダード&プアーズでは通常、データ提供者から前述した基本情報を入手し、以下の 1-4 について確認し、現在付与されている格付けが適正かどうか、最終的な検証および分析を行う。

検証のポイントは、主に以下の通りである。

1. CMBS（社債および信託受益権など）に関するパフォーマンスの確認

- リポートで報告された内容に基づき、CMBS のパフォーマンスについて確認を行う。特に約定償還以外の償還が行われている場合には、裏付け不動産の売却もしくは裏付けとなっているローンおよび特定社債のリファイナンスに伴う期限前弁済の可能性がある。併せてローンおよび特定社債、裏付け不動産情報を確認する。
- 必要リザーブ金額が適切にプールされているか、取り崩されている場合は、その理由を確認する。
- 投資家に対し当初予定通りの配当交付が予定されているかどうか確認を行う。
- 契約上アドバンス条項が規定されている案件については、アドバンスの実施状況（もしあれば）について確認を行う。

2. CMBS の裏付け資産であるローンおよび特定社債のパフォーマンスの確認

- リポートで報告された内容に基づき、ローンおよび特定社債のパフォーマンスについて確認を行う。特に元本の期限前弁済が行われている場合には、裏付け不動産の売却されている可能性があり、裏付け不動産情報についても確認を行う。
- ローンおよび特定社債レベルで、必要リザーブ金額が適切にプールされているか、取り崩されている場合は、その理由を確認する。
- ローン契約書等に定められたコベナントの遵守状況について確認を行う。
- ウォッチ・リスト等特記事項にローンおよび特定社債の回収に関する懸念事項が記載されている場合には、その内容および理由についての確認を行う。

上記の項目において、リポート記載の内容だけでは不十分とサーベイランス・アナリストが判断した場合には、サービサー等の関係者に現在の状況および今後の見通しについてヒアリングを行い、別途、詳細情報を要請する場合がある。

3. 最終的な裏付け不動産（ローンおよび特定社債の裏付け資産）のパフォーマンスの確認

- リポートにより報告された収入・支出・NOI・NCF・稼働率について当初査定した水準と大きな乖離がないか確認する。乖離が発生していた場合、一過性のものか継続的なものかを見極める必要性があり、継続的と判断されたものについては、当初格付け付与と同様のプロセスで、再度評価の見直しを行う場合がある。また、より詳細の情報を得るため、現地実査およびサービサーやスポンサーに直接ヒアリングを行う場合がある。
- 上記以外に、不動産のキャッシュフローに影響を与えるような事象、例えばテナントの賃料延滞や、当初想定外の大規模修繕の発生、大口テナントの信用状況の変化、大口テナントの移動等がないかどうかを確認する。

4. その他

□ 各関係当事者の業務遂行能力の確認

各関係当事者の業務遂行状況は、CMBS のパフォーマンスに対し重大な影響を与える場合がある。例えば、サービサーの CMBS 案件における役割は重大であり、その債権管理・回収能力などをモニタリングするため、スタンダード&プアーズではサービサー評価サービ

スを行っている。案件の急激な増加などに対する組織の対応状況、案件を処理するにあたって十分な経験と知識を備えた人材が充足されているかどうか、コンプライアンスや受託サービスの履行が適切になされているかどうかなどをモニタリングするために、サーベイランス担当アナリストはサービサー評価担当アナリストと連携して分析を行っている。

□ 地震等の災害について

地震等の災害についても、裏付け不動産の資産価値に与える影響は甚大となり得るため、一定レベルの震度以上が発生した場合については、サービサー、当初アレンジャー等の関係者から、すみやかに被害状況および修復計画についての調査報告を要請しており、影響が重大と判断される場合については、アナリストが直接実地調査を行う場合がある。

7.4. 格付け変更およびその他リリース

上記「7.3.2 サーベイランスのプロセスおよび分析」に基づき、格付けの変更の検討が必要である場合については、格付け変更の要否について格付委員会で協議し、決定される。格付委員会によって格付け変更が決定された場合、公開案件については、すみやかに当該格付け変更が発表される。なお、格付の変更を行わない場合であっても、CMBS 案件に影響を与えるような重要な事象が発生した場合には、すみやかにその内容とスタンダード&プアーズの見解を発表する。

本ガイドラインに関するお問い合わせ先：

ストラクチャードファイナンス部：電話 03-4550-8000（代表）

スタンダード&プアーズ（ザ・マグローヒル・カンパニーズの一部門）より発行 ©2006 ザ・マグローヒル・カンパニーズ

本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグローヒル・カンパニーズ 会長兼社長—ハロルド・W・マグローIII

本社：1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A. スタンダード&プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.

スタンダード&プアーズ東京：東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル28階

弊社発信のレポートは信頼しうる情報に基づくものですが、情報源あるいはレポートその他に人為的または機械的な誤謬が生じる可能性があるため、情報が正確、妥当または完全である旨の保証は致しかねます。さらに誤謬や脱漏、あるいはそうした情報に基づく結果についても責任を負いかねます。スタンダード&プアーズは格付けに際して原則として対価を受領しています。格付けの発表についてはその権利を留保しており、出版物の講読料を除き料金はいただいておりません。格付けは証券の購入や売却、あるいは保持を奨めるものではなく、また時価や利回り、ある特定の投資家に対するその証券の適合性について言及するものでもありません。



Structured Finance

CMBS ローンレベル・ガイドライン

2006 年 11 月

目次

1.	はじめに	4
2.	借入人 SPC の倒産隔離（バンクラプシー・リモート）性	5
2.1	借入人 SPC の倒産隔離性を確保するための考え方	5
2.2	リサイクル SPC	7
3.	不動産関連	7
3.1	アセット・マネジャー／プロパティーマネジャー	7
3.2	権利関係	8
3.2.1	借地権	8
3.2.2	定期借地権	8
3.2.3	区分所有物件	8
3.2.4	共有物件	8
3.3	敷金・保証金	9
3.4	地震保険	9
3.5	保険	9
3.6	環境リスク	10
3.7	境界	10
3.8	遵法性	10
4.	キャッシュフロー関連	10
4.1	キャッシュフローの流れ	10
4.2	コミングリング・リスク	11
4.3	適格口座	11
4.4	キャッシュ・トラップ	11
4.5	金利キャップ・金利スワップ契約	12
4.6	L/C 契約	13
4.7	金利リザーブ	13
4.8	リリース・プライス	13
5.	ローン契約関連	14
5.1	保全内容	14
5.2	ノンリコース・カーブアウト	14
5.3	劣後ローン	14
5.4	匿名組合（TK）契約	15
5.5	ボロワー・コベナント	15
5.6	ボロワーの表明保証	15
5.7	ディフィーザンス	16
5.8	債務不履行事由	16
5.9	ローンレベルで必要とされる意見書の項目	16

6.	特定社債	17
7.	ローン・サマリー	17
Appendix 1.	アセット・マネジャー／プロパティーマネジャーとのヒアリング項目	18
Appendix 2.	不動産証券化における一般的な保険内容	20
Appendix 3.	ローン・サマリー	21

1. はじめに

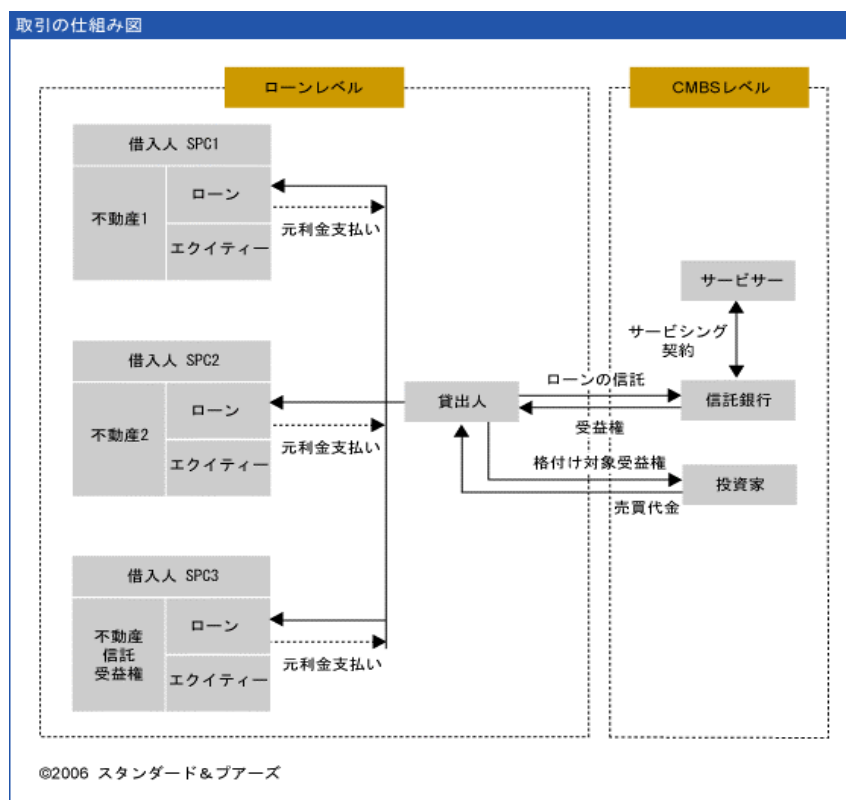
スタンダード&プアーズは、1999年に初めて日本のCMBS（商業用不動産担保証券）案件に格付けして以来、さまざまなCMBS案件に格付けを付与してきた。CMBSを裏付ける最終的な不動産は、主要なアセット・タイプであるオフィスビルやレジデンシャルのほか、ホテル、リテール、倉庫など、多岐に渡っている。最近では、不動産に裏付けられたノンリコース・ローン（以下「ローン」）および資産流動化法に基づく特定目的会社が発行する特定社債を証券化する方法が大半を占める傾向がある。ローンと特定社債は、その最終的な効果に共通点が多いものの、表面上の仕組みは大きく異なっているため、本レポートはローンを念頭において書かれていることに注意されたい。特定社債の場合の特徴と留意点は、後述の通りである。

本レポートでは、CMBS案件においてローンを証券化する際に、スタンダード&プアーズがローンレベルで頻繁に問い合わせを受けるいくつかのポイントについて、ガイドラインを示すことを目的としている。CMBS案件にはさまざまなタイプがあり、案件によっても異なる点が多いことから、ローンレベルにおけるすべてのポイントを網羅することは困難であり、記述が不足している点については、証券化の関係当事者が思慮深い判断をされることが期待される。なお、今後の法改正等に応じて、本ガイドラインの内容は適宜見直されるべきものである。

CMBSにおいて、信託を使ってローンを証券化する際の一般的なストラクチャーを図1に示す。格付けを付与している信託受益権の裏付けとなっているのは、不動産を担保とするローンである。貸出人（当初レンダー）は当該ローンを信託譲渡し、信託受益権にして投資家に販売する。

CMBS案件においては、借入人SPC（特別目的会社）に対して貸し出されたローンの裏付けとなる不動産とその不動産が生み出すネット・キャッシュフロー（NCF）が、格付けを付与された信託受益権の元本と配当を支払う源泉となる。以下、本ガイドラインでは、ローンレベルにおける、借入人SPCの倒産隔離性、不動産、キャッシュフロー、ローン契約などに関して、スタンダード&プアーズが分析を進める上でのいくつかの重要なポイントについて記述する。なおCMBSレベルでの分析ポイントは、ローン譲渡の真正譲渡性などABS（資産担保証券）を含む一般の証券化案件と共通する論点が多いため、本ガイドラインでは特にローンレベルでの分析ポイントに主眼を置いている。

図1：CMBSのストラクチャー：ノンリコース・ローンを証券化する場合



2. 借入人 SPC の倒産隔離（バンクラプシー・リモート）性

2.1 借入人 SPC の倒産隔離性を確保するための考え方

証券化における発行体とローンレベルの借入人 SPC とでは、求められる役割は異なっている。証券化における発行体は支払い不能に陥らないことが常に求められ、CMBS も例外ではない。一方、ローンレベルの借入人 SPC については、デフォルトしても当該証券化商品のデフォルトを意味するわけではなく、デフォルトの発生とその後の回収が分析上、考慮されることとなる。一般的な CMBS においては、ローンの弁済期限にローン金額を弁済できない場合、被担保債権であるローンはデフォルトとなり、回収業務を受託しているサービサーは担保権を行使するなどして裏付け資産を換価し、換価代金を受け取った CMBS 信託受託者は CMBS の元利金として投資家に支払うことになる。したがって、ローンレベルの借入人 SPC については、1) 当該ローンの弁済義務以外の理由でデフォルトを起こさないかどうか、2) デフォルトが起こって担保権を実行する際に余分な時間とコストをかけずに回収ができるかどうかの 2 つの視点から分析されることとなる。

このように求められる役割に相違はあるものの、上記 2 点を満たすため、案件の原資産となる不動産（不動産信託受益権を含む）の所有者である借入人 SPC の倒産隔離性の基準には原則として、スタンダード&プアーズが発行体に要求する倒産隔離性に関するクライテリアが準用される。倒産隔離性を達成するためにスタンダード&プアーズが考慮する重要なポイントは、一般に以下の通りである。

- **事業目的の制限**
借入人 SPC の事業目的が、不動産を所有管理しローンの元利払いに必要な行為に可能な限り限定されていることが必要である。
- **債務負担の制限**
借入人 SPC が案件に定められた以外の追加的な債務を負うことについて、可能な限り制限されていることが必要である。
- **責任財産限定特約および倒産申し立て権の放棄**
借入人 SPC と各債権者との契約には、ローンの裏付け資産のみを責任財産とする旨の責任財産限定特約および、ローン完済後一定期間が経過するまでは倒産申し立て権を放棄する旨の約束が含まれていることが求められる。ここで言う債権者には、レンダー、事務受託者、アセット・マネジャー、プロパティー・マネジャーなど、借入人 SPC と案件に関する契約関係に入る者をいう。
- **従業員雇用の制限**
借入人 SPC が従業員を雇用すると、従業員の労働債権の発生や従業員の行為により借入人 SPC が追加的な債務を負担する可能性があるため、原則として従業員の雇用は制限される。通常、借入人 SPC の業務は第三者に委託される。
- **合併等の制限**
借入人 SPC は合併、会社分割、資産譲渡、解散、清算等を行うことが制限される。
- **独立取締役の存在**
スポンサーの財務状況の悪化などの事情により、恣意的に借入人 SPC に倒産申し立てがなされないように、借入人 SPC の取締役には案件当事者からのコントロールを受け得る立場にない者（独立取締役）が任命されるべきである。

- **独立株主・独立持ち分権者の存在**

倒産隔離性を確保するための諸制限や独立取締役の任命が案件期間中に変更されることがないことを確保するために、借入人 SPC の株主・持ち分権者は、オリジネーターやスポンサーなどの案件当事者や案件当事者からコントロールを受け得る立場の者でないことが求められる。一般的にはケイマン SPC、中間法人（2006 年 2 月に公布された「一般社団法人及び一般財団法人に関する法律」施行後の「一般社団法人」）、デラウェア LLC（Limited Liability Company）などが、借入人 SPC の独立株主・独立持ち分権者として利用されるケースが多い。＜詳細については「一般社団法人制度と有限責任中間法人」（2006 年 6 月 26 日発行）、「米国 LLC 制度を用いた場合の倒産隔離に関する格付け基準」（2005 年 12 月 16 日発行）の各リポートを参照されたい。

表 1：独立株主の概要

独立株主の種類	概 要
ケイマン SPC	ケイマン SPC は、ケイマン諸島に本店を置き、ケイマン法に基づいて設立された株式会社であり、借入人 SPC に対して出資を行う。ケイマン SPC の議決権株式は、慈善信託という非営利の目的を持つ信託の受託者によって保有され、取締役には独立取締役が就任する。したがって、ケイマン SPC が借入人 SPC の倒産隔離性を阻害するような議決権行使を行う蓋然性は極めて低いと見なされている。
中間法人（一般社団法人）	2002 年に施行された中間法人法に基づく有限責任中間法人が借入人 SPC に対して出資を行う。中間法人への拠出金（会社の資本金に該当）の拠出者と中間法人自体の議決権を保有する社員が分離されているため、ストラクチャー関係者が議決権のない拠出金拠出者になることが可能。議決権を保有する社員にはストラクチャー関係者から独立した者が就任する。
デラウェア LLC	会社の定款に相当する LLC 契約において、LLC は独立マネージャーを選任し、LLC の破産申し立て、LLC 契約の変更、借入人 SPC の独立取締役の変更などに関して独立マネージャーの承諾を必要とする取り決めを行う。なお LLC の究極的なメンバーとなっているスポンサーが破産した時に LLC がコンソリデーション（手続き併合）されるリスクも確認のポイントとなっている。

- **他社との分離**

借入人 SPC は法人格否認の法理が適用されないように、独立した法人であることが求められる。過去の判例に照らすと、第三者が会社を意のままに動かせる状況があり、会社財産と第三者財産の混同、帳簿記載・会計区分の欠如、株主総会・取締役会の不開催など、会社として必要な手続きの欠如等がある場合に、法人格が形骸と見なされることがある。

- **資産への担保権の設定**

借入人 SPC が有する資産に対して第一順位の担保権を設定する。

なお上記のポイントに関してより詳細な記述は、2006 年 10 月 18 日発行のリポート「日本のストラクチャード・ファイナンス案件：SPV の倒産隔離の考え方」を参照されたい。

これらのポイントは、借入人 SPC の倒産隔離性を達成する上で、それぞれ重要な要素となっている。

なお、複数のローンを束ねて証券化を行うコンデュイット案件においては、上記に述べた発行体と借入人 SPC に求められる役割の違いから、独立取締役や独立株主が必ずしも確保されていないなど、スタンダード&プアーズが求める倒産隔離性を完全には満たしていない借入人 SPC も一定の範囲において許容さ

れる。特に、会社法改正前の有限会社や新会社法下における合同会社のように会社更生法の適用がない会社形態においては、仮に借入人 SPC に倒産事由が発生した場合でも、借入人 SPC が有する資産への担保設定がなされていることにより担保権の実行は可能であり、債権回収にかかる期間やコストに差が出る可能性はあっても、ローンプールに占める割合が小さければ、その影響（特に上位格付けクラスへの影響）は限定される。その場合でも、倒産事由が発生した借入人 SPC のローン利払いの一時的な停止リスクがあることから、サービサー・アドバンスによる流動性補完など、CMBS レベルの利払いに直接は影響しない仕組みとなっている必要がある。

借入人 SPC として利用される会社形態として、2006 年 5 月に施行された新会社法下においては、主に株式会社や合同会社などが利用可能である。この点、従来は、設立コストや会社更生法の適用がないことから、有限会社が大半を占めてきた。しかしながら、新会社法により従来の有限会社と株式会社が統合され、その結果、有限会社は廃止された。既存の有限会社は「特例有限会社」として存続し、法律上は株式会社と見なされている。現行法制下において、倒産隔離が不十分な借入人 SPC を利用する場合には、従来の有限会社と同様に会社更生法の適用がなく、担保処分による最終的な回収が可能である合同会社が利用されると予想される。

2.2 リサイクル SPC

借入人 SPC は、ローンを借り入れるために新たに設立されることが原則である。新たに設立された借入人 SPC を利用するのは、借入人 SPC に隠れた債務がないことを確実にするためである。しかしながら、ローンを満期時に借り替えるような場合、新たに SPC を設立して不動産を譲渡すると多大なコストがかかることがあり、同じ借入人 SPC を再利用するケースも稀に見受けられる。日本の CMBS 市場が成熟するに従って、借り換え時期を迎えたノンリコース・ローンが増えてきつつあることがその背景にあり、このようなケースは今後も増える可能性があると考えられる。借入人 SPC に隠れた債務が後日発見された場合、案件のキャッシュフローに影響を与えるリスクがあるため、既存の SPC を借入人 SPC として利用する場合には、スポンサーによる表明保証のほか、会計デューデリジェンスや法律デューデリジェンスなどにより、隠れた債務の存在など案件のキャッシュフローに影響を与えるリスク要因が十分に小さいことについて確認が求められる。また、デューデリジェンスによりリスクが完全に排除できるわけではないことから、借入人 SPC の会社形態として、合同会社のように会社更生法の適用がなく、担保設定により担保権の実行が妨げられない法人である方が望ましい。スタンダード&プアーズは、これらのデューデリジェンスの結果および CMBS 案件に与える影響の度合いを検証したうえで、「リサイクル SPC」を借入人 SPC として利用することの妥当性を個別に判断する。

3. 不動産関連

3.1 アセット・マネジャー／プロパティー・マネジャー

不動産証券化において、プロパティー・マネジャーは日々の不動産管理業務を行い、アセット・マネジャーはプロパティー・マネジャーの選任・解任を含む、より大きなレベルの判断業務を担う。不動産から生み出されるキャッシュフローの安定性は、アセット・マネジャーやプロパティー・マネジャーといった不動産管理者の能力と密接に関連している。そのため、アセット・マネジャーやプロパティー・マネジャーが過去に同種の業務において十分な経験と実績を有していることは、スタンダード&プアーズの重要な確認項目である。なお、スタンダード&プアーズが不動産管理者とのヒアリングを行う場合に確認する一般的な項目は、Appendix 1 の通りである。

3.2 権利関係

スタンダード&プアーズが格付けを付与している案件の裏付け不動産の大部分は完全所有権の物件である。しかしながら、いくつかの案件には定期借地を含む借地権付建物や、区分所有建物、共有物件などに裏付けられるローンも含まれている。完全所有権以外の物件については、それぞれ固有のリスクが存する。

3.2.1 借地権

土地利用権付建物の場合、かかる土地利用権は「地上権」と「賃借権」に大別されるが、一般的には「賃借権」に基づくものが大半である。「地上権」は土地を利用する物権であり、その譲渡に地主の承諾を必要としないのに対して、「賃借権」の場合、貸主（土地所有者）の承諾なしには賃借権を譲渡・転貸できないとされている。その結果、借地権付建物の譲渡がなされる場合には貸主（土地所有者）の承諾が必要とされることから、一般に流動性が劣ると考えられる。このような貸主（土地所有者）の承諾を取得するに際しては承諾料の支払いを伴うケースも見られる。また借地契約に関して紛争が起きている場合など、借地権付建物の売買が困難となるケースも想定されること、借地契約上の特約によって物件の用法に制約があるケースもあることから、借地権付建物の場合には、その継続性、譲渡可能性などに留意が必要である。借地借家法によって、借地契約の終了時に、地主は正当な事由をなくしてその更新を拒絶することはできないとされているが、ノンリコース・ローンの弁済時期に十分な借地契約の残存期間があることが望ましい。

3.2.2 定期借地権

「定期借地権契約」とは、公正証書によって締結され、借地契約で定められた存続期間の満了時に契約期間の更新はなされず、建物を取り壊して更地にして返さなければならない借地契約である。定期借地権契約の場合、契約期間（一般定期借地権は期間が50年以上となっているが、借地上の建物が居住用ではなく事業用に限定される定期借地権を「事業用定期借地権」といい、その期間は10年以上20年以下となっている）が終了した場合に、建物は取り壊さなければならないことから、ローンを裏付ける資産は全くなってしまう点に注意が必要である。このようなケースでは、ノンリコース・ローンの弁済時期に十分な借地契約の残存期間があることが必要不可欠である。

3.2.3 区分所有物件

区分所有物件の場合、専有する不動産の管理や処分は区分所有者単独で行えるが、共用部分の管理や修繕には、区分所有者集会による議決が必要となる。必要な議決権はその議決する事項の内容によって異なるが、例えば、不動産の管理規約の変更には区分所有者および議決権の各4分の3以上の決議が必要であり（建物の建て替えについては区分所有者および議決権の各5分の4以上の決議が必要である）、案件に含まれている区分所有部分の割合によって、共用部分への支配力は異なる。建物全体が十分に管理され、必要な修繕等の実施が可能かどうかは管理規約の内容以外にも他の区分所有者のプロファイルや区分所有持ち分割合の組み合わせに依存する部分が大いため、区分所有物件についてはこれらを個別に検証する。

3.2.4 共有物件

共有物件の場合、その管理は原則として共有者の持ち分の過半数で行うとされているため、案件の借入人側が過半数を有していない場合、テナント選定や賃料額決定に関しても借入人側の意思が反映できない可能性がある。なお、共有物件を改築したり処分する場合には相共有者全員の同意が必要であるため、処分可能性が事実上制限される可能性がある。さらに相共有者から共有物の分割を請求される可能性もあり、物件全体の売却による換価が求められたり、また、複数の区分所有持ち分として分割が認められた場合でも従前の共有者間の物件の利用方法に関する合意の効力が認められなくなる可能性があるため、共有者間の分割請求

不行使特約（ただし 5 年を超えては効力を有しない）などにより、そのようなリスクを軽減しておくことが望ましい。また、共有物件の場合、相共有者が不動産管理費用、修繕費用の持ち分に応じた負担を拠出してこないリスクもある。この場合、自己の有する共有持ち分に基づく負担割合の費用を支払っているにもかかわらず、ビル全体としては資金が不足して管理に支障が生じる。また、テナントへの敷金返還金についても共有者と連帯して責任を負う可能性も存在するため、相共有者持ち分の敷金返還請求をされる事態も想定され得る。これらの共有に関するリスクについても、共有の割合、相共有者の安定性、共有者間協定など個別に検証される。なお、相共有者リスクは重大なリスクとなり得ることから、共有に関するリスクについて、現金準備金などの仕組み上の手当てがなされることが一般的である。

3.3 敷金・保証金

敷金・保証金はテナントが入居する時に物件の貸主に対して預託するものであるが、貸主はテナント退去時には未払賃料や原状回復費用を控除しこれを返還する必要がある。敷金・保証金は債務と流動性の 2 面から分析される必要がある。そもそも物件を換価する際に積み立てられていない敷金・保証金は売買代金から控除されることが一般的であり、積み立てられていない場合、追加的な債務があるものと考えられ、換価価値に影響を与える。また、積み立てられていないと、テナントが退去した際の敷金・保証金返還債務や、テナントが倒産した際の原状復旧工事費用の支払債務によって、借入人 SPC の資金が不足し、支払い不能に陥る可能性も存在する。したがって、敷金・保証金について一定額は、流動性リスクに対応するものとしてあらかじめ別途積み立てておくことが求められ、積み立てられていない部分については、追加的な優先債務があるものとして分析されることとなる。

3.4 地震保険

日本では、ほぼ全国で地震被害の可能性がある。地震により裏付け不動産に毀損が発生した場合、ローン元本の毀損につながる恐れがあるため、不動産証券化案件において地震リスク分析は不可欠である。このため、裏付け不動産の地震リスクが高い場合、スタンダード&プアーズは地震保険の付保を求めている。

地震リスク分析のため、スタンダード&プアーズは、1981 年のいわゆる「新耐震法」の前と後によらず、原則すべての裏付け不動産に対して地震リスク分析レポートの提出を求めている。地震リスク分析レポートには耐震性にかかる詳細な分析とともに最大可能損失額（PML）の算出が含まれる。スタンダード&プアーズは一般的に、PML に関して、「再現期間 475 年相当の地震が発生し、その場合の 90%非超過確率に相当する物的損失額の再調達価格に対する割合」との定義を採用している。最大可能損失額には、建物が被る物的な損失のみを含み、建物が利用できないことによる機会損失等は考慮されない。PML が 25%を超える場合、原則として地震保険の付保が必要な水準であるとスタンダード&プアーズは考えているが、案件のレバレッジの水準や、複数物件の場合にはポートフォリオ PML の水準も勘案する。

3.5 保険

ローンを裏付ける不動産物件に対して、さまざまな種類の保険を維持することが求められる。火災や事故などにより不動産が毀損したり、その期間中キャッシュフローが中断することになると、ローンの元本に毀損が発生する可能性があるからである。また、不慮の事故により不動産の所有者が賠償責任を負うこともある。

スタンダード&プアーズはこれらのリスクを軽減するために、適切な保険の付保を求めている。保険会社は発行する債券の格付けの 2 カテゴリー下か、「BBB」のいずれか高い方の保険財務力格付けを有する

ことが求められる。一般的な保険付保基準については、Appendix 2 を参照。

3.6 環境リスク

2003 年 2 月に施行された「土壌汚染対策法」により、日本においても土壌汚染による健康への影響に対する懸念や対策の確立に社会的要請が高まってきている。また、裏付けとなる不動産に環境リスクがある場合、不動産価格に甚大な影響を及ぼす結果となる可能性がある。不動産関連の環境リスクは主に、土壌汚染、アスベスト、有害物質（PCB など）、大気汚染（フロンガス、ラドンなど）、鉛含有塗料材などが挙げられる。土壌汚染に関しては、環境リポート（フェーズ 1）による地歴調査で汚染の有無が判断される。フェーズ 1 で土壌汚染の可能性が指摘された場合、フェーズ 2 で実際の土壌調査を実施して汚染の有無を検証する。土壌汚染以外の環境リスクに関しても、エンジニアリング・リポートでその有無が確認される。

スタンダード&プアーズは原則として、すべての不動産に対して環境リポートの提出を求めている。そのうえで問題がある場合には、汚染内容に応じた対策・処理の実施が要求される。

3.7 境界

ローンの裏付けとなる不動産について、敷地境界が確定していることが原則として求められる。境界が未確定の場合、場合によっては、土地の面積が当初の想定より縮小したり、最悪の場合、ローンの裏付けとなる建物が他人の土地の上に越境して建設されているといったリスクも考え得る。仮に確定していない場合、確定していない理由と経緯、現況と確定作業の状況、隣接所有者との訴訟や争いの有無、未確定部分が敷地外周に占める割合などを勘案して、案件への影響を個別に判断する。

3.8 遵法性

裏付け不動産の遵法性は、エンジニアリング・リポートで確認される。エンジニアリング・リポートにおける遵法性の確認は、新築や増改築時などにおける法的な届け出や監督官庁の許可の有無の確認、および許可された内容と、調査時点における建物の現状などをもとに行われ、一般に建築確認通知書と検査済証の精査および現地目視調査などにより不整合が確認される。例えば建物の用途を無断で変更して利用している場合や、監督官庁の許可が必要であるにもかかわらず許可を受けずに増改築がなされた場合には、エンジニアリング・リポートで指摘される。なお竣工後の法改正などがあった場合、不遑及の原則によってさかのぼって法令違反を問われず、既存不適格として違法建築物と異なる取り扱いがなされる。裏付け不動産に違法性が認められる場合、適法な状態になるように修復されることなどが求められる。

4. キャッシュフロー関連

4.1 キャッシュフローの流れ

一般的な CMBS 案件におけるキャッシュフローの流れは、以下の通りである：1) テナントは賃料をロックボックス（一般に、レンダーが管理する倒産隔離が図られたエンティティー名義の口座をさす）に入金する、2) その資金はキャッシュ・マネジャーやサービサーによって、ローンの元利金、不動産関連費用を含む各種準備金等に充当される、3) 残余はローン契約における後述の DSCR トリガーなどの配当制限条項に抵触していない限りスポンサーに配当される。ローンの元利金は最終的に、CMBS 投資家への元利金の支払いに充当される。

また不動産が信託されている場合、テナントの賃料は不動産信託受託者に支払われるケースもある。この場合、不動産信託受託者は税金や保険支払いのための準備金への充当や各種コストを控除した後の残金を配当としてレンダーに支払い、その資金はキャッシュ・マネジャーやサービサーによってローンの元利金の支払い等に充当される。

各種の準備金勘定の設定により、年間で発生する費用を毎回のキャッシュフローの計算期間に平均的に分散させることによって、スポンサーからの追加出資に依存せずに、不動産からのキャッシュフローのみですべての支払いが賄われる仕組みになっていることが肝要である。

4.2 コミングリング・リスク

テナントが支払う賃料をもとにローンの元利払いがなされるが、その過程においてコミングリング・リスクの影響がないような仕組みとなっていることが肝要である。コミングリング・リスクとは、案件において本来分別管理されるべき資金がスポンサーなどの他の資金と混同されるリスクをいう。具体的には、不動産のオリジネーターがマスターレシーを務めていて、テナントからの賃料がマスターレシー名義の口座に振り込まれる場合、その資金がマスターレシーの信用リスクにさらされている状態などである。この場合、マスターレシーに倒産事由が発生すると、最悪の場合、当該賃料が案件に流れなくなるリスクがある。コミングリング・リスクを排除するためには、上述のロックボックスの採用や、不動産が信託されている場合にはテナントからの賃料を不動産信託受託者名義の信託口座に直接振り込むといった手当てがなされるケースが一般的である。また案件の仕組み上、上記の対応が困難な場合には、ローンの元利払いへの影響を勘案してコミングリング・リスクに対応する準備金勘定が設定される。

4.3 適格口座

前述の口座名義人の信用リスクであるコミングリング・リスクが回避された場合でも、案件のキャッシュフローは入出金が行なわれる銀行の信用リスクにさらされている。エンド・テナントが支払う賃料は倒産隔離された SPC や信託銀行などが有する銀行口座を介して案件に支払われるものであり、銀行が支払い不能に陥った場合には、銀行口座にある資金の払い出しに影響を及ぼす可能性がある。したがって、銀行口座は一定レベルの信用力を有する金融機関に開設・維持されること、あるいは預金保険機構によって全額保護される「支払い対象決済用預金」であることが重要である。スタンダード&プアーズは適格口座に関する基準を別途開発・公表しており、CMBS で利用される銀行口座にもこの基準が適用される。＜詳細については「回集金口座の適格基準に預金保険制度を反映」（2003 年 8 月 6 日発行）を参照いただきたい。＞

4.4 キャッシュ・トラップ

キャッシュ・トラップ・トリガーは、ローン契約書で定められた一定事項に抵触した場合に、エンド・テナントから支払われた賃料からローンの元利金、不動産関連費用を含む各種準備金などを控除した後の残余資金のスポンサーへの配当を制限するものである。

ローンがデフォルトした場合、ローンの返済原資は不動産を換価処分した回収金と案件の口座に残った資金の合計となる。NCF が減少している場合、ローンがデフォルトするまでに案件の口座に資金ができるだけ多く残るような仕組みとなっていることが肝要であるために設けられる仕組みが、キャッシュ・トラップ・トリガーである。キャッシュ・トラップ・トリガーにより留保された資金は、ただちにローンの元本償還に充当される取り決めとなっている場合や、資金は留保されるものの複数回連続してトリガーに抵触するまではローンの元本償還に充当されない取り決めとなっている場合などがある。後者の場合は一旦資金が留保され

ても、その後トリガーに抵触しない状況になれば、その資金はスポンサーにリリースされる。

一般的なキャッシュ・トラップ・トリガーは、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR）トリガーである。DSCR トリガーは一定期間の NCF をローン契約で定められたローン・コンスタントに基づくデット・サービスで除した数字が一定レベル以下となった場合に発動する。例えば、案件の NCF が減少する要因として、空室率の上昇、賃料レベルの低下、不動産関連コストの上昇などが挙げられる。これらの要因により NCF が減少している場合、上記の計算の結果導かれる DSCR の水準も低下する。これが一定レベル以下になった場合、従来ローンの元利金を支払った後にスポンサーに分配されていた余剰資金は、リザーブとして別途プールまたはローンの元本償還に充当される。ただし、DSCR トリガーの水準が低く設定されているような場合には、DSCR トリガーの効果が乏しいケースも考えられるので、留意が必要である。スタンダード&プアーズは、キャッシュ・トラップ・トリガーの有無だけでなく、その内容（トリガーの水準と抵触した場合の効果）についても格付け分析に反映させている。

また、ローンの裏付け不動産が単一のテナントによって賃借されている場合（シングル・テナント）の場合には、DSCR トリガーは実質的に機能しない。テナントがいる限りにおいては安定的な NCF が期待できる一方、そのテナントが抜けた場合には賃料収入はゼロ（不動産管理費用控除後の NCF はマイナス）になってしまうため、キャッシュ・トラップできる余剰資金が全くない状態になってしまうからである。この場合、DSCR トリガーの代わりに、第三者の鑑定評価をベースにローン・トゥ・バリュー（LTV）の水準が一定レベルを確保していることを確認するための LTV テストが行われるケースもある。

4.5 金利キャップ・金利スワップ契約

金利キャップ契約はローンレベルでの金利上昇リスクを緩和するために利用される。借入人 SPC が受けるキャッシュフローは物件から生み出されるものに限定されており、借り入れ期間中に金利が急上昇した場合、ローンの元利金払いができなくなるリスクがある。金利キャップ契約はストライク・プライス以上の金利は金利キャップ・プロバイダーが提供する内容の契約であり、金利上昇リスクをヘッジしている。

金利スワップ契約は、ローンレベルと CMBS レベルにおける変動金利と固定金利のミスマッチがある場合に、これを一致させるために利用されるケースが多い。

これらの契約が案件期中に変更されると、案件はキャッシュフローの変更リスクを吸収できない。したがって、スタンダード&プアーズの格付け規準はこれらの契約が期限前に解約される事由を制限している。また案件はヘッジ・カウンターパーティからのキャッシュフローに依拠していることから、「AAA」の格付けが付される案件の場合、原則として短期格付けが「A-1」以上のカウンターパーティであること（金利キャップ・金利スワップの場合）を求めている。

ローンが期限前弁済された場合、金利キャップ契約は一般に一時金を前払いすることで締結されることから、解約金は発生しない。一方、金利スワップ契約に関しては解約金が発生するリスクがある。金利スワップ契約に関して、ローンが期限前弁済されることにより CMBS レベルでのスワップ契約が解除され、解約金が発生した場合のリスクについて、解約金の支払いが案件のキャッシュフローに及ぼす影響を個別に評価する必要がある。

4.6 L/C 契約

ローンの借入人はほとんどの場合、金利準備金や敷金準備金などの準備金を積み立てることが求められている。準備金は一般的に現金で積み立てられることから、ローン金額が大きくなる場合に借入人の負担軽減の要望が強く、現金を積み立てる代わりに L/C（レター・オブ・クレジット）が使われる場合がある。

この場合 L/C は格付けの規準を満たす適格な L/C である必要がある。適格な L/C とは、案件の特性や L/C のサイズや案件における重要性によって決定される。一般的に適格な L/C とは、「AAA」の格付けが付与される案件の場合、短期格付けが「A-1」以上の金融機関によって発行されたものであり、主に以下のような条件が適用される。

1. L/C は全額ではなく、部分的な引き出しも許可される。
2. L/C はローンの譲り受け人に、追加的な負担なしで自由に移転可能である。
3. ローンの保有者は以下の要件に該当した場合、さらなる通知なしにただちに L/C を引き出すことができる。
 - a) ローンがデフォルトしている。
 - b) 借入人が L/C の有効期限が切れる 30 日前までに、L/C の更新、延長、または新たな L/C をローンの保有者に提出できない。
 - c) 発行銀行の格付けが上記の規準を満たさなくなった場合で、それから 30 日以内に借入人が格付け規準を満たす代替の L/C をローンの保有者に手渡すことができない。
4. 当然のことながら、L/C の返済は借入人 SPC の義務ではなく、スポンサーの義務となっている必要がある。

4.7 金利リザーブ

担保物件の一時的な稼働率低下等によるローンの流動性補完のために、多くのローンでは金利リザーブが設定される。金利リザーブの水準は、主にテナントの分散状況と当該物件の競争力によって決定される。テナントが非常によく分散しており、担保物件に競争力がある場合には、上位テナントが退去しても、収入低下の割合も小さく、代替テナントも比較的早期に入居してくると予想されることから、ローンの利払いへの影響が少なく、金利リザーブの重要性も低い。一方、シングル・テナントの場合や、テナント退去後に代替テナントの確保に時間がかかると考えられる場合には、より長期の期間をカバーできる金利リザーブが必要となる。なお、シングル・テナントの場合、当該テナントの信用リスクは切り離せないことから、長期契約が締結されていても賃貸借契約解除のリスクを考慮することとなる。

4.8 リリース・プライス

複数物件に担保されたローンについて、借入期間中の一部物件売却を認める場合には、リリース・プライスが設定されるが、これは当該物件に割り当てられるローン金額を十分に超過する水準である必要がある。これは、複数担保物件中の魅力的な物件のみを優先して売却する、いわゆる「チェリー・ピッキング」の影響軽減のためである。リリース・プライスの水準は、物件数、物件の集中度合い、案件のレバレッジの水準などによって決定されるべきである。リリース・プライスの水準が不十分であると判断される場合はその影響を検証したうえで、案件分析において考慮されることとなる。

5. ローン契約関連

5.1 保全内容

ローンに対する一般的な保全内容は、以下の通りである。（ただし、裏付け不動産が信託されている場合など、ストラクチャーによっては該当しないケースもあるので、すべての案件でこれらが保全内容となっているわけではない。また、これ以外の資産に保全がなされているケースもある。）

- 不動産に対する第一順位の抵当権（不動産信託受益権の場合は、質権の設定）
- 借入人 SPC のエクイティーへの質権設定
- 火災保険への質権設定
- 借入人 SPC レベルで締結した金利キャップ・金利スワップへの質権設定
- 賃借権等地位譲渡予約
- アセット・マネジメント契約譲渡担保契約

アセット・マネジメント契約に譲渡担保契約が付されているのは、ローン・デフォルト時にはレンダーが同契約を解除できる仕組みとするためである。多くの案件において、アセット・マネジャーはローン借入人の関連会社が務める。したがって、ローンがデフォルトした場合に備えて、アセット・マネジャーの解任を可能にしておく必要がある。

5.2 ノンリコース・カーブアウト

「ノンリコース・カーブアウト」とは、ある条件のもと借入人 SPC のスポンサーに遡及できる条項のことである。

ノンリコース・ローンには、ローンの回収原資が責任財産に限定されるという、借入人にとってのメリットがある。しかし、そのメリットは表明保証の正確性やさまざまな誓約事項が遵守されることを前提としており、仮にこれらに違反があった場合には、責任財産の限定にかかわらず、スポンサーに責任を訴求することができるような仕組みが必要である。このような条項を設けることで、借入人側が違反行為をするインセンティブ（動機付け）を弱める効果があると考えられる。

一般に CMBS には高い投資適格格付けが付与されているため、万一これらの違反行為が見られた場合、スポンサー側が十分な補償能力があることに格付け上は依存できないものの、貸付人側、すなわち CMBS 投資家側が望まない行為は借入人側も望まないと見なして両者の利害を一致させることは、スタンダード & プアーズの分析の重要な要素の 1 つである。

5.3 劣後ローン

証券化されるローンもしくはローンの一部とスポンサーからのエクイティーの間を埋めるデットの総称としての劣後ローンは、さまざまな形態となりえる。劣後（「メザニン」とも呼ばれる）ローンの形を取るものもあれば、証券化するローンをシニアとメザニンに分割して分ける（いわゆる「A/B ローン」）形態もある。劣後ローンの存在は、リファイナンス期の弁済に借入人が準備しなければならない金額が多くなる分、バレーン・リスクを高めるものである。

劣後ローンの場合、優先ローンが完済されるまで期限の利益を喪失しないような仕組み上の手当てが一般的であるが、仕組みによって優先ローンへの影響度は異なり、その影響度は CMBS のトランシングに反映されることとなる。

5.4 匿名組合（TK）契約

不動産を購入するための資金はノンリコース・ローンとエクイティーによって調達されるが、エクイティー部分は、TK 出資として入れるのが一般的である。TK 契約は TK 営業者と TK 出資者との間で一対一の関係で結ばれる契約であるが、TK 出資者の倒産事由は TK 契約の強制的な解除事由となるため、ローンが完全に返済されるまでは、TK 出資金の返還請求ができないような仕組みが必要となる。

5.5 ボロワー・コベナンツ

当該案件に対する格付けの前提となった条件を期間中維持するために、借入人 SPC に一定の誓約が求められるのが一般的である。誓約事項は案件によって異なるが、一般的なものとして、以下が挙げられる。

- (i) 案件のスキームに関するもの：関連諸契約の誠実な履行、関連諸契約の変更の制限、一定の口座以外の口座開設の禁止など
- (ii) 借入人 SPC の倒産隔離性に関するもの：追加債務負担行為・追加担保設定行為の制限、倒産の不申し立て、組織変更・事業活動の制限、従業員の雇用禁止、取締役の独立性維持など
- (iii) 裏付け資産に関するもの：資産の処分禁止、担保の維持、保険の付保、DSCR トリガーの設定など
- (iv) その他：財務状況・資産管理状況報告、年次予算計画書の作成、適用法令遵守など

5.6 ボロワーの表明保証

借入人 SPC は、当該案件に対する格付けの前提となった条件を確保するため、一定の表明保証を求められるのが一般的である。表明保証を求められる事項も案件によってさまざまであるが、一般に以下の点が挙げられる。

(i) 借入人 SPC に関する表明保証

- ボロワーが適法に設立され、有効に存続し、権利能力・行為能力を有していること
- 社内の授権手続きが完了していること
- 契約締結が定款・契約に違反しないこと
- 関連契約が適法かつ有効であること
- 必要な許認可を取得していること
- ボロワーに対する訴訟係属・提起の恐れがないこと
- 債務不履行状態の不存在
- ボロワーの倒産手続き係属・提起の恐れがないこと
- 適用法令を遵守していること
- 関連契約以外の債務負担がないこと

(ii) 受益権・裏付け不動産に関する表明保証

- 受益権・不動産を借入人が唯一かつ完全に保有していること
 - 所有権・担保権につき対抗要件を具備していること
 - 受益権・不動産に関し案件以外の担保が設定されていないこと
 - 信託契約・受益権の適法性・有効性、信託契約上の債務不履行がないこと
 - 関連担保契約の適法性・有効性、物件に関する公租公課の滞納がないこと
 - 物件の利用について法令を遵守しており違法な利用がないこと
 - 開示されたものを除きテナントの倒産手続き係属・賃料滞納がないこと
 - 物件に対する第三者からの侵害行為がないこと
 - 必要な許認可を取得していること、物件に関する訴訟係属がないこと
 - 物件に関する諸契約の有効性
-

- 環境リスクがないこと
- 物件に瑕疵がないこと
- 境界が確定していること

5.7 ディフィーゼンス

裏付けローンには一定の期限前弁済禁止期間があることが一般的であり、期限前弁済禁止期間であつても期限前弁済が可能となる時期までの利息を全額支払うことで実質的に期限前弁済がされるケースがある。その結果、CMBS が不動産リスクから切り離され、案件の信用力は飛躍的に向上し、格上げにつながるケースも多い。

5.8 債務不履行事由

ローンレベルでの債務不履行は、格付けが付与されている CMBS の債務不履行を直接には意味するものではない。ローンレベルで債務不履行が発生しても、アドバンス等によって CMBS の利払いを継続し、その間にローンの担保となっている不動産を換価して CMBS の元本償還を行う仕組みとなっているためである。

5.9 ローンレベルで必要とされる意見書の項目

(i) 関連契約の有効性および借入人 SPC など関連当事者に関する一般的法律意見書

ローン契約、信託契約、担保設定契約などが有効であり、案件当事者が権利能力を有していることは、案件にとって重要である。一般的には、次のような事項が法律意見書により言及される。

- (f) 借入人 SPC など関連当事者の権利能力および行為能力
- (g) 関連当事者の社内の授権手続きの完了
- (h) 関連当事者の定款、法令、他の契約などとの適合性
- (e) 関連諸契約・担保権設定の有効性、執行可能性、対抗要件具備

(ii) ローンの裏付けとなる不動産に関する事項、その他個別事項に関する法律意見書

特に重要と考えられる事項については、個別に法律意見が求められる。個別的意見を求める事項は、格付けの対象となるスキームにより異なるが、次のような事項がある。

- (f) 真正譲渡（対象不動産の譲渡について、その譲渡が真正な譲渡であり、譲渡人の倒産手続きにおいて、譲渡担保などの担保権設定取引と見なされないこと）
- (g) 不動産譲渡が否認されないこと（対象不動産の譲渡について、その譲渡が、譲渡人の倒産手続きにおいて管財人による否認・詐害行為取消権の対象とならないこと）
- (h) 匿名組合出資、劣後ローンなどの劣後特約の有効性
- (e) 対象不動産が信託される場合、受託者の倒産手続きにより受益者の権利が影響を受けないこと

その他、借入人 SPC の倒産隔離性に関し、株主が外国の LLC 等の SPC である場合における LLC 契約の有効性、株主・借入人 SPC に倒産手続きにおける手続き的併合・法人格否認の適用がないことに関する法律意見書が求められることがある。

(iii) 源泉所得税など想定していない課税が発生しないことなどに関する税務意見書

6. 特定社債

ローンを裏付けとする CMBS と同様に、資産流動化法上の特定目的会社が発行した特定社債を裏付けとする CMBS も発行されており、特定目的会社も借入人 SPC と同様の役割を果たすビークルとして多く利用されている。本ガイドラインで記載されている事項の多くは原則として特定社債にも準用できるものの、大きく異なるポイントとして、特定社債の場合には担保付社債信託法の適用を受けることの煩雑さから個別担保権は設定しないという日本における実務慣行を勘案して、倒産隔離が十分に図られている場合は担保権の設定は求めている点が挙げられる。

また特定目的会社の場合、特定持ち分信託制度による倒産隔離の達成が可能である。詳細については「特定持ち分信託制度による証券化の倒産隔離性」（2003 年 10 月 15 日発行）を参照されたい。

特定社債では、キャッシュ・ウォーターフォールの仕組みについてもローンとは大きく異なる。特定社債はローンと違って、レンダーが存在しないことから、テナントからの賃料についてレンダーが管理するロックボックスに入金し、必要資金を控除した後の残余を借入人に配当する仕組みは取れない。したがって特定社債の場合には、特定目的会社レベルの口座を利用して資金が分配されるため、第三者のキャッシュ・マネジャーを選任する等の仕組みが求められる。

なお、特定目的会社が行う配当の損金算入が認められる要件として、利益の配当支払額が配当可能所得の 90%以上であることが求められることから、特定社債の約定弁済可能額に制限があり、仕組み上の注意が必要である。

7. ローン・サマリー

Appendix 3 のローン・サマリーでは、CMBS のコンデュイット案件などでスタンダード&プアーズに一覧表で提供されることが期待されているローンレベルの情報に対する質問事項が列挙されている。なお、これらは一般的な CMBS 案件を想定したものであり、これに記載されている以外の特殊な事項がある場合には、個別に説明が求められる。

Appendix 1 : アセット・マネジャー／プロパティ・マネジャーとのヒアリング項目

- I. 業界概要
 - 1. 主な競合他社
 - 2. 業界構造とその変化
- II. 会社概要
 - 1. 沿革（資本構成など）
 - 2. 組織
 - a. 各部門の構成（組織図など）
 - b. 人員構成（代表者および主要メンバーの経歴を含む）
 - 3. 財務内容
 - 4. 会社全体の経営戦略と計画
- III. 会社のアセット・マネジメント／プロパティ・マネジメント・ビジネスの概要
 - 1. ビジネスの変遷
 - 2. ビジネスの戦略
 - a. 長期の方針と目的
 - b. 短期的戦略
 - 3. ビジネスの組織形態
 - a. 担当部門の構成
 - b. 人員構成
 - c. 実績報告および管理の方法
 - d. 資金管理方法（敷金の運用方法も含む）
 - 4. 競争状況
 - a. マーケットシェア
 - b. 競争優位の分野（物件タイプ、地域、管理形態など）
 - 5. 過去の実績
 - a. 管理（保有）物件数
 - b. 管理（保有）物件の実績
 - c. 管理（保有）物件の投資残高
 - d. 滞納テナントの実績
 - e. 敷金、保証金、フリーレントなどの実績
 - f. 物件売却における実績・投資に対するリターン
- IV. リーシング・ポリシー
 - 1. マーケティング手法と契約対象候補の発掘、および広告宣伝戦略
 - 2. 賃借人審査方法
 - a. 審査および決裁方法
 - b. 賃料決定と交渉方法
 - c. 敷金、保証金、更新料
 - d. フリーレント、オーナー負担修繕費
 - e. リース期間
 - f. リーシング・コミッション
 - g. 一般的なリース契約書

-
-
3. テナント・マネジメント
 - a. テナントの要望への対応方法
 - b. 賃料徴収方法
 - c. 更新時交渉方針と賃料水準
 - d. 賃料減額請求や賃料交渉決裂の場合の対応
 4. テナントの賃料滞納、不払い、退去方法
 - a. 賃料滞納時の対応
 - b. 不払い確定と敷金との相殺方法
 - c. 退去に向けての法的手段
 - d. 不法侵入者などへの対応
 5. 物件管理
 - a. ビル管理マニュアルの概要
 - b. 長期修繕計画
 - c. ビル点検の頻度

V. 対象物件

1. 概要
 - a. 法規制への準拠状況
 - b. 物件の取得経緯
 - c. 過去実績
 - d. 長期修繕計画の概要
2. 地域の需要関係
 - a. 周辺での新規供給物件の可能性
 - b. 需要の特徴
3. 物件の競争力
 - a. 主な競合物件
 - b. 物件の長所、短所
 - c. 物件のネット・キャッシュフローを増加させるための施策（もしあれば）
4. テナントの特色、賃貸借契約の状況、直近での退去状況
5. 日常的物件管理（人員、方針）
6. トラブル・訴訟等の有無
7. 物件売却プラン（物件売却型案件の場合）

VI. 物件実査

1. 対象物件
2. 周辺競合物件
3. 物件管理会社の管理物件

Appendix 2：不動産証券化における一般的な保険内容

火災（その他自然災害を含む）保険

一般的に、火災（その他自然災害を含む）によって生じる損害の填補を目的とする保険。

スタンダード&プアーズでは、建物の再調達価格の 100%もしくは発行債権全額の低い方を保険金額とする同保険の付保を求めている。

利益保険

災害が発生すると物件の復旧に至るまで相応の期間、営業が途絶えてしまう可能性がある。一旦災害に遭うと、被害状況の検査、復旧計画の策定と決定、復旧コストの見積もりと保険金支払請求、復旧作業の実行、テナントと継続賃貸借の交渉など、さまざまなプロセスが長期間にわたり行われることになる。その間の案件の流動性を補完するのが、利益保険である。スタンダード&プアーズでは、この保険の付保を求めている。付保範囲は、災害発生前の水準の賃料などの収入の 12－18 カ月分を原則とする。

賠償責任保険

賠償責任保険は、建物施設内での事故により他人に怪我をさせたり、他人の所有物を破壊するなどして、損害賠償責任を負うことになった場合に被る損害の填補を目的とする保険であり、スタンダード&プアーズでは、本保険が付保されていることを求めている。

地震保険

地震保険は地震を原因とする損壊・火災等による損害を填補する保険である。PML が一定以上の場合には、地震保険の付保が求められる。

Appendix 3 ローン・サマリー

1. 参加当事者名

- 1.1 借入人 SPC 名
- 1.2 貸付人名
- 1.3 金利キャップ・プロバイダー／金利スワップ・カウンターパーティ（S&P 格付け）
- 1.4 口座を開設している銀行名（名義人および銀行支店名）（S&P 格付け）
- 1.5 保険会社名（S&P 格付け）
- 1.6 アセット・マネジャー名
- 1.7 スポンサー名（スポンサーの事業内容に関する説明）
- 1.8 劣後ローン貸付人名

2. ローン基本情報

- 2.1 当初ローン金額
- 2.2 カットオフ時点ローン額（カットオフ時点）
- 2.3 ローン満期時予定残存元本
- 2.4 固定/変動
- 2.5 金利（変動型の場合はベース金利＋スプレッド、固定金利の場合は適用金利）
- 2.6 元利金支払日（〇〇月/〇〇月/〇〇月/〇〇月の〇〇日）
- 2.7 デフォルト金利
- 2.8 貸出日
- 2.9 満期日
- 2.10 延長オプションの有無
- 2.11 約定弁済がある場合の返済条件
- 2.12 金利キャップ/金利スワップの条件（ストライク・プライス、期間など）
- 2.13 リリース・プライス
- 2.14 債務不履行事由
- 2.15 ロックアウト・ピリオド
- 2.16 プリペイメント・ペナルティー
- 2.17 キャッシュ・リザーブ（敷金リザーブ含む）の内容
- 2.18 キャッシュ・トラップ・トリガー（DSCR/LTV テストなど）の内容
- 2.19 ローンの資金使途
（リファイナンスか新規の物件購入か。新規物件購入の場合購入金額および購入日について）
- 2.20 カーブアウト条項
- 2.21 他のローンとクロス・コラテラルやクロス・デフォルトとなっているか

3. キャッシュ・マネジメント

- 3.1 エンド・テナントからの資金の流れについて
（コミングリング・リスクがないことを確認。ウォーターフォールのストラクチャー図を添付）

4. 保全内容（セキュリティ・パッケージ）

- 4.1 担保権の内容について記述

5. 保険

- 5.1 付保内容（保険タイプ、金額、免責額など）

6. 倒産隔離（ローンレベルのストラクチャー図を添付）

- 6.1 取締役の独立性
- 6.2 借入人 SPC のエクイティ
- 6.3 マスターレシーの倒産隔離性（マスターレシーがいる場合）

7. 優先出資や匿名組合契約

- 7.1 優先出資や匿名組合契約がある場合に借入人 SPC の倒産隔離性に問題がない仕組みになっているかどうか記述

8. 不動産

- 8.1 物件名／物件タイプ
- 8.2 所在
- 8.3 築年
- 8.4 借地の有無
- 8.5 共有割合／区分所有の場合の持ち分割合
- 8.6 環境リスクの有無
- 8.7 遵法性
- 8.8 境界確定状況
- 8.9 PML

9. 劣後ローン

- 9.1 劣後ローン金額
- 9.2 劣後ローン金利
- 9.3 シニアローンに対する劣後性

10. その他

- 10.1 一般的な CMBS と異なる点があれば、その点についての説明

本ガイドラインに関するお問い合わせ先：

ストラクチャードファイナンス部：電話 03-4550-8000（代表）

スタンダード&プアーズ（ザ・マグローヒル・カンパニーの一部門）より発行 ©2006 ザ・マグローヒル・カンパニー

本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグローヒル・カンパニー 会長兼社長—ハロルド・W・マグローIII

本社：1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A. スタンダード&プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.

スタンダード&プアーズ東京：東京都千代田区丸の内 1-6-5 丸の内北口ビル 28 階

弊社発信のレポートは信頼しうる情報に基づくものですが、情報源あるいはレポートその他に人為的または機械的な誤謬が生じる可能性があるため、情報が正確、妥当または完全である旨の保証は致しかねます。さらに誤謬や脱漏、あるいはそうした情報に基づく結果についても責任を負いかねます。スタンダード&プアーズは格付けに際して原則として対価を受領しています。格付けの発表についてはその権利を留保しており、出版物の講読料を除き料金はいただいておりません。格付けは証券の購入や売却、あるいは保持を奨めるものではなく、また時価や利回り、ある特定の投資家に対するその証券の適合性について言及するものでもありません。

STANDARD & POOR'S

2007 年 6 月 25 日

日本のストラクチャード・ファイナンス サービサー評価と CMBS サーベイランス

アナリスト：

村上和聡、東京 電話 03-4550-8673

真下美津子、東京 電話 03-4550-8584

山本武成、東京 電話 03-4550-8656

日本国内の CMBS（商業用不動産の証券化）マーケットが拡大するにつれて、サービサー評価および CMBS 案件のサーベイランスに、市場の注目が集まりつつある。CMBS の投資家や案件組成関係者が、裏付け債権の管理回収業務を担うサービサーの能力および案件のパフォーマンスの進捗状況に関心を向けるのは当然のことと言える。本レポートでは現状を踏まえつつ、CMBS 案件におけるプライマリー・サービサーの役割に焦点を当て、その重要性をサーベイランスの観点から解説する。

1980 年代後半、景気後退局面にあった米国では、不良債権処理が重要な課題となっていた。この時期は、いわゆる「証券化」が大きく発展し始めた時期と重なるが、サービシング業界では不良債権処理に携わるスペシャル・サービサーが注目を集めていた。1990 年代に入って景気が回復してくると、CMBS 案件においても裏付け資産の主流は正常債権に替わり、それに伴いプライマリー・サービサーの活躍の場が拡大した。

日本も十数年遅れて、ある面では同様の経験をしている。1999 年 2 月に「債権管理回収業に関する特別措置法（サービサー法）」が施行された背景には、国内の金融機関などが抱える膨大な不良債権の迅速な処理が当時の大きな課題であったことが見てとれる。それ以来、スペシャル・サービサーが現在に至るまで、不良債権処理に大きく貢献してきたことは、誰の目にも明らかであろう。

ここ数年は景気の回復とともに、不動産市況も活況を呈してきた。1999 年以降、スタンダード & プアーズが格付けを付与した CMBS 案件も発行額ベースで拡大を続け、2006 年に格付けを付与した CMBS 案件は総額 1 兆円を超えた。CMBS 市場全体に占める不良債権の証券化の割合は年々低下する一方で、不動産購入資金の一部として貸し出されるノンリコース・ローン（アクイジション・ファイナンス）を後で証券化する案件が大部分を占めるようになった。このタイプの CMBS 案件の拡大に伴い、正常債権を取り扱うプライマリー・サービサーに対して、投資家をはじめとする市場関係者の注目が高まっている。

CMBS 案件で重要な役割を担うプライマリー・サービサー

CMBS の投資家は、CMBS の元本および利息（配当）がタイムリーかつ確実に分配されるだけでなく、案件のパフォーマンスがタイムリーかつ適切に開示されることを期待している。CMBS 案件に参画しているプライマリー・サービサーは、当該案件の裏付け資産となるノンリコース・ローン（以下「ローン」）の管理回収業務を担い、また、その業務の進捗状況および裏付け不動産のパフォーマンスなどを情報開示するためのリポーティング遂行の責も負っている。

CMBS 案件は近年、市場規模が拡大する一方で、案件内容が複雑化する傾向が見られる。従前は主な裏付け不動産の物件タイプはオフィスビル、レジデンシャル、リテールなどであったが、近年ではホテルのように、事業性が高く、キャッシュフローが複雑な裏付け資産が増加する傾向にある。また、以前は 1 案件に 1 本のローンを組み込んだ「シングル・ボロワー案件」が主流であったが、ここ数年は、1 つの案件に複数のローンが含まれる、いわゆる「コンデュイット型」や、対象となる裏付け不動産の期中売却を予定している「売却型案件」などが増加している。

このような CMBS 市場の変化に伴い、プライマリー・サービサーがローン・レベルで求められるコベナンツ（誓約事項）も複雑になってきた。当然のことながら、正常債権の管理回収を行う上で、プライマリー・サービサーは適正なサービシングの実施が求められる。将来的に裏付け不動産のパフォーマンスが悪化した場合は、プライマリー・サービサーがパフォーマンスの正常化に向けて、アセット・マネジャーやプロパティ・マネジャーと意思疎通を図る必要がある。加えて、ローン・デフォルトが発生した場合には、債務者、ローン、裏付け不動産などの関連情報をスペシャル・サービサーに適切かつタイムリーに移管する必要があるが、その際にも期中のプライマリー・サービサーの案件の総合管理能力が、カギの 1 つとなる¹。

このように、CMBS 案件においてプライマリー・サービサーは極めて重要な役割を担っており、その受託業務はより複雑化する傾向にある。

スタンダード&プアーズでは、CMBS 案件において重要な役割を担うサービサーの総合能力を評価することを目的の 1 つとして、サービサー評価²を付与している。現状では、スタンダード&プアーズが格付けを付与している正常債権を裏付け資産とした CMBS 案件に参画しているサービサー³のほとんどが、「セレクト・サービサー」⁴である。スタンダード&プアーズは、CMBS 市場におけるサービサー評価への関心の高まりは、投資家がサービシングの質を重視するようになってきたことの証左であると考えている。サービサー評価を付与した先数の年ごとの推移を、図 1 に示す。

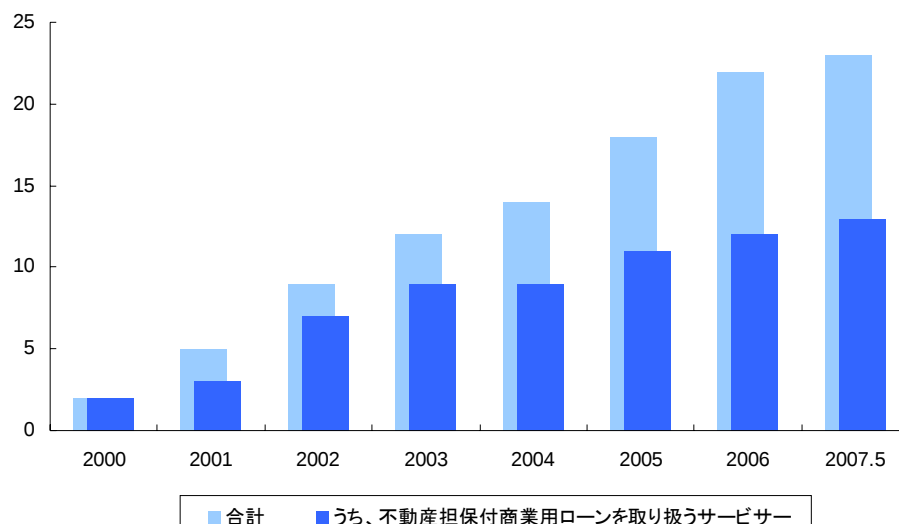
¹ 実際の移管に際しては、案件の最終責任を担うマスター・サービサーの役割も重要である。マスター・サービサーはプライマリー・サービサーが適正なサービシングを遂行しているよう管理・監督するほか、必要に応じてプライマリー・サービサーに業務改善指導を行い、さらにはプライマリー・サービサーの交代を実施することもあり得る。また、案件をスムーズに進捗させるべく、マスター・サービサーがキャッシュ・アドバンスなどの手当てを行うこともある。

² 種々の債権回収に携わるサービサーのサービシング能力に対する、スタンダード&プアーズの客観的かつ総合的な評価。「組織と経営」「債権管理回収能力」などの主要項目について、「能力が極めて高い」「能力が高い」「能力が十分である」「能力に不十分な点がある」「能力が不十分である」の 5 段階で評価し、総合評価を付与する。スタンダード&プアーズが 1999 年に、格付け会社として日本で初めてサービサー評価を開始して以来、すでに 8 年近くの歳月が経過した。評価を取得するサービサーの数も年々増加し、現在ではサービサー 13 社が合計 23 の評価を取得している。サービサー評価の種類は多岐にわたるが、評価を取得しているサービサーの約半数が、不動産担保付商業用ローンを取り扱うマスター、プライマリー、スペシャル・サービサーである。

³ プライマリー・サービサーとマスター・サービサーをさす。

⁴ スタンダード&プアーズのサービサー評価において、上から 3 番目の「能力が十分である（アウトルック：安定的）」以上の評価を取得したサービサー。

図1：サービサー評価の付与先数



本稿では、スタンダード&プアーズがサービサー評価ならびに CMBS サーベイランスなどを通してこれまで得た情報の分析をもとに、1) CMBS 案件におけるプライマリー・サービサーの主要業務、2) 適正なサービシング業務を遂行するための事前準備（セットアップ）について述べるとともに、3) CMBS サーベイランスにおけるプライマリー・サービサーのリポーティング能力の重要性、4) サービサー評価とサーベイランスの関連性にも言及したい。

1. CMBS 案件におけるプライマリー・サービサーの主要業務

CMBS 案件におけるプライマリー・サービサーの受託業務内容は、ローンの貸付人の立場にある委託者との間で交わされるサービシング契約書に記載されている。主要業務は通常、以下の通りである。

- ・ 正常貸付債権の回収、督促業務請求書の発行、および回収状況の確認
- ・ 各種口座管理および送金業務： 回収金口座、経費支払口座、ローン元金支払口座などの管理、および各種リザーブ金の管理、各口座における入出金業務、残高管理など
- ・ 借入人に対する各種承認および同意業務： 金銭消費貸借契約に記載された各種承認業務に対する承認同意（具体的には、期限前弁済、物件または不動産信託受益権の売却、各種不動産賃貸条件およびそれらの変更、年次予算計画、関連契約書の締結・変更・修正・解除などに関する業務が含まれる）
- ・ DSCR（デット・サービス・カバレッジ・レシオ）、LTV（ローン・トゥ・バリュー）率、アモチゼーション・ターゲットなどに関する各種コベナント遵守状況の確認。
- ・ アセット・マネジャーやプロパティ・マネジャーを通しての、裏付け不動産のパフォーマンス状況の確認。賃料水準、NOI（ネット・オペレーティング・インカム）、NCF（ネット・キャッシュフロー）、稼働率（入居率）、火災保険金および各種公租公課の支払い状況、Capex（長期修繕費用）などの確認
- ・ 委託者、投資家、格付け機関などへのリポーティング業務。貸付債権回収状況、担保不動産のパフォーマンス状況、担保物件処分の状況などに関する情報提供（広い意味では、「ウォッチ・リスト」⁵の整備が含まれる）

⁵ 現在および将来的にローン返済に懸念が生じるような事象を事前に捕捉することを目的に作成される資料。

- 初期延滞、遅延損害金・未収利息・未収元本の発生などの把握、および関係者（委託者、投資家、格付け機関等）への報告
- 定期的な物件の精査

2. 適正なプライマリー・サービシング業務遂行のためのセットアップ

プライマリー・サービサーは今後もより一層、相応な規模の CMBS 案件に、数多く参画することになると予想される。また、前述のように複雑な案件も増加しつつあることから、業務負荷は増加の傾向にある。

将来的には、主に米国で行われているような「サービシング・ライト」⁶ の譲渡に伴い、複数のプライマリー・サービサーが、同時期に複数のコンデュイット型の案件に参画を要請される場面も想定される。そのような状況下でも、プライマリー・サービサーは正確かつ迅速なサービシング業務の遂行が求められるため、効率的な業務の遂行能力が不可欠となろう。

以下に、プライマリー・サービサーが、業務をスムーズに遂行する上で、有効な手立てとなると考えられる項目について解説する。なかには、CMBS 案件に参画しているサービサーの業界ではすでに一般的と認識されているものも含まれている。

- **サービシング契約書をはじめとする関係書類・資料をとりまとめたクロージング・バインダーのタイムリーな受領および保管：**サービシング業務をタイムリーに開始し、スムーズに継続するために、各関係者から必要契約書類などを適時に受領し、それらを必要時にすぐに参照できるように適切に保管しておく。
- **マニュアル作成：**
 - ① **各種期日管理：**必要に応じて、CMBS 案件レベル、ローンおよび裏付け不動産レベルで各種期日情報の整理を行い、各契約書に記載された期日通りにサービシング業務を遂行するのに活用する。
 - ② **コベナンツ一覧の作成：**重要なコベナンツ（DSCR、LTV 率、および期限前返済率など）の定義を明確にした上で一覧表を作成し、変遷を確認できるようにする。
 - ③ **資金管理表の作成：**回収資金のウォーターフォール（資金の流れ）を理解し、資金移動を正確に実行するための手立て。サービシング開始当初から、通常時とトリガー・イベント発生時など、イベントごとの資金管理方法を確立しておく。
 - ④ **各種手続きの際に必要なとなる書類の準備：**案件関係者の承認・同意を取得する際に必要となる書類（フォーマット）を事前に整備しておく。
 - ⑤ **各種トリガー・イベント、延滞発生時の対応方法の整理：**各種イベントや延滞が発生した場合、可及的速やかに関係者にリポートするよう望まれることから、リポーティングのタイミング、作成内容について事前に関係者との刷り合わせを実施しておく。
 - ⑥ **ウォッチ・リストに記載すべき事項の整備：**DSCR、LTV 率などのトリガー値に抵触する可能性があることを客観的かつ定量的な数値とともに記載する。また、それらの原因や、今後の見通しなどを記載するように手当てをしておく。

⁶ 特定のポートフォリオや証券化案件においてサービシングを実施する権利。「サービシング・ライト」の譲渡は、サービサーの統廃合が実施される場合や、各種ポートフォリオおよび証券化案件においてサービシングの面で類似性が高く、単一のサービサーが業務を遂行する方が、効率性が上がると考えられる場合などに実施される。米国では相応の例があるが、CMBS 案件よりも住宅ローン案件においてより頻繁に発生している。

⑦ 精査対象物件の定義、精査の内容および頻度の確認：サービサーが物件精査を実行する場合には、事前に対象物件、精査内容、精査頻度、リポーティング方法などを確認しておく。

- 各種必要情報のデータの正確な入力：サービシング受託時に、自社システムにローン情報や裏付け不動産情報を正確かつ速やかに入力し、業務の正確性・効率性を確保する。
- 資金管理に必要な EB（エレクトリック・バンキング）システムのセットアップ：サービシング開始後、上記ウォーターフォールに基づき、資金管理のための EB システムを速やかにセットアップする。

3. CMBS サーベイランスにおけるプライマリー・サービサーのリポーティング能力の重要性⁷

CMBS サーベイランスの目的は、「その時々格付けが、裏付け資産の状況とその信用補完水準を正確かつ適切に反映していることを検証すること」⁸ である。スタンダード&プアーズはこの目的を達成するために、CMBS 案件の格付け維持状況について検証を行う際、プライマリー・サービサーから入手した回収に関するレポートおよび裏付け不動産のパフォーマンスに関するレポートなどを重要な判断材料としている。

プライマリー・サービサーが定期的に作成するレポートに必要な内容⁹ および正確性が認められなければ、適切なサーベイランス業務の遂行は不可能である。また、リポーティングがタイムリーに実施されない場合も、サーベイランスをタイムリーに遂行する上で支障を来すことになる。

欧米においては、CMSA（Commercial Mortgage Securities Association；商業不動産証券化協会）によって標準化された契約書およびレポート・フォーマットの使用が浸透していることから、サービサー・レポートの内容について一定の基準が存在している。これによってサービサーも、各種案件のリポーティングにおいて、ある程度普遍的に対応することが可能となっている。しかし、日本においては現状、サービシング契約書およびサービサーが受領する各種データの個性により、レポートの内容および書式も案件ごとに多様性がうかがえる。このことは、日本のプライマリー・サービサーは、種々の CMBS 案件において個別に、適切なリポーティングを実施するための能力を有することが求められていることを意味する。

4. サービサー評価とサーベイランス

スタンダード&プアーズ 東京事務所がこれまでに格付けを付与した CMBS 案件では、サービサーの業務遂行に起因するデフォルトが発生したケースはない。このことは、CMBS 案件に参画しているプライマリー・サービサーが、投資家をはじめとする市場関係者の期待に概ね沿ったサービシング業務を提供して来た証左と言えよう。一方、将来を展望すると、前述のように、プライマリー・サービサーの業務負荷がこれまで以上に増加し、適正なサービシング業務を案件ごとに実行することでより一層の工夫が求められることも考えられる。将来的に不動産価格が下落するような局面では、サービシング上のミスが、CMBS 案件の格付けの正確性に重大な悪影響を及ぼす恐れも出てこよう。

⁷ マスター・サービサーがリポーティングの責を負うことも多い。

⁸ 2006 年 11 月 8 日付のレポート「CMBS 不動産評価のガイドライン」の 29 ページ以降を参照されたい。

⁹ 同上。

スタンダード&プアーズの「サービサー評価」は、サービシング業務においてサービサーを活用する委託者や債権の投資家の立場に立った評価である。それゆえ、サービサー評価の際、CMBS 案件においては、プライマリー・サービサー自身が、サービシング業務の委託者、投資家、格付け機関などにとって、重要な役割を担っていることを十分認識することも意義があると考えている。

サービサーの評価基準は公表している通りであるが¹⁰、加えて CMBS 案件への参画が期待されるプライマリー・サービサーについては、サーベイランスの目的遂行に資する能力を有することも重要なポイントとなる。スタンダード&プアーズは今後とも、CMBS 案件のサーベイランス・アナリストと協同して、プライマリー・サービサーに対する評価を実行していく。

5. 最後に

プライマリー・サービサーの総合的な能力の向上は、多様化し、かつ複雑化する CMBS 案件の安定性に大きく寄与することとなろう。また、適正な能力を有するプライマリー・サービサーの存在なくして、CMBS の一層の発展もありえない¹¹。スタンダード&プアーズは今後とも、CMBS 市場における関係者のサービサーへの期待を注視しながら、サービサー評価を実施し、発展させていく所存である。

<過去に発表した関連リポート>

「CMBS 不動産評価のガイドライン」

(2006年11月8日発行)

「日本のサービサー評価」

(2004年4月22日発行)

*過去に発表した日本語リポートはスタンダード&プアーズの以下の情報サービス商品（年間契約制）に掲載されています。

<日本語情報サービス商品>

Research Online（リサーチ・オンライン）：www.researchonline.jp

Credit Wire Japan（クレジット・ワイアー・ジャパン）：ブルームバーグ・プロフェッショナル SPCJ<go>

上記商品の詳細、または個別リポートのご購入については以下までお問い合わせください。

担当部署：営業・クライアントサービス

電話：03-4550-8711

e メール・アドレス：sales_japan@standardandpoors.com

スタンダード&プアーズ（ザ・マグローヒル・カンパニーズの一部門）より発行 ©2007 ザ・マグローヒル・カンパニーズ

本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグローヒル・カンパニーズ 会長兼社長－ハロルド・W・マグローIII

本社：1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A. スタンダード&プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.

スタンダード&プアーズ東京：東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル28階

弊社発信のリポートは信頼しうる情報に基づくものですが、情報源あるいはリポートその他に人為的または機械的な誤謬が生じる可能性があるため、情報が正確、妥当または完全である旨の保証は致しかねます。さらに誤謬や脱漏、あるいはそうした情報に基づく結果についても責任を負いかねます。スタンダード&プアーズは格付けに際して原則として対価を受領しています。格付けの発表についてはその権利を留保しており、出版物の講読料を除き料金はいただいておりません。格付けは証券の購入や売却、あるいは保持を奨めるものではなく、また時価や利回り、ある特定の投資家に対するその証券の適合性について言及するものでもありません。

¹⁰ 2004年4月22日付のリポート「日本のサービサー評価」を参照されたい。

¹¹ 本稿で述べたように、CMBS 案件にはサービシング全般について、最終責任を負うマスター・サービサーが存在し、重要な役割を担っている。プライマリー・サービサーのサービシング能力の向上は、CMBS の発展には不可欠であるが、マスター・サービサーの責任の軽減にはつながらない。

会員各位

平成 20 年 3 月 26 日
日本公認会計士協会
副会長 小宮山 賢

証券化商品の評価等に対する監査に当たって

国際金融市場において昨年の夏より顕在化したサブプライムローン問題の我が国金融システムへの影響については、金融担当大臣の私的懇談会である「金融市場戦略チーム」の第一次報告書（平成 19 年 11 月 30 日）において、サブプライムローン関連商品を直接保有することに伴うリスクは、全体としてみれば相対的に限定されていることなどから、深刻な影響はこれまでのところ生じていないとされている。ただし、サブプライムローンに直接関わりのない証券化商品についても、欧米を中心とするグローバルな金融市場の混乱を受け、欧米の一部金融機関において大規模な損失が公表されており、我が国においても一部の金融機関において損失が公表されるなど、今後の市場の動向については十分注意していく必要があり、サブプライムローン関連商品やその他の証券化商品を保有する各金融機関においては、その保有商品の具体的な内容について適切なディスクロージャーがなされるとともに、できる限り速やかに、正確な値付け（プライシング）による評価などの適切な処理がなされる必要があるともされている。

こうした情勢を踏まえ、監査人においては、次のとおり、サブプライムローン関連等証券化商品の評価の妥当性及び開示の適正性について十分に注意を払い、財務諸表の信頼性の確保に努めていただきたい。かかる状況は、銀行業や証券業等のサブプライムローン関連商品やその他の証券化商品を保有することが多いと考えられる業種のみならず、資金運用等の目的でこれらの金融商品を保有している一般事業会社等の監査の実施に当たっても十分に留意する必要がある。

1. 証券化商品の評価の妥当性について

証券化商品が市場で取引され、そこで成立している価格がある場合は、時価として「市場価格に基づく価額」を付さなければならない。ここで「市場価格に基づく価額」とは、売買が行われている市場において金融資産の売却により入手できる現金の額又は取得のために支払う現金の額をいい、市場価格には、ブローカーの店頭において成立する価格（気配値を含む。）も含まれる。

証券化商品に市場価格がない場合の時価は、企業の経営者の合理的な見積りに基づく合理的に算定された価額による。自社における合理的な見積りが困難な場合は、ブローカーから入手した価格を合理的に算定された価額とすることができ、ブローカーから提供された価格を無条件に利用することが適当でない場合もある。特に、証券化商品

について、流動性リスクを十分に考慮せず、信用リスクの評価に過ぎない格付けのみに依存した価格評価を行っている場合などは時価としての妥当性がないと考えられるため留意が必要である。

「時価」とは、「公正な評価額」であり、金融資産の公正な評価額は取引の当事者が当該金融資産を売却又は取得することによりその時点で現金として受け取る価額又は支払う価額であるということに十分留意して時価としての妥当性を判断すべきである。このような点から、少なくとも企業がブローカー等から入手した時価がどのような前提によるものかを確認する必要がある。さらに、1社のブローカーだけでなく、必要に応じ、複数のブローカーから時価を入手するなどして、企業がより合理的な時価の入手に努めていることを確認すべき場合もある。

サブプライムローン関連商品やモノラインといわれる金融保証会社の信用リスクが組み込まれている商品等、信用リスクに係るデリバティブを組み込むことによって組成された複合金融商品については、取得当初、組込デリバティブのリスクが当初元本に及ぶ可能性が低いとして区分処理をしなかった場合であっても、期末時点における信用リスクの状況により区分処理の要否を検討する必要がある。また、当該商品の信用格付けが当初定めた区分処理を必要としない水準を維持していても、時価が相当程度下落している場合には、当該組込デリバティブのリスクが現物の金融資産の当初元本に及ぶ可能性が低いとはいえないことを示すと判断されることもあり、組込デリバティブの区分処理を適切に行うべき場合があることに留意が必要である。

2．証券化商品の開示の適正性について

証券化商品の保有状況や時価評価の状況については、監査人が重要性があると判断した場合、適正な開示が行われていることを確認する必要がある。

以　上