

マルチ・ボロワー・CMBSの格付け手法明確化

ポイントになる相互補完性、サービサーの評価なども重視

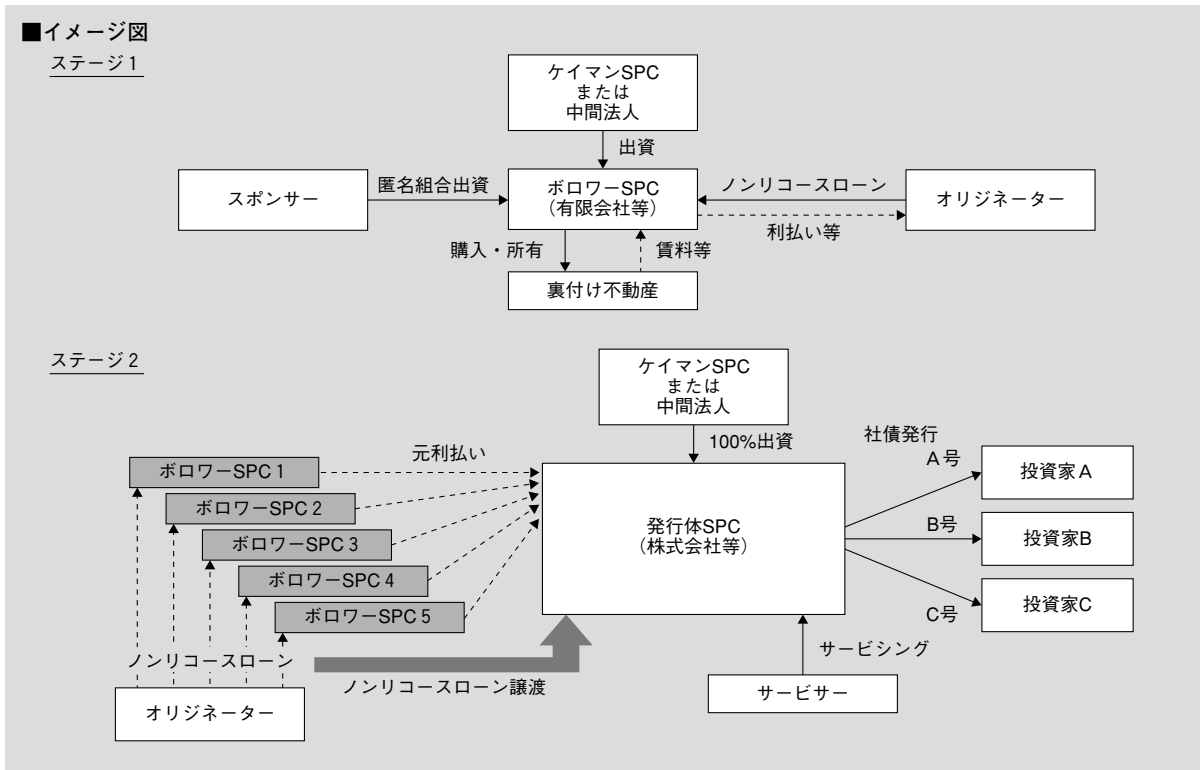
- 商業用不動産を裏付けとした証券化案件であるCMBSは、流動化案件、マルチ・ボロワー案件（またはコンデュイット型案件）、開発型案件、不良債権案件の4タイプに分けられるが、マルチ・ボロワー案件の場合、ローン間に相互補完が働くことで、トランシングの際に優先部分の要求LTV（Loan To Value）を高く設定できる点に特徴がある。
- このレポートでは、相互補完性を説明するとともに、流動性補完、ボロワーSPCの要件、サービサー評価の視点などにも触れた。サービサーは、裏付けとなるノンリコースローンの元利払いが正常ならば、その事務能力が主な評価ポイントとなるが、デフォルトした場合にはスペシャルサービサーとしての役割が期待されるだけに注意が必要だ。

想定するスキーム

本誌2004年5月号「ストラクチャードファイナンス CMBSの格付け手法を再整理」で、CMBS一般の格付けにおける基本的な考え方や基準（クライテリア）を紹介した。ここではCMBSのひとつのタイプであるマルチ・ボロワー（またはコンデュイット型）・CMBS（以下、MCMBS=注1）について、2000年9月に公表した「マルチ・ボロワー・CMBSの格付け手法について」（R&Iのホームページ参照。ただし同ホームページのストラクチャードファイナンス／ニュースリリース／クライテリアの欄のタイトルは「CMBSの格付け手法について」になっている）の内容を整理し明確化する形で、格付け手法を紹介したい。今後不動産証券化市場でイノベーションがあったり、法制・税制の改変があったりした場合には、それに応じて改定していく予定である。

一般的なMCMBSは、まずオリジネーターがボロワーSPCにノンリコースローンを実行する（次項イメージ図、ステージ1）。ここでのノンリコースローンとは「不動産を担保とし、当該不動産が生み出す賃料収入や換価価値のみを返済原資とするローン」を指す。また、ボロワーSPCとは、実質的な裏付け不動産の所有者であるスポンサーから匿名組合出資等を受けた「当該不動産からのキャッシュフローが不足する事態以外の理由で倒産状態等に陥ることが原則としてない、事業目的が制限された特別目的会社」を想定している。

次にそのオリジネーターが複数のノンリコースローン（以下、ローン）をまとめて発行体SPCに譲渡し、発行体SPCはそれらを裏付けに社債を発行する（同ステージ2）。この際、裏付けとなるローンの総額と社債の総額は現金準備等を除き同額であるとする。また、ボロワーSPC間では裏付け不動産



が共同担保（Cross-Collateral、注2）の関係にないものとし、例えばボロワーSPC1へのローンはボロワーSPC1が所有する不動産のみが担保となり、仮にそのローンがデフォルトした場合、他のボロワーSPCが所有する裏付け不動産を処分することはできないものとする。

また、社債は信用力の異なる複数の層（以下、トランシェ）に分けて発行されるものとする（イメージ図ではA号社債、B号社債、C号社債）。

トランシングと相互補完性

(1) ローンの信用力の評価

MCMBSの格付け作業は、原則としてまず個々のローンの信用力を評価することから始まる。各ローンの信用力評価の手法は、一般的なCMBSの評価手法と変わりはない。すなわち、各ローンの残高をR&I評価による裏付け不動産の換価価値で除すことによってLTV（Loan To Value）を算出し、それを目標格付け別の要求LTVに当てはめて各ローンの信用力（格付け）を決める。同時に、各ローンの約定弁済や利払いをそれぞれの裏付け不動産からのキャッシュフローを原資にして賄う場合に、その确实性の程度をDSCR（Debt Service Coverage Ratio）基準を用いて評価する。そのほかにも流動性補完水準が適当かどうかや、ストラクチャー上の問題点はクリアされているか、などもそれぞれのローンやボロワーSPC関連の契約書を検証して確かめる。

ここで重要なことは、ローンのいずれかがデフォルトした際に裏付け不動産の売却等による回収金額が想定した金額を少しでも下回ると、社債の償還原資も一部は必ず毀損することだ。従って、不動産物件が複数あっても各ローンの信用力の評価は緻密に行う必要がある。

(2) 相互補完性について

前述の通り、ローンからの回収が一部でも不足すると社債の一部が毀損するが、一方で想定した一般的なMCMBSでは優先劣後構造を持つ複数のトランシェとして社債が発行されるため、上位のトランシェは劣後部分に守られる形で全額償還されることが多い。裏付けとなるローンが1本の場合でも、優先部分が守られるのは同じだが、MCMBSの場合、裏付けとなるローンが複数あることで「相互補完性」が働き、上位のトランシェが守られる程度はより強くなる。

具体例を挙げて説明してみよう。ここでは、裏付けとなるローンが5本（ローン#1～#5、各12億円）、優先劣後構造によって3つのトランシェに分けられた社債（信用力順にA号>B号>C号、20億円ずつ）があったとする。仮にローン#1がデフォルトして物件を売却することになり、その売却代金が2億円でしかなかったとすると、C号社債は10億円毀損してしまう。従ってC号社債の格付けはもっとも低いローンの格付け以上の格付けは付与されない。しかし、ローン#1からの回収が2億円しかなくても、その他のローンからの回収が予定通り12億円だったとすると、回収額の総額は50億円となり、A号、B号社債は償還資金を十分に賄える。

ローンの裏付け不動産がどうなっているかにもよるが、ローンが一斉にデフォルトする事態は考えにくく、A号、B号社債については、ローンそれぞれの格付けとはリンクしない形で格付けを付与できることになる。言い換えれば、相互補完の効果が働く分だけ、上位トランシェの社債（ここではA号社債）の発行額を多くできるわけだ。

R&Iでは、相互補完効果によって格付け対象となるトランシェに生まれる信用補完の程度を相互補完サポート比率と呼んでおり、これを考慮することによって、相互補完性を踏まえた要求LTVを決定する。下記の例では、相互補完性を考慮した結果、A号社債の要求LTVは4%緩和された。なお、相互補完サポート比率は案件ごとにローンから確実に回収できる金額の分散度等によって決める。また、下記の例では相互補完効果によって要求LTVを引き上げることができたのはA号社債だけだが、場合によってはB号社債に位置付けられるトランシェも要求LTVが上がる場合がある。

ただし、ローンの数が一定数を超える場合は、ローンのデフォルト発生確率が上昇するため、最下位のトランシェ（上記の例ではC号社債）の格付けをローンの格付け（上記の例ではBBB）より引き

■ トランシングの例

相互補完性を考慮しない場合

		ローン#1	ローン#2	ローン#3	ローン#4	ローン#5	合計	LTV
裏付け不動産のR&I評価		100	100	100	100	100	500	—
ローンの金額		62	65	58	62	67	314	—
格付け		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	—	—
トランシング	AAA	38	39	35	38	39	189	38%
	A	16	18	16	16	20	86	55%
	BBB	8	8	7	8	8	39	63%

相互補完性を考慮した場合

	格付け	発行額	相互補完サポート比率	要求LTV
A号社債	AAA	210	33%	42%
B号社債	A	65	12%	55%
C号社債	BBB	39	0%	63%

←相互補完性を考慮しない場合に比べて+4%

下げる場合があり得る。

流動性補完

R&Iでは当然のことながらローンレベルの流動性補完水準だけでなく、社債レベルでも適切に流動性が補完されているかを確認する。通常、社債の利払いや案件維持に必要な各種の費用はローンの利息や元本返済によって賄われるため、何らかの理由でそれらの支払い期日までにローンからの元利払いが得られない場合には、案件維持のために不可欠な費用や期中における社債の元利払い資金が不足してしまう。特にローンの利息と社債の利息の差である超過収益をIO（注3）の返済原資とする場合等で現金が発行体SPCにプールされにくい仕組みの場合、発行体SPCに留保された現金から資金不足を補填することができないため、社債がデフォルトする可能性が高まる。このため、R&Iでは案件ごとにストレスシナリオ下でのキャッシュフローテストを行うことによって各時期に必要な元利払い資金や費用を見積もり、相応の流動性補完を求めることにしている。

ボロワーSPCの必要条件

R&Iでは原則として、格付け対象となる証券化商品を発行する国内SPCの株主が倒産隔離の措置がなされたケイマンSPC、または有限責任中間法人等であることを求めており、これはMCMBSを発行するSPCにも当てはまる。

しかし、ボロワーSPCについては、各種の事情から一般事業法人等（スポンサー）が親会社となる場合があり、上述の要望にこたえられない場合がある。こうした場合は、(1) ボロワーSPCに独立取締役が選任されていること、(2) ローンの出し手のために、スポンサーが持つボロワーSPCの株式または社員持ち分に譲渡担保権が設定されていること、(3) ボロワーSPCの保有資産および権利についてローンのおし手のために担保権が設定されていること——の3点を、十分に高い倒産隔離性と同等と認めるのに必要な条件として示している。

ただし、(1) については、上記の(2)と(3)の条件から実質的にボロワーSPCが社債の投資家の利益に反する行為をしてもスポンサーにとって実益がないこと、万が一ボロワーSPCが社債の投資家の利益に反する行為をした場合には裏付け不動産の処分代金が優先的にローンの返済に充てられること等を勘案して、案件ごとに判断していくことにしている。

重視されるサービサーの能力

MCMBSでは、裏付け不動産の収益がローンを媒介として回収されるため、ローンの元利金を回収するサービサーの役割が重要となる。サービサーが役割を十分に果たすことができるかどうかについて主に3つの視点から判断する。

(1) 回収事務の正確性

ボロワーSPCから回収された元利金が万が一散逸すると社債の元利金支払いに多大な影響を及ぼす。従って、回収事務があらかじめ定められた事務手続きに従って正確に行われ、従業員の不正もチェックできるような体制になっているかをデューデリジェンス・ミーティング等によって確認する。

(2) 回収における判断や交渉

ローンにデフォルト事由が生じた際に期限の利益喪失を請求するか返済条件の変更に応じるかどうかの判断や、この場合に社債の投資家に有利になるような条件をボロワーSPCから引き出せるかどうかの交渉力等はサービスの重要な能力である。従って、MCMBSの格付けにあたってはスペシャルサービスとしての回収方針や回収経験を検証するほか、サービシング契約における事前の取り決めを確認する。なお、そもそもローンを実行する前から、ローン契約においてデフォルトした後の裏付け不動産処分に関してだれが処分の時期や価格に関して決定権を持つのか明確な規定を設けておくことが望ましい。

(3) 流動性補完を提供する場合のサービスの信用力

R&Iでは、社債の目標格付けがAAAの場合には、流動性補完者は原則として短期債務格付けがa-1+の先であることを要求している。ただし、流動性補完が実際に必要となる蓋然性が低い場合やトリガー条項があれば、この原則を緩和する場合もある。

法律意見書は各ローン契約についても確認

R&Iでは、案件全体に関してのみならず、ローン契約ごとに真正売買性、担保権の有効性やその譲渡の有効性等に関して法律意見書を確認することになっている。

期限前返済などの影響をモニタリング

シーケンシャルペイ方式（注4）のMCMBSでは、ローン契約上認められている期限前返済が行われた場合、社債元本の償還状況、残存ローンの信用力および相互補完性などの確認を行う。その結果、必要があれば格付けを見直すなど適切な対応を行う。

(注1) 米国でCMBSと言え、このマルチ・ボロワー・CMBSを指すが、日本では今のところ、裏付け資産がローンではないものも含めて商業用不動産証券化商品一般をCMBSと呼ぶことが多い。

(注2) 共同担保（共同抵当権）とは、ひとつの債権の担保として複数の不動産に抵当権を設定すること。すなわち、各ローンの担保不動産がそれぞれの共同担保となっていれば、特定のローンの担保を特定する必要がない（= Aという債権の担保としてBの債権の担保を利用できる）。

(注3) Interest Only：分離型モーゲージ証券のひとつで、裏付けとなるモーゲージ・プールからのキャッシュフローが利息のみのもの。

(注4) 同時に発行された複数のトランシェの元本償還を時間差をつけて行う方式で、具体的には上位のトランシェが全額償還されるまで次のトランシェの償還が始まらない。