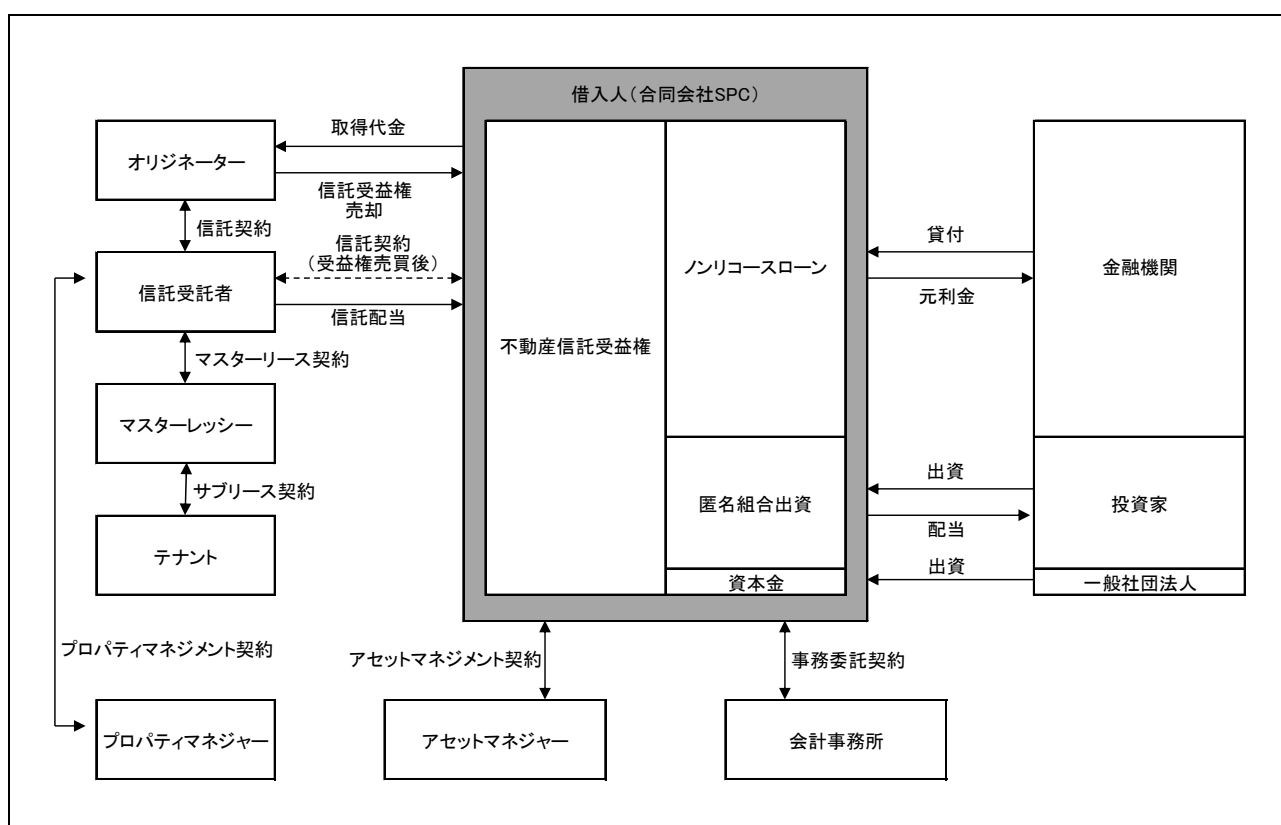


不動産証券化商品

本レポートは、一般的なストラクチャードファイナンス商品について、信用格付の事例を解説したものである。

I. 分析対象商品の概要

本レポートでは、不動産から生じるキャッシュフローを裏付として組成されるデット型証券化商品を不動産証券化商品と呼ぶ。不動産証券化商品は、単一借入人向けの不動産ノンリコースローンを格付対象または裏付資産とするもの（シングルボロワー型）、及び複数借入人向けの不動産ノンリコースローンを裏付資産とするもの（マルチボロワー型）に大別できる。以下では、シングルボロワー型のうち単一借入人向けの不動産ノンリコースローンを格付対象とする商品の格付分析について下記のスキームを想定のうえ解説を行う。



- (1) 借入人は、格付対象ローン及び匿名組合出資による資金調達を行い、オリジネーターから不動産信託受益権を取得する。
- (2) 信託受託者は、マスターレシーに裏付不動産のマスターリースを行う。既存テナントからの承諾を得て、マスターレシーは既存賃貸借契約上の賃貸人の地位を承継する。

- (3) 借入人は、アセットマネジメント業務をアセットマネジャーに、プロパティマネジメント業務をプロパティマネジャーに、事務管理業務を会計事務所に委託する。
- (4) 元利払いに関連する預金口座は一定の信用力を有する金融機関に開設され、余資は一定の信用力を有する運用対象にて運用される。
- (5) 借入人は、賃料収入を主たる原資とする信託配当を信託受託者から受領し、格付対象ローンの元利金を支払う。
- (6) 格付対象ローンの最終元本は、主として不動産信託受益権の売却またはリファイナンスによる調達資金で返済される。
- (7) 予定返済日までに最終元本が返済されない場合、格付対象ローン貸付人の承諾を条件として返済日が延長される。延長期間中の売却活動は、格付対象ローン貸付人の主導で行われる。

II. 格付分析

1. 総論（格付方法の概要 第1章）

格付分析は、仕組みに関するリスク、裏付資産に関するリスクのそれぞれのリスク要因の洗い出しとこれらのリスク要因分析により案件実態の把握を行う。このリスク要因分析結果を反映してキャッシュフローリスク分析が行われた後に、キャッシュフローリスク分析に織り込まないリスク要因の分析結果を勘案して総合評価を行う。

2. 仕組みに関するリスク（格付方法の概要 第2章）

仕組みに関するリスクは、資産移転の仕組み、資産保有の仕組み、資産管理の仕組み、外部信用補完の仕組み、外部流動性補完の仕組み、キャッシュフロー分配の仕組みから分析する。

2.1. 資産移転の仕組み（格付方法の概要 第2章 第1節）

資産移転の仕組みに関する分析は、裏付資産が発行体に確実に移転され、裏付資産から生じるキャッシュフローを阻害されることなく投資家へ分配させているかを確認するために行う。移転関係者との利益相反、真正売買性に関するリスクの分析が分析項目となる。

2.1.1. 移転関係者との利益相反

オリジネーターと投資家は、通常、利益相反の関係にある。一般的な証券化商品では、①適切な基準を定めるなど、裏付資産の特徴にあった譲渡やリスク移転に関する手続きを明確化することで利益相反防止措置が確保されているか、②オリジネーターが証券化商品の一部を保有することによって利益相反を抑止する効果が期待できるか等を確認し、リスク対応の十分性を評価する。

本件では、①借入人による不動産信託受益権の取得価格が妥当か、②アセットマネジャーが借入人に対して匿名組合出資等を行うことにより裏付不動産から生じるキャッシュフローの減少リスクを負担しているか等を確認する。

2.1.2. 真正売買性に関するリスク

オリジネーターが破綻した場合、裏付資産の譲渡が否認もしくは担保取引とみなされ格付対象の支払原資が不足するリスクがある。一般的な証券化商品では、①真性売買性確保のための諸手当てがなされているか、②オリジネーターが適格で譲渡否認が顕在化する可能性が低いか等を確認し、リスク対応の十分性を評価する。

本件では、①については、オリジネーターが裏付資産の処分や運用（賃貸）に関する決定権を有していないこと（法的支配権限の移転）、オリジネーターが裏付不動産の運営収益を享受する仕組みではないこと（経済的リスクの移転）等を確認する。②については、オリジネーターの信用力等に基づきリスクが顕在化する可能性が低い先であることを確認する。

2.2. 資産保有の仕組み（格付方法の概要 第2章 第2節）

借入人が裏付資産を保有し、裏付資産から発生するキャッシュフローを安定的に分配する役目を担うためには、借入人を倒産隔離性の高い機能が備わった箱（導管体）とする必要がある。

本件では、主に以下の点を確認し、倒産隔離性の高さを評価する。

項目	内容
事業リスク	借入人の業務は、裏付資産の譲受、及びその管理、保有とこれらに付帯するものに限定されている。
資本的関係に関するリスク	借入人の議決権付株式は利害関係者から独立した第三者が保有している。または、議決権保有者による議決権行使が制限されている。
人的関係に関するリスク	借入人の全ての取締役は利害関係者から独立した第三者が就任している。
リングフェンス性	借入人は、異なる資産を裏付とする証券化商品を組成していない。

2.3. 資産管理の仕組み（格付方法の概要 第2章 第3節）

資産管理の仕組みは、借入人が保有する裏付資産を適切に管理・処分すること及び借入人が受領した金銭を適切に管理して契約に基づいた格付対象ローンの元利払いを行うことが可能か、という視点で確認する。

本件では、借入人が受領するキャッシュフローは仕組み関係者を經由する。仕組み関係者に資金が滞留している状況下で仕組み関係者がデフォルトした場合、格付対象ローンの元利金が支払われない可能性がある。

2.3.1. 預金先金融機関破綻に関するリスク

裏付資産から生じるキャッシュフローやあらかじめ設定されている現金準備などの資金が、格付対象ローンの元利払いに充てられるまでの間、預金先金融機関に設置された預金口座に滞留することがある。預金先金融機関が破綻した場合、元利払いの原資が不足するリスクがある。

リスク対応として、預金先金融機関の信用格付が下表の充足基準を満たさなくなった場合、可能な限り速やかに（おおむね1カ月以内に）、充足基準を満たす他の金融機関へ預金を移動する等の仕組みがあらかじめ設けられていることを確認する。

格付対象の信用格付	AAA～AA-	A+～BBB-
預金先金融機関の短期格付	a-1以上	a-2以上

2.3.2. 余資運用対象の価値減少に関するリスク

預金先金融機関に設置された預金口座に滞留する資金を運用する場合、運用対象の価値が減少すると、格付対象ローンの元利払いの原資が不足するリスクがある。

リスク対応として、運用対象の信用格付が下表の充足基準を満たさなくなった場合、可能な限り速やかに（おおむね1カ月以内に）、充足基準を満たす他の運用対象に変更する等の仕組みがあらかじめ設けられていることを確認する。

格付対象の信用格付	AAA～AA-	A+～BBB-
運用対象の短期格付	a-1以上	a-2以上

2.3.3. スワップカウンターパーティー破綻に関するリスク

格付対象ローンの適用金利が変動型の場合、借入人は金利上昇リスクを軽減するため、金利スワップ契約、金利キャップ契約等を締結することがある。一般的にスワップカウンターパーティーが破綻すると、スワップ契約は期限前終了する。

リスク対応として、スワップカウンターパーティーの信用格付が下表の充足基準を満たさなくなった場合、速やかに当初スワップカウンターパーティーがコストを負担して、充足基準を満たすスワップカ

ウンターパーティーを選び、全てのスワップ契約を継承させる等の仕組みがあらかじめ設けられていることを確認する。

格付対象の信用格付	AAA～AA-	A+～BBB-
スワップカウンターパーティーの短期格付	a-1以上	a-2以上

2.3.4. 重要な仕組み関係者の業務態勢に関するリスク

重要な仕組み関係者の事務ミス等によって、格付対象ローンに損失が生じるリスクがある。重要な仕組み関係者の業務管理態勢や実績、代替措置等を確認し、リスク対応の十分性を検討する。本件の重要な仕組み関係者は、信託受託者、借入人の事務受託者、アセットマネジャー、マスターレシーである。

2.4. キャッシュフロー分配の仕組み（格付方法の概要 第2章 第6節）

2.4.1. ウォーターフォールに関するリスク

裏付資産から生じるキャッシュフローの分配順位（ウォーターフォール）によっては、格付対象ローンの元金やスキーム維持費用の支払原資が不足するリスクがある。

本件では、規定されたウォーターフォールに基づいてキャッシュフローテストを行い、支払原資の十分性を確認する。

3. 裏付資産に関するリスク（格付方法の概要 第3章）

3.1. 不動産（不動産信託受益権）（格付方法の概要 第3章 第12節）

3.1.1. 賃貸運営によるキャッシュフローの変動リスク

空室率の上昇、賃料単価の下落、及び運営支出の増加によりキャッシュフローが著しく減少した場合、格付対象ローンの利払いや約定弁済の原資が不足する可能性がある。

リスク対応として、①キャッシュフローの支払順位に適切な優先劣後関係が構築されており、キャッシュフローの減少に対する元金払いの余裕度が一定程度確保されているか、②一定期間の元金及びスキーム維持費用相当額の現金準備が確保されているか、③地震リスク、火災リスク、損害賠償リスクに対して十分な保険が付保されているか、等を確認する。

3.1.2. 市場価格の変動リスク

裏付不動産の市場価格が著しく下落した場合、売却処分によるキャッシュフローを原資とする元金返済やリファイナンスを行えなくなる可能性がある。

リスク対応として、①市場価格の下落リスクに対応した十分な劣後部分が設定されているか、②予定返済日を経過した場合に物件売却の主導権を貸付人に付与する仕組みが設けられているか、③リファイナンスの実現可能性を高める仕組みが設けられているか、等を確認する。

4. キャッシュフローリスク分析（格付方法の概要 第4章）

キャッシュフローリスク分析では、仕組みに関するリスクと裏付資産に関するリスクにおいて、格付対象ローンのキャッシュフローに影響を与えると考えられる事象を分析する。

4.1. 不動産証券化商品に関する分析方法（格付方法の概要 第4章 第3節）

4.1.1. R&I 評価額

(1) 基本的な考え方

一般的な不動産ノンリコースローンでは、期中の利息や約定弁済は裏付不動産の賃貸運営によるキャッシュフローから支払われ、最終元金は裏付不動産の売却によるキャッシュフローまたはリファイナンスによる調達資金で返済される。期中の約定弁済は無いケースが少なくなく、ある場合でも元金に対す

る割合は非常に小さいため、元本の全てまたは大半がローンの終了時に返済される。

従って、裏付不動産の売却またはリファイナンスの可能性を分析することが、ローン返済の確実性を評価するうえで非常に重要と言える。その分析の中心は、将来のローン終了時点における裏付不動産の市場価格を査定することである。一般にローンの期間が3～5年程度であることや、期限前返済が行われる可能性を考慮すれば、中期的に安定性がある価格を目指して査定を行うべきと考えられる。

R&Iは、中期的に安定性がある価格を査定するための基本的な手法として、一期間の純収益を還元利回りによって還元して価格を求める直接還元法が適切と考えている。近い将来に収支構造が大きく変化する蓋然性が高い不動産などを評価する場合には、DCF法を適用する場合もある。シングルテナントの不動産で、一定期間経過後に同テナントとの賃料改定やマルチテナント化が行われる可能性が高い場合などが挙げられる。

(2) 純収益

純収益は総収益から総費用を控除して算定する。総収益及び総費用は主に以下の項目で構成される。

総収益	貸室賃料収入、共益費収入、水道光熱費収入、駐車場収入、その他収入（看板設置料等）、一時金の運用益
総費用	維持管理費、水道光熱費、修繕費、プロパティマネジメントフィー、テナント募集費用、公租公課、損害保険料、その他費用、資本的支出

総収益及び総費用は、過去の実績値を基本として、今後の見通しを考慮して査定する。今後の見通しは、裏付不動産が属するマーケットの需給環境や、裏付不動産の収益の安定性に関する分析に基づいて検討する。鑑定評価書の採用数値やその論拠も参考にする。

裏付不動産の収益の安定性は、主に以下の内容に着目して分析する。

立地	交通アクセス、周辺環境
施設用途	立地との適合性
建物グレード	建物規模、設備水準、築年数、耐震性
管理状況	管理体制、管理の質
権利関係	完全所有権でない場合、管理処分自由度
テナントの質	分散度が低い場合、テナントの信用力や賃貸借契約の継続可能性

(3) 還元利回り

直接還元法で採用する還元利回りは、R&Iが基本とする利回り（R&I基本利回り）に個別のリスクプレミアムを上乗せして算定した数値を、類似性の高いJ-REIT保有物件の還元利回りの事例や、期待利回りに関する各種調査結果などと比較検討のうえ決定する。

R&I基本利回りは、投資リスクが最も低いと考えられる丸の内・大手町地区のAクラスビルに使用することを想定した還元利回りである。リスクプレミアムは、裏付不動産の収益の安定性を考慮して査定する。

(4) R&I 評価額

純収益を還元利回りで割り戻してR&I評価額を算出する。賃貸可能面積当たりの単価を類似性の高いJ-REIT保有物件の単価等と比較することで、評価額の妥当性を検証する。

4.1.2. 信用補完水準

(1) LTV テスト

LTV (Loan to Value) は、裏付不動産の評価額に対するローン残高の割合（担保掛目）である。裏付不動産の評価額がローン残高を上回っていれば、不動産を売却してローン元本を返済できるため、

LTV が低いほどローンの返済可能性は高まる。LTV は、期中の価格下落リスクに対するバッファの大きさを測る指標である。

LTV テストは、そのバッファの大きさが格付に対して適切かどうかを測るものである。具体的には、R&I が目標格付に応じて定める LTV の上限値（要求 LTV）を格付対象ローンの LTV が下回ることを確認する。格付対象ローンの LTV は、予定返済日に予定される格付対象ローンの残高を R&I 評価額で除して求める。

要求 LTV は不動産価格の下落リスクに着目して案件ごとに定められる。R&I は、不動産価格の下落リスクを分析するにあたり、不動産市場全体に共通するリスクに加えて、裏付不動産自体の流動性を考慮する。流動性を判断する主な要素は以下の通りである。

- ・ 立地
- ・ 施設用途
- ・ グレード
- ・ 維持管理の状況
- ・ 権利関係
- ・ テナントの質

加えて、物件やテナントが分散しているほど、全体のキャッシュフローは安定して価格下落リスクが低減すると考えられる。また一般論として、案件期間が短いほど期中の価格変動リスクは小さいだろう。

従って要求 LTV は、裏付不動産の個別的な要因に加え、物件数や案件期間を勘案して決定される。案件期間が 5 年の場合、要求 LTV の目安は下表の通りである。案件期間が 5 年より短い場合には、市場動向を勘案のうえ、期間 5 年を想定した要求 LTV からの緩和（引き下げ）を検討する。

■ 目標格付別の範囲 (％)

目標格付	AAA	AA	A	BBB	BB
要求LTV	34～49	39～55	48～65	56～75	65～85

(参考)裏付不動産が1物件、10物件超の場合の目安

	AAA	AA	A	BBB	BB
1物件	38前後	45前後	54前後	63前後	72前後
10物件超	44前後	50前後	59前後	69前後	78前後

(2) DSCR テスト

DSCR (Debt Service Coverage Ratio) は、期中の利払いや約定弁済の余裕度を示す指標であり、一定期間における元利払い前のキャッシュフローを、同じ期間の元利金支払額で除して求められる。DSCR が大きいほど元利払いの余裕度は大きく、逆に 1.0 を下回る場合には元利払いが不足することを意味する。

DSCR テストは、期中の元利払いの余裕度が格付に対して適切かどうかを測るものである。具体的には、R&I が目標格付に応じて定める DSCR の下限値（要求 DSCR）を格付対象の DSCR が上回ることを確認する。要求 DSCR の決定要素は基本的に要求 LTV と同じだが、案件によっては、エクイティ配当の仕組み、現金準備の規定、テナント契約の内容などを考慮する場合がある。格付対象の適用金利が変動型の場合には、一定の金利上昇を想定して DSCR の算定式に反映する。案件期間が 5 年で裏付不動産が 10 物件超の場合、目標格付別の要求 DSCR の目安は下表の通りである。

(参考)裏付不動産が10物件超の場合の目安 (倍)

目標格付	AAA	AA	A	BBB	BB
要求DSCR	2.3前後	2.0前後	1.7前後	1.5前後	1.3前後

4.1.3. 流動性リスク

大口テナントの退去等により裏付不動産の運営収入が一時的に大きく減少する場合に、格付対象ローンの元利金とスキーム維持費用を支払うことができるかを分析する。支払い不足が生じる可能性があり、大口テナントの退去リスクも高い場合には、流動性を補完する仕組みが設けられていることを確認する。

大口テナントの退去リスクは、①賃貸借契約の継続可能性、②テナントの信用力などの視点から検証する。賃貸借契約の継続可能性が高くない、またはテナントの信用力が目標格付を下回っているなど、大口テナントの退去リスクが高いと判断される場合には、キャッシュフロー分析においてテナント退去後に想定される未収入期間を設定し、期間中に支払いを行うための流動性が確保されていることを確認する。未収入期間は、裏付不動産のテナント代替性を考慮のうえ、目標格付に応じて設定する。賃貸借契約の期間が長期で中途解約が制限されているなど賃貸借契約の継続可能性が高く、テナントの信用力が目標格付と同等以上で大口テナントの退去リスクが低いと判断される場合には、未収入期間の設定を要しない。

4.1.4. スキームに関する留意点

格付対象ローンの元利払いに影響を与えるスキーム上の留意点を確認する。主要なものは以下の通り。

貸付人に対する売却主導権の付与	予定返済日までにローン元本が返済されない場合に備えて、物件売却の主導権を貸付人に付与する仕組みがあらかじめ有効に設けられているかを確認する。
優先劣後構造	劣後ローンやエクイティなどの下位トランシェがある場合に、元利金の支払いを優先的に受ける仕組みが有効に設けられているかを確認する。
期限の利益喪失事由	各事由が生じる蓋然性は、基本的に格付対象の格付に影響する。従って、借入人や裏付不動産の信用力に起因する事由以外のものが定められている場合には、その事由が生じる蓋然性を確認する。

III. 格付方法の概要一覧

ストラクチャードファイナンス商品 格付方法の概要		分析対象商品への適用	関連項目
第1章 総論		1.	—
第2章 各論 仕組みに関するリスク		2.	—
第1節 資産移転の仕組み	I 移転関係者との利益相反	2.1.1	—
	II 真正売買性に関するリスク	2.1.2	—
第2節 資産保有 (SPV) の仕組み	I 事業リスク	2.2	—
	II 資本的関係に関するリスク	2.2	—
	III 人的関係に関するリスク	2.2	—
	IV リングフェンス性	2.2	—
	V プロジェクト等を裏付資産とする案件のSPVの倒産隔離性について	—	—
第3節 資産管理の仕組み	I サービサー破綻によるコミングリングリスク	—	—
	II サービサー破綻による流動性リスク	—	—
	III スワップカウンターパーティー破綻に関するリスク	2.3.3	—
	IV 預金先金融機関破綻に関するリスク	2.3.1	—
	V カストディアン破綻に関するリスク	—	—
	VI 余資運用対象の価値減少に関するリスク	2.3.2	—
	VII 重要な仕組み関係者の業務態勢に関するリスク	2.3.4	—
	VIII プロジェクト等を裏付資産とする案件の資金管理及び資金運用等に関するリスク	—	—
第4節 外部信用補完の仕組み	I 信用補完提供者に関するリスク	—	—
	II 信用補完が供与されないリスク	—	—
	III 信用補完のタイミング	—	—
第5節 外部流動性補完の仕組み	I 流動性補完提供者に関するリスク	—	—
	II 流動性補完が供与されないリスク	—	—
第6節 キャッシュフロー分配の仕組み	I ウォーターフォールに関するリスク	2.4.1	—
	II マスタートラストに関するリスク	—	—
第3章 各論 裏付資産に関するリスク (参照した節のみ掲載)		3.	—
第12節 不動産 (不動産信託受益権)	基本的な事項	—	—
	I 賃貸運営によるキャッシュフローの変動リスク	3.1.1	—
	II 市場価格の変動リスク	3.1.2	—
第4章 各論 キャッシュフローリスク (参照した節のみ掲載)		—	—
第3節 不動産証券化商品に関する分析方法		4.1	—
第5章 各論 モニタリング		—	—

以上

信用格付事例解説（商品別）は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

信用格付事例解説（商品別）は、一般的なストラクチャードファイナンス商品について、信用格付の事例を解説したものであり、R&Iの意見にすぎません。R&Iは、信用格付事例解説（商品別）の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&Iは、信用格付事例解説（商品別）の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付事例解説（商品別）の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何やR&Iの帰責性を問わず、何ら責任を負いません。信用格付事例解説（商品別）に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&Iに帰属します。R&Iの事前の書面による許諾無く、信用格付事例解説（商品別）の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。

信用格付は、発行体が発行金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<http://www.r-i.co.jp/jpn/policy/policy.html>をご覧ください。

Credit Expressは、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定される関連業務（信用格付業以外の業務であって、信用格付行為に関連する業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置と、信用格付と誤認されることを防止するための措置が法令上要請されています。

信用格付は、発行体が発行金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<http://www.r-i.co.jp/jpn/policy/policy.html>をご覧ください。