

## J-REIT

### 1. 概要

J-REITは、法律上の業務範囲の規制や業務の外部委託等の様々な規制を受けており、また、基本的には保有不動産からなるポートフォリオが将来の債務弁済の拠りどころであることから、形態としては証券化商品の組成で用いられる特別目的会社（SPC）に類似した位置づけが可能である。したがって、格付の際には、ストラクチャードファイナンスの格付方法を取り入れることが可能である一方、J-REITは静的なSPCとは異なり保有不動産が入れ替わり、かつ、その運用についての期限が決められているわけではないため、ゴーイングコンサーンを前提とした評価も求められる。特に、運用の巧拙は委託された資産運用会社（AM）の経験知識やノウハウ（スポンサーと呼ばれるAMの株主との協業等も含む）に依拠しており、AMのマネジメント能力がJ-REITのデットの信用力に大きく影響することになる。このため、J-REITの格付では、器としてのJ-REITとAMとを一体のものとして考えることによって、ゴーイングコンサーンの不動産賃貸事業会社としての位置づけで捉えることが必要となる。

JCRでは、J-REITの格付について、ストラクチャードファイナンスの格付方法と事業会社（コーポレート）の格付方法をともに効果的に用いて判断する方針であり、現時点においては、特に保有不動産からなるポートフォリオの内容、AMのマネジメント能力が格付決定の重要な要素となると考えている。

### 2. 格付の観点から見たJ-REITの特徴

#### (1) SPCとの比較

J-REITは、証券化商品の組成で用いられるSPCのように完全な倒産隔離性を備えてはいないものの、投信法等により投資対象が限定され、従業員は存在せず、事務や資産の運用・保管など実務的業務はすべて外部に委託する形となっていることから、SPCに類似した位置づけが可能であると考えている。一方で、J-REITはその不動産ポートフォリオがAMの裁量によって変化するという点において、SPCと大きな違いがある。また、SPCによる資金調達においては、その資産売却によって得られた資金についての分配ルールが極めて明確に規定されていることが一般的であるのに対し、J-REITの場合、資産売却によって得られた資金<sup>1</sup>を任意の債務の弁済にあてることも、または新たな資産の購入にあてることも、AMの裁量によることとなる。このため、J-REITの債権者にとって、基本的にはJ-REITの保有不動産が将来の債務弁済の拠りどころであるという見解には異論の余地はないものの、実質的には、AMの投資戦略や運用方針によって、必ずしも現時点のポートフォリオが裏づけになっているという性質のものではないことに留意する必要がある。

したがって、物件評価など現状のポートフォリオの分析については、ストラクチャードファイナンスの格付方法が活用できるものの、ストラクチャードファイナンスにおけるローン・トゥ・バリ

<sup>1</sup> 但し、売却益に関しては、J-REITの性格上当期の収益として投資主へ配分される点についても留意が必要である。

ュー（Loan to Value、LTV）による格付基準をそのままあてはめることは難しいと考えている。

なお、J-REIT の場合、投信法によりエクイティ保有者としての投資主によるガバナンスが明確に規定されており、規約の改定やAMの解任など、投資主集会を通じた投資主によるJ-REITのコントロールが可能となっている点も、SPCとは大きく異なっている。

## (2) コーポレートとの比較

J-REIT は、現に収益を生み出している不動産が主な投資対象となるため、不動産賃貸を主たる事業とする不動産会社と比較をすることで、コーポレートとしての分析が可能である。JCR では、不動産賃貸事業について、他事業と比較して安定的な収益を生み出す点を主として評価しており、他業種と比べ収益力自体は低位にあっても、相対的に高い格付を付与しているケースもある。J-REIT についても、その収益特性は不動産賃貸事業会社と同様のものと考えられる。

不動産賃貸事業会社では、長い業歴の中で財務指標の推移に物件や財務のマネジメント能力が反映されており、その指標を基に定性的な評価が可能であるが、J-REIT は相対的に業歴が浅いため、不動産賃貸事業会社と同様に定性面での評価を行うことは難しい。一方で、J-REIT の投資対象は基本的にトラックレコードを有する賃貸不動産で、今後の収益を把握しやすく、さらにコーポレートと比較して情報開示レベルが高く事業の透明性が高いことから、業歴の浅さなどネガティブな要因を一部補えるものと判断している。なお、AMとスポンサーとの協業体制の構築・維持についても、こうしたネガティブな要因を補完するものとして評価可能な場合もある。

また、不動産賃貸事業は、不動産市況の変化、金利変動などの影響を受けやすいため、収益の安定性を評価する前提として財務の健全性が求められるが、現状において各J-REITの財務の健全性等は比較的高いレベルにあるとみている。

なお、J-REIT は開発事業の実施に制限がある点についての評価も重要である。不動産開発事業は高い収益を稼得できる可能性がある反面、様々なリスクも内包しているため、積極的に開発投資を行っている時期のコーポレートへの格付評価は保守的な判断となる傾向が強い。J-REIT は自ら開発事業を行わないことから不動産事業における大きなリスクの一つが軽減されており、一般のコーポレートと比較して事業リスク拡大に対する抑止力は高いものと判断できる<sup>2</sup>。

一方で、J-REIT の格付評価を考える際に、コーポレートと比べネガティブに作用する点として、コーポレートは最終利益を内部留保として蓄積することができるが、J-REIT は配当の損金算入要件をクリアするため、最終利益のほとんどを配当に回す必要があり、内部留保できない点が挙げられる。したがって、J-REIT では、デットの償還原資となりうるキャッシュフローは減価償却費程度に限られており、その減価償却費も基本的に物件の修繕・更新費用に使用されるべき性質の資金であることから、デットの信用力を高めるバッファーとしての資本の蓄積を行うことは困難である。この点がJ-REITとコーポレートとの償還能力を比較する際の大きな相違点と言え、J-REITのデットの償還はリファイナンスもしくは物件売却が前提とならざるを得ない。もちろん、こうした点

<sup>2</sup> 但し、開発事業については、法律上の解釈により、各J-REITとも運営方針において自ら土地を取得して、建物を建築する開発案件については対象外と考えられるものの、第三者が建築中のものにつき、竣工後の引渡し時においてテナント確保の確度が高いと判断されるものについて投資対象としているケースや機能が低下した物件の建替えを行うケースがあることには留意する必要がある。

はすでに現在の各 J-REIT において十分認識されており、継続的なリファイナンスを行うには安定的な財務基盤を有していることが重要となるため、各 J-REIT は規約で定められた LTV の水準以上に、保守的な財務体質を維持することに努めている。また、債権者とのリレーシヨンの構築を重視しリファイナンス・リスクを軽減させるデット構成が、エクイティによる調達にも影響し、さらにその後のデットでの調達に影響を与えるという、市場の評価による財務の循環性にも注意が払われていることも特徴である。

### 3. 格付の方法

上述のとおり、投資ヴィークルとしての J-REIT は、SPC に近い性格を持ち、基本的に J-REIT の保有不動産が将来の債務弁済の拠りどころである点から、ストラクチャードファイナンスの格付方法を活用することが可能である。また、J-REIT の運営における AM の裁量の大きさを勘案するに、AM のマネジメント能力や財務分析についてはゴーイングコンサーンのコーポレートとしての格付分析の重要度が高いと考えている。以下では、JCR が J-REIT のデットの格付評価において着目している、ポートフォリオの分析、AM のマネジメント能力の分析、財務分析について、それぞれの格付上のアプローチを述べる。

#### (1) ポートフォリオの分析

JCR では、J-REIT の格付上、特に不動産ポートフォリオのキャッシュフロー生成力とその安定性を重視しており、ポートフォリオに組み込まれている不動産の質や競争力及び分散度について詳細な分析を行っている。ポートフォリオの分析に際しては、複数不動産を裏づけとするストラクチャードファイナンス案件で通常用いている分析方法を採用する。J-REIT の場合、静的なストラクチャードファイナンス案件とは異なり、不動産の新規取得や売却によってポートフォリオの内容は変化することになるが、現状のポートフォリオの分析は、これらが当面のポートフォリオの中心部分となる点において重要と考えている。さらに、その分析を通して、現状ポートフォリオの構成が J-REIT の掲げる投資方針や運用方針と整合しているか否かを確認することは、将来におけるポートフォリオのパフォーマンスを想定する上でのポイントになるものとみている。

#### ① 物件評価

物件評価においては、個別不動産の評価額をそれぞれ精査した上で、これらを合計してポートフォリオ全体の総評価額を把握する。具体的には、提示を受けたレントロールやトラックレコードの分析をベースに、鑑定評価書、エンジニアリングレポート、地震リスクレポート、環境リスクレポート、マーケットレポート等の内容を精査するとともに、原則として、主要物件の現地調査、及び AM の担当者やプロパティマネジャー (PM) 等へのヒアリングを実施する。

さらに、エリアにおけるマーケットの状況や個別不動産の優位性、建物スペック等をも勘案し、中期安定的に見込まれると想定されるネットキャッシュフロー<sup>3</sup> (NCF) や物件毎のキャップレートの妥当性など、主要物件の評価額についての検討を行う。

<sup>3</sup> NCF は、ネットオペレーティングインカム (NOI) に敷金・保証金の運用益を加算し、資本的支出 (Capex) を控除したもの。

こうした物件評価においては、J-REIT がリスクとリターンの関係に見合った適正な市場価格で物件を取得しているかを確認することが重要である。割高な価格で物件を取得していると判断される場合には、AM の物件情報ルートやデューデリジェンス体制を含めた物件取得能力が懸念されるとともに、それがスポンサーからの取得である場合には利益相反取引の防止についての検証も必要となる。

## ② ポートフォリオの質や競争力

ポートフォリオの質や競争力については、個別不動産の評価に対する検討を通じて、その立地条件、建物の規模、構造、用途、築年数、設備内容、所有形態、テナント属性及びその契約内容、賃料水準や稼働率、賃貸面積当たりの坪単価などにより判断するが、周辺における今後の開発計画といったサブマーケットの変動要因も加味し、現時点のみならず将来においてもその質や競争力を維持できるかどうかといった観点も必要となる。なお、築年数に関し、特に築年が古い物件については、設備の更新などの大規模修繕が適切に行われているか、入居者のニーズを満たす建物スペックであるか、耐震性に問題がないかといった事項を確認する。所有形態に関し、完全所有権でない区分所有物件や共有物件は、他の区分所有者や共有者との関係から単独で管理会社の交代や修繕にかかる意思決定が行えない場合などには、J-REIT の内部成長を妨げる要因となることや、他の区分所有者や共有者のデフォルトによる債務不履行リスクや物件処分の困難性も懸念される。JCR では、区分所有者や共有者の数、属性、信用力や持分割合、規約や覚書の内容のほか、買増しの可能性等も含め所有形態によるリスクの程度を判断している。

## ③ ポートフォリオの分散度

一般的に資産規模が拡大するほど、分散効果によりキャッシュフローの安定性が増すと考えられる。JCR ではポートフォリオの分散効果について、主に以下の各要因について分析のうえ総合的に判断している。

### ➤ キャッシュフローや物件価格の分散

単に物件数が多いだけでなく、各物件からのキャッシュフロー（物件単位でのテナント数も勘案）や、物件価格ベースでの分散度が高いポートフォリオほど、一般にキャッシュフローの安定性は高いと考えられる。キャッシュフローや物件価格で見た分散度が低い場合、特定物件のキャッシュフローが落ち込むことによってポートフォリオ全体のキャッシュフローが大きく変動する可能性があることや、物件売却を検討する際にも、当該物件の価格が大きくなるため柔軟な対応が阻害される可能性があるといった点が懸念される。

### ➤ 地域分散

物件の所在地域を分散させることにより、特定地域におけるマーケットの悪化リスクや地震リスクが緩和され、キャッシュフローの安定化に寄与するものと考えられる。なお、現在上場している J-REIT においては、東京都心部や首都圏に物件が集中しているポートフォリ

オが多く見受けられるが、JCRでは物件固有の地震リスクが一定程度軽減されていることを前提に、日本における東京への経済・産業の一極集中や不動産マーケットの規模の大きさを鑑み、東京都心部や首都圏へのポートフォリオ集中は特段マイナス要因になるとはみていない。

逆に地方物件への投資割合が高い場合には、経済の東京への一極集中の結果、地方マーケットが落ち込んでいるケースが多い現状に鑑み、地域分散がかえってネガティブに働くことも考えられるが、JCRでは単に地方物件の割合だけでなく、個別物件の当該地域における競争力や優位性、当該地域におけるAMやPMの知見、及びJ-REITのポートフォリオにおける役割やリスクとリターンの関係を検討のうえ総合的に判断することになっている。

#### ➤ 用途分散

用途が分散していれば、ある特定用途の物件に係るキャッシュフローが落ち込んだとしても、他の用途でカバーすることが可能になり、ポートフォリオとしてのキャッシュフローの安定化に寄与するものと考えられる。

但し、立地条件や個別の建物条件等により一概には言えないものの、JCRでは住宅、物流施設、オフィス、商業施設、ホテルの順にリスクが高まると認識しており、用途が集中したポートフォリオでも競争力が相対的に高いとみなされる住宅やオフィスから構成される場合、用途分散していないことが必ずしもネガティブな格付判断になるとは限らないと考えている。また、他の用途についても、立地条件、施設内容、テナントとの契約条件及びテナントの信用力によっては相対的にリスクが低いと判断する物件もありうる。

なお、用途が分散した場合、用途毎にAMにおいて運営の専門性が求められるとともに、分散の度合いが大きいほど物件管理の効率性が低下する懸念があることには留意する必要がある。

#### ➤ テナント分散

テナント数が多く、業種等の属性が分散しているポートフォリオほど、特定テナントの退去や特定業種に対する景気動向の影響を受けにくくなり、キャッシュフロー変動リスクは抑制されるものと考えられる。テナント集中度が高い場合には、その割合のみならず、各テナントの入居面積・棟数、契約条件、信用力、賃貸借契約の終了時期などによるキャッシュフローへの影響度を検討することが必要である。なお、本社ビルや重要な営業・物流拠点、高収益店舗である場合の退去リスクは比較的低くなる可能性が想定されるため、個別の物件におけるテナントの利用に係る状況を把握することが必要となる場合もある。

#### ④ 開発案件への関与や不動産証券化商品のメザニン・エクイティ投資

優良不動産の取得競争が激化した状況の場合、物件の取得手段として開発案件への投資をJ-REITが実行したケースも散見される。一般的にはJ-REITが物件の完工リスクまで負って不動産を取得するというケースは想定しにくいですが、竣工後間もなくで引渡しを受け、一定のマーケ

ットリスクを負うことや、従来から所有している物件の建替などで一定のリスクを負担することは考えられる。この場合、JCR では、こうした投資への取り組みが、ポートフォリオにおいてどの程度の割合を占めるのかに着目するほか、売買契約内容や停止条件内容を精査のうえ、リスクと価格とのバランス、リースアップの可能性を慎重に判断のうえ投資リスクの程度を判断する。

不動産証券化商品のメザニン・エクイティ投資については、法律上や税法上における他法人への出資に係る規制はあるものの、その規制の範囲内であれば投資は可能である。現状、各 J-REIT ともメザニン・エクイティ投資については、開発案件と同様に優良不動産の取得手段として、投資が実行される場合が散見されている。こうした投資については、金額的には少額でも不動産に係る市場リスクが凝縮されており、財務の毀損につながるリスクに留意が必要となるため、開発案件と同様、JCR では当該投資がポートフォリオに与えるリスクの程度を判断する。

なお、オープン・エンド型投資法人の場合、不動産市況の軟化・悪化によって、不動産評価額が急速に下落することにより、投資家の払戻し請求が急増する可能性が高まり、また同時に時価ベースの LTV についても上昇するリスクがある。こうした点を考慮すると、通常の J-REIT でも同様ではあるものの、特殊な用途に限定されていないことや、ポートフォリオの分散が効いているなど、物件の換価性・流動性に一定の評価が可能であることがより望ましいものと考えられる。

## (2) AM のマネジメント能力の分析

AM のマネジメント能力の分析は、ポートフォリオの分析と並び、JCR が J-REIT の格付において重視している部分である。主に AM の資産の運用方針や財務方針とそれらの遂行能力（過去の運用実績を含む）などが分析対象となる。なお、マネジメント能力については、その多くの部分が定性的な要因として時間の経過とともに実績を反映して格付に織り込まれていく性格のものであり、AM 自体の運営実績についてはトラックレコードが十分でない場合があるため、保守的に評価せざるを得ない場合もある。なお、J-REIT の構造上、スポンサーの AM に係る関与を軽視することはできず、スポンサー自体の実績や AM へのサポート体制の確認によって、マネジメント能力について考慮可能な部分は少なからずあると考えている。

### ① 資産の運用方針とその遂行能力

最初に、AM がどのような方針に基づき J-REIT のポートフォリオを運用していくのかを確認することが必要となる。ひとつの用途の不動産に特化するのか、複合型または総合型とするのか、地域分散をどのように図るのかなどの投資方針について、その実態も含めた確認を行うこととなる。また、各物件の不動産価値を維持・向上させ、内部成長を実現させるためにはその PM も重要な役割を担うことから、PM との協業状況と具体的な取組方針も確認する。なお、PM には、適切なテナントリーシングによる高稼働率の達成、管理コストの削減、効果的なリニューアル実施計画の策定などが要求される。昨今、PM 間の競争激化もあり常にフィーの削減が求められる傾向となっているが、いわゆる「安かろう、悪かろう」といった物件管理ではなく、報酬にインセンティブ部分を設定するなど、テナント満足度の向上により収益を最大化させるべく適切な業

務を実行する PM を選定・配置することが必要とみている。

J-REIT の資産運用における AM の運用方針は、格付評価の際の基盤となる。また、AM がその運用方針を実際に遂行していく能力があるか、及びその実績について詳細な検討を行うことが重要であり、運用ポートフォリオの効率性・収益性を高めていくためには、物件の維持管理や適切な資産の入れ替えも含めた総合的な物件マネジメント能力が求められるものと JCR では考えている。

## ② 財務方針とその遂行能力

今後の借り入れや投資法人債の発行予定、返済・償還期限の分散状況やコミットメントラインの設定などのリファイナンス・リスクへの対応、増資の計画など、AM の財務戦略がどのようなものであるかを確認する。中でも、ターゲットとする LTV の水準、コベナンツの内容、担保設定状況などの方針の確認は重要である。

新規物件取得時に、調達機動性から取得資金をローンにより調達した場合、J-REIT のレバレッジ水準は上昇する。そこで、適切なタイミングでの増資により、レバレッジ水準を低下させることが必要となる。外部成長のためには、このデットとエクイティの調達バランスによるレバレッジコントロールを適切に行い、安定的なレバレッジ水準を維持できる体制にあるのかが重要なポイントとなり、この際には過去における増資の実績が判断材料となる可能性はあるが、増資がスムーズに実施可能かどうかについては、マーケット環境によるところも大きいと考えられる。総じていえば、市場環境も見据えた、適切なタイミングでの財務運営に係る意思決定とそれを可能にする IR 等による市場との不断の対話が、AM には要請されるものと考えている。

## ③ AM のスポンサーの関与と利益相反

AM のスポンサーの J-REIT との関わりとして、資金的協力（エクイティまたはデット）、物件の売却（相互売買による物件入替を含む）、AM への人材（出向者）の提供、PM の引き受けなどが挙げられる。それぞれ J-REIT または AM へのサポートという点においてプラス材料となりうるが、スポンサーの実質的な関与による影響度や利益相反についてはチェックする必要がある。

資金的協力に関しては、デットやエクイティの調達がマーケット環境により不調となった場合、融資（コミットメントラインの設定を含む）や増資への対応が可能かという点は検討ポイントとなるが、J-REIT の過去における実績としては限定的である。一方、AM への人材提供という点では、様々な知識が必要となる J-REIT の運用に際し、スポンサーからの不動産運用に係る経験・ノウハウを持った人材の出向等による支援が重要なポイントと考えられる。もっとも、人事ローテーションによって当該人材がいずれスポンサーに戻ることなどのマイナス面への対応も考慮する必要があるものと考えられ、AM におけるノウハウの蓄積・継承をどのように推進していくかについて、資産運用会社のあり方についての経営陣の考え方には留意が必要となる。

PM の引き受けに関しては、報酬面などでスポンサー側にとってメリットが大きい場合など、スポンサーが PM となっているケースも多くみられる。スポンサーが従前保有していた物件な

どについては、当該物件の過去の状況にも精通しており、スポンサーが PM となること自体を問題視するわけではない。ただ、テナントリーシングなどで利益相反が生じる可能性も否めないため、その防止策を確認するとともに報酬水準の妥当性についても確認することが必要と考えている。

利益相反について最も注意を払う必要があるのは、スポンサーの保有物件を取得するケースと考えられる。スポンサーからの物件情報の提供や優先的な物件の取得機会は、J-REIT の外部成長戦略を一定程度サポートするものとみられるが、一方で物件を適切な価格で取得しているかという点については十分にチェックする必要がある。

なお、スポンサーの信用力がそのまま J-REIT のデットの信用力に反映されるものではないが、スポンサーの信用力が極端に低い場合は、AM の継続的事業活動への影響度がどの程度あるのかについての判断が必要となる場合も想定される。

### (3) 財務分析

財務分析では、主に格付上のポイントとなるのは下記の点である。

まず、ゴーイングコンサーン性を評価するために、収益性を示す指標としてポートフォリオ NOI 利回り、および ROA（総資産経常利益率）が重要な指標となる。ただ、流動性に欠けるなどリスクが相対的に高い物件を集めたポートフォリオほど NOI 利回りが高くなることも想定されることから、保有資産のリスクに見合った収益をあげているか、そしてポートフォリオとして見た場合のキャッシュフローの安定性も踏まえた評価が重要とみている。

財務の安定性・デットの元本回収の確実性を測る指標としては、LTV が重要である。足元の LTV の水準等から、今後起こりうる様々な不動産市況の変動に対して、どの程度のバッファーを有しているのかを判断していく。しかし、上述のとおり、基本的に物件の入れ替えがなく静的で期限が定められているストラクチャードファイナンス案件と比較して、J-REIT は AM の裁量で物件の入れ替えが可能であり、動的なゴーイングコンサーンのコーポレートとして捉える必要があることから、ストラクチャードファイナンスにおける LTV による格付基準をそのままあてはめることはできないと考えている。

なお、LTV は総資産、簿価総額、時価総額等に対するデット総額の割合として把握する。また、LTV 算出においては、預かり敷金・保証金がキャッシュリザーブされていない場合には、留意が必要である。JCR では、過去における LTV の推移を確認した上で、J-REIT 及び AM が巡航水準としている LTV との整合性を検証し、特に物件取得時におけるエクイティ及びデットの調達による LTV コントロールについて注目している。

さらに、期中の元利払いやリファイナンスの確実性を測る指標として、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt Service Coverage Ratio、DSCR）やインタレスト・カバレッジ・レシオ（Interest Coverage Ratio、ICR）も確認する。

なお、オープン・エンド型投資法人は投資主からの請求により投資口の払戻しが行われる仕組みであることから、借入金による払戻し資金の調達によって LTV の上昇を余儀なくされるリスクについても想定しておく必要がある。J-REIT と異なり、投資口の基準価格は不動産評価額をベース



に算定されることから、投資家にとってのエクイティ価格のボラティリティは低いと想定されるものの、不動産市況の急速な下落等のイベントが発生し、基準価格の算定根拠となる不動産評価額等が大幅に下落する局面においては、本来長期保有を目的としていた投資家を対象としているといえども、想定以上の払戻し請求が行われる可能性も考えられる。従って、LTVの急激な上昇リスクを一定程度抑制するために、一定期間内における払戻し金額の上限を設定するなどの手当てが予め必要となる。

また、投資主からの払戻し請求から実際に払戻しが実行されるまでの期間、比較的短期間で売却が可能で流動性が高い物件を確保しているか、こうした資産サイドの流動性確保に関する資産運用会社の取り組み状況や、スポンサーとの協業の実績及び将来の実現可能性等をも踏まえて留意する必要がある。

以 上

#### ◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル