

不動産証券化

1. はじめに

わが国の不動産証券化は、企業の資金調達方法の多様化や財務改善ニーズを背景に発展し、昨今では、不動産ファンド等によるレバレッジ活用を目的とした投資資金の調達に活用されることでさらにその裾野を拡大してきた。足元では過去に組成された案件が償還、リファイナンス等の時期を迎えたことで、新たな証券化商品が組成されるケースも見受けられている。

不動産証券化商品を格付する際には、対象となる物件の特性を踏まえ、不動産取引慣行や制度をも考慮した評価方法の採用が不可欠となる。そこで以下では、不動産証券化商品を格付する際の評価ポイントや考え方、スキーム組成上の留意点などについて説明する。なお、JCRでは、経済動向や不動産市況、法制・税制といった不動産証券化を取り巻く環境の変化に応じて、格付方法を適宜見直ししていく方針である。

2. 不動産価格の評価

不動産証券化スキームを組成する際には、対象となる不動産の価値（現在の価値、将来の価値）をどのように評価するかという点がスタートになる。そこで、まず証券化の対象となる不動産を評価する場合のポイント及び考え方について述べる。なお、これはあくまで、格付会社として不動産証券化の対象不動産を評価する際の考え方を示すものであり、一般的な不動産鑑定評価の手法に関して言及するものではない。

(1) 評価のポイント

① マーケット分析

対象不動産及び周辺地域の不動産マーケット分析は、証券化スキームにおけるキャッシュフローを想定し、その資産価値を評価する上で、最も重要である。JCRでは、以下の項目についてチェックすることにより、証券化時点のマーケット状況や債務償還時点までに想定されるマーケット動向をできるだけ的確に分析・予測するよう努めている。

- (a) 立地条件（道路、交通アクセス等）
- (b) 競合地域、競合物件の状況（現存のもの、計画中のもの）
- (c) 近隣の土地利用状況、テナント入居状況
- (d) テナントの需給動向（賃貸条件、空室率の水準）、売買情報
- (e) マーケット動向に関する経済諸指標、インデックス等の情報
- (f) ヒストリカルデータ（賃料・空室率の推移、賃貸借期間、テナントの引き合い状況等）

② 対象不動産の質

対象不動産の収益性やグレードは、当該不動産の質や競争力を判断するうえで重要なポイント

である。また、建物の維持・管理・更新等の必要性とその具体的計画やそれらにかかる費用についても、将来のキャッシュフロー、ひいては物件の資産価値を想定するうえでの判断要素となる。JCR では基本的に以下の項目について検討するものとしているが、実際には主として建設会社や設計会社等の作成したエンジニアリングレポートの提出を求め、その内容を調査するとともに、実地調査を行って確認している¹。

- (a) 環境（地震等の災害リスク、汚染物質の状況等を含む）
- (b) 土地の形状、面積
- (c) 建物の施工業者、メンテナンス業者（建築、設備）
- (d) 建物のグレード、電気・ガス・給排水・空調等の管理システム
- (e) 建物の経済耐用年数、築年数

ー建物の経済耐用年数は、鑑定評価やエンジニアリングレポートで査定された経済的に使用可能な残存年数とする。

- (f) メンテナンス費用
- (g) 大規模修繕（資本的支出）の必要性及び今後の計画
ーヒストリカルデータ及びエンジニアリングレポートに基づいた今後の計画について、キャッシュフローが十分確保されているかどうかについて検証する。

③ アセットマネジメント、プロパティマネジメントの質

オフィスや商業施設等の場合、証券化スキームにおけるアセットマネジメント業務は不動産会社、信託銀行、オリジネーターの関連会社等によって行われることになるが、プロパティマネジメントなどの業務遂行者（業務受託者）も含めて、個別案件ごとに、それぞれの会社が担う役割に応じた対応能力（信用力・技術力・経験）を有しているかどうかについての評価も必要と考えており、以下の項目についてチェックしている。

- (a) 過去の実績、パフォーマンス（管理物件数、担当者の人数・経験、テナントとの交渉能力、建物のメンテナンス能力、大規模修繕に関する計画力、マーケットリサーチに関する能力）
ー修繕等のハード面は、基本的にエンジニアリングレポート等の専門家の査定を参考にしながら、実際の劣化状況などに応じて策定される計画に基づいて実行されるべきものであり、不動産事業を運営していく上でのソフト面（物件価値の低下を防ぎ、競争力の維持または向上を図るための企画・立案に関する能力等）のノウハウが、将来の売却価格の想定に際し重要な要素になるものと考えられる。
- (b) 財務状況の安定性
- (c) スキーム関係者との資本関係等

④ テナントの状況（用途がオフィス、商業・物流施設等のケースを前提とする）

格付評価の際に重要なポイントの一つは、空室率の急激な上昇や賃料水準の著しい低下を防ぐ

¹ 証券化の対象となる物件数が多い場合には、サンプル実査に止める場合がある。

ことのできるテナントの質の確保と考えられる。また、この際にはテナントが分散しており、多様性（業種、規模、その他）が確保されていることも、将来の空室対策上は望ましいことであり、物件全体の質や運営上の課題とのバランスをうまくコントロールしていくことが重要である。このような観点から、以下の項目についてチェックし、その結果に基づいて、将来の賃料収入の変動性やトレンドを想定している。なお、既存物件の場合は、基本的に竣工時点からのヒストリカルデータ（古い物件については過去3～5年分程度のデータ）の提出を求めている。

(a) テナントの数（分散）、質

—1 テナントからの賃料収入が過大とならないよう、テナントは分散していることが望ましい。

—個々のテナントの信用力は、基本的には賃料不払い・延滞のリスクを評価する上での判断基準にはなるが、未収金については敷金等により担保されている場合が多く、また汎用性の高い物件であれば空室リスクにはあまり影響がないと考えられる（サブリース案件や特にシングルテナントの商業・物流施設などで、テナント代替性の弱い物件等の場合を除く）。

(b) 賃料水準、賃料改定状況

—賃料水準が市場実勢と乖離していないかどうかを検証し、格差がある場合には見直しを加えた上で評価額を算出することもある。また、長期間にわたるフリーレントやレントホリデー・段階賃料等が導入されている場合については、市場実勢との乖離状況、過去の更新状況、リーシング方針を確認した上で、必要と判断した場合には賃料水準の見直しを行う。

—賃料収入の改定予測を含めた今後のシナリオについては、賃料相場動向との平仄をチェックするとともに、賃貸借契約の内容を確認した上で、今後の見通しを評価に反映させる。

—宿泊施設等、賃料がテナントであるオペレーターのパフォーマンスに連動する部分の多い契約の場合には、当該オペレーターの実績等も重要な検討材料となる。

(c) 賃貸借契約期間、次回更新時期

(d) 賃貸借契約における費用負担等の条件

(e) 契約の更新、解約に関する条件（オプションや違約金の有無等）

(f) テナントの事業内容、財務状況、経営方針等

(g) 入居物件に関するテナントの使用目的及びテナントにとっての位置づけ（移転の可能性があるどの程度あるか）

(2) 不動産鑑定評価書について

① 不動産鑑定評価書の精査

JCRでは、証券化の対象となる不動産の鑑定評価書の提出を受け、内容をチェックしている。また、当該不動産鑑定評価書には、作成担当の不動産鑑定士の鑑定方法・内容（例えば、賃料査定を含むキャッシュフロー分析）について詳細な記述があることが望ましい。

—今後の空室率やテナントの需給動向について、ヒストリカルデータ及びマーケット分析に基づき査定内容を確認する。

② チェックポイント

- (a) 不動産鑑定評価書上の賃料収入は、現行の個別案件ごとの条件をベースとし、市場実勢や実績（賃料、空室率）を加味した上で設定されているかどうかチェックする。
一市場実勢については、現状ではすべてのケースについて適切なデータの入手が容易ではないため、不動産鑑定評価書及びその他の情報源から想定される範囲に止まる場合もある。
- (b) 修繕費（大規模修繕等の資本的支出を含む）は、第三者である専門家（ゼネコン、設計会社等）のエンジニアリングレポートに基づいて適切に設定されているかどうかチェックする²。
- (c) 管理費用（マネジメントフィー、メンテナンスフィー等）は、原則として過去の実績に基づいて設定しているか、一般的なケースと比較してチェックする。
- (d) 公租公課は実績の証跡を確認しつつ、地域別の固定資産税評価額の見直し動向に基づいて設定されているかどうかチェックする。
- (e) 損害保険料（地震保険等を含む）は、保険会社の見積金額に基づいて設定しているか、一般的なケースと比較してチェックする。
- (f) 費用／収入比率について、一般的なケースと比較して妥当な水準であるかどうかチェックする。
- (g) 上記(a)～(f)等を踏まえて、対象不動産の将来におけるキャッシュフローの想定が妥当な水準に設定されているかどうかチェックする。
- (h) 割引率やターミナルキャップレート、還元利回りが、対象不動産にかかる種々のリスクを十分反映した水準に設定されているかどうかチェックする。
- (i) 上記(g)(h)に基づき、鑑定評価額が適切な方法により、適正な水準に設定されているかどうかチェックする。

(3) JCR による評価

① キャッシュフロー分析

不動産鑑定士による不動産鑑定評価書をベースにキャッシュフロー分析を行う。キャッシュフロー分析に当たっては、不動産マーケットの一般的要因（自然的要因・社会的要因・経済的要因・行政的要因）に加え、対象不動産の個別的要因を加味してリスク分析を行う。即ち、対象不動産のキャッシュフローのボラティリティをマクロ的・ミクロ的なアプローチから把握して分析する必要がある。

このキャッシュフロー分析におけるリスク要因の主な例をあげれば次のとおりである。

《主なリスク要因》

- ・ 賃料が予想賃料から乖離するリスク
→市場性減退、供給過多、経済環境悪化等の理由による。

² エンジニアリングレポート等での設定に基づき、期間中のキャッシュフローが平準化するようにシナリオが設定されていることが一般的ではあるが、そうでない場合にはその理由について精査することとなる。また、当然のことではあるが、類似する事例と比較した場合にその設定水準自体に疑問点がある場合にも同様である。

- ・ 空室率上昇のリスク
→機能陳腐化、競合物件の出現等の理由による。
- ・ コスト増大のリスク
→臨時修繕、外注費上昇、金利上昇等の理由による
- ・ 災害等による事業停止等のリスク（Business Interrupt Risk）
- ・ 市場における流動性に欠けるため、売却価格が想定価格を下回るリスク
- ・ 法令等が改正されることによる市場性減退のリスク

② 査定価格の決定

上記作業で求めたキャッシュフローを基に、収益還元法を中心に積算価格等も勘案して不動産価格を評価していく。

この際、収益物件については、直接還元法と DCF 法を案件の特性に応じて使い分けることを基本的なスタンスとしている。最終的な査定価格の決定において、いずれの手法を採用するかについては、物件ごとの特性（賃料・空室率・NCF の変動等）を勘案しつつ判断することとなる。

③ 格付への反映

査定価格を基準にしてローン・トゥ・バリュー（LTV、「4.ローン・トゥ・バリューの設定」で詳述）等を算出し、対象債務の格付判断を行う。

なお、外部信用補完型スキームの場合には、当該信用補完契約の履行に係る精査の後、信用補完者（オプションライター、保証会社等）の債務履行能力に基づいて格付を付与することになる。

④ 資産価値の動向フォロー

対象不動産の価格がどのように変動しているかについて、原則として年一回の格付の見直しを行う際に、該当資料の提出・報告を求めてフォローすることになる。対象物件に係る重大な状況変化（主要テナントの撤退、近隣地価や賃料の急激な下落など）によって対象債務の償還リスクが高まったと判断される場合には、適宜追加的な資料の提出・報告を求め、クレジットモニターの指定や格付の見直し結果等について投資家に情報提供を行い、その結果についても早急に開示する。

3. 債務の償還リスク及び信用補完措置等

証券化スキームでは、債務の償還原資となる稼働収益（賃料収入に基づく期間中の純収益）、売却金額（もしくはリファイナンス）の変動（減少）リスクを回避するための信用補完措置等が組み込まれる。格付評価の際には、スキームにおいて設定される信用補完措置等によって、債務の元利金支払いに関するリスクが、どの程度縮減されているかを判断することになる。

(1) 想定されるリスク

稼働収益、売却価格に関して以下のリスクが想定される。

① 稼働収益に関するリスク

- (a) 賃料支払いの延滞、不払いのリスク
- (b) 賃料減額リスク
- (c) 空室率上昇リスク

— 現行の借地借家法では上記(b)(c)のリスクを完全に排除することはできない。しかし、後継テナントが随時確保できるような代替性の高い物件である場合には、これらのリスクはある程度縮減されているものと考えられる。

- (d) 事業運営コスト（修繕費、公租公課、保険料、管理費等）の増大リスク
- (e) 事業継続が不可能となるリスク（地震災害等による建物の滅失等）

② 売却価格に関するリスク

- (a) 売却期間内に想定価格で売却できないリスク
- (b) 売却が不可能となるリスク（地震災害等による建物の滅失等）

(2) 信用補完措置等

上記(1)のリスクを回避するための手段としては、以下のような内部信用補完(a)~(d)、外部信用補完(e)、その他の仕組み上の手当て(f)(g)が考えられるが、対象債務の格付やスキーム当事者の信用力に応じて、どのような信用補完がどの程度必要となるかを検討する。

- (a) LTV の設定（4.で詳述）
- (b) 期中のキャッシュフローによるアモチゼーション（元本の一部償還）
- (c) キャッシュ・リザーブの設定（期初または期間中での積み立て）
- (d) トリガー条項の設定（追加出資、エクイティ配当停止、早期償還等）
- (e) スキーム関係者または第三者による保証（外部信用補完）、保険の利用等
- (f) 賃貸借契約の工夫（中途解約不可・賃料減額請求不可・違約金設定等の特約、運営コストのテナント負担等）
- (g) 出口戦略（売却・リファイナンスに関する戦略と各当事者の役割の明確化、売却・リファイナンスを実行するまでの時間の確保）の事前設定。なお、特に複数物件を SPV が所有し、個々の物件売却により順次債務を一部償還していくスキームにおいては、リリースプライスの設定を含む債務の返済方法について事前に確認しておく必要がある。

4. ローン・トゥ・バリュー（LTV）の設定

(1) LTV の考え方

- ① LTV は、借入実行時点における対象不動産の「資産価値」に対する「借入元本金額（対象債務と同順位以上の債務に限定して）」の割合を示すものである。不動産証券化スキームでは、LTV による対象債務に係るクッションの設定を債務償還時点までの資産価値の変動リスクに対する信用補完とすることによって、将来の価格変動リスクがどの程度カバーされているかを判断することが可能になる。従って、LTV は、債務の元利金支払いの確実性に応じて格付を付与する際

に極めて重要な指標となる。

- ② 現状の不動産証券化市場では、10年を超えるような長期の借入は通常の場合困難であると考えられ、不動産事業の期間中に生み出される収益（稼働収益）のみを償還原資とした借入の想定はあまり現実的ではない。従って、LTVを算定するに当たっては(a)「稼働収益」と、(b)「債務償還時までには確保される必要のある売却価格（もしくは債務償還のためのリファイナンスによる資金調達）」を含めたキャッシュフローを想定する必要がある。
- ③ LTVは、対象不動産において想定される種々のリスク（地価下落、賃料収入低下、建物の劣化等）を勘案し、債務償還時までには上記「稼働収益」、「将来の売却価格」が変動（減少）する可能性を反映して設定される。
- ④ なお、LTVの水準は(a)国内経済の動向（特に金融環境に係るもの）、(b)全国的な地価動向、(c)法規制の変更等に応じて見直される場合がある。

(2) LTVの算定方法

① LTVの「基準値」の設定

JCRでは、以下を前提として、格付カテゴリーごとのLTVの「基準値」（図表1）を設定している。

- (a) 「基準値」は、格付カテゴリーごとの上限（境界）を示すものである。但し、対象債務の格付については、同一カテゴリーにおける相対的位置を示すものとして「AAA」を除き、プラス（+）、マイナス（-）の符号による区分をする。
- (b) LTVの基準値は、「BBB」格以上の格付についてのみ設けることとし、これに満たない「BB」格以下となる債務の格付については、対象物件・ストラクチャー・スキーム関係者・出口戦略等の状況に基づき、個別案件毎に格付委員会にて判断する。
- (c) スキームやアセットタイプは、以下を前提に設定している。
 - (i) 内部信用補完型
 - (ii) シングルクラス
 - (iii) 複数物件
 - (iv) 複数テナント
 - (v) 用途：オフィス
- (d) 対象債務の元利金支払いの確実性が、外部信用補完者（保証会社等）の債務履行能力に依存するスキームの場合、当該債務の格付は、原則としてその信用補完者の格付が上限となる。

(図表1) LTVの基準値

格付カテゴリー	AAA	AA	A	BBB
LTV	～30%	～45%	～55%	～70%

② 個別案件毎の LTV の設定

JCR では、上記「基準値」をベースとし、以下の調整を行ったうえで個別案件毎の LTV を設定している。

- (a) アセットの属性に関しては、(i)用途（オフィス、住宅、商業・物流施設等）、(ii)物件数、(iii)立地するエリアの 3 項目に着目しており、それぞれの項目について、流動性を踏まえた不動産の換価リスクに応じた LTV の補正を行う場合がある。対象不動産の属性を「基準値」の前提である上記①(c)の条件と比較した場合に、プラスの要素があれば LTV の数値は加算される。逆にマイナスの要素があれば LTV の数値が小さくなる。[第 1 段階]
- (b) 対象不動産を売却するに当たって影響があると考えられる要因（物件の所在地とその分散度合い、テナントの信用力やその分散度合い、代替テナントの需給動向、用途変更の可能性、競合物件の状況等）を勘案して、さらに LTV の調整を検討する。[第 2 段階]
- (c) 対象債務の契約条件の特性等に応じた調整を行う。具体的には、①期中における元本弁済の条件（キャッシュフローによる元本の一部償還等）、②トリガーの設定（LTV または DSCR テストなど）、③出口戦略の設定状況などの債務償還の可能性を高めるための手当ての有無が想定される。[第 3 段階]
- (d) なお、期中のキャッシュフローによるアモチゼーション（元本の一部償還）については、以下の事項等を分析したうえで、キャッシュフローの安定性が見込めると判断した場合にはアモチゼーション考慮後の LTV を採用する。
 - ・ 分散状況～キャッシュフローの安定性の観点から、マルチアセット、マルチテナントが望ましい。
 - ・ テナントの信用力～一棟借りテナントまたは賃料キャッシュフロー面で特定テナントに依存している場合には、当該テナントの長期発行体格付等の信用力を考慮し、下記の賃貸借契約に係る拘束力も踏まえて検討する（原則 A レンジもしくは A レンジ相当以上であることが望ましいが、格付対象の格付水準に応じた判断を行う場合もある）。
 - ・ 賃貸借契約内容～ローン期間をカバーする賃貸借契約期間における解約不可条項や賃料改定不可条項、これらの条項がない場合については解約に対するペナルティ条項があることが望ましい。
 - ・ 期中平均キャッシュフローにおけるアモチゼーションおよび利払い額の割合～費用控除後のキャッシュの約 50%以内（DSCR で約 2 倍程度）を原則とする。また、関連契約におけるウォーターフォール上の位置付け（ハードアモチ、またはソフトアモチも含む）については留意を要する。

上記項目を満たさない場合については、物件のタイプ、所在するエリア、競争力等を勘案して、テナント退去リスク、賃料減額リスク、コスト（金利を含む）上昇に対するスキー

ム上の耐性等を判断したうえで個別案件ごとに評価し、アモチゼーションによる債務の削減効果を限定的に判断する場合もある。

なお、2000年代後半以降の不動産証券化においては、特に不動産投資ファンド等の資金調達において(c)のような債務償還に係るスキーム上の手当てが施された案件も多く、こうした調整を踏まえた基準値からの調整後のLTV適用値については概ね以下の通りである。

(図表 2) 調整後のLTV適用値

格付カテゴリー	AAA	AA	A	BBB
LTV	35%を中心とする	45%～50%程度	55%を中心とする	70%を大きく超えない

(3) マルチクラス型の債務の借入が実行される場合の考え方

格付レベルの異なる複数の債務借入が実行されるマルチクラス型の場合には、信用補完の役割を担うクラス（エクイティ部分を除く）の債務が、上位クラスの債務の元利金償還リスクをカバーしていることになる。すなわち、同一格付レベルの債務しか発行しないシングルクラス型と比較して、信用補完の役割を担う下位のクラスのリスクが高まる（リスクの凝縮）ため、LTVの基準値から全体の借入額や下位クラスの格付レベルの調整を行う必要がある場合も想定されるが、当該調整については、こうした下位クラス債権者の契約上に設定されている権利の状況も踏まえて判断する。

5. 売却期間の設定（リファイナンスの考え方）

- (1) 対象不動産の売却を前提とする場合、適正な売却期間の設定が重要なポイントになる。売却期間の設定次第では債務の償還可能性に影響を及ぼす可能性があるためである。
- (2) 売却期間が短期間しか設定されていない場合、価格交渉の段階で買い手側に有利に進められてしまう可能性があり、結果として売り手側の受取金額が減少する結果を招くリスクが存在する。一方、売却期間を必要以上に長く設定した場合には、売却タイミングを逸する可能性があるリスクには注意を要する。
- (3) 適正な売却期間の目安は、市場環境によって変動するものの、通常1年から2年程度と考えられる。物件の属性（用途、地域、規模等）、質（転用の可否、法令上の規制の状況、買い手の範囲等）、出口戦略を踏まえた売却方法等に応じて売却期間の妥当性について検討する。なお、物件売却ではなく、債務のリファイナンスを指向する場合も同様の観点が必要となる。

6. 損害保険について

- (1) 不動産の事業運営にかかる保険の種類としては①火災保険、②機械保険、③賠償責任保険に加えて、④地震保険、⑤利益保険が考えられる。

- (2) 証券化スキームにおいては、地震被害によって物件価値が減少するリスクをカバーするために、特に旧耐震基準で設計された建物の場合、基本的には地震保険を付保することが望ましい。なお、地震保険の保険料を設定する場合には、専門業者により地震等の影響による建物の推定最大損失（PML：プロバブル・マキシマム・ロス）が算定されるので、その内容についても確認することになる。なお、火災による二次災害の発生可能性についても場合によっては検討が必要である。
- (3) スキームの内容と格付の水準によっては、利益保険（賃料保証の保険契約）の設定もあり得るが、あくまで追加的な信用補完の手段として考える。
- (4) 当該物件に関する保険については、引き受ける保険会社の JCR による保険金支払能力格付等の信用力、保険内容（期間を含む）を、対象債務の格付レベルを踏まえてその適切性を判断するものとする。なお、当該保険会社の信用力が低下した場合には保険会社を変更する規定をあらかじめ設ける等の対応がとられることが望ましい。

7. 法的な問題点と格付評価の考え方

不動産証券化スキーム組成の際には、日本特有の不動産取引慣行や制度等に十分注意を払う必要がある。以下、いくつかの法的な問題点と格付評価の際の考え方について説明する。

(1) 借地借家法上の問題点

現行の借地借家法では、いわゆる普通借の場合、テナントからの賃料減額請求や中途解約の申し出に対するリスクを排除することはできない。従って、キャッシュフロー分析において、現行の賃貸借契約による賃料収入の継続を前提にすることは困難である。定期借家契約の場合には、契約期間内におけるテナントからの一方的な解約は制限されるが、賃料減額等に関する特約やテナント破綻による解約の可能性も踏まえて判断する必要がある。いずれにせよ、ある程度の変動リスクを検討し、標準的なシナリオに織り込む必要がある。

(2) 敷金等の取扱い

テナントから預かる敷金は、原則として賃貸借契約終了までのテナントが倒産する等の事態が生じた場合に備えて留保しておくべき性質のものである。従って、敷金等を、証券化上の信用補完または流動性補完としてのキャッシュ・リザーブとしてカウントすることはできない。敷金等が適切な形で留保されずに売主等にリリースされているケースでは、正味の資産価値を評価するうえでは減価要因となる。また、マスターリース契約の採用において、エンドテナントから預けられた敷金がマスターレシーに留まっている場合には、その信用力等に基づき敷金等の取扱いについて個別案件毎に判断する。なお、建設協力金等の名目でテナントから売主への金銭消費貸借として位置づけられる契約によって預けられている金銭や、一定期間据置後の償却または償還の約定のある保証金等については、証券化後の賃貸借契約との関連性について個別に検討することとなる。

(3) 賃貸借契約上の問題

既存物件の証券化で従来の賃貸借契約が引続き使用される場合や、サブリース案件で賃貸人・賃借人間と転貸人・転借人間の契約内容に違いがある場合など、関係者の権利義務関係上、将来的に証券化スキームの安定化を阻害する要素がないか留意する必要がある。

(4) 投資家間の利害関係

マルチクラスの債務が存するなど投資家間に優先劣後関係がある場合には、将来的に資産価値が下落した時の売却に関して投資家間で利害の対立が生じるケースがある。このような場合のトラブルを回避するために、売却価格や売却期間等に関するルールと貸付人間での合意をあらかじめ詳細に規定しておく必要がある。

(5) SPC のバンクrapシーリモート性

SPC（特別目的会社）のバンクrapシーリモート性確保（スキーム当事者の破綻からの影響の切断）という観点からは、基本的にはスキーム当事者以外の第三者から取締役が選任され、資本関係も切断されていることが望ましい。ただし、仮に取締役や資本関係でスキーム当事者との関係があった場合でも、実質的に特定目的会社のバンクrapシーリモート性を確保するための措置（取締役の一定数以上を第三者から選任する、定款で取締役会決議を全員一致と規定する等の運用基準）を設定することによってクリアすることも可能であると考えられる³。

8. 格付体系について

不動産証券化商品の格付は、JCR の一般的な格付体系に基づく格付記号で表すものとする。従って、期限1年を超える商品については長期格付（AAA～D）、期限1年以内の商品については短期格付（J-1+～NJ）が付与される。なお、「AA」から「B」までの格付記号には同一カテゴリー内の相対的な位置を示すものとして、プラス（+）もしくはマイナス（-）の符号による区分がある。

以上

³ 形式的なバンクrapシーリモートを強調することによって、実質的な機能不全や投資家の損失発生ということが生じ、SPCとして経済的損失を被らないようにする方策を考える必要があるものと史料される。

【一般的に必要なとされる資料】

1. 案件全般に関する資料

- (1) 案件のスケジュール表
- (2) 案件のタームシート（概要説明書）

2. 法律関係の資料

- (1) スキームに関する契約書（不動産売買契約書、不動産管理委託契約書、不動産賃貸借契約書（土地・建物・駐車場・その他付帯設備含む）、SPCに関する契約書（国内・ケイマン）
- (2) 資産流動化計画
- (3) 証券化に関する法律意見書、及び会計・税務意見書（適宜）

3. 土地・建物に関する資料

- (1) 土地建物の権利関係資料（法務局備付の登記簿・公図・地積測量図・建物図面・各階平面図）
- (2) 土地の取得時期・取得価格
- (3) 建物の許認可関係資料（建築確認通知書と検査済証）
- (4) 土地の図面・面積関係資料（実測図 or 境界確定図）
- (5) 建物の設計図書関係（建物・設備の竣工図と工程表）
- (6) 物件のパンフレット等（OAフロア、個別空調、24時間対応等の設備概要などがわかるもの）

4. 建物デューデリジェンスに関する資料

- (1) エンジニアリングレポート（建物劣化診断、改修費用、長期修繕費用（資本的支出）、再調達価格、遵法性診断など）
- (2) 耐震診断レポート（PML、Is値、地盤液状化の可能性など）
- (3) 環境診断レポート（アスベストやPCBなどの危険物・廃棄物、土壌汚染など）
- (4) その他（必要に応じて、工事施工業者と施工費用・施工期間、改修業者と改修箇所・改修費用・改修期間、定期的な修繕の施工業者、現在の建物管理会社（外注先含む）、自然災害による損害の履歴とそれに伴う補修の履歴など）

5. 不動産鑑定評価書

6. 不動産の収益見込みに関する資料

- (1) 事業収支計画
- (2) 対象不動産の収支実績（過去5年程度の年次ヒストリカルデータ。最低3年）
- (3) マーケットレポート（立地条件、競合物件及び地域、需給動向、対象不動産の地域内における競争力、類似不動産の成約契約条件、対象不動産の想定成約条件など）
- (4) レントロール（過去から現在までのテナントリスト、契約賃料、賃料改定状況、現行の賃貸借契

約書など)

- (5) テナントに関する資料（事業内容、財務状況、使用目的、その会社における位置付け（移転の可能性）など、信用調査報告書）
- (6) 今後のテナントの退去や入居の動向（退去予告や賃料減額要請などの退去の懸念があるテナントの有無、空室部分の引き合い状況など）
- (7) 土地・建物・償却資産の固定資産税・都市計画税の納税通知書（評価額・課税標準額・納税額が記載されているもの）

7. アセットマネージャー、プロパティマネージャーに関する資料

- (1) 会社概要
- (2) 過去の実績（運用資産残高、管理棟数、資産運用、リーシングやメンテナンスに関する実績など）
- (3) 財務状況

8. 損害保険

- (1) 現在付保されている保険の種類及び保険会社
- (2) 付保の対象、保険内容（種類毎）
- (3) 保険金額（種類毎）
- (4) 年額保険料（種類毎）

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