

開発型不動産

1. 対象商品の概要

開発型不動産証券化は、マンションやオフィスビルなどの開発資金をデットやエクイティの形で投資家が提供するもので、将来生み出されるキャッシュフローに依拠するフューチャーフロー証券化の一種である。通常の不動産証券化がオフィスビルなど既に存在する不動産を対象とするのに対し、まだ存在していない不動産を対象として、土地の取得代金や請負代金などの開発資金を、倒産隔離の図られた SPV などを通じて調達する仕組みである。開発型不動産証券化は、不動産プロジェクトを対象としたプロジェクトファイナンスであるとも言える。

2. 一般的なスキーム

(1) 分譲マンション開発型のケース

TMK を SPV とした場合、TMK は特定社債の発行などによって調達した資金により、建物建設予定地となる土地を購入する。また、TMK は工事請負人との間で建物等建設にかかる工事請負契約を締結し、前払金として工事請負代金の一部を支払う。調達資金から土地購入代金、工事前払代金、当初費用等を差し引いた残額は、期中費用、償還用原資の一部、特定社債利息等支払原資、地震リスク対応留保金などの現金準備金として TMK 内に積み立てられる。

販売業務に関しては、販売代理人が TMK との間で締結した販売代理契約等に基づき、物件の分譲販売などを行い、マンション購入者と不動産売買契約を締結する。

TMK は、このマンション購入者からの物件販売代金を原資に特定社債の償還等を行う。

(2) オフィスビル等賃貸用不動産開発型のケース

TMK は、対象開発用地および当該不動産開発にかかる一切の権利などを裏付資産とし、デットやエクイティにより既存のデットの返済原資または土地の購入代金、新築建物の建築工事代金、その他諸経費等の調達を行う。デット等の返済期日は、一定の工期及びリーシング期間に対応して設定され、その最終的な返済原資は竣工後の計画建物の売却またはリファイナンスによって調達される。

3. 格付のポイント

I. 分譲マンション開発型のケース

(1) 建設段階のリスク

① 工事請負人の信用悪化

工事請負人が建物等を施工する十分な実績・能力を有しているかがポイントとなる。特に工事請負人の信用力が低く、物件竣工までの業務継続に懸念がある場合には、信用補完として発行体を被保険者とした損害保険会社の履行保証保険や金融機関のコミットメントラインの設定など

が手当される。これにより、万一他の工事請負人に建設工事を引き継がせることになった場合の工事請負代金の追加的支出などがカバーされる。なお、当初の工事請負人の信用悪化への備えとして、バックアップ工事請負人を事前に選定しておくことが求められるケースもある。

② 請負代金の支払不能

開発型証券化では、マンション購入者からの手付金を除き、建物竣工後引渡し時に大部分のキャッシュインが発生する。そのため、着工時等に支払われる工事請負代金の一部を除く残額については、特定社債等に劣後する取り決めとする場合が多い。なお、こうした場合以外にも、追加出資やローンのコミット等により、販売代金が想定を下回った場合において、請負代金の支払が一部不能となる可能性が特定社債やローンの償還等には支障をきたさない仕組みが手当される必要がある。

③ 請負代金の膨張

工事請負人に対する請負代金の支払額が当初の取り決めより膨張するリスク（コストオーバーランリスク）がある。これを回避するため、工事請負契約の規定によりリスクを限定するとともに、やむを得ない事由により増額が発生したとしても、その支払いは積み立てられた現金準備金の範囲内での対応、あるいは特定社債等に劣後する取り決めとする。

④ 不可抗力等に起因する工事の大幅遅延、工事請負契約の解除

一般的な工事請負契約では、不可抗力等による工事の中止が一定期間続いた場合、工事請負人が契約を解除して完工義務を免れることができるものとしている。この対応として、不可抗力等による工事の中止期間の設定に配慮するとともに、工事を再開できる環境が整った場合には、工事請負人は速やかに工事を再開、続行する義務を負うなどの規定を設ける。

⑤ 開発業務受託者の信用悪化

開発業務委託契約に基づき、開発業務受託者は土地の選定・精査及び仕入れ、建物のタイプ・仕様・基本プランの決定など商品企画、建築確認等許認可取得、近隣住民対策、工事請負人の選定その他建物建設及びそれに付随するマンション開発に関する事項についてアドバイザー業務を行う。開発業務受託者が当該開発業務を行えなくなった場合に備え、工事管理業務受託者等が **TMK** へのアドバイザー業務を引き続き行うことなどで対応する。

⑥ 土壌汚染

環境調査により、土壌汚染が判明したときには、適切に処理されることが前提となる。

⑦ 許認可リスク

許認可リスクが基本的に存在しないことを確認する必要がある。したがって、特定社債の発行等に先立って建築確認等の許認可を取得していることが前提となる。

⑧ 地震リスク

専門業者が独自に作成した地震リスク分析に関する報告書に基づき、建物竣工後及び竣工期間中の **PML** 等を確認する必要がある。また、特定社債発行時等に地震リスク対応留保金の積み立てなどがなされる。

(2) 販売段階のリスク

① 販売代理人の信用悪化

販売代理人は、TMK と連帯して瑕疵担保責任を負担しつつ、TMK のための販売代理業務を行う。当初の販売代理人の信用悪化への備えとして、バックアップの販売代理人が設置される。また、バックアップの販売代理人に信用事由が生じるなどしてバックアップ販売代理契約が解除された場合、あるいは当初販売代理人による販売続行が不可能となるなど、バックアップ販売代理契約が開始された場合等の手当についても検討を要する。

② 販売活動

販売代理人が販売代理業務の遂行にあたり十分な実績・能力を有しているかがポイントとなる。資料やインタビューを通じ、販売代理人の実績やプロジェクトに対する販売戦略・広告宣伝方法・販売活動方針等を確認する。

(3) マンション販売総額（予想回収額）の査定と LTV

マーケット分析などにより、マンション販売総額（予想回収額）を査定する。これに不動産証券化の格付で用いられる LTV を乗ずる方法を基本として格付を決定する。上記のような仕組み上の手当に加え、建設リスクの規模や移転の度合いにより、追加的信用補完としてのリザーブの設定が必要とされる場合がある。

II. オフィスビル等賃貸用不動産開発型のケース

(1) 建設にかかるリスク

開発予定地上の建物が、計画通りの時期・スペックにて竣工できるかどうかのリスクが存在する。これに関し、計画建物の請負契約の内容や、工事請負人等関係者へのインタビューにより開発のポイントについての確認を行う。また計画建物と同種同様の規模の建物建築に係る工事实績も踏まえ、工事請負人が格付に必要な業務遂行上の信用力をもつことがポイントとなる。また、一定程度の工事の遅延リスクに対しては、ストラクチャー上の手当があることが望ましい。

(2) テナントリーシングにかかるリスク

開発型証券化の場合、竣工直後の建物はテナントリーシングが未了であり、低稼働であることが想定されるため、リーシングリスクについての検討が必要になる。この点、開発予定地の立地等ポテンシャルや、竣工に先立ち、工期中にプロジェクト・マネジメント業務受託者等によるリーシング戦略の立案・推進がどのようになされていくかを確認し、計画賃料水準の妥当性を検証したうえで、竣工後に空室が長期化することによる対象不動産の価値下落リスクが一定の範囲内に縮減されているか判断する必要がある。

(3) 返済原資の確保等にかかるリスク

開発型証券化では一般に、

- ・ 物件が竣工し、賃借人であるテナントに引き渡されるまでの間（テナントとの契約上にフ

リーレントがあれば、その期間も含む)は賃料収入がなく、追加の請負代金支払が必要となる場合については、ABLの追加実行またはスポンサー等からの追加出資等により賄われる必要がある。

- ・ 予定返済日までに支払いが予定される公租公課、会社管理費用、特定社債利息、ABL利息等は、予めABL及びスポンサー等からの出資などで調達され、リザーブされる。
- ・ 竣工後、リーシングが開始され、通常の収益不動産として賃料が受領されるようになった後については、スキーム関連費用の支払い、利払い後の剰余キャッシュフローにつきエクイティ優先出資者への配当がなされる約定となっている場合が一般的であるが、予め設定されているLTV・DSCR等によるパフォーマンストリガーに抵触すると停止される。
- ・ 予定外の費用増加等、一定の事由(パフォーマンストリガーなど)によるスポンサー等からの追加出資等による手当が規定される。
- ・ ABLの返済に対応したリファイナンスまたは不動産売却については、予め各種関連契約書において計画時期に呼応した詳細な手続きが規定されており、いわゆる「テール期間」も一定期間設定される。

これらの手当の内容及び実効性等により、返済原資の確保等にかかるリスクが一定の範囲内に縮減されているか判断する必要がある。

(4) 対象不動産の評価額とLTV

関係者より受領した計画建物スペック、計画賃料、建設期間中に要する請負代金等の諸費用について精査した上で、建物竣工後の中期的に安定する賃料の査定を行い、計画建物が竣工していることを前提とした収益還元法(直接還元法)による評価を行う。(ただし、竣工前のリファイナンスが予定される等の場合については、スキームに応じて適宜DCF法も採用する。)

こうした評価額に、不動産証券化の格付で用いられるLTV(なお、開発に係る各種リスク要因、スキーム関係当事者の開発事業に係るコミットメント、開発事業自体の社会的な意義等、案件毎の個別性を適宜考慮する)を乗ずる方法を基本として格付が決定される。

4. 必要資料(主として分譲マンションの場合)

(1) 土地売買に関する資料

土地登記簿謄本、不動産売買契約書、不動産鑑定評価書、土壌調査報告書など

(2) 建設予定建物に関する資料

設計図面、標準仕様書、地震リスク評価報告書など

(3) マンション販売に関する資料

販売代理人の過去販売実績、マーケットレポート、競合物件の開発状況など

- (4) スキーム概要の説明資料
スキーム図、タームシート、スキーム参加者など
- (5) スキーム関係当事者に関する資料
工事請負人、販売代理人、開発業務受託者など
- (6) 各種契約書
開発業務委託契約書、工事請負契約書、販売代理契約書など
- (7) 各種意見書
法律意見書、会計・税務意見書など

5. 関連格付方法

「不動産証券化」(最終更新日:2014年6月2日)

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