

不動産ノンリコースローン・シンジケーション取引組成に係るガイドライン

～対象不動産に関する調査項目と留意事項について～

1. 背景

従来、当協会におけるプライマリー及びセカンダリー取引にかかる検討は、主として、コーポレート与信を念頭に行われてきた経緯がある（契約書雛形、行為規範等）が、最近の傾向としては、コーポレート与信の保全を高める観点から不動産等の担保付きの案件が増加し、また、主たる返済原資が不動産等の特定資産からのキャッシュフローに依拠する与信（ここでは特に「ストラクチャー与信」と称する）を検討する事例も出てきている。

これら与信にかかるシンジケーション取引、債権売買取引を組成、もしくは、これに参加するにあたっては、従来のコーポレート与信における「者」に関する検討に加え、「物」に関する検討が重要になるが、今後、これら与信への投資家層の拡大、すなわち、ストラクチャー与信の市場流動性を高めるためには、その留意事項等について当協会でも検討を行い、問題意識を共有しておきたいと考えるもの。

本検討テーマを提案することの背景・狙いを整理しておくこと、以下の通り。

- ・ローン市場の取引対象としてストラクチャー与信の重要性が増してきていること。
- ・ストラクチャー与信については、従前の当協会の議論で念頭におかれていたコーポレート与信とは異なる留意事項があり、その認識を共有することは、ストラクチャー与信及びそれに伴うシンジケーション取引の活性化に寄与すると考えられること。
- ・特に、従前の議論により導かれた「自己責任原則」をストラクチャー与信に適用する場合、「貸付取引のプロとしての金融機関にとって、『物』に関する情報に対してどのような判断が要請されるか」を整理しておくことは、従前の議論を確認する上でも有益と思われること。

当協会では、「ストラクチャー与信タスクフォース」を立ち上げ、論点整理を行ってきたが、今般、これらの議論を踏まえ、「ガイドライン」として纏めた。

2. 本ガイドラインの位置付け

当協会では、既往日本国内におけるローン・シンジケーション取引が円滑かつ安定的に行われることを目指し、この取引における主たる論点ならびに、これに関する、アレンジャー、エージェント、参加金融機関といった当事者に期待される役割と責任についても論点整理を行い、市場参加者の共通の理解を得ることを目的として、2002年10月に「ローン・セカンダリー取引における情報開示における行為規範」、2003年12月に「ローン・シンジケーション取引における行為規範」、また、2007年10月には「ローン・シンジケーション取引に係る参加者の実務指針について」といった文書を公開してきた。

これらはいずれも、コーポレートファイナンスを想定して書かれたものではあるが、その主たる論点である、()借入人に関する情報の取り扱いと()契約内容の尊重、また、これらに関する当事者に期待されるベストプラクティスは、ストラクチャー与信のシンジケーションにおいても尊重されるべき一般的な指針である。

本ガイドラインは、これら指針を前提としつつ、ストラクチャー与信、特にここ数年急速に普及してきた不動産ノンリコースローンならびにJ-REIT宛与信(*)を対象に、対象不動産の調査、耐震性、遵法性に係る論点、ならびに、これらに関し貸出人たる金融機関に期待される役割と責任について、整理を試みるものである。

(*) J-REIT宛与信は、コーポレートファイナンスとして扱われる場合が多いが、「主たる返済原資を特定の(もしくは一定のプールを形成する)不動産からのキャッシュフローに依拠する与信」として、不動産ノンリコースローン同様の論点も有することから、ここでは併せて対象とする。

3. 論点整理

(1) 対象不動産の調査(目的と手法)

ここで言う不動産の調査とは、一般的にはデューディリジェンス(以下、DD)とも呼ばれ、不動産取引を行う際に、対象不動産に関する現在の収支(キャッシュフロー)の正確な把握及び将来の収支の正確な予測を目的とする調査であり、最終的には責任財産たる対象不動産の『適正な物件価値』を求めるための作業を意味する。

DDは、対象不動産に係る、物理的調査・法的調査・経済的調査から成り、主要な調査項目を例示すると以下のとおりである。

【物件DDの内容】

デューディリジェンス項目		
物理的調査	土地状況調査	所在・地番・地目等
		隣地との境界
		埋蔵文化財
		土壌汚染
		地質・地盤
	建物状況調査	建物劣化診断
		修繕・更新費算出
		地震リスク評価
環境リスク評価		
法的調査	私法上の調査	不動産登記簿
		賃貸借契約
		実態上の権利態様 (不法占拠、留置権等)
		隣接所有者との関係
	公法上の調査	土地・建物利用状況の法令遵守
		土壌・地下水等の環境法令基準遵守
経済的調査	市場調査	テナント分析、賃貸市場分析、
	不動産経営調査	個別物件の賃貸収入・運営支出の査定、物件価値評価

金融機関が貸出人として対象不動産の調査を行うにあたっては、通常、専門家から「不動産鑑定評価書」

「エンジニアリングレポート」(以下、ER)

を入手し、また、その他対象不動産の特性、及び必要に応じて、評価の客観性を証するために商圈分析や競合比較に主眼を置いた「マーケットレポート」等を入手する。

不動産鑑定評価書については、国土交通省において、証券化対象不動産に関する鑑定評価基準の策定に関する検討が行われ、2007年3月末には「不動産鑑定評価基準」および「不動産鑑定評価基準運用上の留意事項」(以下、基準等)の改正が公表され、同年7月には当該基準等の適用が開始された。

これにあわせて社団法人日本不動産鑑定協会では、不動産鑑定士と証券化関係プレイヤー間の証券化に関連する不動産鑑定評価について共通理解を進める観点から、2007年3月、基準等の運用に関する実務上の取り扱いを整理し「証券化対象不動産(*)の価格に関する鑑定評価の実務指針」(以下、実務指針)をとりまとめている。(同年6月に一部改定。)

(*) 証券化対象不動産とは、次のいずれかに該当する不動産取引の目的である不動産又は不動産取引の見込みのある不動産(信託受益権に係るものを含む)を指す。

- ・資産の流動化に関する法律に規定する資産の流動化並びに投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資信託に係る不動産取引並びに同法に規定する投資法人が行う不動産取引
- ・不動産特定共同事業法に規定する不動産特定共同事業契約に係る不動産取引
- ・金融商品取引法第2条第1項第5号(社債券)、第9号(株券又は新株予約証券)(専ら不動産取引を行うことを目的として設置された株式会社(会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第2条第1項の規定により株式会社として存続する有限会社を含む)に係るものに限る)、第14号(受益証券発行信託の受益証券)及び第16号(抵当証券)に規定する有価証券並びに同条第2項第1号(信託受益権)、第3号(合名会社若しくは合資会社の社員権又は合同会社の社員権)及び第5号(いわゆる集団投資スキーム持分)の規定により有価証券とみなされる権利の債務の履行等を主たる目的として収益又は利益を生ずる不動産取引

貸出人たる金融機関は、与信検討に際して対象不動産の評価を行うにあたり、与信の対象となる不動産が、「証券化対象不動産」に該当し、かつ不動産鑑定評価書を入手し参考とする場合には、かかる不動産鑑定評価書が、上記「基準等」ならびに「実務指針」に則った内容であるか否かを確認することが望ましい。

E Rについては、社団法人建築・設備維持保全推進協会と社団法人日本ビルディング協会連合会とが、2001年6月に「不動産投資・取引におけるエンジニアリングレポート作成に係るガイドライン」を作成、2007年4月にはこれを改訂している。

同ガイドラインによれば、E Rの業務範囲は以下のとおりである。

【E Rの調査項目例】

「不動産投資・取引におけるエンジニアリングレポート作成に係るガイドライン」(2007年版)より

調査項目	
建物状況調査	立地概要調査 建築概要調査 設備概要調査 更新・改修履歴及び更新改修計画の調査
	構造概要調査、設計基準
	遵法性
	緊急を要する修繕更新費用
	短期修繕更新費用
	長期修繕更新費用
	再調達価格の算定
建物環境リスク評価	フェーズ1 アスベスト P C B その他の項目
	フェーズ1 土壌汚染の可能性
	地震リスク評価 (P M L) 詳細分析 (解析的な方法) 簡易分析 (統計的な方法)

貸出人となる金融機関は、これら専門家による調査報告書等を参考にしつつ、対象不動産の評価、処分可能性について、固有の判断を行い、同結果と与信条件を総合的に評価し、与信の可否やプライシング(基準金利に上乗せされるスプレッド水準や手数料水準)判断の材料とする。

尚、シンジケーション取引においては、不動産鑑定評価書、E R等をアレンジャーが手配の上で、参加金融機関へ配布することが実務上行われているものの、当該書類にかかる評価は参加金融機関の自己責任である。加えて、不動産鑑定評価書については「基準等」、「実務指針」への適合の有無、E Rについては作成した業者に関する信頼性も参加金融機関の自己責任原則が適用され、必要に応じて独自に調査する自由を有する。

(2) 対象不動産の耐震性 (物理的調査とその対応)

対象不動産の耐震性評価については、通常は、P M L 値 (Probable Maximum Loss / 予想損失率) が使用される。P M L 値は、被災時における対象不動産 (建物) の経済的損失額を推定して、その建物の再調達価格に対する割合で示したものである。

P M L 値は、E R 調査項目の一つである「地震リスク評価」等において求められ、一般的には、「対象施設あるいは施設群に対し、最大の損失をもたらす再現期間475年相当 (50年間で10%を超える確率で襲ってくると予想) の地震が発生し、その場合の

90%非超過確率に相当する物的損失額の再調達費に対する割合」と定義される。

「地震リスク評価」は、既存の建物に係る不動産取引において用いられるもので、建物の耐震性能の把握や耐震補強の計画に用いられる「耐震診断」とは異なる。

両者の主な相違点として、以下のようなものがある。

【地震リスク評価・耐震診断対比表】

「不動産投資・取引におけるエンジニアリングレポート作成に係るガイドライン」(2007年版)より

	地震リスク	耐震診断
主目的	資産の地震損失額の把握、損失削減に伴う対策の経済的選択	耐震性能の把握
評価結果	PML	Is 値（構造耐震指標、Seismic Index of Structure） 一般的に、Is 値 0.6 が安全の目安とされる
評価基準 および評価手法	算出方法は業者独自の方法 確率統計論的手法	建築物の耐震改修の促進に関する法律（耐震改修促進法） （財）日本建築防災協会発行の各種耐震診断基準等

シンジケーション取引においては、アレンジャーは上記目線を踏まえて個別の案件特性に基づきストラクチャリングを行い、参加金融機関は、独自の判断に基づき必要に応じた契約条件の変更の交渉を行うことが期待される。

(3) 対象不動産の遵法性（法的調査とその対応）

金融機関は、上記調査の過程で、専門家から対象不動産について遵法性に疑義ありとの報告を受けた場合には、通常、以下のような対応に努める。

原則として、融資実行までに治癒。

検査済証未取得のように、遡及的に治癒することが困難である場合には、現行法令に照らした遵法性の有無について確認し、抵触する箇所を適法状態に修繕する等の対応を融資実行までに実施。

融資実行までに治癒できない場合にも、合理的な費用と期間を見積もった上で、契約において実施義務者及び実施期限を定め、適法状態への回復を図る（ポストクロージング対応）。

尚、消防法違反等、即人身事故や人命につながる懸念が明白である違法事態については、上記の対応とすべき（ポストクロージング対応は不可）ことは言うま

でもない。

シンジケーション取引の場合、JSLA標準契約を前提とすると、エージェントの委任事務の範囲には参加金融機関のための与信管理は含まれないことより、ポストクロージング対応にかかる履行状況のモニタリングについては、自己責任原則に基づき参加金融機関自らが実施する必要がある。

(4) 対象不動産の価値（経済的調査とその対応）

不動産鑑定士は「不動産の鑑定評価に関する法律」並びに「不動産鑑定評価基準」（国土交通省が定める統一的な基準）に基づき鑑定評価を実施するが、鑑定評価額とは、あくまで評価時点での市場価値を表示したものであり、将来の取引価格を予想・保証するものではないことに留意しておかなければならない。

また、不動産鑑定士は、通常、原価法による積算価格、収益還元法による収益価格、取引事例法による比準価格等を比較し、鑑定評価額を一点に収斂させるが、評価要素の捉え方、採用する取引事例、情報の時点、価格収斂手法等により、異なる不動産鑑定士から同一の鑑定評価額が示されることはまずないと言ってよいであろう。

不動産鑑定評価書についての主なポイントは下記の通り。

収入

対象不動産の近隣地域における賃料相場や空室率の把握は、鑑定の根幹をなす。収入の実態把握にあたっては、現行の賃貸借条件や付随収入の有無について確認することが重要であり、また、将来の収入を見通すにあたっては、想定賃料、想定空室率等、対象不動産の個別性を考慮することが重要である。

支出・経費

支出・経費についても、計算根拠等を再確認することが重要である。たとえば、エンジニアリングレポートにて通常述べられる維持費用や定期的な大規模修繕費用の見積りと、借り手（不動産事業主体）が作成した計画とを比較し、齟齬がないかといった検証等が必要である。

還元利回り

収益価格算定上の利回り(*)は対象不動産の評価額を決定する重要な要素であるため、それが対象不動産に見合ったものか否かの検証が重要である。

(*) 投下資本利回りに相当。

直接還元法の場合には、総合還元利回り（キャップレート）

DCF（Discount Cash Flow）法の場合には、期中のキャッシュフローを割引く「割引率」と将来（10年目とすることが多い）の物件売却価格を割引く「最終還元利回り（ターミナルキャップレート）を用いる。

(5) シンジケーション取引における留意点

本項でも既述の通り、対象不動産の調査、耐震性、遵法性、価値のいずれの局面においても、シンジケーション取引においては、参加金融機関の自己責任原則が求められる。案件組成時においては、貸付取引のプロとして自ら適切と思われる資料及び情報等に基づき、自らの責任で参加の意思決定を行うべきであり、また自らの判断で参加しない自由も有する。一方で、シンジケーション取引においては、借入人による継続的な情報開示の範囲、借入人に対する調査・報告請求権、借入人が遵守すべき財務制限条項等の誓約事項（例えば、借入人がDSCRやLTV(*)について定期的な報告を行い、また、これらを一定水準に維持するという誓約等）を予め契約で規定する契約型取引であることより、参加金融機関は契約締結後の期中管理を行うことができる仕組みとなっており、案件組成時同様に、参加金融機関が自ら定期的にモニタリングする必要がある。

上記論点については、当協会により公表済みの「ローン・シンジケーション取引における行為規範」、「ローン・シンジケーション取引に係る参加者の実務指針について」の理念といささかも変わることはない。

(*) DSCR（Debt Service Coverage Ratio）とは、一般的に、借入人の元利金返済負担に対するキャッシュフローの余裕度合いを表す指標として用いられる。

LTV（Loan To Value）とは、一般的に、借入人が保有する不動産の評価額に対する負債額の割合を表す指標として用いられる。

4.まとめ

上記の通り、本タスクフォースでは、不動産ノンリコースローンならびにJ-REIT宛与信における主たる返済原資となる「物」に焦点を当て、参加メンバーの意見交換を行った。

もっとも、不動産ノンリコースローン、J-REIT宛与信とも、その採り上げならびに期中管理においては、単に「物」の検証だけでなく、「物」に付随する各契約内容の検証、そして、それぞれの契約主体を構成する「者」の検証を多面的、複合的に行って判断することも重要であることを忘れてはならない。

また、不動産ノンリコースローン、J-REIT宛与信においても、シンジケーション取引の形態を取る場合には、参加金融機関による自己責任原則が適用される点については、コーポレート与信と同様である。

当協会では、今後も引き続きストラクチャー与信の市場流動性を高めるための検討を継続していく方針である。

以 上