

コマーシャル・モーゲージ
サービスレポート

キャピタル・サーヴィシング

格付け

スペシャルサービサー
.....CSS3+(JPN)*

*日本のサービサーについての格付であることを示す

アナリスト

東京

杉井 由美子
03 3288 2701
yumiko.sugii@fitchratings.com

大迫 政子
03 3288 2704
masako.osako@fitchratings.com

ニューヨーク

ステファニー・ペトーサ
1 212 908-0720
stephanie.petosa@fitchratings.com

照会先

キャピタル・サーヴィシング
Carl N. Everett
03 3224 3660

■ 要約

フィッチ・レーティングス（フィッチ）はキャピタル・サーヴィシング（CSC）にスペシャルサービサー格付「CSS3+(JPN)」を付与する。本格付は CSC の商業不動産担保付不良債権のスペシャルサービシング能力と顧客への適切な報告能力に基づいている。本格付はまた、以下に列挙する CSC の強みと懸念材料を考慮している。

■ 強み

- リーマン・ブラザーズ（以下「リーマン」）の強いコミットメント。
- 包括的な方針・手続の策定と適切な内部監査の実施。
- 取扱債権の着実な増加と多様性。

■ 懸念材料

- 会社設立から日が浅く、CSC の財務状態には今なお改善を要すること。
- コンピューターシステムの改良が進行中であること。

■ 緩和材料

- 取扱債権の着実な増加。またリーマンは CSC を同グループ専属のサービサーとして維持する意向を表明している。
- 現行のシステムは現在の業務量に十分対応できること。

■ 会社概要

CSC は日本での営業許可を取得したサービサーであり、その主な業務はリーマンの日本での不良債権及び不動産ポートフォリオのサービシングを行うことである。

CSC は 1998 年 9 月に設立された。1 年後、CSC は法務省から営業許可を取得し、日本で 23 番目のサービサーとなった。1999 年 12 月、サービシング業務が開始された。当時米国でリーマンと取引を行っていたサービサーの一社であるゲート・キャピタル社が、データベース・その他システムの開発並びに方針・手続及び業務戦略の策定において CSC を支援した。その後、リーマンがゲート社を含む米国の関連サービシング会社を全て

ハットフィールド・フィリップス社に統合したため、ゲート・キャピタル社の役割もハットフィールド・フィリップス社に引き継がれた。

現在 CSC の株式は、ハットフィールド社が 75% を間接的に保有、残る 25% を CSC の役員が間接保有している。フィッチはハットフィールド社に CPS2 及び CSS2 の格付を付与している。また、ハットフィールド社が独占的にサービシングを行っているリーマンの持株会社であるリーマン・ブラザーズ・ホールディング社のフィッチによる格付は A+ /F1 である。

リーマン・ブラザーズは 1998 年以來積極的に日本の不良債権を購入している。2002 年 3 月 31 日までの累積投資額は残元本ベースで 1 兆 5,750 億円に達する。債権の売り手が自社の関連サービサーによるサービシングを要求したプール 1 件を除き、リーマンは日本の不良債権のサービシングを CSC に独占させている。リーマンの社内方針により、CSC とのサービシング契約では取引の排他性については明記されていない。しかし、リーマンは CSC にサービシング業務を継続して委託する意向を表明している。

取扱債権の状況（住宅ローンを除く）

（設立から 2002 年 3 月 31 日までの累計）

	取扱債権額 (百万円)	債務者数 (人)
	1,556,929	3,229
回収手法別回収金額	(百万円)	%
競売	17,965	45.2%
任意売却	8,870	22.3%
DPO	905	2.3%
その他	12,037	30.3%
計	39,776	100.0%

CSC が現在サービシングを行っている最大のアセットクラスは商業不動産担保付不良債権であるが、同社は不動産担保処分済のいわゆるポンカス債権に加え、サービシングの対象を不良化した住宅ローン、正常債権および要注意債権に拡大している。当社の格付分析は CSC の商業不動産担保付不良債権のサービシングに重点を置く。

2001 年 10 月、CSC は住宅ローンの証券化プールのプライマリーサービサーに指名された。また、CSC は不良債権の管理に関して、ある住宅ローン保証会社と顧問契約を結んでいる。

将来については、CSC はプロパティ・マネージメント、住宅ローン管理、証券化案件のサービシングなど、新たな事業に成長機会を見出している。

■ 財務状態

2001 年 11 月期、サービシング手数料が取扱債権額増にあわせて増加したため、売上は 44% 増の 3 億 7,340 万円となった。デューディリジェンス手数料やライセンス料など、その他の手数料も増加した。CSC は今なお立ち上げ期にあるため、繰越損失が 2 億 7,260 万円に達し、純利益は 2,250 万円であった。繰越損失については、税務面の検討も行き、収支を慎重に管理している。

リーマンが所有する最大のプールのサービシング手数料は取扱債権残高に基づいて計算されており、インセンティブ手数料は支払われていない。他のプールについては、手数料は柔軟に設定されており、一定のインセンティブ手数料が支払われている。他の主な収入源はデューディリジェンス手数料であり、2001 年 9 月までの 21 ヶ月間の総収入の約 20% を占めていた。

2001 年 11 月の CSC の貸借対照表によると、流動性は潤沢である。投資家からの現預金預り分を差し引いた後の総資産は 3 億 2,300 万円で、流動資産の 71% を占めていた。外部借入金は一切なく、総負債は流動資産の半分に満たなかった。当初資本金 5 億円は繰越損失 2 億 7,300 万円で一部目減りしているものの、既に月次ベースでは収支均衡しており、繰越損失は縮小する見込である。

■ 従業員

2001 年 10 月現在、CSC には 30 名の従業員がおり、その構成は取締役（弁護士を含む）3 名、アセットマネジメント部 9 名、住宅ローン管理部 2 名、REO 管理部 2 名、不動産鑑定部 2 名、及び財務／経理／総務部 10 名である。

以下の4名の取締役がCSCの経営に主要な役割を果たしている。

(1) 米国でのワークアウトと不動産開発で22年の経験を持つ代表取締役、Carl Everett氏。彼は日本で別のサービスの設立に関わった後、1999年CSCに入社した。

(2) 2000年7月にCSCに入社した副社長兼コントローラー。彼は経理/財務関連業務、方針・手続及びシステムを管掌する。CSC入社以前はリーマン・ブラザーズ・ジャパンで1年間モーゲージ商品のコントローラーを務めた。それ以前には5年半にわたりサンフォード・C・バーンスタイン社でポートフォリオ管理やビジネスアナリストなど様々な職位を歴任した。

(3) 取締役弁護士。弁護士業務は1981年より行なっている。彼女のCSCでの主な職責にはサービス法など様々な関連法規遵守状況の監視及びアセットマネージャーへの法律関連の助言が含まれる。

(4) ポートフォリオマネージャー。その主な職責はアセットマネージャーの監督と教育、CSCの日常業務全体の監督、会社経営における代表取締役の支援などである。また、法務省に対する窓口も務めている。CSCには1999年10月にアセットマネージャーとして入社、2001年8月にポートフォリオマネージャーに任命され、現在はマネージメント業務に専念している。CSC入社以前は30年間日本の大手銀行に勤務し、うち最後の8年間は不良債権のワークアウトに携わっていた。

アセットマネージメント部の主な業務は不動産担保付不良債権ローンの管理である。同部はシニア・アセットマネージャー3名、ジュニア・アセットマネージャー3名、アシスタント2名で構成され、ポートフォリオマネージャーが統括している。

シニア・アセットマネージャーは平均5年のワークアウト経験及び4年の不動産経験を含め、平均16年の関連業界経験を有する。CSCでの社歴は平均で16ヶ月である。ジュニア・アセットマネージャーは平均で9年の関連業界経験と5

年のワークアウト経験を有する。そのうちの1名は2年の不動産経験を有する。

2名のアシスタントは事務、事件管理、クロージング時の文書チェック及び文書管理などでアセットマネージャーを支援するほか、債務者への受託通知の作成及びシステムへのデータ入力を行う。

REOマネージャーは建築家として19年の経験を有し、日本と米国で建設プロジェクトや都市計画に携わった。その間、予算、購買、請負業者選定及び報告などプロジェクトの様々な側面を監督してきた。不動産販売経験はないものの、この分野で幅広い経験がある代表取締役と密接に協力することにより、ノウハウを習得しており、既に大型のREO物件2件の販売に成功している。

日英二カ国語が使用される環境に対処するため、CSCは常勤の通訳者を雇用している。また、CSCは全てのアセットマネージャーに対して週1回の英語講座を行っている。日本語で書かれた稟議書はアシスタントが英語に翻訳するが、数量データを多用したテンプレートを使うことによって言葉による説明は最小限に抑えられている。

離職率はそれほど高くない。CSCが設立されてから2001年7月までの間、2名が転職、3名が進学のために離職し、1名が解雇された。

2001年9月までの1年間について、アセットマネージャーは主にコンピューター、投資分析、及びビジネスプラン/稟議書などに関して平均15時間の社内研修(英語講座を除く)を受けた。さらに、アセットマネージャーはワークアウト/各種倒産手続/関連法規に関する2種類の社外セミナーに計6時間出席した。CSCは授業料払戻プログラムを実施している。毎週のアセットマネージャー会議は研修の場としての役割も果たしており、ポートフォリオマネージャーが事案を再検討する。さらに、毎年1月に行われるアセットマネージャーの社外ミーティングでは過去の実績を見直し、意見を交換し、今後1年間の目標を設定している。

■ 情報システム

CSC のサービシング・システムは日々のサービシング業務と顧客への報告の要件を適切に満たしている。

2001 年 11 月現在、CSC は下記の 3 種類の記録システムを利用していた。

- 1) サービシングに関しては、マイクロソフト・アクセスを使って自社開発した「ジャパン CMA データベース」
- 2) 経理に関しては、米国の中小企業で一般的に利用されている市販のソフトウェア。総勘定元帳及び貸借対照表の記録、資金移動、並びに現金支払を処理
- 3) デューデリジェンス・サービスに関しては、外部の不動産業者が提供する取引事例データベース

ジャパン CMA データベースの主な目的は回収額、回収戦略、現在価値及び残元本などローン・ポートフォリオの状態を追跡し、顧客、経営陣及び法務省に対するレポートを効率的に作成することである。主要画面は日英両語併記であり、英語を理解しないアセットマネージャーもオンラインで各案件の状況を直接モニターできる。アセットマネージャーのアシスタントがデータ入力と更新を担当している。

システム容量は CSC の現在の業務量におけるニーズを満たしているが、取扱債権の金額・件数とシステム利用者の数が急激に増加しているため、経営陣はより大規模なシステムへの切り替えを検討している。

現在実施中のシステム改良は、容量の制約、債権ごとでのデータ管理、様々なデータの単一プラットフォームへの統合等の課題に対処するためのものである。

年中無休で 24 時間サービスを提供する外部 IT コンサルタントの支援を得て、常勤社員 1 名がシステムの日々のメンテナンスに責を負っている。また、研修を通じて従業員のシステム操作の習熟度を上げることも IT スタッフの重要な職務である。

システムのセキュリティ確保手段は包括的なものである。システムへのアクセスはユーザー ID とパスワードで制限されている。また、サーバーが設置されている部屋は警備されている。CSC は定期的にシステムの障害への耐性をテストしている。

バックアップの手順は次の通りである。2 台のサーバーは毎週月曜日から金曜日にかけてバックアップされている。日々のデータテープはオフィス内に保管される。また、月に 2 回バックアップテープのコピーが海外の姉妹会社に送られている。

包括的な災害復旧・事業再開計画も作成されている。この計画はオフィスマネージャーによって管理されており、最新かつ適切なものであることを確保するため、毎年見直される。緊急事態の場合、所定の取締役が臨時の業務計画を決定することになっている。火災または地震などにより、ビルまたは地域から避難する必要がある場合に備え、臨時オフィスが手配されている。

■ 方針と手続

CSC は包括的な各種規程の作成と更新、及び様々な監査によって適切な社内管理を行っている。さらに、社内弁護士とポートフォリオマネージャーがサービサー法など各種法令の遵守を確保している。

方針・手続マニュアルは(1) ポートフォリオとアセット管理、(2) 経理、(3) 人事、(4) 総務、及び(5) システムといった主要分野を網羅している。マニュアルは半年に 1 度更新される。全ての更新は管理職によって見直され、必要に応じてクレジット・コミッティーが監督する。マニュアルは全従業員がオンラインで閲覧可能だが、不適切な改竄は行えないようになっている。

定期社内監査はサービシング業務と経理業務の全ての重点項目を対象としており、社内管理のみならず、外部監査の準備も目的としている。監査の頻度は対象分野によって異なり、その重要性に依存する。過去の社内監査では方針・手続からの重大な逸脱は発見されていない。

現在までに行われた外部監査には、CSCは(1) 法務省による定期立入検査、(2) 会計監査、及び(3) 監査法人によるサービシング業務監査がある。

初めての法務省検査は 2001 年 9 月に実施された。数項目の軽微な指摘があったが、CSC はそのほとんどを既に是正している。残る問題も必要なデータベースの増強が完了する近い将来に解決される見込である。

初めての会計監査は 2000 年 11 月期に日本の商法に基づいて行われた。日本の大手監査法人である太田昭和センチュリー（現 新日本監査法人）は CSC の財務諸表が適正に表明されているとの意見であった。

サービシング業務の有効性を評価するために監査法人による業務監査が 2000 年 6 月から 9 月にかけて実施された。監査法人は主に(1) 銀行口座の適格性、(2) 回金処理の適時性及び正確性、(3) 弁済金充当処理の適切性、(4) 郵便切手及び小口現金の取扱、(5) 身元信用保険、及び(6) 文書分類システムといった分野を精査し、例外事項がないことを確認した。このようなサービシング業務監査は日本のサービサーでは一般的ではないが、投資家にさらなる安心を与えるものであるといえよう。

■ スペシャルサービシング

営業開始から 2002 年 3 月 31 日までの累計で、CSC は 4,908 名の債務者に対する 1 兆 5,850 億円（残元本ベース）にのぼる債権のサービシングを行ってきた。

住宅ローンを除くと、残元本額と債務者総数はそれぞれ 1 兆 5,560 億円、3,229 名であった。設立から 2002 年 3 月までの総回収額（住宅ローンを除く）は 398 億円であった。

リーマンが購入したアセットそれぞれについて、回収目標として「マーク」が設定される。アンダーライティングの際に決定されるマークにはリーマンの期待利益に加え、債権購入、サービシング及びその他についての経費が含まれている。CSC によると、リーマンでは少なくともマークを達成することを CSC に求めている。CSC はアセットマネージャーの報酬体系にインセン

ティブ制を導入することにより、マークを超えるパフォーマンスの達成を促そうとしている。個々のアセットマネージャーがその担当アセットについてマークを上回る収益を上げた場合、インセンティブが支払われる。設立以来、CSC はマークを 4.33% 上回る収益を達成している。

設立以来の累計回収金額を回収手法別に分類すると、競売が 45.2% を占め、ついで任意売却が 22.3% を占める。競売の比率が高い理由の一部は初期に人材面での制約があったことである。過去 1 年間でアセットマネージャーを増員しているため、今後は任意売却の増加と、競売の減少を経営陣は予測している。マークに対する回収実績をみると、任意売却がマークを 8.23% 上回っているのに対し、競売はわずか 0.23% である。

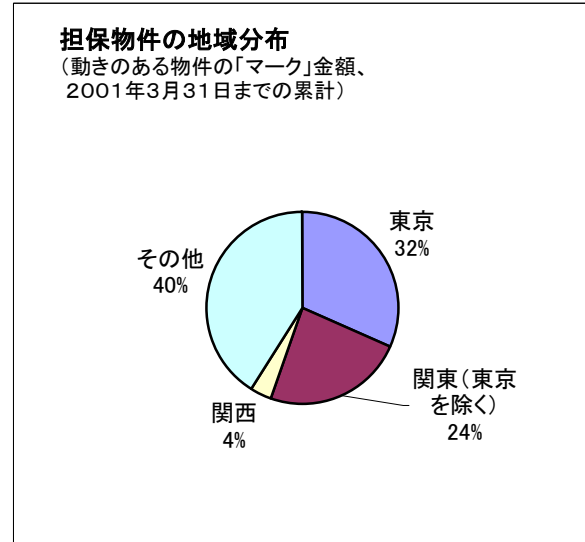
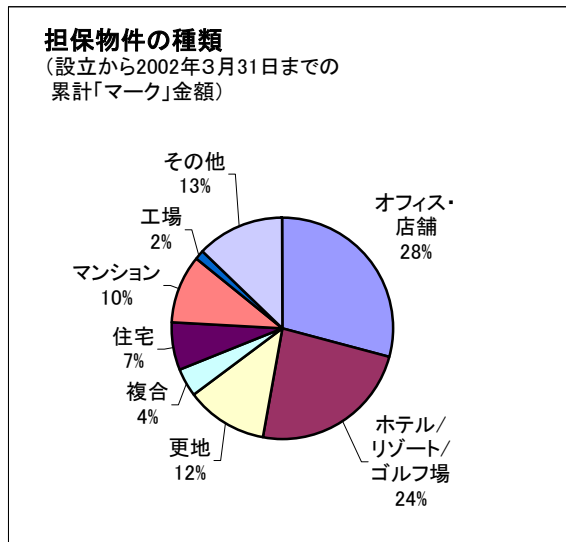
回収までの平均期間は約 11 ヶ月で、当社が分析している他のサービサーとほぼ同様である。回収手法別では、任意売却が平均 314 日であるのに対し、競売は約 1 ヶ月多くかかっている。DPO はこれらよりも早く平均で 220 日である。自己競売を行なう場合や予想回収額がマークを下回るような回収処分を行なう場合には、顧客の承認を要する。

CSC には不動産鑑定士 4 名が在籍する不動産鑑定部がある。債権プール購入の際、不動産鑑定部はデューディリジェンスなど初期の段階からリーマンの買取スタッフと密接に協力する。アンダーライティングのプロセスに関する彼らの知識は、アセットマネージャーにも役立つものである。大規模な債権プール購入の場合、アセットマネージャーは不動産鑑定チームを支援する。

新規債権受入手順

(1) 債権情報の登録：可能な限り、データテープからデータをアップロードする。アップロード不可能なデータはアシスタントが手入力する。

(2) 担保、マーク、残元本額など全てのデータをポートフォリオマネージャーが確認し、各種契約文書との齟齬を訂正する。また、アシスタントは既存の債権をチェックし、名寄せを行う。



(3) 必要に応じて、アセットマネージャーのアシスタントが受託通知を作成し、債権購入から 30 日以内に債務者に送付する。

(4) 新規の債権はポートフォリオマネージャーの裁量でプール別に各アセットマネージャーに割り当てられる。但し、いわゆるポンカス債権は特定のアセットマネージャーに割り当てられる。

2002 年 3 月現在、アセットマネージャー 1 名が取り扱うローン（動きのあるもの）と担保物件の平均はそれぞれ 200 件、85 件を超えている。これは業界平均よりやや多いが、ポンカス債権専門の担当者を設けることにより、各人の業務量を適切に管理している。マークが 2,500 万円を超えるアセットについては、1 人当りの平均取扱件数は 25 件となっている。

新規ポートフォリオの受託に際し、アセットマネージャーは金額ベースで上位 10 件以上のアセット（プール全体の 75%以上をカバーしなければならない）についてビジネスプランを作成する。また、各アセットマネージャーは半年毎に担当アセットのうち上位 20 件のビジネスプランを更新する。

処分困難、または要注意物件（最低売却価格がマークを下回っている、反社会的要素があるなど）を監視するため、週次で要注意物件リストが作成され、経営陣によってチェックされる。

競売事件は CMA データベース上で各アセットマネージャーが管理する。取締役、ポートフォリオマネージャー及び監査役は、週次でシステムから作成される競売レポートを検討する。

CSC はリーマン関連の REO を管理している。REO 管理部はマネージャーとアソシエイトの 2 名で構成されている。物件や賃貸、キャッシュフロー、各口座などの状況は月次に投資家に報告される。設立から 2002 年 3 月 31 日までの期間について、CSC は 6 件の REO を管理してきた。現在までに、CSC はそのうち 2 件を売却し、マークを 19%上回る収益を上げた。REO 取得から処分までの平均期間は 20 ヶ月であった。

CSC は効率的かつ効果的な現金処理システムを保有している。原則的に、現金の受け払いはインターネットバンキングシステムを通じて行われる。口座は毎営業日に自動的に振替えられる。共同出資のポートフォリオについては、リーマン以外の投資家への回金は週 1 回となる。不明入金は一時的に仮受金勘定に振り替えられるが、このような「未充当の」回収金についてはアセットマネージャーがチェックし、充当すべき債権を特定する。金銭及び有価証券の輸送に対しては 3,000 万円まで保険がかけられている。

CSC では適切な支出管理が行われている。委託者関連費用は全て取締役、ポートフォリオマネージャーまたは CFO によって承認される必要がある。支払をインターネットバンキングシステ

ムを通じて行なう際には新たな承認が必要となる。余剰資金は銀行の譲渡性預金など流動性の高い短期金融商品に投資されている。

CSC は既存の顧客から文書管理者に任命されており、適切な文書管理手続を有している。CSC は債権書類等の現物をオフィス内の耐火保管室に保管している。アセットマネージャーのアシスタントが文書管理に責を負っている。

CSC は不動産鑑定と環境監査に外部専門業者を利用している。資本参加など、複雑な再建計画に関して、CSC は社外の弁護士及び税理士に助言を求めている。CSC はこのほどポンカス債権のサービシングを他サービサー数社に再委託した。再委託先のパフォーマンスは厳密に監視されている。

本稿は 2002 年 5 月発行の英文版の翻訳です。

コピーライト©2002年フィッチ インク、フィッチ レーティングス リミテッド及びその子会社。(One State Street Plaza, NY, NY 10004)
Telephone: Tokyo, 81-3-3288-2628, Fax 81-3-3288-2627, New York: 1-800-753-4824, 1-(212) 908-0500, Fax 1-(212) 480-4435; London: 44 -(171) 417-4222, Fax 44-(171) 417-4242

本レポートの全部、又は一部の無断転載は禁じられています。本レポートにおける格付けはフィッチが信頼し得ると考えられる情報源から入手したものに基づいています。又、フィッチは、それらの情報が真実、正確なものであるかの調査、照合をしていません。格付けは情報の変化、或いはその他の理由により変更、停止、又は取り下げの事があります。格付けはいかなる証券の購入、売却または保有の推奨とみなしてはなりません。格付けはいかなる証券に関して行われた支払いの納税、税控除、特定の投資家への適性、又は市場価格には言及していません。フィッチは証券の格付けに関し、発行者、保険者、保証者、その他債務者、または引受会社から格付け手数料を受け取っています。一般的に、手数料の額は発行ごとに 1,000 ドルから 750,000 ドルの範囲です。またフィッチは特定の発行者、または特定の保険会社、保証会社に、保険が附されたまたは保証された全て、或いは相当数の発行を一括年間手数料の形で受け取る事もあります。その場合の手数料は 10,000 ドルから 1,500,000 ドルの範囲です。格付けされた債券の一部或いは全部が米国で発行された場合、フィッチ による格付けの付与、公表または提供された事実は、米国の証券取引法にうたわれた “エキスパート” を意味するものではない。情報技術の発達により、電子情報による購読者は、プリントレポートの購読者よりも、フィッチのレポートを約三日早く手に入れる事が出来ます。