

# 2012年の展望：日本のストラクチャード・ファイナンス

## アウトルックレポート

### 格付アウトルック 安定的

#### 格付アウトルック

**国内経済：** 世界規模で金融市場が不安定な中、その経済見通しの悪化や円高に加えて、日本の一部の地域に甚大な被害をもたらした3月の震災が、日本経済の重荷となっている。フィッチ・レーティングス（フィッチ）は、2011年のGDP成長率をマイナス0.3%と予想している一方、2012年には、2.2%の成長に転じるものとみている。フィッチでは、短期的には、裏付資産のパフォーマンスの顕著な改善は見込んでいない。

**CMBSの上位クラスは安定的：** CMBSの上位クラス（現在、投資適格の格付を有しているクラス）は、主として物件売却によるデフォルトローンの回収活動の進展により、信用補完水準の上昇を見込むことができる。これは、ほぼ全ての案件において、デフォルトローンからの回収金は、シーケンシャル償還に充当されるためである。なお、フィッチは、投資適格の格付に対しては、サーベイランス分析上、ストレスのかかった物件評価額とLTVハードルを適用することにより、著しく保守的な回収金額を想定している。

**CMBS一部には損失発生も：** フィッチが格付を付与しているCMBSの裏付ローンの内、現在45件がデフォルト後の回収活動の段階にある。全額回収に至る裏付ローンは、早期に回収が完了しているという事実に鑑みると、フィッチでは、2012年は回収活動の結果、より頻繁に損失が発生するものとみている。

**デフォルトローン残高は3,000億円超に：** 2012年第1四半期にCMBSの裏付ローン2件（残高計約750億円）が期日においてデフォルトする見込みである。その結果、デフォルトローン残高の合計は3,000億円へと増加する可能性が高い。

**低格付となっているCMBSのクラス：** 特にデフォルトローンの回収活動に引き続き不透明感がある中では、下位クラスの格付は変動し易くなるであろう。なお、「CCCsf」またはより下位の格付となっているクラスについては、物件売却による回収金額が上下することによる影響を特に受けやすい。

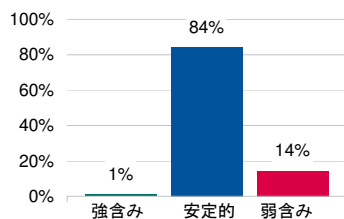
**RMBSは安定的なパフォーマンスが継続：** 想定される安定的なプール・パフォーマンスおよび仕組み上のサポートにより、本邦RMBS案件の格付パフォーマンスは総じて、安定的とすることが見込まれる。

**想定を下回るストラクチャード・クレジットのパフォーマンス：** 参照ポートフォリオまたはカウンターパーティに関する格付が下方に遷移する可能性に鑑みて、フィッチが日本において維持しているストラクチャード・クレジットの格付については、引き続き弱含みが想定される。

#### アウトルック変更につながりうる要因

**マクロ・ストレス：** ストラクチャード・ファイナンス案件のパフォーマンスは、マクロ経済環境に影響されるが、実際の格付、特に投資適格の中でも高水準の格付は、顕著なマクロ経済ストレスにも耐えられるよう設計されている。フィッチでは、2012年における成長率を2.2%と見込んでいるが、マクロ経済状況に、予想外の深刻な悪化があれば、アセットクラス全般において、資産パフォーマンスに影響が及ぶであろう。

#### 日本のストラクチャード・ファイナンス の格付アウトルック



出所: フィッチ

#### 関連レポート

##### 他のアウトルックレポート

[www.fitchratings.com/outlooks](http://www.fitchratings.com/outlooks)

#### アナリスト

黒田 篤  
03-3288-2692  
[atsushi.kuroda@fitchratings.com](mailto:atsushi.kuroda@fitchratings.com)

斉藤 直毅  
03-3288-2631  
[naoki.saito@fitchratings.com](mailto:naoki.saito@fitchratings.com)

山下 彰  
03-3288-2783  
[akira.yamashita@fitchratings.com](mailto:akira.yamashita@fitchratings.com)

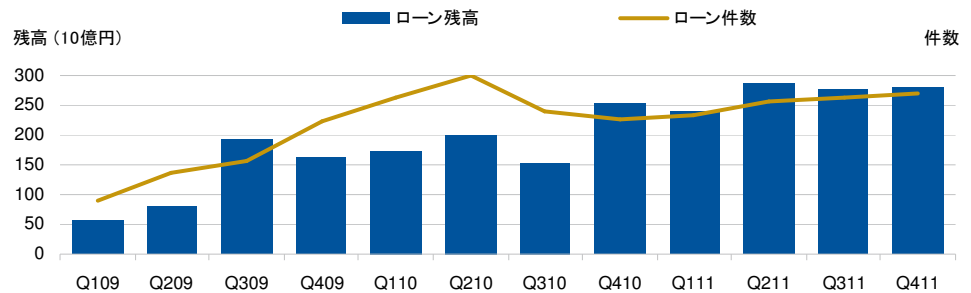
当セクションでは、「ローン」という用語は、概して CMBS の裏付債権である、期日一括型のノンリコース・ローンや特定社債のことを意味する。期日一括型ローンとは、期中に少額の元本弁済を行うか、または全く元本弁済を行わないまま、期日に一括して元本の弁済を行うローンのことである。

## CMBS

### デフォルトローンの残高は 3,000 億円を超える

2 件の裏付ローン（残高計約 750 億円）が、2012 年第 1 四半期に期日を迎える。フィッチはこれらのローンが期日にデフォルトするものとみている。その結果、デフォルトローンの件数こそ、いくつかのデフォルトローンの回収活動の完了に伴い、45 件程度に留まる見通しである一方で、デフォルトローン残高は 3,000 億円へと増加する可能性が高い。裏付ローン全体の残高の減少とデフォルトローン残高の増加を考えると、裏付ローン全体に占めるデフォルトローンの割合は、残高ベースおよび件数ベースともに 2012 年第 1 四半期には 60% を超えるものと思われる。

### デフォルトローンの推移



出所: フィッチ

2011 年 12 月 15 日時点で、45 件、約 2,800 億円の裏付ローンがデフォルト状態にある。件数および残高ともに、2010 年末時点よりも大きな数字となっているものの、これらの数字は、2011 年第 2 四半期以降、ほぼ同じ水準に留まっている。なお、フィッチは、デフォルトローン 5 件について、全ての担保不動産が売却されたことを確認しており、その結果、これらのローンは間もなくデフォルトローンとして扱われなくなり、デフォルトローンの件数は減ることになる。

### 元本損失の発生が見込まれる

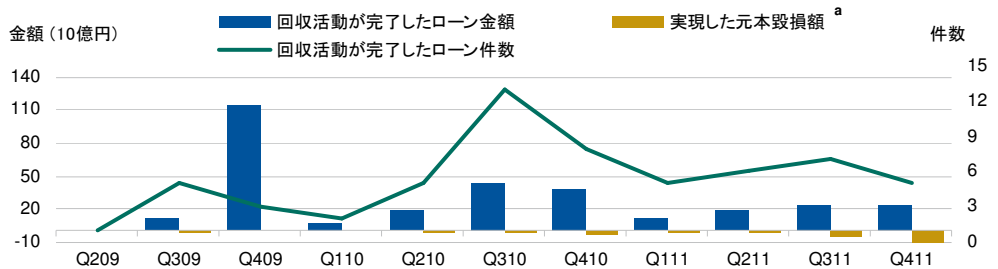
フィッチは、デフォルトローンの回収活動は、2012 年を通して着実に完了していくと考えているものの、少なくとも 15 件のデフォルトローンの最新の回収計画について、CMBS 元本が毀損する可能性が高い内容となっていることを考慮すると、より多額の損失が発生するものとみている。なお、フィッチでは、「Csf」となっているクラスは、2012 年中に損失が発生すると判断している。

2011 年中に、23 件、約 785 億円（デフォルト時点での残高ベース）のデフォルトローンの回収活動が完了している。また、2011 年は、6 件のデフォルトローンの元本の毀損により、フィッチが格付を付与する CMBS で、合計約 45 億円の元本損失が発生した。なお 2011 年に完了した回収活動の件数は、2010 年の 28 件から 23 件へと減少している。さらに、ディストレスト債務交換（DDE）の対象となった債権残高を含めた、2011 年に発生した損失額は、2010 年よりも約 95 億円大きいものとなった。ただ、全額回収に至る裏付ローンの回収期間は、比較的短くて済んだことにより、2010 年の方が良い結果であったと説明できるため、フィッチでは、回収活動が減速したとは判断していない。

フィッチは 2011 年に、CMBS の 9 トランシェを、損失が発生した（または DDE が発生した）ため、「Dsf」に格下げしている。そして 7 トランシェについては、損失が不可避となったとされ、「Csf」に格下げした。

「発生した元本損失額」には、一部がリファイナンスされ、かつ返済期日が CMBS 案件の最終償還期限を超えて延長された、裏付ローン 1 件の未返済残高が含まれる。フィッチは、残存する債券にディストレスト債務交換（DDE）が発生したと判断し、「Dsf」に格下げした。

### 回収活動が完了したデフォルトローンの推移



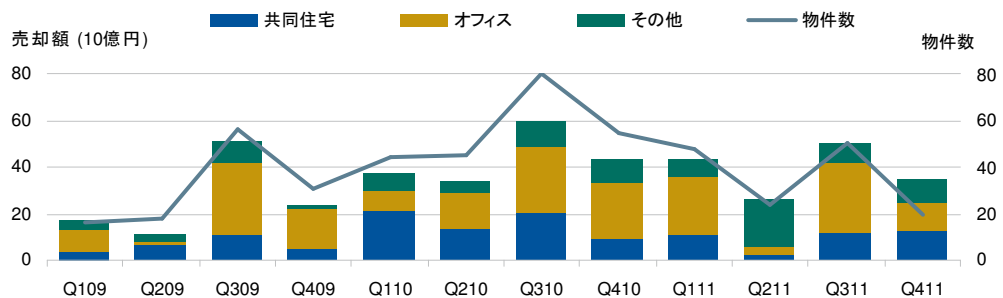
※ CMBS元本上、実現した元本毀損額  
出所: フィッチ

### 底堅い不動産売買市場

フィッチは、売却総額や個々の物件の売却価格に関して、2012年の日本の商業用不動産の売買市場は、引き続き底堅い、または改善する可能性があるとみている。しかしながら、フィッチが格付を付与する案件内に現在ある担保不動産には、売却価格が上下に変動する傾向にあるデフォルトローンの担保不動産が含まれており、結果としていくつかの物件の売却価格が、フィッチの評価額と比べて低いものになってしまう可能性もある。

2011年に売却された、フィッチが格付を付与する日本のCMBSの担保不動産（価格が1億円を超えるもの）の合計金額は、2010年の約1,740億円（227物件）に対し、約1,550億円（143物件）となった。また、2011年3月に日本で発生した地震の後、日本の不動産売買市場は一時的に落ち込んだものの、売却された物件の数および売却総額ともに、2011年第3四半期には、力強い回復が観測された。フィッチは、サービサーからの新たな物件売却の通知により、2011年第4四半期の物件売却についての数値は、やがて上方修正されるものとみている。なお、合計売却金額400億円に上る担保不動産が、2011年12月末までに売却される可能性が高いことから、2011年の売却額合計は、2010年を上回るものと思われる。

### 担保不動産売却の推移



出所: フィッチ

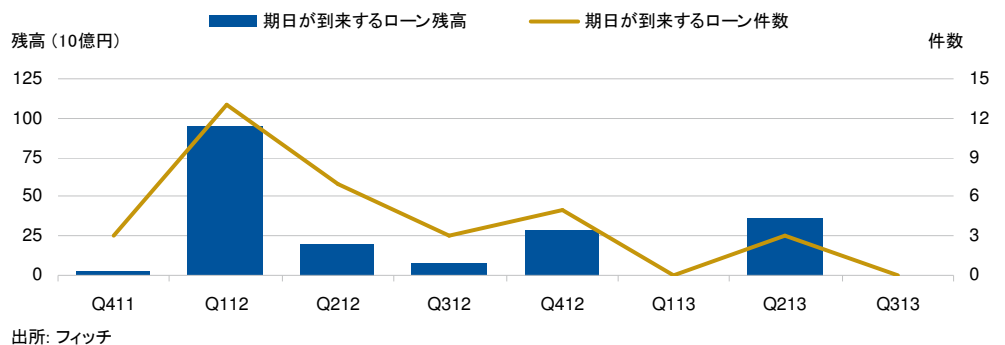
担保不動産の個々の売却価格は、2011年を通して、概ね当初のフィッチの評価額よりは低いものであった。当初のフィッチの評価額との差異（加重平均）は、2011年はマイナス38%であった（2010年はマイナス31%）。しかしながら、直近の格付レビューで適用したフィッチの評価額との差異（加重平均）は、フィッチが格付分析のためにストレスのかかった評価額を適用していることから、プラス16%となり、2011年中の10トランシェの格上げといった上向きの格付アクションおよび22トランシェの完済へとつながった。なお、完済となったものには、完済直前の格付が「CCCsf」または「CCsf」であった、3トランシェが含まれている。

### 1,000億円の裏付ローンが2012年第1四半期に期日を迎える

28件、約1,530億円の裏付ローンが2012年に期日を迎え、残高ベースでその62%が、2012

年第 1 四半期に期日を迎える。既述の通り、裏付ローン 2 件（残高計約 750 億円）が、2012 年第 1 四半期に期日を迎え、フィッチは、この 2 件の裏付ローンは期日にデフォルトする可能性が高いものとみている。したがって、デフォルトローン残高の合計は、2008 年第 2 四半期以来、最大の数字となる見込みである。2011 年は、13 件（合計金額 622 億円）の裏付ローンが、期日または期日より前に、リファイナンスまたは物件売却により完済された。フィッチは、低レバレッジの裏付ローンやスポンサーが借入人に対して積極的に関与している裏付ローンは、2012 年も引き続き完済の可能性があると考えているが、その他の裏付ローンについては、期日においてデフォルトする可能性が高い。しかしながら、もし格付が付与された CMBS 債権の裏付となるシニアローン部分が、高い LTV 比率を有していない場合は、ローンのデフォルトが、必ずしも CMBS の損失とはならない可能性がある。

### 裏付ローンの期日到来の分布状況

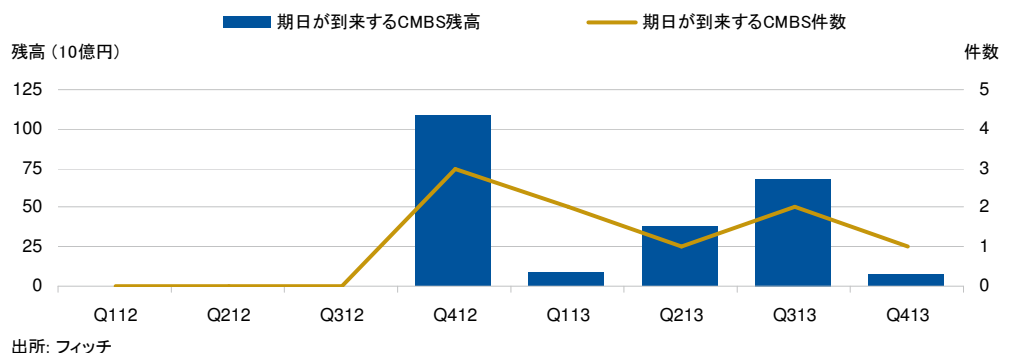


### 2012 年第 4 四半期に 3 案件の最終償還期日が到来

3 案件（残高計約 1,087 億円）の最終償還期限が、2012 年第 4 四半期に到来する。フィッチは、「Asf」を維持している JLOC XXVIII シニア信託の B 号の格付を除き、全ての案件について、非投資適格への格下げを既に行っている。なお、当該 B 号の残高は極めて少額でかつかなり低い LTV 比率であり、物件売却活動も進展している。フィッチは、当該案件のレビューを 2012 年第 1 四半期に行う予定である。

フィッチのサーベイランス分析において、最終償還期限までの残期間は、格付を決定する上で重要な要因となっている（注：一定の時間軸の中での元本償還の可能性について、LTV 分析とは別に評価を行っている）。

### CMBSの期日到来の分布状況



### RMBS

フィッチが格付する大半の RMBS は、期間が十分に経過し、信用補完水準が高く、パフォーマンスの悪化に対する十分な耐性があると、フィッチでは考えている。上昇を続ける信用補完水準や超過収益の利用など、案件にある仕組み上のプロテクションは、引き続き、安定的な格



付パフォーマンスに貢献するであろう。

アウトルック「弱含み」となっている格付のある 2 案件は、相対的に期間がそれほど経過しておらず、信用補完水準の上昇が限定的であり、また、主として投資用ローンを裏付けとしている。これらの案件はパフォーマンスの悪化に対して相対的に脆弱である。

### 延滞／デフォルトのパフォーマンス

フィッチは、2012 年において、雇用・所得環境が大きく悪化することは想定しておらず、ローン・プールのパフォーマンスは、2011 年と同様に推移するものと見込んでいる。震災の影響を受けた地域のパフォーマンスに、これまで想定を上回るような悪化はみられなかった。今後、復興に伴い、パフォーマンスも改善するものとみられる。

### 安定的な金利は引き続き有益

RMBS 案件には、ベースス・リスクや金利リスクに晒されているものもある。これらのリスクは、金利の急激な上昇や、金利の高い変動性に伴い、拡大する可能性がある。フィッチは分析上、そのようなリスクを考慮している。しかしながら、安定的な低金利が 2012 年も継続すると、フィッチではみており、案件は、引き続き、フィッチのストレス想定を上回る超過収益から恩恵を受けるものと思われる。

### ストラクチャード・クレジット

#### グローバル・シンセティックは弱含み

フィッチでは、日本において格付を付与しているシンセティック CDO に関しては、下方の格付遷移が続くものとみている。これは、参照ポートフォリオ内に「CCC」カテゴリー以下の参照組織が複数存在するためである。既に信用事由が発生した参照銘柄に関する最終価格の決定が、案件の損失確定につながる可能性もある。

このセクターでは、2010 年と同様に、日本で格付を付与しているシンセティック CDO の参照ポートフォリオ全体として、その参照組織の格付パフォーマンスは、概ね安定的に推移し、そのポートフォリオ内で 2011 年に発生した信用事由は、わずか 1 件にとどまった（2010 年は 2 件）。しかし、未償還案件に関する累積損失が、既にアタッチメント・ポイントに近い水準にまで達していたことから、当該信用事由を契機とした格下げが発生することとなった。

#### クレジット・リンク債／リパッケージ債

本セクターの案件は、通常、2 つまたは 3 つのリスク要因によって構成され、そのリスク要因間の格付の差が顕著でない限り、案件内のリスク要因のいずれかにおいて格付遷移が生じた場合、一般的には、案件の格付の変更につながるが多い。本レポート執筆時点において、公表案件 2 件の格付が格付ウォッチ・ネガティブの対象となっているが、これはカウンターパーティに付された格下げの可能性を示唆する同様のステータスを反映したものである。

ストラクチャード・クレジット・セクターにおいて、フィッチでは、2012 年に単一銘柄を参照または裏付資産とするクレジット・リンク債またはリパッケージ債に対する関心がさらに高まり、発行額も増加するものとみている。

### 震災の影響は限定的

#### ラージローン型 CMBS

被害を受けた地域の一つである宮城県所在の、デフォルトローンの担保不動産であった商業施設 1 件が、物件キャッシュフローが地震以前から減少していたところに、地震の被害による建物の再建コストが高額となったことが要因となり、著しく低い価格で売却された。しかしながら、フィッチが格付を付与している CMBS 案件について、現在裏付けとなっている不動産の内、岩手県、宮城県そして福島県といった被害を受けた地域に所在するものは、フィッチの評価額ベースで全体の 1.7%に留まっている。さらに、サービサーからの報告書によると、各物件が被った被害は概ね対応可能な範囲であり、修繕費用は現金準備金または物件キャッシュフ

ローから支払済み（もしくは支払われる予定）である。このことから、ネガティブな格付アクションは限定的であった。

2011 年第 2 四半期は、物件購入者が、不動産売買に対して様子見の姿勢を示したことから、件数ベースおよび金額ベース共に物件売却は一時的に減少した。その後 2011 年第 3 四半期までにマーケットは回復の兆候を見せ、物件購入者による評価目線も、地震以前の水準とほぼ同じであった。しかしながら、フィッチは、物件購入者（テナント候補者も同様）が、地震リスクを一層重視するようになりつつあり、このことが築古の建物の評価額にネガティブな影響を与える可能性があると考えている。

## RMBS／アパートローン案件

これらの案件は、担保物件が全国に所在する、分散したプールを裏付けとしているが、震災の影響を受けた地域へのエクスポージャーは限定的であった。このため、プール・パフォーマンスへのネガティブな影響も限定的となっている。

また、フィッチが日本で格付している RMBS 案件には、影響を受けた地域の地方銀行によってオリジネートされた住宅ローン・プールが含まれている。当該プールでさえ、震災後、若干の延滞の増加が見られたのみであった。これらのプールのパフォーマンスは、弱含みの傾向を示す可能性もあるが、当該案件は、期間が十分経過しており、大きく上昇した信用補完水準が利用可能であることから、潜在的なストレスに対する耐性があると考えられる。

## 2011 年のレビュー

### サーベイランス実績

	2009		2010		2011 (YTD)	
	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ
ABS	8	0	3	0	0	0
CDO	22	0	11	0	4	0
CMBS	136	0	52	7	71	10
RMBS	0	1	0	1	0	0

(注) 同一年度内での同一トランシェの複数回の格付変更はまとめて 1 件とカウント

出所: フィッチ

回復基調にある日本の経済および安定化しつつあるその不動産市場に鑑みれば、2012 年においても引き続き、格付アクションの大半は据え置きとなるものと、フィッチではみている。このことは、1 ページに示すとおり、アウトルック「安定的」の割合が非常に高いことに反映されている。

日本の CMBS に対する 2011 年のフィッチの格付レビューは、10 件の格上げ、71 件の格下げそして残りの格付は据え置きという結果になった。格上げは、元本のシークエンシャル償還の結果として、LTV 比率が改善（低下）したことを反映したものである。71 件の格下げの内 31 件は、回収活動の進展に伴う、「CCCsf」またはそれより低い格付からの格下げであった。また、裏付ローンの元本弁済に伴う多額のスペシャルサービシング報酬の支払いに起因して、利息支払いの繰り延べが発生したことを反映して、2011 年 1 月時点では投資適格の格付を有していた、CSC Series 1 GK の 5 トランシェが、「BBsf」または「CCCsf」に格下げされた（2 トランシェについては 2011 年 11 月に全額償還されている）。

3 トランシェが、最終償還期限までに全額償還されることについてのフィッチの見解を反映して、格下げされている。その他の格下げは、主として、物件のキャッシュフローの低下や、デフォルトローンの担保不動産における、サービサーによる売却価格のターゲット引き下げを反映した、フィッチの評価額の下修正によるものである。

ストラクチャード・クレジット商品に関するフィッチによるレビューの結果、格下げは 4 件となった。これは、2011 年に発生した信用事由、過去数年における複数の信用事由による累積

損失に起因して債券に損失が発生した旨の書面の受領またはカウンターパーティの格下げによるものである。

本邦 RMBS におけるすべての格付は、2011 年には、据え置きとなった。大半の格付のアウトルックは「安定的」である。信用補完水準が今後も上昇を続けるとのフィッチの予想を反映し、HN トラストにおける一つのクラスのアウトルックが、「安定的」から「強含み」に変更された。一方、ホールマーク トラスト シリーズ 2008-1 の格付対象クラスのアウトルックが「安定的」から「弱含み」に変更された。これは、これまでの速いペースでのデフォルトおよびさらなるパフォーマンスの悪化に対するこれらクラスの脆弱性を反映している。2011 年 3 月の震災によるネガティブな格付アクションはなかった。

## 格付推移行列

日本において付与した証券化案件の格付について、2000 年から 2011 年末までのコホート分析に基づく格付推移行列は、下表のとおりである。コホート分析は、年初における格付が年末にどのような格付に推移したかを示すものであるが、その集計手法の特性から、その間の格付推移や当初格付の年末迄の推移が反映されないなどの点に留意が必要である。なお、格付推移行列では、パリパスのトランシェの格付推移は 1 件として集計している。

日本における証券化商品の格付推移行列：2000-2011

(%)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC 以下	計
AAA	97.12	1.57	0.79	0.26		0.13	0.13		100.00
AA	7.58	80.76	4.66	3.79	0.87	0.58	1.46	0.29	100.00
A	3.53	3.26	80.16	5.16	3.26	1.63	2.17	0.82	100.00
BBB	1.26	2.01	5.28	78.39	4.52	5.53	2.51	0.50	100.00
BB	0.57	0.57	1.14	3.41	77.84	5.68	6.82	3.98	100.00
B				1.72	1.72	39.66	31.03	25.86	100.00
CCC							32.08	67.92	100.00
CC 以下								100.00	100.00

出所: フィッチ

(本レポートの英語版は、「2012 Outlook: Japanese Structured Finance」として公表されています。分析内容に関するご質問・ご不明の点は、上記の担当アナリストにお問い合わせください。)

フィッチの全信用格付は、所定の制約及び免責の対象となっています。弊社ウェブサイトから当該制約及び免責事項をご覧ください ([www.fitchratings.co.jp](http://www.fitchratings.co.jp) : 「格付の定義」 > 「信用格付を理解する: 利用と制約」)。さらに、格付の定義及び利用規約は弊社のウェブサイト [www.fitchratings.co.jp](http://www.fitchratings.co.jp) に掲載されています。公表された格付、格付基準、格付手法も同サイトに常時掲載されています。フィッチの行動規範、守秘義務、利益相反、関連会社間のファイアウォール、コンプライアンス及びその他の方針・手続等も [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) / [www.fitchratings.co.jp](http://www.fitchratings.co.jp) 上の「Code of Conduct」/ 「行動規範」のセクションにてご覧いただけます。

著作権©2011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, NY10004)。  
Telephone: Tokyo 81-3-3288-2628, New York 1-800-753-4824/1-212-908-0500, Fax: Tokyo 81-3-3288-2627, New York 1-212-480-4435。  
本資料の一部又は全部を、フィッチの同意を得ることなしに複製又は頒布することは許されません。すべての権利は留保されています。格付を付与し維持するうえで、フィッチは、発行体、引受会社及びその他フィッチが信頼に足ると判断する情報源から入手する、事実に関する情報に依拠しています。フィッチは、格付方法に則り依拠する事実に関する情報について、合理的な範囲での調査を行い、当該証券に関して又は当該法域において利用可能な範囲内で独立した情報源による合理的な検証を行います。フィッチにおける調査の方法及びフィッチが利用する第三者による検証の範囲は、様々な要因により異なります。その要因とは、格付対象証券とその発行体の性質、当該証券が募集・販売される、かつ/又は、発行体が所在する法域における要件及び慣行、関連がある公開情報の入手可能性及び性質、発行体の経営陣及びその助言者へのアクセス、監査報告書・「合意された手続」に基づく報告書・鑑定評価書・アクチュアリアルレポート・エンジニアリングレポート・法律意見書・第三者によるその他の報告書等第三者による既存の検証の利用可能性、当該証券に関して、又は、発行体が属する法域において十分な能力を有する独立した第三者による検証の利用可能性等です。フィッチの格付利用者は、事実に関する調査の強化又は第三者検証のいずれによっても、フィッチが格付に関して依拠する情報のすべてが正確かつ完全であることを確保することはできないことを、理解すべきです。発行体及びその助言者は、募集書類及びその他の報告書によりフィッチ及び市場に提供する情報の正確さについて最終的な責任を有します。フィッチは格付の付与にあたり、財務諸表等に関しては独立監査人、法務・税務に関しては弁護士といった専門家が任務を果たすことに依拠しなければなりません。さらに、格付は本質的に将来を見据えたものであり、事実として検証できない将来の事象に関する仮定や予測を含みます。その結果、格付は、現時点の事実を検証するにもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

本資料に記載された情報は、いかなる表明又は保証もなしに「あるがまま」に提供されるものです。フィッチの格付は証券の信用力に関する当社の意見です。この意見は、フィッチが継続的に評価・更新している既定の格付基準及び手法に基づいています。従って、格付はフィッチの集成的な成果物であり、個人又は個人からなるグループが、単独で格付に対する責任を負うものではありません。特別に言及されない限り、格付は信用リスク以外の要因によって生じる損失のリスクを含意するものではありません。また、当社はいかなる証券の販売又はその勧誘も行いません。フィッチのすべてのレポートは、共有著作物です。フィッチのレポート上に記された個人は、レポート内で公表された意見に関わっていますが、単独でその責任を負うものではありません。照会先としての目的のためにのみ個人名が記載されています。当社の資料は、発行者及びその代理人が投資家に対する証券の販売を目的として収集、検証、提供した情報を代替するものではなく、また目録見書でもありません。格付は、今後いつでも理由を問わず、変更又は取り下げられることがあります。フィッチはいかなる場合も投資助言を行いません。格付は、証券の購入、売却又は保有の推奨ではありません。格付は、市場価格の妥当性、特定の投資家への適合性又は証券に関する課税上の取り扱いに言及するものではありません。当社は証券の格付に関し、発行者、保険者、保証者、その他債務者又は引受会社から格付手数料を受領しています。手数料は、一件の発行案件に対して1千米ドルから75万米ドル (米国以外の通貨に関しては、当該国通貨に換算した額) の範囲内であることが一般的です。また、当社は年間一括手数料を受領し、特定の発行者による発行案件や、特定の保険者又は保証者による保険、保証対象となる発行案件の全部又は一部について格付することもあります。その場合の手数料の金額は1万米ドルから150万米ドル (米国以外の通貨に関しては、当該国通貨に換算した額) の範囲内となることが予想されます。当社は、格付の付与、公表又は情報の提供を行うことにより、米国証券法、2000年英国金融サービス市場法又はその他の法域における証券法に基づいて作成される書面における専門家として、当社の名前を使用されることに関して同意するものではありません。当社の資料は、印刷物を購読する場合より3日早く電子媒体上でご覧いただけます。