

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ (第1回)

日 時：平成20年3月27日(木) 15時～17時

場 所：日本証券業協会 第1会議室(東京証券会館5階)

- 議 案：
1. メンバー紹介
 2. ワーキング・グループの運営について
 3. 金融庁より監督指針について説明
 4. 証券化市場の情報開示における現状と課題について
 5. 「証券化商品」の定義・範囲について

以 上

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ(第1回) 御出席者

平成20年3月27日(木) 15:00～ 第1会議室

	氏 名	社 名
主査	赤井 厚雄 高堂 秀一郎 大橋 英敏	モルガン・スタンレー証券 証券化商品部 マネージングディレクター エグゼクティブ・ディレクター 債券調査本部長
副主査	浅見 祐之 安藤 豪洋	大和証券SMBC ストラクチャード・ファイナンス部 上席次長 ストラクチャード・ファイナンス部 課長代理
副主査	奥崎 智之 今津 純	三菱UFJ証券 金融開発部 副部長 不動産投資銀行部 部長代理
副主査	宝田 健一	みずほ証券 投資銀行業務管理部長
委員	江原 直子	ゴールドマン・サックス証券 証券コンプライアンス部 ヴァイス・プレジデント
委員	工藤 勝士	岡三証券 外国証券部 金融商品グループ長
委員	櫻井 祥文 矢木 茂	野村證券 グローバル・マーケット企画部 課長代理 アセットファイナンス部 次長
委員	佐藤 理郎 長村 宙	住友信託銀行 資産金融部 契約管理室 室長 資産金融部 証券営業室 室長
委員	中村 公一	三菱UFJ信託銀行 資産金融第1部 市場営業グループ 主任推進役
委員	長岡 鉄矢 小杉 恵実	みずほ信託銀行 コーポレートビジネス企画部 資産金融企画・開発チーム 調査役 不動産企画部 コンプライアンス・リスク管理室 室長
委員	船場 貴文	三井住友銀行 投資銀行統括部 部長代理
委員	堀江 隆一	ドイツ証券 クレジット商品開発統括部 部長 マネージング・ディレクター
委員	増渕 寧 白井 宏明	日興シティグループ証券 法規監理部 バイスプレジデント ストラクチャードクレジット商品部 マネージング・ディレクター
委員	松本 浩美	東海東京証券 投資銀行営業推進部 商品開発グループ シニアバイスプレジデント
委員	米元 祐三 下川 展正	メルリランチ日本証券 グローバルストラクチャードクレジットプロダクツ ディレクター オフィス・オブ・ジェネラルカウンセル コンプライアンス・オフィサー/ヴァイス・プレジデント
オブザーバー	野口 俊	みずほ銀行 証券・信託業務部 証券企画チーム 参事役
オブザーバー	渡辺 吉彦 稲葉 由夫	オリックス・サービサー マスター・サービシング部 ジェネラル・マネージャー (CMSA標準化小委員会) インベスター・サービシング部 ジェネラル・マネージャー
オブザーバー	森田 宗男 河本 光博 今井 利友	金融庁 監督局 証券課長 監督局 証券課 総括課長補佐 総務企画局 企画課 課長補佐
オブザーバー	麦島 健志 高藤 喜史	国土交通省 土地・水資源局 土地情報課長 総合政策局 不動産課課長補佐
オブザーバー	小島 俊郎	住宅金融支援機構 市場資金室長
オブザーバー	高口 博英	日本銀行 金融市場企画担当総括 企画役
オブザーバー	猪飼 康	BNPパリバ証券 投資調査部 証券化商品アナリスト (流動化・証券化協議会「証券化商品のリスクと格付けに関するWG」世話役)
オブザーバー	宮坂 知宏	クレディ・スイス証券 証券化商品調査部長 (流動化・証券化協議会「情報開示に関するWG」世話役)
事務局	中澤 良弘 松永 秀昭 植松 義裕	日本証券業協会 自主規制2部長 自主規制2部次長 自主規制2部課長

以上
(敬称略・五十音順)

「金融市場戦略チーム」第一次報告書（抜粋）

平成 19 年 11 月 30 日

Ⅲ サブプライムローン問題が市場混乱につながった原因の分析

1. 3つの不確実性

- ① 第一に、証券化という金融技術の普及に伴って原資産のリスクが分散した結果、リスクの所在や規模の特定が困難となった（リスク所在の不確実性）。

2. 考えられる問題点

（3）証券化商品の組成者

- ① 原資産のリスクに関する情報収集・情報分析を的確に行なっていたのかどうか。
- ② 証券化商品の組成において、証券化商品の一定部分を保有しないような形で組成するなどモラルハザードは生じていなかったか。投資家へ安易に信用リスクの移転を行えると考えていたのではないか。
- ③ 組成の際、適切にリスク評価を行い、それを適切に情報伝達していたのかどうか。

（5）証券化商品の販売者

- ① リスク情報に関する適切な説明を行なうための販売態勢に不備はなかったか。
- ② 流動性の低い商品に対する価格情報の提供は、適切になされていたか。

V わが国としての対応

4．証券化商品の原債権の追跡可能性（Traceability）の確保

上記3．とも密接に関連するが、証券化商品の組成過程で見られた情報伝達の問題については、各々の関係者が改善に向けて積極的に取り組む必要がある。例えば、証券化商品に関して、原資産に関する情報を識別し管理するための仕組みづくりができれば、わが国証券化市場の透明性の向上に資することとなり、市場規律の強化を通じて証券化商品の「安心」を確保するためにも有益であると思われる。

まずは、証券化のプロセスに関与する個々の当事者が関係当事者に必要な情報を適切に提供していくことが求められるべきであるが、その上で、追跡可能性（Traceability）を確実に担保するための仕組みづくりについて、どのような情報を、誰がどのように管理・蓄積・提供（開示）するのかなどについて、民間金融実務を踏まえ、関係者の間で実効的な方策の検討がなされることが望まれる。

6．プリンシプルの提示とベスト・プラクティスの模索

金融庁では、現在、ベターレギュレーションの取り組みの中で、ルールとプリンシプルのベストミックスについて検討を進めている。業界における自主的な規範の提示やベスト・プラクティスの模索は、まさにプリンシプルが機能する局面であると考えられる。

顧客に対し適切な説明を行い、資産を安全に管理するといった、金融機関に求められるプリンシプルを金融庁と民間関係者が共有し、そのプリンシプルに基づき受託審査態勢や情報提供の充実など、証券化商品の組成・販売・保有に関するベスト・プラクティス、業界の自主的な規範を形成していくことは有益である。

平成19年12月21日
金 融 庁

金融・資本市場競争力強化プラン（抜粋）

1. 信頼と活力のある市場の構築

2. 市場の公正性・透明性の確保

(3) 会計・開示制度の整備

⑤ 証券化商品に関する適切なリスク評価とその情報開示の強化

わが国証券化市場の透明性を向上させるためには、証券化に関わる個々の当事者が原資産のリスクに関する適切な評価を行うとともに、その情報を提供することにより、追跡可能性(Traceability)を改善する必要がある。民間金融関係者とも連携し、そのための仕組みづくりを進めていく。

監督指針の改正と自主規制機関の取組み

- 『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針』に、第一種金融商品取引業(有価証券関連業)及び第二種金融商品取引業(信託受益権販売業)の説明態勢に関する以下のような規定を新設。

証券化商品の販売に係る留意事項

(証券化商品の追跡可能性(トレーサビリティ)の確保)

証券化商品の中には、複雑な構造を有し、原資産のリスクが不透明になっているものがあり、適切な情報伝達がなされていない場合には、結果として金融システム全体の中でリスクの所在が不明確になるおそれがある。

証券化商品の取引は、基本的にはプロ同士(証券会社等と適格機関投資家等)の取引と考えられるため、法令上の開示規制や業者の説明義務の対象にはならない可能性が高いものの、その販売に関しては、上記の視点も踏まえ、以下のような点に留意するものとする。

なお、証券会社等が単なる売買の媒介しか行わないなど限定的な役割しか担わない場合であっても、投資者と接点を有する限りにおいては、同様に以下の点に留意が必要である。

- ① 販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が可能となるよう、社内で分析を行っているか。
- ② 販売の際に、格付けのみに依存することなく、自ら分析した原資産のリスク、格付けに反映されない流動性リスク等についても情報伝達を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。
- ③ 投資者である顧客からの要望があれば、当該顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、情報伝達のための社内手続き・ルールが定められており、必要な態勢が整備されているか。
- ④ 市場価格の特定が困難となった場合にも、理論価格等を評価・算定し、顧客に迅速かつ的確に提示することができる態勢が整備されているか。また、当該理論価格等の評価・算定に当たって、客観性を確保するための態勢が整備されているか。

証券化商品ストラテジー・レポート

Contributors

宮坂 知宏

+81 3 4550 7171

tomohiro.miyasaka@credit-suisse.com

ABS パフォーマンス・レビュー (2008/02)

サマリー

- 2007 年 10 月から、発行条件や担保資産レポートが公表されている ABS について、パフォーマンスを定期的に発信している。
- ここでは、有価証券報告書や格付機関の公表レポートから得られるさまざまな発行条件と、ブルームバーグが公表している担保資産レポートに含まれている情報を有機的に結合し、1 銘柄の ABS の情報を 1 ページに簡潔に示している。
- 例えば、ABS の裏付資産のデフォルト率や累積デフォルト額などの推移を、早期償還トリガーの水準とともに示し、当該案件が早期償還までどのくらいの距離があるかが視覚的に分かるようにした。
- ABS と RMBS では劣後比率が上昇している銘柄が多い。裏付資産のオートローン債権や住宅ローン債権は毎月一定額が返済され、債権元本が減少していく。劣後比率を計算する上での分母（すなわち債権元本）が小さくなるので、多額のデフォルトが発生しなければ劣後比率は上昇して、ABS の安全性は高まる。
- RMBS は、ハイドラ・シリーズの 5 案件を追加し、19 ページから 28 ページに掲載している。英国銀行協会が公表する 1 ヶ月円 Libor 金利が、2007 年 11 月 28 日の 0.65625% から翌 29 日の 1.00375% へ約 35bp 上昇した。これを受けて、20 ページから 23 ページに掲載した変動金利クーポンを含む RMBS の 2007 年 12 月の WAC も上昇している。しかし、住宅ローンの WAC は RMBS の WAC より十分に高く、超過収益を圧迫する度合いは軽微であった。（各ページの図表 4 に超過収益の推移を示している）
- 消費者金融 ABS は 13 ページと 15 ページに 2 銘柄を掲載した。15 ページに掲載した案件は、過払利息返還請求金額がトリガーに抵触して 2007 年 6 月にアモチ償還が始まり、トリプル A のシニア・トランシェは既に償還した。裏付資産の劣化が進んだものの、ABS の償還スピードも速い。
- シービーオー・オール・ジャパン特定目的会社は、34 ページに掲載した。2008 年 2 月 8 日現在で、当初の劣後金額 3,300 百万円を上回る 4,350 百万円のデフォルトが発生しており、債券の信用力は大幅に悪化している。

宮坂 知宏
+81 3 4550 7171
tomohiro.miyasaka@credit-suisse.com

本レポートの見方

1. ABS で示した図表

図表 1：案件の概要

銘柄毎に、各トランシェの当初元本、当初信用補完比率、利率、WAL¹、償還予定日、当初の格付け、現在の格付けを表示した。

図表 2：発行時の金利条件

銘柄毎に、ABS の各トランシェの発行金利を、発行日のスワップ・レートとともに示し、WAL や付与されている格付け水準毎に、スワップ・レート比どのくらいのスプレッドがついているかが分かるようにした。

図表 3：デフォルト率の推移

Bloomberg が公表している担保資産レポートからデフォルト率の推移を掲載した。さらに、目論見書に早期償還トリガーが示されている案件については、早期償還トリガーの水準も示した。デフォルト率が早期償還トリガーを上回ると、当該案件は早期償還されることになる。

図表 4：累積デフォルト額と劣後元本額の推移

上記のデフォルト率を債権元本額に乗じて求めたデフォルト額の累積額²と、劣後元本額の推移を示した。さらに、目論見書に早期償還トリガーが示されている案件については、早期償還トリガーの水準も示した。累積デフォルト額が早期償還トリガーを上回ると、当該案件は早期償還されることになる。

図表 5：劣後比率の推移

上記の劣後元本額の推移を当該期末の債権元本で割って求めた劣後比率の推移を掲載した。劣後比率が上昇している銘柄が多い。米国では社債に比べた ABS の格付けの安定性が検証されているが、時の経過とともに劣後比率が上昇して ABS の安全性が高まっていることがわが国でも確認できる。さらに、劣後比率の上昇を理由としてメザニン社債が格上げされた案件もある。

なお、劣後元本額はデフォルトした債権を現状有姿で劣後投資家に交付することで減少するほか、現金の交付で劣後元本を取り崩す案件もある。劣後元本の現金による取り崩しのスケジュールを有価証券報告書等で確認し、そのスケジュールも反映した劣後比率とした。

図表 6：元本残高の推移

発行時から現時点までの、原債権元本の残高推移と ABS 元本の残高推移を示した。

なお案件によっては、図表 4 と図表 5 が上記と異なる場合がある。

2. RMBS に追加した図表

裏付けの住宅ローンと RMBS のそれぞれの WAC³を図表 4 に挿入し、以下の図表を一つずつ繰り下げた。住宅ローン金利は、債務者がローン借入期間中に適用金利を選択できる固定金利選択型があり、債務者が合理的な選択をすればローン・ポートフォリオの WAC は低下する可能性が高くなる。他方、RMBS は AAA から BBB までの複数のトランシェを設定し、AAA から順に償還する、いわゆるシーケンシャル・ペイメントが取られることが多い。この場合には、高格付け、すなわち低クーポンのトランシェが償還されるにつれて、RMBS の WAC は上昇していく。したがって、住宅ローンの WAC と RMBS の WAC を示し、その差額すなわち“利鞘”の水準が把握できるようにした。

¹ Weighted Average Life の略。加重平均投資期間

² リボルビング期間中で、オリジネーターがデフォルトした債権を買い戻している場合には、デフォルト額はゼロとした

³ Weighted Average Coupon の略。加重平均金利

ABS の劣後比率は上昇
するケースが多い

RMBS には住宅ローン
と RMBS の WAC を示
す図表を追加

また RMBS では、デフォルトした住宅ローン金額を上限として、住宅ローン金利で RMBS の元本を償還する、いわゆるセミ・ターボ・ストラクチャーが採用される場合がある。セミ・ターボが確認できた銘柄については、RMBS の WAC と住宅ローンのデフォルト率を積み上げた棒グラフで示した。この棒グラフと住宅ローンの WAC の差額が利鞘を表す。

3. CDO は ABS と同じ図表を掲載するも、早期償還トリガーはない

本レポートに掲載した CDO では、ABS や RMBS のようにデフォルト率や累積デフォルト額にトリガーを設定したものはない。

CDO の劣後比率は一定で推移する場合が多い

また、ABS や RMBS で劣後比率が上昇している銘柄が多い一方、CDO の劣後比率は一定で推移することが多い。これは、裏付資産が約定返済なのか期限一括返済なのか、すなわち返済条件にも依存していると考えている。

ABS や RMBS の裏付資産であるオートローン債権や住宅ローン債権は毎月一定額が返済され、債権元本が減少していく。劣後比率を計算する上での分母（すなわち債権元本）が小さくなるので、多額のデフォルトが発生しなければ劣後比率は上昇していく。

これに対して CDO の裏付資産である企業向け貸付債権は期限一括返済の場合が多い。劣後比率を計算する上での分母（すなわち債権元本）が一定で小さくならないので、劣後比率も上がらない。ABS ほどには時の経過による信用補完の強化は期待できないので、当初の劣後比率の吟味がより重要となる。

目次（発行年月順）

ABS

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・メザニン#2.....	5
特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#2	6
特定目的会社クオーク・マスタートラスト・メザニン#3.....	7
特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#3	8
特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#5	9
ファースト・セゾンカード・ファンディング特定目的会社	10
特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#6	11
センチュリー・フローレンス・ファンディング特定目的会社.....	12
ノーローン・プライム・ファンディング	13
オラクルイオタ特定目的会社	14
ノーローン・クリスタル・ファンディング	15
オラクルカップ特定目的会社	16
オラクルラムダ特定目的会社	17
オラクルミュー特定目的会社	18

RMBS

メゾン・キャピタル・コープ	19
ドリームズ・ファンディング・コーポレーション	20
株式会社アボード・ベータ	21
トラスト・メゾン特定目的会社.....	22
トラスト・メゾン・ツー特定目的会社	23
ハイドラ・ファンディング・コーポレーション.....	24
ハイドラ・ツー・ファンディング・コーポレーション	25
ハイドラ・スリー・ファンディング・コーポレーション.....	26
ハイドラ・フォー・ファンディング・コーポレーション.....	27
ハイドラ・ファイブ・ファンディング・コーポレーション	28

CDO

クリスタル・スプリング・シーエルオー特定目的会社	29
株式会社わかば	30
トウキョウ・サポーターズ・シービーオー特定目的会社.....	31
トウキョウ・サポーターズ・シーエルオー特定目的会社.....	32
株式会社第 2 回わかば.....	33
シービーオー・オール・ジャパン特定目的会社.....	34
特定目的会社みやこどり 2	35
三都市 CLO2 特定目的会社.....	36
株式会社たんぼぼ 2007（地域金融機関 CLO シンセティック型）	37
四都市 CLO 特定目的会社	38
エクセレント・コラボレーション特定目的会社.....	39

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・メザニン#2

マスター・トラスト方式による2回目のメザニン債の発行

マスター・トラストなので、プール全体の延滞率とエクセス・スプレッドにトリガーが設定されているが、パフォーマンスは安定して推移している。

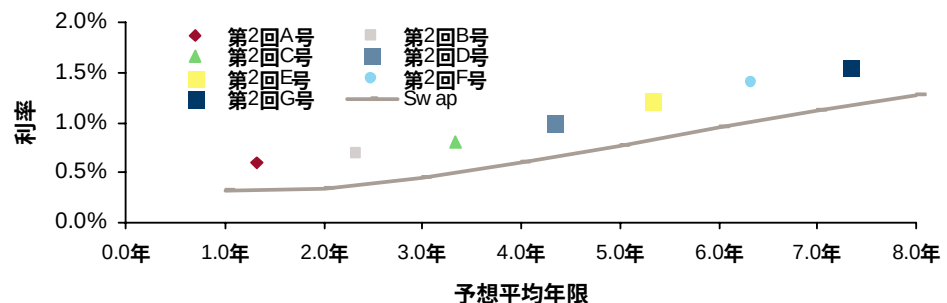
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社クオーク
裏付け： ショッピング・クレジット債権
発行日： 2001/2/20

回号	当初元本	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
第2回A号	400,000,000円	0.60%	1.33年	2002/6/20	A2/-	WR
第2回B号	400,000,000円	0.69%	2.33年	2003/6/20	A2/-	WR
第2回C号	400,000,000円	0.80%	3.33年	2004/6/20	A2/-	WR
第2回D号	400,000,000円	0.99%	4.33年	2005/6/20	A2/-	WR
第2回E号	400,000,000円	1.21%	5.33年	2006/6/20	A2/-	WR
第2回F号	400,000,000円	1.40%	6.33年	2007/6/20	A2/-	WR
第2回G号	400,000,000円	1.56%	7.33年	2008/6/20	A2/-	A2/-
合計	2,800,000,000円					

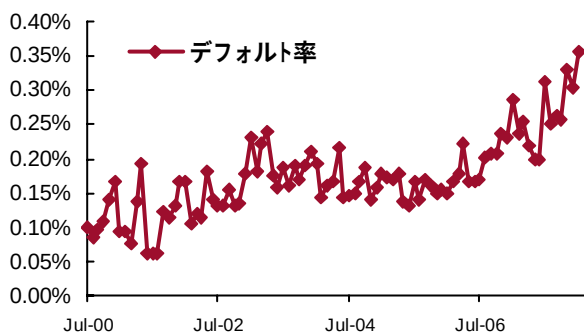
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

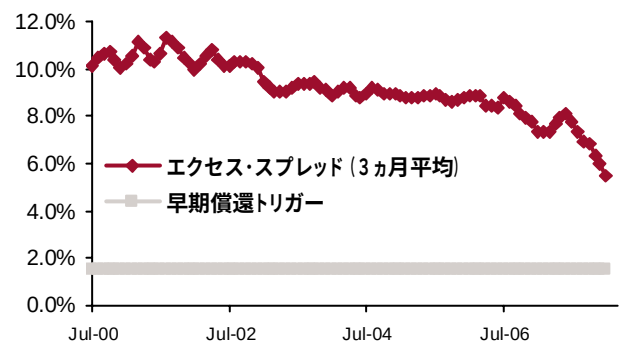


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

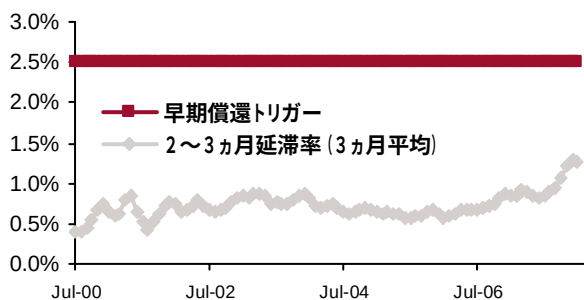
図表3： デフォルト率の推移



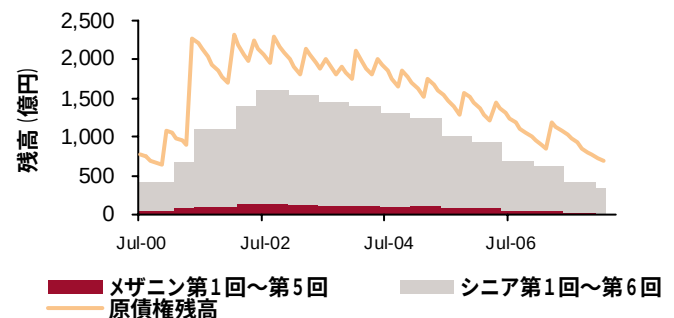
図表4： エクセス・スプレッドの推移



図表5： 延滞率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#2

マスター・トラスト方式による2回目のシニア債の発行

マスター・トラストなので、プール全体の延滞率とエクセス・スプレッドにトリガーが設定されているが、パフォーマンスは安定して推移している。

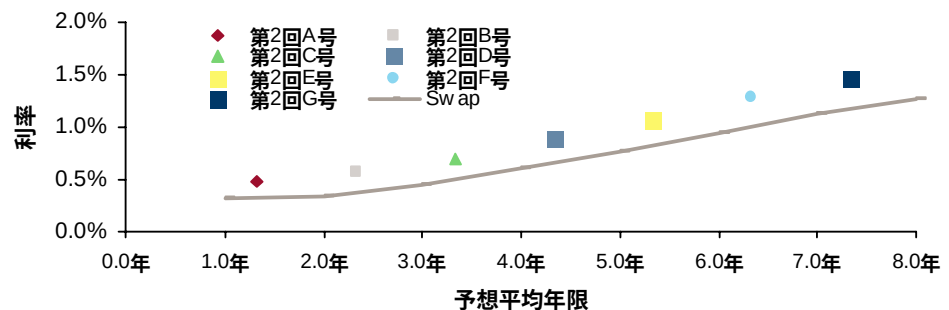
図表1: 案件の概要

セラー: 株式会社クオーク
裏付け: ショッピング・クレジット債権
発行日: 2001/2/20

回号	当初元本	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
第2回A号	3,300,000,000円	0.48%	1.33年	2002/6/20	Aaa/-	WR
第2回B号	3,300,000,000円	0.57%	2.33年	2003/6/20	Aaa/-	WR
第2回C号	3,300,000,000円	0.70%	3.33年	2004/6/20	Aaa/-	WR
第2回D号	3,300,000,000円	0.89%	4.33年	2005/6/20	Aaa/-	WR
第2回E号	3,300,000,000円	1.08%	5.33年	2006/6/20	Aaa/-	WR
第2回F号	3,300,000,000円	1.28%	6.33年	2007/6/20	Aaa/-	WR
第2回G号	3,300,000,000円	1.46%	7.33年	2008/6/20	Aaa/-	Aaa/-
合計	23,100,000,000円					

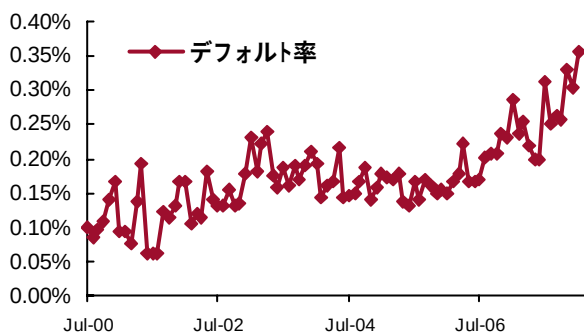
出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

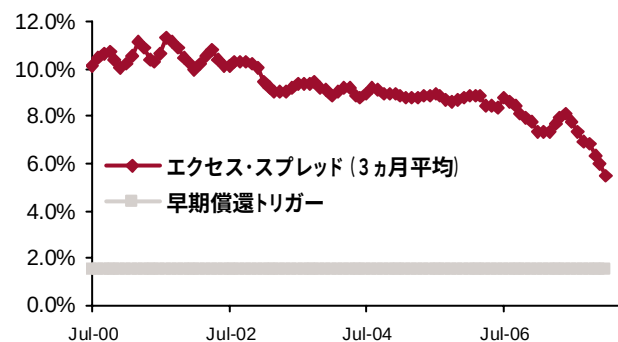


出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

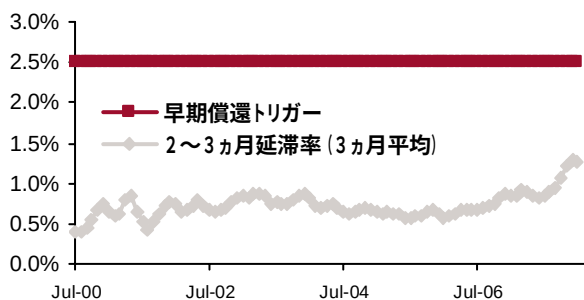
図表3: デフォルト率の推移



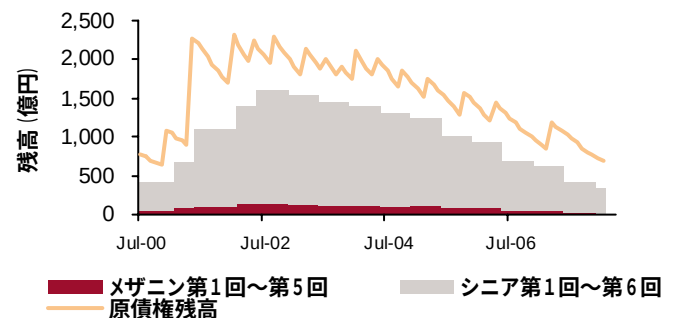
図表4: エクセス・スプレッドの推移



図表5: 延滞率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・メザニン#3

マスター・トラスト方式による3回目のメザニン債の発行

マスター・トラストなので、プール全体の延滞率とエクセス・スプレッドにトリガーが設定されているが、パフォーマンスは安定して推移している。

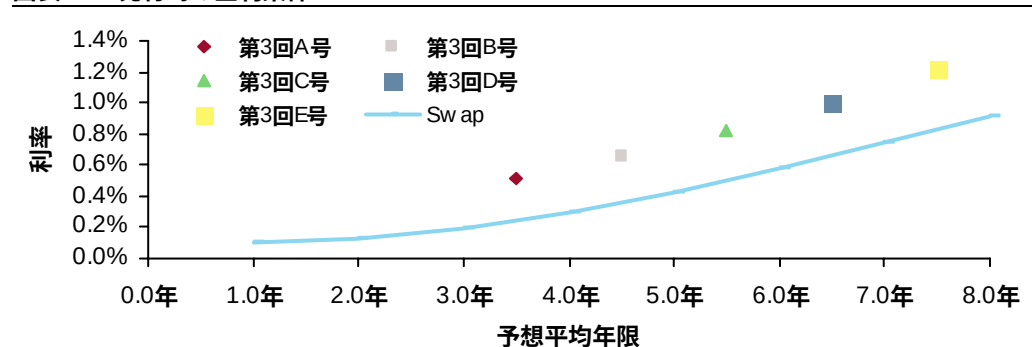
図表1: 案件の概要

セラー: 株式会社クオーク
裏付け: ショッピング・クレジット債権
発行日: 2001/6/20

回号	当初元本	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
第3回A号	800,000,000円	0.51%	3.50年	2004/12/20	A2/-	WR
第3回B号	800,000,000円	0.65%	4.50年	2005/12/20	A2/-	WR
第3回C号	800,000,000円	0.82%	5.50年	2006/12/20	A2/-	WR
第3回D号	800,000,000円	1.00%	6.50年	2007/12/20	A2/-	WR
第3回E号	800,000,000円	1.22%	7.50年	2008/12/20	A2/-	A2/-
合計	4,000,000,000円					

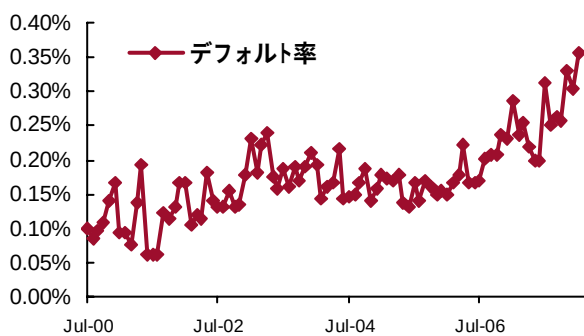
出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

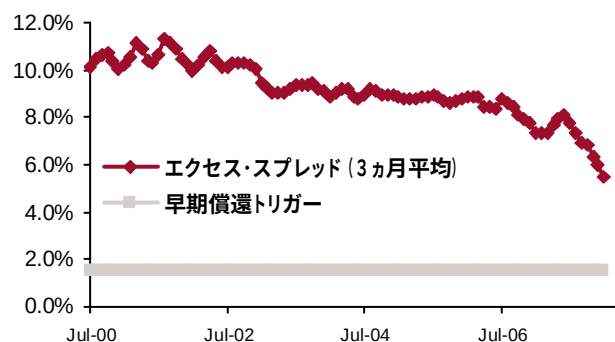


出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

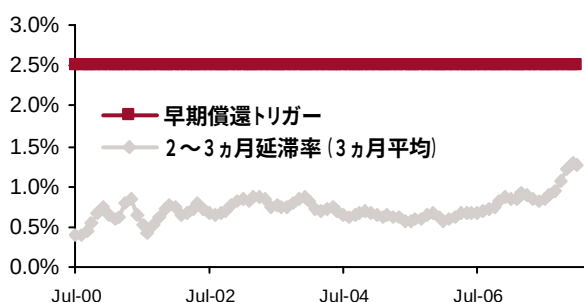
図表3: デフォルト率の推移



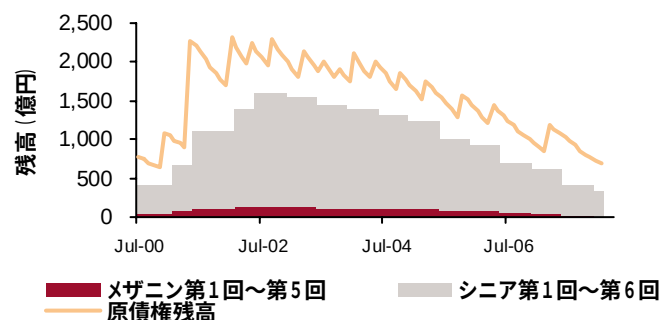
図表4: エクセス・スプレッドの推移



図表5: 延滞率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#3

マスター・トラスト方式による3回目のシニア債の発行

マスター・トラストなので、プール全体の延滞率とエクセス・スプレッドにトリガーが設定されているが、パフォーマンスは安定して推移している。

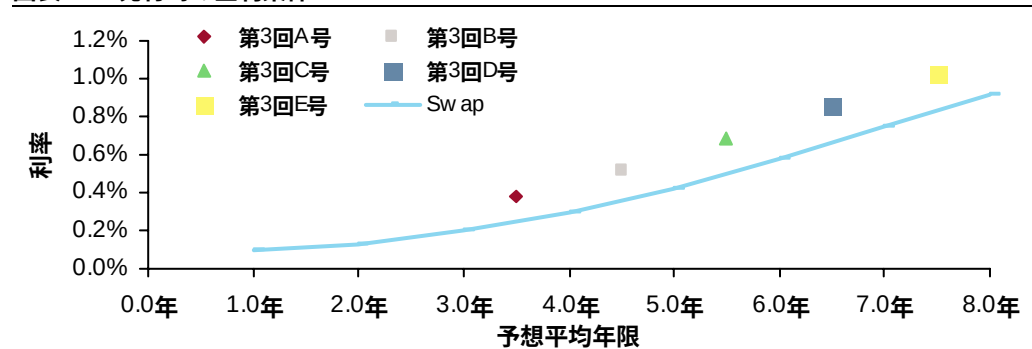
図表1: 案件の概要

セラー: 株式会社クオーク
裏付け: ショッピング・クレジット債権
発行日: 2001/6/20

回号	当初元本	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
第3回A号	6,800,000,000円	0.38%	3.50年	2004/12/20	Aaa/-	WR
第3回B号	6,800,000,000円	0.52%	4.50年	2005/12/20	Aaa/-	WR
第3回C号	6,800,000,000円	0.68%	5.50年	2006/12/20	Aaa/-	WR
第3回D号	6,800,000,000円	0.85%	6.50年	2007/12/20	Aaa/-	WR
第3回E号	6,800,000,000円	1.02%	7.50年	2008/12/20	Aaa/-	Aaa/-
合計	34,000,000,000円					

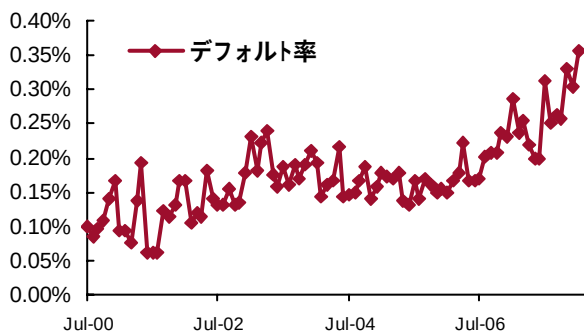
出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

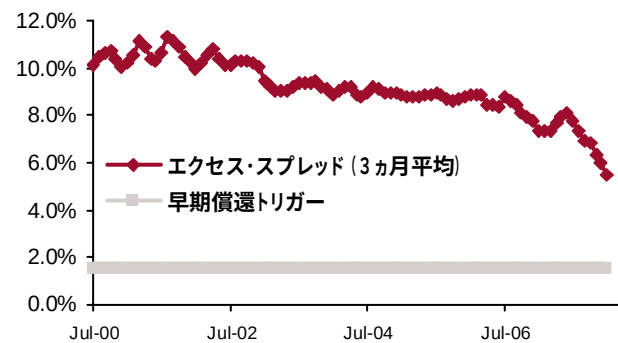


出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

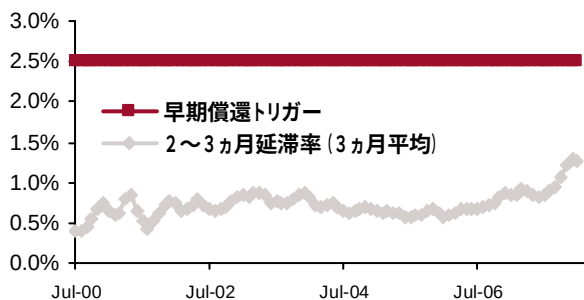
図表3: デフォルト率の推移



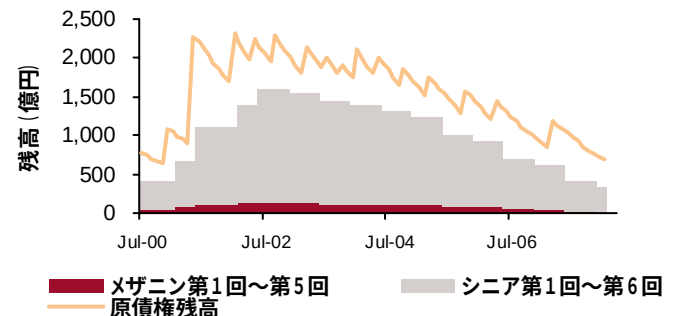
図表4: エクセス・スプレッドの推移



図表5: 延滞率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#5

マスター・トラスト方式による5回目のシニア債の発行

マスター・トラストなので、プール全体の延滞率とエクセス・スプレッドにトリガーが設定されているが、パフォーマンスは安定して推移している。

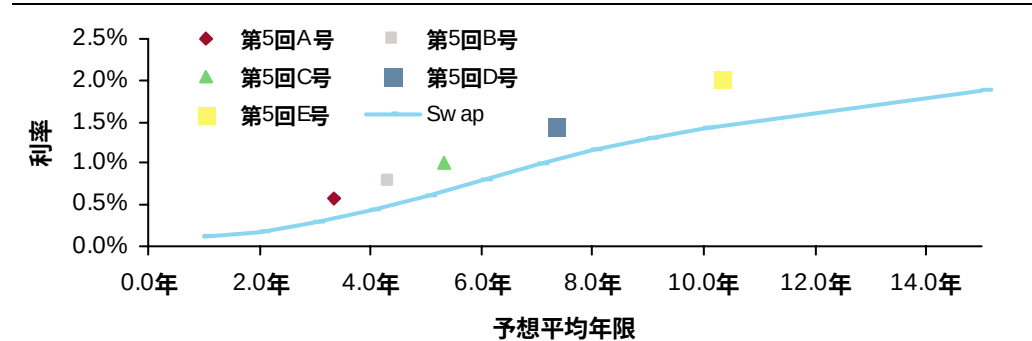
図表1: 案件の概要

セラー: 株式会社クオーク
裏付け: ショッピング・クレジット債権
発行日: 2002/2/20

回号	当初元本	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
第5回A号	6,800,000,000円	0.57%	3.33年	2005/6/20	Aaa/-	WR
第5回B号	6,000,000,000円	0.80%	4.33年	2006/6/20	Aaa/-	WR
第5回C号	5,200,000,000円	1.01%	5.33年	2007/6/20	Aaa/-	WR
第5回D号	5,000,000,000円	1.45%	7.33年	2009/6/20	Aaa/-	Aaa/-
第5回E号	5,000,000,000円	2.02%	10.33年	2012/6/20	Aaa/-	Aaa/-
合計	28,000,000,000円					

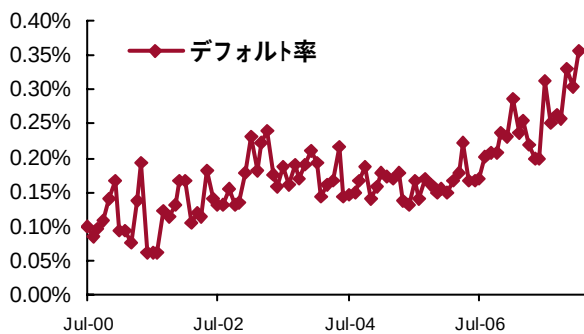
出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

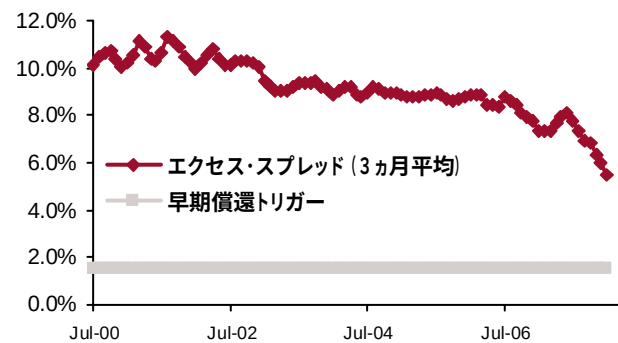


出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

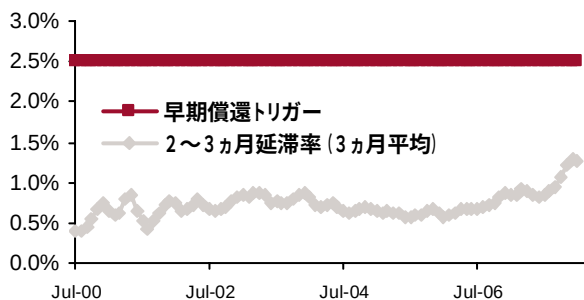
図表3: デフォルト率の推移



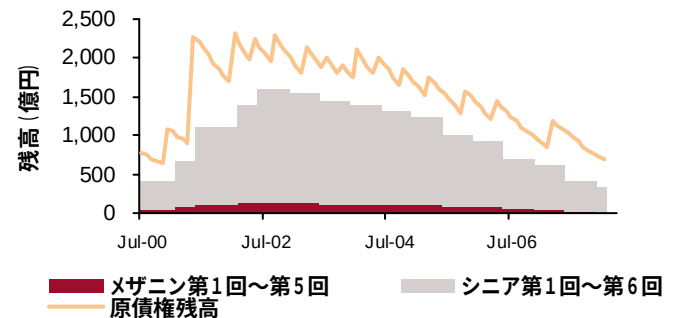
図表4: エクセス・スプレッドの推移



図表5: 延滞率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ファースト・セゾンカード・ファンディング特定目的会社

2007年9月に全額償還した。債券が償還されるまで、デフォルト率は安定的に推移していた（図表3）。

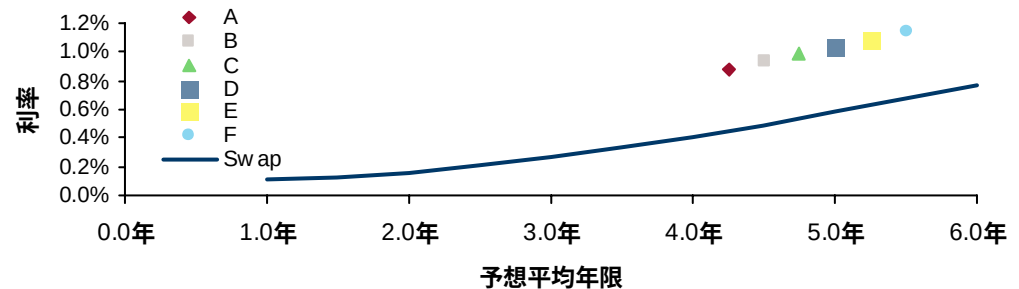
図表1： 案件の概要

セラー：株式会社クレディセゾン
裏付け：カードクレジット債権
発行日：2002/3/27

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	9,500,000,000円	9.7%	0.88%	4.25年	2006/6/5	Aaa/-	WR
B	7,500,000,000円	9.7%	0.93%	4.50年	2006/9/5	Aaa/-	WR
C	6,800,000,000円	9.7%	0.99%	4.75年	2006/12/5	Aaa/-	WR
D	6,200,000,000円	9.7%	1.03%	5.00年	2007/3/5	Aaa/-	WR
E	5,500,000,000円	9.7%	1.09%	5.25年	2007/6/5	Aaa/-	WR
F	4,500,000,000円	9.7%	1.14%	5.50年	2007/9/5	Aaa/-	WR
セラー	6,681,473,408円	9.7%					
劣後	5,000,000,000円						
合計	51,681,473,408円						

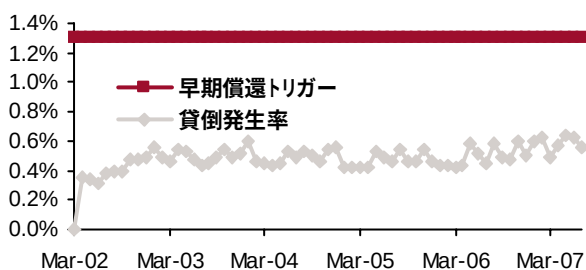
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

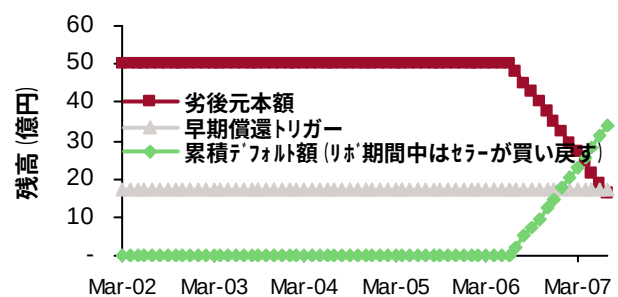


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

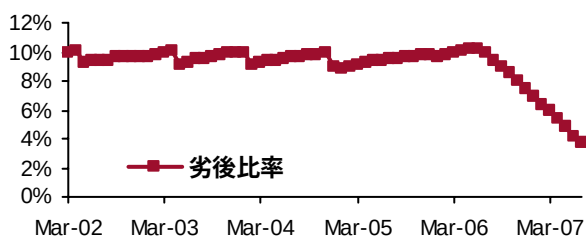
図表3： デフォルト率の推移



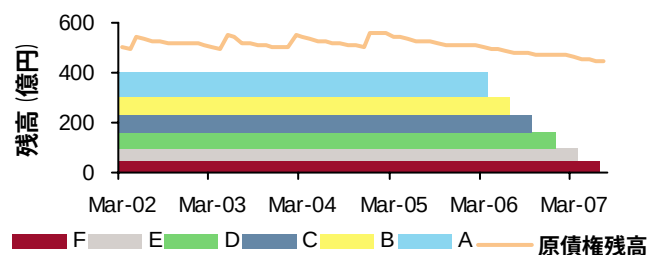
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

特定目的会社クオーク・マスタートラスト・シニア#6

マスター・トラスト方式による6回目のシニア債の発行

マスター・トラストなので、プール全体の延滞率とエクセス・スプレッドにトリガーが設定されているが、パフォーマンスは安定して推移している。

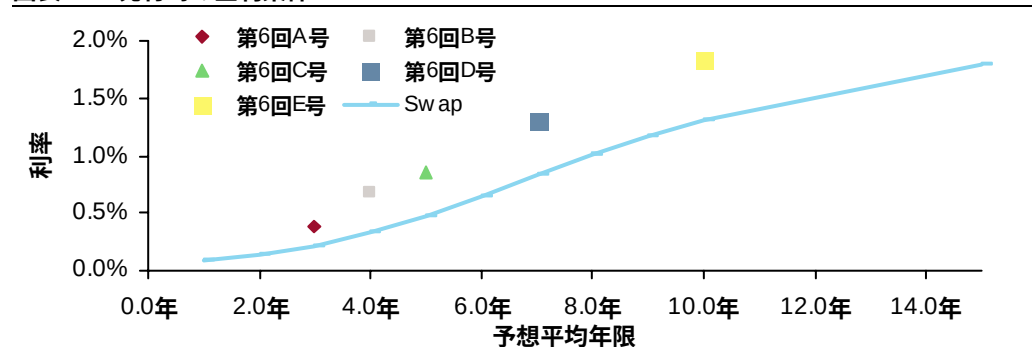
図表1: 案件の概要

セラー: 株式会社クオーク
裏付け: ショッピング・クレジット債権
発行日: 2002/6/20

回号	当初元本	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
第6回A号	5,500,000,000円	0.38%	3.50年	2005/12/20	Aaa/-	WR
第6回B号	5,500,000,000円	0.68%	4.50年	2006/12/20	Aaa/-	WR
第6回C号	5,500,000,000円	0.86%	5.50年	2007/12/20	Aaa/-	WR
第6回D号	6,000,000,000円	1.31%	7.50年	2009/12/20	Aaa/-	Aaa/-
第6回E号	6,000,000,000円	1.83%	10.50年	2012/12/20	Aaa/-	Aaa/-
合計	28,500,000,000円					

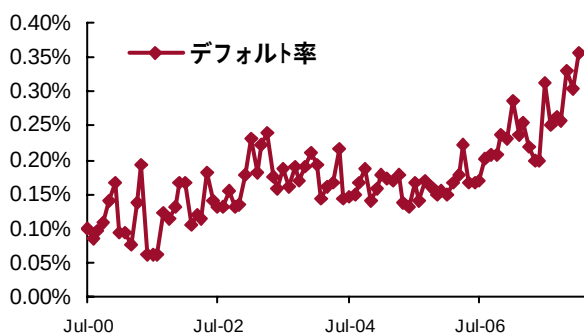
出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

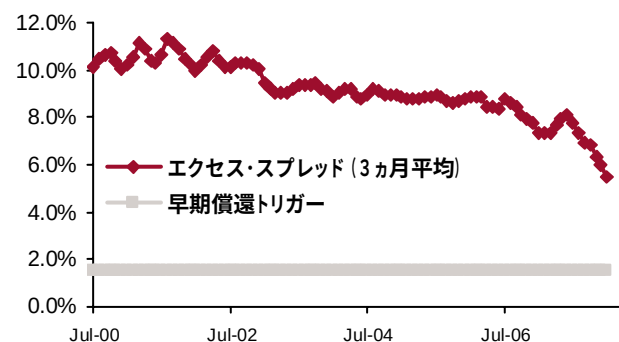


出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

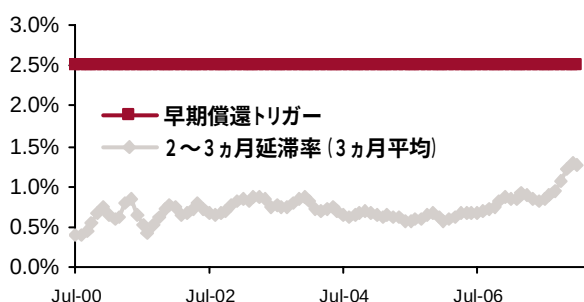
図表3: デフォルト率の推移



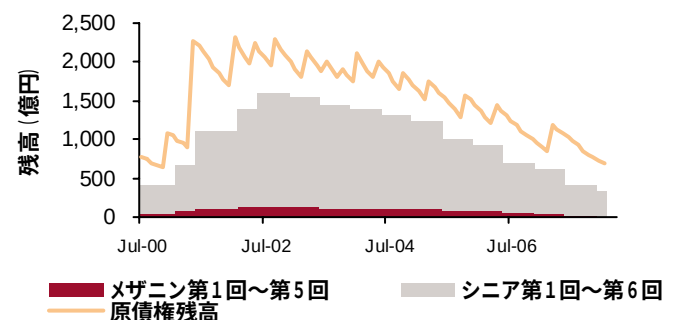
図表4: エクセス・スプレッドの推移



図表5: 延滞率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

センチュリー・フローレンス・ファンディング特定目的会社

一般に法人向けリース債権は、個人向けのオートローン債権に比べてデフォルトのボラティリティが高いと言われているが、本件でもその傾向が観察できる（図表3）。

必要最低額を維持できる範囲内で、劣後元本が現金交付で償還されるストラクチャー

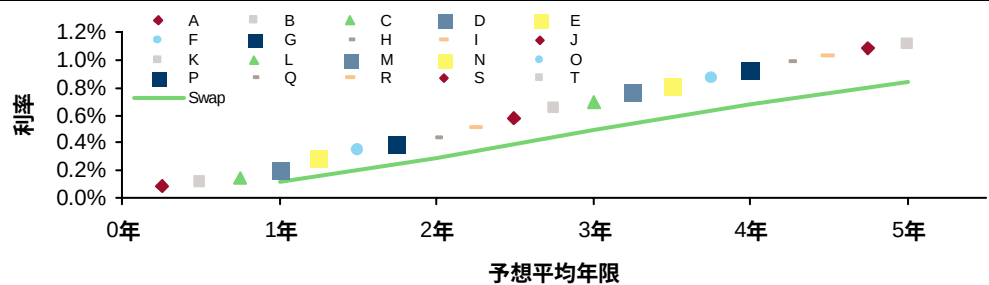
図表1： 案件の概要

セラー： センチュリー・リーシング・システム株式会社
裏付け： リース債権
発行日： 2003/9/26

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	700,000,000円	14.1%	0.09%	0.25年	2003/12/25	Aaa/-	WR
B	1,500,000,000円	14.1%	0.12%	0.50年	2004/3/25	Aaa/-	WR
C	1,800,000,000円	14.1%	0.14%	0.75年	2004/6/25	Aaa/-	WR
D	1,800,000,000円	14.1%	0.20%	1.00年	2004/9/24	Aaa/-	WR
E	1,800,000,000円	14.1%	0.29%	1.25年	2004/12/24	Aaa/-	WR
F	1,800,000,000円	14.1%	0.34%	1.50年	2005/3/25	Aaa/-	WR
G	1,800,000,000円	14.1%	0.39%	1.75年	2005/6/24	Aaa/-	WR
H	1,800,000,000円	14.1%	0.44%	2.00年	2005/9/22	Aaa/-	WR
I	1,800,000,000円	14.1%	0.51%	2.25年	2005/12/22	Aaa/-	WR
J	1,800,000,000円	14.1%	0.58%	2.50年	2006/3/24	Aaa/-	WR
K	1,800,000,000円	14.1%	0.65%	2.75年	2006/6/23	Aaa/-	WR
L	1,600,000,000円	14.1%	0.70%	3.00年	2006/9/25	Aaa/-	WR
M	1,500,000,000円	14.1%	0.76%	3.25年	2006/12/25	Aaa/-	WR
N	1,200,000,000円	14.1%	0.81%	3.50年	2007/3/23	Aaa/-	WR
O	1,000,000,000円	14.1%	0.87%	3.75年	2007/6/25	Aaa/-	WR
P	600,000,000円	14.1%	0.92%	4.00年	2007/9/25	Aaa/-	WR
Q	600,000,000円	14.1%	0.98%	4.25年	2007/12/25	Aaa/-	WR
R	400,000,000円	14.1%	1.02%	4.50年	2008/3/25	Aaa/-	Aaa/-
S	200,000,000円	14.1%	1.08%	4.75年	2008/6/25	Aaa/-	Aaa/-
T	200,000,000円	14.1%	1.12%	5.00年	2008/9/25	Aaa/-	Aaa/-
劣後	4,232,853,309円						
合計	29,932,853,309円						

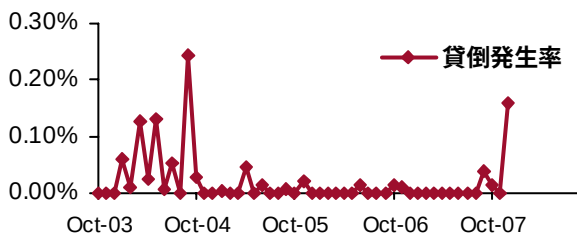
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

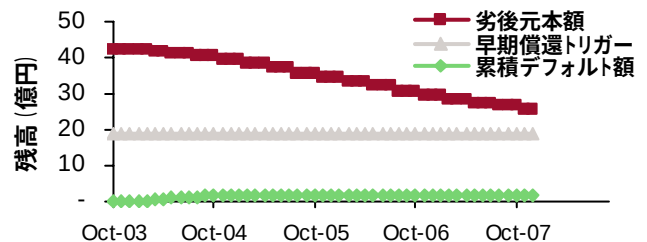


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

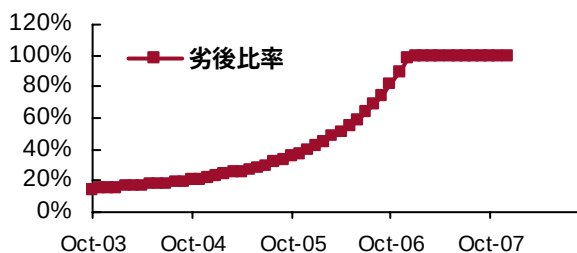
図表3： デフォルト率の推移



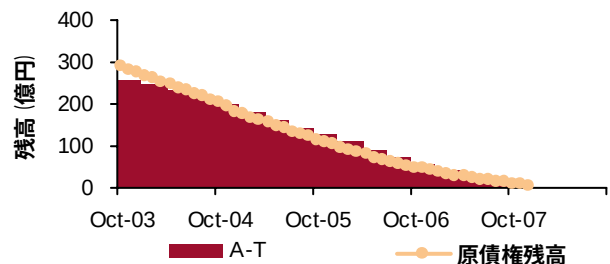
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ノーローン・プライム・ファンディング

2006年12月からアモチ償還が始まり、A号とB号は2007年12月に全額償還された（図表7）。

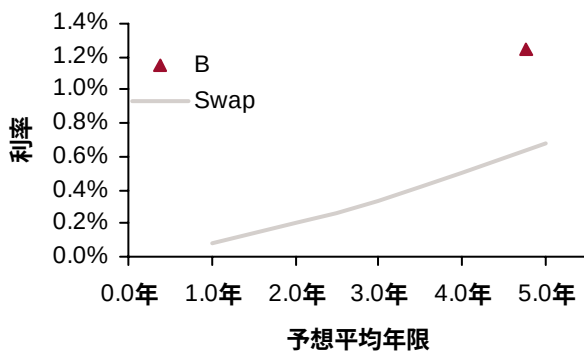
図表1： 案件の概要

セラー： シンキ株式会社
裏付け： 消費者ローン
発行日： 2003/12/19

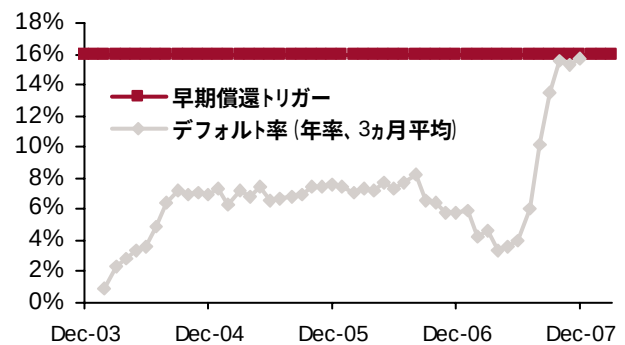
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	12,600,000,000円	30.8%	1M Libor+0.75%	4.75年	2008/8/27	-/AAA	-/WR
B	1,000,000,000円	30.8%	1.2398%	4.75年	2008/8/27	-/AAA	-/WR
M	3,400,000,000円	15.2%	1M Libor+2.20%	5.08年	2008/12/29	-/BBB	-/A
セラー	1,432,588,456円	15.2%					
劣後	3,293,300,000円						
合計	21,725,888,456円						

出所：Bloombergの公表資料から Credit Suisse 作成

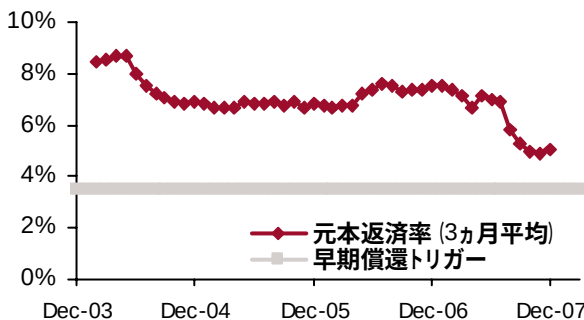
図表2： 発行時の金利条件



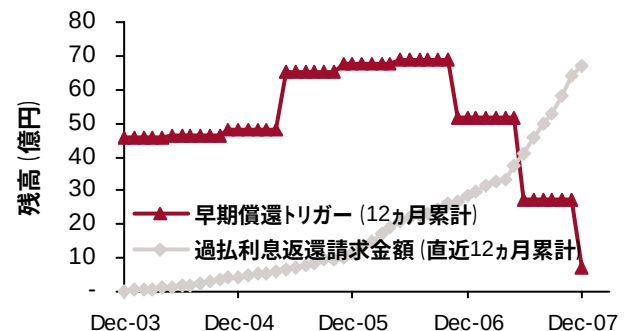
図表3： デフォルト率の推移



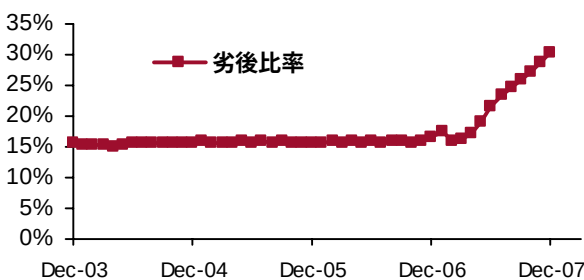
図表4： 元本返済率の推移



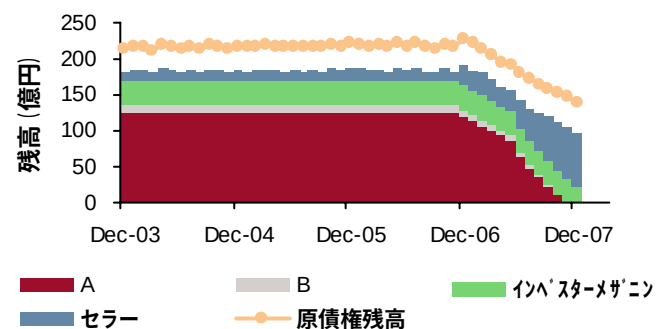
図表5： 過払利息返還請求金額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて Bloombergの公表資料から Credit Suisse 作成

オラクルイオタ特定目的会社

デフォルト率は他のオラクル・シリーズと同じレンジで安定的に推移している。

図表1： 案件の概要

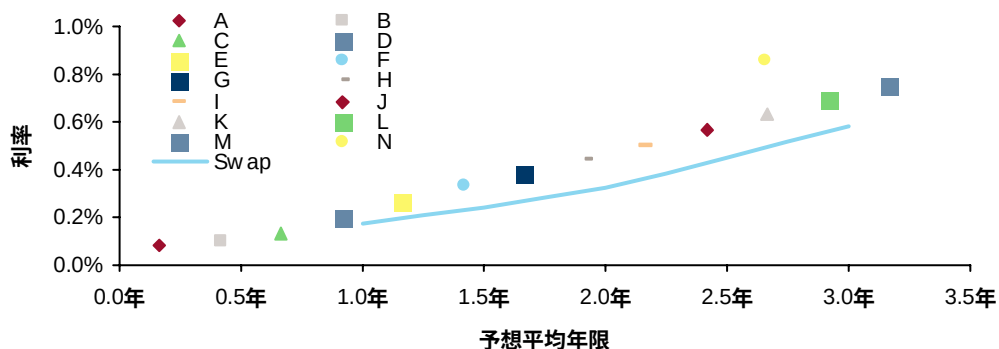
セラー： 株式会社オリエントコーポレーション
裏付け： オートローン債権
発行日： 2004/6/25

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	1,400,000,000円	11.0%	0.080%	0.17年	2004/9/10	Aaa/AAA	WR
B	1,400,000,000円	11.0%	0.100%	0.42年	2004/12/10	Aaa/AAA	WR
C	1,500,000,000円	11.0%	0.130%	0.67年	2005/3/10	Aaa/AAA	WR
D	1,000,000,000円	11.0%	0.200%	0.92年	2005/6/10	Aaa/AAA	WR
E	1,200,000,000円	11.0%	0.270%	1.17年	2005/9/10	Aaa/AAA	WR
F	1,100,000,000円	11.0%	0.330%	1.42年	2005/12/10	Aaa/AAA	WR
G	900,000,000円	11.0%	0.380%	1.67年	2006/3/10	Aaa/AAA	WR
H	700,000,000円	11.0%	0.440%	1.92年	2006/6/10	Aaa/AAA	WR
I	700,000,000円	11.0%	0.500%	2.17年	2006/9/10	Aaa/AAA	WR
J	600,000,000円	11.0%	0.570%	2.42年	2006/12/10	Aaa/AAA	WR
K	600,000,000円	11.0%	0.630%	2.67年	2007/3/10	Aaa/AAA	WR
L	400,000,000円	11.0%	0.690%	2.92年	2007/6/10	Aaa/AAA	WR
M	400,000,000円	11.0%	0.750%	3.17年	2007/9/10	Aaa/AAA	WR
N	8,300,000,000円	11.0%	0.860%	2.66年	-	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	2,505,552,172円						
合計	22,705,552,172円						

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

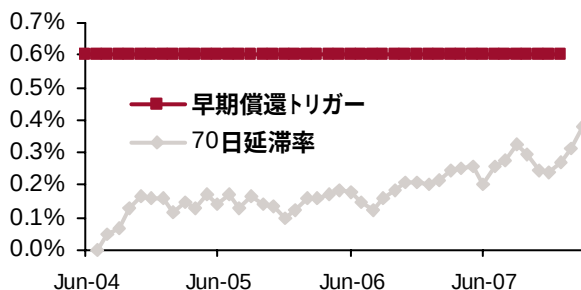
図表2： 発行時の金利条件

一定の公式に基づいて劣後元本が現金交付で償還されるストラクチャー。

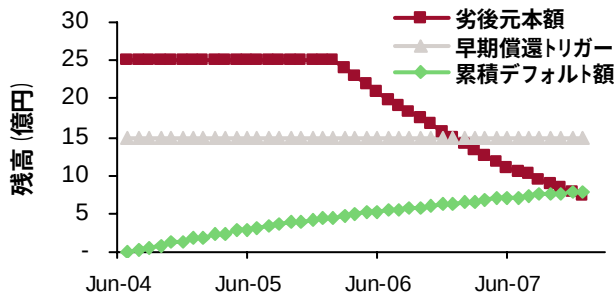


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

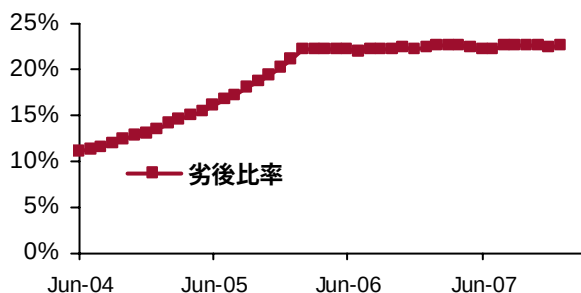
図表3： デフォルト率の推移



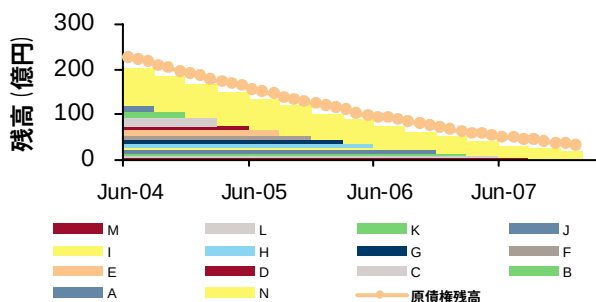
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ノーローン・クリスタル・ファンディング

優先受益権 100 億円から、変動利付社債 84 億円が発行されている。

過払利息返還請求金額がトリガーに抵触し（図表 5）、2007 年 6 月からアモチ償還が始まり（図表 7）、優先受益権は全額償還された

図表1： 案件の概要

セラー： シンキ株式会社
裏付け： 消費者ローン
発行日： 2004/12/21

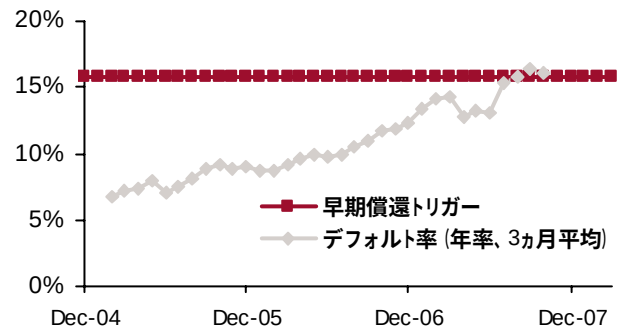
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
優先	10,000,000,000円	15.7%	1M Libor+0.45%	4.15年	2009/12/26	-/AAA	WR
セラー	1,274,963,682円	15.7%					
劣後	2,095,517,837円						
合計	13,370,481,519円						

出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

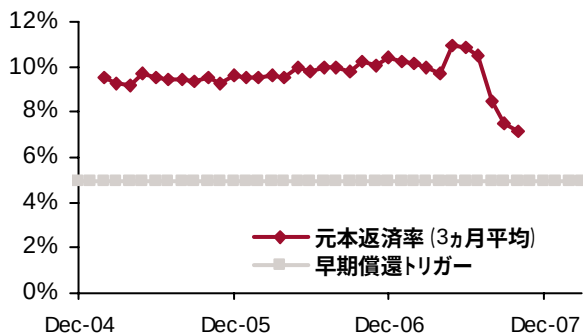
図表2： 発行時の金利条件

図表省略

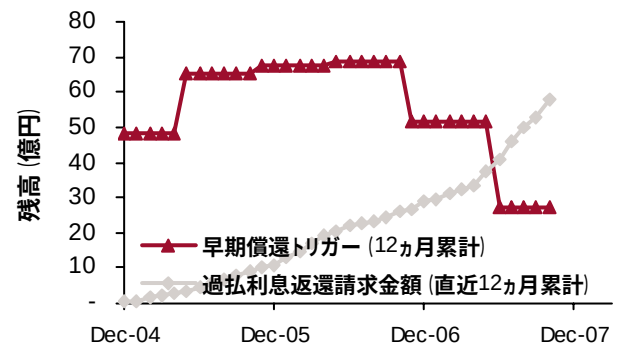
図表3： デフォルト率の推移



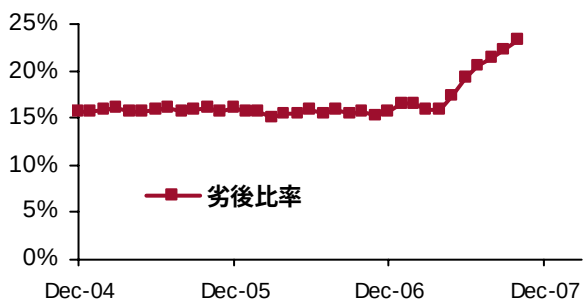
図表4： 元本返済率の推移



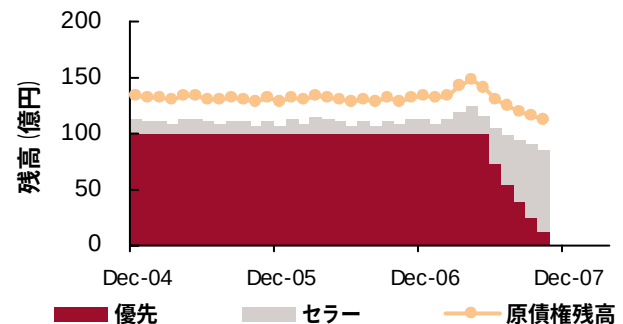
図表5： 過払利息返還請求金額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

オラクルカップ特定目的会社

デフォルト率は他のオラクル・シリーズと同じレンジで安定的に推移している。

図表1： 案件の概要

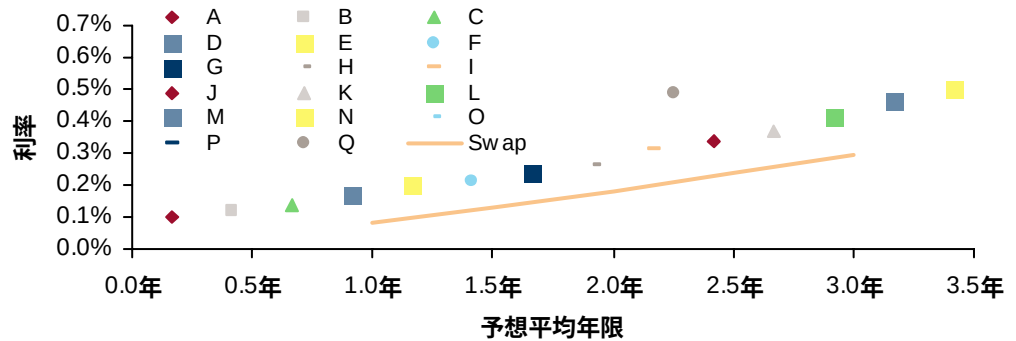
セラー： 株式会社オリエントコーポレーション
裏付け： オートローン債権
発行日： 2004/12/22

回号	当初元本	当初信用補充比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	2,500,000,000円	10.8%	0.100%	0.17年	2005/3/10	Aaa/AAA	WR
B	2,100,000,000円	10.8%	0.120%	0.42年	2005/6/10	Aaa/AAA	WR
C	2,000,000,000円	10.8%	0.140%	0.67年	2005/9/10	Aaa/AAA	WR
D	1,600,000,000円	10.8%	0.170%	0.92年	2005/12/10	Aaa/AAA	WR
E	1,900,000,000円	10.8%	0.200%	1.17年	2006/3/10	Aaa/AAA	WR
F	1,500,000,000円	10.8%	0.210%	1.42年	2006/6/10	Aaa/AAA	WR
G	1,300,000,000円	10.8%	0.240%	1.67年	2006/9/10	Aaa/AAA	WR
H	900,000,000円	10.8%	0.260%	1.92年	2006/12/10	Aaa/AAA	WR
I	900,000,000円	10.8%	0.310%	2.17年	2007/3/10	Aaa/AAA	WR
J	700,000,000円	10.8%	0.340%	2.42年	2007/6/10	Aaa/AAA	WR
K	600,000,000円	10.8%	0.370%	2.67年	2007/9/10	Aaa/AAA	WR
L	500,000,000円	10.8%	0.410%	2.92年	2007/12/10	Aaa/AAA	WR
M	500,000,000円	10.8%	0.460%	3.17年	2008/3/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
N	400,000,000円	10.8%	0.500%	3.42年	2008/6/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
O	300,000,000円	10.8%	0.550%	3.67年	2008/9/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
P	200,000,000円	10.8%	0.590%	3.92年	2008/12/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
Q	8,500,000,000円	10.8%	0.490%	2.25年	-	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	3,202,363,930円						
合計	29,602,363,930円						

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

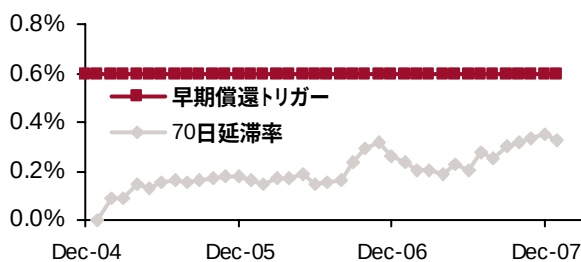
図表2： 発行時の金利条件

一定の公式に基づいて劣後元本が現金交付で償還されるストラクチャー。

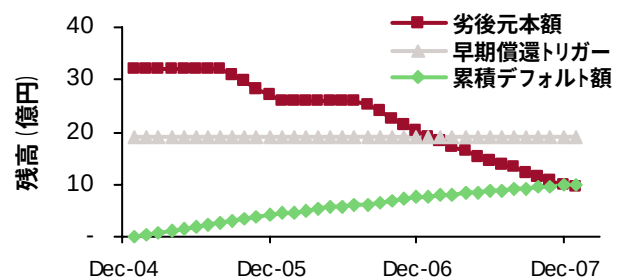


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

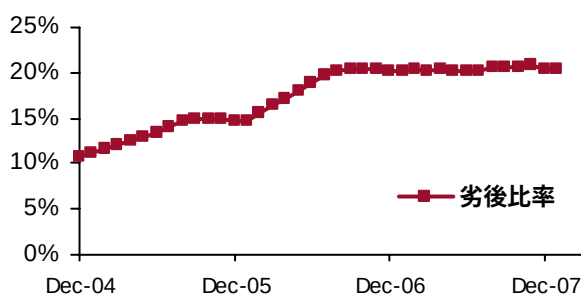
図表3： デフォルト率の推移



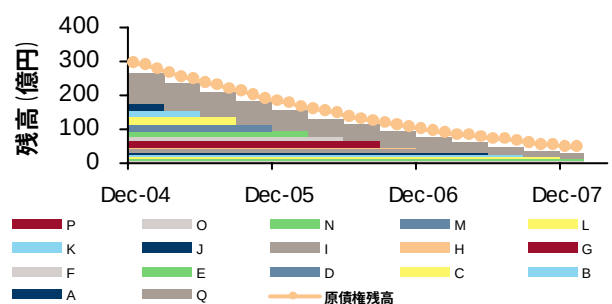
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

オラクルラムダ特定目的会社

デフォルト率は他のオラクル・シリーズと同じレンジで安定的に推移している。

図表1： 案件の概要

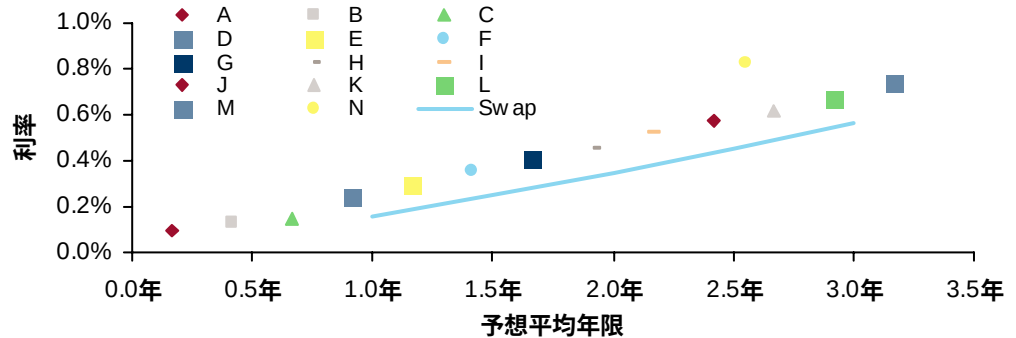
セラー： 株式会社オリエントコーポレーション
裏付け： オートローン債権
発行日： 2005/12/26

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	1,400,000,000円	6.0%	0.100%	0.17年	2006/3/10	Aaa/AAA	WR
B	1,200,000,000円	6.0%	0.130%	0.42年	2006/6/10	Aaa/AAA	WR
C	1,300,000,000円	6.0%	0.150%	0.67年	2006/9/10	Aaa/AAA	WR
D	1,300,000,000円	6.0%	0.240%	0.92年	2006/12/10	Aaa/AAA	WR
E	1,400,000,000円	6.0%	0.300%	1.17年	2007/3/10	Aaa/AAA	WR
F	1,100,000,000円	6.0%	0.360%	1.42年	2007/6/10	Aaa/AAA	WR
G	900,000,000円	6.0%	0.410%	1.67年	2007/9/10	Aaa/AAA	WR
H	800,000,000円	6.0%	0.450%	1.92年	2007/12/10	Aaa/AAA	WR
I	900,000,000円	6.0%	0.520%	2.17年	2008/3/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
J	700,000,000円	6.0%	0.570%	2.42年	2008/6/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
K	700,000,000円	6.0%	0.620%	2.67年	2008/9/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
L	600,000,000円	6.0%	0.670%	2.92年	2008/12/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
M	500,000,000円	6.0%	0.740%	3.17年	2009/3/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
N	7,600,000,000円	6.0%	0.830%	2.55年	-	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	1,301,204,099円						
合計	21,701,204,099円						

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

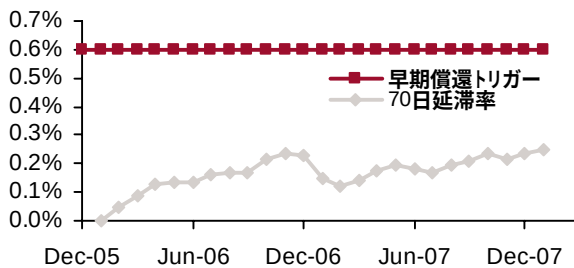
図表2： 発行時の金利条件

一定の公式に基づいて劣後元本が現金交付で償還されるストラクチャー。

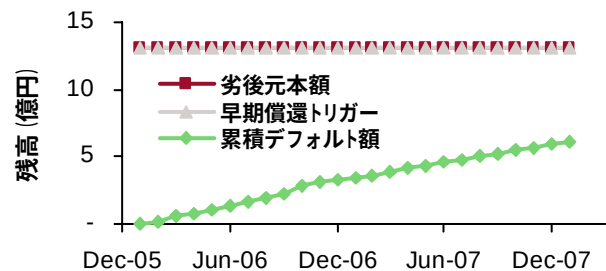


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

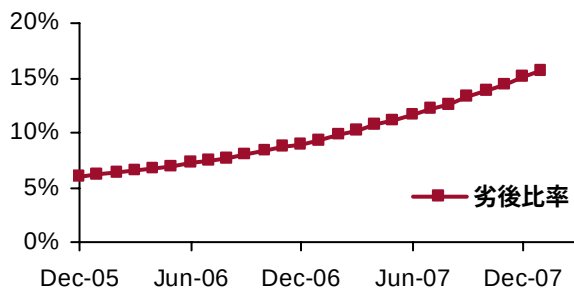
図表3： デフォルト率の推移



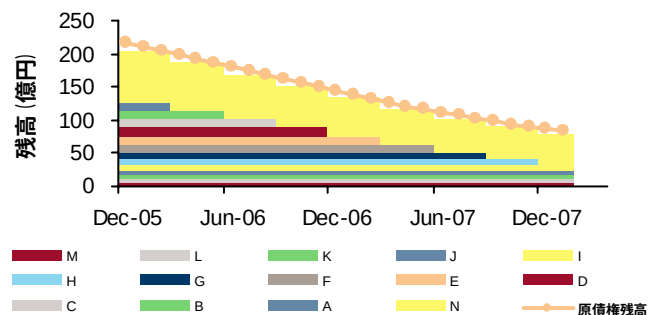
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

オラクルミュー特定目的会社

デフォルト率は他のオラクル・シリーズと同じレンジで安定的に推移している。

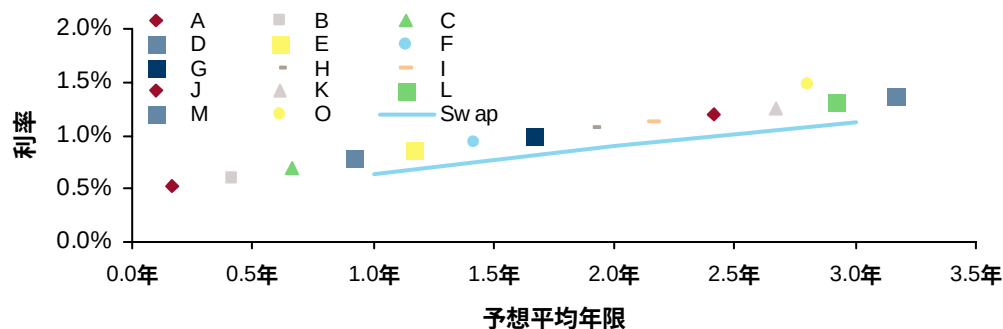
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社オリエントコーポレーション
裏付け： オートローン債権
発行日： 2006/7/28

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	1,400,000,000円	8.6%	0.520%	0.17年	2006/10/10	Aaa/AAA	WR
B	1,300,000,000円	8.6%	0.600%	0.42年	2007/1/10	Aaa/AAA	WR
C	1,300,000,000円	8.6%	0.690%	0.67年	2007/4/10	Aaa/AAA	WR
D	1,200,000,000円	8.6%	0.790%	0.92年	2007/7/10	Aaa/AAA	WR
E	1,300,000,000円	8.6%	0.860%	1.17年	2007/10/10	Aaa/AAA	WR
F	1,100,000,000円	8.6%	0.940%	1.42年	2008/1/10	Aaa/AAA	WR
G	1,100,000,000円	8.6%	1.000%	1.67年	2008/4/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
H	900,000,000円	8.6%	1.070%	1.92年	2008/7/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
I	900,000,000円	8.6%	1.130%	2.17年	2008/10/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
J	800,000,000円	8.6%	1.190%	2.42年	2009/1/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
K	800,000,000円	8.6%	1.250%	2.67年	2009/4/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
L	600,000,000円	8.6%	1.310%	2.92年	2009/7/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
M	500,000,000円	8.6%	1.370%	3.17年	2009/10/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
N	400,000,000円	8.6%	1.420%	3.42年	2010/1/10	Aaa/AAA	Aaa/AAA
O	6,700,000,000円	8.6%	1.480%	2.80年	-	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	1,901,046,971円						
合計	22,201,046,971円						

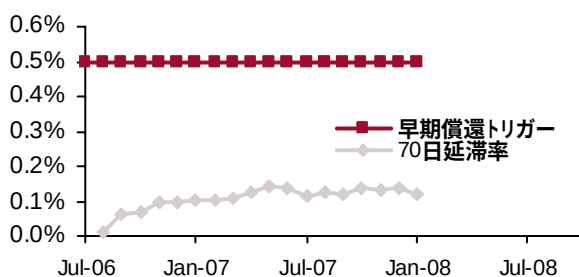
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

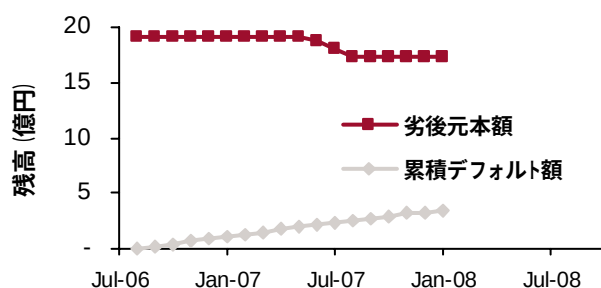


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

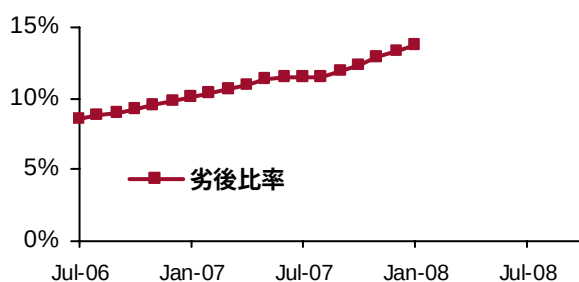
図表3： デフォルト率の推移



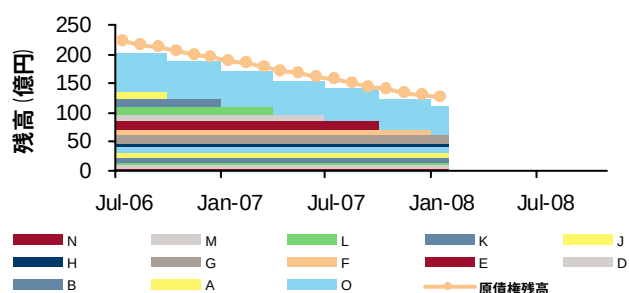
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

メゾン・キャピタル・コープ

セミ・ターボ・ストラクチャーである。

旧大和銀行の国有化を契機に、2003年6月に早期償還が開始された

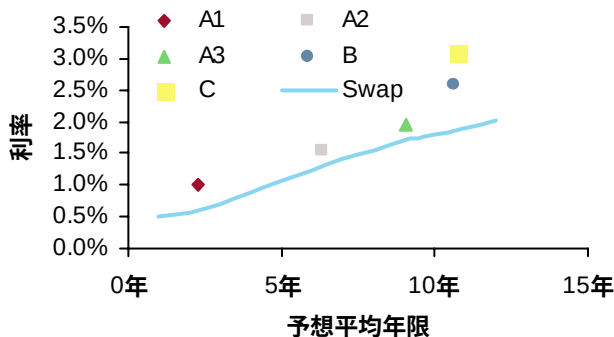
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2000/12/14

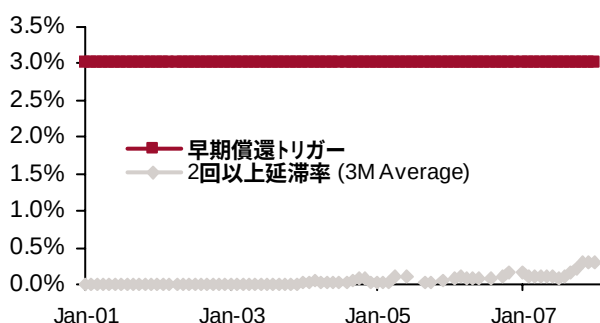
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A1	18,000,000,000円	6.8%	1.020%	2.263年	2015/11/20	-/AAA	-/WR
A2	7,000,000,000円	6.8%	1.540%	6.320年	2015/11/20	-/AAA	-/WR
A3	3,000,000,000円	6.8%	1.940%	9.068年	2015/11/20	-/AAA	-/AAA
B	500,000,000円	5.1%	2.580%	10.631年	2015/11/20	-/A	-/AAA
C	360,000,000円	3.9%	3.100%	10.775年	2015/11/20	-/BBB	-/AAA
劣後	1,185,458,800円						
合計	30,045,458,800円						

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

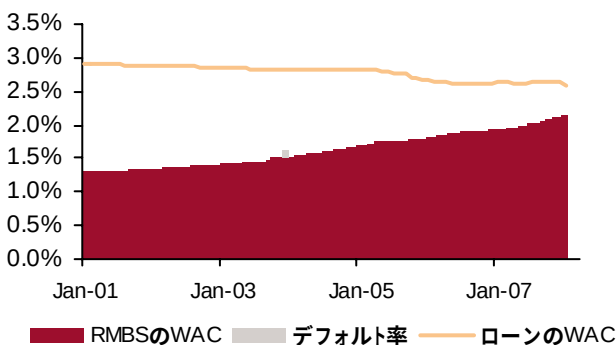
図表2： 発行時の金利条件



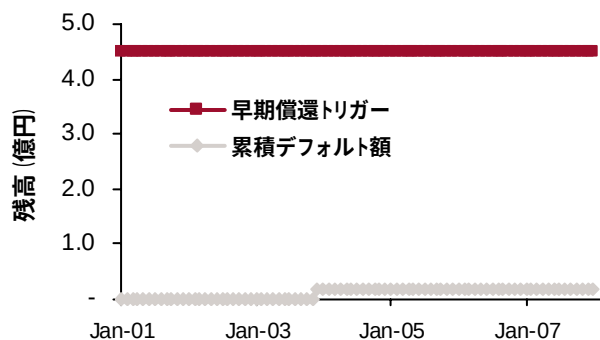
図表3： デフォルト率の推移



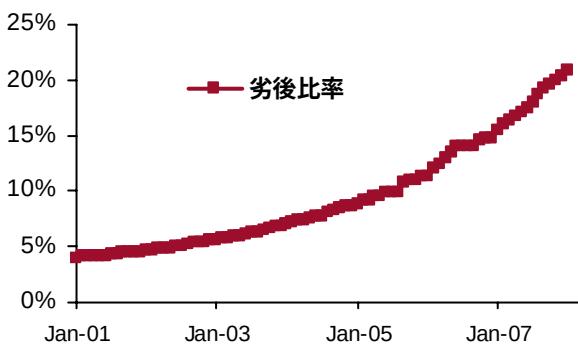
図表4： 超過収益の推移



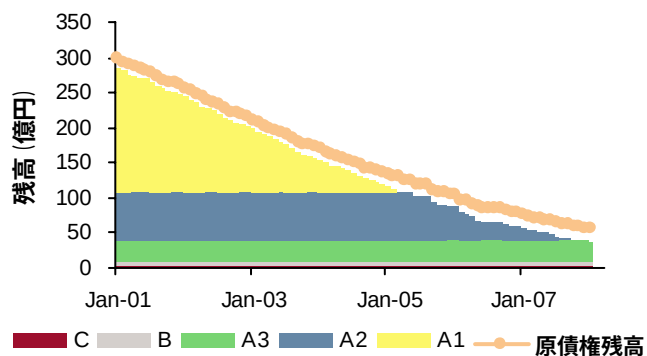
図表5： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ドリームズ・ファンディング・コーポレーション

セミ・ターボ・ストラクチャーである。

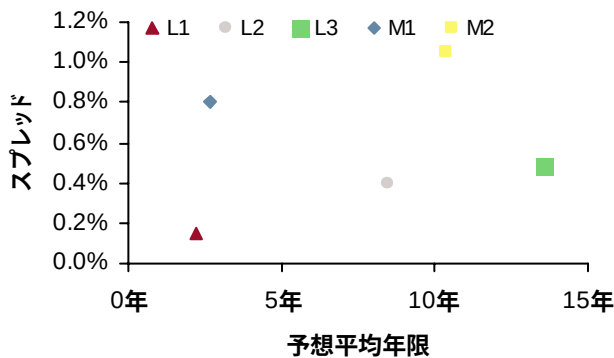
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社新生銀行
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2001/8/8

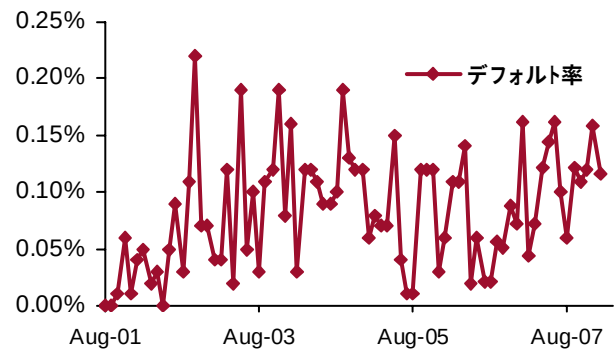
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	Spread	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A1	4,200,000,000円	13.5%	0.500%		2.09年	2030/7/25	-/AAA	-/WR
A2	2,500,000,000円	13.5%	1.64628%		8.91年	2030/7/25	-/AAA	-/AAA
L1	32,100,000,000円	13.5%	1M Libor+0.15%	0.15%	2.20年	2030/7/25	-/AAA	-/WR
L2	23,700,000,000円	13.5%	1M Libor+0.40%	0.40%	8.47年	2030/7/25	-/AAA	-/AAA
L3	6,500,000,000円	13.5%	1M Libor+0.49%	0.49%	13.55年	2030/7/25	-/AAA	-/AAA
M1	2,700,000,000円	7.4%	1M Libor+0.80%	0.80%	2.68年	2030/7/25	-/BBB	-/AA
M2	1,800,000,000円	7.4%	1M Libor+1.05%	1.05%	10.40年	2030/7/25	-/BBB	-/BBB+
劣後	48,641,890円							
合計	73,548,641,890円							
現金準備	5,400,000,000円							

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

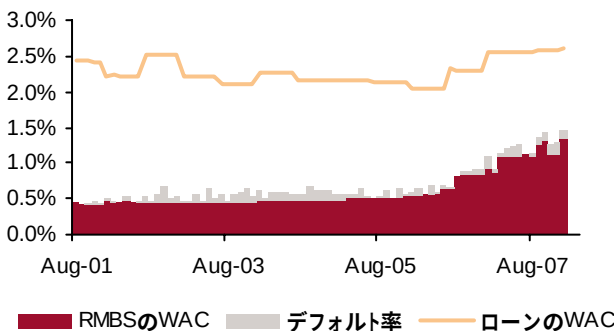
図表2： 発行時の金利条件



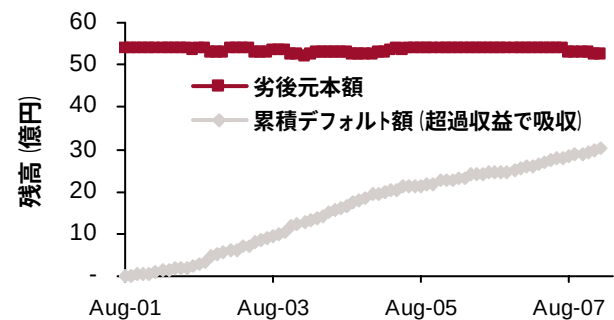
図表3： デフォルト率の推移



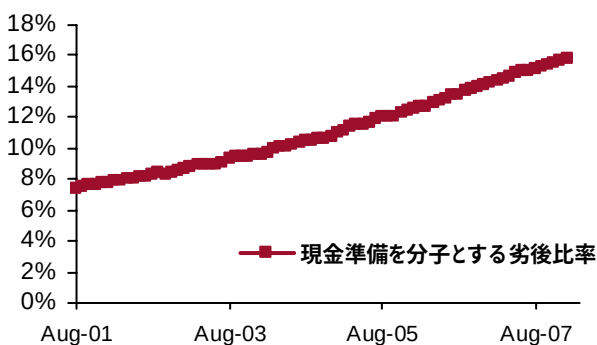
図表4： 超過収益の推移



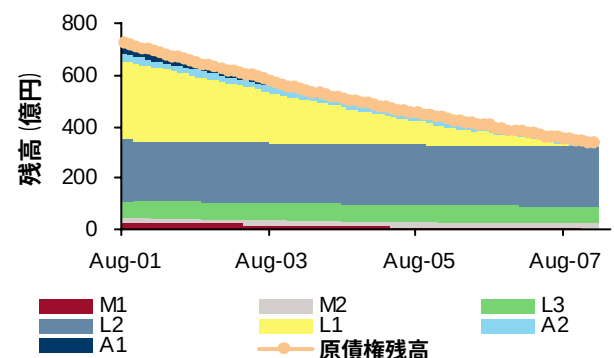
図表5： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

株式会社アボード・ベータ

セミ・ターボ・ストラクチャーである。

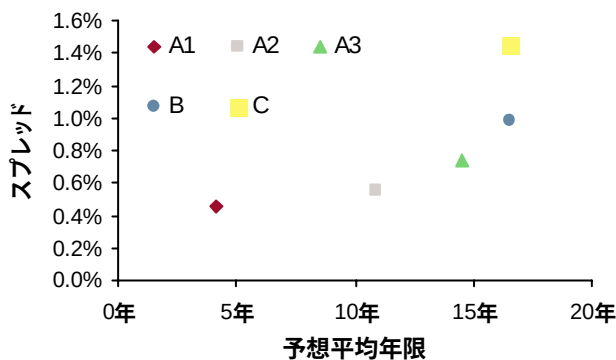
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社あさひ銀行（現りそな銀行）
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2002/3/26

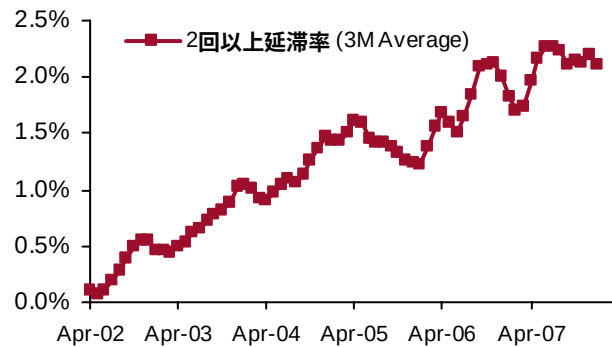
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	Spread	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A1	33,000,000,000円	11.1%	1M Libor+0.45%	0.45%	4.16年	2036/7/31	Aaa/-	Aaa/-
A2	5,600,000,000円	11.1%	1M Libor+0.55%	0.55%	10.91年	2036/7/31	Aaa/-	Aaa/-
A3	6,000,000,000円	11.1%	1M Libor+0.74%	0.74%	14.50年	2036/7/31	Aaa/-	Aaa/-
B	2,500,000,000円	6.1%	1M Libor+0.98%	0.98%	16.51年	2036/7/31	A2/-	Aa1/-
C	1,800,000,000円	2.5%	1M Libor+1.45%	1.45%	16.51年	2036/7/31	Baa3/-	A2/-
劣後	1,261,718,609円							
合計	50,161,718,609円							

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

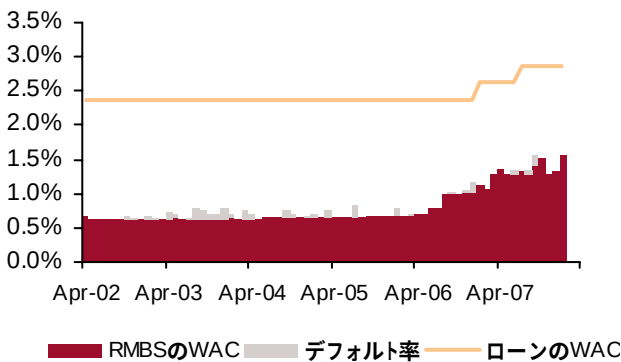
図表2： 発行時の金利条件



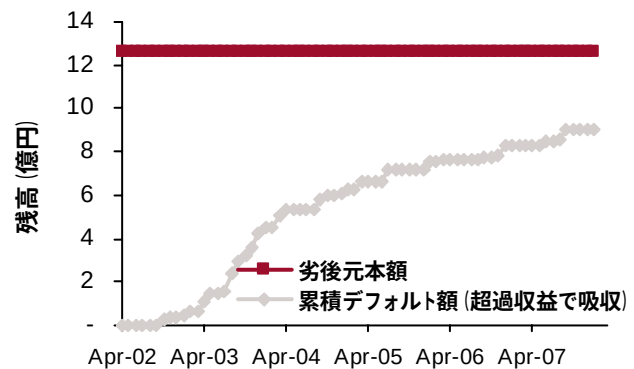
図表3： デフォルト率の推移



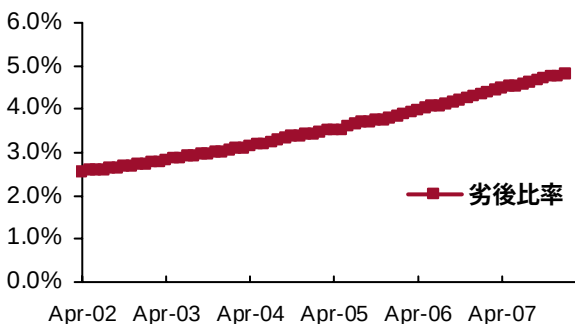
図表4： 超過収益の推移



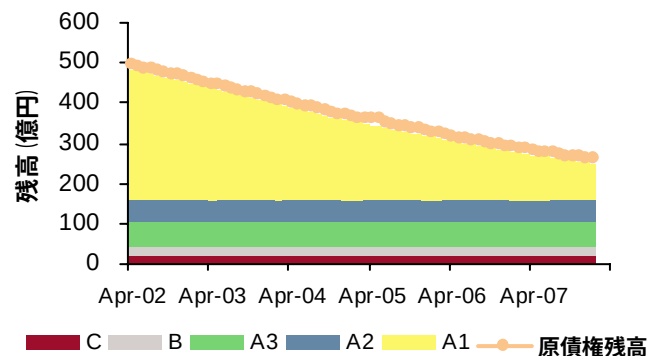
図表5： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

トラスト・メゾン特定目的会社

旧大和銀行の国有化を契機に、2003年6月に早期償還が開始された

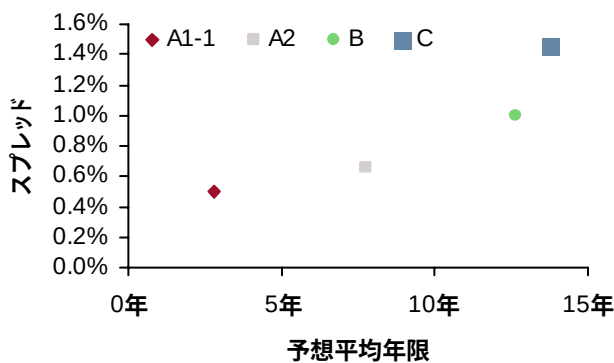
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2002/7/8

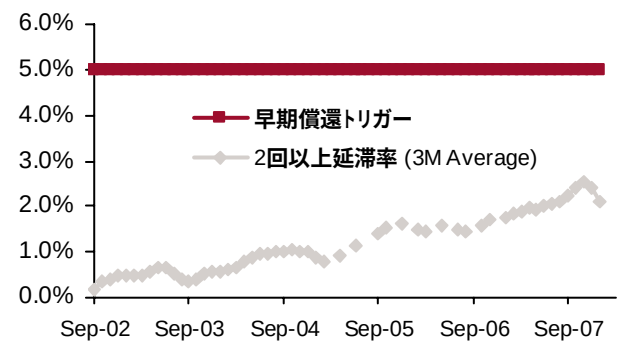
回号	当初元本	当初劣後比率	内：未償還 残高	信用補完 率	利率	Spread	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A1-1	27,000,000,000円	22.1%	8.6%	13.5%	1M Libor+0.50%	0.50%	2.78年	2017年6月	-AAA	-AAA
A1-2	3,000,000,000円	22.1%	8.6%	13.5%	0.720%		2.78年	2017年6月	-AAA	-AAA
A2	9,000,000,000円	22.1%	8.6%	13.5%	1M Libor+0.65%	0.65%	7.77年	2022年6月	-AAA	-AAA
A3	4,300,000,000円	22.1%	8.6%	13.5%	2.130%		10.76年	2032年7月	-AAA	-AAA
B	1,900,000,000円	18.7%	8.6%	10.1%	1M Libor+1.00%	1.00%	12.66年	2032年7月	-A	-AA+
C	1,090,000,000円	16.7%	8.6%	8.1%	1M Libor+1.45%	1.45%	13.78年	2032年7月	-BBB	-AA-
劣後	9,297,111,783円									
合計	55,587,111,783円									

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

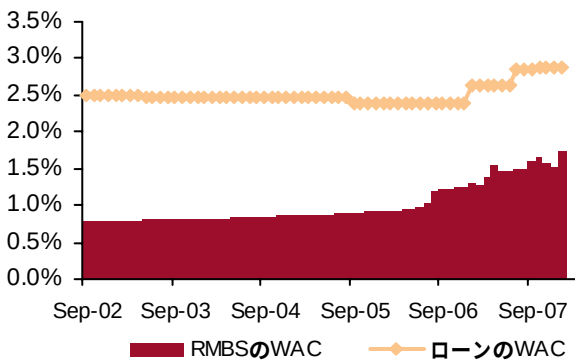
図表2： 発行時の金利条件



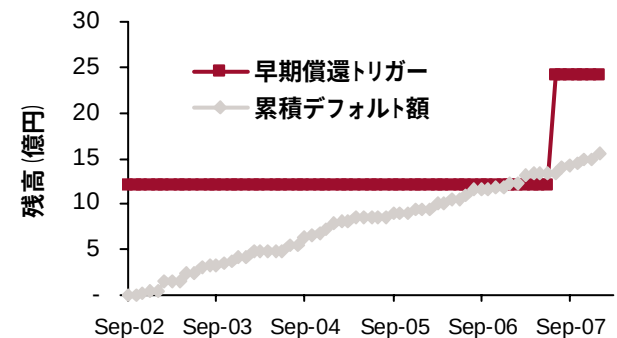
図表3： デフォルト率の推移



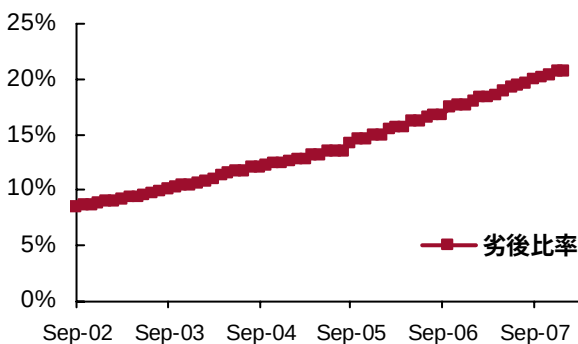
図表4： 超過収益の推移



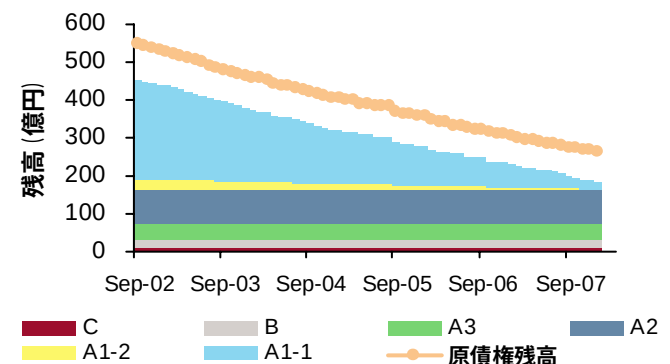
図表5： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

トラスト・メゾン・ツー特定目的会社

旧大和銀行の国有化を契機に、2003年6月に早期償還が開始された

WALは著者の推定。

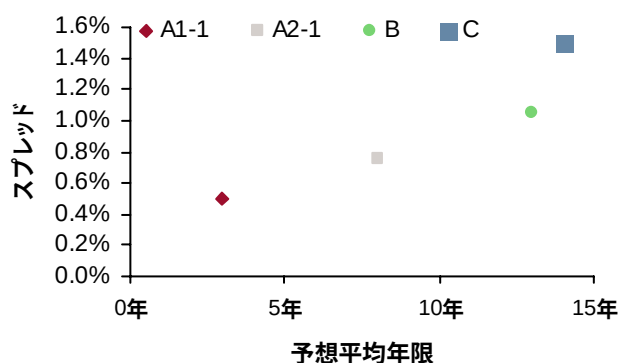
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社大和銀行（現りそな銀行）
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2002/11/7

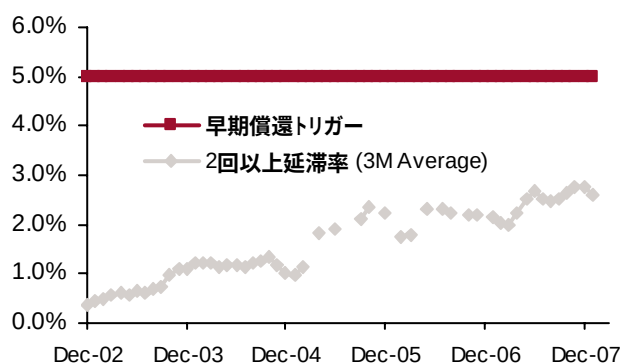
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	Spread	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A1-1	20,000,000,000円	23.3%	1M Libor+0.50%	0.50%	3.00年	2032/11/19	-/AAA	-/AAA
A1-2	2,000,000,000円	23.3%	0.730%		3.00年	2032/11/19	-/AAA	-/AAA
A2-1	4,300,000,000円	23.3%	1M Libor+0.75%	0.75%	8.00年	2032/11/19	-/AAA	-/AAA
A2-2	1,500,000,000円	23.3%	1.750%		11.00年	2032/11/19	-/AAA	-/AAA
B	1,500,000,000円	19.2%	1M Libor+1.05%	1.05%	13.00年	2032/11/19	-/A	-/A-
C	760,000,000円	17.1%	1M Libor+1.50%	1.50%	14.00年	2032/11/19	-/BBB	-/A-
劣後	6,181,119,571円							
合計	36,241,119,571円							

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

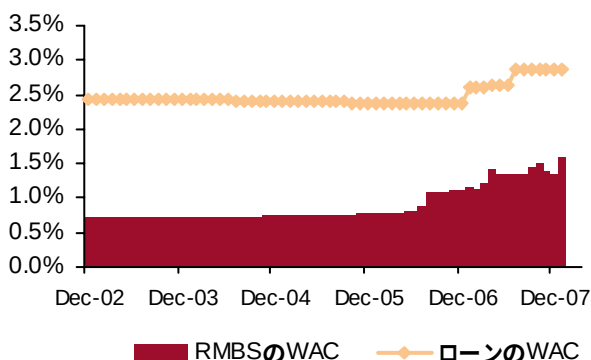
図表2： 発行時の金利条件



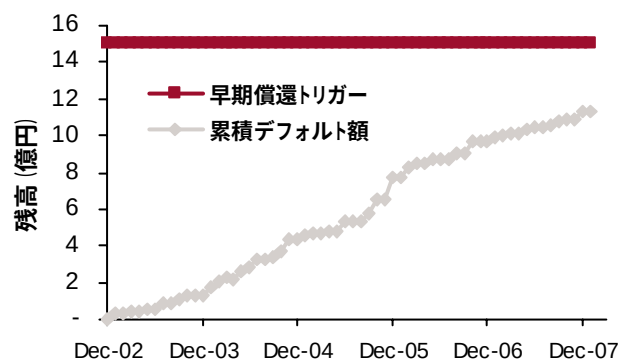
図表3： デフォルト率の推移



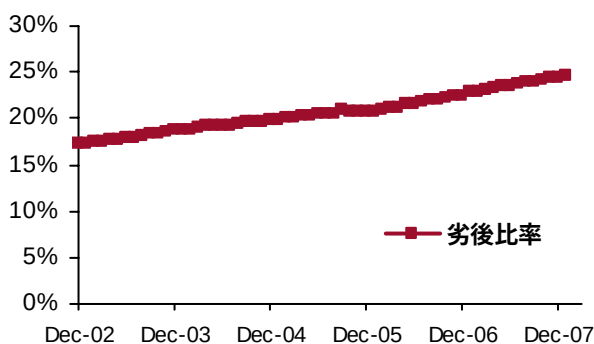
図表4： 超過収益の推移



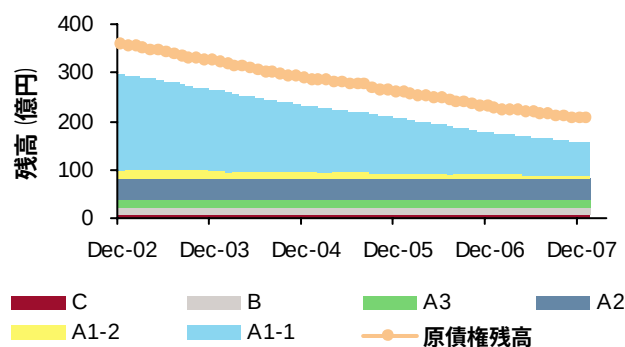
図表5： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表6： 劣後比率の推移



図表7： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ハイドラ・ファンディング・コーポレーション

グッドローン、旧第百生命、エルカクエイ、日本ホームファイナンスをオリジネーターとする住宅ローン債権の証券化

時の経過とともに劣後比率は上昇しており（図表5）、J号の格付けはBBBからBBB+へ格上げされている

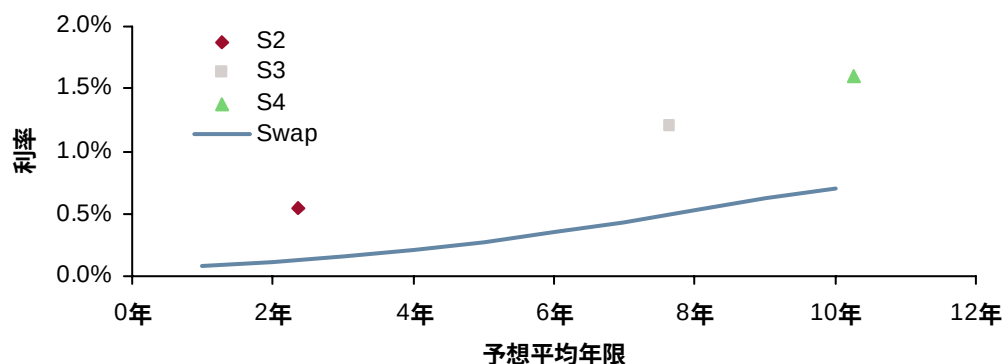
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社新生銀行
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2003/3/10

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	Spread	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
S1	75,000,000,000円	10.6%	1M Libor+0.55%	0.55%	4.70年	2033/7/15	-/AAA	-/AAA
S2	4,200,000,000円	10.6%	0.55%	-	2.36年	2033/7/15	-/AAA	-/WR
S3	2,800,000,000円	10.6%	1.20%	-	7.64年	2033/7/15	-/AAA	-/AAA
S4	2,000,000,000円	10.6%	1.60%	-	10.26年	2033/7/15	-/AAA	-/AAA
J	2,500,000,000円	1.9%	1M Libor+1.50%	1.50%	4.87年	2033/7/15	-/BBB	-/BBB+
O	2,700,000,000円	10.6%	1M Libor+0.55%	0.55%	1.83年	2033/7/15	-/AAA	-/WR
劣後	1,768,631,882円							
合計	90,968,631,882円							

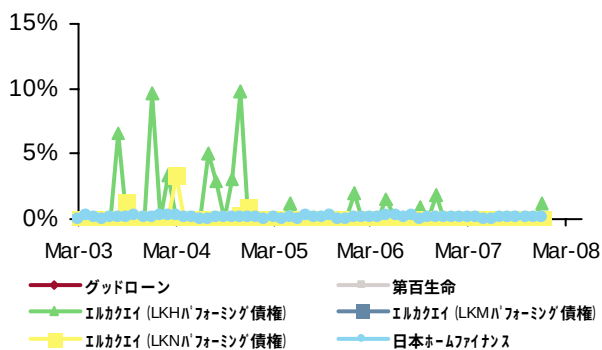
出所：Bloombergの公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

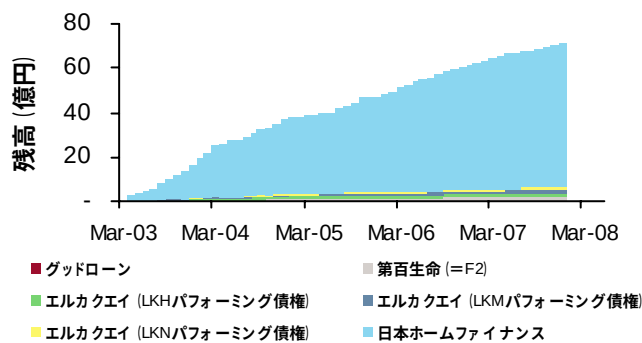


出所：Bloombergの公表資料から Credit Suisse 作成

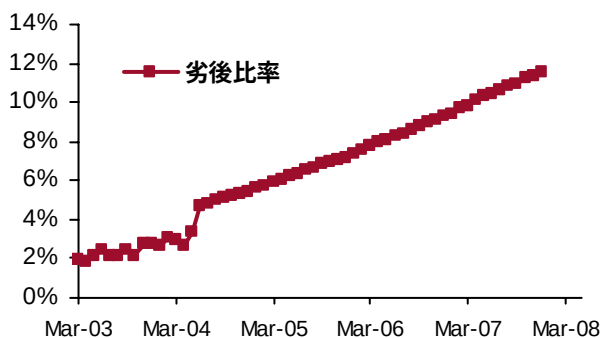
図表3： デフォルト率の推移



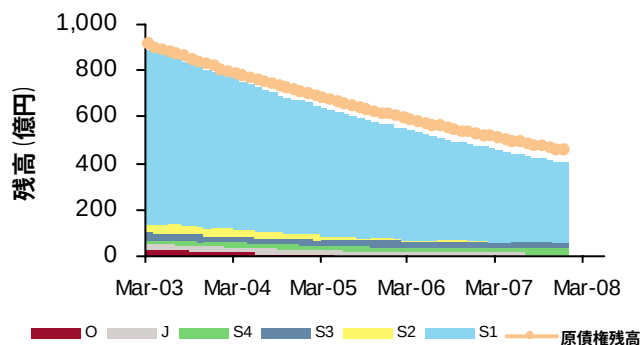
図表4： 累積デフォルト額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて Bloombergの公表資料から Credit Suisse 作成

広島総合銀行、ライフ住宅ローン、グッドローン、あおば生命等をオリジネーターとする住宅ローン債権の証券化

ハイドラ・ツー・ファンディング・コーポレーション

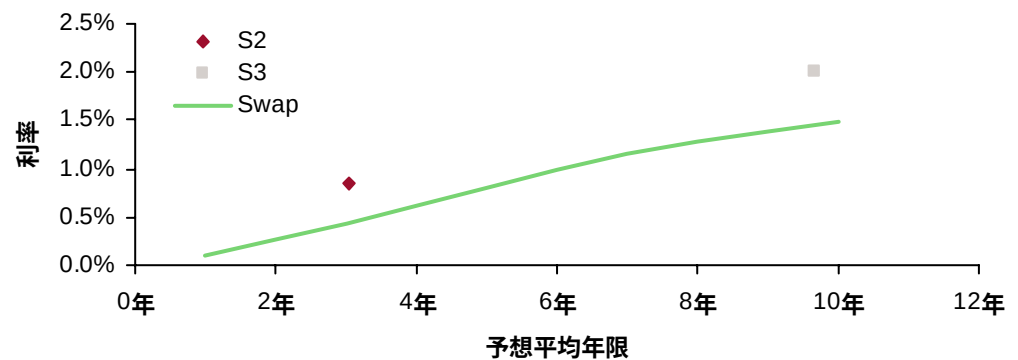
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社新生銀行
裏付け： 住宅ローン債権
発行日： 2003/10/31

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	Spread	WAL	最終償還日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
S1	76,000,000,000円	6.2%	1M Libor+0.45%	0.45%	4.69年	2038/8/16	Aaa/AAA	Aaa/AAA
S2	9,000,000,000円	6.2%	0.8528%	-	3.03年	2038/8/16	Aaa/AAA	Aaa/AAA
S3	7,000,000,000円	6.2%	2.0054%	-	9.68年	2038/8/16	Aaa/AAA	Aaa/AAA
J	5,000,000,000円	1.0%	1M Libor+1.50%	1.50%	6.17年	2038/8/16	Baa2/BBB	Baa2/BBB
合計	97,000,000,000円							
現金準備	1,000,000,000円							

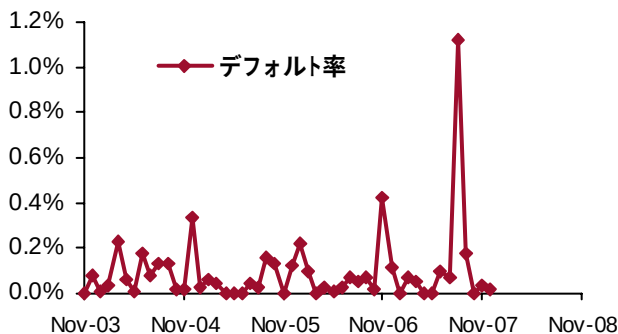
出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

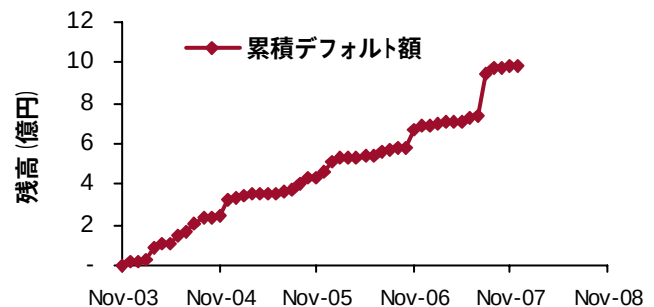


出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

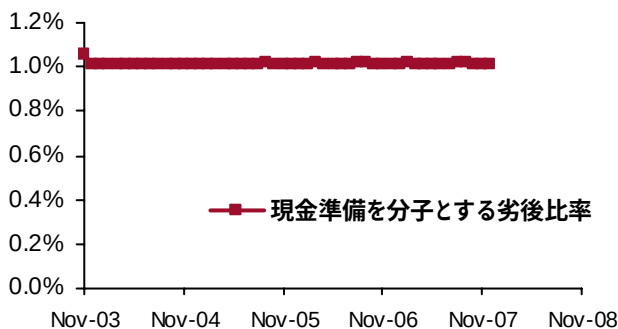
図表3： デフォルト率の推移



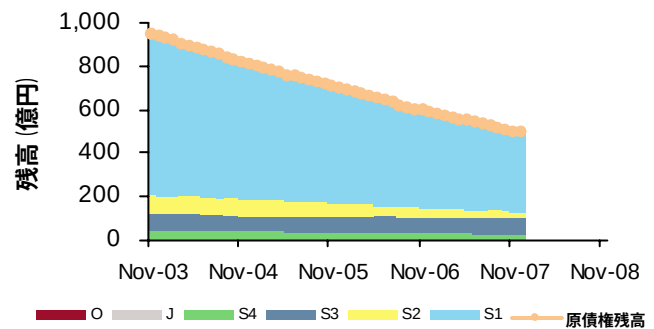
図表4： 累積デフォルト額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ハイドラ・スリー・ファンディング・コーポレーション

茨城銀行 (IB)、福島銀行 (FK)、ライフ住宅ローン (LH)、グッドローン (GLN と GLO) あおば生命 (AL) をオリジネーターとする住宅ローン債権の証券化

GLO と AL を除く全ての住宅ローン債権プールは、優先劣後構造によってそれぞれ独立に信用補完されている

プールによって差はあるものの、時の経過と共に、劣後比率が上昇している (図表5)

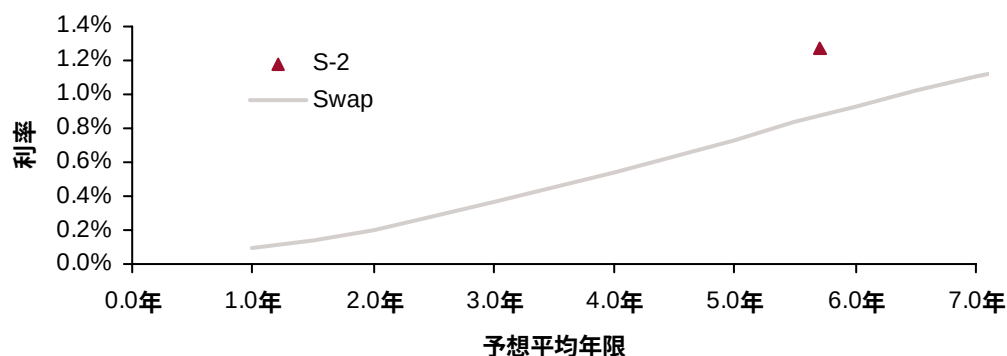
図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社新生銀行
裏付け： 住宅ローン
発行日： 2004/3/30

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
S-1	67,600,000,000円	2.2%	1M Libor+0.40%	4.21年	2013/3/15	Aaa/AAA	Aaa/AAA
S-2	5,200,000,000円	2.2%	1.269%	5.71年	2013/3/15	Aaa/AAA	Aaa/AAA
J	700,000,000円	1.3%	1M Libor+1.30%	5.47年	2013/3/15	Baa2/BBB	Baa2/BBB
劣後	939,016,195円						
合計	74,439,016,195円						

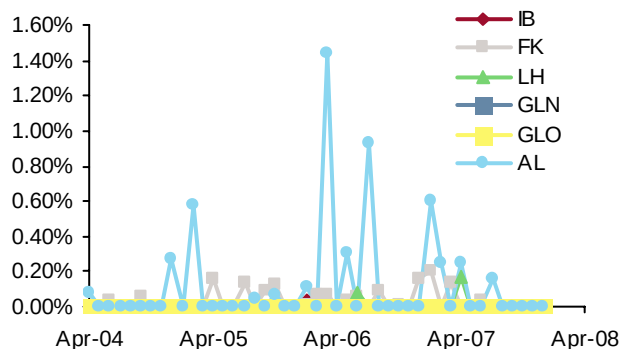
出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

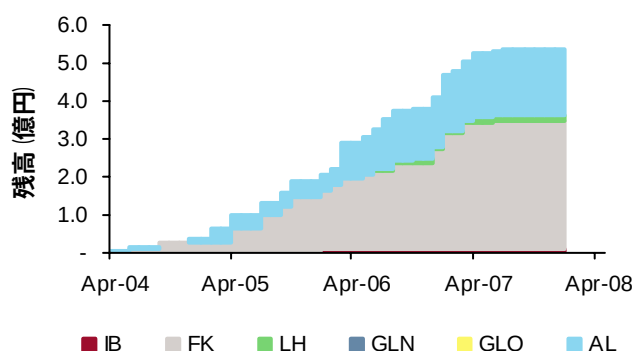


出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

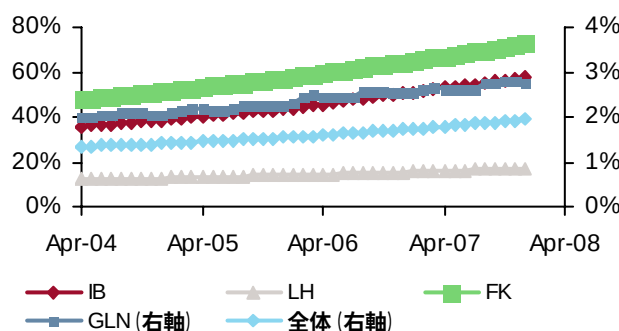
図表3： デフォルト率の推移



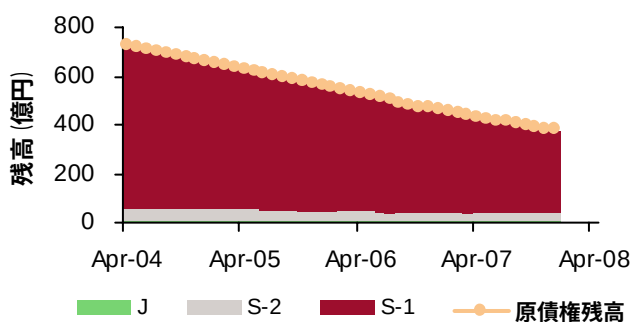
図表4： 累積デフォルト額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ハイドラ・フォー・ファンディング・コーポレーション

大東銀行（DT）、福島銀行（FK）、岐阜銀行（GF）、もみじ銀行（MJ1とMJ2）をオリジネーターとする住宅ローン債権の証券化

図表1： 案件の概要

セラー： 株式会社新生銀行
裏付け： 住宅ローン
発行日： 2004/10/29

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
-	141,600,000,000円	0.2%	1M Libor+0.25%	5.41年	2016/6/15	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	300,172,168円						
合計	141,900,172,168円						

出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

すべての住宅ローン債権プールは、優先劣後構造によってそれぞれ独立に信用補完されている

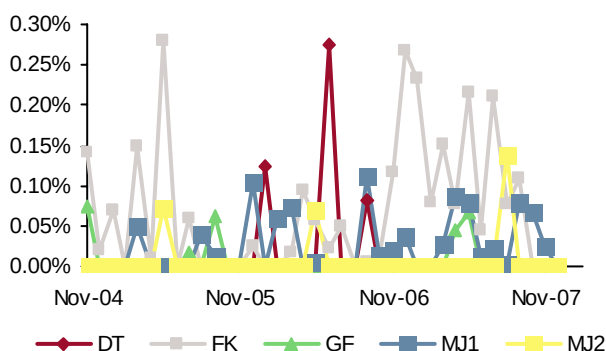
図表2： 発行時の金利条件

図表省略

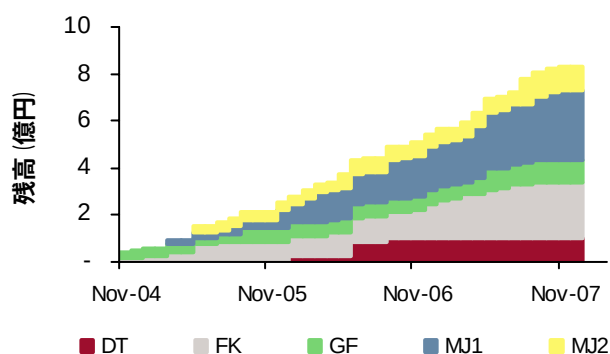
MJ1 と MJ2 を除き、劣後比率の上昇が顕著である（図表5）

出所：Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

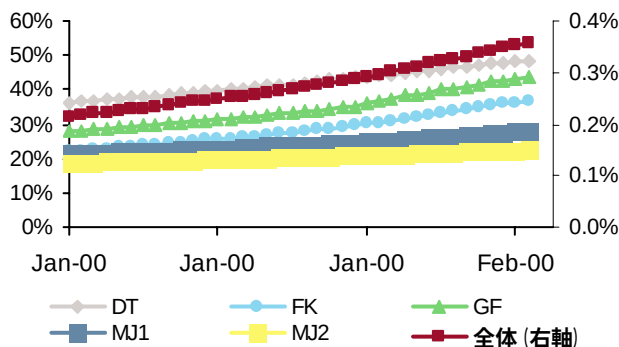
図表3： デフォルト率の推移



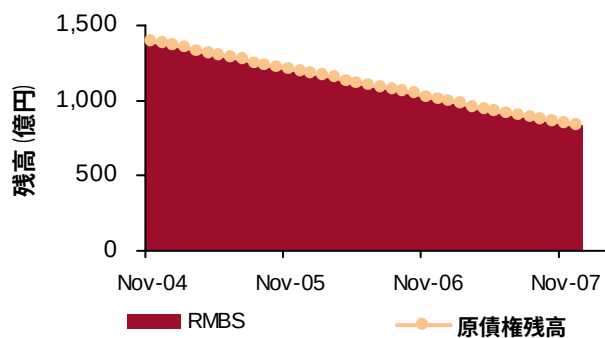
図表4： 累積デフォルト額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ハイドラ・ファイブ・ファンディング・コーポレーション

SBI モーゲージ (SBI) 新生プロパティファイナンス (SPF)、トヨタファイナンス (TF)、福島銀行 (FK)、琉球銀行 (RK)、鳥取銀行 (TT) をオリジネーターとする住宅ローン債権の証券化

図表1: 案件の概要

セラー: 株式会社新生銀行
裏付け: 住宅ローン
発行日: 2005/6/30

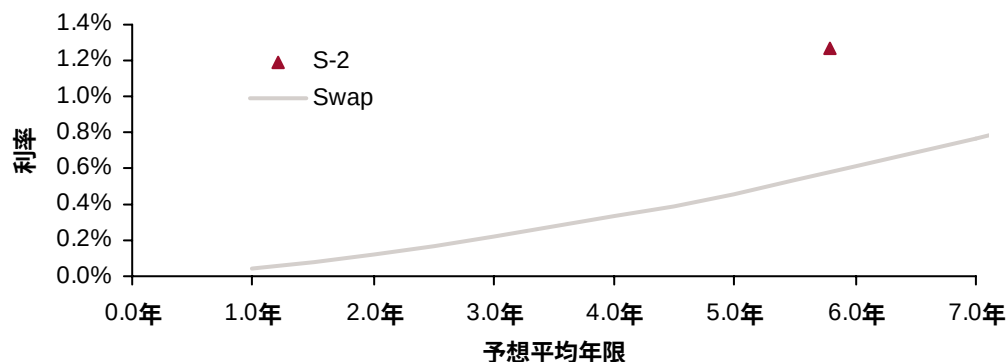
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
S-1	70,300,000,000円	0.4%	1M Libor+0.25%	4.83年	2015/12/15	Aaa/AAA	Aaa/AAA
S-2	13,400,000,000円	0.4%	1.270%	5.79年	2015/12/15	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	366,994,376円						
合計	84,066,994,376円						

出所: Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

SPF を除く全ての住宅ローン債権プールは、優先劣後構造によってそれぞれ独立に信用補完されている

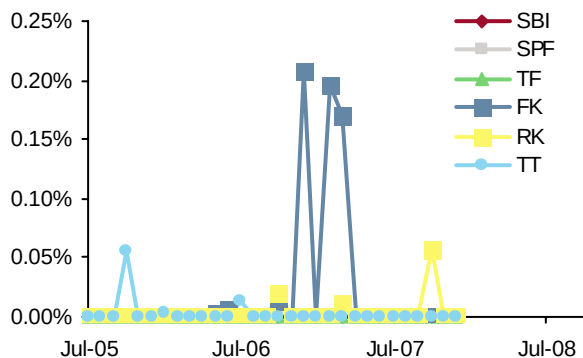
時の経過と共に、それぞれの劣後比率は上昇し、信用補完が高まっている (図表5)

図表2: 発行時の金利条件

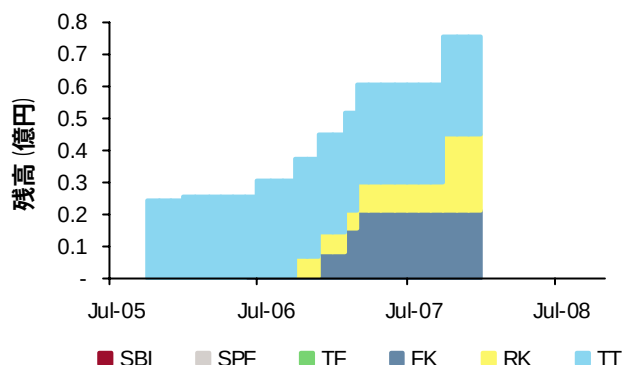


出所: Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

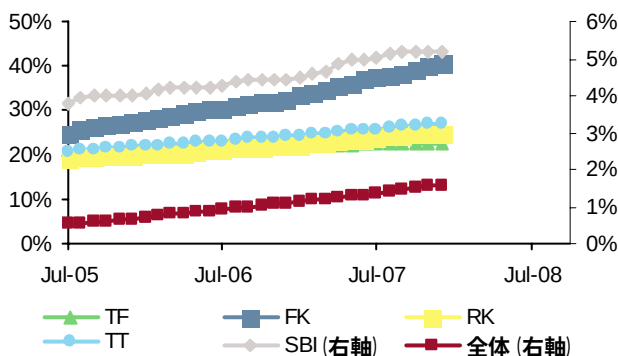
図表3: デフォルト率の推移



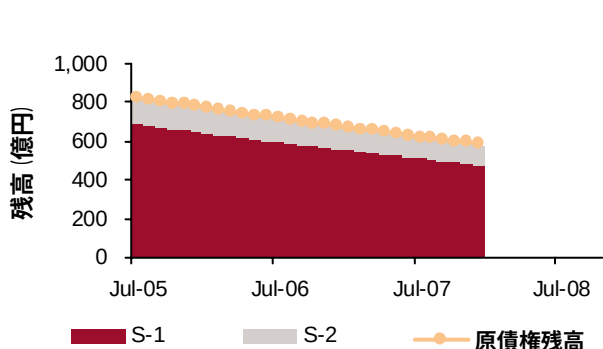
図表4: 累積デフォルト額の推移



図表5: 劣後比率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

クリスタル・スプリング・シーエルオー特定目的会社

第4回東京都債券市場
構想に基づくCLO案件

C号に劣後は存在せず
C号の格付けは東京信用保証協会の信用力に
リンクしている。

貸付債権に貸し倒れが生じた場合に東京信用保証協会から受領する
代位弁済額は、C号に
6ヶ月毎パススルーで償還される。

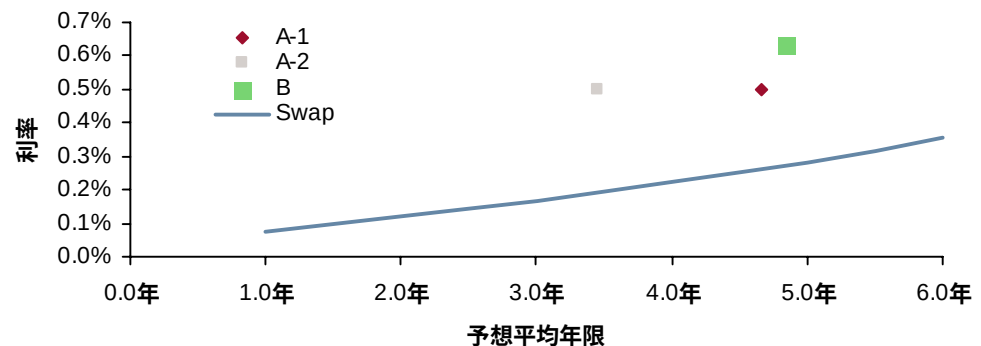
図表1： 案件の概要

セラー： みずほ銀行他
裏付け： 中小企業向け貸付債権
発行日： 2003/3/20

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A-1	27,600,000,000円	45.1%	0.50%	4.67年	2007/11/15	-/AAA	-/WR
A-2	970,000,000円	45.1%	0.50%	3.45年	2007/11/15	-/AAA	-/WR
B	7,800,000,000円	30.1%	0.63%	4.84年	2008/5/15	-/AA+	-/AAA
C	15,671,000,000円	0.0%	0.74%	-	2008/5/15	-/AA+	-/AAA
劣後	0円						
合計	52,041,000,000円						

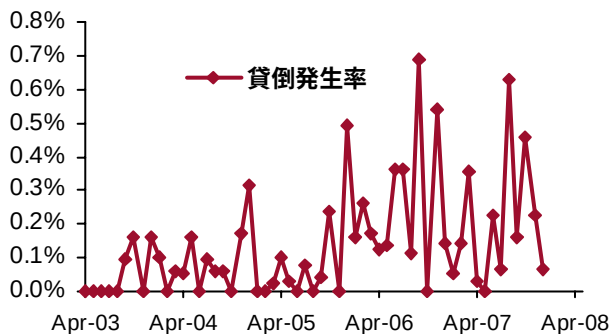
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

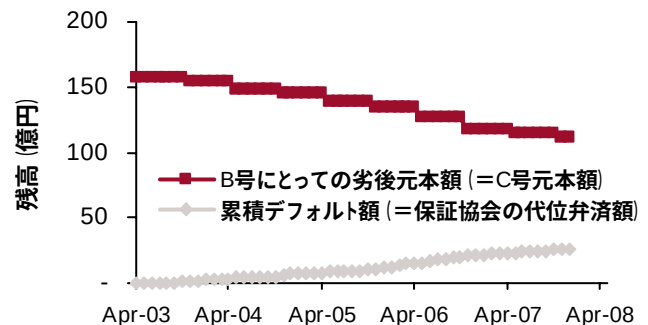


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

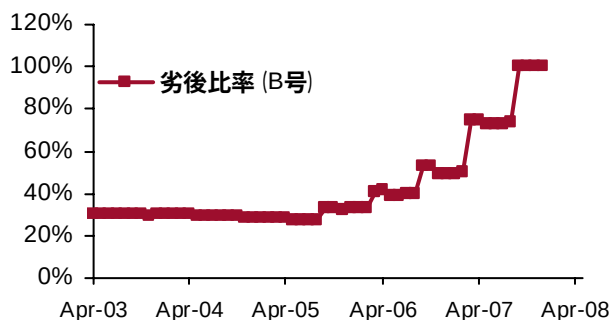
図表3： デフォルト率の推移



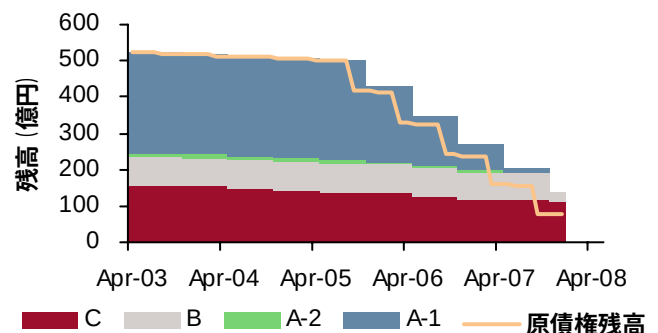
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

株式会社わかば

中小企業金融公庫による「自己型」の第1号案件

裏付資産のクレジット・イベントは、債券が償還されるまでの3年2ヶ月間で2件、130百万円しか発生せず、債券の信用力は安定していた。

債券の部分償還が進んだ結果、劣後比率は大きく上昇した（図表5）

図表1： 案件の概要

セラー： 中小企業金融公庫
裏付け： 中小企業が発行する私募債
発行日： 2004/9/10

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	22,500,000,000円	8.0%	3M Tibor+0.20%	3.25年	2007/11/10	Aaa/AAA	WR/WR
劣後	1,965,000,000円						
合計	24,465,000,000円						

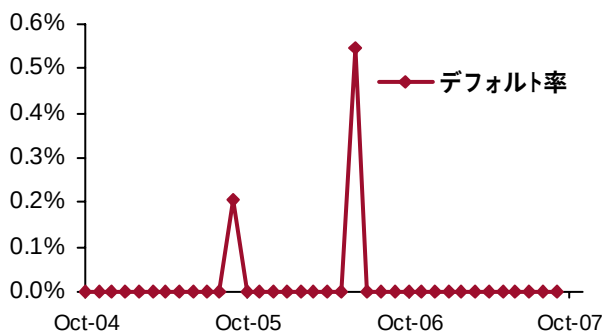
出所：中小企業金融公庫と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

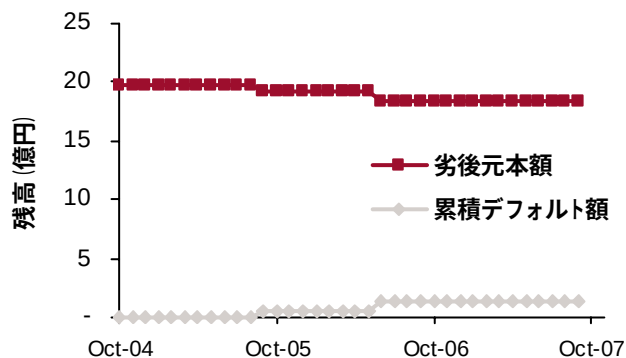
図表省略

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

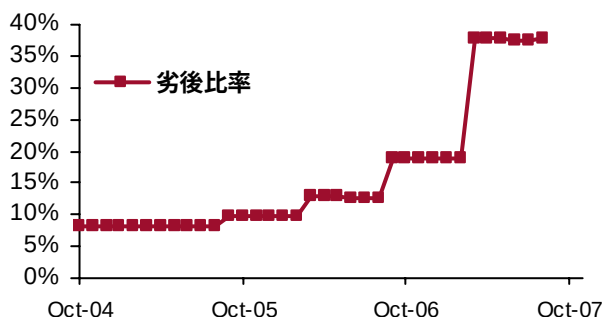
図表3： デフォルト率の推移



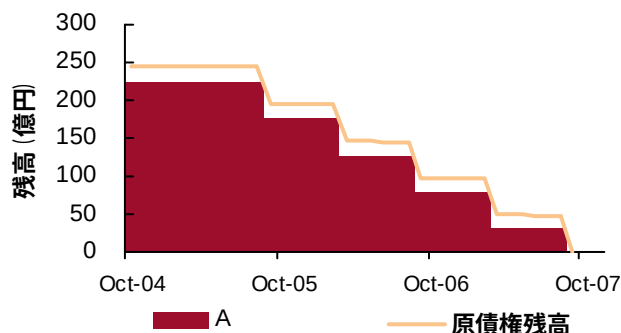
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて中小企業金融公庫と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

トウキョウ・サポーターズ・シービーオー特定目的会社

第6回東京都債券市場
構想に基づくCBO案件

償還間近ではあるものの、デフォルトの発生によって、当初 7.8% あった劣後比率は 4.5% まで低下している。

図表1： 案件の概要

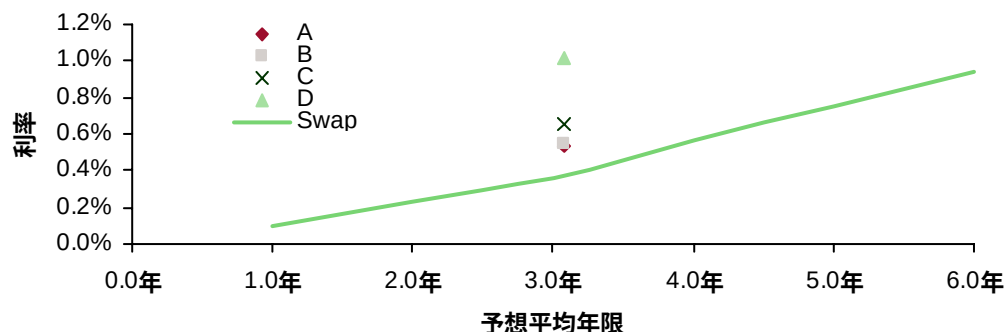
セラー： みずほ銀行
裏付け： 中小企業向け私債
発行日： 2005/3/15

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
-	3,000,000,000円	72.5%	6M Tibor+0.39%	-	-	-	-
A	3,000,000,000円	72.5%	0.53%	3.08年	2008/4/4	-/AAA	-/AAA
B	14,100,000,000円	7.8%	0.55%	3.08年	2008/4/4	-/AAA	-/AAA
C	300,000,000円	6.5%	0.66%	3.08年	2008/4/4	-/AA	-/AA
D	500,000,000円	4.2%	1.01%	3.08年	2008/4/4	-/BBB	-/BBB
劣後	910,000,000円						
合計	21,810,000,000円						

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

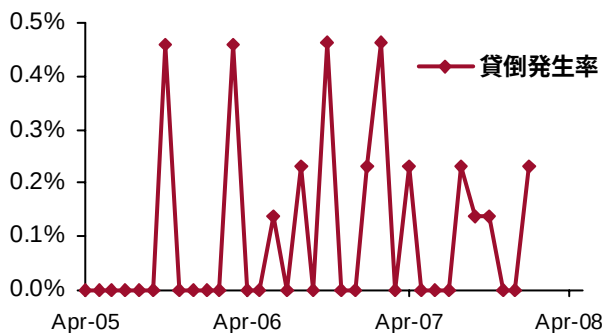
図表2： 発行時の金利条件

超過収益も信用補完となるストラクチャーなので、図表5の劣後比率は、超過収益（推定）も加味して算出している。

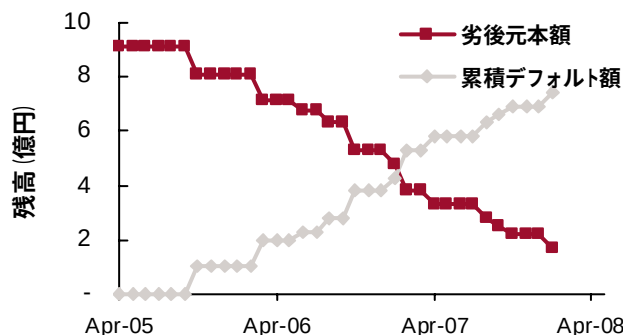


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

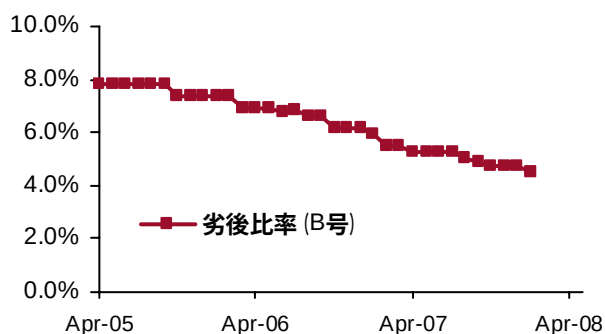
図表3： デフォルト率の推移



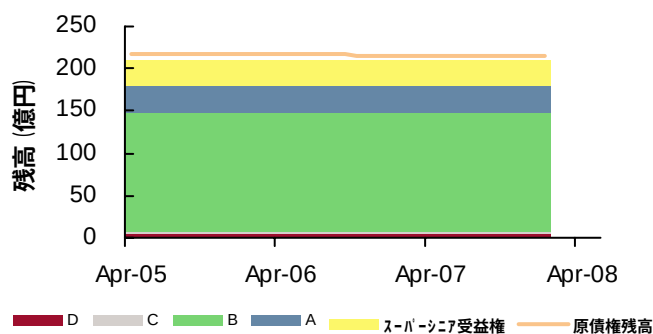
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

トウキョウ・サポーターズ・シーエルオー特定目的会社

第6回東京都債券市場
構想に基づくCLO案件

図表1: 案件の概要

セラー: 複数の金融機関
裏付け: 中小企業向け貸付債権
発行日: 2005/2/21

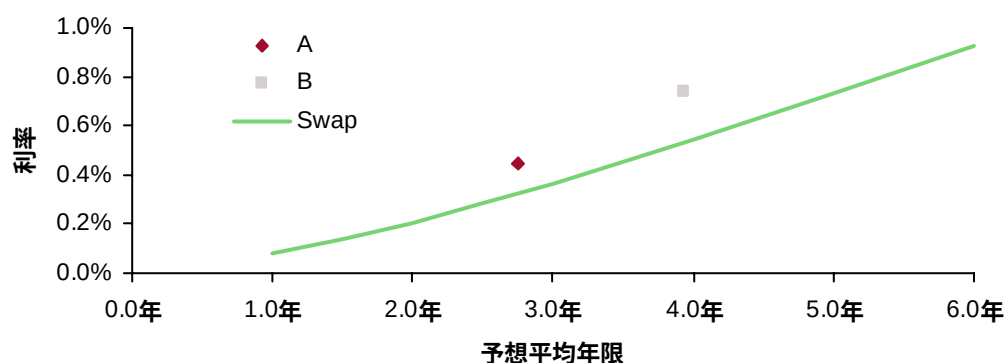
回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	1,058,000,000円	94.5%	0.45%	2.75年	2007/11/15	Aaa/AAA	WR/WR
B	13,800,000,000円	22.4%	0.74%	3.94年	2010/5/15	Aaa/AAA	Aaa/AAA
C	4,300,000,000円	0.0%	0.97%	-	2010/5/15	Aa1/AA+	Aaa/AAA
劣後	0円						
合計	19,158,000,000円						

C号に劣後は存在せず
C号の格付けは東京信用保証協会の信用力にリンクしている。

貸付債権に貸し倒れが生じた場合に東京信用保証協会から受領する代位弁済額は、C号に6ヶ月毎パススルーで償還される。

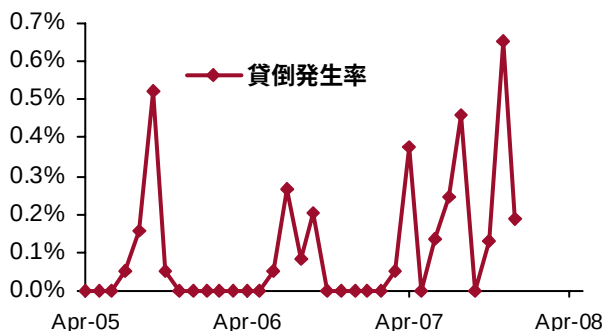
出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

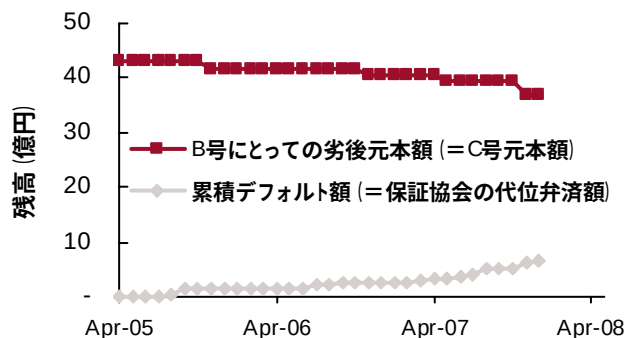


出所: 有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

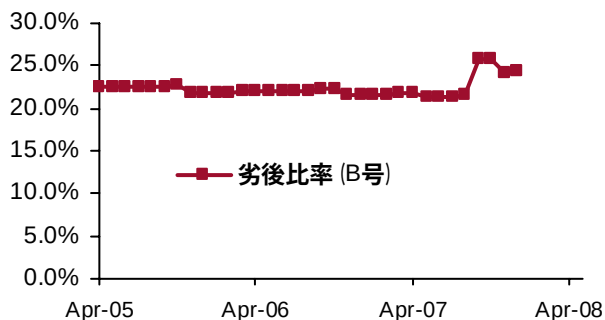
図表3: デフォルト率の推移



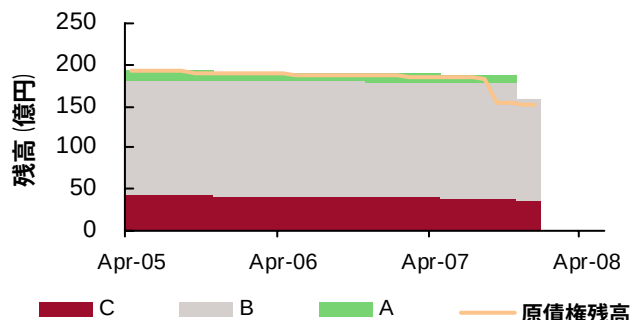
図表4: 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5: 劣後比率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

株式会社第2回わかば

中小企業金融公庫による「自己型」の第2号案件

裏付資産のクレジット・イベントは、これまで3件、280百万円発生した。

2006年8月に債券が部分償還された結果、劣後比率は当初より上昇し（図表5）、債券の信用力は維持されている

図表1： 案件の概要

セラー： 中小企業金融公庫
裏付け： 中小企業が発行する私募債
発行日： 2005/6/30

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	17,800,000,000円	10.6%	3M Tibor+0.17%	5.17年	2010/8/23	Aaa/AAA	Aaa/AAA
劣後	2,105,000,000円						
合計	19,905,000,000円						

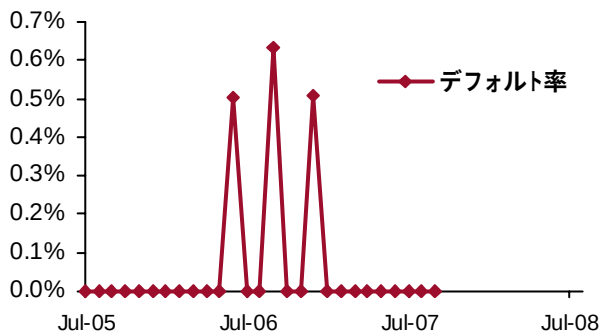
出所：中小企業金融公庫と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

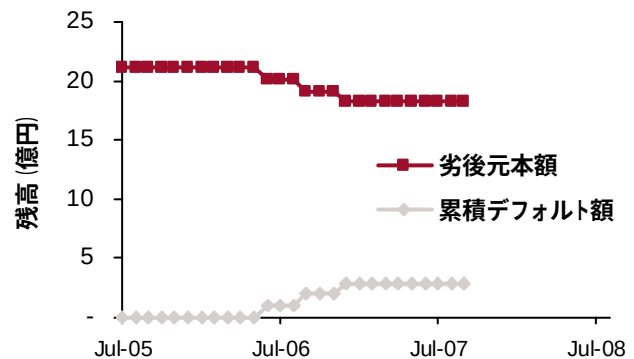
図表省略

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

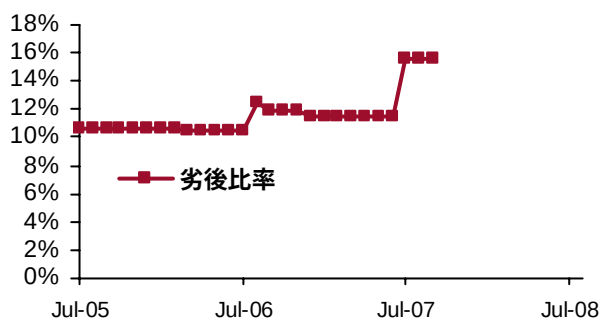
図表3： デフォルト率の推移



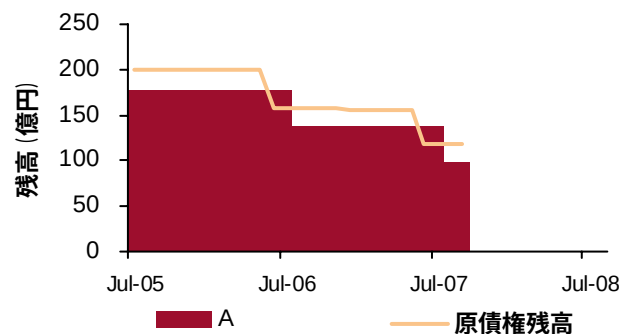
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて中小企業金融公庫と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

シービーオー・オール・ジャパン特定目的会社

第7回東京都債券市場
構想とその他6自治体
が連携したCBO案件

2008年2月8日現在で
当初の劣後金額 3,300 百
万円を上回る 4,350 百万
円のデフォルトが発生
しており、債券の信用
力は大幅に悪化してい
る。

当初 AAA だった B 号の
現在の格付けは、BB+

超過収益も信用補完と
なるストラクチャーな
ので、図表5の劣後比
率は、超過収益（推
定）も加味して算出し
ている。

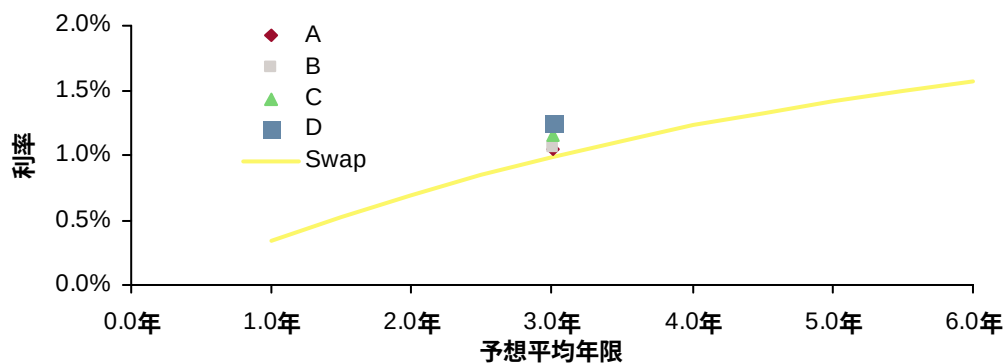
図表1： 案件の概要

セラー： みずほ銀行他
裏付け： 中小企業が発行する私募債
発行日： 2006/4/18

回号	当初元本	当初信用補完 比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	4,000,000,000円	95.6%	1.04%	3.00年	2009/4/3	-/AAA	-/AAA
B	83,100,000,000円	4.7%	1.06%	3.00年	2009/4/3	-/AAA	-/BB+
C	700,000,000円	3.9%	1.15%	3.00年	2009/4/3	-/AA	-/B+
D	300,000,000円	3.6%	1.25%	3.00年	2009/4/3	-/A	-/B
劣後	3,300,000,000円						
合計	91,400,000,000円						

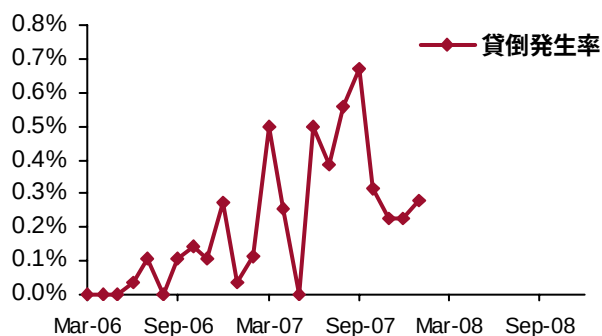
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

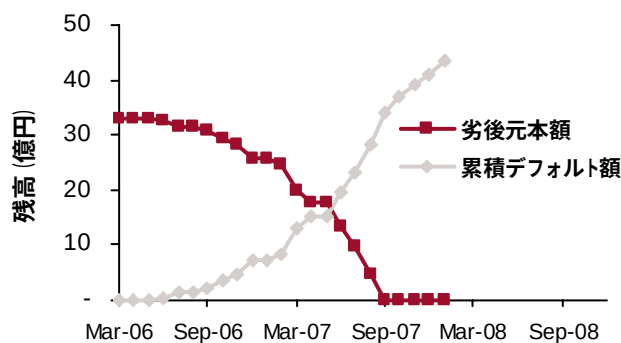


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

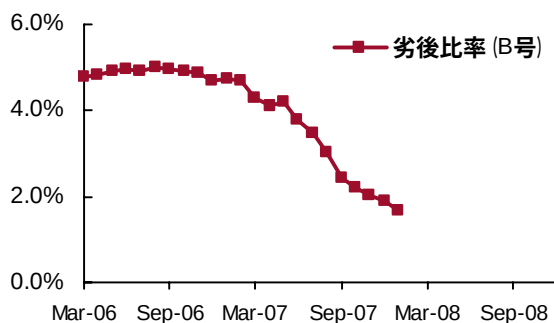
図表3： デフォルト率の推移



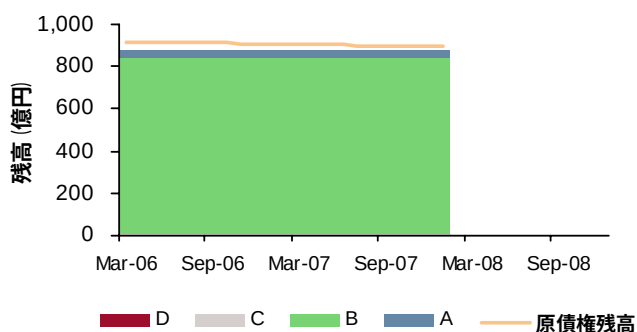
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

特定目的会社みやこどり2

第7回東京都債券市場
構想に基づくCLO案件

信託受益権の案件名は
「第7回東京都CLO信託受益権」

東京都信用保証協会の
90%の部分保証付貸付
債権の証券化案件

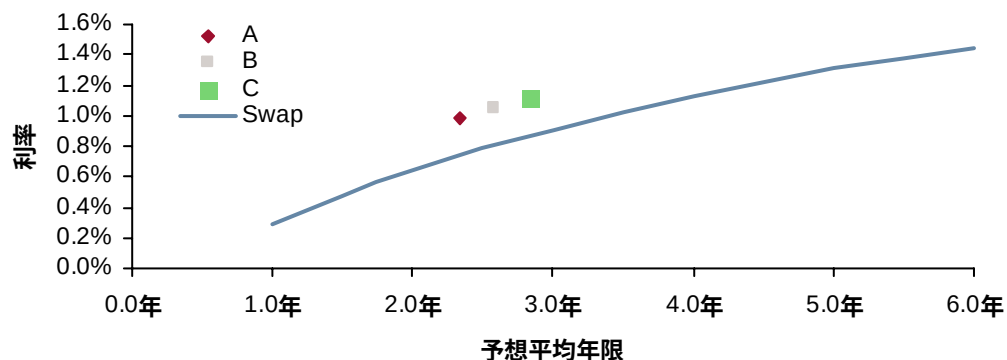
図表1: 案件の概要

セラー: 三井住友銀行等
裏付け: 中小企業向け貸付債権
発行日: 2006/3/22

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	1,000,000,000円	91.0%	0.98%	2.33年	2008/7/7	-/AAA	-/AAA
B	1,000,000,000円	91.0%	1.05%	2.58年	2008/10/7	-/AAA	-/AAA
C	1,000,000,000円	91.0%	1.12%	2.83年	2009/1/7	-/AAA	-/AAA
第二	27,500,000,000円	9.0%				-/AAA	-/AAA
第三	2,500,000,000円	1.5%				-/AA	-/AA
劣後	501,000,000円					-/BB	-/BB
合計	33,501,000,000円						

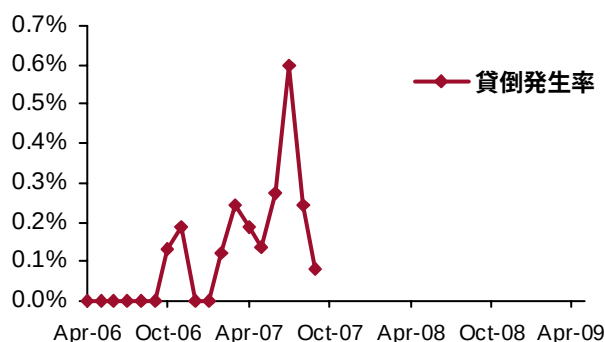
出所: 有価証券報告書から Credit Suisse 作成

図表2: 発行時の金利条件

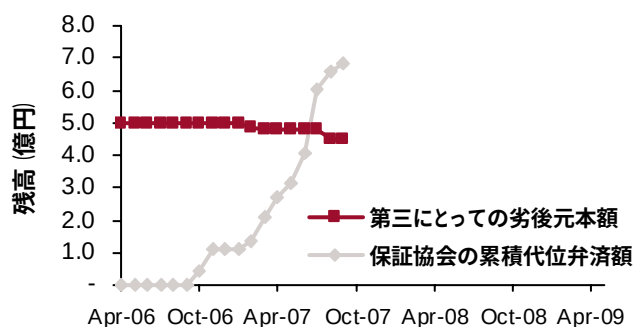


出所: 有価証券報告書から Credit Suisse 作成

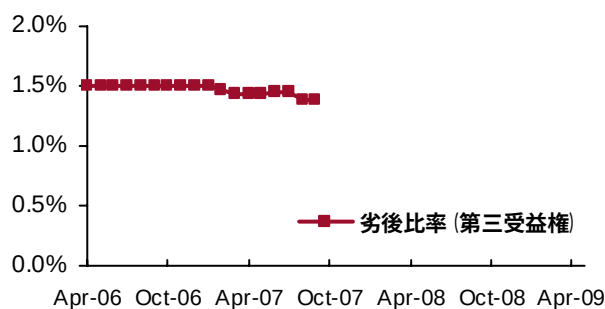
図表3: デフォルト率の推移



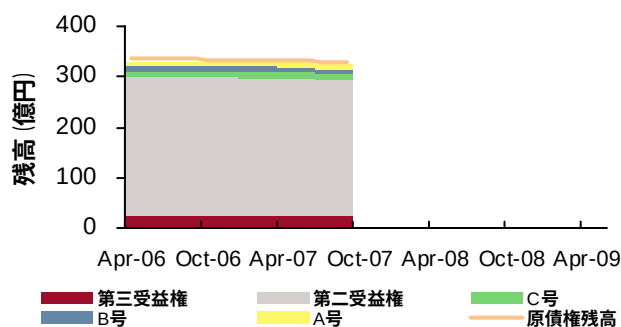
図表4: 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5: 劣後比率の推移



図表6: 元本残高の推移



出所: すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

三都市 CLO2 特定目的会社

信託受益権の案件名は
「第2回政令指定都市
CLO 信託受益権」

大阪市信用保証協会、
兵庫県信用保証協会、
横浜市信用保証協会の
90%の部分保証付貸付
債権の証券化案件

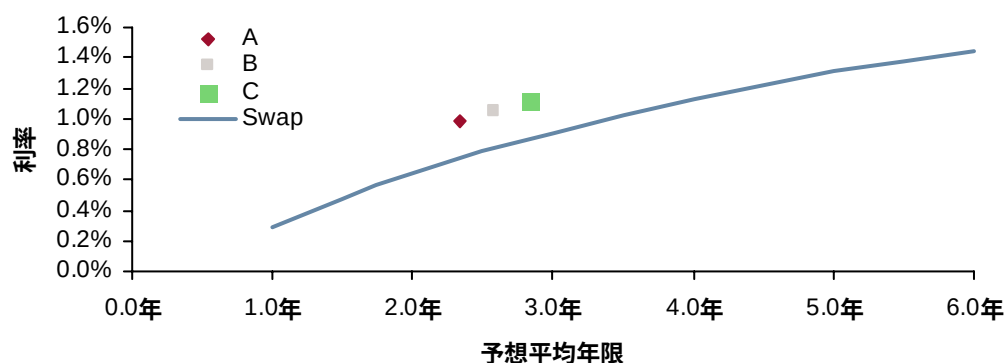
図表1： 案件の概要

セラー：三井住友銀行等
裏付け：中小企業向け貸付債権
発行日：2006/3/24

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	700,000,000円	91.4%	0.98%	2.33年	2008/7/7	-/AAA	-/AAA
B	700,000,000円	91.4%	1.05%	2.58年	2008/10/7	-/AAA	-/AAA
C	700,000,000円	91.4%	1.12%	2.83年	2009/1/7	-/AAA	-/AAA
第二	20,000,000,000円	9.3%				-/AAA	-/AAA
第三	1,900,000,000円	1.5%				-/AA-	-/AA-
劣後	358,000,000円					-/BB	-/BB
合計	24,358,000,000円						

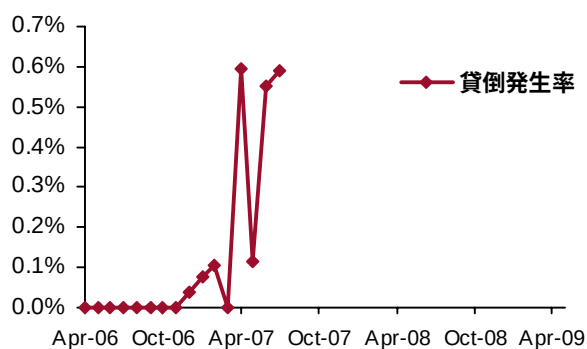
出所：有価証券報告書から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

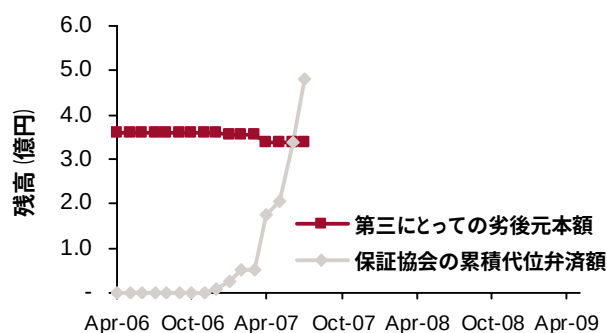


出所：有価証券報告書から Credit Suisse 作成

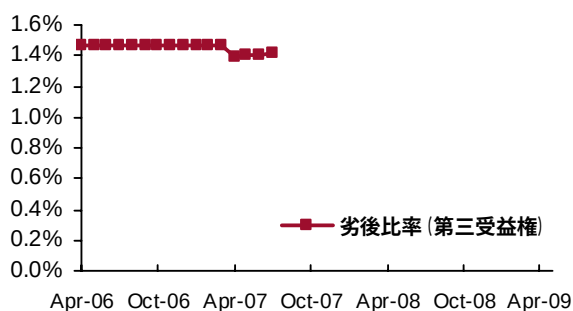
図表3： デフォルト率の推移



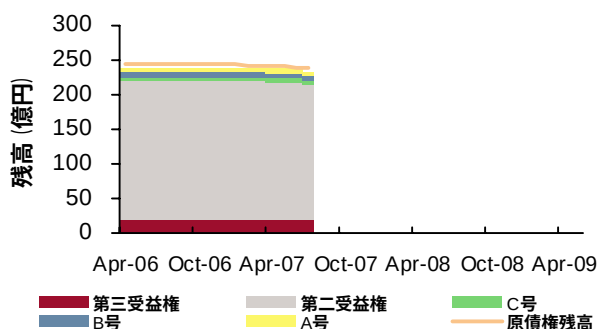
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

株式会社たんぽぽ 2007（地域金融機関 CLO シンセティック型）

中小企業金融公庫の「買取型」スキームのもとで、26の金融機関が募集した中小企業向けの貸付債権を参照するシンセティック CLO

図表1： 案件の概要

セラー： 中小企業金融公庫
裏付け： 中小企業向け貸付債権
発行日： 2007/2/28

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	26,900,000,000円	11.8%	3M Libor+0.24%	3.25年	2010/4/30	Aaa/AAA	Aaa/AAA
B	480,000,000円	10.2%	3M Libor+0.50%	3.25年	2010/4/30	A2/AA	A2/AA
劣後	3,584,000,000円						
合計	30,484,000,000円						

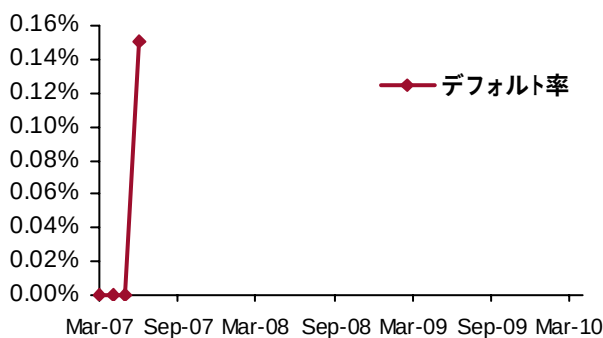
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

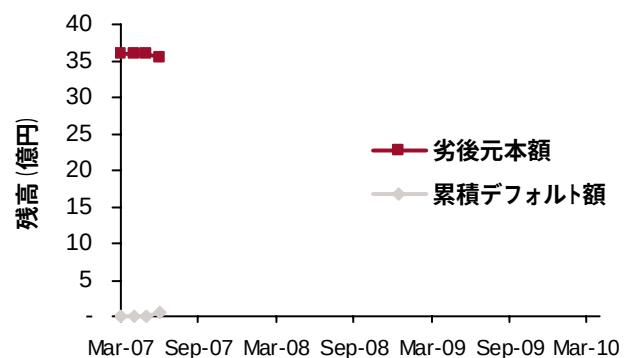
図表省略

出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

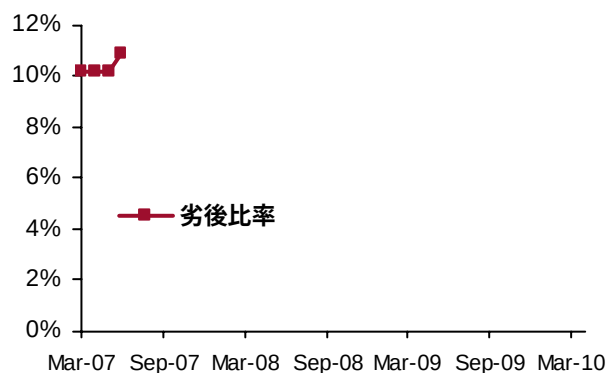
図表3： デフォルト率の推移



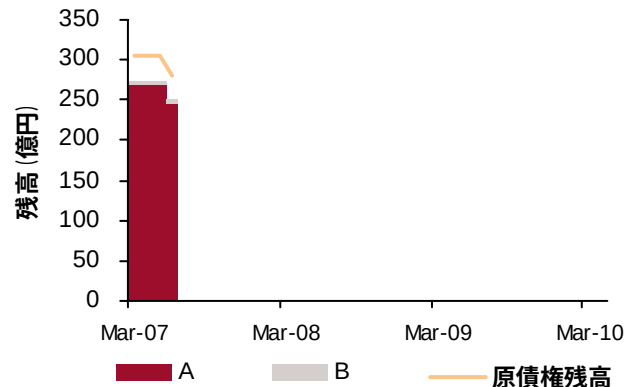
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

四都市 CLO 特定目的会社

第 8 回東京都債券市場
構想とその他 3 自治体
が連携した CLO 案件

信託受益権の案件名は
「第 8 回東京都 CLO 信
託受益権」

東京都信用保証協会、
大阪市信用保証協会、
兵庫県信用保証協会、
横浜市信用保証協会の
90%の部分保証付貸付
債権の証券化案件

なお、裏付資産のパ
フォーマンスは、東京
都信用保証協会の 90%
の部分保証付貸付債権
のみを参照している。

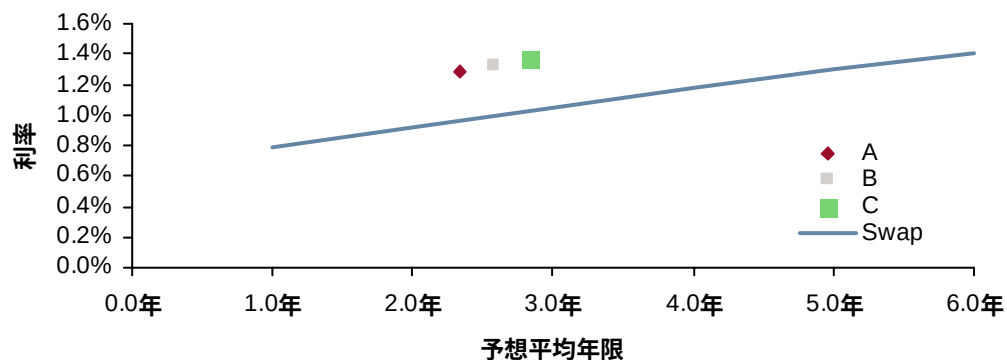
図表1： 案件の概要

セラー： 三井住友銀行等
裏付け： 中小企業向け貸付債権
発行日： 2007/3/13

回号	当初元本	当初信用補完 比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/R&I)	現在の格付け (Moody's/R&I)
A	1,308,000,000円	91.3%	1.29%	2.33年	2009/7/11	-/AAA	-/AAA
B	1,308,000,000円	91.3%	1.33%	2.58年	2009/10/11	-/AAA	-/AAA
C	1,308,000,000円	91.3%	1.37%	2.83年	2010/1/11	-/AAA	-/AAA
第二	37,900,000,000円	7.8%				-/AAA	-/AAA
第三	2,800,000,000円	1.6%				-/AA	-/AA
劣後	736,000,000円					-/BB	-/BB
合計	45,360,000,000円						

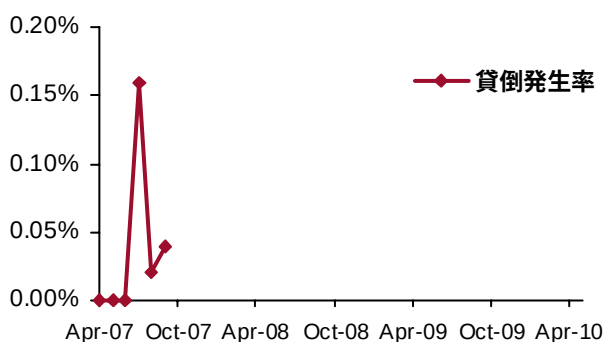
出所：有価証券報告書から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

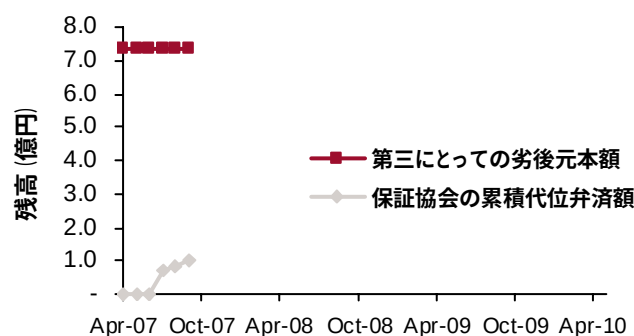


出所：有価証券報告書から Credit Suisse 作成

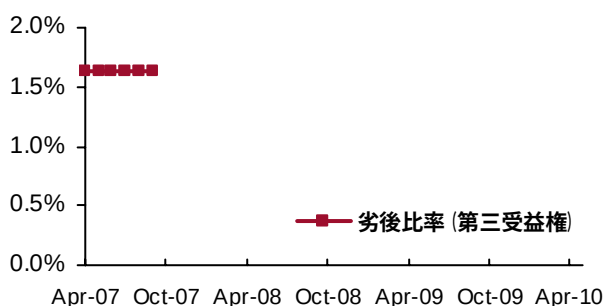
図表3： デフォルト率の推移



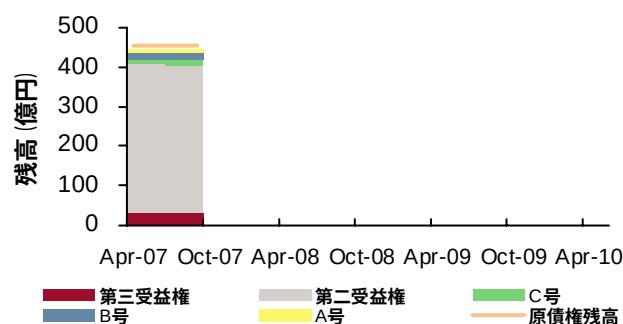
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

第8回東京都債券市場 構想とその他8自治体 が連携したCBO案件

エクセレント・コラボレーション特定目的会社

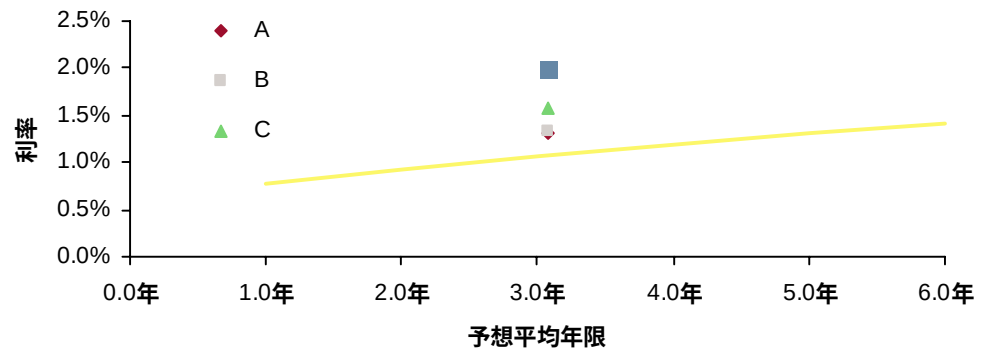
図表1： 案件の概要

セラー： みずほ銀行
裏付け： 中小企業が発行する私募債
発行日： 2007/3/23

回号	当初元本	当初信用補完比率	利率	WAL	償還予定日	当初の格付け (Moody's/S&P)	現在の格付け (Moody's/S&P)
A	4,990,000,000円	71.2%	1.31%	3.08年	2010/4/7	Aaa/AAA	Aaa/AAA
B	10,400,000,000円	11.2%	1.33%	3.08年	2010/4/7	Aaa/AAA	Aaa/AAA
C	500,000,000円	8.4%	1.58%	3.08年	2010/4/7	A2/A	A2/A
D	500,000,000円	5.5%	1.98%	3.08年	2010/4/7	Baa2/BBB	Baa2/BBB
劣後	950,000,000円						
合計	17,340,000,000円						

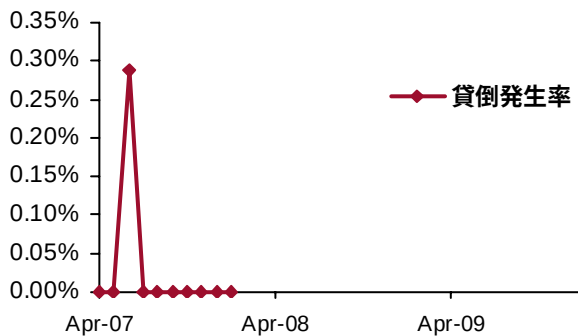
出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

図表2： 発行時の金利条件

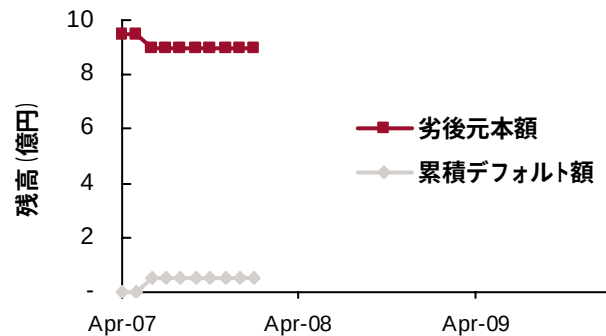


出所：有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

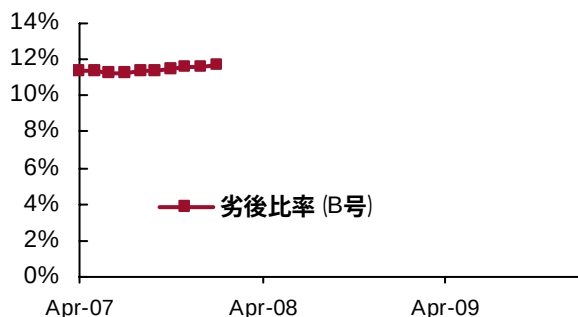
図表3： デフォルト率の推移



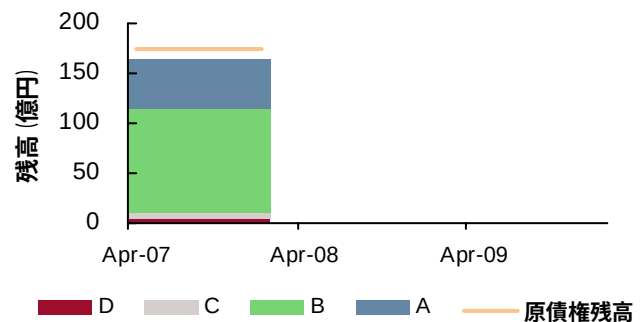
図表4： 累積デフォルト額と劣後元本額の推移



図表5： 劣後比率の推移



図表6： 元本残高の推移



出所：すべて有価証券報告書と Bloomberg の公表資料から Credit Suisse 作成

ディスクロージャー・アベンディックス

アナリスト・サートフィケーション

私、宮坂 知宏は、(1) 本調査レポートに示されている見解が、すべての当該企業および証券に対する私の個人的見解を正確に反映し、(2) 私の報酬が本調査レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます

重要なディスクロージャー

Credit Suisse は公平かつ独立性があり公正で誤解を招く恐れのない投資調査レポートのみを公表することを方針としています。詳細については次のリンクから“Credit Suisse’s Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research”をご参照ください：http://www.credit-suisse.com/research-and-analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html
Credit Suisse は公表する調査レポートについて、そこに示された見解や意見に実質的な影響を与える当該企業、セクターあるいはマーケットの動向に照らして適正な内容のものとすることを方針としています。

本調査レポートの作成を担当したアナリストは、Credit Suisse の総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益には Credit Suisse の投資銀行業務および債券部門業務によって得た収益が含まれています。

Credit Suisse は本調査レポートで言及されている企業の証券または派生商品を自己勘定で売買する可能性があります。

Credit Suisse はいつかの時点で、本調査レポートで言及された証券を大量保有している / していた可能性があります。

Credit Suisse は本調査レポート発行日現在、言及された対象企業の債券のマーケット・メークを行っている可能性があります。

本調査レポートで推奨された証券に関する重要な開示情報につきましては、<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照いただくか、+1-212-538-7625 までご連絡願います。

過去 12 か月間に債券調査部が提示したレティティブ・バリュー・トレード・アイデアおよび Emerging Markets Sovereign Strategy Group によるファンダメンタルな推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：<http://research-and-analytics.credit-suisse.com/docpopup.asp?docid=35321113&type=pdf> また、Locus のウェブサイトへのアクセス権をお持ちのお客様は次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/locus>

Technical Analysis による推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/techanalysis>

Credit Suisse は税に関するいかなるアドバイスも提供いたしません。本調査レポートで言及された米国連邦税に関する記述は、納税者による罰則回避の目的での使用を意図して書かれたものではなく、そうした使用は認められません。

エマージング・マーケット債に関する推奨の定義

買い：“ 買い ” 推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを上回るリターンをもたらすと Credit Suisse が予想していることを示しています。

売り：“ 売り ” 推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを下回るリターンをもたらすと Credit Suisse が予想していることを示しています。

社債に関する推奨の定義

買い：“ 買い ” 推奨の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最上位レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

アウトパフォーム： Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を上回ると Credit Suisse が予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが安定的であるかもしくは改善方向にある、社債が過小評価されている、業種平均に比べクレジット評価は悪いものの投資リターンにおいて業種平均を上回る可能性がある、などのケースが Credit Suisse により想定されていることを意味します。このような社債は、市場環境がボラタイルになると価格変動リスクが高まる可能性があります。

マーケット・レベル： Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内の平均レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

アンダーパフォーム： Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を下回ると Credit Suisse が予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが悪化傾向にある、信用力は安定的だが社債が過大評価されていて業種平均値に比べ割高である、などのケースが Credit Suisse により想定されていることを意味します。

売り：“ 売り ” 推奨の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最下位レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

リストラクテッド： 特定の状況下においては、Credit Suisse 指針および/または適用法令、諸規則により、投資銀行業務遂行中およびその他の特定の状況下において投資評価を含む一部のコメントが排除されます。

ノット・レイテッド： Credit Suisse Global Credit Research または Global Leveraged Finance Research は、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしているが、現時点では当該銘柄の投資に関する意見は提供していないことを示しています。

ノット・カバード： Credit Suisse Global Credit Research と Global Leveraged Finance Research のいずれも、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしておらず、同発行体とそれに関連したいかなる証券の投資に関する意見も提供しないことを示しています。Credit Suisse がカバーしていない証券または企業に関してリサーチから提供するいかなるコミュニケーションも、公表情報に基づいた常識的かつ重要事項に属さない類推 (reasonable, non-material deduction) です。

社債に関するリスク・カテゴリーの定義

リスク・カテゴリーは、ハイイールド債 (投資適格除外) と考えられる社債の投資リスクに関する分類で、3 つのリスク・カテゴリーから成っています。「平均的」なハイイールド債は「平均的」、リスクがそれを上回る場合には「積極的」、それを下回る場合には「保守的」と表記します。

Credit Suisse クレジット評価の定義

Credit Suisse では投資適格クラスおよびクロスオーバーの発行体に対し、クレジット評価を行っています。クレジット評価は当該企業の信用力に関する当社の評価に基づくもので、証券の購入や売却を推奨するものではありません。クレジット評価の等級 (AAA 格、AA 格、A 格、BBB 格、BB 格、B 格) は、期日通りに金融債務を履行する発行体の能力に関する Credit Suisse の評価によって決められます。各カテゴリーは、信用力に基づき上位、中位、下位の等級にさらに細分化され、上位が最も信用力の高いサブカテゴリーとなっています。
AAA 格上位、AAA 格中位、AAA 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は際立って高いとの評価を表します；AA 格上位、AA 格中位、AA 格下位—債務者の金融債務を履行する能力はかなり高いとの評価を表します；A 格上位、A 格中位、A 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は高いとの評価を表します；BBB 格上位、BBB 格中位、BBB 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は適切であるが、経済/事業/財務状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性が高いとの評価を表します。BB 格上位、BB 格中位、BB 格下位—債務者は投機的な要素があり、大きな信用リスクにさらされているとの評価を表します。B 格上位、B 格中位、B 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、経済/事業/財務状況の悪化によって著しく影響を受けやすいとの評価を表します。CCC 格上位、CCC 格中位、CCC 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、良好な経済/事業/財務状況に依存するとの評価を表します。Credit Suisse のクレジット評価は、必ずしも格付け会社の格付けと相関するものではありません。

仕組証券、デリバティブ、オプションに関するディスクレーマー

仕組証券、デリバティブ、オプション (OTC のデリバティブおよびオプションを含む) は複雑な金融商品であり、すべての投資家に適した取引ではありません。また高いリスクを伴うことがあり、そのリスクを理解し、想定することのできる投資家のみに適した金融商品であると考えられます。ご要望に応じて、すべての主張、比較、推奨、統計に関し、その裏付けとなる資料ならびにその他のテクニカル・データをご提供いたします。取引に関する情報はすべて暫定的なものであり、正式な取引確認を意図したものではありません。

OTC デリバティブ取引は流動性のさほど高くない投資であり、取引を検討されているお客様には、事前にその潜在的なリスクとリターンを十分に理解し、お客様の目的、経験、財政および業務面のリソースやその他の関連する状況に照らして、それが適切か否かを自主的に判断なさることをお勧めします。またお客様が判断をなさるうえで必要と思われるならば、税、会計、法令、その他のアドバイザーとも相談なさることをお勧めします。OTC デリバティブ取引に関しては、Credit Suisse Securities (USA) LLC (“CSS LLC”) の媒介・代理により、Credit Suisse Capital LLC (“Capital LLC”) がお客様との独立当事者間取引の唯一の契約当事者となります。CSS LLC は SEC 登録のブローカー/ディーラーであり、NASD、NYSE、SIPC のメンバーです。Capital LLC は SEC 規則に記載されている「OTC デリバティブ・ディーラー」であり、SEC の規制下にある一方、SIPC または他の自主規制機関への加盟を義務付けられていません。OTC オプションやその他の投資戦略に関する議論では、その結果とリスクは引用されている仮説的な例にのみ基づいており、実際の結果とリスクは特定の状況次第で変わるものと考えられます。投資家の皆様は、本レポートで言及されている金融商品や投資戦略と同様に、OTC オプションまたはオプション関連商品がお客様のニーズに適したものであるか否かを慎重に考慮なさることをお勧めします。Credit Suisse は税または会計のアドバイスを発行せず、(特別に書面での契約がない限り) 財務アドバイザーまたは信託受託者としての業務を行うこともありません。多くのオプション取引では租税の影響を考慮することが重要であるため、オプション取引を検討されている投資家の皆様は、その取引の結果に租税が及ぼす影響について、タックス・アドバイザーに相談されることをお勧めします。

次のリンクから Options Clearing Corporation の開示書類をご一読ください：<http://www.cboe.com/LearnCenter/pdf/characteristicsandrisks.pdf>

スプレッドやストラドルなど複数のオプション売買を組み込んだオプション戦略では、取引コストが嵩む場合があります。手数料および取引コストは投資家の実際運用益を左右する一要素となる可能性がありますので、その点を考慮されることをお勧めします。

本レポートに表記されている Credit Suisse または CS は、Credit Suisse の投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください：http://www.credit-suisse.com/en/who_we_are/ourstructure.html。

本レポートは、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、Credit Suisse またはその関連会社(以下「CS」と総称)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。本レポートに掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべて CS に帰属します。また、事前に CS の許可を書面で得ることなく、このレポートに記載ないし掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されております。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CS またはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。CS はこのレポートで取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。CS はこのレポートを受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。このレポートに含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。このレポートは投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。また、特定個人による推奨も含みません。CS は投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお勧めいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。

本レポートに掲載された情報や意見は、CS が信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。また本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CS に適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、このレポートは個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。CS はこのレポートの中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他のレポートを発行している、または将来発行する場合もあります。それらのレポートは作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CS はこのレポートの受取人にそのような他のレポートがあることについて間違いなく通知する義務はありません。

CS は、法で認められた範囲内において、当レポートで言及された証券の発行体による資金調達取引への参加ないし投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや残高または他の重大な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CS は当レポートの中の資料で言及されている証券のマーケット・メークを行うことがあります。CS は、法で認められた範囲内において、このレポートに掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析をレポート発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CS は、本レポートで言及されている一部ないしすべての組織の証券公募について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があり、また現在、プライマリ・マーケット・メークを行っている場合もあります。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスや投資サービスを、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合もあります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。このレポートで言及されている投資は、完全な単独組織によってオファーされる場合もあれば、CS 単独または CS 関連会社によってオファーされることもあり、また CS が当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。このレポートに記載された情報、意見および予想は、CS がこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承下さい。

当レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うこととなります。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

本レポートで取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものもあります。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報を入手することは難しいかもしれません。

本レポートにはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。レポートが CS のウェブサイトと言及している場合を除き、CS は当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS 自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の利便性のために情報提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。このレポートまたは CS ウェブサイトから当該ウェブサイトにアクセスまたはリンクを開くのはお客様ご自身のリスクで行っていただくことになります。

本レポートはヨーロッパ(スイスを除く)において英国の One Cabot Square, London E14 4QJ にある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいては Niederlassung Frankfurt am Main にある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本レポートは米国およびカナダにおいては Credit Suisse Securities (USA) LLC、スイスでは Credit Suisse、ブラジルでは Banco de Investimentos Credit Suisse S.A.、日本の場合にはクレディ・スイス証券株式会社が配布を担当しております。さらに、他のアジア/太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse Singapore Branch のいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse, Taipei Branch によって発行される台湾証券についてのリサーチは資格を有するシニア・ビジネス・パーソンが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチは Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd のリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は +603 2723 2020 となります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に合致しない可能性もあります。

CS が証券取引を行うために必要な登録または免許の取得をしていない行政地域においては、証券取引はそうした地域に適用される証券法に基づいてのみ行われねばなりません。適用される証券法は地域によって異なり、登録または免許取得要件が免除される場合のみ取引が認められる場合もあります。証券取引を希望される米国外のお客様は、居住地域の法律で許可されている場合を除き、同地域で営業活動に従事している CS を通じて取引を実行していただく必要があります。また、米国内のお客様は、米国の Credit Suisse Securities (USA) LLC の営業担当者を通じてのみ、取引を行うことが可能となっております。

本調査レポートは CS が作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家であられるお客様への配布を目的としています。CS のお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこのレポートを受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。このレポートは英国以外のお客様の投資またはサービス、または FSA 管理下にはなく、また個人顧客に関する FSA の保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合もあります。また、このレポートに関し、これに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

Copyright 2008, Credit Suisse および / またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となり買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。

クレディ・スイス証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号

日本証券業協会 会員、社団法人 金融先物取引業協会 会員

証券化市場の情報開示における現状と課題について ～ 不動産の証券化 ～

2008年3月27日

上記の主席アナリストは、本レポートにおいて述べられている見解が、その対象となっている証券/商品/発行体に関する各自の見解を正確に反映したものであること、また、本レポートにおいて示した特定の見解あるいは推奨に関連して、直接的または間接的に過去に報酬を受領したことがないこと、また現在受領していないこと、そしてこの先受領する予定のないことを証明いたします。

本レポートは当社のコンフリクト・マネジメント・ポリシーに則って出版されています。同ポリシーはwww.morganstanley.com/institutional/research/にてご覧いただけます。巻末の重要な開示事項も合わせてご参照ください。

モルガン・スタンレー証券株式会社
債券調査本部長
大橋 英敏

Tel:03-5424-7908 Fax:03-5424-7897
Hidetoshi.Ohashi@morganstanley.com

エグゼクティブ・サマリー

情報開示ルールと透明性確保が重要に

1. 不動産証券化商品の案件評価プロセス

- (1) マクロの視点：裏付資産市場動向、周辺市場環境(マクロ経済、金利等)
- (2) ミクロの視点：個別案件評価

2. 個別案件評価に必要な情報(ミクロの視点)

- ・ 物件レベル、ローンレベル、債券・受益権レベルで必要情報の整理

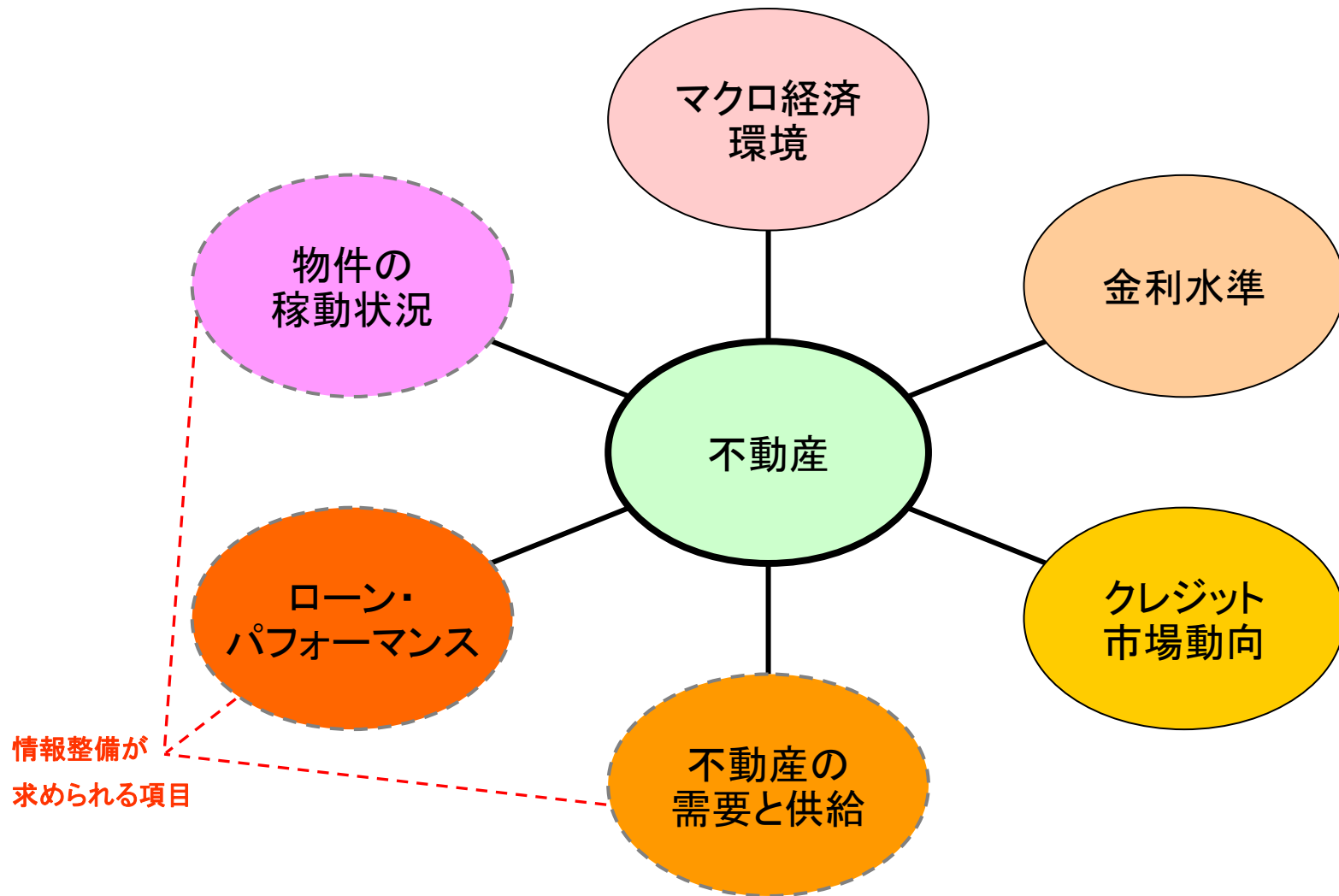
3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

- (1) 情報開示に関する統一フォーマットの必要性
- (2) 情報ベンダー等を経由した情報アクセサビリティの確保

4. J-REITに関する開示情報の実際

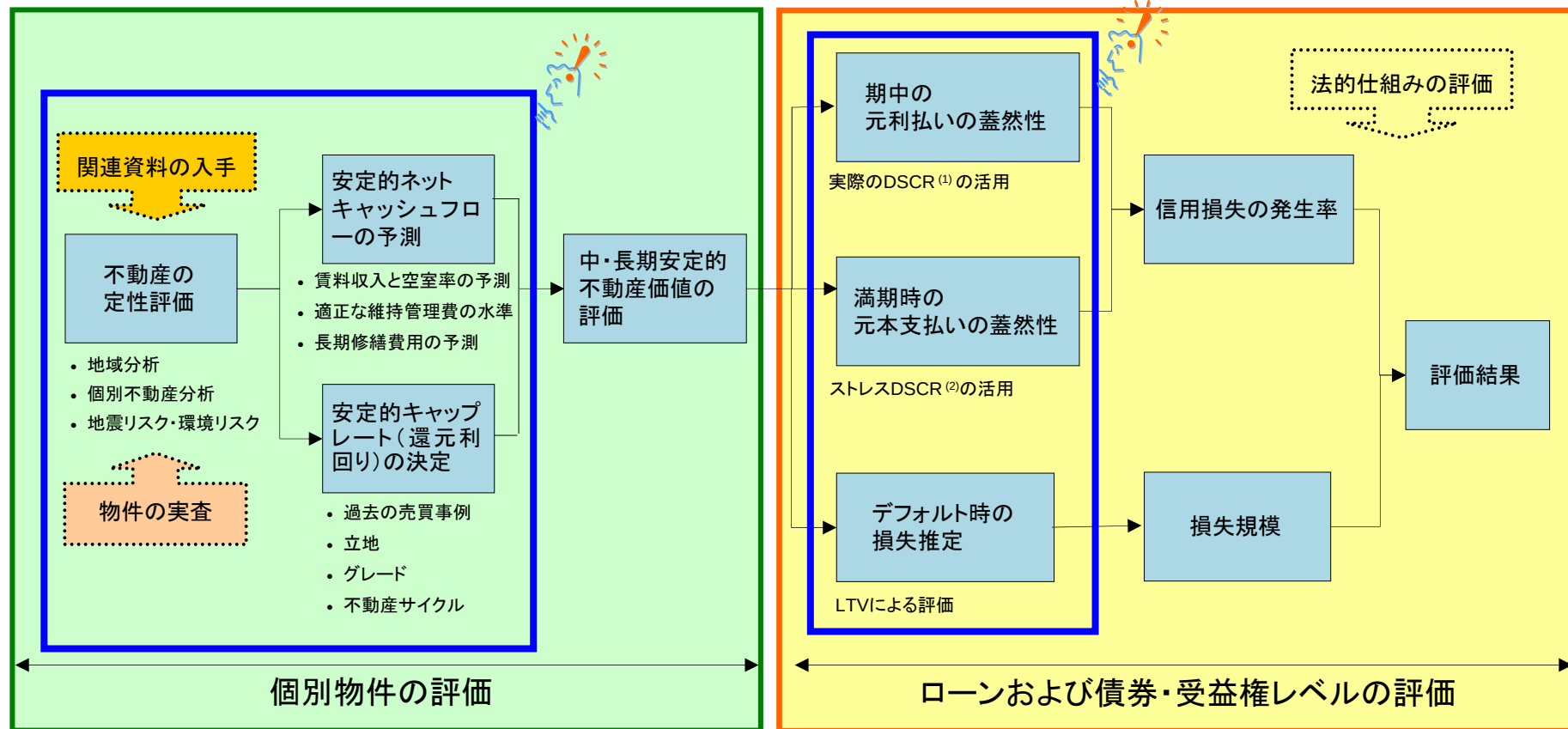
1. 不動産証券化商品の案件評価プロセス

(1) マクロの視点



1. 不動産証券化商品の案件評価プロセス

(2) ミクロの視点：個別案件評価（典型的なCMBS評価プロセス）



2. 個別案件評価に必要な情報

必要情報の整理

【個別物件(裏付資産)レベル】

- ・ 基本情報: 物件名、所在地、竣工年月、総床面積、PML
- ・ パフォーマンス: 入居率(カットオフ時点、現時点)、グロス収益、NOI、NCF
- ・ 物件売却状況: (上記)物件基本情報、売却価格、売却価格／評価額、売却価格／取得額
- ・ 代物弁済取得物件状況: (上記)物件基本情報、(上記)パフォーマンス

【ローンレベル】

- ・ 基本情報: 借入人、貸出実行日、満期日、残高、利率・利払い、LTV、裏付物件価格および評価日 等
- ・ パフォーマンス: 借入人、貸出実行日、満期日、DSCR (実績値、トリガー値)、トリガー有無
- ・ 特殊事項: トリガー抵触状況、物件売却、諸条件変更、大幅なパフォーマンス変化、その他(災害発生等)
- ・ 延滞状況: 延滞日数、延滞元本、金利、遅延損害金等
- ・ リザーブ状況: リザーブ種類および残高
- ・ サービサーアドバンス: 回収額、内訳、コスト、等

【留意点】

- ・ 各項目の定義を明確にしておく必要あり

2. 個別案件評価に必要な情報

個別物件レベルでの参考重要情報(特に案件組成時点において)

不動産証券化商品の評価に必要な担保不動産に関する資料例

- | | |
|------------------|---|
| 1) 不動産鑑定書 | <ul style="list-style-type: none">原則として第三者作成の不動産鑑定評価書不動産鑑定書は収益還元法に重点を置き、鑑定価格の裏付けとなる調査情報が詳細に盛り込まれているのが望ましい鑑定書はクロージング時点の6か月前以内に完了したものであることが望ましい |
| 2) エンジニアリング・レポート | <ul style="list-style-type: none">案件に対し中立で第三者的な立場にあるエンジニア作成のレポートであること遵法性、構造的な問題点、空調設備、エレベーター、屋上などの経年劣化の見通し及び現状の欠陥修復の必要性についての考察が重要な点となる |
| 3) 耐震レポート | <ul style="list-style-type: none">案件に対し中立で第三者的な立場にある専門家による耐震性を判定するレポート |
| 4) 環境リスク診断 | <ul style="list-style-type: none">物件が環境リスクにさらされており、将来的に価値の減少要因になり得る場合、専門家による環境リスク診断が要求される |
| 5) 賃貸内容 | <ul style="list-style-type: none">賃借人の質や賃貸契約の内容の把握 |
| 6) 過去の実績 | <ul style="list-style-type: none">決算書の項目はできる限り詳細にわたっており、不動産鑑定書の収益予想の項目と連動していることが望ましい |

出所: S&P資料をもとに、モルガン・スタンレー作成

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

(1) 情報開示に関する統一フォーマットの必要性

- 不動産証券化商品については、大数の法則が適用可能なRMBSとCMBS(J-REITを含む)で案件評価プロセスの標準化度合いが異なる。
- CMBSの評価手法については、概ね格付機関のクライテリア(格付規準)が基準になっているものの、市場参加者によって評価手法・必要情報に差があるのも事実。
- また、必要最低限の案件評価に関する情報さえ、手法、表現、細かさが異なるため、案件評価に際し市場参加者は必要以上に時間を取られる傾向がある。
- これらの観点から、情報開示に関する統一フォーマットを作成し、併せて評価基準、手法に関する「ミニмум・スタンダード」を提示することの意味は大きい。
- 開示フォーマットについては、日銀(2004)やCMSAの取組みが参考に。

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

(2) 情報ベンダー等を経由した情報アクセサビリティの確保

- 将来的な不動産証券化商品市場の流動性向上のためには、案件評価のための必要情報へのアクセサビリティの確保は必須。
- 当該情報流通の先進国であり最大のセカンダリー市場を持つ米国では、Intex, Trepp等の情報ベンダーにより、ほぼ定型化されたフォーマットによる情報提供が行われている。
- 一方、米国における必要情報の定型化・標準化は、個別ローン契約の標準化に拠るところが大きい。
- また、最終的には、情報ベンダーへの情報集約に伴い、マクロ分析に必要となるデータもアベイラブルになる。

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

(2) 情報ベンダー等を経由した情報アクセサビリティの確保

案件詳細(MSC 2006-IQ11)

QCollateral:100.0%MIX 0.00% 0yr(ASSUMED)				Mtge DES2				
LDES<Go> for collateral detail.				Page 2 of 3				
Bloomberg CMO		DEAL DESCRIPTION						
		MSC 2006-IQ11						
Issuer: MORGAN STANLEY CAPITAL I				Pro 17 Docs				
Series 2006-IQ11				CMBS: 232/ 232 Loans				
		Type Conduit						
DEAL - CURRENT		DEAL - ORIGINAL		Loan Status Data (% & #)				
Mar08 1,590,392,751		USD 1,616,114,631		30 0.1% 1	Cum Loss*	0.0% N/A		
NetWAC 5.789%		NetWAC 5.791%		60 0.0% 0	Defeased*	0.0% 0		
WAC 5.835%		WAC 5.838%		90+ 0.3% 1	Prepaid*	0.0% 0		
WAM 7:8 92 mo		WAM 9:5 113 mo		FDR 0.0% 0	Spc Svc	3.5% 1		
AGE 2:6 30 mo		AGE N/A		REO 0.0% 0	Bankrpt	0.3% 1		
Avg Loan 6,855m		Avg Loan 6,966m		* % Orig Balance				
Loans>BBB- CS 2		Loans>BBB- CS 2		IOs(%) Curr Orig				d) Servicer: WFB
Loans>25mm 32.5%		Loans>25mm 32.4%		Part 43.1 42.9				Spcl Srv: LPI
WA LTV 60.717%		WA LTV 61.634%		Full 13.7 13.5				Lead Mgr: MS
WA DSCR 1.652		WA DSCR 2.171		Total 56.8 56.4				Trustee: LBN
Curr Prepay Status (%)		Ln Terms(%)		Top 5 MSA (%)		Collateral(%)		
Type Lock Pen/Dfse Open		3-Yr 0.0		New York NY	17.8	Country	US	
Dfse 80.9 0.0 0.0		5-Yr 10.1		Chicago IL	10.1	Office	25.9	
YM 11.0 7.1 0.0		10-Yr 77.8		San Antonio TX	6.5	MultiFam	24.6	
Othr 1.0 0.0 0.0		>10-Yr 10.2		Phoenix AZ	3.7	RetailA	23.1	
				Melbourne-Titusvill	3.6	RetailU	8.9	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000								
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. 24-Mar-2008 21:05:53								

出所: Bloomberg

裏付資産サマリー(MSC 2006-IQ11)

QCollateral:100.0%MIX 0.00% 0yr(ASSUMED)				Mtge LDES			
番号<GO>でリスト表示, LDEP<GO> for Portfolio Mode							
95) Export		MSC 2006-IQ11				CMBS ローン詳細	
ローン概要		7-7 日 03/15/2008				通貨 USD	
全ローン	ローン数	残高	残高率	ローン・タイプ	ローン数	残高	残高率
1) Cutoff	232	1,616,114,633	100.00	15) Fixed Rate	232	1,590,392,749	100.00
2) Current	232	1,590,392,749	98.41	16) Adjustable Rate	0	0	0.00
3) Terminated	0						
ローン集中				支払預託ローン			
4) AB Loans	0	0	0.00	17) Defeased	0	0	0.00
5) Largest	1	160,000,000	10.06				
6) Second Largest	1	95,000,000	5.97	破産ローン			
7) Third Largest	1	58,000,000	3.65	18) Specially Srvc'd	1	4,982,347	0.31
8) Top 10	10	562,025,856	35.34				
延滞債権(除担保権実行・REO)				特別サービスローン			
9) 30	1	1,847,810	0.12	19) Curr & Spl Srvc'd	1	55,792,890	3.51
10) 60	0	0	0.00	20) Delnq & Spl Srvc'd	2	6,830,157	0.43
11) 90+(incl >12m)	1	4,982,347	0.31	21) REO	0	0	0.00
12) >12 m	0	0	0.00	22) In Foreclosure	0	0	0.00
13) Total	2	6,830,157	0.43	23) Total	3	62,623,047	3.94
ASER				トップ オリジネータ			
14) ASER	0	0	0.00	24) Morgan Stanley	67	765,968,669	48.16
				25) IXIS	29	385,910,141	24.27
				26) National Consumer	77	207,025,614	13.02
55) ローン概要		56) 物件/地域サマリ					
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. 24-Mar-2008 21:07:37							

出所: Bloomberg

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

(2) 情報ベンダー等を経由した情報アクセサビリティの確保

裏付資産の個別状況(MSC 2006-IQ11)

QCollateral:100.0%CMBS 0.00% 0Yr(ASSUMED)						Mtge LDES	
番号<GO>で詳細, <MENU>概要に戻る							
[95] Export				MSC 2007-HQ11		p. 1/10 CMBS ローン詳細	
ローンタイプ		Cutoff	件数 171	テア*日	02/12/2008	通貨	USD
ローン名称		カットオフ残高	カットオフ CPN	カットオフ LTV	期限	カットオフ DSCR	
Deal Weighted Avg		14,138,284	5.72	69	08/2015	1.40	
1) One Seaport Plaza		225,000,000	5.17	47	01/2017	2.32	
2) 525 Seventh Avenue		172,000,000	5.54	76	02/2017	1.16	
3) RREEF Portfolio Roll-Up		138,500,000	5.47	76	12/2011	1.00	
4) 485 Lexington Avenue		135,000,000	5.61	71	02/2017	0.93	
5) Galleria at Pittsburgh Mills		133,000,000	6.17	70	01/2012	1.25	
6) 950 L'Enfant Plaza		90,000,000	5.80	74	12/2016	1.18	
7) Deptford Mall		80,000,000	5.32	56	01/2013	2.06	
8) Marriott Charlotte City Center		69,600,000	5.51	75	01/2014	1.80	
9) Hilton Arlington & Towers		54,400,000	5.62	71	01/2014	1.40	
10) Residence Inn Tudor Wharf		46,260,000	5.94	75	01/2014	1.30	
11) Southaven Towne Center		45,949,650	5.50	78	01/2017	1.18	
12) The Greens at Green Valley		38,400,000	5.72	79	01/2012	1.11	
13) Casa Linda Plaza		37,950,000	5.48	73	01/2014	1.51	
14) Westin - Palo Alto		35,000,000	5.77	68	02/2017	1.63	
15) Koll/PER Portfolio Roll-Up		33,500,000	6.13	70	11/2013	1.33	
16) Crossing Place Apartments		30,597,806	5.71	80	06/2012	1.44	
17) 600 West Fulton		26,500,000	5.61	78	01/2017	1.29	
18) Platinum Portfolio Roll-Up		21,000,000	5.70	73	01/2017	1.19	
21) ローンリスト		22) 物件リスト		23) リースリスト		24) ローン詳細リスト	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. 24-Mar-2008 21:19:23							

出所: Bloomberg

One Street Plazaの稼働状況

QCollateral:100.0%CMBS 0.00% 0yr(ASSUMED)				Mtge LDES			
<MENU>リストに戻る, 番号<GO>で物件詳細							
MSC 2007-HQ11				CMBS ローン詳細			
One Seaport Plaza				7-7 日	02/14/2008		通貨 USD
物件		住所		市	州	国	竣工
4) One Seaport Plaza		199 Water Street		New York	NY	USA	1984
One Seaport Plaza							
物件詳細		テナント	リース期日	ローンExp	エクステル-ジョ		
平方フィート	1,025,225	Wachovia Bank, NA	12/01/2014	45.65%	102,712,234		
タイプ	Office	Aon Corp	09/01/2018	19.42%	43,687,825		
価値	480,000,000	The Legal Aid Soci...	10/01/2023	11.25%	25,321,320		
日付	01/01/2007						
占有率	100%						
収入	N/A						
カットオフ NOI	29,455,320						
カットオフ NCF	27,312,307						
Wレ-ト	N/A						
1) ローン詳細		2) 物件詳細		3) 財務情報			
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. 24-Mar-2008 21:20:38							

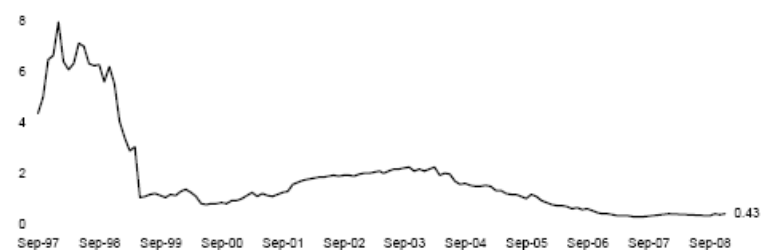
出所: Bloomberg

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

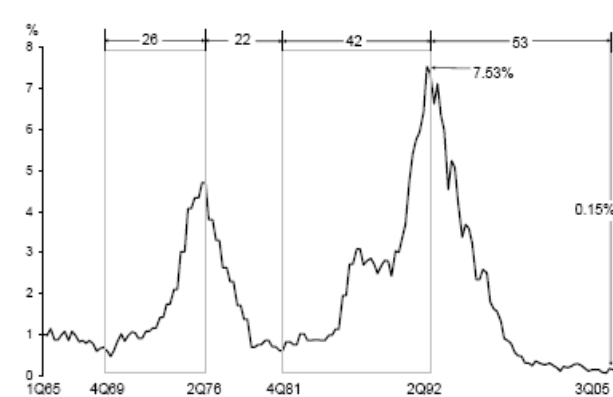
(2) 情報ベンダー等を経由した情報アクセサビリティの確保

情報ベンダーへの情報蓄積により、種々のマクロ統計がアベイラブルに

CMBS Delinquency Rate (%)*



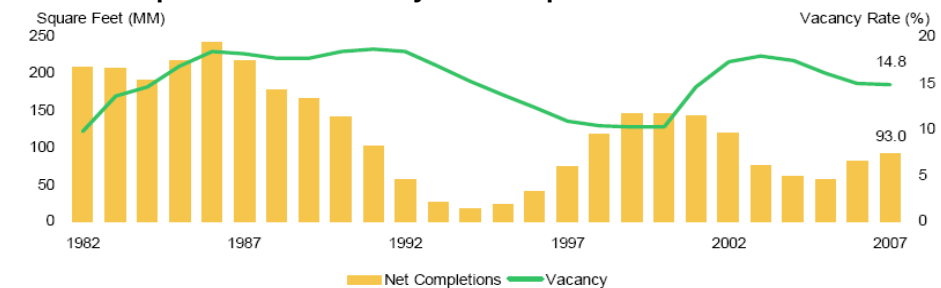
ACLI Delinquency Rate (%)*



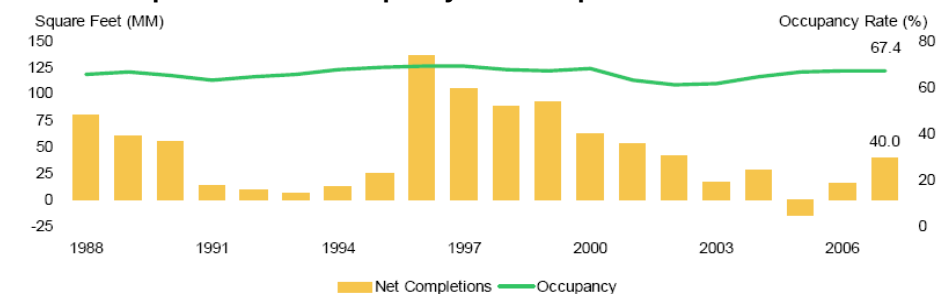
* 30日以上延滞およびREO。
出所: Intex, ACLI, モルガン・スタンレー

Morgan Stanley

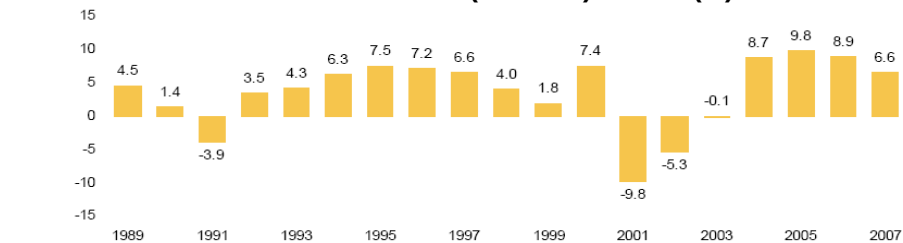
Office Completions and Vacancy in the Top 54 Markets



Hotel Completions and Occupancy in the Top 54 Markets



Hotel Revenue Per Available Room (RevPAR) Growth(%)



出所: PPR, モルガン・スタンレー

本レポートの末尾にある重要な開示事項についてご覧ください。

3. 情報開示に関するインフラ整備の必要性

(ご参考) 不動産の情報透明性インデックス

2006	2004	国	Score	変化
1	1	オーストラリア	1.15	no change
1	3	米国	1.15	no change
3	2	ニュージーランド	1.20	no change
4	5	カナダ	1.21	no change
5	4	イギリス	1.25	no change
6	7	香港	1.30	★
7	6	オランダ	1.37	no change
8	8	スウェーデン	1.38	★
9	11	フランス	1.40	no change
10	9	シンガポール	1.44	★
11	12	フィンランド共和国	1.63	no change
12	10	ドイツ	1.67	no change
13	21	南アフリカ	1.77	★★★
14	16	デンマーク	1.84	★
15	17	オーストリア共和国	1.85	★★
15	14	アイルランド共和国	1.85	no change
17	15	ベルギー	1.88	★
18	19	スペイン	1.91	★★
19	13	スイス	1.94	no change
20	18	ノルウェー	1.96	★
21	22	イタリア	2.14	★★★
22	20	マレーシア	2.21	★★
23	26	日本	2.40	★★★
24	23	ポルトガル	2.44	★

□ 高い透明性 □ 一般的な透明性 □ その中間 □ 低い透明性

★: 若干改善、★★: 改善傾向、★★★: 大幅な改善

出所: Jones Lang LaSalleよりモルガン・スタンレー作成

2006	2004	国	Score	変化
25	29	メキシコ	2.51	★★★
26	24	チェコ共和国	2.69	★
27	25	ハンガリー共和国	2.76	★
27	28	ポーランド共和国	2.76	★★
29	30	イスラエル	2.86	★★
29	27	台湾	2.86	★★
31	34	韓国	2.88	★★
32	na	スロバキア	2.99	na
33	31	チリ共和国	3.11	★
34	32	ギリシャ	3.13	★★
35	38	ロシア連邦	3.22	★
36	35	フィリピン共和国	3.30	no change
37	37	ブラジル	3.31	★★★
38	na	スロベニア共和国	3.35	na
39	36	タイ	3.40	no change
40	40	アルゼンチン共和国	3.41	★★
41	41	インド	3.46	★★★
42	39	中華人民共和国	3.50	★
43	na	マカオ	3.65	na
44	45	アラブ首長国連邦	3.77	★★★
45	42	コスタリカ共和国	3.83	no change
46	44	インドネシア共和国	3.90	★
47	46	トルコ共和国	4.04	★★★
48	na	ペルー共和国	4.08	na
48	50	ルーマニア	4.08	★★★
50	43	コロンビア共和国	4.10	no change
51	na	アルグアイ	4.13	na
52	49	サウジアラビア	4.14	★★★
53	na	パナマ共和国	4.18	na

J-REITにおける開示情報の現状

各社まちまちの開示項目、およびその定義

●J-REIT各社の開示項目の違い

- ① 決算短信、有価証券報告書における個別物件、テナントの情報開示の統一性
- ② 物件取得、業績修正等、適時開示のあり方
- ③ LTV率、NOIなど各種評価指標の統一性
- ④ 海外不動産投資の情報開示のあり方
- ⑤ 合併、私募化、自己株式取得、インサイダー規制の導入等の制度問題

などが課題。

概要		A法人	B法人	C法人	D法人	32法人合計
投資口募集時 開示事項	新規取得(予定)物件の鑑定評価額	○	○	○	○	32
	既存物件の期末評価額	○	○	○	○	20
	既存物件の取得時評価額					2
	鑑定会社名	○	○	○	○	32
	直接還元法での価格	○	○	○		29
	総収益					
	賃料収入等	○	○			17
	空室損失	○	賃料収入に含む			14
	総費用					
	公租公課	○	○			20
	修繕費					6
	損害保険料	○	○			15
	NOI	○	○			20
	大規模修繕費積立額	○	○			8
	減価償却費					1
	キャップレート	○	○	○		29
	収益還元法での価格	○	○	○		29
	割引率	○	○	○		29
	ターミナルキャップレート	○	○	○		29
	鑑定結果利回り(NCF/評価額)					6
	原価法での価格	○	○	○		29
	上記の土地・建物の比率・価格		○	○		19
	セカンドオピニオン					1

出所：国土審議会資料(平成18年4月20日時点)よりモルガン・スタンレー作成

J-REITにおける開示情報の現状(続き)

具体例

●J-REIT各社の個別物件情報の違い

物件の名称	虎ノ門琴平タワー		
特定資産の種類	不動産及び地上権		
所在地(住居表示)	東京都港区虎ノ門一丁目2番8号		
土地	地積	2,291.42㎡(敷地全体)	
	用途地域	商業地域	
	所有形態	(ア) 地上権1,256.19㎡の準共有持分(492,557/621,044) (イ) 1,035.23㎡の地上権及び地役権	
建物	構造	鉄骨・鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根地下3階付26階建	
	延床面積	29,353.21㎡(建物全体)	
	所有形態	区分所有権	
	建築時期	平成16年11月13日	
	所有階・床面積・用途等	(ア) 事務所(事務所棟4階から25階) 16,784.72㎡ (持分 492,557/1,684,779) (イ) 事務所(事務所棟4階から25階) 16,784.72㎡ (持分1,192,222/1,684,779)	
	取得年月日	(ア) 平成16年11月30日 (イ) 平成18年4月24日	
取得価格	(ア) 6,043,000,000円 (イ) 18,500,000,000円		
信託受託者	—		
建物管理会社	三井不動産		
特記事項	①平成16年11月30日から一定期間経過後に、(ア)についての売主及び売主と一定の関係を有する会社は、本物件の購入についての協議を本投資法人に対して申し入れすることができま		
	す。		
	②本物件を三井不動産に賃貸し、三井不動産はこれを転借人に転貸しています。		
	③本物件は、区分所有建物であり、当該区分所有にかかる規約の適用を受けます。なお、当該規約においては、区分所有権を譲渡する場合の他の区分所有者優先交渉権又は優先買取権、専有部分と敷地部分の分離処分禁止、分有形態にある土地の利用権の相互利用などが定められています。		
	④本物件の一部には都市計画道路(計画幅員30m)が計画決定しており、現況の道路境界線より約1.9m後退した部分が当該都市計画道路予定部分(81.70㎡)となり建築制限があります。		

出所:会社開示資料よりモルガン・スタンレー作成

Morgan Stanley

UM-5 北青山8953ビル		
特定資産の概要		
特定資産の種類		不動産信託受益権
取得年月日		平成17年2月1日
信託受益権の概要	信託設定日	平成17年2月1日
	信託受託者	中央三井信託銀行株式会社
	信託期間満了日	平成27年1月31日
取得価格		989百万円
	土地価格（構成割合）	761百万円（77%）
	建物価格（構成割合）	227百万円（23%）
期末算定価額		1,450百万円
	価格時点	平成19年8月31日
	直接還元法 （還元利回り）	1,470百万円 （3.8%）
	DCF法 （割引率） （最終還元利回り）	1,420百万円 （3.6%） （4.0%）
	土地	立地条件
	所在地	東京都港区北青山三丁目14番8号
	面積（注）	351.37㎡
	用途地域	第一種住居地域
	所有・それ以外の別	所有権（単独）
建物	構造と階数	鉄筋コンクリート造陸屋根地下1階付2階建
	建築時期	平成17年1月12日
	延床面積	全体494.19㎡
	種類	店舗
	所有・それ以外の別	所有権（単独）
主要なテナント		NEWS、ベストプライダル
担保設定の有無		—
プロパティ・マネジメント会社		株式会社オフィス・ミツキ

(注) 敷地41.42㎡を含みます。

J-REITにおける開示情報の現状(続き)

(ご参考)

●鑑定機関による収益還元法の収益項目の違い

	A 社	B社	C 社	D 社
A	有効総収益	総収益	有効総収入	有効総収入
	賃料収入(共益費・倉庫・駐車場等を含む)	賃料収入(共益費・倉庫・駐車場等を含む)	賃料収入(共益費等を含む。)	賃料収入(共益費込) (* 空室損失を見込む。)
	その他収入(付加使用料収入等)	その他収入(付加使用料収入等)	一時金の運用益	駐車場収入
	潜在総収益	空室損失	可能総収入	その他収入等
	空室損失相当額	貸倒損失	空室損失相当額	
	貸倒損失相当額	敷金運用益	その他収入(水道光熱費等)	
B	総費用	総費用	総費用	運営経費(定常化年度)
	維持・管理費	維持管理費	修繕費	公租公課(土地)
	(建物管理費)	水光熱費	維持管理費	公租公課(建物)
	(水道光熱費)	運営管理費	PMフィー	損害保険料
	(PMフィー)	修繕費	公租公課(土地)	水道光熱費(共用部分)
	公租公課	公租公課	公租公課(建物)	PM フィー
	損害保険料	損害保険料	損害保険料	物件管理費
	その他費用	テナント募集費	テナント募集費用	消耗費等その他費用
		その他費用		
		資本的支出		
A-B=C	賃貸純収益		賃貸純収益	純収益
a	一時金運用益		資本的支出(長期修繕費等)	長期計画修繕費用
b	資本的支出			敷金運用益
c				賃借人募集費用
C+(a+b+c)	正味純収益	標準化純収益	純収益	正味純収益

出所: 国土審議会資料よりモルガン・スタンレー作成

(参考)不動産証券化商品における情報開示規制

投資対象資産	根拠法	保有主体	法定開示規制		
			交付書類	閲覧書類	通知書類
現物不動産 不動産信託受益権 金銭信託 CMBS/RMBS	資産流動化法(SPC法)	特定目的会社(TMK)／ 信託(TMS)	目論見書	・計算書類等 ・監査報告書 ・会計帳簿、書類	・計算書類等 ・監査報告書
	商法等	特別目的会社(有限会 社又は株式会社等)	法律による開示義務なし		
現物不動産 不動産信託受益権	投信法／金商法	投資法人(REIT)	目論見書	・計算書類等 ・監査報告書 ・会計帳簿、書類	・計算書類等 ・監査報告書
実物不動産	不動産特定共同事業法	事業会社(不動産特定 共同事業法許可会社)	重要事項説明 ・契約前交付書面 ・契約時交付書面 ・財産管理報告書	・事業者関連(事業 者名簿、定款等) ・事業関連(契約約 款等) ・業務状況調書 ・比較貸借対照表 ・事業参加者名簿	法律による開示 義務なし

出所:ARES資料を基にモルガン・スタンレー作成

Qualifications Page

クレジット商品に対する投資判断の分布状況 (2008年2月29日現在)

投資判断	全調査対象銘柄数	対合計比
オーバーウェイト(Overweight)	72	35%
イコール・ウェイト(Equal-Weight)	82	40%
アンダーウェイト(Underweight)	51	25%
合計	205	100%

現在、弊社が調査対象企業として投資判断を付与している、
全ての北米企業ならびに欧州企業を含む。

当社アナリストによる投資判断基準

オーバーウェイト: 今後6ヶ月以内に5bps以上のスプレッド縮小が期待される銘柄

イコールウェイト: 今後6ヶ月以内に5bps未満のスプレッド縮小・拡大が期待される銘柄

アンダーウェイト: 今後6ヶ月以内に5bps以上のスプレッド拡大が期待される銘柄

当該企業に関する重要な開示事項

本レポートに掲載されている情報および投資判断は、Morgan Stanley & Co. Incorporatedおよびその関係会社（以下、総称して" Morgan Stanley"という）、ならびに本レポートの1ページ目に氏名が記載されているアナリストによるものです。

Morgan Stanleyでは、社内ポリシーにより、リサーチ・アナリストに対して、アナリスト自身が担当しているMSCIサブ・インダストリーに属する企業の証券/商品に投資することを禁止しています。しかしながら、従前のポリシーに従って取得した場合、または合併、ファンドの分配あるいはその他非自発的に取得することになった場合に限り、アナリストが当該証券/商品を保有する場合があります。Morgan Stanleyは、本レポートで言及されている会社に関連して、マーケット・メイキングおよび証券取引所でのスペシャリストとしての取引、リスク・アービトラージ取引をはじめとする他の自己勘定での各種取引、資産運用、投資サービスおよび投資銀行業務などさまざまな証券・金融業務に従事しています。Morgan Stanleyは、本レポートに記載されている証券/商品（またはそれに関連したデリバティブ）を自己勘定で顧客と売買しています。Morgan Stanleyは、本レポートで論じられている会社の債券または商品のポジションを保有している場合があります。

Qualifications Page

その他の重要な開示事項

本レポートで論じられている証券/商品は、すべての投資家に適合するとは限りません。本レポートは、主として市場のプロフェッショナルおよび機関投資家顧客への配布を目的としてモルガン・スタンレーが作成、発行するものです。市場のプロフェッショナルにもモルガン・スタンレーの機関投資家顧客にも該当のない投資家のお客様が本レポートに基づき投資を決定される場合には、事前に各自のファイナンシャル・アドバイザーから、助言や本書の内容に関する必要な説明を受けてくださいますようお願いいたします。本レポートは、個々に応じた投資アドバイスを提供するものではありません。本レポートは、本レポートを受領する投資家の皆様それぞれの投資環境や投資目的を考慮することなく作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資対象や投資戦略について、投資家の皆様ご自身が独自に評価され、またファイナンシャル・アドバイザーから助言を受けられることをお勧めいたします。特定の投資対象や投資戦略が適切か否かは、投資家の個々の環境や目的により異なります。本レポートは、投資判断をされる際の一要素としてお考えください。

主に本レポートの作成に携わったリサーチ・アナリストを含め、Morgan Stanley債券部のリサーチ・アナリストは、リサーチの質、正確性およびバリュー、当社の採算性または収益(債券トレーディング部門および資本市場部門の採算性または収益を含む)、顧客からのフィードバックならびに競争要因等の様々な要素に基づき報酬を得ています。アナリストの報酬は、Morgan Stanleyが実施する投資銀行業務や資本市場取引、また特定のトレーディング・デスクの採算性や収益に連動してはおりません。

本レポートは、証券/商品の売買または取引戦略への参加を勧誘するものではありません。前記の「当該企業に関する重要な開示事項」において開示されている保有状況に加えて、Morgan Stanleyおよび/または本レポートの作成に関与していない従業員は、本レポートで言及されている企業の証券/商品またはそうした証券/商品のデリバティブについて投資を行っている場合があります、また本レポートにおいて論じられているのとは異なる方法でこれらを取引する可能性があります。デリバティブは、Morgan Stanleyまたはその関係者によって発行されることがあります。

Morgan Stanleyは、信頼性の高い情報を幅広く利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。本レポートに記載されている情報または投資判断に変更が生じて、Morgan Stanleyはその旨を報告する義務を負いません。

Morgan Stanleyの調査部門の従業員によるレポートは、Morgan Stanleyに関する情報を除き、公開情報に基づいています。投資銀行部門を含む、Morgan Stanleyの他部門の従業員は、本レポートで示されている事実や見解を検討していません。また、本レポートで示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していないこともあります。

投資対象の価値および投資から得られる収益は、金利、外国為替レート、デフォルト率、期限前弁済率、証券/商品の価格、マーケット・インデックス、企業の業務上または財務上の状況、あるいはその他の要因の変化により、変動することがあります。証券/商品の取引においては、オプションその他の権利行使に期間制限があることがあります。過去の実績は、必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。将来の成果の概算は、一定の仮定に基づくものであり、この仮定が実現しないこともあります。

本レポートには、テクニカル分析に基づく調査内容が含まれていることがあります。一般的に、テクニカル分析は、価格トレンドを判断・予測するために、取引量および価格変動の調査に基づいて行われます。テクニカル分析の場合、原資産の発行体や商品のファンダメンタルズについて検討しないため、内容的にMorgan Stanleyによる他の調査レポートの内容と矛盾する場合があります。テクニカル・リサーチは、投資家の皆様が生きて投資判断される際のご要素のひとつとお考えください。他の検討要素としては原資産の発行体/証券/商品のファンダメンタルズがあげられますが、これらに限定されるものではありません。

台湾の読者の皆様へ:台湾で取引される証券/商品に関する情報は、Morgan Stanley Taiwan Limitedによって提供されるものであり、そのような情報は読者の皆様に対して参考資料として提供させていただくものである点をお含みおき下さい。読者の方々は、投資に関するリスクをご自身で評価され、投資決定に対してはご自身で責任を負っていただくことになります。Morgan Stanleyの書面による同意がなければ、本レポートを公のメディアに配布することはできません。また、Morgan Stanleyの書面による同意がなければ、公のメディアは本レポートから引用することも、また本レポートを利用することもできません。台湾で取引されていない証券/商品に関する情報は、あくまで情報提供のみを目的とするものであり、当該証券/商品に関する取引を推奨または勧誘するものではありません。台湾支店は、顧客のためにそのような証券/商品の取引を行えない場合があります。

香港のお客様各位:香港における情報は、香港において規制される活動の一部として、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited(以下、「同社」)によって、同社のために配布され、かつ同社に帰属するものとし、本レポートに関するお問い合わせは香港の営業担当者までご連絡ください。本レポートに記載の一定の情報は、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited向けに、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limitedの上海駐在員事務所から提供されたものです。

本レポートは、以下の国・地域では下記の各社によって配布されています。日本では、Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd.; 香港では、Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited; シンガポールでは、Monetary Authority of Singaporeの監督・規制下にあるMorgan Stanley Dean Witter Asia (Singapore) Pte. (同社はまた、本レポートの内容に対して責任を負っています); オーストラリアでは、ライセンス・ディーラーであるMorgan Stanley Dean Witter Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、本レポートの内容に対して責任を負っています); カナダでは、Morgan Stanley Canada Limited (同社はまた、カナダにおいて、本レポートの内容について承認し責任を負うことに同意しています); ドイツではBundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) の規制下にあるMorgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main; スペインでは、Spanish Securities Markets Commission (CNMV) の監督下にあり、Morgan Stanleyのグループ会社であるMorgan Stanley, S.V., S.A. (同社はまた、スペインの法令に基づく金融調査レポートに関する行為準則に従って本レポートが作成、配布されたものであることを表明しています); 英国では、Financial Services Authority の認可を受け、その規制下にあるMorgan Stanley & Co. International PLC; 米国では、Morgan Stanley & Co. IncorporatedおよびMorgan Stanley DW Inc. (同社はまた、本レポートの内容に対して責任を負っています)。オーストラリアでは、本レポートおよび本レポートの入手や利用は、Australian Corporations Actで定義されている"wholesale clients"のみを対象としています。本レポートは、英国Financial Services Authorityによりプライベート・カスタマーと定義づけられた者に配布されるべき資料ではありません。

本レポートに記載されている商標およびサービス・マークは、それぞれの所有者の財産です。データの提供者は、提供しているデータの正確性、完全性、または適時性に関して、何らの保証もしくは表明をするものではありません。また、当該データに関連するいかなる損害についても賠償する責任を負いません。

Morgan Stanleyの書面による同意がない限り、本レポートの販売もしくは再配布はできません。Morgan Stanleyのリサーチ・レポートは主に電子配信されていますが、印刷物として発行される場合もあります。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

© 2008 Morgan Stanley

証券化商品の定義・範囲について（案）

1. 証券化商品の定義

証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（以下「本WG」という）において、原資産の Traceability の確保という観点から審議の対象とする「証券化商品」は、「特定の資産を裏付として発行される債券、信託受益権、CP、優先出資（投資家に販売しないものを除く）、匿名組合出資（不動産の流動化を目的とした証券化スキームにおけるものに限る）」としてはどうか。

2. 具体的な範囲について

(1) デット形態とエクイティ形態

証券化商品の発行形態は、「デット形態」（債券、信託受益権、CP、ローン）と、「エクイティ形態」（優先出資、任意組合出資、匿名組合出資等）がある^{（注1）}。

（注1） ここでは、形式的な発行形態で区別しており、例えば、デット形態の債券、信託受益権、ローンの中には、劣後債、劣後受益権、劣後ローンといった形で、経済的にはエクイティ機能を持つ場合もある。

「エクイティ形態」についてみると、まず、特定目的会社等に対する優先出資については、金銭債権の証券化においては、特定目的会社等の初期コストを賄うためにオリジネーター等が出資しているケースが多い^{（注2）}が、不動産の証券化においては、投資家が出資しているケースも多い。次に、任意組合出資、匿名組合出資等については、今般の監督指針改正案（第二種金融商品取引業）において、みなし有価証券のうち、信託受益権のみが対象とされており、任意組合出資、匿名組合出資等は対象となっていない。しかしながら、匿名組合出資に関しては、特に不動産の証券化（流動化型）において、ピークルが合同会社形態等をとる場合に、投資家からのエクイティ資金の調達手段として用いられていることに注意する必要がある。

以上のことから、本WGにおいて審議の対象とする証券化商品の発行形態は、ローン（金融商品取引法の対象外）を除く「デット形態」（債券、信託受益権、CP）及び「エクイティ形態」のうち優先出資（投資家に販売しないものを除く）、匿名組合出資（不動産の流動化を目的とした証券化スキームにおけるものに限る）としてはどうか。

（注2） オリジネーターや会計事務所などの組成関係者が出資する優先出資に関しては、投資家における Traceability の確保という趣旨に鑑み、本WGの審議の対象から除かれるものと考えられる。

(2) 資産流動化型と資産運用型

証券化商品を組成目的別にみると、「資産流動化型」（特定の資産から生じるキャッシュフローをアレンジャー等が組み替えて、多数の投資家に証券等を販売することにより資金調達を行うもの）と、「資産運用型」（多数の投資家から集めた資金をプールし、ファンドマネージャー等が各種の資産に投資・運用することによって得られたキャッシュフローを投資家に分配するもの）がある（実際には、両者の区分が困難な証券化商品も存在する）。

一般論としては、「資産運用型」においては、ファンドマネージャー等が投資・運用対象を調査分析したうえで投資・運用を行っているほか、投資・運用内容について、投資家への報告が義務付けられている（例えば、投資信託では、所謂プロ私募案件等を除けば、投資信託財産の内容について、運用報告書により受益者に定期的に報告することが法律で義務付けられている）など、「資産流動化型」に比べれば、Traceabilityの確保という観点からは、問題が小さいようにも思われる。

以上のことから、本WGにおいて審議の対象とする証券化商品は、「資産流動化型」としてはどうか。

(3) キャッシュ型とシンセティック型

証券化商品を原資産のタイプ別にみると、不動産や金銭債権といった現物資産の移転を伴う「キャッシュ型」と、現物資産の移転を伴わない「シンセティック型」がある。

Traceabilityの確保という観点からは、現物の移転を伴うか否かは大きな問題ではないので、本WGにおいて審議の対象とする証券化商品は、「キャッシュ型」及び「シンセティック型」としてはどうか。

(4) 公募と私募

公募商品には法定開示義務が課されているが、その中で、原資産のTraceabilityの確保という観点から、より具体的なガイドラインを議論する必要がある^(注3)。

(注3) 法定開示において、原資産のTraceabilityに関係する情報としては、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令に特定有価証券ごとに様式が定められている。例えば、内国資産流動化証券に適用される第五号の二様式では、「第二部【管理資産の状況】」に項目が定められており、その記載方法は「(記載上の注意)」に示されているが、原資産の種類やスキーム毎に細目が定められているわけではない。

今後、本WGにおいて情報開示フォーマットを策定する際に、内閣府令との整合性に十分配慮するとともに、日証協規則に基づく情報開示が法定開示と重複することのないよう措置することを前提に、本WGにおいて審議の対象とする証券化商品の範囲としては、「公募」・「私募」の違いは問わないこととしてはどうか。

(5) 国内発行と海外発行

証券化商品には国内で発行されるものと海外で発行されるものがあるが、発行場所が国内か海外かというだけで、必ずしも原資産の Traceability の確保に差が生じるものではない。したがって、本WGにおいて審議の対象とする証券化商品の範囲としては、「国内発行」・「海外発行」は問わないこととしてはどうか。

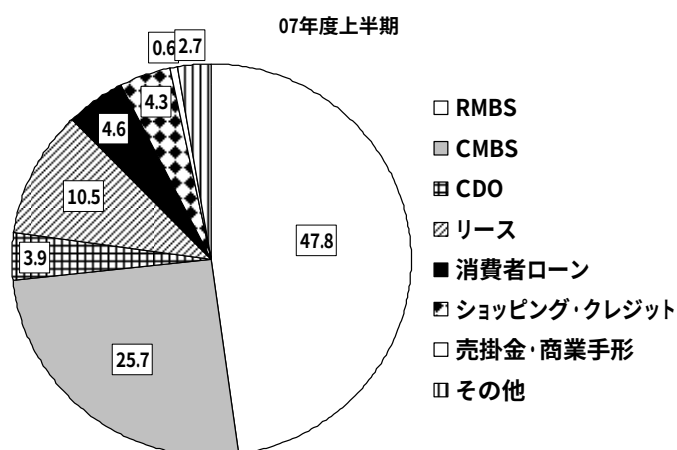
(6) 原資産別

証券化商品の中には、原資産の属性から、Traceability の確保という観点においては問題のない（小さい）と考えられるものもある。例えば、上場企業に対する売掛債権・手形債権の流動化商品や、銀行の 100%信用補完の付いた A B C P については、リスクの所在が比較的わかりやすいうえ、期間も 1 年未満と短期であることから、本WGの審議対象とする必要性は低いとも考えられる。

その一方で、原資産の属性によって、対象外となる証券化商品を選んでいくことには、「どこで線を引くのか」という実務上の困難さを伴う。

したがって、本WGにおいて審議の対象とする証券化商品は、「原資産」による差を設けないこととしてはどうか。そのうえで、Traceability の確保という観点においては問題のない（小さい）証券化商品のケースについては、「原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための社内態勢整備について」（第 4 回会合）において議論することとしてはどうか。

(参考) 証券化商品の原資産別発行金額（構成比%）



- ・住宅ローン債権、アパートローン債権（RMBS）
- ・商業用不動産担保ローン債権、商業用不動産（CMBS）
- ・企業向け貸付債権、社債、CDS等（CDO）
- ・リース料債権（ABS）
- ・消費者ローン債権、カードローン債権（ABS）
- ・ショッピング・クレジット債権、オートローン債権（ABS）
- ・売掛債権、手形債権（ABS）
- ・事業キャッシュフロー、診療報酬等債権（その他）

典型的な証券化商品の分類（発行形態・原資産のタイプ・組成目的別）

～シャドー部分は、本WGにおける審議の対象（案）～

原資産のタイプ ・組成目的 発行形態	キャッシュ型		シンセティック型
	資産流動化型	資産運用型	
デット形態	債券（社債、特定社債）	投資法人債	債券
	信託受益権	投資信託受益証券	信託受益権
	CP（ABCP、特定CP）	—	CP
	ローン （ABL、特定目的借入）	投資法人ローン	ローン （ABL）
エクイティ形態	優先出資 （投資家に販売しないものを除く）	投資証券	CDS
	任意組合出資	任意組合出資	—
	匿名組合出資 （不動産の流動化を目的とした証券化スキームにおけるものに限る）	匿名組合出資	—

以 上