


Moody's Investors Service

2005年5月

 ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
 予備格付け根拠

JPM-JC8 信託

A号乃至F号信託受益権

X号信託受益権

複数の商業用不動産担保付ローン・特定社債を裏付けとする CMBS

クローリング予定日:2005年(平成17年)6月

著者

 鋤柄 充 アソシエイト・アナリスト
 松尾 伊津美 シニア・アソシエイト

2005年(平成17年)5月17日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、JPM-JC8 信託の総額297億円のA号乃至F号信託受益権及びX号信託受益権に、以下の通り予備格付けを付与した。本書は、ムーディーズが2005年5月16日までに入手している情報に基づくものである。信託受益権譲渡代金の払込日以前にムーディーズが発表する予備格付けは、格付け対象の信託受益権の信用力についての予備的な見解に基づくものであり、最終的な検討を行なった後、正式な格付けが決定される予定である。正式な格付けは予備格付けと異なる可能性がある。ムーディーズは格付けの意見およびリサーチをし、出版する会社である。証券の募集・販売、あるいは募集を行う会社の代理業務を行うことはない。また、本書は証券(信託受益権)の購入、保有、または売却を勧誘・奨励するものではない。

取引概略

クラス	予備格付け	発行額	金利	予定償還期日 ¹	最終償還期日
A号	(P)Aaa	22,500,000,000 円	変動	2011年4月	2013年4月
B号	(P)Aa2	3,000,000,000 円	変動	2011年4月	2013年4月
C号	(P)A2	2,000,000,000 円	変動	2011年4月	2013年4月
D号	(P)Baa2	1,500,000,000 円	変動	2011年4月	2013年4月
E号	(P)Baa3	300,000,000 円	変動	2011年4月	2013年4月
F号	(P)Ba2	400,000,000 円	変動	2011年4月	2013年4月
X号 ²	(P)Aaa	-	-		
合計		29,700,000,000 円			

スキーム概要

 信託名: JPM-JC8 信託
 委託者: J.P.モルガン証券会社(JPMSA)

¹ ここでの予定償還期日は、裏付けローン及び特定社債(原債権)につき期限前弁済・償還、デフォルト等が一切ない場合における予定償還期日を意味する。

² X号はインタレストオンリー受益権であり、原債権と受益権の予定収益配当との間に発生する超過利息をA号受益権の予定収益配当とパリティで受け取る権利に裏付けられているものである。また、ムーディーズの格付けもウォーターフォール上の位置付けを確認するものであり、X号投資家の収益に大きく影響を与える他号受益権の元本の期限前償還リスク、デフォルトリスクについては一切考慮していない。



Moody's Investors Service

2005年5月

 ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
 予備格付け根拠

受託者:	モルガン信託銀行株式会社(モルガン信託)
仕組みのタイプ:	優先・劣後、プロラタ・ペイ(後記詳述)
配当交付日:	3ヶ月毎
原債権オリジネーター:	JP モルガン・チェース銀行(JPMCB、Aa2/P-1)、JPMSA
発行総額:	29,700,000,000 円
原債権ポートフォリオ総額:	29,690,000,000 円
信託される金銭:	10,000,000 円
アドミニストレーター:	JPMSA
アドバンス銀行兼スワッププロバイダー:	JPMCB
物件受託者 ³ :	原債権 1: 中央三井信託銀行株式会社(中央三井信託、Baa1/P-2)、モルガン信託 原債権 2: みずほ信託銀行株式会社(みずほ信託、A1/P-1) 原債権 3: UFJ 信託銀行株式会社(UFJ 信託、A1/P-1)、みずほ信託 原債権 4: みずほ信託、新生信託銀行株式会社(新生信託) 原債権 5: モルガン信託 原債権 7: UFJ 信託
ローンチ日:	TBD

ポートフォリオ概要

裏付け資産:	モルガン信託に信託譲渡された下記ローン・特定社債(原債権)7 件 ⁴ (計 29,690,000,000 円)及び金銭(計 10,000,000 円) 原債権 1: 6,030,000 千円、埼玉県所沢市他に所在する倉庫 6 棟を担保とするローン及び特定社債 原債権 2: 5,000,000 千円、東京都豊島区他に所在する事務所ビル 3 棟を担保とする特定社債 原債権 3: 3,823,000 千円、神奈川県川崎市他に所在する倉庫、店舗、計 11 棟を担保とするローン 原債権 4: 3,115,000 千円、東京都新宿区他に所在する店舗、住居、計 2 棟を担保とするローン 原債権 5: 2,962,000 千円、福岡県福岡市に所在する事務所ビル 1 棟を担保とするローン 原債権 6: 2,740,000 千円、神奈川県藤沢市に所在する店舗 1 棟を担保とする特定社債 原債権 7: 6,020,000 千円、東京都千代田区に所在する事務所ビル 1 棟及び現金を担保とするローン
担保権:	不動産信託受益権に対する質権、一般担保、不動産所有権に対する抵当権

³ 原債権 6 の担保物件については、信託譲渡されていない。

⁴ 原債権 1 は、特定目的借入(2,680,000 千円)及び特定社債(3,350,000 千円)からなるが、ともに同じ特定目的会社に対する債権であるとともに、同じ不動産に裏付けられた債権であることから、本書においてはまとめて 1 件の原債権として扱う。


Moody's Investors Service

2005年5月

 ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
 予備格付け根拠

物件タイプ:	事務所ビル 38.8%、倉庫 35.7%、店舗 22.9%、住居 2.6% ⁵
地理的分散:	東京 29.3%、福岡 21.1%、千葉 17.5%、神奈川 16.4%、埼玉 12.1%、その他 3.6%
加重平均LTV(ムーディーズ) ⁶ :	(当初)65.3%、(バルーン)62.3%
加重平均DSCR(ムーディーズ) ⁷ :	(当初)1.64x、(バルーン)1.72x (ローンコンスタント 6.5%に基づく)
シーズニング:	約1年以内
原債権の分散:	ハーフィンダール指数 ⁸ 6.38

ムーディーズの見解

● 格付け手法

ムーディーズは、マルチボロワー型の原債権プールを裏付けとした受益権の格付けにおいては、個々の裏付けの原債権の特徴を考慮したトランチングによる各原債権レベルの信用補完水準を合算することにより(ラージローンモデル)、最終的な原債権プールの信用補完水準を導いており、本件においてもラージローンモデルを用いた分析を行った(後記詳述)。

なお、本取引における受益権の償還については、原債権の期中約定弁済/償還に伴う償還及びデフォルト時の償還はシークエンシャルペイ、それ以外の償還は原債権及び売却された物件毎に定められた償還額の割当額に従いプロラタ償還がなされる。ムーディーズは、様々な原債権の期限前弁済/償還の発生に伴う各クラスの信用補完水準に与える影響を考慮して分析を行った(後記詳述)。

強み

➤ 首都圏を中心に所在する裏付け不動産

本取引の裏付けとなる不動産は、その7割以上が首都圏に所在する。加えて、都心部のアクセスに優れた店舗、事務所ビル、東京湾岸の高速インターチェンジ至近の倉庫等、ロケーションに優れた物件が多い。首都圏への資産価値の集中は、首都圏における不動産マーケットの規模が大きいことを考慮すると、物件売却時の流動性が高いという点でプラスに評価できるとムーディーズでは考えている。

➤ 物件分散、テナント分散

本取引の担保物件は、ポートフォリオ全体で25物件からなり、事務所ビル、倉庫、店舗、住居と、物件タイプも異なる。また、各物件に入居するテナントという意味においても、テナントが分散している。かかる物件分散、物件タイプ分散及びテナント分散は、担保物件

⁵ ムーディーズの担保物件評価額に基づく、原債権残高ベースの数値。以下同じ。

⁶ ムーディーズの担保物件評価に基づく数値。

⁷ 同上

⁸ 各原債権残高のポートフォリオ全体に占める割合の2乗を合計した値の逆数。一般には、米国司法省が反トラスト法訴訟において企業の集中度を測るために用いられていることで知られている。

⁹ ムーディーズの担保物件評価額に基づく、原債権残高ベースの数値。



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

からのキャッシュフローの安定に寄与するものと考えている。

➤ アドバンシングファシリティによる流動性補完

短期的な原債権のパフォーマンス変動等に備えた流動性補完として、アドバンシングファシリティが設定されている(アドバン銀行: JPMCB, Aa2/P-1)。

懸念材料及びそれらに対する見解

➤ ハイレバレッジ

7件の原債権のうち3件のLTVが70%を超える水準にあり¹⁰、原債権ポートフォリオ全体の加重平均LTVは当初65.3%、5件の原債権は期中に一部約定弁済がなされ、バレーン時においてもポートフォリオ全体の加重平均LTVは62.3%である。ムーディーズは、各原債権の必要信用補完水準を、各原債権のレバレッジ水準等を考慮して決定している。

ムーディーズによる格付けは、最終償還期日までに投資家が被りうる期待損失に関して付与されるものである。本ストラクチャーは、A号からF号受益権について、予定期日における予定配当の支払い並びに法定最終償還期日までの元本の全額償還、X号受益権について、元本が全額償還されるまでに支払われる超過利息の支払いがなされるように組成されている。

ムーディーズの格付けは、取引に関わる信用リスクのみを考慮したものである。元本期限前弁済のタイミングなど信用リスク以外のリスクは、ここでは考慮されていないが、投資家の収益率に大きく影響することがある。

X号受益権(インタレストオンリー受益権)については、ムーディーズの格付けは、ウォーターフォール上の位置づけを確認するものであり、X号受益権の投資家の収益に大きく影響を与える他号受益権の元本の期限前償還リスク及びデフォルトリスクについては一切考慮していない。

仕組みの概要

1. スキームの概要

- (1) 格付け対象となる受益権は、JPMSAを委託者、モルガン信託を受託者として締結される「金銭、貸付債権及び特定社債の包括信託契約書」に基づき発行される(信託元本29,700,000,000円)。信託譲渡されるローン及び特定社債(原債権)は、JPMCB及びJPMSAがオリジネートした7件の取引であり、25件の不動産からのキャッシュフローを裏付けとするノンコース債権である。格付け対象となる受益権の配当は、担保物件からの期中収益を裏付けとする各原債権の利息として支払われる金銭を原資として行われる。
- (2) 各原債権のボロワーは有限会社または特定目的会社であり、その社員持分権をデラウェア LLC、ケイマン SPC が保有する。各ボロワーの取締役はスポンサーから独立した第三者、もしくは、スポンサーから派遣された取締役及び独立取締役が務めるものがある。
- (3) JPMSA はアドミニストレーション契約に基づき、平常時の事務管理に加え、原債権のデフォルト時には回収計画を速やかに立案する役割を担う。
- (4) 格付けの対象となっている受益権の最終償還期日は原債権ポートフォリオにおいて最も満期日の遅い原債権1の満期日の2年後と

¹⁰ ムーディーズの担保物件評価に基づく数値。以下、同じ。



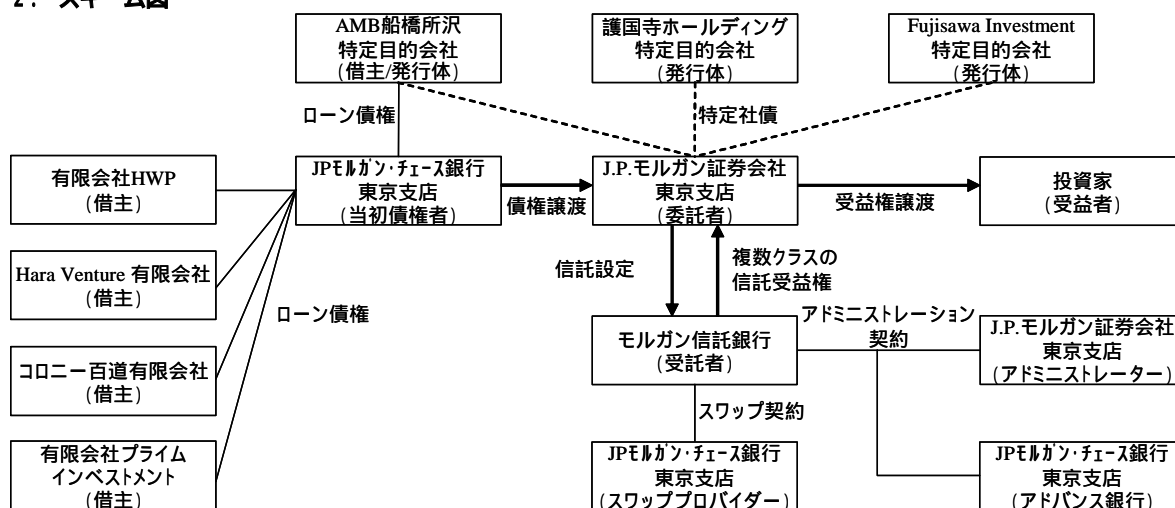
Moody's Investors Service

2005年5月

 ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
 予備格付け根拠

なっているため、各原債権が万一デフォルトに陥った場合にも担保権実行(物件または信託受益権の売却)期間として2年間が確保されている。

2. スキーム図



ポートフォリオの特徴

本件取引は、7件の原債権(残高計29,690,000,000円)及び金銭(計10,000,000円)を裏付けとしている。

原債権オリジネーター

各原債権は、JPMCB及びJPMSAにより、2004年6月から2005年4月までにオリジネートされたものである。

原債権ポートフォリオの分散

原債権ポートフォリオの残高は29,690百万円であり、7件の債権からなる。同ポートフォリオに対するハーフィンダール指数は6.38。

担保物件構成

各原債権の担保となる不動産をポートフォリオ全体で捉えると、物件数は25で、物件タイプとしては事務所ビル38.8%¹¹、倉庫35.7%、店舗22.9%、住居2.6%である。地理的には、東京29.3%、福岡21.1%、千葉17.5%、神奈川16.4%となり、ポートフォリオの7割以上が首都圏に所在する。加えて、都心部のアクセスに優れた店舗、事務所ビル、東京湾岸の高速インターチェンジ至近の倉庫等、ロケーションに優れた物件が多い。首都圏への資産価値の集中は、首都圏における不動産マーケットの規模が大きいことを考慮すると、物件売却時の流動性が高いという点でプラスに評価できると考える。

¹¹ ムーディーズの担保物件評価額に基づく、原債権残高ベースの数値。以下、同じ。



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠表1: 担保物件構成¹²

	事務所ビル		倉庫		店舗		マンション		合計	
	%	数	%	数	%	数	%	数	%	数
東京	16.7%	2	0.0%	0	10.1%	2	2.6%	1	29.3%	5
福岡	19.9%	2	1.1%	1	0.0%	0	0.0%	0	21.1%	3
千葉	0.0%	0	17.5%	6	0.0%	0	0.0%	0	17.5%	6
神奈川	0.0%	0	5.1%	1	11.4%	2	0.0%	0	16.4%	3
埼玉	0.0%	0	12.1%	5	0.0%	0	0.0%	0	12.1%	5
香川	2.2%	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	2.2%	1
栃木	0.0%	0	0.0%	0	0.8%	1	0.0%	0	0.8%	1
群馬	0.0%	0	0.0%	0	0.7%	1	0.0%	0	0.7%	1
計	38.8%	5	35.7%	13	22.9%	6	2.6%	1	100.0%	25

担保形態

各原債権に係る担保権は、不動産信託受益権に対する質権、一般担保、不動産所有権に対する抵当権という形態となっている。

担保物件の所有権

原債権 6 の物件については、一部借地権、原債権 7 の物件については、区分所有権(対一棟建物比 98.8%)となっているが、原債権ポートフォリオの担保物件の大部分が完全所有権の物件となっている。

原債権の金利、約定弁済

原債権の利息は、原債権 1,3,4,6 が固定金利で、変動金利である原債権 2,5,7 に関しては借入人/特定目的会社により金利キャップが購入されている。発行される受益権の期中配当が変動で、ベース金利の基準日も異なることから、カウンターパーティを JPMCB とするスワップ契約が締結される。

原債権 1,3,4,5,6 については期中に一部約定弁済が予定されていることから、満期日におけるレバレッジ水準低下の効果がある。ムーディーズは原債権レベルの分析において、担保物件の分散、テナント分散、実質 DSCR の水準、約定弁済スピード、流動性補充の手当て等を勘案し、約定弁済の実現性をチェックしている。

原債権の期間

7 件の原債権は、2008 年 1 月から 2011 年 3 月までの間に満期日が到来する。本件受益権の最終償還期日は、原債権ポートフォリオに含まれる最も満期日の遅い原債権 1 の満期日から 2 年後に到来することから、全ての原債権は期限の利益喪失から少なくとも 2 年間を回収に充てることが可能な仕組みになっている。

デット・サービス・カバレッジ・レシオ(DSCR)

ムーディーズの想定ネットキャッシュフローに 6.5%のローンコンスタント金利を用いた場合の本件のストレス DSCR 加重平均値は当初 1.64x である。その後、原債権の元本の一部約定弁済が予定されており、パルーンでは同 1.72x に改善が見込まれる。

融資比率(LTV)

ムーディーズの想定キャッシュフローとキャップレートを用いた場合の本件ポートフォリオの加重平均 LTV は当初 65.3%。これは、予定償還期日には 62.3% に改善する予定である(原債権の期限前弁済を考慮しない場合)。

¹² 同上



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

敷金

原債権 1,2 においては、敷金返還債務をオーナーに請求しない旨の同意がなされているテナントを除くテナントについて、敷金はオーナーである不動産信託レベルに積み立てられている（信用状での積立が可能な場合がある）。原債権 3,4,5,7 については、敷金は不動産信託レベルに積み立てられている（信用状での積立が可能な場合がある）。原債権 6 については、敷金は特定社債権者名義の口座に 100%積み立てられている。

資金留保

各原債権で、DSCR トリガーにより物件からの超過キャッシュフローが資金留保される仕組みが組み込まれている。原債権 3 においては実際のネットキャッシュフローに基づく実質 DSCR 及びエンドテナントの賃貸借契約の状況をベースに、原債権 1,2,4,5,6,7 については、ハードルレート 5.50%-6.50% をベースとしたストレス DSCR をベースに、さらに原債権 4 及び 5 についてはストレス DSCR に加えてエンドテナントとの賃貸借契約の状況をベースにした、トリガーが設定されている。なお、ムーディーズは、個々のトリガーの実質的な強さ確認し、各原債権レベルのトランピングに反映させている。

ムーディーズの分析

ムーディーズは、各原債権ファイルを精査した。それぞれの担保物件の分析においては、第三者による鑑定評価書、エンジニアリングレポート、マーケットレポート等の提供された情報を考慮した。物件の安定的キャッシュフローの決定に際し、ムーディーズは物件のマーケットに沿った賃料、空室率、営業経費を担保物件ごとに検討した。またデットサービスに利用可能な安定的キャッシュフローを導くために、ムーディーズはテナント仲介手数料、資金的支出も考慮した。担保物件評価の検討過程で、ムーディーズは、原債権ポートフォリオの 8 割弱¹³の物件について、実査、関係当事者へのインタビューを行った。

原債権の特徴

表 2 に、各原債権の概要を示す（各原債権及び担保物件の詳細は後記詳述）。

表 2: 原債権の概要 (債権残高は信託開始時点の見込み額)

原債権 No.	担保物件タイプ	物件数	債権残高 (千円)	同左シェア (%)	金利	約定返済	満期日	担保権	劣後借入	借入人スポンサー
1	倉庫	6	6,030,000	20.3%	固定	有り	2011/3/20	不動産信託受益権に対する質権及び資産流動化法に基づく一般担保	無し	海外投資会社
2	事務所ビル	3	5,000,000	16.8%	変動	無し	2010/4/20	資産流動化法に基づく一般担保	有り	海外投資会社
3	倉庫/店舗	11	3,823,000	12.9%	固定	有り	2009/10/20	不動産信託受益権に対する質権	無し	国内不動産会社
4	店舗マンション	2	3,115,000	10.5%	固定	有り	2010/4/20	不動産信託受益権に対する質権	無し	海外投資会社
5	事務所ビル	1	2,962,000	10.0%	変動	有り	2008/1/20	不動産信託受益権に対する質権	無し	海外投資会社
6	店舗	1	2,740,000	9.2%	固定	有り	2010/4/20	資産流動化法に基づく一般担保	有り	海外投資会社
7	事務所ビル	1	6,020,000	20.3%	変動	無し	2010/10/20	不動産信託受益権に対する質権	有り	海外投資会社
計		25	29,690,000	100.0%						



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

表3は、ムーディーズによる各原債権の担保物件のネットキャッシュフローと資産価値及び各原債権のLTV(融資比率)とストレスDSCR(デット・サービス・カバレッジ・レシオ)を示している。

表3: ムーディーズによる担保物件の評価、各原債権のLTV及びストレスDSCR¹⁴

原債権 No.	ムーディーズの ネットキャッシュフロー (百万円)	ムーディーズの 資産価値 (百万円)	当初 LTV	ハルーン LTV	当初 ストレス DSCR(x)	ハルーン ストレス DSCR(x)
1	876	11,797	51.1%	49.2%	2.24	2.32
2	463	7,187	69.6%	69.6%	1.42	1.42
3	515	6,549	58.4%	54.0%	2.07	2.24
4	224	4,256	73.2%	67.8%	1.11	1.19
5	247	3,749	79.0%	73.9%	1.29	1.37
6	254	4,105	66.7%	61.2%	1.43	1.56
7	156	2,513	79.6%	79.6%	1.20	1.20
計	2,736	40,156	65.3%	62.3%	1.64	1.72

ムーディーズは各原債権の検討に際して、LTV・DSCR 水準に加え、約定弁済/償還の内容、原債権レベルでの物件分散効果、資金留保メカニズムの強さ(トリガーの設定水準等)などを考慮して、そのクレジットクオリティを決定している。

信用補完の決定

表4は、本件のクラス毎の信用補完レベルを示している。信用補完の数字は各トランシェに対し劣化したクラスの額に相当する。これらはエクイティを含まない数値である。

表4: 信用補完

クラス	格付け	クレジットサ ポート
A	(P)Aaa	24.2%
B	(P)Aa2	14.1%
C	(P)A2	7.4%
D	(P)Baa2	2.4%
E	(P)Baa3	1.3%
F	(P)Ba2	-

ムーディーズは、マルチボロワー型の原債権プールを裏付けとした受益権の格付けにおいては、個々の裏付けの原債権の特徴を考慮したトランシングによる各原債権レベルの信用補完水準を合算することにより(ラージローンモデル)、最終的な原債権プールの信用補完水準を導いており、本件においてもラージローンモデルを用いた分析を行った。つまり、(1)各担保物件の質及び資産価値を評価した上で、(2) LTVとDSCRのターゲットを使い、レバレッジ水準、スポンサー、約定弁済の実現可能性、キャッシュトラップメカニズム等の個々のローン・特定社債(原債権)の特性をもとに調整を加えてトランシングを行い、原債権レベルの信用補完水準を検討し、(3)償還構造の特性を考慮した上で各原債権レベルの信用補完水準を合算することにより受益権レベルの信用補完水準を導き出した。

¹³ ムーディーズの担保物件評価額に基づく、原債権残高ベースの数値。

¹⁴ ムーディーズの想定キャッシュフロー及びハードルレート6.5%に基づく。



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

プロラタ償還

本件取引における受益権の償還については、原債権の満期時における約定弁済及び定時償還、期限前弁済(全額または物件売却による一部弁済)による資金は、表5の償還割当額に従ってプロラタ償還がなされる。原債権にデフォルトが生じ、不動産もしくは受益権の売却により資金を回収した場合にはについては、シーケンシャルベースで受益権の償還に充てられる。ムーディーズでは、プロラタ償還はシーケンシャル償還に比べて、シニアクラスについては、複数の原債権を裏付けにしていることにより享受できる原債権プールのポジティブな分散効果が減少する一方、劣後クラスについては、原債権の定時弁済、約定償還及び期限前弁済においてシニアクラスとともに一定割合の劣後クラスが償還されることからネガティブな分散効果を減少させる効果があるものと考えている。本件取引に対してムーディーズでは、定時弁済に加えて、様々な期限前弁済シナリオを想定し、期限前弁済が生じた際の各残存クラスの信用補完水準と、残存原債権のみでシーケンシャル償還ベースでトランシングをした際の信用補完水準を比較検討し、様々な原債権の期限前弁済が発生したとしても、各クラスの信用補完水準に与える影響は限定的なものであることを確認している。

表5:各原債権及び各物件の償還割当額(単位:千円)

クラス	担保物件	B号	C号	D号	E号	F号
原債権1		600,000	0	0	0	0
	AMB 所沢倉庫LP-113	177,000	0	0	0	0
	船橋DC4	108,000	0	0	0	0
	AMB 潮見倉庫	139,500	0	0	0	0
	AMB 所沢倉庫LP-112	133,500	0	0	0	0
	船橋DC3	58,500	0	0	0	0
	AMB 西浦倉庫	39,000	0	0	0	0
原債権2		649,500	500,000	450,000	0	0
	JPR池袋ビル	333,000	257,000	231,000	0	0
	JPRスクエア博多イースト・ウエスト	298,500	230,000	207,000	0	0
	JPRパークウエスト高松	79,500	62,000	55,500	0	0
原債権3		399,000	150,000	0	0	0
	東扇島倉庫	150,000	56,000	0	0	0
	新習志野倉庫	103,500	39,000	0	0	0
	福岡空港前倉庫	43,500	16,000	0	0	0
	人間中神倉庫	42,000	16,000	0	0	0
	小山店舗	30,000	11,000	0	0	0
	千葉北倉庫	28,500	11,000	0	0	0
	太田店舗	28,500	10,000	0	0	0
	相模原店舗	27,000	10,000	0	0	0
	武蔵村山店舗	18,000	6,000	0	0	0
	草加倉庫	13,500	5,000	0	0	0
	松伏倉庫	7,500	2,000	0	0	0
	原債権4		399,000	300,000	249,750	99,900
西新宿ソフマップビル		336,000	253,000	210,750	84,300	126,600
ガーデン表参道		100,500	76,000	63,000	25,350	38,200
原債権5		300,000	350,000	300,000	49,950	150,000
	Mタワー	300,000	350,000	300,000	49,950	150,000
原債権6		399,000	300,000	150,000	0	0
	クリオ藤沢駅前	399,000	300,000	150,000	0	0
原債権7		150,000	200,000	249,750	99,900	50,000
	小川町東洋ビル	150,000	200,000	249,750	99,900	50,000



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

法的側面等

テール期間

本件受益権は、原債権ポートフォリオにおいて最も満期日の遅い原債権1の満期である約5年半後に償還が予定されているが、受益権の最終償還期日である2013年4月までの2年間で原債権のワークアウトに必要なテール期間として確保されている。

アドミニストレーター

アドミニストレーターであるJPMSAは、本件取引において、マスターサービサーと同様の役割を担っており、各ボロワーや物件受託者からの支払回収・資金管理、開示資料の作成等を行う。原債権のデフォルト発生時には、アセット・ストラテジー・レポート(回収計画)を立案する。アセット・ストラテジー・レポートについては、原則として投資家の承認を要するが、承認手続きがデフォルト発生時から6ヶ月を超える場合や、特別の事情が生じた場合には、投資家の承認を待たずに同計画を遂行できる形となっている。ムーディーズは、JPMSAが本件回収について重要な責任を担う位置付けとなっていると考えている。

ネガティブキャリア

本件取引においては、上記の通り、原債権がデフォルトし不動産もしくは受益権の売却により資金を回収した場合、同資金をシークエンシャルベースで受益権の償還に充てることになる。原債権のデフォルト及び資金回収の順序によっては、受益権配当及び信託費用の支出総額が、残存原債権ポートフォリオからの利息収入総額を上回る、いわゆるネガティブキャリア発生リスクがあることから、劣後クラスの分析においては留意が必要である。しかしながら、本件取引は、裏付け不動産におけるテナントが分散しており安定したキャッシュフローが期待できること、平常時における受益権の償還はプロラタ償還でなされること等から、基本的に当該リスクの発生可能性は限定的であるものと考えられる。

流動性補完

A号乃至F号の予定配当の期日通りの支払いは、アドバンシングファシリティの存在を前提にしている。従って、アドバンス銀行が所定の基準を満たさなくなった場合には、他のアドバンス銀行への変更が要請される。

売却トリガー

原債権2及び7においては、期中目標残高の設定という形での売却トリガーが設定されている。借入人が目標残高を満たせない場合、余剰キャッシュがトラップされ、原債権2については元本弁済に充てられる。ムーディーズでは、売却活動が不調となった場合において、トリガーにヒットした場合にトラップされるキャッシュについて、想定したストレスNCFに基づき算定し、原債権レベルの分析に反映させている。

モニタリング

ムーディーズは、アドミニストレーターを通じ、担保物件の収支明細等、継続的な資産価値評価のベースとなる資料とともに、原債権の回収状況等に関するレポートを受領する予定である。モニタリングにあたっては、マクロ的な動向に加え、各担保物件及び各原債権のパフォーマンス等を総合的に評価し格付けに対する影響をモニターしていくことになる。



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

各原債権の概要

原債権1 (6,030,000千円、原債権ポートフォリオの20.3%)

原債権1は、2004年6月18日及び2004年12月22日にJPMCBにより実行されたノンリコースローン及びJPMSAが購入した特定社債であり、6物件の経済的利益を表象する信託受益権により裏付けられている。満期日は2011年3月20日。担保物件は、埼玉県所沢市、千葉県船橋市に所在する倉庫6棟である。借入人AMB船橋所沢特定目的会社のスポンサーは海外投資会社である。借入人の特定出資者はデラウェア LLC であり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者及びスポンサーから派遣された人間が務める。担保となる不動産は、中央三井信託及びモルガン信託に信託譲渡され、同スポンサー関連会社とのマスターリース契約の下に運営がなされている。主要担保物件の概要は次の通りである。

「船橋DC4」

千葉県船橋市西浦に所在する倉庫。首都高速湾岸線湾岸市川インターチェンジより約1.5km。建物は1990年竣工のS造、地上5階建、延床面積約5,247坪。周辺は千葉県臨海部の工場地域であり、首都圏向けの大型配送拠点が集積している。対象物件は東関東自動車道、京葉道路及び国道357号線へのアクセスが良好であり、前面道路、敷地への大型車の出入りも容易である。また、3、4Fにおいても天井高は6.5m、同床加重が3.0t/坪、昇降機は荷物用3基、リフト9基、敷地内平面駐車場45台を有し、フロア分割が可能である等、倉庫として高い競争力を有する。ムーディーズによる評価額は2,287百万円。2005年4月末日時点において満室稼働。

原債権1においては、ハードルレート6.50%に基づくストレスDSCRが1.15xを下回った場合、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各利払日において、リファイナンスもしくは自己資金によるローン残存元本全額もしくは一部の期限前弁済/償還、もしくは売却される物件のローン割当額の110%相当の金額を弁済/償還することを条件に物件売却による期限前部分弁済/償還が可能となっている。期中の元本一部約定弁済/償還有り。

原債権2 (5,000,000千円、原債権ポートフォリオの16.8%)

原債権2は、JPMSAが2005年4月8日に購入した特定社債であり、3物件の経済的利益を表象する信託受益権等に対する一般担保権により担保されている。満期日は2010年4月20日。担保物件は、東京都豊島区、福岡県福岡市博多区、香川県高松市に所在する事務所ビル3棟である。借入人護国寺ホールディングス特定目的会社のスポンサーは海外投資会社である。借入人の特定出資者はデラウェア LLC であり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者が務める。担保となる不動産は、みずほ信託に信託譲渡され、スポンサー関連会社とのマスターリース契約の下、いずれの物件もマルチテナントビルとして運営がなされている。主要担保物件の概要は次の通りである。

「JPR池袋ビル」

東京都豊島区に所在する事務所ビル。JR山手線「池袋」駅から徒歩6分。1980年竣工のSRC造、地上9階、地下1階建、延床面積約1,957坪、賃貸可能面積約1,390坪、基準階賃貸可能面積約151坪。当該物件は池袋駅より北東方面、中規模の店舗や事務所ビルが立ち並ぶエリアに立地している。当該物件は築年約25年経過するものの、2003年から約6億円かけて大規模な耐震改修工事や設備、内外装のリニューアルを行っており、メンテナンス状況は良好。工事完了後のリーシングでは、工事前より高い水準の成約賃料が見られる。ムーディーズによる評価額は3,292百万円。



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

原債権2においては、ハードルレート5.50%に基づくストレス DSCR が、2006年1月以前においては1.05xを、2006年4月以降においては1.20xを下回った場合、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各利払日において、リファイナンスもしくは自己資金による特定社債残存元本全額もしくは一部の期限前償還、もしくは売却される物件のローン割当額の110%相当の金額を償還することを条件に期限前部分償還が可能となっている。期中の元本一部定時償還無し。目標元金残高が設定されており、2007年4月以前の利払日においては当初残高の100%が目標残高となっているが、2010年1月の利払日においては同8.3%となっている。借入人はかかるスケジュールを満たす形でリファイナンスによる全額償還もしくは物件売却に伴う部分償還をしなければ、余剰キャッシュがトラップされ元本償還に充てられることになる。なお、借入人は、原債権2に劣後する形で、1,200百万円の劣後特定社債を発行している。

原債権3 (3,823,000千円、原債権ポートフォリオの12.9%)

原債権3は、JPMCBにより2004年9月29日から2005年3月24日までにオリジネートされたノンリコースローンであり、11物件の経済的利益を表象する信託受益権に対する第一順位質権設定により担保されている。満期日は2009年10月20日。担保物件は、神奈川県川崎市川崎区、千葉県習志野市他に所在する倉庫、店舗、計11棟である。借入人有限会社HWPのスポンサーは国内不動産会社である。借入人の社員持分権者はケイマンSPCであり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者。担保となる不動産は、UFJ信託及びみずほ信託に信託譲渡され、借入人とのマスターリース契約の下に運営がなされている。主要担保物件の概要は次の通りである。

「東扇島倉庫」

川崎市川崎区東扇島に所在する倉庫。首都高速道路湾岸線東扇島インターチェンジに近接、羽田空港へ約8km。二棟の倉庫からなり、東扇島物流センターは1985年築のS造で、地上3階地下1階建、延床面積約1,483坪。東扇島第2物流センターは1987年築のS造で、地上7階建、延床面積約3,824坪。周辺は、輸入貨物を取り扱う企業や物流・倉庫・港湾事業関連施設が多く集積。首都高速湾岸線の利用が容易で、川崎港を中心に、羽田空港・東京港・横浜港など複数の物流インフラへのアクセスが可能であり、東京都心部、横浜、川崎などの大消費地への交通アクセスも良好であることから、物流施設に適したロケーションである。当該物件は、空調も整備され、1Fの天高が6.7-7.9m、同床加重が2.0t/坪のスペックを備えている。ムーディーズによる評価額は2,234百万円。2005年4月末日時点において3PL¹⁵事業者に一括賃貸。

原債権3においては、実質DSCRが2.00xを下回った場合等において、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各営業日においてリファイナンスによるローン残存元本全額の期限前弁済、もしくは各利払日において売却される物件のローン割当額の125%相当の金額を弁済することを条件に期限前部分弁済が可能となっている。期中の元本一部約定弁済有り。

原債権4 (3,115,000千円、原債権ポートフォリオの10.5%)

原債権4は、JPMCBにより2004年11月16日及び同年12月17日にオリジネートされたノンリコースローンであり、2物件の経済的利益を表象する信託受益権に対する第一順位質権設定により担保されている。満期日は2010年10月20日。担保物件は、東京都新宿区、港区に所在する店舗及び住居である。借入人Hara Venture有限会社のスポンサーは海外投資会社である。借入人の社員持分権者はケイマンSPC

¹⁵ "3rd Party Logistics"の略称



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

であり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者が務める。担保となる不動産は、みずほ信託及び新生信託に信託譲渡され、借入人とのマスターリース契約の下に運営がなされている。主要担保物件の概要は次の通りである。

「西新宿ソフマップビル」

東京都新宿区に所在する店舗ビル。JRほか「新宿」駅から徒歩3分、1994年竣工、S/RC造地上5階、地下2階建、延床面積約411坪、賃貸可能面積約397坪、基準階賃貸可能面積約58坪。対象物件はIT関連商品販売の高度集積地で、非常に繁华性の高い新宿駅西口エリアに立地し、パソコン専門店に10年間の普通賃貸借契約で一棟貸しされている。店舗用途の需要が旺盛な当該エリアにおいて、1棟で程好い面積を確保できる当該物件は非常に希少性が高い。ムーディーズによる評価額は3,354百万円。

原債権4においては、ハードルレート6.25%に基づくストレスDSCRが1.05xを下回った場合及び主要テナントが退去通知もしくはデフォルトした場合に、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各営業日においてリファイナンスによるローン残存元本全額の期限前弁済、各利払日において物件売却によるローン残存元本全額の期限前弁済、もしくは売却される物件のローン割当額の110%相当の金額を弁済することを条件に物件売却による期限前部分弁済が可能となっている。期中の元本一部約定弁済有り。

原債権5 (2,962,000千円、原債権ポートフォリオの10.0%)

原債権5は、JPMCBにより2004年8月31日にオリジネートされ、1物件の経済的利益を表象する信託受益権に対する第一順位質権設定により担保されている。満期日は2008年1月20日。担保物件は、福岡県福岡市早良区に所在する事務所ビルである。借入人コロニー百道有限会社のスポンサーは海外投資会社である。借入人の社員持分権者はデラウェアLLCであり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者。担保となる不動産は、モルガン信託に信託譲渡され、借入人とのマスターリース契約の下、マルチテナントビルとして運営がなされている。担保物件の概要は次の通りである。

「Mタワー」

福岡市早良区に所在する事務所ビル。福岡市地下鉄空港線「西新」駅から徒歩17分、西鉄バス「博物館北口」停留所から徒歩1分。1996年竣工のS・SRC造、地上18階建、地下1階。延床面積約5,369坪、賃貸可能面積約2,987坪、基準階賃貸可能面積約217坪。対象物件の所在する一画地は旧住宅・都市整備公団によって開発された「スカイステージももちセンターステージ」であり、周辺はコンピュータ関連企業の高層事務所ビルが集積するソフトリサーチパーク、高層マンション、戸建住宅、福岡市博物館・総合図書館、福岡タワー、海浜公園、ホークスタウンが広がる「シーサイドももち」と称される地域である。対象物件のメンテナンス状況は良好、グレードや視認性は高いが、複数テナントの退去により現状の空室が約30%と高い為、リースアップ状況を注視していく必要がある。ムーディーズによる評価額は3,749百万円。

原債権5においては、ハードルレート6.05%に基づくストレスDSCRが1.20xを下回った等の場合、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各利払日において、物件売却によるローン残存元本全額の期限前弁済が可能となっている。期中の元本一部約定弁済有り。


Moody's Investors Service

2005年5月

 ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
 予備格付け根拠

原債権6 (2,740,000千円、原債権ポートフォリオの9.2%)

原債権6は、JPMSAが2005年4月5日に購入した特定社債であり、1物件の所有権等に対する一般担保権より担保されている。満期日は2010年4月20日。担保物件は、神奈川県藤沢市に所在する店舗である。借入人 Fujisawa Investment 特定目的会社のスポンサーは海外投資会社である。借入人の特定出資者はケイマン SPC であり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者が務める。担保となる不動産は、借入人が所有し、マルチテナントビルとして運営がなされている。担保物件の概要は次の通りである。

「クリオ藤沢駅前ビル」

藤沢市南藤沢に所在する店舗付共同住宅の店舗部分及び立体駐車場。JR 東海道線及び小田急江の島線「藤沢」駅からペDESTリアンデッキで直結、2005年竣工、RC造地上16階、地下2階建のうち1~4階を区分所有。延床面積約969坪、賃貸可能面積約810坪、基準階賃貸可能面積約252坪。立体駐車場はS造平屋建て、立体駐車場の土地は店舗付共同住宅管理組合からの借地権。対象物件は大規模商業施設が集積する藤沢駅の最も繁華性の高い南口駅前広場に面し、ペDESTリアンデッキで3階に直結していることから、非常に高い競争力を有する。ムーディーズによる評価額は4,105百万円。

原債権6においては、ハードルレート6.25%に基づくストレス DSCR が 1.05x を下回った場合、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各利払日において、物件売却によるローン残存元本全額の期限前弁済が可能となっている。期中の元本一部約定弁済有り。なお、借入人は、原債権6に劣後する形で、452百万円の劣後特定社債を発行している。

原債権7 (6,020,000千円、原債権ポートフォリオの20.3%)

原債権7は、JPMCBにより2005年4月19日にオリジネートされ、1物件の経済的利益を表象する信託受益権及び現預金(4,020百万円)に対する第一順位質権設定により担保されている。満期日は2010年10月22日。担保物件は、東京都千代田区に所在する事務所ビルである。借入人有限会社プライムインベストメントのスポンサーは海外投資会社である。借入人の社員持分権者はケイマン SPC であり、借入人の取締役はスポンサーから独立した第三者。担保となる不動産は、UFJ 信託に信託譲渡され、マルチテナントビルとして運営がなされている。担保物件の概要は次の通りである。

「小川町東洋ビル」

東京都千代田区に所在する事務所ビル。都営新宿線「小川町」駅から徒歩1分、加えて東京メトロ千代田線「新御茶ノ水」駅、及び東京メトロ丸の内線「淡路町」駅から徒歩2分。1975年竣工のSRC造、地上8階、地下2階建の区分所有建物(全占有面積の98.76%所有)。延床面積約1,230坪、賃貸可能面積約823坪、基準階賃貸可能面積約149坪。対象物件は築年約30年経過するものの、1998年に大規模な改修工事を約4億円かけて行っており、メンテナンス状況は良好。対象物件は書店、スポーツ用品店が集積する靖国通りのすぐ南側に立地し、当該エリアにおいて100坪以上のフロアプレートを確認できる点で希少性が高く、2003年以降満室稼働している。ムーディーズによる評価額は2,513百万円。

原債権7においては、ハードルレート6.50%に基づくストレス DSCR が 1.05x を下回った場合、借入人への配当を資金留保する仕組みが設定されている。ロックアウト期間の設定は無い。各利払日において、リファイナンス、自己資金もしくは物件売却によるローン残存元本全額の期限前弁済が可能となっている。期中の元本一部約定弁済無し。目標元金残高が設定されており、2007年7月以前の利払日においては残



Moody's Investors Service

2005年5月

ムーディーズ・ストラクチャード・ファイナンス
予備格付け根拠

高2,000百万円の目標残高となっているが、2007年10月の利払日においては同0百万円となっている。借入人はかかるスケジュールを満たす形でファイナンスもしくは物件売却に伴う弁済をしなければ、余剰キャッシュがトラップされることになる。なお、借入人は、原債権7に劣後する形で、約152百万円の劣後ローンを有している。

各原債権の担保物件の概要は表6の通りである。

表6: 各原債権の担保物件の概要

債権	担保物件	所在	物件タイプ	賃貸可能面積(坪)	稼働率	ムーディーズの ネットキャッシュ フロー (百万円)	ムーディーズの 資産価値 (百万円)	PML	鑑定 評価額 (百万円)
1	AMB 所沢倉庫LP-113	埼玉県所沢市	倉庫	5,922	100%	218	2,906	10.1%	2,830
	船橋DC4	千葉県船橋市	倉庫	5,000	100%	169	2,287	16.1%	2,290
	AMB 潮見倉庫	千葉県船橋市	倉庫	5,577	100%	171	2,341	7.4%	2,240
	AMB 所沢倉庫LP-112	埼玉県所沢市	倉庫	4,497	100%	172	2,292	11.5%	2,130
	船橋DC3	千葉県船橋市	倉庫	3,491	100%	95	1,269	14.3%	1,230
	AMB 西浦倉庫	千葉県船橋市	倉庫	1,515	100%	52	702	8.2%	627
*不動産鑑定は、船橋DC4及び船橋DC3は2004年12月時点、その他は2004年4月時点						876	11,797		11,347
**稼働率は、船橋DC4及び船橋DC3は2004年12月時点、その他は2005年3月時点									
2	JPR池袋ビル	東京都豊島区	事務所ビル	1,390	84%	198	3,292	12.4%	3,500
	JPRスクエア博多イースト・ウエスト	福岡県福岡市	事務所ビル	2,569	80%	208	3,101	0.9%	3,100
	JPRパークウエスト高松	香川県高松市	事務所ビル	755	88%	58	794	4.9%	900
*不動産鑑定は2005年3月時点						463	7,187		7,500
**稼働率は、JPRパークウエスト高松は2005年1月時点、その他は2005年2月時点									
3	東扇島倉庫	神奈川県川崎市	倉庫	4,970	100%	170	2,234	19.0%	1,833
	新習志野倉庫	千葉県習志野市	倉庫	3,841	100%	115	1,510	14.8%	1,270
	福岡空港前倉庫	福岡県糟屋郡	倉庫	1,510	100%	42	487	0.1%	534
	入間中神倉庫	埼玉県入間市	倉庫	1,252	100%	40	498	9.6%	523
	小山店舗	栃木県小山市	店舗	929	100%	28	345	10.6%	373
	千葉北倉庫	千葉県千葉市	倉庫	1,317	100%	34	389	6.2%	357
	太田店舗	群馬県太田市	店舗	399	100%	26	305	2.2%	355
	相模原店舗	神奈川県相模原市	店舗	292	100%	24	305	5.5%	336
	武蔵村山店舗	東京都武蔵村山市	店舗	230	100%	17	218	9.9%	224
	草加倉庫	埼玉県草加市	倉庫	413	100%	14	172	11.8%	173
	松伏倉庫	埼玉県北葛飾郡	倉庫	232	100%	7	86	11.8%	94
*不動産鑑定は、東扇島倉庫及び入間中神倉庫は2005年2月時点、 小山店舗は2004年12月時点、福岡空港前倉庫は2004年11月時点、松伏倉庫は2004年9月時点、 太田店舗及び武蔵村山店舗は2004年6月時点、新習志野倉庫、千葉北倉庫、相模原店舗及び草加倉庫は2004年3月時点						515	6,549		6,072
**稼働率は、全物件につき2005年3月時点									
4	西新宿ソフマップビル	東京都新宿区	店舗	397	100%	178	3,354	6.5%	3,595
	ガーデン表参道	東京都渋谷区	マンション	231	100%	46	902	5.8%	956
*不動産鑑定は、西新宿ソフマップビルは2004年9月時点、 ガーデン表参道は2004年8月時点						224	4,256		4,551
**稼働率は、西新宿ソフマップビルは2005年3月時点、ガーデン表参道は2004年12月時点									
5	Mタワー	福岡県福岡市	事務所ビル	2,987	70%	247	3,749	0.1%	3,960
*不動産鑑定は2004年8月時点、稼働率は、2005年4月時点									
6	クリオ藤沢駅前	神奈川県藤沢市	店舗	810	88%	254	4,105	11.2%	4,340
*不動産鑑定は2005年3月時点、稼働率は、2005年3月時点									
7	小川町東洋ビル	東京都千代田区	事務所ビル	156	100%	182	2,513	14.0%	2,811
*不動産鑑定は2005年2月時点、稼働率は、2005年1月時点									
合計						2,736	40,156		40,581

以上