

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

＜資産証券化商品＞ 信託受益権 201802(契約番号 220133)

【据置】

信託受益権格付	
優先受益権	A A A
B 1 受益権	A A -
B 2 受益権	A
劣後受益権	A -

■格付事由

本件は、オートローン ABS に対する格付である。

1. スキームの概要

- (1) オリジネーター（原信託委託者）は、オートローン債権を原信託受託者に信託譲渡し（原信託）、取得した原信託受益権を投資家に譲渡することにより、資金調達を過去複数回にわたって行っている。
- (2) 当初の再信託設定において、当該投資家（再信託委託者）は、かかる原信託受益権を三菱 UFJ 信託銀行（再信託受託者）に信託譲渡し、シリーズセラー受益権を取得する。当初信託にかかるシリーズセラー受益権はシリーズ優先受益権、B1 受益権、B2 受益権および劣後受益権に分割される。
- (3) 再信託委託者はシリーズ優先受益権を他の投資家に譲渡することにより資金調達を行い、他の受益権は引き続き保有する。
- (4) 劣後配当停止事由が発生していないこと等、一定の事由を条件に、再信託委託者はその資金需要に応じ、一定の間隔で原信託受益権の追加信託を行い、その都度シリーズセラー受益権を取得する（マスタートラスト）。追加信託にかかるシリーズセラー受益権はその都度、追加信託にかかるシリーズ優先受益権、B1 受益権、B2 受益権および劣後受益権に分割され、再信託委託者は追加信託にかかるシリーズ優先受益権を他の投資家に譲渡することにより資金調達を行い、他の受益権は引き続き保有する。
- (5) オリジネーターは原信託にかかる信託事務委任契約に基づき、サービサーとして原信託にかかるオートローン債権の回収を代行し、その回収金を原信託受託者に引き渡す。オリジネーターは、オートローン債務者から支払われる回収金を毎月原信託受託者に引き渡すほか、一定金額を上限に貸倒債権の買戻しを行う。原信託受託者はこの回収金および買戻し代金を原資に再信託受託者（原信託受益者）に対して元本償還と配当の支払いを行う。
- (6) 原信託において、回収金の利息相当分は各信託計算期日に公租公課・費用等、信託受益権配当の順に充当される。再信託において、原信託の受益権配当が再信託の優先配当の予定支払額に満たない場合、支払いがなされなかった優先配当は翌月以降に繰り延べられる。
- (7) 優先ないし劣後受益権元本の償還は月次パススルー、シークエンシャル・ペイメント方式となっている。まず優先受益権の償還が行われ、これが全額償還された後に B1 受益権の償還が開始されることとなっており、B2 および劣後受益権も同様である。
- (8) 流動性補完として、格付引き下げなど現金準備金増額事由が発生した場合には、再信託委託者は流動性補完必要額（優先配当及び信託報酬の 4 か月分相当など）を金銭にて追加信託する義務を負う。なお、バックアップサービサーの設置は当初留保されている。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) 対象債権の貸倒リスク・キャンセルリスク

オリジネーターが保有するオートローン債権の債務者について、破産・支払遅延等が発生した場合や、オートローン実行後にキャンセルが発生した場合に、債権の回収が予定通り行われないうリスクがある。このリスクに対して、貸倒率やキャンセル率等の過去実績にもとづき、優先受益権、B1 受益権および B2 受益権についてそれぞれ必要とされる劣後水準を設定している。対象債権には適格要件が設定されているため、母体債権より質の劣る債権が譲渡されていることはないと判断される。

(2) サービサーの信用悪化に係るリスク

① コミングリング・リスク

対象債権からの回収金はサービサーのもとに約 50 日間滞留した後、受託者に送金される。オリジネーターが万一破綻した場合、回収金がオリジネーターの資産と混同され、引き渡しが行われないうリスク（コミングリング・リスク）が生じうるが、本件では次月の約定返済金相当額を仮払金として引き渡すことにより、コミングリング・ロスを縮減する方策がとられている。これに加え、劣後受益権の一部がコミングリング・リスク対応信用補完となっている。

② バックアップサービサー体制

オリジネーターに関して、信託債権回収金等の送金義務の懈怠など信託事務委任契約解除事由が発生した場合、受託者は現サービサーへの事務委任を解除することができる。

本件では、当初バックアップサービサーの設置は留保されているが、原信託契約において、一定の事由が発生した場合には、受託者は第三者との間でバックアップサービシング契約を締結し、サービシング業務のオリジネーター兼サービサーへの委託が解除された場合におけるサービシング業務の承継に関する事務および承継後のサービシング業務の遂行を委任できることとされている。さらに、サービサーの長期発行体格付の低下などの現金準備金増額事由が発生した場合には再信託委託者があらかじめ設定された金額を追加信託することとなっている。

(3) 信託内のキャッシュフロー不足リスク

予定優先配当額が満額支払われないなど一定の事由が発生した場合には、劣後受益権の配当が停止される取り決めとなっている。なお、本件では、優先受益権配当に不足が生じた場合、翌信託計算期間に当該不足分の支払いを繰り延べることができる。

3. 格付評価のポイント

(1) 優先受益権/B1 受益権/B2 受益権

① 損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

本件分析は、貸倒率・キャンセル率・期限前返済率等のヒストリカルデータ及び詳細な属性データを分析しキャッシュフロー上の特徴を考慮し、劣後部分の水準がキャッシュフローの予想損失・予想回収額・債務者の分散度に比して十分か否かを主要なポイントとした。

貸倒率についてはダイナミックデータなどから算出されたベース貸倒率に対して今後の見通しを勘案して一定のストレスをかけてキャッシュフローを分析した。本件証券化では貸倒債権の内、長期延滞債権の計上基準として 2 ヶ月超延滞が採用されている。キャンセル率についてもダイナミックデータなどから算出されたベースキャンセル率に対して今後の見通しを勘案して一定のストレスをかけてキャッシュフローを分析した（ストレス考慮後の想定貸倒・キャンセル率は AAA・AA-・A でそれぞれ 0.336%・0.270%・0.235%）。

期限前返済率についてはダイナミックデータなどから算出されたベース期限前返済率を算出し、今後の見通しを勘案して一定のストレスをかけてキャッシュフローを分析した（ストレス考慮後の想定期限前返済率は AAA・AA-・A でそれぞれ 3.259%・2.621%・2.280%）。なお、期限前返済率がゼロとなるケースも合わせて計算し、保守的な結果を採用している。

本件で設定されている劣後金額は上述のストレスを考慮して計算された、本件で必要とされる劣後金額の水準を上回っており、優先受益権については AAA 相当のリスクの範囲内で元本償還・配当支払を行うのに十分な水準であることを、B1 受益権および B2 受益権についてはそれぞれの格付相当のリスクの範囲内で元本償還を行うのに十分な水準であることを確認している。

以下の前提のもとで、期中に貸倒率がベースレートを上回って変化することを仮定とした感応度分析を行った。

(前提)

- ・ 評価時点は 2019 年 2 月時点
- ・ 算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、優先受益権に対して採用するベース貸倒率を 0.176%に移動させた場合には、現時点の劣後比率を前提とした格付は「AA」となった。B1 受益権に対して採用するベース貸倒率を 0.165%に移動させた場合には、現時点の劣後比率を前提とした格付は「A」となった。また、B2 受益権に対して採用するベース貸倒率を 0.160%に移動させた場合には、現時点の劣後比率を前提とした格付は「BBB+」となった。

(2) 劣後受益権

① 損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

オリジネーターは貸倒債権を一定の上限額まで買い戻すこととなっており、「A-」の格付に対応する貸倒・キャンセルのリスクおよびコミングリング・ロスの合計額をカバーしている。また、現金準備金の毀損は、オリジネーターが破綻した際に顕在化するものである。

以上より、劣後受益権について信託期間満了日までに元本の全額償還が行われる可能性は、B2 受益権の格付を上限として、基本的にオリジネーターの信用力に収斂・連動するものと考えられる。オリジネーターの信用力分析を行った結果、信用力が変化すると判断した場合には、B2 受益権の格付を上限として、劣後受益権の格付も連動して変更されうる。なお、現時点までにオリジネーターの信用力に変更がないと判断している。

(3) その他の論点

- ① 原信託および再信託における信託譲渡は真正な譲渡を構成するものと考えられる。
- ② 本件の信託口座は、一定の水準以上の短期格付またはこれと同程度の長期発行体格付を JCR から付与されている金融機関に開設されている。
- ③ 関係当事者の本件運営にかかる事務遂行能力に現時点で懸念すべき点はみられない。

以上より、優先受益権の信託期間満了日までの配当満額の支払いと元本償還の確実性は、優先劣後構造および法的手当てによって「AAA」と評価できる水準が維持されていると考えられ、優先受益権の格付を「AAA」据え置きと評価した。B1 受益権および B2 受益権については、信託期間満了日までの元本償還の確実性は優先劣後構造および法的手当てによってそれぞれ「AA-」、「A」と評価できる水準にあると考えられ、B1 受益権および B2 受益権の格付をそれぞれ「AA-」および「A」据え置きと評価した。また、劣後受益権の信託期間満了日までの元本償還の確実性は、オリジネーターの信用力に収斂・連動するものと考えられ、劣後受益権の格付を「A-」据え置きと評価した。

(担当) 荘司 秀行・古口 雄介

■格付対象

【据置】

対象	発行額	劣後比率	信託期間満了日***	ケボン・タイプ	格付
優先受益権	28,824,000,000 円	7.79%	2025 年 12 月 8 日	固定	AAA
B1 受益権	522,470,724 円*	6.12%	2025 年 12 月 8 日**		AA-
B2 受益権	281,335,999 円*	5.22%			A
劣後受益権	1,631,748,800 円*	-		実績配当	A-

上記発行額の総額：31,259,555,523 円

* 追加信託により増額した場合は、かかる増額後の金額。

** 追加信託が行われた場合は、かかる追加信託により変更された後の日。

*** 本件における事実上の法定最終償還期日

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2018 年 2 月 28 日
受益権譲渡日****	2018 年 2 月 28 日
流動性・信用補完措置	優先受益権：優先劣後構造<劣後比率 7.79%>および現金準備金 ※劣後比率：1 - 優先受益権元本 ÷ 原信託債権元本 B1 受益権：優先劣後構造<劣後比率 6.12%>および現金準備金 ※劣後比率：1 - (優先受益権元本 + B1 受益権元本) ÷ 原信託債権元本 B2 受益権：優先劣後構造<劣後比率 5.22%>および現金準備金 ※劣後比率：1 - (優先受益権元本 + B1 受益権元本 + B2 受益権元本) ÷ 原信託債権元本 劣後受益権：オリジネーターのパーソナルサポート
償還方法	月次パススルー償還、シークエンシャルペイ

上記格付はバーゼルⅡに関連して金融庁が発表した『証券化取引における格付の公表要件』を満たしている。

**** 本件における事実上の発行日

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

オリジネーター	東京都所在の大規模その他金融業
再信託受託者	三菱 UFJ 信託銀行株式会社
アレンジャー	三菱 UFJ 信託銀行株式会社

格付提供方針に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2019 年 3 月 27 日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉山 成夫
主任格付アナリスト：荘司 秀行
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014 年 1 月 6 日)として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法(格付方法)の概要は、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「オートローン債権」(2014 年 6 月 2 日)の信用格付の方法として掲載している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。
- 格付関係者：
(オリジネーター等) 東京都所在の大規模その他金融業(ビジネス上の理由により非公表：オリジネーター一名が公表された場合、オリジネーターのレピュテーションへの影響等の不利益が生じる可能性があるため)
(アレンジャー) 三菱 UFJ 信託銀行株式会社
- 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。JCR は、格付付与にあたって必要と判断する情報の提供を発行者、オリジネーターまたはアレンジャーから受けているが、その全ては開示されていない。本件信用格付は、資産証券化商品の信用リスクに関する意見であって、価格変動リスク、流動性リスクその他のリスクについて述べるものではない。また、提供を受けたデータの信頼性について、JCR が保証するものではない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。ま