

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。

全共連第 4 回劣後ローン流動化株式会社

【新規】

債券予備格付

A A -

■ 格付事由

1. スキームの概要

- (1) 本件は、全国共済農業協同組合連合会（JA 共済連）に対する劣後ローンを特別目的会社を利用して流動化することにより、JA 共済連の広義自己資本の充実を図るものである。
- (2) 大和証券株式会社（原債権者）は、JA 共済連との間で締結された劣後ローン契約に基づき、JA 共済連に対して総額 300 億円（予定）の劣後ローンを実行する。
- (3) 全共連第 4 回劣後ローン流動化株式会社（発行会社）は、原債権者との間で締結する劣後ローン債権譲渡契約に基づき、JA 共済連に対する劣後ローン債権を譲り受け、これを裏付として第 1 回無担保社債（本社債）を発行する。当該譲渡に対する債務者対抗要件および第三者対抗要件は、JA 共済連の当該譲渡日における確定日付ある証書による承諾により具備される。
- (4) 期中において、本社債の利払い原資である劣後ローンの利息の支払いは、JA 共済連から発行会社に直接行われる。劣後ローン契約には、JA 共済連の裁量により利息支払いを繰延べることができる条項および JA 共済連の支払余力比率が 200%を下回ったなどの場合に、利息支払いを繰延べる条項が存在し、その場合には、本社債の利息支払いについても繰延べられる。
- (5) 本社債の元本は最終償還日に一括償還される。ただし、当該償還を行った後において JA 共済連が十分な支払余力比率を維持することができると見込まれないなどの場合には劣後ローンの最終弁済日が延長され、かかる場合には、本社債の最終償還日は延長後の劣後ローン最終弁済日の直後の利払日まで延長される。また、裏付となる劣後ローンは JA 共済連の選択その他の事由により期限前弁済を行うことができ、その場合、本社債の元本は一括して期限前償還される。

2. JA 共済連の劣後ローンの格付

(1) JA 共済連の長期発行体格付

JA 共済連は、JA グループの共済事業者。生損兼営を強みとし、相互扶助の事業理念のもと幅広く保障を提供することにより、全国の組合員・利用者の生活基盤を支えている。共済事業に保険業法は適用されないが、農業協同組合法などによって保険業法と同レベルの規制が課されている。

JA 共済連の発行体格付には、傘下の共栄火災海上保険などを含む JA 共済グループの信用力を反映している。JA 共済グループのグループ信用力は、堅固な事業基盤、比較的高く安定的な収益力、慎重なリスクテイク方針とリスク対比でみた資本充実度などを評価しており「AA+」相当とみている。共済事業は全国の JA と一体運営されており、JA グループの存在は厚みのある顧客基盤を有する点で JA 共済グループの信用力にプラスに働いている。一方、JA グループからの財務的な支援の可能性は織り込んでいないため、JA グループの信用力が JA 共済連の発行体格付に直接的に影響を及ぼすとはみていない。

(2) JA 共済連の劣後ローンにかかる元利金支払いの確実性

JCR では、劣後ローンを含むハイブリッド証券の格付において、①繰延条項に基づき利息・配当が繰延べられる可能性が「デフォルト（債務不履行）」に陥る可能性よりも通常高いこと（繰延べの可能性）、②一般債務よりも借入人破綻時の請求権順位が劣後しており、回収可能性が低いこと（劣後性）一に着目している。

JA 共済連破綻時における劣後ローンの請求順位は全負債（劣後ローンを含む劣後ローンと実質的に同順位の劣後債務などを除く）に劣後する。また、利払いに関しては強制停止条項および任意停止条項が、元本の弁済に関しては一定の要件（弁済要件）を充足しない場合に繰延べる旨が規定されている。利払いが停止される可能性および元本の弁済が繰延べられる可能性は、JA 共済連の財務状況などを勘案すると現状、低いと JCR ではみている。このような劣後性と元利金にかかる繰延条項を勘案し、劣後ローンの予備格付を長期発行体格付から 2 ノッチ下の「AA-」とした。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) 真正譲渡性

劣後ローン債権の譲渡に関しては、主に以下の理由により、真正な譲渡を構成すると考えられる。

- ・ 原債権者ならびに発行会社は劣後ローン債権譲渡について真正譲渡を企図している。
- ・ 原債権者は譲渡した劣後ローン債権を買い戻す義務を有していない。
- ・ 原債権者は、譲受人である発行会社に対して、劣後ローン債権の元利金を保証する等の義務を負っていない。

(2) 本社債支払原資のキャッシュフロー

JA 共済連により支払われる本社債の利払い・償還原資が発行会社へ送金される際に別の関係当事者の口座を経由する場合、当該関係当事者のデフォルトにより、当該原資がコミングルする可能性がある。

しかし、本件において、JA 共済連から支払われる金銭は直接発行会社の口座に入金されるため、このようなリスクはない。

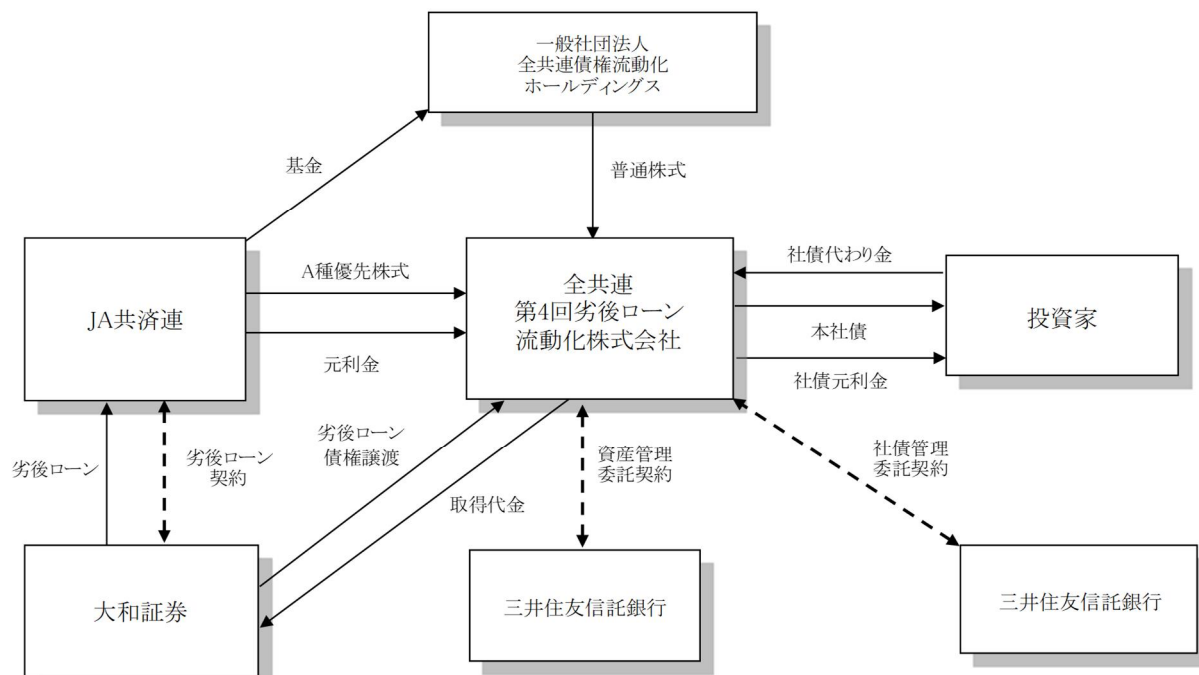
(3) 発行会社の倒産隔離

発行会社の倒産隔離に関しては、スキーム関係当事者がデフォルトした場合にも影響を受けないようにするための倒産隔離と、発行会社自体が法的倒産手続きに入らないようにするための倒産隔離が必要だが、前者については、発行会社の資金的・人的関係がスキームの関係当事者から切り離されていること、後者については、発行会社に倒産開始原因となりうる借入などの行為、その他本件実行に関係のない業務を行わない旨、契約書にて約束させていることで手当てされる。

4. 格付評価のポイント

上記より、ストラクチャーについての問題はなく、本社債の予備格付は劣後ローンの予備格付と同一の「AA-」であると評価される。なお、本社債の予備格付は劣後ローンの予備格付と同様に、期日における利息および元本満額の最終の償還日までの支払いの確実性を評価したものである。

【スキーム図】



(担当) 莊司 秀行・齊木 利保

■ 格付対象

【新規】

対象	発行予定額*	最終償還日	予備格付
第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債 (劣後特約及び責任財産限定特約付)	300億円	2055年9月22日	AA-

＜発行の概要に関する情報＞

発行予定日	2025年9月22日
利率*	2035年9月22日まで：未定（固定（注1）） 2035年9月22日の翌日以降：未定（変動（注2））
利払日	毎年3月22日および9月22日
償還方法	満期一括償還 ※2035年9月22日以降5年ごとにJA共済連の選択により期限前償還可能
流動性・信用補完措置	なし

* 発行額および利率については2025年9月11日に決定予定。

（注1）（1）市場の慣行として10年満期の円建て社債の条件決定において参照する10年国債の流通利回り（年2回複利ベース）に加える加算率の幅を提示する方法、または、（2）利率の幅を提示する方法で仮条件を提示したうえで決定される値

（注2）10年目以降5年毎にその時点の5年国債金利に、仮条件の提示を（注1）（1）の方法によった場合には決定された加算率に1.00%を加える方法、また、仮条件の提示を（注1）（2）の方法によった場合には決定された利率から当該利率決定時において市場の慣行として10年満期の円建て社債の条件決定において参照する10年国債の流通利回り（年2回複利ベース）を控除した値に1.00%を加える方法で決定される値

＜ストラクチャー、関係者に関する情報＞

発行会社	全共連第4回劣後ローン流動化株式会社
劣後ローン借入人	全国共済農業協同組合連合会
原債権者	大和証券株式会社
資産管理会社	三井住友信託銀行株式会社
社債管理者	三井住友信託銀行株式会社
アレンジャー	大和証券株式会社

＜裏付資産に関する情報＞

裏付資産の概要	全国共済農業協同組合連合会に対する劣後ローン
---------	------------------------

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2025年8月26日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：濤岡 由典
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、「リパッケージ商品」（2019年8月5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：
（発行体・債務者等） 全国共済農業協同組合連合会
（アレンジャー） 大和証券株式会社
- 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期日における利息および元本の支払いの確実性の程度を等級をもって示すものである。
なお、本社債につき、約定により許容される利息の支払停止や元本の支払繰延べが生じた場合、当該支払停止・繰延べは「債務不履行」に当たらないが、JCRでは債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。
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。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
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。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
- 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
格付対象商品および裏付資産に関する、アレンジャーから入手した証券化関連契約書類
なお、JCRは格付申込者等から格付のために提供を受ける情報の正確性に関する表明保証を受けている。
- 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、いずれかの格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
- 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
- JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 **日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル