

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。

日本生命第5回劣後ローン流動化株式会社

【新規】
債券格付 A A -

■格付事由

1. スキームの概要

- (1) 本件は、日本生命保険相互会社（日本生命）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、日本生命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、日本生命との間で締結された劣後ローン契約に基づき、日本生命に対して総額1,300億円の劣後ローンを実行する。
- (3) 日本生命第5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、日本生命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、日本生命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、日本生命から発行会社に直接行われる。劣後ローン契約には、日本生命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日本生命のソルベンシー・マージン比率が200%を下回ったなどの場合に、利息支払いを繰延べることができる条項が存在し、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日本生命が十分なソルベンシー・マージン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償還日が延長され、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償還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日本生命の選択その他の事由により期限前償還を行うことができ、その場合、本社債の元本は一括して期限前償還される。

2. 日本生命の劣後ローンの格付

(1) 日本生命の長期発行体格付

日本生命は、国内最大手の生命保険グループ、日本生命グループの中核会社である。日本生命グループは、国内保険事業のほか、海外保険事業、アセットマネジメント事業などを展開している。国内では大樹生命保険（旧三井生命保険）、金融機関窓販事業を担うニッセイ・ウェルス生命保険（旧マスマチュアル生命保険）、乗合代理店等に対応する「はなさく生命保険」（19年4月開業）による国内4社体制を構築し、マルチチャンネル戦略を加速させてきた。最終年度を迎えている中期経営計画においてグループ事業の収益拡大を掲げており、メインチャンネルである営業職員チャンネルを中心にグループシナジーを追求している。海外では16年に豪MLC社にマジョリティ出資を実施するなど、リスクや地域の分散、ノウハウの共有などシナジー創出に向けた施策が進められている。

日本生命の長期発行体格付は、グループ全体の信用力と同水準としている。日本生命グループの信用力は、国内における堅固な事業基盤、保有契約の厚みなどを背景とした安定的な収益力、資本充実度の高さなどを反映している。JCRでは、グループの資本の充実にかかる状況、販売チャンネルの一段の充実などを踏まえ、

19年12月に長期発行体格付を1ノッチ引き上げた。足元では新型コロナウイルス感染拡大によって事業環境は不透明さを増しており、日本生命グループも直接的・間接的な影響を受けるとみられるものの、現段階で格付や見直しを変更する必要はないと考えている。

(2) 日本生命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。

日本生命の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の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が繰延べられる可能性は、日本生命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

日本生命により支払われる本社債の利払い・償還原資が発行会社に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、日本生命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

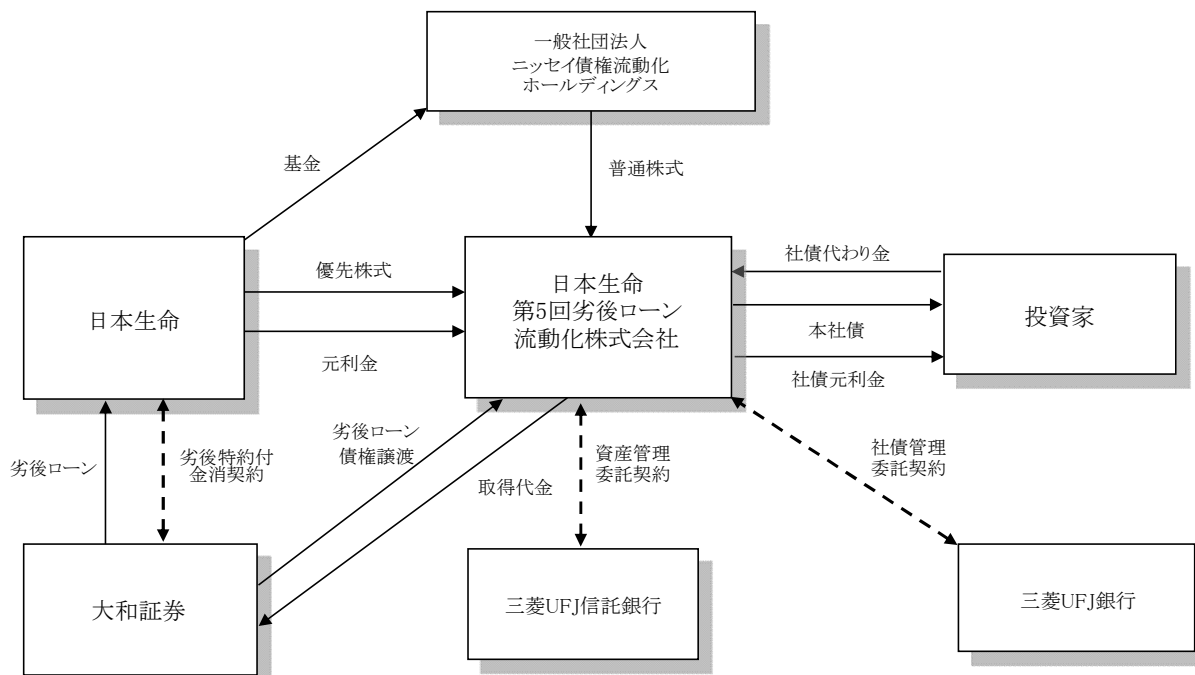
発行会社の倒産隔離に関しては、スキーム関係当事者がデフォルトした場合にも影響を受けないようにするための倒産隔離と、発行会社自体が法的倒産手続きに入らないようにするための倒産隔離が必要だが、前者については、発行会社の資本的・人的関係がスキームの関係当事者から切り離されていること、後者については、発行会社に倒産開始原因となりうる借入などの行為、その他本件実行に関係のない業務を行わない旨、契約書にて約束させていることで手当てされる。

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、本社債の格付は劣後ローンの格付と同一の「AA-」であると評価される。なお、本社債の格付は劣後ローンの格付と同様に、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。

なお、予備格付の時点から発行金額が増額されているが、格付への影響は特段ないと判断している。

【スキーム図】



(担当) 荘司 秀行・齊木 利保

■ 格付対象

【新規】

対象	発行額	最終償還日	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)	1,300億円	2050年9月23日	AA-

＜発行の概要に関する情報＞

発行日	2020年9月23日
利率	2030年9月23日まで：1.05% 2030年9月23日の翌日以降：5年国債金利+2.03% ※変動部分は、2030年9月23日および5年ごとの応当日に改定
利払日	毎年3月23日および9月23日
償還方法	満期一括償還 ※2030年9月23日以降5年ごとに日本生命の選択により期限前償還可能
流動性・信用補完措置	なし

＜ストラクチャー、関係者に関する情報＞

発行会社	日本生命第5回劣後ローン流動化株式会社
劣後ローン借入人	日本生命保険相互会社
原債権者	大和証券株式会社
資産管理会社	三菱UFJ信託銀行株式会社
社債管理者	株式会社三菱UFJ銀行
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	日本生命保険相互会社に対する劣後ローン
---------	---------------------

格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2020年9月23日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：湊岡 由典
主任格付アナリスト：荘司 秀行
3. 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。
4. 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。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) 日本生命保険相互会社
(アレンジャー) 大和証券株式会社
6. 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。
7. 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。
8. 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。
9. 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、結果的正確性、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なるものを問わず、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。

■用語解説

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