

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 2019 基金流動化株式会社

【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）に対する基金債権を株式会社形態の特別目的会社を利用して流動化することで、日本生命が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基金拋出契約に基づき、日本生命に対して総額 500 億円の基金を拋出する。
- (3) 日本生命 2019 基金流動化株式会社（発行会社）は、原債権者、および日本生命との間で締結する基金債権譲渡契約に基づき、日本生命に対して保有する基金債権を譲り受け、これを裏付けとして日本生命 2019 基金流動化株式会社第 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及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異議なき承諾により取得する。
- (4) 基金拋出契約上、基金の利息は毎年 7 月に支払われ、基金の元本は 2024 年 8 月に一括償還される規定になっており、本社債の要項における利払いならびに元本償還に関する期日の規定と対応している。なお、日本生命が株式会社への組織変更を行うなどの事由により、日本生命は裏付けとなっている基金債権の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。
- (5) 発行会社が受領する基金債権の利息は、源泉徴収の対象となっており、発行会社へ支払われる際に控除される。当該源泉徴収に対する還付は本社債の利息支払いまでに行われない。これに対する流動性補完として、日本生命と発行会社間で締結される信用枠設定契約にて手当てを行っている。
- (6) 本社債について、保険業法 55 条の制限より基金利息が全額支払われなかった場合、本社債の利息の支払いは、利息全額が支払いできる利払日まで繰り延べられ、また、保険業法 55 条の制限により基金が全額償還されない場合には、本社債の元本の償還は全額償還できる事業年度まで繰り延べられる規定となっている。

2. 日本生命の基金の格付

(1) 日本生命の長期発行体格付

JCR では日本生命の長期発行体格付を「AA」としている。格付の見通しは「ポジティブ」。

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。中期経営計画でグループ事業の収益拡大を掲げており、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（旧マスミューチュアル生命保険）、乗合代理店等に対応する「はなさく生命保険」による 4 社体制となることで、メインチャネルを営業職員チャネルとするマルチチャネル戦略を加速させている。海外では豪 MLC 社において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。

長期発行体格付は、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、自己資本の充実度などを踏まえたグループ全体の信用力を反映している。JCR では低金利環境の長期化による資本の充実度などへの影響を注視してきたが、ストレスのかかった事業環境下でも高い健全性を維持してい

る点を評価している。中期的な視点からみた収益源の多様化の進展や資本の充実度にかかる改善状況などを踏まえ、格付の見通しを「ポジティブ」としている。

(2) 日本生命の基金の元利金支払いの確実性

JCR では、基金の格付において、保険金請求権の先取特権、清算時等における基金償還の劣後性、保険業法 55 条の制限による基金の元利金支払いの繰り延べの可能性などを考慮して、長期発行体格付よりも 1 ノッチ以上低い評価としている。ただし、破綻のリスクが低く、未償還基金残高と償還財源のバランスに十分な余裕があり、基金の元利金支払いが繰り延べられる可能性が非常に低いと判断される場合は、そのノッチ差は 1 ノッチにとどめ、未償還基金残高と償還財源のバランスに十分な余裕があるとはいえない場合には、そのバランスに応じてノッチ差を付与すべきと考えている。

日本生命は長期発行体格付「AA」と高い格付を有しているうえ、今回抛出される基金を加えてみても、未償還基金残高と償還財源とのバランスには十分な余裕を確保していくと認められる。このため、日本生命の基金の格付については、長期発行体格付より 1 ノッチ低い「AA-」とした。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) 基金利息に適用される源泉徴収に対する手当て

本社債の裏付資産となっている基金債権の利息は所得税法第 24 条において配当所得と分類されており、源泉徴収の対象となる。このため、日本生命から発行会社へ基金債権利息の支払いがなされるときに、その支払いについて、所得税および復興特別所得税の源泉徴収（計 20.42%）が行われる。一方で、発行会社は課税所得がゼロまたはマイナスになることを予定しているため、法人税の確定申告を行うことにより、当該源泉徴収額相当分の還付を受けることになる。源泉徴収によっていったん国に支払われた分は発行会社に還付されるものの、基金利息の支払いと当該還付にはタイムラグがあり、本社債の利息支払日までに利息金額全額が揃わないこととなる。

これに対して、本件では源泉徴収額に相当する金額を発行会社と日本生命との間で締結した信用枠設定契約に基づき、当該不足金額分の金銭の貸付を受けることにより手当てする。各個別貸付の返済は、翌年の 2 月に還付金をもって返済される予定であるが、源泉税の還付が遅延する場合は、個別貸付の元利払いが社債の元利払い及び諸費用の支払い等に劣後する建て付けとなっている。

(2) 真正譲渡性

基金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基金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基金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、基金債権の元利金を保証する等の義務を負っていない。

(3) 社債償還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、償還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、このようなりスクはない。

(4) 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、本社債の元利金支払いのために必要な金銭他本件に必要な資金の借り入れを除き、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、契約書にて誓

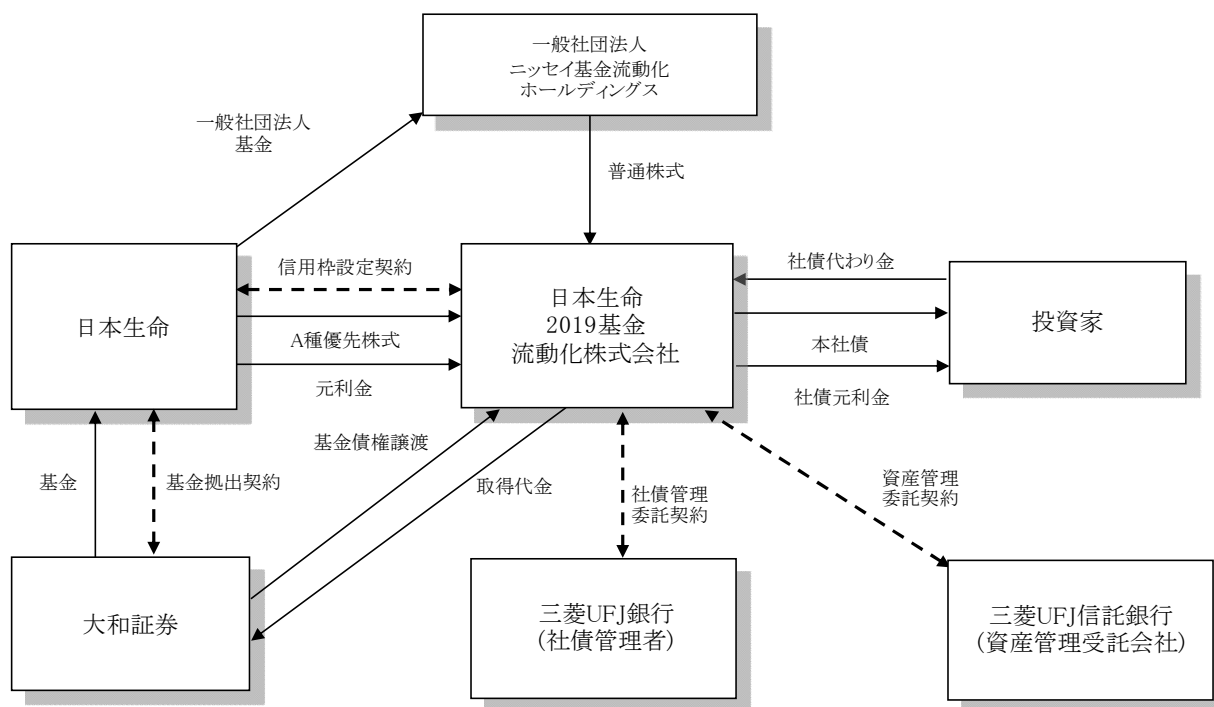
約させていることで手当てされる。

なお、本件では期限の利益喪失に関する特約は付されていない。

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、本社債の格付は基金の格付と同一の「AA-」であると評価される。なお、格付は本社債に関して、規定の利息ならびに元本が繰り延べられずに全額支払われる確実性を評価したものである。

【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 | 劣後比率 | 最終償還日(注) | 利率 | 格付 |
|----------|-------|------|-----------|-------|-----|
| 第1回無担保社債 | 500億円 | - | 2024年8月1日 | 0.25% | AA- |

(注) 保険業法55条の制限により基金が全額償還されない場合には、本社債の最終償還日は、日本生命が基金を全額償還できる最初の事業年度の本基金繰延後最終償還日(本基金拠出実行日の応当日)まで延長される。

<発行の概要に関する情報>

| | |
|------------|-----------|
| 発行日 | 2019年8月1日 |
| 償還方法 | 満期一括償還 |
| 流動性・信用補完措置 | 信用枠の設定 |

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

| | |
|----------|---------------------|
| 発行会社 | 日本生命 2019 基金流動化株式会社 |
| 基金調達者 | 日本生命保険相互会社 |
| 原債権者 | 大和証券株式会社 |
| 資産管理受託会社 | 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基金債権 |
|---------|--------------------|

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8月1日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者： 荘司 秀行
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」(2012年12月3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) 日本生命保険相互会社
(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。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。
- 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