

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>
米国不動産担保ローン債権流動化 2023
米国不動産担保ローン債権流動化 2024
米国不動産担保ローン債権流動化 2025

【変更】
信託受益権格付 A → A+

■ 格付事由

本件は、株式会社アイビーネット（オリジネーター）が保有する米国不動産担保ローン債権の流動化案件のうち、株式会社三井住友銀行がアレンジャーとなっている 3 シリーズの優先受益権に対する一括レビューである。

1. スキームの概要

- (1) オリジネーターは、株式会社オープンハウスグループ（オープンハウス）の金融子会社として、オープンハウスが提供する投資用米国不動産の購入者に対して不動産担保ローンを実行している。17 年 7 月に本ローンの取り扱いを開始して以来、貸し倒れや支払遅延はほとんどなく、満期返済のトラックレコードも徐々に蓄積され始めている。オープンハウスの投資用米国住宅事業は、日本国内の富裕層を対象とし、オリジネーターや米国現地法人を含めたグループ全体で「投資対象物件の選定・資金調達・購入手続・物件管理・売却」までワンストップ・サービスの体制を整えている。直近では、5,800 棟を超える規模まで管理物件を伸ばしている。
- (2) オリジネーターは、自らが保有する米国不動産担保ローン債権を貸付債権信託の受託者に信託譲渡し、当初受益者として受託者から優先受益権及び劣後受益権の交付を受ける。その後、オリジネーターは優先受益権を外部の投資家へ譲渡することにより資金調達を行う。
- (3) オリジネーター及び受託者は、対象債権の信託譲渡に際し、動産及び債権譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律第 4 条第 1 項に基づく債権譲渡登記により第三者對抗要件を具備する。
- (4) オリジネーターは、事務委任契約に基づき当初サービサーとして対象債権の回収を代行しその回収金を信託受託者に引き渡す。回収期間中、これらの回収金から公租公課や諸費用を控除した後、月次パススルー・シーケンシャルペイ方式により、優先受益権の元本償還と配当の支払いを行う。すなわち、貸付債権信託の劣後受益権が優先受益権に対する劣後部分として信用補完する仕組みになっている。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) 原債権のデフォルトリスク

原債務者にデフォルトが発生した場合には、原債権の回収が予定通り行われず信託財産が毀損するリスクがある。このリスクに対して、流動化対象債権の貸倒率や期限前返済率を見積もり、優先受益権の元本償還と配当の支払いに備えた劣後水準を設定する。なお、流動化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。

デフォルト債権については、まず、オリジネーターに現状有姿で交付し、同額の劣後受益権の元本を償還する。その後、オリジネーターが債権回収を行い、最終的な回収金を追加信託した上で、優先受益権からシーケンシャルに償還する仕組みとなっている。なお、過去の回収実績を踏まえると、米国における担保処分も含め、オリジネーターによる債権回収能力に特段の懸念はないと考えられる。

(2) 金利リスク

流動化対象債権の金利と優先受益権の配当率にミスマッチがある場合にネガティブキャリー（金利逆鞘）が発生するリスクがある。本件では、いずれも短期プライムレートを基準金利とする変動金利となっており、金利のミスマッチは限定的であると判断している。なお、貸付債権信託契約において、オリジネーターは株式会社三井住友銀行の短期プライムレートが上昇した場合は、流動化対象債権の借入利率についても、1ヶ月以内に当該上昇と同率の変更を行うことを誓約している。

(3) サービスの信用悪化に係るリスク

① コミシングリングリスク

オリジネーターが当初サービスとして流動化対象債権の回収を行い、オリジネーターのもとに一定期間留保された後、毎月20日に受託者へ引き渡される。そのため、万一オリジネーターが破綻した場合、回収金がサービスの資産と混同され、引き渡しが行われず行われないリスク（コミシングリング・リスク）が生じうる。本件では、回収金等引渡日の前月15日にオリジネーターから受託者へ引渡予定金額を仮払いすることになっていることから、コミシングリングリスクは限定的であると判断している。

② バックアップサービス体制

サービスに関して、信託債権回収金等の送金義務の懈怠など事務委任契約解除事由が発生した場合、受託者は現サービスへの事務委任を解除し、当初から選任されているバックアップサービスに交代させることができる。

(4) 信託内のキャッシュフロー不足リスク

本件では、流動性補完措置として一定期間の優先受益権にかかる配当金及び信託報酬、バックアップサービス発動費用を現金準備金として当初から準備している。

3. 格付評価のポイント

(1) 損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

母体債権のヒストリカルデータや流動化対象債権の属性データなどから算出されたベース貸倒率およびベース繰上返済率に対して「A+」を前提とする一定のストレスをかけてキャッシュフローを分析した。その際、デフォルト債権の担保処分による回収可能性については、価値変動リスクや為替リスク等を考慮して、保守的に織り込んでいる。

シリーズ	ストレス考慮後の想定貸倒率 (月率)	ストレス考慮後の想定繰上返済率 (月率)
米国不動産担保ローン債権流動化 2023	0.169%	0%
米国不動産担保ローン債権流動化 2024	0.213%	0%
米国不動産担保ローン債権流動化 2025	0.218%	0%

本件流動化の実行日以降の回収状況については、JCRの想定内で良好なパフォーマンスが示されている。繰上返済等による元本回収金は、シーケンシャルペイ方式により優先受益権の償還に充当されている。その結果、流動化対象債権総額に対する劣後受益権の割合は当初の劣後比率より上昇しており、優先受益権について「A+」相当に必要な劣後水準を上回っている。

また、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)

- ・評価時点は今回のレビュー実施日
- ・算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、各シリーズの優先受益権に対して採用するベース貸倒率を移動させた場合の、現時点での劣後比率を前提とした格付は以下の通りとなった。

シリーズ	ベース貸倒率（月率）を どれだけ移動させたか	現時点の劣後比率を 前提とした格付
米国不動産担保ローン債権流動化 2023	0.145%に移動	A-
米国不動産担保ローン債権流動化 2024	0.109%に移動	A-
米国不動産担保ローン債権流動化 2025	0.112%に移動	A-

(2) その他の論点

- ① オリジネーターから受託者への信託譲渡は真正な譲渡を構成すると考えられる。
- ② 本件の回収金口座は、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、優先受益権に関して、規定の配当が最終償還期日までに全額支払われること、及び元本が最終償還期日までに全額償還されることの確実性が、優先劣後構造及び法的手当てによって相応に評価できる水準にあること、さらに、オリジネーターが手掛けている米国不動産担保ローンビジネスのトラックレコードが一定程度蓄積してきたことを勘案し、各シリーズの優先受益権の格付をそれぞれ「A+」に変更した。

(担当) 中川 哲也・清水 達也

■ 格付対象

【変更】

対象	当初発行額	当初劣後比率	最終償還期日	クーポン・タイプ	格付
優先受益権 (米国不動産担保ローン債権流動化 2023)	10,062,025,598 円	25.0%	2034 年 1 月 31 日	変動	A+
優先受益権 (米国不動産担保ローン債権流動化 2024)	13,710,818,695 円	25.0%	2035 年 1 月 31 日	変動	A+
優先受益権 (米国不動産担保ローン債権流動化 2025)	6,000,000,000 円	25.0%	2035 年 6 月 29 日	変動	A+

＜発行の概要に関する情報＞

発行日	2023 年 9 月 25 日（米国不動産担保ローン債権流動化 2023） 2024 年 8 月 8 日（米国不動産担保ローン債権流動化 2024） 2025 年 4 月 25 日（米国不動産担保ローン債権流動化 2025）
償還方法	月次パススルー償還、シーケンシャルペイ
流動性・信用補完措置	優先劣後構造、現金準備金 ※当初劣後比率：25.0%（1-優先受益権元本/流動化対象債権元本）

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。

＜ストラクチャー、関係者に関する情報＞

オリジネーター	株式会社アイビーネット
アレンジャー	株式会社三井住友銀行
信託受託者	株式会社三井住友銀行

＜裏付資産に関する情報＞

裏付資産の概要	株式会社アイビーネットが保有する貸付債権
---------	----------------------

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2025 年 9 月 11 日
2. 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：中川 哲也

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、「住宅ローン債権」(2021 年 8 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。

5. 格付関係者：

(オリジネーター等) 株式会社アイビーネット
(アレンジャー) 株式会社三井住友銀行

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約定通り履行される確実性の程度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：

- ① 格付対象商品および裏付資産に関する、オリジネーターおよびアレンジャーから入手した証券化対象債権プールの明細データ、ヒストリカルデータ、パフォーマンスデータ、証券化関連契約書類
- ② 裏付資産に関する、中立的な機関から公表された中立性・信頼性の認められる公開情報
- ③ オリジネーターに関する、当該者が対外公表を行っている情報
- ④ その他、オリジネーターに関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報

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. 資産証券化商品についての損失、キャッシュフローおよび感応度の分析：

格付事由参照。

10. 資産証券化商品の記号について：

本件信用格付の対象となる事項は資産証券化商品の信用状態に関する評価である。本件信用格付は裏付けとなる資産のキャッシュフローに着目した枠組みで付与された格付であって、資産証券化商品に関して(a)規定の配当が最終償還期日までに全額支払われること、(b)元本が最終償還期日までに全額償還されることの確実性に対するものであって、ゴーイングコンサーンとしての債務者の信用力を示す発行体格付とは異なる観点から付与されている。

11. 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。

12. 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