

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＞ グラスパーク信託受益権 シリーズ5

【新規】

信託受益権予備格付	A A A
ABL予備格付	A A A

■格付事由

本件は、投資用マンションローン RMBS に対する予備格付である。

1. スキームの概要

- （1） オリジネーターは、投資用マンションローン債権（対象債権）及び金銭を信託法第3条第3号に掲げる方法により信託し、受託者は、オリジネーターを当初受益者として優先受益権、劣後受益権及び現金準備金受益権を交付する。その後、優先受益権及び劣後受益権は当初受益者から投資家に譲渡され、一部の優先受益権については投資家から ABL を受け入れることによって償還される。
- （2） 委託者は、対象債権及び金銭の信託設定に係る信託証書について信託開始日に公証人による認証を得る。
- （3） 対象債権の管理回収業務は、引き続きオリジネーターが行い、投資用マンションローンの債務者から支払われる回収金を毎月受託者に引き渡す。信託期間中、これらの回収金により優先受益権、ABL（優先受益権等）及び劣後受益権の元本の償還/返済と配当/利息の支払いが行われる。
- （4） 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、優先配当/利息の順に充当される。公租公課・費用等を差し引いた後の利息回収金が優先予定配当額に満たない場合、当該不足分は元本回収金から充当されることとなっている。一方、利息回収金から費用、優先配当/利息等が支払われた後、その残余が劣後配当として支払われる。
- （5） 優先受益権等及び劣後受益権元本の償還/返済は、前月末の優先受益権及び ABL の残高と劣後受益権の残高に応じて、月次でプロラタで行われる。早期償還事由発生後には、優先受益権等への償還/返済が優先的に行われ、全額償還/返済後に劣後受益権を償還するシークエンシャルペイ方式に変更される。
- （6） 流動性補完として、サービサー交替に必要な費用及び相殺リスク相当額、コミングルリスク相当額（コミングルリスク開始事由発生後）を現金準備金として、信託内に留保する。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

（1）対象債権のデフォルトリスク

デフォルトリスクについては、期中発生すると想定されるデフォルト発生率と期限前返済率、及びデフォルト債権からの回収率を用いた分析に基づき、必要とされるデフォルトリスクに対応する信用補完を設定している。対象債権には、債務者につき法的倒産手続が開始されていないことといった適格要件が設定されているものの、対象債権と母体債権の質に特段の差はないと判断している。

（2）金利リスク

投資用マンションローンの金利と証券化商品の金利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。

裏付けとなる投資用マンションローン債権の基準金利は、長期プライムレートと短期プライムレートのみであり、契約時に選択した基準金利を変更することは不可能となっている。

優先受益権等のクーポン・タイプが固定であること、予定配当率/利率及び諸費用の水準に照らし、本件の金利逆鞘リスクは信託対象債権からの利息回収金で吸収可能なレベルにあると判断される。なお、金利逆鞘等が発生し、優先受益権等の配当/利息が支払えない場合には、元本回収金から不足額を補てんする仕組みとなっている。

(3) サービスの信用悪化リスク

① コミシングリングリスク

当初必要劣後比率の算定において、コミングリング・ロスに対応する金額を含めていないが、補完措置として、コミングルリスク開始事由を設けている。当該事由が発生した直後に、オリジネーターはコミングリング・ロスに相当する金額を現金準備金として追加信託することとなっている。

② バックアップサービス体制

本件では、当初バックアップサービスの設置は留保しているが、オリジネーターについて、以下のサービス選定事由が発生した場合、受託者は一定の条件を満たした者をサービスに選定の上、対象債権の管理回収業務を委託することができる。

〈サービス選定事由〉（抜粋）

- ・ 信託債権回収金等の送金義務の懈怠
- ・ 自己信託証書に定める事実の表明事項にかかる違反
- ・ 破産手続開始、民事再生手続開始、会社更生手続開始、もしくは特別清算開始その他これに類似する手続の申立、手形交換所における不渡り処分、解散若しくは廃業

(4) 相殺リスク

債務者がオリジネーターに対して保有する預金と住宅ローンを相殺する結果、信託住宅ローン債権が希薄化するリスクが存在する。本件では、現金準備金受益権の一部がこれに備えた信用補完として設定されている。

(5) 信託内のキャッシュフロー不足リスク

利息回収金が諸費用等及び優先受益権等の配当/利息の支払いに不足する場合には、元本回収金から当該不足金を補填することができる仕組みとなっている。

3. 格付評価のポイント

(1) 投資用マンションローン債権の概要

証券化の対象となる投資用マンションローン債権は、オリジネーターが保有する投資用マンションローン債権全体の中から、支払が遅延しておらず、担保不動産について、第一順位の抵当権が設定されており、債務者について法的倒産手続が開始されていないことなど、適格要件をクリアしたものが抽出されている。

対象債権（仮プール）は、オリジネーターによって 2019 年度に実行されたローンであり、債権数は 726、元本総額は約 14,955 百万円である。

(2) 損失、キャッシュフロー分析及び感応度分析

優先受益権等の格付に対応するストレスをかけた想定デフォルト発生率及び想定期限前返済率（ストレス考慮後の想定デフォルト発生率 0.117%（月率）、ストレス考慮後の想定繰上返済率 0.166%（月率））を、想定残高推移に乗じて各月の想定グロス貸倒額を算出する。各月の想定グロス貸倒額からエクセスプレッドによる貸倒債権のデフォルトトラップの金額（劣後配当留保発生時）及び担保からの想定回収額を差し引くことにより当該月の想定ネット貸倒額を算出し、プロラタ償還であることを勘案し、優先受益権等に必要な貸倒対応信用補完として算定した。算定にあたっては、劣後配当留保事由及び早期償還事由のデフォルト率

が低い水準に設けられていること、さらにそれらの事由の発生などによるウォーターフォールの変更も考慮に入れている。

優先受益権等に関して設定されている劣後部分の金額は、上述のとおり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、優先受益権等が「AAA」相当のリスクの範囲内で元本償還/返済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、期中にデフォルト発生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)

- ・評価時点は受益権譲渡日現在
- ・算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、優先受益権等に関して採用するベースデフォルト発生率を 0.042% (月率) に移動させた場合には、劣後比率を前提とした格付は「AA」となった。

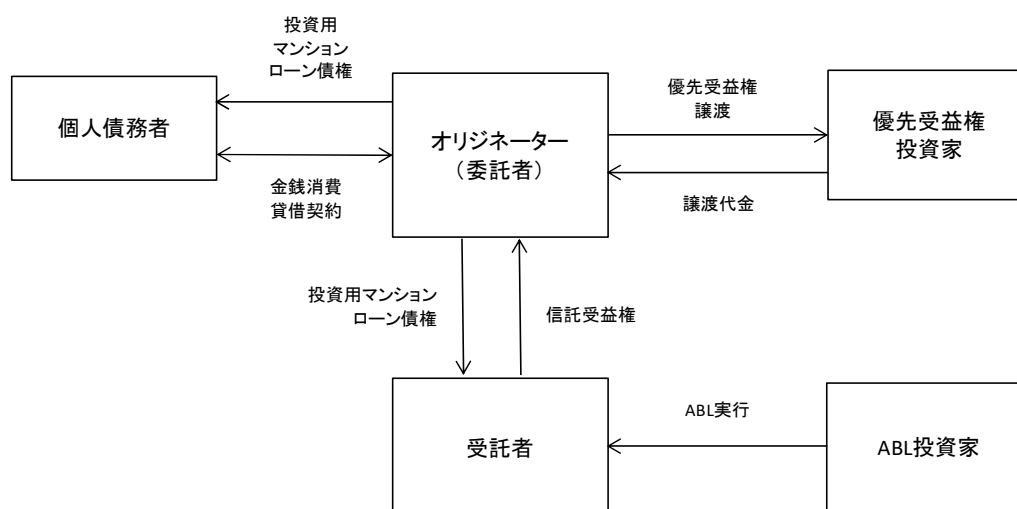
なお、この予備格付では、21年3月末時点でカットオフした仮の債権プールをもとに21年6月に信託設定される債権プールを想定して分析を実施しているが、実際の信託設定までに債権プールが変更されることも想定されており、本格付の際に算出する必要劣後比率は今回算出したものから差異が生じる可能性がある。

(3) その他の論点

- ①スキーム関係者からの倒産隔離が図られているものと評価される。
- ②本件の回収金口座は、一定の水準以上の信用力を有すると認められ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、優先受益権及び ABL について、規定の配当/利息が最終信託計算期日までに全額支払われること、及び最終信託計算期日までに元本が全額償還/返済されることの確実性は、優先劣後構造及び法的手当てによって「AAA」と評価できる水準が維持される予定であり、仮の債権プールのキャッシュフローにもとづく優先受益権及び ABL の予備格付を「AAA」と評価した。

【スキーム図】



【裏付資産のキャッシュフロー】

未公表

【裏付資産にかかる債権または債務者の属性分布】

未公表

【予想償還スケジュール等】

未公表

(担当) 荘司 秀行・古口 雄介

■ 格付対象

【新規】

対象	発行額/実行額*	劣後比率	最終信託計算期日**	クーポン・タイプ	予備格付
優先受益権	未定	20.9%	2063年1月15日	固定	AAA
ABL	未定	20.9%	2063年1月15日	固定	AAA

* 上記表中未定部分は2021年6月30日までに決定予定。優先受益権及びABLの合計金額は、債権残高×(1-20.9%)以下の金額。

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2021年6月18日
受益権譲渡日/ABL実行日***	2021年6月30日
償還方法	月次プロラタ償還 ※早期償還事由発生時以降は、月次パススルー償還、シークエンシャルペイに変更 ※投資用マンションローン債権が当初の元本残高の5%以下となった場合のクリーンアップ・コール条項あり
流動性・信用補完措置	優先・劣後構造及び現金準備金 ※劣後比率：1 - (優先受益権+ABL) ÷ 当初ローン債権元本

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。

** 本件における事実上の法定最終償還期日

*** 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金融業
アレンジャー	オリックス銀行株式会社
バックアップサービサー	当初設置留保

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	オリジネーターが保有する投資用マンションローン債権
裏付資産発生の概要	オリジネーターが、債務者の資格要件（年齢・職業・勤務年数・所得等）、ローンの引受要件（融資額・LTV・DTI・期間等）等に基づいて、貸付を行ったもの。
裏付資産プールの属性	元本残高：14,954,923,490円 債権件数：726件
適格要件（抜粋）	<ul style="list-style-type: none"> ● カットオフ日から当該貸付債権に係る貸付契約に定められた最終弁済日までの期間が最終信託計算期日までの期間を超えないこと ● 当該貸付債権に係る貸付けは、委託者の通常の審査方針に基づいてなされていること。 ● 当該貸付債権は、適法かつ拘束力を有する執行可能な貸付契約に基づき生じたものであること。 ● 当該貸付債権の当初貸付金額が、1億円以内であったこと。 ● 1債務者当たりの委託者からのすべての借入金の合計額が、カットオフ日現在で1億円以内であること。 ● 当該貸付債権に係る貸付契約において、債務者が当該貸付債権につき、月次の元利均等返済を行う義務を負っていること。 ● 当該貸付債権に係る債務者が、当該貸付債権の貸付時点において、満20歳以上であり、最終返済時において80歳以下の個人であること。 ● 当該貸付債権に係る債務者を被保険者、委託者を保険契約者とする団体信用生命保険が付保さ

	<p>れていること。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 当該貸付債権に係る債務者が、当該貸付債権に係る貸付けから得た資金を担保不動産の取得、新築、改築、増築若しくは修繕のために、又はこれらの目的のために当該債務者が従前借入れていた借入金の借換えとして、利用することを意図していたこと。 ● 担保不動産について、委託者を抵当権者として当該貸付債権を被担保債権として、第一順位の抵当権が設定され、その旨の登記がされていること。 ● 当該貸付債権に係る担保不動産につき、火災保険が付保されていること。 ● カットオフ日の翌営業日において、当該貸付債権の支払が遅延しておらず、かつ、当該貸付債権に関連する貸付契約に基づく期限の利益喪失事由その他の債務不履行事由が一切発生していないこと。また、破産手続、民事再生手続その他の類似する倒産開始手続開始の申立てが関連する債務者に関して行われていないこと。 ● 1回以上支払履歴があること。 ● 担保不動産が日本国内に所在するものであること。 ● 当該貸付債権につき債務者と委託者の間で譲渡禁止の特約が明示的又は黙示的になされていないこと。また、受託者に対して当該貸付債権の譲渡、移転又は信託することが、当該貸付契約の条項により禁止又は制限されておらず、貸付契約に違反するものではないこと（通知若しくは時の経過のいずれか又はその両方の有無を問わない。）。 ● 当該貸付債権について既に第三者に対し譲渡、担保差入れその他の処分がされていないこと。 ● 当該貸付債権に係る債務者が反社会的勢力に属しておらず、かつ反社会的勢力と資本関係、業務提携関係又は継続的な取引関係がなく、反社会的行為を行っていないこと。
加重平均金利	未公表

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：2021年4月28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、「住宅ローン債権」（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。
5. 格付関係者：

（オリジネーター等） 東京都所在の大規模金融業（ビジネス上の理由により非公表：本案件に関する情報が本来と異なる目的で利用されることにより、悪影響が生じる可能性があるため）

（アレンジャー） オリックス銀行株式会社
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、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. 資産証券化商品の情報開示にかかる働きかけ：

(1) 情報項目の整理と公表

JCR は、資産証券化商品の信用格付について、第三者が独立した立場で妥当性を検証できるよう、裏付資産の種類別に、第三者が当該信用格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目をあらかじめ整理してホームページ上で公表している。

(2) 情報開示にかかる働きかけの内容及びその結果の公表

JCR は、本資産証券化商品の格付関係者に対し、当該資産証券化商品に関する情報（上記の情報項目を含む。）の開示を働きかけた。

働きかけの結果、格付関係者が公表に同意した情報の項目について、JCR は、格付関係者の委任を受け、格付関係者に代わりここで当該情報を公表する（上記格付事由及び格付対象を参照）。なお、公表に対して同意を得られていない情報の項目については、上記格付事由および格付対象の箇所では未公表と表示している。

10. 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。

11. 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 (a) 規定の配当/利息が最終信託計算期日までに全額支払われること、(b) 元本が最終信託計算期日までに全額償還/返済されることの確実性に対するものであり、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。

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