

ABCP プログラム

1. 対象商品の概要

ABCP（アセット・バックド・コマーシャルペーパー）とは、金銭債権を中心とした資産を裏付として、SPCがCPを発行するものである。一般に、現状日本国内で発行されているABCPプログラムの多くは、銀行などの金融機関が、その取引先が保有する金銭債権などの資産を買い取るために設立したものとなっている。

2. 一般的なスキーム

金融機関がスポンサーとなって多数の取引先企業が資産売却人となるABCPプログラムを、マルチセラー型と呼ぶ。これに対して、特定の企業が自らの保有する資産を譲渡するためだけにSPCを設立し、ABCPを発行するというシングルセラー型と呼ばれる形態も存在する。

SPCによる買取り対象として取り上げられている資産は、プログラムによって異なるが、多岐に及んでいる。SPCの発行するABCPがその買取りに係る資金調達手段であるため、短期の金融資産が中心となるが、売掛債権・手形債権（電子記録債権を含む）、リース料債権、診療報酬債権、住宅金融支援機構融資の代理受領権などが例として挙げられ、信託受益権の形でSPCが購入する形態がとられることもある。

SPC自体の会社形態としては、他の証券化案件と同様にスポンサー及びセラーから倒産隔離された形で設立される。一般的には、ケイマン法人またはその東京支店が発行体となる場合が多く見受けられるが、本邦における合同会社や株式会社を発行体としている場合もある。

現状、日本で発行されているABCPに関しては、スポンサーによる100%の信用補完及び流動性補完が付されている場合（フルサポート型と呼ぶ）が主流を占めているが、一部では優先劣後構造により信用力が高められた金銭債権などを裏付けとする内部信用補完型も組成されている。

3. 格付のポイント

(1) フルサポート型

スポンサーによる100%の信用補完及び流動性補完が付されているフルサポート型のABCPの格付については、バックアップラインの出し手であるスポンサーの格付に基本的に連動することとなる。格付付与の際のポイントとしては、SPC自体の倒産隔離性、及びABCPの償還に必要な流動性補完、信用補完の提供がスムーズかつタイムリーに行われるような契約書上の取り決めなどを精査することが中心となる。

検証に要する主な資料は以下のとおりである。

- ① ABCPに係る商品説明書
- ② SPC設立に関する関連諸契約書
- ③ ABCPの流動性及び信用補完に関する契約書（バックアップライン契約など）

(2) 内部信用補完型¹

優先劣後構造による内部信用補完型の ABCP の格付は、基本的に優先部分の信用力に連動することとなり、その際、ABCP の格付に見合う劣後水準が適切に設定されているかどうかについて資産種類ごとに定めている格付の方法に準拠して検証する。

具体的にカードショッピングによるマンスリークリア債権を裏付資産とする場合を例にとり、格付分析の概要を以下に示す。

(「割賦債権・カードショッピングクレジット債権」参照)

①想定されるリスクとその評価

(i)信用リスク・キャンセルリスク

原債務者の信用悪化や引落口座における残高の不足等により、証券化対象債権の回収が予定通りに行われぬ可能性がある。また、原債務者がクレジット契約を取り消した場合に、債権が消滅するリスク（希薄化リスク）が生じうる。

(ii)コミングリング・リスク

マンスリークリア債権は 1 回払いの債権であり、通常、その支払日は特定の日に集中しているため、受託者等からサービシング事務の委任を受けたオリジネーターが倒産した場合、回収金の損失(コミングリング・ロス)は最大で、当該債権回収期間における回収額全額となる。

②必要劣後金額の算定

マンスリークリア債権は、その性質上一般的に小口多数分散が図られているので、原債権のデフォルトにより発生すると想定される損失額は、大数の法則を用いた小口多数アプローチ(大数アプローチ)をベースにしたストレステストにより計算する。

(i)母体債権のヒストリカルデータから貸倒率、キャンセル率を算出する。

(ii)母体債権・証券化対象債権プールの構成比別データから、母体債権・証券化対象債権プールの特性を把握するとともに、両者を比較することにより、ストレス倍率を決定する際の参考とする。

(iii)母体債権のヒストリカルデータより、貸倒率等の推移を確認し、分析を行うにあたってのベースケースを決定する。

(iv)期中のキャッシュフローに対し一定のストレスをかけた貸倒率等を発生させたうえで、必要な劣後金額を求める。ストレス後の水準は、ベースケースを定数倍したもの、ヒストリカルデータの標準偏差の定数倍をベースケースに加えるものなど複数あり、個別の案件に応じて適切とみなされる水準を採用する。ストレス倍率は、通常の割賦債権と同様の水準を基本としつつ、母体債権、証券化対象債権の属性などの定性要因も考慮して決定する。特にマンスリークリア債権では、格付の対象は証券化商品の償還期日における元本償還の確実性であることから、ある月の入金額が激減すると、タイムリーペイメントが守られないこととなる。このようなスキームの証券化では、ストレス倍率は、ある月の入金額が激減しても翌月以降の入金額が回復すれば元本毀損を生じない長期の証券化商品よりも、強い水準に設定することが適当である。

(v)コミングリング・リスクに対応する劣後が設定されているか、そうでない場合には証券化商品

¹ スポンサーが ABCP の一部のみ信用補完・流動性補完を提供するパーシャルサポート型についても、スキームの特性に応じて内部信用補完型の格付方法を適用することがある。

の格付に対する制約を検証する。マンスリークリア債権では、コミングリング・ロスは最大で当該債権回収期間における回収額全額となり、一般にオリジネーターの格付が ABCP プログラムの格付の上限となるが、スキーム関係者からの倒産隔離措置やバックアップサービサーの設置などのスキーム上の手当てにより当該リスクを低減できる場合がある。

(vi)当初サービサーがデフォルトなどの理由により回収業務を通常通り行えない状況を回避するため、回収業務をバックアップサービサーに引き継ぐ上で必要となる資金が現金準備金として積み立てられることを確認する。

上記に加えて、SPC 自体の倒産隔離性、裏付資産のパフォーマンス悪化をはじめとした各種トリガーの妥当性、さらに裏付資産と ABCP の償還期限のマッチング及び SPC 負担の諸費用に備えた現金準備金など流動性補完の十分性を精査する。

以上を踏まえて、検証に要する主な資料は以下のとおりである。

- ① ABCP に係る商品説明書
- ② SPC 設立に関する関連諸契約書
- ③ 裏付債権の与信、債権管理、回収プロセスにかかる関連資料
- ④ 母体債権のヒストリカルデータ及び属性データ
- ⑤ 証券化対象債権の譲渡又は信託にかかる契約書

4. モニタリングのポイント

フルサポート型については、スポンサーの信用力及びスキームの変更の有無をモニタリングすることになり、スポンサーの格付変更があった後、遅滞なく当該 ABCP プログラムのレビューを行う。

内部信用補完型については、原則として月次貸倒率など裏付資産のパフォーマンス、劣後比率の動き、スキーム関係者の業務遂行能力を恒常的にモニタリングすることに加えて、定期または臨時のレビューにより、裏付資産のパフォーマンスや経済状況に鑑みてベースレートなど格付の前提条件を必要に応じて見直し、残存期間を考慮しながら当該前提条件に基づきキャッシュフロー分析を行う。

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、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、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

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