

CLO

1. 対象商品の概要

CLO (Collateralized Loan Obligation) とは、複数のローンを束ねたプールを裏付けとした証券化商品である。また、複数の社債を束ねたプールを裏付けとした場合は CBO (Collateralized Bond Obligation) と呼ばれる。金融機関が自ら保有するローンを資産の圧縮を図ることを目的に証券化する事例もあるが、2001年3月に東京都が債券市場構想の一環として中小企業向け貸出債権を募集し証券化して以降、他の地方自治体や中小企業金融公庫など公的な機関が主導となる案件が増えてきていることは注目される。

2. 一般的なスキーム

他の金銭債権と同様、信託受益権の形態などで証券化される。既存の貸出債権の場合は、譲渡に関して特例法登記により第三者対抗要件のみが具備され、債務者対抗要件が留保されることが一般的である。これに対して、自治体 CLO のように CLO を発行することを目的として貸付を募集する場合(「募集型 CLO」と呼ばれることもある)には、債務者対抗要件が当初より具備されている場合が一般的である。

3. 格付のポイント

(1) 原債務者の信用悪化リスク

原債務者のデフォルトにより元本償還原資が不足するリスクは、優先劣後構造で手当とする。

原債務者に格付が付与されていれば個別の企業の格付を用いてデフォルト率を判断する。格付が付与されていない場合には、企業格付担当者によりシャドー格付を付与する。原債務者数が多い場合には、「個別企業デフォルト率推定モデル」や「JCREST」といった JCR の信用リスク推定モデルを活用したり、オリジネーターの審査時に付与された社内格付や外部スコアなどとのマッピングの手法を使用したりすることにより、個別原債務者のデフォルト率を推定する。

上記を踏まえ各原債務者の信用力に応じたデフォルト率を対応させ、後述のストレスを付加した上でモンテカルロ・シミュレーションを行い、これにより作成されたリスク・カーブと CLO の目標格付のデフォルト率とを対応させることで、必要劣後比率を算出する。

なお、格付対象となる債権プールに属する原債務者数が多い場合には、リース料債権などの証券化に用いられる小口多数アプローチを分析に適用する場合もある(詳細は「リース料債権」参照)。

(参考) 「個別企業デフォルト率推定モデル」

倒産企業・債務超過企業をデフォルトサンプルとし、デフォルト企業と同種同等の正常企業を対応させて財務データの差異を判別分析により抽出し、デフォルト率に変換することによって作

成されたモデル。銀行・ノンバンク・生損保などの金融および非製造業の一部（商社・鉄道・航空運輸・電気業・都市ガスの各業種）を除いた上場・店頭公開企業の財務データを対象としており、企業が将来のある一定期間内に「倒産」に至る確率を推定するものである。

（参考）「JCREST」

「製造」「建設」「卸・小売・飲食業」の3業種に属する企業を対象とした中小企業信用リスク推定モデル。半正定値ロジットモデルを適用し、1年～3年以内の倒産確率を推定するものである。

(2) 債務者属性集中リスク

原債務者の属性が集中することにより、証券化対象債権プール全体の信用力の低下が生じている可能性がある。JCRでは、主に以下の債務者属性に着目しており、集中度合いに応じて相応のストレスを付加することで対応している。

- ・業種集中
- ・地域集中
- ・メインバンク集中

(3) 期限前弁済リスク

原債務者による期限前弁済が行われた場合、当該弁済以降に原債務者より支払われるべき貸付債権利息が消滅し、証券化商品の利息支払原資が不足する可能性がある。これに対し、募集型CLOの場合には、金銭消費貸借契約に原則として期限前弁済を禁止する条項を設けて、当該リスクを最小限にとどめる手当てを行っている。

(4) 相殺リスク

原債務者がオリジネーターである金融機関に対する反対債権（銀行であれば預金など）と当該貸付債権を相殺した場合に、債権プールが希薄化するリスクがある。

当該リスクを防ぐため、特に募集型CLOの場合では、原債務者と締結する金銭消費貸借契約に相殺禁止文言を入れることで対応している。

4. 必要資料

(1) オリジネーターに関する資料

(2) 原債権（個別）に関する資料

- (a) 原債権契約書（雛型）
- (b) 原債務者に関する情報

所在地、資本金、年商、業種、格付、オリジネーター社内格付（もしくはCRD、外部信用調査会社

のスコアなど)、メインバンク

(3)原債権（全体）に関する資料

原債務者に関する属性データ（上記(2)(b)を一覧表にしたもの）

所在地、資本金、年商、業種、（あれば）格付、オリジネーター社内格付（もしくはCRD、外部信用調査会社のスコアなど）、メインバンク、当初貸付実行額別

(4)その他

(a)業種区分表（原債務者の業種区分を行う際に参照した表・資料など）

(b)原債権募集に関する概要（審査条件、与信方針等）

(c)社内格付（もしくはCRD、外部信用調査会社のスコアなど）別デフォルト率

以上